央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

108.6.20

前　言

本(2019)年 3 月本行理監事會議以來，由於美中貿易衝突升溫，國際金融市場震盪，預測本年全球經濟成長續緩，通膨略降，主要央行多持寬鬆貨幣政策立場因應。國內經濟因出口動能受限，內需可望持續趨動經濟成長，通膨展望穩定。貿易爭端紛擾及其後續發展將左右下半年經濟成長。

匯率與利率是本行貨幣政策最重要的兩項價格指標，也是社會大眾相當關心的議題，爰予說明，俾增進各界對本行政策的瞭解。

其次，2008 年金融危機後，全球經濟陷入長期停滯，而貨幣政策效果有限，經濟學家強調財政政策應扮演積極角色。而國內超額儲蓄龐大，似宜採擴張性財政政策，以激勵經濟。另外，值此美中貿易衝突，台商回台投資之際，是台灣經濟結構改善的契機，應予把握。

為因應金融科技持續創新及銀行經營型態的演變，本行除密切關注銀行可能面臨的風險及適切調整相關管理機制外，並嘗試應用新科技於本行業務，以期掌握金融科技創新對金融體系造成的影響。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟成長的職責，須密切關注國內外經濟金融情勢與重大議題的發展。茲探討上述議題，彙集成冊，以供各界參考。

目　　次

一、本年全球經濟成長及通膨展望 1

二、本年國內經濟成長及通膨展望 18

三、本行匯率政策相關議題之說明 33

四、利率、租稅與房價的相關議題 55

五、長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色 73

六、美中貿易衝突下台灣的機會與挑戰 87

七、金融科技發展與銀行經營型態的演變 103

一、本年全球經濟成長及通膨展望

自本(2019)年 3 月本行理事會會議以來，在**美中貿易衝突再度升溫**，以及**英國脫歐進程延宕**等諸多政策不確定性影響下，**全球金融市場震盪**，**經濟下行風險加大**，主要**央行多持寬鬆貨幣政策立場**因應。

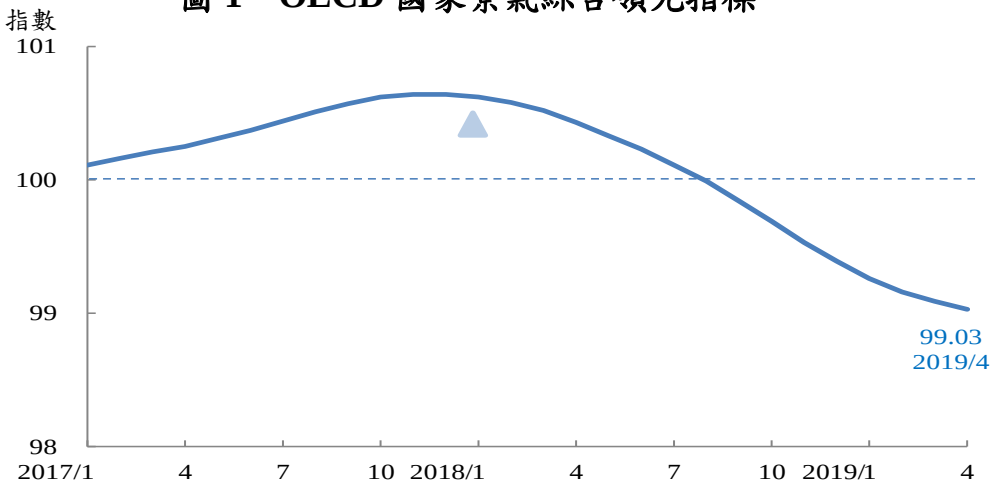
(一)全球景氣持續趨緩，貿易成長下滑

1. 近期全球經濟展望趨悲觀

近期 OECD 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)續呈向下走勢(圖 1)，已連續 16 個月下滑，且自上(2018)年 8 月以來持續低於 100 長期趨勢，顯示**景氣擴張持續走緩**。

5 月**全球**、**日本**、**中國大陸**及**歐元區**製造業採購經理人指數(**PMI**)均**已低於 50 榮枯線**；美國雖高於 50，亦已降至 52.1 之 2016 年 10 月以來新低(圖 2)。

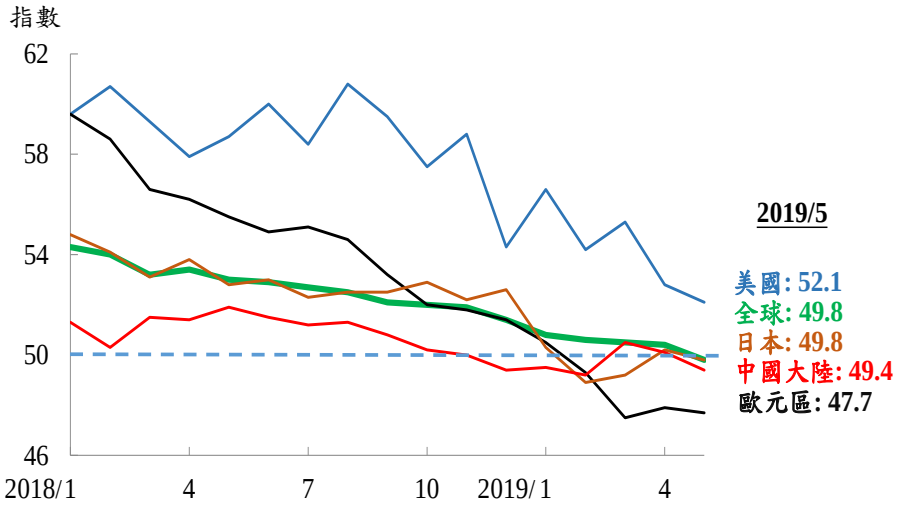
圖 1　OECD 國家景氣綜合領先指標



註：1. 該指標具考量景氣循環及辨識轉折點等特性，提供經濟活動轉折之早期訊號。三角形代表轉折點，通常領先經濟活動實際轉折點約 6~9 個月。
2. 本圖採 OECD - Total，包含 OECD 成員國中之美、日、英、德等 30 餘國。
3. 100 的水平虛線代表經濟活動之長期趨勢。

資料來源：OECD

圖 2　主要經濟體製造業 PMI



註：美國為 ISM PMI，全球為 J.P. Morgan PMI，日本及歐元區為 IHS Markit PMI，中國大陸為官方 PMI。

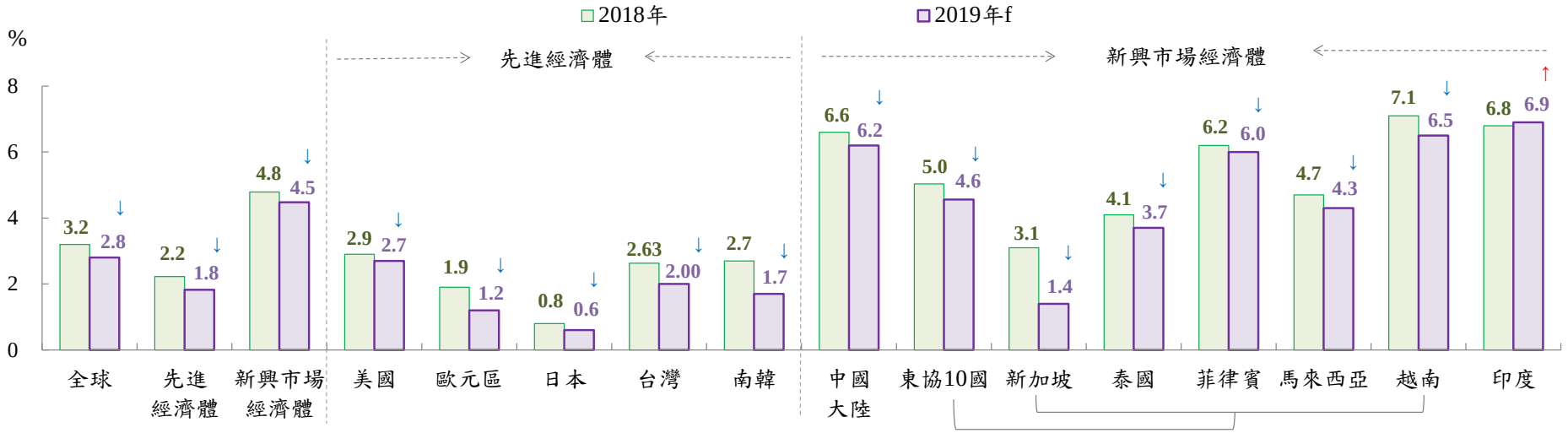
資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

2. 本年主要經濟體經濟成長恐放緩，貿易政策不確定性為主因

本年第 1 季主要經濟體經濟成長大抵優於市場預期，惟鑑於美中貿易衝突加劇、經濟成長放緩恐致債務已高國家之金融脆弱性上升，復以英國脫歐延宕及地緣政治緊張等**諸多風險籠罩下**，IHS Markit **預測本年全球經濟成長率由上年之 3.2%降至 2.8%**，先進經濟體及新興市場經濟體成長率亦均低於上年(圖 3)。

本年 4 月以來，國際貨幣基金(IMF)、聯合國(UN)、經濟合作暨發展組織(OECD)及世界銀行(World Bank)等**主要國際機構紛調降本年全球經濟成長預測**，並呼籲應強化國際合作，結合運用財政、貨幣及結構性改革之政策提振經濟成長[1]。

圖 3　IHS Markit 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



註：1. f 表示預測值。
2. ↑及↓分別表示較前 1 年上升及下降。
3. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。
4. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2019/5/15)

[1] 參考 IMF (2019), "Growth Slowdown, Precarious Recovery," *World Economic Outlook*, Apr. 9；UN (2019), "World Economic Situation and Prospects as of Mid-2019," May 21；OECD (2019), "General Assessment of the Macroeconomic Situation," *OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1: Preliminary Version*, Chapter 1, May 21；World Bank (2019), "Global Outlook: Weak Momentum, Heightened Risks," *Global Economic Prospects*, Chapter 1, Jun. 4。

茲就與台灣經貿關係密切之經濟體，析述其經濟情況如下：

美國	● **本年第 1 季**受淨輸出成長、企業庫存攀升，以及政府投資增加帶動，**經濟成長率**(與上季比，換算成年率)為 **3.1%**，高於上年第 4 季之 2.2%，且優於市場預期。 ● 4 月以來，就業市場尚屬穩健，失業率連續 2 個月持平於 3.6%，係逾 49 年新低，預期將有助支撐民間消費動能，惟與中國大陸貿易談判進展停滯，貿易緊張情勢升溫可能削弱企業信心，並抑制支出與投資，加以財政擴張之激勵效益將逐漸消退，**預測本年經濟成長率降至 2.7%**，低於上年之 2.9%。
歐元區	● **本年第 1 季**雖就業及薪資穩健成長，帶動民間消費增加，惟外需放緩導致出口成長仍疲弱，**經濟成長率**與上年第 4 季持平，為 **1.2%**。 ● 因美中貿易摩擦加劇及全球經濟成長放緩將持續衝擊製造業與出口，且美國可能對進口汽車及零組件加徵關稅，加以英國脫歐期限再延至本年 10 月底，僵局未解，及義大利財政狀況惡化等因素恐影響經濟信心，**預測本年經濟成長率**由上年之 1.9%降至 **1.2%**。
日本	● **本年第 1 季**因公共投資及住宅投資增加，加以輸入減幅大於輸出減幅，**經濟成長率**(與上季比，換算成年率)由上年第 4 季之 1.8%升至 **2.2%**。 ● 為緩和本年 10 月消費稅稅率將由 8%提高至 10%對消費之不利影響，日本政府將實施 2 兆日圓(約 182.5 億美元)之經濟對策，惟美中貿易衝突加劇，對出口及企業投資之不利影響恐持續擴大，**預測本年經濟成長率**為 **0.6%**，低於上年之 0.8%。

南韓	● **本年第 1 季**因民間消費及輸出之成長動能轉趨疲弱，加以投資之衰退幅度擴大，**經濟成長率**由上年第 4 季之 2.9%大幅降至 **1.7%**，係 2008 年全球金融危機以來最低。 ● 由於美中貿易衝突加劇恐持續影響出口動能，加以半導體出口之衰退幅度大於預期，不利企業投資復甦，財政部宣布將實施 6.7 兆韓元(約 58.7 億美元)之追加預算提振經濟，**預測本年經濟成長率**由上年之 2.7%大幅降至 **1.7%**。
中國大陸	● **本年第 1 季經濟成長率**為 **6.4%**，與上年第 4 季持平，優於市場預期，其中消費及投資雖受美中貿易爭端之不確定性影響致成長趨緩，惟淨輸出大幅成長，主因製造業投資疲軟致輸入轉為衰退。 ● 由於美中貿易衝突加劇恐影響出口及內需，**預測本年經濟成長率**由上年之 6.6%續降至 **6.2%**。
東協 10 國	● **本年第 1 季經濟成長**較上年第 4 季**下滑**，主要受製造業與貿易部門表現不佳影響，其中新加坡及泰國僅分別成長 1.2%與 2.8%，為近年來低點。 ● 在全球貿易動能趨緩下，**預測本年經濟成長率**由上年之 5.0%降至 **4.6%**。
印度	● **本年第 1 季經濟成長率為 5.8%**，低於上年第 4 季之 6.6%，且為近 5 年來最低。 ● 雖然民間消費、投資及出口之成長動能持續減緩，惟政府於本年國會大選前提高社福支出，加以央行貨幣政策更為寬鬆，**預測本年(財政年度)經濟成長率**由上年之 6.8%略升至 **6.9%**。

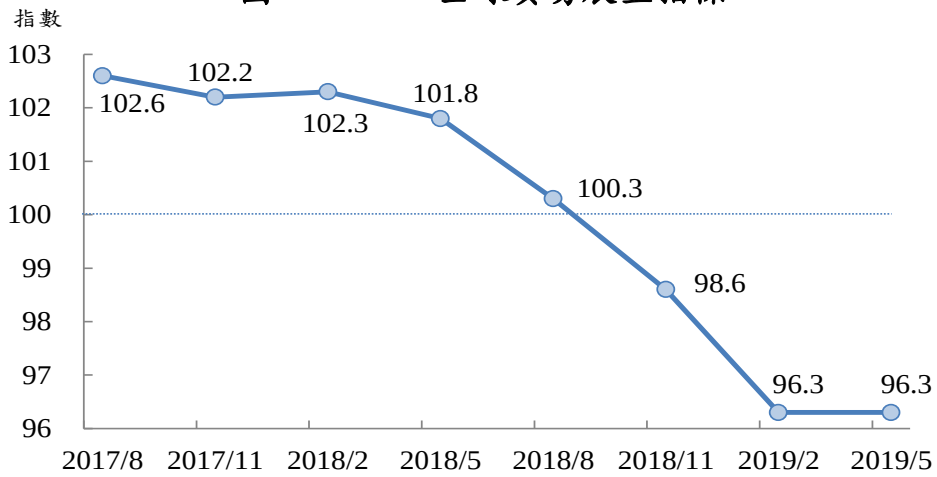
資料來源：整理自各經濟體官方網站、IHS Markit 及相關報導

3. 全球貿易成長預期進一步下滑

本年 5 月世界貿易組織(WTO)編製之**全球貿易展望指標**(World Trade Outlook Indicator, WTOI)[2]**為 96.3，與 2 月持平**，續為**2010 年 3 月以來新低**，且低於 100 平均趨勢(圖 4)，其中包括國際空運量、汽車生產與銷售量及農業原物料貿易量等多項評估指標均走緩。WTO 表示，若貿易緊張情勢未獲解決，抑或是總體經濟政策未能隨丕變之環境調整，**全球貿易前景恐進一步惡化**[3]。

貿易緊張情勢及經濟成長趨緩將降低全球貿易成長動能，**國際機構紛下調本年全球貿易量成長率預測值**，且**大幅低於上年**[4](表 1)。

圖 4　WTO 全球貿易展望指標



註：指數 100 為平均趨勢值，高於 100 代表未來 1 季之全球貿易量將擴張，低於 100 則代表將萎縮。

資料來源：World Trade Outlook Indicator News Archive, WTO

表 1　全球貿易量成長率

單位：%

機構	發布日期	2018	2019f
IMF	2019/4/9	3.8	3.4 ↓
OECD	2019/5/21	3.9	2.1 ↓
UN	2019/5/21	3.6	2.7 ↓
World Bank	2019/6/4	4.1	2.6 ↓

註：包含商品及服務貿易；f 表示預測值；↓表示較前 1 年下降。

資料來源：IMF、OECD、UN、World Bank

[2] WTOI 為全球商品貿易情勢之即時(real time)觀察指標，係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指標，預估未來 1 季全球貿易趨勢變化。

[3] 參考 WTO (2019), "Trade Weakness to Extend into Second Quarter, WTO Indicator Suggests," World Trade Outlook Indicator, May 20。

[4] 參考 IMF (2019), "Growth Slowdown, Precarious Recovery," *World Economic Outlook*, Apr. 9; OECD (2019), "General Assessment of the Macroeconomic Situation," *OECD Economic Outlook, Volume 2019 Issue 1: Preliminary Version*, Chapter 1, May 21; UN (2019), "World Economic Situation and Prospects as of Mid-2019," May 21；World Bank (2019), "Global Outlook: Weak Momentum, Heightened Risks," *Global Economic Prospects*, Chapter 1, Jun. 4。

(二)國際商品價格漲跌互見，全球通膨預期略降

1. 油價自本年高點下滑，預測本年油價略低於上年

本年 4 月以來，油價續呈漲勢(圖 5)，大抵**因**：(1)**石油輸出國組織**(OPEC)**產量續降**；(2)**美國宣布終止給予部分國家可自伊朗購油之豁免**[5]；(3)**沙烏地阿拉伯油輪及石油設施接連遭襲**。

5 月下旬以來，油價轉而大幅下滑，主**因**：(1)**美國原油庫存及產量均攀高**；(2)**美中貿易摩擦升溫**恐使全球經濟成長放緩並降低油需；(3)**主要經濟體製造業 PMI 下滑**。**嗣**因墨西哥與美國達成協議以避免加徵關稅，加以油輪再於荷姆茲(Hormuz)海峽附近遭襲，油價**止跌回穩**。

由於美國油產仍高，加上貿易衝突不見緩解及政策不確定性恐拖累全球經濟，導致油需成長放緩，**主要機構對本年布蘭特原油價格預測值平均為每桶 68.2 美元，低於上年** 71.0 美元實際值(表 2)。

圖 5　布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

表 2　布蘭特原油價格預測值

美元/桶

預測機構	預測日期	2018 年 實際值	2019 年 預測值
IHS Markit	2019/5/15	71.0	71.5
EIU	2019/5/30		66.5
EIA	2019/6/11		66.7
平均預測值			68.2

資料來源：Refinitiv Datastream、IHS Markit、經濟學人智庫(EIU)、美國能源資訊署(EIA)

[5] 上年 11 月，美國對伊朗石油業制裁雖生效，惟給予部分國家可自伊朗購油之 6 個月豁免期，該豁免期已於本年 5 月 2 日屆滿。

2. 穀價自低點回升，基本金屬價格則下滑

本年 4 月初以來，由於全球小麥供給預估充裕，以及阿根廷及巴西調升穀物產量預估，5 月 10 日 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數下滑至 2016 年 8 月以來新低(圖 6)；5 月中旬後，因美國產區天候持續不佳致穀物播種進度嚴重落後，美國農業部並下調玉米產量預估，該指數反轉走升，6 月 14 日升至上年 5 月以來新高。

基本金屬價格則自 4 月初之本年高點下跌(圖 7)，主因中國大陸政府提出結構性去槓桿[6]政策，且美中貿易摩擦升溫及美國宣布將對墨西哥加徵關稅，加以中國大陸及美國製造業 PMI 續下滑，均恐影響基本金屬需求，6 月 5 日 Bloomberg 基本金屬 3 個月期貨價格指數跌至 2017 年 6 月以來新低。

圖 6　Thomson Reuters 穀物期貨價格指數



註：Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米期貨合約價格計算而得，凡距到期日 6 個月內之期貨合約，皆涵蓋在編製範圍。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7　Bloomberg 基本金屬 3 個月期貨價格指數



註：Bloomberg 基本金屬 3 個月期貨價格指數(Bloomberg Base Metals 3-Month Price Commodity Index)係根據倫敦金屬交易所之鋁(權重 45%)、銅(25%)、鋅(15%)、鉛(12%)、鎳(2%)及錫(1%)距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

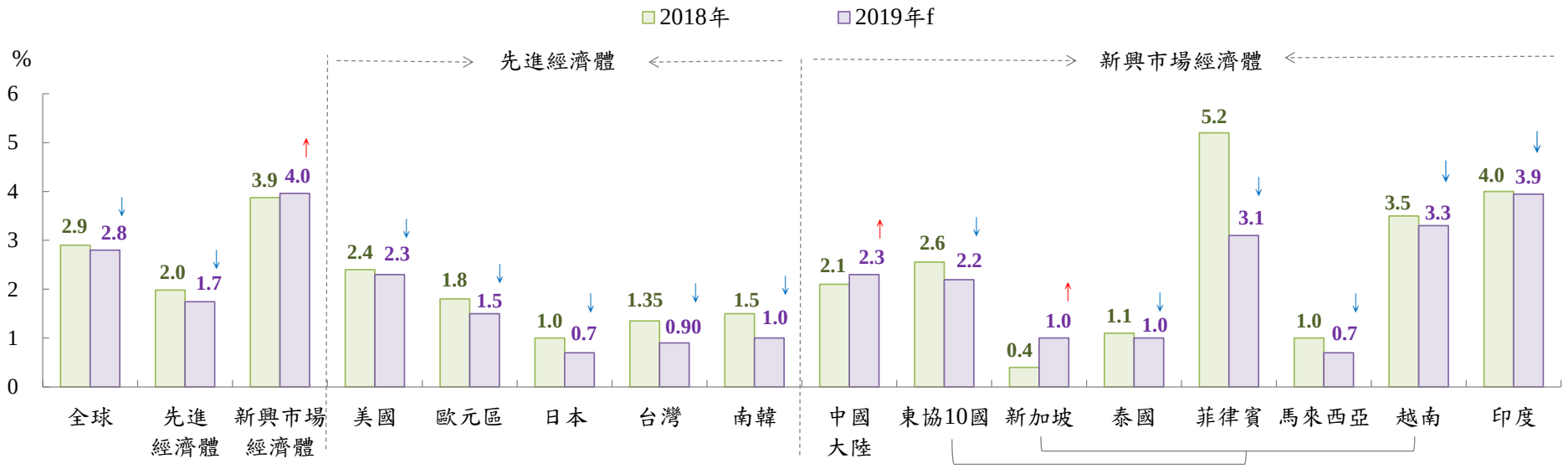
資料來源：Bloomberg

[6] 係指降低國有企業及地方政府之槓桿率。

3. 本年全球通膨預期溫和

本年全球經濟成長恐趨緩，且國際**油價可能略低於上年**，**全球通膨率預測值由上年之 2.9%略降至 2.8%** (圖 8)，其中先進經濟體降至 1.7%，美國、歐元區及日本分別為 2.3%、1.5%及 0.7%，均低於上年；新興市場經濟體略升至 4.0%，中國大陸由上年之 2.1%升至 2.3%，主要因控制豬瘟相關政策限制豬肉供給恐推高食品價格。

圖 8　IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值。

2. ↑及↓分別表示較前 1 年上升及下降。

3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2019/5/15)

(三)主要央行貨幣政策立場趨寬鬆，部分亞太地區央行降息

本年 4 月以來，**主要經濟體央行**基於經濟展望不佳，且通膨預期溫和，**雖維持政策利率不變**，**惟**多釋出**考慮進一步寬鬆貨幣**之訊息；**部分亞太地區央行**則為激勵經濟成長，**調降政策利率**(表 3)。

表 3　主要經濟體政策利率變動情形

經濟體	政策利率	2019/3/31	2019/6/14	說明
美國	聯邦資金利率目標區間	2.25%~2.50%	2.25%~2.50%	● 5 月 1 日 FOMC 決議維持政策利率不變，並表示對調整聯邦資金利率目標區間之決策將保持耐心。 ● 6 月 4 日 Fed 主席 **Powell** 表示正密切關注貿易談判及相關情勢發展對美國經濟展望的可能影響，並**將適時採取行動以維持經濟擴張**，**市場解讀 Fed 考慮降息之可能性升高**。 ● 6 月 14 日聯邦資金利率期貨(Fed funds futures)顯示，本年 9 月底前至少降息 1 次之機率為 97.2%，年底前至少降息 1 次之機率則高達 99.2%。
歐元區	主要再融通操作利率	0.00%	0.00%	● 6 月 6 日 ECB 宣布維持政策利率不變，且預計至少維持至明(2020)年上半年，資產購買計畫到期債券之本金再投資將持續至 ECB 開始升息後一段時間。 ● 訂於**9 月啟動**之**第三輪定向長期再融通操作**(Targeted Long-Term Refinancing Operation, TLTRO)適用利率將為歐元區主要再融通操作利率加 10 個基點，若銀行淨放款規模符合規定，適用利率最低可降至存款利率加 10 個基點。 ● ECB 總裁 **Draghi 表示會議中曾討論降息等激勵措施之可能性**。
	邊際放款利率	0.25%	0.25%	
	存款利率	-0.40%	-0.40%	
日本	銀行存放央行之新增超額準備利率	-0.10%	-0.10%	● 4 月 25 日 BoJ 宣布維持短期政策利率於-0.10%不變，且為避免本年 10 月消費稅稅率調高後造成之經濟減速，將**維持目前極低之長、短期利率水準至少至明年春季**。 ● 6 月 10 日 BoJ 總裁**黑田東彥**再度**表示**，**若通膨朝向 2%目標之動能喪失**，**BoJ 貨幣政策將進一步寬鬆**，惟目前尚不需採行相關行動。

經濟體	政策利率	2019/3/31	2019/6/14	說明
中國大陸	金融機構 1 年期人民幣放款基準利率	4.35%	4.35%	● 本年 4~5 月，中國人民銀行**利用公開市場逆回購操作及常備借貸便利**(Standing Lending Facility, SLF)[7]等方式**提供短期資金**，及**中期借貸便利**(Medium-term Lending Facility, MLF)[8]等方式**融通中長期資金**，共釋出 1.39 兆人民幣，維持市場流動性合理充裕。 ● **第 2 度操作定向中期借貸便利**(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)[9]，規模達 0.27 兆人民幣。並於 5 月初宣布**實施定向降準**，訂於 5 月 15 日、6 月 17 日及 7 月 15 日分別下調服務於縣級行政區域之中小型農村商業銀行存款準備率各 1 個百分點，共釋出 0.28 兆人民幣，鼓勵銀行放款予小微及民營企業。
南韓	基準利率	1.75%	1.75%	● 5 月 31 日南韓央行決議維持政策利率不變。 ● 6 月 12 日南韓央行總裁李柱烈表示，鑑於**美中貿易爭端及半導體市場衰退致外部不確定性持續上升**，央行**須採取妥適措施**以因應經濟情勢之變化。
馬來西亞	隔夜政策利率	3.25%	3.00%	5 月 7 日央行**調降政策利率 0.25 個百分點**，主要係為因應全球經濟成長下行風險，並提振國內經濟。
紐西蘭	官方現金利率	1.75%	1.50%	5 月 8 日央行**調降政策利率 0.25 個百分點**，因全球經貿前景不確定性增加。
菲律賓	隔夜附賣回利率	4.75%	4.50%	5 月 10 日央行**調降政策利率 0.25 個百分點**，係鑑於國內經濟成長及通膨降溫。
澳洲	現金利率目標	1.50%	1.25%	6 月 4 日央行**調降政策利率 0.25 個百分點**，係為減緩全球貿易緊張及中國大陸經濟成長放緩帶來之衝擊。
印度	附買回利率	6.25%	5.75%	**4 月** 4 日**與 6 月** 6 日央行**各調降政策利率 0.25 個百分點**，主因國內經濟成長及通膨降溫。

資料來源：各經濟體官方網站

[7] SLF 為常設性放款機制，主要功能是滿足大額流動性需求，流動性提供對象為政策性銀行和全國性商業銀行，採抵押方式，合格抵押品包括高信用評等的債券類資產及優質信貸資產等。

[8] MLF 之主要功能是提供符合國家政策之經濟部門中期低廉成本資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括國債、央行票據、政策性金融債、高評等信用債等優質債券。

[9] TMLF 係針對放款予小微及民營企業的金融機構提供更多資金支持，操作期限為 1 年，到期可續做 2 次，實際使用期限可達 3 年，並給予利率優惠。本年 2 度操作利率均為 3.15%，較 MLF 利率低 15 個基點。

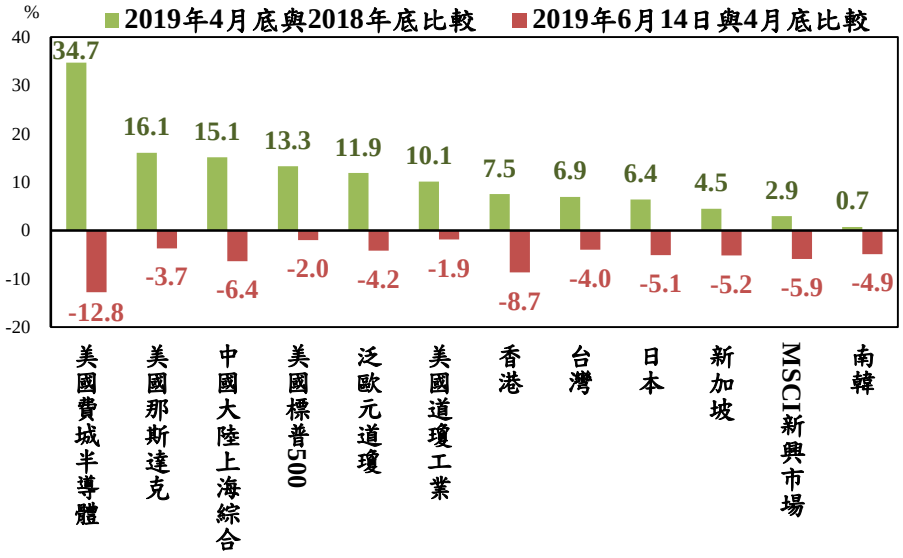
(四)受美中貿易衝突升溫影響，國際金融市場震盪

1. 5 月後全球股市漲勢受挫

5 月美中貿易衝突再度升溫，致本年初以來全球主要股市之漲勢受挫，直至 **6 月初**，因 Fed 主席暗示降息之言論，且美墨達成協議以避免加徵關稅，緩解市場擔憂，激勵美股回穩，帶動主要股市**回升**。惟與 4 月底比較，主要股市仍多下跌，以美國費城半導體指數跌幅最大，中國大陸與香港股市亦大幅下滑，南韓、新加坡等主要科技產品出口國及新興市場股市表現也不佳(圖 11)。

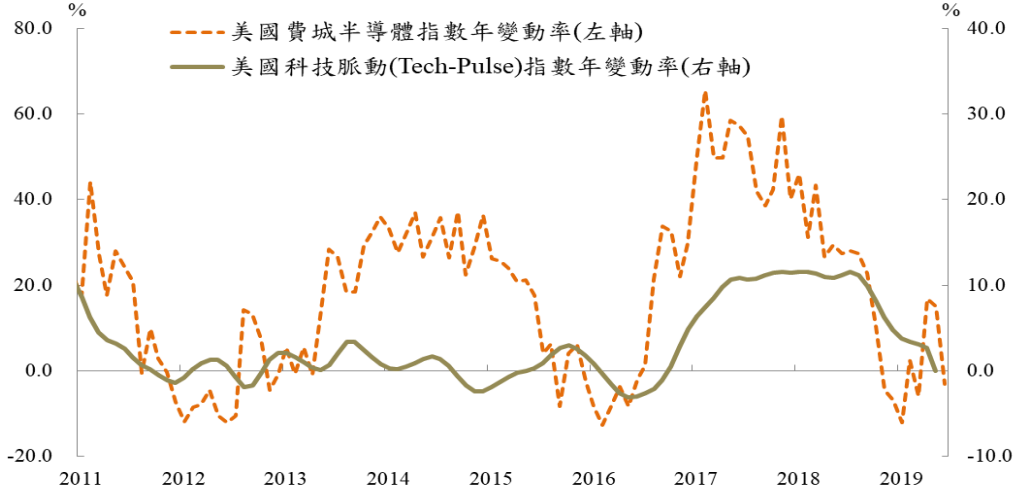
近期與科技產業相關之指標呈現下滑趨勢[10](圖 12)，加以**美中貿易衝突延伸至兩國科技發展之競逐**，恐延緩全球科技業復甦。

圖 11　全球主要股價指數漲跌幅



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 12　科技產業相關指標



註：美國科技脈動(Tech-Pulse)指數係 San Francisco Fed 依資訊產業投資、雇員狀況及電腦軟硬體採購金額所編製，作為衡量資訊產業活動之觀察指標，參見 San Francisco Fed 官方網站。

資料來源：Refinitiv Datastream

[10] 參見 MAS (2019), "MAS Monetary Policy Statement," Apr. 12；ECB (2019),"What the Maturing Tech Cycle Signals for the Global Economy," *Economic Bulletin*, Apr. 25。

2. 新興市場貨幣對美元轉貶，日圓強勢，歐元大抵持平

市場原本預期美中可望達成貿易協議，致本年以來新興市場貨幣對美元走強，惟**5 月後**因**美中貿易衝突加劇**，資金撤出新興市場，**人民幣對美元快速走貶**，逼近 1 美元兌 7 人民幣之心理關卡，**新興市場貨幣亦走弱**(圖 13)；**韓元**則在該國**第 1 季經濟成長率大幅低於預期**，及**出口持續衰退**，加以每年例行向海外投資人支付股利致 4 月份**經常帳轉呈逆差**之情況下，**匯價**表現較為**弱勢**(圖 14)。

日圓因美中貿易衝突升溫致**避險資金流入而**對美元**走升**；英鎊則在英國脫歐期限延長，不確定性上升下走貶；**歐元**原本因經濟數據表現不佳而呈弱勢，近期**由於市場對 Fed 降息預期升高、美元利差優勢縮減而止貶回穩**(圖 14)。

圖 13　人民幣匯率與 Fed 新興市場美元指數走勢

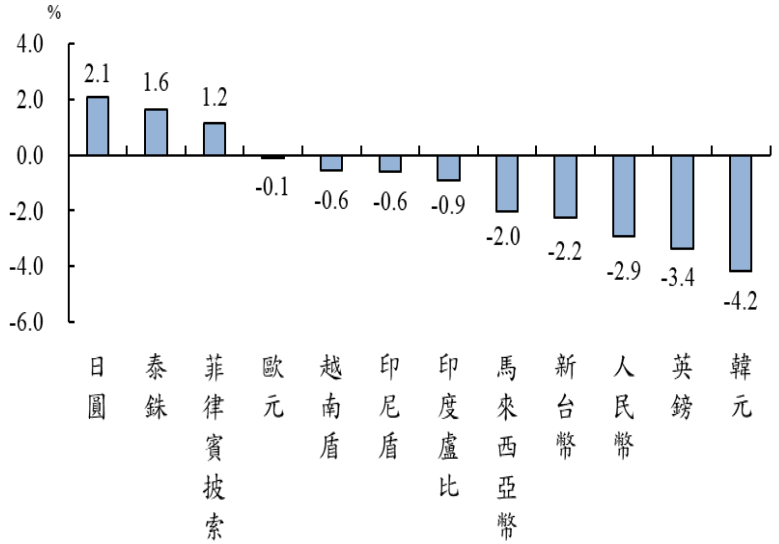


註：Fed 新興市場美元指數由 19 國貨幣組成，主要為人民幣(31.3%)、墨西哥披索(25.7%)、韓元(6.6%)、印度盧比(5.3%)、巴西里爾(3.9%)、新台幣(3.8%)與新加坡幣(3.1%)，其餘國家貨幣權重小於 3%。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 14　主要經濟體貨幣對美元升貶幅

(2019 年 6 月 14 日與 3 月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

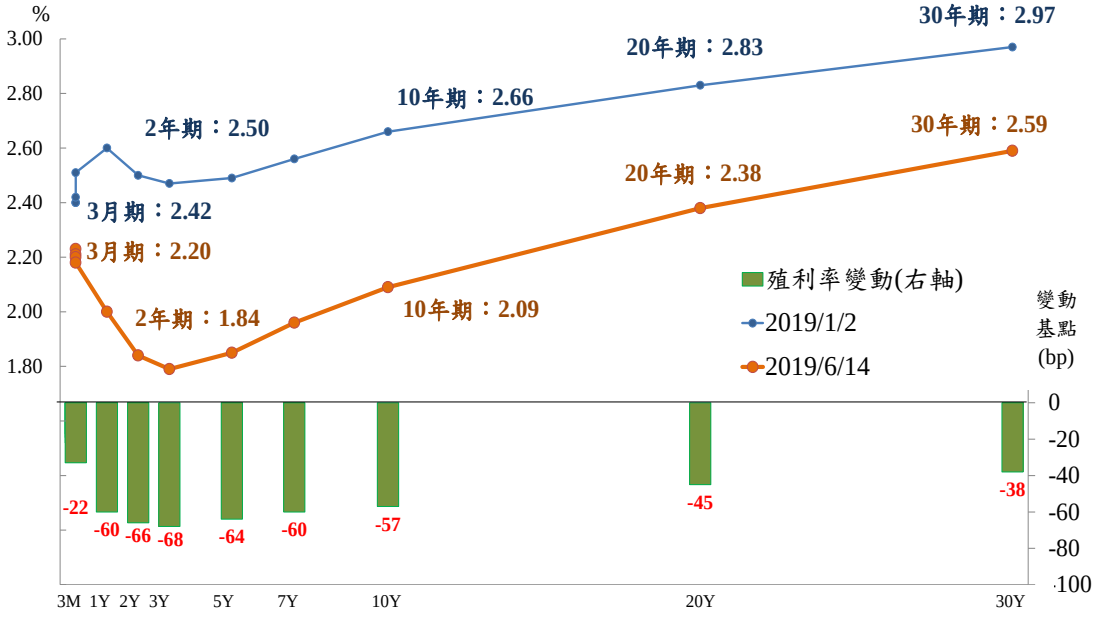
3. 美國殖利率曲線再呈倒掛現象，全球負利率公債餘額上升

全球經濟展望不佳且**通膨溫和**，加以**主要央行貨幣政策已偏寬鬆**，**市場避險情緒增溫下**，資金流入公債市場，致近期主要國家 10 年期公債殖利率均跌至近年低點。其中美國中、長期**公債殖利率更大幅下降**，**然而短期利率降幅相對較緩**，**多數中、長期利率反低於 3 個月期利率**，**呈現殖利率曲線倒掛(inverted)現象**(圖 15)。

上年伴隨美國 Fed 貨幣政策正常化，全球負利率公債餘額呈現減少趨勢，至 9 月底跌破 7 兆美元，惟第 4 季後，Fed 正常化腳步暫歇，多數國家貨幣政策立場轉趨寬鬆，加以日本與德國 10 年期公債殖利率紛降至負值，**全球負利率公債餘額轉為大幅增加**，本年 5 月底已超過 11 兆美元，創 2016 年 9 月後新高(圖 16)。

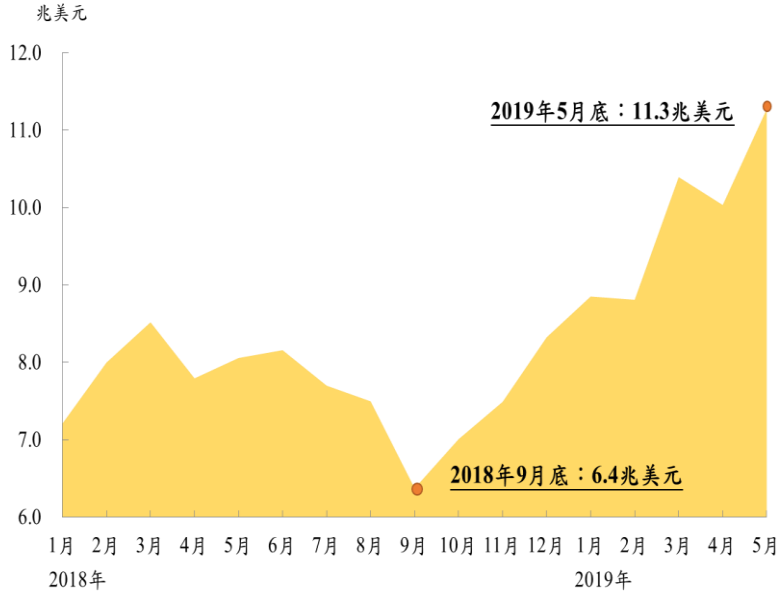
圖 15　美國公債殖利率曲線變動

(2019 年 6 月 14 日與 1 月 2 日比較)



