

# 央行貨幣政策與台灣經濟發展\*

楊金龍\*\*

林理事長、各位業界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友：

大家早！今天很高興能應工商協進會的邀請，以「央行貨幣政策與台灣經濟發展」為題發表專題演講，提供一些淺見，並就教於各位。

本行貨幣政策的主要目標之一，是在於提供總體經濟穩定發展的環境。多年來，本行本於職責採行妥適貨幣政策，維持相對低且穩定的通膨及匯率的動態穩定，有助確保新台幣購買力，也有利企業與經濟發展。首先，我要向各位報告，近20年來關於本行貨幣政策執行情形與台灣總體經濟的表現。

接著，我要簡要說明的是，全球化(globalization)、新科技(包含金融科技)及長期停滯<sup>註1</sup>(secular stagnation)造成的全球環境變化，已為全球經濟及央行政策帶來重大影響，台灣也面臨相關經濟結構的問題。最後，我將探討在面臨當前經濟結構問題及挑戰下，本行貨幣政策、政府財政政策及產業政策如何妥適因應。

## 一、台灣總體經濟表現與本行貨幣政策執行情形

### (一) 中央銀行落實法定經營目標

根據「中央銀行法」的規定<sup>註2</sup>，本行經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內，協助經濟之發展。本行的貨幣政策就是透過利率及匯率等政策的運用，來達成上述目標。其中利率政策係考量當前國內物價，產出缺口及通膨展望等因素來訂定；匯率政策則採行管理浮動匯率制度<sup>註3</sup>，維持新台幣匯率動態穩定。此外，本行也採行總體審慎政策，來維持金融穩定(例如房價穩定)。

本行貨幣政策的主要目標，在於維持總體經濟穩定與金融穩定。穩定的總體經濟與金融環境，有助於降低不確定性，並使企業與個人能聚焦於具生產性的投資決策。誠如加拿大央行指出<sup>註4</sup>，維持低且穩定(low and stable inflation)，以及具可測性的通膨率，是提振大眾對貨幣價值信心、鼓勵企業長期投資、促進強勁經濟表現，以及提升生活水準

\* 應中華民國工商協進會邀請，於108年7月12日該會第25屆第2次會員大會所作專題演講。

\*\* 中央銀行總裁。

的最佳方法。

多年來，本行貨幣政策因應台灣總體經濟的發展，具有成效，受到國際信評及研究機構的肯定<sup>註5</sup>。如信評機構標準普爾即指出<sup>註6</sup>，台灣貨幣政策極具彈性，維持低且穩定的通膨，而且相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟與金融衝擊；另外，使台灣安然度過亞洲及全球金融危機。

## (二) 近20年台灣總體經濟表現

現在，先回顧一下近20年來台灣總體經濟表現。2000年至2018年台灣經濟成長率平均為3.62%，表現仍屬穩健；若以人均GDP觀察，大抵呈上升趨勢，由2000年的14,941美元，逐步增加到上(2018)年的25,026美元。

其次，就物價穩定的表現來看，2000到2018年台灣CPI通膨率及核心通膨年增率分別為1.01%及0.85%，顯示新台幣購買力長期保持穩定。如與主要國家比較，台灣CPI通膨率確實維持低而穩定。

此外，就國際收支觀察，台灣經常帳長期呈現順差，如上年全年經常帳順差約718.7億美元，其中商品貿易順差貢獻大，約674.3億美元。2000到2018年台灣經常帳順差對GDP比率也是逐步攀升，由2000年的2.5%，上揚至2018年的12.2%，這段期間平均為8.6%<sup>註7</sup>。另觀察國際投資部位，截至上年底，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)達1兆2,805億美元，成為

全球第五大淨債權國<sup>註8</sup>。經常帳順差主要反映國外淨債權持續增加，也反映出國內存在超額儲蓄的現象。

## (三) 本行貨幣政策執行情況

### 1. 利率政策及信用市場方面

#### (1) 引導市場利率與調整貨幣數量，以確保國內物價及金融穩定，並充分提供經濟活動所需資金

長期以來，台灣利率與全球利率走勢相近。全球金融危機以來，全球名目利率走低，加上我國通膨率低且穩定、通膨展望平穩，國內利率也維持低檔，而與主要國家相比，我國實質利率水準仍屬適中。有關全球利率走低部分，請容我在接下來的「全球經濟結構問題與挑戰」一節再進一步說明。

