

# 行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

## 出席第 4 屆東亞金融與貨幣政策研討會

### 出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 研究員

派赴國家：德國

報告日期：107.8.13

出國時間：107.5.16~107.5.20

## 摘 要

本屆東亞金融與貨幣政策研討會所探討主題為「東亞在貨幣政策上之執行作法」。與會者分別就下列主題進行報告與討論，依序為：「執行貨幣政策之各種面向」、「央行參與金融市場之法律依據」、及「央行進入外匯市場之主要目的」。本報告就與會者對上述主題之發言進行摘譯整理。

最後，本報告探討當前短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊，並以數據佐證我國央行的相關管理措施，有效降低新台幣匯率波動程度，此成果亦為國際機構與信評公司所肯定。本報告亦嘗試解釋央行維持新台幣匯率動態穩定之必要性，以及弱化新台幣匯率非解決我國經濟結構性問題的根本之道。

## 目 次

壹、前言 .....	1
貳、此次研討會重點 .....	3
一、央行在貨幣政策上之執行角色 .....	3
二、非傳統貨幣政策之合適性 .....	5
三、東亞央行之匯率政策 .....	5
參、短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊 .....	7
一、短期資本移動對台灣金融市場之衝擊 .....	7
二、新台幣匯率波動度低於其他主要貨幣 .....	10
三、新台幣匯率維持動態穩定之必要性 .....	10
肆、結語 .....	15

## 壹、前言

職奉派於本(2018)年5月16日至5月20日，赴德國北萊茵邦路易市港出席第4屆東亞金融與貨幣政策研討會。此次研討會主題為「東亞在貨幣政策上之執行作法」(Monetary Policy Execution in East Asia)。與會者分別就以下3項主題進行報告與討論，依序為：「執行貨幣政策之各種面向(dimensions of monetary policy execution)」、「央行參與金融市場之法律依據(central banks in financial markets)」及「央行進入外匯市場之主要目的(central banks in foreign exchange markets)」。

首先，ECB 官員 Patrick Hess 表示，各國央行執行貨幣政策之獨立性多受到其在政府組織中所處之位階而出現差異，並以中國大陸人民銀行為例，說明該行在貨幣政策執行上之特殊性。前韓國央行理事 Woosik Moon 則認為針對採行不同通膨目標值的國家，反映該國央行欲傳遞不同的政策意圖，即實現對稱性或不對稱性的通膨目標。

德國所屬日本研究機構學者 Franz Waldenberger 就瑞士舉辦金融機構對外融資應有十足準備金之公投，表達個人支持的論點。他認為貨幣屬於公共財，應讓央行寡佔發行與創造，不該再任由商業銀行操控貨幣乘數。前 BoJ 理事 Sayuri Shirai 對於 BoJ 持續執行的量質兼備資產購買計畫(QQE)、負利率政策(NIRP)及殖利率曲線控制(YCC)提出質疑；

她表示，日本當前超寬鬆貨幣政策已成效有限。另 BoJ 負責法務官員 Mikari Kashima 說明 BoJ 是引用日本央行法第 43 條，在符合特定條件下，由財務省與首相授權 BoJ 執行 QQE。

英國倫敦大學教授 Ulrich Volz 認為，東亞各國多屬開放型經濟體，區域內貿易與生產網絡緊密連結，同時各國考慮出口競爭力，故不易讓當地貨幣匯率完全交由市場自行決定。筆者則是向與會者說明當前短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊，且藉由金融交易主宰全球匯市成交量現象、頻繁匯出入外資相對我國外匯存底比重屢創新高狀況，解釋中央銀行維持新台幣匯率動態穩定之必要性。

以下章節將先就與會者重要發言進行摘譯。接著筆者整理當前短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊。最後依據上述內容，提出本次出國報告結論。

## 貳、此次研討會重點

本節就第4屆東亞金融與貨幣政策研討會之重要發言進行摘譯，並依序將譯文歸納為央行在貨幣政策上之執行角色、非傳統貨幣政策之合適性與東亞央行之匯率政策等三大類。

### 一、央行在貨幣政策上之執行角色

ECB 官員 Patrick Hess 表示，各國央行執行貨幣政策之獨立性多受到其在政府組織中所處之位階而出現差異。以中國大陸人民銀行為例，其重大決策權歸屬國務院，甚至是中央財經工作小組，故人民銀行多半是扮演技術層面的執行者，配合黨中央的經濟規畫，設計各種政策工具，努力達成短期操作目標，乃至中期中介目標。此外，隨著中國大陸經濟規模擴大，並逐步融入全球經濟體系，人民銀行在貨幣政策執行上，不僅面臨來自國內市場參與者要求提高透明度的壓力外，其他國家亦有類似呼籲，例如2015年中，大陸當地發生股災，且人民幣大幅貶值，IMF即呼籲中國大陸當局應強化對外溝通。