資料來源：美國財政部

圖 16　全球負利率公債餘額



資料來源：Bloomberg

(五)全球經濟下行風險升高

美中貿易衝突加劇、**歐洲政經不確定性**仍**高**、**全球金融脆弱性上升**，再加上**地緣政治緊張情勢加劇等諸多風險**，**均恐衝擊全球經濟成長**(圖 17)，宜密切關注相關情勢後續發展。

圖 17　影響全球經濟前景之風險

美中貿易衝突加劇

- 本年 5 月**美中再度相互加徵關稅**，**並增加非關稅障礙**，衝突提升至科技競爭層面。**美中能否在** 6 月 **G20 峰會期間達成共識**，將影響全球經濟。
- IMF 預估，**美中目前已實施及威脅將實施之關稅措施**，**可能使明年全球 GDP 較兩國未互加徵關稅之情況減少 0.5%**，金額達 4,550 億美元。

歐洲政經不確定性仍高

- 英國脫歐期限延至本年 10 月底，首相梅伊提前下台，新任首相將面臨在有限期間內凝聚共識之挑戰，**英國無協議脫歐之可能性**仍**高**。
- **義大利**財政惡化，違反歐盟財政法則，可能面臨最高 35 億歐元罰款；若**財政健全疑慮**升高，恐使對其曝險之銀行業面臨風險，且有蔓延之虞。

全球金融脆弱性上升

- 全球金融危機以來，長期寬鬆之貨幣政策導致**全球非金融企業債務增加**，其中**美國與中國大陸非金融企業債對 GDP 比率**均**升至歷史新高**。
- 若經濟情況惡化，債務違約將增加，恐危及金融市場穩定，損害全球經濟發展。

地緣政治緊張情勢加劇

- **美國**封鎖**伊朗**石油出口，伊朗揚言報復；而近兩年將舉行大選經濟體之 GDP 全球占比逾 60%，推高政策不確定性。
- 地緣政治緊張情勢升溫伴隨貿易摩擦及金融脆弱性上升等現象同時發生，恐衝擊市場信心，不利全球經濟前景。

1. 美中貿易衝突加劇，雙方能否在本年 6 月 G20 高峰會期間達成共識將影響全球經濟

本年 5 月美中貿易談判戛然中止，兩國**再度相互加徵關稅**，**並增加非關稅障礙**(表 4、表 5)，**貿易衝突進而提升至科技競爭與國家安全層面**，除將直接衝擊全球經濟，全球供應鏈亦恐隨之重組，不利企業投資與信心。

IMF 預估**美中目前已實施及威脅將實施之關稅措施，可能使明年全球 GDP 較兩國未互加徵關稅之情況減少 0.5%，金額達 4,550 億美元**，比南非經濟規模還大[11]；上述估計尚且未納入難以量化之非關稅措施之影響。本年 6 月底**美中兩國元首能否在 G20 高峰會期間達成共識**，對未來全球經濟發展具關鍵性影響。

表 4　美、中實施之加徵關稅措施

生效時間	美國自中國大陸進口產品	中國大陸自美國進口產品
2018/7	818 品項，約 340 億美元進口產品 加徵關稅稅率：25%	545 品項，約 340 億美元進口產品 加徵關稅稅率：25%
2018/8	279 品項，約 160 億美元進口產品 加徵關稅稅率：25%	333 品項，約 160 億美元進口產品 加徵關稅稅率：25%
2018/9	5,745 品項，約 2,000 億美元進口產品 加徵關稅稅率：10%	5,207 品項，約 600 億美元進口產品 加徵關稅稅率：5%或 10%關稅
2019/5~6	上列 5,745 品項，約 2,000 億美元進口產品加徵關稅稅率：由上列 10%提高至 25%	5,140 品項，約 600 億美元進口產品 加徵關稅稅率：5%、10%、20%或 25%
未定	擬進一步對額外 3,805 品項，約 3,000 億美元進口產品再加徵關稅*	

*：美國貿易代表署於本年 5 月 13 日公布對金額約 3,000 億美元中國大陸進口產品加徵關稅計畫，並於本年 6 月 17 日舉行公聽會，另徵求公眾意見截止日為 6 月 24 日。

資料來源：整理自相關報導

表 5　美、中實施之非關稅措施

公布時間	美國實施之非關稅措施	中國大陸實施之非關稅措施
2019/5	禁止美國企業與不利美國國家安全的外國實體往來，並將中國大陸華為公司及 70 家相關企業列入前述實體清單	擬建立「不可靠實體清單」制度，將出於非商業目的對中國企業實施封鎖或斷供，嚴重損害中國企業正當權益的外國企業、組織或個人列入清單，具體措施將於近期公布
	擬對本國貨幣匯價有低估之嫌的國家課徵反補貼稅	揚言將限制對美國出口稀土

資料來源：整理自相關報導

[11] 參見 Lagarde, Christine (2019), "How to Help, Not Hinder Global Growth," *IMF Blog*, Jun. 5。

2. 歐洲政經不確定性仍高

英國執政之保守黨與歐盟達成之初步脫歐草案三度未獲國會通過，正式**脫歐期限**由本年 3 月 31 日**展延至 10 月 31 日**，**首相梅伊**亦**被迫提前下台**。5 月底歐洲議會選舉中，保守黨與主要反對黨工黨之得票率均大幅下滑，反映選民對脫歐僵局之不滿。此外，**多位硬脫歐派人士競逐**將於 7 月底前選出之**新任黨魁及首相**，未來亦將**面臨在有限期間內凝聚脫歐共識之艱難挑戰**，**英國無協議脫歐之可能性仍高**。英國統計局最新數據顯示，**本年 4 月英國經濟產出較 3 月萎縮 0.4%**，創 2016 年 3 月以來最大單月跌幅，**主因汽車製造商為防範無協議脫歐而減少生產**。

此外，義大利由於公共債務不斷擴大，違反歐盟財政法則，與歐盟在財政問題上衝突不斷，本年 6 月 5 日**歐盟**執委會(European Commission)更**提議**對義大利啟動「過度赤字調控程序」(Excessive Deficit Procedure)[12]，若提議獲歐盟經濟及財政部長委員會議(ECOFIN Council)通過，**義大利須**採取**減赤減債**之行動，**否則將面臨**最高 GDP 規模 0.2%的**罰款**(約 35 億歐元)。多數期間，義大利 **10 年期公債殖利率**較德國**高逾 250 個基點**；若市場對**義大利財政健全**性之**疑慮**重現，恐使持有該國公債或對其曝險之銀行業面臨風險，且緊張情勢亦恐蔓延至歐洲其他公債市場。

3. 全球金融脆弱性上升

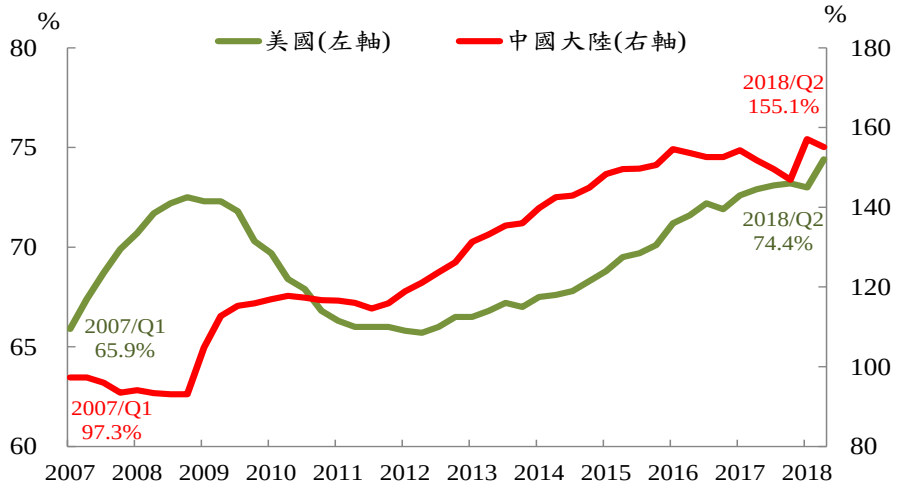
IMF 指出，2008 年全球金融危機後，長期寬鬆之貨幣政策，導致**全球金融脆弱性持續上升**，低信評公司債之發行餘額大幅攀升，全球非金融企業債務至 2017 年底已較 2008 年底增加約 48%[13]，而**美國與中國大陸**等主要經濟體之**非金融企業債相對 GDP 比率均升至歷史新高**(圖 18)，若經濟情況惡化，債務違約將增加，恐危及金融市場穩定，損害全球經濟發展。

---

[12] 馬斯垂克條約(Maastricht Treaty)規定歐盟成員國應遵守之財政法則為：政府赤字對 GDP 比率不得超過 3%，整體政府債務對 GDP 比率不得超過 60%。不符合財政法則之成員國若未能有效降低過度赤字及債務，歐盟就可能對其啟動「過度赤字調控程序」；目前尚未有成員國因違反此機制被罰款。

[13] 參見 IMF (2019), "Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle," *Global Financial Stability Report*, Apr. 10；IMF (2018), "A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?" *Global Financial Stability Report*, Oct. 3。

圖 18　美國與中國大陸之非金融企業債對 GDP 比率



資料來源：IMF (2019), "Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle," *Global Financial Stability Report*, Apr. 10

4. 地緣政治緊張情勢加劇

本年**4月**，**美國終止給予部分國家可自伊朗購油之豁免**，禁止各國自伊朗進口石油；**伊朗**亦表示將重啟核武研發，並**揚言封鎖重要油輪進出之荷姆茲海峽**，近日油輪接連在此海峽附近遇襲，**波斯灣地區爆發衝突之風險升高**，**亦將牽動油價走勢**。

此外，今、明兩年將舉行國會或總統大選經濟體[14]之 GDP 合計占全球之比重逾 60%，選前及新政權產生**均可能推高政策不確定性**。地緣政治緊張情勢升溫**伴隨貿易摩擦**及**金融脆弱性上升**等現象**同時發生**，**恐衝擊市場信心**，不利全球經濟前景。

[14] 本年舉行者包括歐盟、印度、澳洲、泰國及印尼等，明年則包括美國、南韓及台灣等；另外，2021 年將舉行者尚有德國、日本及墨西哥等。

二、本年國內經濟成長及通膨展望

近期美中貿易協商懸宕，**全球經濟不確定性升高**，本(2019)年上半年**出口及民間消費成長**力道恐將**受限**，惟資本設備進口及營建工程投資可望持續成長，擴增經濟動能；**下半年**內需受惠於半導體業者維持先進製程領先，以及政府續推動擴大內需政策，內需對**經濟成長貢獻續增**。

本年**經濟成長率預測值為 2.06%**，**內需**持續**驅動經濟成長**，且預期本年國際油價低於上(2018)年，加以國內需求溫和，通膨展望平穩，**CPI 年增率**預測值**為 0.87%**。以下就國內經濟與物價情勢及展望，分別加以說明。

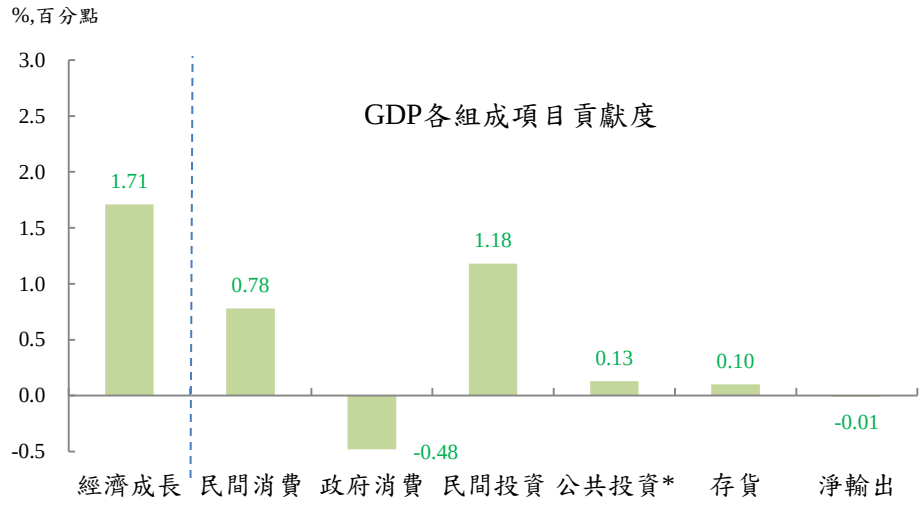
(一)內需持續驅動經濟成長

1. 經濟成長率逐季回升，內需仍為驅動經濟成長之重要貢獻來源

(1)本年**第 1 季經濟成長趨緩**。

- 第 1 季國內經濟成長率降為 1.71% (圖 1)。主因：
  - —政府消費受軍品採購基期較高及執行不如預期影響。
  - —輸出受全球景氣降溫影響。
- **內需貢獻最大**，民間投資與民間消費貢獻各為 1.18 及 0.78 個百分點；淨輸出貢獻為-0.01 個百分點。

圖 1　2019 年第 1 季台灣經濟成長率



*：包含政府及公營事業投資。

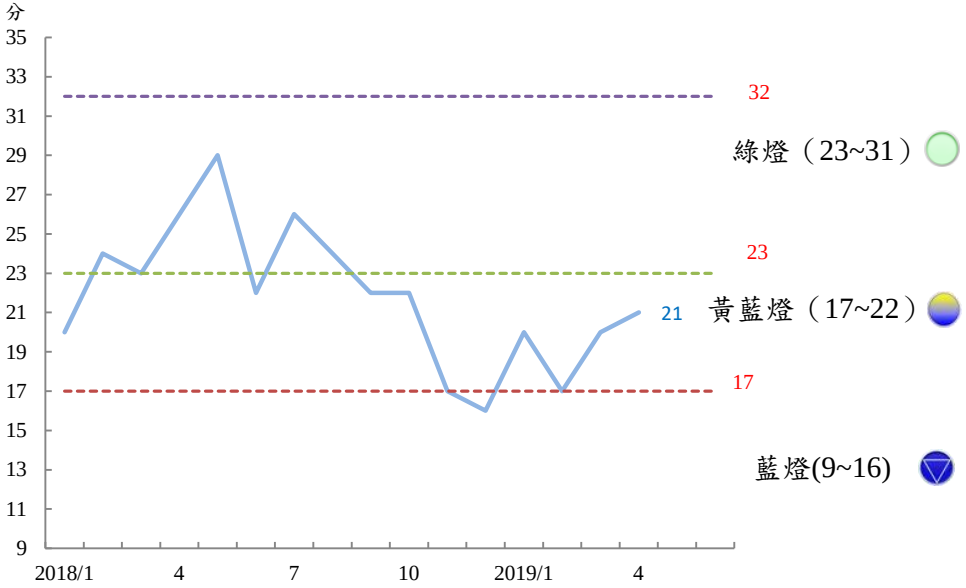
資料來源：主計總處

(2)近期景氣動能仍緩，須密切關注後續變化。

－近月景氣對策信號分數呈回升走勢，惟連續 4 個月呈黃藍燈，顯示景氣擴張動能仍緩(圖 2)。

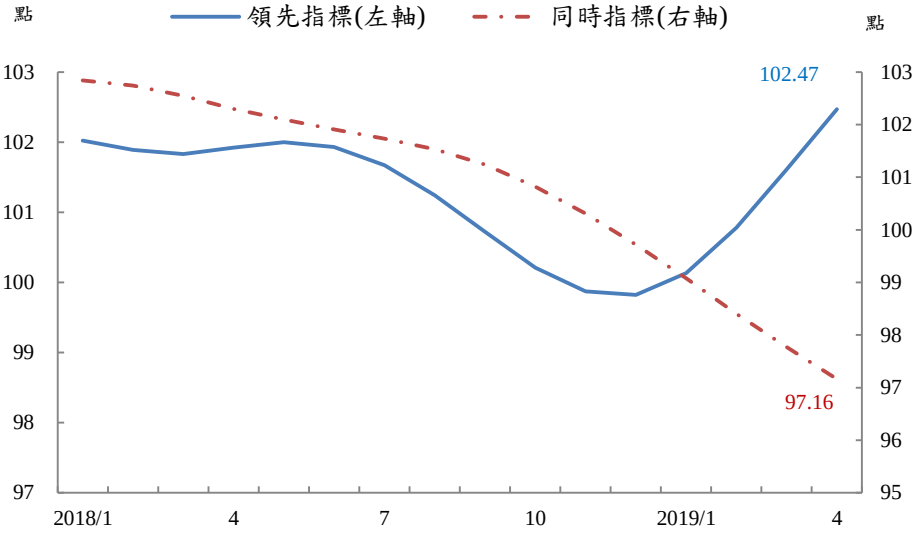
－景氣領先指標已連續 4 個月上升[1](圖 3)，惟景氣同時指標持續下跌[2]，顯示仍須密切觀察未來景氣變化。

圖 2　景氣燈號及分數



資料來源：國家發展委員會

圖 3　景氣領先及同時指標



資料來源：國家發展委員會

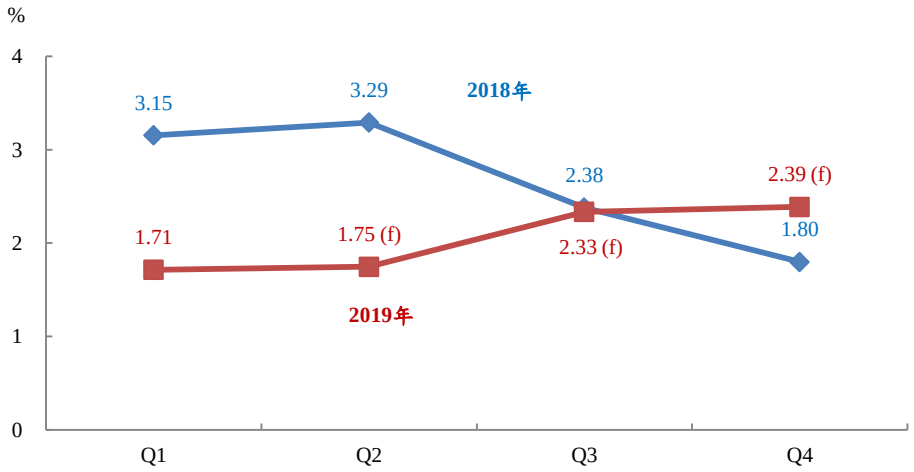
[1] 本年 4 月，領先指標 7 個構成項目中(包括外銷訂單動向指數(以家數計)、實質貨幣總計數 M1B、股價指數、工業及服務業受僱員工淨進入率、建築物開工樓地板面積、實質半導體設備進口值，及製造業營業氣候測驗點)，外銷訂單動向指數及股價指數較上年 12 月升幅較大。

[2] 本年 4 月，同時指標 7 個構成項目中(包括工業生產指數、電力總用電量、製造業銷售量指數、批發、零售及餐飲業營業額、非農業部門就業人數、實質海關出口值、實質機械及電機設備進口值)，實質海關出口值及工業生產指數較上年 12 月跌幅較大。

(3)經濟成長率可望逐季回溫，內需仍為重要貢獻來源。

- 近期民間消費動能趨緩，加以美中貿易談判進展不順，不確定性仍高，恐抑制輸出成長力道。本行預估**上半年經濟成長率為 1.73%**(表 1)。
- **下半年**內需受惠半導體業者維持先進製程領先及政府擴大內需效益發酵，助益經濟成長率**回升至 2.36%**。
- 根據本行預測，經濟成長率將**逐季回溫**(圖 4)，全年預測值為 2.06%，內需仍為驅動經濟成長的重要來源，貢獻 1.67 個百分點。

圖 4　2018 年及 2019 年台灣經濟成長率



註：2019 年第 2 至 4 季為中央銀行預測數，其餘為實際數。
資料來源：主計總處、中央銀行

表 1　本年台灣經濟成長率及 GDP 各組成項目貢獻度之預測

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	政府支出 (c)	消費	投資*	存貨變動 (d)	國外淨需求 (e)	輸出	(-) 輸入
上半年	1.73	1.56	0.84	1.01	-0.26	-0.52	0.26	-0.02	0.17	0.98	0.81
下半年	2.36	1.77	1.26	0.55	0.81	0.33	0.48	-0.85	0.59	2.33	1.74
全年	2.06	1.67	1.06	0.77	0.29	-0.08	0.37	-0.45	0.38	1.67	1.29

*：包含公營事業投資。
資料來源：中央銀行

2. 雖然國際需求較弱，惟預期下半年輸出成長可望回溫

(1)上半年輸出受**外部需求趨緩**影響，成長動能偏弱。

美中貿易協商多舛及美國與其他經濟體貿易紛擾，國際機構**下修全球經濟及貿易量成長率**預測值，加以**行動通訊產品買氣鈍化**，**半導體**產業持續**去化庫存**等不利因素，**影響**台灣**上半年出口動能**，以及對**美中出口成長與占比之消長**。

- 5 月 IHS Markit、OECD 預測本年全球經濟成長率為 2.8%、3.2%，均較其 2 月及 3 月預測值低 0.1 個百分點；4 月及 5 月 IMF 與 UN 全球貿易量成長率預測值分別為 3.4%及 2.7%，較其 1 月預測值低 0.6 及 1.0 個百分點。

- 本年 1 至 5 月台灣商品出口衰退 4.2%，其中，對美國出口成長 17.2%，惟對中國大陸(含香港)則負成長 9.8%(表 2)。

- 本年 1 至 5 月台灣**對中國大陸出口比重**，由上年下半年的 41.4%，**降至 38.6%**；**對美國**出口比重則**升至 14.0%**。

表 2　台灣商品出口表現

	2018 年下半年			2019 年 1~5 月		
	金額 (億美元)	占比 (%)	**年增率** (%)	金額 (億美元)	占比 (%)	**年增率** (%)
全球	1,721.4	100.0	**1.5**	1,298.8	100.0	**-4.2**
中國大陸(含香港)	712.6	41.4	**-0.2**	501.3	**38.6**	**-9.8**
美國	209.1	12.1	**6.9**	181.5	**14.0**	**17.2**

資料來源：財政部通關統計

☐ 本年以來，美中貿易衝突升溫，1 至 5 月主要出口貨品多呈負成長，惟資通與視聽產品出口年增率達 19.1%(表 3)，主因資通與視聽(如伺服器、電腦之零附件、交換器、路由器等)產業**提高在台生產比重**，加以部分**轉單效應**發酵所致。

(2)預測下半年輸出成長率回升至 3.38%，高於上半年，全年為 2.50%(圖 5)。主因：

☐ 受惠人工智慧、物聯網、車用電子、5G 通訊等**新興商機持續發展**，及**轉單效應**，有助帶動出口成長。

☐ **上年同期基期較低且出口物價走緩**，致實質出口成長。

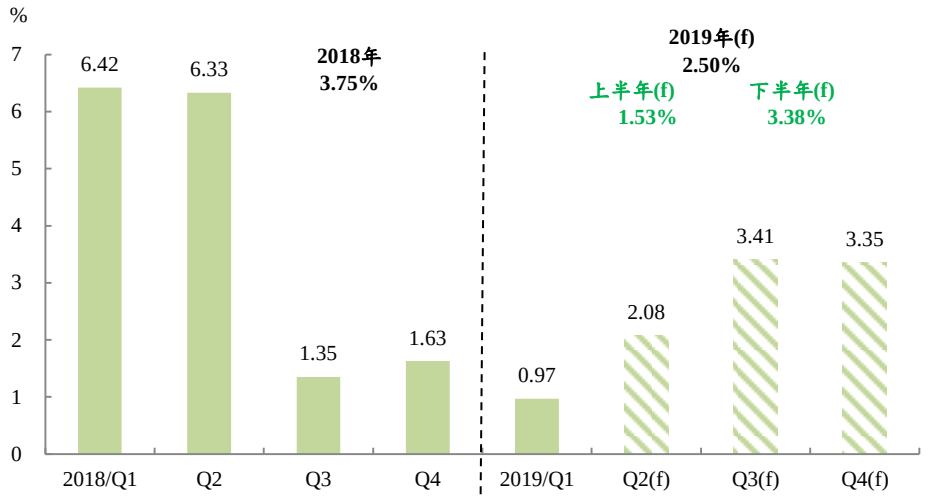
表 3　主要貨品出口

單位：百萬美元；%

	2019 年 1~5 月累計	
	金 額	年增率
電子零組件	41,481	-5.2
積體電路	36,648	-3.2
資通與視聽產品	16,116	19.1
基本金屬及其製品	11,618	-12.5

資料來源：財政部通關統計

圖 5　輸出年增率



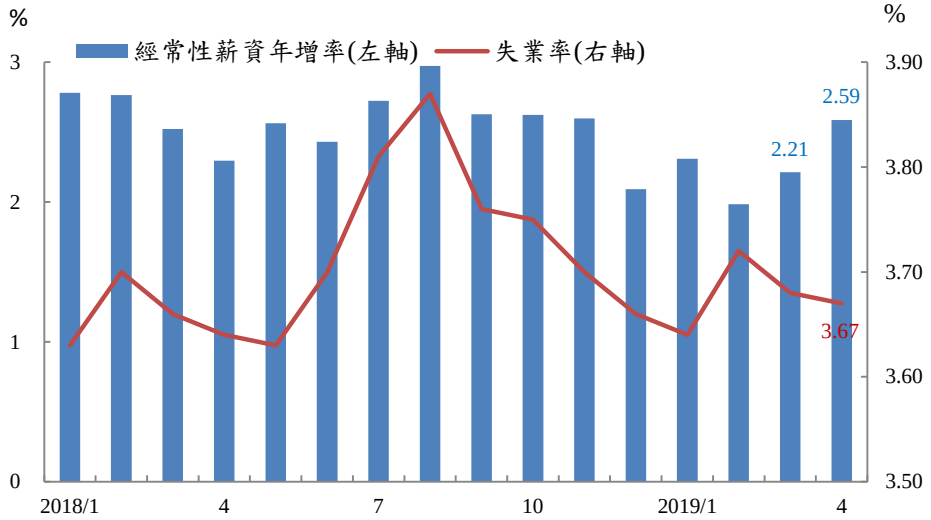
註：f 代表中央銀行預測數，其餘為實際數。

3. 下半年民間消費溫和成長，民間投資成長減緩

(1)近期民間**消費動能趨緩**，上半年民間消費成長力道恐將受限。

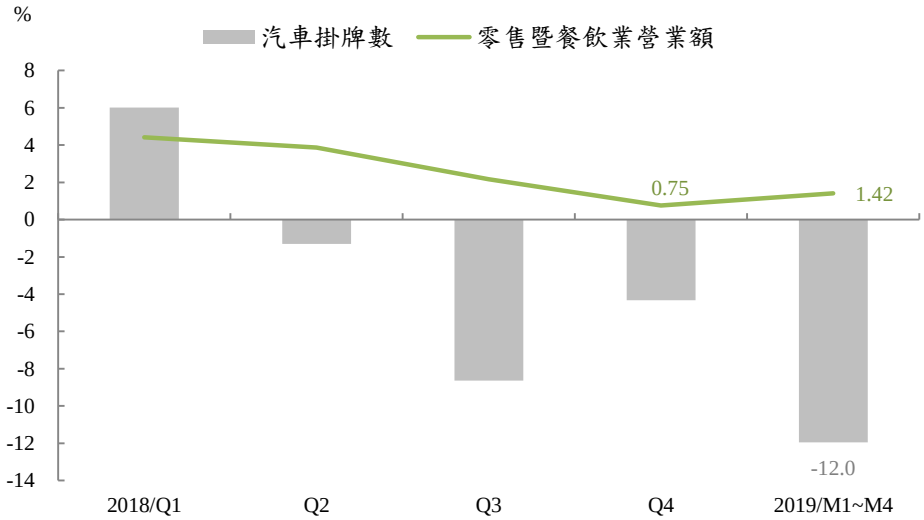
- 反映國內景氣趨緩，4 月**失業率**較上年同期**略升**[3]。
- 4 月經常性**薪資漲幅回升**(圖 6)，惟 1 至 4 月非經常性薪資年減 0.18%，且第 1 季廠商獲利呈負成長[4]，恐降低未來廠商調薪意願，不利消費動能擴增。
- 4 月新增汽車掛牌數成長 0.64%，惟 1 至 4 月續呈衰退(圖 7)；而 4 月零售暨餐飲業營業額受惠清明連假帶動，成長 4.0%，惟 1 至 4 月成長率僅略回升。

圖 6　經常性薪資年增率及失業率



資料來源：主計總處

圖 7　新增汽車掛牌數及零售暨餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部統計處

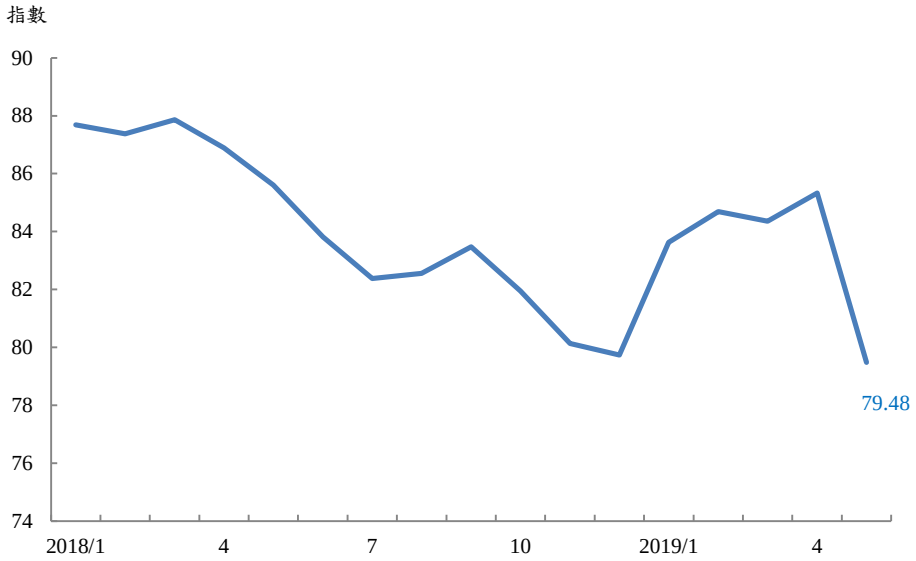
[3] 1 至 4 月失業率為 3.68%，亦較上年同期增加 0.02 個百分點。
[4] 根據金管會資料，上市櫃公司（不含金融業）第 1 季稅後淨利為 3,366 億元，年減 21.37%。

☐ 下半年民間消費成長可望回升

－除前述不利之民間消費影響因素外，**全球經貿與金融市場不確定性升高**，致消費者信心滑落(圖 8)，且部分**民生必需品價格調漲**，恐抑制民間消費成長力道。

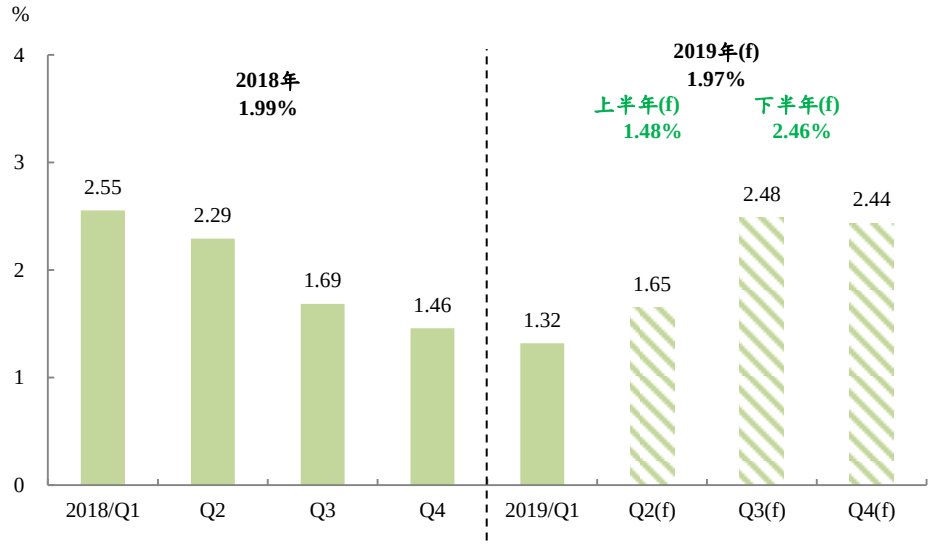
－惟因上年同期基期較低，且**政府擴大消費政策**[5]效應，預測下半年**民間消費成長可望較上半年回升**(圖 9)，預測值為 2.46%，全年則為 1.97%。

圖 8 中央大學消費者信心指數



資料來源：中央大學台灣經濟發展研究中心

圖 9 民間消費年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為實際數。

[5] 如根據「貨物稅條例」修正案，自 2019 年 6 月 15 日起至 2021 年 6 月 14 日期間，凡購買能源效率第 1、2 級的電冰箱、冷暖氣機或除濕機，每台最高可減徵 2,000 元貨物稅。

(2)預期**下半年民間投資成長減緩**

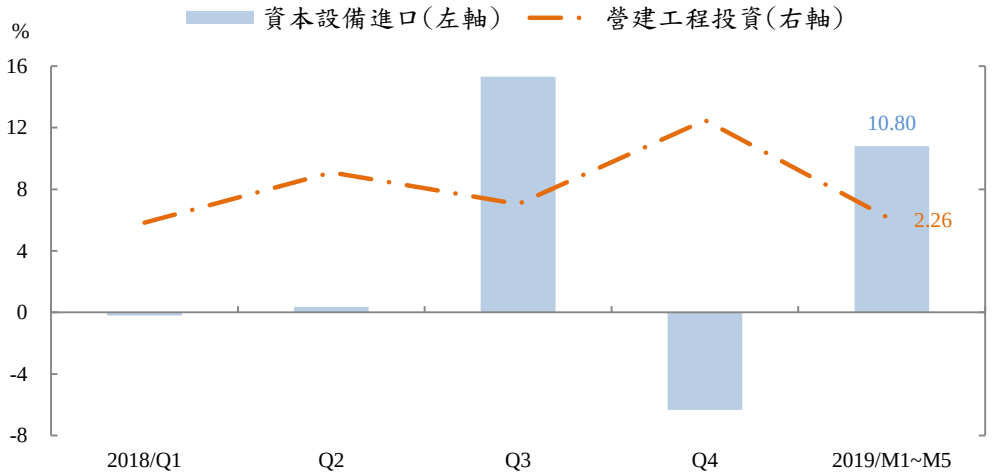
☐ **資本設備進口及營建工程**投資增加，**支撐**上半年民間**投資成長動能**。

－**半導體業者**維持先進製程領先與擴充高階產能，1 至 5 月資本設備進口年增率升至 10.8%(圖 10)，支撐民間投資成長動能；

－政府積極興建社會住宅及危老屋重建，加以續推前瞻基礎建設，**營建工程投資**持續**成長** (圖 10)。

☐ 下半年雖然持續受惠上述有利因素，加以**離岸風電設置工程**陸續展開[6]，台商**回台投資**[7]，均將挹注民間投資成長力道，惟因全球經貿不確定因素仍多，可能影響廠商投資意願，預測成長率為 3.38%，低於上半年，全年則為 4.54%(圖 11)。

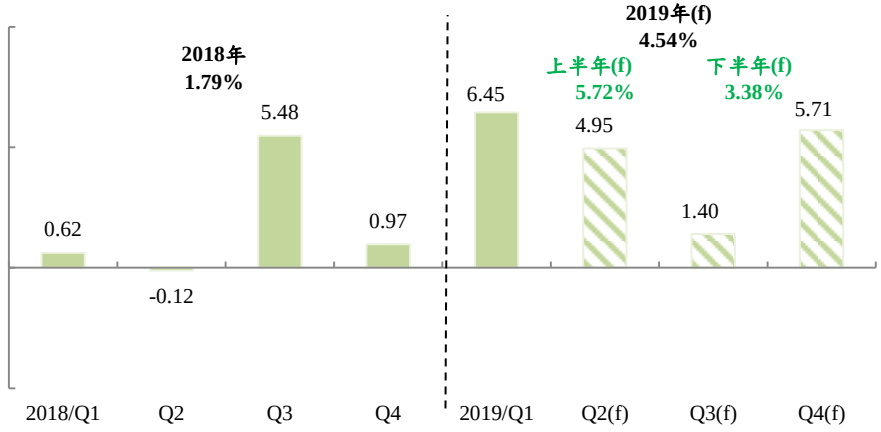
圖 10　資本設備進口(美元計價)及營建工程投資年增率*



*：2019 年營建工程投資年增率為第 1 季資料。

資料來源：財政部通關統計、主計總處

圖 11　民間投資年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為實際數。

[6] 如海洋風電（Formosa I）已於 5 月 16 日開工，並將於年底前完成商轉。

[7] 根據「歡迎台商回台投資行動方案」，截至本年 6 月 13 日已核准 73 家廠商回台投資，累計投資逾新台幣 3,750 億元，預估可帶來本國就業人數超過 34,100 人。

4. 本年經濟前景仍面臨許多挑戰

(1)影響**本年**台灣經濟成長之**不確定因素仍多**：

☐ 全球景氣走緩及主要經濟體貨幣政策走向：

－美國財政刺激效益減弱，中國大陸經濟走緩，歐元區成長動能不足，致全球需求走弱與貿易成長動能放緩，影響台灣出口成長動能。

－雖目前主要經濟體貨幣政策轉為鴿派，**未來貨幣政策動向，影響全球資金移動**，牽動全球股匯債市變動。

☐ 貿易爭端紛擾：

－**美中兩國相互加徵關稅**，美國商務部並宣布將華為列入出口管制黑名單[8]，中國大陸商務部亦宣布將建立不可靠實體清單制度；加以美國與其他經濟體間**貿易爭端**紛擾，均可能導致貿易局勢緊張，不利全球經貿動能擴增，對台灣出口尤為不利。

☐ 地緣政治風險與國際油價走勢：

－**中東**地區**地緣政治緊張**，歐洲政經情勢紛擾猶存（如英國硬脫歐機率提升），恐加劇全球經濟下行風險及影響全球金融市場穩定，衝擊市場信心。

－**國際油價震盪劇烈**，可能影響台灣物價穩定。

☐ 政府推動主要計畫成效：

－「前瞻基礎建設計畫」之落實程度，與「歡迎台商回台投資行動方案」之執行成效，將影響國內投資成長力道。

[8] 華為事件後續發展，可能影響台灣相關供應鏈廠商生產與出口。

(2)部分國內外**主要機構下調**本年台灣**經濟成長率**，預測值介於 1.70%至 2.19%之間，**平均為 1.99%**(表 4)。主要係因美中貿易談判懸而未決，預期**全球貿易成長趨緩**，可能**影響**我國**出口成長與消費者信心**。

表 4　國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

單位:%

機構（公布日期）	中經院 (4/17)	台經院 (4/25)	IHS Markit (5/15)	主計總處 (5/24)	Morgan Stanley (6/10)	Barclays (6/14)	UBS (6/14)	JP Morgan (6/14)	台綜院 (6/14)	Goldman Sachs (6/15)	BoA Merrill Lynch (6/15)	平均值 (不含央行)	央行 (6/20)
預測值	2.15 (↓**0.03**)	2.12 (持平)	2.00 (↓**0.05**)	2.19 (↓**0.08**)	1.90 (↓**0.70**)	2.00 (↓**0.10**)	1.85 (↓**0.45**)	1.70 (↑ **0.20**)	2.08 (↓**0.26**)	1.90 (↓**0.03**)	2.00 (持平)	1.99	2.06 (↓**0.07**)

