

12月18日央行理監事會後記者會參考資料

**中央銀行
103.12.18**

前 言

台灣屬小型且高度開放經濟體，新台幣匯率維持動態穩定，有助總體經濟穩定發展。惟近期某些人士認為，本行對新台幣「阻升不阻貶」，只要新台幣升值，就可提高美元人均國內生產毛額(GDP)；亦有人根據購買力平價(PPP)理論，推論新台幣應該升值。事實上，這些見解都有其盲點。

為因應銀行授信有過度集中房貸現象，本行自 2010 年 6 月起，採行一系列不動產貸款針對性審慎措施(targeted prudential measures)，加強金融機構房貸風險控管；實施以來，房貸集中度下降，貸款成數亦降，貸款利率上升，政策俱見成效，有助於金融穩定。

再者，近年美、日等國為振興經濟，採行量化寬鬆(QE)貨幣政策，導致國際資金移動頻繁，其影響備受矚目。此外，另有人主張，台灣應師法日本安倍三箭。由於台灣的經濟金融發展情況與日本大不相同，無須也無法採行三箭政策。因日本政策利率接近零，只能採行非傳統貨幣政策(unconventional monetary policy)，即 QE；而台灣政策利率尚達 1.875%，仍有足夠空間，採行傳統貨幣政策；另日本政府無舉債上限，而台灣定有上限，且已接近上限。惟台灣仍須積極改善結構性問題，以促進經濟持續成長。

鑑於上述議題頻受關注，外界的看法與意見值得採納之處，本行當虛心接受；而不實部分，則必須對外說明，以免造成誤導。經蒐集、整理國內外相關資料及統計數據，加以分析佐證，淺近說明供參，希望有助各界解讀。

目次	頁次
壹、新台幣匯率政策相關議題之說明	1
一、某些人士認為，央行採「阻升不阻貶」的匯率政策?	1
二、某些人士認為，以購買力平價折算之兌換率等於均衡匯率，目前 PPP 小於實際匯率，因而推論新台幣應升值?	8
三、某些人士認為，新台幣升值可提高以美元表示之名目人均 GDP?	12
四、某些人士認為，台灣以美元表示的名目人均 GDP 與南韓差距擴大，主要因新台幣匯率低估所致?	14
五、某位人士以 10 年來亞洲各國之「美元計價 GDP 成長率」衡量，誤認為台灣最低?	17
貳、本行針對性審慎規範之成效	18
一、本行針對性審慎措施已見成效	18
二、健全房市仍有賴各相關單位通力合作	20
參、美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響	21
一、美、日兩國央行採量化寬鬆的背景	21
二、美、日兩國實施量化寬鬆貨幣政策	23
三、台灣是否需要仿效日本的安倍三箭政策?	32
四、美國貨幣政策對國際金融市場及台灣的可能影響	42
附錄、「國際間重蹈政策失誤的例子，一再上演!」	47

壹、新台幣匯率政策相關議題之說明

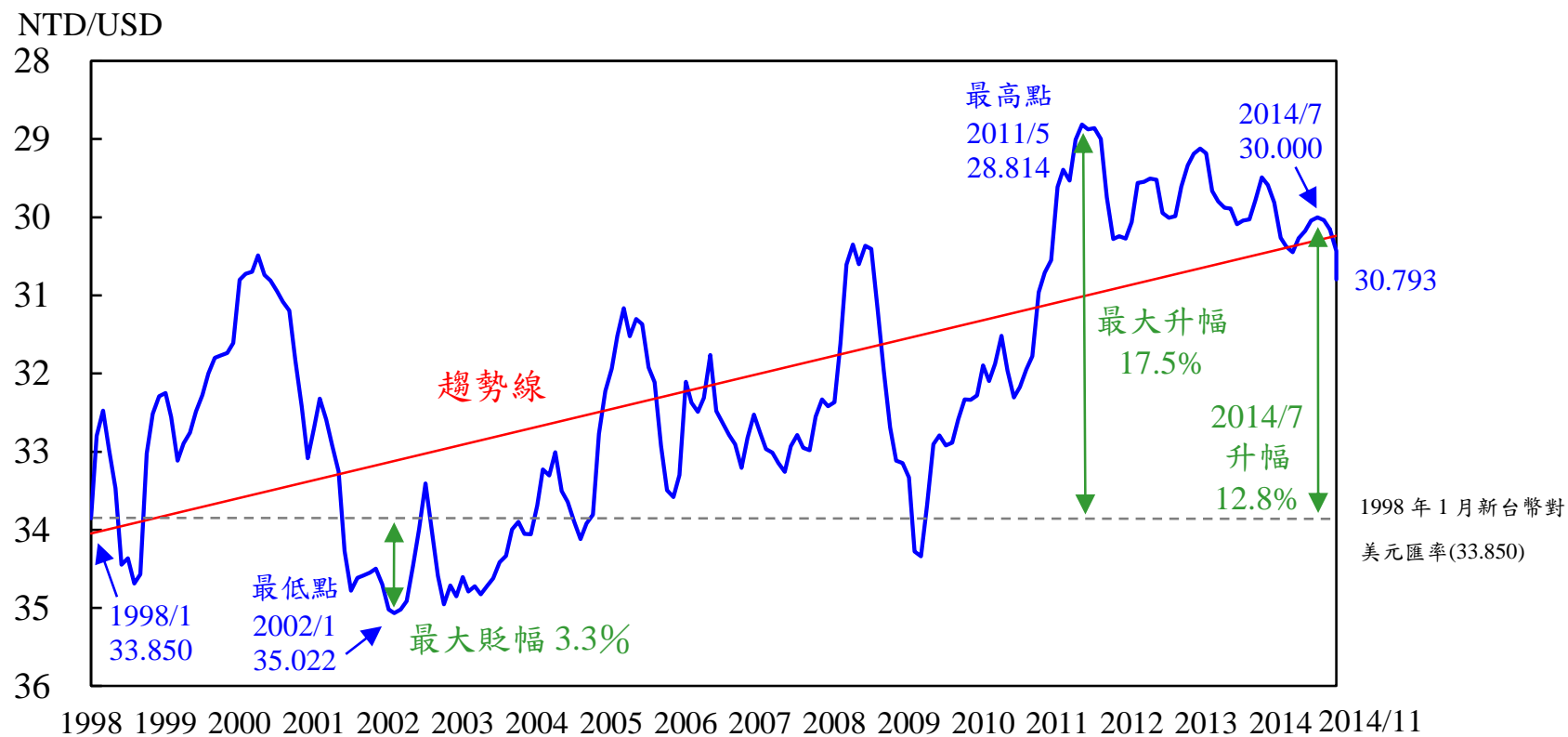
一、某些人士認為，央行採「阻升不阻貶」的匯率政策？

說明：

(一)新台幣對美元價位有升有貶，且長期間呈升值的趨勢

1. 新台幣對美元之走勢有升有貶。1998 年至今，大致在 28 至 35 元之間浮動。
2. 與 1998 年 1 月之 33.85 元相比，升幅最大曾達 17.5%，貶幅最大僅 3.3%(見圖 1)。本(2014)年以來，升值幅度最大達 12.8%。
3. 長期間，新台幣對美元其實呈升值的趨勢(圖 1 紅線)，央行並沒有阻升不阻貶。

圖 1 新台幣對美元匯率走勢



資料來源：中央銀行

(二)新台幣對一籃通貨的匯率走勢亦呈現有升有降，三年多來則呈走升

1. 考量多邊貿易，匯率升降宜以有效匯率指數衡量

(1)台灣對外交易對象不只美國，新台幣對一籃主要貿易對手國通貨表示的名目有效匯率指數(**NEER**)¹是一種**觀察匯率變動較客觀的指標**。

(2)**NEER 可用以綜合觀察新台幣的對外價位**：除了新台幣對美元的匯率外，日圓、歐元、韓元與人民幣等幣別對美元的匯率亦會影響新台幣 NEER 的水準值。

2. 三年多以來，NEER 呈上升(新台幣升值)走勢

(1)1998 年至今，**新台幣 NEER 最高與最低值相差 23.4 個百分點**(見圖 2)，且**經過數次的升降循環**；**三年多以來，NEER 則呈上升走勢**。

(2)**新台幣 NEER 容易受到國際美元的影響而變動**：2002 年至 2011 年 9 月，**歐元及日圓對美元升幅較大，致新台幣對這些貨幣貶值**，進而使得新台幣 NEER 下降(見圖 2、3)。2011 年 10 月以來，新台幣 **NEER 反轉走升**則是日圓對美元貶值、新台幣對日圓升值的結果。

¹ 新台幣 $NEER_t = \prod_{j=1}^N \left(\frac{E_{t,ij}}{E_{0,ij}} \right)^{\omega_j}$ ，其中 i 代表台灣(本國)、 j 代表外國， ω_{ij} 為權數，通常為對主要貿易對手國的進出口貿易比重， $E_{0,ij}$ 與 $E_{t,ij}$ 分別為基期與 t 期的名目匯率，定義為一單位本國貨幣折合外國貨幣的單位數， Π 為幾何平均運算元(geometric mean operator)。

圖 2 新台幣 NEER 與 REER 走勢
(BIS 編製，61 種通貨)

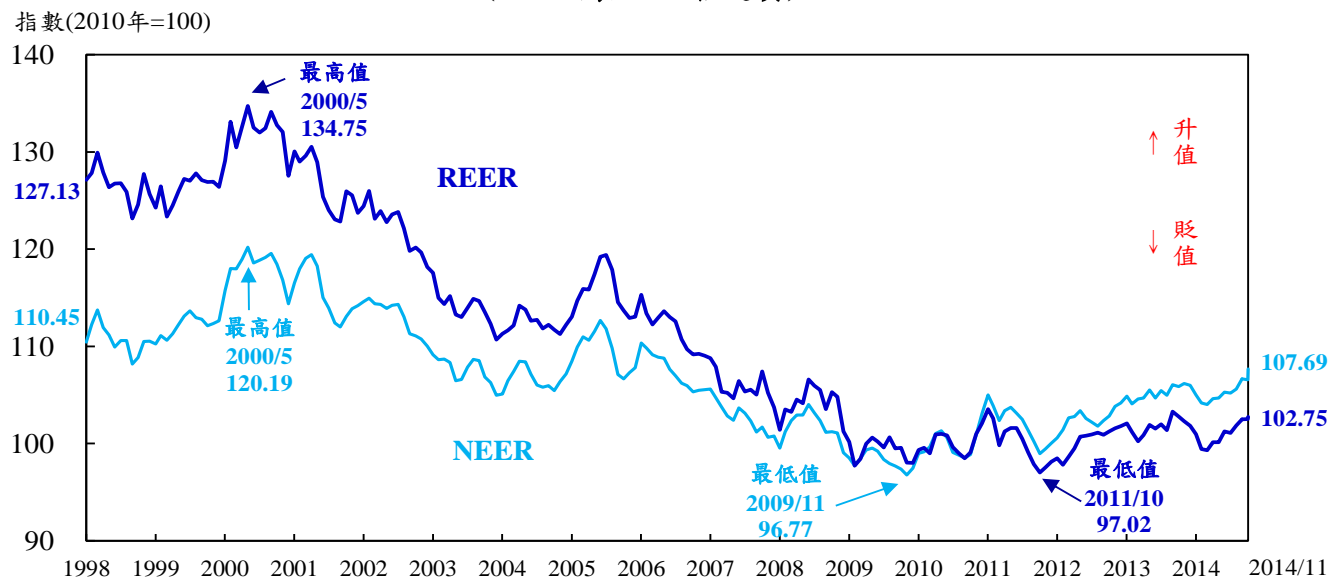
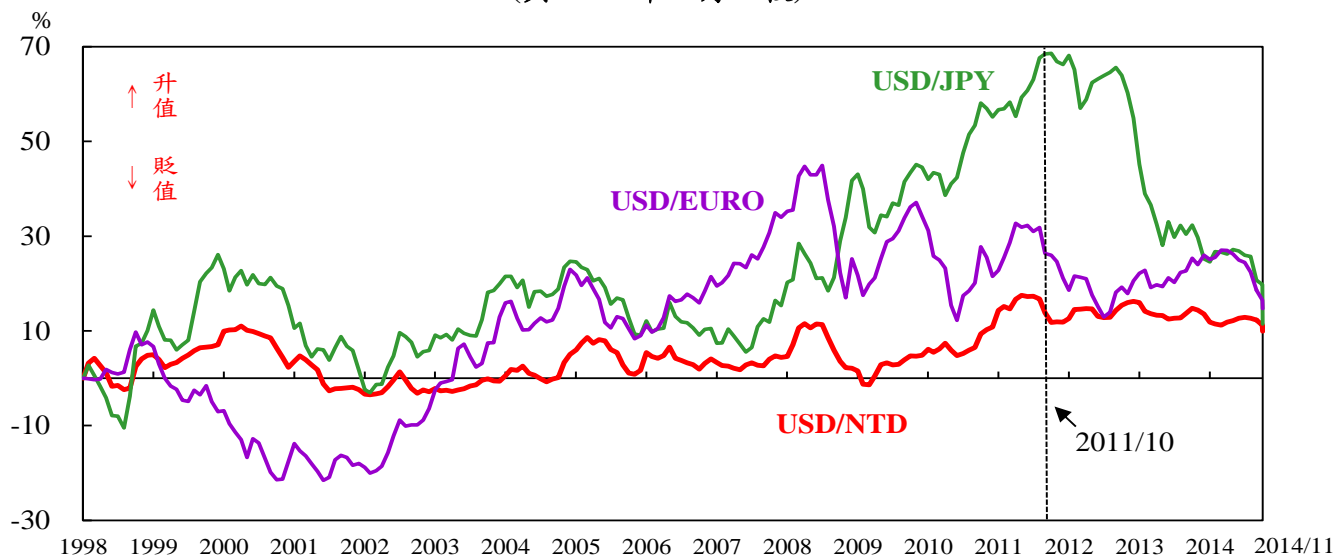


