

ISSN 1017-9690

國際金融參考資料

第七十一輯

國際金融參考資料

第七十一輯

中華民國一一〇年二月

中央銀行經濟研究處編印

ISSN 1017-9690



GPN:2006700023

定價：新台幣300元

中央銀行經濟研究處編印

中華民國 110 年 2 月

國際金融參考資料

第七十一輯

中央銀行經濟研究處編印

中華民國 110 年 2 月

國際金融參考資料

第七十一輯

目 錄



1. Fed 對貨幣政策架構檢視情形之分析 —從 2%通膨目標論起	連 欣 儀	1
2. 日本央行實施殖利率曲線控制： 從美國聯準會貨幣政策架構演變談起	鍾 秉 諺	18
3. 新興經濟體金融風險之評估	朱 美 智	29
4. 全球金融危機以來新興經濟體 因應跨境資本流入之作法	朱 美 智	54
5. 人口結構變化對總體經濟之影響 —以主要國家為例	鄭 雅 蔚	78
6. 由分析經常帳結構變化探討日本高齡化 現象下產業政策之轉變與啟示	高 超 洋	102
7. 近年中國大陸洽簽多邊與雙邊 經貿協議之發展	黃 惠 君	127



版權所有，未經同意，請勿轉載。

Fed 對貨幣政策架構檢視情形之分析 —從 2%通膨目標論起

連 欣 儀

壹、前言

過去數十年來，隨經濟發展及金融工具推陳出新，許多央行的貨幣政策架構與政策工具產生重大變化，而央行貨幣政策傳遞管道的發展亦已更為多元，且會彼此影響。貨幣傳遞機制已由單向傳遞轉為綿密網絡型態，除反映當前經濟金融之快速變化，亦為近年央行肩負職責與其政策影響力提高之證據。而在當前低利率環境，通膨率長期偏低下，可能拉低民眾的通膨預期，使利率持續位在低檔，致央行用以激勵經濟的降息空間不足，貨幣政策執行效率與效果恐受影響。主要經濟體央行如美國聯準會（Fed）及歐洲央行（ECB）等，為因應此現象，並確保其可用工具係充足與適當，於近期紛紛檢視貨幣政策架構或操作策略內容，以確保其妥適性。

貨幣政策架構之檢視，係近期主要央行的重大任務。美國 Fed 於 2012 年時設立通膨目標，為其貨幣政策架構之重要變化，之後雖於每年初發布長期政策聲明，卻沒有明訂

貨幣政策架構定期檢視機制。Fed 於 2018 年 11 月宣布進行廣泛性的檢討，影響重大，尤其通膨目標是否調整及如何調整，對未來貨幣政策策略擬定與執行有效性具有關鍵影響，亦為全球所關注。

因此，本報告擬以此為主題，先由 Fed 設定通膨目標的背景與過程談起，再分析美國通膨走勢長期低緩，大多低於通膨目標，成因雖仍未明，但已引發對現行通膨目標合適性的質疑，加以目前的低利率水準，讓 Fed 採取降息激勵經濟的空間已較以往大幅減少，因此成為推動 Fed 進行貨幣政策架構檢視的重要原因。接著，在介紹 Fed 進行貨幣政策架構、操作策略及工具的檢視方式後，將就專家學者及 Fed 官員針對 2%通膨目標提出之調整方案，以及 Fed 可能偏好的調整方式加以說明，最後就 Fed 的貨幣政策架構檢視經驗，結合其他主要經濟體央行的相關做法，提出結論與建議。

貳、Fed 正式設立 2% 通膨目標之緣由

1990 年代，許多先進經濟體央行紛紛仿效紐西蘭訂立 2% 通膨目標，或以 2% 為中值之通膨目標區間，美國 Fed 亦於 2012 年正式設立 2% 通膨目標，並表示該目標係具有對稱特性，不論通膨率高於或低於目標值一段時間，Fed 之關注程度均相同。

一、1990 年代起先進經濟體多以 2% 為通膨目標值或區間中值

Fed 並非第一個設定 2% 通膨目標的主要央行，1990 年 2 月「紐西蘭央行法」（Reserve Bank of New Zealand Act 1989）正式生效，讓紐西蘭央行成為全球第一個以通膨目標化機制（Inflation Targeting）作為貨幣政策架構之央行，當時該行通膨目標設定為 0%~2%，主要係在政府要求明確目標之下，央行粗略預測未來一年適當的通膨率約為 1%，並加、減 1 個百分點為上、下限，於是訂出 0%~2% 的目標區間（註 1）。經多年來

逐步修正後，目前中期通膨目標區間是 1%~3%，中值為 2%（見表 1）。

有一說認為，紐西蘭當時選擇設定通膨目標為 2%，係因官員的臨時發言而來。1988 年 4 月 1 日時任紐西蘭財政部長的 Roger Douglas 接受媒體專訪時，為避免紐西蘭民眾誤認央行安於高通膨率，因此不假思索地表示，通膨目標應訂在 0%~1%。1989 年底擔任央行總裁的 Don Brash 與財政部長的 David Caygill（任期自 1988 年 12 月 4 日至 1990 年 11 月 2 日），以 Douglas 脫口而出的數字為出發點，加以思索妥適的通膨率目標；彼等認為，應略為擴大通膨目標的範圍，以利貨幣政策保持彈性；因此，紐西蘭最初將通膨目標訂於 0%~2%。

雖然 2% 通膨目標的由來未有明確答案，惟紐西蘭央行採用通膨目標化機制，將通膨率由 1970~1980 年代的雙位數降至 1991 年底

表 1 紐西蘭央行設定通膨目標概況

	1990 年代早期 及中期	1990 年代晚期 及 2000 年	2010 年代
通膨目標 定義	初始：0%~2% 1996 年：0%~3%	2002 年：1%~3%	2012 年：1%~3%， 聚焦在目標中值 2%

資料來源：McDermott and Williams (2018)

（註 1）Mayes (2005)。

之2%的成功經驗（見圖1），促使許多先進經濟體央行在1990年代紛紛跟進，仿效紐西蘭直接改採通膨目標化機制（如加拿大、英國、瑞典、澳洲、日本等央行），抑或採納該機制的重要元素（如ECB、瑞士央行、Fed），訂立2%通膨目標，或以2%為中值之通膨區間，部分亞洲央行亦相繼跟進（見表2）。

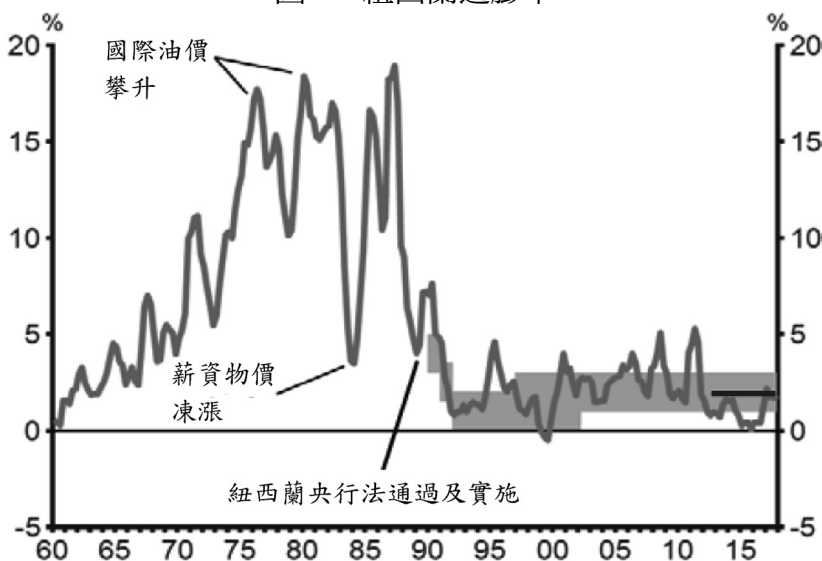
許多經濟體之央行將通膨目標設在2%之原因，除參酌紐西蘭央行的成功經驗外，主要考量在於，若通膨過高會造成所得重分配等經濟扭曲現象，影響投資及消費行為，不利社會安定及長期經濟發展；而通膨過低除容易陷入通縮外，在景氣衰退之際，物價下

跌將使實質工資提高，影響廠商僱用意願，惡化就業市場，再者，低通膨通常對應低利率環境，當利率非常低時，由於央行無法將利率降至零以下，可能面臨零利率底限（zero interest rate bound）問題，限制其因應經濟衰退之政策空間（註2）。

二、2010年代 Fed 設定2%通膨目標，並稱具有「對稱」特性

美國Fed在2012年之前，並沒有正式設立通膨目標。Alan Greenspan擔任Fed主席時期（1987年8月至2006年1月），雖十分注意通膨率走勢，致力控制物價水準，惟不希望針對通膨率設立一數量化的目標，而較傾向以觀念來定義物價穩定。Greenspan認為，

圖1 紐西蘭通膨率



註：灰色陰影為通膨目標區間。通膨目標化機制實施初期，曾暫時設置過渡期通膨目標（1990年為3%~5%；1991年為1.5%~3.5%）。

資料來源：McDermott and Williams (2018)

（註2） Billi and Kahn (2008)。

表 2 主要經濟體央行設定通膨目標概況

央行	改採通膨目標機制或 開始設定通膨目標時間	目前通膨目標
紐西蘭央行	1990 年 3 月	2%為中值
加拿大央行	1991 年 2 月	1%~3%區間，中值為 2%
英國央行	1992 年 10 月	2%
瑞典央行	1993 年 1 月	2%
澳洲央行	1993 年 3 月	整個景氣循環內平均值 2%~3%
南韓央行	1998 年 4 月	2%
歐洲央行	1999 年 1 月	低於但接近 2%
瑞士央行	2000 年 1 月	低於 2%
泰國央行	2000 年 5 月	1%~3%
菲律賓央行	2002 年 1 月	3±1%
印尼央行	2005 年 7 月	3±1%
美國聯準會	2012 年 1 月	2%
日本央行	2012 年 2 月	2%

資料來源：各國官方資料

物價穩定的環境就是，通膨率在一段時間能維持在較低水準，使得廠商及個人作經濟決策時無須考量物價的變化因素；他並表示，若通膨率可被適切的衡量，則最適水準應為 0%。然而，St. Louis Fed 總裁 James Bullard 則表示，1995 年時，美國的通膨率及通膨預期均大致持穩在 2% 左右，似乎當時即已有隱性的 2% 通膨目標（註 3）。

2006 年 2 月 Ben Bernanke 就任 Fed 主席後，Fed 於 2012 年 1 月公布「長期目標與貨幣政策架構聲明」，正式設定通膨目標，認

為個人消費支出（personal consumption expenditures, PCE）物價指數年增率長期達 2% 水準，係與其維持物價穩定之法定目標最為一致，相較之下，對充分就業並未設定量化目標，主要係考量影響就業市場達到最大化水準的因素可能隨時間改變或無法直接衡量。

此外，Fed 在「長期目標與貨幣政策架構聲明」亦解釋了宣布通膨目標的重要性，認為如此將有助於保持長期通膨預期穩固地被制約（firmly anchored）。通膨預期的重要性

（註 3）方耀（2006）、Bullard（2018）。

在於，其係決定實際通膨的重要因素，企業及家計單位做經濟決策（例如工資契約協商或企業定價決策）時，會將預期的通膨率納入考慮，而這些決策將反過來影響實際的物價上漲速度。因此，宣布通膨目標並維持該目標的可信度，有助 Fed 管理大眾對通膨的預期，達成維持物價穩定的任務（註 4）。

在正式設立 2% 通膨目標後，Fed 進一步確認該目標「具對稱性」（symmetric）。2014 年 10 月貨幣政策會議之議事錄摘要記

載，Fed 曾於會中討論是否該對「長期目標與貨幣政策架構聲明」內容進行修正，並指出與會者普遍認為，不論通膨率略高或略低於 2% 目標，代價同樣昂貴。2016 年初，Fed 修訂「長期目標與貨幣政策架構聲明」，明確將其通膨目標定義為「對稱的」通膨目標，亦即若通膨率持續高於或低於目標值，均同樣受到 Fed 關注。因此，Fed 的通膨目標係具有「對稱」之重要特性。

參、美國通膨走勢低緩，通膨目標之對稱特性遭質疑

近 20 年來，美國通膨率平均值低於 2%，全球金融危機爆發後，即使就業市場在 Fed 降息並實施量化寬鬆措施激勵經濟下，於 2012 年起呈現穩健復甦，惟通膨率仍低緩，專家學者試圖對此現象提出解釋，而通膨低緩現象亦使 Fed 通膨目標是否具對稱性受到質疑。

一、美國通膨長期低於 2% 水準

2008 年全球金融危機爆發後，Fed 將聯邦資金利率目標降至接近零之水準，並實施量化寬鬆及前瞻性指引等非傳統貨幣政策措施，有效促使經濟逐漸回溫，就業市場亦自 2012 年起明顯復甦，失業率由高峰值 10% 逐漸下降，不僅已回落至金融危機前水準，甚至進一步降至 50 年來低點，惟通膨率仍持續

低於 Fed 所訂定之 2% 目標（見圖 2）。

美國近 5 年 PCE 及核心 PCE 年增率之平均值分別為 1.3% 及 1.6%，明顯低於 2%，即使以 10 年、15 年及 20 年等長期年平均值觀察，亦均未達 2%（見圖 2、表 3）。

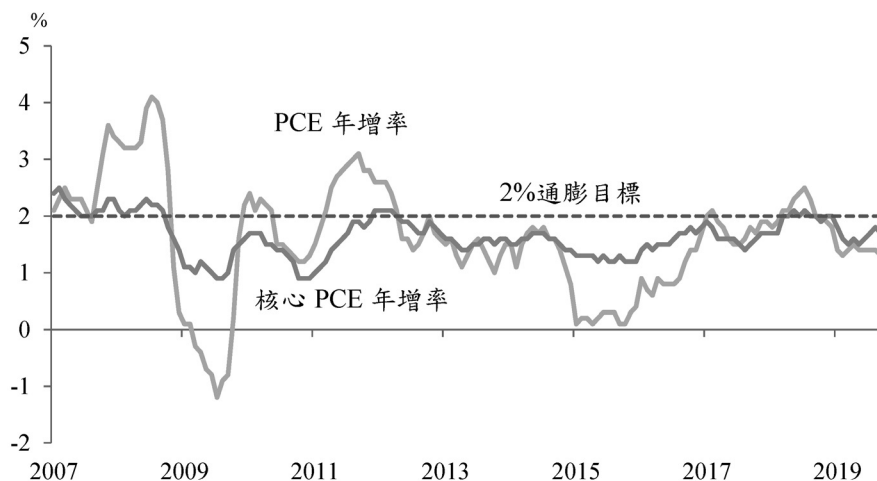
對此現象，Fed 官員尚無法給予明確答案，惟專家學者提出各種不同解釋，主要包括：

（一）結構性因素

Jorgensen and Lansing（2019）研究顯示，近數十年來，美國通膨與就業之間的動態關係已產生變化，短期菲利浦曲線似已趨於平坦（見圖 3）。即使失業率大幅下降，卻無法藉由工資成長來推升通膨，學者提出的可能原因包括勞動參與率位於低檔，以及所

（註 4）取自 Fed 網站。

圖 2 美國 PCE、核心 PCE 年增率



註：Fed 設立之 2%通膨目標，主要係以個人消費支出（personal consumption expenditures, PCE）物價指數年增率衡量。

資料來源：美國商務部

表 3 美國 PCE、核心 PCE 年增率平均值

	期間	PCE 年增率平均值	核心 PCE 年增率平均值
近 5 年	2014~2018	1.32%	1.62%
近 10 年	2009~2018	1.41%	1.56%
近 15 年	2004~2018	1.84%	1.75%
近 20 年	1999~2018	1.84%	1.71%

資料來源：美國商務部

得不均現象惡化等因素，使整體薪資成長受到壓抑。

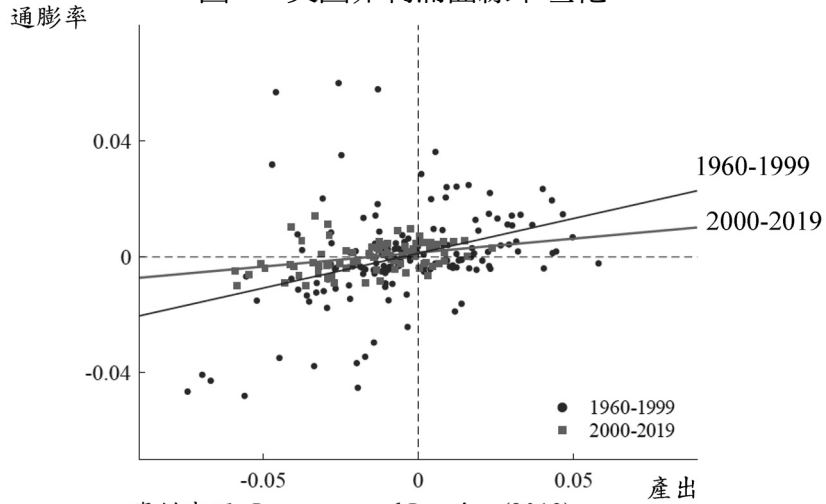
（二）特定產業因素

St. Louis Fed 研究則認為（註 5），若進一步分析美國通膨指標之組成項，可發現通膨率低迷可能係由特定因素造成。若將 PCE

指數中各類支出依據是否順應經濟週期變化分類，剖析通膨變化，則隨著經濟狀況改善及勞動市場趨緊，屬於順應週期變化類別之通膨率已穩步回升至衰退前的水準，非順應週期變化類別之通膨率則呈下降趨勢，其中主要係因占比最高的醫療保健服務類通膨率

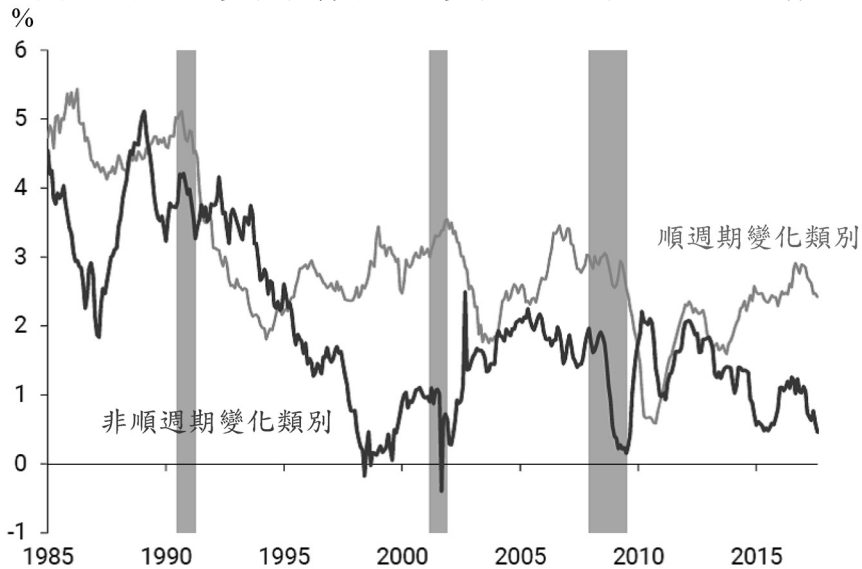
（註 5）Mahedy and Sharpiro (2017)。

圖 3 美國菲利浦曲線平坦化



資料來源: Jorgensen and Lansing (2019)

圖 4 順週期變化及非順週期變化類別之核心 PCE 年增率



資料來源: Mahedy and Sharpiro (2017)

持續下滑所拖累（見圖 4）。

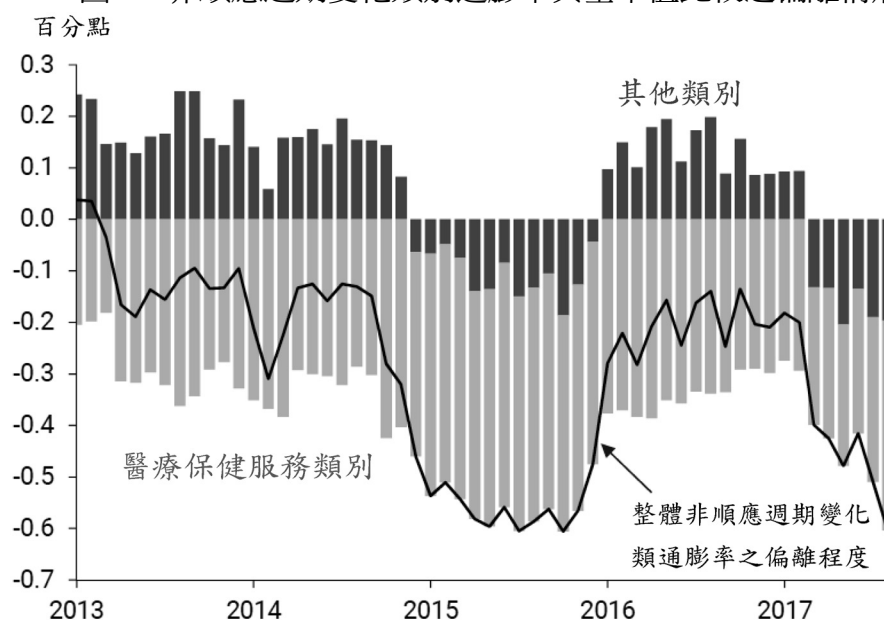
在 2000 年代中期，醫療保健服務類通膨率平均值約 3.5%，惟 2012 年至 2017 年之平均值僅約 1.1%。相較之下，其他非順應週期變化類別之通膨率則大致接近衰退前水準（見

圖 5）。換言之，若將醫療保健服務類排除，則以核心 PCE 衡量之通膨率在經濟衰退後的大部分時間大致在略高於 2% 的水準移動。

（三）Fed 官員之政策偏向所致

另有部分學者認為，Fed 或許是導致長期

圖 5 非順應週期變化類別通膨率與基準值比較之偏離情形



註:黑色線表示非順應週期變化類之通膨率與基準值(2002 年至 2007 年平均值)比較之偏離程度,柱狀圖代表該類別通膨率之加權貢獻與基準值比較之偏離程度。

資料來源: Mahedy and Sharpiro (2017)

通膨趨於溫和的主要原因。喬治梅森大學資深研究人員 David Beckworth 針對 Fed 官員做調查,顯示多數係將 2% 認定為上限值,而其看法可能進而影響貨幣政策的執行,因此認為通膨長期低於 2%,更多係肇因於 Fed 政策,而非經濟情勢的變化(註 6)。

美國通膨率長年低緩的形成原因仍是個謎,確切答案不易在短期內找到,然而,此現象根深蒂固恐帶來其他風險。通膨率長期偏低,可能會透過降低人們的通膨預期,進一步使名目利率降低,並縮小 Fed 降息空間,且通膨率與名目利率可能會出現螺旋式