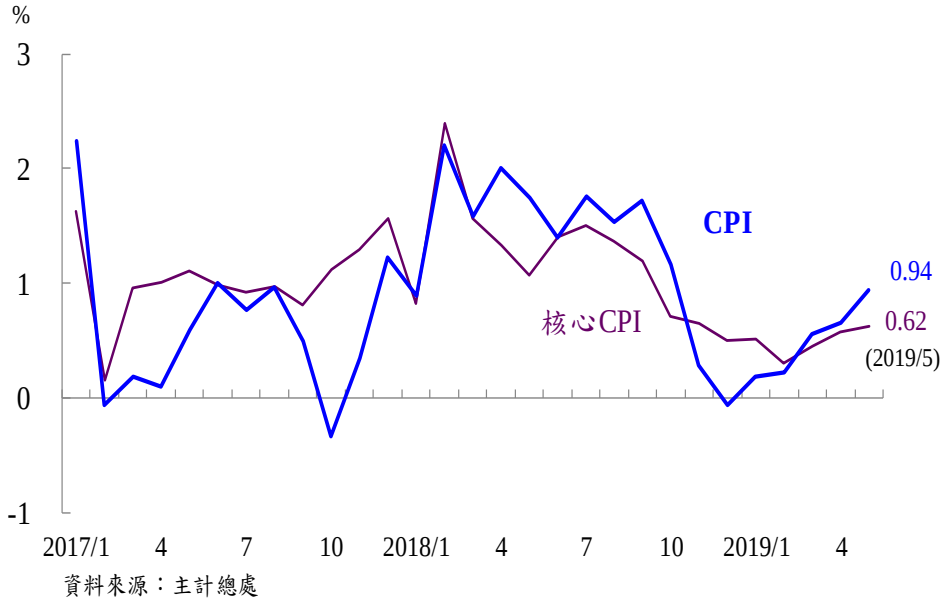
註：括弧內數值係與 3 月央行理事會期間預測值比較之修正百分點(其中，主計總處與台經院分別與本年 2 月及 1 月預測值比較；中經院及台綜院則與上年 12 月預測值比較)。

(二)當前通膨溫和，全年展望穩定

本年初，通膨率維持低檔，嗣因國際油價上揚，加以國內蔬菜價格受天候影響走高，且漲幅逐漸擴大，消費者物價指數(**CPI**)年增率逐月上升，至 **5 月**為 **0.94%**，係近 7 個月來最高(圖 12)；根據主計總處統計，1 至 5 月 **CPI** 年增率為 **0.51%**；不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則為 **0.49%**，皆仍屬溫和。

近來豪大雨，加以颱風季節來臨，蔬果等食物類價格上漲壓力將較大，預期**下半年 CPI 年增率高於上半年**；惟全球經濟展望向下，**本年國際原油等原物料價格將低於上年**，加以**國內需求溫和**，全年通膨展望平穩。**本行**預測**本年 CPI** 及**核心 CPI** 年增率分別為 **0.87%**、**0.76%**；主要機構 CPI 預測值平均為 0.84%。

圖 12　CPI 與核心 CPI 年增率



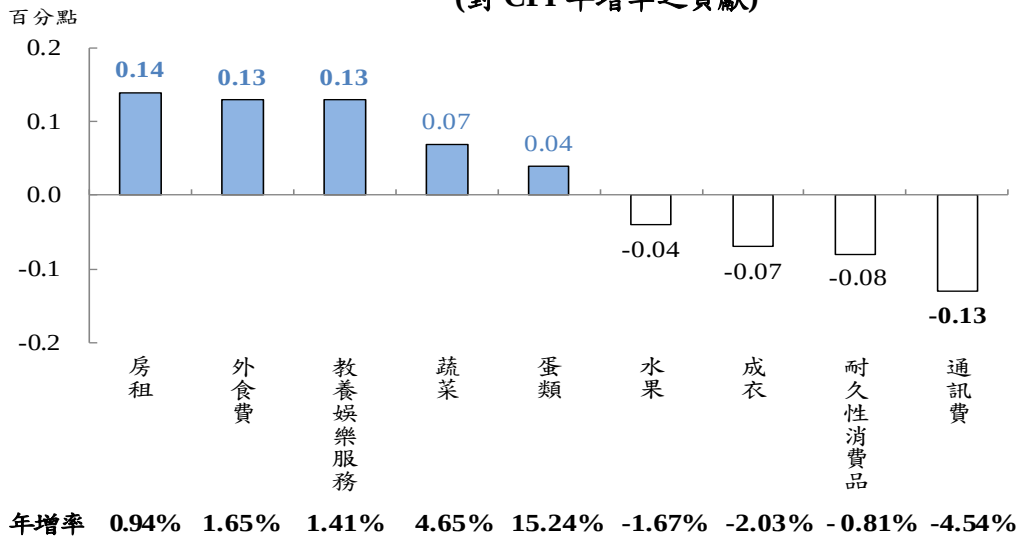
資料來源：主計總處

1. 本年 1 至 5 月 CPI 年增率為 0.51%，漲幅和緩

(1)上漲主因：房租緩步上漲 0.94%，外食費調漲 1.65%，加以旅遊團費調漲致教養娛樂服務費上漲 1.41%，三者合計使 CPI 年增率上**升約 0.40 個百分點**(圖 13)。

(2)下跌主因：**通訊費調降**及**耐久性消費品價跌**，二者**合計**使 CPI 年增率**下降 0.21** 個百分點(圖 13)，抵銷 CPI 部分漲幅。

圖 13　影響本年 1 至 5 月 CPI 年增率主要項目
(對 CPI 年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

2. 全球經濟展望向下，國際原油等原物料價格仍具下跌壓力，有助抑制國內通膨

(1)本年 4 月 25 日布蘭特(Brent)**油價一度升**至 **74.94** 美元/桶，惟近來因美國原油**庫存減幅不如預期**，加以**美中貿易爭端升溫**恐**影響原油需求**，油價**回跌**(圖 14)。

(2)由於**美國原油產能**仍**高**，加以**美中貿易談判陷入僵局，**全球**景氣放緩**疑慮加深，進而**削弱原油需求**，主要機構**預測本年油價平均**為 **68.2** 美元/桶，**低於上年**之 **71.0** 美元/桶(表 5)。

圖 14　布蘭特原油價格



資料來源：Refinitiv Datastream

表 5　布蘭特原油價格預測

美元/桶

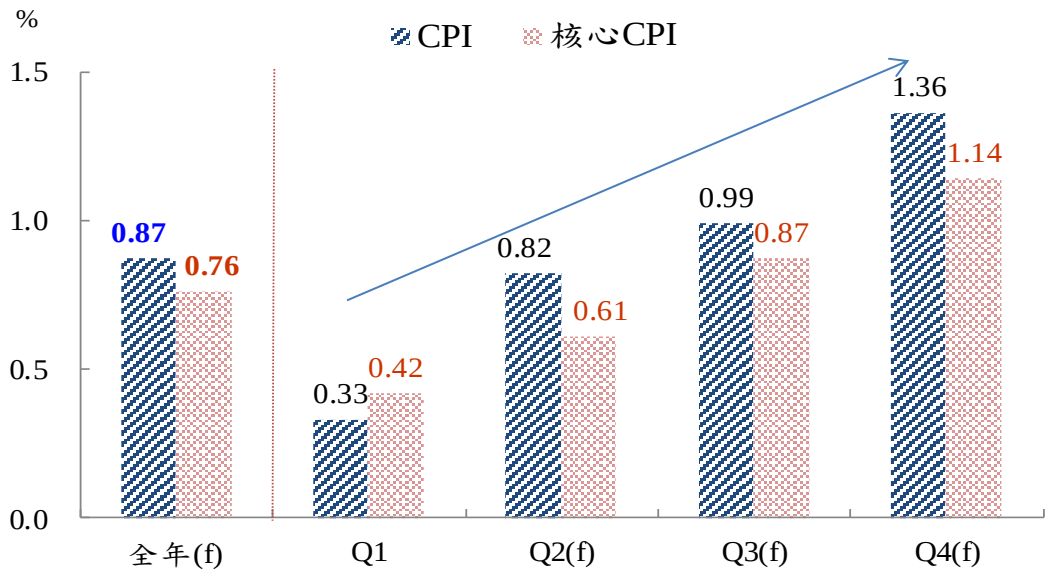
預測機構	預測日期	2018年平均值	2019年預測值
IHS Markit	2019/5/15		71.5
The Economist Intelligence Unit（EIU）	2019/5/30		66.5
美國能源資訊署（EIA）	2019/6/11	71.0	66.7
平均預測值			68.2

3. 本年下半年 CPI 年增率將高於上半年，全年通膨展望仍溫和穩定

(1)本年初基本工資調升，帶動薪資、外食費及相關服務類價格上揚，加以近來豪大雨、蟲害減損農作產量，以及颱風季節來臨，蔬果等食物類價格漲幅將擴大，預期**下半年 CPI 年增率高於上半年**。

(2)惟全球經濟展望向下，**本年國際原油等原物料價格將低於上年**，加以**國內需求溫和**，全年通膨展望平穩，**本行**預測**本年 CPI** 及**核心 CPI** 年增率分別為 **0.87%**、**0.76%** (圖 15)。

圖 15　本行對本年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測



(3)近期**主計總處**等機構**陸續下修**台灣本年**CPI 年增率預測值**，至介於0.70%~1.10%，平均值(不包括央行)為0.84%(圖 16)。

Consensus 於 6 月發布之本年台灣 CPI 通膨率預測數平均值亦緩降至 **0.7%**(圖 17)。

圖 16　主要機構對台灣本年 CPI 年增率之預測

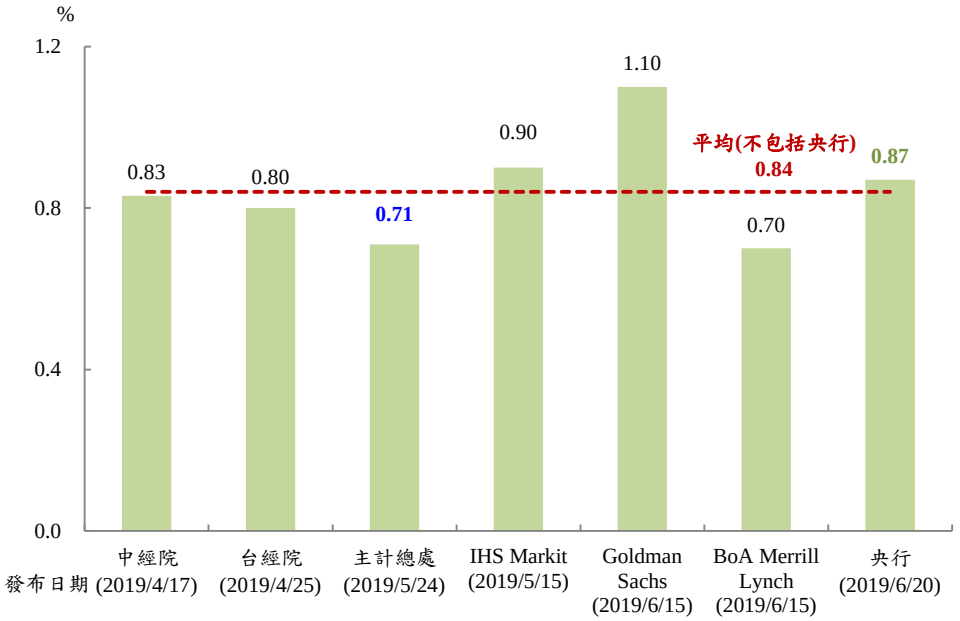
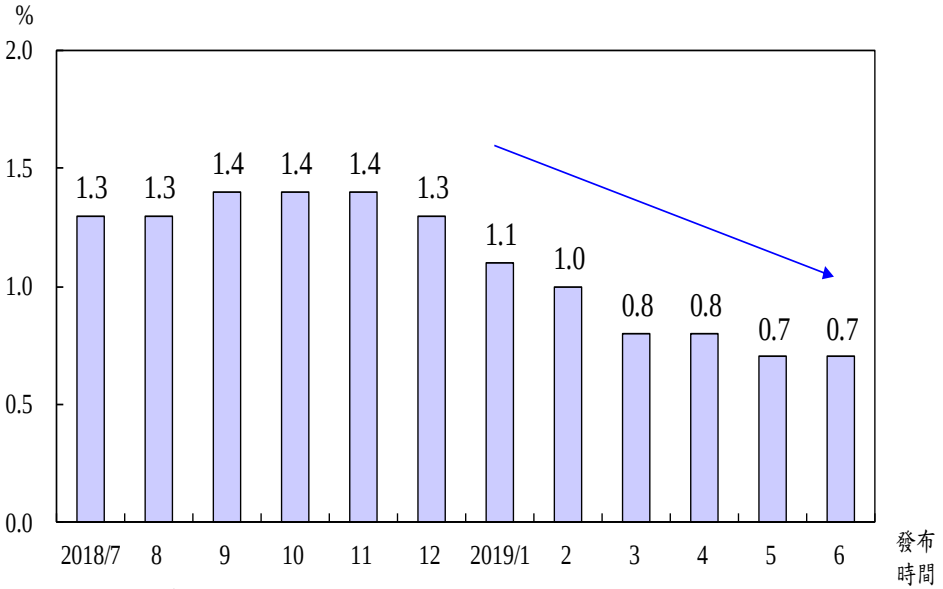


圖 17　專業預測機構對台灣本年通膨率之預測值*



*：係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

三、本行匯率政策相關議題之說明

Q1：本行為何採行管理浮動匯率制度?

A：

在我國資本移動近乎完全自由化下，考量台灣貿易依存度高，匯率波動不宜過大，同時為保有若干程度的貨幣政策自主性，以因應國內外經濟金融衝擊，本行遂採行管理浮動匯率制度，維持新台幣匯率動態穩定。

1. 1980 年代以來，金融自由化浪潮促使各國逐步取消資本管制措施，惟各國對匯率制度的挑選並非就侷限於自由浮動或固定匯率的二擇一選項；實際上，**各國會依據其經濟金融情勢選擇最合適的匯率制度**，**小型開放經濟體則較適合管理浮動匯率制度**。

2. 外匯市場並非如一般商品市場有較明確的生產成本可作為均衡價格之參考，各界往往以自身觀點提出不同的合理匯價；加以匯市常有羊群效應，造成匯價過度反應，因此**匯價不像一般商品價格可完全交由市場決定**[1]。

(1) 當代各國貨幣多屬**法定貨幣**(fiat currencies)，其價格未明定與某種商品(如黃金)維持一定的兌換關係，以致貨幣本身幾乎**不具內含價值**(intrinsic value)，而是完全依賴貨幣發行國之信用。

(2) 因不具內含價值，法定貨幣間的合理兌換比率不易衡量，使得貨幣的**均衡匯率並不明確**(indeterminacy of equilibrium exchange rates)，而實證研究對均衡匯率的**估計值也常難以得到一致的結論**。

(3) 外匯市場易受特定訊息影響，常出現對匯率預期改變的**羊群效應**(herding behavior)，以致市場參與者集體在匯市迅速從外匯買方轉換為賣方(或賣方轉換為買方)，造成**匯率過度反應**，**背離經濟基本面**(下頁圖 1)。

[1] 參見 Kareken, John and Neil Wallace (1981), “On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.96, No.2；Wallace, Neil (1990), "Why Markets in Foreign Exchange are Different from Other Markets", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Vol.14, No.1；陳博志(2019)，「匯率該由市場決定的主張是假科學」，《台灣經濟研究月刊》，第 42 卷第 1 期，p.10-14；Dornbusch, Rudiger (1976), ”Expectations and Exchange Rate Dynamics,“ *Journal of Political Economy*, Dec.等相關著作。

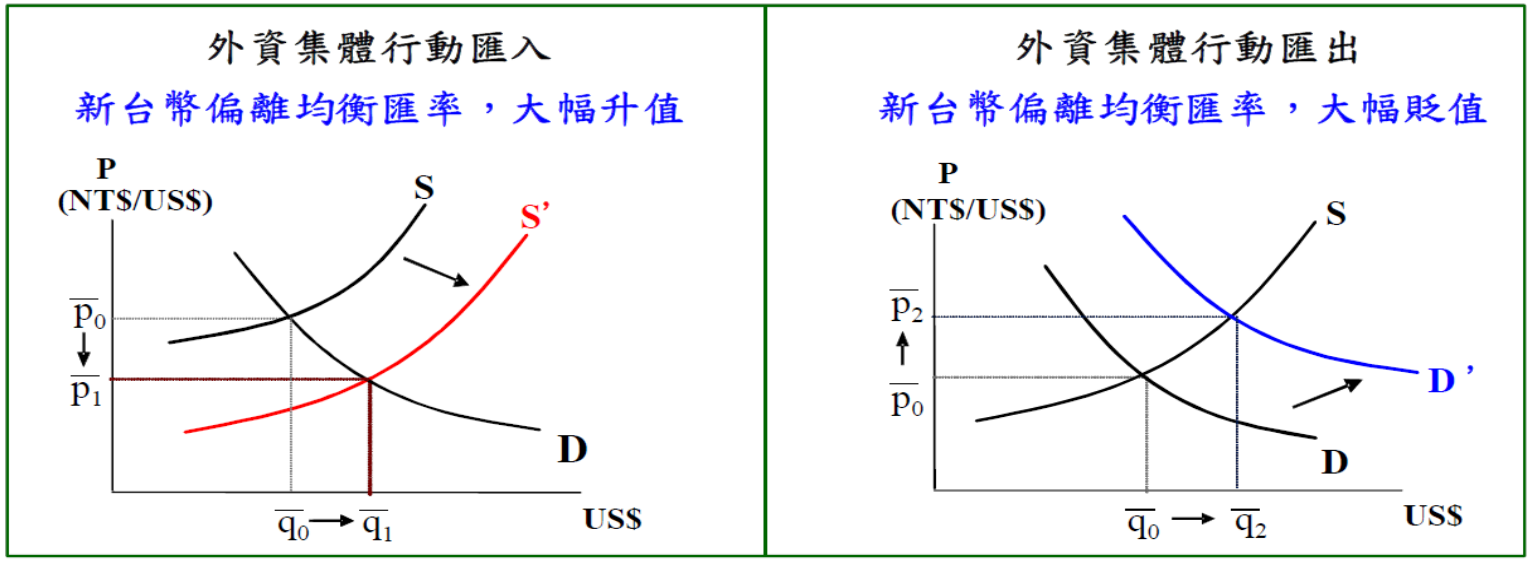
3. 自 1989 年 4 月起，本行採行較具彈性的**管理浮動匯率制度**，為我國保有**若干程度的貨幣政策自主性**；且於**必要時本行採取資本管理與總體審慎政策**，確保台灣的經濟金融穩定，並在此前提下促進經濟成長。

(1) 台灣為小型高度開放經濟體，隨著外匯管制逐步開放，資本移動更加頻繁，以致新台幣匯率變動常受到**國際美元強弱**、**市場預期心理**及**外匯買賣投機行為**等非經濟基本面因素影響，使得**外匯供需曲線經常移動**，而產生**匯率過度反應**(overshooting)的現象(圖 1)。

(2) 我國採行管理浮動匯率制度，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**。

(3) 本行執行匯率政策的法源依據為**中央銀行法第三十四條**與**管理外匯條例第五條**，條文規定本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；此**符合管理浮動匯率制度的精神**。

圖 1 外匯市場的供需調整*



*以我國外匯市場為例，在某一特定極短期間，當外資集體行動匯入，**外匯供給增加**，**新台幣升值**(圖 1 左)；反之，當外資集體行動匯出，**外匯需求增加**，**新台幣貶值**(圖 1 右)。有關**外資頻繁、鉅額且集中進出**國內匯市之情形詳 Q2 說明。

Q2：金融帳開放後，台灣匯市參與者出現哪些變化?

A：

目前台灣外匯市場主要參與者已從早期的進、出口商轉為跨境資本交易者，且外資扮演影響匯市的主要角色[2]**。**

1. 自 **1990 年代以來**，我國逐步鬆綁**跨境資本移動**管理措施，除大幅**開放外資進入國內證券市場**外，亦**放寬本國資金海外投資**；另國人出國旅遊與外人來台觀光也日趨便利，近 10 年**旅行外匯收支成長近 2 倍**[3]。

2. 觀察我國過去近 30 年外匯收支，與**商品貿易**相關部分大致保持**穩定**，但**外資與本國資金進出**(含**國人及國內廠商對外投資理財與外幣資金調度**等)之**跨境資本交易**則明顯成長(相關管理規範鬆綁詳附錄 2)，上(2018)年跨境資本交易幾乎是商品貿易收支金額的 **10 倍**(下頁圖 2)：

(1)1990 年代，我國外匯收支**主要與商品貿易**相關，惟此期間政府陸續放寬**「外國專業投資機構」(QFII)**投資國內證券之限制[4]，與外資相關的外匯收支亦隨之增加。

(2)2003 年 9 月金管會**廢除 QFII 制度**，經證交所登記、取得投資國內證券資格之外資(**FINIs**)，其資金進出已相當**自由**。此後**與外資相關之外匯收支金額大幅上升**。

(3)近年來，金管會先後**鬆綁本國資金流出**之規定，**國人投資理財亦成為影響新台幣匯市的重要因素之一**，如：

— 2007 年放寬**保險業國外投資限額**、2014 年鬆綁**保險業投資國際債券免計入國外投資限額**。

— 另亦陸續放寬**證券商受託買賣外國有價證券**及**特定金錢信託投資國外有價證券**等業務。

---

[2] 影響新台幣對美元匯率之外匯市場供需統計，主要來自客戶辦理結購或結售之外匯交易，本題所指之外匯收支金額均為涉及新台幣的結匯交易。

[3] 據本行統計，2018 年旅行外匯收支金額合計約等值 **200 億美元**(該統計與國際收支統計定義不同)。

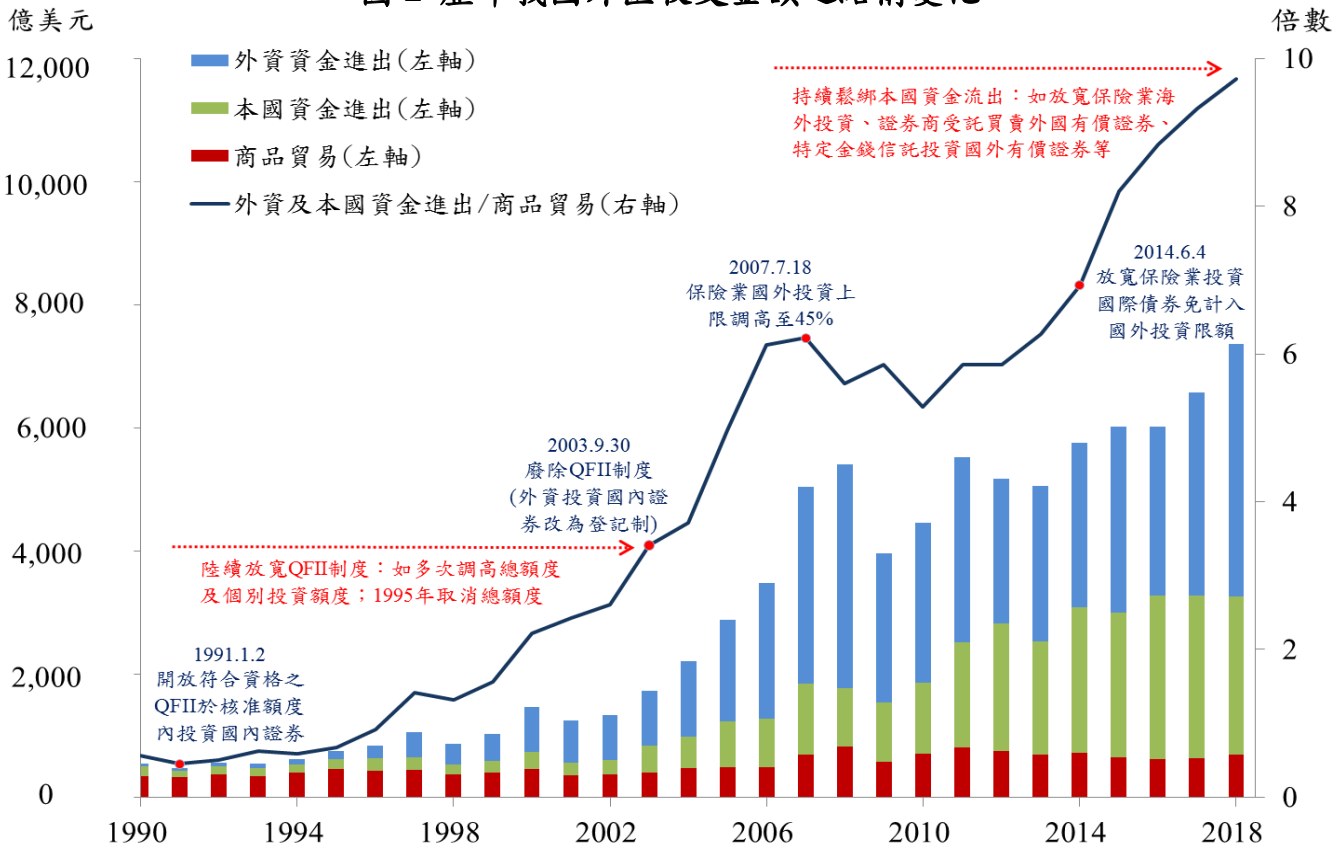
[4] 1991 年 1 月，政府開放符合一定資格條件之 **QFII**(Qualified Foreign Institutional Investors)，在核准投資額度內投資國內證券。最初總投資額度為 25 億美元，個別機構投資額度僅 0.05~0.5 億美元，之後多次調升額度；**總額度限制於 1995 年 2 月取消**，至於個別投資額度則陸續調高至 **30 億美元**，直到 **2003 年廢除 QFII 制度**。

3. 外資進出國內匯市金額占整體銀行間外匯交易比重高，其進出匯市多**頻繁、鉅額且集中**，**已成為影響我國匯市動向的主要因素**。

(1)自 2017 年初至本(2019)年 5 月底，投資台灣股市的**外資**共 8 千多戶，其資金進出金額占銀行間外匯交易比重高達 **57.58%**。

(2)其中資金頻繁進出的**前 20 戶**，其進出金額占全體外資資金進出總額之 **44.55%**。

圖 2 歷年我國外匯收支金額之結構變化



資料來源：中央銀行

Q3：開放金融帳對新台幣匯率有何影響?

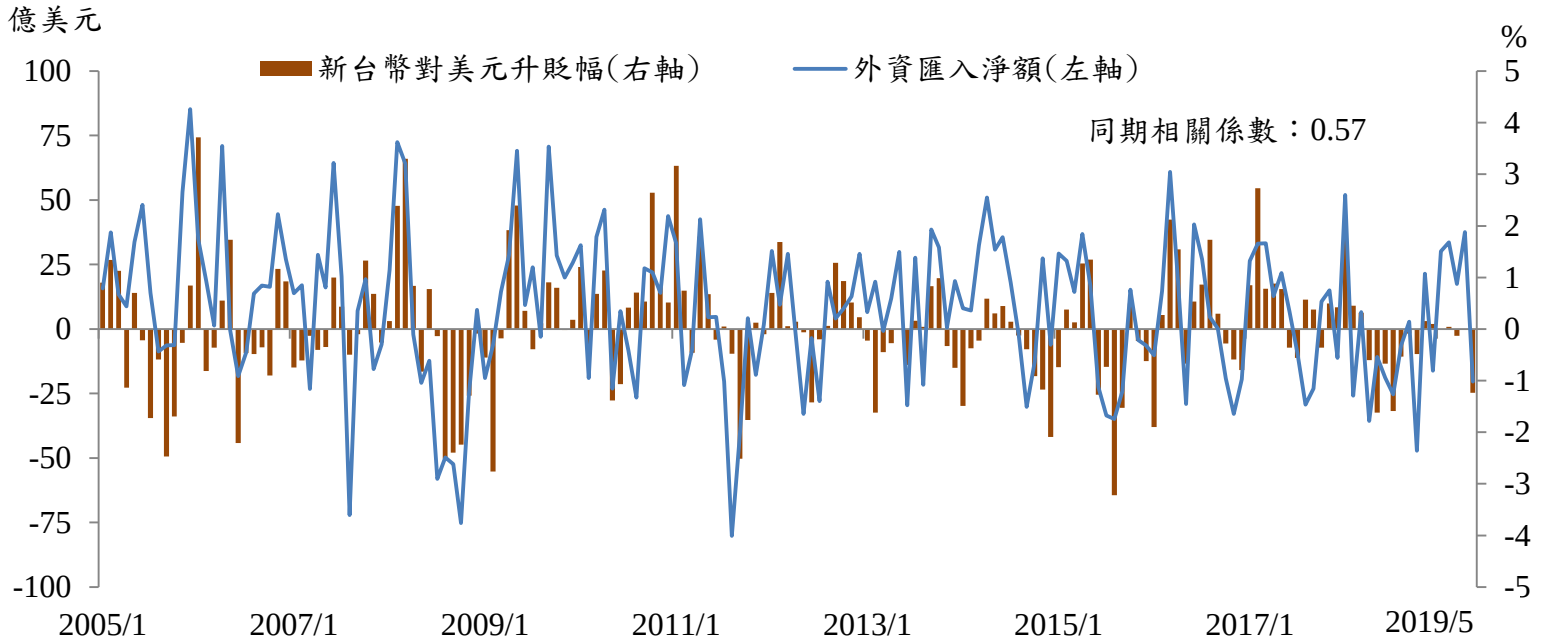
A：

金融帳開放使得短期跨境資本移動成為近年影響新台幣匯率的重要因素，且新台幣匯率常受國際盤走勢牽動。

1. 短期跨境資本移動(特別是**外資**)常**快速、鉅額且集中**地進出匯市，**致新台幣匯率深受其影響**

— 當外資匯入資金並買超台股時，時常造成**新台幣升值**及**台股上漲**；當外資賣超台股並匯出資金時，時常造成**新台幣貶值**及**台股下跌**。自 2005 年以來，外資匯入淨額與新台幣對美元升值之**相關係數為 0.57**(圖 3)。

圖 3 外資淨匯入與新台幣對美元匯率升貶幅



資料來源：中央銀行、金管會

2. 近年新台幣匯率常受國際盤走勢的影響，若因而使新台幣匯率長期偏離基本面，恐不利經濟與金融穩定

(1) 台灣、南韓、新加坡經濟情勢不同，但均受到**短期國際資本移動**影響，致其貨幣**對美元匯率亦步亦趨**。如自上年初至本年 6 月 13 日，新台幣與美元指數相關係數達**-0.95**，與韓元及星幣連動程度高達 **9 成以上**。

(2) 美國財政部匯率政策報告指出[5]，2008 年全球金融危機後，**台灣的跨境資本移動波動度增加一倍**。

(3) 跨境資金於短期間大量且頻繁地進出，恐使匯率偏離經濟基本面，不利國內經濟與金融穩定，故**本行適時進場調節[6]，以維持外匯市場秩序**。

3. 金融帳自由化後，本行外匯管理採**雙向開放**措施，除對外資改採登記制使其資金進出更為自由外，亦配合金管會放寬本國資金海外投資，此作法有助**減緩資金流出入對匯市之衝擊**，對**穩定新台幣匯率**有相當**貢獻**。

[5] Department of the Treasury (2018), "Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, "*Report to Congress*, Apr.

[6] 據本行本年 6 月 5 日新聞稿，本年 5 月底台灣外匯存底金額為 4,644.34 億美元，較上月底減少 3.94 億美元，主要係因**外匯市場波動較大，本行為維持市場秩序進場調節**，抵銷外匯存底投資運用收益。

Q4：本行長期採行新台幣貶值的政策嗎?

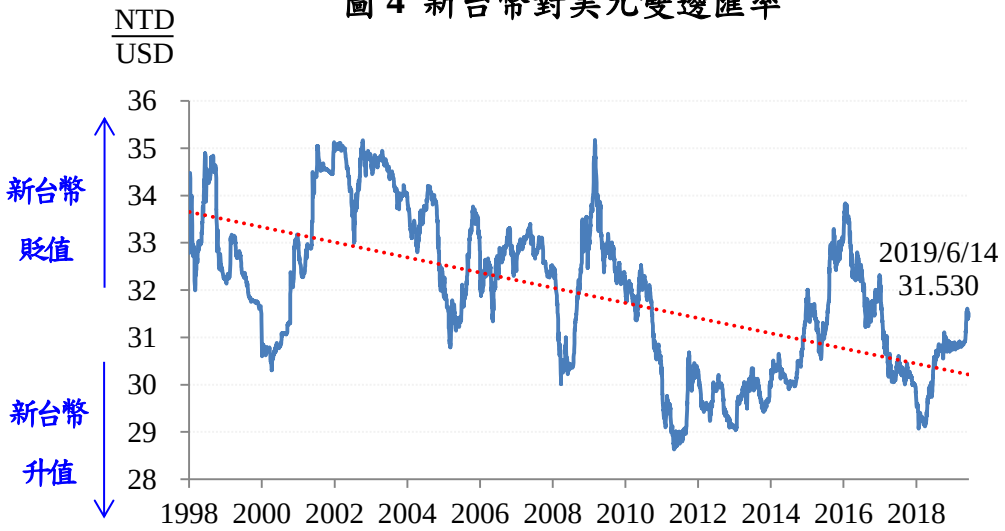
A：

1. 新台幣對美元及新台幣名目有效匯率指數(NEER)長期以來有升有貶，呈雙向波動；2010 年起新台幣呈現升值趨勢

(1)自 1998 年以來，新台幣對美元有升有貶，**大致在 28 至 35 元之間浮動**(圖 4)[7]，**呈雙向波動**，具有彈性；若**觀察 1998 年迄今趨勢(紅色趨勢線)，並沒有所謂的「央行採行新台幣貶值的匯率政策」**。

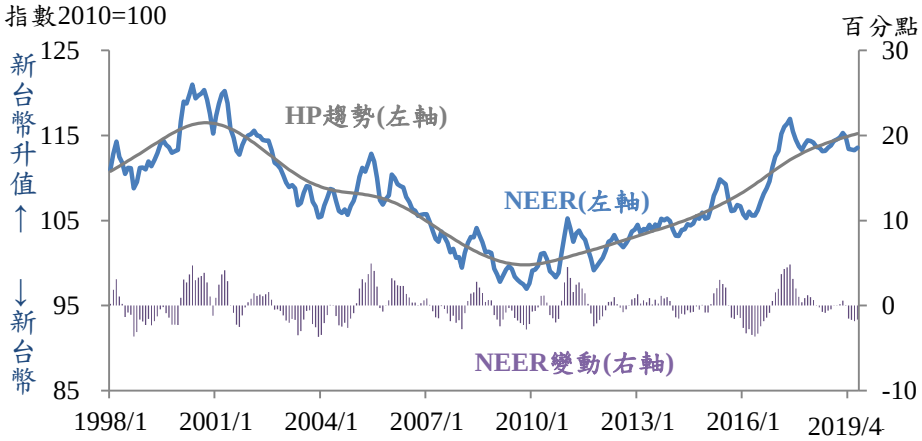
(2)另觀察國際清算銀行(BIS)編製的新台幣 NEER 變化，就短期或長期走勢該指數亦呈雙向波動，且 **2010 年起至今**，新台幣 NEER **呈現上升趨勢，代表以名目匯率衡量，新台幣對我國主要貿易對手國貨幣升值**[8](圖 5)。

圖 4 新台幣對美元雙邊匯率



資料來源：Bloomberg

圖 5 新台幣名目有效匯率指數及其趨勢



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)

[7] 新台幣對美元較為明顯的貶值期間發生在 **2000 至 2001 年中**、**2008 至 2009 年間**以及 **2014 至 2016 年間**，分別反映**美國科技泡沫破裂**、**全球金融危機**以及**全球景氣疲弱的衝擊**，當時**外資撤出亞洲等新興市場**，使得新台幣趨貶，並非本行刻意為之。

[8] 此外，觀察 BIS 編製的新台幣實質有效匯率指數(REER)，自 2010 年迄今，新台幣 REER 亦呈現上升趨勢(即以**實質匯率衡量，新台幣對我國主要貿易對手國貨幣升值**)，惟其升幅低於 NEER 升幅，主要係反映台灣物價相對於國外物價低且平穩。

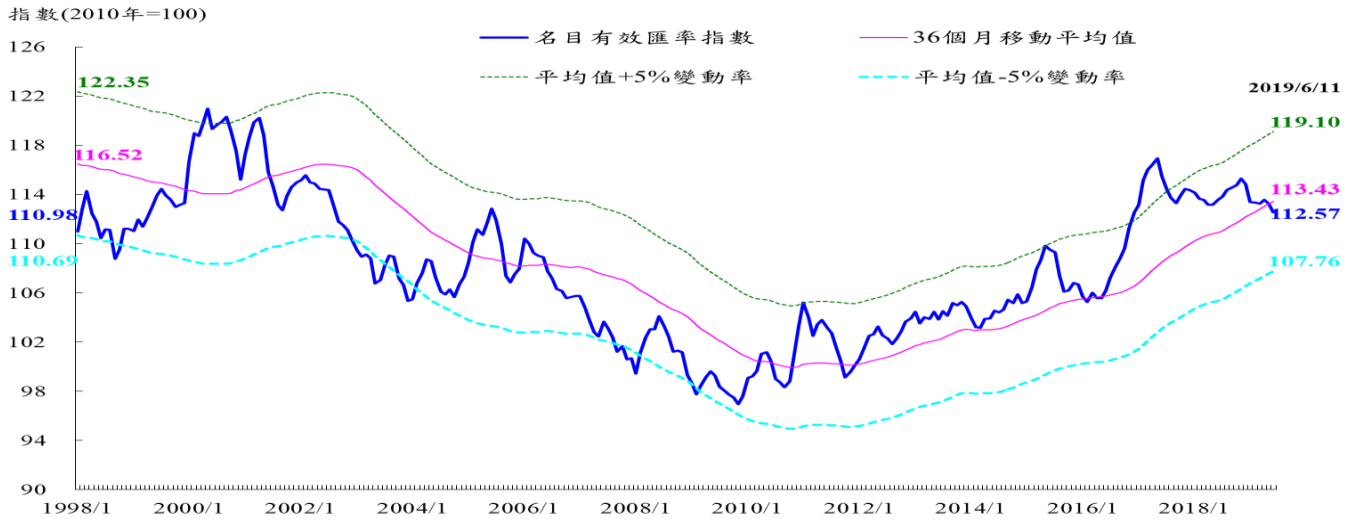
2. 本行雙向調節匯市，旨在減緩匯率過度波動，維持新台幣長期的動態穩定

(1) 本行並未採行新台幣升值或貶值的匯率政策，僅在必要時調節匯市，旨在**減緩匯率過度波動**，且**不會也無法扭轉匯率趨勢**。

(2) 自 1998 年以來，新台幣 NEER 大致維持在過去 **36 個月移動平均值**[9] **上下 5%**[10] **的範圍內**(圖 6)，此係本行為評估新台幣匯率**動態穩定**所觀察之變動範圍，理由如下：

— 新台幣 NEER 的 36 個月移動平均，可**去除循環性、季節性與不規則性**等干擾因素，以**反映經濟基本面**，客觀地**呈現新台幣匯率走勢**的趨勢性。

圖 6 新台幣名目有效匯率維持動態穩定



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

[9] 根據國發會資料，從 1954 年 11 月至 2016 年 2 月台灣共有 14 次景氣循環，一次景氣循環平均約為 53 個月；惟前 8 次景氣循環期間變化比較大，介於 22 至 112 個月，且近年台灣產業結構改變，台灣從 1996 年 3 月以後每一景氣循環期間較穩定，介於 33 至 49 個月，平均約為 3 年(約當 36 個月)。

[10] 假設新台幣 NEER 變動呈常態分布(normal distribution)，5%區間**約當 1.50 倍標準差**，前述移動平均上下 5%區間值約可涵蓋新台幣 NEER 的 86.64%變動情形。另依據歷史經驗，將區間值設定為上下 5%，可提供當前新台幣 NEER **合適的彈性空間**，**並避免**區間值**設定過大或過小而無法反映新台幣匯率長期趨勢的情況**。

Q5：動態穩定的匯率政策對台灣經濟有何幫助?