圖 3 主要貨幣對美元升貶幅度
(與 1998 年 1 月比較)



資料來源：中央銀行

3. 長期以來，新台幣實質有效匯率指數(REER)呈下降趨勢，主要係因國內物價較國外低且穩定

(1)NEER 經國內外相對物價平減後為實質有效匯率(REER)，即 $REER = NEER / \left(\frac{\text{國外物價}}{\text{國內物價}} \right)$

(2)外界常以新台幣 REER 下降，就直接認定央行阻升不阻貶。惟若將 REER 拆解為 NEER 與國內外相對物價，即可看出**新台幣 REER 下降，主要係因為國外物價相對國內物價大幅上升 20.64%**所致(見表 1)，**並非本行透過匯率政策壓低匯率。**

表 1 REER 的組成及其變動率

指數(2010 年=100)

	分子	分母	分子/分母
	名目有效匯率 (NEER)	國外物價相對於 國內物價	實質有效匯率 (REER)
1998 年 1 月	110.45	86.88	127.13
2014 年 11 月	107.69	104.81	102.75
變動率	-2.50%	20.64%	-19.18%

資料來源：Bank for International Settlements

(三)本行的匯率政策：維持新台幣匯率動態穩定，而非阻升不阻貶

1. 出口商希望新台幣貶值，增加其新台幣收益，而進口商與廣大消費者則期盼新台幣升值，能以較少的新台幣購入進口商品；惟匯率是一種價格，基本上由市場供需決定，不能同時又升又貶。
2. 新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，若遇不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不利於經濟與金融穩定之虞時，本行會本於職責，維持外匯市場秩序。
3. 相較於其他主要貨幣匯率，1998年以來，新台幣對美元匯率波動幅度較小，呈現相對穩定走勢(見表2)，實證研究亦指出，1997年12月至2010年6月，本行的政策為維持匯率動態穩定²，既非偏向升值，也非偏向貶值。

表2 主要貨幣匯率平均波動幅度

	1997年底至2014/12/10(%)	倍數
新台幣(NT\$/US\$)	3.32	1.0
韓元(KRW/US\$)	9.40	2.8
歐元(US\$/EUR)	9.78	2.9
日圓(Yen/US\$)	10.30	3.1

註：1.各幣別波動幅度係根據匯率過去20天期變動率計算之標準差(並將其年率化)，波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

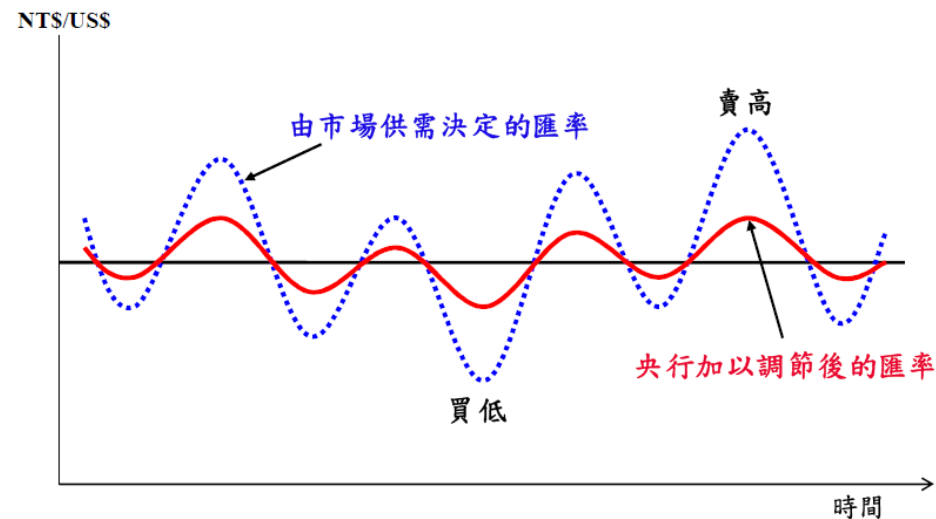
2.美元對歐元匯率波動計算期間為1999年2月至2014年12月10日。

² 吳致寧、黃惠君、汪建南、吳若瑋(2012)，「再探台灣匯率制度」，經濟論文叢刊，第40卷第2期，頁261-288。

(四)新台幣匯率具反景氣、反通膨的功能；另實證研究顯示，央行的逆風操作可提升外匯市場效率

1. 根據匯率反應函數(reaction function)之實證研究³，**新台幣**具有**反通膨**(anti-inflation)及**反景氣循環**(counter-cyclical fluctuations)的**功能**，即國內物價漲幅偏高(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。
2. 實證研究⁴顯示，1998年以來，**本行**貨幣政策在**新台幣大幅升值**或**貶值期間採逆風操作**(leaning against the wind)。根據**行為總體經濟學**(behavioral macroeconomics)之分析，此舉能有效消除匯率的過度波動(見圖4)，**使外匯市場更有效率**⁵。

圖 4 外匯市場之調節



³ 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。

⁴ 吳致寧、李慶男、張志揚、林依伶、陳佩玟與林雅淇(2011)，「再論台灣非線性利率法則」，經濟論文，第39卷第3期，頁307-338；林依伶、張志揚、陳佩玟(2012)，「台灣利率法則的實證研究—考慮匯率變動之不對稱性效果」，中央銀行季刊，第34卷第1期，頁39-62。

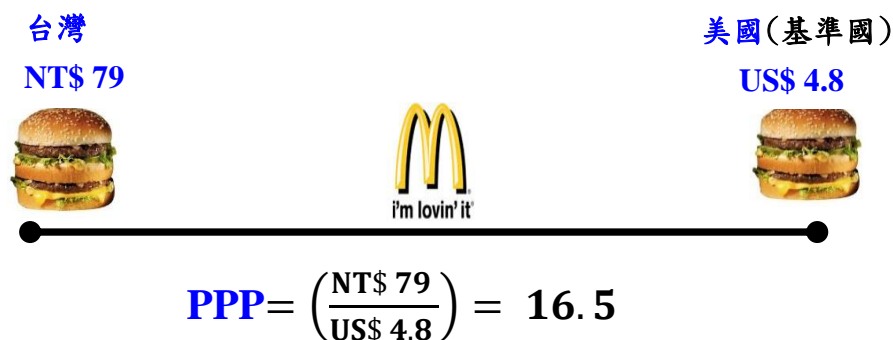
⁵ De Grauwe, Paul and Marianna Grimaldi (2006), *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press.

二、某些人士認為，以購買力平價折算之兌換率等於均衡匯率，目前 PPP 小於實際匯率，因而推論新台幣應升值？

說明：

(一)PPP 反映各國相對物價

1. 購買力平價(Purchasing Power Parity，簡稱 PPP)折算的兌換率，係反映**相同商品與服務在不同國家的相對價格**。
2. 在美國購買 1 個大麥克⁶需支付 4.8 美元，在台灣需支付新台幣 79 元，則 **PPP** 為 16.5。



資料來源：2014 年 7 月經濟學人雜誌編製大麥克指數

⁶ 大麥克指數為經濟學人編製，選擇大麥克的主要原因是，該產品在多數國家均有供應，各地製作的規格品質也大致相同，且由當地麥當勞經銷商負責為材料議價，綜合這些因素較能比較各國貨幣購買力。

3. 依據 2013 年 4 月世界銀行⁷公布 2011 年各國實際查價的 PPP：

(1)購買相同一籃商品與服務組合，在**美國**需支付**1 美元**，在**台灣**需實際支付新台幣**15.11 元**，則**台灣**的 PPP 為**15.11**(見表 3)。

(2)外界因此**誤認**實際匯率應等於 PPP，才是均衡匯率；如果實際匯率高於 PPP，就表示**新台幣被低估**，應該升值。

表 3 2011 年台灣與亞洲鄰國之 PPP 及實際匯率

國家別	實際匯率(1)	PPP* (2)	實際匯率/PPP (3)=(1)/(2)
南韓	1,108.29	854.59	1.30
新加坡	1.258	0.89	1.41
香港	7.78	5.46	1.43
中國大陸	6.461	3.51	1.84
台灣	29.47	15.11	1.95
馬來西亞	3.06	1.46	2.10
印尼	8,770.43	3,606.57	2.43
泰國	30.49	12.37	2.47
印度	46.67	15.11	3.09

*: 以美國為基準國，美國 US\$=1。

資料來源: 世界銀行 2011 年回合 ICP 全球初步結果

⁷ 聯合國推動 PPP 國際比較計畫(ICP)，2005 年起授權世界銀行進行各國實地查價，計算 PPP。

(二)PPP 不是均衡匯率，不能作為判定匯率是否高估或低估的標準

1. PPP 為早期匯率決定理論⁸之一

購買力平價理論係建立在**價格齊一定律(law of one price)**上：

(1)即在自由競爭市場，相同一籃商品(貿易財)在各國間若存在價格差異，則透過進出口貿易，經過一段時間後，會使各國商品價格均等。

(2)價格齊一定律**成立**的前提：**所有商品**均為**貿易財**且能**完全替代**，但事實上，該前提並不存在。

2. PPP 係反映各國相對物價，其意義與市場決定的匯率不同

實際上，**匯率**由**外匯市場供需**決定，主要受**進出口貿易**及**金融性交易**等因素之影響。

(1)隨**全球化與自由化**盛行，**金融性交易**成為**決定匯率**的主要因素。

(2)2013 年全球外匯交易中，僅 3.4%與貿易有關，其餘 **96.6%**皆屬**金融交易**。

3. 世界銀行⁹、OECD¹⁰及主計總處¹¹均認為 **PPP 並非長期均衡匯率**，**不宜**作為判定一國幣值高估或低估的標準。

⁸ 1918 年瑞典經濟學家卡塞爾(G. Cassel)提出購買力平價說(PPP theory)，認為長期間兩國貨幣之匯率取決於兩種貨幣購買力之比較。

⁹ World Bank (2014), “2011 International Comparison Program Summary Results Release Compares the Real Size of the World Wconomies,” April 29.

¹⁰ OECD/Eurostat (2012), “Purpose of the Eurostat-OECD PPP Programme,” in Eurostat-OECD Methodological Manual on Purchasing Power Parities.

¹¹ 詳見主計總處 103 年 11 月 28 日國民所得統計評審會第 12 次會議議程(一)，頁 25。

4. REER 的編製即應用 PPP 的觀念，但由於 PPP 並非均衡匯率，因此 REER 不能作為衡量均衡匯率的標準。

(1) 某些人士經常要求新台幣對美元升值，以拉抬 REER。但**新台幣升值**會使得新台幣計算的進口物價下跌，進而**壓低國內物價**，使 REER 產生下降的壓力。簡單講，**新台幣升值未必能使 REER 上升**。

(2) 過去**日圓長期升值**，就出現了**日本物價下跌**及**日圓 REER 不斷下降**的**惡性循環**現象。

三、某些人士認為，新台幣升值可提高以美元表示之名目人均 GDP？

說明：

(一)美元(名目)人均 GDP 之意義

美元人均 GDP 等於名目 GDP(以新台幣表示)除以人口，再透過新台幣匯率(NT\$/US\$)，折算為以美元表示。

$$\text{美元人均 GDP} = \frac{\left(\frac{\text{名目 GDP}}{\text{人口}}\right)}{\text{匯率}}$$

(二)某些人士認為新台幣兌美元匯率升值，即可提高台灣的美元人均 GDP，也就是將新台幣匯率由 2013 年的 29.77 升值為 12.302，則台灣美元人均 GDP 將達 53,001(=652,020/12.302)，即會與美國的美元人均 GDP 一致(表 4)。此種見解有其盲點。

表 4 2013 年台灣與美國之人均 GDP

	台灣	美國
人均 GDP	US\$ 21,902	US\$ 53,001
	NT\$ 652,020	
匯率	(NT\$/US\$) 29.77	(US\$/US\$) 1.0

資料來源：台灣－主計總處；美國－IMF, World Economic Outlook Database, Oct. 2014.

(三)新台幣升值不能保證提高美元名目人均 GDP

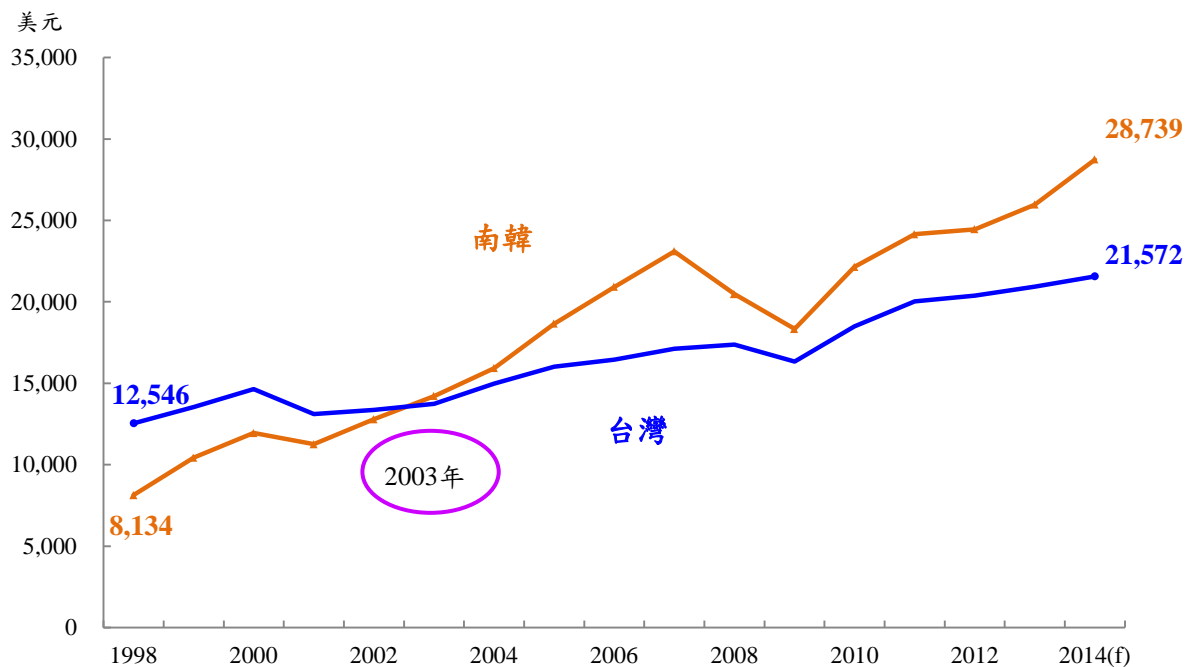
1. 某些人士認為新台幣大幅升值可提高台灣以美元表示之名目人均 GDP，其假設前提是分母變小(即新台幣升值)時，分子(以新台幣表示之名目人均 GDP)並不會變動。
2. 但實際上，分母改變時，分子亦隨之改變。新台幣升值不僅改變匯率(分母變小)，其亦會使**名目 GDP 下降(分子變小)**，易言之，分子與分母同時變小，特別是小型開放經濟體，分子下降可能大於分母下降的幅度，不但**無法使以美元表示之台灣名目人均 GDP 增加，甚至可能減少**。

四、某些人士認為，台灣以美元表示的名目人均 GDP 與南韓差距擴大，主要因新台幣匯率低估所致？

說明：

(一)2003 年南韓之美元名目人均 GDP 開始超越台灣，之後除 2009 年韓元貶值，一度使兩者接近外，近年差距已逐漸擴大(圖 5)。

圖 5 台、韓以美元表示之名目人均 GDP



註：2014 年為 IMF 推估值。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database, October, 2014.