下降,進而陷入通縮之風險(註 7)。觀察 St. Louis Fed 編製之「未來 5 年之 5 年預期通膨率」變化可見,預期通膨率在 2016 年降至全球金融危機以來最低,之後大多時間位在 2% 以下,2016 年至今的平均值由 2006 年~2015 年的 2.4% 降至 1.9% (見圖 6)。

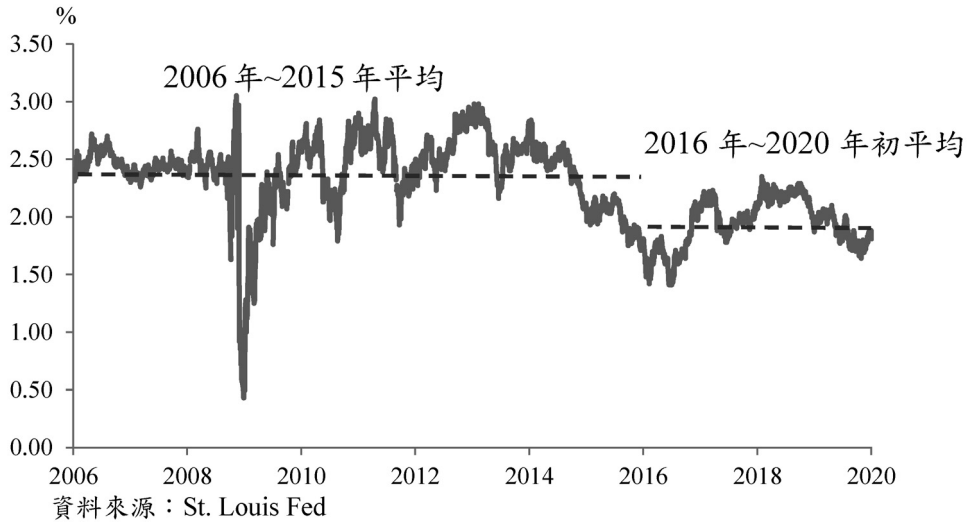
二、Fed 之通膨目標是否確實具對稱性受到質疑

Fed 官方聲明雖表示其通膨目標具有對稱特性,但外界,甚至部分 Fed 官員對通膨目標是否確實存在對稱性提出質疑。例如,一項針對 Fed 官員所做的預測調查顯示,多數

(註 6) Derby (2019)。

(註 7) Brainard (2019a)。

圖 6 美國未來 5 年之 5 年預期通膨率

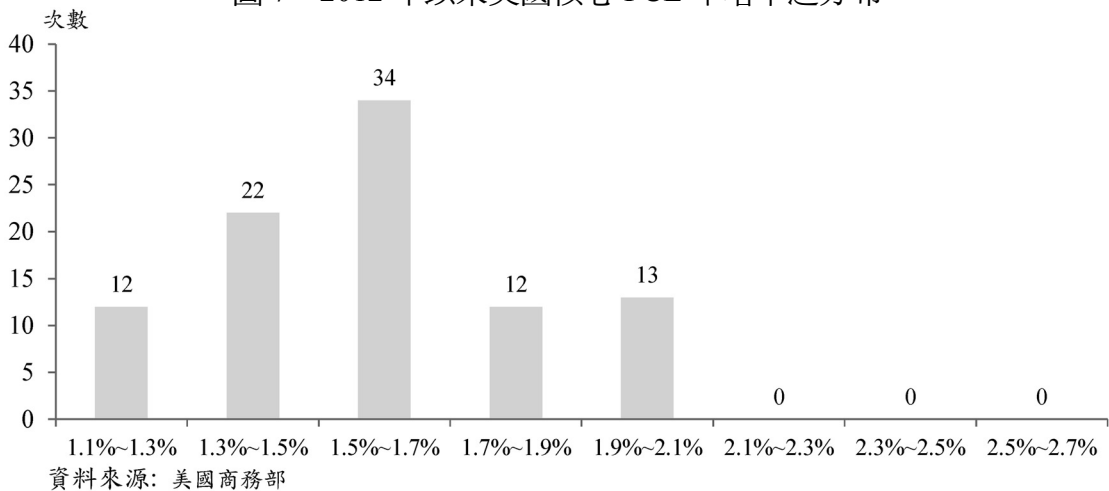


係將 2% 認定為上限值；Minneapolis Fed 總裁 Neel Kashkari 則多次表示，不論 Fed 對通膨目標之言論為何，其在通膨率低於目標時仍升息之舉動，釋出的訊息偏向認定 2% 係不可打破的上限值（註 8）。

回顧自 2% 通膨目標設立以來，每月 PCE

年增率的落點分布，可發現其明顯偏向低於 2% 的一邊，而非均衡分布在 2% 上下之區間（見圖 7），此現象似乎印證 2% 的通膨目標實際上似乎更像是上限值，而非 Fed 所稱的具有對稱特性。

圖 7 2012 年以來美國核心 PCE 年增率之分布



（註 8）Derby (2019)。

肆、Fed 進行貨幣政策相關檢討，通膨目標為檢討重點

在低通膨及低利率環境下，Fed 現今之降息空間已較以往大幅減少，恐難以因應下一場經濟衰退，鑑此，為使其貨幣政策策略更臻完善，並確保可用工具係充足與適當，Fed 於 2018 年 11 月宣布針對貨幣政策策略、工具及溝通方式，進行廣泛檢視，並將於 2020 年中提出檢視結果，其中 2% 通膨目標之妥適性，尤為檢討重點。

一、低利率恐導致降息抗衰退的政策空間縮小

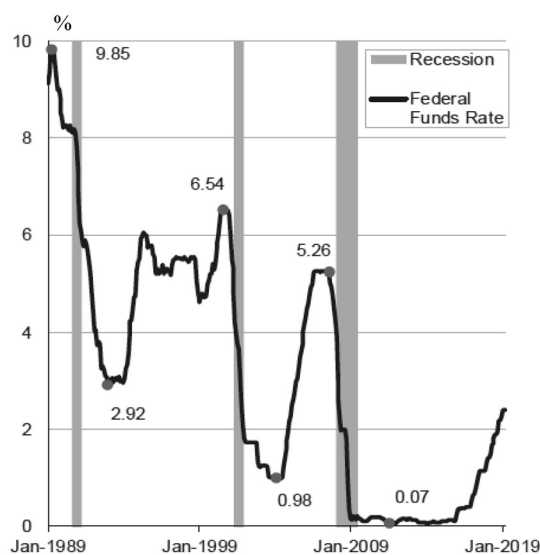
在後危機時期，伴隨低成長、低通膨，全球許多經濟體困在有效利率下限已有一段時間。持續疲弱且大幅低於通膨目標的通膨率，可能拉低通膨預期，隱含著較低的利率

恐將持續，致縮減央行用以激勵經濟的降息空間。若根據美國之歷史經驗，面臨經濟溫和衰退，Fed 至少須降息 5.2% 至 5.5%，方得以提振經濟（註 9）（見圖 8），而目前聯邦資金利率目標僅為 1.50%~1.75%。

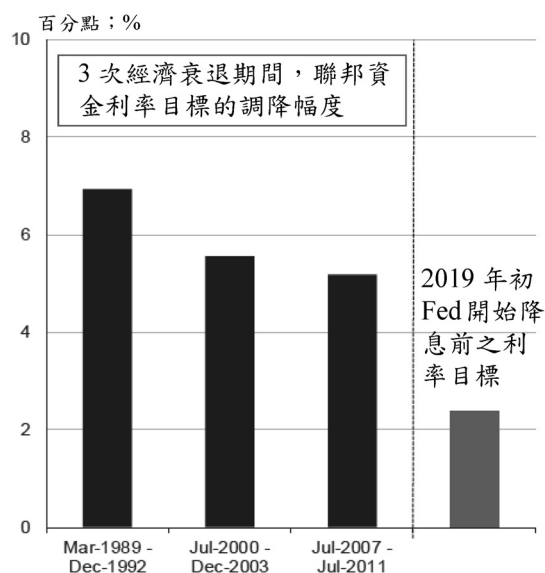
二、Fed 進行貨幣政策架構檢視，檢討 2% 通膨目標之妥適性

許多經濟學家及央行官員認為，美國經濟環境的變化導致利率水準降低。在此背景下，渠等開始思考是否應調整貨幣政策架構，以因應當前低通膨及低利率之環境，尤其 2% 通膨目標是否須有所改變，為討論重點之一；其中，部分學者及 Fed 官員提出採用

圖 8 聯邦資金利率由高峰值至最近 3 次經濟衰退期間之變化



資料來源：Rosengren (2019)



（註 9）Gagnon and Collins (2019a)。

新架構來執行貨幣政策，但更多 Fed 官員則不認同拋棄現有架構，主張應加以調整，增加現有架構的彈性。

在檢討聲浪持續不斷下，Fed 於 2018 年 11 月宣布，擬在不改變其充分就業及物價穩定之雙重目標前提下，針對貨幣政策策略、工具及溝通方式進行廣泛檢視。該作業主要由聯邦公開市場委員會（FOMC）進行，同時廣徵各方意見，除舉辦學術研討會討論相關議題，亦陸續舉辦多場聆聽活動（Fed Listens），聽取學者、企業、勞工及社區發展專業人員等外部評論，並就以上管道蒐集之各方觀點，以及內部人員研究結果，進行評估與討論，預期將於 2020 年上半年公布討論結果。

負責主持 Fed 貨幣政策架構及策略檢視之 Fed 副主席 Richard Clarida 表示，儘管 Fed 仍然認為現有的架構運作良好，惟鑑於過去 10 年來為因應史無前例的經濟與金融市場變化，發展了許多新政策工具，並增加與外界溝通，Fed 認為當前係檢視這些策略、工具及溝通之運作的最佳時機，並評估是否可能使其更臻完善，以達成最大就業與物價穩定之法定職責（註 10）。

自 Fed 宣布檢討政策架構以來，Fed 關鍵決策官員對外表達之立場似乎顯示，可能不

會對貨幣政策架構進行極大幅度的修正，較可能增加現有架構的彈性，例如採行彌補策略，將過去未能達成通膨目標之情形納入政策考量，以促使通膨長期低緩現象有所改善。

三、調整通膨目標的可能方法

目前 Fed 之通膨目標是否應加以調整仍在討論階段，學者及 Fed 官員提出多種改革方式，主要可概分為二：（1）提高通膨目標、（2）保留現行 2% 通膨目標並做彈性調整。另亦有認為應改採其他架構者（如 St. Louis Fed 總裁 James Bullard 指出，釘住名目 GDP（nominal GDP targeting）是較佳之貨幣政策架構，詳附錄）。

（一）提高通膨目標

Joseph Stiglitz 等 22 位經濟學家在 2017 年即曾聯名建議，Fed 應研議提高 2% 通膨目標，以確保未來遭遇經濟衰退時，實質利率可降至遠低於零，使貨幣政策對穩定經濟仍具有有效性，避免零利率底限困境（註 11）。

近期美國前財政部長 Lawrence Summers、經濟學家 Olivier Blanchard、Jordi Gali 及 Adam Posen 等人，均支持調升通膨目標，以推升通膨率，且認為調升通膨目標在均衡下將推升名目利率，擴大寬鬆政策之空間。Olivier Blanchard 即建議 Fed 可將通膨目標提高至 4%，以獲得更大的降息空間（註 12）。

（註 10）Clarida (2019)。

（註 11）The Center for Popular Democracy (2017)。

（註 12）Gagnon and Collins (2019b)、Blanchard, Dell’Ariccia, and Mauro (2010)。

另有研究指出，若 Fed 當初設定了較高的通膨目標，則當前貨幣政策架構中的工具在過去 10 年中可發揮更佳的效果，可加快經濟自大衰退中復甦的速度（註 13）。

Gagnon and Collins（2019b）指出，依當前美國利率情勢推算，Fed 若動用包括前瞻性指引及量化寬鬆措施在內之所有貨幣政策工具，共有約當於降息 5.2% 的寬鬆政策空間；若將目標通膨率調高至 3%，推估可增加寬鬆政策空間至約當於降息 7.6%，強化 Fed 對抗經濟衰退的能力。

然而，對此方式表示反對者亦多，包括前 Fed 主席 Ben Bernanke 及經濟學家 John Taylor 及 Frederic Mishkin 等人，渠等認為，央行調高採行已久之 2% 通膨目標，恐因此失去公信力，且可能引發通膨預期升高，導致通膨上揚，增加消費及投資計畫的不確定性，若此時薪資未等幅上揚，將減損消費者購買力，使其生活水準降低。Fed 主席 Powell 亦表示，將通膨目標提高至 4% 可能並非切實可行的選擇（註 14）。

（二）針對通膨目標進行彈性調整，允許通膨率暫時高於 2%

部分 Fed 官員如 Chicago Fed 總裁 Charles Evans、Fed 理事 Lael Brainard，及 Boston Fed

總裁 Eric Rosengren 等，均支持保留 2% 通膨目標，惟將現有架構進行彈性調整，讓通膨超出 2% 視為可接受。

Chicago Fed 總裁 Evans 強調，只要通膨沒有出現明顯上揚趨勢，且預期返回 2% 水準是可受控管的，Fed 必定願意讓通膨率在一段時間內略高於 2% 水準（註 15）。

Rosengren 則呼籲，Fed 可能需要將通膨目標由特定值轉為特定區間，以利於因應不斷變動的經濟情勢，並致力於在一定期間內使通膨率達到通膨目標平均值。若以通膨目標區間的平均值在 2% 為例，意味至少與歷史情形相比，未來將需要更多次地讓通膨率超出 2%。設定通膨目標區間的好處在於，若當下因經濟衰退造成通膨率下滑時，央行雖可能被迫接受低於 2% 的通膨率，但由於大眾預期未來 Fed 將會致力於在經濟情勢良好時達成超過 2% 的通膨率，因而可使通膨預期保持穩定，提供更多政策空間，以應對下一輪經濟衰退，且通膨目標平均化亦有助於使經濟衰退之程度減緩（註 16）。

紐約 Fed 總裁 John Williams 則建議改採釘住物價水準（price level targeting）的方式，首先由央行設定物價上漲的路徑，並尋求讓通膨率的平均表現能堅守該路徑，因而

（註 13）Eberly, Stock and Wright (2019)。

（註 14）Gagnon and Collins (2019b)、Robb (2019a)。

（註 15）Derby (2019)。

（註 16）Derby (2019)。

此機制亦有可能允許通膨率在一定期間內高於目標水準，以彌補通膨率低於目標之情況（註 17）。

Fed 理事 Lael Brainard 則提出彈性的平均通膨目標（flexible inflation averaging），相較於強制將通膨目標設定在 2%，Fed 應考慮更有彈性的作法，例如只要中長期的平均通膨率維持在 2% 左右，則應允許通膨率在高於 2%、或者低於 2% 之間來回變動（註 18）。

四、Fed 偏向考慮採用彌補策略，允許通膨率可超出目標

負責主持 Fed 貨幣政策架構及策略檢視之 Fed 副主席 Richard Clarida 表示，當前 Fed

係較為偏向考慮制訂某種形式的彌補策略（makeup strategy）。在 Fed 現行 2% 通膨目標架構下，即使美國通膨率多年以來普遍低於 2%，Fed 並未採取任何彌補措施，僅承諾將在未來達成通膨目標，顯見其制訂貨幣政策時不會將過去之通膨率表現納入考慮。然而，在彌補策略架構下，Fed 將考量景氣循環的變化，並做出承諾，允許通膨在經濟復甦時略高於目標（註 19）。

彌補策略的好處在於，若大眾認為 Fed 的此一承諾可信，消費者在經濟疲弱及通膨低迷的時期將較願意支出，從而有助縮短經濟下行之期間（註 20）。

伍、結論與建議

貨幣政策架構為央行執行貨幣政策之基礎，其建立與調整對貨幣政策之執行具重大影響。Fed 於 2012 年設立 2% 通膨目標，為其貨幣政策架構之重大變化，在此之前其實已有許多先進經濟體選擇以 2% 為通膨目標值或區間中值，其中紐西蘭央行首先採取通膨目標化機制作為貨幣政策架構，並於開始實施時將通膨目標區間設在 0%~2%，之後成功將通膨率由雙位數降至約 2% 的經驗，發揮重要影響力。

隨著美國通膨率長期呈低緩走勢，引起各界關注與討論，且因多數期間未達 2% 通膨目標，致 Fed 所稱通膨目標具對稱特性一說遭到質疑，Fed 通膨目標的合適性似乎面臨考驗，一旦通膨率持續疲弱，可能拉低通膨預期，恐使利率維持在目前之低水準，讓未來在因應經濟衰退時，採取降息激勵經濟的空間受限。

Fed 為因應此現象，同時促使其貨幣政策策略更臻完善，並確保可用工具係充足與適

（註 17）Derby (2019)。

（註 18）Brainard (2019b)。

（註 19）Robb (2019b)。

（註 20）Robb (2019b)、Clarida (2019)。

當，遂決定針對貨幣政策策略、工具及溝通方式進行廣泛檢視。其實，近年來除美國之外，全球許多經濟體亦面臨低成長及低通膨現象，且已困在低利率環境較長一段時間，目前正常時期的利率，較過去更接近零，意味落入有效利率下限的情況恐更頻繁。因此，包括美國 Fed 及歐洲央行等主要先進經濟體央行，均著手進行貨幣政策架構檢視，且將通膨目標是否調整及如何調整列為重要討論項目之一。

2018 年 11 月 Fed 針對其貨幣政策策略、工具及溝通方式進行廣泛檢視，係以開放形式徵詢各方意見，例如許多學者及官員即針對通膨目標的調整方式發表看法，論述內容大不相同，Fed 可透過各方論述，搭配內部研究，強化其貨幣政策架構檢視作業之審慎程度，確保依循此架構所制訂之策略，及可運用之工具係足以協助其達成法定任務，目前亦有其他主要經濟體央行係運用類似作法，評估貨幣政策架構之合宜性。上述經驗與過程，或具有以下啟示。

一、貨幣政策架構、操作策略與工具之重新檢視似成為趨勢

近期除 Fed 已著手進行貨幣政策架構檢視作業外，ECB 宣布 2020 年 1 月開始進行貨幣政策架構全面性檢視，檢討包括物價穩定定義、氣候變遷及科技進步對貨幣政策之影響等面向，並預期於年底前完成；其他如英國央行、加拿大央行、瑞典央行及紐西蘭央

行等主要先進經濟體央行，則有預設之檢討機制，每隔數年即對貨幣政策架構進行檢視；另印度央行於 2019 年亦規劃成立工作小組，進行流動性管理架構檢視；顯見央行就其貨幣政策架構、操作策略與工具重新檢視及調整，似已成為當前趨勢。

本行近期亦已針對現行彈性貨幣目標化機制，運用實證檢驗運作效果，以落實貨幣政策架構檢視作業。在考量全球金融危機後，M2 與物價間的相關性減弱，但仍具中長期穩定關係，本行於 2019 年 12 月 19 日之理監事會議決議，自 2020 年起，M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間，參考區間維持 2.5%~6.5%，未來不再逐年設定。若 M2 成長率持續偏離上述區間或發生結構性改變，本行將進行檢討，適時調整。

二、主要央行之貨幣政策架構及策略之檢討經驗可作為參考

Fed 此次對貨幣政策策略等之檢視結果一旦底定，可能影響其未來數年或更長時間之貨幣政策擬定與執行，因此檢視過程甚為審慎，主要由 FOMC 審視與決議，除參考內部研究報告外，亦參酌各方意見，透過舉辦學術研討會及多場聆聽活動，聽取學者、企業、勞工及社區發展專業人員等多面向看法，再進行評估與討論。

以評估通膨目標調整為例，參與研討會之不同學者即曾表達 Fed 應提高通膨目標，以及採用彈性通膨目標等不同方式的建議，

讓 Fed 有更多調整選項可評估。其他如瑞典央行及紐西蘭央行之貨幣政策架構檢討亦邀請或開放外部人士參與，相關模式或可做為參考。

三、定期檢視機制或有助增進貨幣政策妥適性

Fed 目前未設立貨幣政策架構之定期檢視機制，惟副主席 Clarida 表示，其他央行的定期檢視機制與經驗，對 Fed 之貨幣政策架構檢討提供有用之參考訊息，反映央行定期檢視貨幣政策架構，對於維持貨幣政策之有效性與妥適性應有助益。

目前加拿大央行及瑞典央行等已有定期檢討機制；紐西蘭央行雖未明確訂立檢視期限，惟每隔數年亦對貨幣政策架構進行檢視；英國則係在檢討報告中預定下次檢討時間，英國央行總裁 Mark Carney 表示支持定期檢視貨幣政策架構之立場，顯見不論是否有明確規範定期檢視機制，在一定期間後檢視貨幣政策架構合宜性之作法逐漸受到重視，此趨勢亦可作為本行之參考。

附錄 St. Louis Fed 總裁 James Bullard：釘住名目 GDP 目標為較佳之貨幣政策架構

St. Louis Fed 總裁 Bullard 多次提出 Fed 應改變政策架構，考慮改採能幫助所有美國人的釘住名目 GDP 方式（註 21）。該方式係 Fed 預先設定經濟成長路徑，並運用各項政策工具致力確保經濟活動依據該路徑運行。

Bullard 認為此機制非常接近其評估模型中的最佳貨幣政策，因其需要逆循環的價格水準移動，亦即為了使名目 GDP 保持在目標路徑上，貨幣政策制定者將遵循一個政策規則，即當經濟成長率較低時，允許通膨率相對較高，而當成長率較高時，則允許通膨率相對較低。

釘住名目 GDP 最大之好處在於，當名目 GDP 偏離目標時，對於過去未達成目標的部分（無論低於目標或高於目標），央行都須採取行動調整，簡而言之，係提供較為強力的承諾，讓大眾了解央行確實致力於達成預設目標，而非僅只是言語表示將盡力，但沒有任何達成目標的保證。大眾認知央行將會採取措施引導其重返目標，如此將有助進一步鞏固通膨預期，確保央行長期而言能達成預設目標，強化金融市場、家戶及企業對央行的信心。

此外，在此機制下，成長率低於目標時，將由其他時期高於目標的經濟成長率產生彌補作用，Bullard 相信此方式有助於改善美國日益嚴重的所得不均問題，實現均衡經濟成長，也許能夠更有效地引導貨幣政策造福美國民眾。惟 Bullard 亦指出，釘住名目 GDP 或釘住物價水準等政策架構，在實際操作上尚有許多難題待解，操作細節仍待討論。

（註 21）St. Louis Fed (2019)。

參考文獻

Fed 網站

St. Louis Fed 網站

方耀（2006），「美國應否採行通膨目標化架構分析」，國際金融參考資料第 51 輯，中央銀行。

Mayes, David G.（2005），「紐西蘭採行通膨目標化之經驗」，中央銀行季刊，第 27 卷第 4 期，中央銀行。

Billi, Roberto M., and George A. Kahn（2008），“What Is the Optimal Inflation Rate?” *Economic Review, Kansas City Fed*, 2nd Quarter.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro（2010），“Rethinking Macroeconomic Policy,” *IMF Staff Position Note*, Feb. 12.

