

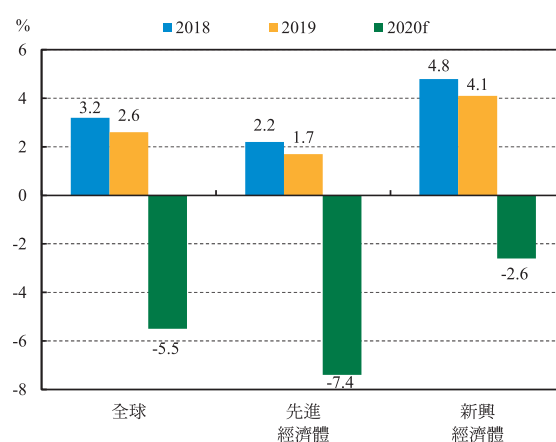
貳、潛在影響金融體系之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟金融情勢

2020年初以來，美中簽署第一階段貿易協議，英國亦正式脫離歐盟，並進入11個月過渡期，惟中國大陸爆發新冠肺炎疫情，不僅對其經濟形成下行壓力，亦造成嚴重外溢效應，影響其他經濟體，並擴散至全球，致國際金融市場波動加劇，促使主要經濟體紛紛採行寬鬆性貨幣、擴張性財政政策及穩定金融市場等相關措施，以因應新冠肺炎疫情對其經濟成長及金融穩定之威脅。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2020f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

1. 疫情大幅削弱全球經濟復甦動能，且原油價格崩跌將使通膨走緩

2019年受美中貿易緊張情勢持續升溫¹⁷影響，全球貿易量及投資成長率均下滑，年底兩國貿易衝突雖有所趨緩¹⁸，惟貿易不確定性已損及商業信心並拖累出口，全球經濟成長率由上(2018)年之3.2%降至2.6%(圖2-1)。

2020年初，全球第二大經濟體中國大陸¹⁹爆發新冠肺炎疫情，其後在全球迅速蔓延，重創各國經濟成長動能。中國大陸因應疫情採取封城、停工等措

¹⁷ 2019年5月美國針對自中國大陸進口2,000億美元家具及家電等商品調升關稅，稅率由10%調至25%，以及2019年8月針對自中國大陸進口3,000億美元消費性產品加徵15%關稅等；中國大陸亦提出加徵關稅反擊或向世貿組織提起訴訟。

¹⁸ 美中於2019年12月就貿易談判達成第一階段協議並於2020年1月簽署，協議內容涉及七大項，主要重點包括中國大陸承諾2021年底前加購2,000億美元美國商品與服務，並針對市場准入、智慧財產權保護與匯率操縱等做出相對應之努力，美方則調降部分關稅。

¹⁹ 以IHS Markit資料庫之名目GDP估算，2019年中國大陸GDP占全球比重約16.5%，為全球經濟成長之最大貢獻來源。

施，使海內外旅遊大幅減少、進口需求下降，並引發生產面「斷鏈」問題；其他主要經濟體為遏阻疫情，亦擴大採取嚴格之人流管制，拖累企業營運與民眾消費，恐引發需求面「斷單」效應。IHS Markit預測²⁰ 2020年全球經濟將陷入衰退，成長率預估將降至-5.5%；其中美國、歐元區及日本等先進經濟體成長率預估將降至-7.4%；新興經濟體受油價崩跌及全球需求大幅走弱之影響，經濟成長率預期將下滑至-2.6%(圖2-1)。全球經濟前景除受新冠肺炎疫情威脅外，尚面臨貿易衝突仍未完全平息、地緣政治衝突升溫及氣候變遷等因素帶來之下行風險。

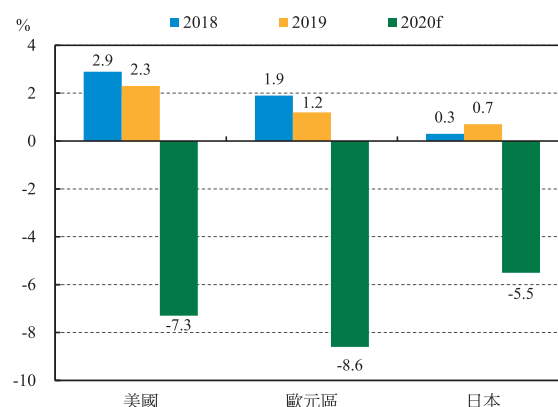
(1) 先進經濟體將陷入衰退

● 隨新冠肺炎疫情升溫，美國經濟將出現2010年以來首度衰退

2019年美國隨川普政府減稅及擴大支出政策²¹ 帶來之財政激勵效益逐漸消退，消費需求減少，加以美中貿易爭端損及出口與固定投資，經濟成長力道減弱，全年經濟成長率由上年之2.9%下降至2.3%(圖2-2)。

2020年以來隨新冠肺炎疫情加劇，美國成為全世界確診病例數最多國家，IHS Markit預測疫情將使其失業率由2019年之3.7%急遽上升至14.7%(圖2-3)，進一步削弱民間消費，並延緩企業投資，預估全年經濟將出現2010年

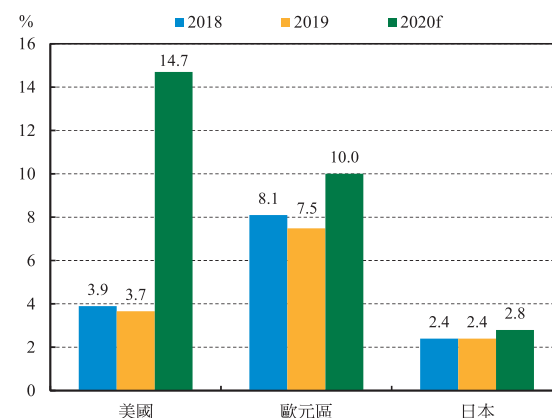
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2020f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2020f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

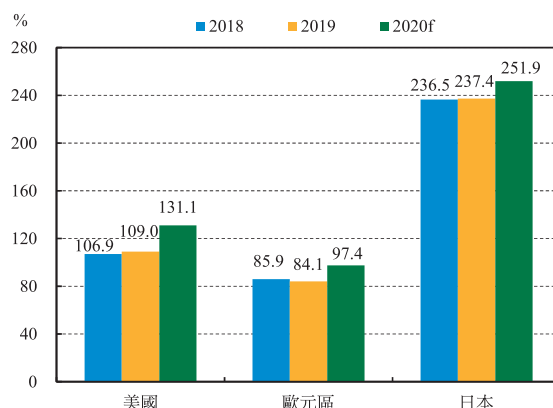
²⁰ 同註1。

²¹ 美國2017年12月公布「減稅及就業法案」最終版本，自2018年初起實施，預期10年內減稅約1.5兆美元，主要包括大幅降低企業稅(稅率由級距最高35%調降至單一稅率21%)，並對個人所得實施暫時性減稅(效期至2025年)。

以來首度負成長7.3%。

財政方面，因美國實施總額達3.6兆美元、史上最大之財政刺激方案²²，以因應新冠肺炎疫情衝擊，加上減稅法案及社福支出增加，IMF預測²³其財政赤字對GDP比率將由2019年5.8%大幅上升至15.4%，政府債務餘額對GDP比率亦由2019年之109.0%提高至131.1%(圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2020f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2020), *Fiscal Monitor*, April。

● 歐元區亦為疫情重災區，將嚴重打擊其經濟成長

2019年因歐洲的汽車排放標準日益嚴格²⁴，歐元區最大經濟體德國之汽車製造業生產低迷，加上全球因貿易衝突使需求走弱及英國脫歐不確定性尚存²⁵等內外因素，歐元區經濟成長率大幅滑落至1.2%。鑑於歐元區亦屬肺炎疫情重災區之一，疫情將嚴重損害其貿易、觀光業與金融市場，尤以義大利為甚，債務違約風險恐升高，IHS Markit預測歐元區2020年經濟成長率將大幅萎縮至-8.6%(圖2-2)，並拖累其勞動市場，推升失業率至10.0%(圖2-3)。

財政方面，自疫情爆發以來，歐盟推出財政刺激方案以援助成員國受影響之企業或勞工²⁶，在各國紛紛擴大財政支出之情況下，IMF估計2020年歐元區政府債務對GDP比率將由2019年之84.1%攀升至97.4%²⁷(圖2-4)。

²² 詳見本章「主要經濟體因應新冠肺炎疫情之措施」乙節。

²³ IMF (2020), *Fiscal Monitor*, April.

²⁴ 歐盟自2018年9月起實施全球輕型車測試規範(Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure, WLTP)，許多汽車大廠因無法符合新規範而出現缺貨情況，影響製造業生產。

²⁵ 自2019年1月15日起，英國國會3度否決前任首相梅伊(Theresa May)提出之脫歐協議，後來2019年7月強森(Boris Johnson)繼任首相，英國國會幾經折衝才通過脫歐協議，2020年1月31日正式脫歐，進入為期11個月的過渡期，雙方須就雙方人員往來、自由貿易協定(FTA)及漁權等議題進行談判。

²⁶ 同註22。

²⁷ 同註23。

● 疫情重創日本出口與觀光產業，經濟成長將陷入衰退

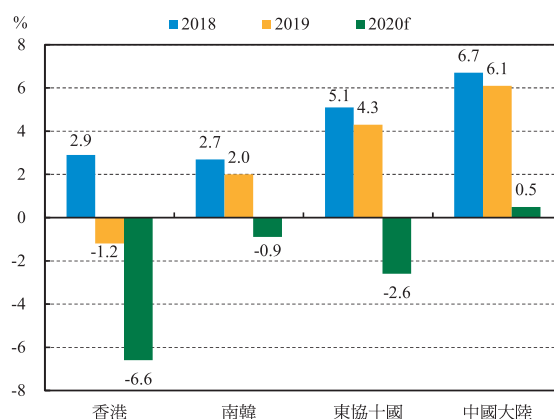
2019年前3季日本民眾為避開消費稅調漲²⁸影響提前消費，經濟穩健成長，惟第4季消費稅調漲影響發酵使經濟成長趨緩；全年經濟成長率由2018年之0.3%略升至0.7%(圖2-2)。2020年除消費稅調升影響外，新冠肺炎疫情更重創日本出口與觀光產業，加以東京奧運延期造成之負面效益，IHS Markit預測日本經濟成長率將大幅下滑至-5.5%(圖2-2)，失業率則升至2.8%(圖2-3)。

財政方面，因2020年4月日本宣布總額達117兆日圓之緊急紓困計畫以因應疫情²⁹，加以政府預算中養老金及醫療保健支出等社會福利費用仍高達35.81兆日圓，日本財政赤字將再度惡化，IMF預測政府債務餘額對GDP比率將升高至251.9%³⁰(圖2-4)。

(2) 多數亞洲經濟體之經濟成長下滑

2019年受全球貿易動能放緩及美中貿易爭端未解等影響，多數亞洲新興經濟體經濟成長走弱。其中，以出口為導向之南韓經濟成長率降至2.0%，香港經濟則受社會動盪³¹及美中貿易衝突影響，創下2008年金融危機後首度負成長；東協十國整體經濟成長率下降至4.3%，尤以新加坡及泰國經濟成長下降幅度較大；中國大陸因國內需求放緩與出口疲軟，以及美國加徵關稅帶來之壓力，2019年經濟成長率降至6.1%(圖2-5)，創1990年以來最低水準。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2020f為IHS Markit預測值。

2. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

²⁸ 2019年10月，日本將消費稅稅率自8%調高至10%。

²⁹ 同註22。

³⁰ 同註23。

³¹ 主要因2019年香港部分民眾反對「逃犯條例」修訂草案，引發大規模社會運動。

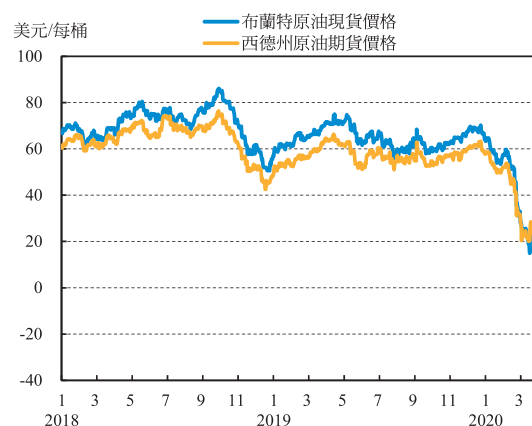
展望2020年，肺炎疫情衝擊中國大陸內需並重創製造業生產活動，2月製造業採購經理人指數(PMI)更驟降至35.7之歷史新低，IHS Markit預測中國大陸全年經濟成長率將大幅降至0.5%(圖2-5)。亞洲經濟體中，經濟高度依賴陸客觀光者如泰國、菲律賓等，或貿易往來及產業鏈與中國大陸緊密相連者如香港、南韓、印尼等，均可能受疫情之負面外溢效應拖累，IHS Markit預測香港、南韓及東協十國經濟成長率將分別大降至-6.6%、-0.9%及-2.6%。

(3) 原物料價格重挫，全球通膨將走低

2019年油價呈區間震盪走勢³²(圖2-6)，布蘭特原油(Brent crude oil)現貨全年平均每桶油價由2018年之71.19美元跌至64.37美元(西德州原油期貨走勢雷同)，金屬價格亦下跌，食品價格則呈上漲走勢³³。整體而言，因原油等大宗商品價格震盪走低，全球CPI年增率降至2.6%，其中先進經濟體大幅降至1.4%，新興經濟體多數通膨走緩，惟受中國大陸豬瘟疫情擴大物價漲幅之影響，整體CPI年增率上升至4.0%(圖2-7)。

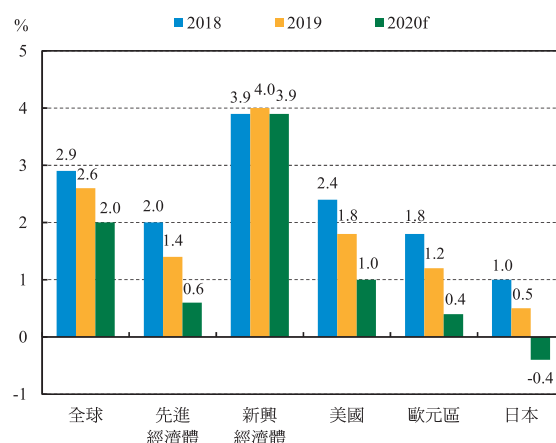
2020年初以來，新冠肺炎疫情升溫衝擊國際原油需求，國際油價反轉下跌，加以受石油輸出國組織(Organization of the Petroleum Exporting Countries,

圖 2-6 國際原物料價格



資料來源：EIA、Bloomberg。

圖 2-7 全球消費者物價指數年增率



註：1. 2020f為IHS Markit預測值。

2. 日本CPI年增率預測值降至負值，主要因觀光娛樂產業受疫情重創，預估收入將向下修正。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

³² 2019年上半年因產油國啟動新一輪減產措施及美國加強對伊朗制裁，國際油價走升，下半年先因美中貿易爭端惡化及美中製造業疲軟等負面因素，油價反轉下跌，嗣因沙烏地阿拉伯石油設施遭襲及美中達成第一階段貿易協議等因素，油價再度回升。

³³ 聯合國糧食及農業組織計算之食品價格指數，由2018年之168.4攀升至2019年之171.4。該指數係計算穀物、植物油、乳製品、糖及肉類等五個商品類別價格指數之加權平均數而得。

OPEC)與俄羅斯減產談判破局，致部分產油國提高供給³⁴，以及歐、美加強旅遊禁令，降低原油需求等因素影響，使油價崩跌³⁵，嗣後產油國雖達成大規模減產協議³⁶，惟減產幅度遠低於原油需求下滑幅度，2020年4月20日西德州中級原油(West Texas Intermediate Crude, WTI)期貨5月合約價每桶重挫至-37.63美元(圖2-6)，創歷史最低點³⁷。其餘大宗商品亦因疫情擴散需求大減，價格大幅走低，IHS Markit預測全年原物料價格將維持低點，全球通膨將降至2.0%，其中先進經濟體通膨降幅較明顯，CPI年增率將下降至0.6%，新興經濟體略降至3.9%³⁸ (圖2-7)。

