



# 貿易與金融全球化下的台灣央行利率與匯率政策——動機與影響

謝東昇 Tung-Sheng Hsieh  
May 28 2021 @ JHU Study Group



# 新 / 歷史新高！台股飆破17000點

題 微視

美國  
15%



三立新聞網

2021年4月8日 · 3 分鐘 (閱讀時間)

年漲  
零

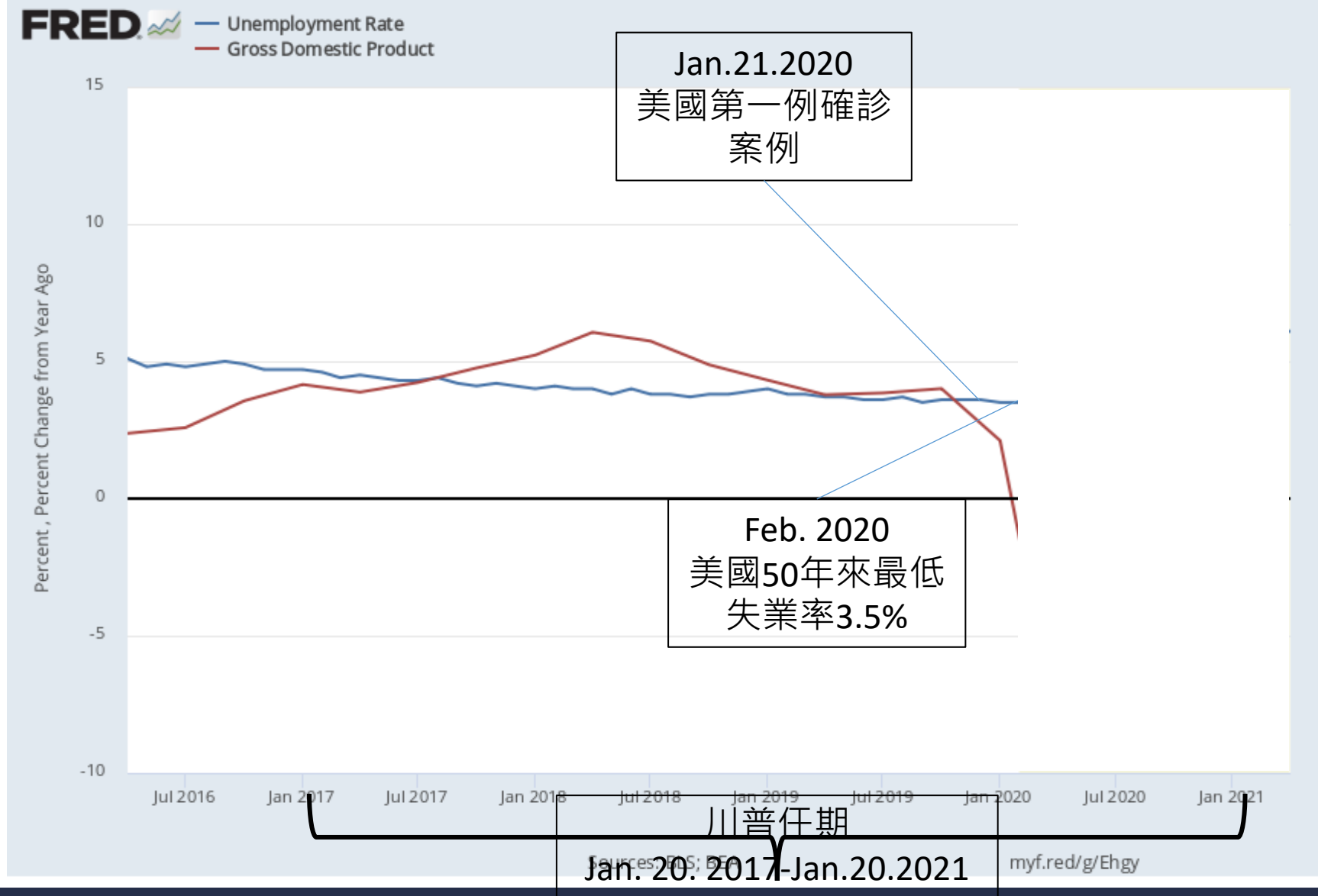
2020年3月16日

# Roadmap

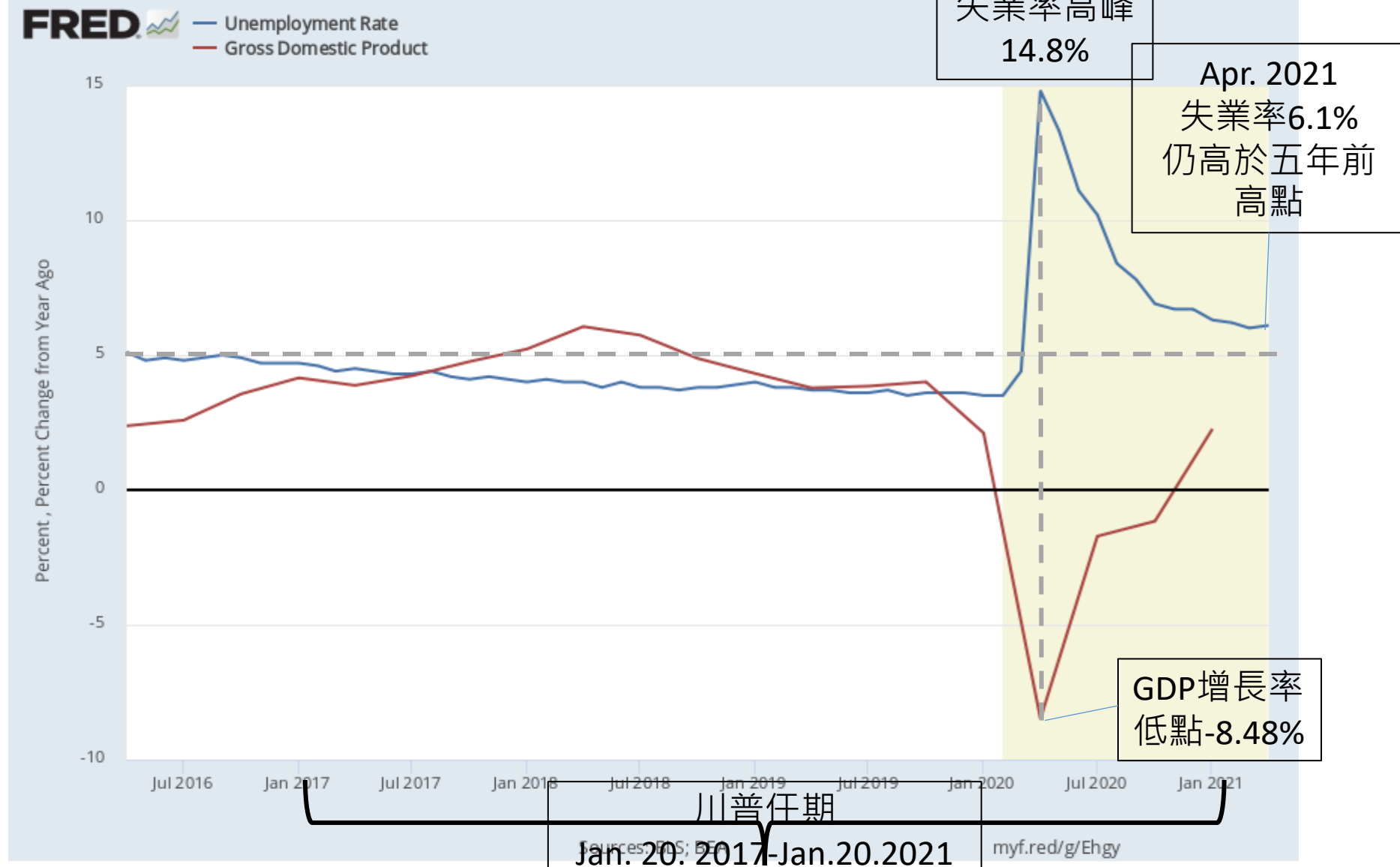
---

- 疫情期間的美國經濟
  - 經濟衰退的指標
  - 應對經濟衰退的手段及其影響
- 台灣利率與匯率政策
  - 中央銀行面臨的權衡取捨
- 台灣經濟現狀反思
  - 實質生產力與實質薪資

