

央行理監事會後記者會參考資料 (2)

中央銀行
103.6.26

目 次

頁次

一、貨幣政策與物價相關議題

- Q1：台灣的存款準備率是否明顯偏低？ 1
- Q2：有人認為央行營造低利率環境是劫貧濟富的行為？ 3
- Q3：資金充沛對央行貨幣管理之影響？ 5
- Q4：台灣的 10 年期公債殖利率有時還低過日本，難道台灣要和日本看齊嗎？ 6
- Q5：低利率是否為房價高漲主因？處理高房價問題的政策工具為何？ 8
- Q6：食物類價格攀高，加上國際油價翻揚，國內通膨壓力上升？ 9

二、匯率政策相關議題

- Q7：有人主張新台幣貶值 7%，效果等同於台灣與世界各國簽訂「自由貿易協定」(FTA)？ 10
- Q8：有人認為即便沒有 FTA，也不會影響出口？ 11
- Q9：影響台灣貿易條件的主因是什麼？貿易條件與匯率的關係？ 12

三、對人民幣業務之說明

- Q10：台灣離岸人民幣去化與回流機制 13
- Q11：台灣發展人民幣離岸市場之成效 15

四、央行彈性調整貨幣政策因應景氣與物價變動

21

Q1：台灣的存款準備率是否明顯偏低？

A：

一、何謂存款準備率？功能為何？

(一) 存款準備率（以下簡稱準備率）是中央銀行要求銀行就其吸收的存款，按某一比率以庫存現金或存放央行存款的形式握持，俾有起碼的流動性應付客戶提現。

例如，某銀行吸收客戶 100 萬元活期存款，若法定存款準備率為 10%，其中 10 萬元須以在中央銀行存款或庫存現金握持，則僅有 90 萬元可放款及投資。

(二) 準備率調高，會降低銀行的放款及投資能力，因此準備率的調整可充當控制銀行信用及貨幣總計數的工具。

二、存款準備率不是愈高愈好

(一) 準備率提高，會加重銀行的經營成本，不利於銀行與非銀行的公平競爭，進而導致反中介（disintermediation）現象，且會扭曲資源配置，對經濟帶來負面影響。

因此，先進國家自 1980 年代以來均大幅調降準備率，至 2000 年代末期，絕大多數皆低於 5%¹。台灣目前的準備率平均約 5% 左右，與先進國家相當。

(二) 開發中國家如中國大陸、菲律賓（準備率目前均高達 20% 左右）相當仰仗準備率管理流動性，主因：

1. 中國大陸主要是經常帳大幅順差，民間資本大量流入，致外匯存底高達 4 兆美元、國內流動性過多，因此須透過高準備率進行沖銷。

2. 菲律賓 M3 貨幣供給年增率於 2013 年下半年超過 30%，本（2014）年第 1 季更高達 36%，加以本年 5 月的物價年增率達 4.5%，創近 30 個月新高，因此須透過高準備率進行緊縮。

(三) 準備率高，代價不小。以中國大陸為例，近年來影子銀行（shadow banking）興起，多半與銀行的管制成本太高有關；這是因為，非銀行挾其低資金成本的優勢，提供存款人高報酬的金融商品，導致銀行存款大幅流失，並造就了龐大的影子銀行。

¹ Obrien, Yueh-Yun C. (2007), "Reserve Requirement Systems in OECD Countries," Federal Reserve Board: *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-54, Oct.

Q2：有人認為央行營造低利率環境是劫貧濟富的行為？

A：

一、低利率係全球央行因應景氣低迷的共同對策

- (一) **低利率是全球央行面對景氣低迷時，所採行的共同對策**，旨在提振景氣、促進就業。而且低利率可減緩借款人負擔，促進金融市場活絡，增加投資與消費動能。因此，**低利率對整體經濟成長有正面影響**。
- (二) 前 Fed 主席 Bernanke 曾指出²，全球金融危機與隨之而來的經濟衰退、工作的流失，唯一能解決這些問題的，便是找到能讓經濟回復更強勁成長的方法。
- (三) **Bernanke 表示，對央行而言，須靠採寬鬆性貨幣政策來促使經濟更強勁成長**，因此當然需要降低利率；難道在景氣衰退或景氣復甦不確定的情況之下，還要逆勢提高利率，其結果將是對經濟帶來更嚴重傷害，屆時如果民眾連工作都沒有了，對儲蓄者、投資人才是真正的災難，在意的絕不會是利率的高低。
- (四) 換言之，**低利率旨在提振景氣、促進就業**，這是有利全民福祉的作為，怎會被論者扭曲並說成是劫貧濟富呢？

² Bernanke, Ben S. (2012), “Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy,” Federal Reserve, Speech of Chairman at the Economic Club of Indiana, Indianapolis, Indiana, Oct. 1.