2. 受疫情影響，全球金融情勢趨緊，金融市場劇烈震盪

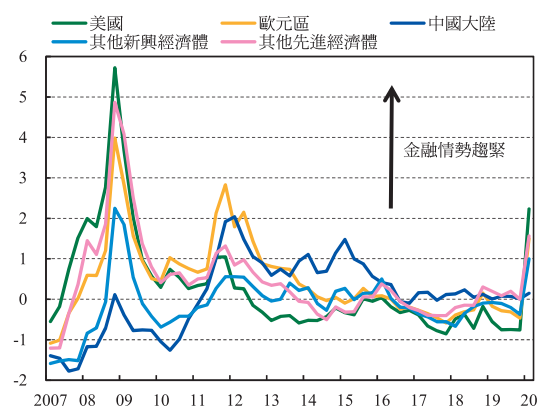
(1) 金融情勢轉趨緊縮

2019年受美中貿易衝突不確定性及全球經濟放緩影響，主要經濟體貨幣政策轉趨鴿派，其中美國及歐元區等先進經濟體金融情勢再呈寬鬆走勢，其他先進經濟體則續呈緊縮；中國大陸因股市下滑致金融情勢趨緊，其他新興經濟體則變化不大(圖2-8)。

2020年初以來，隨著新冠肺炎疫情急遽升溫，全球金融市場風險性資產面臨大量拋售壓力，

使股價大跌與公司債利差擴大，主要經濟體(中國大陸除外)金融情勢多快速緊

圖 2-8 各國金融情勢指標



註：1. 金融情勢指標係金融情勢偏離整體資料平均之標準差。
2. 其他先進經濟體包括澳洲、加拿大及英國等11個經濟體。
3. 其他新興經濟體包括巴西及印度等6個經濟體。
資料來源：IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April。

³⁴ OPEC與俄羅斯於2020年3月商討擴大減產協議，以因應肺炎疫情造成之原油需求下降，惟俄羅斯拒絕配合減產致協議破局，沙烏地阿拉伯遂宣告發動價格戰，大幅調降外銷油價以搶奪市占且擬提高產量。

³⁵ 布蘭特原油期貨價格已由2020年1月6日每桶70.25美元高點暴跌至3月31日之每桶19.19美元，下挫幅度超過70%。

³⁶ OPEC與俄羅斯等產油國於2020年4月12日達成協議，5月及6月每日共減產970萬桶原油，7月起再逐漸降低減產幅度。

³⁷ 西德州原油期貨價格跌至負值主要係因5月到期的期貨合約須於4月21日進行交割，惟奧克拉荷馬州庫欣之儲油槽已快達儲油極限，無法再接受5月交割所致。負油價非市場常態，5月期貨平倉後，4月24日6月期貨價格已回到每桶16.94美元。

³⁸ IHS Markit預估中國大陸2020年CPI年增率持平於2.9%，與上年相當。

縮(圖2-8)。全球金融情勢趨緊將使企業部門因融資成本增加而減緩投資，並使個人延緩消費，加上疫情恐使經濟成長大幅放緩³⁹，將急遽推升全球經濟金融風險。

IMF指出⁴⁰，金融情勢趨緊將使脆弱度較高之企業部門與投資管理公司面臨更高風險⁴¹；銀行則受惠於2008年金融危機以來監管趨嚴，資本適足性與流動性均提升，有助於對疫情之因應，惟應注意授信違約之挑戰；壽險公司則面臨固定收益商品及股權投資損失等問題。

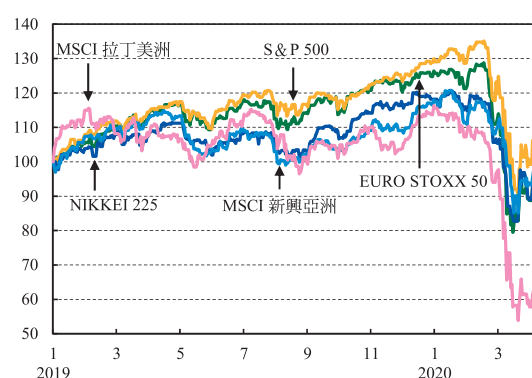
(2) 2020年初以來全球金融市場波動加劇，市場恐慌情緒蔓延

● 疫情引發全球股市重挫，美股更多次觸發熔断機制

2019年全球股市除5月與8月受美國宣布將對中國大陸進口商品加徵關稅而短暫下跌外，全年多呈上揚走勢(圖2-9)。

2020年1月全球股市延續2019年走勢持續上漲，美股更於2月初升抵歷史高點；惟2月下旬起，因新冠肺炎疫情迅速蔓延與國際油價崩跌，加以長期低利率環境使全球槓桿比率居高不下等因素，導致投資人恐慌情緒加劇，全球股市

圖 2-9 國際股價指數表現

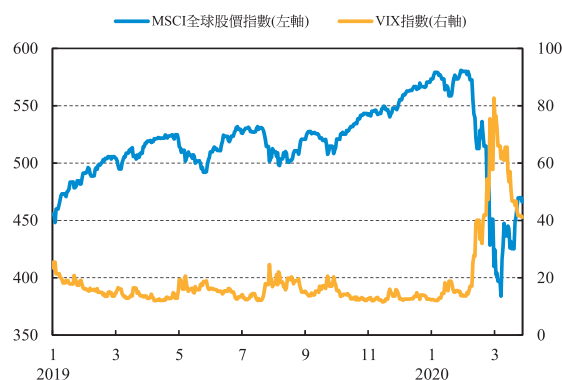


註：1. 2019年1月1日=100

2. EURO STOXX 50為歐元區12個主要經濟體之50檔股票指數。

資料來源：Bloomberg。

圖 2-10 全球股價指數與VIX指數



註：1. MSCI全球股價指數係摩根士丹利(Morgan Stanley)所編製之證券指數，涵蓋股票均為大型企業股。

2. VIX指數(又稱恐慌指數)係芝加哥選擇權交易所波動率指數，反映投資者對股票市場的心理預期，該指數愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇。

資料來源：Bloomberg。

³⁹ 根據IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April之模型估計，2020年全球經濟成長率有5%機率低於-7.4%。

⁴⁰ IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April.

⁴¹ 部分企業部門於2008年金融危機後累積過多債務，投資管理公司則在疫情爆發前已面臨高槓桿、期限與流動性錯配等問題，兩者脆弱度均較高。

反轉重挫(圖2-9)，3月間美股更多次觸發熔断機制⁴²，VIX指數⁴³一度飆升至82.69之歷史新高(圖2-10)；同月23日MSCI全球股價指數跌至384.04(圖2-10)，為2016年以來低點。嗣後隨主要經濟體陸續推出因應疫情措施⁴⁴，VIX指數回降至40上下，全球股市亦略回溫，惟3月底MSCI全球股價指數僅442.35，較2月高點581.02下跌約24%(圖2-10)。

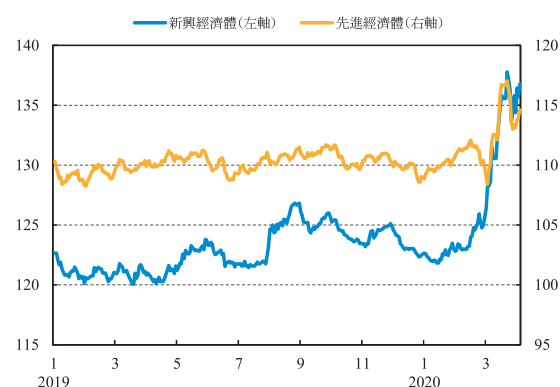
● 近期各經濟體匯率波動度驟升，新興經濟體貨幣則大幅走貶

2019年先進與新興經濟體貨幣對美元匯價走勢分歧，其中先進經濟體主要貨幣大致呈區間震盪走勢，新興經濟體美元指數前3季受美中貿易衝突升溫影響，隨人民幣貶值而震盪走升，惟第4季因美中貿易衝突趨緩等因素反轉下滑(圖2-11)。

2020年2月以來因疫情擴散，市場預期美國Fed將大幅降息，先進經濟體美元指數一度下挫，但3月中旬隨疫情急遽升溫，美元指數反轉走升，嗣後隨美國Fed宣布無限量購債而回降；波動度則較2019年大幅走升⁴⁵(圖2-11)。

同期間，新興經濟體受原油價格崩跌及疫情蔓延影響，貨幣大幅貶值，新興經濟體美元指數快速走升，其後，美國Fed為維持金融市場順利運作及貨幣政策有效傳遞宣布無限量購債，促使該指數回降(圖2-11)。IMF警告⁴⁶，疫情與大宗商品價格走弱將引發投資人拋售新興市場金融資產，自疫

圖 2-11 先進及新興經濟體美元指數走勢



註：先進及新興經濟體美元指數係美國Fed編製，分別包含7個及19個主要貿易對手國貨幣之加權平均匯率，基期為2006年1月(=100)。

資料來源：美國Fed。

⁴² 同註3。

⁴³ 同註2。

⁴⁴ 同註22。

⁴⁵ 先進經濟體美元指數標準差由2019年之0.74上升至2020年第1季之2.22。

⁴⁶ 同註40。

情爆發以來已有超過1,000億美元資金撤出新興經濟體，規模相當於該等經濟體整體GDP之0.39%⁴⁷，係2008年以來最大規模資金外流(圖2-12)，在新興經濟體債務水準過高之情況下，資金外流恐造成貨幣續貶，並推升其金融脆弱度。

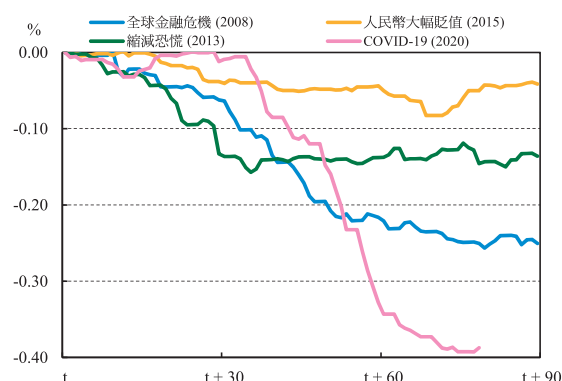
● 主要經濟體公債殖利率降至新低，恐加劇負利率債券問題

2019年隨全球景氣趨緩且通膨溫和，主要央行釋出貨幣政策轉趨寬鬆立場訊息，帶動長期公債殖利率一度走低，其後因美中達成第一階段貿易談判協議等正面消息而反轉走升。2020年2月以來，隨肺炎疫情升溫，全球對主要經濟體公債之避險需求增加，帶動該等

經濟體公債殖利率轉趨下滑，其後因疫情益趨嚴峻且國際油價暴跌，3月9日美國、英國及歐元區等國公債殖利率降至近5年新低，其後隨各國政府陸續推動財政刺激政策而略回升(圖2-13)。

2014年以來主要央行為提振景氣紛紛採行負利率政策，導致全球負殖利率債券規模大增，隨肺炎疫情蔓延全球，各國長期公債殖利率觸及歷史低點，恐擴大負殖利率債券所引發之負面影響(專欄1)。

圖 2-12 新興經濟體資金流出走勢



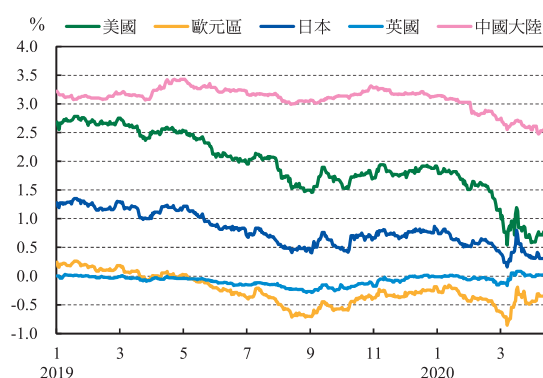
註：1. 數據係外國人累積投資金額對GDP比重。

2. t係事件爆發首日。

3. 本圖新興經濟體係指中國大陸、巴西、匈牙利、印度、印尼、南韓、墨西哥、巴基斯坦、菲律賓、卡達、斯里蘭卡、南非、臺灣、泰國、烏克蘭及越南等16國。

資料來源：IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April。

圖 2-13 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

⁴⁷ 同註40。

(3) 高收益公司債利差擴大，違約率可能上升

2008年全球金融危機後，長期寬鬆貨幣政策引導借貸成本走低，增加各經濟體舉債誘因。根據國際金融協會(Institute of International Finance, IIF)統計，2019年底全球債務規模已達255兆美元，相對GDP達322%，較2007年增加40個百分點，其中非金融部門之公司債務74.2兆美元，較2007年增加70%⁴⁸。

圖 2-14 美國高收益公司債利差



資料來源：Bloomberg。

2020年2月下旬以來，因新冠肺炎疫情蔓延，加上市場信用及流動性風險走升，投資等級公司債利差快速擴大，主要係市場憂心恐有大規模BBB等級公司債因疫情遭降等所致。高風險信貸市場⁴⁹中，美國高收益公司債利差升抵2008年金融危機以後新高(圖2-14)，當中尤以能源及航空旅遊業升幅最為明顯。IMF警告⁵⁰，目前全球債務過高且預期未來企業部門收益將大幅下滑，預估美國高收益債違約率將升至8%-10%以上⁵¹，恐對金融市場產生不利衝擊。

⁴⁸ IIF (2020), *Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse*, April.

⁴⁹ 高風險信貸市場包括高收益債、槓桿貸款及私募債券，根據IMF統計，全球高風險信貸市場規模已達9兆美元。

⁵⁰ 同註40。

⁵¹ 在悲觀情境下，違約率將上升至超過12%，超越2008年金融危機水準。

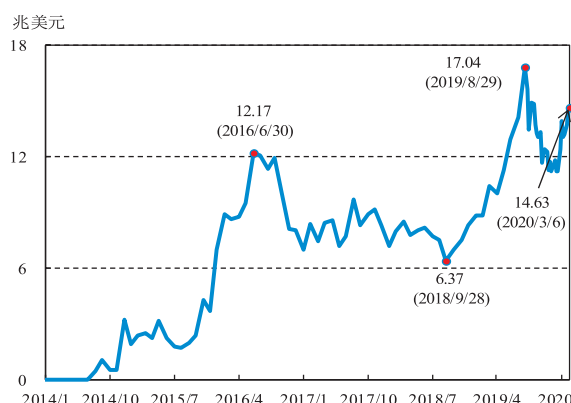
專欄1：負殖利率債券現象之探討

負殖利率債券係指投資人在債券到期收回的名目本金加利息，小於期初支付金額。本專欄探討近年造成全球負殖利率現象的原因，以及該現象若持續擴增對經濟金融的可能影響。

一、負利率政策引發負殖利率債券現象

2008年全球金融危機後，歐洲央行(ECB)與日本央行(BOJ)等大型經濟體央行陸續採行負利率政策，希望透過壓低實質利率、推升通膨預期，達到提振經濟之目的。瑞典¹、瑞士及丹麥等歐元區鄰近國家為抵銷ECB政策的外溢效果，避免熱錢湧入推升本國貨幣，亦跟進採行。2019年8月底全球負殖利率債券曾創17.04兆美元之歷史新高(圖A1-1)。歐元及日圓負殖利率債券仍為大宗，分別占54.9%及41.63%²。

