

央行回應外界之提問

中央銀行

105.7.13

前 言

本行法定經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及於上述目標範圍內，協助經濟之發展。因此，本行須綜合考量國內外經濟金融情勢，採行妥適貨幣、信用及外匯等政策，以達成上述經營目標。

本行一向重視與外界溝通。透過積極的溝通策略(communication strategy)，有助於提高本行的可信度(credibility)，進而提升政策成效。自 102 年 12 月起，於每季理監事聯席會議後記者會，就社會各界關注之重要議題，彙整國內外相關資料及統計數據，詳細分析說明，發布書面參考資料，以利各界瞭解本行政策。

惟近日有關本行政策之若干報導，恐有誤導大眾之處，為免以訛傳訛^{*}，不得不說明釐清，以資釋疑。

^{*} 例如某媒體 99 年 8 月將台灣生育率偏低歸因於新台幣匯率，99 年 10 月又聳動報導台灣將發生「百年泡沫」；但前者不免牽強附會，而後者則根本未曾發生。

目 次

Q 1：什麼是匯率的「動態穩定」？	1
Q 2：各國是否都公布外匯市場干預資料？	2
Q 3：合適的外匯存底如何決定？台灣外匯存底是否越多越好？	3
Q 4：央行「阻升不阻貶」是否有利於台灣經濟？台灣是不是美國財政部匯率報告所列之匯率操縱國？	5
Q 5：某些人士認為匯率貶值政策表面上對出口產業有利，但出口廠商在央行的保護下，也進而失去研發與升級的誘因。	6
Q 6：某些人士認為台灣低利率、貨幣供給過剩，讓資產價格上漲。低利率和寬鬆貨幣環境是否間接推升房價？	7
Q 7：某些人士以台灣「PPP 人均 GDP」與「美元人均 GDP」差距比率偏高，而誤以為係央行低利率、低通膨政策的結果，因此主張應提高通膨。	10
Q 8：台灣人均 GDP 約為 2 萬美元，但經過 PPP 調整後超過 4 萬美元，高於南韓，可以反映實際的生活水準嗎？	12
Q 9：政府應該繼續編列央行盈餘繳庫的預算目標？	17
Q10：央行貨幣政策是否在理事會經多數決？	18
Q11：我國央行理事會的理事為何不全是專任？	19
Q12：我國央行理事會一年召開 4 次會議，是否太少？	24
附錄 某些人士認為，央行採「阻升不阻貶」的匯率政策？	27

央行回應外界之提問

Q1：什麼是匯率的「動態穩定」？

A：

1. 根據中央銀行法第 2 條的規定，央行須維護對內及對外幣值的穩定，其中對外幣值的穩定即指新台幣匯率穩定。
2. 國內外經濟金融情勢瞬息萬變，新台幣匯率不可能一直固定在一個特定水準，本行須因應國內外經濟金融形勢的演變，維持新台幣匯率的動態穩定(dynamic stability)，以反映基本經濟情勢(underlying economic fundamentals)。
3. 近年來，新台幣有效匯率指數大致上維持在過去 36 個月移動平均值上下 5% 的範圍內。根據匯率反應函數(reaction function)之實證研究¹，新台幣具有反通膨(anti-inflation)及反景氣循環(counter-cyclical fluctuations)的功能。

¹ 林依伶、張志揚與陳佩玗(2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析－兼論與主要亞洲國家之比較」，《中央銀行季刊》，第 35 卷第 1 期，頁 35-62。

Q2：各國是否都公布外匯市場干預資料？

A：

1. 央行揭露外匯相關活動資訊的透明化措施，確實有助於與外界溝通，但央行的透明化並非毫無保留，而需有所限度；否則，過度的透明化反而會使央行的政策效果受到不利影響，甚至加重市場不安²。
2. 鑑於外匯市場參與者對外匯干預等資訊甚為敏感，經常做出過度的反應，因而各國對其公布方式及內容，均審慎處理。經查，目前亞洲鄰近國家，如中國、新加坡及南韓等，均未公布外匯干預相關資訊；而多數新興市場國家亦未公布干預資訊。
3. 其實，本行早已適度揭露外匯相關資訊，例如，除公布外匯業務概況外，也按月公布外匯存底數字，並說明外匯存底增減的因素，供外界參考。

² Cruijsen, Carin van der, Sylvester Eijffinger and Lex Hoogduin (2008), “Optimal Central Bank Transparency,” *VoxEU*, Aug. 12。

Q3：合適的外匯存底如何決定？台灣外匯存底是否越多越好？

A：

1. 本行從未宣示外匯存底越多越好。

2. 說明

(1)IMF(2015)³評估一國外匯存底適當水準，指出外匯存底有許多功能，而最適水準取決於個別國家的特別需求，因此並沒有放諸四海皆準的界定方式。

(2)合適的外匯存底很難界定，但主要受下列因素影響：

表 1 外匯存底的需求因素

考慮因素	需要的外匯存底	
	較多	較少
進口金額大小	大	小
短期外債多少	多	少
市場開放程度高低	高	低
是否為 IMF 會員國	否	是
該國貨幣是否為國際準備通貨(reserve currency)	否	是

台灣由於能源幾乎仰賴進口，外資投資國內證券金額本年 5 月底高達 2,691 億美元，占外匯存底的 62%，對外開放程度高，又非 IMF 會員國，新台幣也不是國際準備通貨，因此宜維持充裕的外匯存底。

³ IMF (2015), "IMF Unveils New Way of Assessing Country Reserves," *IMF Survey*, Apr. 24。

(3)1997 年亞洲金融危機之後，新興市場國家普遍大量增持外匯存底。

➤在金融開放及全球化的趨勢下，新興市場國家面臨外資流入隨時逆向流出的風險，且向國外融資的利率高於先進國家；因此，新興市場國家有強烈動機累積大量的外匯存底，以因應外部衝擊⁴。

➤新興市場國家累積大量的外匯存底，係為了預防資本危機的自我保險(self-insurance)⁵。

(4)我國外匯存底增加主要來自貿易出超累積，而出超係反映超額儲蓄，若要降低超額儲蓄則宜從促進投資著手。

經常帳順差反映超額儲蓄($X-M = S-I$ ，即輸出-輸入 = 儲蓄-投資)，如能改善投資環境，將超額儲蓄導入國內投資，可增加就業及稅收，也會產生技術進步的外溢效果，有助降低經常帳順差及改善外部失衡(external imbalance)。

⁴ Choi, Woon Gyu, Sunil Sharma, and Strömqvist Maria (2009), “Net Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies,” *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 3, Feb.。

⁵ Aizenman, Joshua and Jaewoo Lee (2007), “International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence,” *Open Economies Review*, Vol. 18; Aizenman, Joshua and Nancy Marion (2003), “The High Demand for International Reserves in the Far East: What Is Going on?” *Japanese and International Economies*, Vol. 17; Jeanne, Olivier (2007), “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?” *Brookings Papers in Economic Activity*, Vol. 1。

Q4：央行「阻升不阻貶」是否有利於台灣經濟？台灣是不是美國財政部匯率報告所列之匯率操縱國？

A：

1. 本行多次向外界說明，維持新台幣動態穩定，並非「阻升不阻貶」。(詳附錄：某些人士認為，央行採「阻升不阻貶」的匯率政策?)
2. 無論觀察新台幣對美元匯率，或新台幣對一籃通貨匯率(即有效匯率指數)，長期間兩者均呈現有升有降，而非只有單向貶值。
3. 美國財政部於 2016 年 4 月底發布「美國主要貿易夥伴外匯政策報告」，報告中並未列名任何主要貿易夥伴為匯率操縱國。該報告指出，並無任何主要貿易夥伴符合「操縱匯率」以阻止其國際收支有效平衡，或在國際貿易中獲得不公平競爭優勢的標準(no major trading partner of the United States met the standard of manipulating the rate of exchange between its currency and the United States dollar for purposes of preventing effective balance of payments adjustments or gaining unfair competitive advantage in international trade)⁶。

⁶ 美方 3 項檢視標準：(1)該國與美國雙邊貿易存在顯著貿易順差，達 200 億美元以上；(2)該國經常帳順差相對 GDP 比逾 3%；(3)該國持續進行單邊干預匯市，淨買入金額逾該國 GDP 2%。

