
理監事聯席會議
議事錄摘要

107年6月21日

中央銀行

中央銀行第 19 屆理事會第 14 次理監事聯席會議
議事錄摘要

時 間：107 年 6 月 21 日下午 3 時

地 點：本行主大樓 A606 會議室

出 席：理事會主席：楊金龍

常 務 理 事：許虞哲 沈榮津 嚴宗大

陳南光 梁明義 胡勝正

理 事：林聰賢(請假，並委託嚴宗大為代理人)

李成家 雷仲達 林金龍 朱美麗

黃朝熙 劉碧珍 陳旭昇

監事會主席：朱澤民

監 事：梁啓源 劉宗榮 鍾經樊

邱炳雲(請假)

列 席：業務局局長陳一端 發行局局長施遵驊

外匯局局長顏輝煌 國庫局局長陳玉敏

金檢處處長蕭翠玲 經研處處長林宗耀

秘書處處長梁建菁 會計處處長黃桂洲

人事室主任洪志誠 法務室主任吳坤山

監事會秘書張玉敏 理事會秘書胡至成

主 席：楊金龍

討論事項：國內外經濟金融情勢與本行貨幣政策，提請討論。

壹、國內外經濟金融情勢¹

經濟研究處說明：

一、國際經濟金融情勢

自本年 3 月本行理事會會議以來，先進及新興市場經濟體景氣穩健擴張，國際機構預測本年全球經濟成長率將與上年持平。其中，美國經濟加速成長，歐元區、日本、中國大陸及其他亞洲經濟體成長速度多較上年趨緩。受全球貿易自由化可能受阻等影響，預期本年全球貿易量成長率將趨緩。隨全球經濟持續成長，國際原油等原物料價格走升，預期本年全球通膨略升。

主要經濟體貨幣政策動向方面，日前美國聯準會(Fed)再度升息，惟表示當前貨幣政策仍屬寬鬆；歐洲央行(ECB)決定本年底結束資產購買計畫，並將維持現行低利率政策至少至明年夏季；日本央行(BoJ)及中國人民銀行政策利率不變，顯示主要經濟體仍維持貨幣寬鬆立場。

國際金融市場方面，近月受市場預期美國 Fed 加速升息、美中貿易爭端等影響，國際資金流入美元資產，阿根廷、土耳其及巴西等新興市場資金外流、股匯價重挫，全球金融市場波動擴大。

雖然本年全球經濟穩定成長，惟未來仍面臨來自四方面之主要風險：(一)主要經濟體貨幣政策持續正常化，恐進一步衝擊債務較高之新興市場，提高全球金融脆弱性；(二)主要經濟體貿易摩擦加劇，不利國際經貿活動，亦將影響全球經濟及金融市場之穩定；(三)全球債務持續上升，恐限制各國融資能力，不利政府推行激勵

¹ 請參見附件「國內外經濟金融情勢分析」。

經濟政策；(四)地緣政治風險影響投資人信心，氣候變遷則可能引發經濟損失及增加移民流動，均增添全球經濟金融前景之不確定性。

二、國內經濟金融情勢

(一) 經濟情勢

年初以來，出口活絡，消費增加，近月景氣對策信號續呈綠燈，顯示當前國內景氣溫和擴張。惟景氣領先指標持續下滑，下半年成長動能可能減弱；其中，出口成長恐受基期較高影響而趨緩，內需仍為驅動經濟成長之主力。由於本年第 1 季國內經濟成長優於預期，加以本行上修全年輸出及民間投資成長預測值，**本年經濟成長預測值上調為 2.68%**。

隨全球景氣擴張，加以國際原物料價格上揚，本年 1 至 5 月台灣出口成長 11.2%。出口產品以電子零組件、基本金屬等對出口成長貢獻較大；對主要市場出口均呈正成長。展望下半年，雖國際經濟穩健成長，新興科技應用需求增加，惟受基期較高影響，出口成長速度將下滑；預期全年輸出溫和成長。

雖近月消費者信心略降，且 7 月軍公教年金改革正式實施，可能略為影響民間消費傾向，惟勞動市場持續改善，就業人數增加、失業率趨降，且薪資溫和成長，加以上市櫃企業現金股利發放創新高，可望維繫下半年民間消費動能；預期全年民間消費穩定成長。

