

A Note on CBC's Exchange-Rate Policy

De-Xing Guan (官德星，國立台北大學經濟學系)

November 19, 2010 (last revised, December 9, 2021)

這是我們在課堂上有關台灣央行 (CBC) 匯率政策的補充說明，例子和分析架構如課堂所述，此處不再重複。這裏只討論兩個情況：(1)無價管和量管的浮動匯率制度，(2)有上下防線或 Paul Krugman 所謂目標區間 (*target zone*) 的匯率制度，亦即在區間內自由浮動，但邊界或上下限由央行決定並力守。¹

- (1) 浮動匯率：外資匯入金額多時，不可能都是用同一個價錢成交（因為需求曲線是負斜率），因此假設當台幣升到 29，這表示最後一筆外匯成交價就是 1:29，他買台幣會愈買愈貴，所以並不是所有匯入的美元都是以 1:30 的價位成交（除非匯入金額少或是需求曲線是水平線），否則 29 的價位是如何得到的呢？此時若央行袖手旁觀，外資反手賣出，則換到的美元會愈來愈少（台幣幣值會愈賣愈低），所以他會賠本！因此通常浮動匯率資金自由移動的國家不易被熱錢攻擊。
- (2) 匯率目標區：在台灣這種一個區間內自由浮動的匯率制度下，我們可以用 Soros 放空的例子來看，譬如他 1992 狙擊英鎊，先是在市場放空，讓英鎊下跌，再逢低買進，因為英國當時採固定匯率，央行進場護盤使英鎊回升，於是 Soros 趁勢賣出獲利了結！QE2 的作用就跟 Soros 放空一樣，會使市場對美元產生貶值的預期，也就是預期其它貨幣會升值，尤其是亞洲這些採匯率目標區的國家。所以熱錢只需要在亞洲國家的外匯市場點個火，各國幣值就會開始揚升，譬如熱錢匯入使台灣外匯市場美元供給增加，而台灣對美元的需求也會因預期美元貶值心理而減少，雙管齊下，台幣就升得更快！因此彭淮南防線就像 1992 年英國央行守住英鎊和歐洲貨幣體系 (*European monetary system, EMS*) 的固定匯率一樣，成了熱錢獲利的保證，儘管不是有意的（央行的政策值得商榷但可以理解）。

簡言之，在台灣這種區間內自由浮動的匯率制度下，台幣升到 29 不全然是外資匯入造成，也有不少比例是各國對美元的需求因預期貶值心理而減少所產生，所以央行阻升時，外資一般而言是會獲利的（他購入台幣成本通常不會高到 29，因為台幣升值有一部分是台灣對美元的需求因預期貶值心理而減少所造成），就像 1992 Soros 一樣，除非他被盯上無法順利操作或脫身，又或是他進場

¹ 至於利差交易 (*carry trade*) 和央行政策之間的關係，參見：<https://web.ntpu.edu.tw/~guan/papers/CBC.pdf>

太晚，被央行倒打一耙，正常情況下還是會賺的，否則熱錢忙進忙出所為何來呢？

為了讓同學們更了解整個套匯過程，我們舉個例子來說明。假設有一筆熱錢，譬如避險基金 (hedge fund，也有人稱為對沖基金)，要來台灣套匯，金額是一千萬美元，這筆錢是自有或可能是從美國銀行體系借出來的，因為 QE2 使得這些銀行資金充沛，而利率又低。此時如果台灣是採浮動匯率制度，則如上所述，由於熱錢金額不小，只要台灣外匯市場對美元的需求曲線是負斜率，這筆錢就不可能都以一開始的匯率 (假設是 1:30) 成交，所以有些美元是換在 30 元台幣的價位，但其它則以 29 的價格成交 (為簡化起見，假設這筆錢只有兩個成交價，實際上可能不止)。因為是浮動匯率，央行不會進場沖銷，所以當熱錢要換回美元再匯出時，它手中台幣的賣價必然低於 1/29，甚至是低於 1/30 美元，此時會發生虧損。如果台灣外匯市場對美元的需求曲線是水平線，則匯入匯出的價格永遠都是 30，此時會損失手續費和其它機會成本；而如果台灣外匯市場對美元的需求曲線是負斜率，則在浮動匯率制度下，熱錢是必然會發生虧損的！

