

三、本行貨幣政策相關議題之說明

近期某周刊及有些人士提出多項論點，例如，本行「所控管的貨幣供給暴增，是助長台灣房價的主因」、「為達成盈餘繳庫目標，採取低利率及低匯率政策，因而推升國內房價」、「阻升台幣(外匯干預)導致連年遭美國財政部列入干預匯率國家觀察名單」、「外匯干預導致我國銀行體系流動性氾濫」、「年年繳庫的作法，本質上與印鈔票給財政部支應財政赤字是一樣的」等，不僅與實情有所出入，且恐有誤導大眾之虞。針對這些不實論點，本文僅就上述幾個重要議題簡要說明如下：

Q1：我國貨幣供給過多，明顯帶動房價上漲？

A1：在未考慮貨幣需求下，即指稱台灣貨幣供給過多的說法，並不恰當；事實上，我國貨幣供給長期控制合宜，實際 M2 成長率多落於本行設定之成長參考區間內，顯示流動性可充分支應經濟活動所需，並可維持物價穩定。

(一) 台灣民眾偏好存款性質的金融商品，而貨幣供給應依大眾貨幣需求來決定是否適當，亦即判斷有無超額貨幣供給問題。根據本行依貨幣需求函數推估之 M2 合理成長參考區間¹，近年為 2.5%~6.5%。

(二) 長期以來，我國實際 M2 成長率多落於本行設定之成長參考區間內，顯示 M2 足以支應經濟活動所需，且可維持物價穩定，亦反映本行控管的信用總量並無問題。

一 長期以來，我國實際 M2 成長率大抵落於參考區間內，顯示 M2 成長控制合宜(圖 1)。

圖 1 我國 M2 成長參考區間(目標區)與 M2 實際成長狀況



資料來源：本行

¹ 本行估計 M2 成長參考值的公式為：貨幣需求長期所得彈性×潛在產出成長率+可容忍的通膨率；台灣的貨幣需求所得彈性高，早期大於 1，近期為接近 1。

- 至於**全球金融危機期間**，以及 2020 年因應 **COVID-19 疫情**，政府提供紓困貸款與振興方案期間，本行刻意維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦。致實際 M2 成長率超出參考區間²。
- (三) 雖然本行管控的信用總量並無問題，然而，**台灣銀行業的信用流量過度集中於不動產市場**，即**存在信用配置問題**，並帶來**金融不穩定風險**。
- (四) **國際間多認為**，央行若肩負總體經濟穩定與金融穩定等多重目標，難以單一政策工具解決所有問題，**因應房價衍生的金融穩定問題**，宜採**信用管制措施**，加強控管金融機構不動產相關授信風險，避免信用資源過度流向不動產市場。**2020 年 12 月政府推出「健全房地產市場方案」**，與本行相關的分工項目即為「**信用資源有效配置及合理運用**」。
- 儘管因應房價衍生的金融穩定問題，宜採信用管制措施；惟**政策工具間亦具有互補性**，例如，**為維持物價穩定**，本行以**調升利率、存款準備率**等價、量工具因應，該等**緊縮貨幣政策措施**亦有助**選擇性信用管制措施發揮功效**，協助促進金融穩定。
- (五) 鑒於我國全體銀行不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度)居高，銀行信用資源向不動產部門傾斜情勢較歷史高點更加嚴峻，**本行前於本(2024)年 8 月採取道德勸說**，請銀行**自主控管未來一年不動產貸款總量**；嗣於**9 月第七度調整選擇性信用管制措施**，並搭配第四度調升存款準備率。
- 該次信用管制主要目的有三**：(1)透過加強貨幣信用之數量管理，**降低民眾強烈的房價上漲預期心理**，進而抑制其投機動機；(2)此次措施降低不動產相關貸款成數，將可使本行先前道德勸說之成效更易達成；(3)可將投機需求相關的貸款資金釋出，**優先轉予無自用住宅者購屋貸款**。
- (六) **前述本行措施實施以來**，**近期民眾看漲房價預期心理下降**，且銀行信用資源優先**提供無自用住宅者購屋貸款**，**本行信用管制措施已略見成效**。

² 況且，2021 年台灣經濟成長逾 6%，M2 係經濟活動的交易媒介，M2 成長率較高係屬正常現象。

Q2：我國貨幣供給遠超過 GDP 以致推升房價，且與其他國家相比，上(2023)年底本行 M2 總額相對 GDP 偏高？

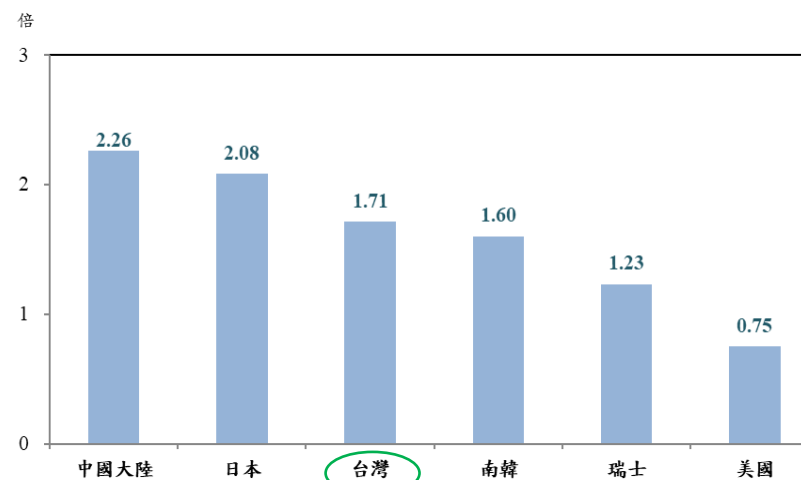
A2：貨幣總計數 M2/GDP 比率主要用來衡量一國金融深化程度，加以各國金融體系結構存在差異，該比率並不適合用來衡量一國貨幣供給是否過多問題；況且，各國貨幣內涵不同，以 M2/GDP 比率做國際比較，亦不恰當。

(一) 文獻上，**M2/GDP 比率**主要用來衡量一國金融深化程度，加以**各國金融體系結構存在差異**³，並不適合用來衡量一國貨幣供給是否過多問題。

(二) 各國央行基於自身需要，訂有數種不同的貨幣定義，藉以觀察彼等趨勢。就**貨幣總計數的內涵**來看，**台灣最高的是 M2**，較接近其他國家(如美國、英國、日本)的**M3 或更廣義之貨幣定義**(如 M4 ~M6)⁴，因此，不宜逕自以 M2 來進行跨國比較。

(三) 若採類同他國 M2 內涵，則上年**台灣 M2 對名目 GDP 比率**將由 2.52 倍⁵大幅降至 **1.71 倍**，相較亞洲鄰國並未明顯偏高(圖 2)。

圖 2 2023 年主要國家貨幣總計數 M2/GDP 比率



註：1.M2/GDP 之分母為名目 GDP，分子 M2 為年平均數。
2.台灣採類同他國 M2 內涵計算。
資料來源：IMF 及各國中央銀行網站

³ 如美國較依賴直接金融，M2/GDP 比率低；而台灣、中國大陸、日本及南韓較依賴間接金融，存放款業務比重較高，墊高 M2/GDP 比率。

⁴ 台灣的 M2 包含郵政儲金、外匯存款、退休優利存款及基層金融機構存款等，與其他國家的 M3 或更廣義之貨幣定義較接近。

⁵ 論者以 2023 年各國 M2(或 M3 以上)期底值除以實質 GDP 計算，而得到台灣數值為 2.75 倍。惟貨幣總計數為名目值，應除以名目 GDP 較為合理。

