

国际金融危机后台湾的金融稳定政策

国际金融危机后台湾的金融稳定政策	台湾研究	2011年第2期总第108期第44页	独立完成
------------------	------	--------------------	------

内容摘要:

本文对国际金融危机后台湾金融稳定政策的背景、内容、特点与效果进行分析。

关键词: 国际金融危机 台湾 金融政策

朱 磊*

国际金融危机后,美国等主要发达国家实施量化宽松货币政策导致国际资金大量涌入新兴市场,台湾也面临汇率升值和物价上涨的压力。为此,台湾金融主管部门采取一系列稳定金融形势的举措,较好地控制了物价上涨速度,但在抑制房价飙升和汇率升值方面未能实现预期目标。

一、背景与主要内容

2008年国际金融危机爆发后,由于房地产市场持续低迷、信贷市场萎缩、

*作者为中国社会科学院台湾研究所经济研究室主任,副研究员、经济学博士。

实体经济复苏相对缓慢以及失业率居高不下，以美国为首的主要发达国家均采用了宽松的货币政策。美国基准利率已降低到接近零的水平，传统货币政策工具虽已竭尽所能，但效用微弱，于是美联储推出各种临时性政策工具向金融市场注入资金。美联储继 2008 年 3 月推出总额高达 1.75 万亿美元的第一轮量化宽松货币政策后，2010 年 11 月又正式推出购买 6000 亿美元长期国债的第二轮量化宽松货币政策。为寻求经济复苏与增长，欧洲、日本也跟随美国实施极度宽松的货币政策，使全球流动性异常充裕。具有国际货币地位的美元的大量发行对包括台湾在内的新兴市场带来三大主要冲击：热钱流入、物价上涨和汇率升值。

第一，热钱流入。在欧美利率保持低位、经济增长缓慢的背景下，国际热钱通过各种途径涌向经济增长较快的新兴市场。2010 年中，台湾“中央银行”发现：在台湾登记的 1 万多家境外机构投资人帐户中，少数 20 几家汇出入的资金占到全体外资汇出入金额的 40%；¹进而推断，在外国人新台湾币存款帐户及公债的疑似炒汇热钱约有 3700 亿元新台湾币，²这些热钱很可能造成“金融动荡”。

第二，物价上涨。欧美量化宽松货币政策导致全球通胀预期上升，推动能源与资源类产品价格上涨，台湾对这些产品进口具有较高的依赖性，国际原材料价格攀升容易传导至岛内批发物价指数(PPI)，并逐步传导至消费物价指数(CPI)，造成输入型价格上涨。2010 年初台湾输入性通胀压力渐增，前 2 月以美元计价的进口物价年增率平均为 14.34%，CPI 年增率升至 1.3%，4 月 PPI 升至 9.09%，创下 20 个月以来的新高。另外，房地产泡沫迹象严重，岛内全体银行房贷占总贷款比重高达 38.3%，占 GDP 比重达 52%。³

第三，汇率升值。近十年来，新台湾币兑美元汇率始终维持在 35 元至 30 元的区间内波动。受国际金融危机冲击，2009 年 3 月 2 日新台湾币贬至 35.174

元的最低位,后因景气复苏汇率止贬回升,2010年以来升值势头持续增大。2010年6月19日中国人民银行宣布“进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性”,市场对人民币升值的预期也影响到国际热钱对新台币的炒作。一方面台湾对大陆的经济依赖度高,贸易依赖度近30%,出口依赖度超过40%,人民币升值也会连带新台币升值;另一方面台湾采用完全浮动汇率制度,资本帐户开放,国际热钱进出容易。台湾“中央银行”判断,外资在台湾有5200亿元(新台币,下同),扣掉1500亿元合理的周转金之后,还有2500亿元买公债及1200亿元放在存款。台湾公债殖利率远低于美元和欧元公债殖利率,外资不买欧美的公债而买的是台湾公债,这是不合理的赚钱方式,且放在存款的1200亿元本该进入股市却没有进入股市,说明外资真正的目的是要炒作新台币汇率。⁴