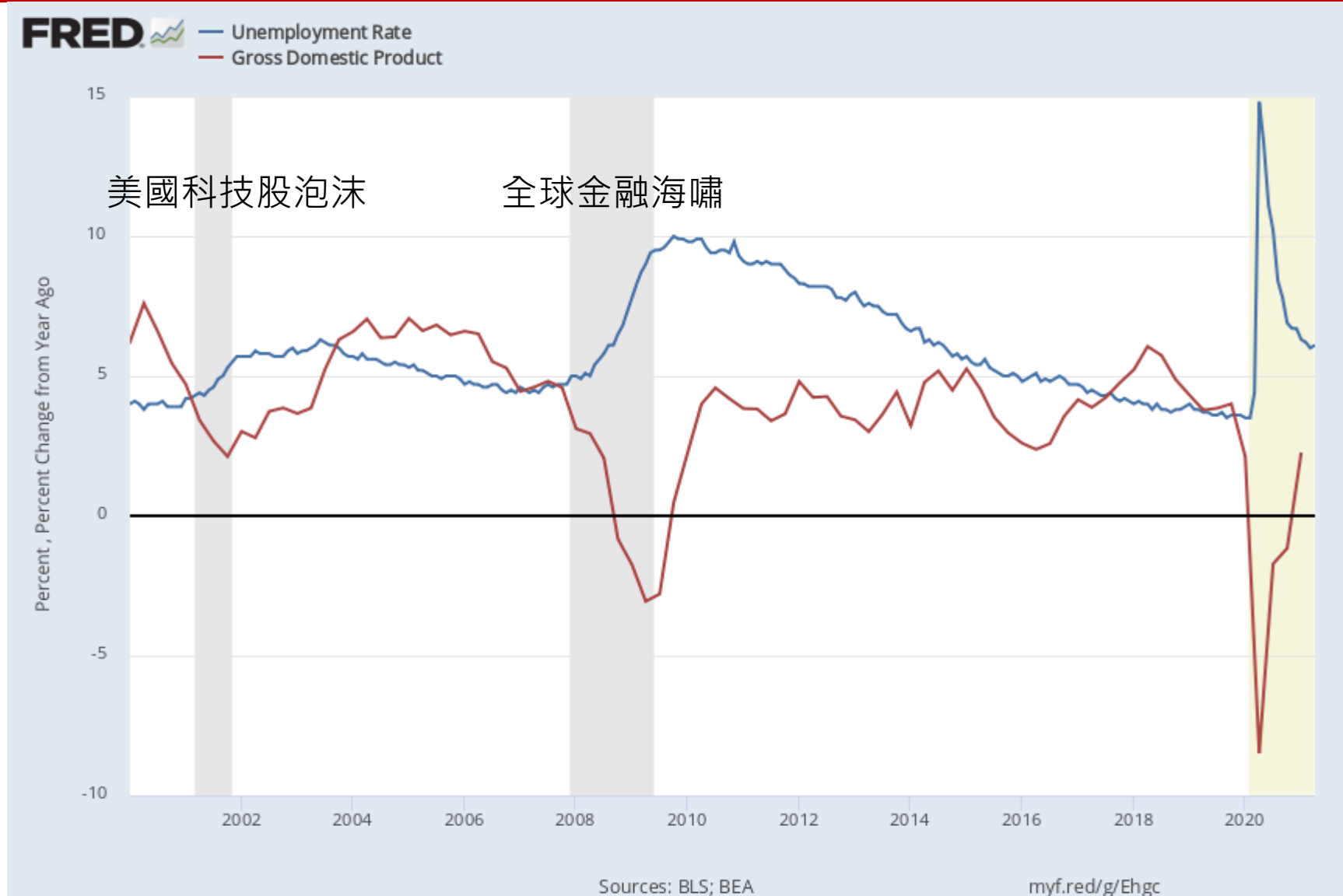
# 美國近五年失業率與GDP增長率



# 美國近五年失業率與GDP增長率



# 美國自2000年以來失業率與GDP增長率



# 景氣循環與凱恩斯學派

---

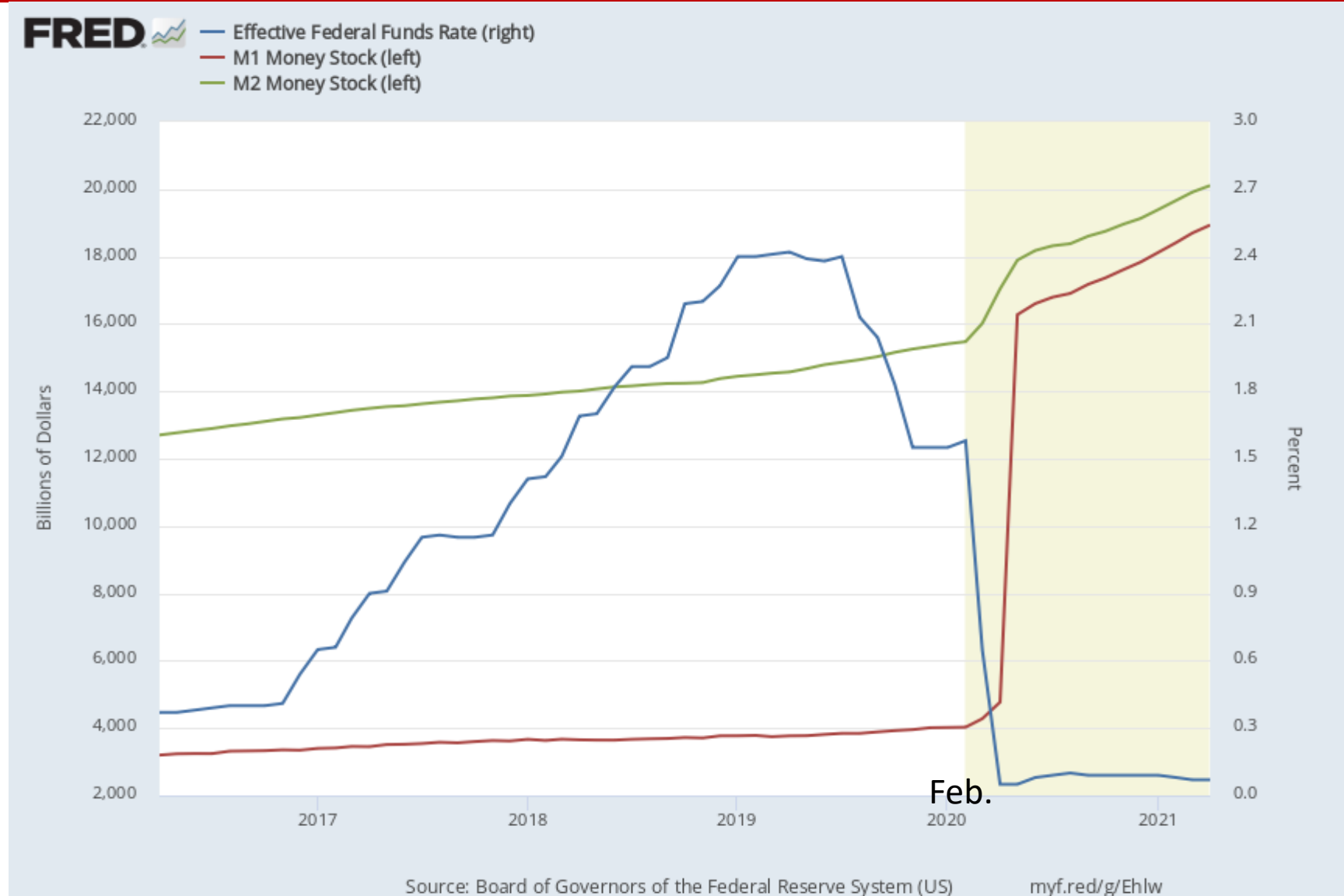
- 當經濟衰退，施行寬鬆的貨幣政策降低利率，可以釋放流動性維持經濟運作，也降低投融资成本，促進生產擴張與增加就業，使經濟恢復繁榮。
- 美國於2008金融海嘯時期施行過量化寬鬆（QE）政策向市場大量投放美元。
- 疫情至今美國已經發放三輪紓困金
  - 2兆美元 Mar. 2020
  - 2.3兆美元 Dec. 2020
  - 1.9兆美元 Apr. 2021