(二)美元名目人均 GDP 主要受到**實質 GDP 成長**、**物價漲幅**及**匯率變動**等因素的影響¹²。

(三)美元名目人均 GDP 成長率，兩國差距擴大，主要**反映南韓物價漲幅遠高於台灣**(表 5)。

表 5 影響台、韓美元名目人均 GDP 變動之因素
(2014 年相對 2004 年)

單位：%

2014 年相對 2004 年	美元名目人均 GDP 變動率 =(a)+(b)+(c)	影響美元名目人均 GDP 之因素		
		實質人均 GDP(本國幣表示) 變動率(a)	GDP 平減指數 變動率(b)	新台幣(韓元)對美元匯率 變動率(c)
台灣(1)	36.43	32.67	-6.88	10.64 (升值)
南韓(2)	59.05	31.60	17.50	9.95 (升值)
差異(3)=(1)-(2) (百分點)	-22.63 差距 擴大	1.07	-24.38	0.68

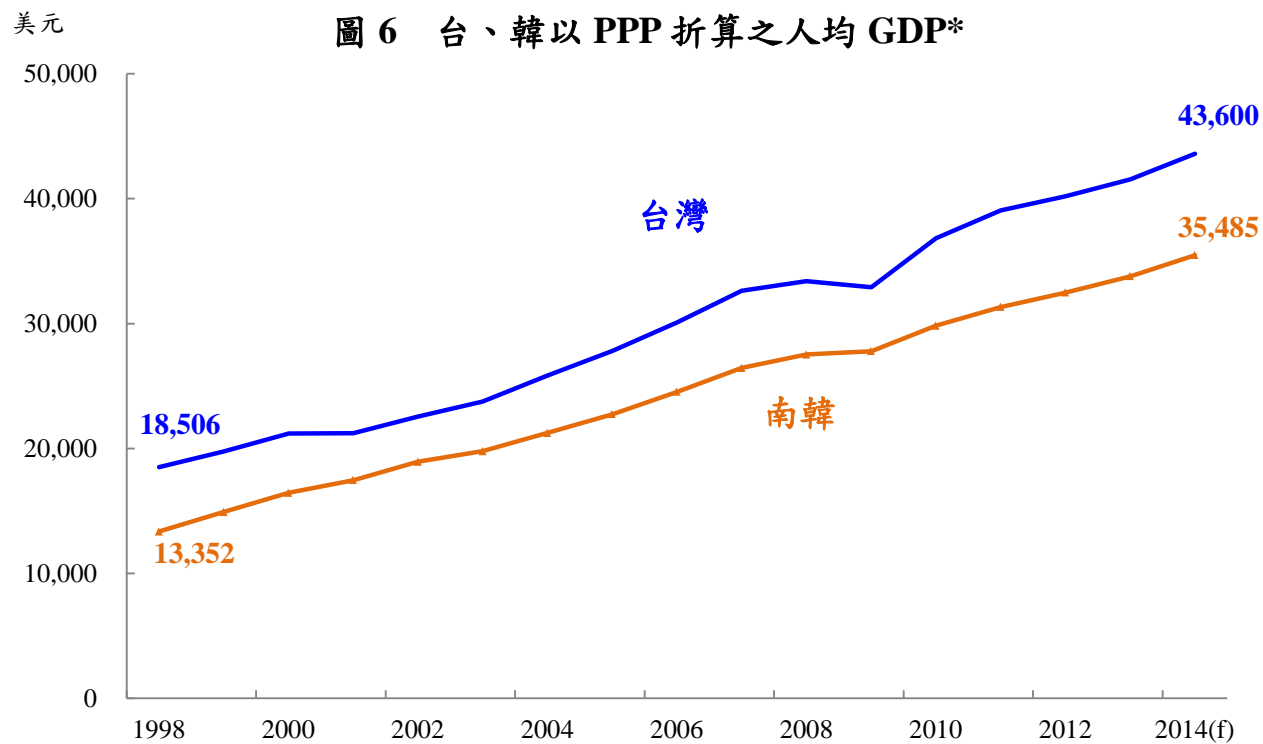
南韓物價漲幅遠高於台灣

註：2014 年為 IMF 推估值；表中變動率的計算係採自然對數差分。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database, October, 2014

¹² 美元名目人均 GDP = $\frac{\text{名目 GDP}}{\text{匯率} \times \text{人口}}$ = $\frac{\text{實質 GDP} \times \text{物價指數}}{\text{匯率} \times \text{人口}}$ 。

(四)長期以來，由於台灣物價較低，以 PPP 折算的人均 GDP，台灣均高於南韓(圖 6)，且差距呈擴大趨勢。



*以美元為國際貨幣單位；2014 年為 IMF 推估值。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database, October, 2014

五、某位人士以 10 年來亞洲各國之「美元計價 GDP 成長率」衡量，誤認為台灣最低？ 說明：

(一)該位人士所謂的「美元計價 GDP」成長率，係指「名目 GDP」成長率。事實上，無論以何種幣別計算，**一國物價漲幅愈高，名目 GDP 漲幅也會隨之上升**，但**高物價會侵蝕民眾真實購買力**，並非好現象。茲舉例說明如表 6：

表 6 甲、乙兩國之名目 GDP 成長率分解

單位：%

	名目 GDP 成長率 (1)	GDP 平減指數成長率 (2)	實質 GDP 成長率 (3)=(1)-(2)
甲國	8	7	1
乙國	6	1	5

就名目 GDP 成長率言，甲國優於乙國，惟就實質 GDP 成長率言，乙國優於甲國。

(二)該位人士認為過去 10 年間越南的**美元計價名目 GDP 成長率**達**279.3%**(2014 年相對 2004 年之變動率)，而台灣僅 48.7%，誤認為台灣經濟表現較差。事實上，越南的美元計價名目 GDP 成長率偏高，主要係物價大幅上漲所致。

(三)**真正的關鍵**並非以何種幣別計算，而是「**名目**」與「**實質**」成長率之別。就過去 10 年實質 GDP 成長率而言，**台灣為 45.7%**¹³，高於**南韓、泰國**的 44.0%與 38%，略低於**香港**的 46.8%。

¹³ 以主計總處 103.11.28 公布之連鎖實質 GDP 計算，2014 年較 2004 年成長 45.7%。

貳、本行針對性審慎規範之成效

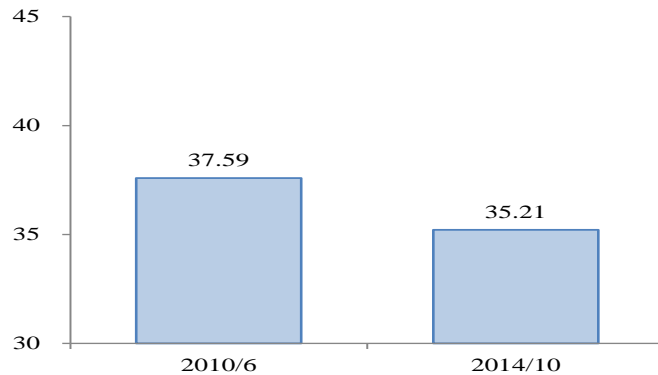
說明：

一、本行針對性審慎措施已見成效

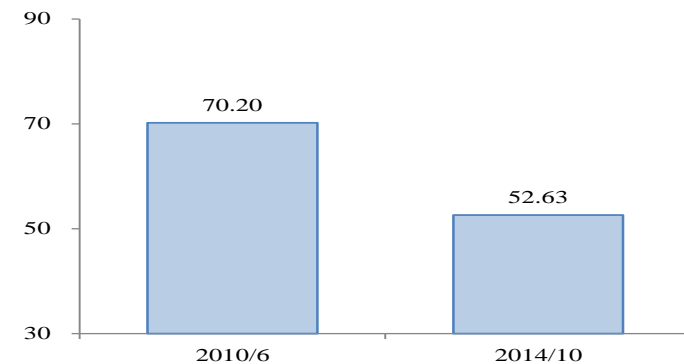
為維持金融穩定，本行自 2010 年 6 月至 2014 年 6 月間訂定數項不動產貸款針對性審慎規範，並採取相關配套措施，督促金融機構落實不動產授信風險控管，實施以來已見成效。

(一)不動產貸款集中度下降，特定地區房貸集中情形已見改善

不動產放款占總放款比重(%)

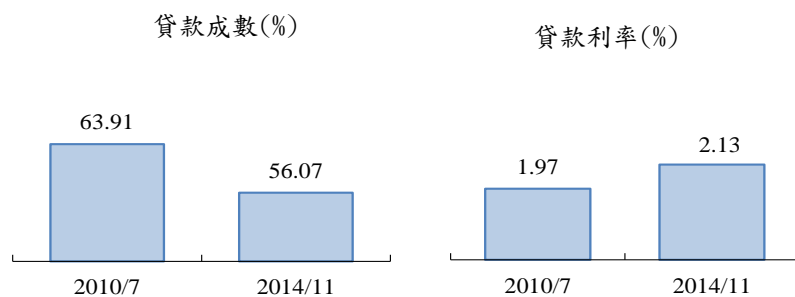


特定地區新承作房貸占全體新承作房貸之比重(%)

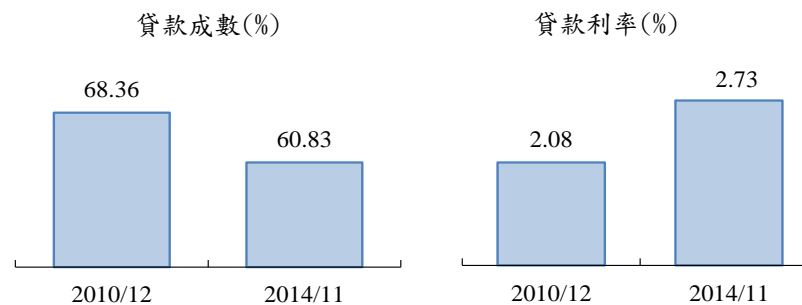


(二)不動產貸款成數下降、利率緩升

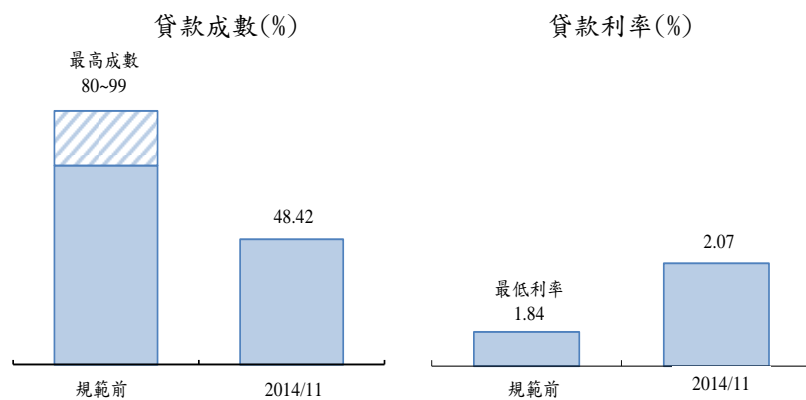
新承作特定地區受限戶購屋貸款



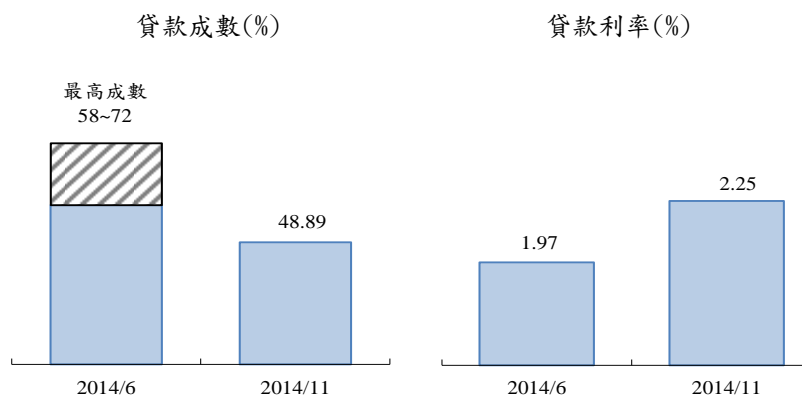
新承作土地抵押貸款



新承作高價住宅貸款

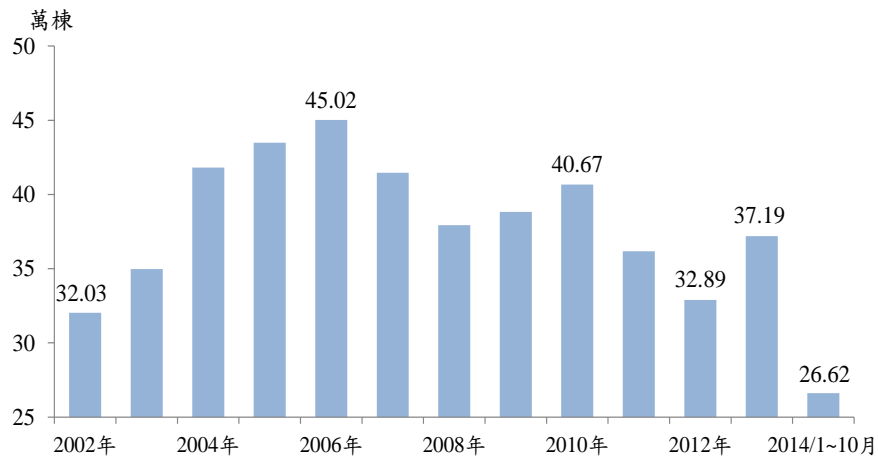


新承作全國第3戶購屋貸款



(三)全國建物買賣移轉棟數下降

全國建物買賣移轉棟數之變化



資料來源：內政部

2014年1~11月6都建物交易量年變化

單位:棟						
	台北市	新北市	桃園縣	台中市	台南市	高雄市
2014/1~11	28,968	54,869	39,129	43,153	18,782	35,158
2013/1~11	36,040	73,083	46,533	47,681	21,314	39,727
年增減	-19.6%	-24.9%	-15.9%	-9.5%	-11.9%	-11.5%