圖A1-1 近年全球負殖利率債券規模



資料來源：Bloomberg。

二、全球債市負殖利率現象擴大之原因

債券殖利率降至負值之原因，大致可歸納為景氣循環因素與長期趨勢因素。

(一) 景氣循環因素

1. 經濟成長放緩與通膨下滑，壓抑當地公債殖利率

一國公債殖利率大致反映市場對該國未來經濟成長與通膨之預期。歐、日等地區或國家經濟成長放緩且通膨下滑，導致當地公債殖利率易跌難漲。

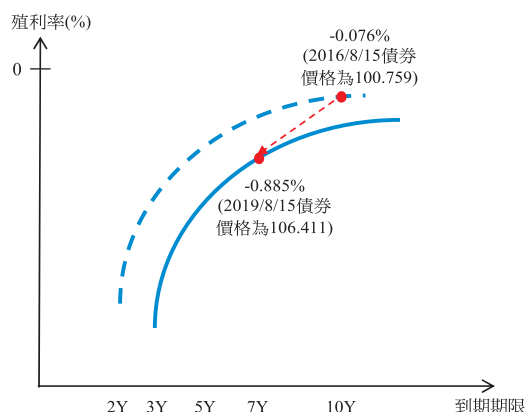
2. 負利率政策觸發負殖利率債券現象

先進經濟體透過非傳統性寬鬆貨幣政策壓低長短期利率，ECB及BOJ為強化政策力道，更進一步採行負利率政策，觸發負殖利率債券現象。

3. 投資負殖利率債券仍有獲利機會

大多數情況下債券殖利率曲線之斜率為正值，若市場預期該曲線下移機率將因央行維持寬鬆貨幣政策而攀升，投資人可透過滾動向下(roll down)策略賺取資本利得(圖A1-2)，亦可透過利差交易策略(carry trade)賺取長短期利差(圖A1-3)。

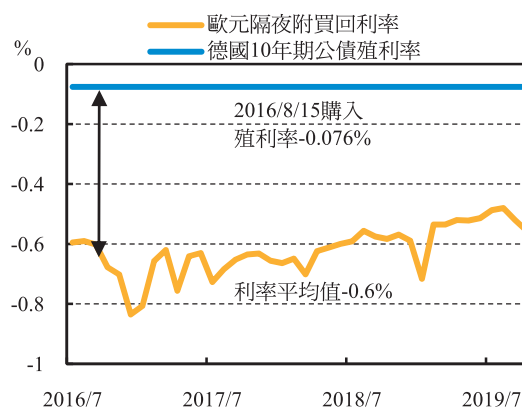
圖A1-2 滾動向下策略



註：本圖假設若2016年購買10年期德國公債，3年後(成為7年期公債)受益於殖利率曲線維持正斜率且下移，市價仍上漲(亦即殖利率下跌)。

資料來源：Bloomberg。

圖A1-3 利差交易策略



註：本圖假設若2016年購入殖利率-0.076%之10年期德國公債，並以其為擔保品承作附買回交易(利率平均值為-0.6%)，仍可獲得約0.5%之利差收益。

資料來源：Bloomberg。

(二) 長期趨勢因素

1. 潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率走低

人口老化與少子化導致勞動人口減少³，又全球資本財累積不足與技術進步放緩致潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率⁴走低，形成債券殖利率下行壓力。

2. 結構性因素拉低均衡通膨率，間接壓縮債券通膨貼水而壓抑殖利率

全球供應鏈興起及線上銷售模式盛行，持續提供物美價廉產品⁵，以及人口高齡化等結構性因素造成通膨預期下滑，甚至壓低均衡通膨率⁶。

3. 安全性資產需求增加且供給相對受限，使高信評債券殖利率易跌難漲

安全性資產多以先進經濟體公債為主，惟近年多數先進經濟體財政紀律趨嚴致公債發行量增速趨緩，但金融危機後銀行業法規趨嚴而對安全性資產⁷之需求增加，又央行現恐難以縮減資產負債表規模，加劇該等國家公債稀缺性問題，導致公債價格偏高(殖利率偏低)。

三、負殖利率債券規模增加對經濟金融之影響

(一) 傳統的儲蓄與投資行為改變，恐不利有效需求增加

研究指出⁸，日本較長天期利率降至極低水準或負值時，家計單位未雨綢繆致消費未受激勵反而儲蓄增加(2014年調升消費稅除外)，另利率偏低亦衝擊仰賴固定收益的民眾，這現象也發生在歐元區(圖A1-4)。

(二) 低生產力企業獲得利息補貼而不易被市場淘汰，不利潛在經濟成長率

過度壓低利率很可能讓經營不善之企業取得極低利率融資，而不易被市場淘汰，並提高新創企業進入市場門檻及降低市場活力，不利生產力提升。目前美、德兩國之企業新設與解散比率雙雙出現下滑。

(三) 貨幣政策易面臨有效利率下限困境

BIS等研究⁹指出，主要經濟體觸及有效利率下限之機率偏高，若無其他政策搭配，單靠貨幣政策難以提振景氣。

(四) 變相鼓勵非銀行部門從事高風險投資，易形成資產泡沫

家計部門為追求比存款利率更高的報酬，將更多資金轉移至高風險資產如不動產¹⁰等，而保險業等機構投資人為履行給付義務，增加買入私募股權等其他替代投資(圖A1-5)，除大幅推升部分資產價格外，亦讓自身更易受到金融市場波動之衝擊。

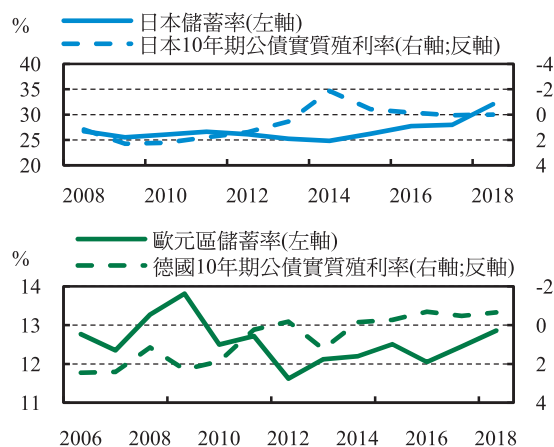
(五) 公債及貨幣市場流動性降低，可能損及金融市場運作機制

負殖利率公債規模伴隨QE及負利率政策的推出而增加，降低長期投資者交易該等債券意願，因而衝擊其流動性。例如日本公債次級市場交易量相對其在外流通餘額比率，由2011年第2季之7.68%大幅降至2019年第4季之1.45%。

四、結語

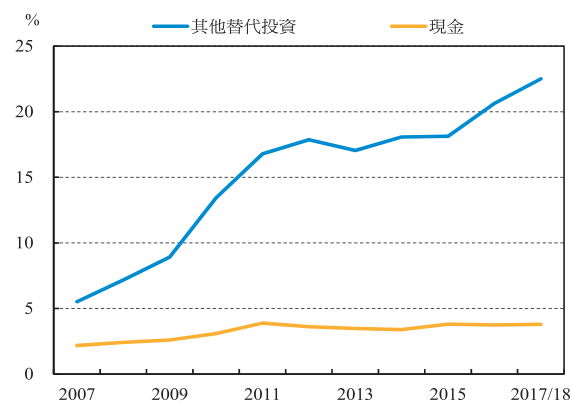
近年全球債市負殖利率現象益加普遍，除以歐元及日圓等幣別之債券為主外，同時蔓延至更長天期債券。若負殖利率債券現象延續過久，恐不利於經濟金融穩定，應密切注意其後續發展。

圖A1-4 日本與歐元區公債殖利率與儲蓄率變化



資料來源：Bloomberg。

圖A1-5 大型退休基金之另類投資比重



註：1. 統計樣本為全球700家大型退休基金，資產總規模約13兆美元。

2. 其他替代投資包括私募股權及房地產等。

資料來源：IMF (2019), *Global Financial Stability Report*, October。

- 註：1. 瑞典央行於2019年12月19日宣布調升附買回利率1碼，從-0.25%調升至零，終止其長達5年的負值。瑞典是危機後全球第一個採用負利率政策的國家，曾於2009年7月~2010年9月將存款利率調降至-0.25%，並在2015年2月跟進ECB調降附買回利率，由零降至-0.10%。
2. 依全球負殖利率債券規模指數Bloomberg Barclays Global Agg Negative Yielding Debt Index進行幣別拆解，2020年3月6日，歐元與日圓所占比重分別為54.9%及41.63%。
3. IMF估計，歐洲55-64歲的高齡工作人口占比每上升1個百分點，總要素生產力會下降0.8個百分點，其進而預測未來20年當地總要素生產力每年將下降0.2個百分點。參見Aiyar, Shekhar et al. (2019), "The Impact of Workforce Aging on European Productivity," *IMF Working Paper*, December。
4. 實質中性利率(real neutral rate)係指在通膨與通膨預期穩定於目標值、產出缺口為零且中期亦將維持於零的情況下之利率水準。參見Archibald, Joanne and Hunter, Leni (2001), "What Is the Neutral Real Interest Rate, and How Can We Use It?" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 64, September。
5. Byrne, David M. and Carol A. Corrado (2017), "The Increasing Deflationary Influence of Consumer Digital Access Services," *Federal Reserve, Finance and Economics Discussion Series*, 2020-21, January.
6. 均衡通膨率(equilibrium inflation rate)係指可避免通縮風險且不會產生惡性通膨之物價成長率。參見Jacques de Larosière (2019), "Tackling 'Dead-end' Monetary Policy," *Central Banking*, October。
7. Stubbington, Tommy (2019), "Why the Global Shortage of Safe Assets Is Getting Worse," *Financial Times*, November.
8. Miwa, Takashi et al. (2019), "Deeper Minus Rates, Household Concerns," *Japan Economic Weekly, Nomura Research*, October.
9. Brunnermeier, Markus and Yann Koby (2017), "The Reversal Interest Rate: An Effective Lower Bound on Monetary Policy," *Working Paper*, May; Franta, Michal (2018), "The Likelihood of Effective Lower Bound Events," *BIS Working Papers*, No.731, June.
10. 近期丹麥銀行業甚至推出負利率房貸業務，吸引民眾貸款購屋，無形中助漲當地房價。

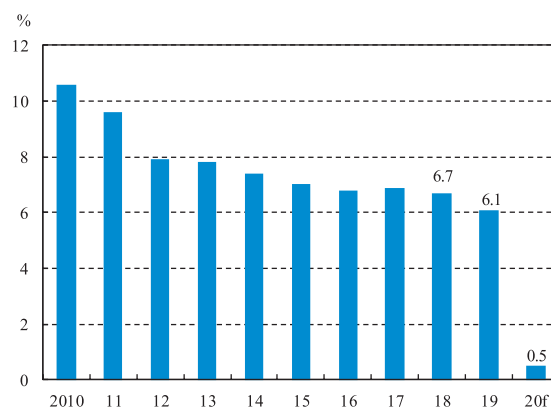
(二) 中國大陸經濟金融情勢

1. 經濟成長明顯放緩，續創新低

2019年因美中貿易衝突持續升溫，中國大陸對外貿易成長銳減⁵²，加以受去產能去槓桿政策影響，消費及投資動能疲弱，全年經濟成長率由上年之6.7%下降至6.1%(圖2-15)，續創新低。

2020年初美中簽署第一階段貿易協議，稍緩解緊張關係，有利景氣復甦，惟隨後新冠肺炎疫情爆發並迅速蔓延全球，使產業供應鏈中斷及消費需求急遽萎縮，重創中國大陸經濟，其第1季經濟大幅衰退6.8%，IHS Markit預測全年經濟成長率將大幅下修至0.5%(圖2-15)，遠低於未納入疫情影響前預測值之5.8%⁵³。受美中相互加徵關稅影響，部分外資已逐漸將供應鏈自中國大陸移出，加以2020年初中國大陸爆發疫情後，地方封城停工導致供應鏈中斷，更凸顯全球產業過度依賴中國大陸之問題，未來外資若加速撤離，恐對中國大陸經濟造成嚴重衝擊，值得關注。

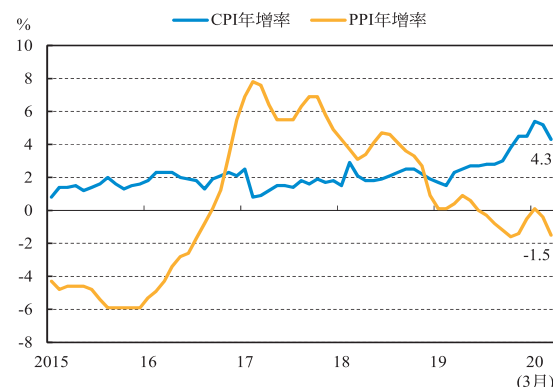
圖 2-15 中國大陸經濟成長率



註：2020f係IHS Markit預測值。

資料來源：中國國家統計局、IHS Markit (2020/5/15)。

圖 2-16 中國大陸通貨膨脹率



資料來源：中國國家統計局。

2. 消費者物價漲幅擴大，生產者物價反向走跌，房價則持續走高

2019年中國大陸受非洲豬瘟及天候條件不利等因素影響，豬肉及鮮果食物價格明顯上漲，CPI年增率為2.9%，較上年上升0.8個百分點；2020年初因季

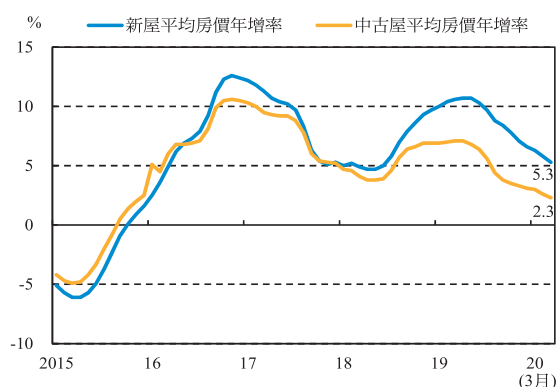
⁵² 依中國國家統計局資料，以美元計算，2019年中國大陸貿易總額年增率由2018年之12.6%大幅縮減至-1.0%。

⁵³ 2020年1月15日IHS Markit預測值。

節性因素及上年基期較低，食物類價格持續上漲，3月CPI年增率高達4.3%(圖2-16)，IHS Markit預測全年CPI年增率持平於2.9%。此外，2019年受國際原油及天然氣等能源價格走跌影響，中國大陸生產者物價指數(producer price index, PPI)年增率為-0.3%，較上年大幅下降3.8個百分點；2020年3月PPI年增率下滑擴大至-1.5%(圖2-16)。

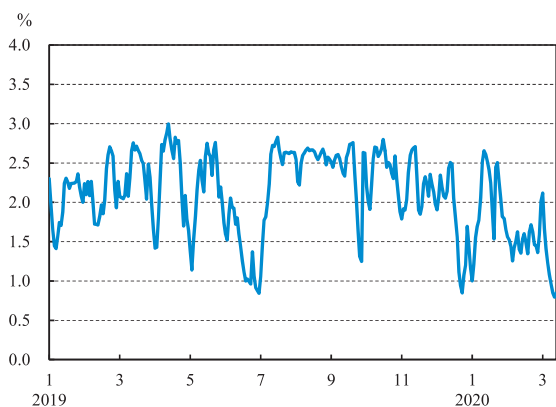
房市方面，由於中國人民銀行(簡稱中國人行)續採寬鬆貨幣政策，誘發投機性買盤帶動，2019年上半年房價持續上漲，但下半年漲勢減緩(圖2-17)。

圖 2-17 中國大陸70大城平均房價年增率



資料來源：Refinitiv Datastream。

圖 2-18 上海銀行業間隔夜拆款利率



資料來源：中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心。

3. 續採穩健貨幣政策，提供市場流動性

為因應美中貿易衝突，2019年以來，中國人行透過定向或全面降準、中期借貸便利操作(MLF)⁵⁴ 等政策工具，並搭配短天期公開市場逆回購操作，維持金融體系充裕流動性，2019年上海銀行業間隔夜拆款利率呈震盪下滑走勢；2020年初因新冠肺炎疫情升溫引發金融市場動盪加劇，中國人行透過降準及提高公開市場逆回購操作規模並調降其承作利率，進一步引導隔夜拆款利率下滑(圖2-18)。

4. 積極實施擴張性財政政策

2019年中國大陸政府採行擴張性財政政策，包括擴大支出及減稅降費等，但經濟下行壓力仍大。2020年5月下旬人大會議之政府工作報告進一步提出擴大內需政策，將政府財政預算赤字相對GDP比率提高至3.6%，並將地方政府專項

