

三、本行匯率政策相關議題之說明

Q1：本行為何採行管理浮動匯率制度？

A：

在我國資本移動近乎完全自由化下，考量台灣貿易依存度高，匯率波動不宜過大，同時為保有若干程度的貨幣政策自主性，以因應國內外經濟金融衝擊，本行遂採行管理浮動匯率制度，維持新台幣匯率動態穩定。

1. 1980 年代以來，金融自由化浪潮促使各國逐步取消資本管制措施，惟各國對匯率制度的挑選並非就侷限於自由浮動或固定匯率的二擇一選項；實際上，**各國會依據其經濟金融情勢選擇最合適的匯率制度，小型開放經濟體則較適合管理浮動匯率制度。**
2. 外匯市場並非如一般商品市場有較明確的生產成本可作為均衡價格之參考，各界往往以自身觀點提出不同的合理匯價；加以匯市常有羊群效應，造成匯價過度反應，因此**匯價不像一般商品價格可完全交由市場決定¹**。
 - (1) 當代各國貨幣多屬**法定貨幣**(fiat currencies)，其價格未明定與某種商品(如黃金)維持一定的兌換關係，以致貨幣本身幾乎**不具內含價值**(intrinsic value)，而是完全依賴貨幣發行國之信用。
 - (2) 因不具內含價值，法定貨幣間的合理兌換比率不易衡量，使得貨幣的**均衡匯率並不明確**(indeterminacy of equilibrium exchange rates)，而實證研究對均衡匯率的**估計值也常難以得到一致的結論**。
 - (3) 外匯市場易受特定訊息影響，常出現對匯率預期改變的**羊群效應**(herding behavior)，以致市場參與者集體在匯市迅速從外匯買方轉換為賣方(或賣方轉換為買方)，造成**匯率過度反應，背離經濟基本面**(下頁圖 1)。

¹ 參見 Kareken, John and Neil Wallace (1981), "On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.96, No.2；Wallace, Neil (1990), "Why Markets in Foreign Exchange are Different from Other Markets", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Vol.14, No.1；陳博志(2019)，「匯率該由市場決定的主張是假科學」，《台灣經濟研究月刊》，第 42 卷第 1 期，p.10-14；Dornbusch, Rudiger (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Dec.等相關著作。

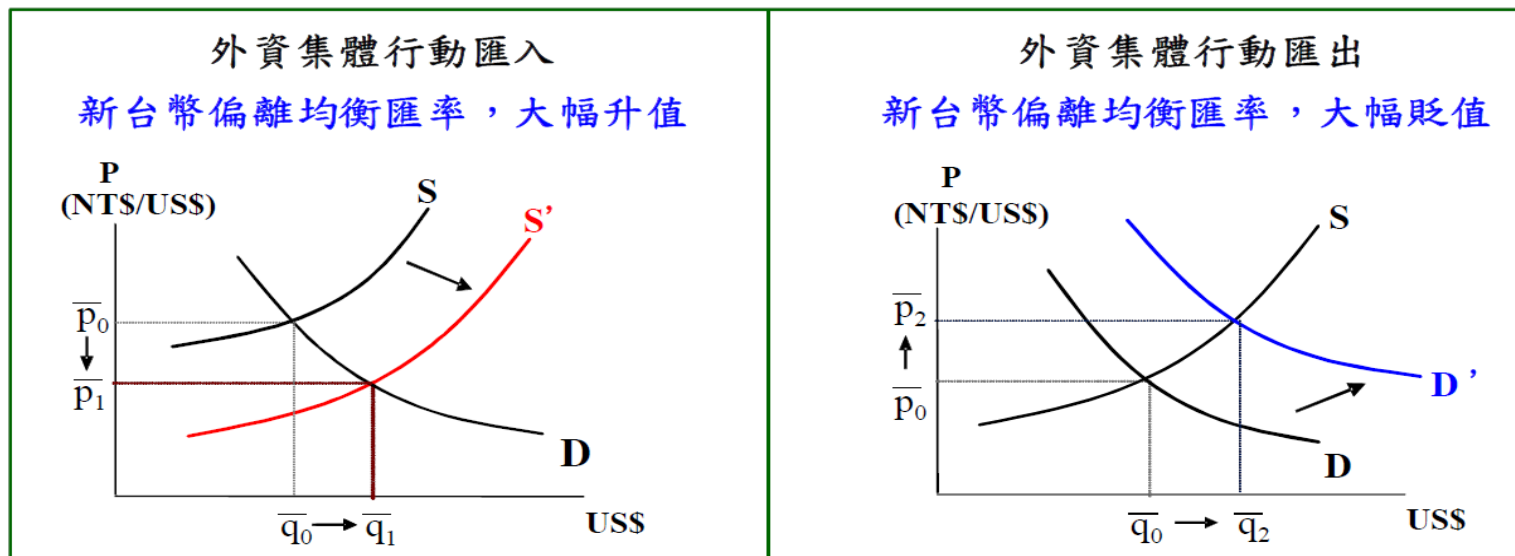
3. 自 1989 年 4 月起，本行採行較具彈性的**管理浮動匯率制度**，為我國保有**若干程度的貨幣政策自主性**；且於**必要時本行採取資本管理與總體審慎政策**，確保台灣的經濟金融穩定，並在此前提下促進經濟成長。

(1) 台灣為小型高度開放經濟體，隨著外匯管制逐步開放，資本移動更加頻繁，以致新台幣匯率變動常受到**國際美元強弱、市場預期心理及外匯買賣投機行為**等非經濟基本面因素影響，使得**外匯供需曲線經常移動**，而產生**匯率過度反應(overshooting)**的現象(圖 1)。

(2) 我國採行管理浮動匯率制度，可避免**固定匯率制度無法適時因應國內外經濟金融變動**的缺點，又不似**自由浮動匯率制度**，經常產生**匯率過度波動而傷害經濟**。

(3) 本行執行匯率政策的法源依據為**中央銀行法第三十四條與管理外匯條例第五條**，條文規定本行得視對外收支情況，調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場；此**符合管理浮動匯率制度的精神**。

圖 1 外匯市場的供需調整*



*以我國外匯市場為例，在某一特定極短期間，當外資集體行動匯入，**外匯供給增加，新台幣升值**(圖 1 左)；反之，當外資集體行動匯出，**外匯需求增加，新台幣貶值**(圖 1 右)。有關外資頻繁、鉅額且集中進出國內匯市之情形詳 Q2 說明。

Q2：金融帳開放後，台灣匯市參與者出現哪些變化？

A：

目前台灣外匯市場主要參與者已從早期的進、出口商轉為跨境資本交易者，且外資扮演影響匯市的主要角色²。

1. 自 1990 年代以來，我國逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，除大幅開放外資進入國內證券市場外，亦放寬本國資金海外投資；另國人出國旅遊與外人來台觀光也日趨便利，近 10 年旅行外匯收支成長近 2 倍³。
2. 觀察我國過去近 30 年外匯收支，與商品貿易相關部分大致保持穩定，但外資與本國資金進出(含國人及國內廠商對外投資理財與外幣資金調度等)之跨境資本交易則明顯成長(相關管理規範鬆綁詳附錄 2)，上(2018)年跨境資本交易幾乎是商品貿易收支金額的 10 倍(下頁圖 2)：
 - (1)1990 年代，我國外匯收支主要與商品貿易相關，惟此期間政府陸續放寬「外國專業投資機構」(QFII)投資國內證券之限制⁴，與外資相關的外匯收支亦隨之增加。
 - (2)2003 年 9 月金管會廢除 QFII 制度，經證交所登記、取得投資國內證券資格之外資(FINIs)，其資金進出已相當自由。此後與外資相關之外匯收支金額大幅上升。
 - (3)近年來，金管會先後鬆綁本國資金流出之規定，國人投資理財亦成為影響新台幣匯市的重要因素之一，如：
 - 2007 年放寬保險業國外投資限額、2014 年鬆綁保險業投資國際債券免計入國外投資限額。
 - 另亦陸續放寬證券商受託買賣外國有價證券及特定金錢信託投資國外有價證券等業務。