# 美國近五年基準利率與貨幣發行量

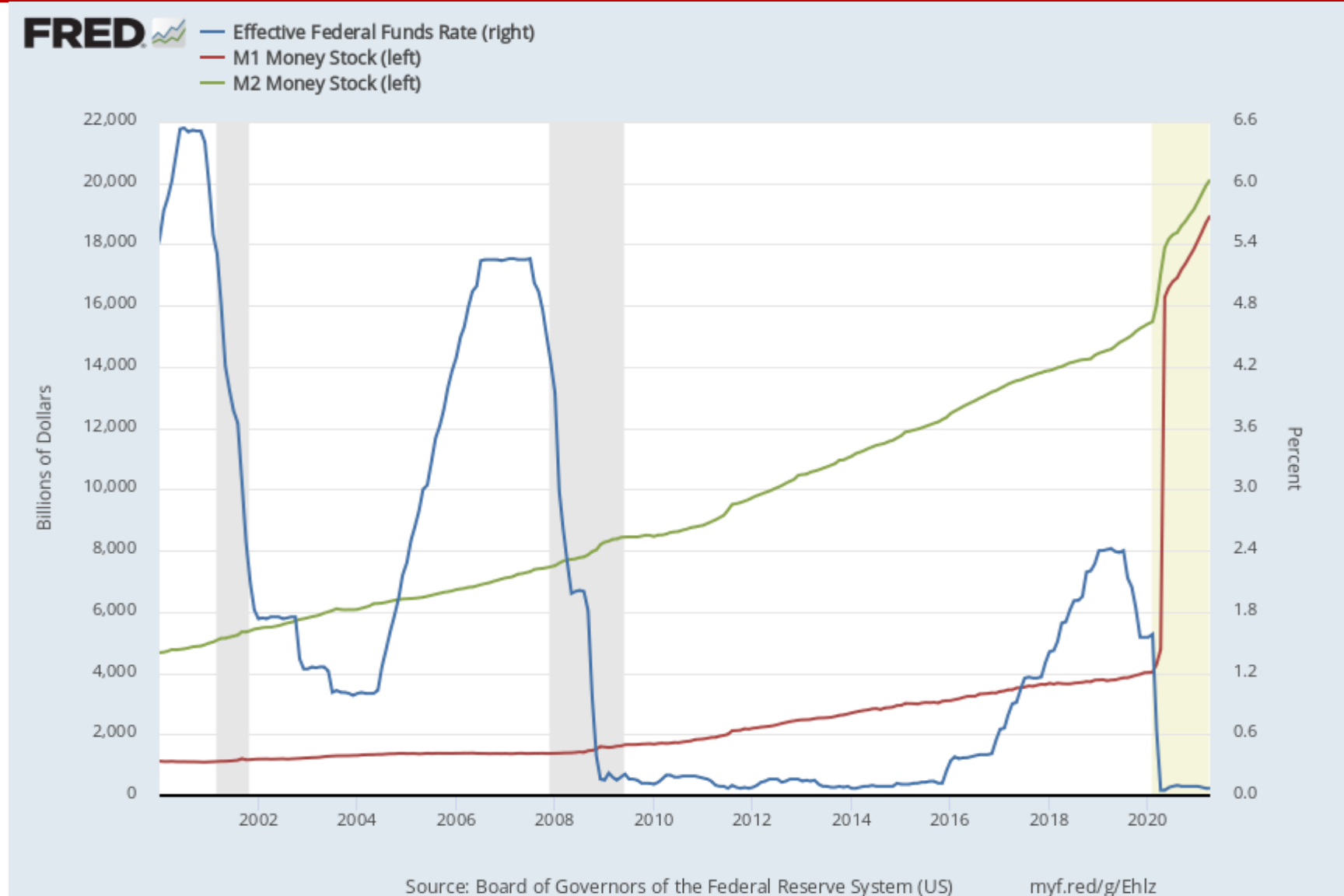




# 美國近五年基準利率與貨幣發行量



# 美國自2000年以來基準利率與貨幣發行量

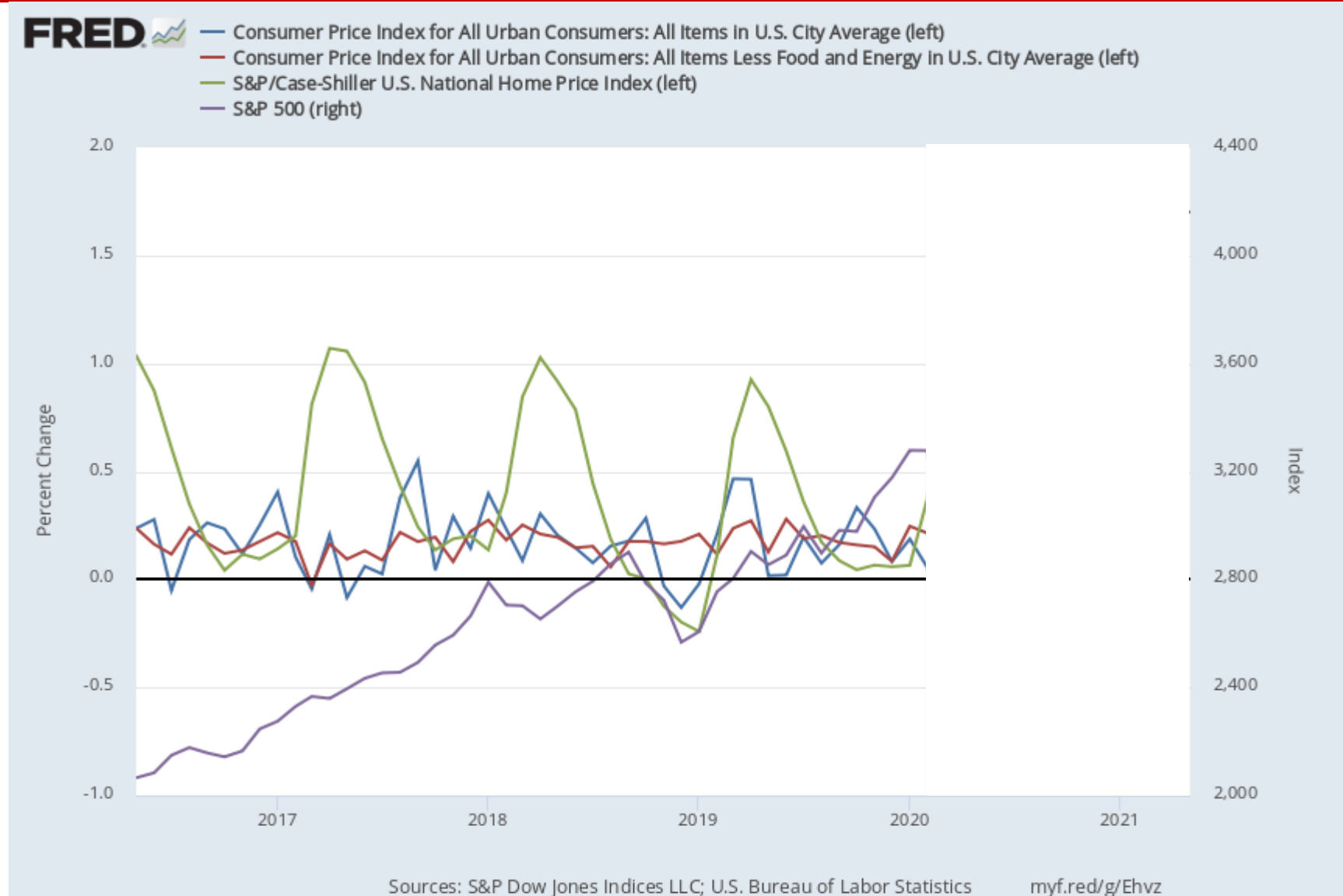


# 美國國內市場影響

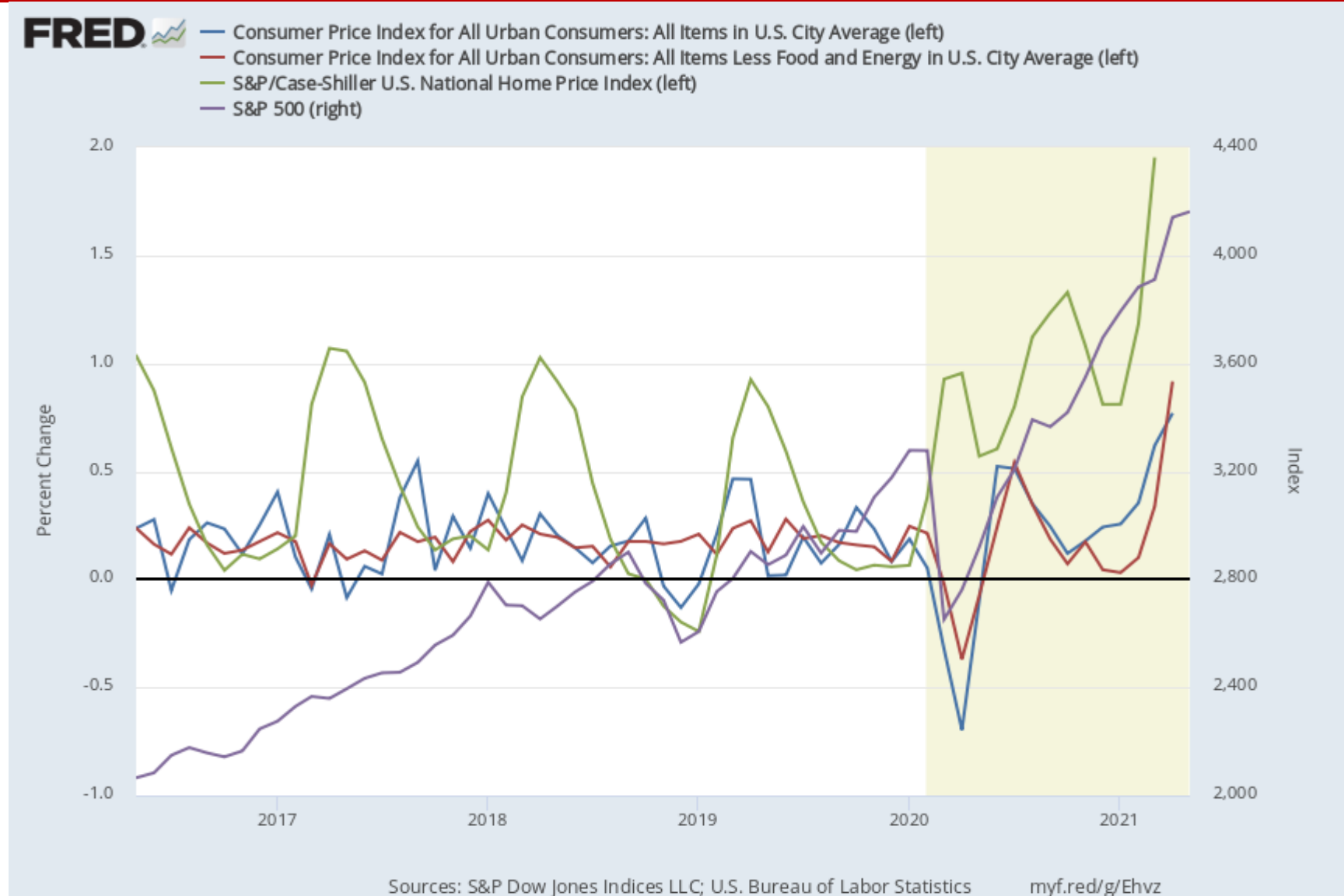
---

- 通貨膨脹
  - 一般良性通貨膨脹率每年2%
  - 政府一方面透過低利率刺激廠商投資，而隨之而來的通貨膨脹則增加廠商獲利
  - 然而人們同樣可以用低利率獲得資金進行非生產性行為，造成熱錢流入房市與股市
- 財富重分配效果
  - 政府透過通貨膨脹向所有持有美金的人徵稅以負擔紓困支出
  - 持有資產者獲益

# 美國近三年物價、房價、股市指數



# 美國近三年物價、房價、股市指數

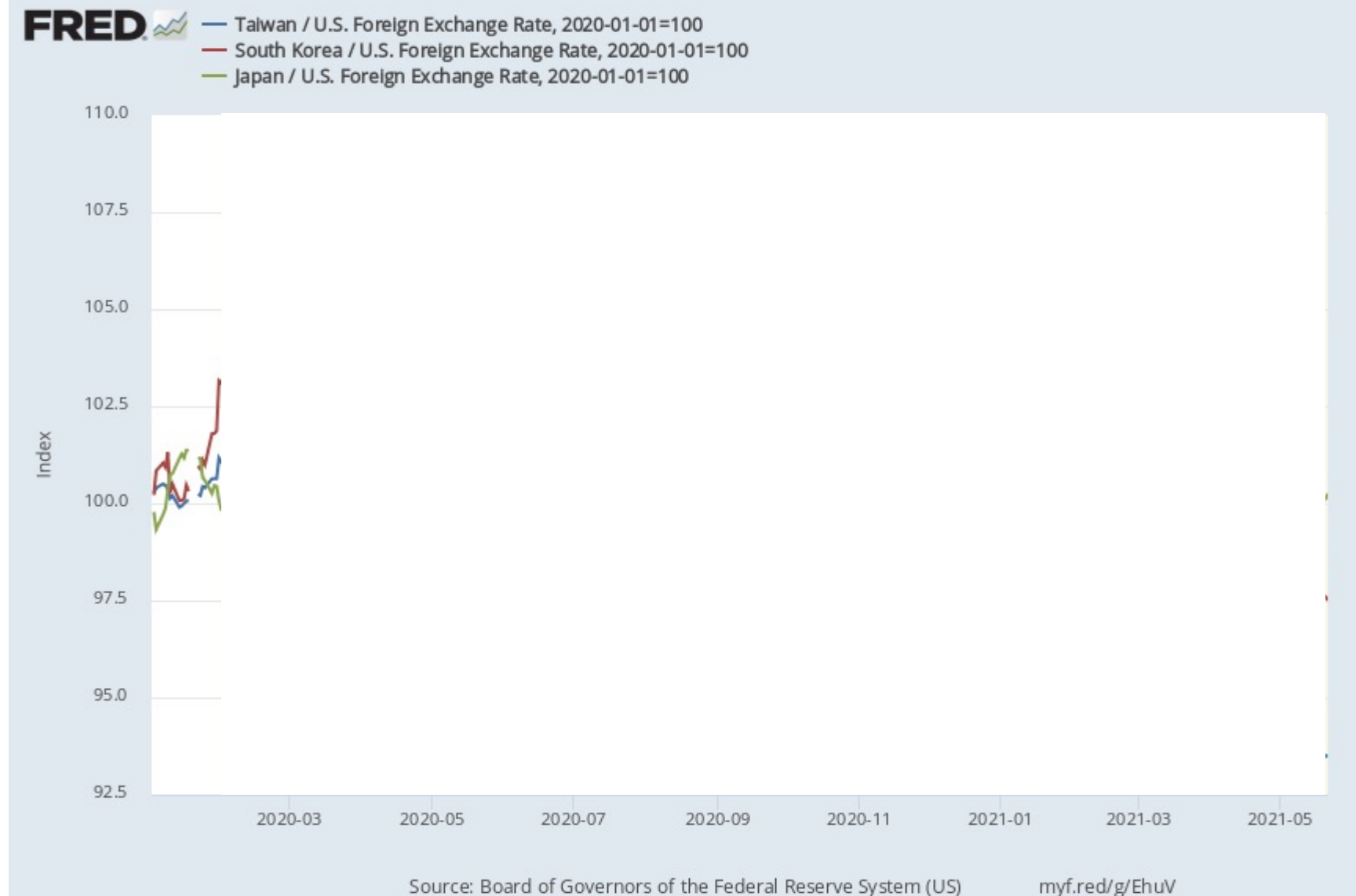


# 其他國家市場影響

---

- 美元貶值，外幣升值
  - 美國利率降低，在其他條件相同下，國外利率相對較高，資本流出美國，流入其他市場尋求更高回報
  - 外匯市場上，一方面美元因為量化寬鬆供給增加，又因為利率下降導致對美元需求減少（對外幣需求增加）因此美元價格（匯率）下降
- 外國通貨膨脹與出口下降、進口上升
  - 為了避免持有美元被徵稅以及為了追求高利率，換成外幣進入國外市場，造成外國本地商品價格被動推高。
  - 外幣升值，外國人民對美國購買力增加，傾向購買進口品而非本地商品；外幣升值同時造成出口到美國商品競爭力下降。國外出口廠商縮減規模、裁員
  - 以鄰為壑 (Beggar-thy-neighbor)

# 台日韓近一年對美元走勢



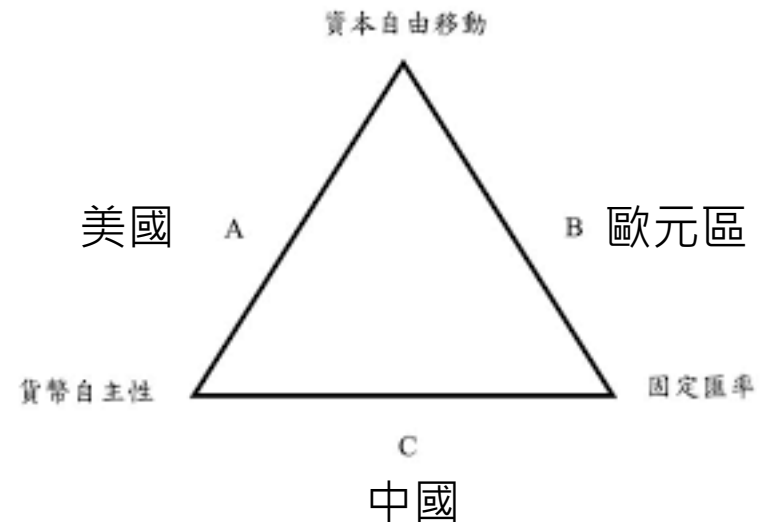
# 台日韓近一年對美元走勢





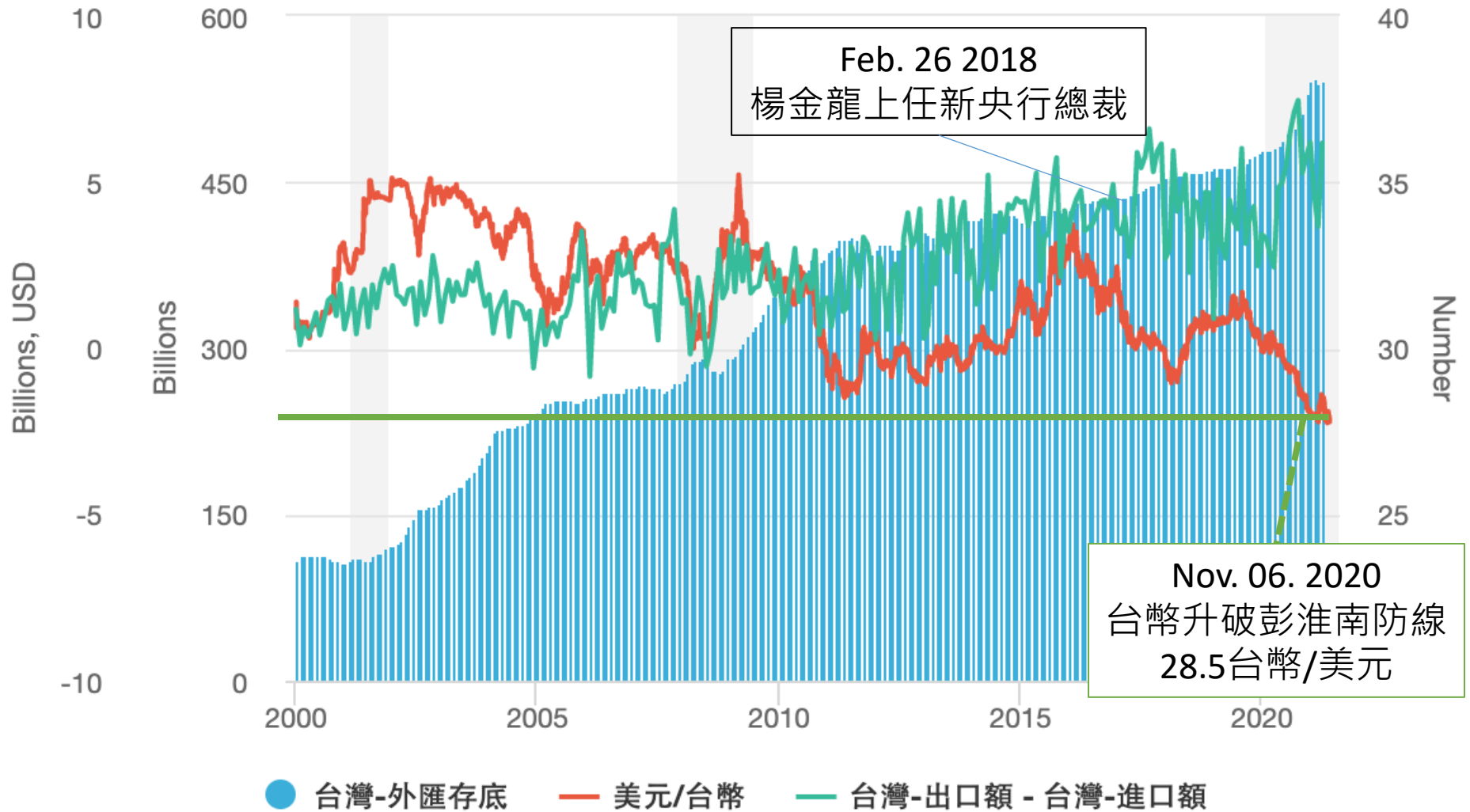
# 國際貿易環境下台灣匯率、利率政策權衡

- 疲軟的台幣有助於出口，效果等同於出口補貼，但不利於本國民的國際購買力；各國競相貶值的貨幣戰爭
- 維持疲軟台幣需要寬鬆的貨幣政策支持（利、匯連動性）
  - 台幣需求面：低利率使得投資人不想持有台幣
  - 台幣供給面：央行不斷吸收美金放出台幣，體現為外匯存底的增加
- 不可能的三位一體