資料來源：內政部、各縣市地政局

二、健全房市仍有賴各相關單位通力合作

本行採行不動產貸款針對性審慎措施，係為加強金融機構不動產授信風險控管，有助於金融穩定，屬健全房市方案之一環，惟侷限於需求面管理措施；事實上，健全房市仍有賴各相關單位共同從需求面、供給面及制度面通力合作，始能達成。

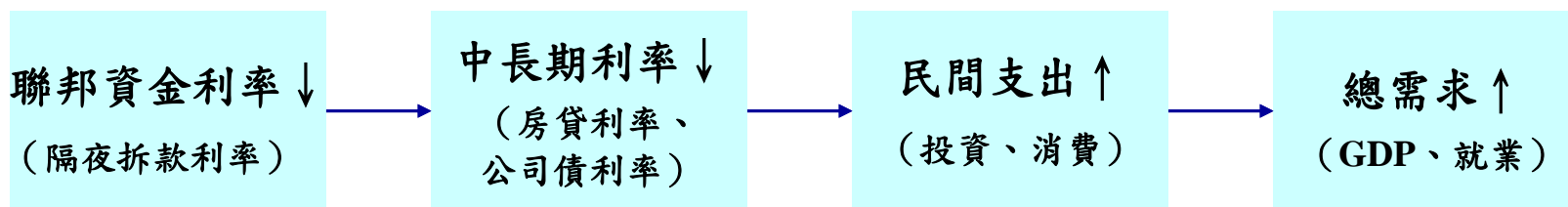
參、美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響

一、美、日兩國央行採量化寬鬆的背景

(一)傳統的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降短期利率來影響總需求

1. 傳統上，先進國家的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降短期利率(隔夜拆款利率)，來促使中長期利率(如房貸利率、公司債利率)下跌，據以提高民間支出(投資、消費)，達到提振總需求的目標。
2. 以美國為例，聯準會(Fed)係藉由調降聯邦資金利率來影響中長期利率，進而激勵民間支出、總需求(見圖7)。

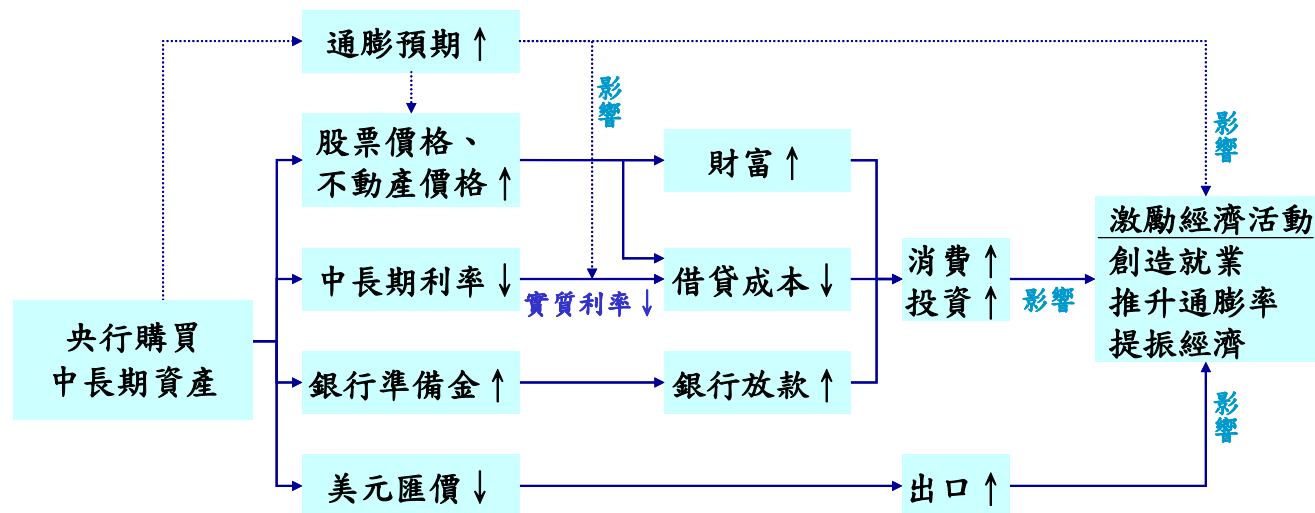
圖7 傳統的寬鬆性貨幣政策：以美國為例



(二)當短期利率接近零，只能採行非傳統性貨幣政策(量化寬鬆)

1. 一旦短期利率已降至接近零的水準，由於名目利率不可能為負，因此已無法再調降，傳統的寬鬆性貨幣政策無效。
2. 在零利率底限(zero interest rate bound)下，由於傳統的利率管道受阻，央行就須尋求所謂的非傳統性工具(unconventional tools)。
3. 例如央行直接自民間購入中長期資產，並設定購買目標，來直接影響中長期利率(及實質利率)，並藉由通膨預期管道、財富管道、信用管道與匯率管道等，來傳遞貨幣政策效果，進而提振經濟成長；這就是一般所稱的量化寬鬆(QE)政策(見圖 8)。

圖8 量化寬鬆政策的傳遞管道：以美國為例



二、美、日兩國實施量化寬鬆貨幣政策

(一)美國實施3次量化寬鬆(QE)貨幣政策

1. QE 時程與規模

(1) Fed 自 2008 年 11 月起接連實施 3 次 QE，本(2014)年 10 月底已結束第 3 次 QE；累計 3 次 QE 規模達 **3.98 兆美元**，Fed 資產規模膨脹至 **4.49 兆美元**。

(2) 同期間，美國境內銀行超額準備增加 **2.36 兆美元**，銀行授信增加 **1.62 兆美元**。

表 7 Fed 實施 3 次 QE 之時程與規模

	QE1	QE2	QE3		單位：美元
	2008/11	2010/11	2012/9		Fed 資產規模
	2010/3	2011/6	2014/10/29		(2014/12/10)
Fed 資產購買	17,500 億	6,000 億	16,300 億	= 39,800 億	44,889 億
銀行超額準備	+5,039 億	+5,890 億	+12,880 億	2008/9~2014/11： +2.36 兆	
銀行授信	-1,087 億	-671 億	+8,495 億	2008/9~2014/11： +1.62 兆	

資料來源：Fed

2. 實施 QE 對美國經濟所帶來之正面效果

(1) 避免物價下跌，維持金融穩定。

(2) 股價上漲。

(3) 房價止跌回升。

(4) 失業率自 2009 年 10 月之高點(10%)降至 2014 年 11 月之 5.8%。

(5) 就業及經濟成長方面：一般認為較不明顯。Fed 前主席柏南克(Bernanke)自己曾推估，前兩輪 QE 使經濟成長率增加 3%，就業人數增加 2 百萬人¹⁴。

表 8 美國股市變化

	S&P500	美股 總市值
2009/3/9	676	8 兆美元
2014/12/12	2002	24 兆美元

資料來源：Bloomberg

¹⁴ 參見 Bernanke (2012) Jackson Hole 演說。

3. 實施 QE 所產生的負面效果

(1) Fed 持有公債及房貸抵押證券(MBS)占流通在外比重已分別高達 **20%**及 **29%**，會影響市場流動性，擴大 **波動幅度**。

表 9 Fed 持有各類證券流通在外之比重

	Fed 持有債券/流通在外 (2014/10/20)
公債	20.3%
房貸抵押證券(MBS)	29.0%
機構債(Agency Debt)	2.0%

資料來源：Fed、SIFMA

(2)造成國內及國外的財富重新分配。

➤ 國內：對無股票者不利。

➤ 國際：持有美國公債之外國投資者**利息收入減少**(2010~2013 年 Fed 盈餘繳給財政部計 **3,160 億美元**)。

表 10 美國 10 年期公債殖利率變化

	最高	最低	目前
金融海嘯前後	2007/6/12	2012/7/24	2014/12/12
10 年期公債殖利率	5.29%	1.39%	2.08%

資料來源：Fed

(3) **外溢效果**(spill-over effect)干擾新興市場國家金融市場的穩定。

2014年11月7日，紐約聯邦準備銀行總裁 **William Dudley**¹⁵說：「由於美元扮演著國際準備貨幣的角色，Fed 有責任妥善管理美國貨幣政策，以促進全球金融穩定」。

“Given the dollar’s role as the global reserve currency, the Federal Reserve has a **special responsibility** to manage U.S. monetary policy in a way that helps promote global **financial stability**.”

同時，「Fed 有義務促進全球金融穩定」

“**Fed has obligation to promote global financial stability.**”

4. 未來 Fed 結束寬鬆貨幣政策所將使用的退場工具

(1) 調高超額準備利率(目前為 **0.25%**)。

(2) 從事附賣回操作(目前利率約為 **0.05%**)。

(3) 調高聯邦資金利率目標值(目前為 **0~0.25%**，2015 年底時，Fed 預測中值為 **1.125%**)。

5. 預期未來 Fed 升息與停止到期本金再投資之時點

(1) 目前各界預期 Fed 的升息時點，大約在 2015 年下半年。

(2) 預期可能在 2016 年初起停止到期本金再投資。

¹⁵ 參見 William Dudley 於 11 月 7 日在法國央行研討會上之評論 “Panel Remarks at the International Symposium of the Banque de France”。

(二)日本實施兩次量質兼備寬鬆貨幣政策

1. 量質兼備寬鬆(QQE)時程與規模

(1)日本銀行(BoJ)於2013年4月實施第1次QQE，並於2014年10月底擴大購買規模；截至目前，QQE購買量達**108兆日圓**，其資產規模膨脹至**301兆日圓**。

(2)同期間，日本境內銀行超額準備增加**105兆日圓**，銀行授信增加**14兆日圓**。

表 11 BoJ 實施兩次 QQE 之時程與規模

單位：日圓

目標/資產		2013.4.4 公布 (QQE)目標	2014.10.31 公布 (QQE 2.0)目標	購買金額變動
貨幣基數 ¹⁶	每年增加	60~70 兆	80 兆	增加 10~20 兆
長期公債(JGB)	每年增購	50 兆	80 兆	增加 30 兆
指數股票型基金(ETF)	每年增購	1 兆	3 兆	原規模的 3 倍
不動產投資信託(J-REIT)	每年增購	300 億	900 億	原規模的 3 倍
商業本票(CP)	持有餘額	2.2 兆	維持不變	
公司債	持有餘額	3.2 兆	維持不變	

	QQE	QQE 2.0	
	2013/4/4	2014/11/1	BoJ 資產規模 (2014/12/10) 300.62 兆
	2014/10/31	2014/12/10	
BoJ 資產購買	95.78 兆	12.53 兆	
銀行超額準備	+105.14 兆		2013/4~2014/10 : +105.14 兆
銀行授信	+13.9 兆		2013/4~2014/11 : +13.9 兆

資料來源:BoJ

¹⁶ 日本銀行對貨幣基數(Monetary Base)之定義為：Monetary base = Banknotes in Circulation + Coins in Circulation + Current Account Balances (Current Account Deposits in the Bank of Japan)。

2. 實施 QQE 對日本經濟所帶來之正面效果

(1)名目工資隨著勞動市場改善而增加。

(2)日圓兌美元貶至 **7 年來新低**。

➤ 自安倍當選自民黨黨魁(2012/9/26)以來，貶幅達 **34.6%**，若自 QQE(2013/4/4)實施以來計算，則貶幅為 **21.7%**。

(3)公司獲利成長。

(4)股價上漲。

➤ 自安倍當選自民黨黨魁以來，Nikkei 225 上漲 **95.0%**，若自 QQE 實施以來計算，則上漲 **40.6%**。

(5)失業率自 2009 年 7 月為 5.5%降至 2014 年 10 月 **3.5%**。

➤ 目前日本職缺數對應徵者比(job opening to applicants ratio)已創 **22 年**新高。

表 12 日本股市變化

	Nikkei 225 指數	日股 總市值
2013/4/3	12,362	374 兆日圓
2014/12/12	17,372	528 兆日圓

資料來源：Bloomberg

3. 實施 QQE 所產生的負面效果

- (1)BoJ 每年購債金額(80 兆日圓)約為日本每年財政赤字(40 兆日圓)的 2 倍,引發債務貨幣化(monetization of debt)疑慮。
- (2)目前 BoJ 持有政府債券占市場規模比率已達 21.2%,持有股票比率亦達 1.5%,此將影響市場流動性,並扭曲市場機制。
- (3)QQE 推升物價,使得實質薪資連續 15 個月下滑,不利民間消費。
- (4)財富效果重分配:對無股票者不利。
- (5)外溢效果干擾國際金融市場穩定,特別是日圓貶值帶動亞洲貨幣(特別是韓元)貶值。

