

編輯先生/女士：

拜讀貴刊近期關於台灣經濟的報導，特別是 2025 年 11 月 13 日「台灣榮景的潛藏風險(The hidden risks in Taiwan's boom)」一文，該文引用大麥克指數推測新台幣匯率被高度低估，其主要推論：(1)台灣央行基於出口商經營壓力考量，持續干預匯市而刻意壓低新台幣匯率，導致台灣出現巨額貿易順差並累積外匯存底，亦因此釋出巨額流動性，進而造成國內低利率環境；(2)央行為了提高盈餘繳庫，採行低匯率、低利率政策，但這些政策推高房價及進口物價，削弱了消費者的購買力，同時不利勞動份額提升與產業升級；(3)央行巧妙將台灣巨額經常帳順差引導至壽險業，透過干預 SWAP 市場幫助壽險業降低匯率風險，進而鼓勵其海外投資，導致其資產負債表幣別錯配。一旦新台幣大幅升值，可能引發金融危機。

謹就前述論點提出下列意見：

1. 新台幣匯率及購買力平價議題

央行自 1989 年 4 月實施管理浮動匯率制度以來，基於法定職責於必要時進場調節匯市，以維持新台幣匯率之動態穩定，並未刻意壓低新台幣匯率。長期以來，新台幣匯率有升有貶，呈雙向波動，且長期走升。

此外，以購買力平價(PPP)，包括大麥克指數，來衡量均衡匯率並不適合；國際間如世界銀行、聯合國等機構，係透過國際比較計畫(ICP)估算各國之 PPP 水準，惟世界銀行、經濟合作暨發展組織(OECD)及 ICP 官方網站均強調，PPP 旨在瞭解各國物價水準與貨幣購買力的高低，PPP 非均衡匯率，且不宜用來衡量匯率低估或高估，更遑論以單一商品來評估一國匯率之高、低估。

2. 壓低新台幣匯率以維持出口商競爭力議題

該文認為央行受出口商遊說而刻意壓低新台幣匯率，事實上，金融自由化後，國內外匯市場參與者眾多，新台幣匯率係由多元之外匯供給者與需求者依市場機制共同決定，無法亦不可能針對特定產業進行調整；央行僅依其法定職責，於必

要時調節匯市，以維持新台幣匯率之動態穩定；相關調節措施並非產業政策的一環，央行亦不會藉由壓低新台幣匯率以維持廠商出口競爭力。

3. 台灣經常帳順差及貿易順差議題

金融自由化後，無論是全球或台灣，金融帳交易占外匯交易的比重已超逾9成，成為影響匯率的主因，匯率與經常帳的關聯性因而顯著降低。

就經常帳順差而言，長期以來，台灣因人口老化、國內投資動能不足，呈現高儲蓄率、低投資率而形成超額儲蓄。台灣經常帳順差持續擴大，反映國內長期儲蓄高、投資低等經濟結構問題。此外，我國出口品之生產原料多仰賴進口，農工原料進口占總進口的比重約2/3，新台幣匯率升貶，不僅影響出口價格，亦同時影響進口成本，兩者效果部分相互抵銷，使匯率升貶對出口的影響相對有限，亦使匯率作為調整貿易失衡的工具更具侷限性。

尤其自2018年美中貿易衝突升溫以來，台灣貿易順差擴大，主要係受惠於國外需求成長、全球供應鏈調整，以及台灣產業結構升級與高科技產品的國際競爭力持續提升所致，匯率並非主要影響因素。

4. 台灣外匯存底增加議題

台灣外匯存底的增加，其一部分確實係央行基於維持匯率穩定之法定職責進場調節匯市所致，惟另有一部分則來自央行投資運用所產生之收益。自1997年亞洲金融危機以來，多數小型開放經濟體(尤其是亞洲)，為因應資金大規模流動之衝擊，多累積外匯存底，以維持匯率穩定。特別是台灣，由於外資高度涉入台股，且資金常於短期間內巨額且集中流出入，嚴重影響新台幣匯率之穩定，充裕的外匯存底，可因應資金大量進出之衝擊及較高之地緣政治風險，有助於維持新台幣匯率動態穩定。