Q3：依據本行委託研究計畫，助長台灣房價之主因為貨幣供給？

A3：本行委託研究僅指出貨幣供給是影響房價上漲的因素之一，並未指出其係房價上漲的主因。

- (一) 本行 2020 年委託研究「建構台灣房價風險值量化評估模型」報告僅指出⁶，「在**影響房價大幅上漲的因素**方面，... 對於全台尚需觀察**銀行放款餘額購置不動產**合計、**貨幣供給**、**匯率**、**營造工程的資本投入與價格**」，並未如論者所指稱**貨幣供給是助長台灣房價上漲的主因**。
- (二) 事實上，**影響房價上漲成因眾多**，實證研究很難納入所有影響因素，前述委託研究即沒有將不動產稅負、地價、房價預期心理等影響房價的重要因素納入實證分析。許多實證研究均發現，房價預期心理扮演重要影響因素：
- 2013 年諾貝爾經濟學獎得主 Shiller 指出⁷，肇致房市泡沫化的主因，並非貨幣政策，而是投資人趨向更投機的心態，未能認清房價上漲已悖離基本面，仍非理性地樂觀預期房價還會繼續上漲，以及房貸證券化、允許超低利率房貸、甚至無息房貸等的房貸創新產品。
 - 鄧筱蓉、張金鶚、陳明吉(2016)指出⁸，台北市與新北市的房價基本價格(依總體經濟因素或以家庭可支配所得為基礎計算，主要反映住宅消費需求)變化不大，房價變動主要是因為偏離基本價格的泡沫(即投資需求)的變動所致。
 - Martínez-García et al. (2021)研究發現⁹，在房價上漲趨勢下，購屋者易受害怕錯失(Fear of Missing Out, FOMO)心理所驅動，致使近年美國房價泡沫持續擴大，且此現象已擴散至美國以外先進經濟體。朱芳妮、高嘉璘、洪志興、陳明吉(2023)更指出¹⁰，隨網路社群興起，社群媒體情緒對台灣房價與成交量有一定程度的影響力。

⁶ 詳中央銀行(2020)，「建構台灣房價風險值量化評估模型」，委託研究報告，第 105 頁。

⁷ 見 Shiller, Robert (2008), "The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it", *Princeton Press*。

⁸ 見 Teng, Hsiao-Jung, Chin-Oh Chang and Ming-Chi Chen (2016), "Housing Bubble Contagion from City Centre to Suburbs," *Urban Studies*, Vol.54, No.6, pp.1463-1481。

⁹ 見 Martínez-García, Enrique, Jarod Coulter, Valerie Grossman, Efthymios Pavlidis, Kostas Vasilopoulos and Iván Payá (2021), "Taking the Global Housing Market's Temperature: Is It Running a Fever (Again)?" *Dallas Fed Economics*, Sep.。

¹⁰ 見朱芳妮、高嘉璘、洪志興、陳明吉(2023)，「社群媒體情緒與房市交易資訊關係之檢視」，應用經濟論叢，113 期，6 月，第 85-137 頁。

(三)另根據星、港、韓實證顯示，貸款成數限制有效控管銀行房貸擴張，惟平穩房價效果以租稅工具較佳，並視住宅供給情況而異¹¹。

¹¹ 例如，香港、首爾因住宅短缺，致高房價問題難解。詳 MAS (2015), “Box R Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market,” *Financial Stability Review*, November；IMF(2019), “Singapore Financial Stability Assessment,” *IMF Country Report*, No. 19/224, July，以及 IMF (2019), “Singapore Financial Sector Assessment Program–Technical Note– Macroprudential Policy,” *IMF Country Report*, No. 19/227, July；香港金融管理局(2014)，「專題5 逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響」，貨幣與金融穩定情況半年度報告，9月；IMF (2019), “People’s Republic of China—Hong Kong Special Administrative Region 2019 Article IV Consultation–Press Release and Staff Report,” *IMF Country Report*, No. 19/394, December；IMF (2019), “Republic of Korea–Selected Issues,” *IMF Country Report*, No. 19/133, May 及 IMF (2020), “Republic of Korea Financial Sector Assessment Program Technical Note—Macroprudential Policy Framework and Tools,” *IMF Country Report*, No. 20/277, September。

Q4：央行應以利率政策處理高房價問題？

A4：影響房價因素眾多，有賴中央相關部會與地方政府共同健全房市；利率政策會影響各行各業，全球央行利率政策主要用以穩定物價，而非處理特定部門(如不動產)的景氣榮枯及房價問題，我國亦然。

(一) 影響房價因素眾多，主要包括民眾對房價預期心理、不動產相關稅負、取得不動產貸款難易度及貸款負擔、地價、營建成本、家戶人口與所得變動等，利率僅為影響房價的可能因素之一。

一 近年國內房價屢創新高，除隨地價與營建成本推升，主要係因廠商在台投資擴增，政府擴建產業園區與推動重大交通建設，帶動民眾看漲房價預期心理及購屋需求，並助長投機炒作。

(二) 政策利率調整影響廣泛，除影響房貸利率外，也會影響企業及個人其他貸款；各國央行的利率政策主要用來穩定物價，而非用來處理房價問題。日本、瑞典央行曾以升息對抗房價，均以失敗收場；國際貨幣基金(IMF)認為，以調升利率處理高房價問題係「大而無當(too blunt)」的手段¹²。

(三) 鑑於影響房價因素眾多，其中部分因素涉及地方政府職權與區域發展；平穩房價，仍有賴政府相關部會與地方政府共同落實「健全房地產市場方案」，由需求面、供給面、制度面¹³通力合作，本行則依分工，積極採行選擇性信用管制措施。

¹² IMF (2011), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.

¹³ 例如，運用金融與租稅措施及對預售屋銷售稽查等工具抑制房市需求；廣續擴增社會住宅及租金補貼戶數，增加房市供給；並廣續完善不動產相關制度(含加強控管預售屋銷售行為、精進房地稅基查估機制、健全住宅租賃市場等)。

Q5：本行為達成盈餘繳庫目標，採取低利率及低匯率政策，因而推升國內房價？

A5：本行利率與匯率政策均由理事會審慎決定，且台灣實質利率、新台幣匯率與國際比較均未偏低；本行法定經營目標不包含盈餘繳庫，故本行不需要、更不會採取低利率及低匯率政策來達到盈餘繳庫；至於房價問題請參閱 Q1~Q4 說明。

