

台灣資金運用的戰略思考*

楊金龍**

序言

吳董事長、黃院長、劉錦添教授、陳院長、陳主委、吳次長、張處長、吳處長，各位金融界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友，大家午安！

今天很高興能應台灣金融研訓院、臺大公共經濟研究中心、台灣公共議題研究協會、中華經濟研究院的邀請，參加本次「回流資金，再造產業成長契機」研討會，並以「台灣資金運用的戰略思考」為題，提供一些淺見，就教於各位。

一、台灣的國際投資部位、經常帳順差與超額儲蓄

依據本行最新統計顯示，截至上(2018)年底，台灣對外資產達2兆488.7億美元，對外負債為7,683.7億美元，對外淨債權(即國際投資部位淨資產，NIIP)達1兆2,805億美元，排名全球第5大，僅次於日本、德國、中國大陸、香港。

(一) 國外淨債權主要來自經常帳長期順差，同時反映國內的超額儲蓄

台灣國外淨債權累積主要來自經常帳長期呈現順差，而經常帳的順差則反映國內長期存在超額儲蓄，也顯示國內有效需求不足，特別是國內投資動能相對疲弱，使得資源未能完全運用於國內，而透過投資或借貸予國外部門使用。根據主計總處統計，從2009到2018年台灣平均儲蓄率為32.6%，投資率卻只有21.2%，超額儲蓄率平均達11.4%，凸顯儲蓄率偏高而投資率不足^{註1}。但值得注意的是，過去一年由於國內投資增加、資本財進口擴增，使得2018年的超額儲蓄率由2017年的14.6%降到12.0%，同期間經常帳順差對GDP比率亦降至12.2%。

(二) 超額儲蓄主要反映人口結構變化與企業投資不振

如就經常帳順差觀點，由於中國大陸與台灣分別於2001至2002年先後加入WTO，融入全球供應鏈，台灣對中國大陸貿易出超持續增加，帶動我國經常帳順差擴大。另外如果以超額儲蓄觀點分析，可從儲蓄率不斷攀升，而投資率卻呈持續下滑來說明。影響前者的因素眾多，其中一項因素與人口結構有

* 應台灣金融研訓院、臺灣大學公共經濟研究中心、台灣公共議題研究協會、中華經濟研究院邀請，於108年7月2日「回流資金，再造產業成長契機」研討會所作演講。

** 中央銀行總裁。

關；例如自1990年代後期以來，在台灣人口結構中，0-19歲及20-39歲年齡層占總人口比重開始下降，而40-64歲及65歲以上年齡層占比則快速攀升，且2000年初期以來40-64歲的占比更超越0-19歲，此期間儲蓄率也呈攀升趨勢。由於年輕人與中高齡者的消費與儲蓄行為並不相同，前者多為淨消費者而後者多為淨儲蓄者，少子化及人口老化持續推升台灣民間儲蓄率。

其次，就投資率持續下滑而言，由於全球金融危機，全球經濟出現長期停滯(secular stagnation)^{註2}現象，加以全球經濟金融的不確定性攀升，企業投資趨於保守，使得台灣企業投資率下降，並由資金需求者轉為資金供給者。國內企業超額儲蓄率甚至於2017年達到7.4%的高點，這也是台灣整體超額儲蓄擴大的重要因素之一。

企業投資不足除了影響就業市場外，也會對整體經濟及生產力帶來不利衝擊。根據經濟成長理論分析，勞動生產力要持續成長須仰賴包含創新與技術進步的總要素生產力(TFP)提升，及固定資本形成—即投資—的持續累積。但全球金融危機後，台灣企業投資率呈現下降趨勢，不利研發創新與技術進步，使總要素生產力成長偏弱，抑制了經濟與薪資成長，而台灣經濟成長率在此期間的表現，也低於全球經濟成長率的平均值。

因此，在思考台灣資金運用的戰略時，其關鍵點應在於如何促進企業投資。此外，

由於台灣製造業的固定資本形成中，內含的國外附加價值比重超過一半；這就意味著當製造業投資增加，將會帶動資本設備進口，有助縮減民間超額儲蓄，並可同時降低經常帳順差。例如，2018年由於民間投資增加，超額儲蓄率約下降2.5個百分點，同期間經常帳順差較2017年減少13.9%。因此，提振民間實質投資動能，可減緩超額儲蓄擴大，降低經常帳順差，進而促進經濟對內對外平衡發展。