民間投資方面，預期下半年半導體業者擴大資本支出，加以住宅建築需求成長，營建工程投資增加，且上年基期較低，投資成長可望回升；預期全年民間投資成長將高於上年。

(二) 金融情勢

國內市場(名目)利率持穩。本年4月以來，在外資賣超台股匯出資金，以及稅款繳庫等影響下，本行透過公開市場操作，彈性調節市場資金，隔拆利率僅微升，且平均銀行超額準備與上年大致相當。目前台灣實質利率水準仍為負值，但相對主要經濟體居中。

貨幣數量方面，1至5月M2平均年增率為3.62%，維持於目標區內成長；銀行授信方面，國內景氣持續擴張，銀行對民營企業放款穩定成長，同期間銀行放款與投資平均年增率為4.93%，顯示授信市場資金充裕。近月因市場利率持穩，台股高檔波動，新台幣實質有效匯率貶值，整體金融情勢仍屬寬鬆。

展望未來，美國貨幣政策持續正常化、主要經濟體貿易摩擦，國際資金可能快速移動，係影響國內貨幣成長之重要因素；隨國內經濟持續成長，可望維繫資金需求動能，預期銀行放款與投資穩定成長。

(三) 物價情勢

本年4月以來，國際油價走升，一度漲至3年多來新高後，隨沙烏地阿拉伯及俄羅斯擬議增產，復因美國持續增產，油價回跌並於區間波動；國際機構亦上調本年油價預測值，且將高於上年。近月國際穀物期貨價格則隨產量預期之變化，呈現走高後回跌趨勢。

國內物價方面，雖然蔬菜價格上漲、菸價調高，加以國際油價漲幅超過預期，推升國內進口物價，惟新台幣對美元較上年同期升值有助減輕輸入性通膨壓力；1至5月CPI平均年增率為1.66%，核心CPI年增率為1.40%，顯示當前物價漲幅仍屬溫和。

展望下半年，在行動通訊費率調降及菸稅調高遞延效應將逐

漸消退下，CPI 年增率將趨緩。至於攸關國內通膨壓力之產出缺口，雖然國內需求穩健成長，本年產出缺口縮小，但仍為負值，顯示通膨壓力和緩。因此，國內機構預測台灣全年 CPI 年增率之中位數為 1.40%，國外機構預測之中位數則為 1.50%。受油價上漲影響，本行上修本年 CPI 年增率預測值為 1.40% (剔除菸稅因素，則約 1%)；惟受通訊費率調降影響，下修本年核心 CPI 年增率預測值為 1.16%，通膨展望溫和。

至於影響本年國內物價走勢之主要因素：上漲壓力包括受中東地緣政治風險影響，預期國際油價仍將居高；菸稅調高之遞延效應將持續至本年底，惟下半年將逐漸消退；油電及燃氣價格上漲，且部分民生必需品價格調漲，恐致民眾通膨預期心理升溫；本年以來薪資漲幅較高等。下跌壓力則包括通訊費率持續走低，國內仍存負的產出缺口等。

三、貨幣政策考量因素

(一) 當前國內物價漲幅尚屬平穩，本年通膨展望溫和

本年 1 至 5 月 CPI 平均年增率為 1.66%；下半年在菸稅調高遞延效應將漸消退等影響下，本行預測 CPI 年增率趨緩至 1.21%；全年 CPI 年增率則為 1.40%，核心 CPI 年增率為 1.16%，通膨展望均屬溫和。

(二) 全球經濟前景仍存不確定性，下半年國內經濟成長可能略緩； 全年產出缺口雖然縮小，惟仍為負值，景氣擴張力道不強

雖然當前國際經濟持續穩健擴張，惟未來可能面臨金融脆弱性提高、債務持續攀升、貿易摩擦加劇及地緣政治等風險，增添全球經濟金融前景之不確定性，恐影響未來國內經濟成長動能；益以國內下半年受基期較高影響，本行預測 GDP 成長率將趨緩至