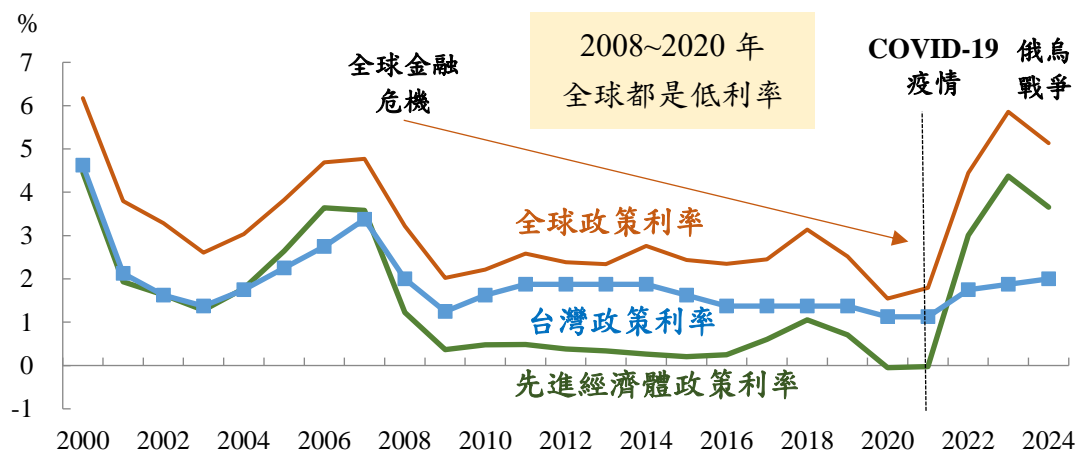
(一)本行利率政策嚴謹透明

1. 國內利率政策的擬定，係由本行理事綜合考量國內通膨展望、經濟成長等國內外經濟金融情勢變化後共同決定。
2. 理事會會議後，本行總裁立即召開記者會，對貨幣政策決策做詳細的說明。
3. 本行於理事會召開後 6 週，向社會大眾公布各出席理事在會議中對貨幣政策表達之意見，使貨幣政策決策過程更加透明化。

(二)國內名目利率低，係反映全球利率長期走低、國內長期超額儲蓄，以及我國通膨率長期相對溫和

1. 2008 年全球金融危機後至 2020 年 COVID-19 疫情爆發期間，為提振景氣，美國等先進經濟體央行大幅調降政策利率(降至近零利率、甚至負利率)，受其外溢效應影響，全球(包含台灣)都是低利率(圖 3)。

圖 3 全球、先進經濟體與台灣政策利率趨勢

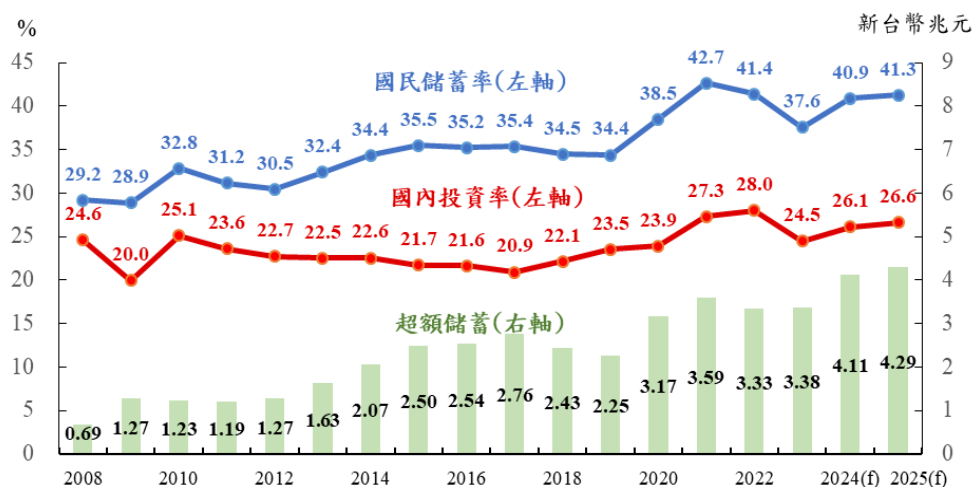


資料來源：S&P Global Market Intelligence

2. 台灣經常帳長期順差，超額儲蓄持續累積，使資金供給充沛，致利率不易提升。

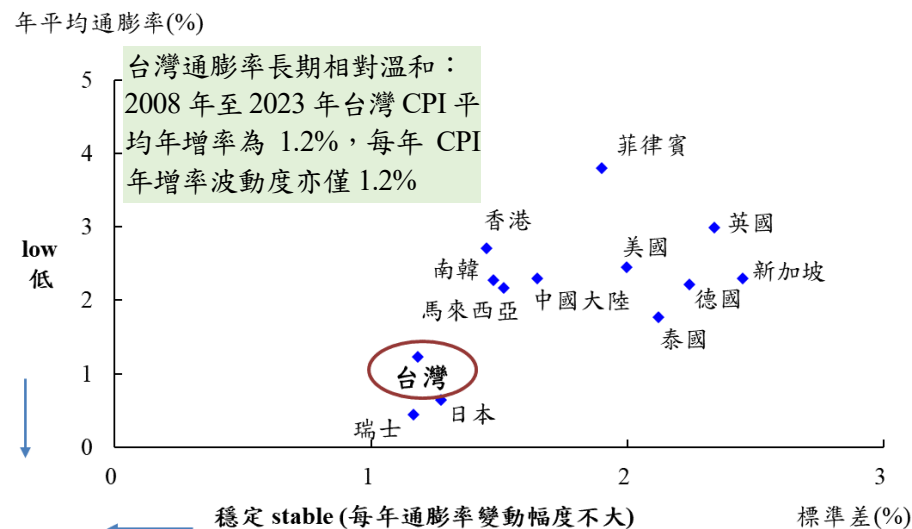
— 國內超額儲蓄金額由 2008 年之 0.69 兆元，持續擴大至上年之 3.38 兆元，預期本年更將擴大至 4.11 兆元(圖 4)；2008 至上年累計超額儲蓄已高達 35.3 兆元。

圖 4 我國國民儲蓄率、國內投資率及超額儲蓄金額



註：1.儲蓄率、投資率分別為國民儲蓄毛額占 GNI 比率、國內投資毛額占 GDP 比率；超額儲蓄(儲蓄與投資差額)=國民儲蓄毛額-國內投資毛額。
2. 2024 年、2025 年資料為台灣主計總處 2024/11 預估值。
資料來源：主計總處

圖 5 主要國家 CPI 通膨率 (2008~2023 年平均)



資料來源：S&P Global Market Intelligence

3. 國內通膨率長期相對溫和：國內長期存在超額儲蓄，亦反映有效需求不足，使通膨率不易上升。2008 年至上年台灣 CPI 平均年增率為 1.2%，每年 CPI 年增率波動度亦僅 1.2%，與主要國家比較，我國 CPI 通膨率維持低且穩定(圖 5)。