二、迎接台商回流與海外資金匯回的資金浪潮

當前在各界積極思考應如何運用國人資金之際，也正適逢全球經貿環境產生兩大轉變：一是美中經貿政策調整及美中貿易衝突的全球經貿變局；另一項轉變則是全球興起反避稅風潮，各國陸續實施共同申報準則(Common Reporting Standard, CRS)；這兩因素也共同催生了當前台商回台投資與海外資金匯回的資金浪潮。今日研討會的各项討論議題，在當前台灣握有龐大國外淨資產部位及超額儲蓄的現況下，更凸顯其重要性與意義。

(一) 美中貿易衝突加速供應鏈重組，台商擴大全球布局與回台投資

首先，讓我們討論近期台商回台投資的資金浪潮。回顧1990年代以來全球供應鏈開始蓬勃發展，尤其中國大陸在2001年加入WTO後，不僅吸引大量外資直接投資，使中

中國大陸成為世界工廠，更串聯日本、南韓、台灣等經濟體，形成了東亞供應鏈。由於中國大陸生產要素成本較低，加上台灣具有語言文化優勢，台商大舉西進，逐漸形成「台灣接單、大陸生產並外銷歐美」的三角貿易形態。

到了2011年，中國大陸為了提振國內需求，進行經濟「再平衡」(rebalance)結構改革，並擴大製造業升級、進口替代的政策力道，使得紅色供應鏈崛起；同時，隨著大陸勞動成本快速上漲、環保法規趨嚴、營運成本上升，迫使台商等外企開始布局投資東協國家。另一方面，2009年美國歐巴馬總統鼓勵製造業回流，2017年川普政府更進一步透過減稅政策吸引企業投資，同時開始針對美國主要貿易對手加徵關稅。前述美中經貿政策轉變使東亞供應鏈面臨調整的壓力，台商也逐漸自中國大陸分散至其他海外生產地點。

近30年來亞洲供應鏈的發展及轉變過程中，台商一直扮演著重要且積極的角色。過去曾大量且集中投資於中國大陸，近年漸有分散生產基地的現象；但中國大陸迄今仍為台灣最大的海外生產重鎮及出口市場。如2018年中國大陸(含香港)占台灣出口比重41.2%，中國大陸占台灣對外直接投資目的地的比重為37.3%；且2018年台灣整體外銷訂單中，在中國大陸生產比重達46.7%，其中，資通訊產品在中國大陸生產比重更高達89.7%，顯示三角貿易營運模式的盛行。不

過，值得注意的是，2018年台灣國內生產比達47.9%，創5年來新高，且為2015年以來首次超過在中國大陸(含香港)生產比的46.7%，顯示受到美中貿易衝突影響，部分廠商將生產線移回國內生產。

各界多預期短期內美中貿易衝突不易獲得徹底解決，未來供應鏈可能產生分流，台商與跨國企業須考慮生產要素與貼近市場，來調整其全球布局。若廠商以中國大陸內需市場為主，多半仍以續留大陸為考量；至於以歐美市場為主的廠商或將增加非中國大陸產能，其中勞力密集與成本導向產業，將加速移往生產成本較低的國家，如越南等新南向國家；而研發及高階製造者，則將移往人力素質高且無資安疑慮的台灣、日本、南韓及美國等地。此一轉變如能帶動大量台商回台投資，對台灣經濟將帶來正面助益。

(二) 全球逐步實行「共同申報準則」(CRS)與國內推動「海外資金匯回專法」，台灣迎接海外資金回流潮

其次，全球推行反避稅政策也是影響台灣海外資金移動的重要因素。由於各國陸續實施共同申報準則，國人及台商持有海外高資產者，基於各國法規及租稅考量，開始考量調整其海外資產配置。值此時期，「境外資金匯回管理運用及課稅條例」草案在民間部門需求、立法及行政部門共同協助下應運而生。各界對如何鼓勵海外資金匯回並有效管理，以促進國內投資、並發展國內金融

市場，進而提高國內經濟動能，有極高的期望。

龐大的回流資金如能導入國內實質投資，不僅可充實政府稅收，也可增加國內產出、就業及生產力，帶動產業升級，協助薪資成長；但也必須配合完善的管理措施^{註3}，以避免回流資金流入不動產市場炒高房價，並舒緩對外匯及金融市場波動造成不利的影響^{註4}。