Q5：某些人士認為匯率貶值政策表面上對出口產業有利，但出口廠商在央行的保護下，也進而失去研發與升級的誘因。

A：

1. **匯率猶如一刀兩刃**，出口商希望新台幣貶值，可增加其新台幣收益，而進口商與廣大消費者⁷則期盼新台幣升值，能以較便宜的新台幣價格購入進口商品⁸；惟**匯率只有一種價格，不能又升又貶**，因此**本行維持新台幣匯率的動態穩定，以求全民之最大福祉**。
2. **本行從未採一定的貶值或升值政策，新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定**，如遇不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不利的經濟與金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

⁷ 機車族即有 1 千 5 百萬人。

⁸ 新台幣匯率貶值 1%，1 千 5 百萬機車族，每次加油的新台幣支出就要增加 1%，這些為數廣大的機車族是沉默的大眾(silent majority)。

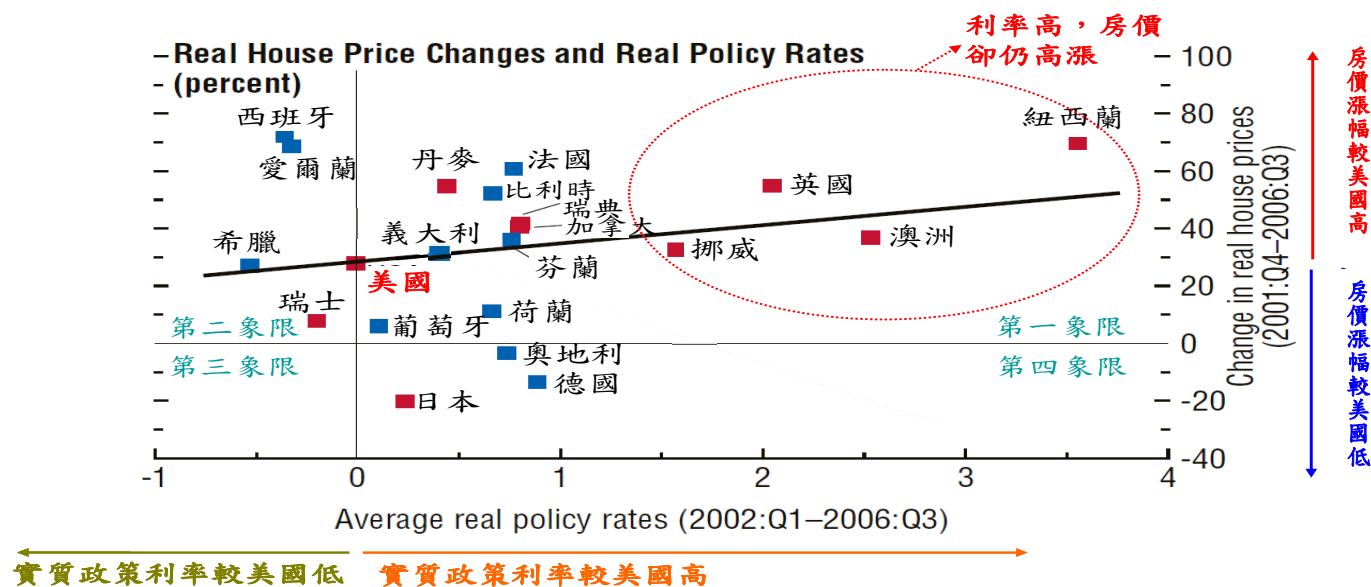
Q6：某些人士認為台灣低利率、貨幣供給過剩，讓資產價格上漲。低利率和寬鬆貨幣環境是否間接推升房價？

A：

1. 影響房價因素眾多，包含需求面、供給面與制度面因素，低利率與高房價並無必然關連

(1)國際實證研究⁹顯示，**低利率與房價暴漲，沒有必然的關連性**。2001~2006 年間，**澳洲、紐西蘭及英國的利率都比美國高**，但**房價漲幅卻比美國高**；**日本維持低利率**，但**房價卻是下跌**，詳見圖 1。

圖 1 實質房價變動率與實質政策利率



資料來源：IMF(2009)

⁹ IMF (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," *World Economic Outlook*, Oct.; Sá, Filipa, Pascal Towbin and Tomasz Wieladek (2011), "Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation," *BoE Working Paper*, Feb.; Berg, Claes (2011), "The Global Financial Crisis and the Great Recession: Causes, Effects, Measures and Consequences for Economic Analysis and Policy," Paper Presented at a Workshop on Monetary Policy, Macroprudential Policy and Fiscal Policy at the Centre for Central Banking Studies of Bank of England, May 17~19。

(2)不應將高房價全歸咎於低利率。**金融創新管理不當、民眾不切實際的房價預期(投機)心態**¹⁰，以及不動產相關**制度與供給面**因素均為重要因素。

➤OECD 與 IMF 研究¹¹顯示，不動產相關**制度**(含不動產金融制度、**不動產稅制**、土地使用管制，以及社會住宅政策等)**執行不當**，將不利住宅市場與金融穩定；**供給面限制**亦為近年國際大城市房價高漲之主因¹²。

➤台灣最近一波房價高漲，主因在**預售屋炒作**、不動產**稅負偏低**，加以全球金融危機後海外投資標的不佳，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。

2. 究之實際，台灣也沒有利率偏低、貨幣供給過剩的疑慮

(1)根據**野村證券**對亞洲國家政策利率的研究顯示¹³，與其他亞洲國家相較，在 2001 年 6 月~2013 年 6 月這段期間，**台灣央行的政策利率堪稱適中，並無偏低的問題**。

(2)**台灣的貨幣總計數 M2 成長率**，歷年來大抵均**落於成長目標區間**內，並無貨幣供給過剩之虞。

3. 房價高漲不利金融穩定，宜採具針對性的總體審慎政策因應，以升息處理實屬大而不當(too blunt)

(1)國際實證研究及**瑞典升息對抗房價的失敗經驗**均顯示，以貨幣政策來因應金融穩定風險，成本遠高於效益¹⁴。Krugman¹⁵即多次以瑞典為負面教材，警示其他央行不要重蹈覆轍。

(2)國際經驗顯示，**處理不動產泡沫**的總體審慎政策工具中，以**房貸成數(LTV)**、**債務所得比限制(DTI)**、**房貸本息支出相對所得比(DSTI)**、房地產**租稅型工具**等，對抑制信用成長、**減緩房價上漲壓力、減輕金融風險最有效**¹⁶。

¹⁰ 請參閱 104 年 3 月 26 日及 104 年 9 月 24 日央行理監事會後記者會參考資料。

¹¹ Andrews, Dan, Aida Caldera Sánchez, and Åsa Johansson (2011), "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 85, Jan.; IMF (2013), "Key Aspects of Macprudential Policy—Background Paper," *IMF Policy Paper*, Jun.; Cerutti, E., S. Claessens, and L. Laeven (2015), "The Use and Effectiveness of Macprudential Policies: New Evidence," *IMF Working Paper*, No. 15/61, International Monetary Fund, Washington。

¹² Ahir, Hites (2016), "The Quest for Stability in Housing Markets," *IMF Research Bulletin*, Mar.。

¹³ Cheung, Candy et al. (2013), "Asia Special Report: Asia's Rising Risk Premium," *Nomura*, Jun. 28。

¹⁴ Ajello, Laubach, López-Salido and Nakata (2015), "Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy," *FRBSF Economic Research*, Feb.。

¹⁵ Krugman, Paul (2014), "Sweden Turns Japanese," *The New York Times*, Apr. 20。

¹⁶ 請參閱 104 年 6 月 25 日央行理監事會後記者會參考資料；MAS (2015), "Box R: Macprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market," *Financial Stability Review*, Nov.。

