
理監事聯席會議
議事錄摘要

108年6月20日

中央銀行

中央銀行第 19 屆理事會第 18 次理監事聯席會議

議事錄摘要

時 間：108 年 6 月 20 日下午 2 時

地 點：本行主大樓 A606 會議室

出 席：理事會主席：楊金龍

常 務 理 事：蘇建榮 沈榮津 嚴宗大

陳南光 梁明義

理 事：陳吉仲 李成家 雷仲達

林金龍 朱美麗 黃朝熙

劉碧珍 陳旭昇 康信鴻

監事會主席：朱澤民

監 事：鍾經樊 林勝堯 曹添旺 鄭桂蕙

列 席：業務局局長陳一端 發行局局長施遵驊

外匯局局長顏輝煌 國庫局局長陳玉敏

金檢處處長蕭翠玲 經研處處長林宗耀

秘書處處長梁建菁 會計處處長黃桂洲

人事室主任洪志誠 法務室主任吳坤山

理事會秘書胡至成 監事會秘書張玉敏

主 席：楊金龍

討論事項：國內外經濟金融情勢與本行貨幣政策，提請討論。

壹、國內外經濟金融情勢¹

經濟研究處說明：

一、國際經濟金融情勢

本(2019)年3月本行理事會會議以來，受美中貿易衝突升溫、高債務國家金融脆弱性上升、英國脫歐延宕及地緣政治緊張等因素影響，國際機構預測本年全球經濟成長率低於上(2018)年。由於預期全球貿易情勢緊張、經濟成長趨緩，亦普遍預測本年全球貿易量成長率下降。

5月以來，在美中貿易爭端擴大，全球經貿成長放緩背景下，預期本年主要經濟體經濟成長率均低於上年。由於本年全球經濟成長可能趨緩，且預期國際油價略低於上年，國際機構預測本年全球及多數經濟體通膨率較上年為低。

主要經濟體貨幣政策動向方面，美、歐、日等先進經濟體維持政策利率不變，且貨幣政策立場趨向寬鬆。4月以來，部分亞太地區央行降息，以激勵經濟成長。

國際金融市場方面，5月以來，因美中貿易衝突再度升溫，全球股市漲勢受挫；資金則撤出新興市場，美元走強，人民幣等新興市場貨幣走弱。受到全球經濟展望不佳且通膨溫和，加以主要央行貨幣政策立場趨向寬鬆，市場避險情緒升溫等影響，資金流入公債市場，主要國家10年期公債殖利率跌至近年低點。

¹ 請參見附件「國內外經濟金融情勢分析」。

綜整影響全球經濟下行風險升高的不確定性因素主要包括：
(一)美中貿易衝突加劇，後續談判進展，將影響全球經濟前景；(二)英國可能無協議脫歐，加以義大利財政健全疑慮，歐洲政經不確定性仍高，不利其金融穩定；(三)美國與中國大陸非金融企業債務高，全球金融脆弱性上升，恐危及國際經濟金融發展；(四)地緣政治風險加劇，不利全球經濟前景。

二、國內經濟金融情勢

(一) 經濟情勢

本年迄今景氣動能仍緩；景氣信號分數已連續 4 個月呈黃藍燈，領先指標雖上升，惟同時指標持續下跌，顯示景氣發展態勢並非十分明朗，未來景氣變化仍須密切觀察。

整體而言，由於政府擴大內需政策有助支撐經濟成長動能，加以上年同期基期較低，本年經濟成長可望逐季回溫。本行預測下半年經濟成長 2.36%，略優於上半年之 1.73%；全年經濟成長 2.06%，內需仍為驅動本年經濟成長的重要來源。惟美中貿易談判進展，將是影響未來經濟成長的重要變數。

就 GDP 支出組成項目觀察，外需方面，受美中貿易摩擦、全球經濟成長趨緩等因素影響，本年 1 至 5 月出口衰退。展望下半年，雖外需仍弱，惟受新興商機、部分轉單效應等影響，輸出成長可望回溫；本行預期全年實質輸出溫和成長。

內需方面，由於機械設備與營建工程持續成長，加以政府推動前瞻基礎建設、台商回台投資等計畫之帶動，本行預期本年實質民間投資穩定成長。民間消費方面，國內景氣趨緩，廠商獲利下降，