三、利率與匯率政策的挑戰

由於目前國內已存在龐大超額儲蓄，因此，如未能對當前回流的資金浪潮進行有效運用及管理，將會對本行的雙率政策帶來新挑戰。

(一) 全球金融危機壓低利率水準

首先，就利率政策而言，由於全球金融危機以來，全球經濟呈現長期停滯，有效需求不足，同時又因全球化所帶來的產能過剩與網路新經濟的快速發展等供給面因素影響，先進國家均面對企業實質投資動能轉弱、民間資金需求不振的問題。而人口成長趨緩、加速老化及生產力成長趨緩等結構性變動，使其實質中性利率(real neutral rate)^{註5}持續下滑；而先進經濟體央行為了提振本國內需，所實施的極寬鬆貨幣政策，限縮其因應經濟下行的能力，壓低民眾對未來通膨的預期^{註6}，也壓低了包含通膨預期在內的名目利率水準。

就台灣而言，長期以來，國內物價平穩，民眾對未來通膨預期亦相當穩定，且因國內投資不足使產出缺口常出現負值，加以先進經濟體貨幣政策的外溢效果，國內名目利率維持低檔，惟實質利率水準與主要國家相較仍屬適中。在此背景下，若國人資金大量回流且未用於實質投資而停泊於國內金融市場，將進一步壓低國內利率水準，恐將影響本行貨幣政策傳遞機制的有效運作。

(二) 資金匯回若大量且集中兌換為新台幣，新台幣將面臨升值壓力

其次，在匯率政策方面，自1990年代以來，我國逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，使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^{註7}，例如，上年跨境資本交易幾乎是商品貿易收支金額的10倍。

此外，金融帳開放使得跨境資本移動已成為近年影響新台幣匯率的重要因素，且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^{註8}。本行致力維持新台幣匯率動態穩定，旨在減緩匯率過度波動，不會也無法扭轉匯率趨勢。未來境外資金匯回若大量且集中兌換為新台幣，將使新台幣面臨升值的壓力。本行將配合海外資金匯回草案的相關配套措施，密切關注及因應其發展；例如在相關配套措施的設計中，本行已建請經濟部及財政部等，在核發許可文件時副知本行，以協助本行掌握

相關資金進出動態。

四、引導資金運用的戰略意義

從前述說明可知，台灣當前經濟發展存在一些結構性問題，如人口加速老化以及企業投資不足導致生產力成長趨緩等問題，這些問題也反映在國內超額儲蓄偏高的現象上。整體而言，台灣資金實屬充裕，因此，面對台商回流及海外資金匯回的資金浪潮，應著眼於如何引導其協助當前台灣經濟結構調整及未來發展，並降低其所衍生的風險。例如，引導資金投入國內具前瞻性及創新性的投質、協助廠商進行全球布局等，將可提升國內生產力，帶動薪資成長；另如能投資於長照等相關產業，將有助於因應當前人口高齡化問題。此外，更可利用充裕的資金，協助壯大財富管理業務，提升金融服務業生產力，以滿足國人退休理財及跨世代財富傳承的需求。一旦各項正向效益充分發揮，也將會提升所得及消費，舒緩國內名目利率水準走低的壓力，使貨幣政策傳遞機制可以有效運作，協助經濟成長。

(一) 引導資金投入國內實質投資

首先討論資金投入實質投資的意義及重要性。台灣雖享有龐大國外淨債權；惟如觀察其結構，對外或外人直接投資比重均相對較低。在我國對國外各項投資中，直接投資比重僅為17%，證券投資比重為41%；而在外國人對我國的投資中，直接投資比重為

12%，證券投資比重則為47%。因此，就資金運用而言，吸引國內外資金對國內產業進行直接投資或協助廠商對外投資，將可強化國內外生產資源的整合，應是我們可以積極努力的方向。

依本行估測，本(2019)年外需對經濟成長的貢獻可能減弱，內需將成為帶動經濟成長的主力，其中固定投資較往年扮演更重要的角色。目前政府推動投資台灣三大方案：歡迎台商回台投資方案、根留台灣企業與中小企業加速投資方案，即希望透過資本累積與深化提升生產力。在國內投資成長動能長期偏弱下，此時更應把握台商回台投資及外資來台投資的契機，將資金導入前瞻性投資，如強化網路、AI、5G、物聯網(IoTs)、金融科技等建設，進一步提高國內生產力、促進產業升級，帶動經濟及國人薪資成長。同時，面對人口老化問題，引導資金投入於銀髮或長期照護等具有長期未來性的產業，也是當前提振內需的重要政策方向。