² 影響新台幣對美元匯率之外匯市場供需統計，主要來自客戶辦理結購或結售之外匯交易，本題所指之外匯收支金額均為涉及新台幣的結匯交易。

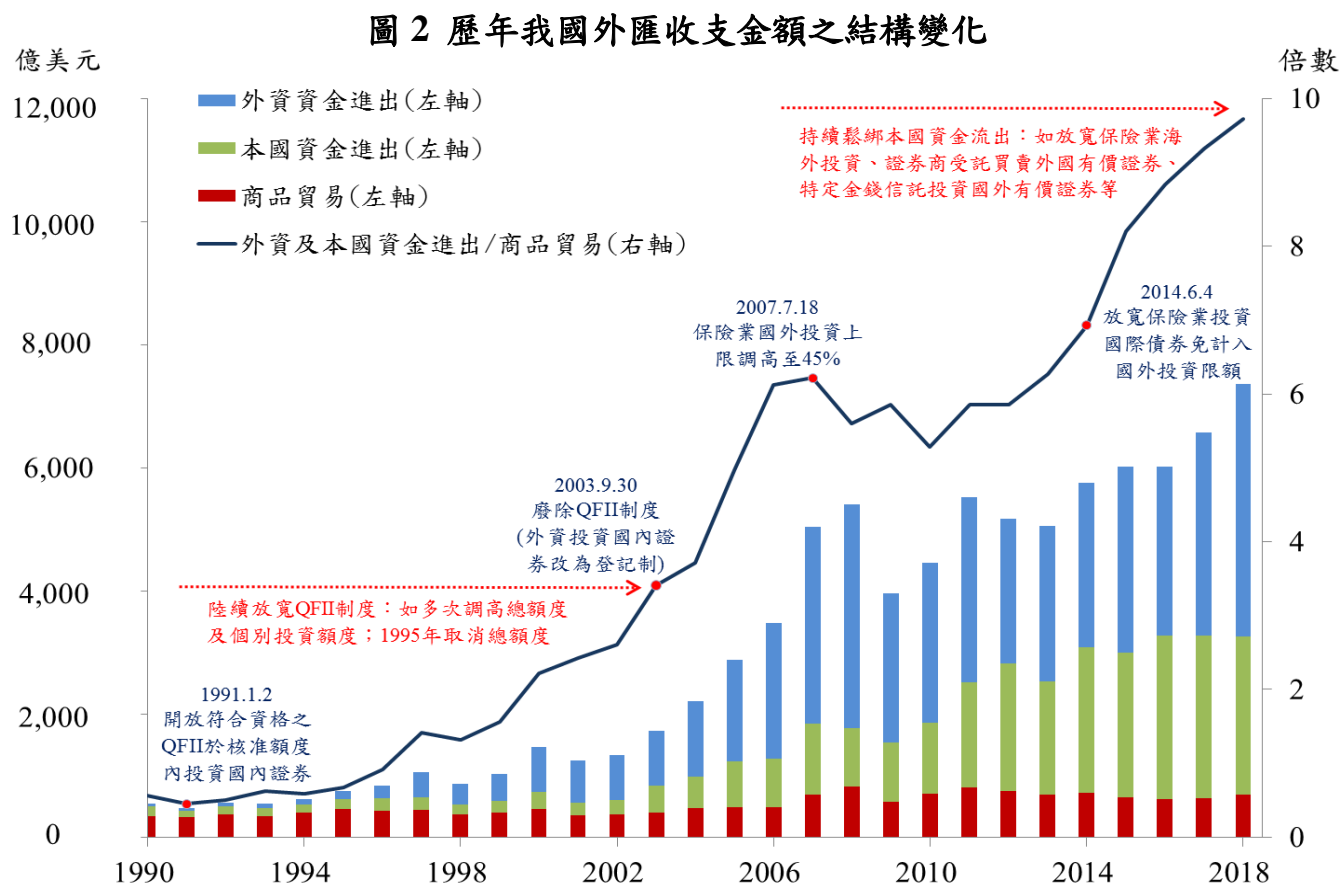
³ 據本行統計，2018 年旅行外匯收支金額合計約等值 200 億美元(該統計與國際收支統計定義不同)。

⁴ 1991 年 1 月，政府開放符合一定資格條件之 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors)，在核准投資額度內投資國內證券。最初總投資額度為 25 億美元，個別機構投資額度僅 0.05~0.5 億美元，之後多次調升額度；總額度限制於 1995 年 2 月取消，至於個別投資額度則陸續調高至 30 億美元，直到 2003 年廢除 QFII 制度。

