

五、論新台幣匯率

新台幣採**管理浮動匯率制度**，原則上，匯率由外匯市場**供需決定**，但國際資金大量且快速移動，已成為新台幣匯率變動之主因。本行基於法定職責維持外匯市場秩序，在必要時採**逆風操作**(leaning against the wind)增進市場效率，維持金融穩定。本行匯率政策**過去如此**，**現在也是如此**。茲提供以下說明，以利各界瞭解。

(一)新台幣匯率制度

1. 自 1989 年 4 月起¹，本行採行**管理浮動匯率制度**(managed floating regime)。
2. 管理浮動匯率制度具有彈性，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；而**台灣貿易依存度高且經濟規模小**，**資本移動十分頻繁**，匯率波動程度不宜過大，**適合採行管理浮動匯率制度**。

(二)本行匯率政策

1. 原則上，**新台幣匯率由外匯市場供需決定**，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率**過度波動**(excess volatility)或**失序變動**(disorder movements)，而不利於經濟金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。此外，本行也會衡量國內外經濟金融情形，調節外匯市場，以**緩和景氣循環波動**。
2. **匯率的動態穩定**對小型開放經濟體**至關重要**²，本行匯率政策立場一致，**過去如此**，**現在也是如此**。

¹ 參考財團法人台北外匯市場發展基金會「台灣的匯率制度與外匯管理自由化」第 27 頁，專題二。

² IMF (2010), "Chapter I: Moving to Sustainable Growth: Risks and Challenges," *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, Oct.。

3. 維持外匯市場秩序為中央銀行法³賦予本行的職責，亦為各國央行的共識。
4. 本行於必要時採**逆風操作**，旨在**減輕匯率波動幅度，而非扭轉趨勢**。根據行為金融學(Behavioral Finance)⁴之分析，逆風操作可**減緩匯率過度波動**，使外匯市場更有效率。

- 若匯率趨勢為水平線(圖 1-1)：在匯率變動幅度過大時，央行進場調節，以減緩匯率變動幅度。
- 若匯率趨勢向下或向上(圖 1-2 與 1-3)：央行**不會也沒有能力改變匯率趨勢**，僅能**減緩匯率過度波動**。

圖 1-1 假設趨勢水平之外匯市場調節

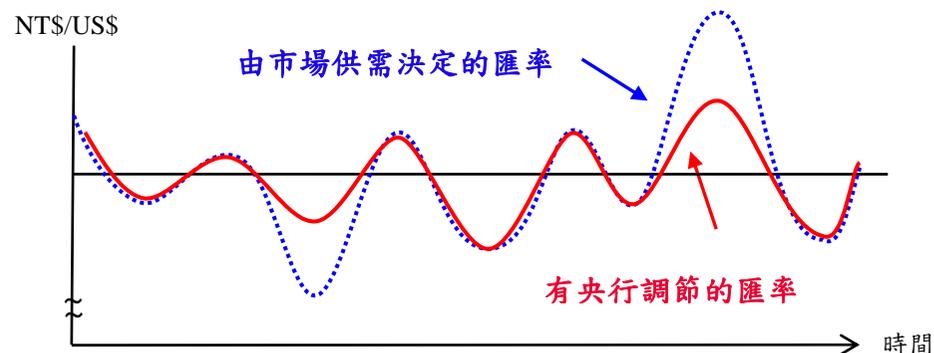


圖 1-2 假設趨勢向下之外匯市場調節

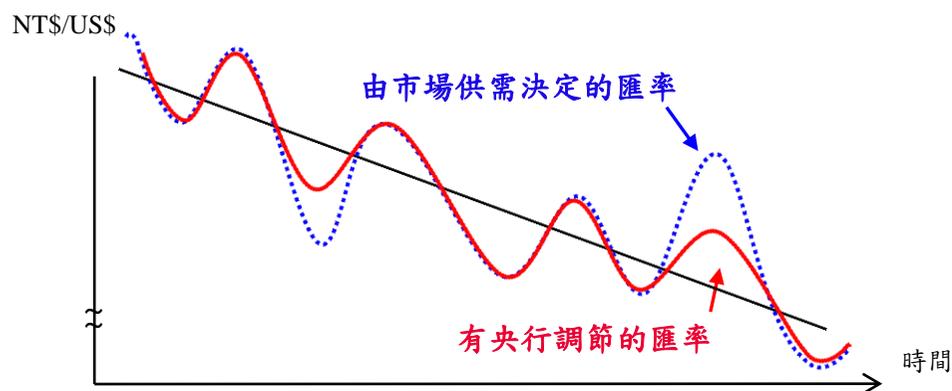
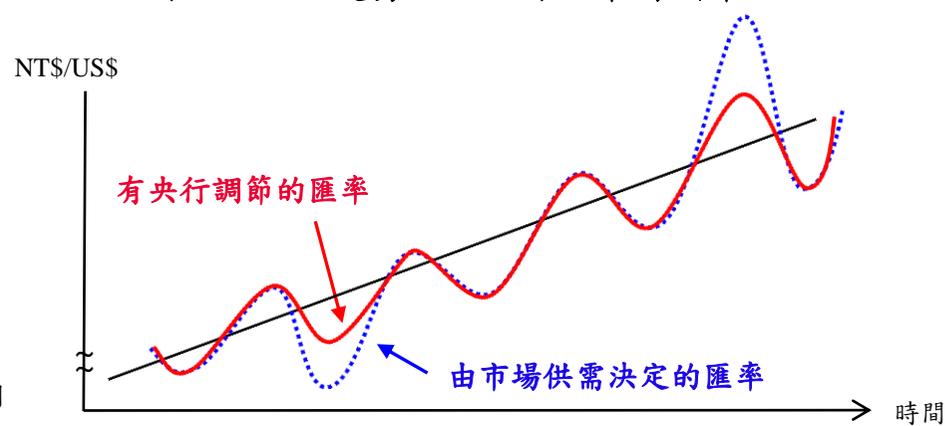


圖 1-3 假設趨勢向上之外匯市場調節



註：匯率的時間數列(O) = 趨勢值 × 循環性因素 × 季節性因素 × 不規則因素，即 $O = (\text{Trend, T}) \times (\text{Cyclical, C}) \times (\text{Seasonal, S}) \times (\text{Irregular, I})$ 。央行在外匯市場的調節**並非扭轉匯率的長期趨勢，而是在匯率變動過大時，減緩其變動幅度，即減輕 C、S 及 I 之影響**。

³ 「中央銀行法」第 2 條規定，央行的經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展。其中，對內幣值穩定指物價穩定，而對外幣值穩定指匯率動態穩定。另據，第 34 條規定，央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。