前韓國央行理事 Woosik Moon 認為，採行不同通膨目標值的國家，反映該國央行欲傳遞不同的政策意圖，即實現對稱性或不

對稱性的通膨目標。以美國 2%通膨目標為例，Fed 容許當地短期通膨可在 2%上下波動，惟冀望中長期持穩在 2%；反觀韓國將目標值設定在 3%，即是試圖抑制長期以來民眾所存有之高物價預期心理，故 3%通膨目標應視為韓國央行可容忍的中長期物價年增率上限。至於先前日本央行曾以 1%作為該國通膨目標，則是希望扭轉日本民眾通膨停滯的心理，宣示該行會力圖推升日本中長期通膨，隱含將 1%作為中長期實際通膨的下限。

德國所屬日本研究機構學者 Franz Waldenberger 就瑞士所舉辦金融機構對外融資應有十足準備金之公投，表達個人支持的論點。該學者立論是基於貨幣屬於公共財，應讓央行寡佔發行與創造，不該再任由商業銀行操控貨幣乘數，而過去多次的資產泡沫就是長久以來銀行體系不足額準備所種下的惡因。他痛斥，2008 年全球金融危機造成巴克萊銀行資本適足率過低，然該行管理階層竟可與中東主權財富基金約定，以巴克萊銀行之貸款，對購買該行股權之中東主權基金進行融資。據此，該學者主張應將商業銀行轉變成央行支付體系下的單位，由央行主導分配十足準備予銀行，作為貸款之用，並與其分享央行鑄幣稅，如此便可維持銀行原有的金融中介功能。

## 二、非傳統貨幣政策之合適性

前 BoJ 理事 Sayuri Shirai 對於 BoJ 持續執行的量質兼備資產購買計畫(QQE)、負利率政策(NIRP)及殖利率曲線控制(YCC)提出質疑。她表示，BoJ 過度進行 QQE，已使得該行持有近 5 成流通在外的日本公債，且成為部分上市公司大股東，導致相關市場機制被扭曲，並置 BoJ 於極大的評價風險。另從 YCC 的推出可得知，BoJ 除意識到須有所節制地購買日本公債外，也試圖避免長期利率受到 NIRP 波及而處於負值，不利銀行業等金融機構經營。

關於 BoJ 實施非傳統貨幣政策之適法性問題，BoJ 負責法務官員 Mikari Kashima 說明該行是引用日本央行法第 43 條，有關在特殊情形下，BoJ 為達成該行法定目標，且取得財務省與首相授權，即可為之。至於 ECB 資產購買計畫之適法性，德國法蘭克福大學教授 Helmut Siekmann 指出，事實上歐洲法院並未對德國憲法法院所提出之質疑，作出可令人接受的裁決，故目前 ECB 是在法律模糊地帶中執行資產購買計畫。

## 三、東亞央行之匯率政策

英國倫敦大學教授 Ulrich Volz 認為東亞央行進行外匯干預，



大致基於下列4項理由：(1)「逆風操作」以降低匯率波動度、(2)將失衡的匯率引導回合理水準、(3)累積外匯存底，對抗未來金融危機、(4)防範金融市場突發的外幣流動性欠缺。因為東亞各國多屬開放型經濟體，區域內貿易與生產網絡緊密連結，同時各國考慮出口競爭力，故不易讓當地貨幣匯率完全交由市場自行決定。

新加坡管理大學教授 Hwee Kwan Chow 則說明「逆風操作」對新幣穩定的重要性。在新加坡 BBC(Basket, Band, Crawl)匯率制度下，當政府出現財政盈餘與民眾繳納中央公積金(CPF)時，易造成市場流動性降低，使得新幣面臨升值壓力，此時新加坡金管局(MAS)就需進行「逆風操作」，避免新幣過度升值。