3. 外資進出國內匯市金額占整體銀行間外匯交易比重高，其進出匯市多頻繁、鉅額且集中，已成為影響我國匯市動向的主要因素。

(1) 自 2017 年初至本(2019)年 5 月底，投資台灣股市的外資共 8 千多戶，其資金進出金額占銀行間外匯交易比重高達 **57.58%**。

(2) 其中資金頻繁進出的前 20 戶，其進出金額占全體外資資金進出總額之 **44.55%**。



資料來源：中央銀行

Q3：開放金融帳對新台幣匯率有何影響？

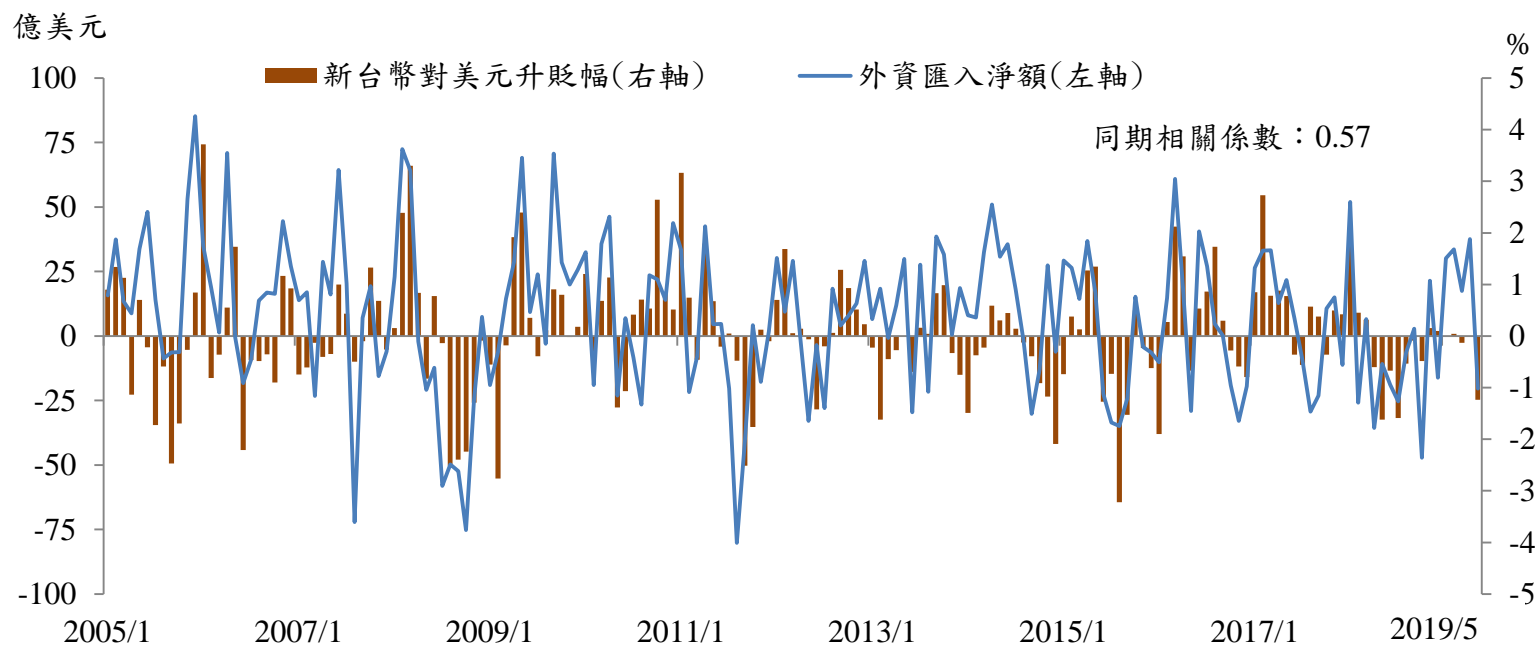
A：

金融帳開放使得短期跨境資本移動成為近年影響新台幣匯率的重要因素，且新台幣匯率常受國際盤走勢牽動。

1. 短期跨境資本移動(特別是外資)常快速、鉅額且集中地進出匯市，致新台幣匯率深受其影響

- 當外資匯入資金並買超台股時，時常造成新台幣升值及台股上漲；當外資賣超台股並匯出資金時，時常造成新台幣貶值及台股下跌。自 2005 年以來，外資匯入淨額與新台幣對美元升值之相關係數為 0.57(圖 3)。

圖 3 外資淨匯入與新台幣對美元匯率升貶幅



資料來源：中央銀行、金管會

2. 近年新台幣匯率常受國際盤走勢的影響，若因而使新台幣匯率長期偏離基本面，恐不利經濟與金融穩定

(1) 台灣、南韓、新加坡經濟情勢不同，但均受到**短期國際資本移動**影響，致其貨幣**對美元匯率亦步亦趨**。如自上年初至本年6月13日，新台幣與美元指數相關係數達**-0.95**，與韓元及星幣連動程度高達**9成以上**。

(2) 美國財政部匯率政策報告指出⁵，2008年全球金融危機後，**台灣的跨境資本移動波動度增加一倍**。

(3) 跨境資金於短期間大量且頻繁地進出，恐使匯率偏離經濟基本面，不利國內經濟與金融穩定，故**本行適時進場調節⁶，以維持外匯市場秩序**。

3. 金融帳自由化後，本行外匯管理採**雙向開放**措施，除對外資改採登記制使其資金進出更為自由外，亦配合金管會放寬本國資金海外投資，此作法有助**減緩資金流出入對匯市之衝擊**，對**穩定新台幣匯率**有相當貢獻。

⁵ Department of the Treasury (2018), "Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States," *Report to Congress*, Apr.

⁶ 據本行本年6月5日新聞稿，本年5月底台灣外匯存底金額為4,644.34億美元，較上月底減少3.94億美元，主要係因**外匯市場波動較大**，**本行為維持市場秩序進場調節**，抵銷外匯存底投資運用收益。

Q4：本行長期採行新台幣貶值的政策嗎？

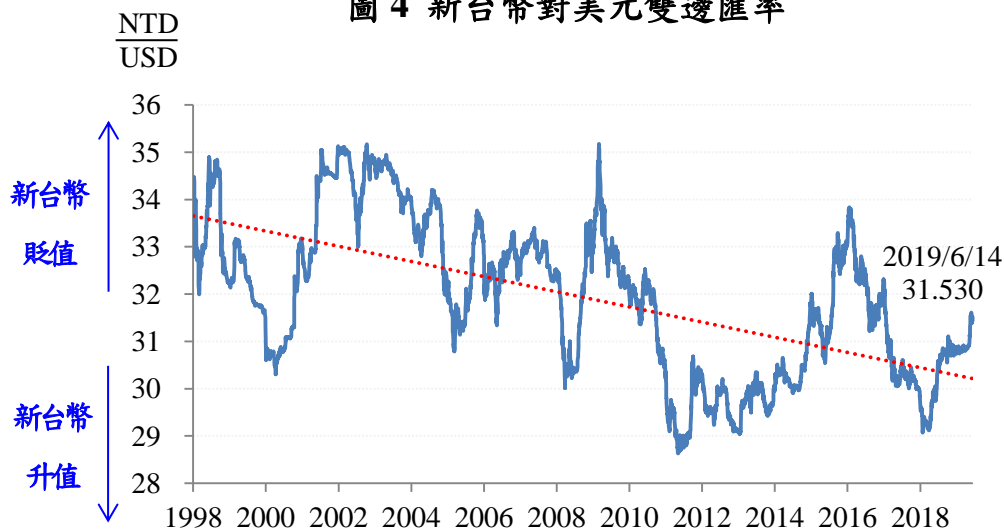
A：

1. 新台幣對美元及新台幣名目有效匯率指數(NEER)長期以來有升有貶，呈雙向波動；2010年起新台幣呈現升值趨勢

(1)自 1998 年以來，新台幣對美元有升有貶，大致在 28 至 35 元之間浮動(圖 4)⁷，呈雙向波動，具有彈性；若觀察 1998 年迄今趨勢(紅色趨勢線)，並沒有所謂的「央行採行新台幣貶值的匯率政策」。

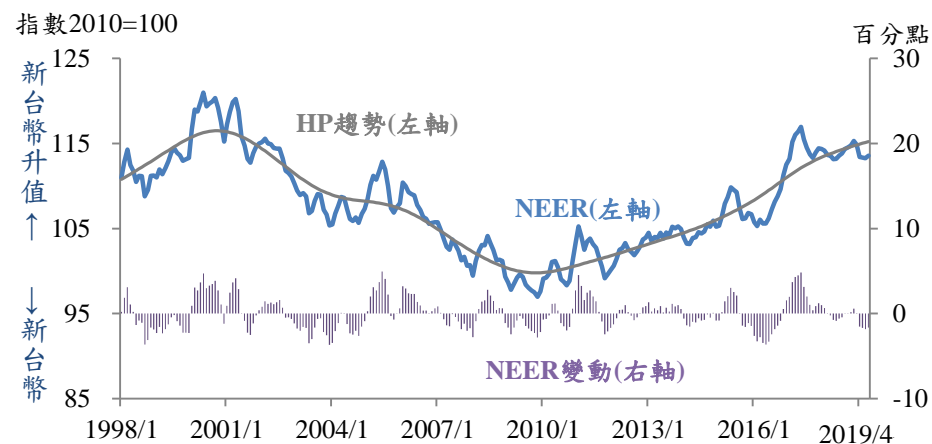
(2)另觀察國際清算銀行(BIS)編製的新台幣 NEER 變化，就短期或長期走勢該指數亦呈雙向波動，且 2010 年起至今，新台幣 NEER 呈現上升趨勢，代表以名目匯率衡量，新台幣對我國主要貿易對手國貨幣升值⁸(圖 5)。