此外，政府對前述供應鏈加速重組浪潮亦須積極因應。除了協助台商回台投資高產值產業外，以完善的資通訊產業聚落吸引外資直接投資，亦為重要的政策方向。台灣資通訊及電子產業之出口占台灣出口比重達39.6%；產出占台灣產出比重則達15.4%，產出占全球比重約4.7%。目前國際大廠，如Google、微軟、亞馬遜等已相繼在台設立研發創新中心，具有相當的示範效果。

因此，如何創造良好的投資環境，以吸引國內外企業回台或來台進行實質投資，為當前重要課題。目前，「台商回台投資方案」除協助台商回台投資外，也擴大鼓勵根留台灣的企業進行投資，就是希望能夠強化實質投資的動能，形成資本累積，使企業更有效率運用其資金在新創及高附加價值的產業^{註9}。

(二) 鼓勵跨國併購取得關鍵技術及戰略性資源，協助廠商全球布局，鞏固其全球價值鏈的地位

其次，對於廠商全球布局的需求，政府也應積極加以協助，鞏固台商在全球價值鏈的地位。由於台灣資源有限，易受土地、勞動等生產要素等資源限制而影響產出；因此，為突破生產條件限制，使廠商得以擴大經營實力，帶動生產力提升，除透過前述強化科技創新外，同時廠商也應積極發展全球戰略，進行跨國併購^{註10}，取得關鍵技術及戰略性資源，以利上、下游生產鏈整合，鞏固台灣在全球價值鏈的關鍵地位，也可在當前全球貿易衝突情勢下，突破關稅與非關稅的障礙。

以某工具機大廠為例，該集團在中國大陸營收的比重極高，但透過跨國併購整合技術資源，取得關鍵技術能力與品牌價值，進行全球布局，因此，也能透過全球產能相互支援，緩和對中加徵關稅的衝擊。

至於對一些在台灣已不具備生產成本優

勢的台商而言，政府可結合新南向政策，協助廠商瞭解當地投資環境、產業聚落及拓銷市場，鼓勵海外台商與根留台灣的企業進行生產的互補分工，有助台灣產能延伸及在區域供應鏈中發揮重要角色。

(三) 促進財富管理業務及提升金融服務業生產力

近年來，伴隨著國人儲蓄持續增加及金融帳自由化，國人的資產配置亦朝向全球化；尤其，近年國人增加購買期限較長及具節稅效果的各式保單，使得壽險公司保費收入不斷增加。然而因國內債券市場發行餘額不足，且公債發行規模小^{註11}、平均剩餘年限又小於10年，使得壽險資金在面臨資產負債期限錯配的問題下^{註12}，必須將部分資金投資海外金融商品，以改善其期限錯配問題，並兼顧投資收益、風險分散及提高流動性^{註13}，但也必須留意所衍生的市場波動及匯率風險。

另受限於國人投資理財觀念略偏保守，除保單外，國人資金也多配置在低風險的存款，收益率相對偏低；尤其，隨國內人口老化，規劃退休理財及財富傳承的需求增加，政府可與民間合作加強金融理財教育，發展財富管理業務，以因應高齡社會的來臨。

如以全球趨勢而言，財富管理業務已成為金融服務業的重點發展項目；國際大型資產管理業者憑藉規模經濟及長期實績的正向循環，占全球管理資產規模的比重持續攀升

註¹⁴。反觀國內財富管理業務相對缺乏規模經濟，且人才培育制度及產品服務多元性不足，國內業者不易與國際大型同業競爭。因此，值此海外資金回流之際，應可善用此充裕資金的理財需求，配合政府退休基金之委託經營發揮帶動效果，吸引優秀國外資產管理業者來台投資設立據點，協助導入其技術及經驗，提升國內財富管理業者的經營能力及生產力。

五、結語

長期以來，國內存在超額儲蓄，主要反映儲蓄率攀升，而投資率下滑。其中儲蓄率受人口老化影響而上升，投資率則因金融危機後的全球長期停滯及不確定性增加而下降，進而使生產力成長亦呈下滑。

近年來美中貿易衝突持續升溫，加以全球興起反避稅風潮，促成台商回流與海外資金匯回的資金浪潮。為因應當前人口老化及生產力成長疲弱等結構性問題，政府應把握此次資金回流契機，將資金引導至實質投資以促進經濟成長；同時，也應協助資金運用於銀髮或長照相關產業的投資，以因應人口老化問題。尤其如能積極引導資金運用於具前瞻性及創新性的投資，對提振產業生產力之助益更高註¹⁵，並可望帶動經濟加速成長，推升國內實質利率；且如能帶動薪資上漲，