表 13 BoJ 持有政府債券及股票金額占市場規模比率

排序	公債主要持有者	持有金額 (日圓)	持有比例 (%)
1	國內銀行	282 兆	27.8
2	BoJ	215 兆	21.2
3	保險公司	195 兆	19.3

資料來源:BoJ

(截至 2014 年 6 月底)

股票主要持有者	持有金額 (日圓)	持有比例 (%)
GPIF ¹⁷	超過 20 兆	4.2
日本人壽保險公司	約 8 兆	1.7
BoJ	約 7 兆	1.5

資料來源:日經新聞

(截至 2014 年 10 月 29 日止)

¹⁷ GPIF 指日本政府退休基金(Government Pension Investment Fund)。

4. 日本 QQE 退場的風險

- (1)BoJ於本年11月19日貨幣政策會議會後聲明指出，將繼續執行QQE直到達成2%的通膨目標為止。
- (2)BoJ總裁黑田東彥於會後記者會表示，預期在2015年財政年度(即2015年4月~2016年3月)可望達成其通膨目標，暗示目前談退場機制仍言之過早。
- (3)預估若QQE 2持續進行2年，至2016年10月底，BoJ所持有之公債(即JGB，不含國庫券)規模，將逾流通在外總金額之40%；屆時，公債市場流動性與波動度等問題，將更為嚴重。

表 14 BoJ 持有 JGB 占市場流通在外總金額之比率

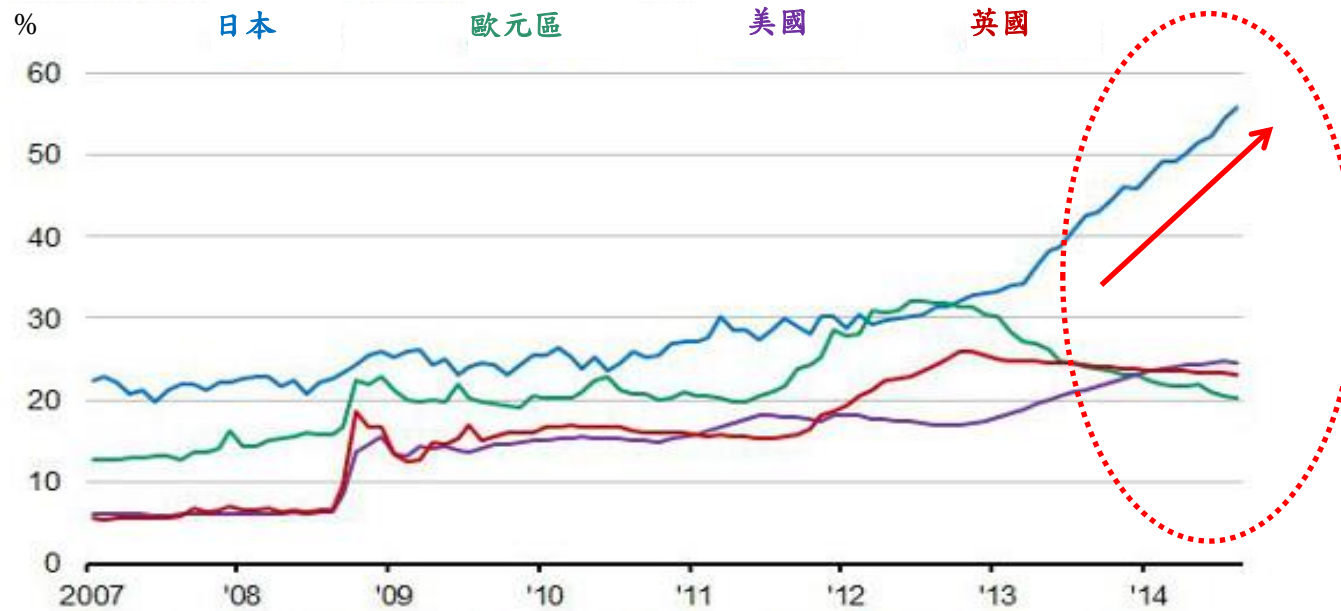
時間	預估市場流通在外金額 ¹⁸ (兆日圓)	預估日銀 持有金額 (兆日圓)	持有 比例 (%)	備註
2015年10月底 (擴大QQE滿1年)	811	264 (=184+80)	32.56	至2014年10月31日，BoJ持有JGB約184兆日圓
2016年10月底 (擴大QQE滿2年)	844	344 (=264+80)	40.76	

資料來源：BOJ、JP Morgan

¹⁸ 市場流通在外金額之預估值取自 JP Morgan。

(4)與主要國家央行相較，兩次的 QQE 政策使 BoJ 的資產規模相對 GDP 比率**擴張快速**，現已接近 **60%**，未來退場恐引發**金融市場大幅波動**的風險(見圖 9)。

圖 9 BoJ 資產規模相對 GDP 比率增速高於其他主要國家央行



資料來源: Wall Street Journal

三、台灣是否需要仿效日本的安倍三箭政策？

(一)第一支箭：量化寬鬆貨幣政策

1. 台灣的經濟情況與日本有別，目前貨幣情勢有助台灣總體經濟

(1)台灣未如日本面臨零利率底限困境，無須採有如 BoJ 的 QE。

- BoJ 的政策利率 0.3%(重貼現率，2008 年 12 月 19 日迄今)已趨近於零，而市場利率則低於 0.1%，已無進一步降息空間。
- 在零利率底限下，BoJ 只能採非傳統性政策(unconventional policy)，例如量化寬鬆(QE)。
- 本行的政策利率目前為 1.875%(重貼現率，2011 年 7 月 1 日迄今)，如有需要尚有可運用的政策空間。

(2)台灣未曾出現有如日本的通縮問題。

- 1992 年以來，日本經濟歷經「失落二十年」(lost two decades)，且通縮困擾近十五年；同期間，台灣經濟穩定成長，物價平穩。

	經濟成長率(%) (1992~2013 年)	CPI 年增率(%) (1998~2013 年)
日本	0.87	-0.18
台灣	4.96	1.04

(3)台灣沒有出現信用緊縮(credit crunch)現象，銀行業授信穩定成長。

	銀行業授信年增率(1995 年迄今平均)	銀行對中小企業放款年增率(2009 年迄今平均)
日本	0.84% (1995 年 1 月~2014 年 8 月)	-1.01% (2009 年 Q1~2014 年 Q2)
台灣	5.17% (1995 年 1 月~2014 年 9 月)	8.15% (2009 年 Q1~2014 年 Q3)

(4)台灣 M2 成長足以支應經濟活動所需。

▶ 台灣的 M2 年增率與 GDP 成長率+CPI 年增率相當，顯示 M2 資金足以支應經濟活動所需。

年平均	GDP 成長率	CPI 年增率	GDP 成長率+CPI 年增率	M2 年增率
	(a)	(b)	=(a)+(b)	
1995-2013	4.55	1.28	5.83	6.28

2. QE 要大國去做才會有效果

(1)QE 要能帶動一國貨幣貶值，須有經濟規模龐大、國際主要貨幣等條件；台灣則不具備此等條件。

(2)像台灣這樣的小船，即使用最大動力(採用 QE)，對航空母艦(如美、日等大國)仍不會有影響。

	經濟體規模的全球排名(占全球 GDP%)	貨幣是否為國際交易主要貨幣(占全球外匯交易量%*)		
	2013 年	2013 年		
美國	第 1 大(22.71%)	美元	是	(87.0%)
日本	第 3 大(6.63%)	日圓	是	(23.0%)
台灣	第 25 名(0.66%)	新台幣	否	(0.5%)

* BIS 的調查每 3 年舉行 1 次；總計為 200%，因每種貨幣對應另一種貨幣，均會計算兩次。

3. 本行採彈性貨幣政策，因應景氣與物價變動(見圖 10、圖 11)

(1)全球金融危機期間，本行 7 度降息且採「台版的量化寬鬆」，穩定金融市場並提振景氣

- 本行曾於全球金融危機期間 7 度調降重貼現率，由 2008 年 9 月 25 日之 3.625% 降至 2009 年 2 月 19 日之 1.25%，累計降幅達 2.375%。
- 全球金融危機期間，本行並採行堪稱「台版的量化寬鬆」政策。
 - ✓ 維持銀行體系偏高的準備部位，銀行超額準備最高曾接近 1,600 億元
 - ✓ 金融業隔夜拆款利率隨之降至 0.10% 左右
 - ✓ 刻意使 M2 維持在較高水準(2009 年成長率為 7.45%)

(2)危機後，本行彈性調整貨幣政策

- 伴隨危機趨緩、景氣復甦，本行彈性調整貨幣政策，銀行超額準備逐步回降至近期約 250 億元左右，金融業隔夜拆款利率則持穩於 0.38% 附近，而 M2 成長率亦均維持於目標區內。

(3)未來本行仍將視市場情況，適時採行妥適的貨幣政策

- 未來本行將持續密切注意國內外經濟金融情勢變化，尤其面對近日日圓、韓元競貶的發展，將彈性運用貨幣政策及總體審慎政策(macprudential policy)，俾維護國內經濟金融之穩定，同時協助促進經濟成長。

圖 10 全球金融危機期間 7 度調降重貼現率

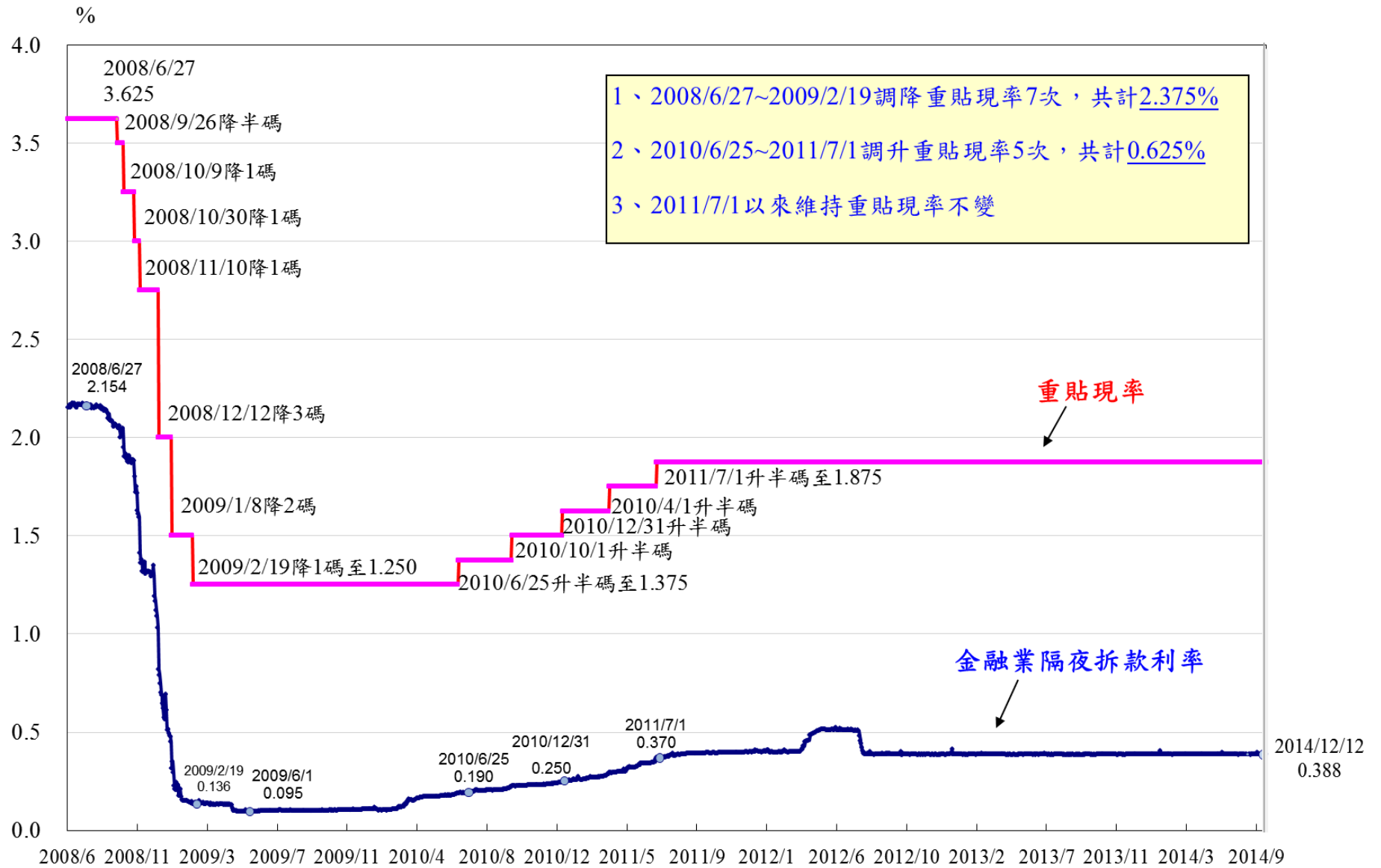
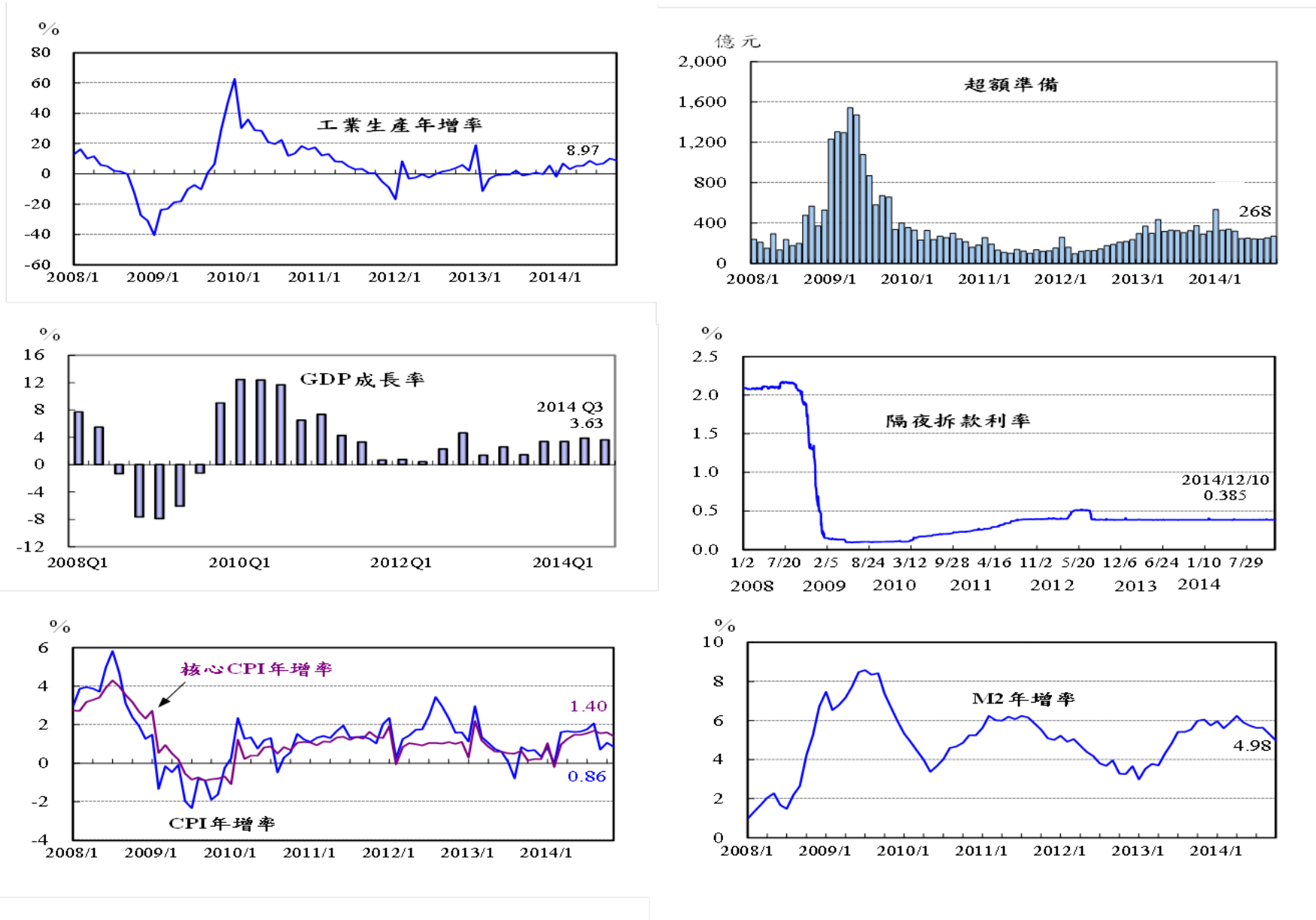