⁴ 參考 De Grauwe, Paul and Marianna Grimaldi (2006), *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press。

(三)新台幣匯率具反通膨與反景氣循環特性

1. 根據本行對於匯率反應函數(reaction function)⁵之實證研究(表 1 與附件)，亞洲主要貨幣中，**新台幣與新加坡幣**具有**反通膨**(anti-inflation)及**反景氣循環**(counter-cyclical fluctuations)特性。
2. 若國內物價漲幅偏高(如因國際原物料價格上漲)或實際產出偏高時，新台幣升值以抑制物價上漲與過熱的景氣；反之，新台幣貶值以刺激景氣。

表 1 匯率反應函數比較

	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。

⁵ 參見林依伶、張志揚與陳佩玟(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 2016 年第 4 季**)。其他相關研究亦可參考：Cavoli, T. and R. S. Rajan (2007), “Managing in the Middle: Characterizing Singapore’s Exchange Rate Policy,” *Asian Economic Journal*, 21(3), 321-342；Park, Won-Am (2008), “Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Korea,” Hongik University；Parrado, E.(2004), “Singapore’s Unique Monetary Policy: How Does It Work?” *MAS Staff Paper*, No. 31。

3. 各界對本行匯率與貨幣政策的表現給予肯定：

- (1) 吳致寧等(2011 與 2012)：不論新台幣在貶值或升值期間，央行皆採逆風向干預之貨幣政策⁶。
- (2) Cover, Hueng, and Yau(2002)：央行**貨幣政策的表現非常優異**，無法再藉由改採正式的法則來進一步提升績效⁷。
- (3) Ho and Yeh (2010)：台灣央行**貨幣政策十分有效**，對實質 **GDP 與物價具顯著影響力**⁸。
- (4) Huang and Lin(2006)、Chang (2005) 及 Chen et al.(2010)⁹：央行**貨幣政策明顯回應通膨缺口**。
- (5) 德國貝特曼基金會(Bertelsmann Stiftung)於 2016 年 2 月指出¹⁰，**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。台灣央行具有**完全獨立性**(fully independent)，**利率政策亦謹慎而可靠**，為**亞洲國家中聲譽最好的央行之一**。
- (6) 國際三大信評公司(Fitch、S&P 及 Moody's)連年對本行政策給予高度評價：
 - Fitch(2013/7)：台灣對外淨資產部位強健，**央行控制通膨得宜**，表現優於大多數同級評等國家。
 - S&P(2013/8、2014/5、2015/4、2016/4、2017/4)：央行貨幣政策極具彈性(strong monetary flexibility)，貨幣管理健全(sound monetary management)，使得**通膨率低且穩定...**。**相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟及金融的衝擊**。
 - Moody's(2013/10、2014/10、2015/7)：**央行審慎的貨幣政策**及資料揭露高度透明化，**有助台灣體制架構之強健...**。**央行貨幣政策有助提升民眾對金融體系及新台幣幣值之信心**。

⁶ 吳致寧、李慶男、張志揚、林依伶、陳佩玟和林雅淇 (2011)，「再論台灣非線性利率法則」，第三十九卷第三期，《經濟論文》，307-338；以及吳致寧、黃惠君、汪建南和吳若瑋(2012)，「再探台灣匯率制度」，第 40 卷第二期，《經濟論文叢刊》，261-288。不論新台幣在貶值或升值期間，央行皆採逆風向干預之貨幣政策。

⁷ Cover, James P., James C. Hueng, and Ruey Yau (2002), "Are Policy Rules Better Than the Discretionary System in Taiwan?" *Contemporary Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, 60-71。

⁸ Ho, Tai-kuang, and Yeh, Kuo-chun (2010), "Measuring Monetary Policy in a Small Open Economy with Managed Exchange Rates: the Case of Taiwan," *Southern Economic Journal*, Vol. 76, No. 3, 811-826。

⁹ Huang, Ho-Chuan (River) and Shu-Chin Lin (2006), "Time-varying Discrete Monetary Policy Reaction Functions," *Applied Economics*, Vol.38, Iss.4, Mar. 10; Chang Hui S. (2005), "Estimating the Monetary Policy Reaction Function for Taiwan: A VAR Model," *International Journal of Applied Economics*, p. 50-61, Mar.; Chen, Nan-Kuang, Ya-Chu Kuo and Hung-Jen Wang (2010), "The Reaction Functions of the Interest Rate and Foreign Exchange Intervention—the Case of Taiwan"。

¹⁰ Bertelsmann Stiftung (2016), *Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016*, Feb.。

(四)近年來短期資本進出為國內股價及匯率的重要影響因素；本年以來，外資匯入致新台幣升值

由於外資買賣台股須轉換外幣與新台幣，因而影響新台幣匯率。當外資匯入買超台股，台股股價走揚且新台幣匯率升值；反之，當外資賣超台股，股價下跌且新台幣匯率貶值。

短期外資移動對台灣股、匯市之影響

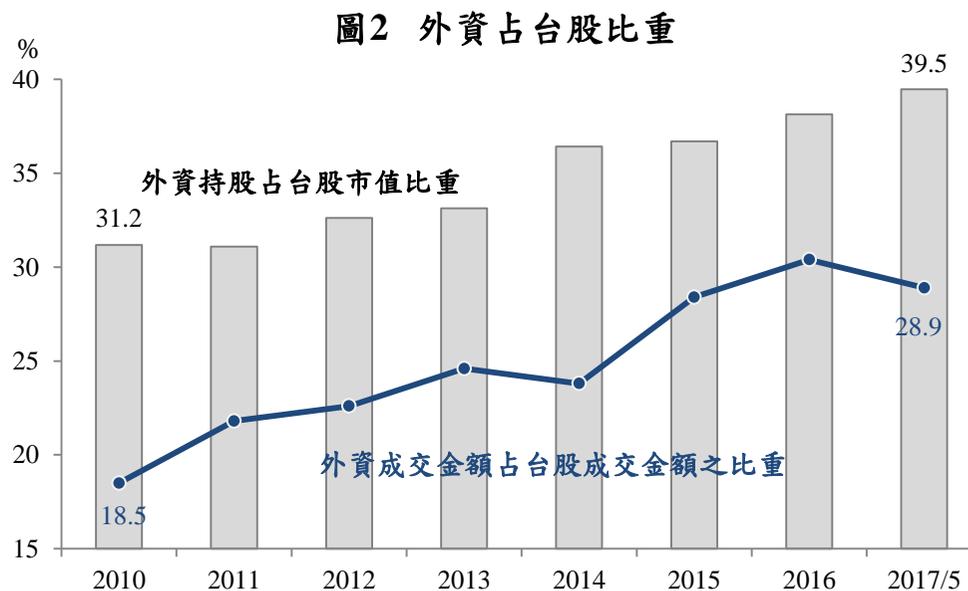
短期外資流入：外幣轉換為新台幣(買新台幣) → **新台幣升值**。
→ 買超台股 → **台股上漲**。