薪資成長動能略緩，加以消費者信心滑落，本行預期本年實質民間消費成長略低於上年。

勞動市場情勢尚屬穩定，本年 1 至 4 月，失業率較上年同期略升，經常性薪資成長略緩；惟就業人數則持續增加。

(二) 金融情勢

本年 5 月以來，因外資淨匯出及稅款繳庫等影響，市場資金情勢略緊，短期利率略升，本行彈性調節，近月銀行平均超額準備維持在 4 百餘億元。與主要經濟體相較，考量通膨後之實質利率，台灣仍屬居中。國內 10 年期公債殖利率主要隨美債殖利率下滑；國際美元走強，致新台幣對美元匯率貶值，國內金融情勢仍屬寬鬆。

至於國內貨幣信用，在貨幣供給方面，本年 1 至 5 月 M2 平均年增率為 3.25%，維持於目標區內成長。受景氣趨緩影響，1 至 5 月銀行放款成長減緩；惟放款與投資平均年增率為 5.14%，仍略高於上年同期之 4.93%，顯示市場流動性充裕，足以支應實質經濟活動所需。

本年初以來，房市交易量增加，房價持續上揚；不動產授信方面，購屋貸款年增率緩步上升，建築貸款則受建商積極推案影響，近月年增率續創近年新高；目前房貸資產品質仍屬穩定。

展望未來，雖然全球經濟存在下行風險，惟政府推動台商回台投資，以及積極執行前瞻基礎建設計畫，預期本年銀行放款與投資將溫和成長。

(三) 物價情勢

5月下旬，美國原油庫存及產量增加，加以美中貿易衝突升溫影響全球原油需求，國際油價下滑；預期本年平均油價略低於上年。近來因美國產區天候不佳，穀物播種進度嚴重落後，致全球穀物價格反轉走升。

國內物價方面，本年初，通膨率維持低檔，3月以後因國際油價上揚，加以蔬菜價格受天候影響走高，CPI年增率逐月上升，至5月為0.94%；核心CPI年增率則為0.62%。1至5月平均CPI及核心CPI年增率分別為0.51%、0.49%，皆屬溫和。

展望下半年，考量颱風季節來臨，蔬果等食物類價格漲幅將擴大，預期CPI年增率高於上半年。至於攸關國內整體通膨壓力之產出缺口，因經濟成長走緩，致負的產出缺口略微擴大。由於全球經濟展望向下，預期本年國際原油價格將略低於上年，加以國內需求溫和，本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別為0.87%、0.76%；國內機構及國外機構預測台灣本年CPI年增率之中位數則分別為0.83%及0.88%，通膨展望平穩。

至於影響未來國內物價走勢之主要因素：上漲壓力包括近來豪大雨及颱風季節來臨，蔬果等食物類價格恐受影響；年初基本工資調升，將帶動薪資、外食費及相關服務類價格逐漸上揚。下跌壓力則包括本年國際原物料價格將低於上年、電話接續費率調降，行動通訊費率可能持續走低、國內產出缺口仍為負值等。

三、貨幣政策考量因素

(一) 當前國內物價漲幅和緩，本年產出缺口負值略微擴大，通膨展望穩定。本年1至5月CPI及核心CPI平均年增率分別為0.51%及0.49%；本行預測全年分別為0.87%及0.76%。

(二) 全球經濟雖潛藏下行風險，惟在內需支撐及基期較低下，預期下半年國內經濟成長高於上半年，全年景氣力道仍屬溫和。本行預測本年下半年經濟成長 2.36%(上半年為 1.73%)，全年為 2.06%；惟美中貿易談判後續發展，將是影響經濟成長的重要變數。

(三) 與主要經濟體相較，國內實質利率水準仍屬居中。

貳、貨幣政策建議與決議

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

二、理事一致同意維持政策利率不變，與會理事討論意見摘要如下：

(一) 國內外經濟金融情勢相關討論

國內外經濟情勢方面，**數位理事**關注美中貿易衝突對國內經濟發展之影響。**有位理事**表示，近期主要預測機構對本年國內經濟成長率下修幅度均屬有限，多數預測值大抵維持在 2%，惟亦有機構下修至 2% 以下。當前預測機構尚未完整考量美中已實施及後續將實施之加徵關稅措施對國內經濟之影響；且若未來美中貿易衝突持續擴大，或對中國經濟制度構成挑戰時，值得思考其對國內經濟之正、負面影響。