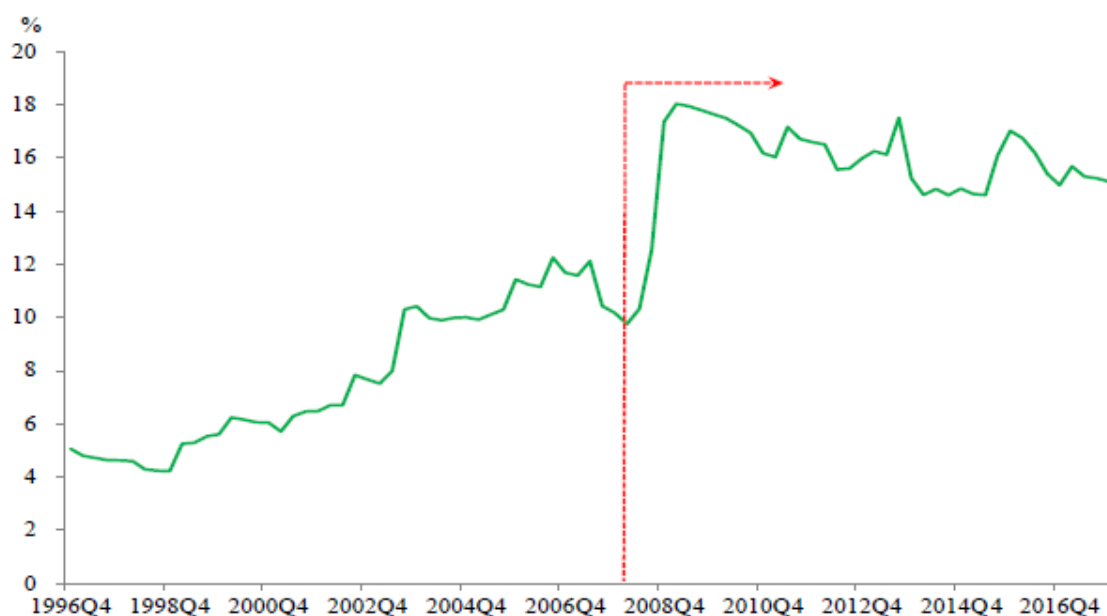
## 參、短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊

本節首先簡介當前短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊，接者以主要貨幣匯率波動度為例，佐證我國匯率管理措施有效降低新台幣匯率波動度，最後解釋中央銀行維持新台幣匯率動態穩定之必要性。