QE2 等於是聯準會幫避險基金作球，在亞洲國家放空美元！而在匯率目標區制度下，由於各國央行必然會進場護盤，² 因此給了熱錢套匯機會。假設現在熱錢匯入只使台幣由 30 升到 29.5，他不必用自己的錢讓台幣升到 29，因為此時 QE2 的助攻會使台灣外匯市場因預期美元貶值而減少對美元的需求，這會使台幣進一步升值，譬如升到 29。³ 假設央行要守住的防線是一開始的 30，而熱錢的匯入是分兩批，一半是以一美元 30 元台幣的價位匯入，另一半則是以 29.5 成交，那麼此避險基金持有台幣的平均成本便是每美元 29.75 $(=(30+29.5)/2)$ 元台幣。當台幣因預期美元貶值升到 29 的時候，若避險基金可全數出脫手中台幣 (若台幣需求曲線是水平線)，則報酬率為每一美元 0.75 $(=29.75-29)$ 元台幣，若只能出脫一半，另一半得在 30 的彭淮南防線才賣得掉 (若台幣需求曲線是負斜率)，則報酬率為平均每一美元 0.25 $(=[(29.75-29)+(29.75-30)]/2)$ 元台幣。因為有利可圖，熱錢會再匯入 (直到預期美元貶值心理消失為止)，若央行進場護盤，或許可暫時阻止台幣升值，但卻是以持有更多逐漸貶值的美元作為代價。

最後必須說明的是彭淮南防線當然不是固定的，而熱錢也會隨時進進出出，所以外資的進價成本也是一直在變動的，在這攻防戰中，熱錢不一定穩賺不賠，因為他如果進價成本高，或是出去太晚，又或是猜錯防線價位，都有可能蒙受損

² 此時各國是怕本國貨幣升值，而不是像英國在 1992 年是怕英鎊貶值。QE2 相當於放空美元，而 1992 Soros 是放空英鎊，對本國而言，前者是放空外幣 (美元)，後者是放空本幣 (英鎊)，方向相反但道理相同。

³ 這就是為什麼套利行為通常都會伴隨著放空或是作多！因為如果都是自己一個人買或賣，那麼在愈買愈貴和愈賣愈便宜的需求定律約束下，扣掉手續費等交易成本，根本無利可圖，反易遭虧損。只有在做多或放空能成功的前提下，才有較大的利潤可期，這是因為放空可以在只賣出一些，不必自己一路賣出的情形下，達到殺價的目的，如此才能逢低介入，有便宜貨可撿；而作多可以在只買進一些，不必自己一路買進的情形下，達到哄抬價格的目的，如此才能逢高賣出，獲取暴利。當然，做多和放空不是一般散戶有能力去做的，因為它需要足夠多的資金、內線消息，以及時機的掌握，也是高風險高成本的行為。Soros 在 1998 年栽在俄國公債上，就是因為他沒料到當時俄債會違約，所以投機客不是一定會贏的，也有慘敗的時候。

失！只是在 QE2 有放空美元效果的前提下，匯率目標區的操作方式無疑會使熱錢有投機套匯的強烈動機，央行被迫迎戰其實是採行此匯率政策的必然結果。

Appendix (December 9, 2021)

投機客中最有名的就是索羅斯 (George Soros)，如前文所述，他因為在 1992 年放空英鎊而一戰成名。此外，共產黨在中國得勢也和貨幣投機有關，這是傅利曼 (Milton Friedman) 有名的例子，以下就是這兩個實例的補充說明。

1. 匈牙利裔美國籍的國際知名投資兼投機者，量子基金 (Quantum Fund) 管理人索羅斯一戰成名之作，就是在 1992/9/16 集資 100 億美元放空 (*shorting, or short selling*) 英鎊，短短一兩天之內英鎊慘跌，索羅斯獲利 9 億 5,000 萬美元了結，史稱黑色星期三 (Black Wednesday)，而當時主張捍衛英鎊的英國首相是梅傑 (John Major)。不過事後索羅斯和卸任首相後的梅傑，都先後成了著名的私募基金 (private equity fund) “凱雷集團 (Carlyle Group)” 的顧問，倒是一件有趣的事。根據以上索羅斯的真人實事可以得知：固定匯率而且資金可以自由移動是國際投機客攻擊的溫床。
2. 美國在 1933 年 4 月管制黃金出口後，實質上脫離了金本位，當時在羅斯福總統授意下大量購入黃金，使金價由一盎司 20.67 美元一路攀升到 1934 年 1 月的 35 美元為止。由於金價相對銀價上升，使產銀的西部七州的參議員聯名提案，要求美國政府也要大量收購白銀，以提高銀價幫助這七州的礦工，於是在政治運作下，眾議院通過購銀法 (*Silver Purchase Act*)，並於 1934/06/19 由羅斯福簽字正式生效。接著美國便在國內外大肆搜購白銀，包括中國在內，這使得中國被“抽銀根”，對之後國共勢力消長產生了極大的影響力。⁴ 中國在白銀逐漸流失下，被迫在 1934/10/14 脫離銀本位，並於 1935/11/03 由中央、中國、交通和農民等四大銀行共同推出法幣 (fiat money)，以進行貨幣改革，挽救金融危機。

⁴ 細節請參考：Milton Friedman, “Franklin D. Roosevelt, Silver, and China,” *Journal of Political Economy*, 1992, pp. 62-83 (<https://web.ntpu.edu.tw/~guan/courses/Friedman92.pdf>)。