A：

新台幣匯率動態穩定有利市場參與者從事交易，進而優化國內經濟資源配置，同時可促進我國金融穩定及維護新台幣幣值穩定，並協助國內經濟發展，符合本行經營目標。

1. 研究報告指出[11]，央行維持**外匯市場有序運作**，為市場參與者營造公平合理的環境，可促進匯市發揮應有的**價格發現功能**，此有助**經濟資源獲得最適配置**，對大眾而言，亦能**維持本國貨幣的對外購買力**，有利全民福祉。

(1) 根據本行的企業訪談，我國**進出口企業**(如石化業、機械業、面板業、半導體業)多表示，新台幣匯率穩定有助其**對外報價及經營**。

(2) 另匯率穩定有利**民眾從事跨國理財與旅遊**，以及**國外長期投資者深耕台灣市場**。

2. **匯率是影響一國經濟活動之重要管道**，匯率的穩定對小型開放經濟體至關重要[12]。長期以來，**新台幣匯率相對其他主要貨幣穩定**(下頁圖 7)。

(1) 研究顯示[13]，新台幣匯率具有**反通膨**及**反景氣循環特性**，代表**國內物價上漲時**，新台幣呈**升值**走勢；**景氣衰退時**，新台幣則呈**貶值**走勢。此特性**有助避免國內物價出現高通膨或通縮**的現象，及**台灣經濟產生過熱或過冷**的情形。

---

[11] 參見 Stiglitz, Joseph(2013), "Joseph Stiglitz: Government Intervention Is Desirable," *Global Capital*, Oct. 11；IMF (2016), " Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View," *IMF Policy Paper*, Dec.；IMF (2017), "Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows—The Role of Macroprudential Policies—Case Studies," *IMF Policy Paper*, Sep.；Blanchard, Oliver et al. (2014), "Challenges Ahead: Managing Spillovers," *iMFdirect*, Nov. 26 等相關研究。

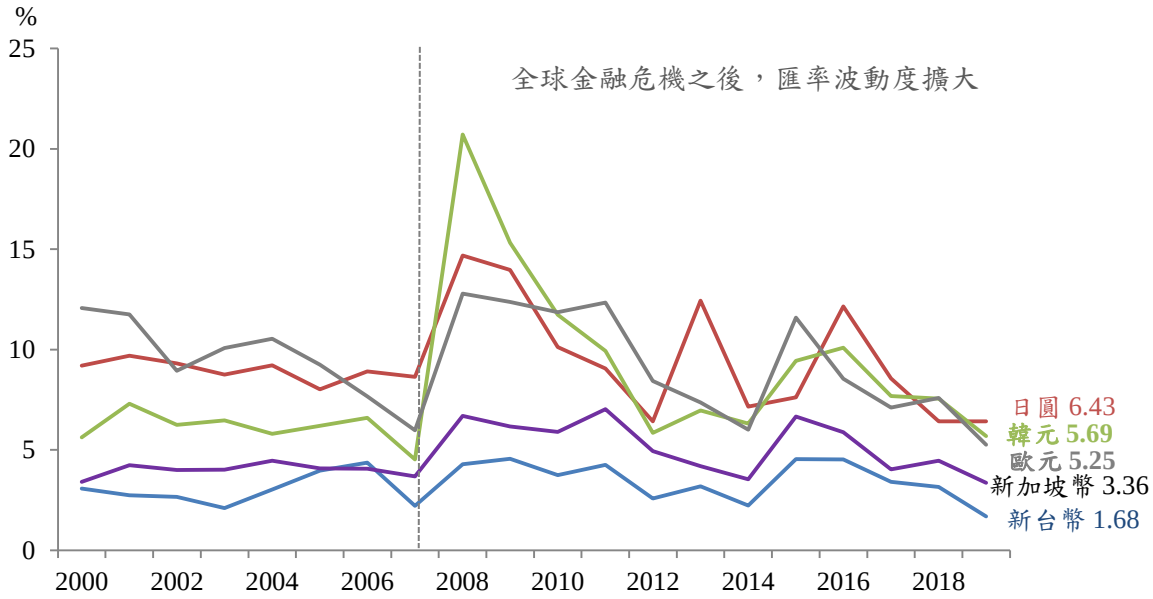
[12] 參見 Borio, Claudio (2011), "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" *BIS Working Paper No. 353*, Sep.；Jeffery, Christopher (2018), "Switzerland's Jordan on Extraordinary Monetary Policy and Sovereign Money," *Central Banking*, Jul. 31.；Farhi, Emmanuel and Iván Werning (2014), "Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows," *IMF Economic Review*, Nov.。

[13] 參見林依伶、張志揚與陳佩玕(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 2018 年第 4 季。相關匯率反應函數比較詳附錄 3。

(2) 實證研究指出[14]，本行維持匯率穩定，可**提振民間投資**，並**增進台灣經濟成長**。

(3) 不論是國際信評公司或主要國際機構皆曾表示[15]，本行的外匯管理有助**舒緩台灣所面對的金融衝擊**，並**防範金融危機發生**。

圖 7 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。
2.波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。
3.2019 年平均波動度係該年 1/2 至 6/13 日資料平均。
資料來源：中央銀行

[14] 林馨怡、陳彥凱(2018)，「影響台灣投資因素之探討－兼論貨幣政策的角色」，《中央銀行季刊》，第 40 卷第 4 期，p.19-50，樣本期間為 1982 至 2016 年。

[15] 參見 S&P Global (2017), "Research Update: Ratings on Taiwan Affirmed at AA-/A-1+ and cnAAA/cnA-1+; Outlook Stable," *RatingsDirect*, Apr. 21；Moody's Investors Service (2015), "Credit Analysis: Taiwan," *Moody's Global Credit Research*, July 10；UNDP (2009), "The Global Financial Crisis and the Asia-Pacific Region", Nov；Bertelsmann Stiftung (2018), BTI 2018 Country Report: Taiwan 等相關報告。

Q6：匯率穩定在金融危機時扮演何種角色?

A：

金融危機常伴隨資本鉅額且快速逃離，並導致金融危機加劇。匯率穩定係防止金融危機的重要工具，例如，**本行於 1998 年亞洲金融風暴阻貶新台幣，並於 2008 年全球金融危機阻升新台幣，協助台灣度過當時經濟金融動盪**。

1. 1998 年亞洲金融風暴期間本行強力阻貶新台幣，使台灣股、匯市跌幅相對輕微，且台灣經濟表現優於其他亞洲國 家

(1) 1997 年**泰銖**受到外國投機者放空而**大貶**[16]，連帶**亞幣陸續重挫**，**亞洲主要國家股市重挫逾 6 成**，**經濟**大幅**衰退**(表 1)；同期間，**新台幣相對穩定**，**台灣**股市跌幅較小，**經濟則為正成長 4.2%**，表現相對平穩。

(2) **1998 年 5 月**本行**為遏阻投機資金炒作**，決議**停止 DBU**(指定辦理外匯業務銀行)**辦理顧客間新台幣 NDF**(無本金交割遠匯)**業務**，並搭配本行**進場阻貶新台幣**，**有助新台幣匯率穩定**及國內經濟活動正常運作[17](圖 8，有關國際間肯定我國資本管理措施詳附錄 4)。

表 1 亞洲金融風暴期間亞股、匯市最大跌幅及 1998 年經濟成長率

	臺灣	南韓	泰國	印尼	馬來西亞	菲律賓
該國貨幣對美元匯率最大貶幅(%)*	20.3	54.7	54.1	85.4	45.9	41.5
股市最大跌幅(%)**	30.8	62.4	60.7	64.6	75.6	61.5
1998年實質GDP 成長率(%)	4.2	-5.5	-7.6	-13.1	-7.4	-0.5

*以亞洲金融風暴前夕(1997/6/30)為基準，各貨幣對美元匯率最低點日期：新台幣 1998/6/10、韓元 1997/12/23、泰銖 1998/1/12、印尼盾 1998/6/17、馬幣 1998/1/8、菲律賓披索 1998/1/7。

**計算亞洲金融風暴期間各國股市最低點與金融風暴前夕(1997/6/30)之變動。各國股市最低點日期：臺灣 1998/9/3、南韓 1998/6/16、泰國 1998/9/4、印尼 1998/9/21、馬來西亞 1998/9/1、菲律賓1998/9/11。

資料來源：中央銀行、Bloomberg、IHS Global Insight

圖 8 新台幣對美元匯率走勢(1997 年至 1999 年)



資料來源：Bloomberg

[16] 1997 年 7 月 2 日泰國央行因宣布放棄釘住美元的匯率制度，改採「管理浮動匯率制度」盤中致泰銖曾一度貶值 20%，收盤由 6 月 30 日 1 美元兌換 25.895 泰銖貶至 27.50 泰銖，約貶值 6%。

[17] 1998 年台灣出、進口年增率分別為-9.8%及-8.5%，經濟成長率為 4.2% (南韓為-5.5%)。

2. 2008 年全球金融危機本行阻升新台幣匯率並實施總體審慎措施，亦有利台灣度過金融危機

(1) **2008 年台灣國際收支順差** 263 億美元(下頁表 2)，**新台幣面臨升值壓力**；惟當年 9 月起台灣因國外需求明顯萎縮，出口轉為負成長，**下半年經濟成長率**亦**轉為負值**[18]，**新台幣匯率無法反映經濟基本面**，本行遂調整外匯市場供需，**阻升新台幣**，致外匯存底增加 214 億美元。

(2) **另本行**亦採行多項**總體審慎措施(macro-prudential measures)**[19]，以減緩資金之流入。

3. 南韓在亞洲金融風暴及全球金融危機均曾陷入金融動盪及韓元貶值，惟因分別獲得 IMF 及 Fed 援助，致金融危機未擴大

(1) 亞洲金融風暴：**1994 至 1997 年南韓**經常帳轉為逆差，惟**外資持續流入**。**亞洲金融風暴爆發後**，外資反轉流出，**韓元大貶**(下頁圖 9)，隨後**因獲得 IMF 援助而度過難關**；1998 年出、**進口**分別**萎縮** 2.8%及 **35.5%**，**經濟成長率為負 5.5%**。

(2) 全球金融危機：2008 年**外資大量自南韓撤出**，**韓元遽貶**(下頁圖 9)，**加重外債償還負擔**，國際收支逆差達 564 億美元(下頁表 2)，**外匯存底劇減 613 億美元**；惟當時因**南韓央行與美國 Fed** 簽訂 **300 億美元換匯額度(swap line)**，支援該國**美元流動性**，加以南韓採行多項**總體審慎措施**[20]，方使其經濟金融體系穩定下來，但該國 2009 年出、進口分別萎縮 13.9%及 25.8%，經濟成長率降至 0.7%。

---

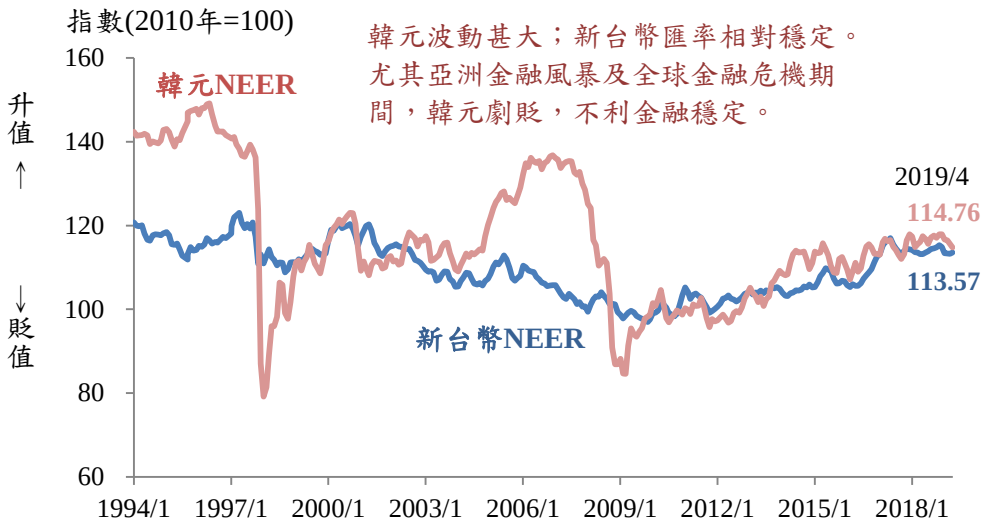
[18] 2008 年第 3、4 季台灣經濟成長率分別為-1.32%及-7.65%。

[19] 此處總體審慎措施係指: (1)**企業遠匯交易採行「實需原則」管理**，即廠商必須提出實際交易文件，才可以進行遠匯交易；(2)2009 年 11 月起**外國人證券投資資金匯入不得在金融機構存新台幣定期存款**；(3)2010 年 8 月**外資從事借券保證金須以美元支付**；(4)2010 年 11 月起**外資投資公債金額併入投資貨幣市場工具，不得超過其淨匯入資金的 30%**；(5)2010 年 12 月起**新台幣 NDF 與匯率選擇權之合計部位限額**，由原訂不得逾總部位 1/3，**降至不得逾總部位 1/5**；(6)2011 年 1 月起提高**外資證券投資活期存款準備率，由 9.775% 提高至 25% 或 90%** ：如活期存款餘額超過 2010 年底的餘額，則適用 90% 的存款準備率；如低於 2010 年底餘額則適用 25% 的存款準備率(參見黃富櫻(2012)，「總體審慎政策與實務：近年的台灣經驗」，《國際金融參考資料》，第 64 輯)。

[20] 相關措施: (1)**限制出口商承作衍生性商品**：2009 年 11 月南韓限制出口商與銀行承做遠匯額度，不得高於其出口收入的 125%，自 2010 年 6 月中旬起，再降至 100%；(2)**調降銀行外匯衍生商品交易部位對資本額比率上限**：2010 年南韓規定外匯衍生商品交易部位對資本額比率上限，本國銀行為 50%，外國銀行在南韓分行為 250%；2011 年 7 月分別調降為 40%及 200%，2013 年 1 月進一步分別調降至 30%及 150%；(3)**對銀行非核心外幣負債課徵穩定稅**，以降低行短期外債及資產負債期限錯配風險：稅率介於 2 個基點至 20 個基點間，外幣負債期限愈長，所課徵的稅率愈低(詳 Kim, Choongsoo (2013), "Macroprudential Policies: Korea's Experiences," *Paper presented at the Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference Hosted by the International Monetary Fund*, Apr.)

4. 我國並非 IMF 會員國，在發生金融危機時，無法獲得其奧援，故更加凸顯本行維持新台幣匯率穩定的重要性。

圖 9 新台幣及韓元名目有效匯率指數(NEER)



資料來源：BIS

表 2 2008 年台灣與南韓國際收支及外匯存底變動數

單位：億美元

	台灣	南韓
經常帳順差	248	18
金融帳淨流出	-16	-500
國際收支綜合餘額*	263	-564
外匯存底變動數**	214	-613

*台灣為順差，南韓為逆差

**台灣為增加，南韓為減少

資料來源：中央銀行、南韓央行。

Q7：新台幣升值政策可以用來促進產業升級嗎?

A：

新台幣匯率由市場供需決定，本行不會也無法扭轉匯率趨勢；企業研發是經營策略的選擇，增加資本累積及提高貿易開放度有助生產力提升。

1. 如前所述，新台幣匯率由市場供需決定，呈現有升有貶的雙向波動，本行不會也無法扭轉新台幣匯率趨勢，亦不宜針對特定產業或廠商調節匯市。

2. 研發是企業經營策略的選擇

(1) 企業**研發是經營策略的選擇**，其影響因素眾多，如對產業發展趨勢的預期、研發人員的能力、投入與產出的價格變動因素等。

(2) **大企業較有能力進行研發以提升產品競爭力**，而**中小企業則需要政府產業政策的協助**。

3. 本行的實證研究[21]顯示：貨幣升值對提升生產力無明顯效果

(1) 生產力提升可顯著使新台幣實質有效匯率(REER)升值；

(2) 新台幣升值對生產力無明顯影響，新台幣實質有效匯率**升值無助於生產力提升**；

(3) **資本累積增加及貿易開放度提高則有助生產力提升**(詳附錄 5)。

[21] 吳俊毅、林依伶(2018)，「生產力與新台幣匯率關係之探討」，《中央銀行季刊》，第 40 卷第 2 期，p.33-70，樣本期間為 1986 至 2016 年。

Q8：本行會為了達成盈餘目標而採行新台幣貶值政策嗎?

A：

1. **如前述，新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，本行維持外匯市場秩序旨在減輕匯率波動幅度，不會也沒有能力扭轉新台幣匯率趨勢。**
2. **本行職責為維護對內及對外幣值之穩定，且評價損益不得列為當年度損益，不會為了盈餘繳庫，影響政策操作。**

(1) 本行**經營目標**包括**促進金融穩定**、**健全銀行業務**、**維護對內及對外幣值之穩定**，以及在上列目標範圍內，**協助經濟之發展**；而**損益表的盈虧並非上述經營目標**。

(2) 根據中央銀行法第 43 條規定，本行持有之**外匯存底因匯率變動而發生之利得或損失**，**均不得列為當年度損益**，另外：

— 本行因應匯率變動風險，每年**提列兌換損失準備**，作為抵沖外匯存底因匯率變動所發生的損失。

— 本行**黃金價值以成本列帳**，目前的**評價利益**可作為**因應兌換損失之準備**。

— 本行歷年所提列的**法定公積**及**資本**亦可作為**兌換損失的緩衝**。

3. **本行繳庫盈餘主要來自外匯資產投資運用收益(包括孳息及交易利得)。**
4. **主要國家央行多須依法辦理盈餘繳庫，與本行做法相同**，例如：美國 Fed(表 3)。

表 3　近 3 年美國 Fed 及本行繳庫數

單位：億美元

年度	2016	2017	2018
美國	915	806	654
台灣 (新台幣億元)	55.7 (1,800)	59.2 (1,801)	59.8 (1,802)

註：本行盈餘繳庫數以新台幣金額按各年平均匯率折算。

資料來源：本行及美國Fed

Q9：本行採行寬鬆貨幣政策，是為了提高繳庫盈餘嗎?

A：

1. 本行職責為維持物價與金融穩定，不會為了盈餘繳庫，影響貨幣政策操作。國內利率政策係由本行理事會綜合考量國內經濟金融情勢而定。

(1)**本行政策利率的擬定**，係由本行理事會綜合考量**國內物價情勢與展望**、**產出缺口**及**國內外經濟金融情勢變化**，參考**多項數據**(data-dependent)後決定。

(2)**例如本年第 1 季本行政策利率維持不變**，賡續適度寬鬆貨幣政策，以協助整體經濟金融穩健發展，主要**考量**[22]：

— **預期**本年經濟成長率(2.13%)、**通膨率**(0.91%)均**低於上年**(分別為 2.63%及 1.35%)。

— 國際經濟金融前景不確定性升高，國內經濟成長將趨緩，**國內產出缺口為負值**(-0.55%)，**較上年**(-0.36%)**略擴大**。

— **與主要國家比較，國內名目及實質利率水準尚稱適中**。

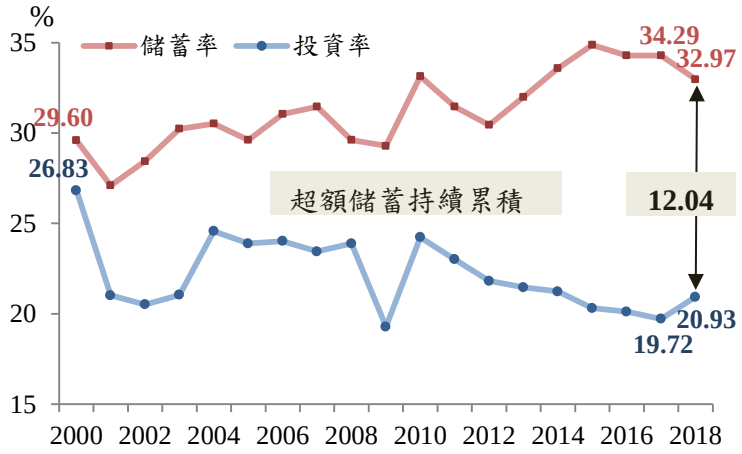
2. 台灣名目利率較低，主要反映：

(1)**超額儲蓄龐大、資金供給充裕**，例如 2018 年台灣超額儲蓄達新台幣 2.2 兆元，超額儲蓄率為 12.04%(圖 10)。

(2) 當前**通膨壓力及通膨預期較低。**

(3) **先進經濟體因需求不振**而**實施超寬鬆貨幣政策，外溢至新興市場經濟體**。

圖 10 台灣的儲蓄率與投資率



資料來源：主計總處

[22] 本段有關台灣經濟成長率、通膨率及產出缺口等資料均係 2019 年 3 月本行預估值。詳 2019 年 3 月「中央銀行理監事會聯席會議會後記者會簡報」。

附錄 1 匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性等政策目標之抉擇

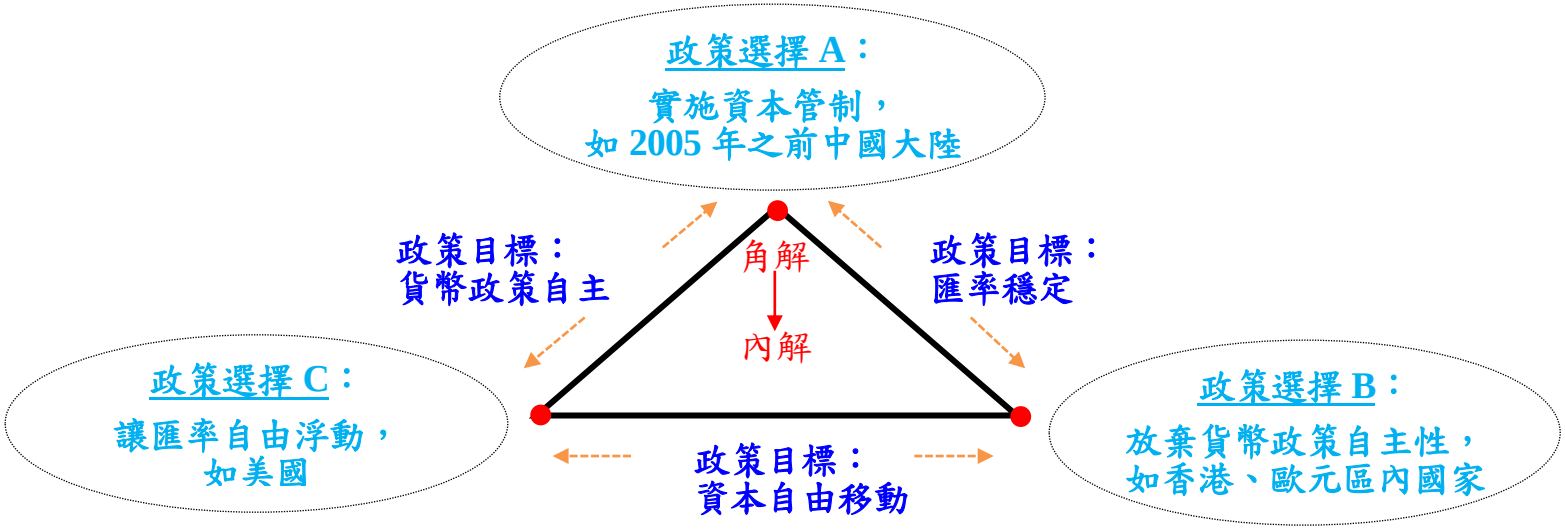
1. 傳統國際經濟學的**「不可能的三位一體」**(Impossible Trinity)指出，匯率穩定、資本自由移動與貨幣政策自主性[23]等政策目標不可能同時達成，只能**三者擇其二**，例如(附圖 1)：

(1) 政策選擇 A：若想達成匯率穩定與貨幣政策自主性，必須實施資本管制，如 **2005 年之前中國大陸**。

(2) 政策選擇 B：若想達成匯率穩定與資本自由移動，會失去貨幣政策自主性，如**香港、歐元區內國家(持有相同貨幣歐元)**。

(3) 政策選擇 C：若想達成貨幣政策自主性與資本自由移動，必須讓匯率自由浮動，如**美國**。

附圖 1 「不可能的三位一體」下之政策目標抉擇



[23] 此處的貨幣政策自主性係指一國能夠採取貨幣政策，以達成國內經濟目標的能力。

2. 「不可能的三位一體」闡述的是一國必須選擇附圖 1 **三角形的其中一個頂點**(角解, corner solution)，即犧牲一項政策目標，以達成該國選擇的二項優先政策目標，然**實務上並非如此**。

(1) 多篇研究報告[24]指出，大部分國家之政策選擇多半落在圖 1 **三角形內部**(內解, interior solution)，代表**政策目標之達成並非是絕對的有或無，而是程度上的取捨**(附圖 1 紅色箭號)。

(2) 目前許多小型開放經濟體及新興市場國家根據**自身的經濟金融情況，持有足量外匯存底**，採取**管理浮動匯率制度**，並實施**若干程度的資本管理**，以達成**部分的貨幣政策自主性**。

3. 1980 年代以來，金融自由化大力鼓吹資本自由移動，以致國外衝擊更容易**透過跨國資本移動產生外溢效果**。受此影響，一國縱然採行自由浮動匯率制度，仍難以完全保有貨幣政策自主性。此變化使得各國原本面臨的「不可能的三位一體」情境，轉為**「兩難困境」**(Dilemma)，即必須在**資本自由移動**與**貨幣政策自主性**間取捨[25]。

(1) 實證研究發現，**先進國家貨幣政策的影響力會透過跨國資本移動波及其他國家**，影響各國貨幣、信用情勢，使其經濟脫離基本面，該國不論是採取固定或浮動匯率制度，**貨幣政策自主性皆難以達成**。

(2) 在前述「兩難困境」下，國際金融學者 Hélène Rey 主張，非先進國家應採取**針對性的資本管理**、**總體審慎政策**與**限制金融機構的槓桿操作**等措施，以降低國外衝擊對本國經濟金融的影響。

---

[24] 參見 Aizenman, Joshua, Menzie Chinn, and Hiro Ito (2008), " Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time", *NBER Working Paper*；Grenville, Stephen (2011), "The Impossible Trinity and Capital Flows in East Asia", *ADBI Working Paper* 等相關著作。

[25] Rey (2013) 從其跨國實證發現，先進國家貨幣政策的影響力會透過跨國資本移動波及其他國家，造成全球金融循環，無論是固定或浮動匯率制度，皆會使得貨幣政策的自主性難以達成，而形成全球金融循環與貨幣政策自主性之間難以調和的二重奏(irreconcilable duo)。由於全球金融循環會體現在跨國資本移動，因此也可以說是資本自由移動與貨幣政策自主性之間的兩難困境(參見 Rey, H. (2013), "Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper prepared for the 2013 *Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 13，另可參考 Rey (2019), "The International Monetary and Financial System", paper prepared for the *Annual Review of Economics*。Rey 其後根據此一議題陸續發表多篇學術文章，可參閱其網站 http://www.helenerey.eu/)。

附錄 2 外資投資國內證券及本國海外投資之重要開放措施

外資投資國內證券		1991 年 1 月	開放符合一定資格條件之「**外國專業投資機構(QFII)**」，於取得主管機關核准後，在**核准投資額度內**投資國內證券。
		1996 年 3 月	開放不具專業資格之**一般境外法人及自然人(Non-QFII)**直接投資國內證券。其最高投資金額分別為境外法人 **5,000 萬美元**及境外自然人 **500 萬美元**。
		2003 年 9 月	金管會**取消 QFII 許可制度，改為登記制**。**外國機構投資人(FINI)**及**外國自然人(FIDI)**僅須於初次投資前向證交所登記，即可向券商開戶並匯出入資金。
本國海外投資	保險業海外投資	2007 年 7 月	金管會第 3 次[26]**放寬保險業國外投資上限**，由 35%**提高至 45%**[27]。
		2014 年 6 月	金管會鬆綁保險業投資國內證券市場上市櫃買賣之**外幣計價債券憑證(含國際債券)**金額，**不計入國外投資限額 45%上限**。
	券商受託買賣外國證券	2010 年 9 月	開放**香港紅籌股**交易，投資人可由國內券商**複委託方式**投資由陸資直接或間接持有股權 30%以上公司所發行之有價證券，**無須至香港或他國開戶**。
		2016 年 1 月	開放非專業投資人買賣外國有價證券之**範圍**(**包括不具槓桿或放空型之黃金 ETF**)；開放證券商受託買賣外國證券交易所掛牌交易之 **ETN(Exchange Traded Note)**。

資料來源：金管會；中央銀行整理

[26] 1992 年金管會放寬保險業國外投資上限，由初始的 **5%**上限提高至 **20%**；並於 2003 年第 2 次放寬保險業國外投資上限，由 20%提高至 **35%**。

[27] 依**「保險法」第 146 條之 4**，保險業資金辦理**國外投資總額**，由主管機關視各保險業之經營情況核定之，**最高不得超過各該保險業資金 45%** (此為**現行規定**)。

附錄 3 匯率反應函數比較

附表 1 主要亞洲貨幣匯率反應函數

幣別	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。樣本期間：1994Q1~2018Q4。
資料來源：中央銀行

附錄 4　國際間肯定本行資本管理措施

1. 波士頓大學教授 Kevin **Gallagher**(2011)：以 2009 年~2011 年初就開始採行**資本管理措施**的新興國家而言，初步分析顯示，巴西與**台灣的實施成效較好**[28]。

2. 哈佛大學教授 Dani **Rodrik**(2010)：台灣管理資本移動的相關措施發揮作用，係因台灣有關當局具備高度的行政管理能力[29]。

3. 日本野村總合研究所(Nomura)首席經濟學家**辜朝明**於 2013 年指出[30]，台灣央行**緊釘資本流入，且於必要時限制資本流入**，使台灣得以自 1997 年亞洲通貨危機中幾近全身而退。此對今日新興經濟體的啟示是，主管當局需要有限制資本流入的勇氣。

4. **德國貝特曼基金會**(Bertelsmann Stiftung)於 2016 年 2 月指出[31]，**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。

---

[28] Kevin, Gallagher (2011), "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis," *PERI Working Paper No. 250*, Feb.。
[29] Rodrik, Dani (2010), "The End of an Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11。
[30] Weisenthal, Joe (2013), "Richard Koo: Emerging Markets Are in for a 'Tumultuous New Era'," *Business Insider*, Aug. 27。.
[31] Bertelsmann Stiftung (2016), *BTI 2016 — Taiwan Country Report*, Feb.。

附錄 5　台灣的實證研究「生產力與新台幣匯率關係之探討」

吳俊毅、林依伶(2018)[32]以實證方法分析新台幣實質有效匯率(REER)與生產力之關係，其結果顯示：**新台幣升值對生產力無明顯影響**；資本累積與貿易開放度對生產力有明顯正向影響。

(1) 在**升值期間**，新台幣 REER 升值幅度擴大對生產力成長**無明顯影響**；

(2) 資本**累積增加**(有形資產及無形資產投資)，有助生產力提升；

(3) **貿易開放度提高**對**生產力**亦有正向且顯著影響。

附表 2 生產力與匯率等各項變數之實證結果

被解釋變數 / 解釋變數	**總要素生產力 (Total Factor Productivity，TFP)※**	**勞動生產力**
有形資產的**投資**	不顯著	**正向且顯著***
無形資產的**投資**	**正向且顯著***	不顯著
貿易開放度變動	**正向且顯著****	**正向且顯著****
在升值期間，匯率變動的影響	**不顯著**	**不顯著**
在貶值期間，匯率變動的影響	**負向且顯著***	**負向且顯著***

註※：總要素生產力係指扣除勞動與資本投入外，透過技術進步提升生產效率的指標。
註 1：採一般動差估計法進行估計，「*」為顯著水準 10%下顯著，「**」代表 5%以下顯著。
註 2：**有形資產**係指**機器設備等投資**，**無形**資產則為**研發支出等智慧財產**，貿易開放度為輸出及輸入合計占 GDP 比重。
註 3：估計式亦包含人力品質等變數(以大學以上就業人數占比來衡量)，惟其結果並不顯著，此處略。
註 4：本實證研究僅考慮上述變數，未列入其他可能影響生產力之因素，如外人直接投資及公共基礎建設等變數。
資料來源：吳俊毅、林依伶(2018)

[32] 吳俊毅、林依伶(2018)，「生產力與新台幣匯率關係之探討」，《中央銀行季刊》，第 40 卷第 2 期，p.33-70，樣本期間為 1986 至 2016 年。

四、利率、租稅與房價的相關議題

高房價問題及其可能成因一向是社會大眾關心的重要議題。由於影響**房價的可能成因甚多**，並**非單一部會即能解決高房價問題；**為健全房市發展，**端賴各部會**從不動產市場需求、供給與制度面**通力合作**。

(一)影響房價的可能因素眾多，利率僅為其中一項

1. 影響房價因素包括住宅供需及相關制度，利率可能僅為影響因素之一

(1)房地產交易量與價格**由供需決定**，而供需的變化主要受不動產**稅負**(利得稅、交易稅、持有稅)、**所得**(人均 GDP、家庭可支配所得)、**資產替代選擇**(國外房地產價格或投資報酬率)、**財富效果**(如股市榮枯)、**土地供給、市場資訊透明度**等因素影響，並受市場對房地產**價格預期**，以及**取得**不動產**貸款難易度**等諸多因素交互影響。

(2)其中，不動產貸款除受利率影響外，主要仍跟貸款規範措施[包括**貸款成數**(Loan to Value，LTV)限制、**債務本息支出相對所得比率**(Debt Service To Income，DSTI)限制、**調整**銀行計算自有資本與風險性資產比率之**風險權數**[1]、**呆帳準備**[2]等]有關，並受房地產交易量、房地產價格交互影響。與不動產有關之**土地與住宅政策**(住宅補貼措施等)、**租稅措施**、**金融監理**制度，若規劃或執行不當，亦會影響住宅供需及金融穩定[3]。

(3)因此，影響房價因素中，**利率可能僅為其中之一**，且**非直接影響因素**，須透過銀行**信用管道**，才會影響房地產交易量與價格。

---

[1] 銀行計算自有資本與風險性資產比率時，依資產類別適用不同風險權數計算。例如，2018 年 10 月 31 日起，銀行承作自用住宅貸款與非自用住宅貸款適用之風險權數，分別為 35%及 75%。

[2] 為強化本國銀行不動產貸款風險承擔能力，金管會要求銀行辦理不動產貸款應提足一定比率之備抵呆帳準備。例如，自 2014 年 12 月 4 日起，本國銀行辦理不動產貸款之備抵呆帳提存比率應至少達 1.5%。

[3] Andrewsi, Dan, Aida Caldera Sánchezi and Åsa Johansson (2011), "Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries," *Economics Department Working Paper,* No. 836, Jan.；Cerutti, E., Claessens, Dagher, J., and G. Dell'Ariccia (2017), "Housing Finance and Real-Estate Booms: A Cross–Country Perspective," *Journal of Housing Economics*, 38: pp. 1-13；Geng, Nan (2018), "Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies," *IMF Working Paper*, WP/18/164, July。

2. 國際經驗顯示，非利率因素是催生近年房市榮景主因

－2008 年全球金融**危機後**，**美國、英國、加拿大、澳洲、紐西蘭**等國之大城市房價高漲，多因**外來人口增加**，惟受限於住宅**土地使用規定**，**住宅供給調整緩慢**所致；**香港與新加坡**亦因**境外買家增加**，推升房價[4]。

3. 台灣房價上漲受資金流入影響，惟仍有地域性差異

(1)2008 年全球金融危機後，鑑於**海外投資標的不佳**，且 2009 年**遺贈稅大幅調降**，國人大量匯回資金；加以國內**長期超額儲蓄**，**房價預期**與**人為炒作**，不動產**持有成本亦低**，均使資金流入房市，推升房價。

(2)就**地區別**分析，2010 年以來，銀行**新承做購屋貸款利率差異不大**，惟**房價走勢有別**，2015 年之前市況呈北熱南溫，之後則呈南熱北冷，顯示房價主要受地區性**住宅供需**及**市場預期**因素影響。

[4] Badarinza, Cristian, Tarun Ramadorai (2018), "Home away from Home? Foreign demand and London house price", *Journal of Financial Economics*, Volume 130, Issue 3, December 2018, pp. 532-555；IMF (2018), "Canada Seleted Issues," *IMF Country Report*, No. 18/222; 15th Annual Demographia International Affordability Survey：2019。

(二)利率非處理房價之最佳工具

基於利率**非影響房價之直接因素**，央行須**大幅調升**利率才會對房價有明顯影響；且利率大幅調升**會影響銀行對企業的貸款**，衝擊正常的經濟活動。IMF、BIS、Fed 等[5]咸認，以**調升利率**處理高房價問題係「**大而無當**(too blunt)」的手段。

1. 利率自由化下，央行難以規範特定對象貸款利率

(1)隨利率自由化，**銀行可自行訂定各項存放款利率**，**難以強制手段規範**銀行針對**特定對象**(例如囤屋、養地、投機者)適用**較高貸款利率**。

(2)本行即使調整政策利率，**銀行**仍**視其資金情況**與經營策略，**自行訂定**相關貸款**利率**。

2. 本行肩負多種政策目標，運用不同政策工具；難以針對房地產價格制定利率政策

(1)本行制定**貨幣政策**，並決定**政策利率**，主要係衡酌**產出、物價**及國內外經濟金融情勢變化，**難以針對資產價格**(例如不動產價格)。

(2)因應通膨、經濟成長問題，本行會運用利率工具；因應房價等金融風險，則宜採具**總體審慎**工具(如**貸款成數**(LTV)**限制**等)，**改善金融體系之體質**，維護金融穩定[6]。

問題	政策	政策工具	政策目標
經濟循環	**貨幣政策**	利率工具	**物價穩定、協助經濟成長**
金融循環(如房價波動)	**總體審慎工具**	**貸款規範**(如資本準備規定[註]、**LTV 限制**)、**租稅措施**等	**維護金融穩定**

註：包括銀行計算自有資本與風險性資產比率，以及提列備抵呆帳準備等規定。

[5] 見 Bernake, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble," Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, Jamuary 3；Yellen, Janet L. (2014), "Monetary Policy and Financial Stability," Remark at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, July 2; Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies," BIS: Working Papers, No 433, Nov.。

[6] Constâncio, Vítor (2016), "Principles of Macroprudential Policy,"Speech at the ECB-IMF Conference on Macroprudential Policy, Frankfurt am Main, Apr. 26。

3.利率工具影響廣泛，以其處理房價問題有侷限性

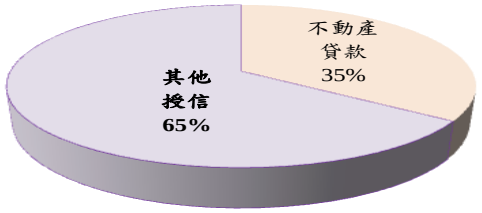
(1)**利率不具針對性**，無法因應特定金融風險，且**影響層面廣泛**，以利率處理房價問題，恐事倍功半。

－國際經驗顯示，利率須**大幅調升**才會影響房價；惟若大幅升息，**將衝擊一般正常經濟活動**。

- **1989 年至 1990 年**間，**日本央行大幅升息**對抗房價泡沫後，**不動產價格崩跌**，陷入**經濟成長長期停滯**[7]。
- 2019 年 4 月底，我國不動產貸款占總放款比重約 **35%**，若以**升息**處理房價問題，將衝擊**其他 65%之授信客戶**(圖 1)。

圖 1 不動產貸款占總放款比重

(2019 年 4 月底)



註：不動產貸款係指購置住宅、房屋修繕及建築貸款合計。
資料來源：中央銀行「金融統計月報」

－國際實證研究及 2010 年間**瑞典升息對抗房價的失敗經驗**[8]顯示，以**利率工具抑制房價**高漲，**效果有限**[9]，且可能以景氣減緩為代價，致**成本遠高於效益**[10]。

(2)以利率政策**平抑房價有侷限性**，主因：

－**須大幅調升**利率，**透過銀行信用管道**，影響民眾投資決策與房價。

－無法規範利用自有資金之投資大戶投資國內不動產行為(例如，2009 年遺贈稅大幅調降後，國人資金大量匯回投資不動產)，**難以有效抑制房價**。

---

[7] Tomohiro Ishikawa (2011), "Japan's Bubble, Deflation, and Long-term Stagnation —Review of An Oral History Study," Economic and Social Research Institute Cabinet Office, *ESRI Research Note* , No.19。

[8] 見 2016 年 6 月 30 日中央銀行理監事會後記者會參考資料「二、以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效」。

[9] Dell'Ariccia, Giovanni and Deniz Igan (2011), "Dealing with Real Estate Booms," BOK-IMF Workshop, Apr. 11-12。

[10] Ajello, Laubach, López-Salido and Nakata (2015),"Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy,"*FRBSF Economic Research* , Feb.。Krugman 亦曾以瑞典為負面教材，警示其他央行勿重蹈覆轍，見 Krugman, Paul (2014), "Sweden Turns Japanese," *The New York Times*, April 20。