### 一、短期資本移動對台灣金融市場之衝擊

數據顯示，近年我國跨境資本移動之波動度已較 2008 年全球金融危機前水準增加 1 倍；此現象不僅出現在資本流入部分，也發生在資本流出部分(圖 1)。

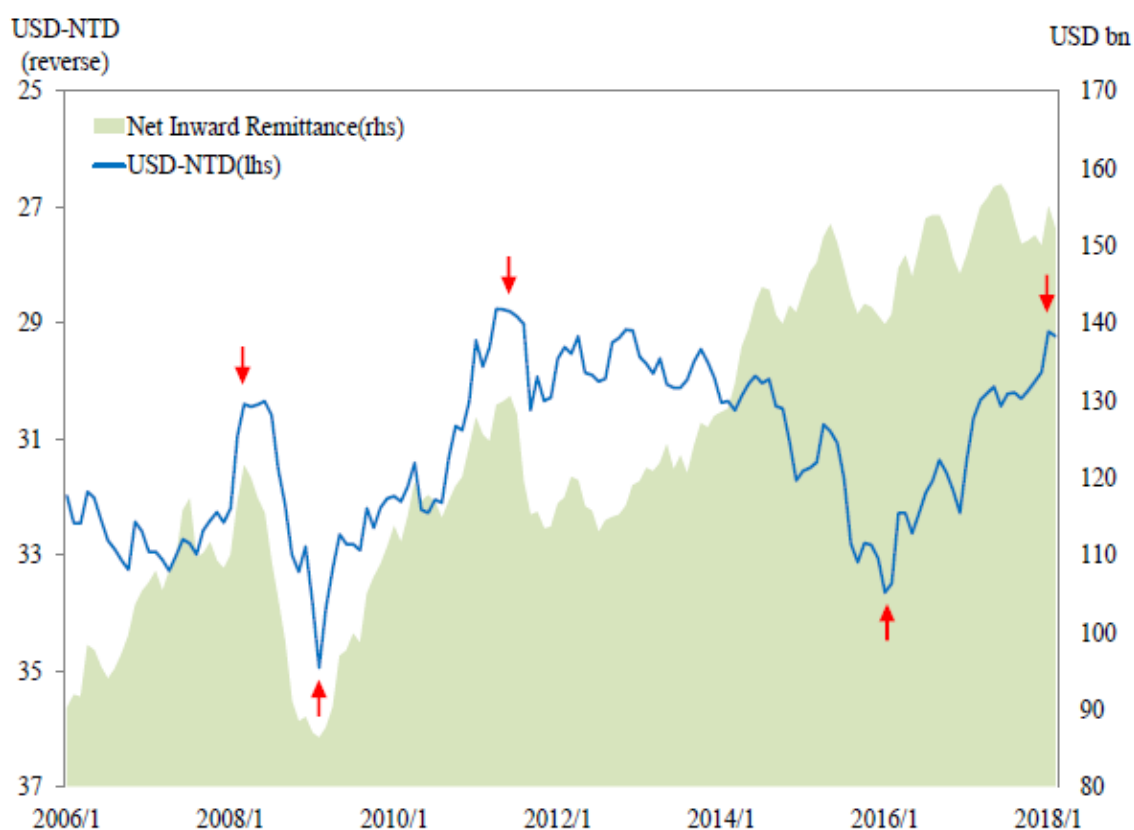
圖 1 我國跨境資本移動波動度



資料來源：中央銀行

以我國外匯市場成交量為例，外資成交量占比逐年攀升，2017 年已達約 50%；其中，前 20 大外資占整體外資成交量比重約 4 成。隨著外資匯出入台灣金額增加，往往其匯出入台灣，進行台股買賣，多造成新台幣貶值與台股下跌、或新台幣升值與台股上漲之同向變動情形(圖 2 與圖 3)。

圖 2 新台幣匯率與外資淨匯出

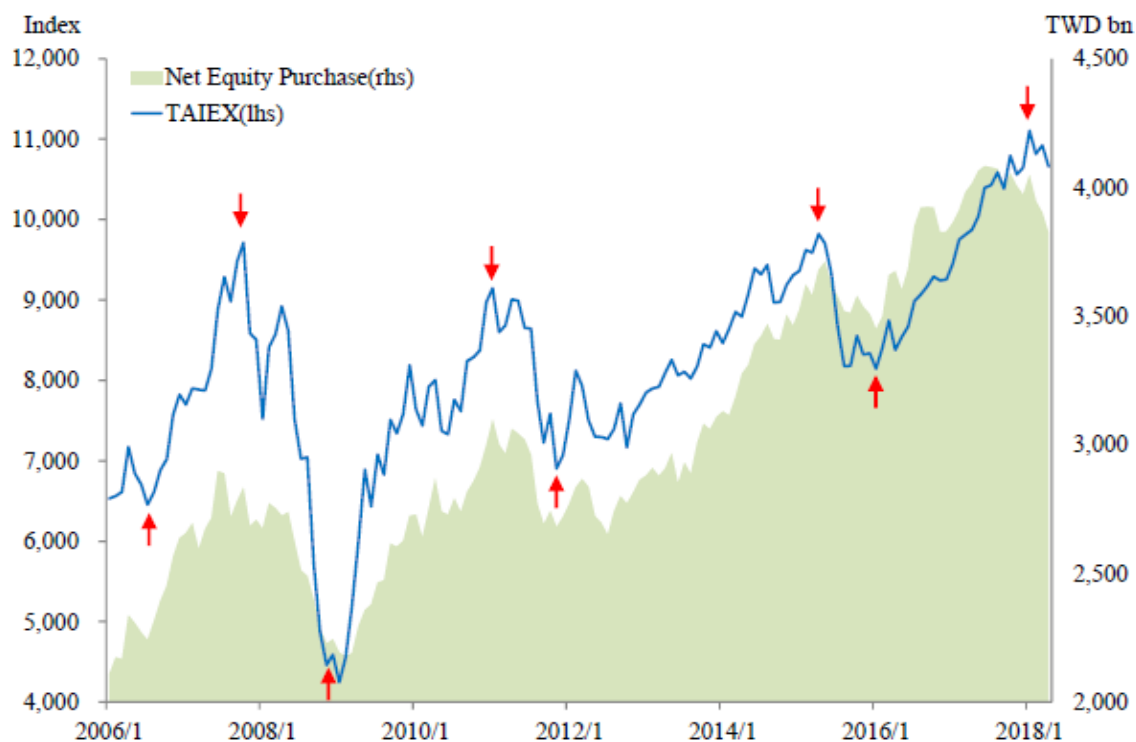


資料來源：中央銀行

此外，近年來亞洲貨幣對美元匯率水準在反映該國經濟基本面的程度似有下降，反倒是各貨幣匯率變動的相關性明顯偏高。以新台幣與韓元匯率為例，兩貨幣匯率相關性高達 0.8，惟兩國