就貨幣數量方面來說，由於貨幣總計數(M2)成長情形攸關經濟活動所需資金，因此本行自1990年代初期起，每年即根據GDP與CPI年增率等因素，訂定與公布M2成長目標區間，透過調節準備貨幣供給與利率，影響M2，來達成物價及金融之穩定，以支持實體經濟成長。

回顧過去，除全球金融危機期間，本行刻意維持偏寬鬆的貨幣情勢外，M2成長率多維持於目標區內，充分支應經濟成長所需；近年M2成長率不高，反映通膨率與實質GDP成長率偏低的現象。整體而言，本行透過貨幣供給與政策利率等工具，及時因應國內外經濟金融的變化，有助於物價與金融

穩定，並滿足經濟活動所需資金。

**(2) 台灣金融體系以間接金融為主，健全銀行業務有助金融穩定，也有益貨幣政策傳導機制**

台灣金融體系以間接金融(金融中介)為主，去年底間接金融比重高達81%，顯見銀行業在金融體系扮演的重要角色，其體質穩健有助於金融穩定，而健全銀行業務也是本行與金管會的法定職責。台灣銀行業資產品質良好，上年第四季備抵呆帳覆蓋率高達573.7%、逾期放款率僅0.2%，且獲利表現穩健，ROE與ROA分別為9.3%與0.7%。

健全銀行業務可促進銀行完善經營，進而強化金融中介功能、暢通國內信用管道，有助民間融資。台灣銀行業2000~2018年放款與投資平均年增率為4.03%，其中全體貨幣機構放款與投資以民間部門債權為主，這段期間平均比重為80%；顯示市場資金充裕，國內貨幣傳導機制順暢。

**(3) 全球金融危機期間本行7度降息、實施台版量化寬鬆，並配合資本移動管理措施，維持新台幣匯率穩定，協助台灣成功度過危機**

2008年全球金融危機爆發，使全球及台灣經濟均嚴重受創。為確保金融穩定並提振國內景氣，本行7度調降政策利率，短短5個月內累計降幅達2.375%。期間並採行「台版量化寬鬆」，刻意營造寬鬆的貨幣情勢，以緩解金融體系的壓力，銀行超額準備最高曾

接近1,600億元，金融業隔夜拆款利率隨之降至0.10%左右。

本行除藉由降息及提供充裕流動性等措施外，更搭配實施資本移動管理措施，維持新台幣匯率穩定，使台灣安然度過全球金融危機，經濟迅速恢復，備受國際機構肯定。關於本行在金融危機期間所採行的匯率相關措施，容我在後續介紹匯率政策時，再一併說明。

之後，隨著全球金融危機趨緩，景氣逐漸復甦，本行彈性調整貨幣政策，將銀行超額準備回降至約300億元左右、金融業隔夜拆款利率則持穩於0.38%附近，M2成長率則再度維持於目標區內。

## 2. 匯率政策方面

**(1) 台灣貿易依存度高且經濟規模小，資本移動十分頻繁，匯率波動幅度不宜過大，適合採行管理浮動匯率制度**

就匯率政策方面來說，由於台灣為小型開放經濟體，貿易依存度高<sup>註9</sup>，資本移動十分頻繁，在考量匯率波動幅度不宜過大的情形下，本行自1989年4月即採行管理浮動匯率制度<sup>註10</sup>。

在管理浮動匯率制度下，新台幣匯率原則上由市場供需決定，而為維持新台幣動態穩定，本行僅在必要時加以調節；但目的只在於減緩匯率過度波動，不會也無法扭轉匯率趨勢。自1998年以來，新台幣名目有效匯

率(NEER)大致維持在過去36個月移動平均值<sup>註11</sup>上下5%<sup>註12</sup>的範圍內。

## (2) 新台幣匯率動態穩定有利市場參與者從事交易，促進國內經濟資源最適配置，同時有助央行達成法定經營目標

接下來，我想談一下維持新台幣動態穩定對台灣經濟的好處。動態穩定的匯率政策可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，促進匯市發揮價格發現功能，有助經濟資源獲得最適配置，又能維持本國貨幣的對外購買力，有利全民福祉。我將從個體與總體經濟的角度來進一步說明：