⁵⁴ 中期借貸便利操作(MLF)係指中國人行對提供合格質押品且符合總體審慎管理要求之商業及政策性銀行釋出資金，透過調節金融機構中期融資成本，引導其向實體經濟部門提供低成本資金，以降低企業融資成本。

債務額度上限提高至3.75兆人民幣，且發行抗疫特別國債1兆人民幣及擴大減稅降費規模5,000億人民幣，以因應肺炎疫情對經濟之重大衝擊。

5. 上證指數及人民幣匯率均走升後震盪下滑

2019年初受美中貿易衝突緩和及市場預期MSCI將調高中國大陸A股權重⁵⁵等利多激勵，帶動上證指數大幅反彈，但5月上旬受美中貿易爭端加劇影響而回檔，其後在區間震盪。2020年3月上證指數隨國際股市重挫而走低（圖2-19），但跌幅較歐美主要股市為輕。

匯市方面，2019年初預期MSCI將調高A股權重吸引外資大量匯入，帶動人民幣對美元匯率走強，惟5月上旬美中貿易衝突升溫，加以8月初美國將中國大陸列為匯率操縱國，促使人民幣大幅貶值，其後隨美國Fed接連降息及美中貿易談判轉趨樂觀，人民幣止貶回升。2020年初國際金融市場恐慌情緒飆升引發美元指數走高，人民幣匯率則急遽走貶（圖2-20）。

6. 社會融資規模持續擴增，信用風險上升

受中國人行貨幣政策漸趨寬鬆影響，2019年M2年增率由上年8.1%上升至8.7%，社會融資規模增量達25.7兆人民幣，其中銀行放款增加16.8兆人民幣為最多，表外融資則因加強監管而持續縮減1.8兆人民幣，惟減幅收窄（圖2-21）；年底社會融資餘額為251.4兆人民幣，較上年底增加10.7%，持續走高。

圖 2-19 中國大陸上海證券綜合股票指數



資料來源：Bloomberg。

圖 2-20 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

⁵⁵ 2019年3月MSCI宣布分3階段將中國大陸A股權重由5%調高至20%。

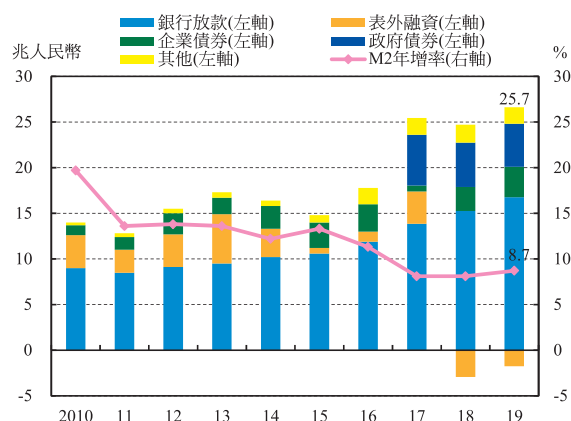
2019年底中國大陸商業銀行之不良貸款餘額2.41兆人民幣，較上年底擴增19.16%，不良貸款比率由上年底之1.83%上升至1.86%(圖2-22)，授信品質下滑，其中以農村商業銀行3.90%最高；關注類貸款⁵⁶ 餘額亦走升至3.77兆人民幣。兩者合計之有欠正常貸款餘額擴增至6.18兆人民幣。鑑於疫情對中國大陸經濟金融產生重大衝擊，未來疫情若持續蔓延，信用風險恐進一步升高，值得密切關注。

7. 中國大陸債務持續擴增，潛在風險升高

依據BIS統計，2019年底中國大陸非金融部門債務餘額達255.9兆人民幣，相當於GDP之258.7%(圖2-23)，較上年底上升9.1個百分點，續創歷史新高。其中，去槓桿化首要對象之企業部門，2019年底債務餘額147.7兆人民幣，年增率7.96%(圖2-23)，債務持續攀升，尤其仰賴影子銀行融資之民營企業，因融資管道受去槓桿政策影響而急遽緊縮，再融資風險升高，導致債券違約事件明顯增加⁵⁷。

家庭部門方面，2019年底債務餘額54.6兆人民幣，年增率達15.57%(圖2-23)，其中30.2兆人民幣為銀行房貸⁵⁸，且購屋自備款不足者多透過消費性貸款

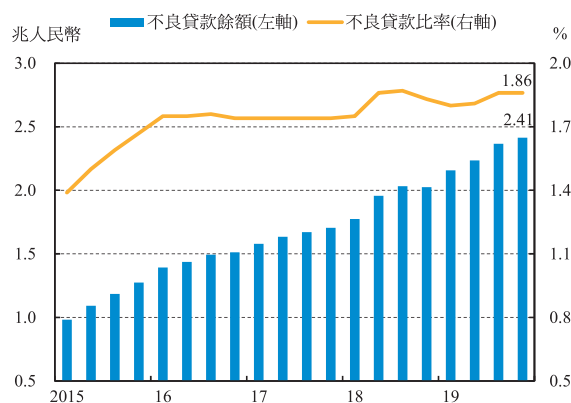
圖 2-21 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



註：1. 中國人行2019年9月起將「交易所企業資產擔保證券」納入「企業債券」統計；12月起將「國債」及「地方政府一般債券」納入統計，並與原有「地方政府專項債券」合併為「政府債券」，兩者均追溯至2017年。
2. 表外融資包括「委託貸款」、「信託貸款」及「未貼現銀行承兌匯票」等表外項目。

資料來源：中國人民銀行。

圖 2-22 中國大陸商業銀行不良貸款



資料來源：中國銀行保險監督管理委員會。

⁵⁶ 依據中國銀保監會規定，貸款分為正常、關注、次級、可疑及損失等5類，其中關注類貸款指借款人繳息還本正常，但有信用不良紀錄，可能影響未來還款能力之貸款。不良貸款包括次級、可疑及損失等3類貸款。

⁵⁷ 香港金融管理局2020年3月「貨幣與金融穩定情況半年度報告」指出，中國大陸2019年債券違約規模達1,790億元人民幣，較上年增加16.3%，違約率0.9%亦較上年上升0.1個百分點。

⁵⁸ 依據中國人行統計，2019年底個人房貸餘額30.2兆人民幣，占銀行對家庭部門放款餘額之5成以上。

及互聯網金融取得資金。家庭部門過度融資，恐推升房地產泡沫化風險。

2019年底政府部門債務餘額53.6兆人民幣，較去年底大增19.26%(圖2-23)，其中地方政府債務餘額21.3兆人民幣⁵⁹，較去年底成長15.89%，主要因近來政策鼓勵地方政府專項舉債進行基礎建設，以因應經濟下行風險，加上其運用融資平台或信託等其他融資管道變相舉債產生龐大隱性債務，債務還本付息壓力恐進一步升高。

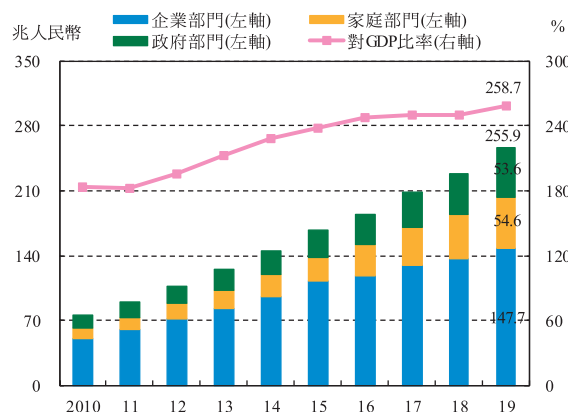
(三) 主要經濟體因應新冠肺炎疫情之措施

針對全球爆發新冠肺炎疫情問題，IMF建議⁶⁰各國應優先確保醫療體系擁有足夠資源並加強國際間合作，此外為避免疫情大幅衝擊經濟活動，中央銀行應確保市場有足夠信用供給及流動性，並擴大實施寬鬆貨幣政策，監理機關應鼓勵銀行與債務人進行債務重整，且各國政府應實施針對性財政政策。

1. 主要經濟體紛採寬鬆貨幣政策

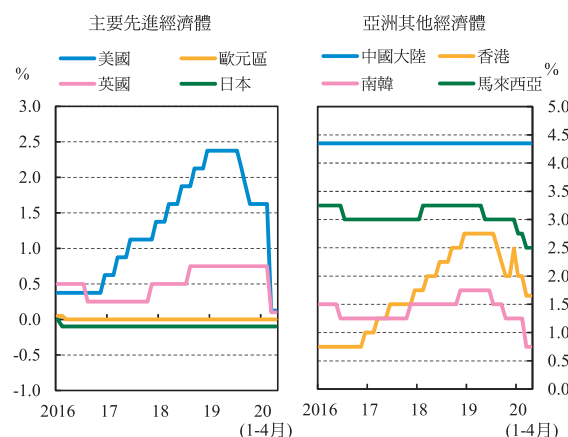
為因應疫情蔓延帶來之重大衝擊，主要經濟體央行多迅速採取降息(圖2-24)、擴大資產購買計畫或積極進行公開市場操作等措施，對市場提供大量流

圖 2-23 中國大陸非金融部門債務及對GDP比率



資料來源：BIS。

圖 2-24 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：美國為聯邦資金利率目標，歐元區為主要再融通操作利率，英國為官方利率，日本為銀行存放央行之新增超額準備適用利率(2016/2/16前為無擔保隔夜拆款目標利率)。

2. 亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構1年期放款基準利率，香港為貼現窗口基本利率，南韓為基準利率，馬來西亞為隔夜政策利率。

3. 資料截至2020年4月30日。

資料來源：各國/地區央行網站。

⁵⁹ 依據中國財政部統計資料。

⁶⁰ IMF (2020), *World Economic Outlook*, April.

動性，以緩解市場恐慌。其中，美國Fed於2020年3月兩度緊急降息共6碼，並史無前例實施無上限之資產購買計畫，以及推出2.3兆美元融資協助措施，協助企業及個人取得資金等。其他主要經濟體央行亦多快速推出以量化寬鬆(QE)為主的寬鬆貨幣政策，並著重透過銀行融資給企業幫助渡過難關，維護實體經濟流動性。

此外，為緩解各國對美元需求，美國Fed與歐元區、日本、加拿大、英國及瑞士等5個經濟體央行重啟美元換匯協議，規模無上限，並新增與澳洲等9個經濟體央行簽訂暫時性換匯協議，每家央行額度分別為600億或300億美元，共4,500億美元，以緩解全球美元融資市場緊絀之情形。主要經濟體因應疫情採取之貨幣政策詳表2-1。

表 2-1 2020年以來主要經濟體因應疫情採取之貨幣政策

經濟體	日期	主要貨幣政策內容
美國	2020/3、4	● 降息：美國Fed 3月兩度調降聯邦資金利率目標區間共6碼，降至0%-0.25%。 ● 擴大資產購買計畫：3月15日宣布規模達7,000億美元之QE；並於3月23日擴大QE規模至無上限。 ● 美元流動性換匯協議：與5家央行重啟換匯協議，規模無上限；另新增與其他9家央行簽訂暫時性換匯協議，每家額度分別為600億或300億美元。 ● 協助融資措施：4月9日美國Fed再宣布總額達2.3兆美元之新一輪協助融資措施，包括薪資保護貸款融資機制(PPPLF)、中小企業貸款計畫(MSLP)及地方政府流動性機制(MLF)等，並承諾將非投資等級公司債及指數股票型基金(ETF)納入融資標的。 ● 國外附買回機制：為維持美國金融市場順利運作，美國Fed建立外國及國際貨幣機關(FIMA)臨時附買回操作機制，與美國Fed有帳戶往來之外國央行可與其簽訂附買回協議，以滿足美元需求。 ● 緊急融通機制：美國Fed啟動交易商融資機制(PDCF)、商業本票融通機制(CPFF)及貨幣市場共同基金流動性機制(MMLF)等多項救市措施，以挹注金融機構及特定信用市場流動性。
歐元區	2020/3、4	● 第三輪定向長期再融通操作(TLTRO-III)：ECB提供更優惠利率條件以支持銀行放款，利率為主要再融通操作利率平均值減50個基點，而對淨貸放金額達到門檻之合格機構，適用之借款利率將較目前平均存款機制利率低50個基點。 ● 非定向抗疫緊急長期再融資操作(PELTROs)：ECB提出新一輪非定向貸款計畫，將自2020年5月起進行7次再融資操作，以提供歐元區金融體系流動性。 ● 擴大資產購買計畫：原本購債規模擴大1,200億歐元，並新增7,500億歐元流行病緊急購債計畫，且取消收購各國公債上限。
英國	2020/3	● 降息：BoE兩度調降官方利率共0.65個百分點至0.1%。 ● 擴大資產購買計畫：增加公債和公司債持有規模2,000億至6,450億英鎊。 ● 附買回機制：啟動「應急定期附買回機制」(CTRF)，利率為BoE官方利率加碼15個基點，期限最長3個月。

經濟體	日期	主要貨幣政策內容
日本	2020/3	● 擴大資產購買計畫：BOJ增加商業本票及公司債之購買額度分別至3.2兆及4.2兆日圓，並提高購買ETF及不動產投資信託基金(J-REIT)額度分別至12兆日圓及1,800億日圓。 ● 公開市場操作及擔保放款融通：實施公債附買回操作5,000億日圓，以及提供固定利率0%之擔保放款融通1.5兆日圓。
中國大陸	2020/2、3、4	● 調降政策利率：中國人行調降逆回購及中期借貸便利操作等利率。 ● 調降存款準備率：3月16日對達到普惠金融考核標準的銀行定向降準0.5~1個百分點，對符合條件的股份制銀行再額外定向降準1個百分點；另於4月及5月分別對地方中小型銀行定向降準各0.5個百分點。 ● 支持流動性及信貸：透過各項管道釋出人民幣資金，並透過銀行部門向企業提供低利貸款。
南韓	2020/3	● 降息：南韓央行調降基準利率2碼至0.75%。 ● 擴大資產購買計畫：3月26日宣布將在每周二固定透過附買回交易購債，無上限提供市場流動性。 ● 調降操作利率：降低銀行中介貸款支持機制(BILSF)利率，俾利中小企業獲取資金。
香港	2020/3	香港金融管理局兩度隨美國降息調降貼現窗口基本利率至0.86%。

註：資料期間自2020年2月1日至4月30日。

資料來源：各官方網站及相關報導；本行整理。

2. 主要經濟體採擴張性財政政策

由於疫情蔓延阻礙人員與物資的流動，實體經濟遭受嚴重衝擊，帶來經濟下行風險，主要經濟體為協助企業及個人度過這次危機，陸續推出各項財政刺激方案，以減災及紓困為主，包括增加防疫支出、疫苗研發等，且對於疫情受創的產業與企業提供貸款擔保與補貼，對於受創家庭提供直接性的資金援助，例如美國推出4項財政刺激方案，規模約達2.9兆美元，刺激力道遠高於2008年金融危機時的0.79兆美元規模；日本提出史上最大規模之117兆日圓振興經濟方案，其他主要經濟體亦推出大規模財政刺激方案。主要經濟體因應疫情採取之財政政策詳表2-2。

表 2-2 2020年以來主要經濟體因應疫情採取之財政政策

經濟體	日期	主要財政政策內容
美國	2020/3	3月及4月川普總統陸續推出4項財政刺激方案如次： ● 「抗疫緊急支出法」83億美元，用於推動疫苗研發及支應政府防疫所需等，以因應肺炎疫情蔓延。 ● 「家庭因應新冠肺炎紓困法」1,920億美元，提供全國免費病毒篩檢、暫時減免學生貸款利息、防疫照護假、各州醫療補助及挹注失業救助保險。 ● 「新冠病毒援助、救濟及經濟保障法」2.2兆美元，預計將提供中小企業融資、發放一次性現金補貼、擴大失業救助補助、提供受創嚴重產業流動性補助、提供減稅措施及增加醫療投資等。 ● 「薪資保護計畫與增強醫療保健法」4,830億美元，主要係為協助小型企業取得貸款俾利發放員工薪資，並加強對醫院與醫療人員之協助或照護。