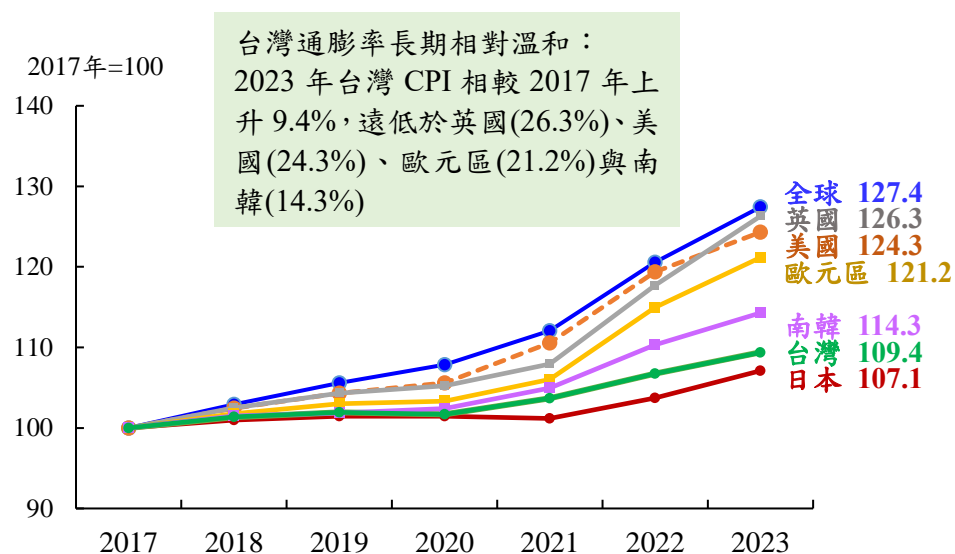
— 2021 年起，雖因疫情致全球供需嚴重失衡，以及俄烏戰爭等非預期事件連續衝擊，全球通膨率攀升；惟台灣物價漲幅遠低於英、美、歐、南韓等經濟體(圖 6)，致升息幅度亦較溫和。

— 2022 年至本年間，本行六度升息，共計 0.875 個百分點，四度調升存款準備率，共計 1 個百分點；目前本行重貼現率為 2.0%，已為近 16 年來新高¹⁴。

(三)相較主要經濟體，國內實質利率並未偏低

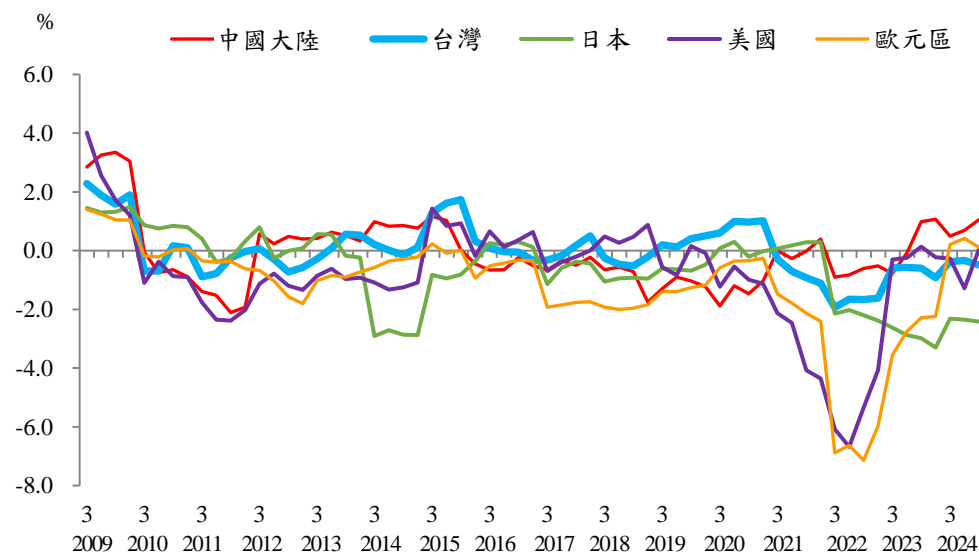
— 雖然國內名目利率低，但因通膨溫和，因此，相較中國大陸、日本、美國、歐元區等主要經濟體，國內實質利率（名目利率減去通膨率）並未偏低(圖 7)。

圖 6 2017~2023 年主要經濟體 CPI 指數化走勢



資料來源：S&P Global Market Intelligence，各國官方網站

圖 7 主要經濟體實質利率



註：1. 政策利率的調整會帶動存款利率的調整，但各國存款利率配合政策利率調整的幅度不一。基於民眾關心存款利率，實質利率應可從存款人的角度來看。實質利率=1 年期定期存款利率-通膨率預測值。各經濟體 1 年期定期存款利率為當地大型銀行之 1 年期定期存款利率，通膨率預測值為 S&P Global 對當年各經濟體全年通膨率的預測值。

2. 資料點為每年 3、6、9、12 月。

資料來源：本行整理

¹⁴ 由於本行政策利率有效引導市場利率，加以四度調升存款準備率，貨幣市場利率已「足額」反映本行政策利率調整，並已回升至以往重貼現率為 2.75% 時之水準。

(四)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，新台幣對美元匯率長期呈雙向波動

- 2009 年底以來，新台幣對美元匯率有升有貶，曾升值至 27.607，亦曾貶值至 33.838(圖 8)。以本年 12 月 13 日與 2014 年底比較為例，美元指數上漲 18.54%，新台幣對美元匯率貶值 2.43%，貶值幅度遠小於同期間歐元(貶值 13.20%)、人民幣(貶值 14.77%)、日圓(貶值 22.04%)，以及韓元(貶值 23.40%)(表 1)。
- 另以新台幣對一籃通貨之名目有效匯率指數(NEER)¹⁵而言，自 2010 年 1 月至本年 10 月新台幣上升 21.3%，遠高於同期間韓元上升 3.8%，及日圓下跌 28.7%(圖 9)，均顯示本行並未刻意壓低新台幣匯率。

圖 8 新台幣對美元匯率



資料來源：本行

表 1 主要貨幣對美元升貶幅
(本年 12 月 13 日與 2014 年底~2017 年底比較)

單位：%

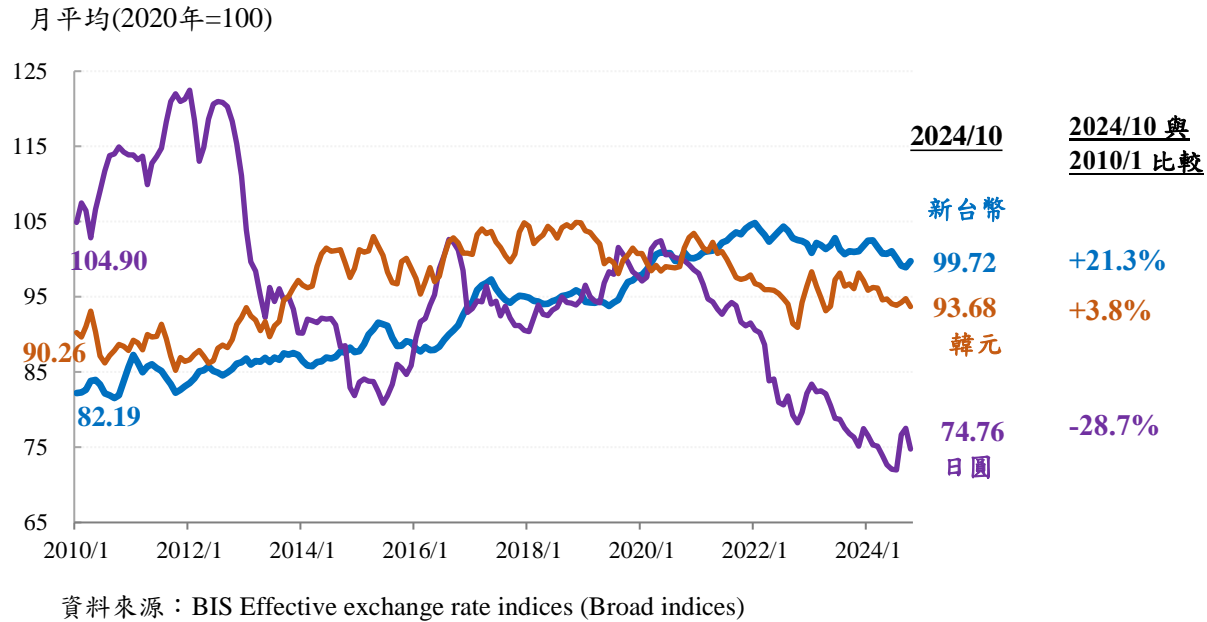
	2014年底迄今	2015年底迄今	2016年底迄今	2017年底迄今
新加坡幣	-1.73	新加坡幣 +5.17	新加坡幣 +7.27	新加坡幣 -0.95
新台幣	-2.43	新台幣 +1.72	歐元 -0.15	新台幣 -8.18
歐元	-13.20	歐元 -3.32	新台幣 -0.70	人民幣 -10.54
人民幣	-14.77	人民幣 -10.80	人民幣 -4.53	歐元 -12.53
日圓	-22.04	韓元 -18.30	韓元 -15.85	韓元 -25.41
韓元	-23.40	日圓 -21.76	日圓 -23.88	日圓 -26.66
美元指數 +18.54	美元指數 +8.49	美元指數 +4.69	美元指數 +16.15	