二、台灣的實質利率與其他國家相較，並未偏低（見表 1 及表 2）。

表1 主要經濟體實質利率比較表

(CPI年增率：2013/6至2014/5平均)

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2014年6月16日)	(2) CPI年增率* (2013/6至2014/5平均)	(3)=(1)-(2) 實質利率
南韓	2.000	1.25	0.750
台灣	1.355	0.67	0.685
中國大陸	3.000	2.58	0.420
馬來西亞	3.050	2.73	0.320
瑞士	0.160	-0.01	0.170
泰國	1.750	1.95	-0.200
歐元區	0.507	0.93	-0.423
美國	0.530	1.47	-0.940
日本	0.025	1.23	-1.205
英國	0.950	2.25	-1.300
新加坡	0.250	1.71	-1.460
印尼	5.125	7.63	-2.505
菲律賓	0.750	3.43	-2.680
香港	0.050	5.08	-5.030

* 除馬來西亞、美國、日本、英國、新加坡、香港為2013年5月至2014年4月之平均數外，其餘皆為2013年6月至2014年5月之平均數。

表2 主要經濟體實質利率比較表

(CPI年增率：2014年預測值)

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2014年6月16日)	(2) CPI年增率* (2014年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
中國大陸	3.000	2.17	0.830
南韓	2.000	1.49	0.510
瑞士	0.160	0.10	0.060
台灣	1.355	1.34	0.015
馬來西亞	3.050	3.21	-0.160
歐元區	0.507	0.84	-0.333
印尼	5.125	5.80	-0.675
泰國	1.750	2.46	-0.710
英國	0.950	1.82	-0.870
美國	0.530	1.86	-1.330
新加坡	0.250	2.56	-2.310
日本	0.025	2.73	-2.705
菲律賓	0.750	4.27	-3.520
香港	0.050	3.76	-3.710

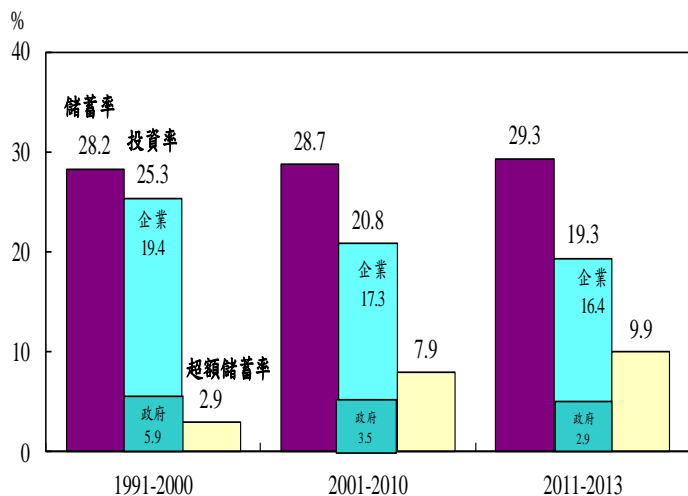
* 為 Global Insight 2014年6月15日之預測數。

Q3：資金充沛對央行貨幣管理之影響？

A：

- 一、1990 年以來，儲蓄率大多維持在 29% 左右，投資率則由 25% 下滑至近年之 19%（見圖 1）；2001 至 2013 年間累計之超額儲蓄高達 13.9 兆元，以致資金充沛。
- 二、為維持金融穩定，央行已竭盡所能，動用各項工具，將銀行超額準備維持在 200 至 300 億元左右之必要水準（見圖 2）；貨幣供給 M2 成長率亦維持在目標區內（見圖 3）。
- 三、央行擬定貨幣政策主要的考量為國內外總體經濟金融與物價情勢。
- 四、本年 5 月，標準普爾信評公司（S&P）即指出，台灣央行貨幣政策極具彈性，儘管金融體系流動性充裕，但央行貨幣管理健全，致通膨率低且穩定。