短期外資流出：賣超台股 → **台股下跌**。
→ 新台幣轉換為外幣(例如，買美元) → **新台幣貶值**。

1. 外資與股價

(1)近年外資持股占台股比重逐漸攀高

—2010年以來，外資占台股之交易量及存量均顯著增加，外資占台股集中市場**成交金額比重**由2010年的18.5%升至2017年5月之**28.9%**(圖2)；同期間**外資持股**占台股總市值比重則由31.2%攀升至**39.5%**之歷史新高。**外資對台股的影响益趨顯著**。



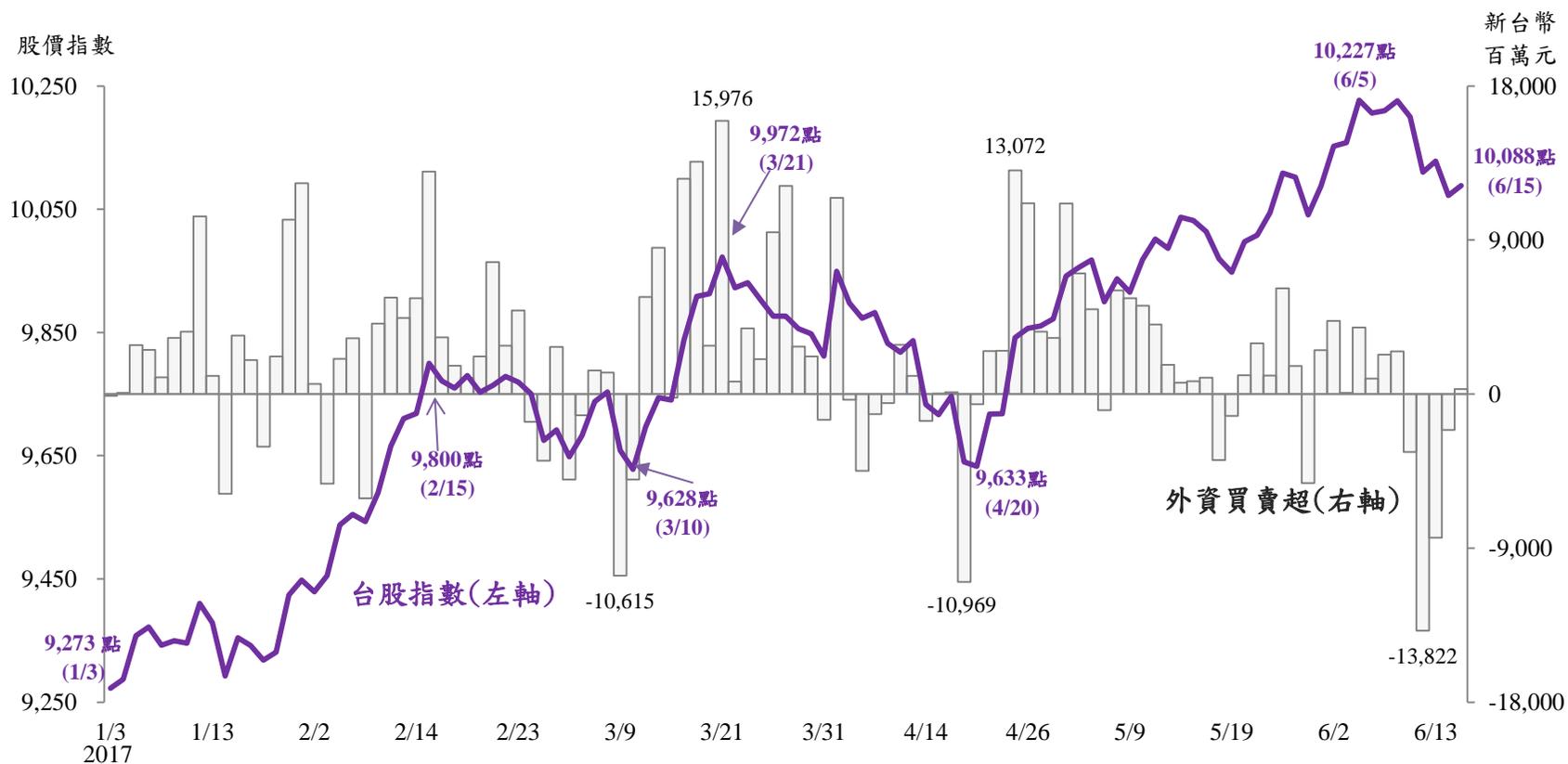
註：(1)外資持股含直接投資及證券投資，台股市值為上市櫃公司合計。

(2)外資成交金額占台股成交金額比重係以集中市場計算。

資料來源：金管會證期局

—本年以來外資大幅買超台股，積極做多權值股，推升大盤站上萬點，6月5日收盤為10,227點，創27年來新高。之後，股價指數隨外資賣超回檔下跌，至6月15日為10,088點(圖3)。