为稳定金融形势,自2010年6月起,台湾拉开以“打通膨、打炒房和打炒汇”为特征的新一轮货币紧缩政策,以化解国际资本流动对台湾金融形势的冲击。

第一,调高利率缓解通膨压力。台湾“中央银行”继2010年3月25日宣布货币政策由“量化宽松”转为“适度宽松”后,6月24日起调高再贴现率、担保贷款融通利率、短期融通利率等各半码(0.125个百分点),同时宣布将适时以发行定期存单等公开市场操作以收缩资金。此次台湾“中央银行”抢在中、美、韩之前升息,打破了过去“跟在美国之后”升息的惯例,显示岛内资金过剩严重,也标志着台湾货币紧缩政策的开始。此后台湾“中央银行”又分别于9月和12月两次升息,每次均为半码。

第二,以选择性信用管制措施抑制房价。台湾“中央银行”在调升投资者的贷款比例、利率加码均无明显效果后,6月24日针对大台北都会区采取针对性审慎措施。对象主要是已有房贷、还要办第二套房贷、且购屋地点座落在台北市全

区、及新北市十个县辖市的房贷客户。管制措施主要包括：贷款最高 70%；全面取消宽限期；严禁银行利用修缮、周转金等其他贷款名目变相增加房贷比例。12 月 31 日又加大力度，除扩大房贷选择性信用管制范围外，土地建筑融资也一并纳入管制，具体包括：最高贷款比例由先前规定的 70%降至 60%；办第二套房贷的对象除自然人外，公司法人户也一并纳入。土建融资方面，除借款人要提出具体兴建计划外，贷款额以土地成本的 65%为限，且其中 10%要等动工兴建后才能拨贷；同样不得以周转金等其他贷款名目额外增加贷款金额。

此外，台湾当局还采取财政手段配合抑制房价。2011 年 1 月 26 日台湾“财政部”与“内政部”公告，即日起废止 1985 年颁布的停征空地税，“地方主管部门”可课征高于地价税 2 到 5 倍的空地税或是照价收买，加重持有成本，防止建商或私人炒地皮。3 月 10 日，台湾“行政院”通过《特种货物及劳务税（俗称“奢侈税”）条例》草案，拟对岛内房地产投机行为与高档消费课税。该税种是马英九上台后开征的第一项新税，课税对象包括三类：第一类是房屋及都市土地，在持有一年内转手出售，按每次售价对出售人课税 15%，一至两年出售则课税 10%；第二类是售价 300 万元新台币以上的私人汽车、飞机与游艇等奢侈品；第三类是每次 50 万元新台币以上的特种劳务。其中以第一类税收为主体，约占“奢侈税”总收入的 87%。台湾“财政部”估计，考虑到免税对象，该税的稽征对象只涉及每年房地产交易量的 5%，约 2 万户，但对抑制房地产投机应有强烈效果。

第三，以公开市场操作和资本流动管制打击炒汇行为。2010 年下半年台湾“中央银行”通过公开市场操作与国际炒汇热钱展开了激烈的汇率大战，最终新台币兑美元汇率由 6 月份的 32 元升至年底的 30 元，升幅 6%。资本流动管制方面，台湾当局通过要求外资依申报用途使用资金、大额结汇通报系统和金融检查

3 种方式，管制国际资本快速流入，避免汇率波动加剧。同时进行的手段还包括：8 月要求外资的融券保证金改为美元等外币缴纳；11 月通过“金管会”对外资持有公债的部位做出限制，超限的部位只能持有到期而不得新增；以及请外资喝咖啡进行道德劝说等。