註：除新台幣、韓元、人民幣為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午 5 時收盤匯率。若遇休市，改採前一交易日收盤匯率。

資料來源：本行整理、Bloomberg

¹⁵ 國際清算銀行(BIS)編製之 NEER，係指一國貨幣對其他主要貿易對手國貨幣的加權平均匯率指數，該指數上升(下降)表示，該國貨幣對一籃主要貿易對手國貨幣升值(貶值)。

圖 9 台灣、南韓、日本名目有效匯率指數(NEER)



(五)在本行達成法定經營目標的前提下，本行秉持善良管理人的責任，管理外匯存底，如有盈餘則依法繳庫

1. 長期以來，在本行採行妥適之貨幣、信用與外匯政策下，均能達成法定經營目標¹⁶。例如：

(1)在「促進金融穩定」目標方面，過去 20 多年間，台灣歷經 1997 年亞洲金融危機、2008 年全球金融危機，以及近年全球 COVID-19 疫情，均對國內經濟金融產生負面衝擊；本行適時採取有效的貨幣、信用與外匯政策因應，有助台灣金融市場與經濟景氣迅速回穩，國內並未出現金融危機。而此期間美國爆發次貸風暴，南韓則發生兩次重大金融危機。

¹⁶ 根據「中央銀行法」，本行法定經營目標包括，促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及在上列目標範圍內，協助經濟之發展。

- (2)在「健全銀行業務」目標方面，國內銀行業資產品質良好，逾放比率持續下降，資本適足率持續提升，獲利表現穩健。
- (3)在「維護對內及對外幣值之穩定」目標方面(即國內物價穩定，以及新台幣匯率的動態穩定，據以維持新台幣對內及對外的購買力)，長期以來，台灣通膨低且穩定，新台幣對美元匯率波動度亦小於歐元、韓元及日圓等主要貨幣。
- (4)在「在上列目標範圍內，協助經濟之發展」目標方面，長期以來台灣經濟平均成長率高於全球平均(如 2000 年至上年平均台灣經濟成長率為 3.72%，高於全球之 2.79%)。
2. 在本行達成法定經營目標的前提下，本行秉持善良管理人的責任，在確保安全性與流動性無虞下**管理外匯存底**，如有盈餘則依法繳庫。

Q6：本行阻升台幣(外匯干預)導致連年遭美國財政部列入干預匯率國家觀察名單？

A6：近年來，台灣觸及美國財政部匯率報告之對美商品與服務貿易順差逾 150 億美元及經常帳順差對 GDP 比率逾 3% 等兩項貿易相關檢視標準，才是我國被列入匯率操縱國觀察名單之主因。

(一) 近年來，台灣觸及美國財政部匯率報告前兩項標準才是我國被列入匯率操縱國觀察名單之主因¹⁷。

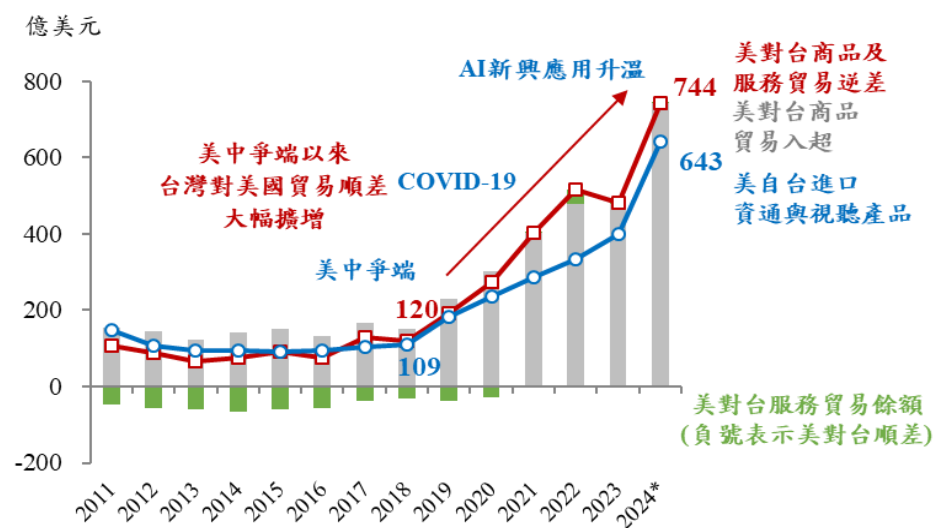
(二) 未來台灣觸及美方前兩項檢視標準而被列為觀察名單，恐成常態：

1. 第一項檢視標準：對美商品與服務貿易順差逾 150 億美元。

一 自 2018 年起，美中貿易與科技爭端升溫、美國強化資安防護及 COVID-19 疫情等因素，帶動美對台資通與視聽產品需求劇增，台灣對美國貿易順差擴增(圖 10)，使 2020 年 12 月美國匯率報告迄今，台灣對美國貿易順差均觸及美方第一項檢視標準，應與匯率因素無關。

一 電子資通訊產品為台灣出口及出超主力，其中對美國出超最大，需強化雙邊溝通機制，並鞏固台灣在全球供應鏈的重要地位及維持半導體產業優勢；近年台灣電子零組件及資通與視聽產品對美出口大增(本年 1 至 10 月為 536 億美元)，且近期美國極度關切半導體等供應鏈過度集中的風險，我國宜謹慎因應。