另位理事指出，美中貿易摩擦對台商形成重大壓力，而將高階產業移回台灣，中低階產業則移往新南向國家；在本年不確定性甚高情況下，為期台商回台投資能順利到位，政府積極協助台商排除投資障礙，並搭配優惠措施，期能帶動國內投資及增加就業機會。

有位理事亦認為，美中貿易衝突對企業界影響既大且快，惟在政府迅速政策因應下，反而形成機會，帶動許多台商資金回流；過去很多台商製造的產品將變成台灣製造，有利國內整體產業供應鏈發展。

有位理事則指出，受到美中貿易衝突催化，以及 OECD 規範「共同申報及盡職審查準則」(Common Standard on Reporting and Due Diligence for Financial Reporting Standard, CRS)實施的影響，廠商回流意願增加，資金將進入國內；惟因法規規範資金大部分須投入實質投資，且台商回台投資之部分資金來自國內金融體系借貸，對金融市場可貸資金的後續影響值得觀察。

國內物價方面，**有位理事**認為，近期水災與之前的暖冬，除影響少數水果外，對多數蔬果均無影響，且預期秋行軍蟲亦不致對當前及未來國內農產品價格造成太大的影響。

國內金融方面，**數位理事**對國內房市發展表達看法。**有位理事**認為，2018 年建物買賣移轉棟數仍較 2013 年之移轉棟數少近 10 萬棟，且近年餘屋仍持續累積，加以新推案銷售率不佳，餘屋去化壓力仍高。目前房市價漲量增，實屬回溫現象，係回復至正常水準，並非價量的過度膨脹；房貸持續增加，則多屬自住型房貸。至於本年以來，商用不動產及工業用地交易明顯成長，主要受台商資金回流影響。

另位理事表示，近期建築貸款及購屋貸款成長率約達 7、8 年以來新高，新建或中古屋房價雖未明顯大幅上漲，但已持續多季緩慢成長；又近期金融機構開始削價競爭，衝刺房貸現象，宜密切關注房地產市場發展，以及銀行放款集中度變化，在房價上漲的預期

形成前，採行適當措施。

(二) 貨幣政策相關討論

全體理事均贊同政策利率維持不變，主要係基於國際經貿前景不確定性高，國內經濟成長動能和緩，通膨展望平穩等考量。其中，**有位理事**表示，美中貿易衝突對國內景氣帶來很大的不確定性，在當前及未來物價均穩定的情況下，本行宜維持政策利率不變，採行寬鬆貨幣政策；並持續協助廣大的中小企業融資，發揮安定的效用。**另位理事**認為，考量當前國際經濟情勢存在諸多不確定性，國內經濟情勢傾向低迷，以及主要國家大抵維持政策利率不變的情況下，宜靜觀其變，故贊同本行維持利率不變。

有位理事支持利率維持不變，並表示國內產出缺口擴大，通膨緩和，加以美國及其他主要國家均未調整利率，本行則無理由先行調整利率。台灣係小型開放經濟體，國際資金自由流動，國內貨幣政策的變動將影響新台幣與主要貿易國間匯率的穩定；因此，制定貨幣政策宜密切關注美國及主要競爭對手國的貨幣政策走向，及其匯率變動情形。

另位理事則表示，自上次理事會議迄今，國內經濟成長相對穩定，物價亦平穩，加上國內外不確定性增加，故無調升政策利率的理由。而國內利率已在低檔，若再調降政策利率，激勵經濟效果不佳，故無降息的理由。目前維持政策利率不變係最佳決策。

有位理事亦贊成利率暫時維持不變，主要係考量國內外經濟金融情勢的不確定性，國內經濟動能不足，產出缺口負值仍在擴大，以及當前通膨溫和，未來通膨展望亦屬穩定，故無升息的理由。至於降息，基於美國及主要央行仍在考量，本行宜俟機而動，視未來

發展再做決定。

另位理事則指出，下半年國內經濟成長率將逐季回升，惟主要機構預測全年經濟成長率僅約 2%，此經濟表現將不足以支撐升息。但目前亦無調降利率的必要，儘管美中貿易衝突可能擴大，部分央行開始調降政策利率，惟考量國際經貿不確定性高且起伏大，建議先保留貨幣政策空間，等未來須要時再調整利率，故贊同利率維持不變。