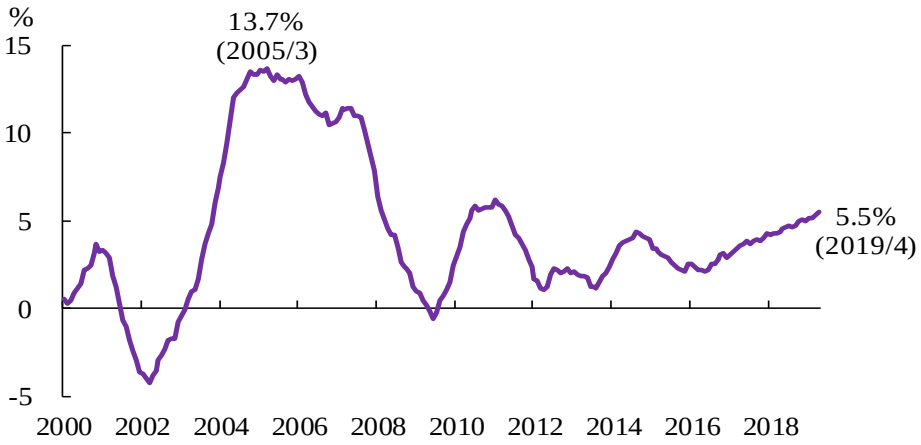
(三)運用貸款成數限制可有效控管銀行不動產貸款風險，租稅措施平抑房價之效果則較佳

1. 本行採行貸款成數限制措施可有效控管銀行不動產貸款風險，當前不動產貸款穩定成長，且授信品質良好

(1)為維護金融穩定，本行於 **1989 年至 1995 年間**，以及 **2010 年起**採行一系列不動產**貸款成數(LTV)限制措施**，**控管**金融機構**不動產貸款風險**[11]。

(2)2016 年以來，銀行辦理**不動產貸款年增率**與不動產貸款**占總放款比重維持穩定**(圖 2、圖 3)，且本國銀行購置住宅貸款與建築貸款**逾放比率均低於 0.3%**，顯示**授信品質良好**。

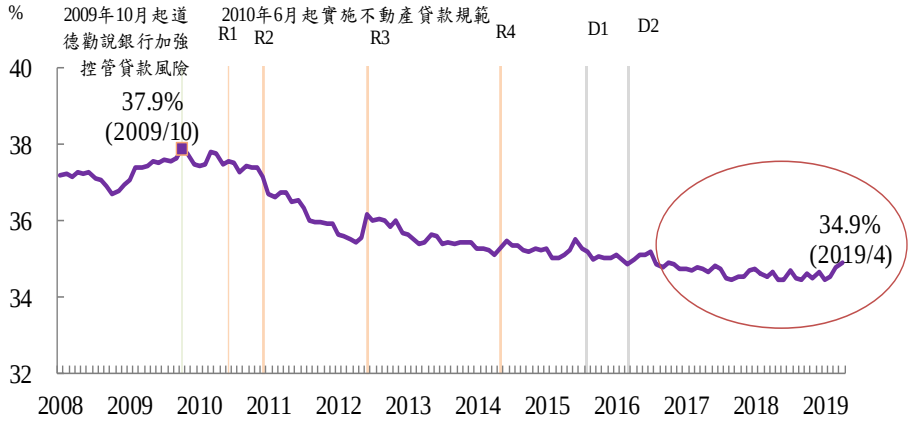
圖 2　不動產貸款年增率



註：不動產貸款包括購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款。

資料來源：中央銀行「金融統計月報」

圖 3 不動產貸款占總放款比重



註：1.不動產貸款係指購置住宅、房屋修繕及建築貸款合計。

2. R1-R4係指本行加強控管不動產貸款措施時點；D1-D2為放寬措施時點。

資料來源：中央銀行「金融統計月報」

[11] 當借款人過度擴張房貸信用或銀行高估貸款抵押品價值時，一旦房市景氣反轉，房價暴跌時，借款人違約逾期還款風險將升高。

2. 國際經驗顯示，貸款成數限制可有效控管銀行房貸擴張，但租稅工具直接影響房市交易價量，效果較佳

(1)鑑於房價暴漲暴跌**不利總體金融穩定**，加以高房價問題常**引發民怨**，全球金融危機後，國際間更加重視維護金融穩定，許多國家積極採行**防範房價泡沫風險措施**，並以採行**貸款成數(LTV)限制最多**[12]。

－IMF(2019)[13]統計，至 2016 年底，計 **134 國**採行 **LTV 限制、不動產租稅**措施等因應房價問題，而**非使用利率**。

(2)IMF 與 BIS 跨國研究[14]顯示，採行 **LTV 限制**等貸款規範措施[15]，**可有效抑制銀行房貸成長**，減緩系統性金融風險；惟以不動產**租稅措施**(例如，加重不動產利得稅、交易稅及持有稅負等)，**對平抑房價**的**效果較佳**(表 1)。

表 1　有關總體審慎政策*成效之跨國實證結果

論文	樣本	資料期間	實證結果
Kuttner and Shim (2013)[16]	57 個經濟體(含台灣)	1980 年 Q1 至 2012 年 Q4	**債務本息支出相對所得比率(DSTI)**限制對**抑制房貸成長**有顯著影響； **租稅**工具對**抑制房價**有顯著影響
Zhang and Zoli (2014)[17]	13 個亞洲經濟體(含台灣)及 33 個其他國家	2000 年至 2013 年	**LTV、DSTI** 限制對**抑制房貸成長**有顯著影響； **租稅**工具對**抑制房價**有顯著影響
Richter et al. (2018)[18]	23 個先進經濟體及 33 個新興經濟體(含台灣)	1990 年 Q1 至 2012 年 Q4	**LTV** 限制能有效**抑制房貸成長**與**房價**

* 總體審慎政策(Marcoprudential Policy)之政策工具包含貸款規範、租稅措施等。

---

[12] IMF 調查統計結果顯示，2017 年各國央行與金融監理主管機關為抑制房貸信用擴張，以採行 LTV 限制最多。見 IMF (2018), "The IMF's Annual Macroprudential Policy Survey-Objectives, Design and Policy Responses," *IMF Policy Paper and Note* to G20, April。

[13] Alam, Z., A. Alter, J. Eiseman, G. Gelos, H. Kang, M. Narita, E. Nier, and N. Wang (2019), "Digging Deeper—Evidence on the Effects of Macroprudential Policies from a New Database,"*IMF Working Paper,* WP/19/66, March。

[14] Certti et al.,(2015)指出，運用貸款規範工具可有效抑制信用擴張或增強金融體系資本準備，有助減緩金融循環波動。見 Certti, Eugenio, Stijn Claessens and Luc Laeven (2015), "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence," *IMF Working Paper*, No. 15/16, March。

[15] 包含 LTV 限制、DSTI 限制、銀行計算自有資本與風險性資產比率，以及提列備抵呆帳準備等規定。

[16] Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies," *BIS: Working Papers*, No 433, Nov.。

[17] Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014),"Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia,"*IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6。

[18] Richter, Bjorn, Moritiz Schularick, and llHyock Shim (2018), "The Macroeconomic Effects of Macroprudential Policy," *BIS Working Papers*, No. 740, August。

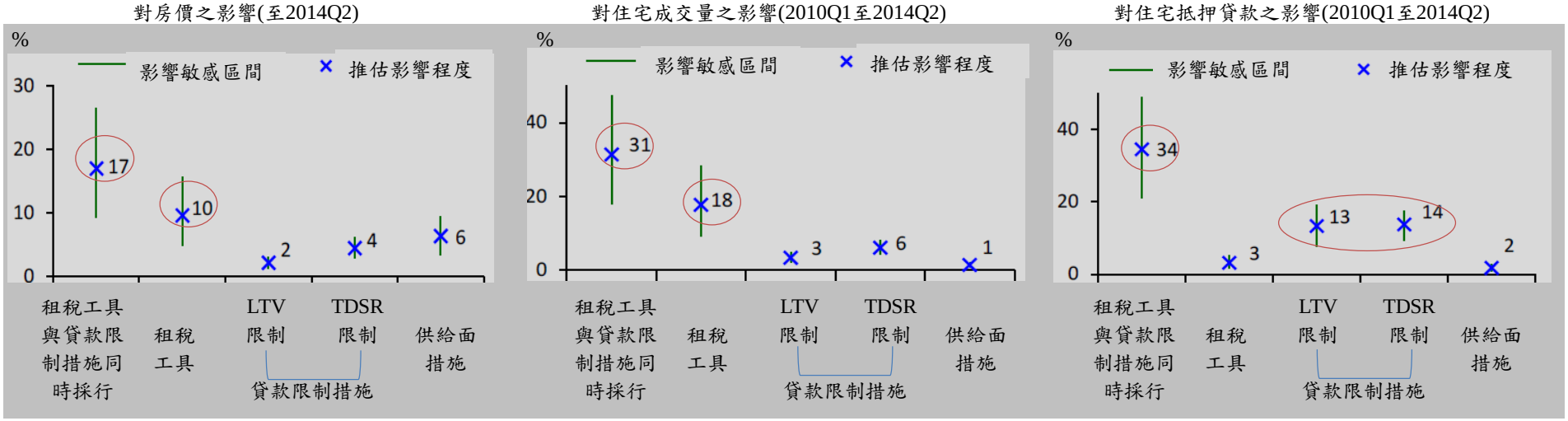
(3)為穩定房市，**新加坡、香港、南韓**除積極運用**貸款限制**與**租稅措施**調控房市**需求面**，亦採行**供給面**與**制度面**措施。其中，以**租稅工具**對**抑制**房市交易**價量成效較佳**[19]。

－**新加坡、香港、南韓**採行針對不動產之相關**租稅**措施，包括**大幅調高**不動產**交易的印花稅稅率**，**加重短期買賣**與**非居住民買家**稅負；**從價累進**課徵**持有稅負**，並**加重**持有**多筆土地**與**多屋者**稅負等(附錄 1)。

－**新加坡、香港**評估穩定房市措施成效均顯示，**貸款限制措施**(含 LTV 限制及 TDSR 限制)可有效抑制房貸成長，**對房價則無顯著**效果；**租稅工具**則對**抑制**房市**成交量**與**價格則有顯著效果**，並可有效**限制無需貸款**之購屋者。

－新加坡 MAS 指出，**同時採行**不動產**租稅措施**與**貸款限制措施**時，因具有加乘作用，對**抑制**房市**交易量**、**價格效果最佳**，且對**抑制房貸效果亦最佳**(圖 4)。

圖 4　新加坡 MAS 評估總體審慎政策效果



註：Total Debt Service Ratio(TDSR)上限係指借款人所有貸款每月還款金額占其總貸款金額比率；供給面措施如新加坡政府釋出興建住宅用地或興建組屋等。
資料來源：MAS

[19] Monetary Authority of Singapore (2015), "Box R Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market," *Financial Stability Review*, Novermber；香港貨幣金融管理局(2014), 「專題 5 逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響」,《貨幣與金融穩定情況半年度報告》, 9 月。.

3. 本行貸款規範措施可有效控管房貸擴張；租稅措施則影響房市交易與價格

(1)2010 年起，政府相關部會積極採行措施因應高房價問題，並分兩階段調整相關措施。

－**2010 年至 2015 年**間，**本行**自 2010 年 6 月採取不動產**貸款成數(LTV)限制措施**，並陸續加重控管力道(下頁圖 5 之 L1-L4)，相關部會亦推動健全房市措施(例如，開徵特種貨物及勞務稅等)。

－**2016 年起**，實施房地合一課稅新制後，隨房市景氣修正，相關部會與地方政府**陸續調整相關措施**[20]。

(2)**台灣實施 LTV 成效之實證**[21]顯示，LTV 限制有助減緩低利率對房價之影響；對雙北特定地區購屋貸款之 LTV 限制，能顯著降低實際 LTV 及銀行承做房貸餘額；限制高價住宅貸款之 LTV，對於新承做貸款金額亦有明顯下降效果。

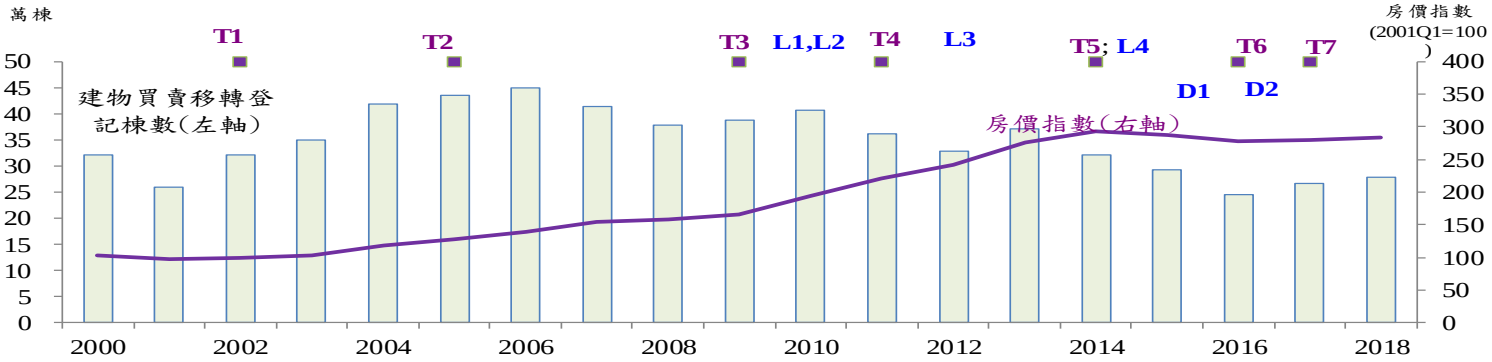
[20] 例如，台北市政府調降豪宅稅(即針對高級住宅改按固定比率加價課徵房屋稅)；金管會調降銀行非自用住宅貸款風險權數等。
[21] 王泓仁、、陳南光、林姿妤(2017)，「房貸成數 (LTV) 對臺灣房地產價格與授信之影響」，《中央銀行季刊》，第 39 卷第 3 期，9 月。

(3)2002 年以來，政府多次採行不動產**租稅措施**(附錄 2)，均對房市**交易量與價格有影響**[22]。例如，

－政府採行不動產交易**降稅**措施(圖 5 之 T1-T3)後，房市交易量增，房價上漲。

－2011 年以後，隨政府**加重**不動產交易**稅負**(圖 5 之 T4-T7)，房市**交易量縮減**，**房價漲勢漸緩**，尤以 2016 年實施**房地合一課稅**新制，**抑制房市交易量效果最為顯著**。

圖 5　建物買賣移轉登記棟數與房價指數



註：1.L1至T4為2010年以來，不動產貸款成數限制措施；D1-D2為放寬不動產貸款成數限制措施。

2. T1至T6為2000年以來，主要稅制變革。

資料來源：內政部「內政統計月報」

貸款成數限制	租稅措施
L1 特定地區第2戶以上房貸，最高LTV為7成 L2 擴大特定地區範圍；最高LTV降為6成 土地抵押貸款，最高LTV為6.5成 L3 高價住宅貸款，最高LTV為6成 L4 擴大特定地區範圍 新增第3戶以上房貸，最高LTV為5成 調整高價住宅認定標準，最高LTV降為5成 公司法人購屋貸款，最高LTV降為5成	**調降稅負措施** T1　土地增值稅：一般用地按原稅率半徵收 T2　一般用地適用稅率降為20%、30%、40% 另給予長期持有者減免優惠。 T3　遺贈稅由累進稅率(最高50%)改採單一稅率(10%)課稅
D1 刪除6個特定地區； 各項不動產貸款之最高LTV調升為6成 D2 解除高價住宅貸款以外之各項貸款成數限制	**加重稅負措施** T4　開徵特種貨物勞務稅 T5　房屋稅制改革，提高非自用住家稅率 T6　房地合一課稅改革 T7　遺贈稅由單一稅率(10%)改採累進稅率(最高20%)

[22] 例如，屠美亞、黃耀輝(2014)，「不動產特銷稅有效性之實證研究：對短期交易與所得的衝擊」，《住宅學報》，第 23 卷第 2 期，12 月。張婷韻(2014)，「特種貨物及勞務稅對臺灣主要都會區房地產交易之影響」，《財稅研究》，第 43 卷第 2 期。

(四)解決房價居高問題，端賴相關部會及地方政府通力合作

1. 房價居高，非單一部會所能解決

(1)2018 年以來，隨房市交易回穩，**房價居高**，惟家庭**所得成長有限**，尤其**北部**民眾購屋**負擔沉重**，**中南部**購屋**負擔亦升高**。

(2)由於**影響房價與**購屋**負擔能力因素複雜**，**非單一部會能解決**。為健全房地產市場發展，落實居住正義目標，端賴**相關部會通力合作**。

與房價有關因素	主管部會
有關**不動產稅負**部分	**財政部、內政部**與**地方政府**[23]
有關**不動產貸款風險**部分	**金管會**與**本行** (1) 金管會有關部分，包括規定不動產貸款**集中度**限制[24]、調整銀行計算自有資本與風險性資產比率之風險權數及備抵呆帳準備等。 (2) 與本行有關部分，包括不動產貸款成數(LTV)限制措施。
有關**住宅、建築管理**部分	**內政部**
有關**土地供給**部分	**各部會**及**地方政府**[25]
有關業者**行銷廣告**與**市場資訊透明度**部分	**內政部、消保會**及**地方政府**[26]

[23] 財政部訂定地價稅與房屋稅稅率；內政部與地方政府負責地價查估，地方政府負責地價稅與房屋稅稅基評議機制，以及房屋稅徵收率。

[24] 銀行法第 72 條之 2 規定：「商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額，不得超過放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和之百分之三十。但下列情形不在此限：(1)為鼓勵儲蓄協助購置自用住宅，經主管機關核准辦理之購屋儲蓄放款；(2)以中央銀行提撥之郵政儲金轉存款辦理之購屋放款；(3)以國家發展委員會中長期資金辦理之輔助人民自購住宅放款；(4)以行政院開發基金管理委員會及國家發展委員會中長期資金辦理之企業建築放款；(5)受託代辦之獎勵投資興建國宅放款、國民住宅放款及輔助公教人員購置自用住宅放款。」
另為控管銀行不動產貸款集中度風險，2011 年起，金管會針對不動產相關放款偏高的銀行採行差異化管理，要求列管銀行增提備抵呆帳。

[25] 內政部負責國土計畫；國土非公用土地由財政部國有財產署管理；國有土地公用部分則由各部會或地方政府管理。

[26] 包含不動產交易實價登錄制度，以及不動產交易管理等。

2. 不動產持有稅負低，難抑制民眾囤屋、養地

(1)**地價稅稅基低**，且多**減免規定**，衍生民眾**養地**或**土地閒置**未有效利用問題。

－近年地方政府雖調高地價稅**稅基**，但**仍遠低於市價**[27]，且**減免規定多**，2017 年地價稅**減免**面積占比高達 **90%**[28]。

－2017 年**全國地價稅**申報戶數中，**稅額低於 5,000 元**者占比高達 **82%**[29]；**台北市**稅額低於 5,000 元者占比亦達 **56%**。

(2)房屋稅**稅負亦偏低**，致持有**多屋者眾多**，易**擴大貧富差距**。

－稅率方面：現行六都針對**非自住**之住家用房屋之**房屋稅稅率**，僅**台北市**依持有房屋戶數訂定**差別稅率**(**2 戶以內：2.4%**；**3 戶以上：3.6%**)；其他直轄市均採**單一稅率**，且多依**最低稅率**徵收(**桃園市**為 **2.4%**，其餘為 **1.5%**)。

－稅基[30]方面：2014 年以來，部分縣市雖**調高房屋構造標準單價**，惟多僅適用於**新建房屋**，**大多數房**屋仍**適用舊**房屋構造**標準單價**，致仍常有**舊豪宅**房屋**稅負低於**其**月管理費**或持有**汽車稅款**[31]。

－儘管 2014 年調高非自住之住家用房屋稅稅率，但**持有多屋者眾**；且繳納房屋**稅額多低於 1 萬元**。

- 2017 年全國房屋稅籍中，**個人**與**法人**(營利事業或機關團體)持有 **4 戶以上**房屋**者分別達 8.1 萬人**及 **2.9 萬家**。
- 2017 年與 2014 年比較，全國房屋稅籍中，個人部分持有增幅以 **3 戶者之 18%最多**。
- 2017 年**全國**房屋稅籍中，繳納**稅額低於 1 萬元者**加計**免稅者合計占比達 90%**，稅額**高於 1 萬元者**多為新建鋼骨結構、大坪數住宅；其中**台北市**房屋稅稅額**高於 5 萬元**戶數**僅 1%**。

[27] 依內政部地政司「歷年公告土地現值及公告地價占一般正常交易價格百分比統計表」，2018 年全國公告地價占一般正常交易價格比率僅約 20%；惟該一般正常交易價格係各縣市政府調查資料，與市價仍有差距。
[28] 根據財政部「2017 年臺閩地區地價稅減免面積筆數統計表」計算。
[29] 根據財政部「2017 年臺閩地區地價稅稅額級距戶數統計表」計算。
[30] 房屋課稅現值=核定單價×面積×(1-折舊率×折舊年數)×街路等級調整率；核定單價=房屋構造標準單價×(1±各加減項之加減率)±樓層高度之超高或偏低價。
[31] 根據中央研究院估算，高價住宅屋主所繳的房屋稅稅款比低價汽車(2000cc 以下)持有人每年繳的持有稅稅款還低。見中央研究院(2014),「賦稅改革政策建議書」，《中央研究院報告》，No.12。

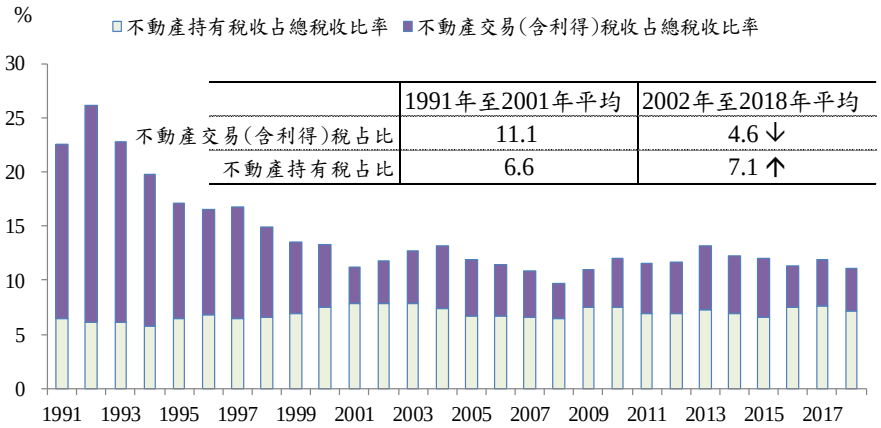
3. 台灣不動產相關稅負低，易助長不動產投資需求

(1)2002 年 2 月起，**土地增值稅減半徵收**等變革[32]，**大幅減輕**不動產**交易稅負，易助長**不動產**投資需求**，並致整體**不動產稅收占比**較 2002 年之前**下降**(圖 6)。

(2)2010 年以來，我國不動產**持有稅收相對 GDP 比率多低於主要國家**(圖 7)，且**異於主要國家加重持有多筆土地**或**多屋族稅負**之趨勢。

－2010 年至 2018 年平均台灣不動產持有稅收相對 GDP 比率仍**低於 OECD 會員國平均**及**新加坡**；**南韓雖略低於台灣**(圖 7)，但已於 2018 年推出不動產稅改措施，自 2019 年起，**大幅加重**持有**多屋與高價**不動產者**稅負**(附錄 1)。

圖 6 台灣不動產相關稅收占總稅收比率

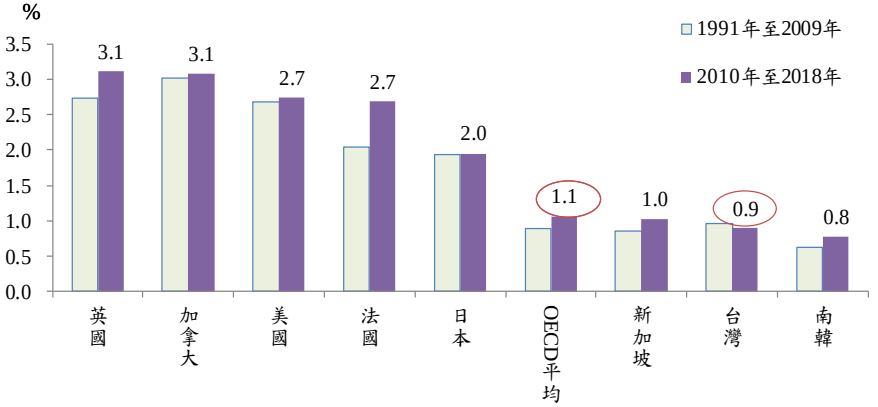


	1991年至2001年平均	2002年至2018年平均
不動產交易(含利得)稅占比	11.1	4.6 ↓
不動產持有稅占比	6.6	7.1 ↑

註：不動產交易(含利得)稅包括土地增值稅、特種貨物勞務稅(有關房地交易部分)與房地合一稅；持有稅包括田賦、地價稅及房屋稅。

資料來源：財政部「財政統計查詢」，本行計算。

圖 7 主要國家不動產持有稅收相對 GDP 比率



註：1. 台灣不動產持有稅包括田賦、地價稅及房屋稅；其餘依OECD之不動產持有稅收統計。

2. OECD平均與新加坡資料至2016年，南韓至2017年，台灣至2018年。

資料來源：財政部、主計總處、OECD

[32] 土地增值稅：2002 年 2 月至 2005 年 1 月，一般用地按原稅率(40%、50%、60%)減半徵收；2005 年 2 月起，一般用地適用稅率降為 20%、30%、40%，另給予長期持有土地者減免優惠；2010 年 1 月起，考量換屋需求，放寬適用自用住宅用地優惠稅率範圍，由「一生一次」，新增「一生一屋」規定。

4. 國際資金大量頻繁移動，影響房價波動，不利金融穩定

(1)全球金融危機後，國際大量**資金移動頻繁**，**金融市場波動加劇**，致房價等**資產價格風險升高**，不利維持金融穩定，IMF 呼籲[33]各國應採行措施，**減緩國際大量資金移動之衝擊**，並**增強金融體系應變之韌性**。

(2)政府積極推動**台商回台投資**政策，並擬訂定**租稅專法**鼓勵國人海外資金回流。為**避免**大量**資金回流炒高房價**，政府已研擬**明訂配套措施**，引導資金投入國內實體產業發展，並限制**流入房市**；其中**本行**之**配套方案**：

－明訂**資金進出程序**。

－要求匯回資金**以原幣保留停泊外幣專戶**，並明訂匯回**資金投資運用結匯程序**，以降低市場衝擊。

(3)近年隨**台商回台**進行實體投資漸增[34]，有助提振民間投資，帶動出口，並提振**高價住宅需求**；為防範高價住宅貸款風險，目前本行**續予規範高價住宅貸款**。

(五)結語

1. 利率政策影響廣泛，以其處理房價問題有侷限性，非最佳工具

(1)利率政策**影響廣泛**，如以調升利率來平抑房價，**可能衝擊其他正常經濟活動**。

(2)利率政策**須透過銀行信用管道**才會影響房價，且**無法影響利用自有資金**之投資大戶投資行為，致**平抑房價有侷限性**。

(3)IMF 調查統計，國際間多採行**貸款成數(LTV)限制**、**加重不動產交易稅及持有稅**等措施處理房價問題，而**非使用利率工具**。

[33] IMF(2017), "Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows-The Role of Macroprudential Policies." *IMF Policy Paper*, June。.

[34] 2018 年經濟部招商之民間新增 5 億元以上投資案件(含台商)共 313 件，投資金額達 2 兆 3,009 億元；本年以來，政府積極推動台商回台投資方案，至 2019 年 5 月 31 日止，經濟部已核准 66 家廠商回台投資，累計投資額逾 3,300 億元。

2. LTV 限制等貸款規範措施可有效控管不動產貸款風險，平抑房價則以租稅措施效果較佳

(1)國際實證研究顯示，**平抑房價**，以**加重**不動產**稅負措施之效果較佳**。

(2)**香港**、**新加坡**、**南韓**多採行不動產交易稅及持有稅措施(如**加重**不動產**交易雙方印花稅**、**持有高價住宅、多筆土地、多屋族稅負**，不動產交易**資本利得按實價課稅**等)，並陸續加重控管力道之經驗，可供借鏡。

(3)本行運用 **LTV 限制**之貸款規範**有效控管**銀行不動產**貸款風險**；當前銀行不動產貸款**穩定成長**，且**授信品質良好**。

3. 房價問題成因複雜，非單一部會即能解決，端賴中央政府相關部會與地方政府通力合作

(1) 2016 年起，我國實施房地合一課稅新制，有助抑制短期炒作，惟不動產**持有稅之稅基及稅率仍低**，仍**難抑制**民眾**囤屋、養地**，宜積極合理化不動產稅負，促進房市健全發展。

(2)因應**境外資金回流**易導致**預期房價上漲心理**，**恐加劇房價波動**，不利金融穩定，**本行將密切注意，必要時採行適當管理措施**。

(3)健全房地產市場，有賴**中央政府各部會**及**地方政府**從需求面、供給面，以及制度面通力合作。

－需求面：**財政部與地方政府合理化**不動產**稅負**。

本行及金管會賡續控管不動產**貸款風險**。

－供給面：**內政部**持續推動**社會住宅**與**都市更新政策**。

地方政府持續**改善大眾運輸路網**，提供居民交通便利性等。

－制度面：**內政部完善不動產實價登錄制度**，提升市場**資訊透明度**。

財政部**持續進行稅制改革**(**加重**持有**高價住宅**、**多筆土地**或**房屋稅負**，**檢討**房屋稅與地價稅**減免**認定標準等)。

附錄 1：新加坡、香港、南韓之不動產稅制主要變革

租稅措施		台灣	新加坡	香港	南韓
交易稅	調高**交易印花稅**稅率	無	● **調高買家印花稅稅率**(從價累進，最高為 3%)。 ● **調高企業**購屋之**額外買家印花稅稅率**為 25%。	● 2013 年起，**調高印花稅稅率**(從價累進，最高為 **8.5%**)	● 2003 年起，**調高不動產交易資本利得稅**，並依家庭**持有房屋棟數**，採行**差別稅率**(持有 **3 棟以上**者為 **60%**)。若不動產位於投機地區，稅率再加 10%。 ● 2007 年起，**按不動產實際交易價格課稅** ● 2018 年不動產**資本利得稅**稅率依**資產別、持有期間、價格、區位**而異，**最高**為出售**未登記**不動產者適用之 **70%**，以及出售持有 **1 年內位於投機地區已登記**不動產之 **60%**
	加重**短期交易**稅負	● **2011-2015 年特種貨物及勞務稅：** **1 年內轉售 15%** **1 至 2 年內轉售 10%** ● 2016 年起，個人適用之房地合一稅稅率：1 年內轉售 45%，1 至 2 年內 35%，2-10 年 20%，10 年以上 15%。	● **4 年**內轉售，**增課賣家印花稅**，最高稅率： 1 年內轉售之**住宅 16%**；產業用建築 **15%**。	● 2012 年起，**3 年**內轉售，**增課額外印花稅**，最高稅率為 **6 個月內**轉售之 **20%**。	
	加重**外人**稅負	● 2016 年起，非境內之居民或營利事業適用之房地合一稅稅率： 1 年內轉售 45%，1 年以上 35%	● 2018 年 7 月起，**調高額外買家印花稅率 5%**，最高稅率為外國買家之 **20%**。	● **對非香港永久居民，增課買家印花稅 15%**。	
持有稅	加重**持有房產**稅負	● 2011 年 7 月起，台北市對**高級住宅加價課徵房屋稅** ● 2014 年 6 月起，財政部**調高非自住**(持有 **4 戶以上**)住家用之**房屋稅率**(由 **1.2%**至 2.0%，調高為 **1.5%**至 3.6%) ● 2014 年 7 月起，各縣市陸續調整**新建房屋構造標準單價**[35]。	● 2014 年起，分兩年**調高不動產持有稅稅率**(依不動產年度價值(即**年租金**)從價累進，2015 年起**自用**住宅最高稅率為 **16%**；**非自用**住宅最高稅率為 **20%；外人持有再增 10%**)。	● 不動產出租者，依其**當年度租金收入**扣減業主支付之差餉[36]及 20%維修支出免稅額後，按單一稅率 **15%**課徵物業稅	● 2005 年起，**新增綜合不動產持有稅** (comprehensive real estate holding tax)[37]，依不動產價值(房地合併計算)逾一定金額(6 億韓元)者，按**累進稅率(稅率**依資產類型而異，**介於 0.5%至 2.0%**)課徵。 2019 年起，**加重綜合不動產持有稅稅負**，持有 **3 戶以上**或位於**投機地區 2 戶以上**房屋者，稅率調高 0.1~1.2 個百分點；房屋價值介於 **3 億韓元至 6 億韓元**者，稅率調高 0.2~0.7 個百分點等。

資料來源：各國官方網站(資料整理至 2019 年 5 月 31 日止)

[35] 為計算房屋稅稅基之基礎。房屋課稅現值=核定單價×面積×(1-折舊率×折舊年數)×街路等級調整率；核定單價=房屋構造標準單價×(1±各加減項之加減率)±樓層高度之超高或偏低價。

[36] 差餉係就房產物業徵收之稅項，是香港的一種間接稅，依物業的應課稅租金收入乘以徵收率課徵，2019 年至 2020 年徵收率為 5%。

[37] 綜合不動產持有稅係針對持有多棟房屋或高價不動產徵收的國家稅，以家庭持有之不動產價值合併計算，針對持有 1 屋者之起徵門檻值則為 9 億韓元。

附錄 2：台灣不動產稅制主要變革

(一)2011 年以前，台灣不動產交易稅與持有稅負低，且房地交易所得分離課稅，易有避稅空間

1. 不動產交易利得稅：稅基低，稅率大幅調降，並放寬適用自用住宅優惠稅率範圍

稅目	稅基	稅率
土地增值稅(土地交易)	● 依買進到賣出期間「**公告土地現值**」計算土地漲價總額 ● 各縣市政府**每年調整**公告土地現值 **1 次**，致 **1 年內短期交易免課土地增值稅** ● **公告土地現值**與**市價仍有差距**(2010 年全國公告土地現值相對一般正常交易價格比率約 **79%**)	● **2002 年 2 月至 2005 年 1 月，自用住宅用地**優惠稅率維持 **10%**；一般用地按原稅率(**40%、50%、60%**)**減半徵收** ● **2005 年 2 月**起，一般用地適用稅率降為 **20%、30%、40%**，並針對**長期持有土地者**另給予減免優惠[38] ● **2010 年 1 月**起，考量換屋需求，放寬適用自用住宅用地優惠稅率範圍，由「**一生一次**」，新增「**一生一屋**」規定
綜所稅：房屋交易所得納入綜所稅**財產交易所得**課徵	**多按「房屋評定現值」**及財政部核定之**評定比率**計算財產交易所得，惟該**財產交易所得**仍**遠低於實際交易利得**	併入綜合所得總額，按累進稅率課徵(2010 年級距為 5%、**12%、20%、30%、40%**)

2. 不動產持有稅：稅基、稅率偏低

稅目	稅基	稅率
地價稅	依「**公告地價**」計算，每 3 年調整 1 次；惟仍遠**低於市價**(**2010 年**公告地價相對一般正常交易價格比率約 **22%**)	● **自用住宅**用地：特別稅率 **0.2%** ● **一般用地**：從價**累進稅率**(介於 **1%至 5.5%**)
房屋稅	依「**房屋課稅現值**[39]」計算，每 3 年重評 1 次；惟近 30 年來房屋構造標準單價**多未調整**，且隨老屋增加，**折舊多**，致房屋課稅現值多偏低	● 「**住家用房屋**」**未區分用途**(自住或非自住)均適用稅率 **1.2%**

[38] 持有土地年限超過 20 年、30 年、40 年以上者，就其稅率超過最低稅率部分，分別減徵 20%、30%、40%。
[39] 同註 35。

(二)2011 年起，財政部推動不動產稅制改革，地方政府調整不動產相關稅基與房屋稅徵收率

1. 不動產交易稅

實施期間	稅目	稅基	稅率
2011 年 6 月至 2015 年底	針對不動產 2 年內轉售者，課徵「**特種貨物及勞務稅**」	不動產**成交價格**	**1 年內轉售**為 **15%** **1 至 2 年內**轉售為 **10%**
2016 年起	**實施房地合一課稅新制**，並**廢止**針對不動產 **2 年內**轉售者，課徵**特種貨物及勞務稅規定**	房地**收入扣除**(1)成本(2)費用(3)**依土地稅法計算之土地漲價總數額**	依**住宅用途**、**買者身分**、**持有期間**而異，最高稅率為**個人、境外企業**持有不動產 **1 年內**轉售之 **45%**(附表)

2. 不動產持有稅

稅目	主要變革
地價稅	2017 年起，**地價稅**稅基(**公告地價**)由每 3 年調整 1 次改為**每 2 年調整 1 次**[40]
房屋稅	● 2011 年 7 月起**台北市**政府首創對**高級住宅**[41]依**房屋街路等級調整率加價**課徵房屋稅 ● 2014 年 6 月**財政部**修正「房屋稅條例」，**調高非自住之**住家用房屋稅**稅率**，**授權地方政府得**視所有權人持有房屋數**訂定差別稅率** **－住家**適用之**自住用**稅率(**1.2%**)者，限持有**全國 3 戶以內**；**非自住**用(持有 **4 戶以上**)者稅率為 **1.5%至 3.6%** ● 2014 年間，財政部依「財政健全方案」，要求地方政府合理調整房屋構造標準單價；2014 年 7 月起，各縣市陸續**調整新建房屋**構造標準單價 ● 2017 年 7 月起，**台北市**政府對**高級住宅**改依**固定比率(120%)加價**課徵房屋稅；並提供適用新標準單價者房屋稅 **6 年緩漲**機制

[40] 立法院於 2017 年 4 月 21 日三讀通過平均地權條例第 14 條修正條文，並經總統於 2017 年 5 月 10 日公布；2018 年重新公告地價。

[41] 高級住宅認定標準為房地總價 **8,000 萬元以上**、每坪單價 100 萬元以上或每戶面積達 80 坪以上，並符合一定特徵條件者，2011 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日以逐棟認定，2014 年 7 月起以逐戶認定。

附表 房地合一課徵所得稅稅率

<table>
<tr><th></th><th colspan="5">個人</th><th colspan="4">企業</th></tr>
<tr><td rowspan="6">稅率</td><td rowspan="5">境內居住者</td><td colspan="3">自用住宅(400萬元以上)</td><td>10%</td><td rowspan="5">境內企業適用營所稅率(單一稅率)</td><td colspan="2">2015年至2017年</td><td>17%</td></tr>
<tr><td rowspan="4">非自用住宅</td><td rowspan="4">持有期間</td><td>1年內</td><td>45%</td><td colspan="2" rowspan="2">2018年起</td><td rowspan="2">20%</td></tr>
<tr><td>1-2年</td><td>35%</td></tr>
<tr><td>2-10年內</td><td>20%</td></tr>
<tr><td>10年以上</td><td>15%</td></tr>
<tr><td colspan="2" rowspan="2">非境內居住者</td><td rowspan="2">持有期間</td><td>1年內</td><td>45%</td><td rowspan="2">境外企業依持有期間採差別稅率</td><td rowspan="2">持有期間</td><td>1年內</td><td>45%</td></tr>
<tr><td>1年以上</td><td>35%</td><td>1年以上</td><td>35%</td></tr>
<tr><td>課稅方式</td><td colspan="5">分離課稅</td><td colspan="4">併入年度結算申報，課營利事業所得稅</td></tr>
</table>

五、長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色

全球金融危機爆發已屆 10 年，全球經濟仍處在低成長陷阱(low growth trap)；無論是近年來經濟學家所不斷提出的**長期停滯**(secular stagnation)，或 IMF 執行長 Christine Lagarde 所言的新平庸(new mediocre)，均描述全球金融危機後，全球經濟陷入**投資不足**、**低信心**、**低成長**、**低通膨**的惡性循環，導致**經濟疲弱不振**的**困境**。

全球金融危機爆發後，一般咸認，此波長期停滯的主因是需求不足，**過去**雖然**貨幣政策**在提振經濟上**擔負重任**，**但**伴隨**效果遞減**且**負荷過重**，**亟需財政政策扮演積極角色**，如**搭配**有助民間投資的**結構性改革**，**成效**應當**更為顯著**。

本文擬先引介長期停滯的成因；其次，說明貨幣政策的效果有其侷限；進而強調財政政策應扮演積極角色，並搭配結構性改革；最後，建議國內在超額儲蓄龐大、經濟成長動能無法有效提升的環境下，宜善用財政空間(fiscal space)，積極採擴張性財政政策，並配合結構性改革，以提振民間投資、激勵經濟。

(一)長期停滯的主因：全球需求不足

1.何謂長期停滯?