圖 10 美國對台灣貿易逆差及自台灣資通與視聽產品進口



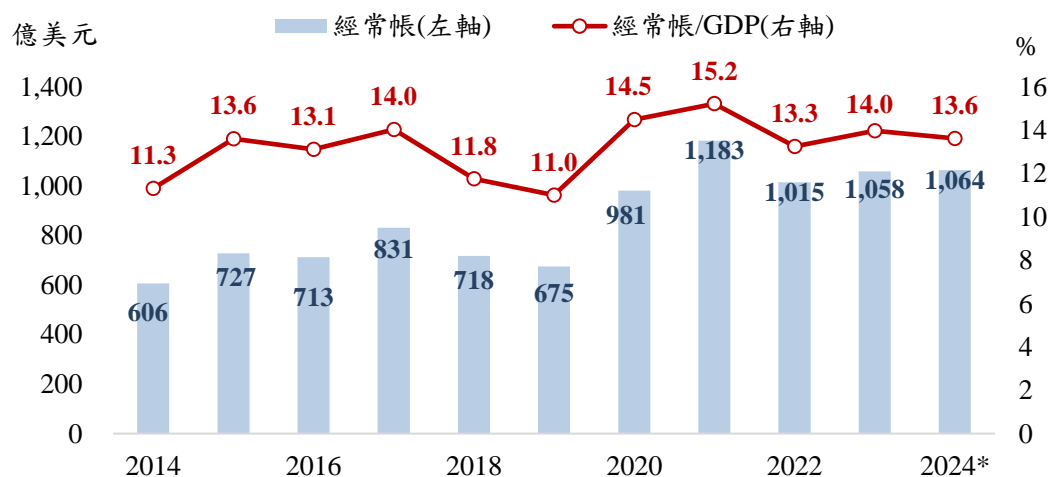
註：2024 年美國服務貿易資料僅公布至第 3 季，故依前 3 季均值×4 估計；美國商品貿易及其自台灣資通與視聽產品進口值係 1~10 月均值×12 估計。
資料來源：美國商務部

¹⁷ 台灣曾於 2016 年 4 月及 2016 年 10 月因觸及美國財政部匯率報告第 2 項標準(經常帳順差對 GDP 比率逾 3%)及第 3 項標準(淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%)，而被列入匯率操縱國觀察名單。

2. 第二項檢視標準：**經常帳順差對 GDP 比率逾 3%**。

- 一 台灣**經常帳順差對 GDP 比率**居高(圖 11)，反映**國內累積龐大超額儲蓄**，**上年**我國超額儲蓄近**3.38 兆元**，主計總處預估**本、明(2025)年**分別升至**4.11 兆元及 4.29 兆元**(見前文圖 4)，**宜透過增加國內投資解決**。
- 一 近年國內投資率雖已略提升，惟儲蓄率上升更多，致超額儲蓄居高，宜持續提振國內投資，包括強化 AI、5G 及金融科技等基礎建設、維持優勢產業技術領先、促進傳統產業數位轉型、擴大長照及潔淨能源等投資。

圖 11 台灣經常帳順差對 GDP 比率居高



註：*2024 年經常帳金額係前 3 季均值×4 估計；比率係前 3 季資料。

資料來源：本行、主計總處

3. 第三項檢視標準：**淨買匯金額對 GDP 比率逾 2%，且 12 個月中有 8 個月(含)以上為淨買匯**。

- 一 **2022 年迄今**本行為維持國內匯市穩定，**進場調節阻貶新台幣**，合計**淨賣匯 248.3 億美元**(其中**2022 年全年、2023 年全年及本年上半年**分別淨賣匯**130.0 億美元、27.7 億美元及 90.6 億美元**)。2022 年 6 月匯率報告(檢視期間為 2021 年全年)迄今，**台灣均未觸及美方第三項檢視標準**。

(三) 本行對美國匯率政策報告之對策

1. 新台幣匯率政策方面：新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利的於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。目前美方亦充分了解本行之匯率政策及穩定匯市措施。
2. 本行與美國財政部溝通管道向來順暢且成效良好：美方理解我方之主張，如近年我國對美國商品及服務貿易逾美方檢視標準，主要反映美國對台灣科技產品需求劇增。此外，長期以來台灣經常帳順差係反映國內超額儲蓄。未來雙方仍將在良好的互動基礎上，持續就總體經濟及匯率政策等議題進行溝通。
3. 台灣縮小對美國貿易順差的建議做法：如擴大對美採購能源、農產品及軍品等，以縮小對美貿易順差。

Q7：論者認為，我國應透過匯率做為貿易失衡的調整工具。

A7：由於金融帳交易已成為決定匯率的主因，且台灣為高度參與全球價值鏈之小型經濟體，僅透過匯率變動調整經常帳順差(貿易失衡)的效果有限。

(一) 無論是全球或台灣，金融帳交易已成為決定匯率的主因，且使得以匯率做為貿易失衡的調整工具更加困難。

在資本移動自由化以前，一國匯市主要參與者為進出口廠商，然自 1990 年代全球金融自由化後，跨境資本移動(含本國及外國投資者)所帶來之資金移動，已成為主導一國匯市供需之最重要因素。

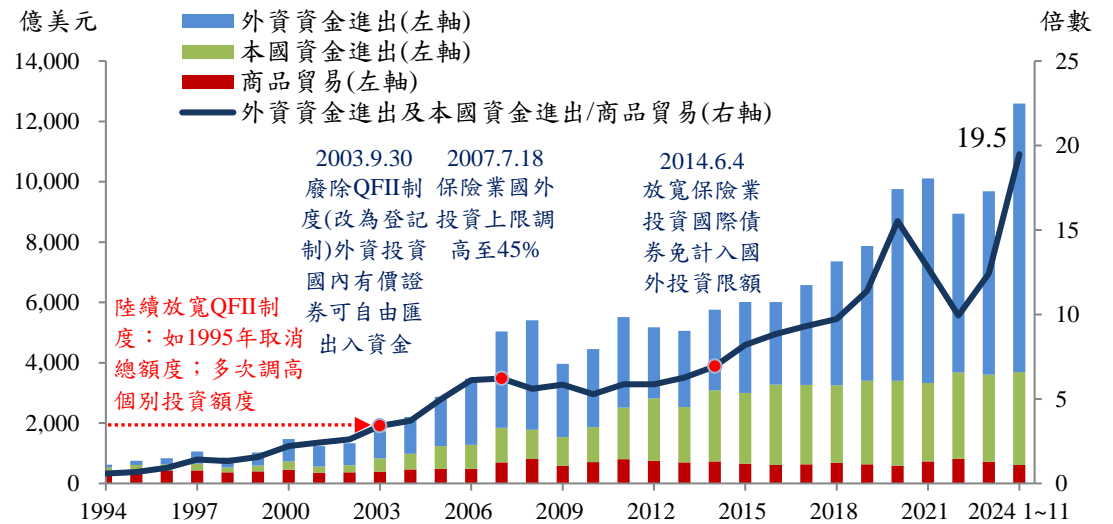
1. 全球商品及服務貿易占外匯交易額比重下降：1989 年全球每日貿易占每日外匯交易額(約 0.54 兆美元)僅 5.7%(表 2)，金融帳交易占 94.3%；2022 年全球每日貿易占每日外匯交易額(約 7.5 兆美元)降至 3.4%，金融帳交易則占 96.6%。
2. 台灣跨境資本交易的外匯收支(含國人及廠商對外投資理財與資金調度等)遠逾與商品貿易相關之外匯收支，如本年前 11 個月跨境資本交易達商品貿易收支金額的 19.5 倍(圖 12)。