對個體經濟的好處包括：有助企業對外報價及經營，民眾從事跨國理財與旅遊，以及有利國外長期投資者深耕台灣市場。其次，對總體經濟的重要性而言，本行實證研究<sup>註13</sup>顯示，新台幣匯率具有反通膨及反景氣循環特性，就是國內物價上漲時，新台幣匯率呈升值走勢；景氣衰退時，新台幣匯率則呈貶值走勢。這個特性有助於避免國內物價出現高通膨或通縮的現象，以及避免台灣經濟產生過熱或過冷的情形。另外，新台幣維持動態穩定也可降低匯率不確定性，有利提振民間投資，並增進台灣經濟成長；以及舒緩台灣所面對的金融衝擊，防範金融危機發生。

## (3) 台灣出口價格競爭力仍優於南韓等

## 主要貿易對手

由於各國貿易對象不只是美國，因此，透過一國貨幣對其主要貿易對手一籃通貨的加權平均實質匯率來觀察出口價格競爭力。長期來看，韓元實質有效匯率指數(REER)波動較大，新台幣REER相對穩定。自2013年7月起，新台幣REER均低於韓元REER；自2017年6月起，台灣出口價格競爭力均優於新加坡、中國大陸及南韓等主要貿易對手國。

此外，本年以來，受到全球經濟成長動能減弱及美中貿易摩擦衝擊，亞洲主要國家出口多呈負成長。台灣出口減少3.4%，表現僅次於香港(6.4%)、中國大陸(0.4%)及泰國(-3.1%)，仍優於馬來西亞(-4.2%)、日本(-6.2%)、南韓(-8.5%)及新加坡(-9.8%)。本年6月，台灣出口已轉為正成長0.5%。

## (4) 本行致力維持新台幣匯率動態穩定，協助台灣安然度過亞洲與全球金融危機

從過去國際經驗來看，金融危機常伴隨資本鉅額且快速撤離，並導致金融危機加劇。長期以來，新台幣匯率維持動態穩定，相對其他主要貨幣(如日圓、韓元、歐元及新加坡幣等)波動較小，是台灣維持金融穩定及防範金融危機的重要支柱。

舉例來說，在1998年亞洲金融危機拖累亞幣及亞股重挫，經濟大幅衰退。當時本行為遏阻投機資金炒作，決議停止DBU辦理顧客間新台幣NDF(無本金交割遠期外匯)業務<sup>註14</sup>，並

進場阻貶新台幣匯率。因此，當時新台幣匯率相對穩定，台股跌幅也較小，且國內經濟仍是正成長，表現優於亞洲其他國家。

至於在2008年全球金融危機爆發那一年，雖然台灣國際收支順差263億美元，使新台幣面臨升值壓力，但當年9月起台灣因國外需求明顯萎縮，出口轉為負成長，下半年經濟成長率轉為負值，新台幣匯率無法反映經濟基本面，本行遂進場調節外匯市場供需，阻升新台幣，並搭配實施多項總體審慎措施，再度讓台灣自金融危機中全身而退。

反觀南韓，1994至1997年經常帳轉為逆差，惟外資持續流入。亞洲金融危機爆發後，1997年至1998年外資自亞洲撤出，南韓也因外資反轉流出，導致韓元大貶，隨後獲得IMF援助始度過難關。

另2008年全球金融危機時，外資大量自南韓撤出，韓元遽貶，加重外債償還負擔，國際收支逆差達564億美元，外匯存底劇減613億美元。所幸當時南韓央行因與美國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，方使其經濟金融體系穩定下來並度過危機。

