

央行重砲回擊經濟學人 無言以對國際貨幣基金？

陳國樑

政大財政系教授暨系主任／政大財稅研究中心主任

25 Jan. '26

2025 年 11 月 14 日，《經濟學人》以專題報導點名台灣，直指央行為維持出口競爭力而長期壓抑匯率，已誘發了「台灣病」(Taiwan Disease)，或「福爾摩沙流感」(Formosan Flu)。報導針砭，此病灶核心在於：新台幣匯率被嚴重低估，幅度恐逾五成，進而侵蝕購買力、推升房價、經濟發展成果未能由全民共享。報導指出，台灣這套以匯率換取出口的經濟發展模式，固然撐起亮眼的國際貿易表現，卻同時犧牲了多數國民福祉，並將金融體系暴露於高度風險中。

面對《經濟學人》的指控，央行必然會有所回應，但力道之強烈，非比尋常。首先，央行連夜發布千字新聞稿，五點回應報導內容；其後，進一步彙整大量文字與數據，於 12 月理監事會後，公開長達 33 頁、約兩萬字的參考資料，全面說明政策立場。更有甚者，央行的回應並未止於國內；兩位央行現職研究人員，罕見地以具名方式，向《經濟學人》編輯部發出英文公開信，逐條提出八項論點，展開跨國的辯證。

儘管央行展現高度的解釋誠意，並佐以理論與數據駁斥匯率的低估與操控，但若回歸爭議風暴的另一核心，台灣金融市場——以壽險業為首——對美元資產的過度曝險，仍是無可迴避的事實。

就此，央行的說明，將壽險業大規模的海外投資解釋為——「民間自主商業行為」。然而，這種說法忽視了更深層的因果糾結：匯集了龐大儲蓄資金的國內壽險業者，之所以集體「出脫海外」，絕非完全是業者單方面的自主決策，國內長期低利率與高度穩定的匯率環境，交錯出強大的結構性誘因。

央行長期維持的低利率環境，結合市場對「阻升不阻貶」的穩定預期，實質上為資金外流提供了強大的政策靠山。這種環境誘使整體金融機構低估匯率風險，從而大膽押注「新台幣負債、外幣資產」的配置。據統計，台灣壽險業的美元投資已達數十兆元，占總資產比重攀升至驚人的六成。這種金融市場極端失衡的「幣別錯配」，一旦全球金融情勢逆轉、美元重挫，極可能引爆國內金融市場的崩潰危機。

讓人坐立難安的是，對此，《經濟學人》並非危言聳聽。國際貨幣基金組織(IMF)其實已證明了《經濟學人》對於台灣美元過度曝險的論點。在定期發布之《全球金融穩定報告》中，IMF 工作人員依據美國財政部與國際清算銀行(BIS)等多

重來源資料，計算一國「匯率曝險美元資產規模」與該國「外匯市場平均交易量」之比率，用以衡量一國承受匯率波動時的潛在能力。

按最新一期《全球金融穩定報告》，台灣美元資產曝險規模「大到不成比例」，台灣金融機構持有的美元資產，相對於台灣國內外匯成交量的比例，高過 45 倍，居報告中全球各國之首！遠遠高於約 25 倍的韓國、加拿大與挪威，以及約 15 倍的日本、英國與德國。

IMF 指出，當一國金融機構持有的美元資產規模，遠遠超過其外匯市場日常可消化的交易量時，一旦美元走勢反轉或全球金融情勢驟變，市場將面臨吸納能力不足的問題；為了自救，各金融機構必將同時啟動避險操作，形成集體踩踏式的「搶著避險」（rush to hedge）的騷亂。

此時，對於外匯市場規模相對有限的台灣而言，包括央行換匯（SWAP）等調節工具，所能提供的仍主要是短期流動性的支持，難以完全承接大規模、系統性的匯率風險轉移。這類同步性的避險行為，恐將迅速推升美元資產的避險成本，而對於本土金融機構造成無法承受的損失。

面對如此嚴峻的「末日情境」，央行卻宣稱：壽險業已採行多項策略「進行匯率風險管理」，加上金管會持續推動「強化壽險業體質」之改革措施，「應可提升業者因應金融衝擊之韌性，避免引發金融危機。」然而，在 45 倍的曝險數據面前，央行的樂觀，只顯得格外地蒼白無力。

同時，央行極力撇清責任，強調換匯交易為央行貨幣政策工具之一，央行參與銀行間換匯市場，旨在調節銀行體系新台幣、外幣資金流動性，因此，「壽險業資產負債幣別錯配、國外投資規模擴張，均與央行提供外匯 SWAP 無關」；這種切割過於決絕，甚至顯得矯情。

事實是，正是央行提供大規模換匯（如經濟學人揭露之 770 億美元），人為壓低了避險成本，等同以公共資源建構了政策避風港，變相的保障、甚至補貼壽險業擴張海外美元資產投資，才讓業者大膽嘗試在風險的刀口上嗜血。央行口中的「調節工具」，其實是業者資產負債幣別錯配的推手。

本文無意反駁央行或助攻外媒，但綜上所述，央行實應正視利率與匯率政策對金融機構資產配置的深層誘導效果。面對美元過度曝險之結構性沉痾，央行若持續選擇樂觀以對，當美元風暴席捲而來，隨風而逝去的是全體國人的資產安全與台灣經濟的未來。