# 台灣近五年匯率、外匯存底與淨出口

MacroMicro.me | by Tung-Sheng Hsieh



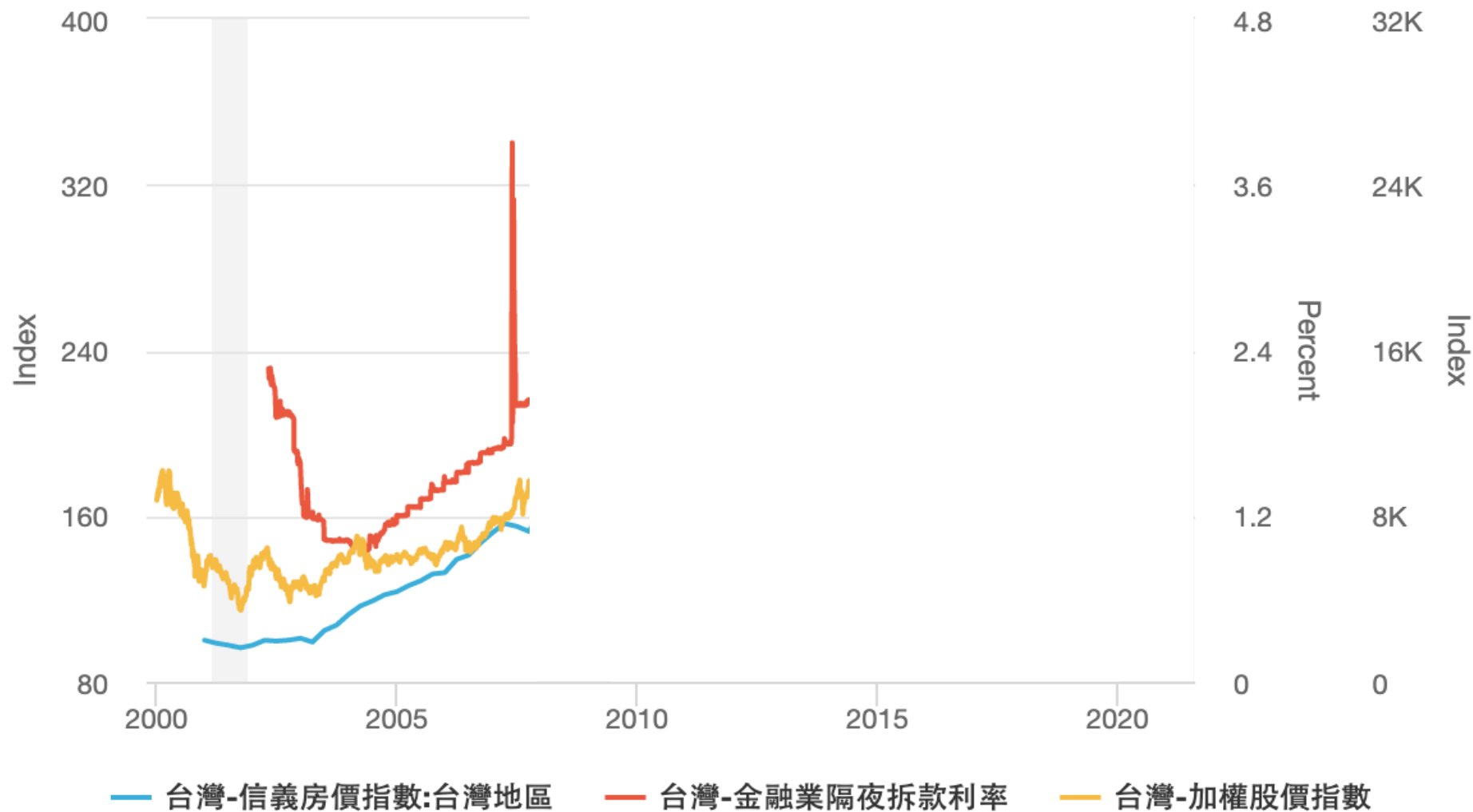
# 《致富的特權》看法

---

- 壓低新台幣幣值事實上具有所得重分配效果：出口商得到了補貼；而進口商、出國旅遊者、以及購買進口商品的人則是被課了稅
- 產業效率方面，得到出口補貼的廠商少了部分競爭壓力，可能導致產業升級速度下降；金融業、內需業、服務業受到人力與資金上的排擠。而低利率扭曲了資金成本，也助長低效率的殭屍企業
- 大量熱錢湧向房市推高資產價格，而持有資產的多是上一代人，引發世代間財富差距