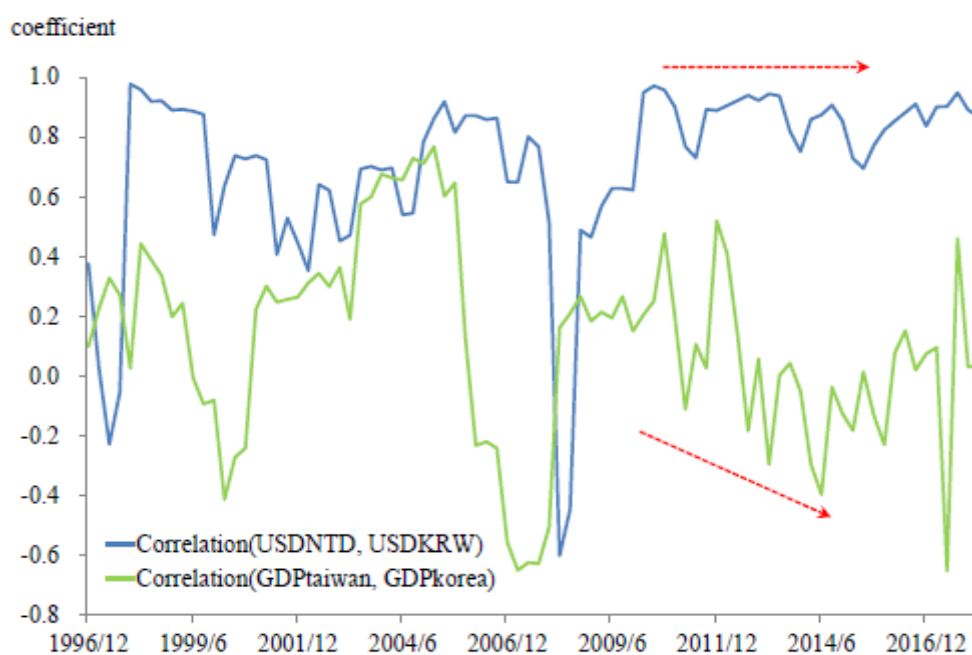
GDP 成長率之相關性卻逐漸下滑，甚至出現負相關(圖 4)。

圖 3 台灣加權股價指數與外資淨買超



資料來源：中央銀行

圖 4 台灣與南韓在匯率與 GDP 之相關性



資料來源：Bloomberg

## 二、新台幣匯率波動度低於其他主要貨幣

面對短期國際資本快速流出入台灣，中央銀行採行數項必要的資本管理措施，避免新台幣匯率過度波動或失序變動。歷史資料顯示，不論從名目有效匯率指數(Nominal Effective Exchange Rate)、或是相對美元匯率，新台幣匯率波動程度多低於其他主要貨幣(表 1)。

**表 1 主要貨幣匯率波動度**

主要貨幣名目有效匯率指數之波動度 (%)					
	<b>NTD</b>	<b>KRW</b>	<b>SGD</b>	<b>JPY</b>	<b>EUR</b>
<b>2008-2012</b>	<b>3.27</b>	<b>8.17</b>	<b>1.87</b>	<b>9.10</b>	<b>4.95</b>
<b>2013-2017</b>	<b>2.39</b>	<b>4.95</b>	<b>1.78</b>	<b>7.63</b>	<b>4.14</b>

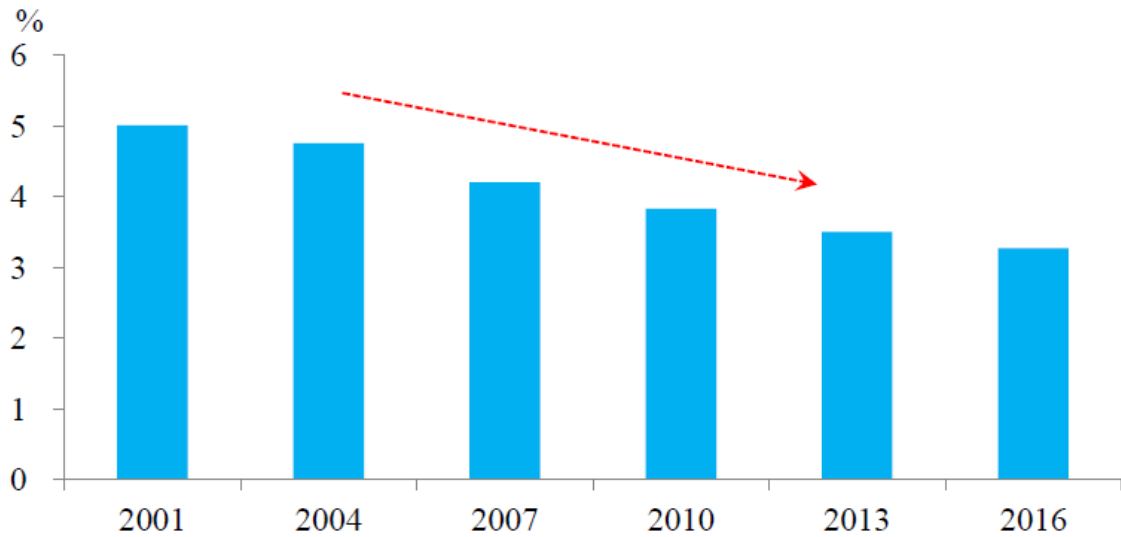
主要貨幣對美元匯率之波動度 (%)					
	<b>NTD</b>	<b>KRW</b>	<b>SGD</b>	<b>JPY</b>	<b>EUR</b>
<b>2008-2012</b>	<b>5.70</b>	<b>14.81</b>	<b>7.46</b>	<b>10.53</b>	<b>12.88</b>
<b>2013-2017</b>	<b>4.16</b>	<b>8.25</b>	<b>5.00</b>	<b>9.44</b>	<b>7.81</b>