圖3 本年以來台股股價指數與外資買賣超

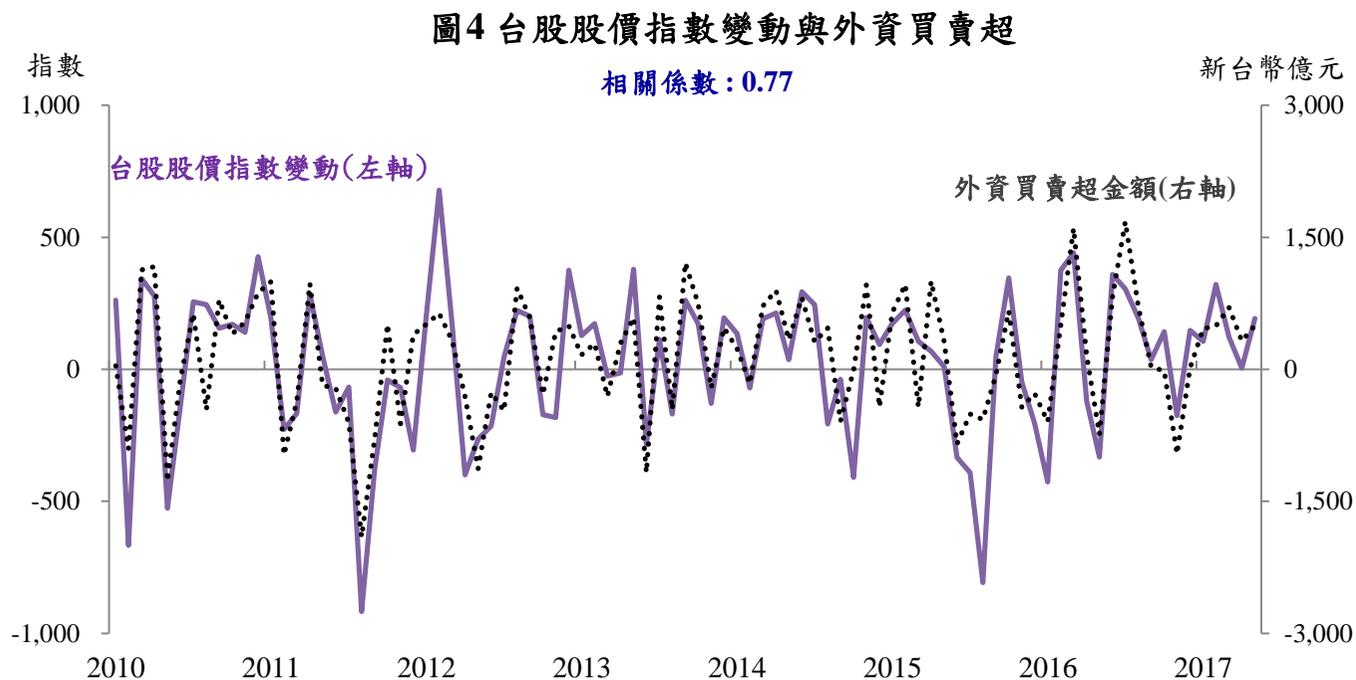


註：股價指數與外資買賣超均為集中市場資料。

資料來源：證交所

(2)外資買賣超與股價相關性

—外資買超(賣超)時，台股股價多呈上漲(下跌)，外資買賣超與台股股價變動呈**高度正相關**，相關係數高達0.77(圖4)，顯示外資動向明顯主導台股走勢¹¹。



註：股價指數與外資買賣超均為集中市場月資料。其中，股價指數變動=當期股價指數-前期股價指數。

資料來源：金融統計月報及證交所

¹¹ 本行透過結構性向量自我迴歸(Structural Vector Autoregressions, SVAR)分析發現外資買賣超係影響台股股價變動之主要解釋變數，且外資對台股之影響程度在全球金融危機之後更加提高。

(3)外資投資台股獲利甚豐

一由於我國**上市公司獲利佳**，加以**現金股利高**(表 2)，致台股受到**外資機構及主權基金**青睞，累計本年以來至 5 月底**買超**金額達 83.04 億美元，在亞洲主要股市中**居冠**(表 3)。

表 2 國內上市櫃公司盈餘及現金股利

	稅後盈餘		現金股利	
	金額 (億元)	年增率 (%)	金額 (億元)	外資獲配金額 (億元)
2015 年	18,011	-1.2	10,799	3,797
2016 年	18,306	1.6	11,428	4,053
2017 年	--	--	12,686	4,901
2017/Q1	4,289	25.2		

註：(1)現金股利資料來源為 TEJ，2015~2016 年外資獲配金額係依據證交所資料推估。

(2)外資獲配股利及持股含直接投資及證券投資。

資料來源：金管會證期局、台灣經濟新報(TEJ)、證交所

表 3 亞洲主要股市外資淨買賣超

單位：百萬美元

	台灣	南韓	印尼	泰國	印度	日本
2015 年	3,384	-3,581	-1,580	-4,372	3,274	3,523
2016 年	10,956	10,480	1,259	2,241	2,903	-39,762
2017 年 1 月	1,456	1,246	-73	178	-6	587
2 月	1,617	389	-60	-107	1,564	-4,110
3 月	2,509	3,131	759	113	5,141	-14,439
4 月	1,158	952	1,050	52	-345	13,627
5 月	1,565	1,636	-48	161	1,542	6,352
2017 年 1~5 月	8,304	7,353	1,629	398	7,896	2,017

資料來源：Bloomberg

一台股**現金殖利率**在主要股市僅**次於英國**(圖 5-1)，且台灣 1 年期存款利率僅 1.039%(圖 5-2)，外資積極投資台股，除了可**領取鉅額現金股利**(表 2)，亦賺取**股價價差**，**獲利甚豐**。