(3)IMF(2016)指出¹⁷，房價高漲若係肇因於**供給面限制**與**制度面因素**，應**搭配採行其他住宅措施**，方能達成目標。

(4)**台灣**積極運用**總體審慎措施**及**不動產租稅措施**的**健全房市**經驗，獲得**國際間的肯定**¹⁸。

4. 處理房價問題，不能靠單一藥方，須相關單位通力合作，從需求、供給及制度面三管齊下

表 2 近年政府健全房市措施

主要措施	
抑制炒作需求	央行 不動產貸款規範 (針對特定貸款限制最高貸款成數)，加強授信風險控管
	財政部自 2011 年 6 月至 2015 年底，實施 不動產交易課徵特種貨物及勞務稅
	財政部調高 非自住房屋之房屋稅率
	各縣市政府持續 調高土地公告現值、公告地價 ，並陸續 調高房屋構造標準單價 ； 台北市 針對 高級住宅加價課徵房屋稅 (俗稱豪宅稅)
多元住宅供給	持續推動 捷運延伸建設 ，提供便捷交通擴大生活圈，民眾選擇住宅地點更多
	內政部興建 合宜住宅 (浮洲段與機場捷運 A7 站案合計 8,918 戶)
	中央與地方政府積極擴增 社會住宅
	內政部賡續對弱勢族群提供購屋 貸款利息補貼 與 租金補貼
	八大公股銀行辦理「青年安心成家」購屋優惠貸款，2016 年起最高貸款額度提高為 800 萬元
改善制度	財政部 禁止標售大台北地區大面積國有土地
	內政部制定 住宅法 ，自 2012 年 12 月起實施
	內政部實施不動產交易 實價登錄 制度，有助不動產交易 資訊透明化 ，並 為房地合一稅制奠立基礎
	財政部實施 房地合一稅制 ， 改善 不動產交易房屋、土地 分離課稅缺失 ，並 縮小短期炒作空間
	內政部制定 國土計畫法 ，強化國土整合管理機制

¹⁷ Ahir, Hites (2016), “The Quest for Stability in Housing Markets,” *IMF Research Bulletin*, Mar.。

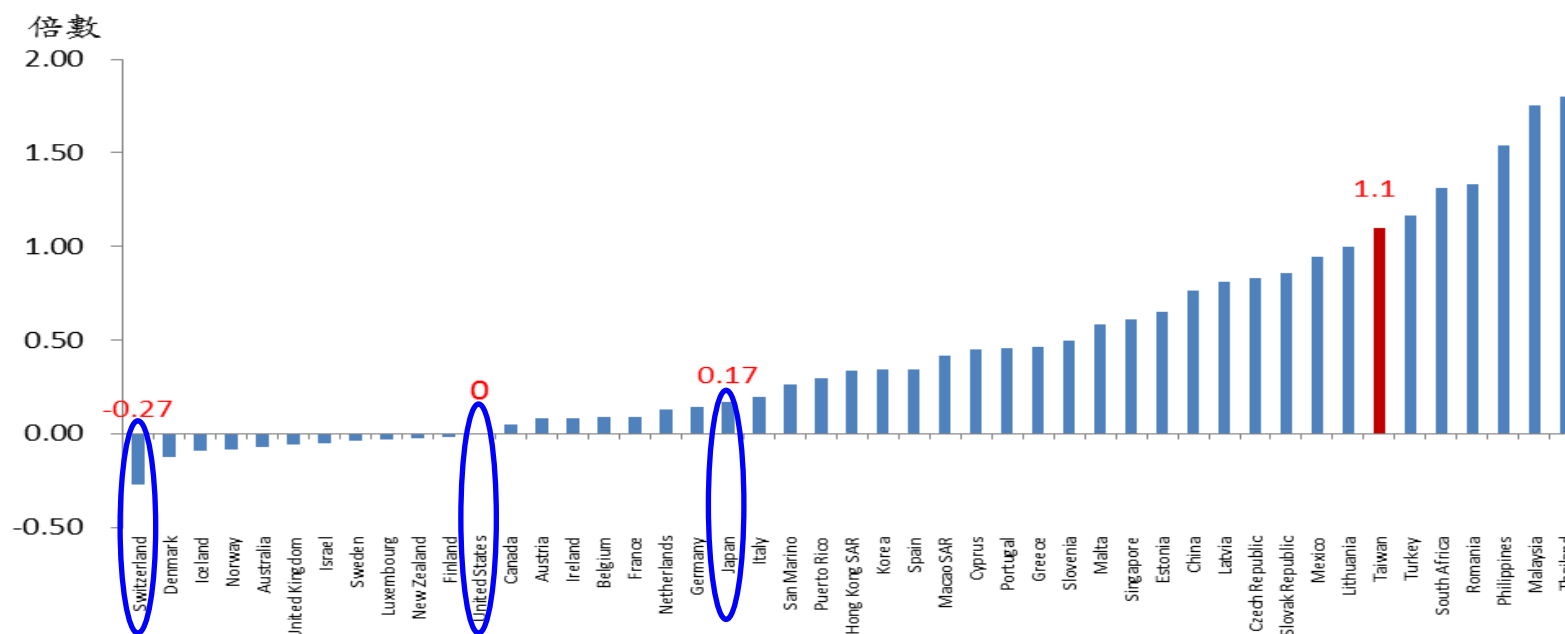
¹⁸ IMF 認為本行針對不動產市場採行的**總體審慎政策**，**有助強化金融體系的韌性**(參閱 103 年 12 月 18 日央行理監事會後記者會參考資料)。**Moody's**(2014)指出，**台灣央行房貸風險控管措施**，有助抑制投機性交易，並降低銀行對過熱的不動產市場之債權，有助提升銀行業的資產品質(參閱 103 年 6 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料-增修版)。

Q7：某些人士以台灣「PPP 人均 GDP」與「美元人均 GDP」差距比率偏高，而誤以為係央行低利率、低通膨政策的結果，因此主張應提高通膨。

A：

1. 本行從未以 PPP 人均 GDP 高於日、韓而解讀為低利率、低通膨政策的正面效果，此為誤導的說法。
2. 某些人士將「生活成本」(物價水準)與「通膨率」(物價變動率)概念混淆¹⁹。前者通常用於跨國比較，後者用於一國不同時點物價的比較。圖 2 中，台灣之差距比率偏高，落在右邊，反映在台灣購買一籃商品與服務所需費用，即生活成本(cost of living)，相對於基準國(美國)及台灣左方的其他國家便宜。

圖 2 2015 年「PPP 人均 GDP」(A) 與「美元人均 GDP」(B)差距比率 $(=(A-B)/B)$



資料來源：IMF World Economic Outlook Database(2016/4)

¹⁹ 如日本的物價水準高，但其變動率低(通膨低)。

(1)若依上述某些人士說法，**瑞士、日本**等通膨率較台灣為低國家(詳見表 3)，其 **PPP 人均 GDP 與美元人均 GDP 差距比率**理應在**台灣的右邊**，但事實上均落在**台灣的左邊**。

(2)「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率，係代表相對物價水準(level)，而非通膨率的差距。

表 3 瑞士、日本及台灣 GDP 平減指數年增率

單位：%

	2011~2015
瑞士	-0.4
日本	0.1
台灣	0.8

資料來源：IHS Global Insight(2016/5)

3. 台灣以 PPP 計價的人均 GDP 相對美元計價人均 GDP 高出甚多，亦較日、韓等國之 PPP 人均 GDP 相對美元計價人均 GDP 差距為高，**主要反映**台灣民眾的**生活成本相對於美國、日、韓等國較低**；**尤其**台灣有**完善的健保**，以致民眾**醫療費用相對較低**。此外，**油電價、學費、交通費等也相對低廉**，致使**民眾實質購買力相對較高**。
4. 從上述論述可知，某些人士以「PPP 人均 GDP 與美元人均 GDP 差距比率，台灣倍數較高」，而主張提高台灣通膨率之見解，係將「物價水準值」誤為「物價變動率」所致。

Q8：台灣人均 GDP 約為 2 萬美元，但經過 PPP 調整後超過 4 萬美元，高於南韓，可以反映實際的生活水準嗎？

A：

1. 台灣的生活費用的確低於南韓，詳見表 6。

2. 說明

(1)台灣美元人均 GDP 低於南韓

①美元計價之人均 GDP 等於各國名目 GDP(以本國幣表示)除以人口，再透過**各國貨幣對美元匯率**，**折算為以美元表示**²⁰。

②以美元計價之人均 GDP，2015 年台灣為 22,288 美元，較南韓之 27,195 美元為低。

表 4 2015 年台灣與南韓之美元人均 GDP

	人均 GDP (本國幣計價) (1)	匯率 (2)	美元人均 GDP (美元計價) (3)=(1)/(2)
台灣	NT\$ 711,142	31.907	22,288
南韓	Won 30,762,051	1,131.157	27,195

資料來源：IMF World Economic Outlook Database(2016/4)