多位理事均贊同政策利率不變之同時，也表達未來貨幣政策考量因素之看法。其中，**有位理事**指出，貨幣政策對短期景氣的影響，實屬被動的情況，端視廠商投資、財政政策等實際支出而定。日本央行自 1992 年以來，考量經濟不景氣，維持寬鬆貨幣政策，惟 30 年來經濟仍未改善；顯示貨幣政策短期效果不佳，長期低利率則恐有不利影響。因此，本行決策過程，宜同時考量短期因素及觀察長期因素。

另位理事亦認為，全球金融危機以來，主要經濟體採行量化寬鬆(QE)政策，利率維持低檔，致貨幣政策在面臨短期經濟波動時無法發揮效果；惟不可能一直維持低利率，貨幣政策仍需由長期觀點思考。**有位理事**表示，長期之經濟成長預測的變動，是思考貨幣政策決策的重要方向之一。

有位理事指出，目前國內利率已低，未來若 Fed 降息，本行宜思考降息的效果。貨幣政策的有效性問題，部分來自利率已低，國內銀行體系資金長期以來寬鬆，部分則反映貨幣政策工具的有效性，未來可思考其他貨幣政策工具的可能性。

另位理事則表示，日本自 1992 年以來數度採行寬鬆貨幣政策

及擴張性財政政策，惟該國經濟逢反彈之際，多遇不利事件，且存在結構性因素，致僅產生部分效果。貨幣政策並非萬靈丹，有其侷限性，尤其是全球化之後，貨幣政策的有效性更降低，因此貨幣政策應與財政政策及結構性調整搭配運用，方為有效。

有位理事指出，自 2008 年以來，低利率已成全球現象；未來 Fed 可能降息，本行制定貨幣政策宜考量對民間消費及超額儲蓄的影響。**另一位理事**則表達，本行制定貨幣政策，係衡酌產出、物價及國內外經濟金融情勢變化，難以針對特定族群而調整利率政策。要提振民間消費，對儲蓄者而言，宜由提高其薪資所得及提升儲蓄報酬率兩方面著手，方易見到成效。就提升儲蓄報酬率而言，國人資金多配置在低風險的存款及保單，可藉由加強金融理財教育、提升政府退休基金的報酬率與促進資產管理產業的生產力等三管道，使儲蓄透過更有效的資產配置，來增加資金收益。

有位理事進一步說明，貨幣政策影響層面大，包括影響消費、投資、跨國資金流動，以及通膨等多個層面。當前政府已推動刺激景氣方案，包括產業政策、經濟政策；未來，本行可考慮與其他部會的政策密切搭配，則貨幣政策可能有多一點揮灑的空間。

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

贊 成：楊金龍 蘇建榮 沈榮津 嚴宗大 陳南光
梁明義 陳吉仲 李成家 雷仲達 林金龍
朱美麗 黃朝熙 劉碧珍 陳旭昇 康信鴻

反 對：無

參、新聞稿

全體理監事一致同意，於會後記者會發布新聞稿如下；另本行撰擬之「央行理監事會後記者會參考資料」併同新聞稿發布。

中央銀行理監事聯席會議決議

一、國際經濟金融情勢

本(2019)年 3 月本行理事會會議以來，全球景氣持續趨緩，貿易成長下滑；復以美中貿易衝突升溫、英國脫歐進程延宕等影響，國際金融市場動盪，經濟下行風險加大，國際機構普遍下修本年全球經濟及貿易量成長預測，主要經濟體貨幣政策立場多趨於寬鬆。

展望未來，美中貿易衝突及美國與其他經濟體間貿易爭端之後續發展、高債務經濟體之金融脆弱性上升、英國脫歐僵局、地緣政治緊張情勢，以及國際原油價格波動等不確定性因素甚多，恐進一步衝擊全球經濟成長。

二、國內經濟金融情勢

(一) 年初以來，由於全球經貿不確定性持續升高，國際景氣降溫，衝擊國內出口，且台股隨國際股市波動加大，影響消費信心，致經濟成長趨緩。1 至 4 月平均失業率較上年同期略升，薪資成長略緩；惟就業人數持續緩增，勞動市場情勢尚屬穩定。