經濟體	日期	主要財政政策內容
歐盟	2020/3	● 撥款370億歐元以因應肺炎疫情，包括協助成員國健康照護體系、中小企業與勞動市場之疫情因應投資基金、擴大歐盟團結基金涵蓋範圍。 ● 放寬財政規則及政府補貼規定。 ● 歐盟委員會決議通過「一般豁免條款」，暫停約束歐盟各國財政赤字上限。
英國	2020/3	英國財政部宣布提供3,300億英鎊擔保貸款，並額外增加300億英鎊財政激勵方案，以支撐國家醫療服務體系、補助易受疫情影響的企業與弱勢族群並促進經濟成長。
日本	2020/2、3、4	● 2月及3月日本政府提出4,460億日圓之因應肺炎疫情緊急措施，包括防範感染擴大與支援小企業及觀光業維持營運等，以及1.6兆日圓之支援中小企業低利貸款等計畫。 ● 4月7日首相安倍宣布總值達108兆日圓之緊急經濟對策，內容包括發放家庭與中小企業現金補助、減免固定資產稅及允許銀行提供無擔保融資等，4月20日隨現金補助發放金額增加，緊急經濟對策總額擴大至117兆日圓。
中國大陸	2020/3	● 提供疫情防控補助資金1,087億人民幣。 ● 提前公布2020年新增地方政府債務額度，其中一般債務5,580億人民幣、專項債務2.29兆人民幣，並適當擴大專項債務使用範圍。 ● 對重點物資生產企業、公共交通和快遞等民生企業、醫療救護人員及小微企業等給予稅費優惠。 ● 逾20個省市推出5G網路、高鐵等新型基礎建設投資計畫，總規模達2~3兆人民幣。
南韓	2020/3、4	● 3月18日推出史上最大規模追加預算案約11.7兆韓元，計劃未來4個月內向低收入勞工及年長者提供消費券。 ● 3月24日宣布將推出達100兆韓元之政府緊急援助計畫，主要用於中小企業貸款、債券市場穩定基金及證券市場穩定基金等。 ● 4月8日宣布將向受疫情影響嚴重之出口商提供36兆韓元低利貸款，並推出17.7兆韓元之新振興經濟措施。 ● 4月22日總統宣布將提供40兆韓元之企業穩定基金，援助航空業、汽車業及貨運業等七大產業。
新加坡	2020/2、3、4	2月至4月共提出三輪財政刺激方案，總值達595億新加坡幣，包括支持企業營運、協助醫護人員、補貼薪資、允許企業延後繳納所得稅，並直接向國民發放現金。
香港	2020/2、4	● 2月成立300億港元防疫抗疫基金，推出稅費減免、對18歲以上永久性居民發放1萬港元等措施共1,200億港元，以帶動消費及紓緩民眾經濟壓力。 ● 4月再宣布達1,375億港元之抗疫防疫基金，包括保就業計畫、對特定行業提供援助、中小企融資擔保計畫及租金寬免等。

註：本表資料除美國截至2020年5月底外，其餘截至2020年4月底。

資料來源：各官方網站、IMF及相關報導；本行整理。

二、國內總體環境

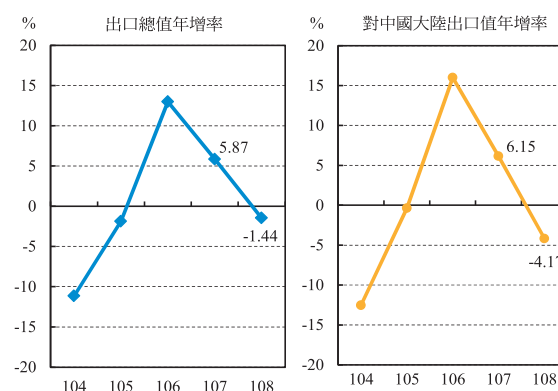
(一) 國內經濟及財政情勢

108年出口轉呈負成長，但因政府推動投資臺灣三大方案⁶¹且民間消費動能持穩，經濟溫和成長，物價維持平穩；國際收支持續順差且外匯存底充裕，償付外債能力佳；政府財政赤字預算回升，債務未償餘額略增但仍在可控制範圍。

1. 經濟維持溫和成長

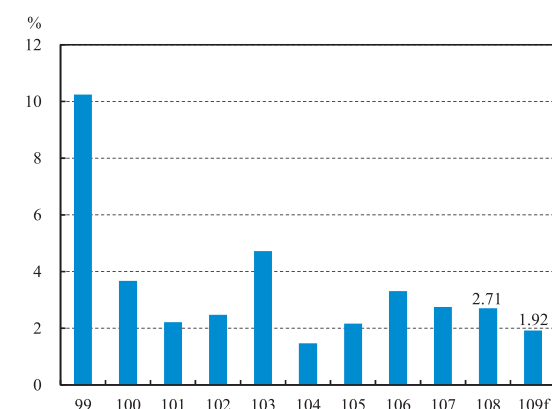
受國際貿易紛擾及國際原物料價格疲軟等影響，108年我國出口值較上年縮減1.44%⁶²，主要是化學品衰退金額及減幅較大，其中對中國大陸(含香港)出口亦轉為負成長4.17%(圖2-25)，惟因政府推動投資臺灣三大方案，且國內半導體廠商持續擴增資本支出，加以民間消費動能持穩，國內經濟仍維持溫和成長，全年經濟成長率為2.71%，略低於上年之2.75%(圖2-26)。

圖 2-25 出口年增率



資料來源：財政部。

圖 2-26 經濟成長率



註：109f為本行109年3月19日預測數，其餘為主計總處統計資料。

資料來源：行政院主計總處、本行。

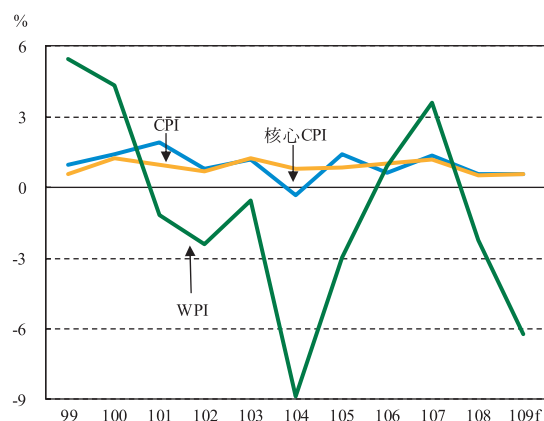
⁶¹ 同註4。

⁶² 108年我國對中國大陸(含香港)、美國、日本及歐盟等經濟體之出口比重分別為40.14%、14.05%、7.26%及7.07%。我國108年對外出口較上年縮減，但表現仍優於南韓(-10.3%)、香港(-5.9%)及新加坡(-5.2%)。就出口地區分析，我國對中國大陸(含香港)出口雖負成長，但對美國及日本出口分別創歷史新高之462億元及233億元。

2. 物價漲幅溫和

108年受美中貿易紛爭及國際原油價格下跌影響，躉售物價指數(wholesale price index, WPI)年增率降為-2.26%，遠低於上年之3.63%；主計總處預測109年WPI年增率將續降至-6.22%⁶³。消費者物價方面，108年CPI年增率為0.56%，低於上年之1.35%，主要因油料費、通訊費及成衣等價格調降；不含蔬果及能源之核心CPI年增率亦漲幅和緩，全年平均為0.49%，低於上年之1.21%(圖2-27)。109年預期受肺炎疫情衝擊，不利國內消費需求，加以國際原油等原物料價格走跌，本行預測全年CPI年增率及核心CPI年增率分別為0.59%及0.55%。

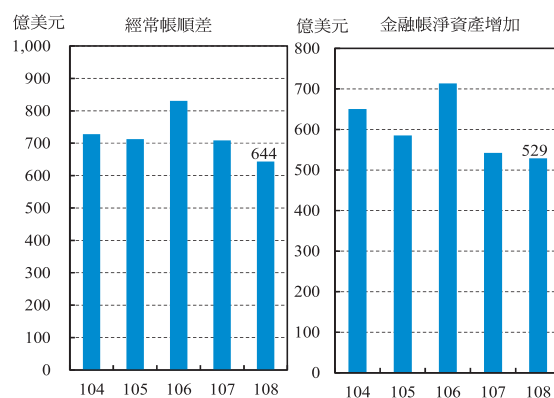
圖 2-27 物價指數年增率



註：109f 之WPI為主計總處109年5月28日預測值，其餘為本行109年3月19日預測數。

資料來源：行政院主計總處、本行。

圖 2-28 經常帳順差及金融帳淨資產增加



資料來源：本行經研處。

3. 經常帳維持順差，外匯存底充裕

108年我國出口減額大於進口減額，致商品貿易順差減少，全年經常帳順差因而較上年減少65億美元或9.17%至644億美元，相當於全年GDP之10.53%⁶⁴；金融帳雖因國內投信基金與保險公司擴增國外有價證券投資而持續流出，但外資大舉加碼臺股，抵銷部分流出，全年金融帳淨資產增加529億美元(圖2-28)。綜合前述結果，108年央行準備資產增加167億美元，主要係央行外匯存底投資運用收益。

⁶³ 同註9。

⁶⁴ 國際間一般認為經常帳逆差相對於GDP比率之風險臨界水準為3%，比率若大於3%且較前一年上揚超過5個百分點，風險較高。

108年底外匯存底成長至4,781億美元，較去年底增加3.54%，主要係外匯存底投資運用收益持續累積；109年4月底外匯存底續增至4,818億美元。

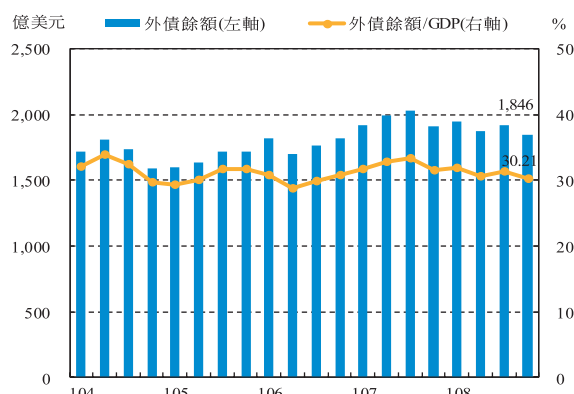
4. 外債規模縮減，償付外債能力佳

108年底我國外債餘額⁶⁵ 較去年底減少3.40%至1,846億美元(圖2-29)，主要係銀行部門對外短期債務減少所致；年底外債餘額以民間部門1,840億美元占大多數，公共部門僅6億美元。

108年底我國外債餘額對GDP比率為30.21%，低於國際警戒水準⁶⁶；與美國及亞洲鄰國相比，我國略高於南韓，但遠低於美國、日本及馬來西亞等國(圖2-30)。

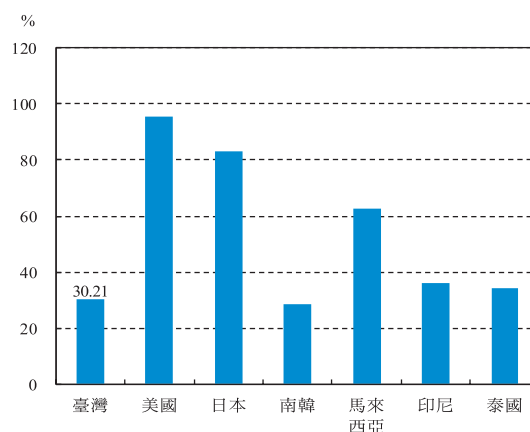
此外，108年底外匯存底相對於短期外債之倍數，因外匯存底增加且短期外債減少而上升至2.74倍，遠高於國際警戒水準⁶⁷，顯示我國外匯存底償付短期外債之能力仍佳(圖2-31)。

圖 2-29 外債餘額及其相對 GDP 比率



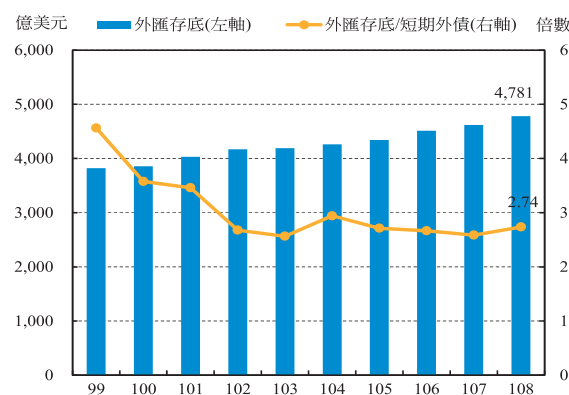
註：本圖為各季底外債餘額相對於全年GDP之比率。
資料來源：本行外匯局、行政院主計總處。

圖 2-30 外債餘額相對GDP比率之跨國比較



註：資料基準日為2019年底。
資料來源：CEIC資料庫。

圖 2-31 短期外債償付能力



資料來源：本行外匯局。

⁶⁵ 同註5。

⁶⁶ 國際間一般認為外債相對於GDP之比率低於50%時，較無風險。

⁶⁷ 國際間一般認為外匯存底相對於短期外債之倍數高於1倍時，較無風險。

5. 政府財政赤字預算回升，債務未償餘額略增

108年政府因應經濟情勢推動前瞻基礎建設第2期、科技發展、產業創新及教育經費等多項計畫，各級政府因而擴增歲出規模，致財政赤字預算回升至1,767億元，相當於全年GDP之0.94%⁶⁸ (圖2-32)。

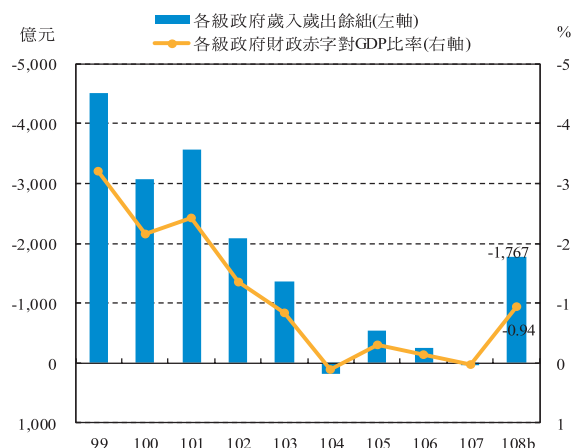
108年底各級政府債務未償餘額⁶⁹ 略增至6.41兆元⁷⁰，相對於全年GDP比率則因GDP成長幅度較大而微降至33.93% (圖2-33)，債務水準維持於可控制範圍⁷¹。

(二) 企業部門⁷² 及家庭部門

1. 企業部門

108年上市櫃公司獲利能力衰退，財務槓桿程度上升，惟短期償債能力尚屬適當；年底金融機構對企業部門放款之逾放比率續降至歷史新低，信用品質佳。

圖 2-32 財政赤字規模

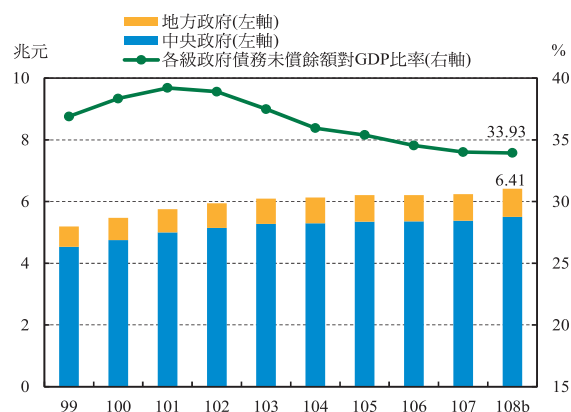


註：1. 各級政府包括中央政府及地方政府。

2. 中央政府108b為決算數，地方政府為預算數。

資料來源：財政部、行政院主計總處。

圖 2-33 政府債務規模



註：1. 各級政府債務未償餘額係指1年以上非自償性債務餘額，不包含外債。

2. 中央政府108b為初估決算數，地方政府為預算數。

資料來源：財政部統計處及國庫署、行政院主計總處。

⁶⁸ 同註6。

⁶⁹ 各級政府債務未償餘額，係指1年以上非自償性債務餘額。

⁷⁰ 108年底各級政府債務未償餘額6.41兆元，其中中央政府為5.50兆元，地方政府為0.91兆元。截至109年3月底各級政府舉借之1年以上非自償性公共債務餘額實際數為6.09兆元，其中中央政府、直轄市、縣(市)及鄉(鎮、市)分別為5.34兆元、0.61兆元、0.14兆元及1億元，各占前3年度名目GDP平均數之29.00%、3.29%、0.78%及0.001%，尚未超過「公共債務法」規定上限(中央政府、直轄市、縣(市)及鄉(鎮、市)分別不得超過40.60%、7.65%、1.63%及0.12%)。