由以上經驗可知，為因應金融危機，維持匯率穩定至關重要。尤其我國並非IMF會員國，在發生金融危機時，無法獲得其奧援，從而更加凸顯本行維持新台幣匯率穩定的重要性。

## 二、全球經濟結構性問題及挑戰

接下來讓我們談談全球經濟結構性問題及挑戰。首先是，全球化、科技進步及長期停滯的問題；其次是，央行雙率政策面臨的挑戰，以及台灣經濟發展及企業面臨的結構性問題。

### (一) 全球化、科技進步及長期停滯的問題

#### 1. 受全球化、科技進步影響，全球薪資成長趨緩，各國國內所得分配不均惡化，致勞工購買力下降，有效需求下降

全球化主要是各國透過商品與服務、資本、人員的自由流動，所帶來全球高度的經濟整合(economic integration)現象。其中，企業為了降低成本、提升附加價值及競爭力，基於比較利益，結合各國生產要素，在各產業及地理區域交織形成網絡架構，進行專業分工；跨國企業是全球化浪潮的主要推波者，全球化與全球供應鏈發展相輔相成。

伴隨著全球化、技術進步出現的結構性變革，金融部門也因管制變革及金融科技(Financial Technology, FinTech)創新，出現了結構性轉變。加上人口結構老化問題，近年來全球就業市場出現明顯轉變，也使得各國低技術受雇人員受到負面衝擊。這些發展亦使許多國家均出現工資成長緩慢、勞動份額下降、所得分配不均惡化、生產力成長減

緩，以及有效需求下降等問題。

## 2. 全球金融危機後，全球經濟長期停滯

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，但2011年迄今，全球經濟依然處在低成長陷阱(low growth trap)中。無論是近年來經濟學家不斷提出的長期停滯，或是IMF執行長Christine Lagarde所說的新平庸(new mediocre)，都在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。

關於長期停滯的成因，有些可歸因於需求面所面臨的疲弱不振，例如政府支出不足，政治、經濟、法規等前景之不確定性，缺乏投資信心，全球供應鏈改變，貿易量出現結構性下降，以及薪資成長停滯，削弱消費能力，在在使得有效需求下降；另有些可歸因於供給面因素，如人口老化加速，勞動力參與率下降，就業市場學用落差，銀行去槓桿化，民間投資欠缺資金，政府縮減公共投資，基礎建設投資出現瓶頸，缺乏重大創新，技術進步停滯等。當前全球經濟長期停滯，有效需求不足；而全球化又使各國經貿金融關係牽一髮動全身，無論政府或企業均須找到新的、因應全球經濟結構變化的策略。

### (二) 央行雙率政策面臨的挑戰

#### 1. 全球利率走低，寬鬆性貨幣政策激勵經濟成長的效果有其侷限

除了實質面經濟出現結構性轉變外，近

年來新經濟的快速發展，也使傳統經濟理論及央行貨幣政策面臨不小的挑戰。自全球金融危機以來，全球經濟出現長期停滯的現象，有效需求不足，再加上主要經濟體央行實施非傳統的量化寬鬆貨幣政策，造成全球普遍面臨低利率問題，限縮央行因應經濟下行的能力，使得各國央行貨幣政策傳遞機制弱化，也壓低了民眾對未來通膨的預期<sup>註15</sup>。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<sup>註16</sup>。

#### 2. 當代貨幣政策面臨的挑戰

有關貨幣政策的傳遞管道或執行層面，隨著全球化與科技進步的發展，也存在幾個值得關注的議題和挑戰。首先，貨幣政策模型設定仰賴失業率、通膨率等重要指標；然而，近年來研究發現，失業率與通膨率間的抵換關係弱化，加上經濟與市場結構的快速變動，愈來愈難以掌握或選取適切的貨幣政策指標。

其次，人口結構老化，意味著相較於年輕人，年長者通常握有更多資產或常為債權人，借款需求較少，對利率高低及信用鬆緊較不敏感，減弱利率、信用等貨幣政策主要傳遞管道的重要性，影響貨幣政策的效力。

再者，大企業的市場力量增加，影響商品及服務的訂價與通膨趨勢；加上網路零售的競爭，使價格調整頻率增加，挑戰了主流經濟學派在價格僵固性的假設前提下、短期

貨幣政策具有實質效果的理論，這也增加了央行決策的困難度。

此外，非銀行金融、虛擬通貨、P2P借貸及群眾募資等新型金融蓬勃發展，這些金融與支付系統的創新，讓民間的融資來源不再侷限於傳統的銀行放款，可能影響傳統銀行在金融體系所扮演的角色，從而使央行對貨幣供給、利率及通膨率的控制能力下滑，影響貨幣政策的傳遞管道；同時也可能造成金融主管機關監理難題，影響金融穩定。例如：臉書近期宣布計畫發行臉書幣(Libra)，引起各國央行擔憂Libra的出現，可能削弱決策者控制通膨與維持金融穩定的能力；目前美國國會及Fed主席Jerome Powell皆對此表達疑慮並建議暫緩發行，顯示面對新型態的金融商品或交易，尚待金融監理單位更完整的評估與考量。