(2)國際間採行 PPP(purchasing power parity，**購買力平價**)人均 GDP 作為一國民眾生活水準的衡量指標之一

²⁰ 即美元人均 GDP = $\frac{\left(\frac{\text{名目 GDP}}{\text{人口}}\right)}{\text{匯率}}$ 。

①美元人均 GDP 之衡量問題

- 美元人均 GDP 受**各國匯率**影響，但匯率本身易受各國政策、國際資本移動，以及投機、預期心理等因素影響而變動，以致**美元人均 GDP 也會產生很大波動，難以確切比較**。
- 一國生產的商品與勞務，包括許多不在國際間流通的**非貿易財**，其**價格較不受國際貿易影響**，致以**單一匯率換算貨幣購買力可能失真**。
- 美元人均 GDP 難以考慮各國民眾生活成本(cost of living)或**貨幣購買力**的差異，因此跨國比較容易產生扭曲。

②國際組織編製 PPP 人均 GDP 以進行跨國實質購買力及生活水準之比較

- 由於美元人均 GDP 有前述諸多缺點，聯合國自 1965 年起推動 **PPP** 國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)，透過各地實地查價，計算各國之 PPP²¹。
- 不同於市場匯率，以 **PPP 折算的兌換率**係**衡量一國在某特定時點，相同一籃商品與服務與基準國(美國)的相對價格**，即**貨幣的相對購買力**。

例如：**2015 年**在美國花費 1 美元購買**一籃商品與服務組合**，在**台灣**購買相同組合需花費新台幣 **15.201 元**，在**南韓**需花費 842.542 韓元。因此，

$$\text{台灣 PPP} = \left(\frac{\text{NT\$15.201}}{\text{US\$1}} \right) = 15.201$$

$$\text{南韓 PPP} = \left(\frac{\text{WON 842.542}}{\text{US\$1}} \right) = 842.542$$

²¹ 該計畫自 2005 年起，改由聯合國授權世界銀行推動，最近一次(第 8 次)係 2011 年回合。

➤ **PPP 人均 GDP** 等於各國名目 GDP(以本國幣表示)除以人口，再**透過 PPP 折算**²²；IMF 與世界銀行等**國際機構**亦以 **PPP 計算人均 GDP**，**進行跨國實質購買力及生活水準之比較**。

(3)以 PPP 計價之人均 GDP，台灣高於南韓逾萬美元

表 5 2015 年台灣與南韓之 **PPP 人均 GDP**

	人均 GDP (本國幣計價) (1)	PPP (2)	PPP 人均 GDP (美元計價) (3)=(1)/(2)
台灣	NT\$ 711,142	15.201	46,783
南韓	Won 30,762,051	842.542	36,511

資料來源：IMF World Economic Outlook Database(2016/4)

(4)台灣主要商品與服務價格低於南韓

據調查，一般食、衣、住、行與**捷運**、**大學學費**、水電及汽油等費用，以及**健保費率**，絕大多數項目**南韓均較台灣高出甚多(詳見表 6)**，致台灣民眾的**實質購買力(即以 PPP 計價之人均 GDP)**高於南韓。

²² 即 $\text{PPP 人均 GDP} = \frac{\left(\frac{\text{名目 GDP}}{\text{人口}}\right)}{\text{PPP}}$ 。

表 6 台灣與南韓生活費用比較

項 目	南韓物價		台灣物價	南韓較台灣高 (幅度)
	韓元	合新台幣元	新台幣元	
麵包(白吐司 500g) ¹	2,500.00	69.93	50.32	38.97%
牛肉(1 公斤) ¹	21,704.62	607.12	636.25	-4.58%
麥當勞大麥克全餐 ¹	6,000.00	167.83	124.50	34.80%
星巴克卡布奇諾(中杯) ¹	5,100.00	142.66	105.00	35.86%
正式皮鞋(男) ¹	169,642.86	4,745.25	3,003.91	57.97%
服飾連鎖店夏季套裝 ¹	56,250.00	1,573.43	1,171.58	34.30%
網際網路(無限上網) ¹	27,444.44	767.68	833.33	-7.88%
家庭水電暖氣費用(月) ¹	188,238.71	5,265.42	1,983.42	165.47%
住宅用電(每度) ²	129.06	3.61	2.85	26.67%
水價(每立方公尺) ³	633.40	17.72	9.23	91.96%
房租(市中心,1 房) ¹	1,150,154.62	32,172.16	17,583.33	82.97%
捷運(單程) ¹	1,250.00	34.97	20.00	74.83%
計程車(公里) ¹	1,000.00	27.97	20.00	39.86%
汽油(公升) ¹	1,442.70	40.36	25.58	57.76%
國立大學學雜費(年) ⁴	4,180,000.00	116,923.08	60,000.00	94.87%
健保費率 ⁵	9.48%		4.91%	93.07%

匯率：以每元新台幣兌換 35.75 韓元計算。

資料來源：1. Numbeo, Cost of Living Comparison Between Seoul and Taipei 及調查資料(2016/7/5)。

2. 電價：國際能源總署 2015 年 8 月發布之最新統計資料與亞鄰各國電價資料，台電「2014 年各國平均電價比較」。

3. 水價：楊松岳(2015)，「韓國水資源管理」，出國心得報告，經濟部水利署水利規劃試驗所。

4. 國立大學費用：台大、政大、交大，以及南韓教育部及大學網站。

5. 健保費率：全民健康保險雙月刊 104 期。(保費計算以投保薪資為基礎，如健保負擔=投保薪資×健保費率×各項相關比率(如負擔比率等))。

(5)新台幣升值不能保證提高美元名目人均 GDP

- ①某些人士認為，新台幣大幅升值可提高台灣以美元表示之名目人均 GDP，其假設前提是**分母變小**(即**新台幣升值**)時，**分子**(以新台幣表示之名目人均 GDP)**並不會變動**。
- ②但實際上，分母改變時，分子亦隨之改變。**新台幣升值不僅改變匯率**(分母變小)，**亦會使名目 GDP 下降**(分子變小)，易言之，**分子與分母同時變小**，特別是**小型開放經濟體**，**分子下降可能大於分母下降的幅度**，不但無法使以美元表示之台灣名目人均 GDP 增加，甚至可能減少。

Q9：政府應該繼續編列央行盈餘繳庫的預算目標？

A：

1. 依據我國中央銀行法、預算法、決算法及國營事業管理法等相關規定，本行屬全數由政府撥充資本之國營事業，應編列營業基金預算、辦理決算及相關繳庫事宜。因此，本行**如有盈餘，依法應解繳國庫**；如有虧損，亦得報請政府撥補。
2. 世界**主要國家央行多須依法辦理盈餘繳庫**，與本行做法相同，例如：美國聯邦準備銀行(詳見表 7)。
3. 本行以維持物價及金融穩定，以及協助經濟發展為經營目標，相關營運均從國家總體經濟及金融面考量，審慎執行貨幣、信用及外匯政策，以達成上述經營目標。
4. 本行**資產**絕大部分為外幣資產，其**報酬率**(即美元、歐元及日圓等利率)係由國外決定，**具高度不確定性**。因此，本行盈餘不確定性甚高。例如 1987~1990 年間，本行曾無盈餘繳庫之情況。

表 7 近 5 年美國聯邦準備銀行及本行繳庫數

單位：億美元

年度	2011	2012	2013	2014	2015
美國	754	884	796	969	1,171
台灣 (單位：新台幣億元)	61.62 (1,815)	60.80 (1,800)	60.49 (1,800)	59.30 (1,801)	56.57 (1,804)

註：我國央行盈餘繳庫數折合美元之計算，係以新台幣金額除以各年度之平均匯率。

資料來源：本行、美國 Fed

Q10：央行貨幣政策是否在理事會經多數決？

A：

1. 本行每季召開理事會議討論貨幣政策時，程序上先由研究單位報告國內外經濟金融情勢，並擬具對當前貨幣政策的建議，經與會理事充分溝通、討論後，再投票表決，由多數決定。
2. 理事會後立即召開記者會，並發布新聞稿，說明理事會決議內容。另就社會各界關注之重要議題，彙整國內外相關資料及統計數據，詳細分析說明，發布書面參考資料，以利各界瞭解本行貨幣、信用及外匯等政策。