⁷¹ 同註7。

⁷² 企業部門分析對象包括非金融產業之上市及上櫃公司，採合併財務資料(無子公司者為個別財務資料)，100年(含)以前資料依ROC GAAP編製，101年起依IFRSs編製，由於相關會計處理與表達方式多有變動，進行趨勢分析時宜審慎解讀。

(1) 上市櫃公司獲利能力衰退

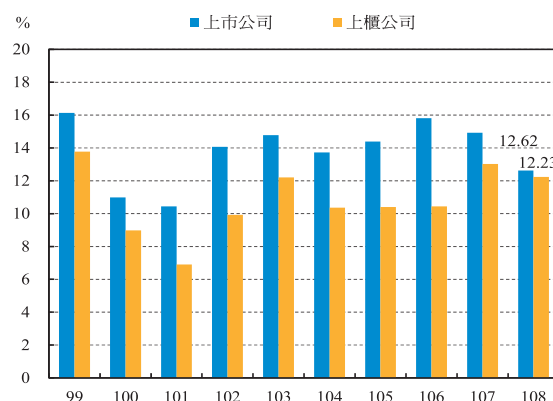
108年受美中貿易紛爭不斷及主要經濟體經濟成長動能減弱影響，市場需求疲軟，上市及上櫃公司平均ROE由上年14.92%及13.02%分別下滑至12.62%及12.23%(圖2-34)，獲利能力衰退。

上市櫃公司各主要產業中，除上櫃電子業外，其餘ROE均較上年下滑。其中，資產比重逾5成之上市電子業，受面板價格續跌及被動元件需求下滑使電子零組件業獲利大減，以及半導體業設備利用率降低使製程成本上升等影響，ROE較上年衰退；上櫃電子業亦受電子零組件業獲利不佳影響，惟受惠於光電業處分土地與廠房挹注利益，ROE反較上年微幅成長(圖2-35)。

(2) 財務槓桿程度上升，但短期償債能力尚維持適當水準

108年底上市及上櫃公司平均槓桿比率分別由去年底之99.48%及82.36%提高至104.61%及88.55%(圖2-36)，財務槓桿程度上升，主要因108年起我國適

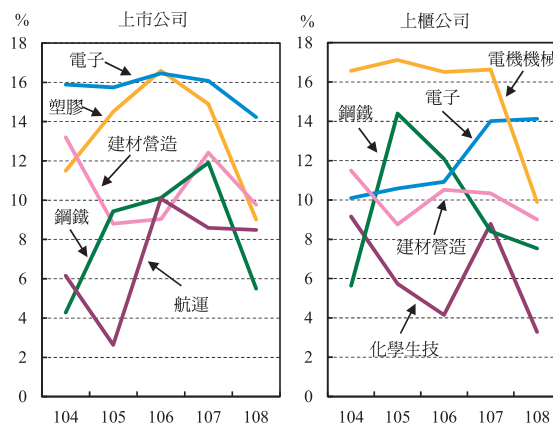
圖 2-34 企業部門ROE



註：ROE=稅前息前淨利/平均權益

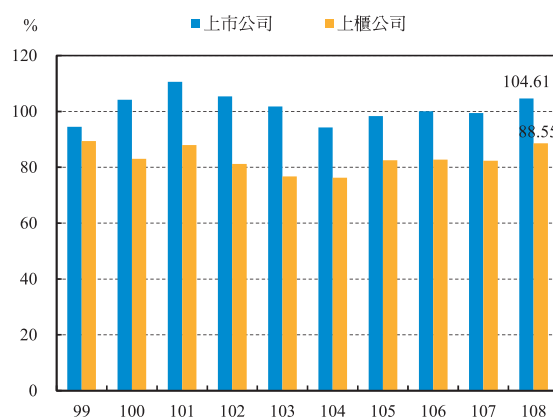
資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-35 上市及上櫃公司主要產業ROE



資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-36 企業部門槓桿比率



註：槓桿比率=負債總額/權益總額

資料來源：台灣經濟新報公司。

用IFRS 16「租賃」公報，承租企業增列租賃負債使整體負債總額增加較多，發行商業本票籌資亦有小幅擴增。

同期間，上市櫃公司流動比率分別降至151.19%及180.88%(圖2-37)，利息保障倍數亦分別下滑至9.35倍及15.99倍(圖2-38)，惟整體短期償債能力尚屬適當。

(3) 企業部門借款之信用品質仍佳

108年底企業部門在金融機構借款⁷³之逾期比率由去年底之0.30%續降至0.27%之歷史新低水準(圖2-39)，整體信用品質提升。

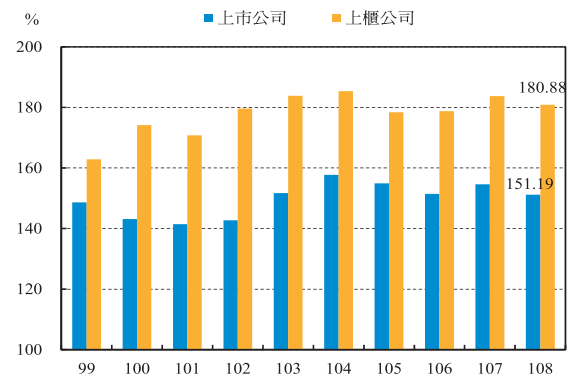
2. 家庭部門

108年家庭部門借款餘額持續成長，惟整體債務負擔持平，且淨資產相對GDP比率高，財務體質尚稱健全。家庭部門在金融機構借款之信用品質佳。

(1) 借款餘額持續成長

108年底家庭部門借款餘額成長至16.39兆元，相當於

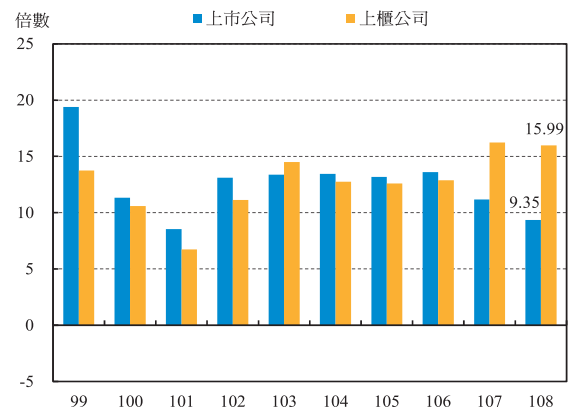
圖 2-37 企業部門流動比率



註：流動比率=流動資產/流動負債

資料來源：台灣經濟新報公司。

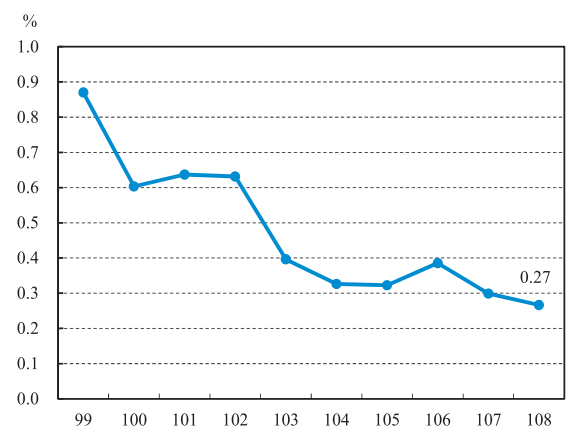
圖 2-38 企業部門利息保障倍數



註：利息保障倍數=稅前息前淨利/利息費用

資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-39 企業部門借款之逾放比率



資料來源：金融聯合徵信中心。

⁷³ 採用金融聯合徵信中心所統計各金融機構對全體企業之放款，惟不包含本國銀行海外分行資料。

全年GDP之86.74%(圖2-40)，其借款用途以購置不動產占62.88%為主，週轉金借款⁷⁴占34.60%次之，其他借款比重不大(圖2-41)。

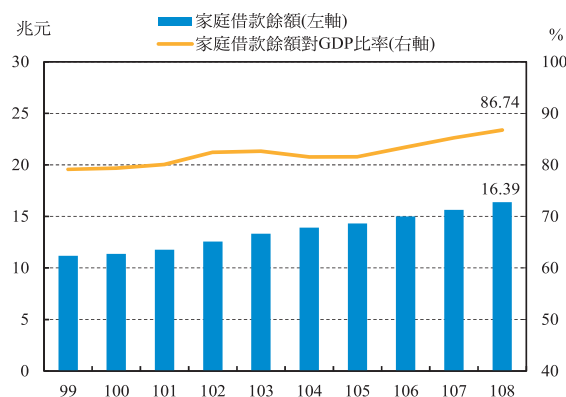
108年底家庭部門借款餘額持續成長，年增率由上年之4.24%略升至4.82%，變化不大，增加金額以購置不動產及週轉金借款為主。與其他國家比較，我國家庭部門之借款成長略低於南韓，惟高於澳洲、美國及日本；借款餘額相對於GDP之比率尚低於南韓及澳洲，但高於美國與日本(圖2-42)。

(2) 債務負擔持平，惟淨資產高

108年家庭部門因可支配所得增幅較大，借款餘額相對可支配所得總額⁷⁵之倍數持平於1.35倍，債務負擔平穩，家庭借款還本付息金額⁷⁶對可支配所得總額比率則由45.07%微降至44.98%(圖2-43)，短期償債壓力略減。

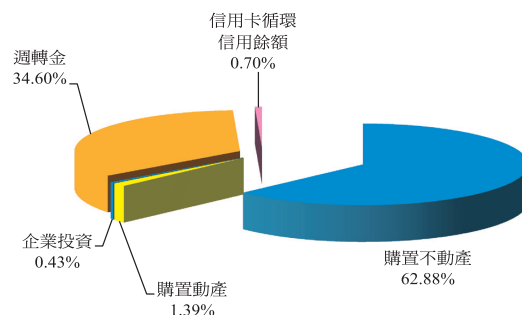
此外，長期以來我國家庭

圖 2-40 家庭部門借款餘額及相對GDP比率



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心、行政院主計總處。

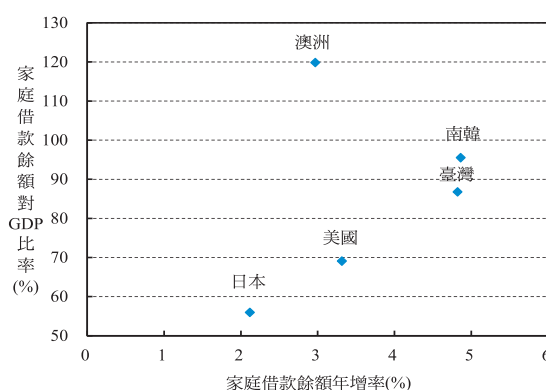
圖 2-41 家庭部門借款用途別



註：資料基準日為108年底。

資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心。

圖 2-42 家庭部門借款程度之跨國比較



註：資料基準日為2019年底。

資料來源：美國Fed、日本央行、南韓央行、澳洲統計局、IMF、行政院主計總處、金融聯合徵信中心、本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

⁷⁴ 週轉金借款包括現金卡放款餘額。

⁷⁵ 家庭可支配所得總額為家庭淨可支配所得、租金支出及利息支出之合計數。108年家庭部門可支配所得總額，係以家庭部門可支配所得總額及國民可支配所得總額等兩項之歷史資料為參數值，以線性插補法進行推估。

⁷⁶ 家庭部門每年還本付息金額，係採推估剩餘還款年數及五大銀行新承作放款利率進行估計。

部門擁有龐大淨資產⁷⁷，近年均達GDP之8.2倍以上，且遠高於英、美、南韓及新加坡等國(圖2-44)，顯示我國家庭部門財務體質尚稱健全，償債能力佳。

(3) 家庭部門借款⁷⁸之信用品質佳

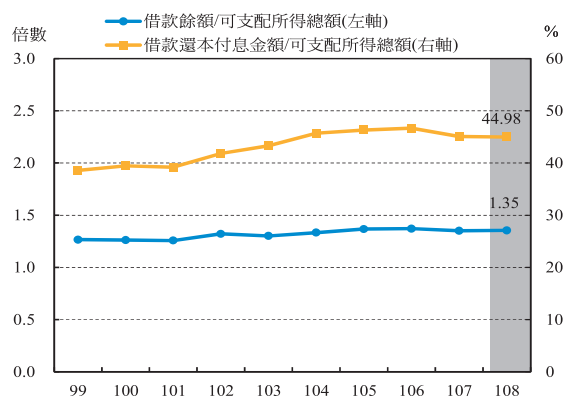
家庭部門在金融機構借款之逾期比率降至0.22%之新低水準，其中購置不動產借款之逾期比率亦續降至0.18%(圖2-45)，家庭部門借款之信用品質佳。

(三) 不動產市場

108年房市交易量增加，房價上漲；銀行新承作購置住宅貸款及建築貸款大幅成長，民眾購屋負擔略增。109年1至3月全國建物買賣交易量續溫和成長，惟受新冠肺炎疫情延燒之影響，市況轉趨觀望，4月六都建物買賣交易量轉呈衰退。

此外，本文以專欄2分析影響房價因素，並指出利率並非處理房價問題之最佳工具，平抑房價則以租稅措施效果較佳，欲紓緩我國房價居高問題，端賴相關部會及地方政府通力合作。

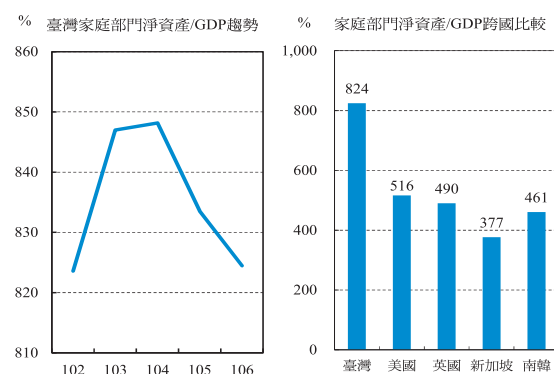
圖 2-43 家庭部門債務負擔及償債能力



註：標示陰影處之可支配所得總額資料係推估值。

資料來源：本行金檢處、本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心、行政院主計總處。

圖 2-44 家庭部門淨資產對GDP比率

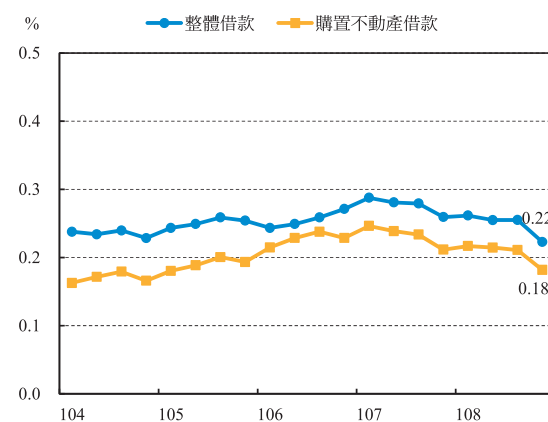


註：1. 含家庭及非營利團體之淨資產。

2. 右圖資料基準日，臺灣為106年底，其餘為107年底。

資料來源：行政院主計總處、各國官方網站。

圖 2-45 家庭部門借款之逾放比率



資料來源：金融聯合徵信中心。

⁷⁷ 同註8。

⁷⁸ 採用金融聯合徵信中心所統計各金融機構對個人之放款，惟不包含本國銀行海外分行資料。

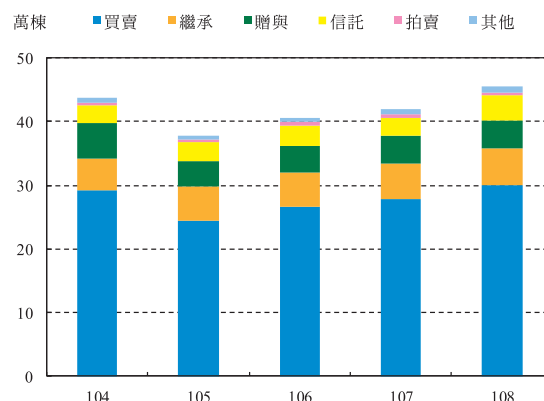
1. 不動產交易量增加

108年建物所有權移轉棟數為45.6萬棟，較上年增加9.00%。其中，買賣增至30萬棟(占65.82%)，為104年以來最高，年增率升為8.03%；信託(占8.57%)隨都更及以房養老貸款案件漸增，年增率遽升為37.00%；繼承(占12.64%)及贈與(占9.63%)年增率分別僅2.42%與2.16%(圖2-46)。