### 3. 匯率政策的挑戰

在匯率政策的部分，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。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，但隨著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，也放寬本國資金海外投資，使得外資與本國資金進出之跨境資本交易，包括國人及國內廠商對外投資理財與外幣資金調度等，明顯成長，上年跨境資本交易幾乎是商品貿易收支金額的10倍。

在跨境資本交易中，短期外資進出國內匯市金額占整體銀行間外匯交易比重高；其進出匯市頻繁、鉅額且集中，已成為影響我國匯市動向的主要因素。從2017年初到本年6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57.75%。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的45%。2005年以來，外資淨匯入與新台幣對美元升值的相關係數為0.57，使得新台幣匯率容易產生過度波動(overshooting)的現象偏離經濟基本面，不利國內經濟與金融穩定。

### (三) 台灣經濟發展及企業面臨的結構性問題

#### 1. 台灣易受全球長期停滯、需求不足及全球價值鏈轉變的影響

全球金融危機後，全球經濟陷入長期停滯，貿易成長動能減緩，台灣經濟也受到衝擊，而全球新經濟金融發展及結構轉變也對台灣經濟發展帶來重大挑戰；例如，近年來國內面臨著投資不振、生產力成長減緩、薪資成長停滯，以及人口加速老化等結構性問題。

台灣為小型開放經濟體，商品與服務輸出入對GDP比率高達147%。在國內資源稟賦及國內市場均有限的情況下，全球化是必然的道路，也會深度參與全球價值鏈。台灣雖在全球化的過程中，提高國際競爭力，但也因此深受國際經貿變化的影響，尤其全球

經濟長期停滯成為新常態下，更衝擊我們的經濟成長動能。

另一方面，台商生產全球化的過程中，我們與亞洲各國的關係愈趨緊密。尤其在中國大陸逐漸成為世界工廠及東亞供應鏈的重心之後，因其生產要素成本較低且兩岸語文相通，使得台灣外銷訂單之生產及商品出口市場均相當集中於中國大陸，二者比重均逾4成。此外，受限於FTA洽簽尚未有突破性的進展，出口產品集中於資訊科技協定(ITA)下的零關稅之電子資通訊產品。在大家努力下，台灣已在東亞供應鏈占有一席之地；但就現在的出口結構來說，使台灣很容易受中國大陸市場的經貿環境及全球科技業的景氣消長所影響。

近年來，中國大陸積極調整經濟結構，發展以內需為主的經濟成長模式，並鼓勵進口替代，提高產品零組件與中間財在境內產出的比重，降低對中間財的進口需求。然而，中間財是台灣出口的最大宗，占出口比重高達3/4，因此，前述轉變對台灣的影響不容忽視；同時，中國大陸勞動成本與營運成本快速上漲、環保法規趨嚴，加以近期的美中貿易摩擦，使台商面臨調整供應鏈的壓力，相信各位先進都有深刻的感受。

## 2. 國內投資率下降，生產力成長減弱

全球經濟長期停滯也對國內的經濟及投資帶來非常大的影響。比較全球金融危機後(2011~2018年)與危機前(2003~2007年)的經

濟成長率可發現，台灣平均經濟成長率下降3.12個百分點，其中，來自淨外需的貢獻減少了2.06個百分點，顯示台灣經濟成長動能已經受到全球景氣下滑及中國大陸經濟結構轉型所影響。同時，內需貢獻也下滑1.06個百分點；其中，以投資貢獻減少0.67個百分點最大。尤其在全球金融危機後，全球景氣能見度不高，民間投資的貢獻更下滑了0.77個百分點，企業也在2009年起由資金需求者轉為淨儲蓄者，且代表技術進步的總要素生產力(TFP)平均年增率也由危機前的0.81%下滑至0.19%。