2.30%，全年則溫和成長 2.68%。

(三) 美國、歐元區、日本及中國大陸等主要經濟體均仍維持貨幣寬鬆立場

(四) 國內名目利率及實質利率水準於主要經濟體相對居中

貳、貨幣政策建議與決議

一、貨幣政策建議：本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%不變。

二、理事均贊成維持政策利率不變，與會理事討論意見摘要如下：

國際經濟情勢方面，**數位理事**關注全球貿易摩擦對國內經濟前景的影響。**有位理事**指出，美國對中國大陸及歐盟國家貿易戰的後續發展，係國內經濟成長的不確定因素。**另位理事**亦表示，中美貿易戰預計 7 月 6 日啟動，但負面效應已先反映於股市。此外，長期以來，美國及歐洲合作是主導全球經貿體系穩定的重要力量，造就過去多年世界貿易成長率高於經濟成長率的榮景；惟值得觀察的是，美歐合作關係已經改變，本年以來，美歐互相指責，並進行貿易報復，此將影響未來全球經貿穩定與發展，亦將對國內經濟造成影響。

國內經濟情勢方面，**數位理事**針對當前國內經濟情勢及展望表達看法。**有位理事**表示，當前國內經濟復甦力道仍屬和緩。**另位理事**認為，儘管上半年國內經濟成長表現良好，但預測機構資料顯示，至下半年，經濟成長率將逐季下滑，加以軍公教年金改革方案正式實施，餐飲業及旅館業等部分行業似已受到若干影響，宜密切觀察年改對內需之影響。

國內物價方面，**有位理事**表示，雖然本年 1 至 5 月 CPI 年增

率提高，但目前通膨情勢仍屬溫和；且預期第 4 季 CPI 年增率下降，全年通膨預期亦屬溫和。

利率決議方面，**數位理事**表示，自上次理事會會議以來，總體經濟環境並無太大的改變，經綜合考量當前通膨及通膨展望溫和，產出缺口仍為負值，國內外經濟前景仍存諸多不確定性，國內經濟成長力道仍屬溫和，且實質利率水準居中，贊同維持政策利率不變。

多位理事亦表達支持政策利率維持不變之主張，以及未來貨幣政策調整考量因素之看法。其中，**有位理事**贊同維持現行政策利率，主要係基於下半年國內經濟成長減緩、通膨穩定，以及國外仍存不確定因素；並指出，金融面透露的諸多訊息並不一致，可能使下次理事會會議的貨幣政策考量因素更為複雜。其一、觀察過去國內 M2 年增率基本上會高於實質 GDP 成長率加上 CPI 年增率，即會高於名目 GDP 成長率，惟本年 1 至 5 月平均 M2 年增率低於名目 GDP 成長率；其二、與上次理事會會議時相較，本年 6 月金融情勢指數(FCI)呈現之金融情勢寬鬆程度降低，此兩項訊息均顯示資金寬鬆程度下降。其三、隨美國升息，自上年 9 月以來，台灣與美國 10 年期公債利差持續擴大，造成國內資金外流，外匯存款增加等現象，顯示大眾正在調整資金調度行為；其四、國內負的實質利率水準較上次會議時下降，此兩項訊息均隱含未來的利率政策考量因素更為複雜，需要再思考。

另位理事亦表示贊同利率決議不變，主要考量國內通膨仍屬溫和可控制，且經濟前景亦非很強勁、很穩定，加以貿易摩擦的影響。根據過去本行決策的模式，通常調整利率後，可能會連續多次調整；因此，未來考慮宜否升息時，宜將此模式列入考量。若考量當前情勢，似可暫行等待；若未來通膨不可控制，或發生其他狀況，例如利差過大等，再來啟動升息模式。

數位理事支持利率暫不調整，惟表示宜關注匯率變化對未來國內物價的影響，並將此列入調整利率的考量。其中，**有位理事**指出，本年下半年通膨壓力緩和，目前沒有調整利率的急迫性，同意維持利率不變。惟匯率變動對未來物價的可能影響將會加大，因為過去新台幣升值帶來進口通膨的緩和效果將消失。同時，國外研究報告指出，在全球金融危機之後，油價變動對通膨預期有很顯著的影響，即敏感度上升；若運用在台灣的情況，未來國內進口原物料及大宗商品價格，對通膨及通膨預期的敏感度有可能會上升，值得關注。未來考慮利率調整時，均可觀察該等因素。

另位理事認為，雖然油價上漲及近期新台幣匯率貶值，但本年以來，新台幣匯率仍較上年同期升值，有助減輕輸入性通膨壓力；至目前為止，台灣尚無輸入性通膨的問題。基於當前產出缺口仍為負值，且通膨溫和穩定，支持利率維持不變。未來產出缺口與物價變化將是考量利率調整的重要因素；若有效需求提高、產出及經濟成長強勁，或薪資調幅擴大，帶動生產成本上揚、物價上漲，將可考慮升息。