至於下半年，雖然預期國際需求仍弱，惟美中貿易衝突帶來部分轉單效應及基期較低之影響，出口成長略升；加以政府推動擴大內需政策，有助民間消費與投資。本行預測下半年經濟成長 2.36%(上半年為 1.73%)，全年為 2.06%；惟美中貿

易談判進展，將是影響經濟成長的重要變數。

- (二) 本年 1 至 5 月消費者物價指數(CPI)平均年增率為 0.51%，不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則為 0.49%，漲幅和緩。

考量颱風季節來臨，蔬果等食物類價格恐受影響，預期下半年 CPI 年增率高於上半年；惟全球經濟展望向下，預期本年國際原油價格略低於上年，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% 及 0.76%(詳附表 1)。

- (三) 本年 1 至 5 月準備貨幣及貨幣總計數 M2 平均年增率分別為 6.40% 及 3.25%；同期間，銀行放款與投資平均年增率為 5.14%。

近月因外資淨匯出及稅款繳庫，市場資金情勢略緊，短期利率略升，本行彈性調節，銀行超額準備維持在 4 百餘億元水準；國內 10 年期公債殖利率主要隨美債殖利率下滑；國際美元走強，致新台幣對美元匯率貶值，國內金融情勢仍屬寬鬆。

三、本行理事會一致決議維持政策利率不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量當前國內物價漲幅和緩，本年產出缺口負值略微擴大，通膨展望穩定；全球經濟雖潛藏下行風險，惟在內需支撐及基期較低下，預期下半年國內經濟成長高於上半年，全年景氣力道仍屬溫和；益以國內實質利率水準與主要經濟體相較，亦屬居中(詳附表 2)，本行理事會認為維持政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，有助物價穩定及整體經濟金融穩健發展。

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

鑑於國際間存在諸多不確定性，本行將密切注意主要經濟體貨幣政策動向、美中貿易談判後續發展、地緣政治風險，以及全球金融市場變化等對國內經濟金融情勢之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行之法定職責。

四、近期國際資金快速移動，各國金融市場波動擴大，台灣亦然；惟新台幣對美元匯率波動幅度低於其他主要幣別。

新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附表 1 台灣當前通膨及通膨展望

單位：%

預測機構		當前通膨	通膨展望	
		2019 年 1-5 月	2019 年 全年(f)	
國內機構	主計總處(2019/5/24)	0.51 (CPI) 0.49 (核心 CPI*)	0.71	國內機構預測 <u>中位數</u> 0.83%
	台經院(2019/4/25)		0.80	
	台綜院(2019/6/14)		0.83	
	中經院(2019/4/17)		0.83	
	中央銀行(2019/6/20)		0.87 (CPI) 0.76 (核心 CPI*)	
國外機構	HSBC(2019/6/13)	0.30	國外機構預測 <u>中位數</u> 0.88%	
	BofA Merrill Lynch(2019/6/15)	0.70		
	Barclays Capital(2019/6/14)	0.70		
	Citi(2019/6/5)	0.80		
	UBS(2019/6/14)	0.81		
	IHS Markit(2019/6/18)	0.94		
	JP Morgan(2019/6/14)	1.00		
	Morgan Stanley(2019/6/10)	1.00		
	Deutsche Bank(2019/6/6)	1.00		
	Goldman Sachs(2019/6/15)	1.10		

*核心 CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之 CPI。

資料來源：主計總處、各預測機構

附表 2 主要經濟體實質利率

單位：%

經濟體	(1) 1 年期定存利率* (2019 年 6 月 20 日)	(2) CPI 年增率** (2019 年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
馬來西亞	2.750	0.68	2.070
印尼	4.750	2.86	1.890
南韓	1.500	0.50	1.000
泰國	1.500	1.00	0.500
台灣	1.065	0.87	0.195
新加坡	0.700	1.05	-0.350
日本	0.010	0.65	-0.640
瑞士	0.000	0.72	-0.720
美國	1.240	2.07	-0.830
中國大陸	1.500	2.40	-0.900
英國	0.700	1.88	-1.180
歐元區	0.050	1.44	-1.390
香港	0.300	2.26	-1.960
菲律賓	0.500	3.06	-2.560

* 台灣為本國五大銀行之 1 年期定期存款機動利率；其他國家係當地大型銀行之 1 年期小額定存利率。

** 為 IHS Markit 2019 年 6 月 18 日之預測值；台灣 CPI 年增率係本行預測值。