Brainard, Lael（2019a），“The Disconnect between Inflation and Employment in the New Normal,” At “*Certain Uncertainty: Tax Policy in Unsettled Times*” *National Tax Association 49th Annual Spring Symposium, Washington, D.C.*, May 16.

Brainard, Lael（2019b），“Federal Reserve Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications: Some Preliminary Views,” *At the Presentation of the 2019 William F. Butler Award New York Association for Business Economics, New York*, Nov. 26.

Bullard, James（2018），“What Is the Best Strategy for Extending the U.S. Economy’s Expansion?” *Speech at Distinguished Speaker Series Breakfast*, Sep. 12.

Clarida, Richard H.（2019），“The Federal Reserve’s Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices,” *Speech at the 2019 U.S. Monetary Policy Forum*, Feb. 22.

Derby, Michael S.（2019），“Derby’s Take: Fed Officials Continue to Signal Inflation Overshoot Would Be Fine,” *The Wall Street Journal*, Apr. 17.

Eberly, Janice C., James H. Stock and Jonathan H. Wright（2019），“The Federal Reserve’s Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment,” *NBER Working Paper No. 26002*, May 27.

Gagnon, Joseph E. and Christopher G. Collins（2019a），“Central Banks Probably Need Extraordinary Measures to Fight the Next Recession,” *Realtime Economic Issues Watch, PIIE*, Dec. 5.

Gagnon, Joseph E. and Christopher G. Collins（2019b），“The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think,” *Realtime Economic Issues Watch, PIIE*, Dec. 17.

Jorgensen, Peter Lihn and Kevin J. Lansing（2019），“Anchored Inflation Expectations and the Flatter Phillips Curve,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, Nov. 15.

Mahedy, Tim and Adam Sharpapiro（2017），“What’s Down with Inflation?” *Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco*, Nov. 27.

McDermott, John and Rebecca Williams（2018），“Inflation Targeting in New Zealand: An Experience in Evolution,” *A Speech Delivered to the Reserve Bank of Australia Conference on Central Bank Frameworks, in Sydney*, Apr. 12.

Robb, Greg（2019a），“Powell Opposes Idea of Raising 2% Inflation Target to 4%, Saying He Doubts It Would Be Credible,” *Market Watch*, June 19.

Robb, Greg（2019b），“Fed’s Trying to Find ‘Makeup’ Inflation Strategy that Works, Powell Says” , *Market Watch*, June 25.

Rosengren, Eric S.（2019），“Monetary Policymaking in Today’s Environment: Finding “Policy Space” in a Low-Rate

World,” *33rd Annual Cornelson Distinguished Lecture at Davidson College*, Apr. 15.

St. Louis Fed (2019), “James Bullard Discusses Nominal GDP Targeting,” *Timely Topics*, Apr. 19.

The Center for Popular Democracy (2017), “Prominent Economists Question Fed Inflation Target,” Jun. 8.

(本文完成於 109 年 1 月，作者為本行經濟研究處專員)

日本央行實施殖利率曲線控制： 從美國聯準會貨幣政策架構演變談起

鍾 秉 諺

一、前言

為達成通膨率 2%之物價穩定目標，2013 年日本央行（BoJ）實施量質兼備寬鬆（quantitative and qualitative easing, QQE）貨幣政策，2016 年再加上負利率政策，嗣後並決定實施搭配殖利率曲線控制之 QQE。由於一般認為央行僅能控制短期利率而無法控制

長期利率，BoJ 遂提出反擊，認為由長期歷史觀之，央行藉由介入金融市場並直接控制長期利率以達成政策目標之作為仍常見。

本文架構第一節為前言，第二節闡述美國聯準會（Fed）經驗，第三節敘明 BoJ 殖利率曲線控制之實施情形，第四節為結語。

二、殖利率曲線控制政策之緣起與理論

Fed 控制長、短期利率之歷史可溯及 1940 年代，嗣隨不同時空環境而不斷修改貨幣政策架構，且一度改為貨幣目標機制，1990 年代起復改為短期利率控制，全球金融危機後更藉由量化寬鬆（quantitative easing, QE）控制長期利率。

（一）凱因斯提出央行可控制長期利率之想法

美國經濟大蕭條（the Great Depression）時，凱因斯認為美國經濟並未落入流動性陷阱（liquidity trap），因此 Fed 可藉由積極干預公債市場進一步降低長期利率。渠於 1933 年致

羅斯福總統之公開信中提及 Fed 應購入長期公債（以下簡稱長債），並出售短期公債（以下簡稱短債），以降低長債殖利率。然而，當時 Fed 並未採行凱因斯之建言，仍維持由市場力量決定長期利率之立場。

（二）殖利率曲線控制之雛型：1941 年美國之利率上限政策

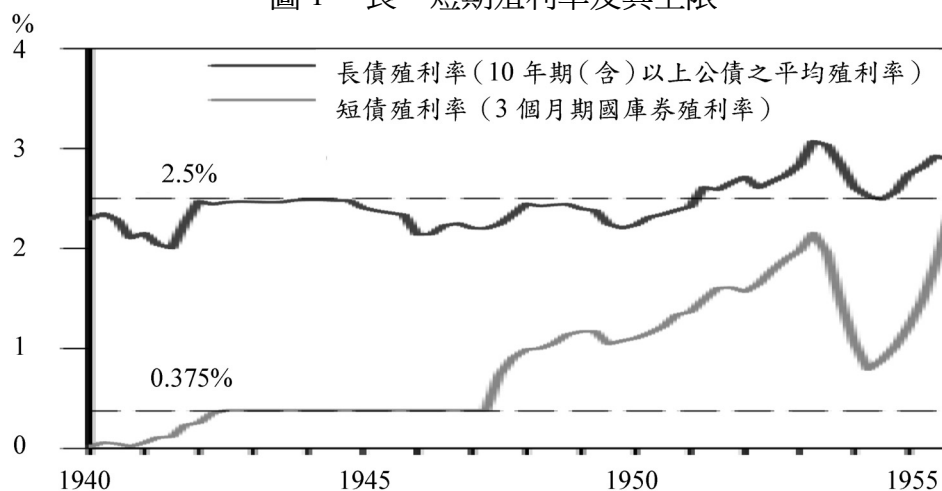
1941 年美國參與二戰後，經濟環境劇變，公債市場參與者因擔憂政府財政赤字擴增及通膨升溫，致長期利率上升壓力增加。美國財政部及 Fed 為穩定公債市場，並維持戰爭費用籌措成本於低位，遂推出「利率上

限（interest rate cap）政策」，針對長、短債殖利率設立上限（圖1）：長債殖利率方面，財政部發行之10年期（含）以上公債，平均殖利率上限訂為2.5%，Fed藉由購入公債等操作維持該上限；短債殖利率方面，Fed固定以0.375%購入3個月期國庫券。

政部－聯準會協議（Treasury-Fed Accord）」。該協議解除Fed支持公債價格之任務，Fed因而能夠實行物價穩定政策。

1953年Fed明確揭示貨幣政策目標為物價穩定，並限定公開市場操作標的為國庫券，即「國庫券限定政策（bills only policy）」。

圖1 長、短期殖利率及其上限



資料來源：Amamiya (2017)

二戰結束後，美國消費者物價指數（CPI）年增率升達近20%，致戰時之利率上限政策無法維持。3個月期國庫券之購入利率於1947年逐漸升高，迨1948年，短債殖利率上限實際上已蕩然無存；另由於冷戰發生，美國不願其公債價格崩跌，因此長債殖利率上限仍能維持至1950年。嗣後因韓戰戰況激烈，美國通膨壓力升高，1951年財政部及Fed遂聯合發布聲明宣布終止長債價格支持政策（即放棄長債殖利率上限），稱為「1951年協議（1951 Accord）」，或稱「財

該政策異於如今之短期利率控制，且主張長、短期利率均應由市場力量（market force）決定。由於國庫券流通餘額及交易量均大，Fed此舉打算僅影響商業銀行持有之準備金額度，並減緩公開市場操作對整個利率期限結構之直接影響（表1）。

從1940年代利率上限政策之實施經驗可知，央行確實能夠控制長期利率，除非通膨急遽攀升。值得注意的是，該政策與如今吾人所認知之殖利率曲線控制政策，兩者操作方式雖類似，均直接影響長、短期利率，惟

表 1 1951 年協議對貨幣政策之影響

	協議前	協議後
貨幣政策目標	維持殖利率上限	物價穩定
公債市場之參與	● 以某固定利率購入短債 ● 維持長債殖利率上限	● 實施國庫券限定政策 ● 由市場力量決定利率結構

資料來源：Amamiya (2017)

目的截然不同，前者為支持公債價格，屬公債管理政策，後者則為達成物價穩定目標，屬貨幣政策。

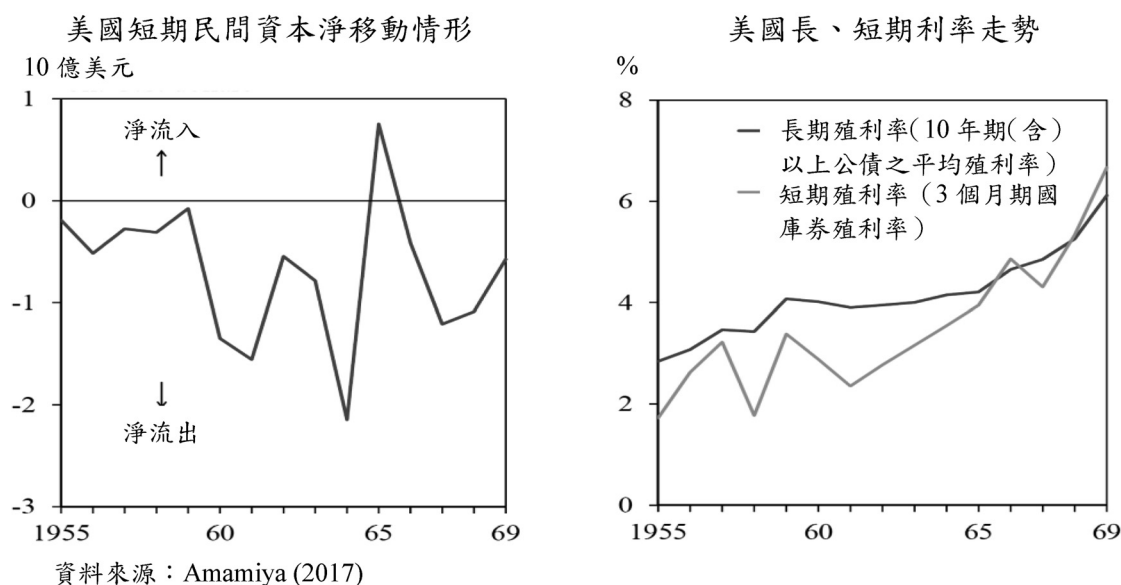
（三）1960 年代之扭轉操作引發學界論戰

進入 1960 年代後，市場對美元信心漸失，致金價大漲且黃金及短期資本大規模自美國外流，保衛美元成美國政府之首要任務，加以美國經濟陷入嚴重衰退，對當時甫就任美國總統之甘迺迪而言，改善國際收支及提振國內景氣成為經濟政策之重點。於此情況下，國庫券限定政策被迫大幅修正，1961 年 Fed 實施推力操作（operation nudge），亦即外界所慣稱之「扭轉操作（operation twist）」，目的為賣出短債維持短期利率於高位以遏止資本外流，並購入中、長債降低中、長期利率以刺激國內景氣（圖 2）。

當時學者對扭轉操作之有效性看法分為兩派，並以不同學理切入探討。有效派持市場區隔理論（market segmentation theory），主張若長、短債市場彼此區隔，且長、短債係不完全替代（imperfect substitute），則如此操作就有效；持此主張者主要為凱因斯學派經濟學家，例如 J. Tobin 及 F. Modigliani。無效派則持預期理論（expectation theory），認為長、短債具高度替代性，故如此操作無效。

兩派截然不同之主張在學界激發一場論戰，經過各式各樣之實證分析後，當時得到之主流看法為，扭轉操作對利率之影響極小，因連 Modigliani and Sutch（1966）亦得到扭轉操作對利率影響不具統計顯著性之結論。此後，央行僅能控制短期利率而無法控制長期利率之觀點逐漸流行。

圖 2 Fed 實施扭轉操作前後資本移動及利率之變化



(四) 1970~1980 年代，貨幣目標機制崛起

1960 年代後半，通膨壓力持續升高，戰後蔚為主流思維之凱因斯經濟學 (Keynesian economics) 因無法提出有效對策而漸退流行，迨 1970~1980 年代由貨幣學派 (Monetarism) 取而代之，貨幣政策亦進入將貨幣存量定為中間目標之貨幣目標機制 (monetary targeting) 時代。Fed 於 1975 年開始公布翌年貨幣存量成長率及區間，1978 年開始每年 2 次於國會報告書中說明貨幣存量成長率目標與經濟預測之關係，1979~1982 年藉由操作非借入準備 (non-borrowed reserves) 以控制貨幣總計數 M1 成長率。該時期其他主要國家央行亦採行某種形式之貨幣目標機制 (表 2)。

於貨幣目標機制下，利率係由市場力量決定。當央行試圖控制貨幣總計數時，短期利率會大幅波動，長期利率之波動度亦會增加。由此，貨幣學派主張利率並不必然為貨幣政策之重要傳遞管道。

(五) 1990 年代轉向短率控制，並成為如今所認知之傳統型貨幣政策

貨幣目標機制運作之前提為，貨幣存量與實質 GDP 或物價等貨幣政策最終目標之經濟變數，兩者之關係是穩定的，或可預測的。然而，進入 1980 年代後，伴隨金融自由化及金融科技創新之發展，該關係開始無法維持穩定，Fed 遂逐漸改採利率控制方式。1993 年，時任主席葛林斯潘表示，貨幣與所得、物價間之相關性已大不如前，作為貨幣

表 2 主要國家央行從貨幣目標機制至改採短期利率控制之演進

(1970~2008年)

美國	歐元區	英國
貨幣目標機制 ● 公開聲明希冀貨幣及銀行信用溫和成長 (1970) ● 公布 M1、M2、M3 及銀行信用之成長率區間 (1975) ● Humphrey-Hawkins 法案通過，確立物價穩定及充分就業為 Fed 之貨幣政策目標，並要求 Fed 每半年向國會報告 (1978) ● 設定 M1、M2、M3 及銀行信用之成長目標 (1979) ● 操作非借入準備以控制 M1 成長率 (1979~1982) ● 停止設定 M1 成長率目標 (1987) ● 時任 Fed 主席葛林斯潘表示 M2 於貨幣政策之重要性降低 (1993) 短期利率控制 ● 公布聯邦資金利率目標 (1995)	西德央行時期 貨幣目標機制 ● 設定央行貨幣存量目標 (1974~) ● 設定 M3 成長率目標 (1988~) ● 將 M3 成長率目標之達成時間延長至 2 年 (1996) 歐洲央行 (ECB) 成立 (1998/6~) ● 實施以物價穩定為導向之雙支柱政策 (1999~)	貨幣目標機制 ● 設定 M3 成長率目標 (1976) ● 設定 M0 及 M3 成長率目標 (1984~) ● 停止設定 M3 成長率目標 (1987) 重視匯率穩定 ● 加入歐洲匯率機制 (ERM) (1990) ● 退出歐洲匯率機制 (1992) 通膨目標化機制 (inflation-targeting) ● 以附買回利率為政策利率 (1997) ● 停止公布 M0 及 M4 之監測區間 (1997)
全球金融危機 (2008)		

資料來源：Amamiya (2017)

政策指標之有效性已喪失，1995 年 Fed 開始公布聯邦資金利率（federal funds rate）目標，正式進入短期利率控制之政策架構。

隨其他主要央行亦自貨幣目標機制轉向短期利率控制（表 2），貨幣學派逐漸喪失學界之影響力，而新興凱因斯經濟學（New Keynesian economics）抬頭，成為總體經濟理論之主流，當時其學者亦提供央行控制短期利率之理論基礎。自此，控制短期利率之貨幣政策架構漸成為眾所皆知之傳統型貨幣政策（conventional monetary policy）。於此架構下，長期利率雖普遍被視為一個貨幣政策傳遞管道，惟主流看法仍認為長期利率係由市場力量決定。

（六）全球金融危機後，以非傳統型貨幣政策因應新挑戰

傳統型貨幣政策架構所奠基之前提假設為，作為政策利率之短期利率須至少為零，然而，1990 年代後半期起日本陷入通縮苦

戰，2008 年歐美遭逢全球金融危機，均面臨政策利率下限為零之困境，因此主要央行發展出非傳統型貨幣政策（unconventional monetary policy），包括購入長債之量化寬鬆（QE）、調控民間企業債券及股票風險溢酬之質化寬鬆、前瞻性指引（forward guidance）、負利率等（表 3）。簡而言之，非傳統型貨幣政策係央行政策之延伸，為一系列克服短期利率下限為零、試圖控制中、長期利率之舉措。

然而於現代發展成熟之金融市場，央行能否控制長期利率？半世紀前多數研究認為央行無法控制長期利率，而 Gagnon（2016）整理近期為數不少之實證研究後指出，央行購入長債可降低長期利率，且具統計顯著性（圖 3），可能之解釋為市場區隔理論之復興。

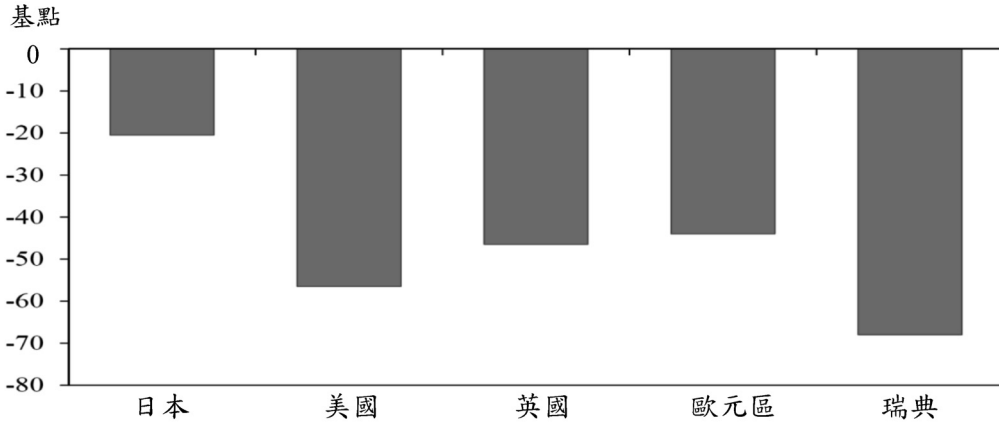
Modigliani and Sutch（1966）所提出之扭轉操作效果不明論，近期遭遇挑戰；Swanson（2011）採用高頻資料之事件研究法分析，指

表 3 傳統型與非傳統型貨幣政策

傳統型	短期利率（至少為零）控制
非傳統型	購入長債之量化寬鬆（QE）
	信用（質化）寬鬆
	前瞻性指引
	負利率

資料來源：Amamiya (2017)

圖 3 購入相當名目 GDP 10%規模長債對長期利率之影響

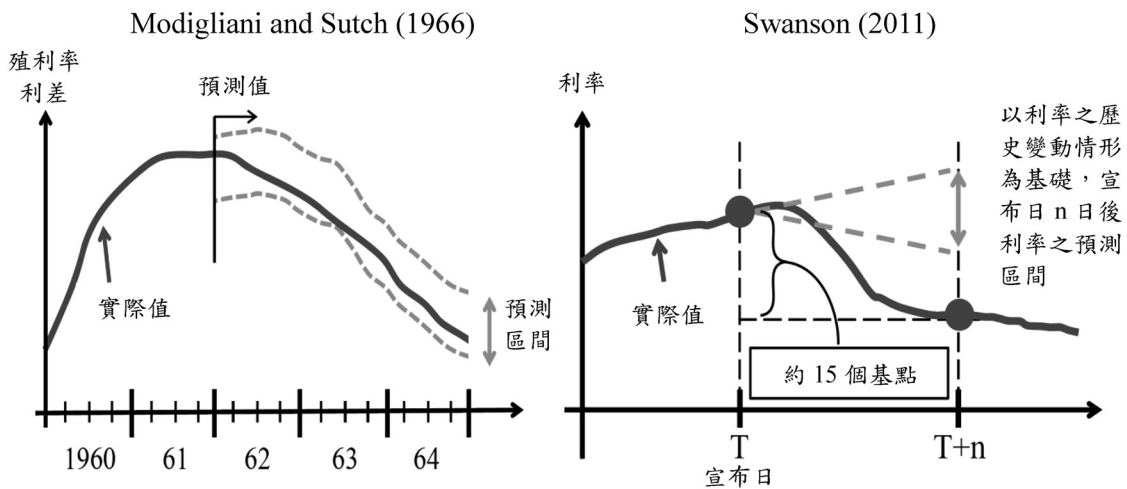


資料來源：Amamiya (2017)參考 Gagnon (2016)數據繪製而成

出扭轉操作有效，且具統計顯著性。於資料及方法上，前者係採季資料（低頻），並檢驗於不考慮扭轉操作效果下，模型能否正確預估出扭轉操作期間實際之殖利率利差；後者係採日資料（高頻），並檢驗於扭轉操作

宣布後，利率之變動是否顯著異於其過去之變動情形。結果顯示，前者之實際值大抵落於預測區間內，扭轉操作之效果不顯著；然後者之實際值明顯低於以歷史資料得出之預測區間，扭轉操作確實有效（圖 4）。

圖 4 扭轉操作效果再評估之示意圖



結論：對降低利率無顯著效果

結論：對降低利率具顯著效果

資料來源：Amamiya (2017)參考 Modigliani and Sutch (1966)及 Swanson (2011)繪製而成

三、BoJ 汲取美國控制利率之經驗與學術思維， 實施殖利率曲線控制

鑑於前述美國過去以來累積之經驗及各種相關學術思維，BoJ 遂考慮將殖利率曲線控制納入其貨幣政策架構，並自 2016 年開始實施。

（一）2016 年實施新貨幣政策架構：搭配殖利率曲線控制之 QQE

由於 2013 年 BoJ 實施 QQE 貨幣政策以降，2%之物價穩定目標仍無法實現，渠認為須進一步提高通膨預期，因此於 2016 年決議為強化寬鬆貨幣政策效果，在 QQE 及負利率政策之基礎上，加入控制短期及長期利率之殖利率曲線控制（圖 5）及通膨超標承諾（inflation-overshooting commitment），亦即持續擴大貨幣基數，直至 CPI 超過且持續穩