另位理事亦同意維持政策利率，並表示宜考量若未來國內通膨率超過 2% 的因應之道。建議採取類似美國前瞻性指引(Forward Guidance)的作法，宣示未來因應國內通膨率改變的政策利率調整方案。至於未來政策利率要如何調整，有一些前瞻性指引的作法，可能會更透明更好。

此外，**數位理事**提醒宜有心理準備，客觀環境一旦改變，可能得要調整利率。**有位理事**指出，本次與 3 月理事會會議不同點是，美國再度升息 1 碼，但仍贊成台灣此時維持利率不變，主要係考量歐元區、日本及中國大陸等其他主要國家均維持利率不變。在這幾艘大航空母艦均不動的情況下，我們這艘小船靜觀其變，應是不錯的立場。惟值得關注本年通貨膨脹雖預期在 1.5% 以下，

但1至5月平均CPI年增率已超過1.5%，這是十幾年來同期少見的現象。因此，必須密切觀察通膨走勢，若通膨率繼續往上，利率可能要考量隨之調整；此外，美國可能仍將繼續升息，台灣對外資的敏感度亦不算低，故宜有心理準備，下半年時，須靜觀情況而作適當的改變。

另位理事亦贊同不須調升利率，並指出，理事會除了要有未來利率可能調整的心理準備外，亦可試著用一些溝通的方式，讓社會大眾可以開始學習，慢慢也要有這樣的心理準備，以使市場對貨幣政策的預期，能與最終貨幣政策的實施較為一致。有位理事亦表示，未來全球將進入升息循環，美國已展開升息，歐洲、日本利率亦將慢慢走升，國內借款人宜留意未來一旦本行升息之利率風險。

經綜合考量國內外經濟金融情勢與展望，理事一致表達支持貨幣政策建議之看法，贊成本次維持政策利率不變。

三、貨幣政策決議：經表決結果，全體理事一致同意本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%不變。

贊 成：楊金龍 許虞哲 沈榮津 嚴宗大 陳南光
梁明義 胡勝正 林聰賢(委託嚴宗大為代理人)
李成家 雷仲達 林金龍 朱美麗 黃朝熙
劉碧珍 陳旭昇

反 對：無

參、新聞稿

全體理監事一致同意，於會後記者會發布新聞稿如下；另本

行撰擬之「央行理監事會後記者會參考資料」併同新聞稿發布。

中央銀行理監事聯席會議決議

一、國際經濟金融情勢

自本(2018)年3月本行理事會會議以來，全球景氣穩健擴張；其中，美國經濟加速成長，惟歐元區、日本及中國大陸景氣略緩。由於油價等大宗商品價格走升，全球通膨升溫。伴隨市場預期美國 Fed 加速升息、美中貿易爭端等因素，部分新興市場資金外流、股匯價下挫，全球金融市場波動擴大。

日前美國再度升息，惟貨幣政策仍屬寬鬆；歐洲央行(ECB)決定本年底結束資產購買計畫，並將維持現行政策利率至少至明(2019)年夏季；日本央行及中國人民銀行政策利率不變，顯示主要經濟體仍維持貨幣寬鬆立場。

未來隨主要經濟體貨幣政策持續正常化，恐進一步衝擊債務較高之新興市場，提高全球金融脆弱性；益以主要經濟體貿易摩擦加劇，增添全球經濟金融前景之不確定性。

二、國內經濟金融情勢

- (一) 年初以來，出口活絡，民間消費增溫，國內經濟穩定成長。展望下半年，出口成長動能可能受基期因素影響而趨緩，內需仍為驅動經濟成長之主力。其中，民間消費方面，雖然軍公教年金改革正式實施，可能略為影響民間消費傾向，惟隨勞動市場持續改善，就業人數上升、失業率下降，且薪資溫和成長，民間消費可望穩健成長；另預期廠商增加資本支出，以及基期較低，民間投資成長回升，本行預測下半年經濟成長 2.30%。

由於本年第 1 季國內經濟成長優於預期，加以本行上修輸出及民間投資成長，全年經濟成長預測值上調為 2.68%。

- (二) 因國際油價漲幅超過預期，推升國內進口物價，加以蔬菜價格上漲、菸價調高，致近月消費者物價指數(CPI)漲幅較高。本年 1 至 5 月平均 CPI 年增率為 1.66%，核心 CPI 年增率則為 1.40%，顯示當前國內通膨仍屬溫和。