圖 1 國民儲蓄與國內投資



資料來源：行政院主計總處

圖 2 超額準備

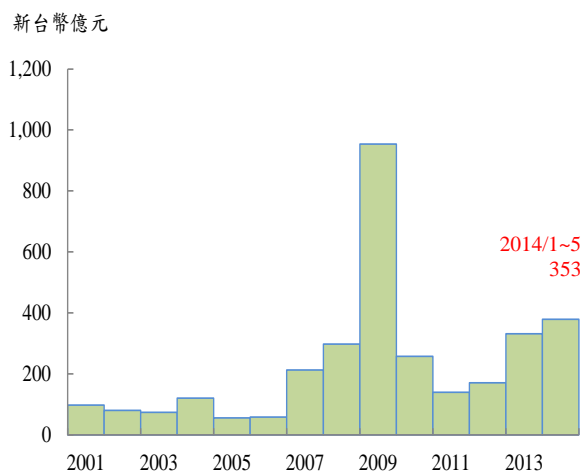
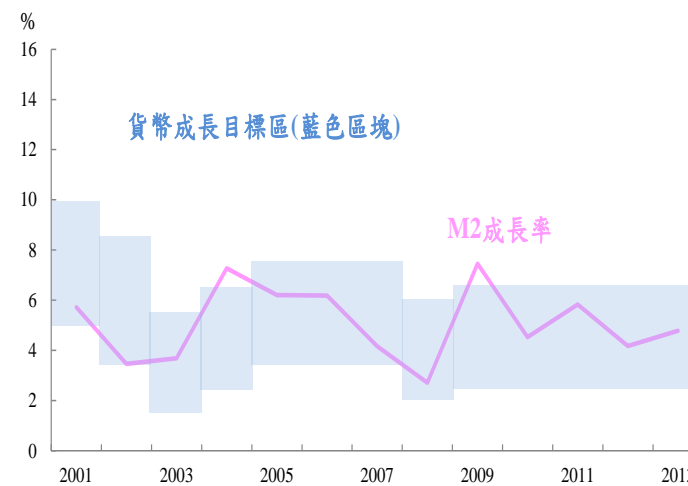


圖 3 M2 成長率與貨幣成長目標區



Q4：台灣的 10 年期公債殖利率有時還低過日本，難道台灣要和日本看齊嗎？

A：

一、台灣的 10 年期公債殖利率在大多數時期均較日本為高

(一) 2001 年以來，台灣 10 年期公債殖利率絕大多數時期皆明顯高於日本，僅有極少數時點略低於日本(見圖 1)。

圖 1 台灣與日本 10 年期公債殖利率的利差

2001 年 1 月~2014 年 6 月

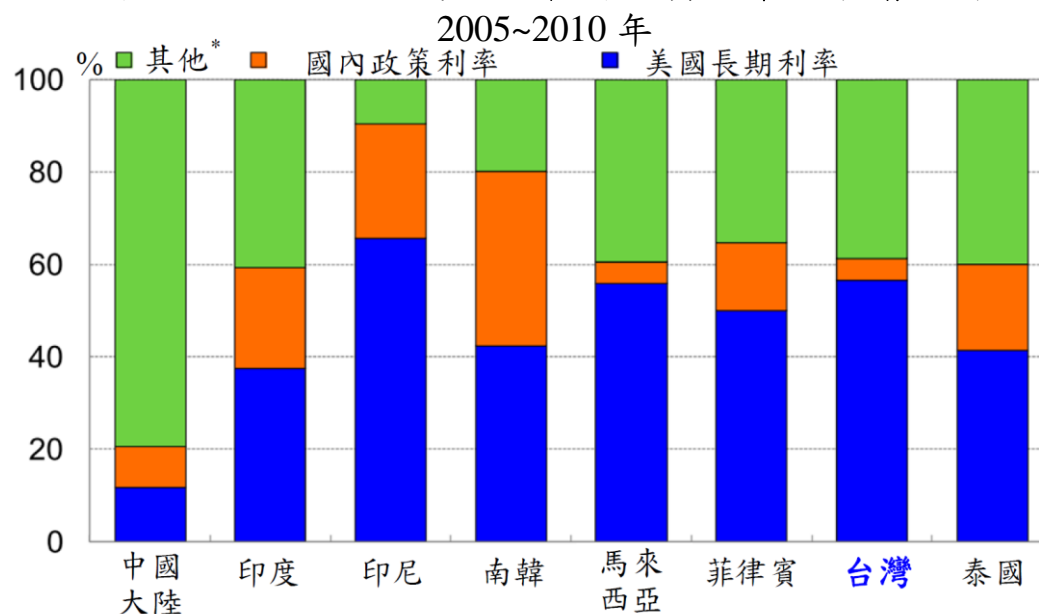


(二) 長期以來，日本面臨嚴重的通縮困境，台灣則無此問題；論者以 10 年期公債殖利率推論台灣經濟狀況恐向日本看齊，明顯是誇大。

二、台灣的 10 年期公債殖利率主要受美國長期利率走勢影響

IMF 研究指出³，亞洲國家的長期利率主要受到美國長期利率的影響，特別是印尼、馬來西亞、菲律賓及台灣的 10 年期公債利率（見圖 2），這也是何以先進國家在決定其自身的貨幣政策時，須考慮對其他國家所帶來的外溢效應（spillover effect）。

圖 2 亞洲新興國家 10 年期公債利率的影響因素



*包括通膨預期、匯率變化、全球風險趨避及 GDP 成長。

³ Jain-Chandra, Sonali, and D. Filiz Unsal (2012), “The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Under Capital Inflows: Evidence from Asia,” *IMF Working Paper*, WP/12/265, Nov. 2.