資料來源：Bloomberg

## 三、新台幣匯率維持動態穩定之必要性

隨著全球金融自由化浪潮的推進，包含跨境資本移動等各種管制措施大幅減少，各國貨幣匯率常受到金融交易的影響而明顯波動，匯率水準與經濟基本面乖離頻率增多。以平均每日全球貿易金額相對外匯交易量比率為例，該數值逐年走低，目前(最新資料 2016 年)已降至約 3.3%(圖 5)。

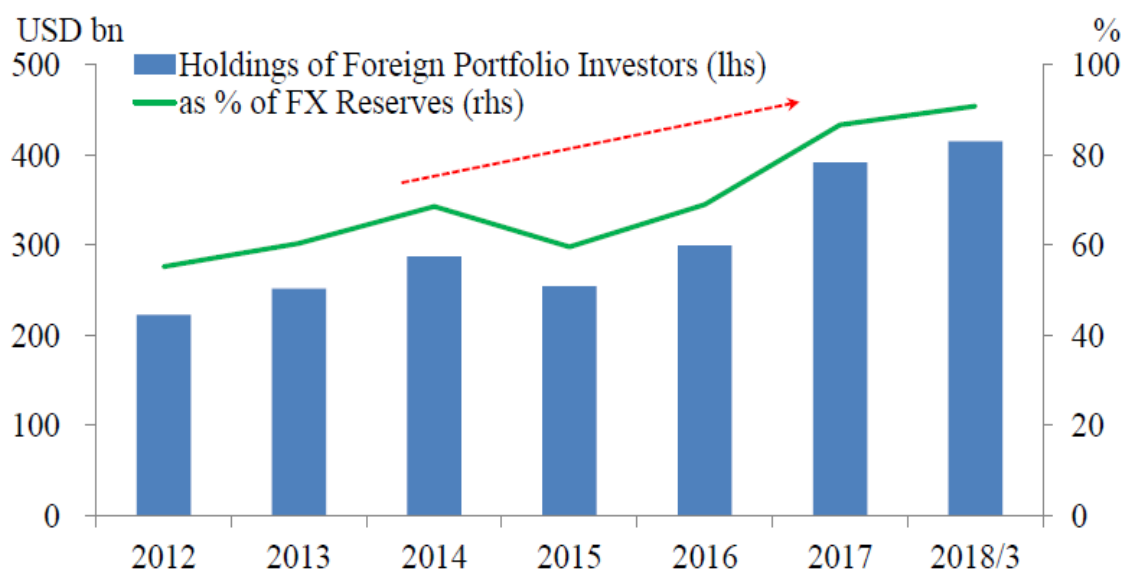
圖 5 平均每日全球貿易金額相對外匯交易量比率



資料來源：BIS、WTO

金融交易主宰全球匯市成交量現象亦延伸至我國外匯市場；一方面外資除頻繁匯出入台灣，另一方面外資對我國證券投資金額亦逐步攀升(圖 6)。此情況亦造成外資對我國證券投資金額相對我國外匯存底比率屢創新高，故傳統國際經濟學衡量一國外匯存底適足性，如約當 3 至 6 個月進口金額、100% 覆蓋短期外債等指標，已不符合一國因應國際熱錢所需的緩衝空間。