108年第1季全國建物買賣移轉登記棟數轉呈年減2.78%，主要因新屋交屋暫歇，加以房價居高，買賣雙方對房價看法差距仍大；第2季起，隨著國內景氣穩定擴張，且臺商回臺投資帶動廠辦需求與市場預期心理，買氣回升，加上新屋陸續交屋，使全國建物買賣移轉登記棟數回復成長，第4季年增率達12.96%(圖2-47)。108年六都建物買賣移轉登記棟數均高於107年，但僅臺南市略高於長期平均值。

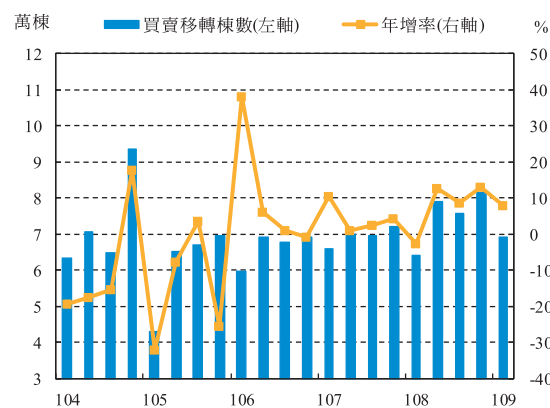
109年1至3月全國建物買賣移轉登記棟數年增8.00%。隨肺炎疫情延燒，買方觀望，4月六都建物買賣移轉登記棟數轉呈年減8.05%，致1至4月六都平均交易量均略低於108年月均量；惟六都合計年增率則為2.70%，以桃園市年增22.59%最顯著，主因遷入人口增加帶動購屋需求，且新屋交屋增加所致。

圖 2-46 全國建物所有權移轉棟數



資料來源：內政部「內政統計月報」。

圖 2-47 全國建物買賣移轉棟數與年增率



資料來源：內政部「內政統計月報」。

2. 不動產價格⁷⁹ 走高，惟漲勢漸緩

108年初以來，內政部住宅價格指數緩升，至第4季升抵新高之104.14(圖2-48)，年增率為3.31%。

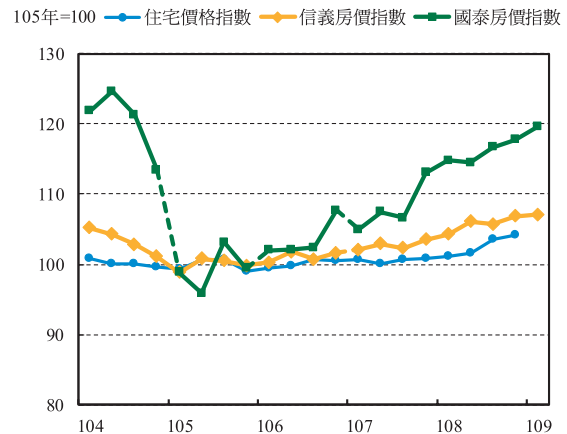
108年信義房價指數(成屋價格)亦緩升，109年第1季指數已接近103年第2季之高點水準。國泰房價指數(新推案價格)則明顯走高，109年第1季指數升至104年第4季水準(圖2-48)，惟年增率由108年第3季之9.39%降為4.19%。

3. 民眾購屋負擔仍居高點

由於實價登錄建物買賣案件之中位數房屋總價略增，且家庭所得中位數成長有限，108年上半年全國房貸負擔率略升；第3季因房屋總價下降，房貸負擔率由第2季之36.06%降為34.73%；第4季則隨房市交易升溫，房屋總價上升，房貸負擔率回升為35.15%(圖2-49)，較107年同

季微增0.03個百分點。108年全國房價所得比亦呈狹幅波動，第4季為8.58倍(圖2-49)，較107年同季微增0.01倍，購屋負擔居高。六都中，臺北市108年第4季房貸負擔率及房價所得比分別為57.11%及13.94倍(圖2-49)，購屋負擔仍沉重。

圖 2-48 房價指數

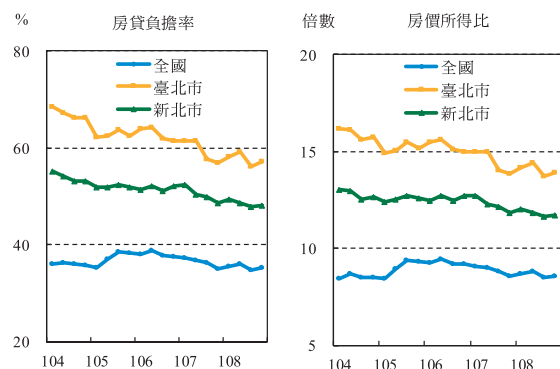


註：1. 國泰房價指數自105年第1季起，調整可能成交價模型，並以104年第4季為銜接點，回溯修正資料；107年第1季修正模型參數，並自106年1月起，重新計算各季開價、成交價及指數。

2. 為利比較，各指數均轉換為同一基期(105年=100)。

資料來源：內政部「不動產資訊平台」、國泰房地產指數季報、信義不動產評論季報。

圖 2-49 房貸負擔率與房價所得比



註：1. 房貸負擔率=中位數房屋貸款月攤還額/家戶月可支配所得中位數

2. 房價所得比=中位數房屋總價/家戶年可支配所得中位數
資料來源：內政部營建署「房價負擔能力指標統計」。

⁷⁹ 內政部住宅價格指數係以不動產交易實價查詢服務網之住宅交易價格資料，採類重複交易法編製指數；國泰房價指數係新推案市場之市調資料，信義房價指數則為業者仲介成交之成屋價格資料，二者均採特徵價格法編製指數。

4. 核發建照與開工面積大增，新建餘屋壓力仍在

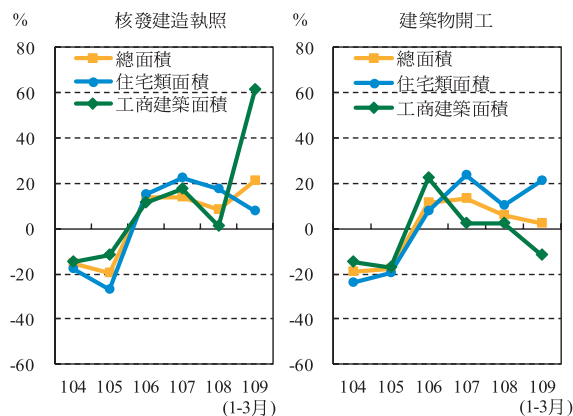
108年隨房市景氣回溫，業者積極住宅推案，加以企業擴建廠房需求，全年核發建造執照總樓地板面積續較107年增加8.66%，其中住宅類面積大增17.53%，工商建築面積則僅年增0.96%；109年1至3月總樓地板面積續較上年同期大增21.37%，主要因住宅類續增8.04%，工商建築則大增61.16%(圖2-50左)。

108年建築物開工總樓地板面積亦較107年增加6.02%，其中住宅類與工商建築面積分別增加10.28%及2.08%，主要因業者投資信心回升，加上社會住宅與工商建築陸續動工興建；109年1至3月總樓地板面積續年增2.46%，主要因住宅類面積大增21.05%，惟工商建築面積因上年廠商陸續擴建廠房，墊高基期，轉呈年減11.43%，抵銷部分總面積增幅(圖2-50右)。

108年核發使用執照樓地板面積年增率由107年之-1.57%擴大為-6.62%，主要因107年新住宅陸續交屋墊高基期所致，其中住宅類面積年增率轉呈-10.12%；109年1至3月總樓地板面積年增率為-3.63%，減幅縮小，主要因住宅類面積年減幅度縮小為5.15%所致(圖2-51)。

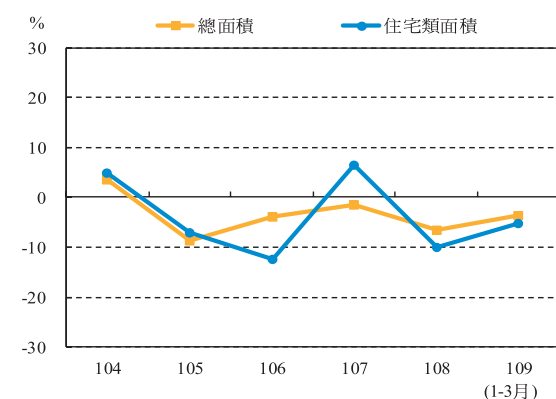
根據內政部統計，至107年第4季，新建餘屋(待售)住宅約7.52萬宅；108年核發使用執照釋出9.23萬新住宅，雖較107年減少0.67萬宅，惟住宅開工升

圖 2-50 核發建造執照及建築物開工面積年增率



註：工商建築包括商業類、工業、倉儲類及辦公、服務類。
資料來源：內政部「內政統計月報」。

圖 2-51 核發使用執照面積年增率



註：109年資料係1-3月年增率。
資料來源：內政部「內政統計月報」。

達11.65萬宅，較107年增加1.43萬宅。在新住宅價格居高且銷售率未見起色下，市場新建餘屋去化壓力仍在。

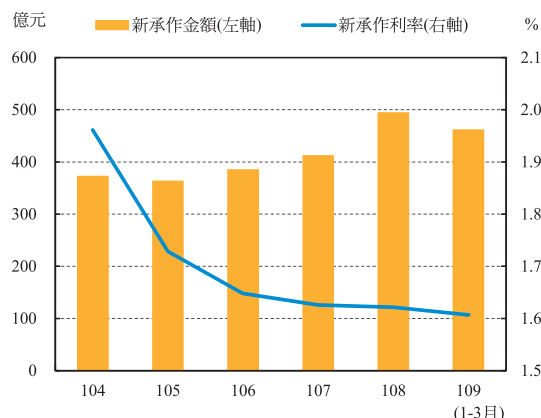
5. 住宅貸款與建築貸款成長，房貸利率走低

隨房市交易量擴增，108年五大銀行⁸⁰新承作購屋貸款合計5,926億元，月平均承作金額達494億元，較107年大幅增加19.92%；109年1至3月平均承作金額約461億元雖低於108年平均值(圖2-52)，仍較108年同期增加5.95%。

108年五大銀行新承作購屋貸款利率走低，12月降至1.608%；109年1月略回升至1.617%，3月隨央行降息，降至1.593%低點，1至3月平均則由108年之1.621%降為1.607%(圖2-52)。

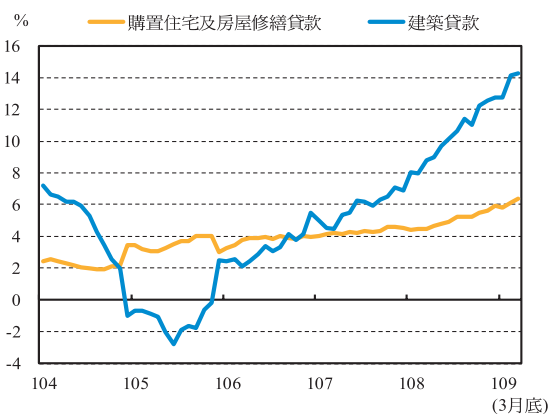
108年初以來，全體銀行⁸¹購置住宅與房屋修繕貸款餘額合計穩定成長，109年3月底年增率為6.36%；建築貸款餘額因建商購地與建案動工興建增加，108年6月起呈雙位數成長，109年3月底年增率升至14.29%(圖2-53)。

圖 2-52 新承作房貸金額及利率



註：本圖係本國五大銀行新承作資料之各年月平均數。
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-53 住宅放款及建築貸款年增率



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

⁸⁰ 五大銀行係指臺銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀。

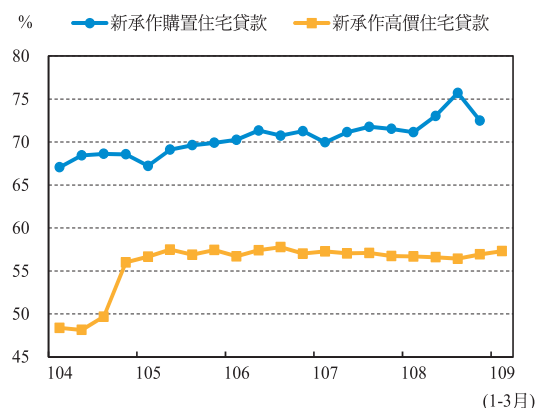
⁸¹ 包括本國銀行、外國及大陸地區銀行在臺分行。

6. 銀行房貸業務風險控管尚屬良好

108年隨房市景氣回溫，全體金融機構新承作購置住宅貸款之平均貸款成數上升為73.09%，小幅高於107年之71.10%；銀行新承作高價住宅貸款平均貸款成數則由107年之57.04%緩降至108年之56.66%，109年1至3月平均略回升至57.31%(圖2-54)。

107年下半年起，購置住宅貸款與建築貸款之逾放比率緩步下滑，108年底分別降至0.16%與0.08%，109年3月底則分別略升至0.17%與0.10%，惟仍處低檔，且低於本國銀行全體放款逾放比率0.24%(圖2-55)，銀行對不動產貸款之風險控管能力尚屬良好。

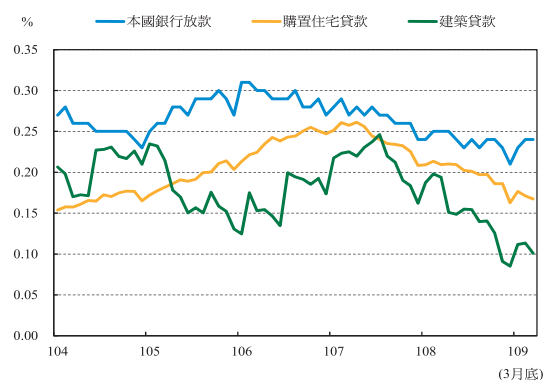
圖 2-54 新承作購置住宅貸款成數



註：新承作購置住宅貸款係全體金融機構平均數；新承作高價住宅貸款係全體銀行平均數。

資料來源：金融聯合徵信中心、本行業務局。

圖 2-55 本國銀行購置住宅與建築貸款逾放比率



資料來源：本行金檢處。

專欄2：利率、租稅與房價的相關議題

由於影響我國房價的因素甚多，並非單一部會能解決高房價問題。為健全國內房市發展，端賴各部會從不動產市場需求、供給與制度面通力合作。

一、影響房價的因素眾多，利率僅為其中一項

(一) 影響房價因素包括住宅供需及相關制度，利率僅為其中一項

房地產交易量與價格係由供需決定，主要受不動產稅負、家庭所得、財富效果、土地供給、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。

其中，不動產貸款除受利率影響外，也與貸款規範包括貸款成數(Loan to Value, LTV)限制、銀行計算資本適足率之風險權數及呆帳準備等有關，並受房市交易價量影響。此外，土地與住宅政策、租稅及金融監理制度之規劃或執行，亦攸關住宅供需及金融穩定。