Q5：低利率是否為房價高漲主因？處理高房價問題的政策工具為何？

A：

- 一、利率雖會影響房地產持有成本，但低利率不必然造成房價上漲。IMF(2009)實證研究⁴，日本利率低，房價仍下跌；紐西蘭、澳洲等國利率雖高，房價仍大幅上漲。
- 二、近十年房價高漲，主因**預售屋炒作**、不動產**稅負偏低**，加以國人資金匯回與**遺贈稅大幅調降**，以及**捷運便捷**等，致房地產需求增加。
- 三、因應高房價問題，若採利率政策，須**大幅調升**利率才會**影響房價**，但**影響層面甚廣**；且提高利率會**鼓勵資金流入**，**不利金融穩定**。
- 四、國際經驗顯示，處理房價問題，採**針對性審慎政策工具**較適宜。
 - (一)為平抑房價，各國多採行**針對性審慎工具**，例如**調降最高房貸成數**(LTV)、**提高**不動產貸款適用之計提**資本風險權數**，以及運用房地產有關的**租稅工具**等。
 - (二)由於全國**住宅僅約 28.5%有貸款**，致**央行不動產貸款規範成效受限**。處理房價問題，有賴相關部會從房屋市場之需求面、供給面與制度面**三管齊下**。
 - (三)近年**新加坡、香港與南韓**均採行**針對性審慎措施**，其平抑房價之成功經驗，**可供借鏡**。

⁴ IMF(2009), "Ch3:Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuation," *World Economic Outlook*, Oct.

Q6：食物類價格攀高，加上國際油價翻揚，國內通膨壓力上升？

A：

- 一、受仔豬疫情及天候等供給面因素影響，食物類價格攀高，加以近期中東局勢動盪導致原油價格走高，國內油價反映調漲，推升通膨預期。
- 二、地緣政治風險影響油價漲勢與持續期間仍有待觀察，在全球景氣復甦和緩下，國際穀物價格回跌，原物料價格亦不致於大幅波動，加上國內需求溫和，存在負的潛在產出缺口，預期通膨率雖略為升溫，但尚在可控制範圍內。
- 三、主要機構預測本年 CPI 年增率介於 **1.25%至 1.60%**之間，主計總處預測值為 1.53%。

主要機構預測對本年 CPI 年增率之預測

單位：%

預測機構	主計總處	中經院	台經院	台綜院	元大寶華	Global Insight	HSBC	Goldman Sachs	EIU
發布日期	2014/5/23	2014/4/15	2014/4/25	2014/6/17	2014/6/25	2014/6/15	2014/6/20	2014/6/23	2014/6/23
年增率	1.53	1.30	1.25	1.46	1.60	1.34	1.40	1.40	1.40

Q7：有人主張新台幣貶值 7%，效果等同於台灣與世界各國簽訂「自由貿易協定」（FTA）？

A：

一、如果貶值可以取代FTA，各國就不必費盡心力洽簽FTA。

FTA的協議範圍廣泛，例如，貿易便捷化、投資保障、勞工與環境保護、爭端解決機制等，**效益並非只有關稅降低。**

二、貨幣貶值在極短期內雖可提高出口價格競爭力，但也會使進口成本上升。因此，**貶值的效果會被物價上漲抵銷，最後留下來的的是高物價。**貶值效果**不等同於FTA關稅減讓。**

Q8：有人認為即便沒有 FTA，也不會影響出口？

A：

進口關稅的確由進口商支付。

假設：

一、A、B兩國均生產面板。

二、進口國只與A國簽有FTA。

進口商為節省進口關稅，會選擇從A國進口面板，B國面板就賣不出去。

由此可知，FTA的確會影響出口。

Q9：影響台灣貿易條件的主因是什麼？貿易條件與匯率的關係？

A：

一、貿易條件(Terms of Trade, TOT) = $\frac{P_x(\text{出口價格})}{P_m(\text{進口價格})}$ ，表示一單位出口品能換取進口品的單位數。