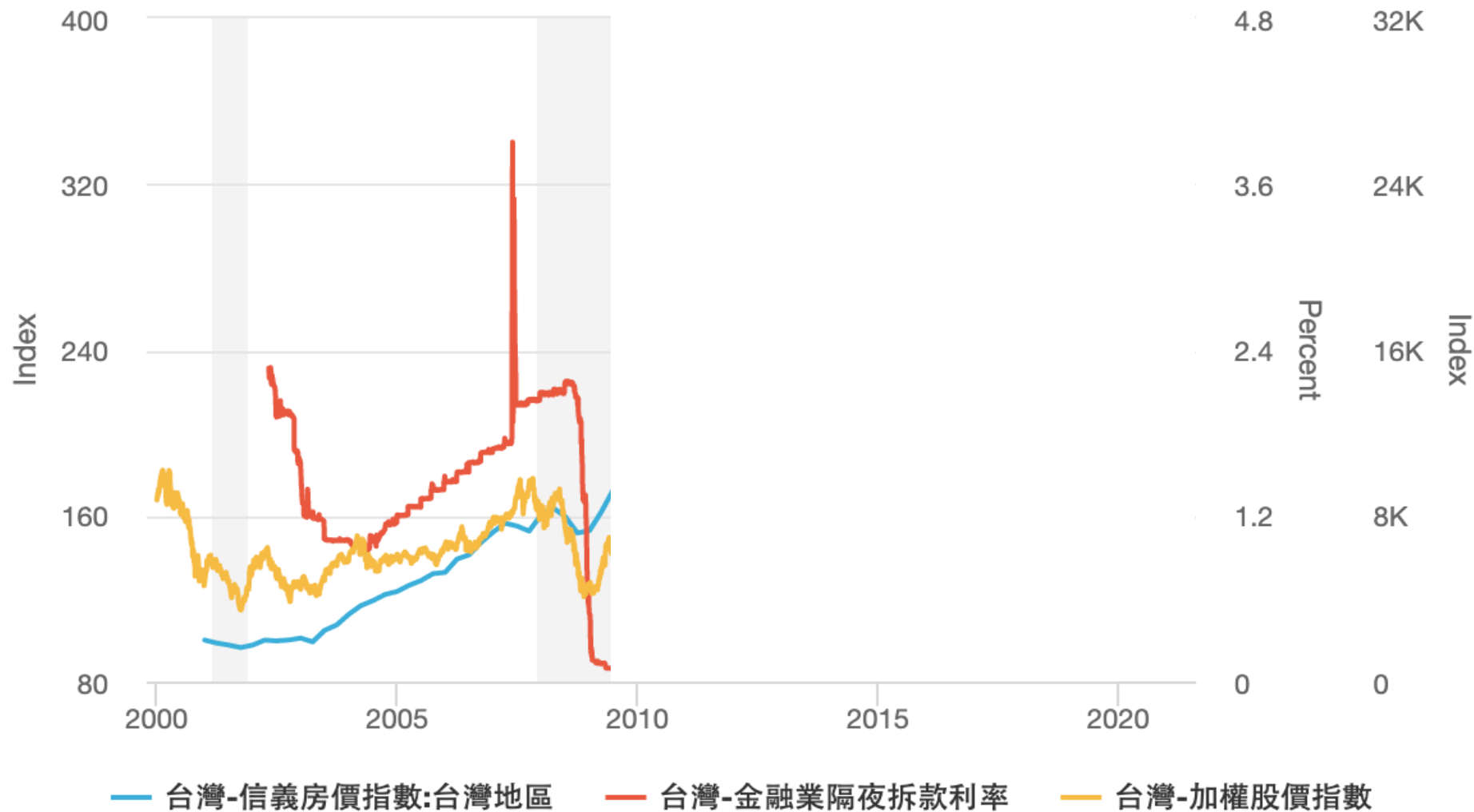
# 台灣近二十年利率、股價與房價

MacroMicro.me | by Tung-Sheng Hsieh



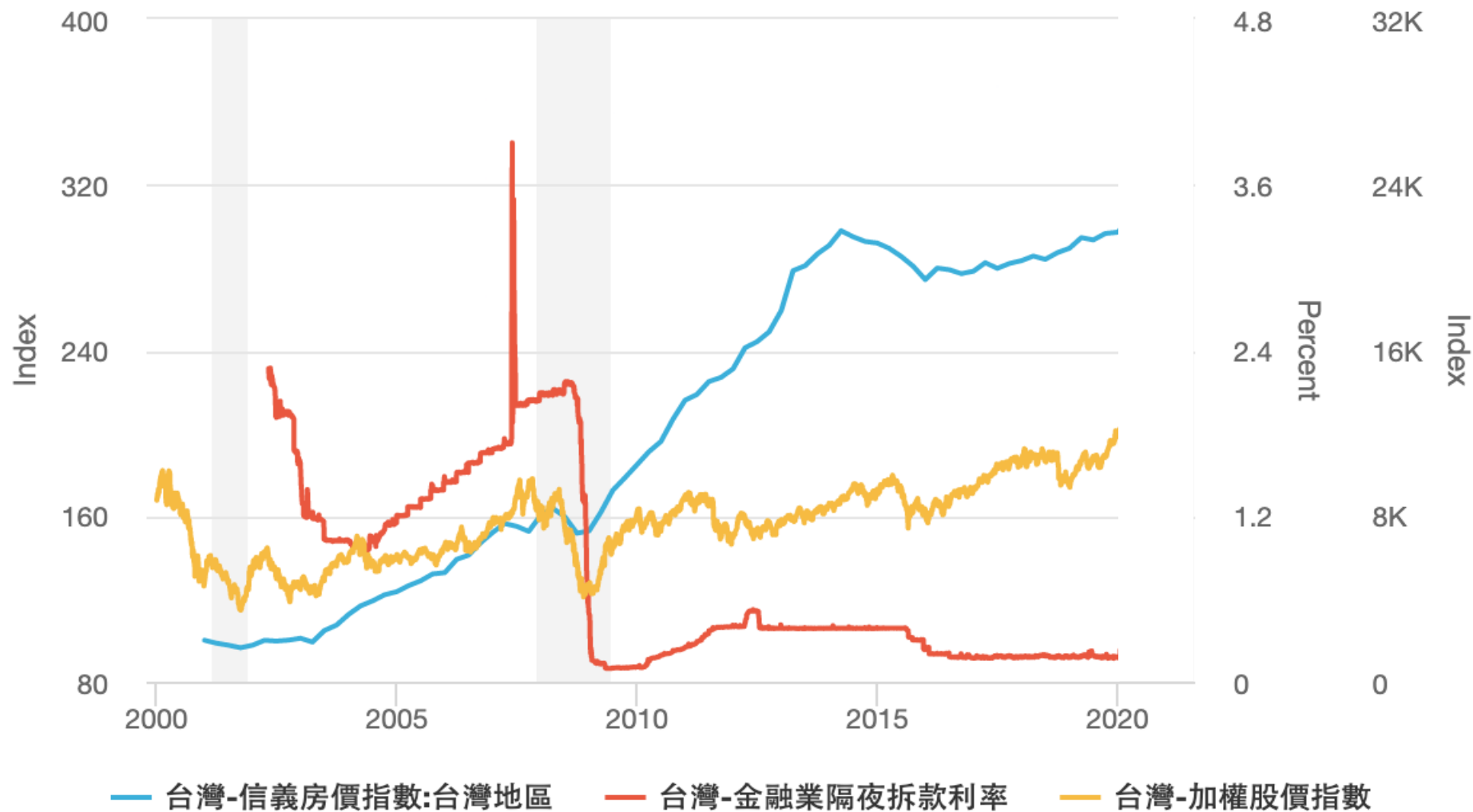
# 台灣近二十年利率、股價與房價

MacroMicro.me | by Tung-Sheng Hsieh



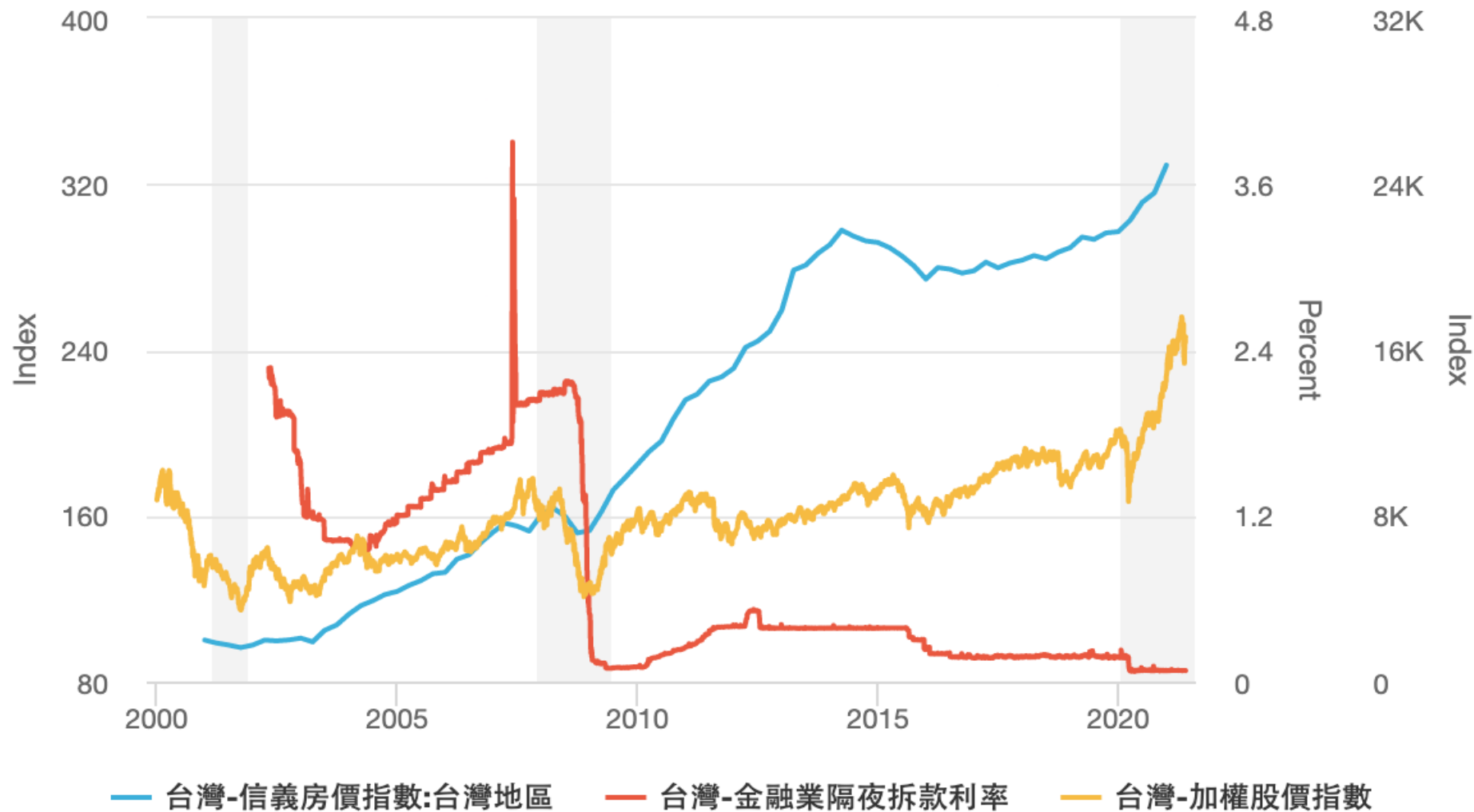
# 台灣近二十年利率、股價與房價

MacroMicro.me | by Tung-Sheng Hsieh



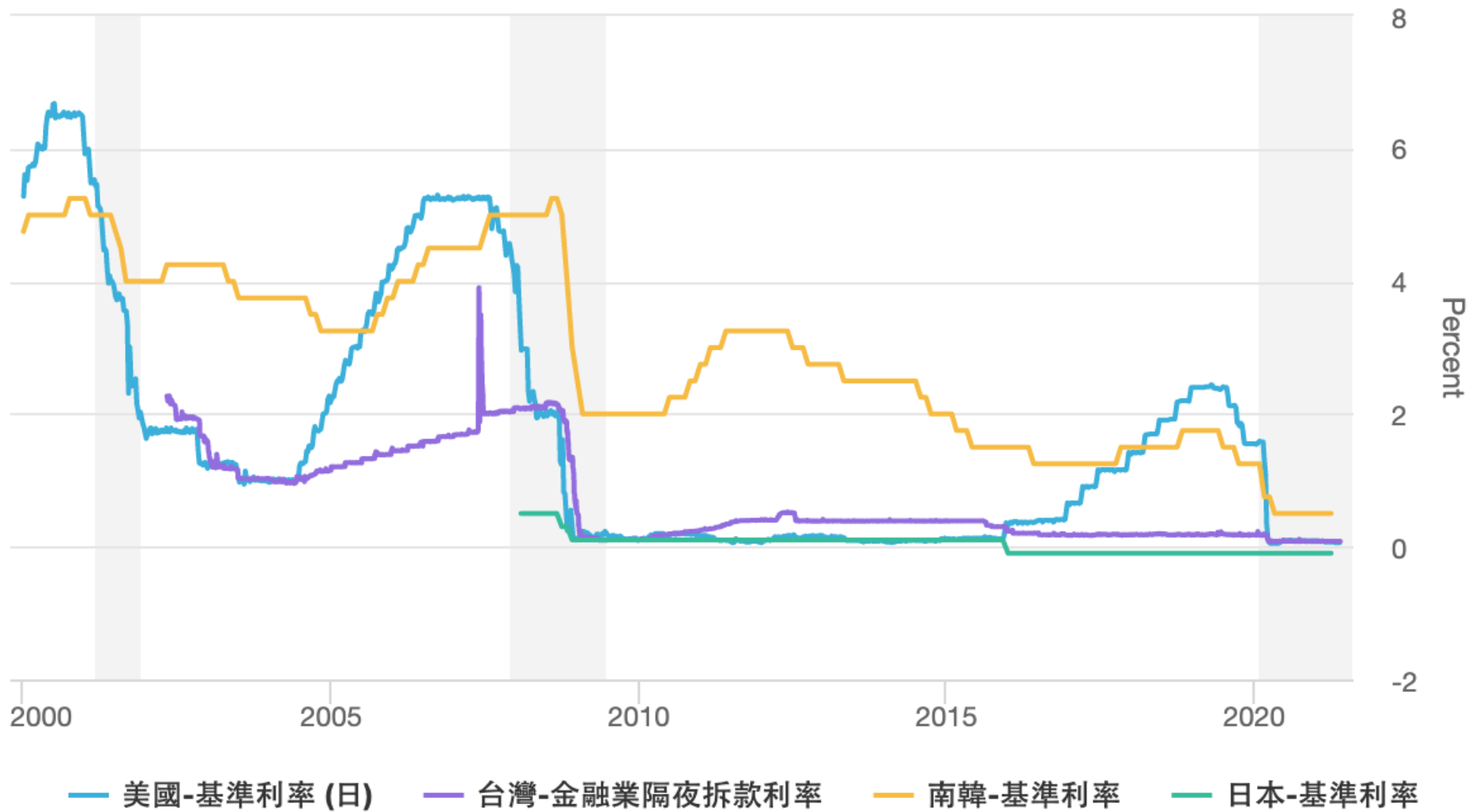
# 台灣近二十年利率、股價與房價

MacroMicro.me | by Tung-Sheng Hsieh



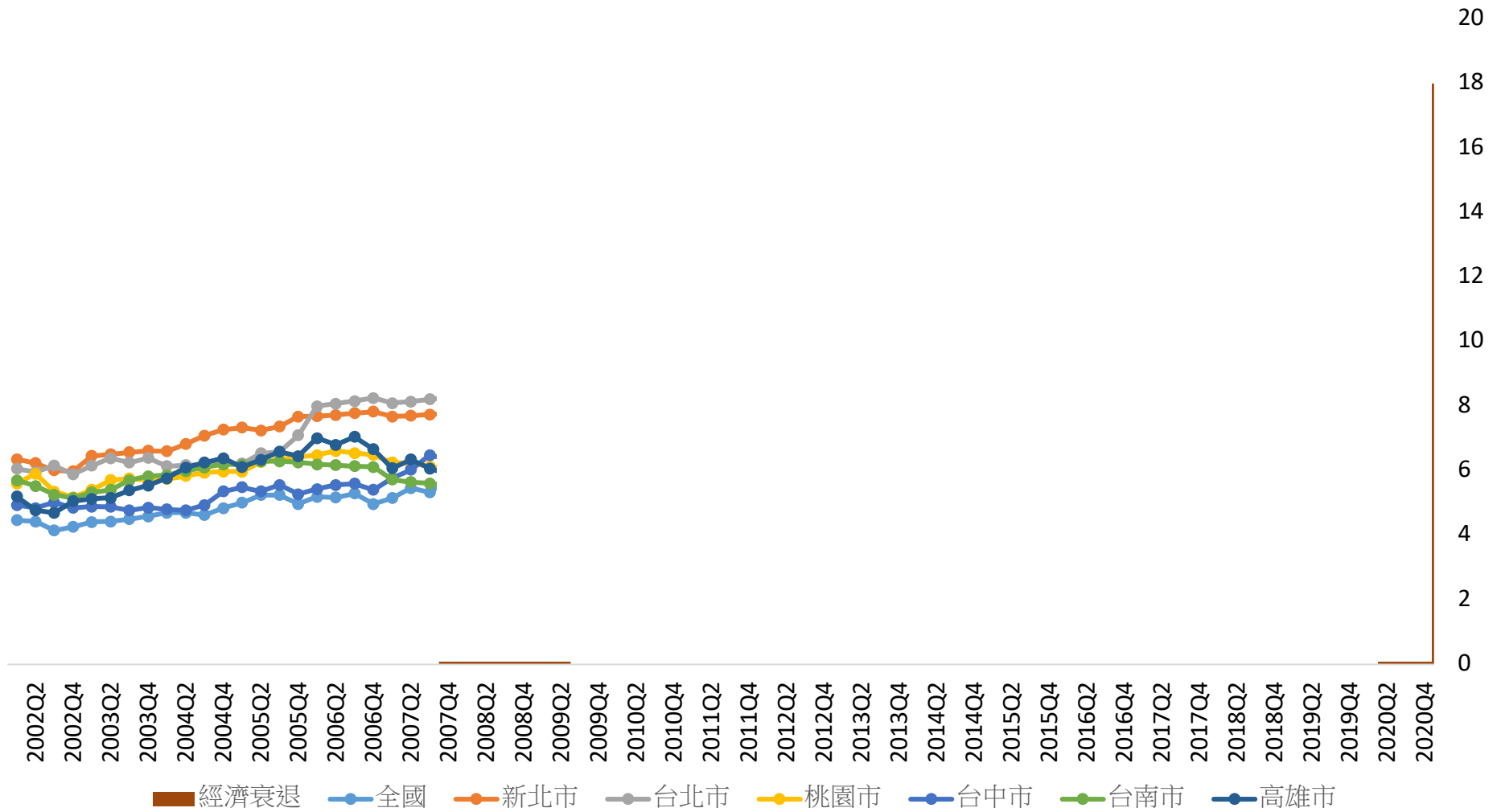
# 各國基準利率

MacroMicro.me | by Tung-Sheng Hsieh

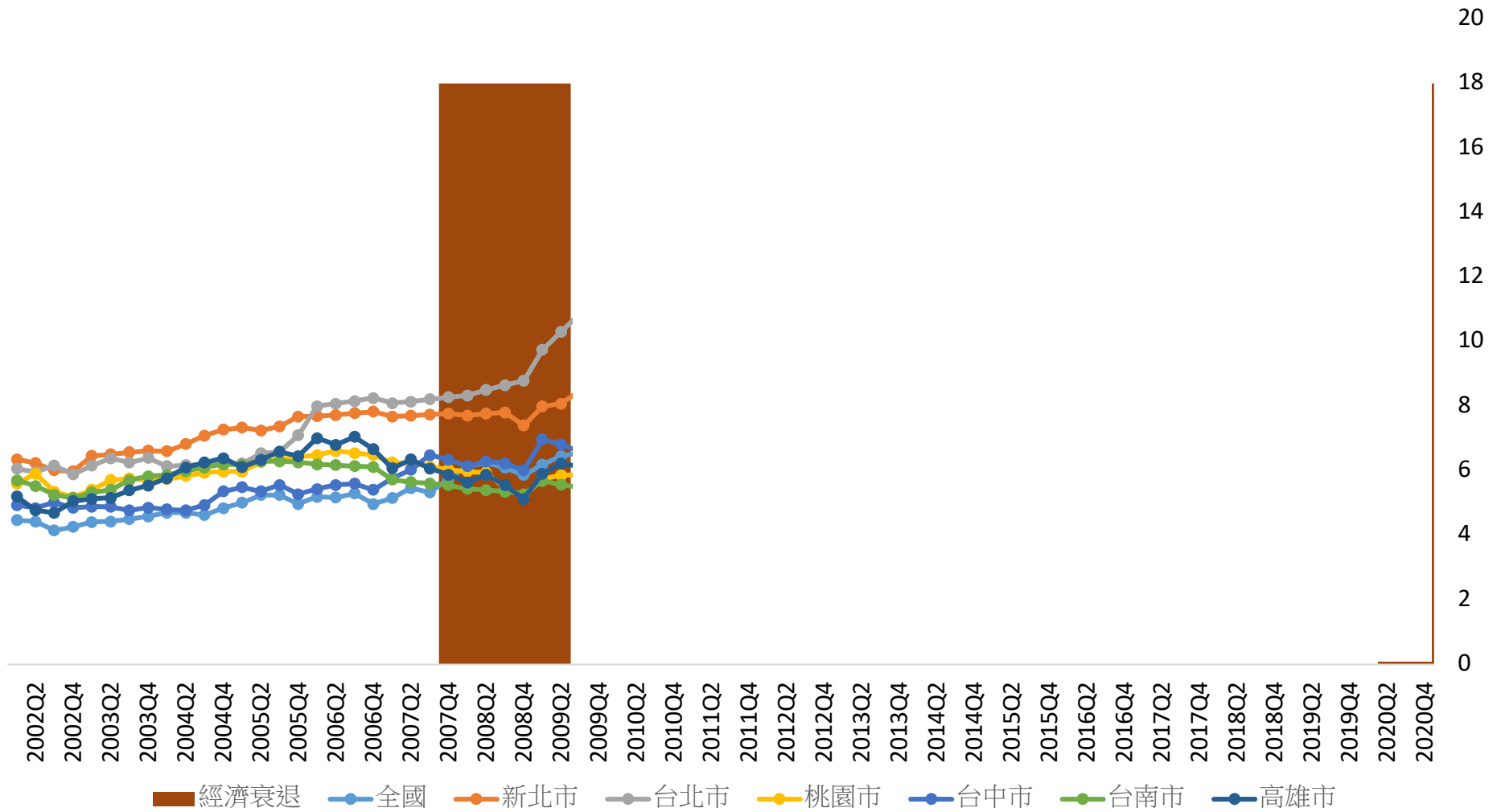