二、政策特点

1997 年亚洲金融危机以来，台湾金融主管部门多次在金融动荡时期采取较为适当政策使台湾经济免于过大冲击，其金融稳定政策具有以下风格和特点：

第一，价格型政策工具优先于数量型政策工具。台湾“中央银行”更多使用利率等价格型工具，而极少运用存款准备金率手段，主要是为避免调升存款准备金率对经济增长和银行利润的负面影响过大。近十年来，台湾当局的货币政策大体经历了“宽松 - 紧缩 - 宽松 - 紧缩”四个周期，均以利率升降为主：

2000 年-2004 年宽松期。2000 年互联网泡沫经济破裂使全球经济景气下滑，台湾也不例外。为刺激经济，台湾“中央银行”自 2000 年 12 月至 2004 年 9 月先后调降贴放利率 15 次，有效引导市场利率下降。同时，“中央银行”的再贴现率与担保贷款融通利率累计各调降 3.375 个百分点，导引金融业隔夜拆款利率、商业本票 1-30 天期次级市场利率、“中央银行”1-30 天期定期存单利率、及五大银行新承作贷款平均利率分别下降了 3.636、4.02、4.56 和 4.257 个百分点。同期岛内一般银行平均存款与贷款利率分别调降了 3.49 与 4.05 个百分点。以上六个市场利率的降幅都超过“中央银行”贴放利率的降幅。

2004 年-2008 年紧缩期。2004 年起，国际原材料价格上涨势头明显，台湾“中央银行”自 2004 年 10 月至 2008 年 8 月先后共 16 次调升贴放利率，累计提

高再贴现率与担保贷款融通利率各 2.25 个百分点，并一度提高存款准备率。在此期间，隔夜拆款利率、商业本票 1-30 天期次级市场利率、“中央银行”1-30 天期定期存单利率、及五大银行新承作贷款平均利率分别上扬 1.074、1.02、1.06 和 0.562 个百分点。同期岛内一般银行平均存款与贷款利率分别调降了 0.7 与 0.07 个百分点。这些指标的涨幅都不到“中央银行”贴放利率涨幅的一半。显示“中央银行”货币紧缩政策的效果不如前一阶段货币宽松政策的效果，主要原因是“中央银行”未对外汇储备快速积累所释出的准备货币积极有效冲销，使市场资金仍较宽松。⁵

2008 年-2010 年宽松期。2008 年下半年起，美国次级房贷引发全球金融危机，台湾“中央银行”为稳定金融并刺激经济景气，自 2008 年 9 月底将货币政策基调由紧缩改为宽松，在不到 5 个月的时间里 7 次调降贴放利率，累计调降 2.375 个百分点，同时调降存款准备率并采取扩大的附买回机制。该政策使市场利率一路降至无法再跌的超低水平。2009 年 2 月到 2010 年 3 月间，隔夜拆款利率、商业本票 1-30 天期次级市场利率、“中央银行”1-30 天期定期存单利率分别跌至 0.1%-0.14%、0.15%-0.25%与 0.57%的超低水平，岛内一般银行平均存款与贷款利率持续降至 2009 年第 4 季的 0.64%和 1.95%。此次宽松政策造成市场资金过度供给，加之资金需求因投资不振等原因而萎缩，导致流动性过大，物价上涨，房地产价格飙升，通货膨胀压力增大。

2010 年 6 月至今为新一轮紧缩期。台湾“中央银行”半年内 3 次升息，再贴现率、担保贷款融通利率和短期融通利率累计各调升 0.375 个百分点。截至 2010 年 12 月 31 日，再贴现率、担保贷款融通利率和短期融通利率分别为 1.625%、2%和 3.875%。除升息外，还配合调升部分存款准备率、扩大运用选择性信用