圖 5-1 主要國家現金股利殖利率



註 1：現金股利殖利率(Dividend yield rate)=過去一年發放之現金股利/當前股價。

註 2：美國為紐約道瓊指數。

資料來源：Bloomberg

圖 5-2 主要國家 1 年期存款利率

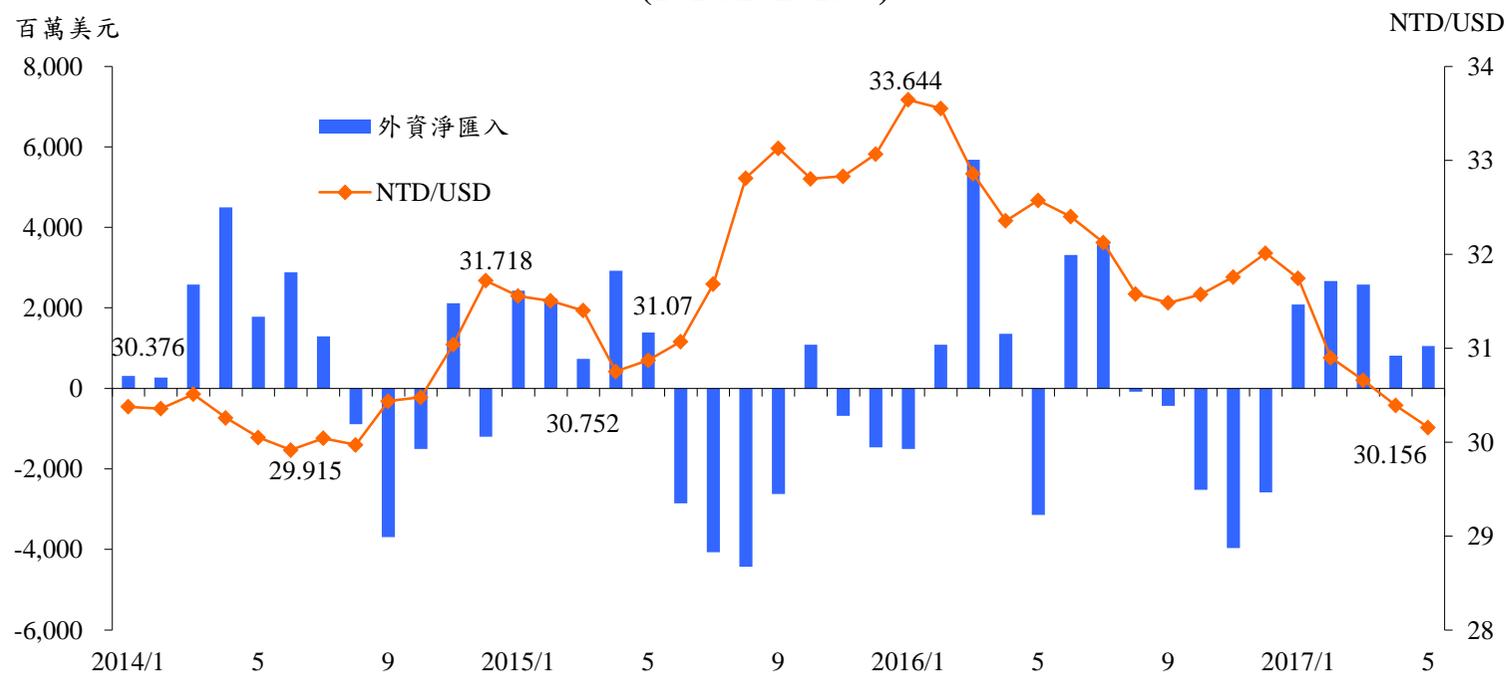


資料來源：Bloomberg

2. 短期外資進出為決定新台幣走勢的主要因素

- (1) 2017年5月全體外資資金進出占銀行間外匯交易之比率達43.8%，其中前20大外資進出金額占全體外資資金進出總額之比率為38.7%。
- (2) 外資的外匯交易量波動大，經常干擾外匯市場的交易價格。外資淨匯入時，美元轉換為新台幣買入台股，新台幣匯率多呈升值；外資淨匯出，賣出台股，將新台幣轉換為美元匯出，新台幣多呈貶值(圖6)。

圖6 外資淨匯入與新台幣對美元匯率
(2014/1~2017/5)



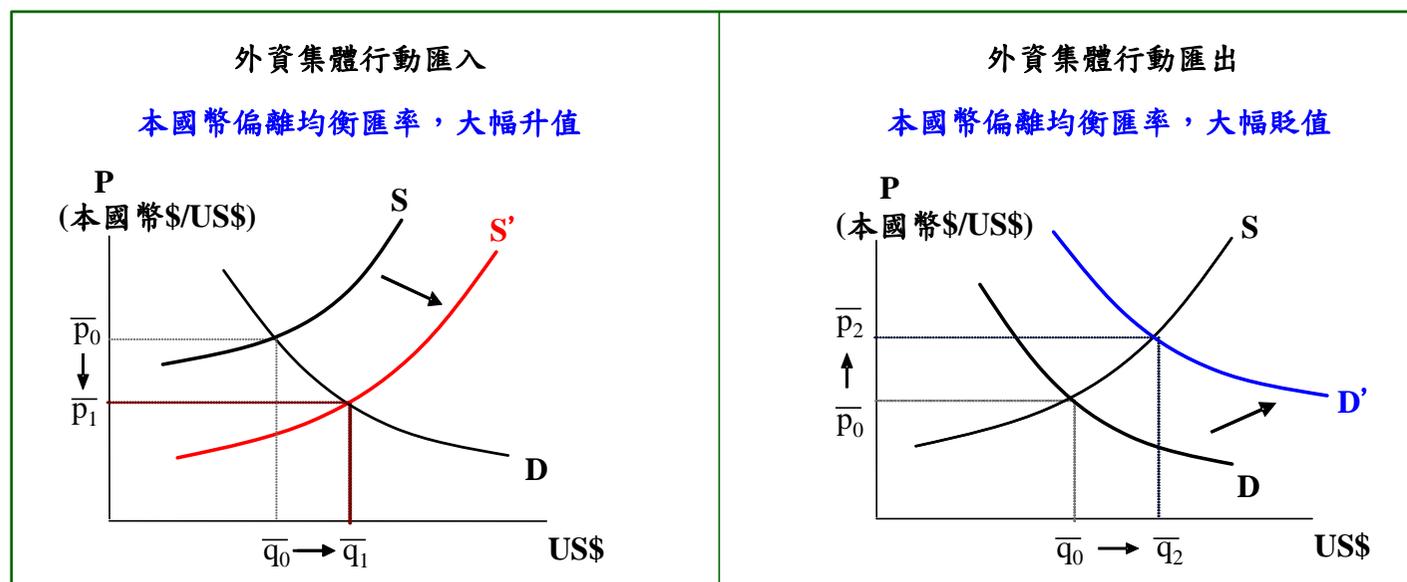
資料來源：中央銀行

(3)外匯市場中的投資人群聚行為(herding behavior)¹²，影響外匯供需，使匯率出現過度反應(overshooting)。

—外匯市場中，進行資產幣別轉換交易的外資，常受市場特定訊息影響，而集體同為買方或賣方，快速進行轉換交易；這種因動物本能(animal spirits)、不完全訊息(incomplete information)等所出現的群聚行為，常導致匯率過度反應，偏離基本面(圖 4)。

外資集體行動匯入，外匯供給量增加($S \rightarrow S'$)，本國幣升值 ($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_1$) (左圖)

外資集體行動匯出，外匯需求量增加($D \rightarrow D'$)，本國幣貶值 ($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_2$) (右圖)