展望下半年，在通訊費率調降及菸稅調高遞延效應將漸消退下，CPI 年增率可望趨緩至 1.21%。受油價上漲影響，本行上修本年 CPI 年增率預測值為 1.40%；惟受通訊費率調降影響，下修本年核心 CPI 年增率預測值為 1.16%(主要機構預測，詳附表 1)。

- (三) 因應國內經濟情勢，本行彈性運用公開市場操作，調節市場資金，銀行準備部位維持於適度水準。近月短期利率微升，10 年期公債殖利率略降，新台幣對美元匯率貶值，金融情勢續呈寬鬆。銀行授信穩定增加，本年 1 至 5 月平均年增率為 4.93%；同期間 M2 平均年增率為 3.62%，維持於目標區內成長。

三、本行理事會一致決議維持現行政策利率不變

鑒於當前國內物價漲幅尚屬平穩，本年通膨展望溫和；全球經濟前景仍存不確定性，下半年國內經濟成長可能略緩，加以全年產出缺口雖然縮小，惟仍為負值，景氣擴張力道不強；再考量主要經濟體仍維持貨幣寬鬆政策，國內名目利率及實質利率水準相對居中(詳附圖 1、附表 2)，本行理事會認為維持現行政策利率不變，持續貨幣政策適度寬鬆立場，有助物價穩定及整體經濟金融穩健發展。

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息 1.375%、1.75% 及 3.625%。

本行將持續關注國內經濟金融情勢動態，並密切注意各國貨幣政策走向、全球貿易保護主義等對國內經濟前景及金融市場穩定之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行法定職責。

四、近期全球金融市場波動加劇，新台幣對美元匯率波動度亦擴大，惟仍低於其他主要幣別。

新台幣匯率原則上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，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附表 1 台灣當前通膨及通膨展望