圖 4 新台幣對美元雙邊匯率



資料來源：Bloomberg

圖 5 新台幣名目有效匯率指數及其趨勢



註：長期趨勢(trend)採 HP filter 計算以 HP 趨勢表示，而 NEER 實際值與長期趨勢之差距即為 NEER 變動。

資料來源：BIS Effective exchange rate indices (Broad indices)

⁷ 新台幣對美元較為明顯的貶值期間發生在 2000 至 2001 年中、2008 至 2009 年間以及 2014 至 2016 年間，分別反映美國科技泡沫破裂、全球金融危機以及全球景氣疲弱的衝擊，當時外資撤出亞洲等新興市場，使得新台幣趨貶，並非本行刻意為之。

⁸ 此外，觀察 BIS 編製的新台幣實質有效匯率指數(REER)，自 2010 年迄今，新台幣 REER 亦呈現上升趨勢(即以實質匯率衡量，新台幣對我國主要貿易對手國貨幣升值)，惟其升幅低於 NEER 升幅，主要係反映台灣物價相對於國外物價低且平穩。

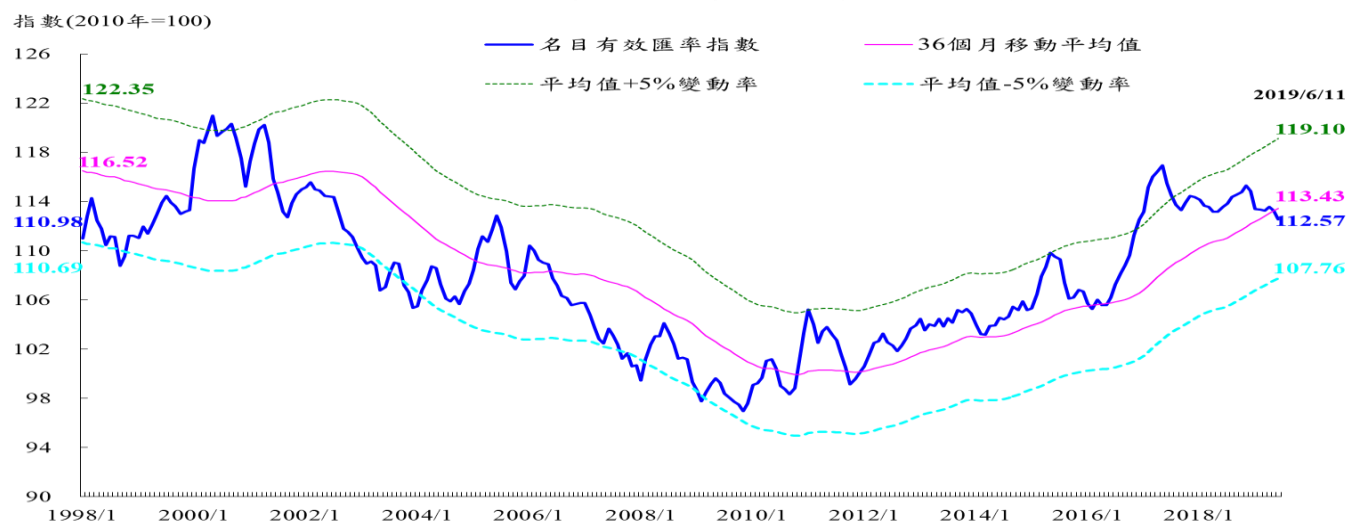
2. 本行雙向調節匯市，旨在減緩匯率過度波動，維持新台幣長期的動態穩定

(1) 本行並未採行新台幣升值或貶值的匯率政策，僅在必要時調節匯市，旨在減緩匯率過度波動，且不會也無法扭轉匯率趨勢。

(2) 自 1998 年以來，新台幣 NEER 大致維持在過去 36 個月移動平均值⁹ 上下 5%¹⁰ 的範圍內(圖 6)，此係本行為評估新台幣匯率動態穩定所觀察之變動範圍，理由如下：

- 新台幣 NEER 的 36 個月移動平均，可去除循環性、季節性與不規則性等干擾因素，以反映經濟基本面，客觀地呈現新台幣匯率走勢的趨勢性。

圖 6 新台幣名目有效匯率維持動態穩定



資料來源：BIS Effective exchange rate indices (Broad indices)

⁹ 根據國發會資料，從 1954 年 11 月至 2016 年 2 月台灣共有 14 次景氣循環，一次景氣循環平均約為 53 個月；惟前 8 次景氣循環期間變化比較大，介於 22 至 112 個月，且近年台灣產業結構改變，台灣從 1996 年 3 月以後每一景氣循環期間較穩定，介於 33 至 49 個月，平均約為 3 年(約當 36 個月)。

¹⁰ 假設新台幣 NEER 變動呈常態分布(normal distribution)，5% 區間約當 1.50 倍標準差，前述移動平均上下 5% 區間值約可涵蓋新台幣 NEER 的 86.64% 變動情形。另依據歷史經驗，將區間值設定為上下 5%，可提供當前新台幣 NEER 合適的彈性空間，並避免區間值設定過大或過小而無法反映新台幣匯率長期趨勢的情況。

Q5：動態穩定的匯率政策對台灣經濟有何幫助？

A：

新台幣匯率動態穩定有利市場參與者從事交易，進而優化國內經濟資源配置，同時可促進我國金融穩定及維護新台幣幣值穩定，並協助國內經濟發展，符合本行經營目標。

1. 研究報告指出¹¹，央行維持**外匯市場有序運作**，為市場參與者營造公平合理的環境，可促進匯市發揮應有的**價格發現功能**，此有助**經濟資源獲得最適配置**，對大眾而言，亦能**維持本國貨幣的對外購買力**，有利全民福祉。

(1) 根據本行的企業訪談，我國**進出口企業**(如石化業、機械業、面板業、半導體業)多表示，新台幣匯率穩定有助其**對外報價及經營**。

(2) 另匯率穩定有利**民眾從事跨國理財與旅遊**，以及**國外長期投資者深耕台灣市場**。

2. **匯率是影響一國經濟活動之重要管道**，匯率的穩定對小型開放經濟體至關重要¹²。長期以來，**新台幣匯率相對其他主要貨幣穩定**(下頁圖 7)。

(1) 研究顯示¹³，新台幣匯率具有**反通膨及反景氣循環特性**，代表**國內物價上漲時**，新台幣呈**升值**走勢；**景氣衰退時**，新台幣則呈**貶值**走勢。此特性**有助避免國內物價出現高通膨或通縮**的現象，及**台灣經濟產生過熱或過冷**的情形。

¹¹ 參見 Stiglitz, Joseph(2013), “Joseph Stiglitz: Government Intervention Is Desirable,” *Global Capital*, Oct. 11 ; IMF (2016), “Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View,” *IMF Policy Paper*, Dec. ; IMF (2017), “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows—The Role of Macroprudential Policies—Case Studies,” *IMF Policy Paper*, Sep. ; Blanchard, Oliver et al. (2014), “Challenges Ahead: Managing Spillovers,” *IMFdirect*, Nov. 26 等相關研究。