管制范围、公开市场操作等手段。

至于存款准备金率手段的运用，2008年9月以来，台湾当局只在2011年1月1日调升外资活期银行准备金率：以2010年12月30日外资活期存款余额为标准，以下准备金率为25%，超出部分则大幅增加至90%，使此后外资汇入的活期存款大部分置于台湾“中央银行”帐户。其考虑一是大部分的钱放在“央行”，多余的游资即无法在市场上兴风作浪，可以压抑游资过剩的问题；二是银行必须要把外资汇入的资金放在“央行”帐户，会使银行的资金报酬大幅降低，在资金收益受限的情况下，银行不仅会调降外资活存利率，更有可能提高外资的手续费。

第二，逆周期调控，但“降息快、升息慢”。2009年4月召开G20伦敦峰会以来，历次G20峰会都将体现“逆周期性政策特征”的宏观审慎政策框架列入公报文件。大陆方面中国共产党的十七届五中全会也明确提出要“构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架”。⁶台湾“中央银行”与全球主要经济体的做法一样，当岛内经济复苏势头强劲、物价上涨加速的时候，采取逆势升息，但速度较慢，2010年6月以来每季升息半码，这种做法也被岛内学者批评“力道不够”。⁷台湾当局的主要考虑：一是升息幅度过大会吸引更多国际热钱涌入，加剧汇率升值压力；二是大幅升息不利景气扩张；三是为配合岛内执政党各种选举的需要，在刺激经济景气时下手较重，而防范经济过热时力度较轻。

第三，采取管制措施，防止外资炒汇引发汇率大幅波动。台湾“中央银行”总裁彭淮南在2010年9月号《银行家杂志》(《The Banker》)发表专文，认为“须高度警惕国际资本流动可能产生的不良后果”，并抛出包括限缩金融机构特定业务、结合新兴亚洲央行共同干预、以及资本流动管制等“抗热钱三招”。在以资本流动管制措施打击炒汇方面，台湾“中央银行”不但要求外资汇入资金应依申报投

资岛内证券，并建立大额结汇案件通报系统，密切监控大额资金的进出，以防范资金频繁且大额的进出造成新台湾币汇率的大幅波动危及金融稳定。在新台湾币汇率突破 29 元“防线”的背景下，2011 年 2 月 9 日，台湾“中央银行”重启“三不一没有”的资本管制措施：不准做海外无本金交割远期外汇（NDF）、不准美元空单留过夜、不准在最后一盘挂单，以及没有交易凭证就不准帮出口商操作远期外汇，违反规定将受到电话警告或金融检查。⁸

第四，积极通过公开市场操作进行冲销干预。资本管制主要有三种方法：冲销干预、增加汇率弹性及财政紧缩，其中冲销干预是当前各经济体最常采用的方式，主要是中央银行在公开市场上发行票据，以回收多投放的基础货币。台湾实行浮动汇率制度，理论上不需要对外汇市场进行干预，但台湾“中央银行”为维持汇率与物价稳定，全力冲销过剩资金，自 2010 年 4 月至 2011 年 2 月 10 日，连续 11 度标售 364 天期定存单（NCD），超过 1 万亿元新台湾币，效果等同调高存款准备率 4.23 个百分点。⁹台湾“中央银行”副总裁周阿定表示，“央行”政策目标就是通过公开市场操作回收资金，降低货币供给，将 M2 年增率控制在 2.5-6.5% 的目标区域，减轻物价上扬的压力。¹⁰

三、效果及影响

台湾当局 2010 年以来的金融稳定政策在抑制通货膨胀方面取得一定成效，但截至 2011 年春节，打击炒汇和炒房未能达到预期目标。

第一，物价涨幅有限，但通膨压力仍在。2010 年 12 月岛内 CPI 控制在 1.25% 的水平，低于亚洲其它主要经济体。但台湾“主计处”调升 2011 年全年 CPI 将上涨至 2.04%，台湾经济研究院则预估为 2.47%，高于“经建会”设定的 2% 的目标。