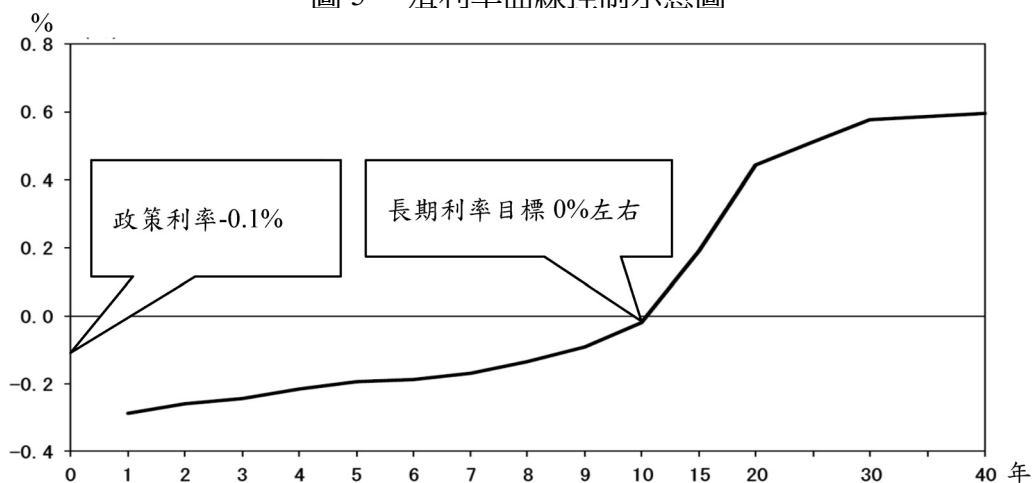
定高於 2%目標之承諾，以提高民眾通膨預期，主要決議為：

- （1）短期利率：政策利率（對銀行新增之超額準備適用利率）為-0.1%；
- （2）長期利率：為使 10 年期公債殖利率大致維持於 0%左右，每年購入約 80 兆日圓長債；
- （3）預計 1 年左右貨幣基數對名目 GDP 比率由約 80%增至逾 100%。

（二）BoJ 之殖利率曲線控制係控制價，歐美央行之 QE 則係控制量

傳統觀點認為央行僅能控制短期利率而不能控制長期利率，惟自全球金融危機以來，主要央行已藉由大規模之 QE 直接影響

圖 5 殖利率曲線控制示意圖



資料來源：日本銀行（2016）

長期利率，且實務上央行購入長債時多將購入額度（量）設成操作目標，而長期利率（價）乃由內生決定。

惟如此一來，相較央行認為之最適水準，實際之長期利率可能過高或過低，且央行實施資產購買時，應先決定符合政策目標之殖利率曲線形狀及位置後，方能決定適當之購入額度，因此 BoJ 決定率先將長期利率明示設成操作目標，實施殖利率曲線控制。BoJ 之殖利率曲線控制並非新發明，惟係最先將殖利率曲線控制明示於貨幣政策之央行而已。

另 Fed 前主席柏南奇曾比較控制量（事先決定購入公債額度之 QE）及控制價（釘住長期利率）兩政策，認為若實施後者，可能須購入鉅額公債而喪失對資產負債表之控制，因此選擇實施前者。對此疑慮，BoJ 表示，於每次貨幣政策會議會設定適當之長期利率操作目標，且渠早已購入鉅額公債，並搭配負利率之實施，仍能成功控制長期利率，殖利率曲線控制應不致使其資產負債表大幅擴大。

Gagnon（2016）指出，主要央行透過購入長債來壓低長期利率之效果，具統計顯著性（圖 3），而 BoJ 實施負利率政策及

大量購入長債後，確可大幅壓低短期及長期利率，尤其長期利率更明顯（圖 6），對影響整條殖利率曲線而言，該等政策組合相當有效。

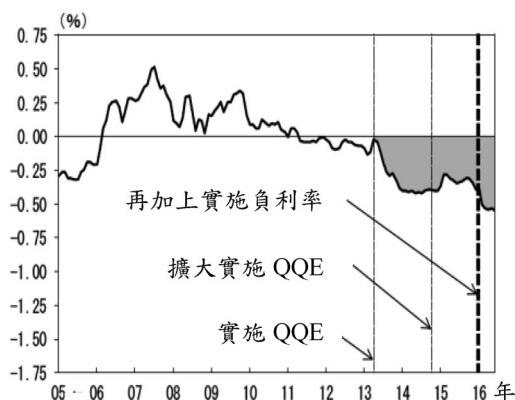
（三）2018 年放寬殖利率曲線控制架構

2018 年，BoJ 為持續實施寬鬆貨幣政策，決議以提供政策利率之前瞻性指引及提升殖利率曲線控制持續性等方式，強化對達成物價穩定目標之信心，決議主要為：

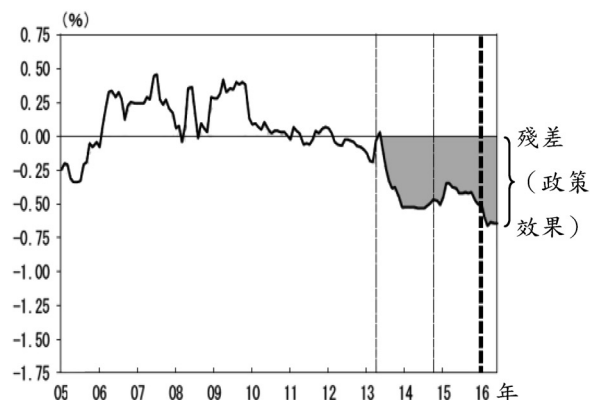
- （1）政策利率之前瞻性指引：為因應 2019 年 10 月消費稅率將由 8%調高至 10% 對經濟及物價所致之不確定性，維持極低之長、短期利率水準一段時間；
- （2）短期利率：政策利率（對銀行新增之超額準備適用利率）維持於 -0.1%；
- （3）長期利率：放寬 10 年期公債殖利率於 0%左右波動之區間（由 2016 年以來之 -0.1%~-0.1%，擴大至 -0.2%~-0.2%），使每年購買約 80 兆日圓長債之目標更具彈性。此舉主要希望能降低極度平坦之公債殖利率曲線所帶來之負面衝擊，例如公債市場交投清淡，以及銀行業（尤其地區銀行）因淨利差縮小所導致之營運壓力。

圖 6 BoJ 實施負利率及購入公債後利率降低之效果

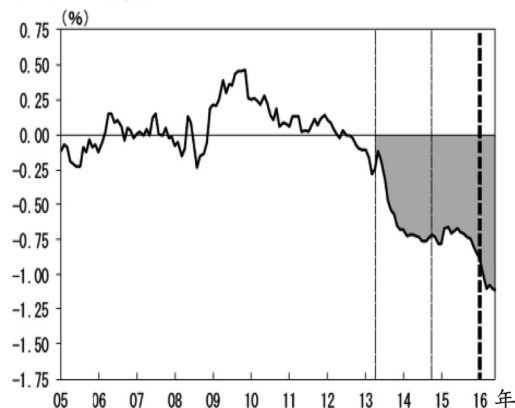
(1) 2年債



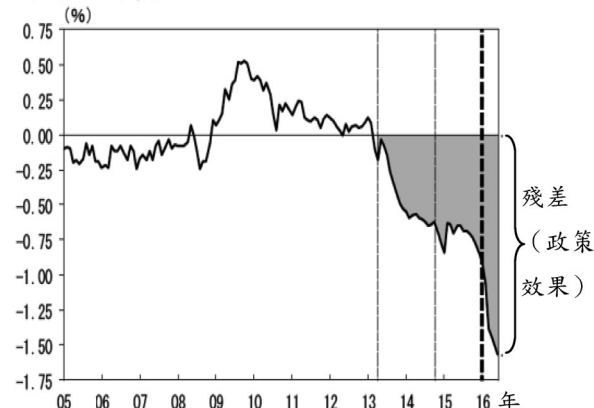
(2) 5年債



(3) 10年債



(4) 20年債



註：殘差係指以美國10年期公債殖利率、CPI（剔除生鮮食品）年增率及求才求職比（GDP缺口之代理變數）等3個解釋變數對日本各年期公債殖利率進行迴歸時之殘差。

資料來源：日本銀行（2016）

四、結語

BoJ 實施殖利率曲線控制後，通膨仍然低於目標；儘管如此，目前於殖利率曲線控制之發源地美國Fed正檢視其貨幣政策架構，近日其副主席 Richard Clarida 及理事 Lael Brainard 不約而同拋出將殖利率曲線控制納入其政策工具箱之提議。Brainard 表示，Fed 應

考慮於經濟衰退時實施殖利率曲線控制這項 BoJ 正使用，且 Fed 早在二戰時已實施之工具；另 Clarida 於渠所參與之 Brichetti 等人（2018）研究報告中指出，於經濟衰退時，實施殖利率曲線控制具 3 大效益：（1）使殖利率曲線接近決策者所欲之形態；（2）藉由

向外界清楚溝通利率目標，可降低達成目標 否成為央行有效之貨幣政策工具，仍待後續
所需之購債量；以及（3）可針對不同期限公 觀察。
債設定利率目標。然而，殖利率曲線控制能

參考文獻

- 日本銀行（2016），「目で見る金融緩和の『総括的な検証』と『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」，9月21日。
- Amamiya, M.（2017），“History and Theories of Yield Curve Control,” *Keynote Speech at the Financial Markets Panel Conference to Commemorate the 40th Meeting*, Bank of Japan, Jan. 11.
- Bank of Japan（2018），“Strengthening the Framework for Continuous Powerful Monetary Easing,” *Statements on Monetary Policy*, Jul. 31.
- Bank of Japan（2016），“New Framework for Strengthening Monetary Easing: ‘Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control’,” *Statements on Monetary Policy*, Sep. 21.
- Brichetti et al.（2018），“The Bank of Japan's Yield Curve Control Policy,” Columbia SIPA Capstone and Federal Reserve Bank of New York, Spring.
- Central Banking（2019），“Fed Should Consider Yield Curve Targeting – Brainard,” May 9.
- Gagnon, J. E.（2016），“Quantitative Easing: An Underappreciated Success,” *Policy Brief*, PB16-4, Peterson Institute for International Economics, Apr.
- Kuroda, H.（2016），“‘Quantitative and Qualitative Monetary Easing（QQE）with Yield Curve Control’：New Monetary Policy Framework for Overcoming Low Inflation,” *Speech at the Brookings Institution in Washington, D.C.*, Bank of Japan, Oct. 8.
- Modigliani, F. and R. Sutch（1966），“Innovations in Interest Rate Policy,” *American Economic Review*, Vol. 56, No. 1/2, PP. 178-197, Mar. 1.
- Swanson, E. T.（2011），“Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2,” *Brookings Papers on Economic Activity*, PP. 151-188, Spring.

（本文完成於 108 年 5 月，作者為本行經濟研究處專員）

新興經濟體金融風險之評估

朱 美 智

摘 要

一、跨境風險因素推高新興經濟體金融風險

2015~2018 年，美國聯準會（Fed）啟動新一輪的升息週期。在美國持續升息之背景下，2018 年間，多個新興經濟體呈現本國貨幣大幅貶值、股市急劇下跌、債市承壓動盪，資本外流壓力大增，致金融風險上升之情況。究其原因，主要係經常帳逆差、財政赤字、外債依賴程度高、短期外債比重高以及外匯準備覆蓋率偏低等 5 項與跨境有關之風險因素所致。

為瞭解新興經濟體的金融風險傳遞管道為何以跨境風險因素為主，須從新興經濟體之發行貨幣的信用（credibility）基礎係植根於外匯準備著手。基本上，經常帳逆差、財政赤字、外債及短期外債之規模大，均會侵蝕本國貨幣之發行源自於外匯準備的信用基礎。假若新興經濟體持有外匯準備不充裕，本國貨幣發生危機的可能性就更高。當 Fed 緊縮貨幣政策時，跨境風險因素惡化的國家之金融風險就會上升，將引爆新興經濟體金融動盪。

二、利用跨境風險因素，建構新興經濟體金融風險指數，以判別高風險國家

本文根據新興經濟體金融風險上升之成因，以 22 個新興經濟體，建構其金融風險指數，觀察其金融風險變化情形，從而判別哪些國家屬於高風險國家，俾供決策當局提高警覺及加強監控。

建構新興經濟體金融風險指數之方式主要有二：

1、根據跨境風險因素選取金融風險指數納入的指標

參考 Obstfeld (2011) 的研究結果，建構新興經濟體金融風險指數納入的指標包括：經常帳餘額/GDP、財政收支餘額/GDP、外債/GDP、短期外債/外債總額，及外匯準備覆蓋率（即外匯準備/外債）等 5 項。

2、參考 IMF 方法衡量各國各項指標之風險數值

參考 IMF (2017) 之方法（設定 3 個門檻值，將複雜的指標數據轉換為 4 個簡單數值），衡量各國各項指標的風險數值。接

著，取各國 5 項指標的風險數值之算術平均值，作為該國金融風險指數。當指數處於 1 至 2 之間為低風險，處於 2 至 3 之間為中風險，處於 3 至 4 之間為高風險。

根據本文所編製之 22 個主要新興經濟體的兩種金融風險指數，獲得以下結果：

1、阿根廷及土耳其是風險最高之經濟體

若指標的風險數值高低之評估標準採 22 個國家的平均值與標準差，則金融風險向少數國家集中，其中處於高風險的國家有阿根廷及土耳其等 2 國，而大多數國家金融風險差異較小，處於相對安全狀態（即中風險及低風險）。

2、阿根廷及中國大陸是風險上升最快經濟體

在指標的風險數值之評估標準採個別國家平均值與標準差之情況下，則金融風險向較多國家散布，屬於高風險的國家有 10 個，這些國家雖發生金融危機的可能性不一定很高，但金融風險累積速度較快，其中阿根廷及中國大陸之金融風險指數最高，至於處於相對安全狀態（即中風險及低風險）的國家個數則略多於高風險國家。

3、整體新興經濟體金融風險持續加速攀升

將 22 個新興經濟體彙整成 1 個整體新興經濟體進行觀察，若評估標準採國際平均值與標準差，則 2008 年以來，金融風險呈現平穩發展趨勢；若以個別國家平均值與標準差為評估標準，則金融風險攀升速度持續加快，此現象必須加以密切關注。

三、我國須嚴加監控阿根廷、土耳其、中國大陸以及整體新興經濟體之金融風險變化

2020 年初嚴重特殊傳染性肺炎（COVID-19）疫情爆發，重創各國經濟成長動能，使得新興經濟體因外需疲軟，經常帳傾向於逆差擴大或順差縮小。肺炎疫情擴散亦導致新興經濟體資本大量外流，在此衝擊下，渠等只好倚賴外債來支撐外匯準備。對於經常帳呈現逆差、仰賴外債來支持外匯準備的新興經濟體而言，本國貨幣匯率將趨於貶值，償債負擔將更加沉重。整體而言，2020 年新興經濟體金融風險將進一步上升。

值此肺炎疫情嚴重衝擊新興經濟體之際，為減緩渠等風險對台灣的影響，對於本文所研判的風險最高經濟體—阿根廷、土耳其，我國相關單位須提高警覺及加強監控，以阻斷跨境風險傳遞；至於金融風險上升速度最快新興經濟體—中國大陸，鑒於渠與我國經貿緊密連結，尤應長期緊密監測其金融風險變化情形，以防患於未然。

就我國對 22 個新興經濟體的金融暴險部位而言，其中除了對中國大陸以外，對其餘新興經濟體的部位大抵不大。但是，自 2006 年以來，整體新興經濟體金融風險上升速度持續加快，加以國際金融體系環環相扣，任何新興經濟體金融風險攀升，都可能或多或少使我國遭受負面外溢效應的波及，因此，密切監控整體新興經濟體的金融暴險部位之重要性不容小覷。

一、前言

新興經濟體貨幣危機發生頻繁，Obstfeld（2011）研究發現，過去 36 年間共發生 84 次，平均每 2 年多發生 1 次。2018 年間在美元指數超乎預期上揚及美國 10 年期公債殖利率飆升下，阿根廷率先爆發金融危機，土耳其緊隨其後，新興經濟體面臨之金融風險顯著升高，最後歷經數個月始趨於穩定。

2019 年在美國聯準會（Fed）等主要央行降息致全球金融情勢更加寬鬆，促使追逐收益的國際資本流向新興經濟體之下，渠等金融市場表面上雖趨於平穩，但金融脆弱性卻因大幅舉債而上升。若美元指數再度揚升，或出現黑天鵝事件（black swan event）重創全球經濟及金融，新興經濟體危機捲土重來的可能性恐不小。2020 年初爆發的嚴重特殊傳染性肺炎（COVID-19）疫情，正是黑天鵝事件，而阿根廷又再度拖欠外債（註 1），土耳其則外匯準備驟減、里拉匯價貶至低於 2018 年危機時的水準（註 2）。這足見新興經濟體金融情勢疑慮為當前全球經濟面臨的巨大風險之一。

鑑於新興經濟體金融風險上升將影響全球金融穩定至鉅，本文研究目的係期望藉由

分析新興經濟體的金融風險上升情況、成因，並根據成因選取數項關鍵指標，來建構一項簡單且方便使用的分析工具—金融風險指數，以評估各個新興經濟體的金融風險高低，藉以發現哪些新興經濟體是未來可能陷入貨幣或金融危機的高風險國家，以提供我國相關單位擬定對策之參考，俾利防範台灣受到渠等風險負面外溢效應之波及。

本文所研究的新興經濟體係指，亞洲、南美、中歐及非洲中，指標數據容易取得之主要新興經濟體，總共涵蓋中國大陸、印度、俄羅斯、阿根廷、土耳其、南非等 22 個國家。此外，隨著全球經濟整合日益發展，新興經濟體金融體系所面臨的風險日漸增加，種類亦日愈龐雜，為避免主題討論過於發散，本文擬從總體經濟基本面的角度來探討新興經濟體之金融風險，並聚焦於外匯存底不足的風險，而該風險會連帶衍生一些負面效應，諸如，本國貨幣匯率貶值、外債負擔加重等。

本文的架構除第一節前言以外，第二節敘述 2018 年新興經濟體金融風險上升的情況，第三節探討新興經濟體金融風險升高的

（註 1）阿根廷政府未能償付於 2020 年 4 月 22 日到期的 5 億美元債券，若未能完成債務重組談判，將在 30 日的寬限期後違約，這將是阿根廷歷史上第 9 次的主權債券違約，參見 The Economist (2020)。

（註 2）2020 年 3 月底土耳其央行持有外匯準備（不含黃金）592 億美元，較上月底大減 22.0%，里拉對美元匯價從 2 月初的 1 美元兌 6 里拉左右一路下挫，5 月 1 日貶破 1 美元兌 7 里拉，較 2018 年危機時的水準還低。

原因，第四節根據新興經濟體金融風險上升的原因，建構新興經濟體金融風險指數，第五節利用新興經濟體金融風險指數研判主要

高風險國家，第六節則透過回溯測試來驗證金融風險指數的有效性，最後為結論。

二、2018 年新興經濟體金融風險升高

2015~2018 年，Fed 啟動新一輪的升息週期。在美國持續升息之背景下，2018 年間，多個新興經濟體本國貨幣大幅貶值、股市急劇下跌、債市承壓動盪，資本外流壓力大增。

（一）新興市場多國貨幣大幅貶值

2018 年期間，阿根廷比索、土耳其幣、俄羅斯盧布、巴西幣、南非幣及智利比索對美元的貶值幅度均超過 10%。其中，阿根廷比索貶值 50.6%，幅度最大，貨幣大幅貶值致其通貨膨脹惡化，該國 2018 年通膨率高達 34.3%；其次是土耳其幣，貶值 28.7%，土耳其該年通膨率亦高達 16.3%。然俄羅斯盧布、巴西幣、南非幣、智利比索等新興經濟體貨

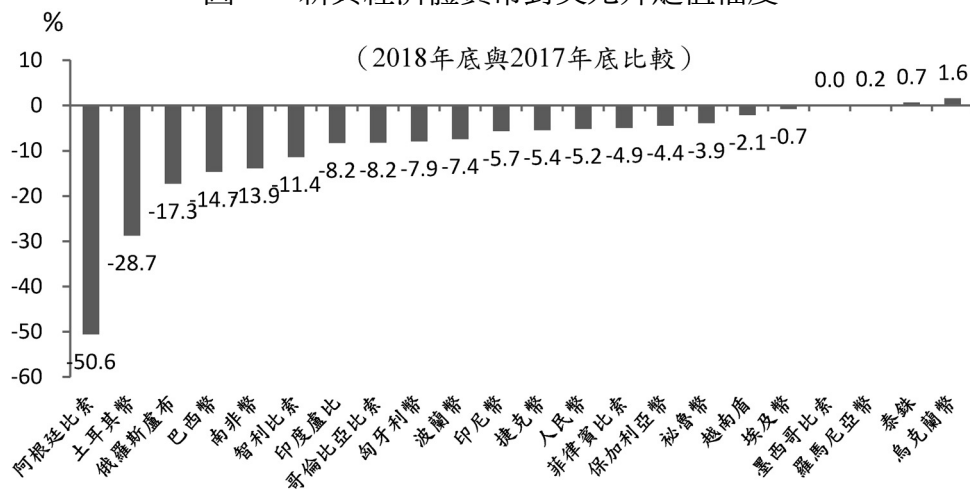
幣雖然貶值幅度較大，但通膨率仍維持在相對合理水準（見圖 1、圖 2）。

（二）新興市場股市及債市遭遇不同程度衝擊

2018 年間，新興經濟體之貨幣危機進一步打擊金融市場信心，引發資產價格下跌，股票市場出現拋售潮。2018 年底 MSCI 新興市場股票指數創 2017 年 5 月以來新低，較 2018 年 1 月的高點下跌 24.1%（見圖 3）。