單位：%

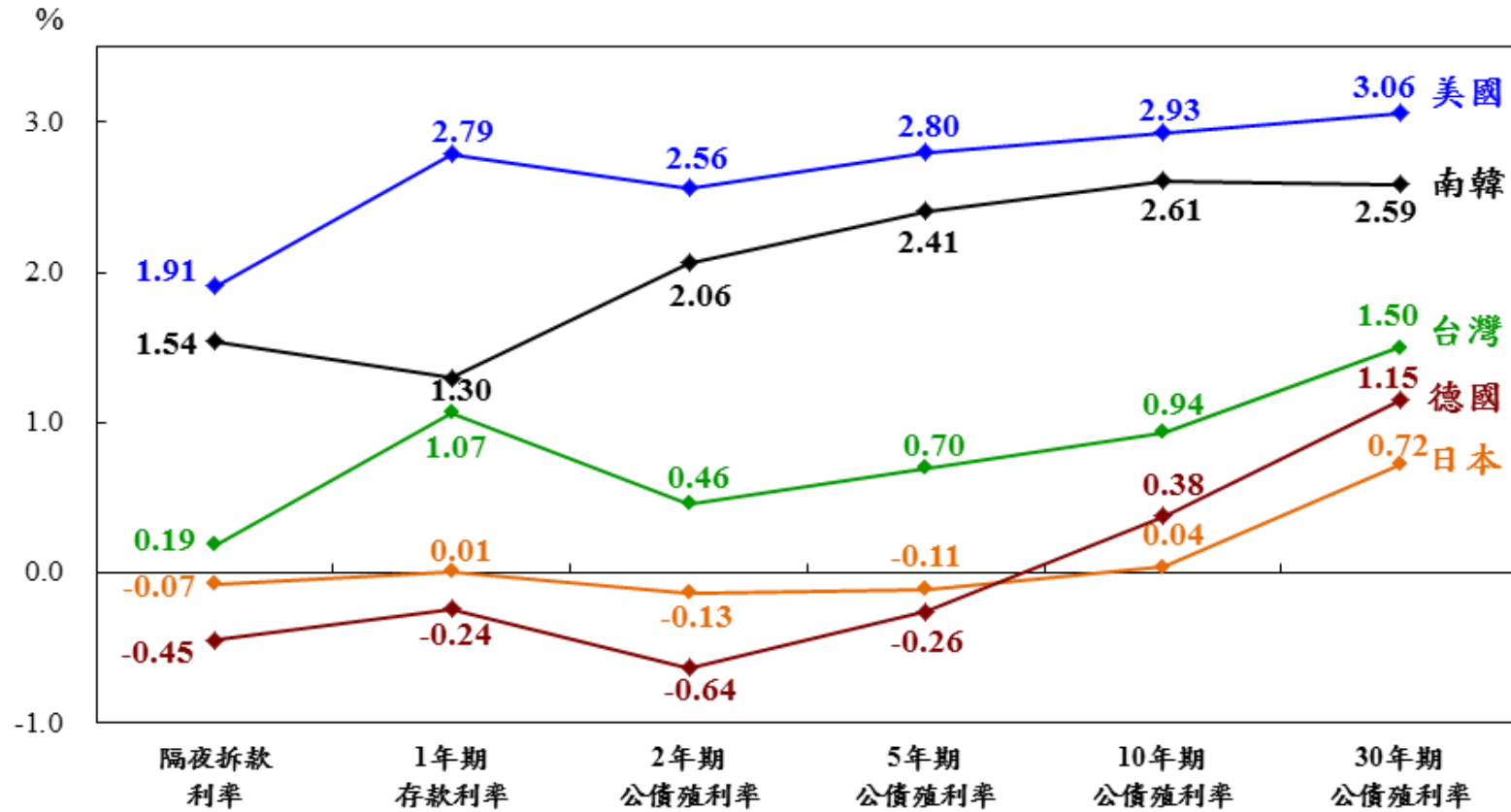
預測機構		當前通膨	通膨展望	
		2018 年 1-5 月	2018 年 全年(f)	
國內機構	元大寶華(2018/3/28)	1.66 (CPI) 1.40 (核心 CPI**)	1.30	國內機構預測 中位數 1.40%
	台經院(2018/4/25)		1.34	
	中央銀行(2018/6/8)		1.40* (CPI)	
	主計總處(2018/5/25)		1.16 (核心 CPI**)	
	中經院(2018/4/18)		1.49	
			1.63	
國外機構	ADB(2018/4/11)	1.66 (CPI) 1.40 (核心 CPI**)	1.10	國外機構預測 中位數 1.50%
	Credit Suisse(2018/6/14)		1.20	
	Citi(2018/5/15)		1.20	
	Goldman Sachs(2018/6/19)		1.30	
	IMF(2018/5/9)		1.30	
	BoA Merrill Lynch(2018/6/19)		1.50	
	Barclays Capital(2018/6/18)		1.50	
	Nomura(2018/6/15)		1.50	
	EIU(2018/6/1)		1.50	
	Morgan Stanley(2018/4/16)		1.50	
	IHS Markit(2018/6/15)		1.53	
	UBS(2018/6/18)		1.55	
	HSBC(2018/6/18)		1.60	
	Deutsche Bank(2018/6/7)		1.60	
	Standard Chartered(2018/6/19)		1.80	

*本行預測本年 CPI 年增率為 1.40%，若剔除菸稅調漲之影響，約為 1%。

**核心 CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之消費者物價指數。

資料來源：主計總處、各預測機構

附圖 1 主要經濟體名目利率
(2018/6/21)



資料來源：Bloomberg、中央銀行、證券櫃檯買賣中心、日本央行、美國聯準會、美國財政部

附表 2 主要經濟體實質利率及經濟成長率

單位：%

經濟體	(1) 1 年期定存利率* (2018 年 6 月 21 日)	(2) CPI 年增率** (2018 年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率	2018 年 經濟成長率 預測值**
馬來西亞	2.950	1.29	1.660	5.1
印尼	4.750	3.60	1.150	5.1
美國	2.790	2.52	0.270	3.0
泰國	1.500	1.32	0.180	4.1
南韓	1.300	1.49	-0.190	3.0
台灣	1.065	1.40	-0.335	2.68
中國大陸	1.500	2.06	-0.560	6.7
新加坡	0.250	1.03	-0.780	3.0
瑞士	0.160	1.03	-0.870	2.2
日本	0.011	0.96	-0.949	1.1
英國	1.030	2.78	-1.750	1.1
歐元區	-0.240	1.76	-2.000	2.1
香港	0.050	2.33	-2.280	3.5
菲律賓	0.500	4.27	-3.770	6.6

* 台灣為本國五大銀行之一年期定期存款機動利率。

** 為 IHS Markit 2018 年 6 月 15 日之預測值；台灣 CPI 年增率及經濟成長率係本行預測值。