台灣經濟成長率在此期間的表現也低於全球平均值，如觀察台灣經濟成長來源的貢獻，無論代表技術進步的TFP、資本投入及勞動投入的貢獻都下降，不利產出成長。

## 3. 人口結構變化不利勞動生產力、消費能力及有效需求成長

台灣生育率面臨長期下滑，根據聯合國估計，2015至2020年台灣生育率為1.15人，不及全球平均2.47人的一半，居全球倒數第二。尤其根據國發會估計，台灣已在上年邁入高齡社會，預計將於2026年邁入超高齡社會，凸顯了台灣人口老化的問題嚴重<sup>註17</sup>。

此外，由於高等教育快速擴張、學用落差與青年就學年齡延長，較晚投入就業市場，使台灣15-24歲青年勞動力參與率較美國家為低。至於中高齡者則過早退離勞動市場，55歲以上中高齡者勞動力參與率相對



低於其他國家，致整體勞參率偏低，將不利潛在產出。

另一方面，由於台灣工作年齡人口減少，也使得工作所得人口萎縮，不利消費能力及有效需求成長。0至19歲多為淨消費者，而40至64歲多為淨儲蓄者；少子化及人口老化不利有效需求成長，使台灣家庭部門儲蓄率維持高水準。值得注意的是，2008年全球金融危機後，企業由資金需求者轉為供給者，使台灣國民儲蓄率加速攀升。

### 三、妥適因應經濟結構問題，協助經濟成長

在探討全球及台灣經濟面臨的結構性問題後，現在我們進入最後一個主題，也就是本行、政府其他部門及企業應當如何妥適因應新經濟的結構轉變，以協助台灣經濟發展。

#### (一) 本行貨幣政策與時俱進

##### 1. 因應經濟不確定性升高，貨幣政策指標可靠性降低

面對全球化快速發展，經濟結構和金融環境的變化與不確定性擴大的環境下，過去重要的經濟金融指標可靠性降低，未來貨幣政策的決策更須取決於數據(data-dependent)。本行將持續透過大數據分析等新技术的協助，即時檢視範圍更廣的經濟指標，以協助本行更有效地預測與分析經濟金融狀況及政策執行。

##### 2. 因應資本快速移動，本行適時運用資本移動管理工具及總體審慎政策，維護市場秩序

另一方面，為了因應金融自由化以及國際資金快速且頻繁的移動，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，不利於經濟金融穩定。因此，本行將繼續採行管理浮動匯率制度，適時運用資本移動管理工具及總體審慎政策，維護市場秩序。例如：本年5月因資金集中鉅額流出，6月則因資金集中鉅額匯入，都導致外匯市場波動較大，本行為了維持市場秩序，基於職責進場調節，以減緩匯率過度波動。此外，為了掌握資金移動趨勢，本行已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變動，以掌握短、中、長期資金進出狀況。

##### 3. 因應新金融科技的發展，本行加強金融科技相關研究

因應新金融科技的發展，本行成立「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」與「金融科技工作小組」<sup>註18</sup>，密切關注金融科技及虛擬貨幣發展，以適時掌握金融創新所帶來的風險與機會。

此外，本行也督促財金公司建構行動支付基礎設施<sup>註19</sup>，確保安全且有效率的支付系統，維持金融體系穩定。再者，適切調整網路銀行管理機制，包括：(1)因應網路銀行資

金波動度較高之特性，加強監控非營業時間流動性變化；(2)因應網路全日交易的跨行支付需求，放寬本行對銀行開立之「跨行專戶」日終餘額抵充存款準備金上限；(3)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，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。

同時，我們也在研議應用新科技於本行業務，輔以監理科技(SupTech)，即時掌握金融機構的營運狀況，強化總體審慎政策的成效。

## (二) 搭配擴張性財政政策以協助經濟成長

一般認為，當前全球經濟面臨有效需求不足，尤其在去槓桿化盛行的情況下，使貨幣政策的效果更不易傳遞至實體經濟，顯示貨幣政策有其侷限性。另一方面，在低通膨、低利率時期，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。