Q11：我國央行理事會的理事為何不全是專任？

A：

1. 央行理事是否全為專任，**各國並無一致性**，端視其國情及政府組織之運作而定。目前，國際間存在兩種不同模式：

(1)**美國為主的部分國家**，其央行理事**均為專任**。

➤美國政策利率的決策機構為聯邦公開市場委員會(FOMC)，其結構有其歷史淵源，惟近來迭遭外界批評。

➤ FOMC 的成員除了聯準會(Fed)的 7 名理事(governor)外，尚有由 12 家區域性聯邦準備銀行的總經理(president)輪流出任的 5 名代表(其中紐約聯邦準備銀行總經理為常任)，共計 12 名。

➤區域性聯邦準備銀行係由民營的會員銀行出資設立，其所代表的是各該區域民營銀行的利益，引發外界對於美國 Fed 獨立性的質疑²³。

(2)**英國及亞洲多數國家**，其央行理事則是**專任、兼任並存**，詳見表 8。

²³ Eichler, Stefan, Tom Lähner, and Felix Noth (2016), “Regional Banking Instability and FOMC Voting,” Halle Institute of Economic Research, *Discussion Papers*, No. 15, May。

表 8 英國、挪威及部分亞洲國家央行的貨幣政策決策組織

	英格蘭銀行(BoE)	挪威央行	新加坡金管局	中國人民銀行	泰國央行	澳洲央行	台灣央行
貨幣政策決策組織	貨幣政策委員會 (Monetary Policy Committee)	執行委員會 (Executive Board)	理事會 (Board of Directors)	貨幣政策委員會 (諮詢議事機構)	貨幣政策委員會 (Monetary Policy Committee)	理事會 (Reserve Bank Board)	理事會 (常務理事會)
組成	● 9名成員 { 5名專任 4名兼任 ● 總裁、3位副總裁、首席經濟學家，以及4名兼任外部成員	● 8名成員 { 3名專任 5名兼任 ● 總裁、2位副總裁，以及5名兼任外部成員	● 10名理事 { 3名專任 7名兼任 ● 主席、副主席、常務理事，以及7名兼任理事	● 15名委員 { 3名專任 12名兼任 ● 行長、2名副行長，以及12名兼任委員	● 7名成員 { 3名專任 4名兼任 ● 總裁、2位副總裁，以及4名兼任外部成員	● 9名理事 { 2名專任 7名兼任 ● 總裁、副總裁，以及7名兼任理事(財政部常務次長、6名非執行理事)	● 15名理事 { 常務理事 { 3名專任 4名兼任 8名兼任 ● 總裁、2位副總裁，以及12名兼任理事
決策成員資格及任期	● 總裁與副總裁由財政大臣提名，首相同意後報請女王任命，任期5年。 ● 首席經濟學家與4名外部成員，均由財政大臣直接任命，任期3年。	● 總裁與副總裁由國務委員會(Council of State)決定後，提請國王任命，任期6年。 ● 5名外部成員任命方式同上，任期4年。	● 理事主席由內閣提請總統任命，副主席由總理提請總統任命，任期3年。 ● 常務理事與其他兼任理事由總理提請總統任命，任期3年。	● 委員會主席由人行行長擔任，行長是國務院總理提名，由全國人民代表大會決定，任期5年；副主席由主席指定。 ● 外匯管理局局長、證監會主席為當然委員，其他委員人選，由人行提名後，報請國務院任命；委員中的國有獨資商業銀行行長與金融專家任期為2年。	● 總裁由內閣提名、報請國王任命，任期為5年；副總裁由理事會²⁴任命。 ● 4名外部成員由理事會任命，任期3年。	● 總裁、副總裁由財政部長任命，任期7年。 ● 兼任理事由財政部長任命，任期5年。	● 總裁、副總裁由行政院報請總統任命，任期為5年，得續任。 ● 兼任理事由行政院報請總統任命；除當然理事外，理事任期為5年。12名兼任理事中，財政部長、經濟部長為當然理事，並為常務理事外，應有實際經營農業、工商業及銀行業者至少各1人。

²⁴ 泰國央行理事會(Board)的組成人員為：主席由國王任命，另包括央行總裁、3名副總裁、國家經濟暨社會發展辦公室秘書長、財政政策辦公室主管，以及財政部指派之5名成員。

2. 理事會納入外部成員，可擴大思考角度及關注層面，有助於央行的決策品質。

(1)IMF 報告指出²⁵，主張理事會納入外部成員的觀點是，可引入有別於央行內部的外部觀點，以創造決策組織成員間的異質性，提供對爭議性議題的不同思考角度，擴大關注面向；此外，外部成員亦可扮演監督央行的角色。

(2)BoE 指出²⁶，外部成員的加入，讓貨幣政策委員會(MPC)的組成得在不同的專業與背景間取得適當的平衡；挪威央行執行委員會成員認為，外部成員能提供資訊、知識與外部觀點，對避免團體迷思(groupthink)有所助益。

(3)另《中央銀行國際期刊》(International Journal of Central Banking)的研究論文指出²⁷，外部成員的投票模式與內部委員有所不同；例如，挪威央行的內部委員較外部成員更為注重物價穩定，而 BoE 的外部成員較關注如何避免經濟衰退。

3. 本行理事會除專職成員外，外部成員的安排，可兼容並蓄內外部觀點。

(1)我國「中央銀行法」自 1979 年起即規定，本行的經營目標為：促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展。歷經全球金融危機後，國際間許多央行終於瞭解到只有物價穩定不足以確保金融穩定，因此近年來陸續透過修法，將金融穩定納入重要經營目標；此一發展，證明我國「中央銀行法」十分先進，所賦予本行的經營目標相當完備。

(2)依我國「中央銀行法」之規定，中央銀行的決策機構是理事會，理事會應置理事 11~15 人，由行政院報請總統派充之，並指定其中 5~7 人為常務理事，組織常務理事會；除央行總裁、財政部長及經濟部長為當然理事，並為常務理事外，應有實際經營農業、工商業及銀行業者至少各 1 人。

²⁵ Tuladha, Anita (2005), "Governance Structures and Decision Making Roles in Inflation Targeting Central Banks," *IMF Working Paper*, No. 05/183, Sep.。

²⁶ Bank of England (2015), "Candidate Brief—Appointment of External Member of the Monetary Policy Committee of the Bank of England," BoE。

²⁷ Apel, Mikael, Carl Andreas Claussen, Petra Lennartsdotter, and Oistein Roislandb (2015), "Monetary Policy Committees: Comparing Theory and 'Inside' Information from MPC Members," *International Journal of Central Banking*, Dec.。

(3)依法**財政部長與經濟部長**為本行**當然理事**，這有助**貨幣政策、財政政策與經濟政策**間的**政策搭配**(policy mix)，促進總體經濟穩定。**以處理房價問題為例**，本行自 2010 年 6 月採行選擇性信用管制，而**財政部**亦於本(2016)年 1 月實施房地合一稅制，**對健全房市的確發揮政策搭配的效果**。至於金管會主委雖非本行理事，但本行與金管會定期召開金融聯繫會議，彼此交換對金融監理的意見，以促進金融穩定。

(4)依法本行理事會均維持經營農業、工商業及銀行業者至少各 1 人之規定，可兼顧經濟體系各部門利益、廣納多元背景之意見。至於其他兼職理事，均為總體經濟、貨幣及國際金融等領域傑出學者，這些學者除參與理事會外，亦常代表本行參與行外重要會議，並可提供本行諮詢功能，指導本行同仁從事技術性研究。

(5)基於貨幣政策應兼顧各個層面，**本行理事的多元背景、學驗俱佳**，長期以來，對本行貨幣、信用及外匯政策所做決議均**有所貢獻**，從而達成「中央銀行法」的法定經營目標。

4. **本行理事會具獨立性與職責化，貨幣政策長期備受肯定。**

(1)2011 年 4 月 27 日，配合行政院組織改造修正「中央銀行法」，明定本行理事會依法具有貨幣、信用及外匯政策的審議與核定權。感謝行政及立法部門多年來對本行理事會依「中央銀行法」規定行使其職權之尊重。

(2)**德國貝特曼基金會**(Bertelsmann Stiftung)於本年 2 月指出²⁸，**台灣央行**採行與經濟金融穩定的目標一致之**審慎外匯政策**，帶領台灣**安然度過全球金融危機**，以及其後危機蔓延、餘波盪漾的期間。台灣央行具有**完全獨立性**(fully independent)，**利率政策亦謹慎而可靠**，為**亞洲國家中聲譽最好的央行之一**。

²⁸ Bertelsmann Stiftung (2016), *Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016*, Feb.; 貝特曼基金會創立於 1977 年 2 月 8 日，根據貝特曼基金會官網資料，該基金會為非營利基金會，創立宗旨為激勵人心、形塑未來、參與全球化世界，並關心德國的政治、經濟、社會結構，希望能借鏡其他國家的成功經驗。

- Taiwan's government and central bank pursue a prudent foreign exchange policy that has been consistently linked to the goal of financial and economic stability and steered the country rather well through the 2008/2009 global financial crisis and its aftermath.
- Taiwan's central bank is fully independent and enjoys one of the best reputations in Asia for its cautious and reliable interest rate policies.