二、台灣貿易條件深受國際原物料價格影響。

(一) 台灣以資訊科技產品為出口主力，由於市場競爭激烈，出口價格不易上升。

進口則以原物料為大宗，多年來，進口價格漲多跌少。

(二) 南韓及日本亦仰賴原油進口，貿易條件與台灣類似，多呈惡化；資源豐富國家，如 OPEC 國家、澳洲及巴西，貿易條件則明顯改善。

三、貿易條件是實質匯率的解釋變數。

(一) 國際研究⁵多認為，「貿易條件為實質匯率 (RER) 的解釋變數」，而不是「匯率影響貿易條件」，即 $RER = f(TOT, \dots)$ ，而不是 $TOT = f(RER, \dots)$ 。

(二) 近期加拿大央行總裁 Stephen S. Poloz 及紐西蘭央行總裁 Graeme Wheeler 分別表示，貿易條件已是影響加元及紐幣匯率的重要因素⁶。

⁵ 詳 International Monetary Fund (2012), "Real Exchange Rates: What Money Can Buy", March 28、Camarero et al.(2007)整理國際間近 10 篇論文、Coudert et al.(2008)對 68 個國家 1980~2007 年資料之實證分析、美國 Rosenberg 及加拿大 Bergen，中央銀行 2011 年 10 月 5 日新聞參考資料。

⁶ 詳 Bank of Canada (2014), "Economic Adjustments Will Bring Benefits to All, Says Bank of Canada Governor Stephen S. Poloz", April 24、ForexLive (2014), "Bank of Canada's Governor Poloz: Terms of Trade Has Been an Important Driver of the CAD", April 30，以及 Central Banking(2014), "RBNZ's Wheeler threatens currency intervention", May 7。

Q10：台灣離岸人民幣去化與回流機制

2013年2月央行開放外匯指定銀行辦理人民幣業務以來，台灣人民幣離岸業務成長快速，惟外界迭有關心台灣人民幣去化與回流管道不足的問題，央行特別說明如下：

一、台灣人民幣資金之去化與回流管道包括：

1. 轉存清算行中銀台北	2. 拆放人民幣給其他境外銀行
3. 跨境貿易以人民幣支付結算	4. 個人人民幣匯款至大陸
5. 參加行投資大陸銀行間債券市場	6. 購買人民幣金融商品（含債券）
7. 企業以人民幣用於大陸之直接投資	8. 人民幣放款（包括放款至上海自貿區）

因此，台灣之人民幣存款轉存中銀台北只是眾多去化管道之一，並非唯一管道。台灣銀行業吸收人民幣存款後，基於人民幣資金收益性及流動性管理之考量，可利用各種去化與回流管道做適當之配置。

二、台灣人民幣之去化與回流管道與其他重要之人民幣離岸市場（如香港、新加坡與倫敦）相較，並未比較少（詳附表），只有在人民幣合格境外機構投資者（RQFII）機制方面，因服貿協議尚未通過，台灣金融機構仍無法以RQFII資格投資大陸資本市場。

三、目前香港、新加坡、英國倫敦與德國法蘭克福等皆積極發展人民幣離岸市場，未來全球人民幣離岸市場形成之人民幣「境外循環」的規模將持續擴大，亦可提供台灣人民幣去化管道，因此台灣銀行業應將焦點放眼全世界，尋求與其他人民幣離岸市場之金融業者合作，開發更多元化的人民幣離岸商品及服務。

附表：台灣、香港、新加坡與倫敦人民幣去化與回流機制比較

日期:2014年6月26日

	台灣	香港	新加坡	倫敦 (註3)
存款轉存清算行	○	○	○	×
拆放人民幣給其他境外銀行	○	○	○	○
跨境貿易以人民幣支付結算	○	○	○	○
個人人民幣匯款至大陸	○ 不限區域 不限同名帳戶	○ 不限區域 限同名帳戶	× (註2)	×
參加行投資大陸銀行間債券市場	○	○	○	○
購買人民幣金融商品 (含債券)	○	○	○	○
企業以人民幣用於大陸之直接投資 (RFDI)	○	○	○	○
人民幣合格境外機構投資者 (RQFII)	× (1000 億人民幣, 尚待服 貿協議通過)	○ (2700 億人民幣)	○ (500 億人民幣)	○ (800 億人民幣)
貸款給上海自貿區設點之企業	○	○	○	○
其他	○ 台灣外匯指定銀行可辦理人民幣貸款業務, 供國內顧客向大陸昆山試驗區內之同一集團企業提供人民幣融資。	○ 香港銀行業可直接貸款人民幣給大陸深圳前海特區之企業。	○ 新加坡銀行業可向蘇州園區內符合條件之企業辦理人民幣貸款業務。	×