鑑於台灣的財政空間相當寬裕，財政政策應可扮演更積極的角色<sup>註20</sup>。目前，我們政府債務餘額對GDP比率較低，根據財政部統計，2019年中央政府1年以上公共債務未償餘額相對前3年平均名目GDP為31.5%，離中央政府法定舉債上限的40.6%，還有9.1個百分點(約當新台幣1.4兆元)的舉債空間；而本年總預算舉債占整體歲出總額的4.5%，

距離法定上限的15%，尚有10.5個百分點的空間。因此，在國家發展與財政穩健之前提下，善用財政空間將可挹注經濟成長動能；倘若能與結構性改革政策搭配，其成效將會更大。

## (三) 促進產業升級或轉型，提升產品附加價值

面對全球性的投資不足、生產力成長趨緩及勞動市場轉變等經濟結構問題，除貨幣與財政政策的搭配外，更須採行積極的產業政策並進行結構性改革來提升經濟發展，尤其可配合當前國際經貿情勢變遷，促進台灣產業升級或轉型。例如，目前，政府積極推動投資台灣三大方案，除可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，就是希望能強化實質投資動能，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。目前台商回台投資相當踴躍，截至本年7月4日止，將帶來超過4,346億元投資，其中，以「電子零組件、伺服器、網通設備」為大宗，其次為自行車與車用零組件、工具機。

在當前經貿政策的推行下，已持續吸引台商回台進行高階製造與研發，同時也吸引國際大廠加碼對台投資。台灣卓越的科技硬體實力，有助我國廠商爭取全球物聯網及AI的商機，且藉由數位投資及Fintech的應用，企業將可提升生產力，增進產業升級，同時可協助解決勞動力不足等相關問題。政府已

透過租稅獎勵來鼓勵創新<sup>註21</sup>，以強化國內升級轉型動能，如產創條例修正，對智慧製造、5G研發等給予租稅優惠。

另外，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，為了突破生產條件限制，企業可透過跨國併購<sup>註22</sup>，取得關鍵技術及戰略性資源，整合上、下游生產鏈，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，緩和當前美中貿易爭端的衝擊。

如何創造良好的投資環境，吸引國內外企業回台或來台進行實質投資，也是當前政府的重要課題。政府除積極協助解決土地、水、電、勞工及人才等問題外，在就業市場上，更重視如何提升勞動力參與率、縮短學用落差及強化人才培育等問題；同時也透過中小企業信保基金，強化信用機制，來促進中小企業經營及投資。

此外，另由於台灣FTA洽簽進度落後，不利廠商出口，政府宜積極洽簽FTA、投資保障協定，以及強化新南向政策並積極爭取加入「跨太平洋夥伴全面進步協定」(CPTPP)。

除上述政策協助外，政府可搭配改革

政策(如稅制改革、強化社會福利及教育改革)，來創造「創新、成長與分配良性循環」的成長模式，藉由創新帶動成長，進而提高就業與改善所得分配。由於工資為總需求的主要來源，工資成長如能追隨勞動生產力成長，將可創造足夠的內需，進而創造經濟成長的良性循環<sup>註23</sup>。另外，為因應人口老化等結構問題，也可引導資金投資長照產業，或發展金融服務業及財富管理業務，滿足銀髮族長照、退休理財及跨世代財富傳承等需求，並同時提升金融業生產力。

#### 四、結語

近20年來本行維持相對低且穩定的通膨，加以匯率穩定，維持新台幣購買力，有利於企業與經濟發展。但全球金融危機以來，台灣存在國內投資不足、生產力成長下滑、薪資成長停滯，以及人口老化、少子化等結構性問題。

鑑於貨幣政策有其侷限性，除須搭配擴張性財政政策來協助經濟發展外，尚需採結構性改革來共同解決這些結構性問題；此外，企業也應善用自動化、數位化等新科技，以促進產業升級或轉型，協助企業提升生產力、減緩人力短缺的問題，從而促使企業的產出及市占率增加，並創造一些新興行業的工作，帶來更多工作機會。

藉此機會，我也期盼在員工生產力提升的前提下，企業應為員工合理加薪，俾激勵

員工努力工作、提高工作滿意度與生產力，從而提升公司價值；另一方面，薪資成長若能追隨勞動生產力成長，將創造足夠的內需，並促使企業提高 強生產力的資本投資，從而創造經濟成長的良性循環。