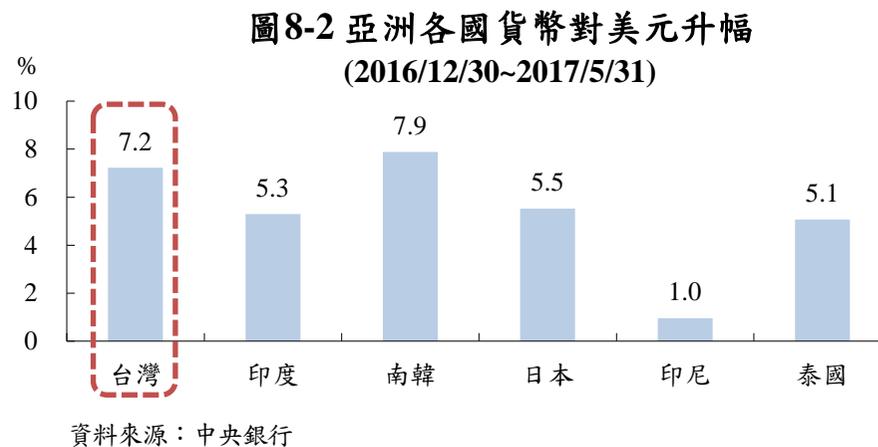
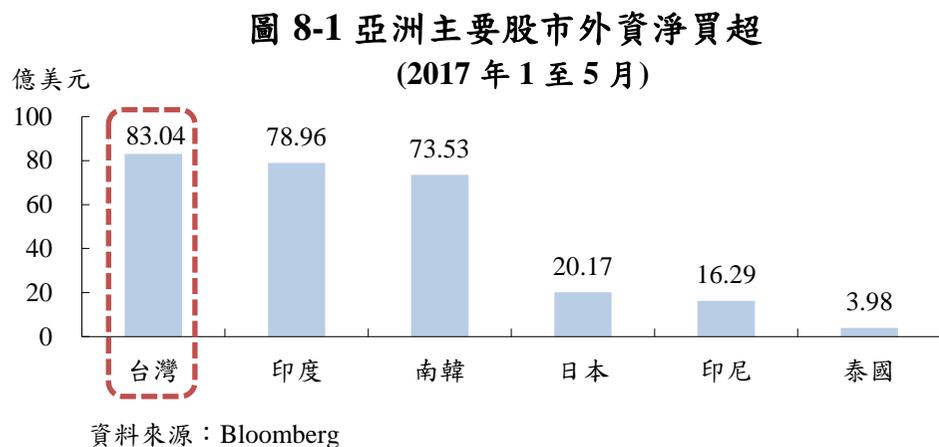


¹² Nirei, M., T. Stamatiou, and V. Sushko (2012), "Stochastic Herding in Financial Markets Evidence from Institutional Investor Equity Portfolios," *BIS Working Papers*, No 371.

3. 以**台灣、南韓、新加坡**為例，雖**基本經濟情勢各不相同**，但共同受到短期國際資本移動影響。2008年以來，新台幣、韓元及新加坡幣對美元走勢的**相關性高**(圖 7-1、圖 7-2)。



— 本年以來，**外資大量流入亞洲**，亞洲主要國家**外匯市場供給大量增加**(圖 8-1)，致亞洲貨幣普遍對美元升值(圖 8-2)¹³。



¹³ 相關資料請參見 2017 年 5 月 19 日中央銀行新聞參考資料「近期新台幣升值，主要係外資淨流入」。

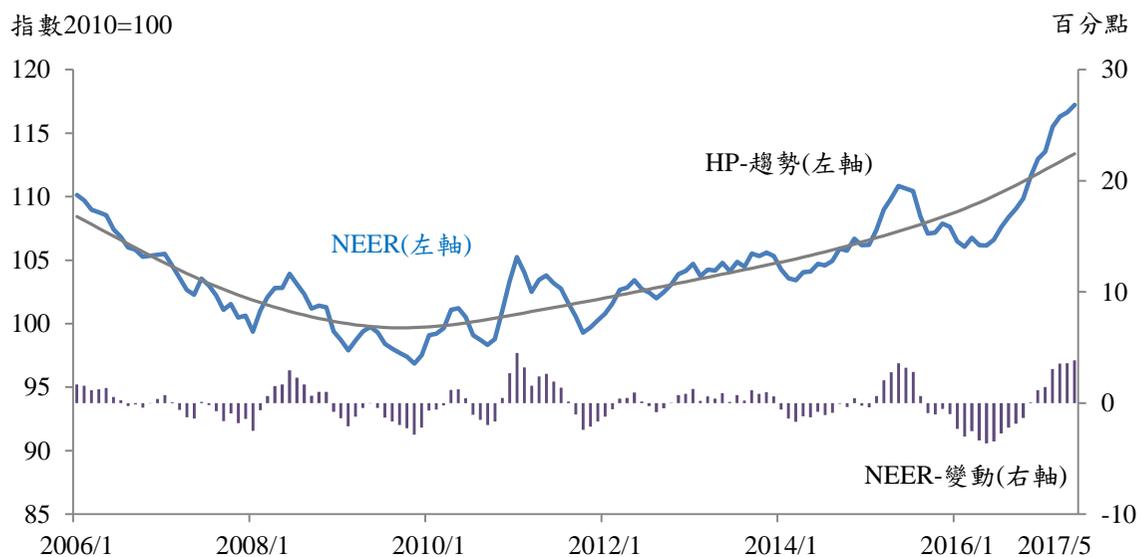
(五)新台幣匯率走勢

1. 名目有效匯率指數(Nominal Effective Exchange Rate Indices, 簡稱 NEER), 係一國貨幣對主要貿易對手國貨幣匯率 $\left(\frac{\text{外國貨幣}}{\text{本國貨幣}}\right)$ 指數的加權平均數¹⁴。

(1)新台幣名目有效匯率指數呈現**雙向變動**, 且自 2010 年以來趨勢向上, 顯示本行**未採行單向貶值或升值政策**(圖 9)。

(2)所謂央行「**阻升不阻貶**」、「**壓低匯率**」、「**長期阻升新台幣匯率**」等說法**與事實不符**。

圖9 新台幣名目有效匯率指數及其趨勢與波動



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。

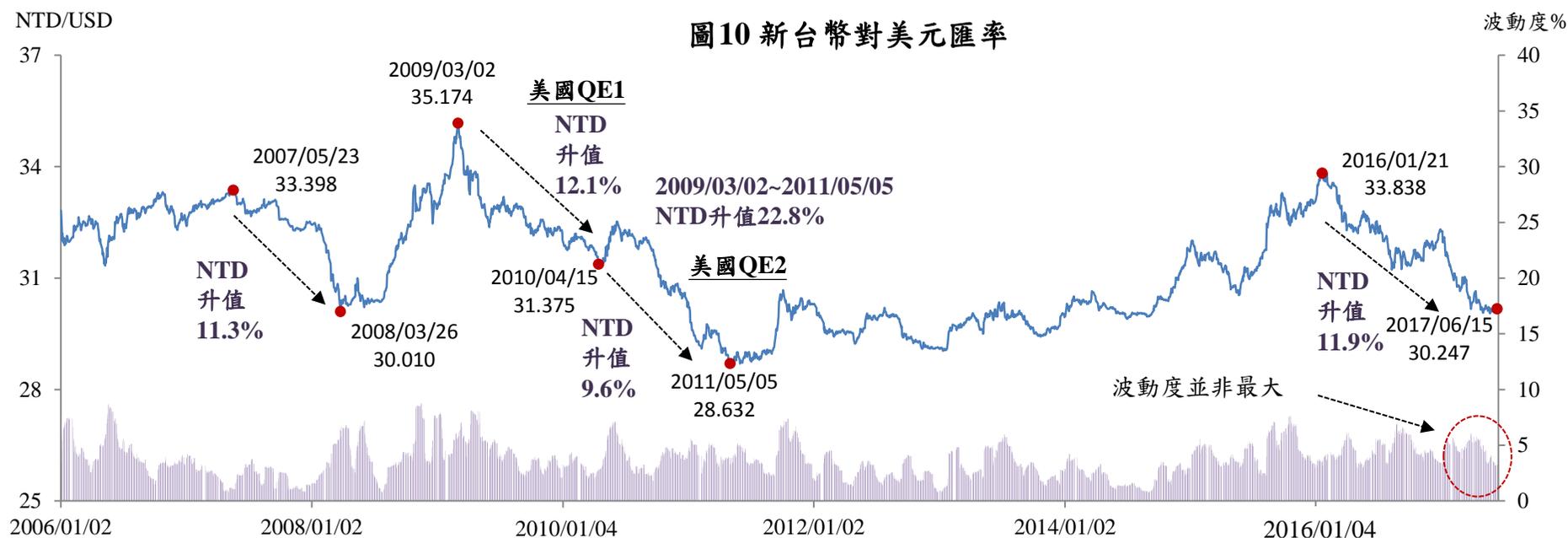
資料來源：BIS Effective exchange rate indices (Broad indices)