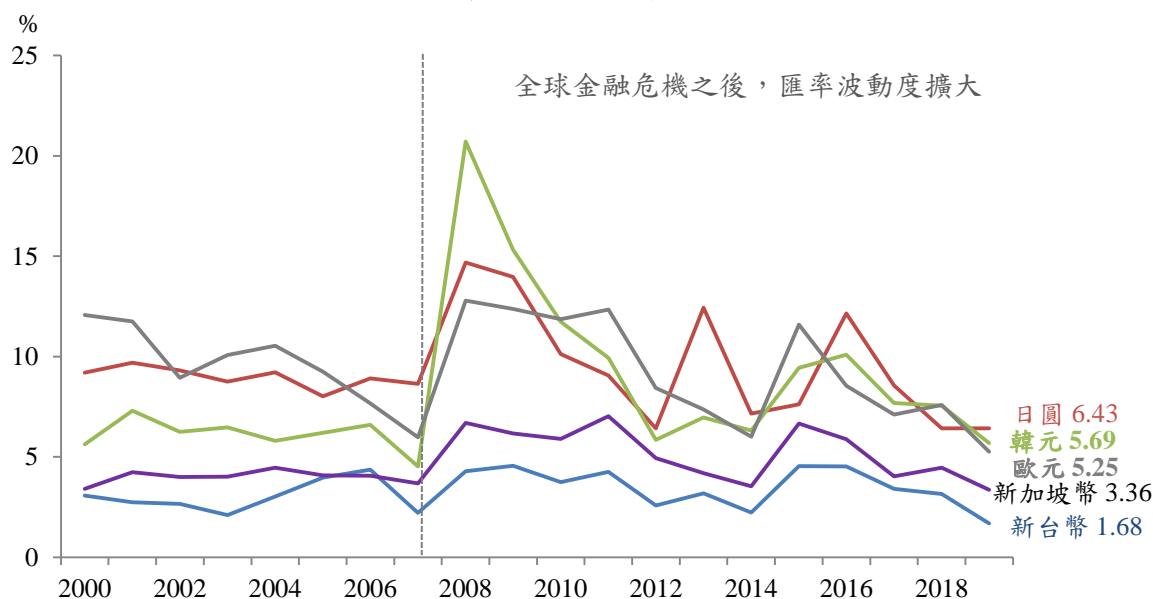
¹² 參見 Borio, Claudio (2011), “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?” *BIS Working Paper No. 353*, Sep. ; Jeffery, Christopher (2018), “Switzerland’s Jordan on Extraordinary Monetary Policy and Sovereign Money,” *Central Banking*, Jul. 31. ; Farhi, Emmanuel and Iván Werning (2014), “Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows,” *IMF Economic Review*, Nov. .

¹³ 參見林依伶、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。本文引用該研究, 惟已更新樣本期間為 1994 年第 1 季至 2018 年第 4 季。相關匯率反應函數比較詳附錄 3。

(2) 實證研究指出¹⁴，本行維持匯率穩定，可**提振民間投資**，並**增進台灣經濟成長**。

(3) 不論是國際信評公司或主要國際機構皆曾表示¹⁵，本行的外匯管理有助**舒緩台灣所面對的金融衝擊**，並**防範金融危機發生**。

圖 7 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。

2.波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

3.2019 年平均波動度係該年 1/2 至 6/13 日資料平均。

資料來源：中央銀行

¹⁴ 林馨怡、陳彥凱(2018)，「影響台灣投資因素之探討—兼論貨幣政策的角色」，《中央銀行季刊》，第 40 卷第 4 期，p.19-50，樣本期間為 1982 至 2016 年。

¹⁵ 參見 S&P Global (2017), “Research Update: Ratings on Taiwan Affirmed at AA-/A-1+ and cnAAA/cnA-1+; Outlook Stable,” *RatingsDirect*, Apr. 21; Moody’s Investors Service (2015), “Credit Analysis: Taiwan,” *Moody’s Global Credit Research*, July 10; UNDP (2009), “The Global Financial Crisis and the Asia-Pacific Region”, Nov; Bertelsmann Stiftung (2018), *BTI 2018 Country Report: Taiwan* 等相關報告。

Q6：匯率穩定在金融危機時扮演何種角色？

A：

金融危機常伴隨資本鉅額且快速逃離，並導致金融危機加劇。匯率穩定係防止金融危機的重要工具，例如，本行於1998年亞洲金融風暴阻貶新台幣，並於2008年全球金融危機阻升新台幣，協助台灣度過當時經濟金融動盪。

1. 1998年亞洲金融風暴期間本行強力阻貶新台幣，使台灣股、匯市跌幅相對輕微，且台灣經濟表現優於其他亞洲國家

(1) 1997年泰銖受到外國投機者放空而大貶¹⁶，連帶亞幣陸續重挫，亞洲主要國家股市重挫逾6成，經濟大幅衰退(表1)；同期間，新台幣相對穩定，台灣股市跌幅較小，經濟則為正成長4.2%，表現相對平穩。

(2) 1998年5月本行為遏阻投機資金炒作，決議停止DBU(指定辦理外匯業務銀行)辦理顧客間新台幣NDF(無本金交割遠匯)業務，並搭配本行進場阻貶新台幣，有助新台幣匯率穩定及國內經濟活動正常運作¹⁷(圖8，有關國際間肯定我國資本管理措施詳附錄4)。

表1 亞洲金融風暴期間亞股、匯市最大跌幅及1998年經濟成長率

	臺灣	南韓	泰國	印尼	馬來西亞	菲律賓
該國貨幣對美元匯率 最大貶幅(%) [*]	20.3	54.7	54.1	85.4	45.9	41.5
股市最大跌幅(%) ^{**}	30.8	62.4	60.7	64.6	75.6	61.5
1998年實質GDP成長率(%)	4.2	-5.5	-7.6	-13.1	-7.4	-0.5

^{*}以亞洲金融風暴前夕(1997/6/30)為基準，各貨幣對美元匯率最低點日期：新台幣1998/6/10、韓元1997/12/23、泰銖1998/1/12、印尼盾1998/6/17、馬幣1998/1/8、菲律賓披索1998/1/7。

^{**}計算亞洲金融風暴期間各國股市最低點與金融風暴前夕(1997/6/30)之變動。各國股市最低點日期：臺灣1998/9/3、南韓1998/6/16、泰國1998/9/4、印尼1998/9/21、馬來西亞1998/9/1、菲律賓1998/9/11。

資料來源：中央銀行、Bloomberg、IHS Global Insight

圖8 新台幣對美元匯率走勢(1997年至1999年)



資料來源：Bloomberg

¹⁶ 1997年7月2日泰國央行因宣布放棄釘住美元的匯率制度，改採「管理浮動匯率制度」盤中致泰銖曾一度貶值20%，收盤由6月30日1美元兌換25.895泰銖貶至27.50泰銖，約貶值6%。

¹⁷ 1998年台灣出、進口年增率分別為-9.8%及-8.5%，經濟成長率為4.2%(南韓為-5.5%)。

2. 2008 年全球金融危機本行阻升新台幣匯率並實施總體審慎措施，亦有利台灣度過金融危機

- (1) **2008 年台灣國際收支順差** 263 億美元(下頁表 2)，**新台幣面臨升值壓力**；惟當年 9 月起台灣因國外需求明顯萎縮，出口轉為負成長，**下半年經濟成長率亦轉為負值**¹⁸，**新台幣匯率無法反映經濟基本面**，本行遂調整外匯市場供需，**阻升新台幣**，致外匯存底增加 214 億美元。
- (2) **另本行亦採行多項總體審慎措施(macro-prudential measures)**¹⁹，以減緩資金之流入。