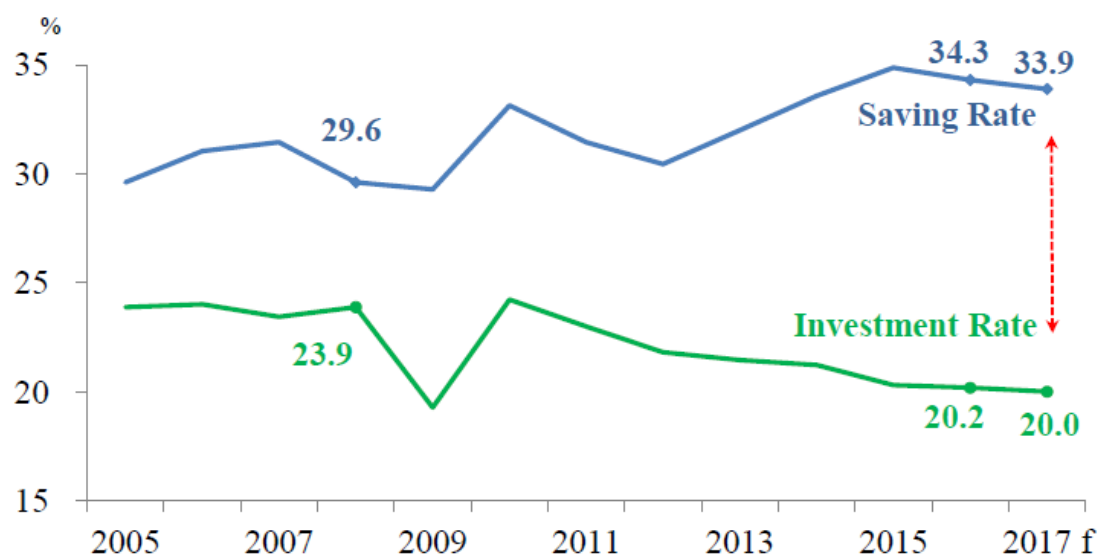
圖 6 外資對我國證券投資金額及其相對我國外匯存底比率



資料來源：中央銀行

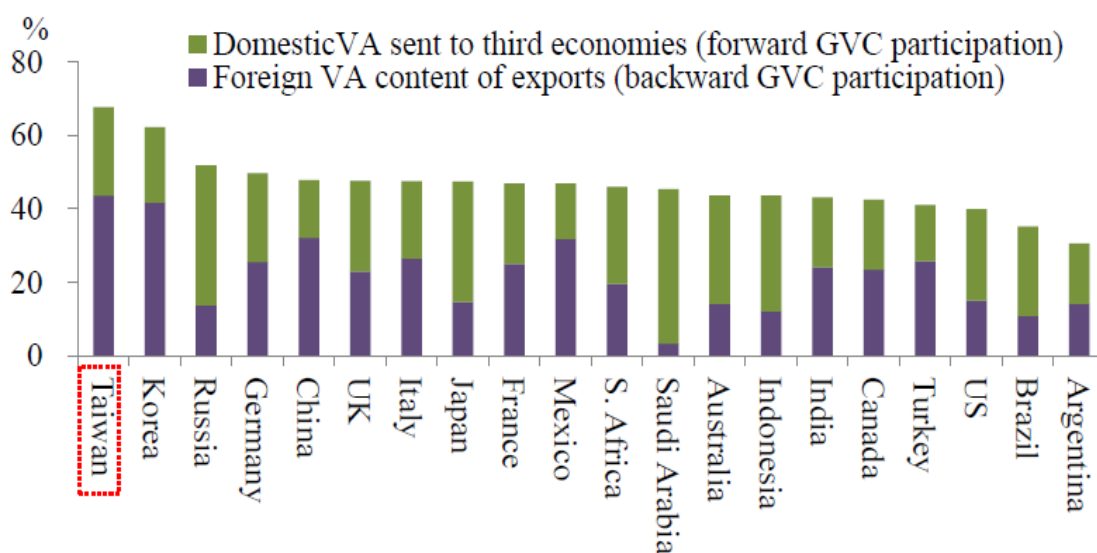
雖然 2008 年全球金融危機後，我國經常帳順差相對 GDP 比率升高，背後成因卻是國人增加儲蓄率、減少投資率所致(圖 7)，並非新台幣匯率偏低促使貿易順差成長。況且台灣全球價值鏈參與程度高居主要經濟體首位(圖 8)，出口對進口的引申需求大，出口內含進口的比重高達 4 成以上，故匯率變動對進口的影響將抵銷其對出口之效果，匯率對貿易之影響明顯弱化。