圖 11 本行因應景氣與物價變動，彈性調整貨幣政策



4. 各界對本行的貨幣、信用、總體審慎政策及資本帳管理措施多所肯定

(1)國際三大信評公司(Fitch、S&P及Moody's)連年對本行貨幣政策給予高度評價

- 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)：金融體系**流動性充裕**，央行貨幣管理健全，使**通膨率維持低且穩定**。
- Moody's(2013/10、2014/10)：
 - ✓ **成功的貨幣管理政策**，資料揭露高度透明化，**有助體制架構健全**。
 - ✓ **央行貨幣政策審慎**，在**穩定物價**方面**表現優異**。
 - ✓ **經常帳順差**，**流動性充裕**，**外匯存底豐厚**，提升民眾對**金融體系與新台幣幣值**之信心。

(2)IMF 對本行的信用政策及總體審慎政策給予**正面評價**

- 金融危機期間，支持中小企業的信用政策(credit policy)，尤其**中小企業信保基金**運作，**深獲 IMF 肯定**¹⁹。
- **IMF 認為**本行**針對不動產市場**採行的**總體審慎政策**，有助於強化金融體系的**韌性**²⁰。

¹⁹ IMF (2009), "Exit from SME Support Measures," *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, October.

²⁰ IMF (2011), "Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets," *IMF Staff Discussion Note SDN/11/10*, April.

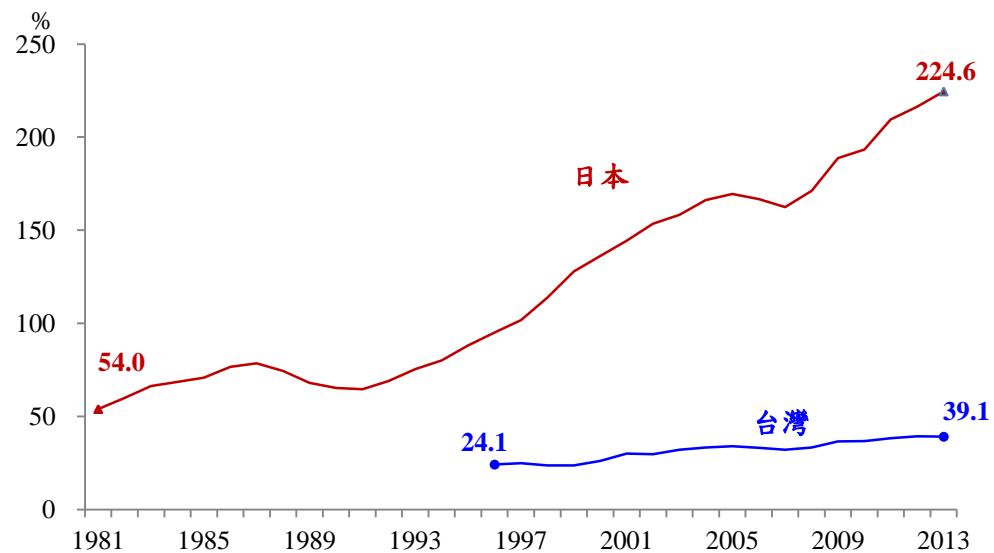
(二)第二支箭：擴大財政支出

1. 日本公共債務居全球之冠，潛藏危機

(1)自 1990 年代以來，日本採擴張性財政政策，公共債務相對 GDP 比率持續攀升；金融海嘯後，日本財政加速惡化(圖 12)。

(2)日本已淪為以債養債，財政收入 50%償付公債利息，不僅影響長期經濟展望，亦可能危及財政可持續性。

圖 12 台灣與日本公共債務餘額對 GDP 比率

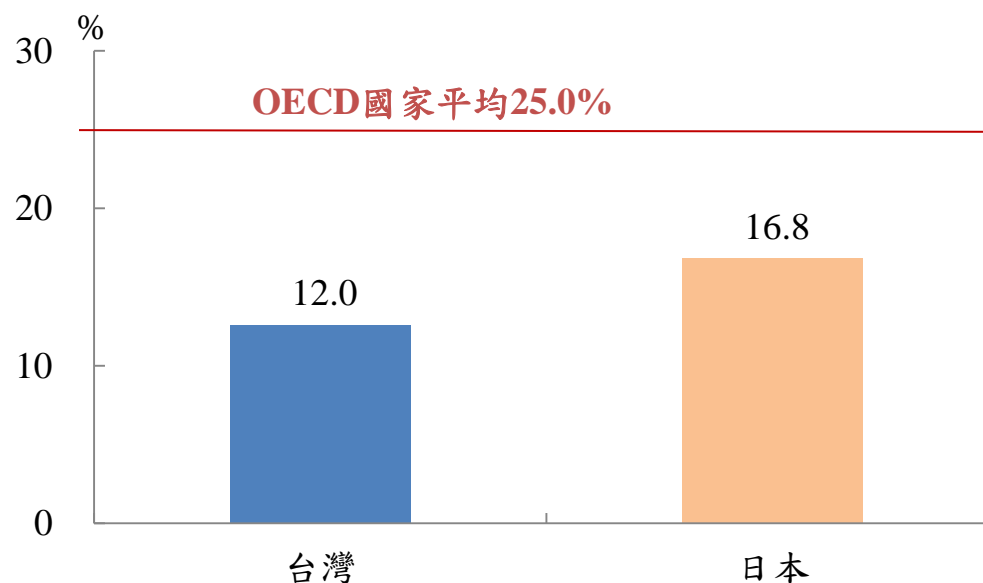


資料來源：台灣財政部、主計總處、OECD Economic Outlook No.95 database

2. 台灣財政相對日本穩健，惟已無財政空間

- (1) 台灣公共債務受舉債上限規範，財政相對日本穩健，日本政府無舉債上限之規定。
- (2) 近年，台灣因遺贈稅與營所稅調降等租稅優惠，稅基嚴重流失；2013 年台灣的賦稅負擔率為 12.0%，較日本為低(圖 13)。
- (3) 2013 年台灣各級政府債務相對 GDP 比率已逼近舉債上限 50%，財政空間有限。

圖 13 2013 年台灣與日本之賦稅負擔率(不含社會安全捐)*



*台灣為 2013 年資料; OECD 國家平均及日本係 2011 年資料。

資料來源：台灣財政部、OECD Tax Revenue Statistics

(三)第三支箭：成長策略

1. 台、日經濟結構皆面臨**勞動力短缺**，惟台灣產業附加價值率較低，產業外移相對嚴重

(1)台灣生育率全球最低，日本人口結構老化嚴重。

- 台灣與日本兩國皆面臨**生育率低**與**女性勞動參與率低**的問題。
- 日本人口**老化**速度全球**最快**，**勞動力**嚴重不足，**抑制**日本長期**經濟成長**。

(2)台灣與日本之產業附加價值率皆下滑，惟台灣之全體產業附加價值率明顯低於日本。

- 台灣與日本兩國產業**結構調整緩慢**，附加價值率呈下滑趨勢。
- 台灣產業因**創新不足**，加以製造業多採「**代工**」模式生產，**缺乏自有品牌**，整體**產業附加價值率**低於日本。

(3)台灣與日本均面臨產業外移問題，惟台灣外移情況相對嚴重。

- 日本因 1990 年代與 2000 年代**日圓急升**，出口競爭力下降，**加速產業外移**，致日本國內產業空洞化。
- 台灣廠商基於**降低生產成本**等理由前往海外生產，**減少國內就業**機會，抑制薪資成長。

2. 台灣無須師法安倍經濟政策，但須積極解決經濟的結構性問題，以促進永續成長

(1)加速產業結構調整：	<ul style="list-style-type: none">➤ 推動製造業服務化、服務業科技化與國際化、傳產業特色化，提升產品附加價值率與競爭力。➤ 扶植新興產業發展，創造新的成長動能。
(2)促進薪資成長：	<ul style="list-style-type: none">➤ 加強教育訓練，提升勞動生產力。➤ 提供誘因機制促使企業加薪，改善基層勞工低薪現象，帶動國內需求。
(3)提昇勞動參與率：	<ul style="list-style-type: none">➤ 建構友善婚育環境(如提供嬰幼兒照顧服務)，促進人口成長。➤ 開發中高齡勞動力與婦女二度就業，緩和未來勞動力不足情形。
(4)多面向參與國際經濟整合：	<ul style="list-style-type: none">➤ 積極參與多邊、複邊(如 TPP、RCEP 或 WTO 環境商品協定)或雙邊經貿整合，以利廠商拓展大陸以外市場。
(5)健全財政：	<ul style="list-style-type: none">➤ 持續檢討稅制，改善政府財政赤字，以免落入與日本相同的財政困境。

四、美國貨幣政策對國際金融市場及台灣的可能影響

(一)美國 QE 退場的政策訊息一度衝擊全球金融市場

1. 美國 QE 政策對新興市場的外溢效果

(1)美國 QE 政策造成資金明顯流入新興市場，使新興市場國家貨幣升值，並推升股市。

(2)當 Fed 前主席柏南克於 2013 年 5 月 22 日國會聽證會釋放縮減 QE3 購買規模(tapering)訊息，一度衝擊全球金融市場，並造成新興市場國家的股、匯市出現反轉走勢(圖 14 及圖 15 標示的橢圓形部份)。