3. 南韓在亞洲金融風暴及全球金融危機均曾陷入金融動盪及韓元貶值，惟因分別獲得 IMF 及 Fed 援助，致金融危機未擴大

- (1) **亞洲金融風暴：1994 至 1997 年南韓經常帳轉為逆差**，惟**外資持續流入**。**亞洲金融風暴爆發後**，外資反轉流出，**韓元大貶**(下頁圖 9)，隨後**因獲得 IMF 援助而度過難關**；1998 年出、進口分別**萎縮 2.8% 及 35.5%**，**經濟成長率為負 5.5%**。
- (2) **全球金融危機：2008 年外資大量自南韓撤出**，**韓元遽貶**(下頁圖 9)，**加重外債償還負擔**，國際收支逆差達 564 億美元(下頁表 2)，**外匯存底劇減 613 億美元**；惟當時因**南韓央行與美國 Fed 簽訂 300 億美元換匯額度(swap line)**，支援該國**美元流動性**，加以南韓採行多項**總體審慎措施**²⁰，方使其經濟金融體系穩定下來，但該國 2009 年出、進口分別萎縮 13.9% 及 25.8%，經濟成長率降至 0.7%。

¹⁸ 2008 年第 3、4 季台灣經濟成長率分別為-1.32%及-7.65%。

¹⁹ 此處總體審慎措施係指：(1)**企業遠匯交易採行「實需原則」管理**，即廠商必須提出實際交易文件，才可以進行遠匯交易；(2)2009 年 11 月起**外國人證券投資資金匯入不得在金融機構存新台幣定期存款**；(3)2010 年 8 月**外資從事借券保證金須以美元支付**；(4)2010 年 11 月起**外資投資公債金額併入投資貨幣市場工具，不得超過其淨匯入資金的 30%**；(5)2010 年 12 月起**新台幣 NDF 與匯率選擇權之合計部位限額**，由原訂不得逾總部位 1/3，**降至不得逾總部位 1/5**；(6)2011 年 1 月起提高**外資證券投資活期存款準備率，由 9.775% 提高至 25% 或 90%**：如活期存款餘額超過 2010 年底的餘額，則適用 90% 的存款準備率；如低於 2010 年底餘額則適用 25% 的存款準備率(參見黃富櫻(2012)，「總體審慎政策與實務：近年的台灣經驗」，《國際金融參考資料》，第 64 輯)。

²⁰ 相關措施：(1)**限制出口商承作衍生性商品**：2009 年 11 月南韓限制出口商與銀行承做遠匯額度，不得高於其出口收入的 125%，自 2010 年 6 月中旬起，再降至 100%；(2)**調降銀行外匯衍生商品交易部位對資本額比率上限**：2010 年南韓規定外匯衍生商品交易部位對資本額比率上限，本國銀行為 50%，外國銀行在南韓分行為 250%；2011 年 7 月分別調降為 40% 及 200%，2013 年 1 月進一步分別調降至 30% 及 150%；(3)**對銀行非核心外幣負債課徵穩定稅**，以降低行短期外債及資產負債期限錯配風險；稅率介於 2 個基點至 20 個基點間，外幣負債期限愈長，所課徵的稅率愈低(詳 Kim, Choongsoo (2013), "Macroprudential Policies: Korea's Experiences," *Paper presented at the Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference Hosted by the International Monetary Fund*, Apr.)

4. 我國並非IMF會員國，在發生金融危機時，無法獲得其奧援，故更加凸顯本行維持新台幣匯率穩定的重要性。

圖 9 新台幣及韓元名目有效匯率指數(NEER)



資料來源：BIS

表 2 2008 年台灣與南韓國際收支及外匯存底變動數

單位：億美元

	台灣	南韓
經常帳順差	248	18
金融帳淨流出	-16	-500
國際收支綜合餘額*	263	-564
外匯存底變動數**	214	-613

*台灣為順差，南韓為逆差

**台灣為增加，南韓為減少

資料來源：中央銀行、南韓央行。

Q7：新台幣升值政策可以用來促進產業升級嗎？

A：

新台幣匯率由市場供需決定，本行不會也無法扭轉匯率趨勢；企業研發是經營策略的選擇，增加資本累積及提高貿易開放度有助生產力提升。

1. 如前所述，新台幣匯率由市場供需決定，呈現有升有貶的雙向波動，本行不會也無法扭轉新台幣匯率趨勢，亦不宜針對特定產業或廠商調節匯市。
2. 研發是企業經營策略的選擇
 - (1) 企業**研發是經營策略的選擇**，其影響因素眾多，如對產業發展趨勢的預期、研發人員的能力、投入與產出的價格變動因素等。
 - (2) **大企業較有能力進行研發以提升產品競爭力**，而**中小企業則需要政府產業政策的協助**。
3. 本行的實證研究²¹顯示：貨幣升值對提升生產力無明顯效果
 - (1) 生產力提升可顯著使新台幣實質有效匯率(REER)升值；
 - (2) 新台幣升值對生產力無明顯影響，新台幣實質有效匯率**升值無助於生產力提升**；
 - (3) **資本累積增加及貿易開放度提高則有助生產力提升**(詳附錄 5)。

²¹ 吳俊毅、林依伶(2018)，「生產力與新台幣匯率關係之探討」，《中央銀行季刊》，第 40 卷第 2 期，p.33-70，樣本期間為 1986 至 2016 年。

Q8：本行會為了達成盈餘目標而採行新台幣貶值政策嗎？

A：

1. 如前述，新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，本行維持外匯市場秩序旨在減輕匯率波動幅度，不會也沒有能力扭轉新台幣匯率趨勢。
2. 本行職責為維護對內及對外幣值之穩定，且評價損益不得列為當年度損益，不會為了盈餘繳庫，影響政策操作。
 - (1) 本行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；而損益表的盈虧並非上述經營目標。
 - (2) 根據中央銀行法第 43 條規定，本行持有之外匯存底因匯率變動而發生之利得或損失，均不得列為當年度損益，另外：
 - 本行因應匯率變動風險，每年提列兌換損失準備，作為抵沖外匯存底因匯率變動所發生的損失。
 - 本行黃金價值以成本列帳，目前的評價利益可作為因應兌換損失之準備。
 - 本行歷年所提列的法定公積及資本亦可作為兌換損失的緩衝。
3. 本行繳庫盈餘主要來自外匯資產投資運用收益(包括孳息及交易利得)。
4. 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 Fed(表 3)。

表 3 近 3 年美國 Fed 及本行繳庫數

單位：億美元

年度	2016	2017	2018
美國	915	806	654
台灣 (新台幣億元)	55.7 (1,800)	59.2 (1,801)	59.8 (1,802)

註：本行盈餘繳庫數以新台幣金額按各年平均匯率折算。

資料來源：本行及美國 Fed

Q9：本行採行寬鬆貨幣政策，是為了提高繳庫盈餘嗎？

A：

1. 本行職責為維持物價與金融穩定，不會為了盈餘繳庫，影響貨幣政策操作。國內利率政策係由本行理事會綜合考量國內經濟金融情勢而定。

(1) 本行政策利率的擬定，係由本行理事會綜合考量國內物價情勢與展望、產出缺口及國內外經濟金融情勢變化，參考多項數據(data-dependent)後決定。

(2) 例如本年第 1 季本行政策利率維持不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，以協助整體經濟金融穩健發展，主要考量²²：