(1)**長期停滯**乙詞，最早係由**哈佛大學經濟學家** Alvin **Hansen** 於**1938年12月提出**[1]；他指出，長期停滯的本質，係疲弱的復甦在誕生之初即已凋零，伴隨永無止境的衰退，以及看似難以撼動的失業。

(2)**2013年以來**，前美國財政部長 Lawrence **Summers**[2]及諾貝爾經濟學獎得主 Paul **Krugman**[3]等相繼以長期停滯來描述**全球金融危機後**，**需求疲弱**、**低利率**、**低成長**、**低通膨**的經濟狀況。

---

[1] Hansen, Alvin (1938), "Economic Progress And Declining Population Growth," Presidential Address Delivered at the Fifty-First Annual Meeting of the American Economic Association, Dec. 28.

[2] Summers, Lawrence H. (2013), "Have We Entered An Age of Secular Stagnation?" Speech at IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, Nov. 8.

[3] Krugman, Paul (2013), "Bubbles, Regulation, And Secular Stagnation, " *The New York Times*, Sep. 25; Krugman, Paul (2013), "Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers, " *The New York Times*, Nov. 16.

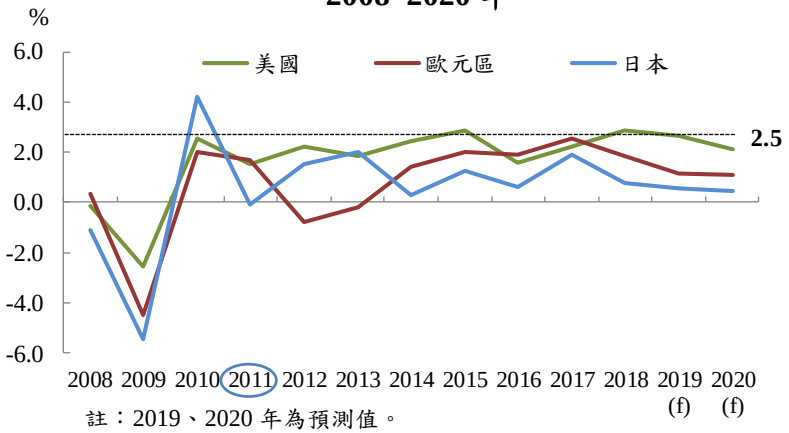
2.長期停滯是全球現象

(1)2008年全球金融危機爆發，引發大衰退(Great Recession)，全球經濟雖一度於2010年強勁成長，惟2011年**迄今**，**全球經濟成長和緩**。

(2)美國、歐元區與日本等**主要先進經濟體**，均深陷低利率、低通膨、低成長的**長期停滯**困境 (見圖1、圖2、圖3)。

圖 1 主要先進經濟體的經濟成長率

2008~2020 年

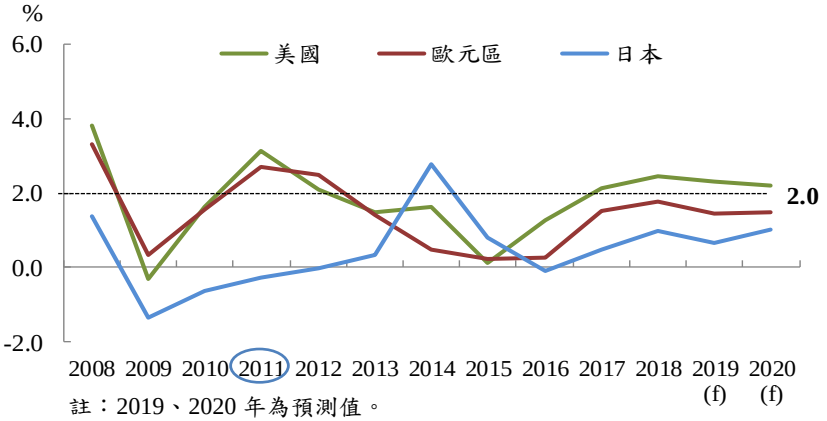


註：2019、2020 年為預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/5/15)

圖 2 主要先進經濟體的通膨率

2008~2020 年



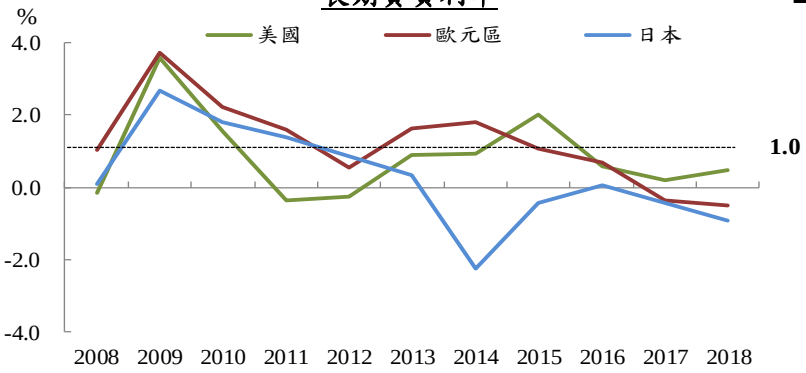
註：2019、2020 年為預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/5/15)

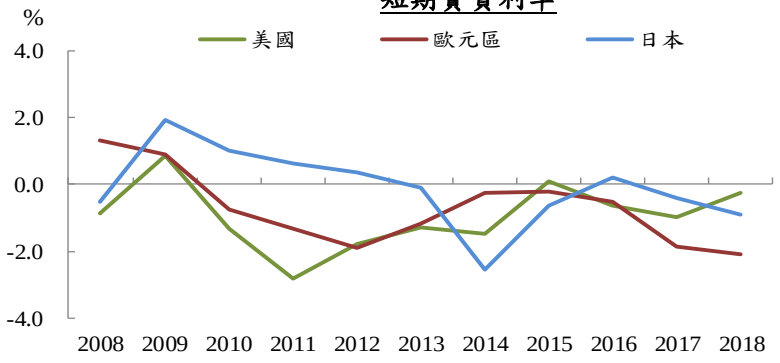
圖 3 主要先進經濟體的實質利率

2008~2018 年

長期實質利率



短期實質利率

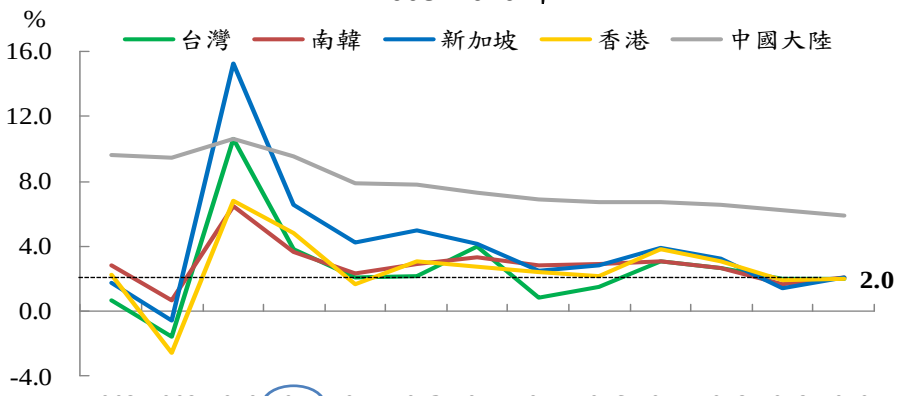


註：長期實質利率為 10 年期政府債券利率減去通膨率；短期實質利率為貨幣市場利率減去通膨率。

資料來源：OECD 統計資料庫、IHS Markit (2019/5/15)

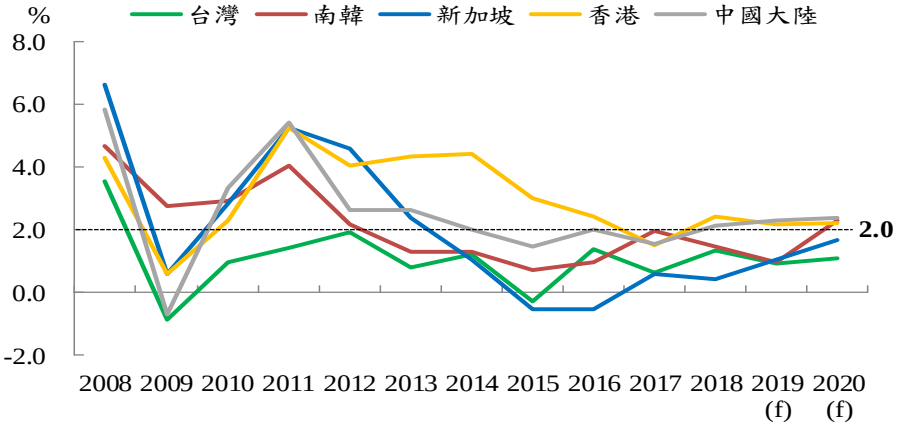
(3)**亞洲主要經濟體**如台灣、南韓、新加坡、香港與中國大陸**亦面臨長期停滯**問題，**2011年以來經濟成長率趨緩**(見圖4)、**通膨率走勢和緩**(見圖5)；至於利率亦大抵走低(見圖6)。

圖 4 亞洲主要經濟體的經濟成長率
2008~2020 年



註：2019、2020 年為預測值。
資料來源：IHS Markit (2019/5/15)

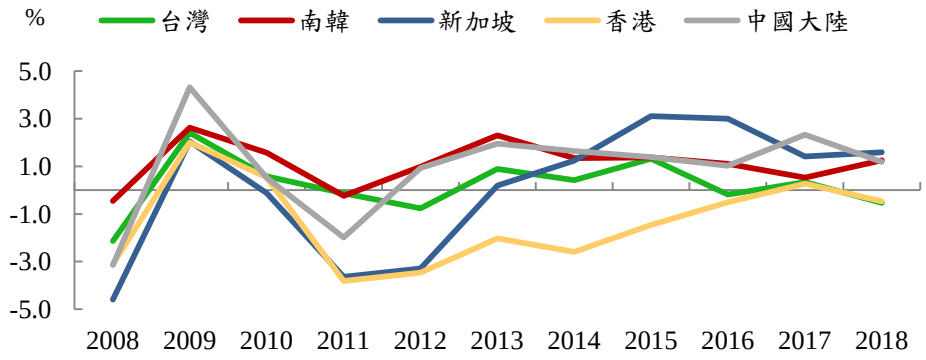
圖 5 亞洲主要經濟體的通膨率
2008~2020 年



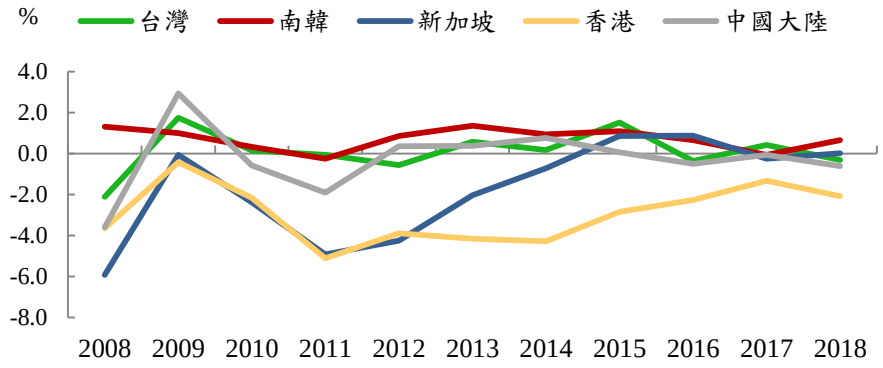
註：2019、2020 年為預測值。
資料來源：IHS Markit (2019/5/15)

圖 6 亞洲主要經濟體的實質利率
2008~2018 年

長期實質利率



短期實質利率



資料來源：Bloomberg、IHS Markit (2019/5/15)

3.長期停滯的成因

(1)關於**長期停滯的成因**，**經濟學家的看法不盡相同**，或可歸因於**需求面**面臨**疲弱不振**、**供給面**出現**結構性瓶頸**(見下表)；**不過**，大多數經濟學家**大抵認為**[4] ，**這一波**長期停滯的**主因應是需求不足**。

需求面面臨疲弱不振	供給面出現結構性瓶頸
政府支出不足 • 過去若干國家進行**財政重整**(fiscal consolidation)或**財政撙節**(fiscal austerity)，**縮減政府支出**。 • 誤信財政乘數不大、政府支出會排擠民間投資，導致**公共投資不足**。	**勞動市場出現永久性的結構改變** • **人口老化加速**，勞動力參與率下降。 • 學用存在落差，一次性衰退讓失志勞工(discouraged workers)增加。 • 勞動節約(labor-saving)、勞動連結(labor-linking)等 2 大類創新[5]，促成全球經濟深層改變，亦導致持續性衰退。
民間需求疲乏 • 政、經、法等各方面前景之不確定性，**缺乏投資信心**。 • **經濟結構改變**，**對新資本的需求降低**、投資需求下滑。 • **所得分配不均**、**薪資成長停滯**，**削弱消費能力**。 • 人口成長減緩，導致總合需求(aggregate demand)下滑。	**資本累積不足、欠缺開創性的企業家** • 銀行去槓桿化，民間投資欠缺資金的支持。 • 政府縮減公共投資，**基礎建設投資出現瓶頸**。 • 欠缺具有企業家精神(entrepreneurship)的企業。
全球貿易量萎縮 • **全球供應鏈改變**，全球貿易量出現結構性降低。 • 全球景氣復甦力道疲弱，**全球需求不足**。 • 全球**貿易限制**(障礙)**增加**。	**缺乏重大創新，致技術進步停滯** • 低成本、低技術生產的低垂果實已擷取殆盡。 • 近年來已無重大技術進步事證。 • 具生產性的投資過少，**生產力成長率減緩**。

[4] Summers, Lawrence H. (2019), "The Risk to Our Economy From Secular Stagnation," *The Washington Post*, Mar. 7; Krugman, Paul (2013), "Bubbles, Regulation, And Secular Stagnation, " *The New York Times*, Sep. 25; Krugman, Paul (2013), "Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers, " *The New York Times*, Nov. 16; Rogoff, Kenneth (2015), "World's Economic Slowdown Is A Hangover Not a Coma'," *Financial Times*, Oct. 9; Stiglitz, Joseph (2016), "The Great Malaise Continues," *Project Syndicate*, Jan. 3.

[5] **勞動節約型創新**係指，因**工業技術進步**，**自動化機器**（包括**機器人**）**取代勞動力**，使經濟運作所需的勞動力減少，其影響力一般較侷限於特定國家或地區；**勞動連結型創新**係指，因**數位科技創新**，**透過開放的網路平台**，**雇主與受雇者可不受地域限制產生連結**，其**影響力無遠弗屆**。

(2)**野村證券首席經濟學家辜朝明則**指出[6]，**資產負債表型衰退**是**長期停滯的原因**。

－**資產負債表型衰退**(balance sheet recession)係指，以債務融資的資產泡沫破裂後，大量**家計單位**與**企業**的資產負債表出現資不抵債的情況，致力於**去槓桿化**；此時即使利率降至零或負值，民間部門亦不願借款。

－相較於一般的經濟衰退，**資產負債表型衰退**通常**歷時更長**，**需要較久的時間恢復**。

(3)美國瑞穗證券首席經濟學家 Steven Ricchiuto 則指出[7]，**長期停滯**係指經濟體陷入**民間儲蓄過剩**、**投資不足**，導致**需求減少**，**經濟成長率**及**通膨率下降**，實質利率降至貨幣政策無法發揮功效的低點；其真正問題是，握持龐大現金部位的**企業**認為，將**資金置於金融資產**及自身股票的**報酬率**，**高於投資新設備**及廠房，故**不願進行實質投資**。

(二)寬鬆性貨幣政策的效果有其侷限

1.2008年全球金融危機爆發後，**主要國家央行降息**並**採行**量化寬鬆(Quantitative Easing, **QE**)**等**政策，有助於促使經濟復甦；惟一般咸認，貨幣政策已無足夠的發揮空間，**寬鬆性貨幣政策激勵經濟成長**的**效果**，可能已**瀕臨極限**[8]。

2.全球金融危機後，**民間**積極**去槓桿化**，**貨幣政策傳遞至實體經濟**的**效果有限**[9]。

(1)處於**資產負債表型衰退**的階段，**民間**積極**去槓桿化**，在缺乏借款人的情況下，銀行無法增加放款；因此，**主要國家央行**實施 QE 所**釋出**的**資金**都**停泊在金融體系**中，而**未進入實體經濟**。

(2)美國、歐元區、英國與日本雖**準備貨幣大幅增加**，惟**廣義貨幣供給**、**銀行放款**與**通膨率**均**未大幅上揚**(見圖 7)。

---

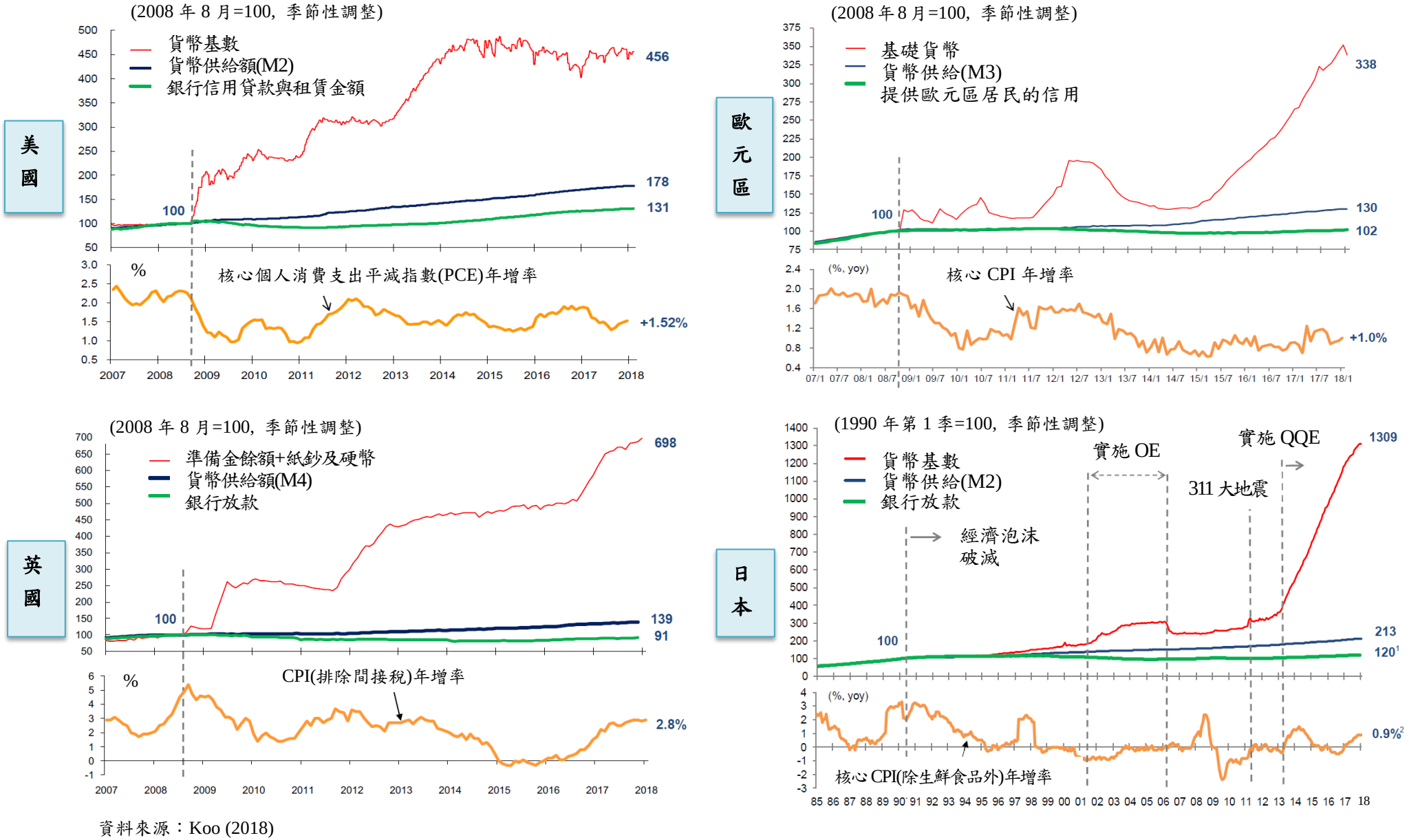
[6] Koo, Richard (2014), "Balance Sheet Recession Is the Reason for 'Secular Stagnation'," *VoxEU*, Aug. 11.

[7] Ricchiuto, Steven (2016), *Disequilibrium: How America's Great Inflation Led to the Great Recession*, Greenleaf Book Group Press, Dec. 20; Ricchiuto, Steven(2016), "Excess Supply: A More Robust Explanation," *Insight + News*, Mizuho Americas, Dec. 14; Rex, Nutting (2016)," Fed Doesn't Get It about Global Excess Supply, Winning Forecaster Says," *Market Watch*, May,11.

[8] Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari and Joe Seydl (2015), "Preventing Secular Stagnation From Becoming the 'New Normal': Why the Time of One-Armed Economic Policy Is Gone, " *Citi Research*, Jun. 2; Morgan Stanley (2019),"The Case for Active Fiscal Policy," *Morgan Stanley Research*, Apr.19; Schneider, Howard and Balazs Koranyi (2015), "From Heroes to Bystanders? Central Banks' Growth Challenge,"*Reuters*, Oct.1; Borio, Claudio (2015), "BIS Quarterly Review September 2015-Media Briefing," Remarks at the Media Briefing, Sep. 11. 亦有論者認為，主要國家央行寬鬆性貨幣政策的效果不斷遞減，且在零利率底限下，貨幣政策的成效更是有限。或許是基於這樣的悲觀信念，極端的「現代貨幣理論」(Modern Monetary Theory, MMT)才會在近期快速興起；MMT 主張利率政策無效，力倡由財政政策扮演主導角色、以央行資金來支應政府支出，若通膨率未失控，則毋須擔憂赤字問題；然而，主要央行官員與主流經濟學家均不認同 MMT，認為 MMT 的論點十分危險。

[9] 主要取材自 Koo, Richard (2016), "Koo: Why US Quantitative Easing 'worked' better than other QEs," *Financial Times*, July 19; Koo, Richard (2018), "The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization," *Nomura*, Mar..

圖 7 主要國家採 QE 後，準備貨幣大增，惟廣義貨幣供給、銀行放款與通膨率的增幅有限



資料來源：Koo (2018)

3.**金融化盛行**，金融業**放款資金用於**融通**實體投資**的**比例減少**，**貨幣政策效果不易發揮**。

(1)**金融化**(financialization)的涵蓋範圍廣泛，包括：金融業與金融活動的規模與範疇擴大、**債務驅動**的**投機活動取代具生產力的投資**等。

(2)加州大學 Davis 分校的經濟系教授 Òscar Jordà 等研究指出，**美國金融業**的**資金**，**僅有 15%**係**融通企業投資**；前英國金融服務局局長 Adair Turner 亦指出，**金融體系**的**多數資金**都是用於**融通房屋**、**股票**與**債券**等既有資產[10]。

(3)《**時代雜誌**》指出[11]，在**金融化**程度提高的情況下，金融業的重心由放款轉向交易，**金融業對小型企業**的**放款下滑**；此外，股東至上的觀點盛行，促使**企業**為拉抬股價，**擴大買回庫藏股**的**資金**、**減少研發支出**。

(三)財政政策應扮演更積極角色，並搭配結構性改革

1.為進一步激勵經濟成長，亟須訴諸擴張性財政政策；且為因應下波衰退，財政政策的角色更形重要

(1)為**脫離長期停滯**，**須仰賴政府採財政激勵、減少對貨幣政策的依賴**，抵銷民間部門去槓桿化的影響[12]。

－在資產負債表型衰退引發長期停滯之際，民間部門厭債，導致貨幣政策失靈；此際，**政府舉債擴大投資**，以**吸納過剩**的**儲蓄資金**、**填補 GDP 的缺口**，絕對**有其必要**。

－全球金融危機後，**美國經濟**表現**相對較佳**的主因在於，美國 **Fed** 公開**反對**政府推動**財政撙節**，**要求政府扛起最後借款者**(borrower of last resort)的**責任**，由政府舉債支出，填補民間需求不足的 GDP 缺口。反觀**歐元區**、**日本**與**英國**的**經濟成長**，迄今仍**無明顯起色**，此主要係因 **ECB**、**BoJ** 與 **BoE** 誤認為，**單靠 QE 就可推升經濟成長**，因而大力支持政府**的財政整合**方案。

(2)此外，低利率已限制貨幣政策因應危機的空間，**須以財政政策為下一次**的**經濟下滑預作準備，來因應下波危機**[13]。

---

[10] Foroohar, Rana (2016), "American Capitalism's Great Crisis," *Time*, May 12.

[11] 同註 10。

[12] 同註 9。

[13] IMF (2019), "Chapter 1 : Fiscal Policy for a Changing Global Economy," *Fiscal Monitor*, Apr.; Central Banking Newsdesk (2019), "Fiscal Policy Needed to Tackle Next Crisis –Riksbank Research," *Central Banking*, May 28; Lagerwall, Björn (2019), "Fiscal Policy in A Monetary Policy Perspective," *Sveriges Riksbank Economic Commentaries*, May 27; Blanchard, Olivier and Lawrence H. Summers (2019), "Secular Stagnation Requires Rethinking Macroeconomic Policy, Especially Fiscal Policy," *PIIE*, May 13.

2.在低利率、經濟衰退時，由於財政乘數很大，更應積極採擴張性財政政策

(1)Blanchard(2019)指出[14]，在當前**低利率**環境下，**債務的福利成本**可能很**小**，**甚至不存在**；OECD、IMF、世銀等國際組織亦均指出[15]，**低利率提供較大**的**財政空間**，**尚有財政空間**的**國家**，可善用此優勢，**採財政激勵**措施，以**帶動經濟成長**。

(2)相較於景氣繁榮時期，在**經濟衰退時期**，**財政乘數較大**，且低利率、低成長時期，**擴張性財政政策不會帶來**利率走升、不利民間投資的**排擠效果**(crowding out effect)。

－**IMF**(2014)指出[16]，**基礎設施投資**如係**在經濟疲弱**及**貨幣政策寬鬆時期**進行，**乘數效果**為**3倍**；在低成長時期，基礎設施投資增加 GDP 的 1%，將使當年 GDP 成長率增加 1.5 個百分點，中期增加 3 個百分點(見表 1)[17]。因此，在**經濟下滑**時期，更**應積極採**行**擴張性財政政策**，對提振經濟的助益很大。

－**Eichengreen**(2019)亦指出[18]，**擴張性財政政策對投資需求低於儲蓄**、**具**有**長期就業不足風險**的**經濟體**而言，**排擠**具生產性**私人投資的風險小**，反而**可彌補私部門支出的不足**，並帶來所謂的**擠入效果**(crowding in effect)；在零利率底限下，尤為如此[19]。

---

[14] Blanchard, Olivier (2019), "Public Debt and Low Interest Rates," AEA Presidential Lecture to Be Given in January 2019, *The American Economic Review*, Vol. 109, No. 4, Apr..

[15] Botev, Jarmila et al.(2017), "A Reassessment of Fiscal Space In OECD Countries," *OECD Economics Department Working Papers*, Dec.19; Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh and Raphael A. Espinoza (2015), "When Should Public Debt Be Reduced? " *IMF Staff Discussion Note*, June 2; Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh , Jun I. Kim and Mahvash S. Qureshi (2010), "Fiscal Space, "*IMF Staff Position Note*, Sep.1; Talley, Ian (2015), "IMF Economists: Stop Obsessing Over Debt," *The Wall Street Journal*, June 2; World Bank (2019), "Global Outlook: Weak Momentum, Heightened Risks," *Global Economic Prospects*, Chapter 1, Jun. 4..

[16] IMF (2014), "Legacies, Clouds, Uncertainties,"*IMF World Economic Outlook*, Oct.; Ostry, Ghosh and Espinoza (2015), "When Should Public Debt Be Reduced? " *IMF Staff Discussion Note*, June; Fatás, Antonio, Atish R. Ghosh, Ugo Panizza, Andrea F. Presbitero (2019), "The Motives to Borrow," *IMF Working Paper*, May.

[17] 進一步內容，請參閱中央銀行（2016），「全球大舉轉向擴張性財政政策—強調擴大基礎建設投資，以提振經濟成長」，*央行理監事會後記者會參考資料*，12 月 22 日。

[18] Eichengreen, Barry (2019), "The Return of Fiscal Policy," *Project Syndicate*, May 13.

[19] Hatzius, Jan et al. (2016), "US Daily: A Review of Fiscal Multipliers," *Goldman Sachs Economic Research*, Nov.16.

表 1 在低成長時期，擴張性財政政策促使 GDP 增加的乘數效果更大

單位：百分點

情境	使 GDP 成長率增加(乘數效果)	
	當年度	4 年後
一般情況	0.4	1.5
低成長時期	1.5	**3.0**

資料來源：IMF (2014)

3.財政政策如與結構性改革搭配，將可發揮更大成效

(1)本(2019)年初 IMF 執行長 **Lagarde 敦促**各國**採財政政策與結構性改革**措施，以**提高**面對衝擊的**抵禦能力**；近期，**OECD** 再度呼籲主要國家政府**應充分運用所有**的**政策工具**[20]：

－**尚有財政空間**的**歐元區國家**，**應增加公共投資**(如數位、運輸與綠能投資等)，並結合**結構性改革**。

－若**歐元區**所有國家實施**結構性改革**，加以**尚有財政空間**的**國家**(**德國、荷蘭**)採**財政激勵**措施，估計將使歐元區 GDP 成長率，本年、明(2020)年分別增加約 0.25 個百分點、0.2 個百分點；**長期**而言，則將使**歐元區 GDP 成長率增加近 1 個百分點**。

[20] OECD (2019), "OECD Economic Outlook May 2019," May 21.

(2)紐約 Fed 總裁 John Williams 日前在瑞士出席國際性會議時亦指出[21]，**人口結構改變**(民眾平均壽命增加、人口成長速度趨緩)、**生產力成長減緩**，導致**經濟成長**趨勢**走緩**、**中性實質利率**(neutral real rate)**走跌**；**財政政策**及**其他經濟政策**(如結構性改革等)，可**直接處理**造成**低成長**與**低中性實質利率**的**根源**，相關政策包括：**提高公共及民間**於人力及實體資本、基礎建設、科學及科技等方面的**投資**，以及旨在**移除勞動市場參與障礙**的政策。

(3)在**結構性改革中**，**技術進步**是確保長期經濟繁榮的**決定因素**，而技術進步的**關鍵又在**「**創意**」。

－上(2018)年諾貝爾經濟學獎得主 Paul **Romer** 所提出的**內生性成長理論**(theory of endogenous growth)指出，由**創意累積**所**驅動**的**經濟成長**，可帶來**規模報酬遞增**；另因消費者偏好有多樣化的選擇，資本邊際報酬可持續為正，進而促成**可持續**的**經濟成長**。

－創新雖具有正外部性(positive externality)，但因市場**無法提供足夠**的**報酬**，單靠**自由市場運作**，將產生知識**創新不足**；Romer **建議**，**政府**部門**應積極投入資源在科技**與**教育領域**，並**設計**良好的政府**干預政策**，讓知識創新的正外部性，達社會最適效果[22]。

(四)台灣的超額儲蓄龐大，宜採擴張性財政政策、結構性改革

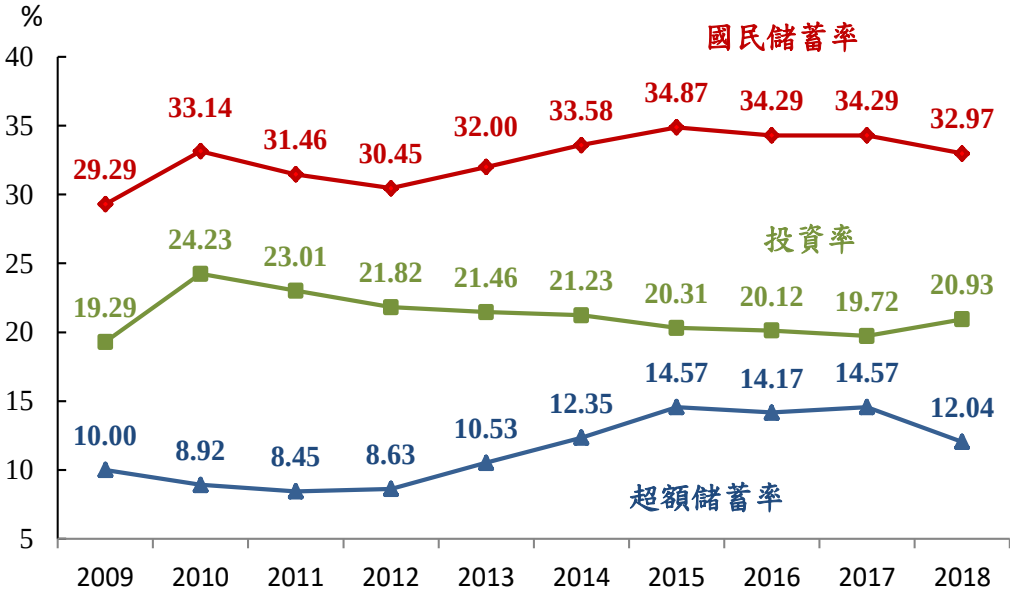
1.台灣的超額儲蓄龐大

(1)2009 年以來，台灣因**企業投資成長緩慢**，**儲蓄**金額**續創新高**，加以**政府及公營部門投資**，**較全球金融危機前下降**，超額儲蓄不斷擴大，超額儲蓄率呈上升趨勢(見圖 8)[23]。

(2)**2009~上年累計**的**超額儲蓄**高達**新台幣 18.71 兆元**(見表 2)。

[21] Williams, John (2019), "When the Facts Change…," Remarks at the 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Zürich, Switzerland, May 14.
[22] 進一步內容，請參閱中央銀行（2019），「Romer 的內生性成長理論，以創新帶動成長十分重要！」，*央行官方臉書貼文*，5 月 30 日。
[23] 相關內容請參閱中央銀行（2016），「台灣經濟問題及改善之道—促進投資為當前要務」，*央行理監事會後記者會參考資料*，12 月 22 日。

圖 8　台灣的超額儲蓄率變動情形



資料來源：主計總處

表 2　台灣的儲蓄毛額、投資毛額及超額儲蓄

單位:億元

	累計儲蓄毛額 (a)	國民投資毛額 (b)	超額儲蓄 = (a)-(b)
1999~2008年 (1)	349,557	276,704	72,853
2009~2018年 (2)	527,957	340,857	187,100
差距(2)-(1)	178,400	64,153	114,247

資料來源：主計總處

2.應善用充裕的財政空間，積極採擴張性財政政策

(1)相較於其他國家，**台灣**的**財政空間**仍屬**寬裕**。

－與其他先進經濟體相較，台灣的政府債務餘額對 GDP 比率相對較低(見圖 9)；Moody's 曾估算全球先進經濟體的財政空間發現，台灣的財政空間寬裕程度位居前茅[24]。

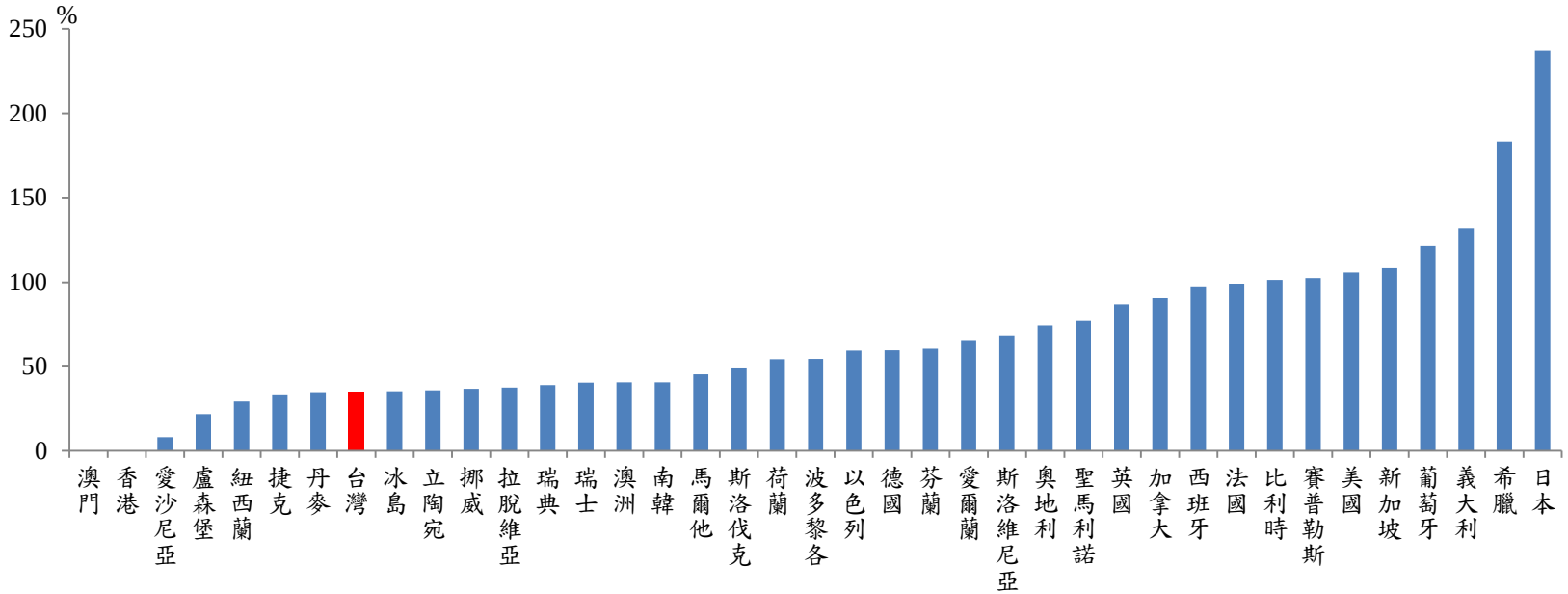
－若將本年預算數計入，**本年**中央政府 1 年以上**公共債務未償餘額對前 3 年名目 GDP 平均數比率**為 **31.46%**，**離**中央政府**法定舉債上限 40.6%**，**尚有 9.14 個百分點**(約新台幣 **1.6 兆**的**舉債空間**)。

[24] Zandi, Mark, Xu Cheng and Tu Packard (2011), "Fiscal Space," *Moody's Analystics Special Report*, Dec. 20.

(2)**國際機構**(Moody's、牛津經濟研究院等)普遍認為[25]，**台灣有充裕**的**財政空間**，**應善用財政政策**支持經濟成長。

圖 9　全球先進經濟體的政府債務餘額對 GDP 比率

2018 年



資料來源：IMF World Economic Outlook Database(2019/4)

[25] Moody's Analytics (2018), "Fiscal Space: An Alternative, Economic Fundamentals-based Measures of the Risk of Sovereign Debt Default," *Moody's Analytics*, May; Shah, Anushka, Allister Lim, Gene Fang, Marie Diron and Alastair Wilson (2018), "Government of Taiwan- FAQs on Credit Pressure from Trade, Geopolitics And Population Aging", *Issuer in-Depth*, Moody's, Nov. 27; Kishore, Priyanka (2019), "Asia: A Growth Puzzle, Once Again," *Brink*, Mar. 6..