(二) 國際實證研究顯示，利率多非催生房市榮景主因

跨國實證研究¹指出，全球金融危機前，低利率與房價暴漲間無高度關連性或影響有限。2008年全球金融危機後，美、英、澳洲及紐西蘭等國大城市房價高漲，多因外來人口增加而住宅供給調整緩慢所致。

(三) 臺灣房價上漲受國人資金匯回及國際投資之資金行情影響，惟仍有地域性差異

2008年全球金融危機後，由於海外金融投資報酬欠佳，且2009年遺贈稅大幅調降致國人大量匯回資金；又國內超額儲蓄，不動產持有成本低，致資金流入房市推升房價。

2010年以來，隨國人因應國際肥咖條款、政府推動台商回台投資等因素匯回資金，以及國際對台直接投資及外資投資股市帶動之資金行情，銀行新承做購屋貸款利率走低，各縣市房價走勢有別。2015年以前市況呈北熱南溫，之後則南熱北冷，而2019年下半年起則以北部與中部較活絡，顯示房價係受地區性住宅供需及市場預期影響，利率應非推升房價之主因。

二、處理房價問題宜運用多元政策工具

(一) 本行肩負多種政策目標，運用不同政策工具；難以針對房價訂定利率

本行決定政策利率主要衡酌產出、物價及國內外經濟金融情勢變化，難以針對房價訂定利率。因應房價等金融風險，宜採貸款成數(LTV)限制等總體審慎工具。

(二) 以利率工具處理房價問題，影響廣泛且有侷限性

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影響房價；惟利率大幅調升將衝擊正常的經濟活動；且無法規範利用自有資金之投資大戶投資國內不動產行為，致難以有效抑制房價。國際實證研究及2010年間瑞典升息對抗房價的失敗經驗²顯示，以利率工具平抑房價之效果有限，且可能以景氣減緩為代價，其成本遠高於效益。

三、運用LTV限制可有效控管不動產貸款風險，租稅措施平抑房價之效果較佳

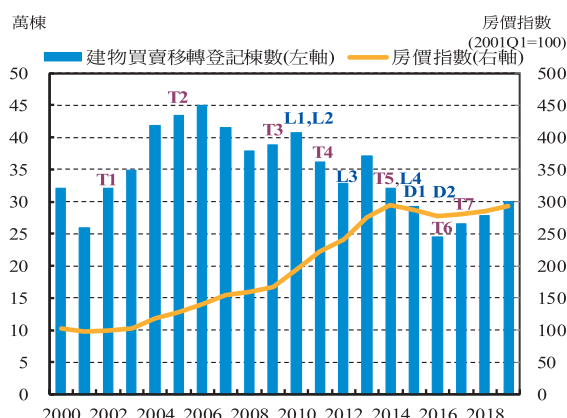
(一) 國際經驗顯示LTV限制可有效控管房貸擴張，租稅工具平抑房市價量之效果較佳

IMF與BIS研究³顯示，採行LTV上限等措施，可有效抑制銀行房貸成長，減緩系統性金融風險；至於平抑房價，則以不動產租稅措施的效果較佳。

(二) 本行貸款規範有效控管房貸擴張，租稅措施影響房市價量之效果較顯著

自2010年起，政府相關部會積極採行措施因應高房價問題，本行亦自2010年6月起採取不動產貸款規範，並陸續加重控管力道(圖A2-1之L1-L4，表A2-1)，相關部會亦推動健全房市措施(如圖A2-1之T4、T5，表A2-2)。2016年我國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，本行亦逐漸放寬貸款限制(圖A2-1

圖A2-1 建物買賣移轉登記棟數與房價指數



註：L1至L4為本行自2010年起限制不動產貸款成數措施；D1、D2則為放寬不動產貸款成數措施；T1至T7為2002年以來採行主要稅制變革，詳表A2-1及表A2-2。

資料來源：中央銀行、財政部、內政部。

表A2-1 2010年以來不動產貸款措施

年份	代碼	不動產貸款成數措施
限制貸款成數措施		
2010	L1	• 特定地區第2戶以上房貸，最高LTV為7成。
2010	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。
2012	L3	• 高價住宅貸款，最高LTV為6成。
2014	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。
放寬貸款成數措施		
2015	D1	• 刪除6個特定地區限制。 • 各項不動產貸款之最高LTV調升為6成。
2016	D2	• 解除高價住宅貸款以外之各項貸款成數限制。

資料來源：中央銀行。

表A2-2 2002年以來不動產租稅措施

年份	代碼	租稅措施
調降稅負措施		
2002	T1	• 土地增值稅：一般用地按原稅率減半徵收。
2005	T2	• 一般用地適用稅率降為20%、30%、40%。 • 給予長期持有者減免優惠。
2009	T3	• 遺贈稅由累進稅率(最高50%)改採單一稅率(10%)。
加重稅負措施		
2011	T4	• 開徵特種貨物勞務稅。
2014	T5	• 房屋稅制改革，提高非自用住宅稅率。
2016	T6	• 房地合一課稅改革。
2017	T7	• 遺贈稅由單一稅率(10%)改採累進稅率(最高20%)。

資料來源：財政部。

之D1-D2，表A2-1)。

臺灣實施不動產貸款規範成效之實證研究⁴顯示，LTV限制有助於減緩低利率對房價之影響。此外，2002年以來政府多次採行不動產租稅措施⁵，均對房市交易量與價格有影響⁶ (圖A2-1之T1-T7，表A2-2)，尤以2016年實施房地合一課稅新制，對抑制房市交易量之效果最為顯著。

四、解決房價居高問題，端賴相關部會及地方政府通力合作

(一) 解決高房價問題須租稅、土地、房屋及金融等政策相互配合

2018年以來，隨房市交易回穩，房價居高，惟家庭所得成長有限，民眾購屋負擔沉重。由於影響房價與購屋負擔能力之因素複雜，須租稅、土地、房屋及金融等政策相互配合，並非單一部會能解決。

(二) 臺灣不動產相關稅負低，難抑制民眾囤屋、養地，且易助長不動產投資需求

近年地方政府陸續調高地價稅稅基，惟仍遠低於市價，依內政部統計，2020年全國公告地價僅占一般正常交易價格⁷ 比率約19.8%，且減免規定多，易衍生民眾養地或土地閒置未有效利用等問題。部分縣市調高房屋構造標準單價，惟多僅適用於新建房屋，且針對非自住住家之房屋稅稅率仍多依最低稅率徵收，房屋稅稅負仍偏低。此外，2002年2月起土地增值稅減半徵收等變革，大幅減輕不動產交易稅負，助長不動產投資需求。

(三) 國際資金大量頻繁移動加劇房價波動，本行採行適當管理措施

全球金融危機後國際資金大量頻繁移動，加劇金融市場波動，致房價風險升高。IMF呼籲⁸ 各國應採行措施，減緩國際資金大量移動，以增強金融體系應變之韌性。2019年以來，臺商回臺投資增加，為避免大量資金回流炒高房價，政府已明訂配套措施，引導資金投入國內實體產業，並限制流入房市，本行亦針對高價住宅貸款續予規範，貸款成數維持最高6成。

五、結語

2016年我國實施房地合一課稅新制，有助於抑制短期炒作，惟因不動產持有稅負偏低，仍難抑制民眾囤屋、養地。2019年以來，我國房價仍居高，但房價問題並非單一部會即能解決，端賴中央政府各部會及地方政府通力合作，健全房地產市場。

註：1. IMF (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," *World Economic Outlook*, October; Kuttner, Kenneth N. (2013), "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun," in Evanoff et al. (eds.), *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?* World Scientific, December.

2. 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，臺灣採行不動產針對性審慎措施具有成效」。

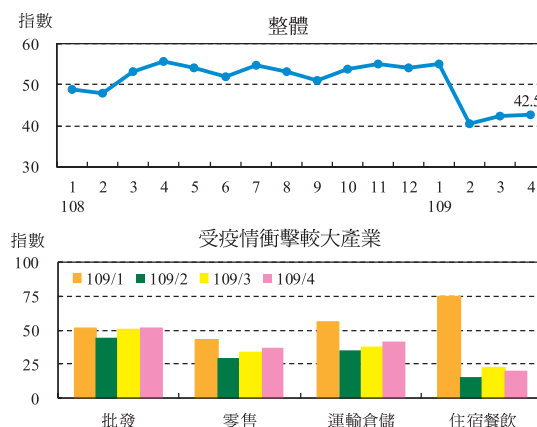
3. Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim (2013), “Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies,” *BIS Working Papers*, No 433, November ; Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), “Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia,” *IMF Working Paper*, WP/14/22, February ; Richter, Bjorn, Moritz Schularick, and Ilhyock Shim (2018), “The Macroeconomic Effects of Macroprudential Policy,” *BIS Working Papers*, No. 740, August.
4. 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。
5. 措施包括：(1)2002年2月至2005年1月土地增值稅減半徵收，一般用地按原稅率(40%、50%、60%)減半徵收；(2)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；(3)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，由原「一生一次」，新增「一生一屋」規定。
6. 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。
7. 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。
8. IMF (2017), “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows-The Role of Macroprudential Policies,” *IMF Policy Paper*, June.

(四) 新冠肺炎疫情對國內總體環境之影響

1. 民間消費及出口成長均趨緩，經濟成長面臨下修壓力

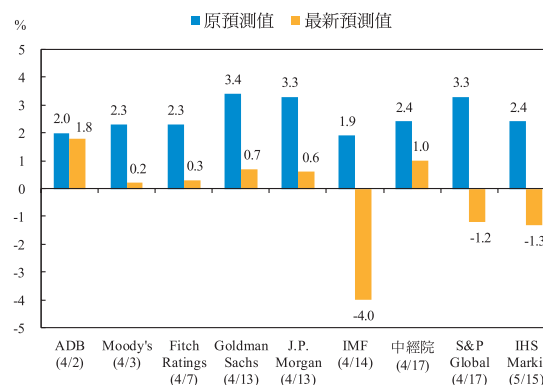
自109年初肺炎疫情大幅擴散後，全球跨境旅行幾乎停止，國內旅行人次亦大幅縮減，民間消費疲弱，已衝擊國內觀光相關產業。109年2月我國非製造業經理人指數(NMI)大跌至40.4，創指數編製以來最大跌幅，4月雖小幅回升至42.5，仍低於50榮枯線，尤以住宿餐飲業、運輸倉儲業及零售業受創最深(圖2-56)。

圖 2-56 我國非製造業經理人指數



資料來源：中華經濟研究院。

圖 2-57 我國109年經濟成長率預測值



註：1. ()內數值係各機構於109年發布相關預測值日期。

2. 原預測值係指未納入疫情影響前之預測值。

資料來源：各發布機構。

109年第1季我國出口表現仍佳，主要係5G通訊、高效能運算、人工智慧等新興科技發展，以及宅經濟商機加速崛起，支撐台灣積體電路及網通產品出口動能，惟其他產品出口多呈衰退，且3月出口已轉為負成長，隨疫情蔓延全球，加劇全球需求緊縮疑慮，我國出口將面臨相當壓力。

本次肺炎疫情擴散程度及不確定性均高於SARS，且隨著歐美主要國家的疫情升溫，重挫全球商品貿易及經濟成長，由於我國是小型開放經濟體，易受國際需求影響，主要機構多次下修我國經濟成長率至介於-4.0%~1.8%，差異甚大(圖2-57)。

主計總處初步統計我國109年第1季經濟成長率從上季3.29%下滑至1.59%⁸²，

⁸² 同註9。

經濟成長動能減弱，惟仍優於美國(0.2%)及中國大陸(-6.8%)。鑑於民間消費支出及民間投資受疫情衝擊均轉為審慎保守，且出口動能將受衝擊，本行預期⁸³我國109年上半年經濟成長率降為1.07%；下半年若疫情和緩，全球供應鏈生產將逐步回復，且民間消費具遞延回補效果，以及5G通訊、人工智慧等新興科技商機等有利因素支撐出口動能，加

以政府推動紓困與振興措施支撐內需，下半年經濟成長可望回升，全年經濟成長率預測值為1.92%，較108年之2.71%下滑0.79個百分點(圖2-26)。

2. 部分企業營運受衝擊，財務體質恐轉弱

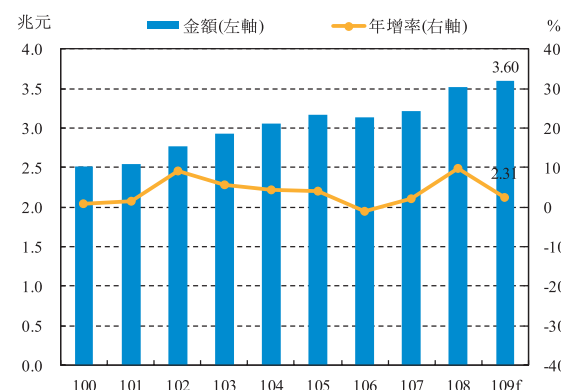
企業部門之各產業受疫情衝擊情形不一。其中，製造業與中國大陸供應鏈緊密連結，易受中國大陸生產與物流受阻之斷鏈衝擊，部分製造業(如石化、工具機及電子零組件產業等)雖可能受惠於轉單效應，惟全球疫情擴散使整體需求萎縮，轉單效應恐不足以抵銷斷鏈及訂單減少之衝擊。服務業方面，由於疫情延燒影響國人觀光旅遊、餐飲聚會及外出活動意願，批發、零售、運輸倉儲、住宿餐飲及娛樂休閒等產業之營收大受影響。

此外，全球疫情延燒亦恐影響國內廠商投資意願，在比較基期較高情況下，主計總處預估109年我國民間投資實質年增率將由108年之9.86%放緩至2.31%(圖2-58)，可能影響企業未來獲利成長動能。

3. 就業市場轉趨嚴峻，可能影響家庭部門收入及還款能力

108年我國就業市場大致持穩，12月失業率為3.67%，惟109年初受新冠肺炎疫情影響，4月份失業率回升至4.03%，且服務業及部分製造業多實施鼓勵員工休假、申請減班休息、彈性上班及減薪等措施，部分甚至暫停營業或休業，

圖 2-58 民間投資



註：1. 民間投資金額及年增率為實質資料。

2. 109f為行政院主計總處109年5月28日預測數。

資料來源：行政院主計總處。

⁸³ 同註10。

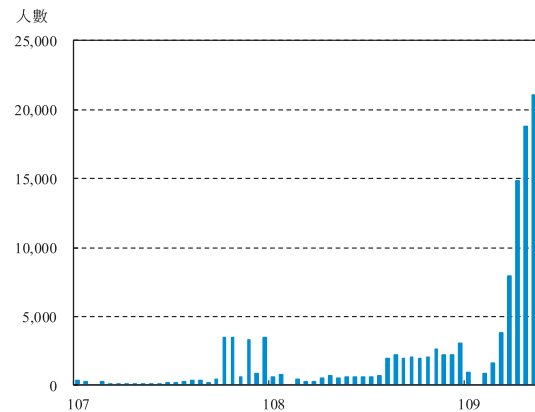
5月15日勞雇雙方協商減少工時實際實施人數高達21,067人，較108年底大增17,993人(圖2-59)，其中住宿餐飲、批發及零售業合計占37.40%。就業市場轉趨嚴峻，恐衝擊家庭部門收入來源，進而影響未來償債能力，值得密切關注。

4. 其他影響

108年政府為推動多項建設發展計畫，財政赤字及債務規模均有擴增情形，109年為減緩新冠肺炎疫情對國內經濟之衝擊，4月通過紓困振興措施規模達1.05兆元，占109年名目GDP之5.4%，特別預算共2,100億元，其中1,800億元將以舉債支應(詳第肆章)，政府財政赤字及債務餘額恐進一步擴大。

此外，目前疫情對不動產市場價量變化之影響雖尚不明顯，但已影響購屋者看屋意願，加上疫情影響個人工作及收入，可能使部分潛在自住購屋者因而縮手，不動產市場觀望情緒將更為濃厚。

圖 2-59 勞雇雙方協商減少工時實際實施人數



註：勞雇雙方協商減少工時實際實施人數係於每月中及月底公布，107年2月中、108年2月中及109年1月底適逢年假，故無統計數據。

資料來源：勞動部。