¹⁴ 國際清算銀行(BIS)編製 61 國貨幣之名目有效匯率指數(Broad NEER), 係一單位一國貨幣對其他 60 個主要貿易對手國貨幣的加權平均匯率指數, 以 2010 年為基期, 根據貿易資料計算權數。

2. 近期新台幣對美元波動度並未大幅擴增

(1) 新台幣匯率升貶值較大的期間多為國際金融情勢變化較為劇烈時期，例如 **2008 年全球金融危機**、**2009 至 2012 年間 3 次美國量化寬鬆政策**，以及 **2010 至 2011 年歐債危機**與 **2016 年 7 月英國脫歐公投與美國總統大選前後**等，國際金融市場波動劇烈(圖 10)。

(2) 本年以來波動度平均 4.66%，**並非歷年最大**(圖 10)。



新台幣對美元升值較大期間	2007/5~2008/3	2009/3~2011/5	2016/1~2017/5
外資淨匯入金額(億美元)	193.15	488.55	182.79
主要事件	美國次級房貸危機及 Fed 調降利率	Fed 採行量化寬鬆政策；歐元區國家主權債信危機	美國經濟復甦不穩定，英國脫歐公投及美國總統大選

註：波動度係根據匯率過去 20 天期變動率計算之標準差(並將其年率化)，波動度愈大，表示匯率變動較不穩定。

資料來源：中央銀行、證期局

(3)新台幣匯率**波動度**與其他主要貨幣相比，2015 年以來，新台幣對美元匯率波動度較小，相對穩定(表 4)。

表 4 主要貨幣匯率平均波動度

單位：%

	2015 年底~2017/6/15	倍數
新台幣(NTD/USD)	4.56	1.00
新加坡幣(SGD/USD)	5.45	1.20
歐元(USD/EUR)	8.05	1.76
韓元(KRW/USD)	9.84	2.15
日圓(YEN/USD)	11.42	2.50

註：幣別波動度係根據匯率過去 20 天期變動率計算之標準差(並將其年率化)，波動度愈大，表示該幣別之匯率變動較不穩定。
資料來源：中央銀行

(六)大國量化寬鬆產生外溢效果，有助其貨幣貶值

大國央行實施量化寬鬆(Quantitative Easing；QE)，導致該國金融市場流動性劇增；惟過多資金轉而流向其他國家，產生外溢效果(spill-over effect)，導致他國貨幣升值(即大國貨幣貶值¹⁵)，間接提升大國出口競爭力。

1. 以美國為例，美元指數在 Fed 執行 QE 期間明顯下滑(圖 11)：

- QE1 期間，美元指數曾從期間高點 89.105 跌至期間低點 74.269，**跌幅達 16.7%**。
- QE2 期間，美元指數自當時高點 81.195 降至當時低點 72.933，**跌幅約 10.2%**。
- QE3 期間，由於美國經濟相對其他地區表現強勁，以致 QE 壓低美元匯價效果不若先前；加上 2013 年 5 月 22 日時任 Fed 主席 Bernanke 的國會聽證會答覆引發 Taper Tantrum(縮減恐慌)¹⁶，美元指數難以走弱。

2. 以日本為例，安倍競選時曾暗示，一旦再任首相，將力求 BoJ 推出大規模 QE，企圖壓低日圓匯價(圖 12-1、12-2)：

- 自安倍當選自民黨黨魁，到 BoJ 採行 QQE(Quantitative and Qualitative Easing)後，日圓對美元匯價從高點 77.7 一路貶值至低點 125.22，**貶幅達 37.9%**(同期間，日圓名目有效匯率指數**下跌約 33.2%**)。
- 雖然 BoJ 數次擴大 QQE 規模，甚至於 2016 年初採行負利率政策，惟物價上漲效果不明顯，非傳統貨幣政策的效果逐漸遞減，使得日圓匯價不易續貶。

¹⁵ 經濟學家 Allen Meltzer 指出，Ben Bernanke 任內所推出的量化寬鬆政策，正確名稱是「貨幣競貶」，而日本、ECB 宣稱採用量化寬鬆，皆非誠實的名稱。參考 Central Banking Newsdesk (2016), “Meltzer Criticises Burns and Bernanke over Fed Independence,” Central Banking, May. 13。