表 2 全球商品及服務貿易占外匯交易額的比重

金額單位：億美元				
	1989 (A)	2022 (B)	倍數 (B)/(A)	
商品出進口 (1)	63,048	505,495	8.0	
服務輸出入 (2)	14,344	140,209	9.8	
商品及服務輸出入 (3)=(1)+(2)	77,392	645,704	8.3	
每日商品及服務輸出入 (以250天計算) (4)=(3)/250	310	2,583	8.3	
BIS每日外匯交易 (每3年調查1次) (5)	5,392	75,060	13.9	
商品及服務貿易總額 占外匯交易額比重(%) (6)=(4)/(5)	5.7	3.4	-	

資料來源：WTO、BIS

圖 12 歷年我國外匯收支金額之結構變化



資料來源：本行

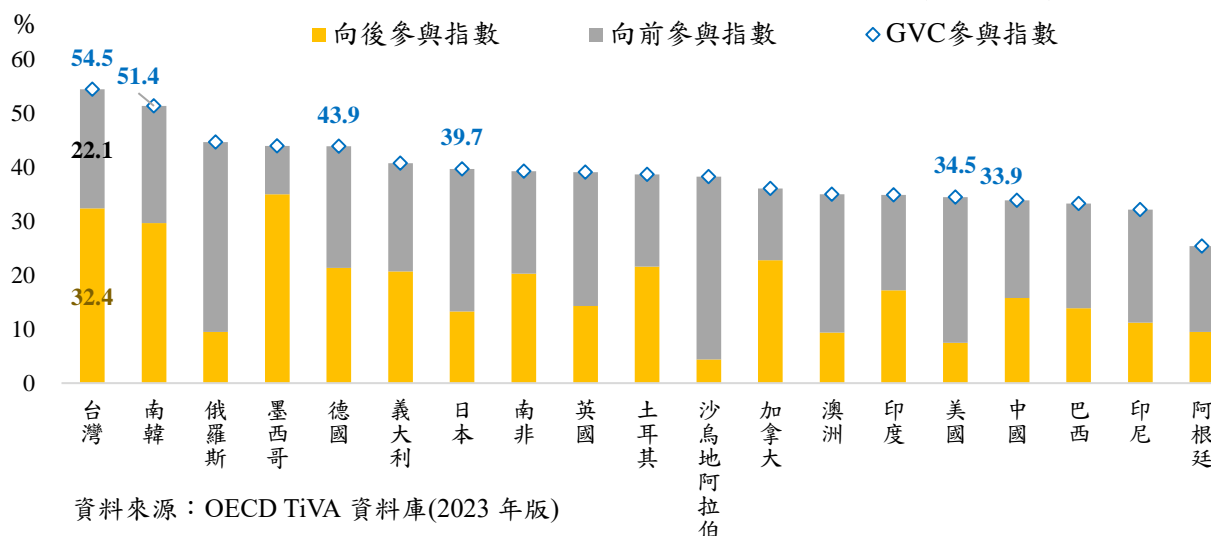
(二) 台灣為高度參與全球價值鏈之小型經濟體，**透過匯率變動調整經常帳順差的效果有限。**

1. 台灣**外部不平衡主要係因貿易結構特色**，匯率非主要因素。

- 台灣**高科技企業全球運籌**，力求提升**先進製程技術及客戶夥伴關係**，**鞏固**在全球**供應鏈關鍵地位**，匯率之影響下降。
- 台灣的**全球價值鏈(GVC)參與度較高**(圖 13)，而全球價值鏈的發展，已成為**出口匯率彈性下降**的重要因素¹⁸。台灣**出口內含進口的比重達 32.4%**，**出口對進口的引申需求大**，**匯率升貶對進口的影響將抵銷匯率變動對出口之效果**。

2. 由於**台灣**高度參與全球價值鏈且專注於中間財生產¹⁹，為**價格接受者**，外貿主要受**國外需求**(如美國對資通訊產品需求增加)**影響**，**匯率應不是主要影響因素**，**並無引導新台幣貶值誘因**。本行匯率政策一向的立場係維持新台幣匯率的動態穩定，而非透過低匯率提高競爭優勢。

圖 13 台灣與 G20 國家的 GVC 參與指數(2020 年)



¹⁸ Ahmed et al. (2015)指出，GVC 參與使製造業出口對實質有效匯率(REER)的彈性平均下降 22%，對於 GVC 參與度最高的國家而言，下降近 30%，詳 Ahmed, S., M. A. Appendino and M. Ruta (2015) "Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports," *IMF Policy Research Working Paper*, No. 7390。另 Francois de Soyres 等人(2018)指出，GVC 參與度的提高會降低匯率彈性，詳 de Soyres, F, E Frohm, V Gunnella and E Pavlova (2018), "Bought, Sold and Bought Again: Complex Value Chains and Export Elasticities," *World Bank Policy Research Working Paper Series No. 8535*。

¹⁹ 中間財占台灣出進口的比重約 7 成。

Q8：論者指稱，外匯干預導致我國銀行體系流動性氾濫；本年 8 月底，我國銀行流動準備高達 12.7 兆元，相對法定準備金之 4.7 兆元，表示有近 8 兆元的超額流動準備，此反映銀行體系流動性氾濫的現象。

A8：觀察一國銀行體系是否存在流動性過剩，應觀察銀行體系的「超額準備」；至於所引用之「流動準備」，係與銀行基於自身對流動性資產的需求，以及因應流動性監管規範有關，並不適合用來觀察流動性過剩的指標。

(一)超額儲蓄所衍生之超額流動性，經由本行沖銷後，銀行體系的流動性已維持在適當水準

1. 我國由於長期存在超額儲蓄(見前文圖 4)，在本行未沖銷前，銀行體系確實有過剩流動性。
2. 惟本行**主要持續透過發行本行存單方式，有效沖銷銀行體系過剩流動性**，並搭配**存款準備金制度與收受金融機構轉存款**等其他貨幣政策工具，加強管理銀行流動性。**經本行沖銷後，銀行體系的流動性已維持在適當水準**，並無所謂銀行體系流動性氾濫的情節²⁰。

(二)法定流動比率提列 10%，係最低要求；銀行實際流動準備大抵為具收益率資產，多持的部分不宜視為超額流動性

1. 在**全球金融危機前**，主要國家大抵欠缺對銀行的強制性之**流動性管理規範**，因此出現流動性危機；國內對銀行業有較審慎的流動性管理規範，要求銀行持有的**流動準備不得低於總存款的 10%(法定比率)**，這是最低要求，**銀行實際之流動準備，通常高於法定流動準備**。
2. 以本年 8 月為例，銀行依**最低法定比率 10%提列之法定流動準備為 4.7 兆元**，而**實際流動準備資產 12.7 兆元**，主要項目為本行存單 5.9 兆元(47%)、公債 2.4 兆元(19%)及金融機構轉存指定行庫轉存款 1.2 兆元(9%)，**均為收益率資產，不具收益率之「超額準備」僅 400 億元**。

²⁰ 有關本行沖銷操作之實證說明，另詳中央銀行(2024)，「本行妥善管理銀行體系流動性之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

(三)全球金融危機後，全球流動性管理趨嚴，國內銀行業根據流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)監管規範，須持有較多高品質流動性資產