3.宜將民間充沛資金導入基礎建設投資，並搭配有助於改善投資環境的結構性改革，提高民間投資意願

(1)國內的**民間超額儲蓄率高**，**宜加強推動公私部門夥伴關係**(Public Private Partnership, PPP)(包括 BOT、民間融資提案制度(Private Finance Initiative, PFI)[26]等)，**將民間資金導入基礎建設投資**，有效運用民間資金與專業知識，以提升基礎建設投資效率。

(2)政府除應提升公共投資的效率與效能外，亦應搭配有助於**改善**國內**投資環境**的**結構性改革**，俾**提高民間投資意願**，提升經濟成長動能。

(五)結論

1.全球金融危機爆發多年後，**全球經濟**仍陷於**長期停滯**的困境，**需求疲弱**，**利率**、**通膨率**與**成長率低迷**。長期停滯的成因，需求面與供給面因素可能都有關係；惟經濟學家大抵認為，**這一波長期停滯**，**主要**係**源自全球需求不足**。一般預期，低利率、低通膨、低成長的長期停滯現象，可能將成為新常態(new normal)。

2.過去，主要央行大舉採寬鬆性貨幣政策，雖有助於促使經濟復甦，惟一般咸認，**貨幣政策激勵經濟**的**效果**已**遞減**，甚至已無足夠的空間來提振經濟成長，更遑論因應下一波的經濟下滑；尤其是，在**去槓桿化**、**金融化**盛行的情況下，更使**貨幣政策**的**效果不易傳遞至實體經濟**。

3.為進一步**激勵經濟成長**、**因應下一波**的**景氣下滑**，近期重要國際組織及著名經濟學家均認為，**財政政策應**扮演**更積極**的角色；尤其是，在**低利率**、**經濟衰退**時期，**擴張性財政政策不會產生排擠效果**、**財政乘數較大**，更應善用擴張性財政政策。此外，國際間普遍的看法是，若能採財政政策與**結構性改革**的政策搭配，將可發揮提振經濟的**更大成效**。

---

[26] 民間融資提案制度(Private Finance Initiative, PFI) 係指，政府與民間機構以長期契約方式約定，由民間先行籌資墊款興建公共基礎設施，政府則承諾於營運階段購買民間依契約提供之公共服務，並分年編列預算付款，適合自償率低、具公益性質的公共建設。在 PFI 下，藉由讓民間企業賺取合理利潤，同時增加高品質的公共基礎設施數量，有助於達成公私部門雙贏的結果；不過，因民間融資成本必定高於政府發債利率，最終政府支出的總金額，往往高於直接舉債的成本。對於財政困窘的政府而言，PFI 可謂增加公共基礎設施的唯一方法；近年來，英國、加拿大、澳洲、日本與歐陸國家，均採 PFI 擴大公共基礎設施。

4.**台灣**亦面臨**過多**的**超額儲蓄**，無法善加利用，致**需求不足**、**經濟成長動能無法有效提升**的困境；鑑於台灣的**財政空間**相當**寬裕**(如將本年預算數計入，尚有約新台幣 1.6 兆的舉債空間)，應**善用擴張性財政政策**。

5.對於擴張性財政政策，**政府應**著重在**事先**的**全盤規劃**，**選擇財政乘數效果較大**、具**高品質**的**公共投資計畫**，避免淪為為人詬病的白象工程。

6.此外，值此美中貿易衝突之際，政府更應藉此機會**加強推動公私部門夥伴關係**(包括 BOT、PFI 等)，**將民間超額儲蓄有效導入基礎建設投資**，並搭配有助於**改善投資環境**的**結構性改革**，以**提高民間**的**投資意願**，提振經濟活力。

六、美中貿易衝突下台灣的機會與挑戰

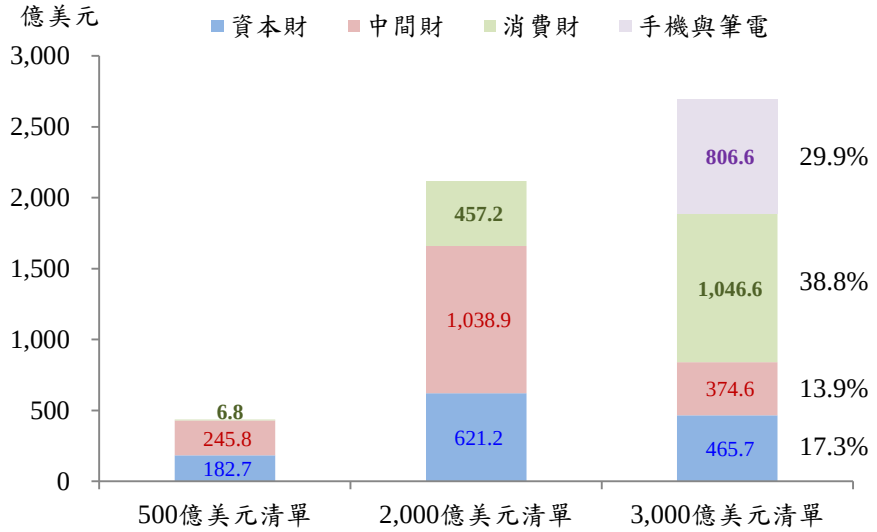
近一年多來，美中貿易衝突持續，美國可能進一步對額外約 3,000 億美元[1]中國大陸進口商品加徵關稅，中國大陸對美國亦將採取反制措施。目前**雙方看法分歧**，美方認為中國大陸科技實力大幅提升，並憂心中國大陸在人工智慧、數位科技、5G 行動網路等先進科技已漸趨領先，威脅美國國家安全；中方認為美國採取保護主義，損及中國大陸利益，預期貿易衝突**短期不易解決**。

美中貿易衝突**影響台灣及全球經貿發展**，本文對**貿易及供應鏈**相關議題進行分析，並探討在此情勢轉變下，**台灣的機會與挑戰**。

(一)美對中加徵關稅及科技角力影響台灣出口

1. 美國已對中國大陸約 2,500 億美元進口商品加徵關稅，中國大陸對美國亦同步反制。中國大陸為台灣最大對外直接投資地及出口市場，若美國進一步實施 3,000 億美元加徵關稅清單，對台灣影響將擴大(相關評估詳附錄)。
2. 未來若美對中擴大加徵關稅清單範圍，將涵蓋約 38.8%的消費財，及約 **29.9%**的**手機、筆電等相關產品**(圖 1)；台灣出口中國大陸以電子零組件為主，為供應手機、筆電等產品之中間投入，若中國大陸輸美之電子終端產品受阻，透過供應鏈將擴大影響台灣經濟與產業。

圖1 美國對中國大陸加徵關稅之產品結構



註 1：涉及 3 次關稅清單之產品結構主要採聯合國 BEC 分類計算，本文將手機(HS851712)與筆電(HS847130)相關產品單獨列出，而分類項目之運輸設備與其他金額較小且非本文分析重點，未列於圖中。
註 2：涉及 3 次關稅清單之金額以 2018 年美國實際通關資料計算。
資料來源：本文整理美國海關自中國大陸進口資料、USTR 公布之 3 次加徵關稅清單資料加以計算

[1] 本文所提及之清單名稱如 500 億美元、2,000 億美元、3,000 億美元之加徵關稅清單，僅為美國貿易代表署(USTR)之預估數，並非美國自中國大陸進口涉及該清單之實際通關金額。

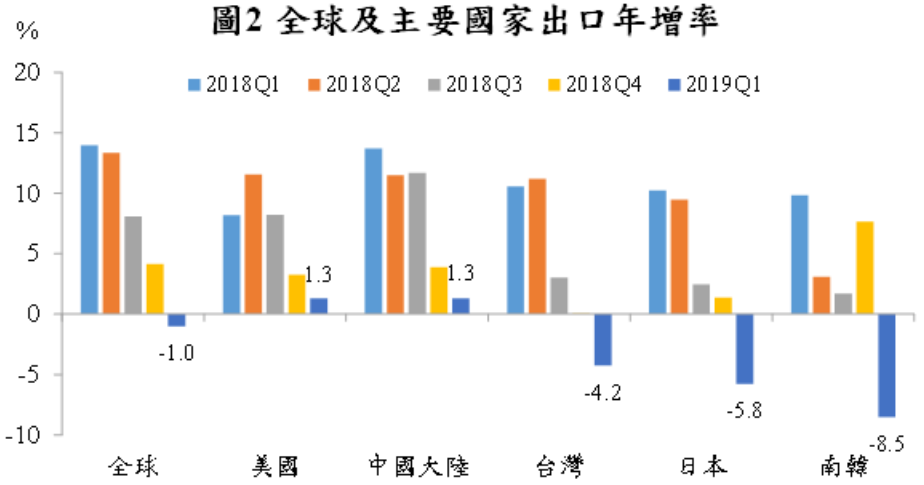
(二)美國與亞洲主要國家貿易已出現明顯消長

1. 美中貿易衝突以來，全球貿易成長趨緩，各國出口年增率多下降

(1)2018 年以來，全球經濟景氣降溫，且**全球貿易成長趨緩**，本(2019)年第 1 季全球出口衰退 1%；美國及中國大陸出口表現亦不佳，年增率皆僅為 1.3% (圖 2)。

(2)本年第 1 季**台、日、韓出口皆呈現衰退**，年增率分別為-4.2%、-5.8%與-8.5% (圖 2)；中國大陸為其主要出口市場(2018 年對中國大陸出口比重分別為 41.2%、24.2%與 34.4%)，1 至 4 月**台、日、韓對中國大陸出口分別縮減 10.6%、8.7%、17.1%**(表 1)。

圖2 全球及主要國家出口年增率



資料來源：IHS Markit、各國貿易統計

表 1 台、日、韓對中國大陸出口比重及年增率

單位：%

	台灣	日本	南韓
2018 年出口比重	41.2	24.2	34.4
出口年增率			
2018 上半年	14.1	10.6	22.9
2018 下半年	-0.2	2.3	8.0
2019 年 1~4 月	**-10.6**	**-8.7**	**-17.1**

註：台、日、韓對中國大陸(含香港)出口數據均按美元計價資料計算。
資料來源：財政部貿易統計、日本財務省、南韓 KITA 資料庫

2. 美國自中國大陸進口減少，涉及加徵關稅清單進口商品轉由其他亞洲國家進口

美國經濟成長穩定，消費與投資進口需求大，**經常帳持續鉅額逆差**；美中貿易衝突下，美國自中國大陸進口減少，將尋求其他進口來源，如由台灣、南韓、越南等進口商品替代中國大陸進口商品。

(1) 美中貿易衝突以來，美國自**中國大陸**進口總額持續**縮減**，本年第 1 季已呈**負成長 13.9%**。

其中，涉及 500 億美元及 2,000 億美元關稅清單的部分亦明顯減少，**本年第 1 季分別衰退 29.7%與 24.1%** (表 2)。

表 2 美國自中國大陸進口情況

	2018 H1	2018 H2	2019Q1
總進口			
金額(億美元)	2,497.4	2,897.6	1,059.7
年增率(%)	8.6	5.1	**-13.9**
涉及 500 億美元清單的進口			
金額(億美元)	247.3	203.2	83.5
年增率(%)	12.5	-15.2	**-29.7**
涉及 2,000 億美元清單的進口			
金額(億美元)	1,011.1	1,120.3	372.3
年增率(%)	11.3	13.1	**-24.1**

資料來源：本文整理美國海關自中國大陸進口資料、美國 USTR 公布之 500 億美元及 2,000 億美元加徵關稅清單資料

(2) 美國**自中國大陸進口減少**，而自**台灣**、**南韓**、**越南**進口則呈現顯著大幅成長。

涉及美對中加徵 **2,000 億美元**關稅清單的部分，本年第 1 季美國**自台灣、南韓、越南的進口大幅成長**，年增率分別達 **40.5%** (表 3-1)、**31.9%** (表 3-2)、**34.7%** (表 3-3)；而美國**自日本進口成長相對較小**，年增率僅 1.6% (表 3-4)。

表3-1 美國自台灣進口情況

	2018 H1	2018 H2	2019Q1
總進口			
金額(億美元)	216.4	241.2	126.6
年增率(%)	6.3	9.2	**21.2**
涉及500億清單的進口			
金額(億美元)	56.0	60.0	29.7
年增率(%)	6.6	7.6	**10.4**
涉及2,000億清單的進口			
金額(億美元)	96.6	111.8	65.5
年增率(%)	6.7	18.2	**40.5**

表3-2 美國自南韓進口情況

	2018 H1	2018 H2	2019Q1
總進口			
金額(億美元)	354.3	388.7	198.8
年增率(%)	0.3	7.6	**18.4**
涉及500億清單的進口			
金額(億美元)	141.7	152.5	77.7
年增率(%)	-8.2	2.1	**9.9**
涉及2,000億清單的進口			
金額(億美元)	127.3	149.6	73.1
年增率(%)	8.0	27.1	**31.9**

表3-3 美國自越南進口情況

	2018 H1	2018 H2	2019Q1
總進口			
金額(億美元)	228.3	263.9	159.7
年增率(%)	2.0	9.4	**40.2**
涉及500億清單的進口			
金額(億美元)	16.9	17.8	8.8
年增率(%)	-17.8	-25.3	**2.6**
涉及2,000億清單的進口			
金額(億美元)	68.4	83.6	43.0
年增率(%)	7.6	19.2	**34.7**

表3-4 美國自日本進口情況

	2018 H1	2018 H2	2019Q1
總進口			
金額(億美元)	703.0	723.0	360.0
年增率(%)	5.3	3.7	**2.9**
涉及500億清單的進口			
金額(億美元)	422.4	431.3	219.7
年增率(%)	5.8	1.6	**3.6**
涉及2,000億清單的進口			
金額(億美元)	175.2	176.4	86.9
年增率(%)	4.3	4.4	**1.6**

資料來源：本文整理美國海關自台、韓、越、日等 4 國進口資料、美國 USTR 公布之 500 億美元及 2,000 億美元加徵關稅清單資料

(3) 觀察涉及美對中加徵 **2,000 億美元**關稅清單中，美國自中國大陸進口**衰退較大的主要產品項目**，多轉自**台灣、南韓、越南進口：**

- **資通與視聽產品**自中國大陸進口衰退 **29%**(表 4-1)，而自台灣、越南進口成長分別 **46.5%**(表 4-2)與 **176.7%**(表 4-4)；
- **塑膠、橡膠及其製品、基本金屬**與**電機產品**自中國大陸進口分別衰退 **13.3%**、**10.6%**與 **9.3%**(表 4-1)，自台灣、南韓、越南進口則皆有明顯成長(表 4-2 至表 4-4)。
- **家具、機械**自中國大陸進口分別衰退 15.6%與 2.6%(表 4-1)，自越南(表 4-4)、南韓(表 4-3)進口則明顯成長。

表 4 涉及美對中 2,000 億美元加徵關稅清單主要產品分析

表4-1 美國自中國大陸進口主要衰退產品

	2018 H1	2018 H2	2019 Q1	2018 H1	2018 H2	2019 Q1
	億美元	億美元	億美元	年增率(%)	年增率(%)	年增率(%)
資通與視聽產品	128.3	151.1	43.8	2.4	0.9	**-29.0**
家具	117.6	122.3	48.8	6.1	12.5	**-15.6**
塑膠、橡膠及其製品	50.3	58.9	21.2	21.7	25.7	**-13.3**
基本金屬及其製品	86.2	97.7	38.1	13.2	22.2	**-10.6**
電機產品	86.4	105.0	37.2	14.5	23.1	**-9.3**
機械	72.0	84.0	33.5	4.9	31.9	**-2.6**

表4-2 美國自台灣進口主要成長產品

	2018 H1	2018 H2	2019 Q1	2018 H1	2018 H2	2019 Q1
	億美元	億美元	億美元	年增率(%)	年增率(%)	年增率(%)
資通與視聽產品	10.2	11.9	7.2	3.2	5.2	**46.5**
塑膠、橡膠及其製品	7.4	7.2	3.6	6.2	2.2	**1.6**
基本金屬及其製品	17.6	19.7	9.8	8.0	15.9	**12.4**
電機產品	9.0	9.2	4.6	9.0	3.3	**4.7**
運輸工具	12.3	12.0	6.6	6.7	-0.7	7.4
紡織品	2.0	2.5	1.0	-9.1	0.8	7.4

表4-3 美國自南韓進口主要成長產品

	2018 H1	2018 H2	2019 Q1	2018 H1	2018 H2	2019 Q1
	億美元	億美元	億美元	年增率(%)	年增率(%)	年增率(%)
塑膠、橡膠及其製品	11.7	12.0	6.4	-2.8	8.2	**16.6**
基本金屬及其製品	9.6	10.2	5.2	19.1	14.5	**14.4**
電機產品	7.0	7.0	4.0	15.2	9.7	**18.9**
礦產品	10.7	14.8	8.0	-16.6	42.5	198.2
機械	16.1	17.1	8.6	-2.5	-1.0	15.9
運輸工具	19.8	21.7	11.2	-5.8	15.5	28.6

表4-4 美國自越南進口主要成長產品

	2018 H1	2018 H2	2019 Q1	2018 H1	2018 H2	2019 Q1
	億美元	億美元	億美元	年增率(%)	年增率(%)	年增率(%)
資通與視聽產品	6.6	11.7	7.2	-2.3	126.0	**176.7**
塑膠、橡膠及其製品	4.0	4.4	2.4	28.5	10.6	**22.3**
基本金屬及其製品	3.2	3.4	2.0	22.2	24.3	**34.1**
電機產品	3.3	4.1	2.9	27.7	44.8	**98.4**
家具	23.1	27.2	14.6	3.1	13.7	25.2
毛皮及其製品	5.1	5.4	2.8	-14.5	-4.8	14.9

資料來源：本文整理美國海關自中、台、韓、越等 4 國進口資料、美國 USTR 公布之 2,000 億美元加徵關稅清單 HS 8 位碼資料並以台灣財政部貿易統計貨品分類準則計算

3. 受惠於台灣產能擴大與訂單移轉效果，台灣多項對美出口商品均見成長

(1) 美中貿易衝突升溫及美國經濟穩健成長，**台灣對美國出口之主要產品**多呈現**大幅成長**[2](表 5)。

(2) 本年 1 至 4 月涉及 **2,000 億美元**關稅清單的部分，**台灣對美國出口資通與視聽產品成長 89.6%**，**未涉及** 500 億美元與 2,000 億美元清單的**成長增幅亦達 51.5%**，顯示**受惠於台灣產能擴大與訂單移轉效果**[3]，資通與視聽產品成為帶動台灣對美出口擴增之重要項目。

表 5　2019 年 1-4 月台灣對美國出口情況

	涉及 500 億美元清單		涉及 2,000 億美元清單		未涉及前述兩波清單*		出口金額
	億美元	年增率(%)	億美元	年增率(%)	億美元	年增率(%)	億美元
總計**	**15.1**	**8.4**	**24.2**	**25.9**	**102.9**	**2.8**	**142.2**
資通與視聽產品***	0.8	**2.3**	8.5	**89.6**	33.3	**51.5**	42.6
基本金屬及其製品	0.0	-	3.3	17.1	17.8	7.7	21.0
機械	4.7	1.6	2.1	-1.8	8.2	13.0	15.0
運輸工具	0.6	-38.7	0.6	12.3	10.3	8.1	11.4
電機產品	1.9	73.6	1.5	17.5	7.4	14.5	10.8
塑膠、橡膠及其製品	0.9	-11.0	1.8	11.0	6.9	10.8	9.5
電子零組件	5.2	10.9	1.6	8.0	0.7	22.4	7.5
光學及精密儀器	1.0	24.3	0.2	109.4	3.6	6.7	4.8
家具	0.0	-	1.4	33.0	1.3	5.0	2.7

註*：本文整理台灣海關對美國出口資料，以 HS 8 位碼配對美國對中國大陸加徵關稅清單資料進行分析，其中涉及 500 億美元與 2,000 億美元清單之 HS 8 位碼項目分別約 351 項與 1,053 項，未涉及前述兩波清單者約 4,123 項。

**：本表僅列出台灣對美國出口之重要產品，故總計數不等於表中所列產品項目之加總。

***：表中產品分類依據財政部貿易統計貨品分類標準，例如，資通與視聽產品為 HS8471、HS847330、HS8517~HS8529 項下之 HS 8 位碼加總；相關分類準則參見財政部貿易統計說明。

資料來源：本文整理台灣對美國出口海關資料、美國 USTR 加徵關稅清單資料加以計算

[2] 台灣對美國出口增加，但對中國大陸出口則縮減；因此，台灣對美國出口比重由 2018 年的 11.8%升至 2019 年 1 至 5 月的 14.0%，同期間，台灣對中國大陸的出口比重則由 41.2%降至 38.6%。

[3] 參見經濟部國際貿易局新聞稿「我對美出口增加主因回台投資致產能擴增，並非洗產地造成」，2019 年 6 月 2 日；國家發展委員會新聞稿「108 年 4 月份景氣概況」，2019 年 5 月 27 日。

(三)美中貿易衝突加速全球供應鏈重組

1. 美中經貿政策改變影響東亞供應鏈發展

(1)1990 年代起，新興東亞國家受惠國際分工深化，成功以出口帶動經濟成長，並助長全球供應鏈之發展。尤其**中國大陸在 2001 年加入 WTO** 後，吸引大量外資直接投資，成為世界工廠，促成**東亞供應鏈成形**。

(2)2011 年起**中國大陸進行經濟「再平衡」(rebalance)結構改革**，加大製造業升級、進口替代，促使紅色供應鏈興起；隨著經濟發展，**勞動成本快速成長**，**環保法規趨向嚴謹**，**稅負成本上升**，台商等外企面臨調整供應鏈的壓力。

(3)2009 年美國歐巴馬總統即倡議製造業回流，2017 年起川普政府進一步採積極政策，使包含台灣的東亞供應鏈面臨重組壓力。

(4)2018 年以來，**美中貿易衝突更加速台商跨國企業調整全球布局**，或**擴大投資美國**，形成供應鏈短鏈化與在地化；或重新調整亞洲各地產能，轉向新南向國家布局；或擴大回台投資。

表 6 東亞供應鏈之發展

1990 年~2008 年 東亞供應鏈**成形**	**2009 年~2017 年** 東亞供應鏈**調整**	**2018 年~迄今** 東亞供應鏈**加速重組**
● 中國大陸成為世界工廠 ● 供應鏈全球化蓬勃發展	● 中國大陸進行經濟「再平衡」結構改革 ● 美國製造業回流	● 美中貿易衝突升溫 ● 供應鏈短鏈化與在地化
● 台商赴中國大陸投資興盛	● **部分台商積極投資美國、布局新南向國家**	● **台商擴大全球布局與回台投資**

2. 未來美中供應鏈恐分流發展

(1) **現階段**因遷廠或建新廠恐須認證，加以零組件協力廠安排，供應鏈移轉需 2~3 年，台商大多先利用**非中國大陸地區閒置廠房擴產**或**調度其他地區產能**為**優先**。

(2) 全球產能布局的規畫上，**銷售歐美**者將增加**非中國大陸產能**，**耕耘中國大陸**內需商機者續留在**中國大陸供應鏈**。

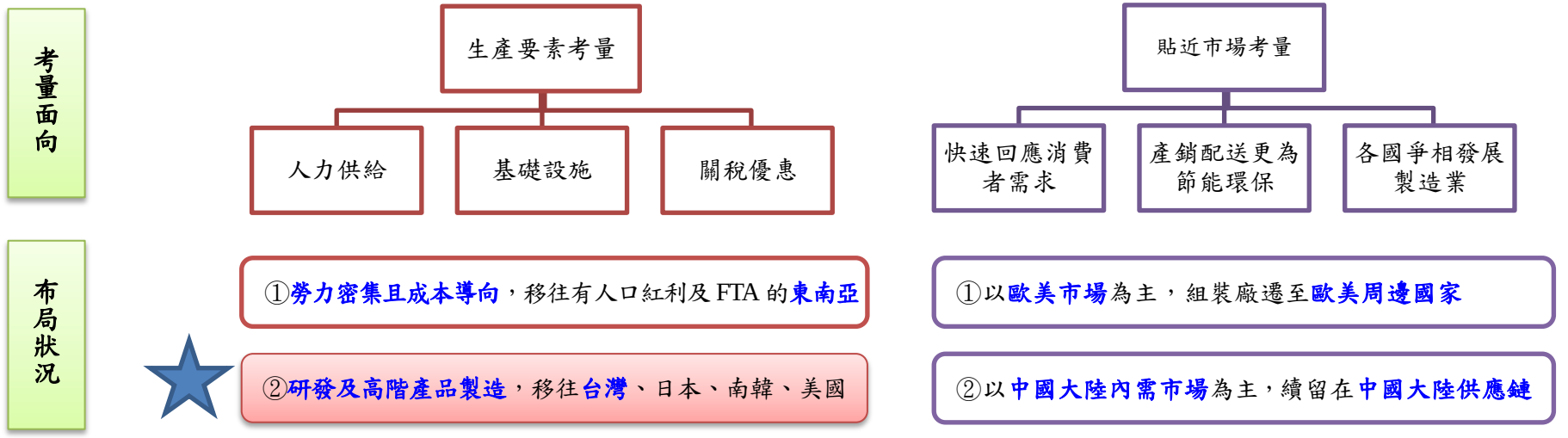
– **生產要素考量**：①**勞力密集且成本導向**者，移往**生產成本較低**的國家(圖 3)；如：越南等**東南亞**國家因具人口紅利及多項貿易協定關稅優惠，近年吸引大量外國直接投資。

②**研發及高階製造**者，移往人力素質較高且**無資安疑慮**的**台灣**、**日本**、**南韓**及**美國**。

– **貼近市場考量**：①為**回應**快速變動的**消費者需求**，**順應**近年主要國家爭相發展**先進製造**或吸引**製造業回流**，並使產銷配送更節能，而貼近消費市場；如：**電子加工組裝廠遷至歐美周邊**國家(**墨西哥**或捷克)。

②銷售**中國大陸內需市場**部分，以在**中國大陸產能支應**。

圖 3　企業投資考量



資料來源：本文整理

3. 美國進口商為避免加徵關稅成本尋找其他進口來源，提高廠商加速移出中國大陸意願

(1)近期美中貿易衝突升溫，外界對於**誰將負擔美對中所加徵的進口關稅**展開爭辯[4]。實證顯示，目前美對中加徵關稅之成本多由美國承擔，且美國進口商為避免關稅成本，擴大自第三國進口以取代中國大陸商品趨勢，將迫使廠商加速移出中國大陸。

– 世界銀行首席經濟學家 Fajgelbaum, Pablo D. et al. (2019)研究[5]：

美國**進口關稅完全轉嫁至國內進口商品價格**。美國消費者及生產者因**進口成本**上升合計損失 **688 億美元**(約當美國 GDP 的 **0.37%**)。

– Weinstein, David et al. (2019)研究[6]：

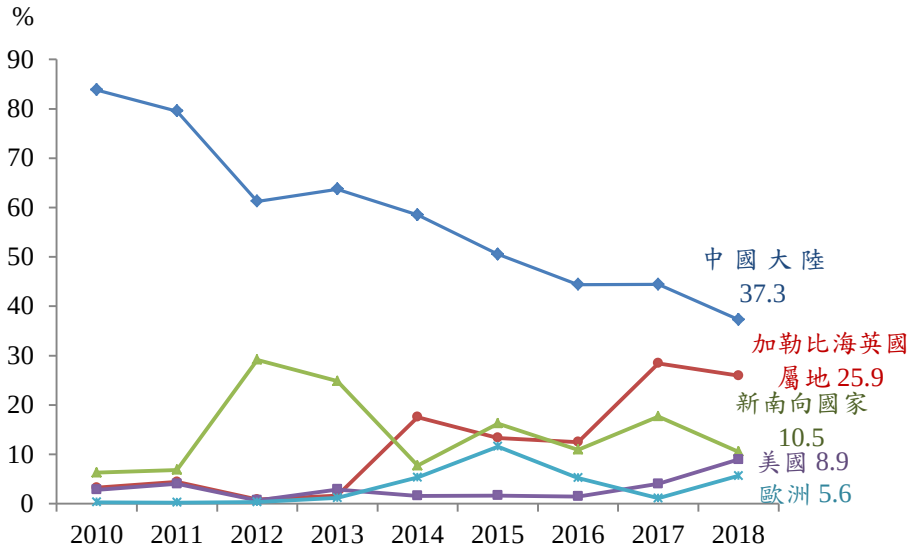
上(2018)年美國實施加徵關稅[7]，**進口關稅幾乎完全轉嫁至國內進口商品的價格**，亦**即由國內消費者及進口商負擔**。美中貿易戰**導致國際供應鏈大規模調整**，約有 **1,650 億美元的貿易**(其中 1,360 億美元進口及 290 億美元出口)**消失或藉由第三地進口以避免被加徵關稅**。

[4] 參見 Ip ,Greg(2019), “Who Pays the Trump Tariffs? We Do, These Americans Say,” *The Wall Street Journal*, May 15.
[5] Fajgelbaum, Pablo D. et. al (2019), “The Return to Protectionism,” *NBER Working Paper No. 25638*, Mar.
[6] Weinstein, David e al.(2019), “ The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare,” *CEPR Discussion*, Paper 13564, Mar.1
[7] 上年美國實施 6 波關稅措施，包含：(1)上年 1 月底美國對 100 億美元的太陽能及洗衣機加徵關稅；(2)上年 3 月底美國對 180 億美元的進口鋼鋁加徵關稅；(3)上年 5 月底美國對 220 億美元的歐盟、加拿大及墨西哥進口鋼鋁加徵關稅；(4)上年 7 月 6 日美國對 340 億美元的中國大陸進口加徵 25%關稅；(5)上年 8 月 23 日美國對 160 億美元的中國大陸進口加徵 25%關稅；(6)上年 9 月 24 日美國對 2,000 億美元的中國大陸進口加徵 10%關稅。

(2)如前所述，受中國大陸經濟結構再平衡政策及工資成本上升等因素影響，台灣對中國大陸投資的比重由 2010 年之 83.8%逐年下滑至 2018 年之 37.3%；而 2018 年台灣對**歐洲**與**美國**的直接投資比重則呈上升，**台商逐漸分散海外生產地點**(圖 4)。

(3)由於台商在中國大陸投資的**電腦、電子產品及光學製品製造業**偏重於加工組裝，且**附加價值率低**、**中間投入進口率高**[8]，受美中貿易衝突及中國大陸需求減緩影響，台灣對中國大陸該產業的投資意願下降，本年 1 至 4 月年增率為-91.5%(表 7)。若美對中擴大加徵關稅範圍，**台商投資意願將更低，且將加速移出中國大陸**。

圖4　台灣對外直接投資主要地區別比重



資料來源：經濟部投審會

表 7 投審會核准對中國大陸投資金額

	全業別合計		電腦、電子產品及光學製品製造業	
	金額(億美元)	年增率(%)	金額(億美元)	年增率(%)
2017 年	92.5	-4.4	10.7	**-48.8**
2018 年	85.0	-8.1	7.6	**-28.6**
2019 年(1-4 月)	14.6	-45.5	0.3	**-91.5**

資料來源：經濟部投審會

[8] 中國大陸各產業附加價值率多偏低，據工研院產科國際所估計，2015 年整體製造業附加價值僅 21.9%，其中，電腦、電子產品、電子零組件及光學製品業附加價值率 19.6%，低於整體製造業平均值，且由於多需仰賴國外電子零組件中間財進口加工組裝，故中間投入進口率高達 15.9%，遠高於整體製造業中間投入進口率 7.3%。

(四)台商踴躍回流及國際大廠設立研發創新中心，有助台灣產業升級轉型

1. 政府積極吸引優質台商回台投資，具相當成效

(1)行政院推動「**歡迎台商回台投資行動方案**[9]」，積極協助**在大陸投資**且具**高技術能力**或**國際品牌**之優質台商回台投資**自動化**，以帶動國內投資並促進產業升級。

(2)美中貿易衝突加劇，帶動電子零組件、伺服器、網通設備業者大量回流，將**高階產能及研發資源**投入台灣。

– 截至本年 6 月 14 日已核准 73 家台商回台投資，累計達新台幣 3,750 億元，若以 5,000 億元目標預估，本年底到位投資金額將逾 1,500 億元。已核准台商以「**電子零組件**、**伺服器**、**網通設備**」產業居冠 (表 8)。

– **目前回流台商**多半**在台有生產據點**，或**供應鏈完整**，且將**建置智慧化製造之產線**，或**投入高端研發**。而隨美中**貿易衝突升溫**，預期企業**回流意願**將**更高**，可望為台灣創造**高附加價值**、**提升薪資**及**增加就業機會**之效益[10]。

表 8　「歡迎台商回台投資行動方案」成效

業別	核准金額(新台幣億元)
電子零組件、伺服器及網通	2,604
工具機	166
自行車	110
車用零組件	97
紡織	87
造紙	70
塑橡膠	62

業別	核准金額(新台幣億元)
化學	57
生醫	26
金屬	20
水龍頭零組件	16
隱形眼鏡	12
健身	9
未揭露個別金額者	414
總額(至2019/6/14)	3,750

資料來源：本文整理經濟部「歡迎台商回台投資行動方案」聯審會議第 1~21 次內容，並按行業分類

[9] 實施期程為 3 年（2019 年至 2021 年），提供用地、人力、水電、融資及稅務等協助，適用對象：1.受中美貿易影響、2.大陸投資達 2 年以上、3.回台生產投資採智慧化，以及 4.投資內容屬高附加價值、打入國際市場或與國家重要產業政策(如 5+2 產業)相關。

[10] 截至 2019 年 6 月 14 日之核准回台投資 3,750 億元，預估可帶來**就業機會超過 3.4 萬人**。而**電腦電子**及**光學製品**業因已將部分產品移回國內生產，促使**去年第 4 季**及**今年第 1 季產值年增率**分別達 **9.1%及 18.2%**(為 2011 年第 4 季以來最大增幅)，經濟部預期在台商持續回台下，成長趨勢可望持續。

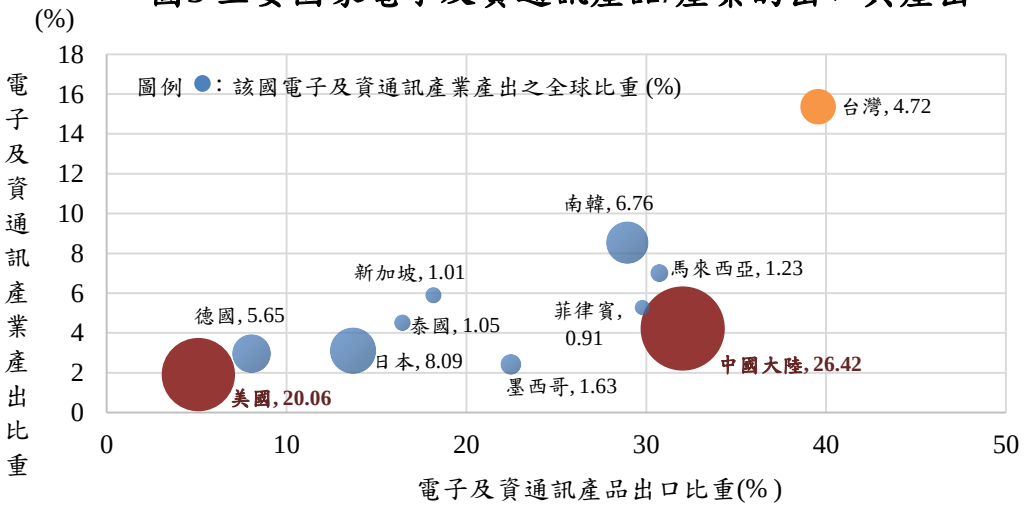
2. 台灣是國際客戶信任的高科技製造基地，台商及國際大廠擴大在台投資，可望帶動產業升級

(1) **台灣**的**完整高科技產業聚落**及**高素質科技人才**，一向受台商及國際大廠所肯定；近年主要國家(如**美、歐盟**)日益**防範中國大陸**竊取敏感科技[11]，而**台灣**重視**資安**及**智財權**保護，因此**成為**國際客戶**信任的高科技製造基地**(如伺服器產業在台擴產，即可見一斑)。

– 台灣資通訊及電子產業具重要地位，其出口及產出占台灣比重分別達 39.6%及 15.4%，而產出占全球比重約 4.7%(圖 5)。

(2) **台商回台**投資**高端產品**及**研發**，加以**國際大廠**(如 Google[12]、微軟、亞馬遜)相繼在台設立**研發創新**中心，長期可望經由**技術及人才擴散效果**，**促進國內先進技術研發**，有助台灣**產業升級**(圖 6)。

圖5 主要國家電子及資通訊產品/產業的出口與產出



註：數據為 2015 年資料，電子及資通訊產品/產業分類碼為 D26T27。
資料來源：OECD-TiVA 資料庫 (2018 年版)

圖 6　台灣科技優勢吸引台商及國際大廠在台投資，有助產業升級



資料來源：本文整理

[11] 如美國 2018 年《出口管制改革法》及《外國投資風險審查現代化法案》，加強管理敏感技術出口與審核外資投資科技業，以及 2019 年通過《國防授權法》，禁止政府機構使用華為等陸企產品，川普總統於 5 月簽署行政命令，禁止美企供應產品給華為及 68 家關聯企業；歐盟 2019 年實施外國投資監管新規等。

[12] Google 在收購宏達電超過 2,000 人之研發團隊後，台灣已經是 Google 亞洲最大的研發基地。

(五)結論與建議

美中貿易衝突雖可能衝擊台灣經濟，卻也促成政府**吸引投資的良機**；惟為**落實**台灣**產業升級轉型**，並成為全球供應鏈中**無可取代**的一方，仍須持續**深化自主關鍵能力**，**充實專業人才**，且妥善規劃土地及電力等資源，讓企業擴大投資。同時，也要積極**洽簽貿易協定**，以利開拓全球市場。

1. 積極引導高階投資回台，落實產業轉型升級，另結合新南向政策，協助台商移轉生產基地

(1)**物聯網**、**人工智慧**引領新興科技應用發展，**軟硬體整合**、**跨領域**、**跨產業**合作更顯**重要**。**台灣**擁有**完善產業聚落**及**科技人才**，為新興科技產業良好的試驗場域，宜持**續強化資安及智財權保護**，以**吸引國際領導廠商**來台投資。

(2)**政府導引台商回流**，宜**持續**以**高附加價值及關鍵技術廠商**為對象；同時也宜激勵根留台灣企業擴大投資[13]；此外，鼓勵企業藉由跨國併購取得關鍵技術，提升**技術自主**率，以利加速落實**產業轉型**升級。

(3)對於**成本導向**或中小型台商，政府可結合**新南向政策**，引導其前往布局，協助廠商瞭解當地投資環境(如評估產業聚落等)、進行產業合作、拓銷市場等。

2. 積極育才、攬才、留才，解決產業欠缺人才問題

(1)據行政院科技會報辦公室估計，因應產業數位轉型及台商回流之需，至 2030 年缺口達 8.3 萬人，以**跨領域之資通訊數位人才**及**高階人才**為主。

(2)**擴大人才養成**為當前要務，宜透過**深化產學合作**、**設立產業專班/學校**(如人工智慧學校)，**跨領域多元培訓**人才，或**吸引國際大廠來台**，**提升與國際接軌的歷練**；同時，**延攬優秀外籍專才**[14]或在台就讀的**僑外畢業生**為台灣所用。

(3)美中科技對峙，**中國大陸**為加速發展自主技術，恐以高薪**擴大挖角**台灣高科技人才[15]，台灣須**預為因應**。

---

[13] 行政院刻正規劃「歡迎台商回台投資行動方案」2.0 版，擬將補助優惠適用對象擴大至根留台灣的企業(含中小企業)。

[14] 2017 年 11 月公布之《外國專業人才延攬及僱用法》，放寬外國專業人才來台簽證、工作、居留相關規定，並優化保險、租稅、退休等待遇，以提高外國人才來台誘因。

[15] 如南亞科，中國大陸欲建立 DRAM 技術，前年曾挖角 50 名高階技術人才。為防範人才流失，南亞科提高薪酬與分紅獎勵，惟近期挖角現象再現，對台廠造成困擾。

3. 因應台商回流持續擴增產能之需，政府宜妥善規劃用地與電力供給

(1) 近期回台投資廠商主要利用閒置廠房及土地，且為產能調整初期，用地及水電問題尚屬有限；惟未來 2~3 年，**隨**台商**回流產能擴增**，**五缺**問題仍須政府**提早盤點**國內資源，預為因應。