註 1: ○為目前可辦理; ×為目前不可辦理。

註 2: 中國工商銀行新加坡分行可辦理個人人民幣匯款至大陸境內開放個人人民幣匯款政策的地區, 惟一般新加坡銀行業尚無法辦理。

註 3: 本 (2014) 年 6 月 18 日大陸人民銀行授權中國建設銀行 (倫敦) 擔任倫敦人民幣業務清算行。未來英國銀行業可否將人民幣存款轉存清算行中國建設銀行 (倫敦)、可否辦理個人人民幣匯款至大陸境內以及辦理跨境人民幣貸款給大陸境內企業, 須俟大陸與英國雙方政府後續協商而定。

Q11：台灣發展人民幣離岸市場之成效

- 一、繼香港、台灣及新加坡之後，英國倫敦與德國法蘭克福亦相繼成立人民幣清算行，將使**人民幣離岸業務更蓬勃發展，致人民幣國際化過程中的「跨境循環」及「境外循環」可並行拓展。**
- 二、以目前的情況來看，香港因有大陸政策上的支持，再加上發展較早，**是目前最有條件成為全球主要之人民幣離岸中心。**
- 三、在上述人民幣離岸市場中，不可能所有的市場皆可成為「中心」，**如果每個人民幣離岸市場皆成為「中心」，則無「中心」可言。**
- 四、**人民幣離岸業務為兩岸金融業務的一環**，台灣金融業者除協助企業提升資金調度之靈活性，並經由提供多樣化商品及服務，創造企業及金融業雙贏的商機。
- 五、**台灣人民幣離岸業務有其特點與優勢，截至目前為止已具有一定之成效。央行已成立專案小組擬訂策略，並推動相關措施**，希望台灣金融機構能與主管機關共同努力，持續擴展台灣人民幣離岸市場。

六、台灣發展人民幣離岸市場特色與成效

(一) 台灣人民幣業務已具國際化

1. 境外參加行之參與

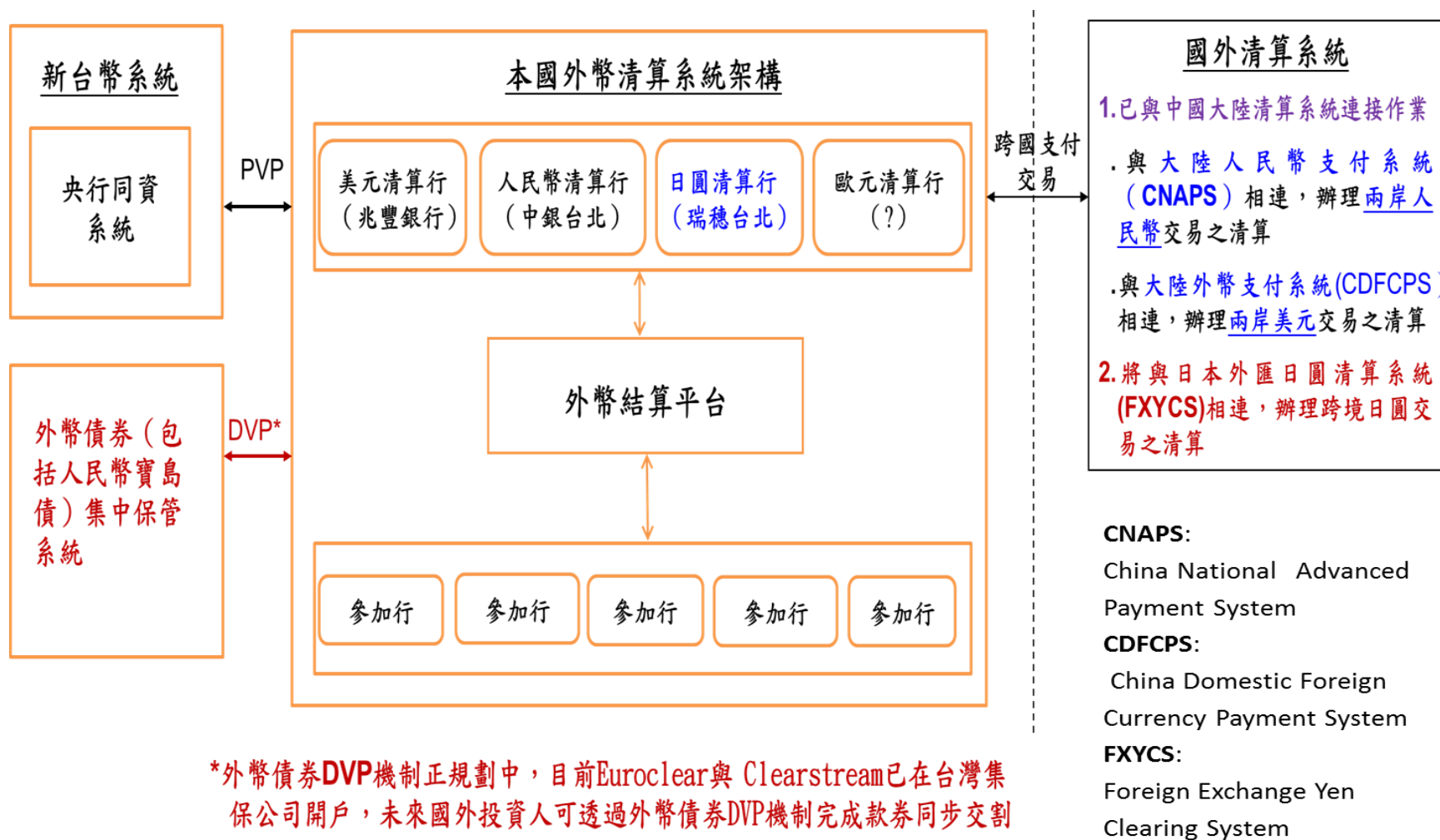
截至 2014 年 6 月 26 日止，共有 **78 家** 金融機構成為台灣人民幣清算行之參加行，其中 **12 家** 為境外銀行，分別來自 **香港、澳門、首爾、新加坡、法蘭克福、巴黎、盧森堡、東京、金邊、胡志明市及約翰尼斯堡**。這些地區或國家之銀行可藉此參與台灣人民幣離岸市場從事人民幣資金調度，並可透過中國銀行臺北分行進行跨境人民幣結算。