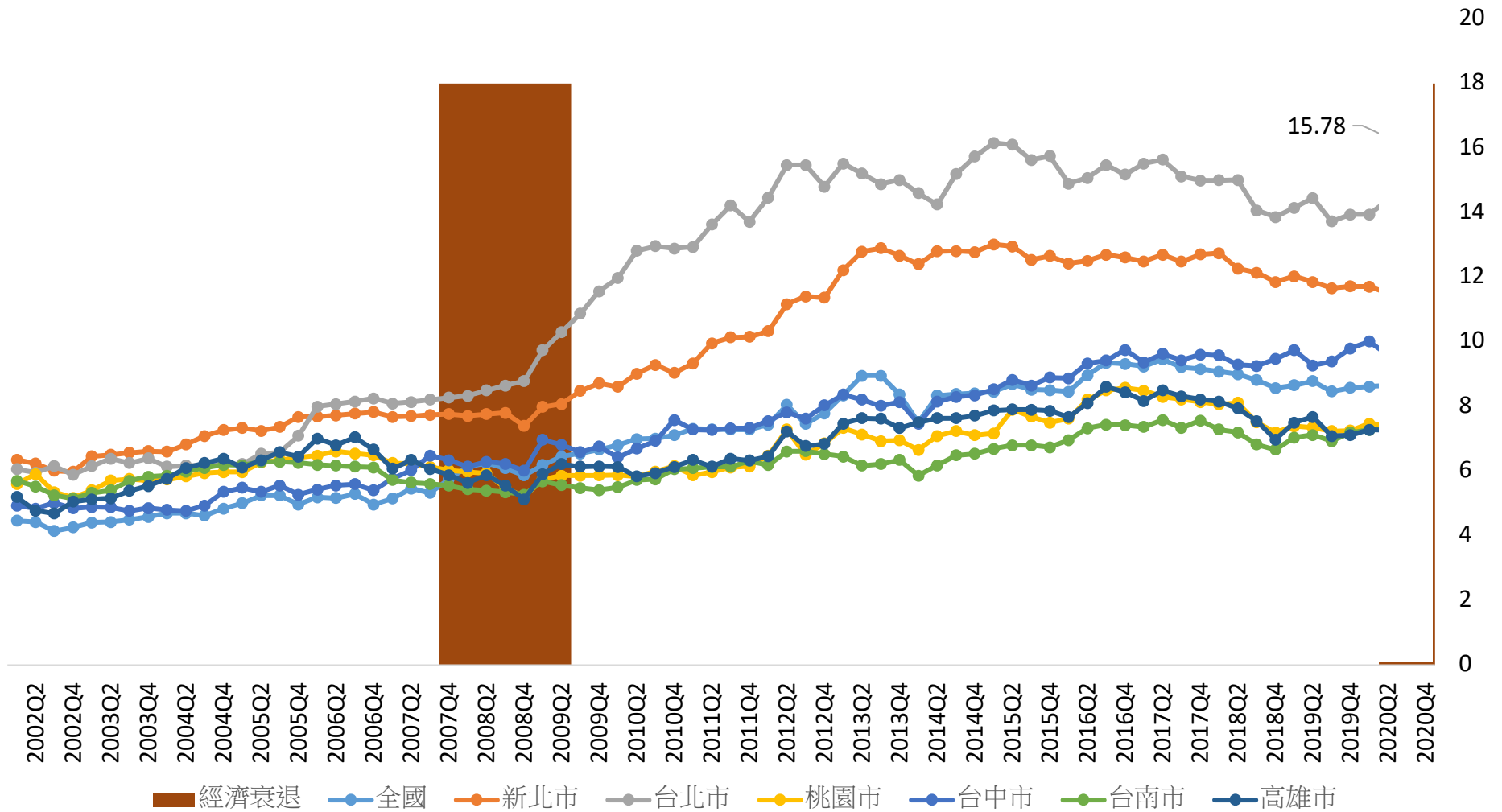
## 全國與六都房價所得比



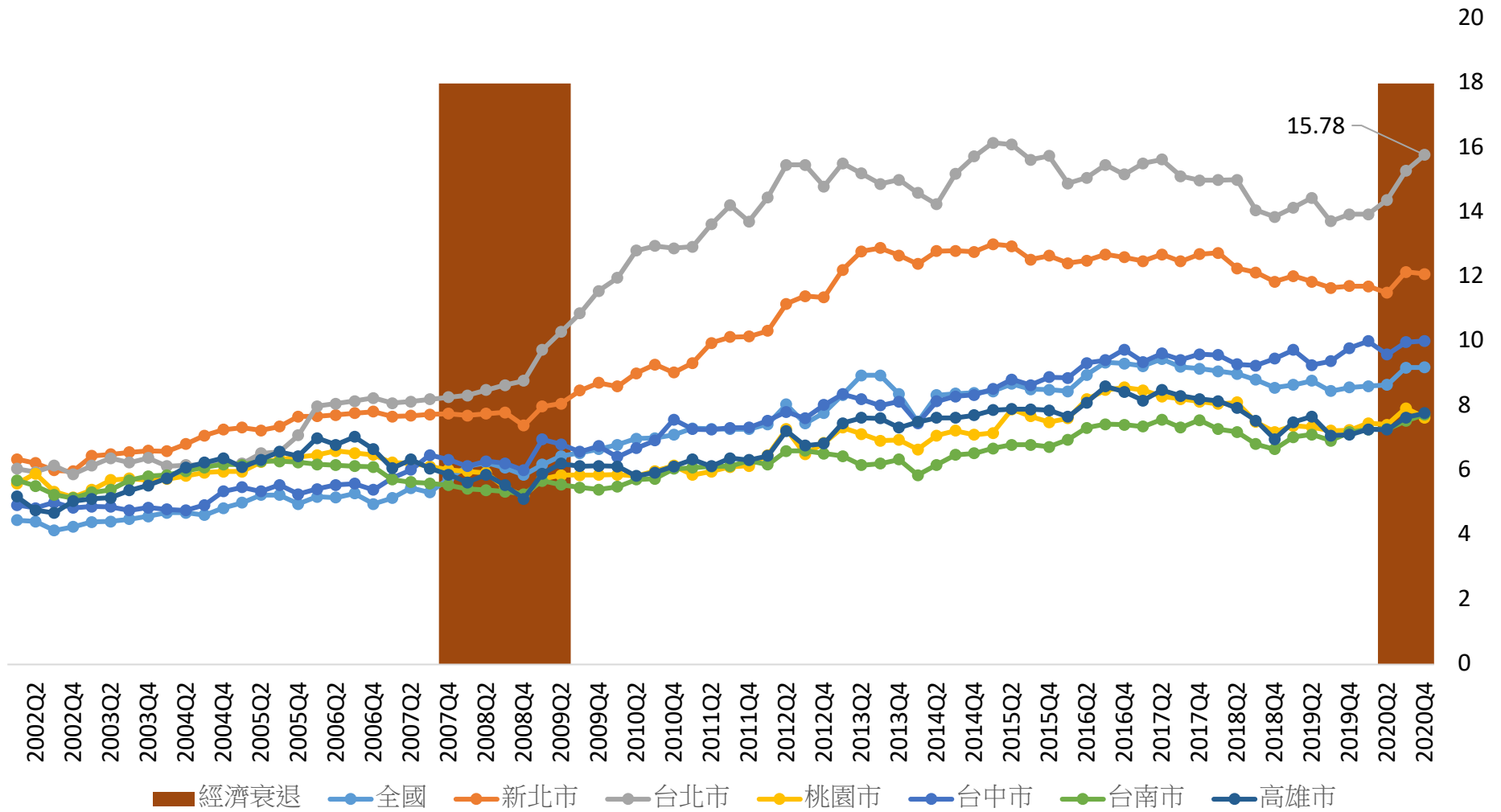
## 全國與六都房價所得比



# 全國與六都房價所得比



# 全國與六都房價所得比

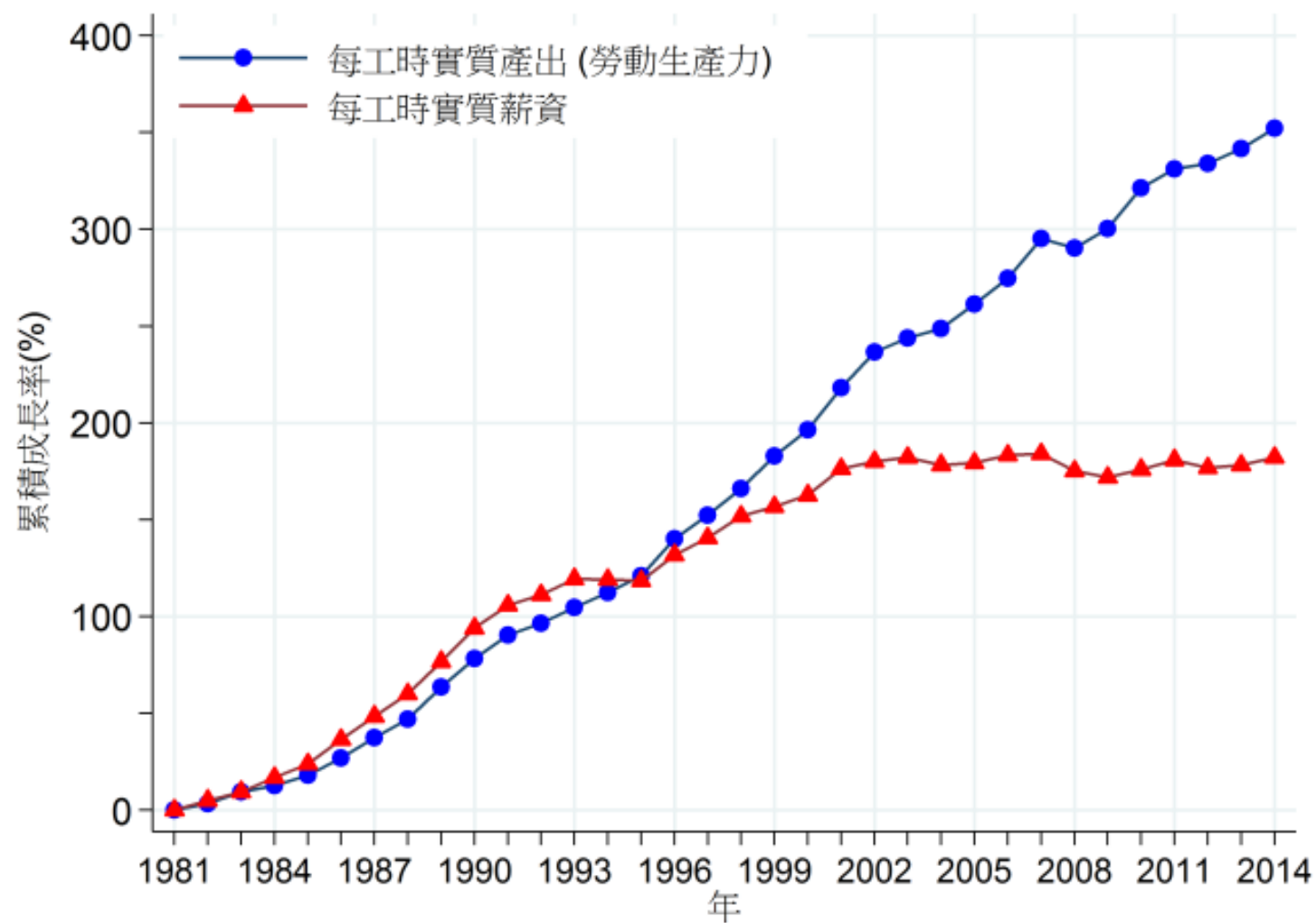


# 經濟成長、薪資停滯？

---

- 過去 15 年來，台灣發生實質產出（Real GDP）持續成長但實質薪資卻呈現停滯的費解現象

## 每工時實質薪資與每工實質產出的累積成長率: 1981-2014 年



# 可能解釋

---

- 勞動報酬份額下降（ aka資本家剝削勞工）
  - 黃登興等（2014）、陳香如等（2014）、朱敬一等（2015）
  - 勞動份額在1990年初達到最高點49%後逐年下降，至2002年降至42%便停滯上下波動至今
- 薪資佔勞動報酬比率下降（勞工拿到非薪資形式的報酬）
  - 勞健保提撥沒有計入實質薪資
  - 薪資佔勞動比例從1990年的91%下滑到2014年的86%
- 產出和消費的相對價格下滑