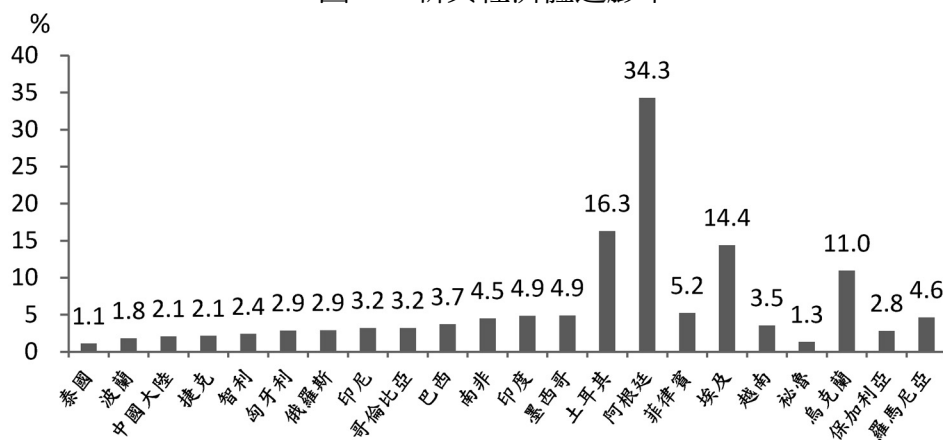
此外，新興經濟體 MSCI 股價指數均呈下跌走勢。其中，阿根廷及土耳其分別下跌 49.8%、43.3%，跌幅最大；另外，中國大陸、南非、保加利亞、智利、哥倫比

圖 1 新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度



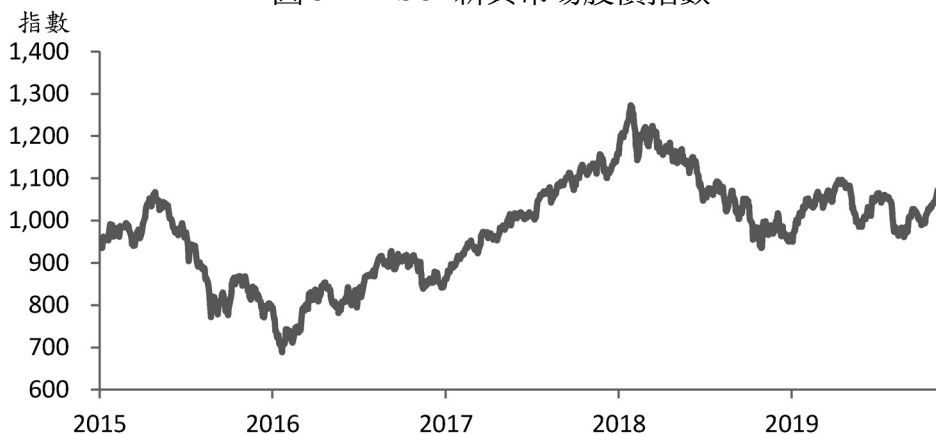
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 新興經濟體通膨率



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 3 MSCI 新興市場股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

亞、墨西哥、波蘭及埃及之跌幅均超過 15%（見圖 4）。

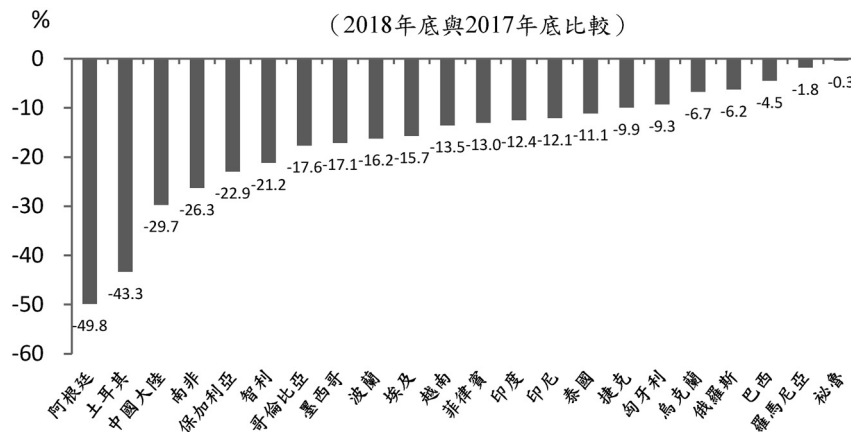
在債券市場，由於 2018 年第 4 季美國 10 年期公債殖利率升破 3.2%，多數新興經濟體 10 年期公債殖利率跟隨上升，其中升幅最大的是土耳其，上升 47.4%，其次是印尼和烏克蘭，升幅分別為 38.5% 和 27.3%，除智利、波蘭、中國大陸、巴西及保加利亞以

外，其他新興經濟體亦出現不同程度之升幅（見圖 5）。

（三）新興經濟體的跨境資本移動多呈現淨流出

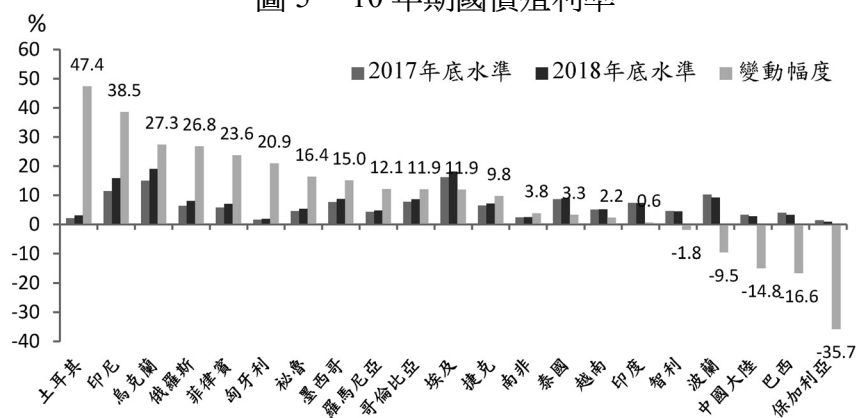
2018 年新興經濟體中，除了泰國及俄羅斯的金融帳呈現淨流入外，由於資本外流壓力顯現，其餘埃及等 20 國的金融帳均呈現淨流出（見圖 6）。

圖 4 新興經濟體 MSCI 股價指數變動幅度



資料來源：Refinitiv Datastream

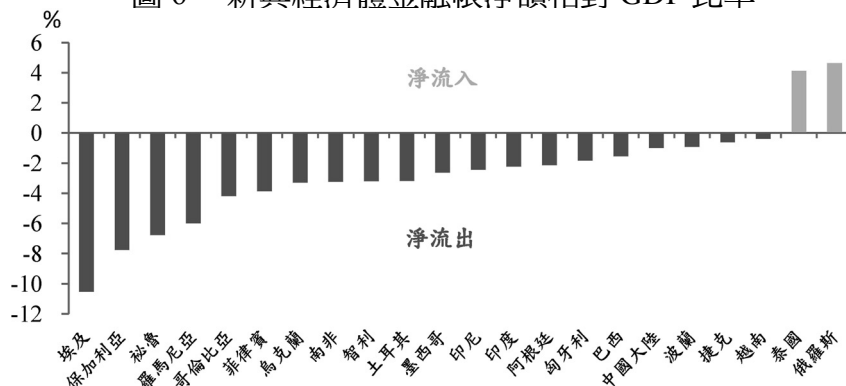
圖 5 10 年期國債殖利率



註：變動幅度 = (2018年底水準 - 2017年底水準) / 2017年底水準

資料來源：Investing.com 網站

圖 6 新興經濟體金融帳淨額相對 GDP 比率



資料來源：Aremos 資料庫

三、新興經濟體金融風險上升因素之探討

新興經濟體存在經常帳逆差、財政赤字、外債依賴程度高、短期外債比重高及外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）偏低等因素，是金融風險上升之來源，這 5 項因素與跨境有關，致統稱為跨境風險因素。

（一）新興經濟體金融風險來源之理論說明

Fed 緊縮貨幣政策引發新興經濟體金融市場動盪，其金融風險傳遞管道以跨境風險因素為主。為探討其間的關連，本文根據 Obstfeld（2011），從發行貨幣的信用（credibility）基礎著手。先進經濟體貨幣發行植根於國內信用，而新興經濟體則以外匯準備為貨幣發行背書。

以中國大陸、墨西哥、南非及俄羅斯央行等代表新興經濟體央行，歐元區代表先進經濟體央行，觀察彼等央行資產負債表資產的構成可看出，中國大陸、墨西哥、南非及俄羅斯央行的資產主要由外匯準備構成（見圖 7、圖 8、圖 9、圖 10），而歐洲央行資產組成雖然複雜，但基本上均屬於本國貨幣資產（見圖 11）。

易言之，以中國大陸、墨西哥、南非及俄羅斯為代表的新興經濟體，係將資產端的外匯準備作為負債端的貨幣發行之基礎，而歐美等先進經濟體的貨幣發行則基於本國貨幣資產。

由於新興經濟體發行貨幣的信用基礎是外匯準備，因而，其貨幣危機根源或金融風險傳遞管道的主要因素須從外匯準備的角度來探討。究竟哪些因素會影響外匯準備呢？從國際收支的角度而言，無非是經常帳和金融帳這兩個管道。

外匯準備變動 $\cong$ 經常帳餘額（順差/逆差）+ 外人直接投資（Foreign direct investment, FDI）變動 + 外債變動 + 其他

其中，經常帳順差代表由居民賺取的國外淨資產，是外匯準備構成中最穩定的資金。當經常帳呈現逆差時，若要維持外匯準備穩定，則需要資本流入來填補。資本流入中，從所有者和期限角度來看，與經常帳順差相比，外人直接投資（FDI）的所有者雖為外國投資者，惟期限較長，係屬較穩定的外匯準備來源；至於外債，其所有者為外國投資者，加上期限較短，是不穩定的外匯準備來源（見表 1）。

因此，當外貿表現不佳造成經常帳順差減少乃至出現逆差時，將使外匯準備規模縮小，此時若無資本流入，則本國貨幣缺乏有效的支撐，自然累積風險；若有資本持續流入，若流入的是外債，則是不穩定的外匯準備來源，特別是短期外債，會造成本國貨幣的支撐結構惡化，潛伏貨幣危機。

圖 7 中國人民銀行資產負債表的資產組成

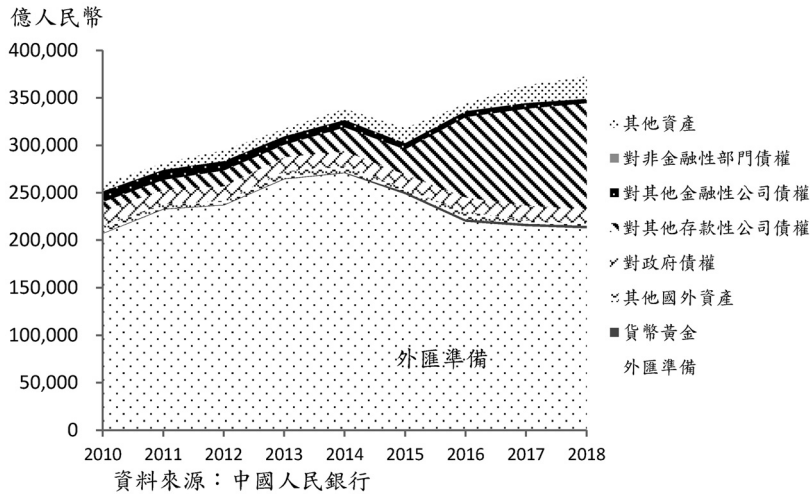


圖 8 墨西哥央行資產負債表的資產組成

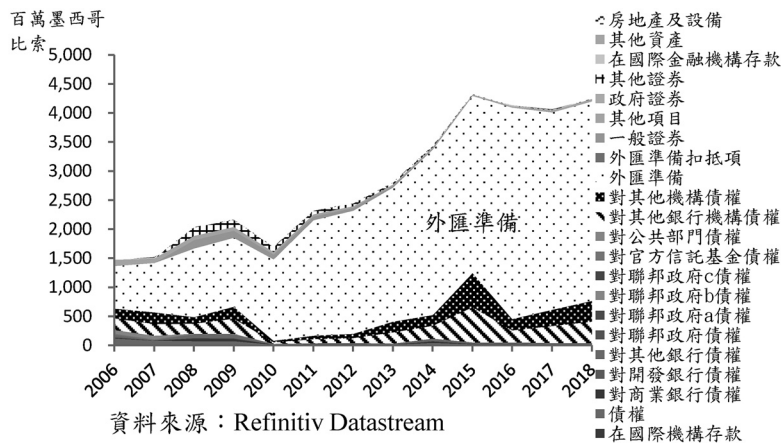


圖 9 南非央行資產負債表的資產組成

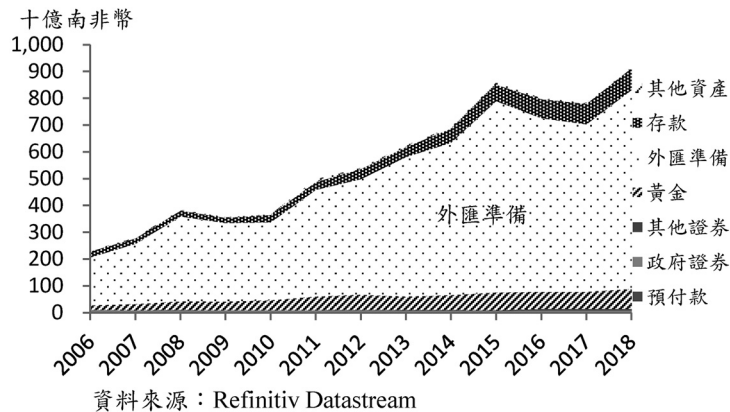


圖 10 俄羅斯央行資產負債表的資產組成

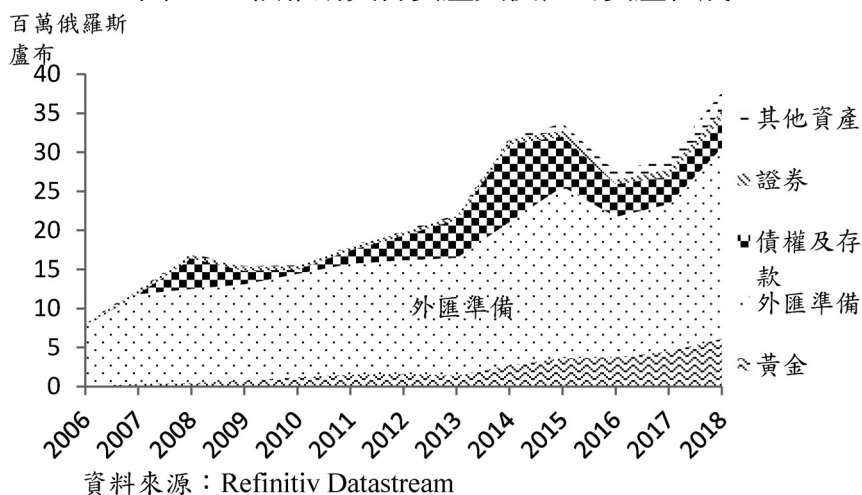


圖 11 歐洲央行資產負債表的資產組成

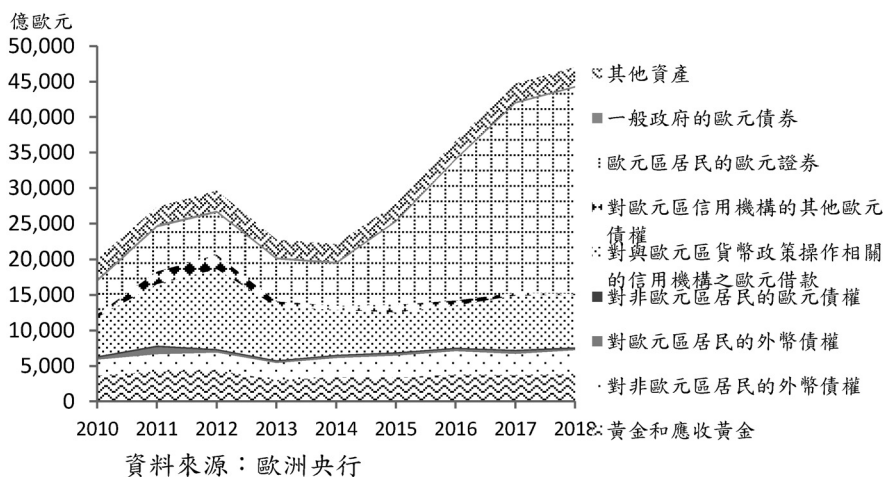


表 1 外匯準備的主要來源之比較

主要來源	所有者	期限	穩定性
經常帳順差	本國居民	長	最穩定
外人直接投資流入	外國投資者	較長	較穩定
外債流入	外國投資者	較短	不穩定

資料來源：作者自行整理

另外，當一國面對政府財政收支呈現赤字，民間部門又無超額儲蓄來填補的情況，則需要仰賴從國外獲得融資，此時若透過外債取得融資，將使外匯準備增加不穩定的資金來源，亦將惡化本國貨幣的支撐結構。

此外，中國銀行（2016）指出，隨著全球經濟整合的發展，新興經濟體金融體系所面臨的風險日益增加，國際資本撤出則是最主要風險。由於新興經濟體普遍依賴國際資本進行投資，國際資本撤出會干擾經濟活動的運作，造成的潛在損失主要取決於三方面：（1）經常帳餘額及財政收支餘額規模：經常帳逆差及財政赤字規模越大，一國金融體系對國際投資者的行為就越敏感；（2）外資進入方式：不同的進入方式決定外資撤出的難易程度。從新興經濟體的金融危機史可知，債務形式的外資流入較容易撤出並引發償債風險；而由 FDI 驅動的外資流入停留期間較長，亦較為穩定；（3）外匯準備規模：大規模的外匯準備能降低對一國外債展期風險的預期，消除國際投資者攻擊其貨幣的誘因。

近年來，新興經濟體進一步推動金融市場開放，吸引國際資本湧入，推升本國貨幣匯率，並造成其外債大增。因此，當國際資本撤出風險升高，致本國貨幣匯率大幅貶值，背負外債的金融機構及企業得面臨外債負擔加重的風險。

再者，國際金融協會（Institute of

International Finance, IIF）在衡量新興經濟體與對外融資有關的脆弱性時，亦多採取經常帳餘額相對 GDP 比率、外債相對 GDP 比率、短期外債占外債總額比重及外匯準備覆蓋率等指標。

總結而言，一國經常帳逆差、財政赤字、外債及短期外債之規模愈大，貨幣危機發生的可能性就愈高。若新興經濟體持有大量外匯準備就能大幅降低貨幣危機發生的可能性，惟若持有之外匯準備不充裕，則當 Fed 緊縮貨幣政策時，跨境風險因素惡化國家之金融風險就會上升，將引爆新興經濟體金融動盪。

（二）新興經濟體金融風險上升之原因分析

長期財政赤字及經常帳逆差會導致新興經濟體的貨幣風險加劇。若財政赤字和經常帳逆差同時存在，亦即存在雙赤字問題，新興經濟體的內在經濟更具脆弱性，還容易衍生新的金融風險。例如，本文研究的 22 個新興經濟體中，有高達約 7 成的國家即如此，包括阿根廷及土耳其等 15 國。事實上，僅長期存在財政赤字或經常帳逆差亦會受外部影響，潛藏發生金融危機的風險（見圖 12）。

雙赤字問題又會與其他金融風險因素相互交織，加劇風險的傳遞，特別是外債風險，外債相對 GDP 比率越高（例如，匈牙利為 100.5%，係新興經濟體中最高），或短期外債比重越大（例如，中國大陸為 62.1%，居新興經濟體中最大），發生債務危機的風

圖 12 新興經濟體之經常帳餘額/GDP 與財政收支餘額/GDP

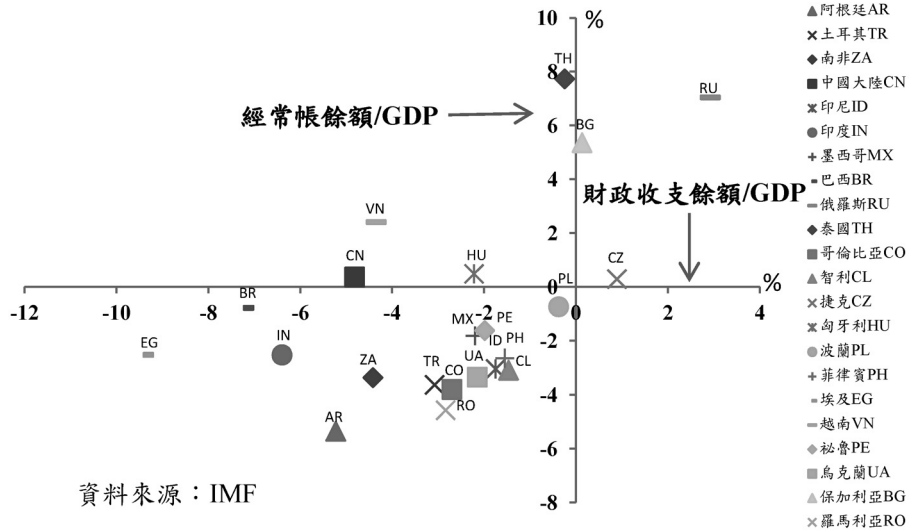
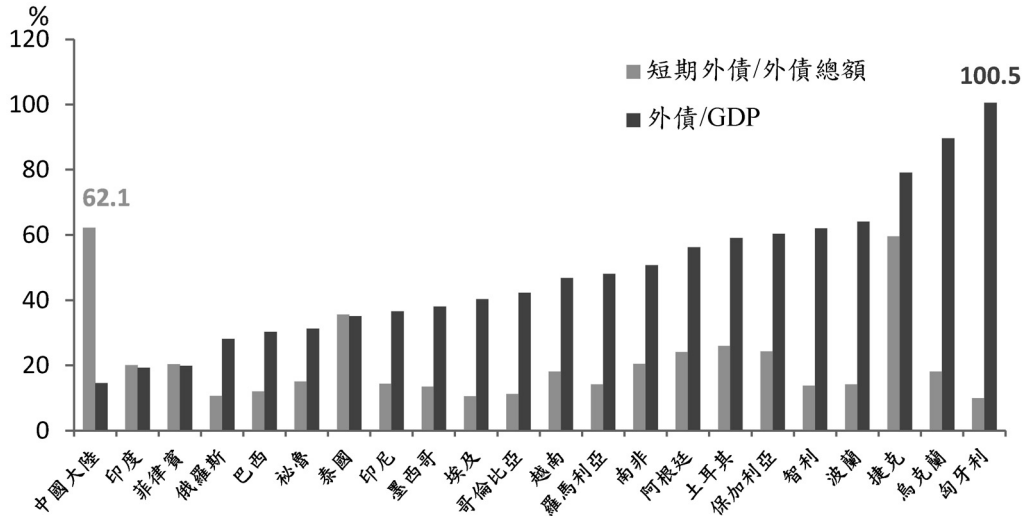