(3)國際三大信評公司 Moody's、S&P 及 Fitch 亦多次對本行的貨幣政策給予高度評價²⁹，表示本行**貨幣政策極具彈性**，致通膨率低且穩定，**且靈活的貨幣政策，讓台灣足以因應外來衝擊**。

(4)外界普遍認為，**本行**亦極**具權責化**(accountability)；從本行每次理事會後的記者會，均會對外界詳細說明貨幣政策決定的考慮因素，並充分回答媒體的詢問，可見一斑。

²⁹ Moody's(2015/7、2014/10、2013/10)、S&P(2015/4、2014/5、2013/8)、Fitch(2013/7)，詳參中央銀行新聞參考資料。

Q12：我國央行理事會一年召開 4 次會議，是否太少？

A：

1. 不會太少。

2. 說明

(1)本行理事會一年雖召開 4 次會議，但依「中央銀行法」及「中央銀行理事會會議規則」之規定，於必要時得召開臨時會；並設有常務理事會，於必要時可隨時由主席召集之。

➤2000 年 12 月~2001 年 12 月，1 年間召開 5 次例行理事會、6 次臨時理事會、4 次常務理事會，共計 15 次。

➤2008 年 9 月~2009 年 2 月，6 個月間召開 2 次例行理事會、6 次常務理事會，共計 8 次。

(2)為強化決策品質，近年國際間央行理事會，每年召開次數有減少趨勢。

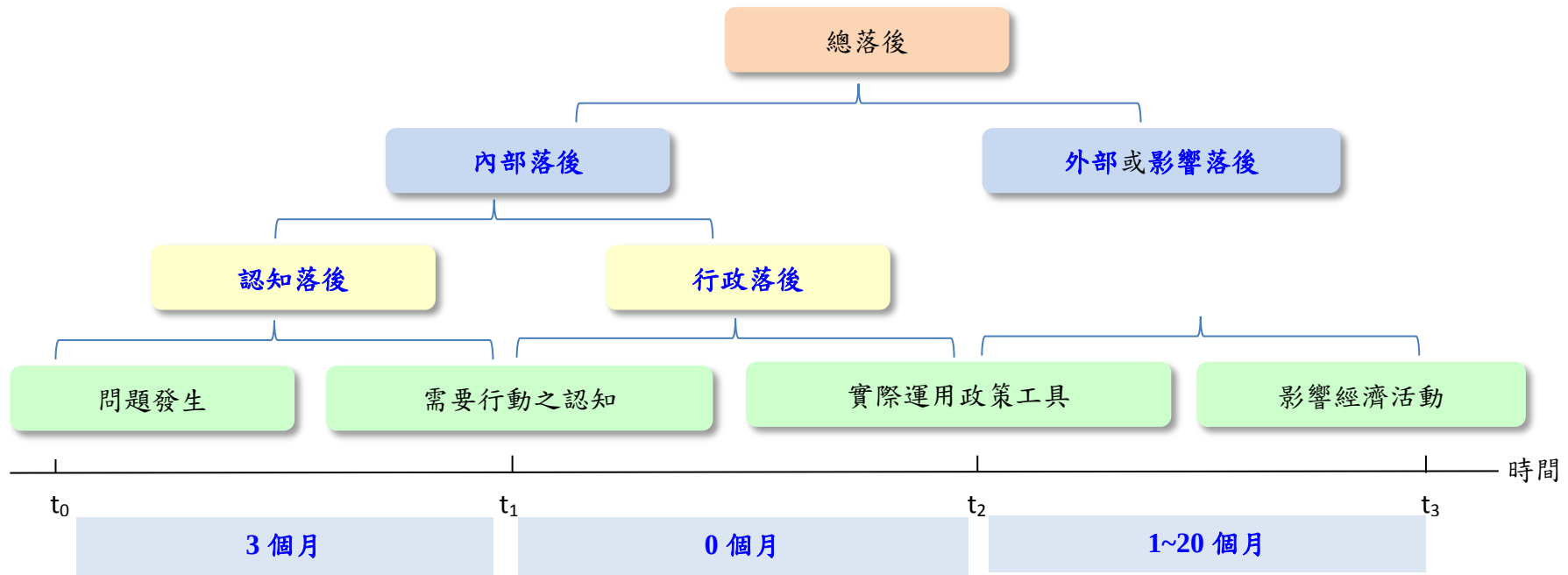
➤自問題發生至認知須採取貨幣政策行動，以迄實際採行貨幣政策行動至對實體經濟產生影響，均存在認知落後(recognition lag)、行政落後(administration lag)及影響落後(impact lag)等時間落後(time lag)問題；相關研究指出³⁰，貨幣政策的認知落後期間約為 3 個月，詳見圖 3。

➤為擬定妥適的貨幣政策，央行需要一段時間，以掌握充分的資訊，並經妥善的全盤評估後，方可做出最適的判斷與決策。因此，理事會的開會次數並非愈多愈好。

➤基於前述考量，歐洲央行(ECB)及英格蘭銀行(BoE)先後於上(2015)年及本(2016)年，將理事會召開次數，由每年 12 次減為 8 次。

³⁰ Muric, Mehmed L. (2012), "The Phenomenon of Lag in Application of the Measures of Monetary Policy," European Center for Peace and Development, Mar. 31。

圖 3 貨幣政策的時間落後



(3)目前瑞士、新加坡及中國大陸的中央銀行，其理事會每年召開次數均為 4 次，與我國央行相同。

(4)本行於例行性理事會外，必要時得召開臨時理事會及常務理事會，展現十足的彈性，深獲外界肯定。

➤本行曾於緊急期間，多次召開臨時理事會及常務理事會。

- 2000 年美國網路科技泡沫破滅，以及 2001 年 9 月 11 日美國發生 911 恐怖攻擊事件，肇致全球經濟金融不穩定，台灣的經濟成長率由 2000 年的 6.42%遽跌為 2001 年的-1.26%。本行理事會於 2000 年 12 月~2001 年 12 月的這一年間，即召開 15 次會議，降息 12 次；其中，包括 5 次例行理事會、6 次臨時理事會、4 次常務理事會。
- 2008 年 9 月~2009 年全球金融危機期間，台灣的經濟成長率由 2007 年的 6.52%，遽跌為 2008 年的 0.70%及 2009 年的-1.57%。本行理事會於 6 個月內召開 8 次會議，7 度降息、1 次降準；由於情勢緊急，其中有 6 次是由常務理事會決議。

➤本行因應外在衝擊的表現，外界多表肯定，並給予高度評價。

- 外界對本行的果決行動，大多表示支持與肯定，尤其是 2008 年 9 月 25 日例行性理事會決議降息後，短短十幾天，隨即於 10 月 9 日的常務理事會，再宣布配合主要國家央行採聯合降息行動，更是給予高度評價。
- 國際三大信評公司 Moody's、S&P 及 Fitch 曾多次盛讚，台灣央行的貨幣政策深具彈性，讓台灣足以因應外在衝擊³¹。

³¹ Moody's (2015/7、2014/10、2013/10)、S&P(2015/4、2014/5、2013/8)、Fitch(2013/7)，詳參中央銀行新聞參考資料。