— 預期本年經濟成長率(2.13%)、通膨率(0.91%)均低於上年(分別為 2.63%及 1.35%)。

— 國際經濟金融前景不確定性升高，國內經濟成長將趨緩，國內產出缺口為負值(-0.55%)，較上年(-0.36%)略擴大。

— 與主要國家比較，國內名目及實質利率水準尚稱適中。

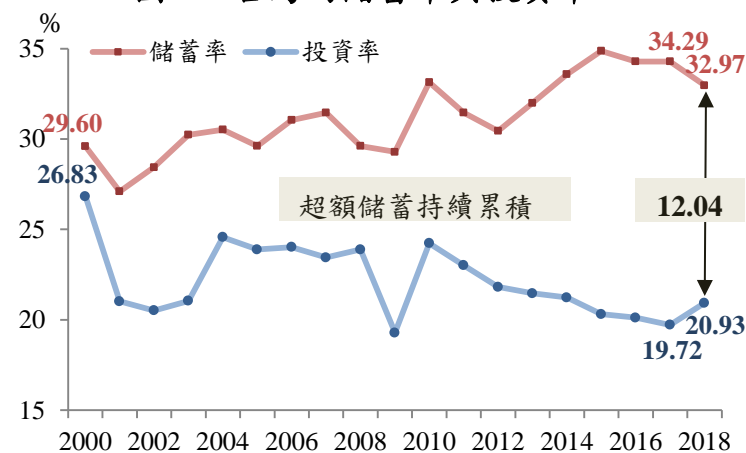
2. 台灣名目利率較低，主要反映：

(1) 超額儲蓄龐大、資金供給充裕，例如 2018 年台灣超額儲蓄達新台幣 2.2 兆元，超額儲蓄率為 12.04%(圖 10)。

(2) 當前通膨壓力及通膨預期較低。

(3) 先進經濟體因需求不振而實施超寬鬆貨幣政策，外溢至新興市場經濟體。

圖 10 台灣的儲蓄率與投資率



資料來源：主計總處

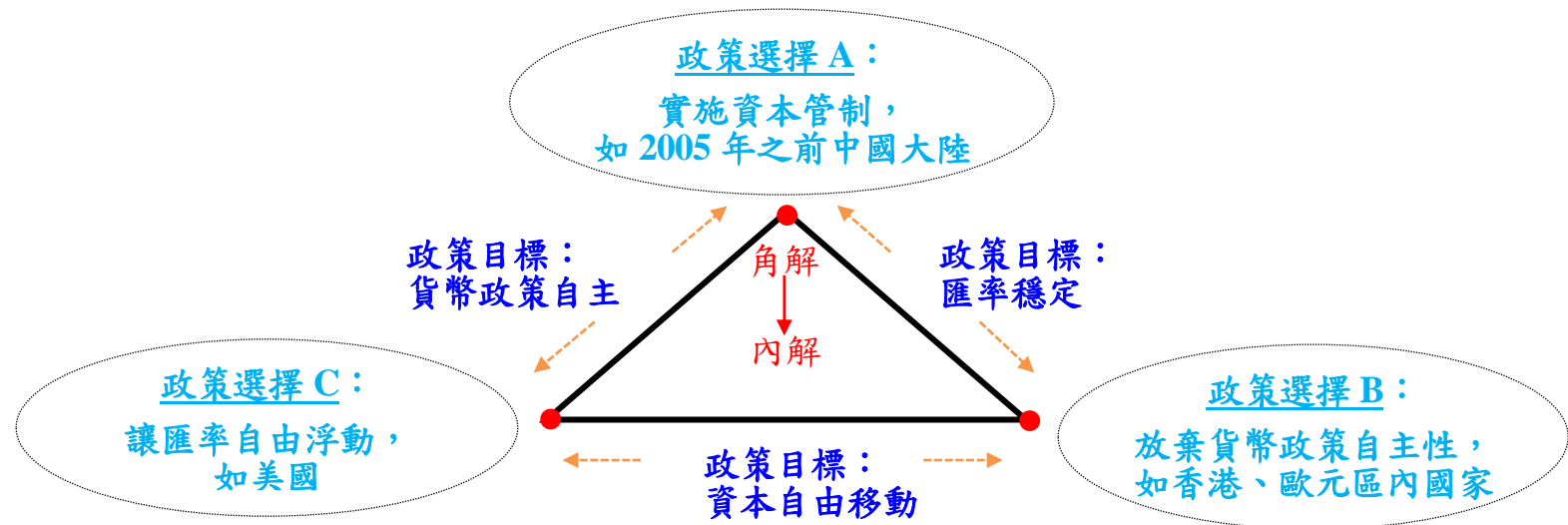
²² 本段有關台灣經濟成長率、通膨率及產出缺口等資料均係 2019 年 3 月本行預估值。詳 2019 年 3 月「中央銀行理監事會聯席會議會後記者會簡報」。

附錄 1 匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性等政策目標之抉擇

1. 傳統國際經濟學的「**不可能的三位一體**」(Impossible Trinity)指出，匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性²³等政策目標不可能同時達成，只能**三者擇其二**，例如(附圖 1)：

- (1) 政策選擇 A：若想達成匯率穩定與貨幣政策自主性，必須實施資本管制，如 **2005 年之前中國大陸**。
- (2) 政策選擇 B：若想達成匯率穩定與資本自由移動，會失去貨幣政策自主性，如**香港、歐元區內國家(持有相同貨幣歐元)**。
- (3) 政策選擇 C：若想達成貨幣政策自主性與資本自由移動，必須讓匯率自由浮動，如**美國**。

附圖 1 「不可能的三位一體」下之政策目標抉擇



²³ 此處的貨幣政策自主性係指一國能夠採取貨幣政策，以達成國內經濟目標的能力。

2. 「不可能的三位一體」闡述的是一國必須選擇附圖 1 三角形的其中一個頂點(角解, corner solution), 即犧牲一項政策目標, 以達成該國選擇的二項優先政策目標, 然**實務上並非如此**。
- (1) 多篇研究報告²⁴指出, 大部分國家之政策選擇多半落在圖 1 三角形內部(內解, interior solution), 代表**政策目標之達成並非是絕對的有或無, 而是程度上的取捨**(附圖 1 紅色箭號)。
- (2) 目前許多小型開放經濟體及新興市場國家根據**自身的經濟金融情況, 持有足量外匯存底, 採取管理浮動匯率制度, 並實施若干程度的資本管理**, 以達成**部分的貨幣政策自主性**。
3. 1980 年代以來, 金融自由化大力鼓吹資本自由移動, 以致國外衝擊更容易**透過跨國資本移動產生外溢效果**。受此影響, 一國縱然採行自由浮動匯率制度, 仍難以完全保有貨幣政策自主性。此變化使得各國原本面臨的「不可能的三位一體」情境, 轉為「**兩難困境**」(Dilemma), 即必須在**資本自由移動與貨幣政策自主性**間取捨²⁵。
- (1) 實證研究發現, **先進國家貨幣政策的影響力會透過跨國資本移動波及其他國家**, 影響各國貨幣、信用情勢, 使其經濟脫離基本面, 該國不論是採取固定或浮動匯率制度, **貨幣政策自主性皆難以達成**。
- (2) 在前述「兩難困境」下, 國際金融學者 Hélène Rey 主張, 非先進國家應採取**針對性的資本管理、總體審慎政策與限制金融機構的槓桿操作**等措施, 以降低國外衝擊對本國經濟金融的影響。