圖 13 新興經濟體之外債/GDP 與短期外債/外債總額



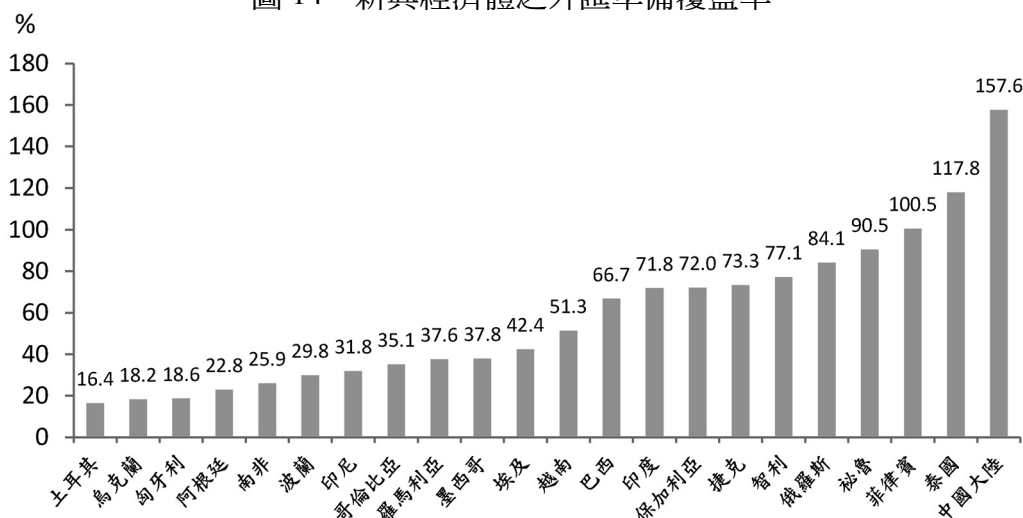
資料來源：World Development Indicators DataBank, World Bank

險越高，尤其是在 Fed 升息週期和全球流動性趨緊的背景下，外債償還壓力增大，債務危機爆發的可能性因而升高（見圖 13）。

外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）主要衡量一國償還外債能力，其數值越低（如土

耳其、烏克蘭、匈牙利及阿根廷均在 25%以下），顯示該國清償國際債務、調節國際收支的能力越弱，債務越容易違約，金融風險因而越大（見圖 14）。

圖 14 新興經濟體之外匯準備覆蓋率



資料來源：World Development Indicators DataBank, World Bank

四、建構新興經濟體金融風險指數

（一）根據金融風險之成因，編製新興經濟體金融風險指數

1、根據跨境風險因素選取編製金融風險指數要納入的指標

從上文可知，導致新興經濟體金融風險升高有 5 項因素，即經常帳逆差、財政赤字、外債及短期外債之規模大，以及外匯準備不充裕。

因此，為檢測各新興經濟體的金融風險大小，本文利用經常帳餘額/GDP、財政收支餘額/GDP、外債/GDP、短期外債/外債總額及外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）等 5 項指標，來建構新興經濟體金融風險指數，藉以評估可能爆發金融危機的新興經濟體（見表 2）。

編製金融風險指數的方式以公式表現如下：

$$FI_t = 1/5 \times ca_t + 1/5 \times dr_t + 1/5 \times td_t + 1/5 \times sd_t + 1/5 \times rr_t$$

其中， FI_t 為金融風險指數， ca_t 代表經常帳餘額相對 GDP 比率， dr_t 代表財政收支餘額相對 GDP 比率， td_t 代表外債相對 GDP 比率， sd_t 代表短期外債占外債總額比重， rr_t 代表外匯準備覆蓋率。

2、參考 IMF 方法衡量各國各項指標之風險數值

為將上述指標呈現之數據簡化，參考 IIF（2019）及 IMF（2017）之方法，設定 3 個門檻值，將數據轉換為 4 個簡單數值，以衡量各國各項指標的風險數值。首先，用來評估風險數值高低的標準有以下兩種：（1）以

表 2 新興經濟體金融風險指數之指標與其權重

指標	指標占指數的權重	數據來源
經常帳餘額/GDP	1/5	世界銀行世界發展指標 (World Development Indicator, WDI) 資料庫
財政收支餘額/GDP	1/5	
外債/GDP	1/5	
短期外債/外債總額	1/5	
外匯準備/外債	1/5	

資料來源：作者自行整理

樣本期間的國際平均水準，即 22 個新興經濟體在 2006 至 2018 年期間的平均值和標準差，篩選出金融風險最高、未來最可能發生金融危機的新興經濟體；（2）考量到各國國情不同，以樣本期間的個別國家平均水準，即各新興經濟體在 2006 至 2018 年期間的平均值和標準差為評估標準，則金融風險指數代表各國風險上升速度，即指數越高，代表該國金融風險累積越快，目的在過濾出雖未來發生金融危機的可能性不一定很高，但金融風險上升速度較快、須予以警覺的新興經濟體。

接者，以各項指標數據的國際或個別國家之「平均值－標準差」、平均值、「平均值+標準差」為分界點，劃分為四個區間，依據指標數據屬於的區間，將其轉換為風險數值 1、2、3、4。

當指標數據與風險正相關時，即指標數據越大則風險越大，包括外債/GDP、短期外債/外債總額等指標。當指標數據與風險

負相關時，即指標數據越大則風險越小，包括經常帳餘額/GDP、財政收支餘額/GDP 及外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）等指標（見表 3）。

最後，取各國 5 項指標的風險數值之算術平均值，作為該國金融風險指數。而新興經濟體金融風險指數將位於 1 至 4 之間，風險數值將劃分「等於 1」、「介於 1 至 2 之間」等 7 類，對應的風險及熱度圖（heat map）顏色則區分為 5 種（見表 4）。

（二）建構個別新興經濟體的金融風險指數

1、以國際平均水準來判斷各國金融風險高低

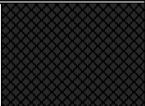
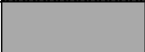
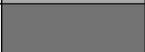
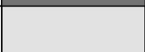
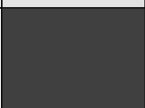
就個別新興經濟體而言，在指標的風險數值之評估標準採國際平均值與標準差之情況下，編製金融風險指數之結果顯示，22 個新興經濟體的金融脆弱性呈現較為均勻的分布。處於極端區域（即高風險及低風險）的國家數量有限，大部分國家處於中風險。例如，阿根廷及土耳其之金融風險指數均等於 3.2，是高風險國家，俄羅斯之金融風險指數

表 3 指標數據與風險數值之轉換表

指標數據與風險正相關			指標數據與風險負相關		
指標數據	風險數值	風險	指標數據	風險數值	風險
<平均值－標準差	1	低	<平均值－標準差	4	高
介於（平均值－標準差）與平均值之間	2	中低	介於（平均值－標準差）與平均值之間	3	中高
介於平均值與（平均值＋標準差）之間	3	中高	介於平均值與（平均值＋標準差）之間	2	中低
>（平均值＋標準差）	4	高	>（平均值＋標準差）	1	低

資料來源：IIF（2019）、IMF（2017）及作者自行整理

表 4 新興經濟體金融風險指數之風險數值及熱度圖顏色

新興經濟體金融風險指數			
風險數值	風險程度	熱度圖顏色	
等於 1	低	藍色	
介於 1 至 2 之間			
等於 2	中低	青色	
介於 2 至 3 之間	中	綠色	
等於 3	中高	黃色	
介於 3 至 4 之間	高	紅色	
等於 4			

資料來源：作者自行整理

介於 1 至 2 之間，屬於低風險國家，而中國大陸等 19 個新興經濟體之金融風險指數介於 2 至 3 之間，則屬於中風險國家（見圖 15）。這顯示，金融風險向少數國家集中，而大多數國家金融風險差異較小，處於相對安全

（即中風險及低風險）狀態。

再將 22 個新興經濟體根據地理位置所屬的洲別劃分為 4 個地區，則不同地區所展現的金融風險各不相同。南美的金融風險指數最高，非洲、中歐次之，亞洲最低（見表 5）。

圖 15 22 個新興經濟體之金融風險指數

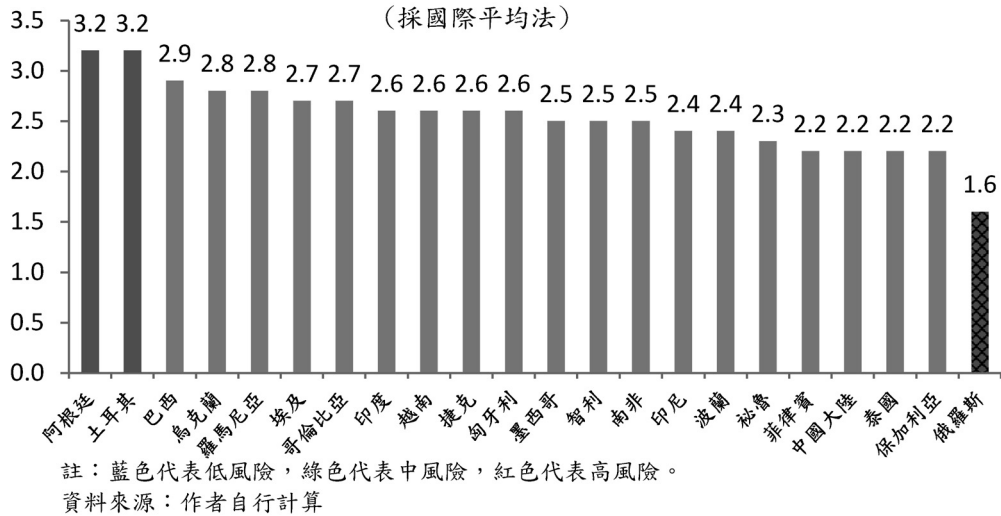


表 5 各洲之金融風險指數

洲別	南美	非洲	中歐	亞洲
金融風險指數平均	2.7	2.6	2.5	2.4

資料來源：作者自行計算

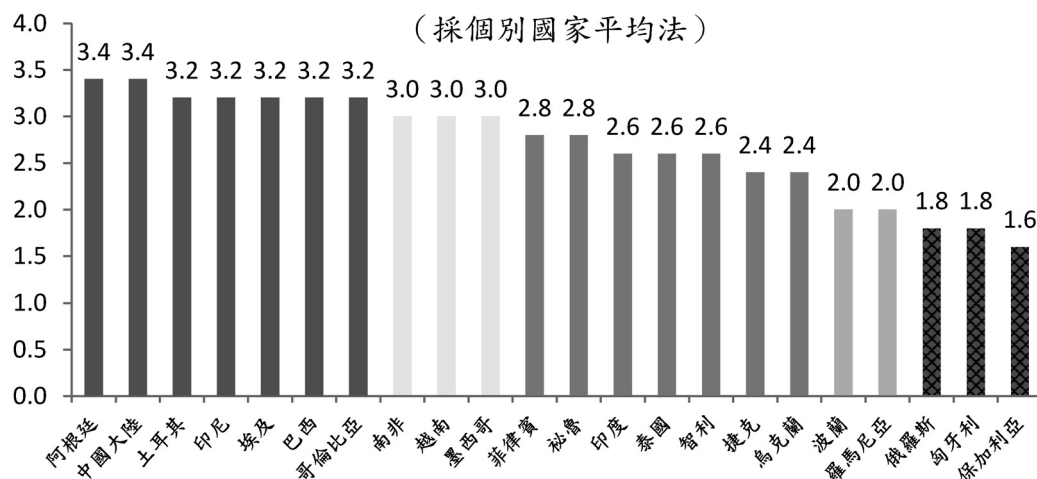
南美地區的金融風險偏高，因為該地區除了高風險的阿根廷以外，另外兩個國家—巴西和哥倫比亞，在中風險國家中排名較前，金融體系亦非常脆弱，致該地區不僅具備危機爆發的條件，亦具有風險區域性蔓延之隱憂，亦即一旦金融危機在阿根廷爆發，可能會傳遞至鄰近的巴西和哥倫比亞，進而衍生成區域性金融危機。

2、以各國歷史水準來判別其金融風險高低

就個別新興經濟體而言，若指標的風險數值之評估標準採個別國家自己之平均值與

標準差，編製金融風險指數之結果則顯示，22 個新興經濟體的金融脆弱性呈現較多層次的分布。位於高風險的國家有 7 個，包括阿根廷及中國大陸等國，其中阿根廷及中國大陸之金融風險指數均等於 3.4，為風險上升速度最快國家；位於中高風險的國家有 3 個；位於中風險的國家有 7 個，包括菲律賓及秘魯等國；位於中低風險的國家有 2 個；位於低風險的國家有 3 個，包括俄羅斯等國（見圖 16）。這顯示，與評估標準採國際的平均值與標準差相較，金融風險向較多國家散

圖 16 22 個新興經濟體之金融風險指數



註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。
資料來源：作者自行計算

表 6 各洲之金融風險指數

洲別	南美	非洲	中歐	亞洲
金融風險指數平均	3.0	2.9	2.2	2.9

資料來源：作者自行計算

布，這些國家雖發生金融危機的可能性不一定很高，但金融風險上升速度較快，至於位於相對安全狀態（即中風險、中低風險及低風險）的國家數目則略多於相對危險（即高風險及風險）的國家個數。

將上述 22 個新興經濟體根據位於的洲別歸類成 4 個地區，不同地區所展現的金融風險水準亦不相同。南美的金融風險仍最高，非洲、亞洲次之，中歐最低（見表 6）。由於不論以國際或個別國家的平均值與標準差來進行評估，南美地區的金融風險指數均最

高，反映該地區不僅發生金融危機的可能性最高，而且金融風險上升的速度亦最快，致該地區最需要予以密切關注。

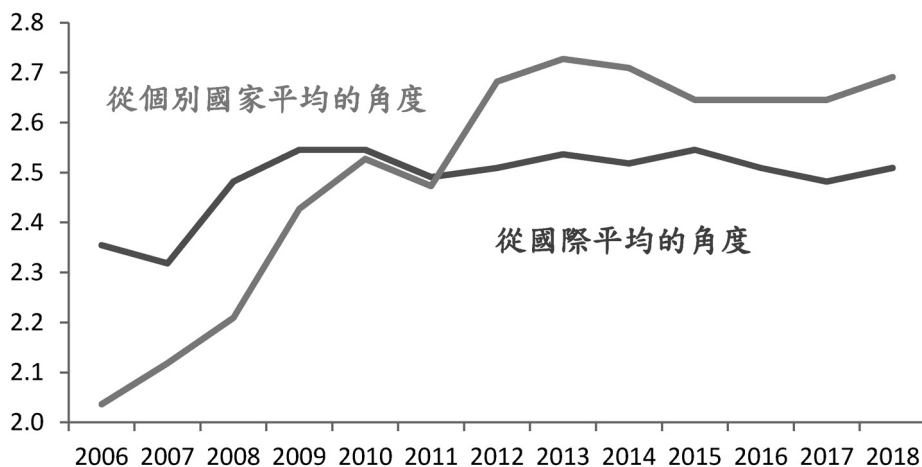
（三）建立整體新興經濟體的金融風險指數

將上述 22 個新興經濟體所算出之各年金融風險指數簡單平均，即可得整體新興經濟體各年之金融風險指數。以國際平均值與標準差作為評估標準，自 2008 年以來，該指數均維持在 2.5，屬於中風險，金融風險維持平穩發展趨勢。但是，若以個別國家平均值與標準差作為評估標準，金融風險指數從 2006

年的2.0持續上升至2018年的2.7，均屬於中風險，惟金融風險攀升速度持續加快，此一警訊須予以密切關注（見圖17）。

因此，從國際平均的角度推測，目前整體新興經濟體爆發金融危機的可能性不至於很高；不過，從個別國家平均的角度來看，

圖17 整體新興經濟體的金融風險指數



資料來源：作者自行計算

表7 整體新興經濟體之5項指標的熱度圖
（採個別國家平均法）

年	短期外債占外債總額比重	外債/GDP	外匯準備覆蓋率	財政收支餘額/GDP	經常帳餘額/GDP
2006	2.1	2.0	2.5	1.6	2.0
2007	2.8	2.0	1.9	1.7	2.2
2008	2.5	1.7	2.0	1.8	3.0
2009	2.1	2.5	2.2	3.3	2.1
2010	2.8	2.3	2.1	3.1	2.4
2011	2.9	2.2	2.5	2.4	2.5
2012	3.0	2.5	2.5	2.6	2.8
2013	2.7	2.7	2.8	2.6	2.9
2014	2.4	2.8	3.0	2.8	2.5
2015	2.0	3.0	3.0	2.7	2.6
2016	2.1	3.1	2.9	2.7	2.4
2017	2.3	3.0	2.9	2.6	2.4
2018	2.5	3.0	2.9	2.6	2.6

註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。
資料來源：作者自行計算

整體新興經濟體之金融風險已呈現上升速度加快的跡象，若放任此一金融風險持續加速，而不設法予以抑制的話，特別是渠等之

外債（見表7），難保未來不會發生整體新興經濟體金融風險失控的事件。

五、金融風險最高或上升最快者為阿根廷、土耳其、中國大陸

（一）阿根廷、土耳其風險最高，阿根廷、中國大陸風險上升最快

若聚焦於國家間比較，根據以國際平均值與標準差為評估標準所建構的金融風險指數，選出的2018年風險最高國家為阿根廷、

土耳其。彼等的5項指標之風險數值均呈中高風險（見表8），因此，金融風險指數高於其他國家，為金融風險最高的新興經濟體。

若探究的是自身金融風險上升速度，根據以個別國家平均值與標準差為評估標準所

表8 22個新興經濟體之5項指標的熱度圖

（2018年）

國別	以國際平均值與標準差評估					以個別國家平均值與標準差評估				
	經常帳餘額/GDP	財政餘額/GDP	外債/GDP	短期外債占外債總額比重	外匯準備覆蓋率	經常帳餘額/GDP	財政餘額/GDP	外債/GDP	短期外債占外債總額比重	外匯準備覆蓋率
阿根廷	3	3	3	3	3	4	3	4	3	3
土耳其	3	3	3	3	3	2	3	4	3	4
菲律賓	3	2	2	2	2	4	3	2	3	2
南非	3	3	3	2	3	2	3	4	2	4
中國大陸	2	3	1	4	1	4	4	3	2	4
印尼	3	2	2	2	3	4	3	3	3	3
印度	3	4	2	2	2	3	2	2	3	3
埃及	3	4	2	2	3	3	3	4	3	3
越南	2	3	3	2	3	2	3	4	3	3
墨西哥	3	2	2	2	3	3	2	4	2	4
巴西	3	4	2	2	3	3	3	4	3	3
俄羅斯	1	1	2	2	2	1	2	2	2	2
泰國	1	2	2	4	2	2	3	3	2	3
秘魯	3	2	2	2	2	2	4	2	3	3
哥倫比亞	3	3	2	2	3	3	3	4	2	4
智利	3	2	3	2	2	3	3	4	2	1
捷克	2	1	4	4	2	2	1	4	4	1
匈牙利	2	2	4	2	3	2	2	1	1	3
波蘭	2	2	3	2	3	2	1	2	2	3
烏克蘭	3	2	4	2	3	2	2	3	2	3
保加利亞	1	2	3	3	2	2	2	1	2	1
羅馬尼亞	3	3	3	2	3	2	2	1	2	3

註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。

資料來源：作者自行計算

編製的金融風險指數，選出的 2018 年風險上升最快國家，為阿根廷、中國大陸。阿根廷的 5 項指標之風險數值均呈中高風險或高風險，中國大陸除短期外債占外債總額比重以外之 4 項指標的風險數值均呈中高風險或高風險（見表 8），因此，兩國金融風險指數高於其他國家，為金融風險上升最快的新興經濟體（見表 9）。

（二）阿根廷、土耳其及中國大陸之各項風險因素指標分析

阿根廷不論評估標準係採國際平均值或個別國家平均值，2018 年所面臨的金融風險均為最嚴峻，主要係因：

1、出口結構單一化，經常帳失衡加劇

穀物（如玉米、小麥等）以及油料種子與果實（大豆、葵花籽等）占阿根廷出口大

表 9 22 個新興經濟體之金融風險指數
（以個別國家平均值評估）

年	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
阿根廷	2.4	1.6	2.0	1.8	1.6	2.0	2.0	2.8	2.8	3.4	3.0	3.4	3.4
土耳其	2.0	2.0	2.4	2.4	2.6	2.4	2.2	2.4	2.6	2.6	2.6	3.2	3.2
菲律賓	2.4	2.6	2.8	2.6	2.6	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.6	2.6	2.8
南非	2.2	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.8	3.0	2.8	2.8	2.8	3.0	3.0
中國大陸	1.6	1.8	1.2	1.6	2.4	3.0	2.8	3.2	3.0	2.6	3.0	3.2	3.4
印尼	2.2	2.0	2.0	2.4	1.8	2.0	2.4	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	3.2
印度	1.6	1.2	2.4	2.4	2.4	3.2	3.4	3.2	2.6	2.4	2.2	2.2	2.6
埃及	1.8	1.6	1.6	1.6	1.8	2.6	3.0	2.6	2.4	2.8	3.4	3.2	3.2
越南	1.4	2.2	1.8	2.4	2.8	2.8	3.0	2.8	2.6	2.8	2.4	3.2	3.0
墨西哥	1.6	2.0	1.6	2.0	2.2	2.2	3.0	3.4	3.4	3.2	3.0	2.6	3.0
巴西	2.2	2.2	2.0	2.0	2.6	2.0	1.8	2.0	3.0	3.2	3.0	2.8	3.2
俄羅斯	1.8	2.2	2.0	2.8	2.4	2.2	2.6	2.8	3.0	2.4	3.2	3.0	1.8
泰國	2.2	1.6	1.6	2.4	2.8	2.4	3.4	3.4	3.2	2.6	2.4	2.6	2.6
秘魯	2.2	2.4	2.6	2.4	2.6	1.8	2.6	2.2	2.6	3.2	3.2	2.6	2.8
哥倫比亞	2.2	2.2	1.6	1.8	2.6	2.8	2.2	2.2	2.8	3.4	3.0	3.0	3.2
智利	1.8	1.8	2.6	3.0	2.4	2.6	2.8	3.0	2.8	2.8	2.6	2.4	2.6
捷克	2.2	2.0	2.6	2.8	3.2	2.8	3.2	2.4	2.6	2.6	2.0	2.2	2.4
匈牙利	2.6	2.8	2.4	3.0	3.0	3.2	2.4	2.4	2.4	2.2	2.2	1.8	1.8
波蘭	1.8	2.4	3.0	3.0	3.2	2.8	2.8	2.6	2.6	2.0	2.6	2.0	2.0
烏克蘭	1.8	2.0	2.2	2.6	2.8	2.4	3.2	3.0	2.8	2.0	2.4	2.4	2.4
保加利亞	2.6	3.2	3.0	3.4	3.0	2.4	2.6	2.6	2.6	2.2	1.6	1.6	1.6
羅馬尼亞	2.2	2.6	3.0	2.8	2.8	2.6	2.6	2.4	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0