2. 台灣人民幣資金來源與去路

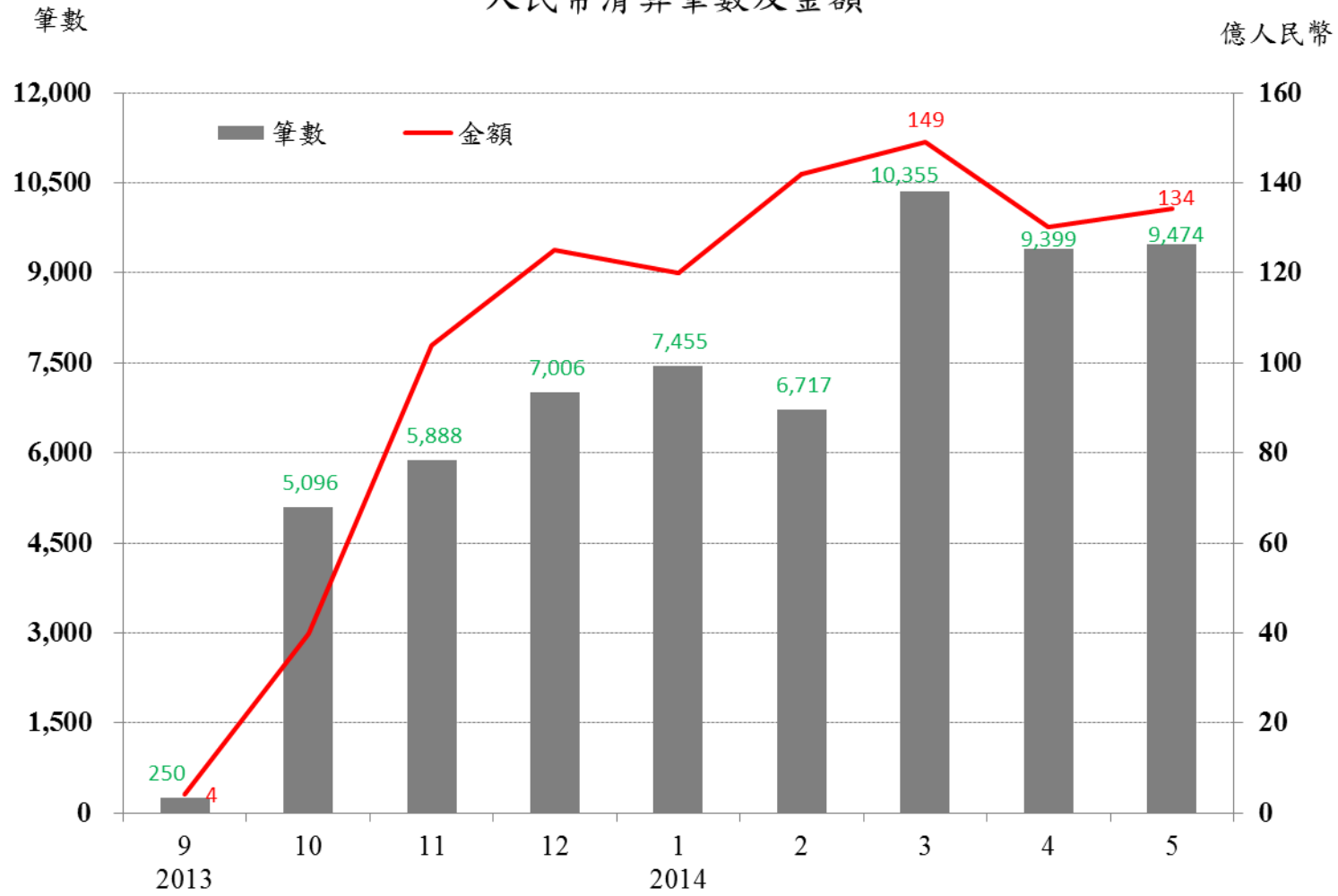
台灣銀行業已與大陸、香港、盧森堡、新加坡、法國、日本、韓國、泰國、德國、義大利、澳洲及阿拉伯聯合大公國等境外金融機構，進行人民幣資金雙向往來，**顯示台灣人民幣資金來源與去路國際化**。