圖 14 Fed 總資產規模與新興市場股價指數

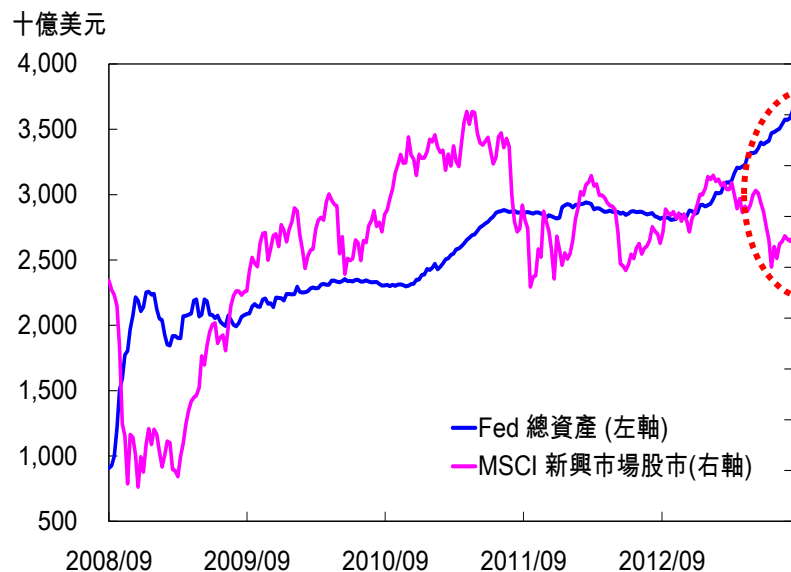
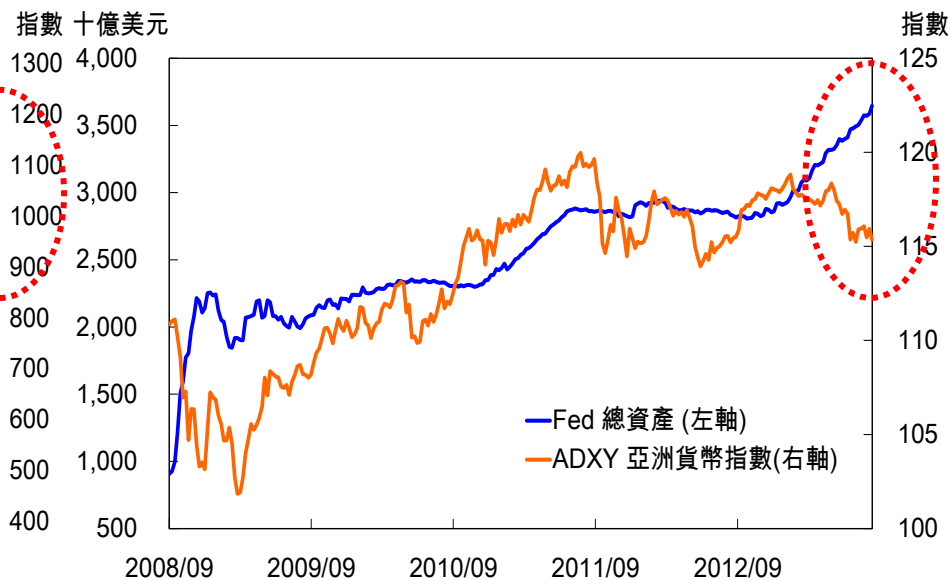


圖 15 Fed 總資產規模與亞洲貨幣指數



註：ADXY 為其與 JP Morgan 所編之亞洲主要 10 個貨幣加權平均指數

資料來源：Bloomberg

2. 量化寬鬆政策走向的不確定性，造成外資頻繁進出亞洲國家

(1)2013 年間，Fed 不同官員對量化寬鬆政策的未來走向，經常存在不同意見，影響投資者及短期國際資本的投資動向。

(2)政策不確定性使外資頻繁進出各國，各國股市因而出現震盪走勢。

表 15 2013 年美國貨幣政策不確定性造成外資頻繁進出亞洲國家

單位：億美元

	1/2~5/22 追逐風險 (risk on)		5/22~7/10 規避風險 (risk off)		7/11~8/5 追逐風險 (risk on)		8/6~8/21 規避風險 (risk off)	
	淨買超	股市變動	淨買超	股市變動	淨買超	股市變動	淨買超	股市變動
台灣	51.03	9.08%	-53.34	-4.61%	31.69	1.58%	-16.30	-3.76%
南韓	-43.45	-0.16%	-43.59	-8.51%	17.52	5.05%	5.24	-2.54%
印度	144.86	3.18%	-9.69	-3.83%	-10.17	-0.58%	-4.28	-6.65%
印尼	25.67	20.65%	-30.34	-14.00%	4.03	3.62%	-5.67	-9.10%
泰國	-1.45	17.19%	-25.19	-14.89%	0.82	2.59%	-8.95	-4.86%
菲律賓	15.90	27.05%	-0.89	-14.58%	2.09	3.20%	-0.95	0.25%

資料來源：Bloomberg

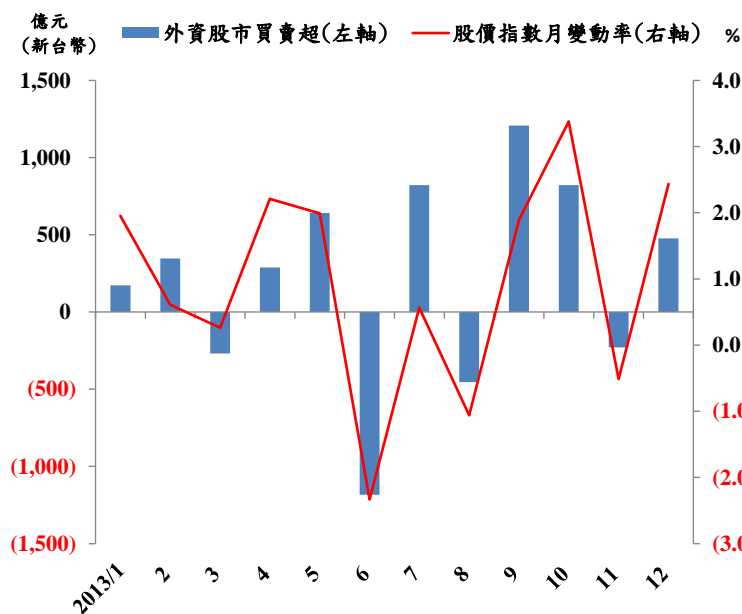
(重要時點：5/22 為國會聽證會；7/10 柏南克於 NBER 演說後指出，tapering 將視經濟情況調整，緩和市場不安；而在 8 月 6 日至 8 月 8 日期間，有 3 家 Fed 分行總裁表達支持於 2013 年底開始進行 QE tapering。)

(二)台灣受美國貨幣政策變動之衝擊相對較小

1. 台灣亦受 QE 退場的訊息所衝擊

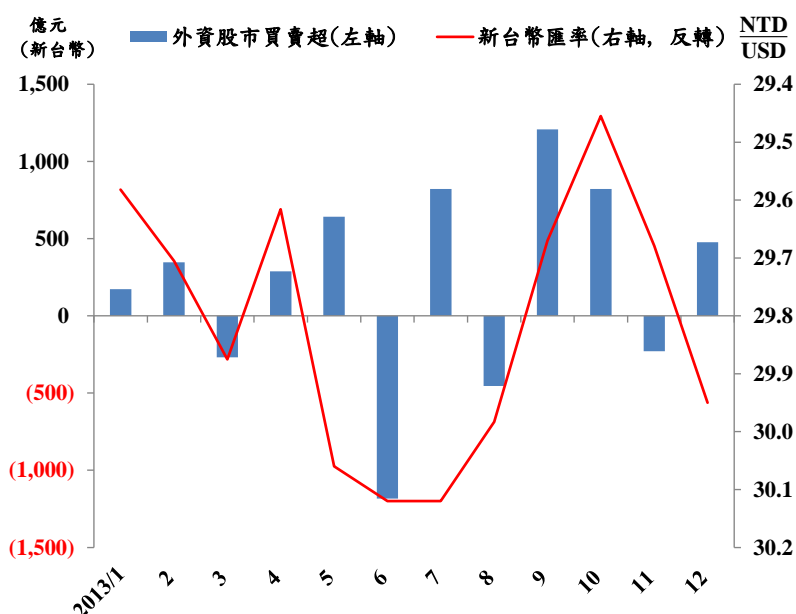
- (1)短期國際資本移動已經成為影響台灣股、匯市的主要因素；外資常受市場特定訊息影響，因而集體同為買方或賣方，快速進行轉換交易。
- (2)此因訊息不對稱與訊息不完備等因素而出現的群聚行為，經常造成短期資金大量頻繁進出，使匯率或股價過度反應，偏離基本面的水準。
- (3)在 2013 年，我國股市及匯市亦受到 QE 退場訊息所衝擊(圖 16 及圖 17)。

圖 16 台灣股價指數月變動率及外資買賣超



資料來源：中央銀行、台灣證券交易所

圖 17 新台幣匯率走勢及外資買賣超



2. 由於台灣經濟基本面健全，所受影響相對較小

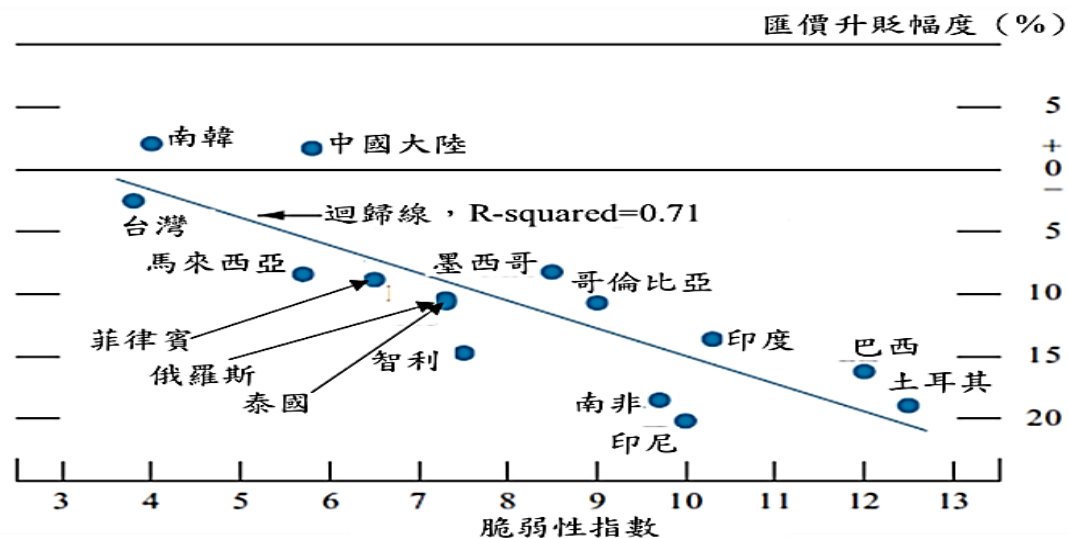
(1) 台灣的經濟脆弱性低，匯價相對穩定，面對 QE 縮減衝擊，韌性明顯較佳

▶ Fed 本年針對 15 個新興經濟體(包含台灣)之匯價升貶值與經濟脆弱性的研究顯示，**台灣之經濟脆弱性最低**，匯價相對穩定，因此，面對 QE 縮減衝擊，**韌性明顯較佳**²¹(圖 18)。

(2) 台灣**經濟基本面健全**，未來 Fed 如開始升息，預期所受**衝擊仍屬有限**

▶ 台灣經常帳持續呈現順差，加以外匯存底豐厚，且金融體系流動性相對充足，以及外債有限，資本外流的壓力相對較輕，因此，受美國貨幣政策變動的影響相對較小。

圖 18 新興經濟體匯價升貶值與脆弱性指數之關聯性



匯價升貶幅度衡量期間：2013/4/30~2014/2/6

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System (2014)

²¹ Fed 於 2014 年 2 月 11 日提交國會的「貨幣政策報告書」(Monetary Policy Report)中，針對 15 個新興經濟體之匯價升貶值與經濟脆弱性進行分析，研究指出，經濟脆弱性愈高的新興經濟體，匯價貶值愈嚴重，如土耳其、巴西、印度、印尼及南非；台灣之經濟脆弱性最低，匯價相對穩定。詳 Board of Governors of the Federal Reserve System (2014), "Financial Stress and Vulnerabilities in the Emerging Economies," *Monetary Policy Report*, Feb. 11。

3. 針對主要國家貨幣政策走勢，本行之因應措施

(1) 本行採行具有彈性之管理浮動匯率制度

- ▶ 台灣屬小型且高度開放經濟體，本行採行具有彈性之管理浮動匯率制度。新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，惟若有不規則因素(如短期資金大量進出)及季節性因素，導致匯率過度波動(係指升貶雙向波動)與失序變動(disorderly movements)，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序，此為各國中央銀行之職責。

(2) 本行基於職責，維持匯市秩序

- ▶ 本年以來，美國、日本及歐元區等央行的貨幣政策已出現紛歧，使得國際短期資本移動之走向更具不確定性，變動亦更為頻繁。本行持續密切注意其動態及對新台幣匯率之影響，若有資金大量進出情況，導致匯率過度波動，本行亦將本於職責，進場維持匯市秩序。

附錄、「國際間重蹈政策失誤的例子，一再上演！」*

案例一：以升息對抗高房價，瑞典央行步日本 BoJ 後塵，引發通縮疑慮

案例二：過早調升消費稅稅率，日本首相安倍步前首相橋本龍太郎覆轍，經濟再陷衰退

啟示一：因應資產價格泡沫，貨幣政策(利率工具)大而不當，宜採具針對性的總體審慎政策

啟示二：整頓財政須注意時機與步調：宜待經濟復甦確立後，以漸進緩和的步調執行

前言

- 19 世紀美國知名作家**馬克·吐溫**(Mark Twain)的經典名言「**歷史未必重演，但相似的事件卻會一再重複**」(“History doesn’t repeat itself, but it does rhyme.”)。
- 回顧國際間的總體經濟政策史，相似的政策失誤確實如**馬克·吐溫**所言的一再重複。
 - 以**升息對抗資產泡沫**的失敗例子，近年(2010~2014)的**瑞典央行**與 20 世紀的 **BoJ**，如出一轍。
 - 在經濟未明顯復甦前，就**貿然調高消費稅稅率**的慘痛經驗，1997 年日本首相**橋本龍太郎**(Ryutaro Hashimoto)鑄下錯誤；17 年後，日本首相**安倍晉三**(Shinzo Abe)再次重蹈覆轍，所幸急踩煞車，延後第 2 階段再次調高稅率的時程，同時解散國會改選，爭取民意支持。
- 古人云：「**以史為鏡，可知興替**」。經濟政策失敗史所訴說的教訓，**吾人應引以為鑑**。

* 李榮謙與黃麗倫(2014)，「國際間重蹈政策失誤的例子，一再上演!」，12月16日；本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關。