(2) 近期美國商會白皮書及工商協進會對政府建言，**務須穩定供電**，俾利企業在台投資。

4. 積極洽簽貿易協定，增加出口優勢並穩固全球供應鏈的角色

(1) 台灣內需市場有限，廠商回台**仍須進擊全球市場**。在**全球貿易保護主義盛行**下，政府宜積極洽簽雙邊或多邊貿易協定，**參與區域經濟整合**，以利**維持台廠競爭力**，也**增加國際大廠來台**投資的**誘因**。

(2) 目前政府正積極爭取加入「跨太平洋夥伴全面進步協定」(**CPTPP**)，宜持續**對內溝通**及**對外爭取國際支持**，以確保台灣企業具公平競爭環境，也強化台灣在亞太供應鏈中之角色。

5. 未來宜關注事項

(1) 宜**加速推動和美國簽署以自由及公平貿易為主軸的雙邊貿易協定**，用高涵量及高質量的「台灣製造」，取代「中國製造」。惟宜**避免再度出現出口過度集中單一市場的現象**，致台美貿易失衡擴大。

(2) 如 **2018 年美國對台灣貿易入超已達 155.2 億美元**，若台灣對美國出口持續擴增，**將有觸及美國財政部匯率政策報告第一項門檻**(對美出超逾 200 億美元)而再度被列入觀察名單之虞。另除匯率政策報告外，美國亦可**援引 301 條款**，調查台美是否有**不公平與非互惠貿易行為**，進而採取貿易保護措施。

(3) 兩岸貿易往來密切，**對於違規轉運或更改產地行為**加以嚴格監控。

前車之鑑：上年 5 月美國商務部表示自越南進口但使用中國大陸原產鋼材，已經違反美國對中國大陸鋼鐵產品設立的反傾銷與平衡稅規範，美國海關將對從中國大陸進口原料的越南鋼鐵產品重課反傾銷稅及平衡稅。

附錄：美中貿易衝突升溫，對台灣的影響評估

1. 美對中加徵關稅清單範圍擴大，對台灣的直接影響[16]將擴增

(1) 涉及**已生效之美對中的加徵關稅產品清單**中，內含台灣生產後經中國大陸加工再出口到美國的價值，其金額僅**約為台灣 GDP** 的 **0.96%** (0.19%+0.77%)，**對在台生產的廠商直接影響不大**(下表)。

(2) 未來**第三波**美國對中國大陸進口品**全面加徵關稅**將包含**手機、筆電等終端消費電子產品**，且中國大陸出口產品中，內含台灣生產後經中國大陸加工再出口到美國的價值占台灣 GDP 的比重為 **1.45%**；3 波合計比重將提升至 **2.41%**(下表)，對台灣的**直接影響將擴增**。

估算涉及美國對中國大陸進口加徵關稅清單品項中

台灣生產後經中國大陸加工再出口到美國的金額相對台灣 GDP 之比重

		第一波	第二波	第三波	3 波合計
		約 340+160=500 億美元	約 2,000 億美元	約 3,000 億美元	約 5,500 億美元
涉及加徵關稅清單中，中國大陸出口到美國內含的台灣附加價值	(1)	11.1 億美元	45.4 億美元	85.5 億美元	141.9 億美元
上述金額占台灣 GDP 比重(%)	(2)=(1)/GDP	**0.19**	**0.77**	**1.45**	**2.41**

資料來源：本文根據 OECD-WTO TiVA、美國商務部、Census Bureau 等資料估算

[16] (1) 生產全球化及跨國專業分工下，產品從設計、生產到消費者手中，涉及多個國家，因此美國自中國大陸進口中，包括台灣創造的附加價值。本文運用 OECD-WTO TiVA 資料庫及美國通關統計資料，從全球價值鏈的角度，估算美國對中國大陸加徵關稅產品的進口中，來自各國附加價值的金額。該金額占各該國 GDP 的**比重**，**可概觀美國對中國大陸進口加徵關稅措施對各國附加價值出口的影響**；惟此比重**並非各國受衝擊造成經濟成長率的增減百分點**。

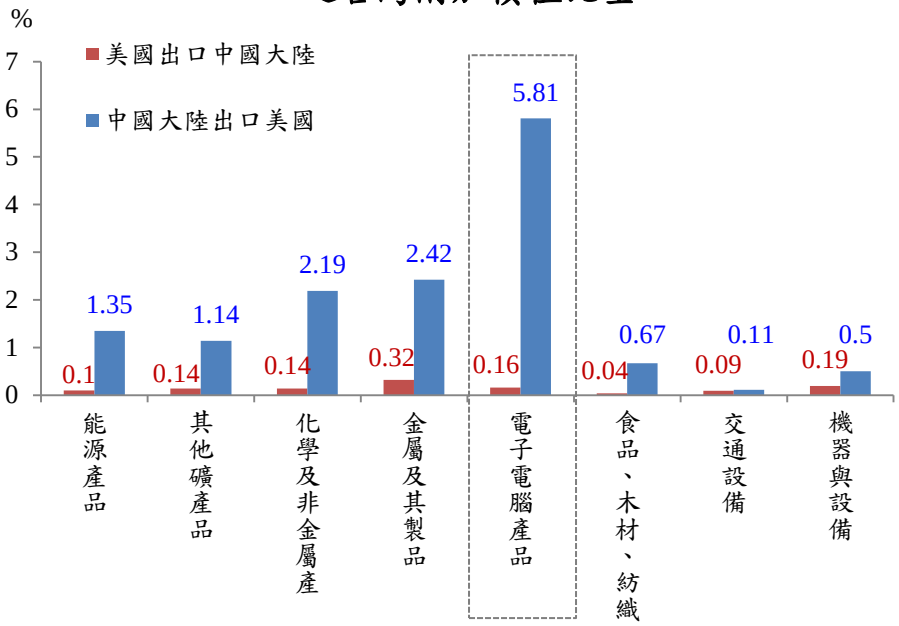
(2) 美國對中國大陸加徵關稅對台灣出口的影響主要來自外溢效果及間接影響，例如出口美國市場的大陸台商可能面臨關稅提高或供應鏈移轉成本、中國大陸投資不確定性上升致減少自台灣機械等產品進口，以及全球經濟成長動能因美中貿易衝突下滑而不利台灣出口等。詳參本年 3 月央行理監事會後記者會參考資料「五、美中貿易衝突台商回台實質投資的意義」及 2018 年 3 月央行理監事會後記者會參考資料「二、近期美國政府貿易保護措施對全球與台灣經濟的可能影響」。

(3) 台灣受美國對中國大陸進口產品**加徵關稅**的**波及**，**雖可能出現上述負面衝擊**，**惟透過廠商轉單、擴大國內產能及投資等因應措施**，**對台灣經濟亦將產生正面的契機**，此契機即為正文分析的重點。

2. 美國對中國大陸出口**內含台灣附加價值的比重較低**，而中國大陸對美國出口內含**台灣附加價值的比重則較高**，尤其**電子電腦相關產品**出口內含**台灣附加價值的比重高達 5.81%**(左圖)，因此，台灣受**美對中加徵關稅**及對**實體清單出口管制措施**影響較大。

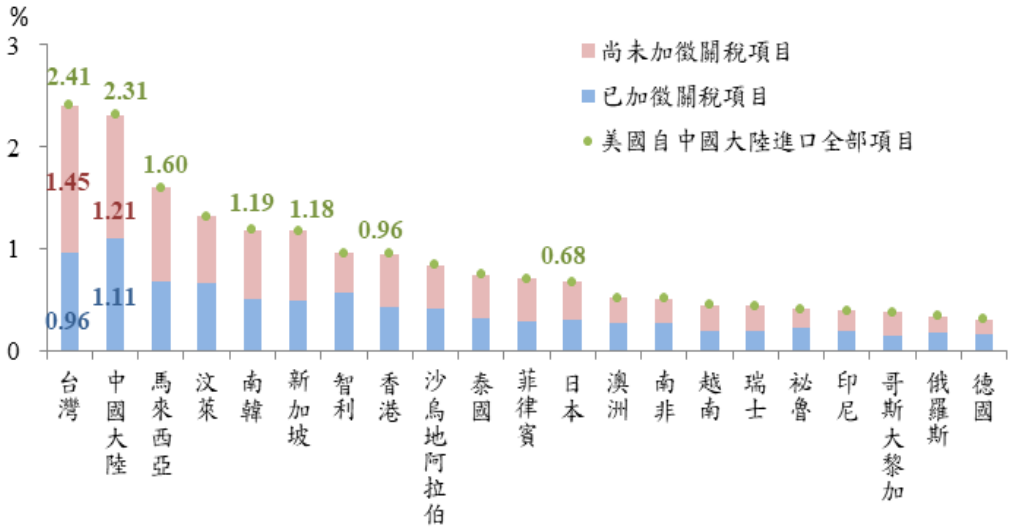
3. 若**美國對中國大陸進口品全面加徵關稅**，外界評估**台灣將受到美中貿易衝突的影響較大**，主要係台灣與中國大陸透過三角貿易與兩岸供應鏈連結密切，加以台灣**經濟規模較小**，內含台灣生產後經中國大陸加工再出口到美國的價值的比重較高(右圖)。

美國與中國大陸互相出口所內含之台灣附加價值比重



資料來源：Holland, Ben and Cedric Sam (2019) "A $600 Billion Bill: Counting the Global Cost of the U.S. – China Trade War," May 28, 2019, Bloomberg.

美國自中國大陸進口加徵關稅產品中，來自主要國家創造的附加價值，占各國 GDP 比重



資料來源：本文根據 OECD-WTO TiVA、美國商務部、Census Bureau 等資料估算

七、金融科技發展與銀行經營型態的演變

科技進步激勵金融創新，帶來機會與風險。傳統銀行雖亦運用科技，提升經營效率，並擴展商品與服務的行銷通路，惟尚無法充分滿足民眾金融服務需求，遂提供科技業者填補銀行服務不足的發展契機，進而逐漸衝擊傳統銀行營運模式，並催化銀行角色的轉變。

本文擬先簡介金融科技的快速發展、銀行經營型態變化、未來銀行可能樣態及面臨的風險；進而引介銀行應用金融科技的發展現況與因應；最後，說明各國主管機關面臨的挑戰及本行因應措施。

(一)金融科技的快速發展

金融科技(FinTech)係指將科技(technology)應用在金融服務(financial services)，據以提升金融服務之效率與創新。近代金融科技日新月異，促成銀行金融業務與服務逐步創新。自全球金融危機發生後，由於大眾對於金融業的不信任感提高、國際金融監理法令趨嚴，以及金融業為降低營運成本等因素，更加速金融科技的發展。

1. 金融科技演進三階段

(1)IMF(2017)[1]研究指出，長久以來金融服務一直受到科技的影響，從 12 世紀的票據交換，到近代的自動櫃員機(ATM)、電子交易、網路銀行(internet banking)、行動銀行(mobile banking)、點對點(P2P)交易及區塊鏈等。2000 年起金融科技創新的速度加快，以往需百年始有創新的金融服務，現在可能不需 10 年，即可以引進新的服務型態。

[1] IMF (2017), “Fintech and Financial Services: Initial Considerations,” June.

(2)Arner, Douglas W.等人研究[2]，金融科技的演進可概分為 FinTech 1.0 至 FinTech 3.0 三階段(表 1)。

表 1 金融科技演進 3 階段：由 FinTech 1.0 至 FinTech 3.0

FinTech 1.0 (1866年~1987年)	FinTech 2.0 (1987年~2008年)	FinTech 3.0 (2009年~目前)
金融業務電腦化，改善人工作業效率	**網際網路興起，虛實通路並行**	**金融科技創新，改變金融服務模式**
• 1866 年完成鋪設跨大西洋海底電纜，促使金融業務國際化。 • 1967 年計算機及自動櫃員機問世。 • 1970 年代初期美國聯邦準備同業資金轉帳及清算網絡(Fedwire)開始採用電子化作業。 • 1980 年代初期起，金融業務逐步朝向電腦化。	• 1987 年商業網際網路服務公司 UUNET 成立，帶動網際網路興起。 • 1995 年第一家純網路銀行在美國成立。 • 多數銀行同時透過虛(網路銀行)實(實體分行)通路提供金融服務。	• 行動應用程式(App)、人工智慧、區塊鏈、雲端運算、大數據[3]及機器人流程自動化等先進科技，逐漸運用於金融服務。 • 金融科技公司及大型科技公司參與提供金融服務，與傳統金融機構形成競合關係。 • 商業模式創新，金融服務行動化及平台化。

資料來源：Arner, D.W.; Barberis, J.N.; Buckley, RP (2016)；本行整理

2. 全球金融危機與金融科技發展

全球金融危機後加速金融科技的發展，主要因**大眾對銀行的不信任**、**國際金融規範趨嚴**及**銀行為了降低營運成本**(次頁表 2)。

[2] Arner, D.W.; Barberis, J.N.; Buckley, RP (2016),"The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?" *SSRN Electronic Journal*, Jan.
[3] 人工智慧(**Artificial Intelligence**)、區塊鏈(**Blockchain**)、雲端計算(**Cloud Computing**)及大數據(**Big Data**)，合稱 **FinTech ABCD**。

表 2 全球金融危機加速金融科技發展原因

原　因	說　明
大眾對銀行的不信任	民眾金融投資大額損失，對銀行產生不信任感，**轉向其他管道尋求金融服務**。
國際金融規範趨嚴	(1) **各國紛紛提高資本及流動性等規範**，銀行因而縮減風險性業務。 (2) **民眾金融服務需求無法獲得滿足**，提供非銀行科技業者參與金融服務的機會。
銀行為降低營運成本	**銀行法遵成本大幅提高，促使其應用新科技**以降低成本及提高效率。

資料來源：本行整理

(二)金融科技發展與銀行經營型態

金融科技的發展與運用，逐漸改變銀行經營型態，由原先以傳統實體分行為主的經營型態，逐漸重視虛擬通路(例如網路銀行與行動銀行)的發展；而金融科技公司(FinTechs)或大型科技公司(BigTechs)參與金融服務，亦逐步侵蝕傳統銀行業務版圖。

1. 從 Bank 1.0 至 Bank 4.0

King (2018)[4]提出銀行由 Bank 1.0 進化到 Bank 4.0 的型態(次頁表 3)。

[4] Brett King (2018),《Bank4.0》, Dec.

表 3 銀行型態的進化：由 Bank 1.0 到 Bank 4.0

Bank 1.0	Bank 2.0	Bank 3.0	Bank 4.0
實體銀行	**網路銀行**	**行動銀行**	**銀行服務無所不在**
實體銀行為主要服務通路，客戶須**臨櫃交易**。	(1) 1990 **年代**起，**個人電腦**及網際網路蓬勃發展。 (2) **網路銀行**業務興起，使金融服務不受時空限制。 (3) 虛擬的網路服務著重於「**支援**」實體通路。	(1) **智慧型手機**使用人口數逐漸增加[5]，促使**行動銀行業務增加**。 (2) **行動支付**與**行動錢包**盛行。 (3) 金融服務更加多元，**銀行不再是一個地方，而是一種行為**。	(1) 結合**智慧裝置**及**人工智慧**等技術，**提供融入日常生活且互動的金融服務**，不受時間與地域限制。 (2) 分析消費行為及應用情境，即時提供更好的理財與消費建議，**提升其對金融服務的情感依賴及黏著度**。 (3) **未來銀行服務(banking)可能不在銀行(bank)**。

資料來源：King (2018)；本行整理

2. 金融科技公司與大型科技公司崛起

過去 10 年間，FinTechs 及 BigTechs 逐漸崛起，填補傳統金融服務不足的缺口。「經濟學人」[6]指出，FinTechs 針對傳統銀行服務不足領域及數位原生世代的年輕人，提出新型態營運模式，在網路平臺提供貸款、理財及支付等

[5] Statista 網站 (https://www.statista.com/statistics/203734/global-smartphone-penetration-per-capita-since-2005/)估計，全球使用**智慧型手機人口數**占比將自 2014 年之 **21.6%**，逐漸上升至 2021 年 **40%**。

[6] The Economist (2019), "Special Report：Banking," 2nd May

金融服務，近年發展漸趨蓬勃，而全球 BigTechs 亦擴大經營面向，競相提供整合性金融服務。

FinTechs 及 BigTechs 之競爭利基及對傳統銀行產生不同程度的影響[7]如下：

(1)FinTechs[8]：自科技行業切入金融服務領域，提供服務類型包括技術支援(例如數據探勘)、金融服務(銷售商品)及加值服務(金融商品比價)等 3 類，惟因資本相對欠缺，**多專注於利基業務**(例如網路借貸)，與現有金融機構**多呈互補或相互合作**。

(2)BigTechs：例如谷歌(Google)、蘋果(Apple)、臉書(Facebook)及亞馬遜(Amazon)等業者，因擁有**雄厚資源**及**高知名度**，得**運用其先進科技**與**廣大客戶網路**，除提供**客製化**的服務，還得透過與其他商業用途**交叉補貼(cross-subsidisation)**的方式，提供低價(甚至免費)的金融服務，逐漸侵蝕傳統銀行業務。另媒體報導，Facebook 於 2019 年 6 月 18 日宣布將發行密碼通貨「Libra」，提供用戶支付服務[9]。

(三)未來銀行可能的樣態及面臨的風險

1. 未來銀行的可能樣態

巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)(2018)報告[10]指出，在金融科技持續創新，以及外來競爭者挑戰壓力下，未來銀行可能出現**改良型銀行(better bank)**、**新型銀行(new bank)**、**分散式銀行(distributed bank)**、**委託型銀行(relegated bank)**及**去中介化銀行(disintermediated bank)**等 **5 種**樣態(次頁圖 1)。

---

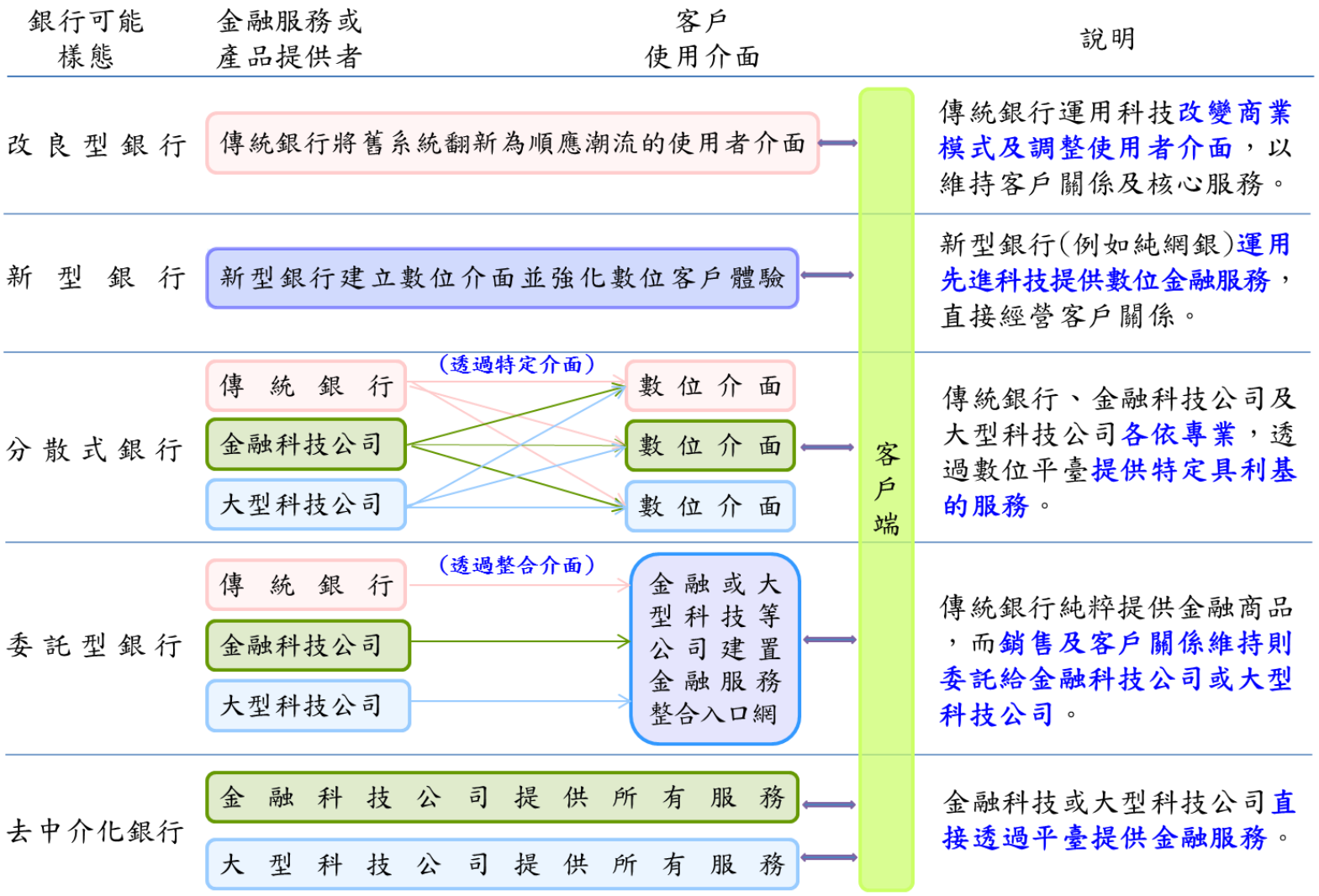
[7] Efma-Infosys Finacle (2017) 調查，在金融科技盛行下，傳統銀行認為最大競爭威脅來自 BigTechs、FinTechs 及小型純網路銀行(以下稱純網銀) (Efma-Infosys Finacle (2017),"Digital Banking Report: Innovation in Retail Banking 2017)。

[8] 依據「2018 年世界金融科技報告」(World Fintech Report 2018)，至 2017 年第 3 季，全球已有超過 7,500 家 FinTechs，募集資本達 1,098 億美元以上(FinTech Technology Partners (2017), "FT Partners Quarterly FinTech Insights and Annual Almanac: Q3 2017 FinTech Insights," Dec.)。

[9] The Guardian (2019), "Libra: Facebook launches cryptocurrency in bid to shake up global finance," Jun. 18。

[10] BCBS (2018),"Sound Practices：Implications of Fintech Developments for Banks and Bank Supervisors," BCBS Publication, Feb.。

圖 1 未來銀行可能的樣態



資料來源：BCBS (2018)；中央銀行(2019)，「銀行型態的轉變、問題與挑戰—兼論金融科技公司的管制議題」，內部研究報告，3 月

2. 未來銀行可能面臨的風險

金融科技持續發展，銀行商業模式、商品結構、行銷通路及作業處理逐漸出現變化，由於金融科技不斷創新，其技術複雜性與交易瞬間完成，銀行恐將面對**未知風險(unknown risks)**。基本而言，未來銀行可能面臨的風險類型，主要有**策略與獲利風險、作業風險、法遵風險、外包風險、網路安全風險**及**流動性風險**(表 4)等。

表 4 未來銀行可能面臨之風險

風險類型	說　　明
策略與獲利風險(strategic and profitability risk)	• FinTechs 及 BigTechs 的加入，恐使**銀行獲利下降及喪失客戶關係**。 • 銀行為避免營收與獲利衰退之衝擊，可能**轉向承作高風險業務，增添更多風險**。
作業風險(operational risk)	• 金融市場參與者對資訊科技的**相互依賴度提高**，可能使一般資安事件擴散成**系統風險**。 • 當 BigTechs 市占率過高，可能產生**新的太大不能倒(too big to fail)**問題。
法遵風險(compliance risk)	• 銀行與未受金融監管之 FinTechs 或 BigTechs 合作，因該等公司**法遵意識相對薄弱**，提高違反金融法令(例如洗錢防制)風險。 • 大數據運用及委外作業增加，提高**違反個資保護法規**的風險。
外包風險(outsourcing risk)	• 當多個機構參與金融服務提供，誰應為該項業務行為負責，可能有模糊地帶。 • 金融體系高度倚賴**少數大型公司提供的第三方服務，將聚積成集中度風險**。
網路安全風險(cyber risk)	• 金融服務提供者日愈依賴應用程式介面及其他新科技，**可能導致銀行系統更易透過網路遭受攻擊**。 • 大量敏感性資料暴露不同存取管道，增加**個人與業務機密資料外洩風險**。
流動性風險(liquidity risk)	• 新科技使客戶可快速在不同銀行及帳戶間移轉資金，導致**客戶忠誠度降低**及**資金**波動**度提高，**提高銀行流動性風險。

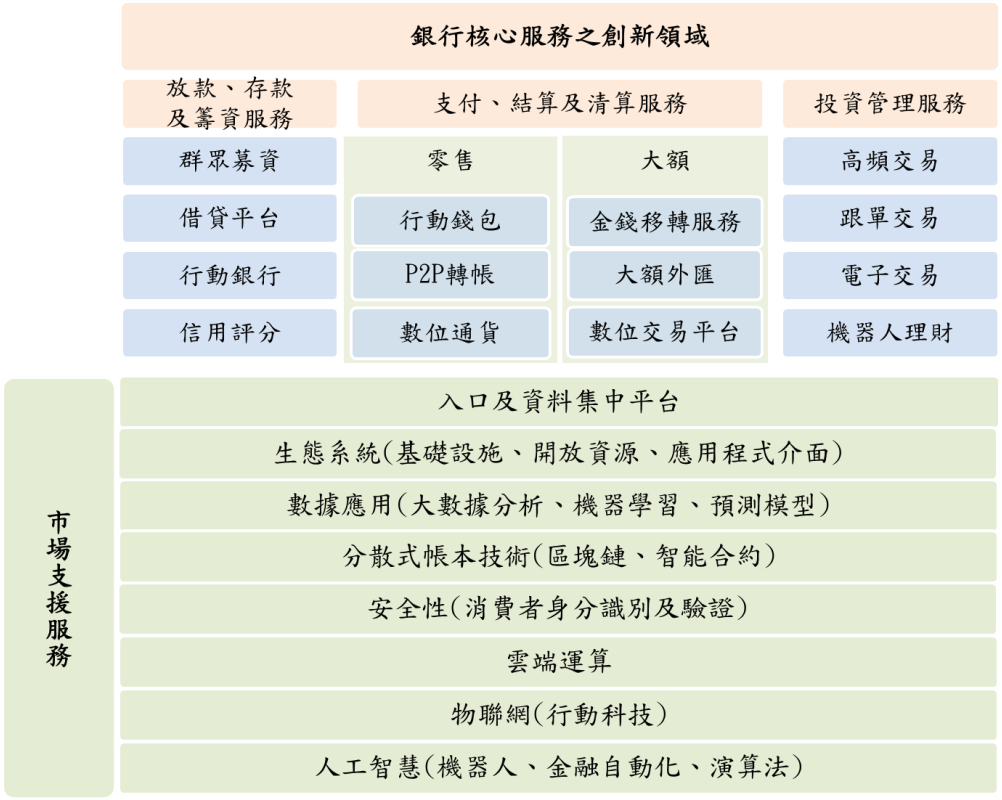
資料來源：BCBS (2018)；本行整理

(四)銀行因應金融科技的發展現況與挑戰

1. 全球銀行核心業務的創新領域

BCBS (2018)報告[11]指出，金融科技在銀行核心服務之創新領域，包括**存放款與籌資服務**、**支付與結清算**及**投資管理服務**等三大領域。相關金融科技例如大數據分析、雲端運算或人工智慧等非專屬於特定金融部門之市場支援服務，對觸動金融科技發展與創新亦扮演重要的角色(圖 2)。

圖 2 當前銀行運用金融科技於核心業務之創新領域



資料來源：BCBS (2018)

2. 本國銀行運用金融科技於金融服務現況

多家本國銀行已積極運用金融科技推動金融服務創新，提供金融消費者更便利的服務(次頁圖 3)，以滿足消費者需求。

(1)行動支付

① 資策會產業情報研究所(MIC)調查[12]，107 年我國**行動支付普及率**已達 **50.3%**，反映行動支付已成為國人日常支付的重要工具。

[11] 同註 10
[12] https://mic.iii.org.tw/IndustryObservations_PressRelease02.aspx?sqno=504

② 部分銀行已與其他業者合作推出 LINE Pay、Apple Pay、街口支付、Google Pay、台灣 Pay 等行動支付服務。

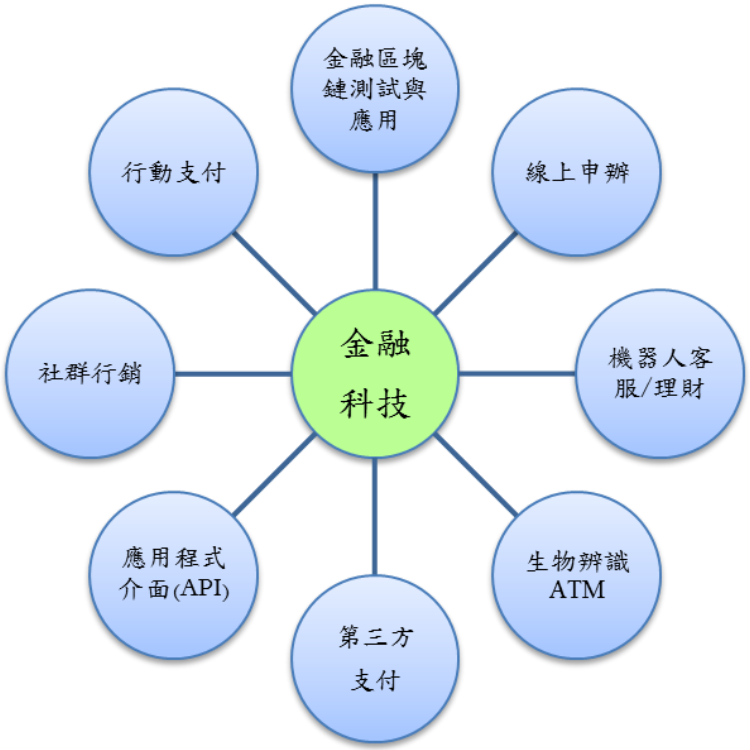
(2)開放應用程式介面(application programming interface, API)[13]

① 數家銀行陸續透過釋出 API 方式與金融科技業者、中小企業或購物網站業者合作。

② 銀行藉由跨業合作，提供民眾繳費、行動支付、信用卡特約商店活動查詢、紅利點數兌換消費及協助商家身分認證等服務。

(3)此外，部分銀行亦推出**線上申辦**、**機器人客服/理財**、**生物辨識 ATM**、**第三方支付**、**社群行銷**及**金融區塊鏈之測試應用**[14]等業務，提供金融者多元化之金融服務。

圖 3 本國銀行業運用金融科技創新服務現況



資料來源：本國銀行網站；本行整理

3. 本國銀行因應金融科技發展挑戰的策略

本國銀行為因應金融科技帶來之挑戰，可從**經營策略與組織文化**、**金融科技人才**、**金融消費者需求**、**風險控管與消費者保障**及**提升競爭力**等 **5 大面向**，採取適當因應策略(表 5)。

[13] API 是定義不同應用程式間互動方式之協定，通常用於協助資訊交換，類似銀行與第三方服務提供者(third-party service provider, TSP)間資訊傳輸的橋樑，以銀行服務為例，假設有數家銀行開放了申請購買理財商品或服務的 API，TSP 可以開發一個新的應用程式(APP)，利用 API 建立新的平台，用戶可在 APP 系統畫面查閱與比較這些銀行的服務資訊，亦可在 APP 內直接購買相關產品或服務。**建立開放 API 之格式標準與資安控管機制是推動「開放銀行」(Open Banking)業務之基礎工程**。

[14] 除本國銀行外，財金資訊公司亦已進行金融區塊鏈之研究與應用，包括「個人金融(公益捐款)及企業金融管理」、「金融區塊鏈函證服務」等。

表 5 本國銀行面對金融科技挑戰之因應策略

因應策略	說　明
1.靈活調整經營策略與組織文化	**適時調整經營策略及組織文化，靈活因應外來挑戰**。
2.培育金融科技人才	**培育**或**招募**資訊系統、資料分析及介面設計等人才。
3.快速因應金融消費者需求	(1)**強化實體與虛擬通路**，提供即時且多元化服務，增加客戶信任及黏著度。 (2)與金融科技業者**進行策略性合作**，合作開發金融服務市場。
4.強化風險控管與消費者保障	(1)開發服務或提升現有服務效率時，先**釐清商業模式可能衍生的風險，並建立相應控管機制**。 (2)轉變為**以消費者為中心**之保護機制，並強化金融商品**的資訊揭露及消費者權益(例如個資隱私)保障措施**。
5.提升競爭力	(1)利用既有品牌價值、客戶網路及多元化通路，**提升金融服務品質，提高客戶滿意度**。 (2)實體分行縮減[15]，應及早思考因應**人員配置調整及再訓練轉型問題**。

資料來源：本行整理

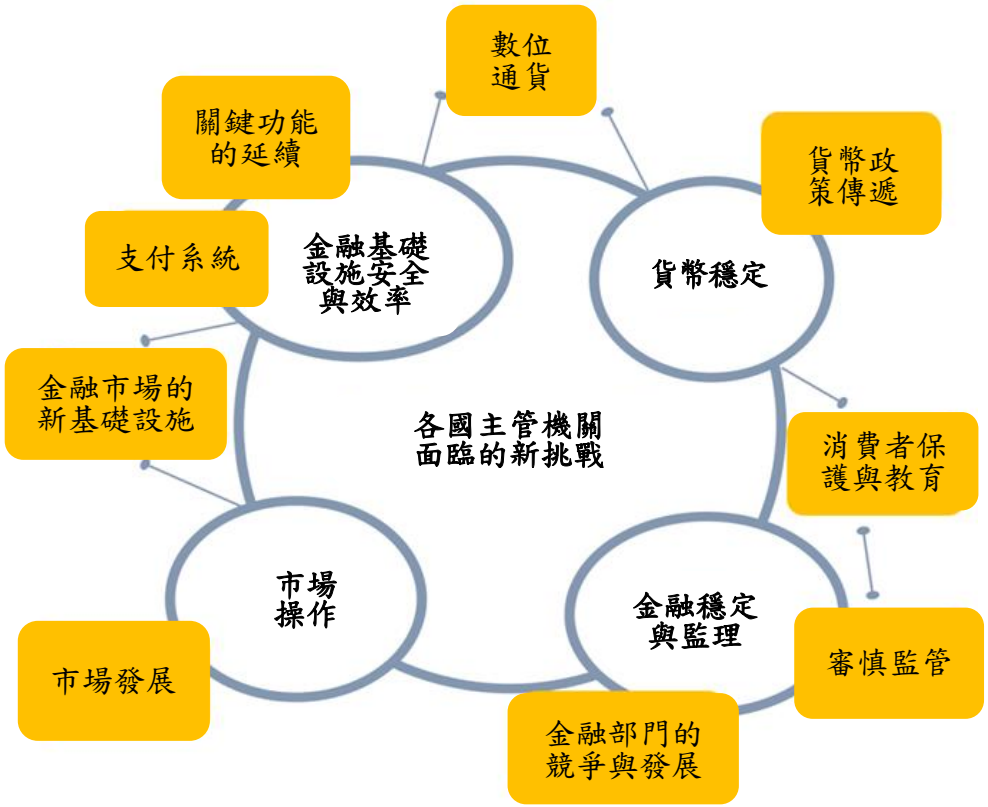
[15] BCBS (2018)認為，未來純網銀若成長至相當規模，傳統銀行將面臨客戶流失、收益下降及資金流出等影響，不利其穩健經營。若傳統銀行業務進一步受到侵蝕，將使實體分行價值下降。

(五)各國主管機關面臨的挑戰及本行因應措施

1. 各國主管機關面臨的新挑戰

在銀行經營型態持續演進下，各國主管機關[16]亦面臨新的挑戰，包括**金融基礎設施安全與效率、貨幣穩定、金融穩定與監理及央行市場操作**等[17](圖 4)。

圖 4 各國主管機關面臨的新挑戰



資料來源：Center for Latin American Monetary Studies (2017)。

2. 本行因應金融科技發展的措施

本行已成立「**數位金融研究小組**」，下設「央行數位貨幣(CBDC)研究計畫專案小組」及「金融科技工作小組」[18]，積極研議應用金融科技於本行業務的可行性或進行概念驗證，已採行或規劃採行的措施如下：

(1)督促建構行動支付基礎設施

① 自 106 年起督促財金公司偕同金融機構推出 **QR Code 共通支付標準**，提供轉帳、繳費、繳稅及消費

[16] 主要國家金融主管機關負責有關金融市場發展、審慎監理，以及消費者保護與教育等業務。我國金融主管機關為金管會，主管金融市場及金融服務業之發展、監督、管理及檢查業務；本行則主管有關貨幣、信用、外匯政策及支付系統等業務。

[17] Center for Latin American Monetary Studies (2017)," FinTech: Key Issues and Challenges for Central Banks," Aug.24

[18]「數位金融研究小組」成立於 105 年 2 月，並於 108 年 5 月重新調整小組架構，下設「央行數位貨幣(CBDC)研究計畫專案小組」，負責 CBDC、區塊鏈與電子支付等業務研究，以及「金融科技工作小組」，負責人工智慧、大數據及監理科技(SupTech)等相關業務研究。

扣款等多元服務，便利民眾日常支付[19]。

② 促請財金公司**建構跨機構共用平台**，非銀行機構可加入該平台並採用 QR Code 共通支付標準，讓非銀行機構與金融機構間交易訊息得以互通，便利商家及消費者採取多元的支付選擇。

(2)適切調整網路銀行管理機制

① 加強監控非營業時間流動性變化

因應網路銀行資金波動度較高之特性，本行將**加強監控網路銀行之流動性**，尤其在銀行**非營業時間**的變化，俾適時採取因應措施。

② 放寬「跨行專戶」日終餘額抵充存款準備金上限

因應網路全日交易的跨行支付需求，本行對銀行開立之「**跨行專戶**」**日終餘額得抵充存款準備金之比率上限，由 4%提高至 8%**[20]，充裕金融機構清算資金。

③ 妥適管理純網銀之外匯業務

因應純網銀設立，本行**訂定純網銀申請為外匯指定銀行之資格條件**[21]，並將對純網銀申辦外匯業務**辦理實地查核**，確認其能有效遵循並落實外匯法規。

---

[19] 至 108 年 3 月止，QR Code 共通標準之行動支付累計交易金額已達 246 億元。

[20] 自 108 年 1 月 4 日起提高，至 108 年 3 月底止，全體銀行日均留存該專戶餘額達 792 億元，較 107 年平均餘額增加 300 億元，**可抵充存款準備金之比率尚未超過 6%**，顯示目前 8%之抵充比率足以支應跨行支付交易所需。

[21] 本行於 108 年 2 月 15 日修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」相關規定。

(3)研議應用新科技於本行業務

① 研究運用區塊鏈

- 陸續針對銀行間**代收代付業務(ACH)、電子支票**及**債券清算交割作業**，進行區塊鏈的**概念驗證**。
- 成立專案小組，研究應用區塊鏈技術於 **CBDC 之可行性**。
- 督促財金公司推出**金融區塊鏈函證服務**。

② 研議運用新科技於貨幣政策分析

- 應用頻率較高且較為即時的**大數據**，甚至採用人工智慧等技術，來協助本行更**有效地預測**、分析經濟金融狀況，包括**經濟成長率**、**通膨率**及**失業率**等。
- 結合股市、匯率、利率等金融資料，以及房地產、信用等相關變數，編製**混頻金融情勢指數**，作為**訂定貨幣政策之參考指標**。

③ 應用新科技以強化監理作業

- 利用信用大數據資料，**建構本國銀行信用風險值模型**，以利掌握金融機構信用風險。
- **建置外匯統計分析資訊系統**，研析我國外匯市場運作及收支狀況，以掌握資金移動長期變動趨勢。

(六)結語

金融科技不斷創新及金融環境持續改變，促使銀行經營型態在最近數年發生明顯變化，**金融服務功能與民眾日常生活亦逐漸緊密結合且層面擴大**。FinTechs 或 BigTechs 進入金融服務領域，**除須提高法遵意識及風險管理機制外**，落實「負責任的創新」係必要的經營守則。

傳統銀行積極因應金融環境變化的挑戰，除靈活調整其經營策略與組織文化、應用新科技以因應消費者需求多元且快速變化外，亦須**留意可能衍生之未知風險並預為綢繆**。

因應金融科技快速發展，**本行已成立研究小組**密切關注金融科技發展，並**督促財金公司建構行動支付基礎設施**、**適切調整網路銀行相關管理機制**，以及**嘗試應用新科技於本行政策分析、業務操作**及**監理作業**，期掌握金融科技對金融體系造成之影響。