註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。
資料來源：作者自行計算

圖 18 阿根廷之經常帳餘額/GDP

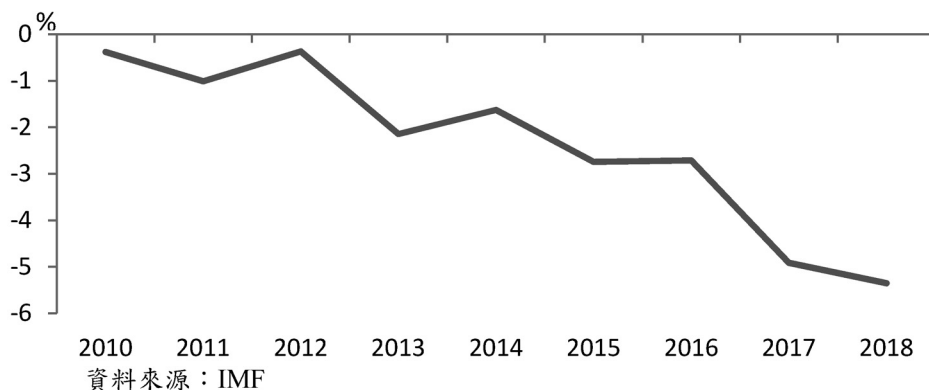
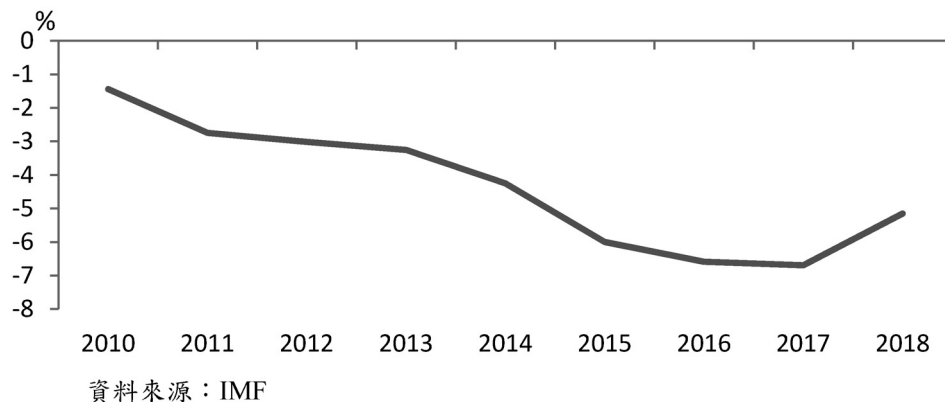


圖 19 阿根廷之財政收支餘額/GDP



宗，而近年來穀物與油脂價格進入下降週期，對其出口和商品貿易餘額衝擊頗大，致其經常帳自 2010 年起由順差轉為持續擴大的逆差。阿根廷經常帳長期呈現逆差，導致外匯準備累積緩慢，僅能倚靠不穩定的外債來彌補（見圖 18）。

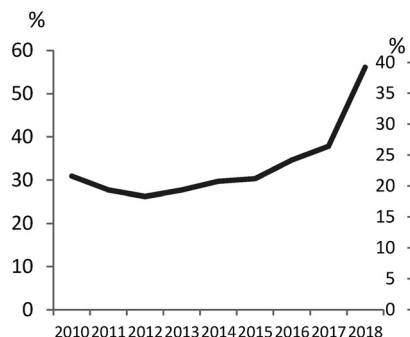
2、財政赤字規模加速擴大

2010 年以來，阿根廷財政赤字逐步擴大，主因民粹主義拖累政府財政，政府為討好選民，擴大日常生活各種項目之補貼，實

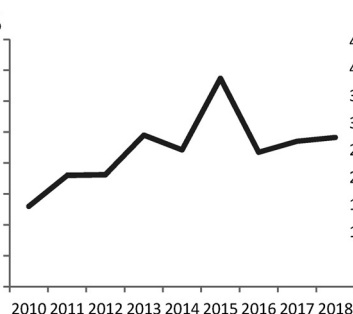
行高福利政策；再者，工業水準落後，產品附加價值偏低，導致稅收不能彌補高額の財政支出（見圖 19）。

3、外債規模逐年擴大、短期外債占比升高及償債能力趨弱

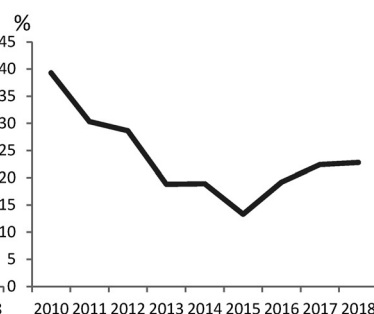
自 2016 年起，阿根廷政府大舉發行主權債券融資，外債/GDP 大幅上升（見圖 20）。從外債結構來看，短期外債占比偏高（見圖 21），反映潛在短期流動性風險大。另外，外匯準備覆蓋率從 2010 年之 39.3% 降至 2018

圖 20 阿根廷之外債/
GDP

資料來源：World Bank

圖 21 阿根廷之短期外
債/外債總額

資料來源：World Bank

圖 22 阿根廷之外匯準備
覆蓋率

資料來源：World Bank

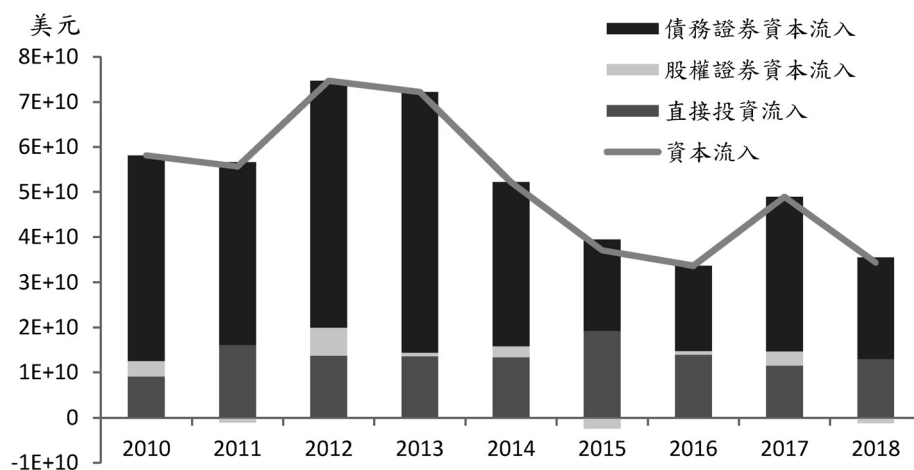
年之 22.8%（見圖 22），顯示近年至少 7 成的外債係暴露在不能按時清償的風險下，償債風險不斷上升。

土耳其與阿根廷情況接近，致以國際平均值進行評估時金融風險亦居新興經濟體最高之一，其經常帳持續逆差，為取得外匯融通，較高程度地開放金融帳，但由於資本流入大多透過債務類工具借入（見圖 23），導致累積龐大的外債，償付本息帶來的流動性

風險隨之上升。另外，外匯準備成長明顯慢於外債成長，外債償還能力趨弱。

至於中國大陸在採個別國家平均值之評估下，2018 年金融風險增速為新興經濟體中 fastest，主要原因如下：在全球經濟再平衡及貿易摩擦加劇下，其經常帳順差逐年減少（見圖 24）；另為維持經濟成長，政府採取擴張公共、基礎建設等支出方式來激勵經濟成長，財政赤字逐漸擴大（見圖 25）；此

圖 23 土耳其資本流入結構



資料來源：Aremos 資料庫

圖 24 中國大陸之經常帳餘額/GDP

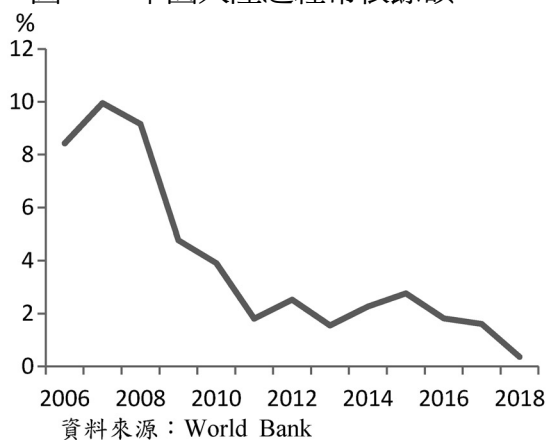


圖 25 中國大陸之財政收支餘額/GDP

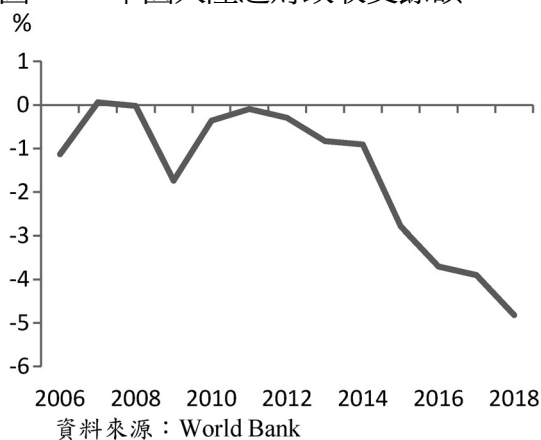


圖 26 中國大陸之外債/GDP

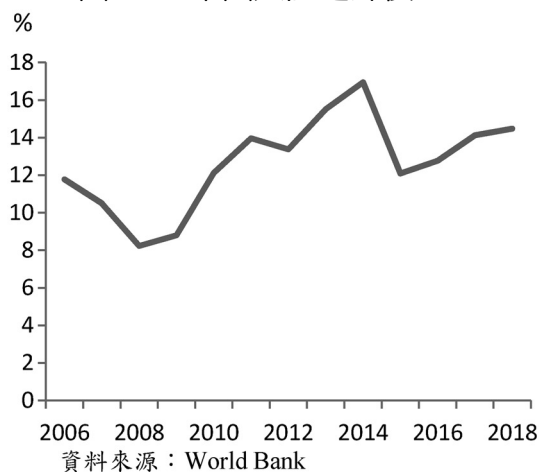
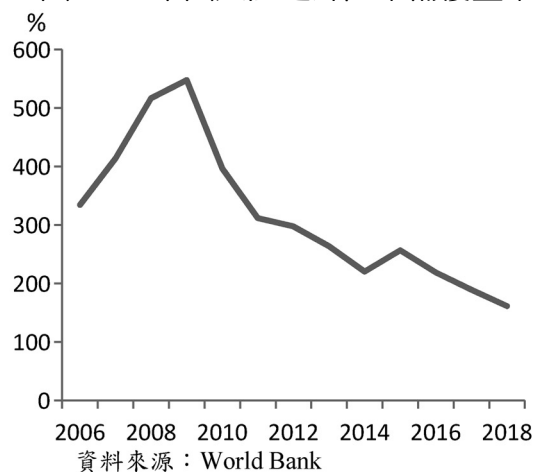


圖 27 中國大陸之外匯準備覆蓋率



外，隨著經濟發展及持續對外開放，該國外債規模不斷成長（見圖 26）；再者，因經常帳順差減少及資本外流使得外匯準備下滑，

加以外債日益增加，外匯準備覆蓋率下降（見圖 27）。

六、透過回溯測試俄羅斯危機，檢視金融風險指數的有效性

本文編製金融風險指數之結果顯示，阿根廷及土耳其為金融風險最高的新興經濟體，呼應 2018 年中期在美國升息週期中，新興經濟體面臨流動性趨緊而金融風險攀升之

情況，阿根廷及土耳其更先後爆發金融危機，足見該金融風險指數評估新興經濟體金融風險的有效性。

為進一步檢視金融風險指數之有效性，

本節利用 2014 年俄羅斯金融危機來進行回溯測試（back testing）。俄羅斯金融危機源自於國際原油價格由 2014 年 6 月的每桶 100 美元大跌至 2014 年 12 月的每桶 60 美元，原油係俄羅斯重要出口產品，油價重挫不僅使得其經常帳順差逐季縮小及外匯準備大減（2014 年底較 2013 年底大減約 1,300 億美元），並導致俄羅斯盧布重貶（2014 年底較 2013 年底對美元劇貶 41.8%）（見圖 28），且引發股市大跌。

（一）以國際平均值為標準，回溯測試之金融風險指數有效性低

若指標的風險數值之評估標準採國際平均值與標準差，就俄羅斯而言，2014 年經常帳餘額/GDP 及外匯準備覆蓋率等 5 項指標的風險數值均為 2.0（中低風險），金融風險指數等於 2.0，屬於中低風險國家。上述結果並不能反映 2014 年俄羅斯面臨金融風險上升的情況。

（二）以個別國家平均值為標準，回溯測試之金融風險指數有效性高

若指標的風險數值之評估標準採個別國家自己之平均值與標準差，2014 年俄羅斯之經常帳餘額/GDP 及外匯準備覆蓋率等兩項指標的風險數值均為 4.0（為高風險），致金融風險指數等於 3.0（見表 10），屬於中高風險國家，顯示其為金融風險上升速度相對較快的新興經濟體。上述結果與俄羅斯金融危機所面臨的金融風險上升情況相呼應，反映金融風險指數在一定程度上能有效評估一國金融風險的高低程度。

儘管以國際平均為評估標準，回溯測試俄羅斯危機顯示，金融風險指數有效性偏低，但是，2 種判斷指標的風險數值之標準中，至少有 1 種可以有效反映 2014 年俄羅斯所面臨之金融風險狀況。這顯示，金融風險指數在評估新興經濟體金融風險方面，雖非完美無缺點，但仍具一定程度的有效性。

圖 28 俄羅斯盧布對美元匯率

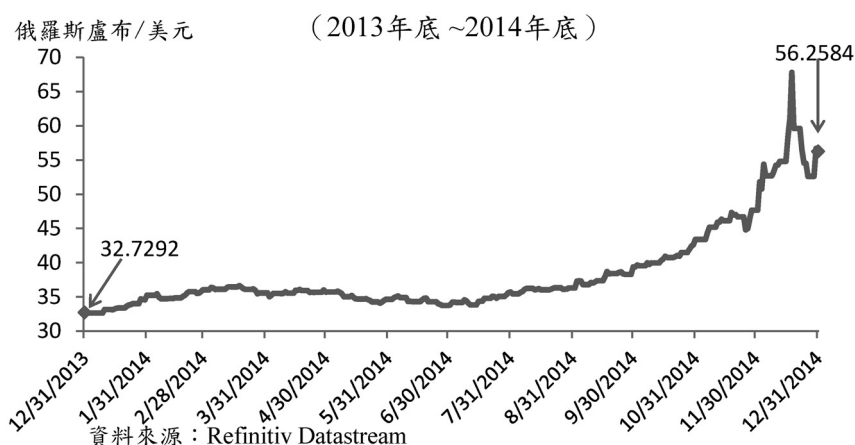


表 10 俄羅斯 5 項跨境風險因素指標之風險數值及金融風險指數

(以個別國家平均值評估)

年	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
短期外債占比	2.0	4.0	4.0	2.0	3.0	2.0	3.0	2.0	2.0	1.0	1.0	2.0	2.0
外債/GDP	3.0	3.0	1.0	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	4.0	3.0	2.0
外匯準備覆蓋率	2.0	1.0	2.0	2.0	1.0	3.0	3.0	4.0	4.0	3.0	4.0	3.0	2.0
財政餘額	1.0	1.0	1.0	4.0	3.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.0
經常帳餘額	1.0	2.0	2.0	3.0	3.0	2.0	3.0	3.0	4.0	2.0	4.0	4.0	1.0
金融風險指數	1.8	2.2	2.0	2.8	2.4	2.2	2.6	2.8	3.0	2.4	3.2	3.0	1.8

註：1. 藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。

2. 由於本文所編製的金融風險指數在評估新興經濟體金融風險方面，具有一定程度的有效性，但是在預警新興經濟體金融危機方面，僅是一項參考工具，因此，當俄羅斯發生金融危機，其金融風險指數偏高，但是，當俄羅斯金融風險指數偏高，其不一定發生金融危機。

資料來源：作者自行計算

七、結論：須嚴加監控阿根廷、土耳其、中國大陸

以及整體新興經濟體之金融風險變化

2020 年初爆發肺炎疫情並蔓延全球，重創各國經濟成長動能，IMF 於 2020 年 4 月的預測指出，2020 年全球經濟將衰退 3%，約 170 個成員國經濟將出現負成長，創下 1930 年代經濟大蕭條（Great Depression）以來最嚴重的經濟大衰退。外需疲軟對倚賴大宗商品和能源出口的新興經濟體首當其衝，影響渠等之出口收入。這顯示，新興經濟體普遍有經常帳逆差擴大或經常帳順差縮小的傾向。

此外，肺炎疫情爆發前，在全球長期的寬鬆流動性、低利率環境下，新興經濟體已

舉借龐大外債。2020 年以來，肺炎疫情擴散使新興經濟體資本流動受到衝擊，資本流出金額超過 2008 年爆發全球金融危機（註 3）、2013 年發生「QE 縮減恐慌」（taper tantrum）的規模。在資本大量外流的衝擊下，新興經濟體只好持續倚賴外債來支撐外匯準備。

對於經常帳呈現逆差、仰賴外債來支持外匯準備的新興經濟體而言，大抵上，渠等之本國貨幣匯率將趨於貶值，2020 年 1 月至 4 月，巴西、墨西哥、南非、土耳其、俄羅斯及阿根廷等新興經濟體的貨幣對美元的貶值

（註 3）從 2020 年 1 月 21 日（美國出現第一起肺炎疫情確診病例）至 3 月底期間，自新興經濟體撤離的國際資本約 1,000 億美元，資本外流規模為全球金融危機期間的 3 倍以上，參見 Institute of International Finance (2020)。

幅度均在 10%以上。另外，新興經濟體由於本國貨幣不可自由兌換、本地金融市場發展較落後，必須至海外市場籌資，造成渠等多存在幣別錯配問題，一旦本國貨幣匯率貶值將加重其償債負擔。綜上所述，2020 年以來，新興經濟體金融風險進一步上升。

為減緩新興經濟體風險對台灣的影響，值此肺炎疫情延燒之際，對於本文所研判出的風險最高國家，亦即阿根廷、土耳其，我國相關單位須提高警覺及加強監控，以阻斷跨境風險傳遞，並防範台灣金融市場與之共振。至於本文另項研究結果，金融風險上升速度最快新興經濟體—中國大陸，鑒於渠與我國經貿緊密連結，我國尤應強化監測其金融風險之變化情形，以防患於未然。

就我國對 22 個新興經濟體的金融暴險部

位而言，其中除了對中國大陸以外，對其餘新興經濟體的部位大抵不大。但是，自 2006 年以來，整體新興經濟體金融風險上升速度持續加快，加以國際金融體系環環相扣，任何新興經濟體金融風險攀升，都可能或多或少使我國遭受負面外溢效應的波及，因此，增強監控整體新興經濟體的金融暴險部位之重要性亦不容小覷。

簡言之，值此肺炎疫情肆虐全球之際，新興經濟體再度爆發金融危機的可能性很高，為防範受到新興經濟體金融風險外溢的波及，我國對於外部風險的監測與預警機制應予以進一步強化，而本文所編製的金融風險指數則提供一項簡單、方便且有用的參考工具。

參考文獻

- 中國銀行（2016），「新興市場國家金融脆弱性演變、評估和政策」，宏觀觀察，第 141 期，11 月。
- 王有鑫（2018），「一文看懂 2018 全球和中國金融風險：一個測算和分析框架」，6 月 21 日。
- 謝正發（2018），「金融脆弱性指數構建的測度與實證分析」，財經縱橫，5 月。
- Institute of International Finance（2019），“Heat Map of EM Vulnerabilities,” December 10.
- Institute of International Finance（2020），“Capital Flows Report: Sudden Stop in Emerging Markets,” April 9.
- IMF（2017），“Regional Economic Outlook, Asia and Pacific: Preparing for Choppy Seas,” May.
- Obstfeld, Maurice（2011），“Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First,” *NBER Working Paper*, No. 17252, July.
- The Economist（2020），“Which Emerging Markets are in Most Financial Peril?” May 2.