²⁴ 參見 Aizenman, Joshua, Menzie Chinn, and Hiro Ito (2008), “Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time”, *NBER Working Paper*; Grenville, Stephen (2011), “The Impossible Trinity and Capital Flows in East Asia”, *ADB Working Paper* 等相關著作。

²⁵ Rey (2013) 從其跨國實證發現, 先進國家貨幣政策的影響力會透過跨國資本移動波及其他國家, 造成全球金融循環, 無論是固定或浮動匯率制度, 皆會使得貨幣政策的自主性難以達成, 而形成全球金融循環與貨幣政策自主性之間難以調和的二重奏(irreconcilable duo)。由於全球金融循環會體現在跨國資本移動, 因此也可以說是資本自由移動與貨幣政策自主性之間的兩難困境(參見 Rey, H. (2013), “Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” paper prepared for the 2013 *Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 13, 另可參考 Rey (2019), “The International Monetary and Financial System”, paper prepared for the *Annual Review of Economics*。Rey 其後根據此一議題陸續發表多篇學術文章, 可參閱其網站 <http://www.helenerey.eu/>)。

附錄 2 外資投資國內證券及本國海外投資之重要開放措施

外資投資國內證券		1991 年 1 月	開放符合一定資格條件之「 外國專業投資機構(QFII) 」，於取得主管機關核准後，在 核准投資額度內 投資國內證券。
		1996 年 3 月	開放不具專業資格之 一般境外法人及自然人(Non-QFII) 直接投資國內證券。其最高投資金額分別為境外法人 5,000 萬美元 及境外自然人 500 萬美元 。
		2003 年 9 月	金管會 取消 QFII 許可制度，改為登記制 。 外國機構投資人(FINI) 及 外國自然人(FIDI) 僅須於初次投資前向證交所登記，即可向券商開戶並匯出入資金。
本國	保險業海外投資	2007 年 7 月	金管會第 3 次 ²⁶ 放寬保險業國外投資上限 ，由 35% 提高至 45% ²⁷ 。
		2014 年 6 月	金管會鬆綁保險業投資國內證券市場上市櫃買賣之 外幣計價債券憑證(含國際債券) 金額， 不計入國外投資限額 45%上限 。
海外投資	券商受託買賣外國證券	2010 年 9 月	開放 香港紅籌股 交易，投資人可由國內券商 複委託方式 投資由陸資直接或間接持有股權 30% 以上公司所發行之有價證券， 無須至香港或他國開戶 。
		2016 年 1 月	開放非專業投資人買賣外國有價證券之 範圍(包括不具槓桿或放空型之黃金 ETF) ；開放證券商受託買賣外國證券交易所掛牌交易之 ETN(Exchange Traded Note) 。

資料來源：金管會；中央銀行整理

²⁶ 1992 年金管會放寬保險業國外投資上限，由初始的**5%**上限提高至**20%**；並於 2003 年第 2 次放寬保險業國外投資上限，由 20%提高至**35%**。

²⁷ 依「**保險法**」**第 146 條之 4**，保險業資金辦理**國外投資總額**，由主管機關視各保險業之經營情況核定之，**最高不得超過各該保險業資金 45%**(此為**現行規定**)。

附錄 3 匯率反應函數比較

附表 1 主要亞洲貨幣匯率反應函數

幣別	物價	經濟景氣
新台幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率貶值(O)
新加坡幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率貶值(O)
韓元	物價上漲，匯率貶值(X)	景氣衰退，匯率升值(X)
人民幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率升值(X)
日圓	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率升值(X)

註：表列(O)表示有助物價、經濟穩定；(X)表示無助物價、經濟穩定。樣本期間：1994Q1~2018Q4。

資料來源：中央銀行

附錄 4 國際間肯定本行資本管理措施

1. 波士頓大學教授 Kevin Gallagher(2011)：以 2009 年~2011 年初就開始採行**資本管理措施**的新興國家而言，初步分析顯示，巴西與**台灣的實施成效較好**²⁸。
2. 哈佛大學教授 Dani Rodrik(2010)：台灣管理資本移動的相關措施發揮作用，係因台灣有關當局具備高度的行政管理能力²⁹。
3. 日本野村綜合研究所(Nomura)首席經濟學家**辜朝明**於 2013 年指出³⁰，台灣央行**緊釘資本流入，且於必要時限制資本流入**，使台灣得以自 1997 年亞洲通貨危機中幾近全身而退。此對今日新興經濟體的啟示是，主管當局需要有限制資本流入的勇氣。
4. **德國貝特曼基金會**(Bertelsmann Stiftung)於 2016 年 2 月指出³¹，**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。

²⁸ Kevin, Gallagher (2011), "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis," *PERI Working Paper No. 250*, Feb. ◦

²⁹ Rodrik, Dani (2010), "The End of an Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11 ◦

³⁰ Weisenthal, Joe (2013), "Richard Koo: Emerging Markets Are in for a 'Tumultuous New Era'," *Business Insider*, Aug. 27 ◦ .

³¹ Bertelsmann Stiftung (2016), *BTI 2016 — Taiwan Country Report*, Feb. ◦

附錄 5 台灣的實證研究「生產力與新台幣匯率關係之探討」

吳俊毅、林依伶(2018)³²以實證方法分析新台幣實質有效匯率(REER)與生產力之關係，其結果顯示：**新台幣升值對生產力無明顯影響**；資本累積與貿易開放度對生產力有明顯正向影響。

- (1) 在**升值期間**，新台幣 REER 升值幅度擴大對生產力成長**無明顯影響**；
- (2) 資本**累積增加**(有形資產及無形資產投資)，有助生產力提升；
- (3) **貿易開放度提高**對**生產力**亦有正向且顯著影響。

附表 2 生產力與匯率等各項變數之實證結果

解釋變數 \ 被解釋變數	總要素生產力 (Total Factor Productivity, TFP)*	勞動生產力
有形資產的投資	不顯著	正向且顯著*
無形資產的投資	正向且顯著*	不顯著
貿易開放度變動	正向且顯著**	正向且顯著**
在升值期間，匯率變動的影響	不顯著	不顯著
在貶值期間，匯率變動的影響	負向且顯著*	負向且顯著*

註※：總要素生產力係指扣除勞動與資本投入外，透過技術進步提升生產效率的指標。

註 1：採一般動差估計法進行估計，「*」為顯著水準 10% 下顯著，「**」代表 5% 以下顯著。

註 2：有形資產係指**機器設備等投資**，無形資產則為**研發支出等智慧財產**，貿易開放度為輸出及輸入合計占 GDP 比重。

註 3：估計式亦包含人力品質等變數(以大學以上就業人數占比來衡量)，惟其結果並不顯著，此處略。

註 4：本實證研究僅考慮上述變數，未列入其他可能影響生產力之因素，如外人直接投資及公共基礎建設等變數。

資料來源：吳俊毅、林依伶(2018)

³² 吳俊毅、林依伶(2018)，「生產力與新台幣匯率關係之探討」，《中央銀行季刊》，第 40 卷第 2 期，p.33-70，樣本期間為 1986 至 2016 年。