3. 外幣結算平台連結通路

已間接連結**大陸人民幣及外幣清算系統**，未來並將與**日本外匯日圓清算系統 (FXYCS)** 相連，**辦理跨境日圓交易之清算**；同時亦可透過**中國銀行全球海外資訊系統**，增加人民幣匯款時效，讓資金在大陸及全球的調度更順暢。另外，目前 Euroclear 與 Clearstream 已在台灣集保公司開戶，俟外幣債券（包括寶島債）DVP 機制建置後，**未來國外投資人買賣國內外幣債券得採用 DVP 款券同步交割方式，以減少交割風險**。



人民幣清算筆數及金額



(二) 台灣人民幣離岸業務成效

1. 業務量

單位：億人民幣

業務項目	金額
存款餘額（截至 2014 年 5 月底）	2,901
匯款總額（2013 年 2 月-2014 年 5 月）	8,840
人民幣外匯交易總額（2013 年 2 月-2014 年 5 月）	87,935
18 檔人民幣計價債券發行金額（截至 2014 年 6 月 25 日止）	141

2. 人民幣兌美元之外匯交易量居新台幣以外之外幣兌美元外匯交易的首位

2014 年 5 月台北外匯市場各幣別交易金額及比重										(億美元, %)	
全體交易量		美元對新台幣		美元對人民幣		美元對歐元		美元對日圓			
金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重		
5,575.5	100	2,373.1	42.6	819.6	14.7	702.5	12.6	535.3	9.6		

七、未來人民幣業務拓展重點

(一) 建構國際化之人民幣清算服務

持續鼓勵境外銀行及本國銀行海外分支機構成為台灣人民幣清算行之境外參加行，為台灣地區人民

幣清算服務建構完整之國際化網絡，協助發展台灣人民幣離岸市場。

(二) 積極擴大人民幣「境外循環」之資金流動及交易規模

加強與其他離岸人民幣市場之連結，並藉助國外金融業者之專業及經驗，開發更多元化的人民幣離岸商品及服務，以擴大離岸人民幣市場間之資金流動及交易規模。

(三) 推動人民幣跨境貿易結算，創造相關商機

兩岸貿易及匯款量大，但以人民幣結算之比重仍低，有相當之成長空間。國內金融機構應積極協助台商的人民幣貿易結算與人民幣資金調度移回台灣，不僅為台灣離岸人民幣市場提供穩定與大量之人民幣資金來源，國內金融機構亦因此衍生更多相關之人民幣業務，例如，進、出口融資、信用狀、商業貸款、匯率避險交易及資金管理等，創造相關商機。

(四) 擴展人民幣資本市場及理財商品

1. 國內金融機構應積極研議如何使國內人民幣商品多樣化，如寶島債、人民幣計價基金、人民幣保單，人民幣結構型商品等，使人民幣資金能有適切之投資管道。
2. 建立台灣的離岸人民幣匯率與利率定價機制，作為台灣地區人民幣衍生性商品訂價參考及比價基礎，以深化台灣人民幣商品之發展。

(五) 適時檢討國內相關法令

央行將偕同主管機關定期檢討國內相關法令並適時調整，以因應台灣人民幣離岸市場的發展。

央行彈性調整貨幣政策因應景氣與物價變動