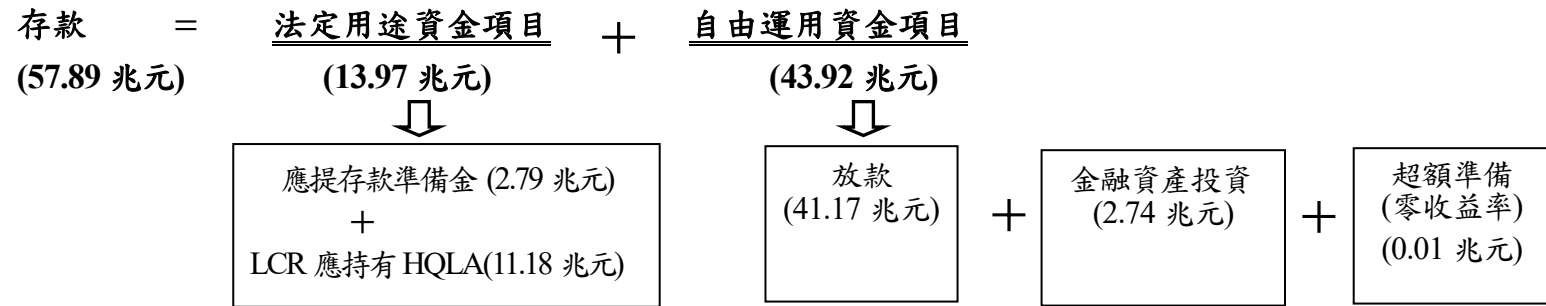
1. 全球金融危機後，伴隨國際間流動性監管規範趨嚴²¹，本國銀行須持有較多的高品質流動準備，以因應 LCR 監管規範。
2. 以本年 8 月底為例，本國銀行法定應持有高品質流動資產(HQLA) 11.18 兆元，實際持有 HQLA 13.92 兆元，其中主要為本行存單與公債，係具收益率之高品質流動資產。

(四)觀察一國銀行體系是否流動性過剩，應觀察「超額準備」，不宜以銀行增提流動準備高低來評估

1. 本年 8 月，銀行體系超額準備 400 億元，其中有近 70%係由外商銀行在台分行持有，主要係為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，而不會用於炒房。本國銀行超額準備僅 100 億元，並無流動性氾濫現象(圖 14)。
2. 本年 8 月銀行體系的實際流動準備為 12.7 兆元，LCR 監管規範本國銀行法定應有 HQLA 則為 11.18 兆元，其中多為具收益率之流動資產，如本行存單與公債，顯示本行發行存單，一方面可有效收回銀行體系過剩流動性，一方面提供銀行所需具有一定收益率之高品質流動資產，來因應銀行 LCR 監管規範。

²¹ 2008 年全球金融危機後，巴塞爾銀行監理委員會發布全球一致性流動性量化指標，其中 LCR 規定銀行應持有足夠之高品質流動資產(High Quality Liquid Assets, HQLA)，以因應 30 天內之突發性資金流出。我國 LCR 規範係由金管會與本行共同發布，並自 2015 年起實施。

圖 14 本國銀行資金運用情形(2024 年 8 月底)



註：1. 應提存款準備金與超額準備為月平均值，其餘項目為月底值。

2. LCR 應持有 HQLA 主要為公債、本行存單。

3. 金融資產投資主要為法定用途以外增持之公債、本行存單、商業本票及公司債等；銀行之金融資產投資，部分係屬高收益率資產，部分係為兼顧流動性而採行之必要財務操作。

資料來源：金融監督管理委員會「本國銀行資產品質評估分析統計表」、本行

Q9：本行應增加發行定存單，以增加沖銷銀行體系資金，但在一路打房、打通膨的過程中，本行定存單餘額竟不增反減？

A9：銀行持有本行定存單之規模，除反映本行貨幣政策操作結果外，主要係視各銀行資產配置策略而定；論者將本行定存單發行餘額減少，視為本行未積極沖銷，並不恰當。

(一) 本行主要沖銷工具除發行定存單外，尚包括存款準備金制度與銀行業轉存款²²；其中，本行運用存款準備金制度，直接影響銀行可用資金數量。2022年3月至本年10月，本行四度調升新台幣存款準備率總計1個百分點，收回市場資金近5,000億元。

(二) 銀行基於流動性、安全性及收益性考量，配置各項金融資產。

1. 本行定存單兼具流動性、安全性及收益性，係銀行主要配置之金融資產項目。

2. 2022年3月至上年7月Fed總計調升利率5.250個百分點，遠高於本行2022年3月至本年3月總計調升利率0.875個百分點，台、美利差擴大；另國內股市持續熱絡、貨幣與債券市場金融商品利率走升，基於收益率之考量，銀行調整資產配置組合，減持本行定存單，將資金配置於收益率較高之新台幣與外幣金融商品。

(三) 另論者指稱，2020年底銀行持有央行定存單總額還在7兆元以上，代表本行藉由定存單吸收市場7兆元資金，到本年8月只剩5.9兆元，係其錯誤引用數據；2020年底央行定存單發行餘額為9.2兆元，本年8月底則為7.8兆元。

²² 銀行業轉存款主要係配合政策性業務需要，其餘額變動不大；本年10月底銀行業轉存款餘額為1.9兆元。

Q10：論者指稱，本行年年繳庫，本質上與印鈔票給財政部支應財政赤字是一樣；論者並呼籲政府提高央行獨立性，勿將央行視同一般的國營事業。

A10：本行如有盈餘依法須繳庫，新台幣繳庫係以實際外幣資產及其獲利作為發行準備，並非憑空印鈔票；且盈餘繳庫並非本行經營目標，亦不以繳庫數高低作為本行績效考評標準，可見本行盈餘繳庫與獨立性並無關聯。

(一)我國央行屬資本全數由政府撥充之國營事業，依據中央銀行法、預算法、決算法及國營事業管理法等相關規定，應編列營業基金預算、辦理決算及相關繳庫事宜。依該等規定，本行如有盈餘，依法應解繳國庫，且應以新台幣辦理盈餘繳庫，此與主要國家央行如美國聯邦準備銀行、日本、新加坡及瑞士央行等，均須依法辦理盈餘繳庫，且以該國法定貨幣為繳庫幣別之作法相同。

(二)我國央行的盈餘主要來自外幣資產孳息，但盈餘繳庫依法須以新台幣撥充，考量我國國際收支經常帳多為順差，外匯市場供給多大於需求，若本行為盈餘繳庫而出售外匯，將導致外匯供給增加，嗣後本行為調節外匯市場供需，又須反向買回，結果外匯存底未因盈餘繳庫而減少，僅是徒增外匯市場波動。爰辦理盈餘繳庫，本行不透過出售外匯取得新台幣，而係直接釋出新台幣繳庫，其財報效果為權益(盈餘)減少而本行的政府存款負債增加，所解繳新台幣款項，將於政府提用時注入國內經濟活動，且本行持續關注新台幣市場資金流通狀況，必要時可透過貨幣市場公開操作收回資金，可見盈餘繳庫並不會導致國內通膨或對外幣值下跌之問題。

(三)本行如有盈餘才會繳庫，新台幣繳庫係以實際外幣資產及其獲利作為發行準備，並非憑空印鈔票，其本質與印鈔票給財政部支應財政赤字亦完全不同。此外，本行與一般國營事業不同，本行盈餘繳庫並非本行經營目標，亦不以繳庫數高低作為績效考評標準，足以顯示本行繳庫與獨立性並無關聯。