附錄：某些人士認為，央行採「阻升不阻貶」的匯率政策？

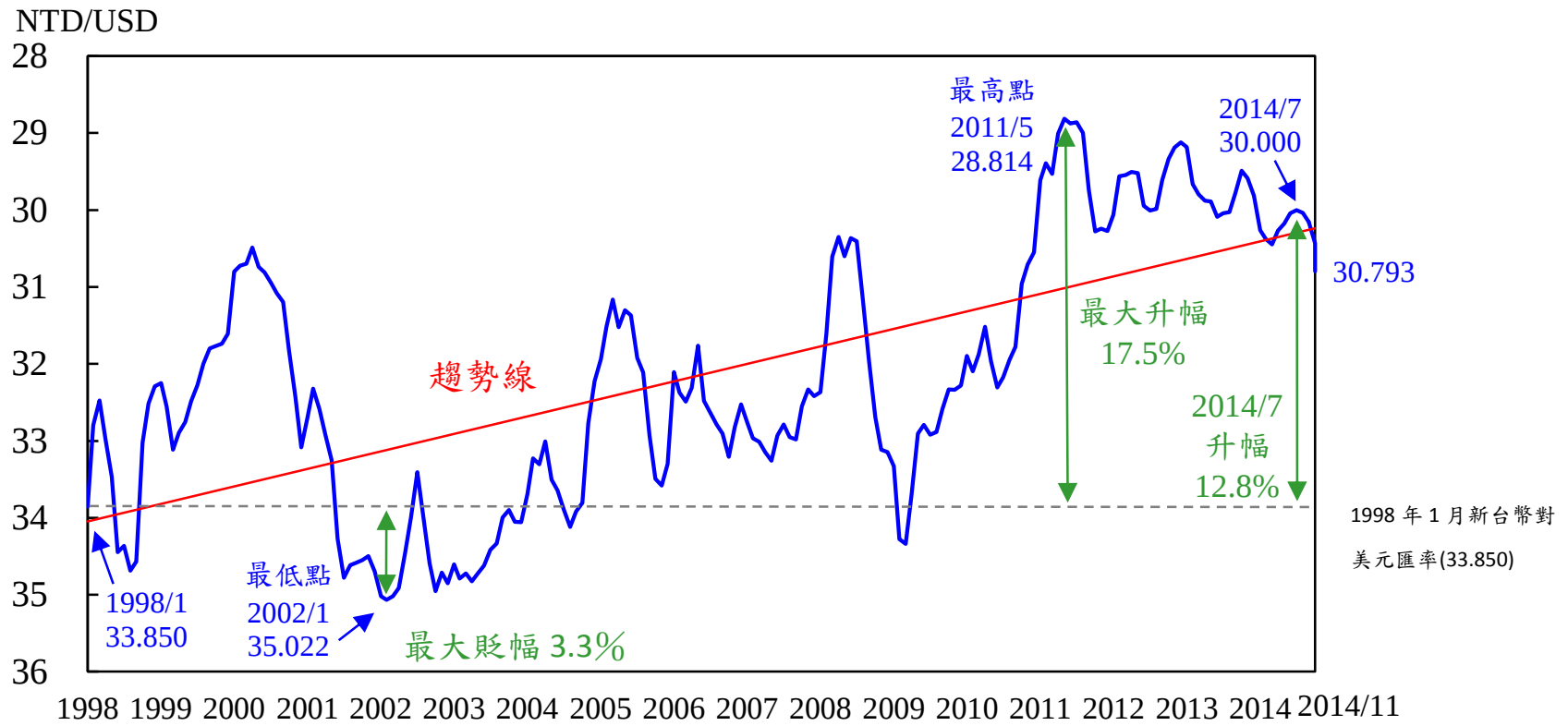
(節自 103 年 12 月 18 日央行理監事會後記者會參考資料)

說明：

(一)新台幣對美元價位有升有貶，且長期間呈升值的趨勢

1. 新台幣對美元之走勢有升有貶。1998 年至今，大致在 28 至 35 元之間浮動。
2. 與 1998 年 1 月之 33.85 元相比，升幅最大曾達 17.5%，貶幅最大僅 3.3%(見圖 4)。2014 年以來，升值幅度最大達 12.8%。
3. 長期間，新台幣對美元其實呈升值的趨勢(圖 4 紅線)，本行並沒有阻升不阻貶。

圖 4 新台幣對美元匯率走勢



資料來源：中央銀行

(二)新台幣對一籃通貨的匯率走勢亦呈現有升有降，三年多來則呈走升

1. 考量多邊貿易，匯率升降宜以有效匯率指數衡量

(1)台灣對外交易對象不只美國，新台幣對一籃主要貿易對手國通貨表示的名目有效匯率指數(**NEER**)³²是一種**觀察匯率變動較客觀的指標**。

(2)**NEER 可用以綜合觀察新台幣的對外價位**：除了新台幣對美元的匯率外，日圓、歐元、韓元與人民幣等幣別對美元的匯率亦會影響新台幣 NEER 的水準值。

2. 三年多以來，NEER 呈上升(新台幣升值)走勢

(1)1998 年至今，**新台幣 NEER 最高與最低值相差 23.4 個百分點**(見圖 5)，且**經過數次的升降循環**；**三年多以來，NEER 則呈上升走勢**。

(2)**新台幣 NEER 容易受到國際美元的影響而變動**：2002 年至 2011 年 9 月，**歐元及日圓對美元升幅較大，致新台幣對這些貨幣貶值**，進而使得新台幣 NEER 下降(見圖 5、6)。2011 年 10 月以來，新台幣 **NEER 反轉走升**則是**日圓對美元貶值、新台幣對日圓升值**的結果。

³² 新台幣 $NEER_t = \prod_{j=1}^N \left(\frac{E_{t,jj}}{E_{0,jj}} \right)^{\omega_j}$ ，其中 i 代表台灣(本國)、 j 代表外國， ω_j 為權數，通常為對主要貿易對手國的進出口貿易比重， $E_{0,jj}$ 與 $E_{t,jj}$ 分別為基期與 t 期的名目匯率，定義為一單位本國貨幣折合外國貨幣的單位數， Π 為幾何平均運算元(geometric mean operator)。

圖 5 新台幣 NEER 與 REER 走勢
(BIS 編製，61 種通貨)