¹⁶ 市場預期 Fed 將可能很快縮減其寬鬆貨幣政策，引發全球金融市場的恐慌。

圖11 美元指數(DXY)走勢



資料來源：Bloomberg

JPY/USD

圖12-1日圓對美元匯率走勢



資料來源：Bloomberg

圖12-2日圓名目有效匯率指數走勢

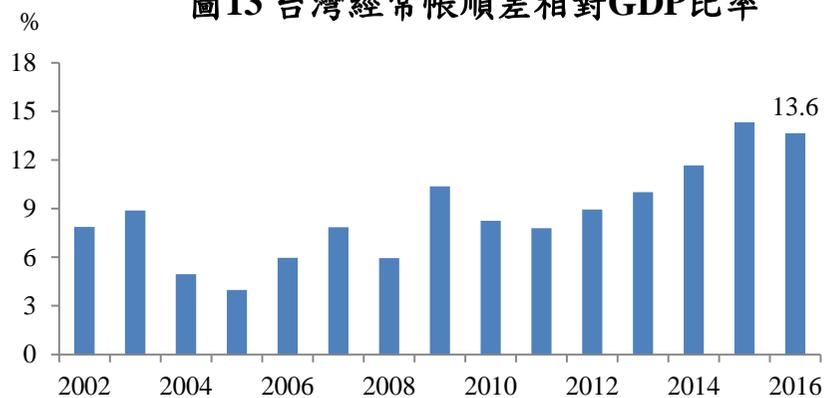


資料來源：BoJ

(七)台灣經常帳順差主要係國內超額儲蓄問題，根本解決之道在促進內需提高國內投資

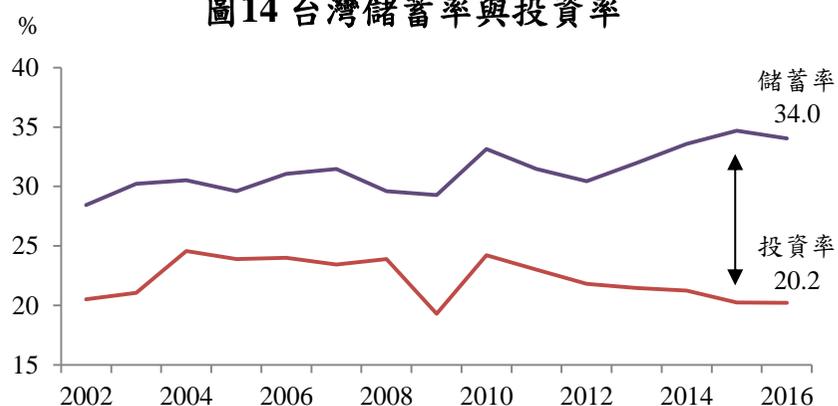
1. 台灣為小型開放經濟體，經常帳長期順差且相對 GDP 比率高¹⁷(圖 13)，主要係國內超額儲蓄的結構因素¹⁸，國內投資率持續低於儲蓄率(圖 14)，在 2011 至 2016 年間，平均儲蓄率升至 32.7%，同期間平均投資率則降至 21.3%；而投資率下降主因企業投資意願低落，根本解決之道為促進投資擴大國內需求¹⁹。
2. 台灣出口商品集中於電子資通訊產品，且跨國分工趨於精細，台灣出口內含進口價值的比重高達 43.5%，進口面將抵銷匯率變動對出口之效果。由於台灣在全球價值鏈參與度高達 67.6%，貿易出超對匯率調整的敏感程度較低²⁰。新台幣升值時，出口引申需求的進口成本亦下降，抵銷匯率升值對出口的衝擊。

圖 13 台灣經常帳順差相對GDP比率



資料來源：中央銀行

圖 14 台灣儲蓄率與投資率



資料來源：主計總處

¹⁷ 台灣內需市場及經濟規模較小，易出現經常帳順差相對 GDP 比率偏高的情況；而中國大陸、德國及日本等國經常帳順差相對 GDP 比率雖然較低，但經常帳順差金額大，為全球貿易失衡的最主要來源國。

¹⁸ 國民所得會計恆等式經常帳順差(X-M)反映民間及政府超額儲蓄之合計 $((S-I)+(T-G))$ ，相關討論參考 2017 年 3 月 23 日中央銀行理監事聯席會議會後記者會簡報資料。

¹⁹ 促進投資以擴大內需，並善用超額儲蓄，導入基礎建設，相關討論參考 2016 年 12 月 22 日中央銀行理監事聯席會議會後記者會簡報資料。

²⁰ 參考 Cheng, K., G. H. Hong, D. Seneviratne, and R. van Elkan (2016), "Rethinking the Exchange Rate Impact on Trade in a World with Global Value Chains," *International Economic Journal*, 30:2, 204-216。

(八)結論

1. 新台幣採管理浮動匯率制度，原則上，匯率由外匯市場供需決定，若有不規則變化(如短期資金大量進出)，導致匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。此一**立場**，**過去如此**，**現在也是如此**。
2. 本行於必要時採**逆風操作**，旨在**減輕匯率波動**，而**不在扭轉趨勢**。新台幣名目有效匯率指數呈雙向變動，自2010年以來趨勢向上，顯示**本行未採行單向貶值或升值政策**；所謂央行「**阻升不阻貶**」、「**壓低匯率**」、「**長期阻升新台幣匯率**」等說法**與事實不符**。本行匯率與貨幣政策對穩定國內經濟與金融之表現，**獲各界肯定**。
3. 近年來**國際資本移動**已為國內股價及匯率的重要影響因素，尤其全球金融海嘯之後，**大國量化寬鬆政策的外溢效果**，導致他國貨幣(包括**新台幣**)升值。
4. 本年以來，**外資大量流入**，外匯市場供給增加，致**新台幣對美元升值**；惟如**與過去相較**，新台幣對美元匯率之**波動度並未大幅擴大**，且仍**較其他主要貨幣穩定**。近期部分媒體過度誇大新台幣匯率升值幅度及波動度，恐有誤導大眾之虞。且若干人士或媒體報導對本行匯率政策常有誤解，希望藉由以上說明，有助於各界了解本行匯率政策的一貫立場。

附件：台星韓日中匯率反應函數實證結果之比較

台星韓日中匯率反應函數估計結果

$$\text{估計式： } \Delta_4 neer_t = \alpha + \beta \times pgap_t + \gamma \times ygap_t + \rho \times \Delta_4 neer_{t-1}$$

國家 \ 係數	樣本期間	通膨缺口係數 (β)	產出缺口係數 (γ)	前期項係數 (ρ)	\bar{R}^2
台灣	1994Q1-2016Q4	0.35 ** (2.23)	0.23 ** (2.41)	0.73 *** (14.63)	0.62
新加坡	1994Q1-2016Q4	0.19 ** (2.00)	0.11 * (1.98)	0.73 *** (14.32)	0.64
南韓	1994Q1-2016Q4	-2.93 *** (-10.91)	-0.33 ** (-2.24)	0.74 *** (42.73)	0.59
日本	1994Q1-2016Q4	2.96 *** (4.40)	-0.60 (-1.27)	0.85 *** (12.43)	0.67
中國大陸	1994Q1-2016Q4	0.21 ** (2.58)	-0.32 * (-1.69)	0.81 *** (12.27)	0.66

說明：1. 括號中為 t 值。

2. 估計方法係採 GMM，且採 Newey and West (1987) 型式的 HAC (Heteroskedasticity and Autocorrelation Condition) 之共變異矩陣。

3. 「*」為顯著水準 10% 下顯著，「**」為顯著水準 5% 下顯著，「***」為顯著水準 1% 下顯著。