本行將持續致力於達成法定經營目標，維持對內對外購買力及金融穩定，協助台灣

經濟持續成長。本行向來十分注意和外界保持良好的溝通，未來也將持續強化這方面的工作，以增進外界對本行的瞭解和信任，以確保政策的有效施行。希望各位前輩與先進繼續給予本行支持及指教！

最後，再次感謝貴會的邀請。敬祝大家身體健康、萬事如意！謝謝大家！

## 附 註

- (註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。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2) 中央銀行法第2條。
- (註3) 主要考量我國資本移動近乎完全自由化，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。自1989年4月起，本行採行較具彈性的管理浮動匯率制度。
- (註4) Bank of Canada (2012), “Inflation and Price Stability,” *Backgrounders*, Bank of Canada, Apr.
- (註5) 如標準普爾、穆迪及惠譽分別給予台灣長期信評為AA-、Aa3及AA-。
- (註6) Yin, Rain and Kim Eng Tan(2019), “Summary: Taiwan,” *S&P Global Ratings*, May 3; Chou, Eva, Raymond Hsu and Joe Lin (2018), “2018 Taiwan Credit Outlook: The Strengthening Global Economy Supports Generally Improving Domestic Credit Profiles,” *S&P Global Ratings*, Jan. 21。
- (註7) 台灣經常帳順差對GDP比率曾於2017年創下14.5%的高點。
- (註8) 僅次於日本、德國、中國大陸、香港，排名全球第5大。
- (註9) 2018年台灣貿易依存度(輸出入總額/GDP)較南韓、中國大陸、日本、美國等國高。
- (註10) 台灣早期先後歷經匯率制度多次改變，從1958年確立單一固定匯率制度，到1979年央行改採機動匯率制度，並正式建立外匯市場。在匯率走向自由化的過程當中，央行亦逐漸放寬外匯管制。1987年央行大幅放寬外匯管制後，台灣進入外匯收支自由化時期。另自1990年代我國逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，如1991年我國政府開放符合條件之「外國專業投資機構」(QFII)在核准額度內投資國內證券；後又於2003年9月廢除QFII制度，對外資改採登記制，使其投資國內證券不再有額度限制。此期間中，政府也陸續開放國人海外投資，使得資金雙向進出更加自由。
- (註11) 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)。
- (註12) 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。
- (註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。
- (註14) 1998年5月25日本行停止DBU辦理顧客間新台幣NDF(無本金交割遠期外匯)業務。
- (註15) 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16) Buiters, 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。

- (註17) 2015至2020年台灣生育率僅高於南韓之1.11人。2018年台灣65歲以上人口的比重超過14%，到了2026年該比重將超過20%，預計2065年該比重將高達41.2%。此外，台灣由高齡社會轉為超高齡社會時間僅花了8年，較日本(11年)、美國(15年)、法國(29年)及英國(51年)更快(詳國發會(2018)，「中華民國人口推估(2018至2065年)」，6月)。
- (註18) 「數位金融研究小組」成立於民國105年2月，並於民國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。
- (註19) 自106年起本行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、繳稅及消費扣款等多元服務，便利民眾日常支付；並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。
- (註20) 國際信評機構Moody's認為，台灣有充裕的財政空間，應善用財政政策支持經濟成長(參見Moody's Analytics (2018), "Fiscal Space: An Alternative, Economic Fundamentals based Measures of the Risk of Sovereign Debt Default," *Moody's Analytics*, May)。
- (註21) 鼓勵新科技所帶來的新機會及應用，對自然資源稀少的台灣而言，亦有助緩和目前台灣所面臨的五缺問題。
- (註22) 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23) 此即近年來國際機構經常建議各國追求的「工資帶動型成長策略」(Wage-led Growth Strategy)，如IMF、國際勞工組織(ILO)、聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)等。工資帶動型成長策略的意義在於使工資成長與勞動生產力能更緊密結合，來創造經濟成長的良性循環；例如，可透過努力提升經濟轉型與升級所需要的教育與技能水準，來提升勞動生產力，讓企業經營者樂於主動提高勞工薪資；政府可透過教育投資，讓教育資源培養出社會真正需要的各種人才，讓勞工可學以致用；而勞工亦可藉由職業訓練，獲取就業能力，或在就業後提升勞動生產力。