物价水平还将持续走高的原因，主要是国际原油、原材料及粮食价格大幅飙升引发的全球通胀压力。2011年2月初，油价受美元贬值影响连创新高；农产品价格受全球气候异常影响飙升，其中糖价接近30年来高点，棉花更创下历史新高，黄豆、小麦、玉米、稻米也出现两年多来的高价位。此外岛内货币供给增加也会推升物价，台湾M2年增率已由2010年5月的3.4%升至11月的5.17%。¹¹2011年3月10日彭淮南在向“立法院”报告全年业务时首度明确承认台湾“正面临输入性通胀压力”。

第二，汇率大幅升值，屡破台湾当局防线。随着2010年下半年国际资本流入压力不断增大，台湾“中央银行”在公开市场强力干预后仍未能阻挡热钱攻势，2011年1月7日新台湾币升破30元的“防线”，并在2月8日盘中突破29元“防线”，升至28.89元，创近13年来新高，与2009年最低位相比升幅已达21.75%。

12

第三，房价再创新高，涨势难以遏制。虽然台湾当局广泛采取信用及财政手段抑制上涨过快的房价，但未对市场产生实质有效影响，全台湾房地产预售市场仍不断升温，并不断创下历史新高。根据1月26日公布的“国泰房地产指数2010年第4季报告”，台北市预售价格创下每坪平均63.39万元新台币（折合每平方米4.26万元人民币）的新高，¹³新北市也受到带动，房价与成交量均连续两季创下新高。岛内学者从房租与收入估算，台北市泡沫价格约占房价43%。¹⁴信义房屋公布的“2010年第4季信义房价指数”显示，台北、新北、台中、高雄等都会区全年至少有8%以上的增幅，高雄市第4季增长率高达13.6%，增幅超过大台北地区。¹⁵

总体上，台湾属于浅碟型小型开放经济体，维持金融稳定难度较大，因此岛内民间到官方的主流意见虽然一直是主张尽可能少地干预市场，但避免市场大幅震荡往往需要更严厉的举措。而从此次密集出台金融稳定措施的效果来看，力度较轻，政策成效并不显著，显示台湾金融调控还需实施更有力的积极干预。另一方面，台湾抑制通货膨胀迄今尚较为成功，很大程度上得益于台湾将稳定物价作为货币政策首要目标，输入型通胀压力被新台币汇率升值抵消不少，同时台湾以行政手段控制油、糖等原料价格，并通过价格型政策工具调节货币供给量，从而起到抑制通胀的作用。

注释：

¹ 杨金龙：《资本移动与金融稳定》，台湾《台湾银行家》2010年8月号。

² 台湾《中国时报》2010年10月20日。

³ 郑贞茂：《央行下一步每季升息半码》，台湾《台湾银行家》2010年7月号。

⁴ 台湾《中国时报》2010年11月9日。

⁵ 许嘉栋：《低利率不利金融业经营》，文中提到：2004年10月至2008年9月间，台湾“中央银行”因买进外汇而释出的准备货币高达11719亿元新台币，而通过发行定期存单与收受金融机构转存款而冲销的准备货币量仅为6026亿元，净增加的准备倾向量占2004年9月底准备货币量的33%。【台湾】《台湾银行家》2010年4月号。

⁶ 周小川：《金融政策对金融危机的响应—宏观审慎政策框架的形成背景、内在逻辑和主要内容》，2010年12月15日，中国人民银行网站。

⁷ 林祖嘉：《每次仅升半码力道不太够》，“国家政策研究基金会”网站：<http://www.npf.org.tw/post/1/8593>。

⁸ 台湾《经济日报》，2011年2月9日。

⁹ 台湾《中国时报》，2011年1月27日。

¹⁰ 台湾《经济日报》2011年2月10日。

¹¹ 台湾“中央银行”网站统计资料。

¹² 台湾《联合报》2011年2月9日。

¹³ 台湾《工商时报》2011年1月27日。

¹⁴ 台湾《经济日报》社论2011年2月9日。

¹⁵ 台湾《中国时报》2011年1月26日。