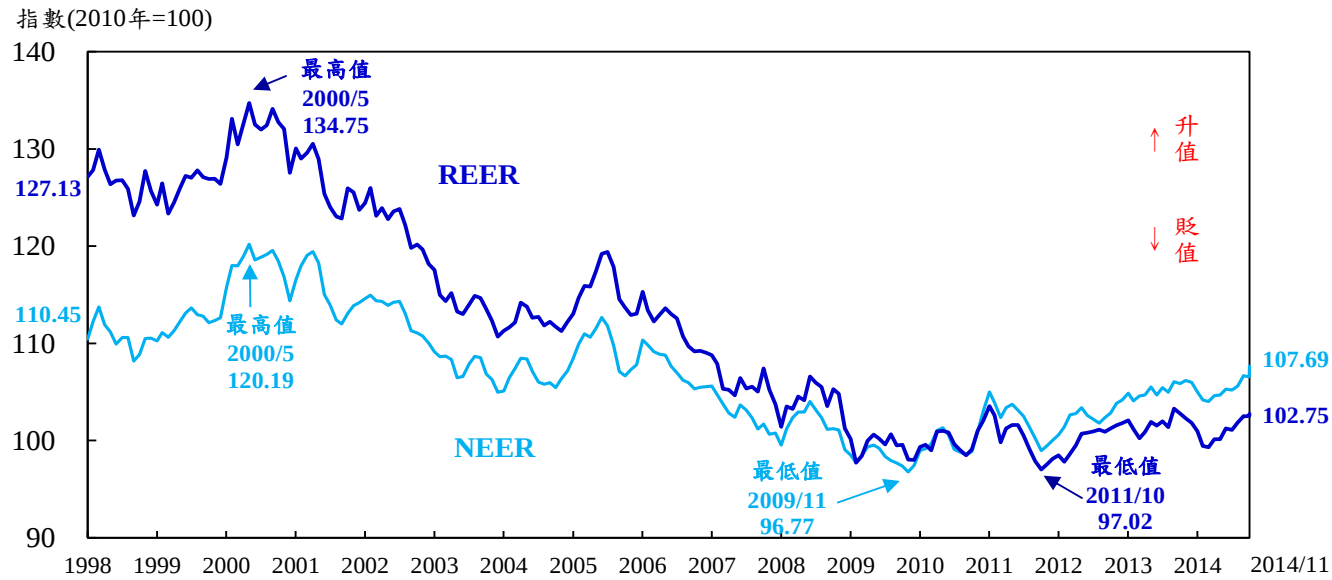
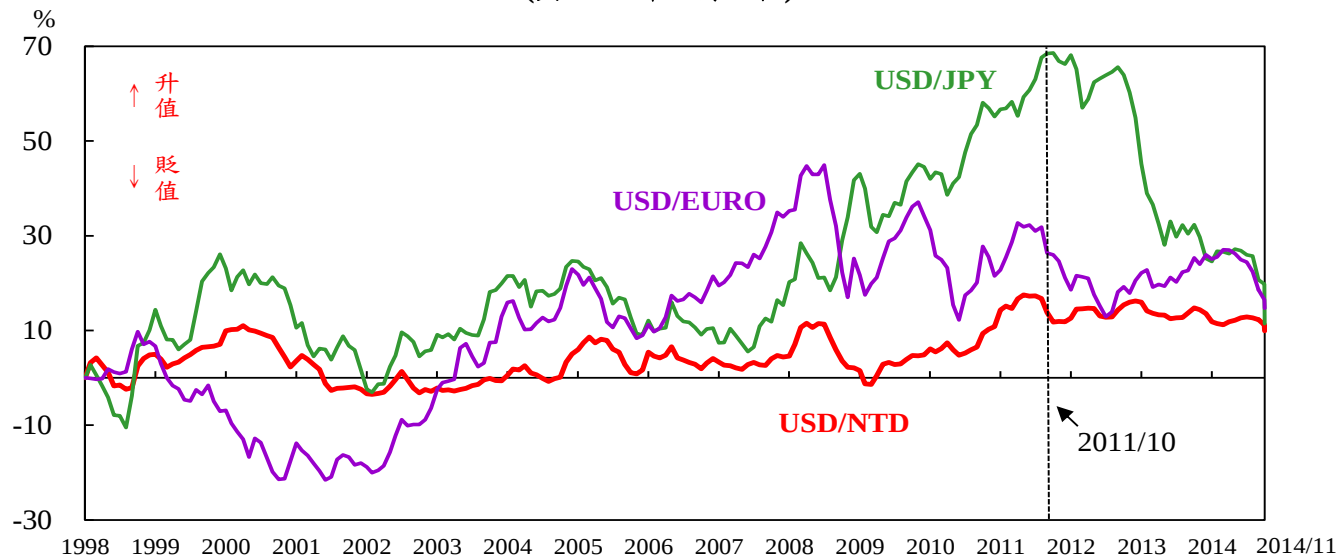


圖 6 主要貨幣對美元升貶幅度
(與 1998 年 1 月比較)



資料來源：中央銀行

3. 長期以來，新台幣實質有效匯率指數(REER)呈下降趨勢，主要係因國內物價較國外低且穩定

(1)NEER 經國內外相對物價平減後為實質有效匯率(REER)，即 $REER = NEER / \left(\frac{\text{國外物價}}{\text{國內物價}} \right)$

(2)外界常以新台幣 REER 下降，就直接認定央行阻升不阻貶。惟若將 REER 拆解為 NEER 與國內外相對物價，即可看出**新台幣 REER 下降，主要係因為國外物價相對國內物價大幅上升 20.64%**所致(見表 9)，**並非本行透過匯率政策壓低匯率。**

表 9 REER 的組成及其變動率

指數(2010 年=100)

	分子	分母	分子/分母
	名目有效匯率 (NEER)	國外物價相對於 國內物價	實質有效匯率 (REER)
1998 年 1 月	110.45	86.88	127.13
2014 年 11 月	107.69	104.81	102.75
變動率	-2.50%	20.64%	-19.18%

資料來源：Bank for International Settlements

(三)本行的匯率政策：維持新台幣匯率動態穩定，而非阻升不阻貶

1. 出口商希望新台幣貶值，增加其新台幣收益，而進口商與廣大消費者則期盼新台幣升值，能以較少的新台幣購入進口商品；惟匯率是一種價格，基本上由市場供需決定，不能同時又升又貶。
2. 新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，若遇不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不利於經濟與金融穩定之虞時，本行會本於職責，維持外匯市場秩序。
3. 相較於其他主要貨幣匯率，1998 年以來，新台幣對美元匯率波動幅度較小，呈現相對穩定走勢(見表 10)，實證研究亦指出，1997 年 12 月至 2010 年 6 月，本行的政策為維持匯率動態穩定³³，既非偏向升值，也非偏向貶值。

表 10 主要貨幣匯率平均波動幅度

	1997 年底至 2014/12/10(%)	倍數
新台幣(NT\$/US\$)	3.32	1.0
韓元(Won/US\$)	9.40	2.8
歐元(US\$/EUR)	9.78	2.9
日圓(Yen/US\$)	10.30	3.1

註：1.各幣別波動幅度係根據匯率過去 20 天期變動率計算之標準差(並將其年率化)，波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

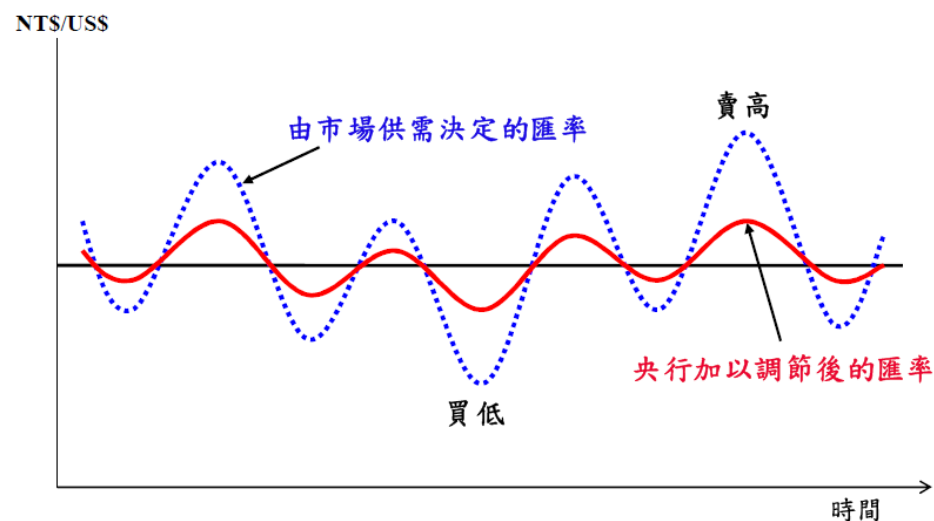
2.美元對歐元匯率波動計算期間為 1999 年 2 月至 2014 年 12 月 10 日。

³³ 吳致寧、黃惠君、汪建南、吳若瑋(2012)，「再探台灣匯率制度」，經濟論文叢刊，第 40 卷第 2 期，頁 261-288。

(四)新台幣匯率具反景氣、反通膨的功能；另實證研究顯示，本行的逆風操作可提升外匯市場效率

1. 根據匯率反應函數(reaction function)之實證研究³⁴，**新台幣**具有**反通膨**(anti-inflation)及**反景氣循環**(counter-cyclical fluctuations)的**功能**，即國內物價漲幅偏高(如因國際原物料價格上漲)或實際產出偏高時，新台幣升值以抑制物價上漲與過熱的景氣；反之，新台幣貶值以刺激景氣。
2. 實證研究³⁵顯示，1998 年以來，**本行**貨幣政策在**新台幣大幅升值**或**貶值期間採逆風操作**(leaning against the wind)。根據**行為總體經濟學**(behavioral macroeconomics)之分析，此舉能有效消除匯率的過度波動(見圖 7)，**使外匯市場更有效率**³⁶。

圖 7 外匯市場之調節



³⁴ 林依伶、張志揚與陳佩玗(2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析—兼論與主要亞洲國家之比較」，中央銀行季刊，第 35 卷第 1 期，頁 35-62。

³⁵ 吳致寧、李慶男、張志揚、林依伶、陳佩玗與林雅淇(2011)，「再論台灣非線性利率法則」，經濟論文，第 39 卷第 3 期，頁 307-338；林依伶、張志揚、陳佩玗(2012)，「台灣利率法則的實證研究—考慮匯率變動之不對稱性效果」，中央銀行季刊，第 34 卷第 1 期，頁 39-62。

³⁶ De Grauwe, Paul and Marianna Grimaldi (2006), *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press.