5. 國內流動性、利率及高房價議題

央行對於調節外匯市場釋出至銀行體系之流動性，已運用各項沖銷工具妥善管理，使國內準備貨幣增幅維持穩定，並未隨央行外匯存底之累積而快速增加。至

於台灣利率低而平穩，主要係反映通膨率長期相對先進經濟體低且溫和。

另一方面，影響房價因素眾多，利率僅是其中之一，房市問題須賴中央相關部會與地方政府共同解決，央行依分工適時採行選擇性信用管制措施，以減緩信用資源流向不動產市場。例如 2020 年迄今，央行七度調整選擇性信用管制措施，信用資源集中不動產貸款情形逐漸改善，房市交易減緩，房價漲勢趨緩，民眾對房價上漲預期心理趨緩，政策成效逐漸顯現。而央行利率政策主要係因應國內通膨之發展。

6. 台灣購買力及勞動份額議題

該文提及台灣購買力受損之情形。長期以來，台灣通膨率低且穩定，如以國際清算銀行(BIS)以 64 個經濟體所編製之名目有效匯率指數(NEER)及實質有效匯率指數(REER)觀察，1995 年至 2025 年 10 月期間，新台幣 NEER 較 1995 年升值 9.6%，惟同期間 REER 則下降 18.9%，兩者間的差異主要反映台灣物價漲幅較主要貿易對手國漲幅低約 35.2%，顯示國內物價長期相對低且穩定，有助於購買力提升。

另自 2021 年底起，政府為因應 COVID-19 疫情及俄烏戰爭等供給面衝擊，陸續採行多項穩定物價措施，包括平穩油電價格，以及調降關稅、貨物稅與營業稅等，減緩國內物價上漲壓力，有助維持國人實質購買力。

此外，依據世界銀行 2021 年 ICP 估算結果，台灣家庭消費之物價水準，明顯低於 G7 國家，以及南韓、新加坡與香港；另依 IMF 估算，2025 年台灣名目人均 GDP 為 37,827 美元，惟以購買力平價(PPP)計算之人均 GDP 則達 85,127 美元，高於香港(78,919 美元)、加拿大(65,500 美元)、南韓(65,080 美元)、英國(63,739 美元)及日本(54,815 美元)等經濟體。前述數據均顯示，台灣受惠於物價低而穩定的環境，經濟穩健成長，使整體實質購買力持續提升，並無該文所稱購買力受損之情形。

另該文以單位產出勞動成本下降解釋台灣勞動份額減少，並不妥適；台灣單位勞

動成本下降是反映產業別之消長，與電子資通訊(ICT)產業之生產力大幅成長；至於台灣勞動份額減少，主因台灣在全球化、技術進步、金融化及國內製造業朝向高資本密集產業發展所致，與新台幣匯率無關。

7. 國內壽險業與央行 SWAP 議題

台灣壽險業資產負債幣別錯配，主要係因其資金來源以新台幣長期保險負債為主，但限於政府為維持良好的財政紀律，發債規模較小，在國內長天期投資工具不足環境下，業者為匹配資產負債期限及緩解利差損而轉投資海外，並非央行刻意引導。至於換匯交易為央行貨幣政策工具之一，央行透過參與銀行間換匯市場，充分提供外幣流動性，可降低國內外幣資金成本，並有助於國內產業發展。因此壽險業資產負債幣別錯配、國外投資規模擴張，與央行提供外匯 SWAP 無關。此外，現行壽險業已採行多項策略以管理匯率風險，加上金管會持續推動強化壽險業體質改革措施，應可提升業者因應金融衝擊之韌性，避免引發金融危機。

8. 央行盈餘繳庫議題

盈餘繳庫並非央行之法定經營目標，亦非央行績效評估之重要指標。根據「中央銀行法」規定，央行持有之外幣資產因新台幣匯率變動而發生之利得或損失，不得列為當年度損益，因此央行不須也不會為增加盈餘繳庫數而壓低新台幣匯率。

綜上，金融自由化以後，匯率已非單獨由經常帳決定，央行干預外匯市場也非台灣產業政策之一環，再加上美國財政部透過半年度匯率報告，密切關注主要貿易對手國匯率政策，台灣更無可能操縱匯率。央行匯率政策向來維持新台幣匯率的動態穩定，以促進金融穩定，進而協助台灣經濟持續成長。我們期盼透過這些釐清，能讓外界對台灣經濟結構的現況及韌性，有更完整的瞭解。

經濟研究處研究員

外匯局一等專員

許碧純

陳嘉添