除有助於所得提升及民間消費外，也將有助於本行利率及匯率政策的有效運作，以協助國內經濟成長。

此外，也可利用資金回台浪潮來發展金融服務業及財富管理業務，以滿足企業或個人財富傳承的需求及人口老化的退休理財需求，使龐大的民間超額儲蓄能透過更有效的資產配置來提高收益率。

誠如本次研討會舉辦目的之說明即指出「資金回台，是機會也是風險」。面對海外資金回流浪潮，如不能妥適運用，則在國內資金已十分充裕下，將會進一步壓低國內利率水準，並可能流向房市或金融性操作，不利金融穩定。目前「境外資金匯回管理運用及課稅條例」草案已規劃相關配套措施，如閉鎖期設計、分散結匯時點、原幣保留再投資使用以減少投資人反復結匯的成本，及掌握資金進出的資料，降低對外匯、金融市場的影響。

最後，政府各部會正積極合作，對海外資金回流進行有效運用及管理，以降低金融市場及不動產市場的波動風險；同時讓它對台灣經濟及金融市場所帶來的效益，達到最大，成為提升台灣經濟持續發展的重要契機。

再次感謝主辦單位的邀請。敬祝大家身體健康、萬事如意！謝謝大家！

附 註

- (註1) 2015及2017年曾因投資率下滑，使國內超額儲蓄率甚至達到14.6%。
- (註2) 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。2013年以來，前美國財政部長Lawrence Summers及諾貝爾經濟學獎得主Paul Krugman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。請參閱中央銀行(2019)，「長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色」，央行理監事會後記者會參考資料，6月20日。
- (註3) IMF研究曾指出，國際間執行租稅特赦效果會因為政府管理能力而有差異，如有些先進國家因有良好租稅管理系統且民眾對政府信賴度高，實施租稅特赦可能有效將可增加稅收，對國內經濟帶來正面效果(參見Borgne, Eric Le and Katherine Baer(2008), “Tax Amnesties: Theory, Trends, and Some Alternatives,” *IMF Special Issues*, July 29)。
- (註4) 目前「境外資金匯回管理運用及課稅條例」規畫以導入實質投資為主，無金額限制，對自由運用和投資指定金融商品則分別定有5%及25%的上限。除實質投資事業的生產或營業用建物外，禁止購置不動產。此規劃的目的即是在當前國際經貿環境下，協助國人重新布局資金運用，引導資金進行國內實質投資，同時可促進國內資產管理業務的發展，並避免炒作國內不動產價格。
- (註5) 實質中性利率(又稱r-star)係指在充分就業下且未使通膨加速成長的實質利率(參見Williams, John (2019), “When the Facts Change...,” *Remarks at the 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Zürich, Switzerland*, May 14)。
- (註6) 參考Williams, John (2019), “When the Facts Change...,” *Remarks at the 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Zürich, Switzerland*, May 14。
- (註7) 觀察台灣的過去近30年外匯收支，與商品貿易相關的比重大致保持穩定，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)之跨境資本交易的比重則明顯成長。
- (註8) 對小型開放經濟體而言，前述先進經濟體實施極寬鬆的貨幣政策，在全球資本自由移動下，使得鉅額的跨境資本移動已對國內金融穩定帶來影響。
- (註9) 就目前已核准的產業別來看，以「電子零組件、伺服器、網通設備」為首，此將可發揮資通訊及電子產業的產業聚落優勢，強化吸引外資直接投資，藉由技術及人才擴散效果，促進國內先進技術研發，協助台灣產業升級。
- (註10) 跨國併購等多角化的對外直接投資，主要以調整生產線或貼近終端市場為策略核心，透過全球多元化布局，分散生產基地及經營風險、可擴大市場及銷售網絡、強化跨國產業合作及供應鏈的經營。
- (註11) 2019年5月底國內債券市場發行餘額約新台幣8.88兆(其中公債餘額不及新台幣5.5兆)，僅約壽險資產(新台幣28.25兆)的31.4%。
- (註12) 以2017年為例，壽險業負債面的保險負債平均存續期間約20至25年，而資產面的投資平均存續期間約8至10年。
- (註13) 換言之，國內部分超額儲蓄已透過金融帳開放及國人資產配置成為我國國外淨債權一部分，有助提升國人資金運用效率。
- (註14) 如2016年底，全球前20大業者之管理資產規模比重高達42.3%。
- (註15) 本行實證研究顯示，資本累積增加及貿易開放度提高有助台灣生產力的提升。參見吳俊毅、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。