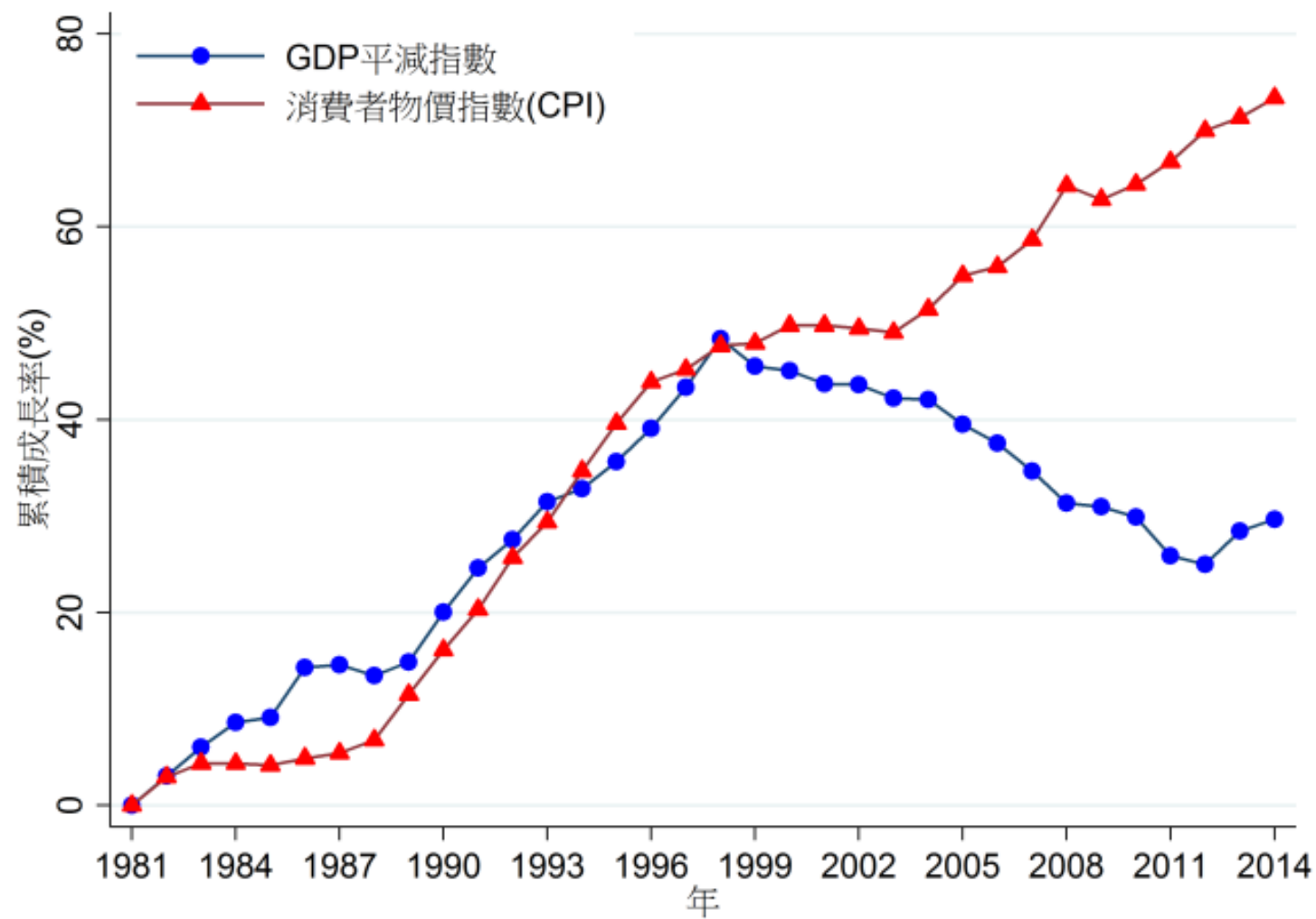
# 產出和消費的價格指標概念釐清

---

- 實質產出衡量生產力，估算國內生產數量
- 實質薪資衡量購買力，代表勞工薪資能換取的消費數量
- 為了計算實質數量，兩者皆排除物價影響，但使用不同物價指標
- 生產通常用GDP平減指數變動；消費通常用消費者物價指數CPI變動
- 1990年以來，消費價格（CPI）持續上漲；產出價格（GDP平減指數）反轉走跌



## GDP 平減指數 v.s. CPI



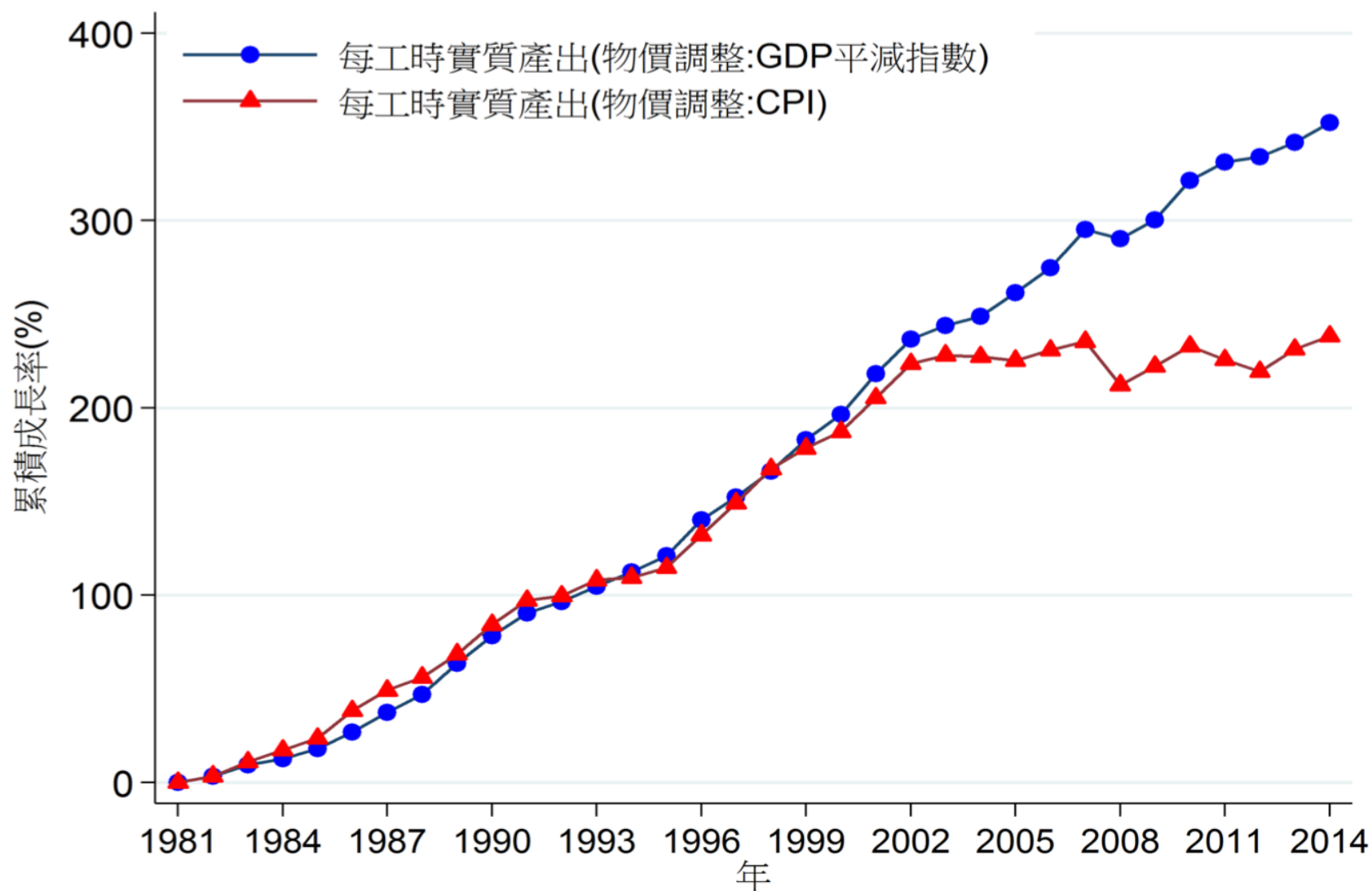
# 實證結果（林依伶與楊子霆，2017）

---

- 實證結果顯示實質薪資與實質勞動生產力在2002-2014年的成長率差異絕大部分（87%）來自於**產出**價格相對**消費**價格的下降
- 如果我們將實質GDP也用CPI進行調整，大約也在2002年後開始出現停滯
- 這代表儘管我國**產出數量**持續增長但所能換取的**消費數量**早已停止成長

# 每工時實質產出的累積成長率: 1981-2014 年

GDP 平減指數 v.s. CPI



# 實證結果（林依伶與楊子霆，2017）

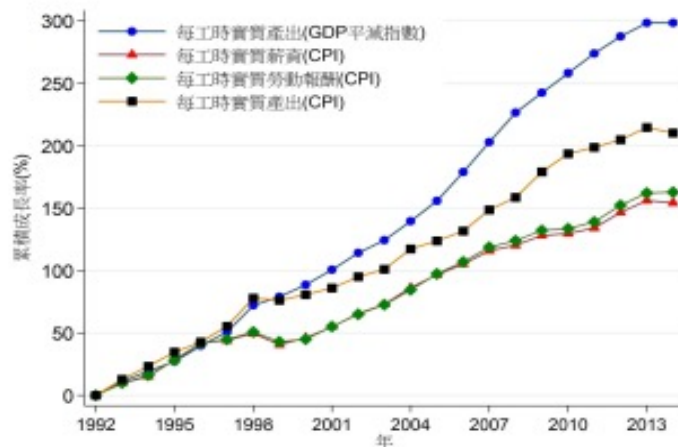
---

- 研究進一步發現購買力下降與**出口**相對**進口**價格下滑有關
- 進口方面，影響台灣進口價格主因的原油價格，在2002年後開始大漲
- 出口方面，台灣出口主力資通訊（ICT）產業的產品價格，在2002年後快速下跌
- 韓國也有類似問題但比台灣輕微，原因可能在於
  - 南韓出口結構仰賴ICT比重（38%）較台灣低（50%）
  - 南韓服務業產出價格與出口價格遠高於台灣