圖 7 台灣儲蓄率與投資率



資料來源：主計總處

圖 8 主要經濟體參與全球價值鏈程度



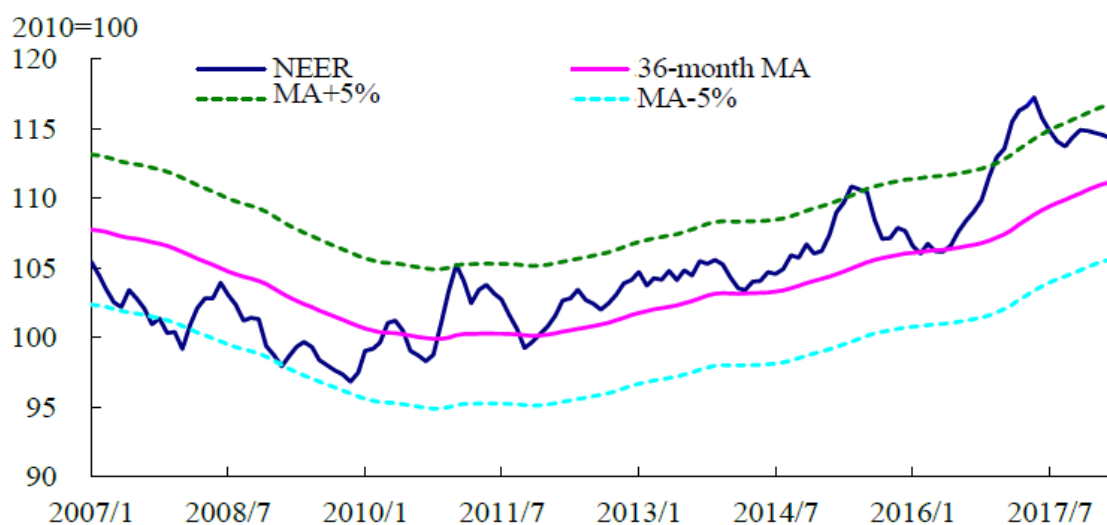
資料來源：OECD-WTO TiVA Database

對於小型且高度開放經濟體之台灣，匯率穩定有助各項經濟活動平穩發展；因此，我國中央銀行採行「逆風操作」方式管理



新台幣匯率，使其名目有效匯率指數大致維持在 36 個月移動平均  
上下 5%，未有改變新台幣匯率趨勢之意圖(圖 9)。

圖 9 新台幣名目有效匯率指數



資料來源：Bloomberg

## 肆、結語

針對本屆東亞金融與貨幣政策研討會主題「東亞在貨幣政策上之執行作法」，本報告就重要發言進行摘譯整理，主要區分為央行在貨幣政策上之執行角色、非傳統貨幣政策之合適性與東亞央行之匯率政策等三大類。對於央行在貨幣政策上之執行角色部分，ECB 官員 Patrick Hess 以中國大陸人民銀行為例，說明該行在貨幣政策執行上之特殊性；另前韓國央行理事 Woosik Moon 則認為，採行不同通膨目標值的國家，隱含該國央行欲傳遞不同的政策意圖。

對於非傳統貨幣政策之合適性部分，德國所屬日本研究機構學者 Franz Waldenberger 就瑞士舉辦金融機構對外融資應有十足準備金之公投，表達個人支持的論點。他認為貨幣屬於公共財，應讓央行寡佔發行與創造，不該再任由商業銀行操控貨幣乘數。前 BoJ 理事 Sayuri Shirai 對於 BoJ 持續執行的 QQE、NIRP 及 YCC 提出質疑；她表示，日本當前超寬鬆貨幣政策已成效有限。另 BoJ 負責法務官員 Mikari Kashima 說明該行是引用日本央行法第 43 條，在符合特定條件下，由財務省與首相授權 BoJ 執行 QQE。

英國倫敦大學教授 Ulrich Volz 認為，東亞各國多屬開放型經濟體，區域內貿易與生產網絡緊密連結，同時各國考慮出口競爭力，故不易讓

當地貨幣匯率完全交由市場自行決定。筆者則是向與會者說明當前短期國際資本移動對我國匯市與股市之衝擊，且藉由金融交易主宰全球匯市成交量現象、頻繁匯出入外資相對我國外匯存底比重屢創新高狀況、並輔以 Rey（2013 與 2016）的觀點，解釋我國中央銀行維持新台幣匯率動態穩定之必要性。另外，以台灣全球價值鏈參與程度高居主要經濟體首位，及國內企業出現超額儲蓄之結構性問題，說明弱化新台幣匯率非提升我國貿易競爭優勢的根本之道。