案例一

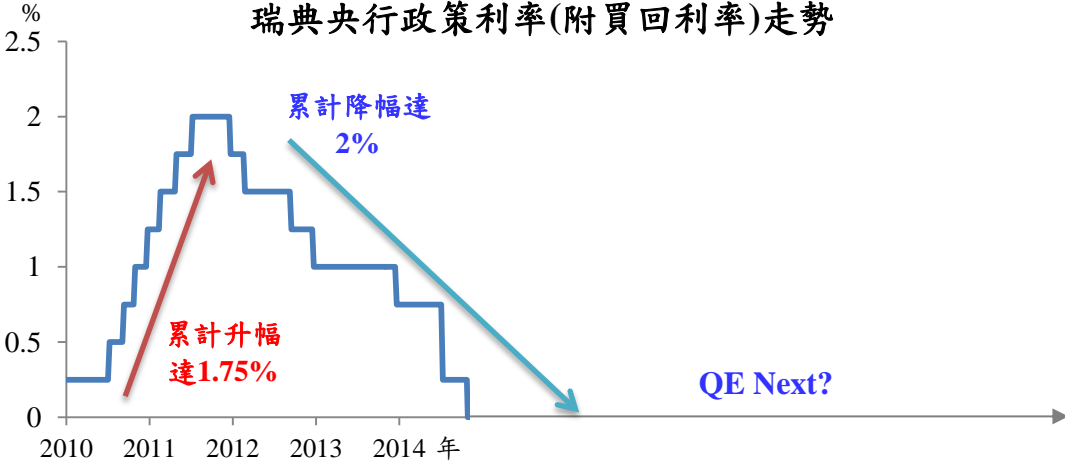
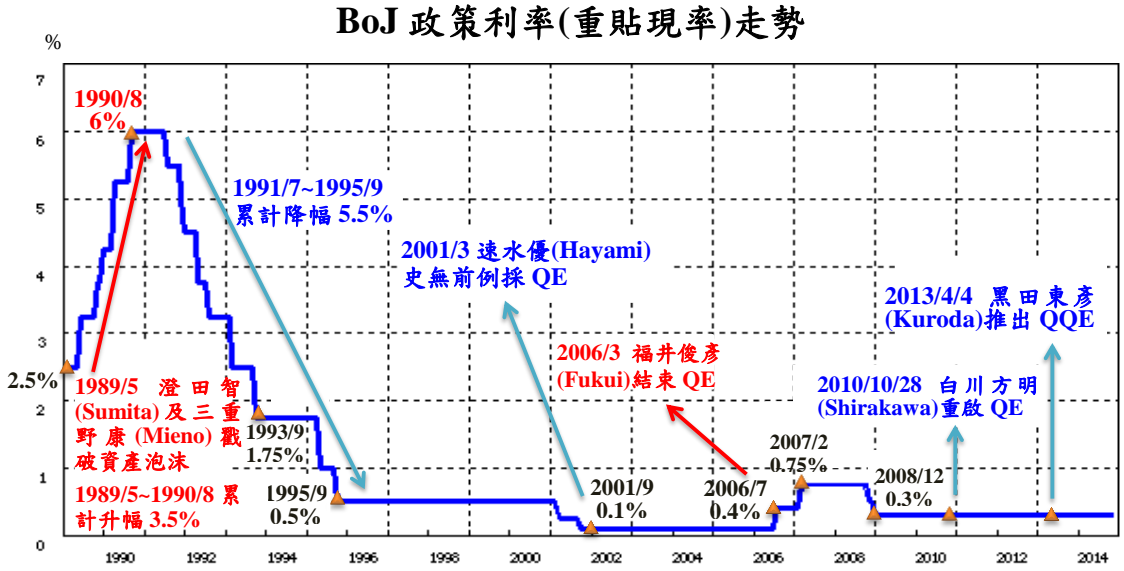
以升息對抗資產泡沫的二次失敗實驗：20 世紀的 BoJ 與 21 世紀的瑞典央行

■ 以升息對抗資產泡沫的失敗例子，
瑞典央行與 BoJ 如出一轍：

➤ 1989 年 5 月，為對抗資產泡沫，BoJ 總裁澄田智(Satoshi Sumita)及接任之三重野康(Yasushi Mieno)，在 18 個月內調升政策利率 3.5 個百分點，戳破泡沫、資產價格崩跌，但經濟也陷入困境；

1991 年 7 月，三重野康轉而一路降息，接任之松下康雄(Yasuo Matsushita)更降至近零；接下來，速水優(Masaru Hayami)還史無前例推出量化寬鬆(QE)。日本經濟仍陷入嚴重通縮。

➤ 2010 年 7 月，瑞典央行為處理房價過高的風險，將政策利率從 0.25% 迅速調升至 1 年後的 2%，但通縮壓力遽升；
2011 年 12 月起，瑞典央行轉而降息救經濟，迨至本(2014)年 10 月 28 日已降至零，且不排除推出 QE。



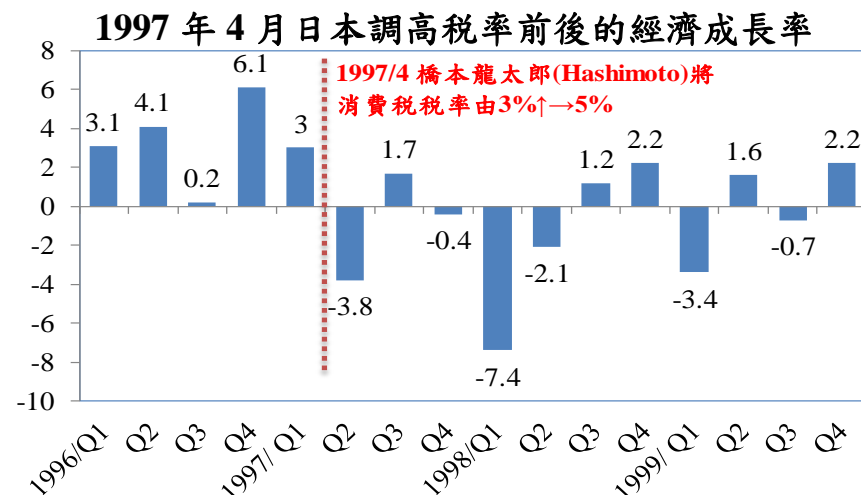
案例二 經濟未明顯復甦前，即貿然調高消費稅稅率的慘痛經驗：1997 年的橋本與 2014 年的安倍

■ 在經濟未明顯復甦前，就貿然調高消費稅稅率的慘痛經驗，1997 年日本首相橋本龍太郎(Hashimoto)鑄成大錯；17 年後，日本首相安倍晉三(Abe)重蹈覆轍。

➤ 1997 年 4 月，日本首相橋本龍太郎誤判日本經濟已進入復甦軌道，著手財政重建，將消費稅稅率由 3% 提高至 5%，肇致日本經濟連續幾季衰退。

➤ 為整頓財政，日本朝野(首相野田佳彥)於 2012 年 8 月對分兩階段調漲消費稅稅率取得共識(5%↑→8%↑→10%)；接任首相安倍於 2013/10/1 宣布如期實行：

- 本年 4 月開始第 1 階段調升，導致**本年第 2 季** GDP 成長率(季增率年化)為**-6.7%**，是日本經濟自 2009 年全球金融危機以來最嚴重的下滑。
- **本年第 3 季** GDP 成長率續為**-1.9%**，日本經濟已連續 2 季萎縮，已陷入公認的**經濟衰退**。
- 本年 11 月 18 日，安倍急踩煞車，延後 18 個月進行第 2 階段調高消費稅稅率；安倍同時解散國會，欲透過改選來尋求民意支持。
- 本年 12 月 14 日改選結果，安倍的執政聯盟一舉拿下國會 2/3 席次，確保安倍的政策得以延續。

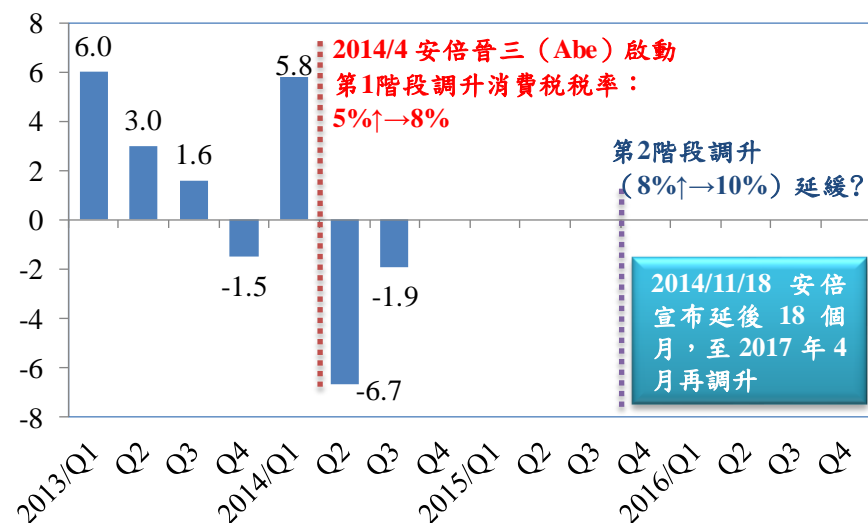


2014 年衝擊較 1997 年嚴重：消費緊縮程度為 1997 年的 2 倍

➤ 消費緊縮原因：實質可支配所得較 1 年前減少 6%

➤ 所得減少原因：日圓貶值促使物價上漲，但工資成長跟不上物價漲幅

2014 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率



資料來源：日本內閣府

啟示一

因應資產價格泡沫，貨幣政策(利率工具)大而不當，宜採具針對性的總體審慎政策

■ 2008 年全球金融危機以來，國際間認為**宜以總體審慎政策**(macroprudential policy)來**因應資產泡沫**：

➢ 處理房價高漲問題，**利率政策是大而不當**(too blunt)的工具，因**影響層面甚廣**，以升息抑制房市泡沫的**成本相當昂貴**。IMF 實證研究顯示²³：

5 年內將政策利率 調高 100 個 bp
➔ 房價 漲勢只下降 1 個百分點
GDP 卻下降 0.3 個百分點

➢ IMF 等國際組織及大多數國家央行皆認同，**宜採具針對性的總體審慎政策**，來**抑制房市風險**。

➢ IMF 盛讚香港、南韓、新加坡、**台灣**等亞洲經濟體，**針對不動產市場採行的針對性審慎措施**，**有效限制金融風險的攀升**，有助於**強化金融體系的韌性**²⁴。

■ **瑞典央行未能記取 BoJ 以升息戳泡沫的慘痛經驗**，堅持以升息抑制房市泡沫：

➢ 結果讓瑞典從復甦的搖滾巨星，落入與通縮苦戰的困境。

➢ **瑞典活生生的失敗例子**，成為近年國際間討論相關議題時，經常被引用的負面教材。

PIIE 資深研究員 **Joseph E. Gagnon**：瑞典央行以**貨幣政策**因應**資產泡沫**的不良示範，**值得引以為鑑**。

諾貝爾經濟學獎得主 **Paul Krugman**：瑞典**選擇以升息**來抑制**資產價格泡沫**，讓「**瑞典變成了日本**」。

前瑞典央行副總裁 **Lars Svensson**：瑞典**貿然升息**置經濟於更糟糕處境的經驗，是**其他央行活生生的教訓**。

²³ Dell’Ariccia, Giovanni and Deniz Igan (2011), “Dealing with Real Estate Booms,” BOK-IMF Workshop, Apr. 11-12.

²⁴ IMF (2011), “Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets,” *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/10, Apr.

啟示二

整頓財政須注意時機與步調：宜待經濟復甦確立後，以漸進緩和的步調執行

- 提高消費稅稅率所帶來的財政緊縮效果，不容小覷，尤其是處在經濟復甦的早期階段。
 - ▶ 日本於 1997 年 4 月一次調升消費稅稅率 2%，抑或近期分二階段分別彈升 3% 及 2%，幅度皆過大，甫萌生復甦綠芽的經濟，**禁不起跳躍式的稅率調整**。
 - ▶ **漸進式調升稅率較佳**：被譽為安倍國師的濱田宏一(Koichi Hamada)及哈佛大學教授 Jeffrey Frankel 等在上(2013)年即建議，應以預先宣布的**漸進式調升消費稅稅率**，**取代跳躍式上升**；例如，每年上調 1 個百分點，為期 5 年。
 - ▶ **待經濟全面復甦，再談整頓財政、2%通膨目標**：濱田宏一於上年指出，只要經濟復甦，即使通膨率只有 1.5%、沒有達到 BOJ 設定的 2% 通膨目標，也可以接受；濱田於本年 11 月更建議，**BoJ 可將通膨目標由 2%↓→1.5%**。
- 濱田宏一、安倍的經濟顧問本田悅朗(Etsuro Honda)、Paul Krugman、前美國財長 Larry Summers、野村總合研究所首席經濟學家辜朝明(Richard Koo)等都直言，應延後第 2 階段調升消費稅稅率：
 - ▶ 日本經濟恐禁不起第 2 階段的增稅：
 - Krugman**：於本年 11 月初與安倍會談，力促安倍延後恐傷害日本經濟的第 2 階段增稅計畫；本田悅朗對外透露，**安倍已下定決心接受 Krugman 的建議**。
 - 辜朝明**：日本若再次調高消費稅稅率，無異「**經濟自殺**」。
 - Summers**：支持安倍延緩第 2 階段調稅計畫，強調修復日本長期債務問題的最重要決心、也是**日本當前的第一要務**，是**經濟成長**。
 - ▶ 延後再次調高稅率：**濱田宏一及本田悅朗**建議，第 2 階段增稅計畫應延後 1 年半，至 2017 年 4 月再實施。
- 本年 11 月 18 日**安倍急踩煞車**，接受外界建言，**宣布延後 18 個月進行第 2 階段調高消費稅稅率**。
本年 12 月 14 日改選結果，安倍的執政聯盟拿下國會 2/3 席次，確保安倍的政策得以延續。