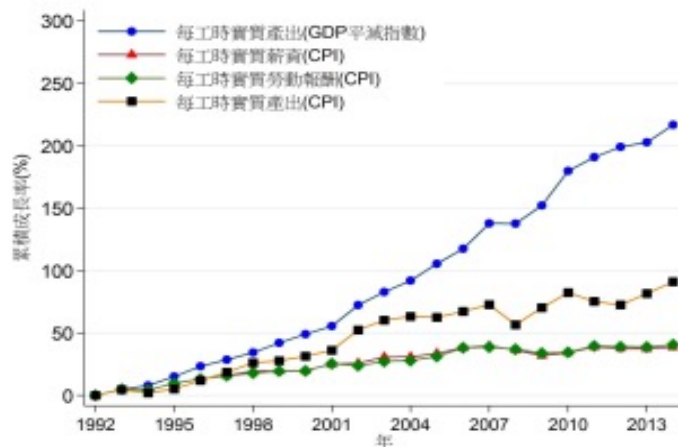
# 每工時實資薪資與勞動生產力成長脫勾: 台灣與南韓的比較

工業

(a) 南韓: 每工時實質產出、實質薪資與實質勞動報酬



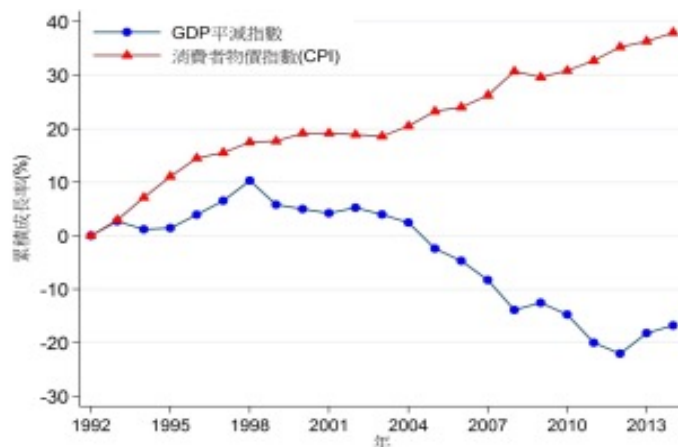
(b) 台灣: 每工時實質產出、實質薪資與實質勞動報酬



(c) 南韓: GDP 平減指數與 CPI



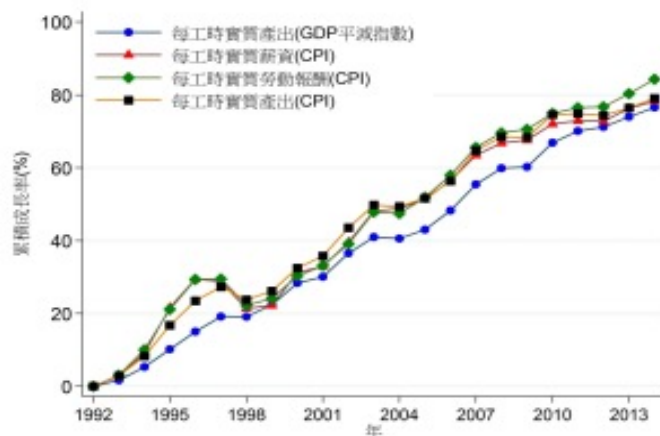
(d) 台灣: GDP 平減指數與 CPI



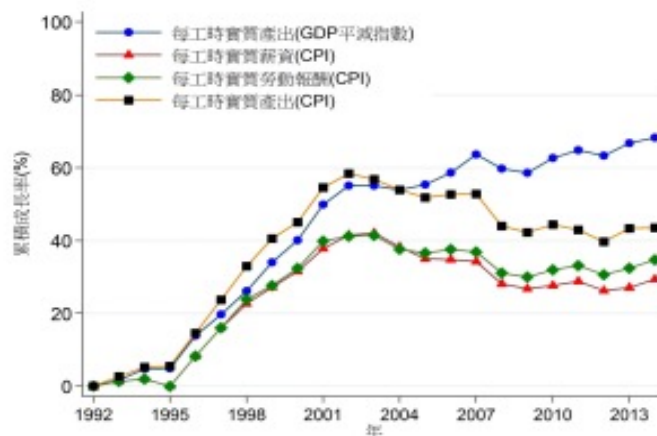
# 每工時實資薪資與勞動生產力成長脫勾: 台灣與南韓的比較

服務業

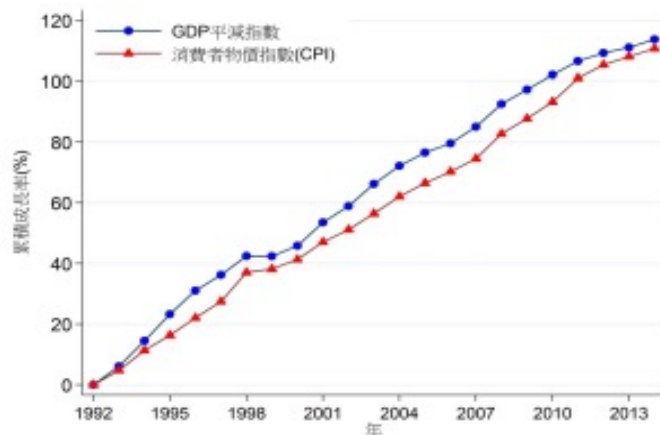
(a) 南韓: 每工時實質產出、實質薪資與實質勞動報酬



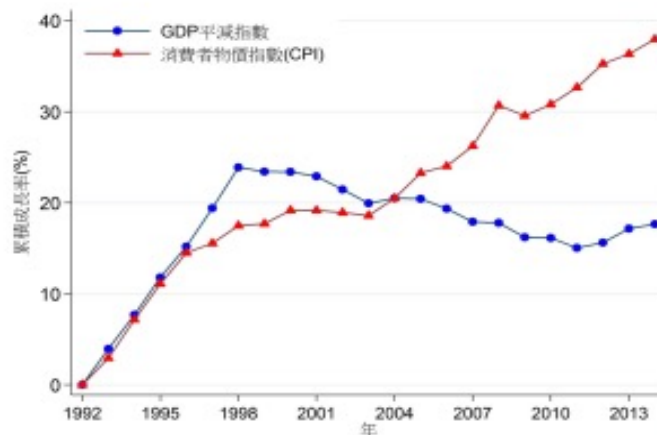
(b) 台灣: 每工時實質產出、實質薪資與實質勞動報酬



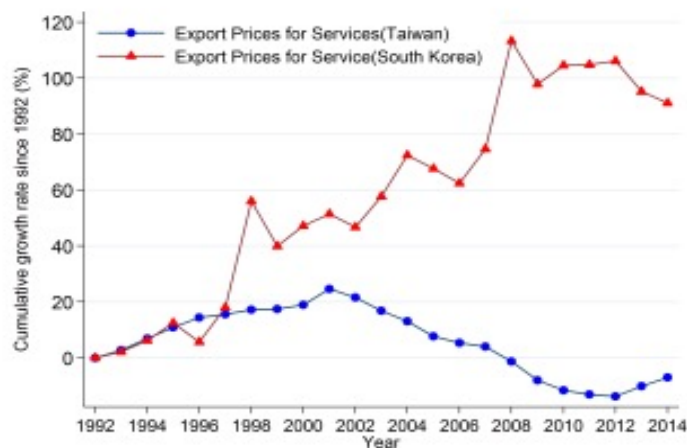
(c) 南韓: GDP 平減指數與 CPI



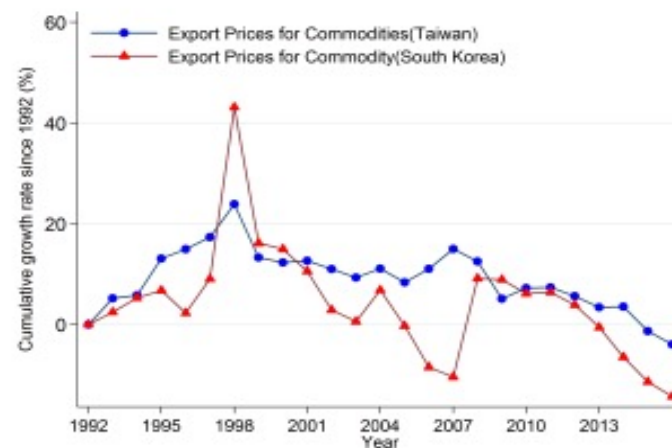
(d) 台灣: GDP 平減指數與 CPI



# 服務與商品出口價格成長率：台灣與南韓的比較



(a) 服務出口價格



(b) 商品出口價格

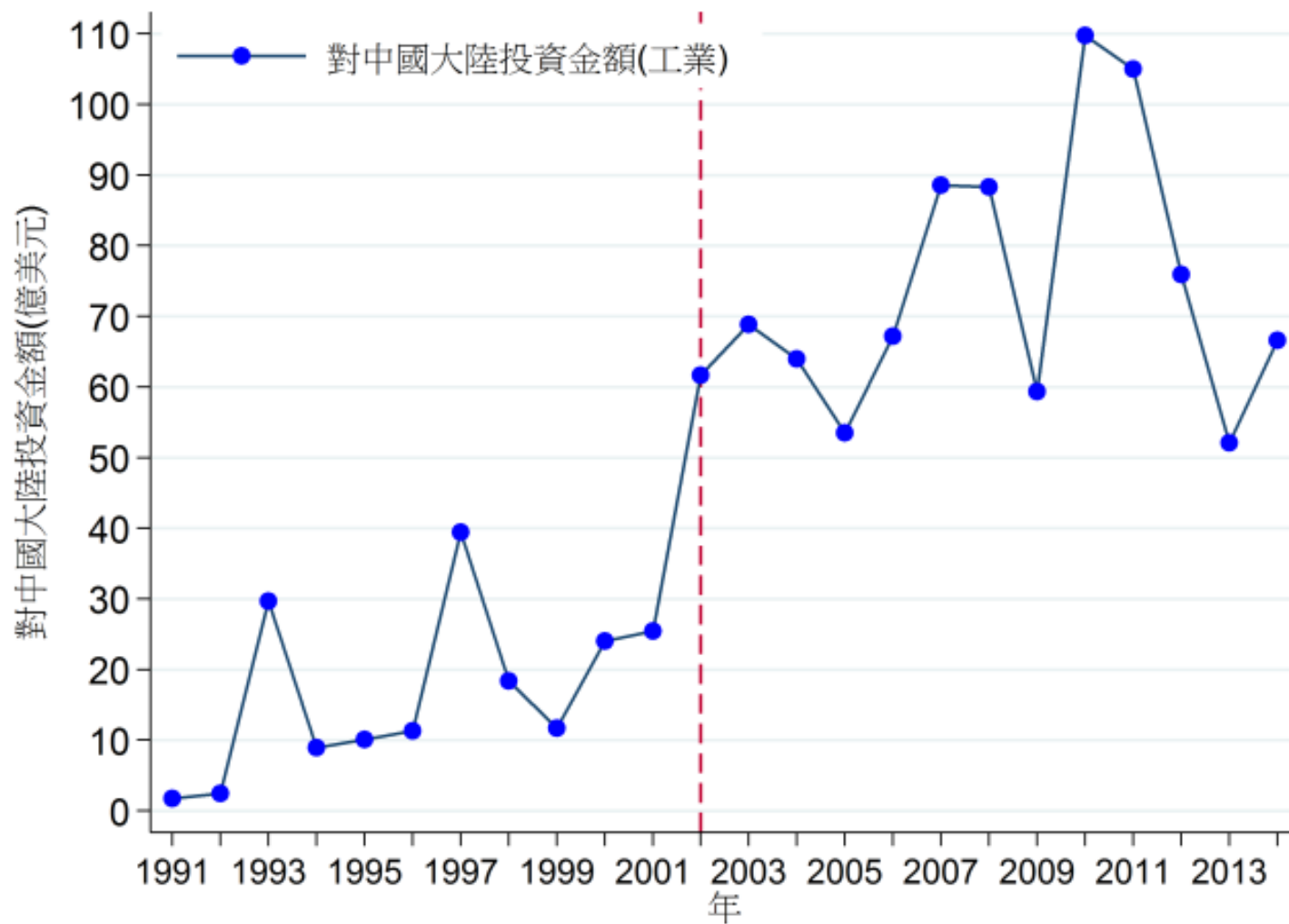
# 討論：兩岸分工與結構

---

- 台灣與中國在2002年前後加入WTO
  - 中國關稅大幅下降
- 政府在2002年放寬對中國的投資限制
  - 「戒急用忍」改為「積極開放、有效管理」
  - 開放高科技產業赴陸投資



## 對中國大陸投資金額: 工業



# Takeaways

---

- 經濟衰退政府往往採取寬鬆貨幣政策刺激投資
  - 由此造成的通貨膨脹如同稅收，使財富由持有現金的人流向持有商品或資產的人
  - 低利率下多餘資金可能流入股市房市推升資產價格或者流向無效率企業
  - 在國際金融上造成本國貨幣貶值，而貨幣貶值具有對進口商課稅對出口商補貼的財富重分配效果
  - 台灣維持了近20年的低利率與疲軟的台幣
- 以CPI消除GDP物價影響後，台灣在2002年後至今實質生產力與薪資皆呈現停滯
  - 僅著眼於改善勞動報酬分配的政策，可能無法有效改善薪資停滯問題
  - 主要受資通訊產品出口價格下跌、能源進口價格上漲影響
  - 低利率與低匯率對台灣出口業的補貼，在資通訊出口品持續跌價的國際貿易環境下，或許值得重新審視其效率