（本文完成於 109 年 5 月，作者為本行經濟研究處一等專員）

全球金融危機以來新興經濟體 因應跨境資本流入之作法

朱 美 智

摘 要

一、近年資本大幅流入新興市場，帶來資產 價格泡沫化等負面影響

2008 年全球金融危機以來，由於新興市場經濟成長明顯高於先進經濟體，美國聯準會（Fed）實施第一輪及第二輪量化寬鬆（QE），歐洲央行（ECB）啟動證券市場計畫，加以全球投資者風險偏好較高，新興經濟體經歷多次明顯的跨境資本流入。

新興經濟體資本流入激增，帶來諸多負面影響，例如，本幣升值、資產價格泡沫化，以及一旦資本流入突然逆轉引發危機等風險。

由於全球金融危機之後，金融機構所面臨的監管趨嚴，銀行對開展跨境借貸業務更加審慎；加以主要先進經濟體實施 QE，利率處於歷史新低，美元和其他先進經濟體貨幣充足，激勵企業大舉跨境發債籌資，使得新興經濟體的資本流入呈現以下特徵：跨境債務證券資本流入相對 GDP 上升，跨境股權證券資本流入相對 GDP 比率則下降；跨境銀行

借貸業務規模亦縮減。

二、因應新興市場資本大幅流入，IMF 推出 資本移動管理框架

為因應資本大量流入之負面影響，新興經濟體須針對跨境資本流入進行管理。鑑於過往資本多從銀行管道流入，尋常手段是對金融機構採行總體審慎政策措施，惟全球金融危機以來資本大部分從非銀行管道流入，因此 IMF 提出之資本移動管理框架可供新興市場依循。

資本移動管理措施（Capital Flow Management Measures, CFMs）又稱為廣義資本移動管理措施，係指抑制非銀行部門及銀行部門之資本移動所採取的各種措施，包括：

1、狹義資本移動管理措施（又稱為資本管制）：

- （1）針對非銀行部門的價格型手段：係指針對非銀行部門之不同居住地（境內/境外）交易採取不同對待的措施

(Residency-based CFMs)，如對非居民或居民的資本流入（如外國投資者購買央行票據、主權債券，或居民在國外發行債券匯回資金等）課徵金融交易稅（tax on financial operations）、預扣稅（withholding tax）、資本利得稅（capital gain tax）或徵收強制性的無息準備金（unremunerated reserve requirement）。

(2) 針對非銀行部門的數量型手段，如行政管制，形式包括：最短投資期限及直接數量限制等。

2、與外匯相關的總體審慎政策措施：係指針對銀行部門之不同幣別（本幣/外幣）交易採取不同對待的措施（Currency-based CFMs），如外匯部位限制、外幣負債限制、本外幣存款差別準備率等。

三、針對不同管道之資本流入風險，可採用適合之管理工具與措施

在資本流入管理中，根據資本流入係經由非銀行管道或銀行管道，分別採用資本管制或與外匯相關總體審慎政策措施。

究之實際，過去 10 多年來，新興市場在本幣債券市場對外國投資者開放的同時，其企業亦大舉在國外發行債券獲得資金。面對以債務證券形式經由非銀行管道之跨境資本流入，使用之資本管制工具包括：針對外國投資者購買主權債券，或居民在國外發行債券匯回之資金課稅或徵收強制性的無息準備

金，以及直接數量限制等。

在控制以銀行為中介的資本流入激增方面，以幣別為基礎的總體審慎政策措施，則具有較顯著的效果，主要包括以下三種措施：對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限、對銀行的非核心外幣短期負債課稅，以及對銀行外幣存款實施邊際準備金（marginal reserve requirement, MRR）規定。

四、結論

全球金融危機爆發以來，由於先進經濟體採用 QE 加以對銀行的監管趨嚴，資本流入新興經濟體的主要管道從銀行轉移至非銀行，導致在抑制資本流入風險方面，資本移動管理措施扮演重要角色，與總體審慎政策措施一起發揮相輔相成功效。

全球金融危機後，國際資本亦湧向台灣，且如同新興經濟體，在流入的管道方面，非銀行之角色亦益加重要。為了避免不穩定的國際資本移動導致匯率過度波動與失序、衝擊經濟金融穩定，台灣央行及金管會分別針對銀行管道及非銀行管道的資本流入，採用與外匯相關的總體審慎政策措施及數量型資本管制手段。而台灣管理不穩定國際資本移動的成效，則深獲國際高度肯定。

當前美中貿易衝突升溫，未來一旦惡化引爆全球金融風暴，美歐等主要經濟體可能再度實施量化寬鬆之類的政策，而台灣係小型開放經濟體，恐將面臨比 2009~2011 年資本流入規模更大、非銀行管道扮演更重要角

色之局面，屆時可能須採管制較為嚴格的資本移動管理措施，以維持金融穩定，而 IMF 資本移動管理框架，以及新興經濟體管理資

本流入的經驗，特別是針對非銀行部門之價格型資本管制手段，或可作為台灣當局擬定對策之參考。

一、前言

先進與新興經濟體的國際資本移動趨勢並不相同。由於國際貨幣基金（IMF）等國際組織在探討國際資本移動之議題時，將台灣、南韓等國家歸入新興經濟體，本文擬從新興經濟體（註1）的角度，來探討渠等面對全球金融危機以來跨境資本流入之因應對策。

為因應資本移動，一國可採行的相關政策有四大類，分別為總體經濟政策、總體審慎政策（註2）措施（Macprudential Measures, MPMs）、資本移動管理措施（Capital Flow Management Measures, CFMs）及結構性政策。根據以往經驗，面對大規模國際資本移動，採取總體經濟政策工具和金融市場改革具有一定成效。但是，在面臨歐美超寬鬆貨幣政策所流入的國際資本宛如大魚，新興經濟體的資本市場猶如小池塘之情形下，欲管理好資本移動，便顯得相當困難，可能必須

增加採行資本移動管理措施。因應資本移動的相關政策牽涉太廣，本文因篇幅有限，擬將政策研究對象限縮於資本移動管理措施。

2008 年全球金融危機爆發衝擊全球經濟及金融，美國及歐元區等先進經濟體為提振經濟，採行量化寬鬆（Quantitative Easing, QE）政策，造成國際資本市場利率降至歷史低點，加上金融監管趨於嚴格，國際銀行跨境放款意願下降，致資本除透過銀行管道外，亦大量從非銀行管道流向新興經濟體，引發貨幣大幅升值、資產泡沫化等現象，不利金融穩定。為緩解資本流入的負面影響，IMF 不再反對資本管制，更在 2012 年發布對跨境資本移動之機構觀點（Institutional View），建議新興經濟體採行資本移動管理框架。

此外，IMF 獨立評估辦公室（Independent Evaluation Office, IEO）（註3）於本（2019）

（註1）係指 IMF World Economic Outlook Database 之新興市場暨開發中經濟體（Emerging market and developing economies）的 155 個經濟體，諸如，中國大陸、俄羅斯、巴西、南非、土耳其等，再加上台灣、南韓。

（註2）總體審慎政策係指基於維持整體金融體系之穩定，以及考量金融體系與實體經濟的相互影響關係，運用管制（regulation）與監理（supervision）等工具來舒緩金融體系順循環的特性，並降低系統性風險，以促進金融穩定，參考李榮謙、黃麗倫（2010）。

（註3）IEO 為 IMF 內部機構，成立於 2001 年，目的是對 IMF 的政策與活動進行獨立及客觀的評估，主要職責包括：提高 IMF 之對外信譽、促進對 IMF 工作的理解等。

年 6 月宣布，考量到他國的政策與跨國風險傳遞，透過波動日益擴大的資本移動，會影響一國總體金融穩定及阻礙資本帳開放，故有必要依據 IMF 於 2012 年公布之機構觀點，對資本移動進行新的研究（註 4）；而「東南亞國家中央銀行總裁聯合會」（SEACEN）研訓中心亦計劃就會員經濟體在資本移動管理方面與 IMF 機構觀點之相關性、政策一致性及所遭遇之挑戰，進行新的研究計畫，預計於 2020 年完成此研究。

過去台灣亦因美歐實施超寬鬆貨幣政策而面臨資本大舉湧入局面，所幸台灣當局採行之資本移動管理措施有效減緩相關風險。但是，未來由於國際金融情勢充滿不確定性，台灣可能面臨資本流入規模更大、非銀行管道扮演更重要角色之局面，致通盤瞭解 IMF 資本移動管理框架的內容，以及其他新興經濟體在 2009 年~2011 年採行各種管理措施之經驗（尤其是彼等曾採行、而國內不時

討論的熱錢稅），可作為未來台灣當局研擬政策之參考。

本文研究目的，期望藉由研究 IMF 資本移動管理框架之提出背景與詳細內容，以及面對資本大量流入環境，新興經濟體實施資本移動管理措施之情形，以提供台灣當局在面臨國際資本大量流入而有危害經濟金融穩定之虞時，擬定對策之參考。

本文的架構除第一節前言外，第二節敘述近年新興經濟體跨境資本移動趨勢，因篇幅有限，擬將說明範圍限縮於跨境資本流入，第三節說明國際資本移動對新興市場產生的風險，及近年流入途徑亦改變的現象，第四節介紹 IMF 資本移動管理框架，以及新興市場面臨資本大量流入實施資本移動管理措施之經驗，最後闡述主要研究發現，並說明台灣過去因應資本流入之情況，以及未來面對資本大幅流入之對策。

二、全球金融危機以來新興經濟體之跨境資本流入趨勢

可分為四階段

自 2008 年以來，大規模的國際資本移動曾發生過很多次。例如，雷曼兄弟公司破產之後，國際資本迅速流回美國，使得新興經濟體流動性短缺；2010 年起，由於美國聯準

會（Fed）及歐洲央行（ECB）實施量化寬鬆政策，國際資本重新流入新興經濟體，引發資產泡沫化之疑慮；2013 年中期國際金融市場爆發「QE 縮減恐慌」（taper tantrum）事

（註 4）針對 IMF 機構觀點之評估時程為：2019 年 7 月 23 日，IMF 董事會討論草擬議題；2019 年 8 月，聘請顧問並作相關準備；2019 年 10 月 020 年 3 月，從事主題及個案研究；2020 年年中，提報最終評估結果予 IMF 董事會。

件，導致新興經濟體面臨資本流入突然停止局面，引發金融動盪。簡言之，最近 10 多年來，國際資本移動頻繁且規模龐大，對新興經濟體總體經濟與金融穩定帶來嚴峻挑戰。

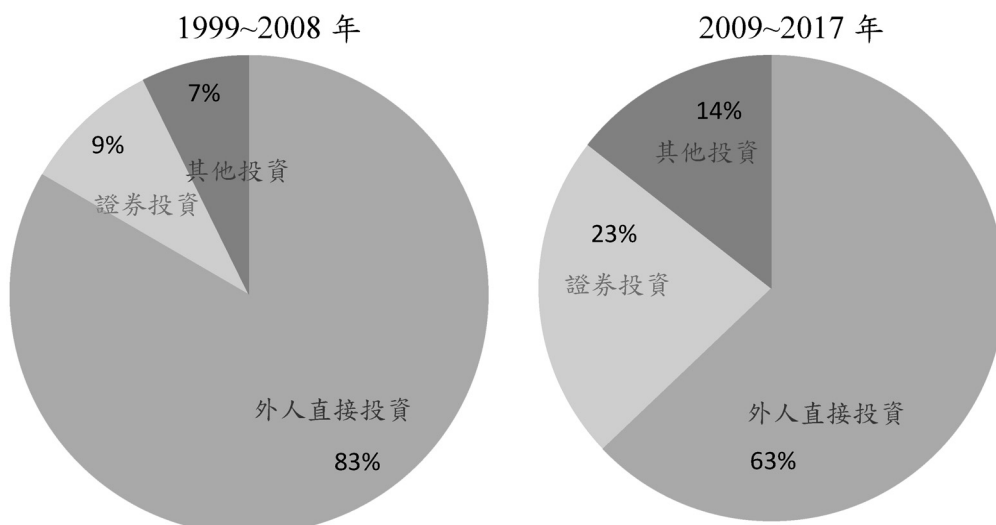
本文提及跨境資本流入或國際資本流入係指資本流入淨額，為國際收支統計的直接投資負債、證券投資負債及其他投資負債之合計。2008 年全球金融危機以來，新興經濟體所面臨的國際資本流入規模（峰值為 2010 年的 1 兆 408 億美元）遠高於 1990 年代（峰值為 1997 年的 3,725 億美元），而且表現更大的複雜性，並具備以下兩項特點：

第一項特點為：風險較高的證券投資資本流入之占比明顯上升。2009~2017 年與 1999~2008 年比較，儘管外人直接投資（FDI，以下簡稱直接投資）仍是新興經濟體資本流入的主要類別，但證券投資資本流入

占資本流入總規模比重迅速成長至近四分之一左右，涵蓋貿易信用和國際銀行跨境借貸等其他投資資本流入之占比亦呈上揚走勢（見圖 1）。就各類型資本移動的波動性而言，證券（包含股權證券及債務證券）投資大於其他投資和直接投資。因此，在證券投資等波動性高之資本流入占比遽增的情況下，新興經濟體易遭受大規模國際資本流入和逆轉流出之衝擊。

第二項特點為：受全球經濟不確定性等影響，國際資本移動的波動性加大。例如，2007 年在其他投資資本大舉流入下，新興經濟體的跨境資本流入規模創 1 兆 5,300 億美元的歷史高點，2008 年全球金融危機爆發，則驟降至 9,810 億美元，較 2007 年減少 36%；到了 2010 年，由於先進經濟體普遍實施量化寬鬆政策，帶動新興經濟體的跨境資本流入

圖 1 新興市場跨境資本流入各類別之占比



資料來源：Aremos 資料庫

規模反彈至 1 兆 4,080 億美元，較 2009 年增加 90.8%，並創歷史次高水準（見圖 2）。

若以淨流入（註 5）指標衡量，上述波動性大的趨勢亦明顯，2010 年新興經濟體跨境

資本淨流入規模快速增加，惟 2015 年甚至出現淨流出達 2,360 億美元（見圖 3）。

接著，將過去 10 多年劃分為四個階段，詳細說明新興經濟體跨境資本流入的波動情形：

圖 2 新興經濟體資本流入規模

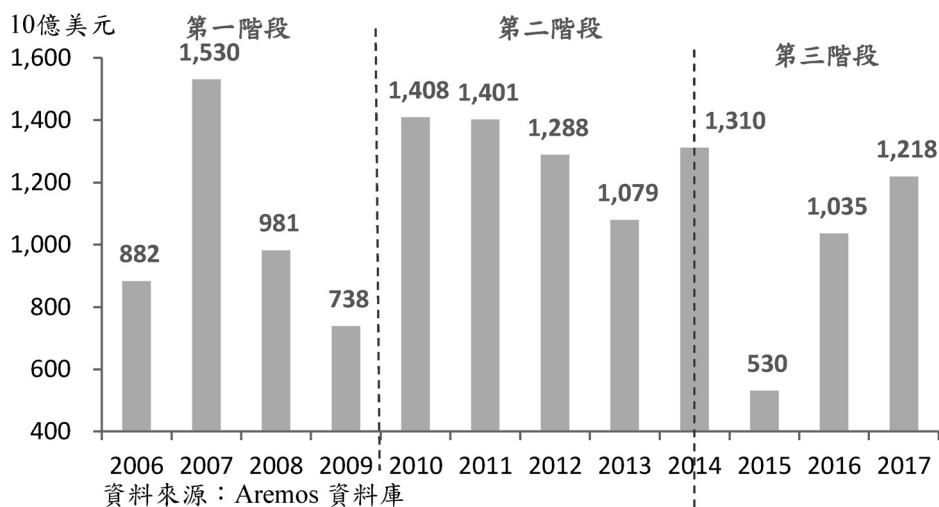
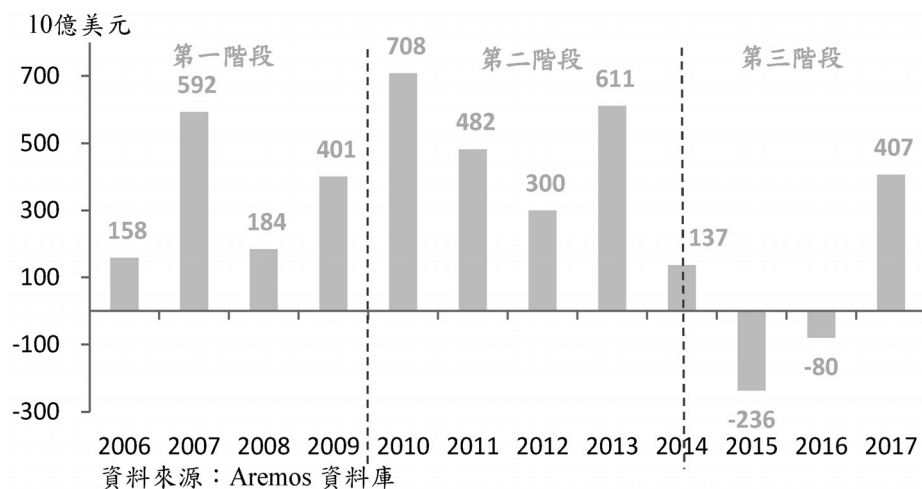


圖 3 新興經濟體資本淨流入規模



（註 5）係指國際收支統計之直接投資負債、證券投資負債與其他投資負債之合計減去直接投資資產、證券投資資產與其他投資資產之合計。

（一）第一階段：全球金融危機使資本流入遽減（2007~2009 年）

隨著金融全球化的發展，為追求證券投資組合配置效應最大化，越來越多的私人資本參與跨境資本移動，至 2007 年，新興經濟體跨境資本流入規模創 1 兆 5,300 億美元的歷史高點。

2008 年、2009 年受全球金融危機波及，跨境資本流入分別驟降至 9,810 億美元、7,380 億美元，並導致一些新興市場出現經濟金融動盪。

（二）第二階段：美歐量化寬鬆使資本流入大增（2010 年~2014 年上半年）

2010 年由於新興市場經濟成長明顯高於先進經濟體，美國聯準會（Fed）實施第一輪（QE1）及第二輪量化寬鬆（QE2）（註 6），ECB 啟動證券市場計畫（Securities Market Program, SMP）（註 7），加以全球投資者風險偏好較高，國際資本大幅流入新興市場，規模達 1 兆 4,080 億美元。

2013 年 5 月 Fed 在貨幣政策決策會議釋出可能收縮量化寬鬆政策訊息，加上新興經濟體經濟成長放緩、通膨攀升，金融市場爆發「QE 縮減恐慌」事件，導致國際資本迅速自新興市

場撤資，隨之股市下跌、貨幣貶值（註 8）。

由於市場認為 Fed 提前升息機率減小，資金為了尋求高收益，加上前一階段新興市場資本市場價格大幅下跌為投資人提供買入良機，以及資本流出主要來自個人投資者，機構投資者的投資規模變化較小，隨著新興市場負面消息被市場消化，個人投資者資金重新回流新興市場，2014 年上半年跨境資本呈現重返新興市場的趨勢。

（三）第三階段：油價大跌使資本流入驟降後回穩（2014 年下半年~2017 年）

至 2014 年下半年，情勢發生變化，歐美貨幣政策分歧擴大，美元迎來一輪快速升值走勢，同時布蘭特原油現貨價格從 2014 年中期的 115 美元高峰下滑 76%至 2016 初的 28 美元低谷（註 9），加上 Fed 升息預期不斷升溫，以及 2015 年 8 月 11 日中國人民銀行將人民幣匯率中間價一次性貶值 2%，新興經濟體（包括俄羅斯、巴西及部分亞洲國家）資本加速外流。2016 年下半年隨著經濟形勢逐漸回穩，資本又回流至新興經濟體。

（四）第四階段：Fed 升息使資本流入大減（2018~2019 年）

自 2018 年初以來，新興市場資本大幅外

（註 6）Fed 於 2008 年 11 月 01 日 3 月實施 QE1，於 2010 年 11 月 01 日 6 月實施 QE2。

（註 7）ECB 於 2010 年 5 月~2011 年 7 月實施第一輪證券市場計畫（SMP1）。

（註 8）2013 年底 MSCI 新興市場股票指數及貨幣指數分別較年初下降 13.8%及 13.5%。

（註 9）原油價格下滑主要係因美國自 2011 年起進行頁岩油革命，到了 2014 年美國在全球原油市場的占比由 2008 年 7.6% 上升至 12.4%，打壓原油價格，由於擔心市場占比進一步被美國侵占，OPEC 在 2014 年下半年增加原油供給，加以全球經濟成長下行，導致原油供給顯著過剩。

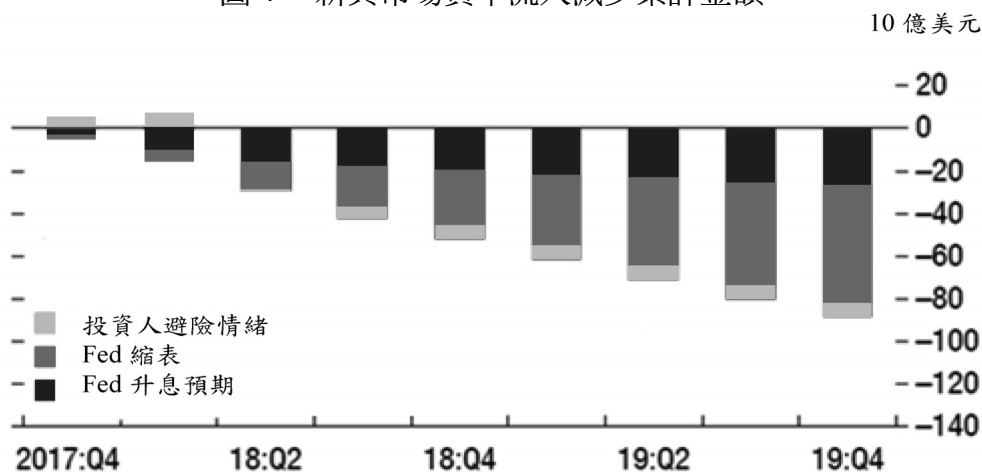
流，土耳其是代表性國家之一。該國內部有貨幣和經濟結構問題，如貨幣過度發行，通膨持續走高，同時透過推動基礎建設刺激經濟成長，資產泡沫惡化；此外，短期外債對外匯存底比率接近 100%，加上美國與其交惡，調高自土耳其進口的鋼鋁產品關稅稅率，這一系列情勢的惡化導致土耳其資本外流，巴西、南非、俄羅斯等大型新興經濟體亦受到明顯波及。

IMF 於 2018 年 10 月發布全球金融穩定

報告指出，新興市場的資本流入減少剛開始。IMF 基於對 Fed 升息預期、Fed 縮表幅度及投資人的避險情緒等因素，預測 2017 年第 4 季（Fed 開始縮表）019 年第 4 季新興市場資本流入減少累計金額將達 880 億美元（見圖 4）。

分階段觀察新興經濟體的資本移動趨勢顯示，全球金融危機之後，在全球經濟不確定性加大之情況下，新興經濟體經歷之跨境資本流入的波動性增大。

圖 4 新興市場資本流入減少累計金額



資料來源：轉引自 IMF (2018)

三、跨境資本移動對新興經濟體帶來負面影響，

近年流入路徑亦改變

國際資本移動因波動性大，對新興經濟體將帶來諸多負面影響，且因為全球金融危

機之後，為激勵經濟成長及追求金融穩定，先進經濟體分別實施 QE 及較嚴格的金融監

管，國際資本流入新興經濟體的主要途徑從銀行部門轉變為非銀行部門。

（一）國際資本移動對新興經濟體帶來之風險

跨境資本移動容易帶來風險。特別是對總體經濟而言，在特定條件下，會加劇實體經濟的順循環性。此外，跨境資本的無序波動往往導致金融市場動盪，甚至觸發金融危機（見表 1）。例如，1980~2014 年期間，50 多個新興經濟體共計遭遇約 150 個國際資本大舉湧入的事件，這些事件約有 20% 是以金融危機收場，且許多伴隨著大規模的產出減少（註 10）；美國次貸危機（subprime crisis）透過跨境資本移動延燒成全球金融危機，亦為例證。

跨境資本移動對新興經濟體金融穩定的不利影響，從 2013 年的「QE 縮減恐慌」事件即可見一斑。該年 5 月底 Fed 釋出縮減資產購買規模訊息，引發國際資金回流美國，加以投資人擔憂若干新興經濟體政局動盪及金融不穩定，促使國際資本從經常帳逆差或財政赤字嚴重之新興經濟體大量流出，導致彼等的貨幣大貶及股市下跌，並牽連其他體質較健全的新興經濟體（見圖 5）。

儘管如此，跨境資本移動對新興經濟體亦帶來正面影響，例如，有助於促進資金的全球配置，發揮風險分散的成效，其中直接投資還有助於引入先進技術與管理手段，促進經濟成長（見表 1）。

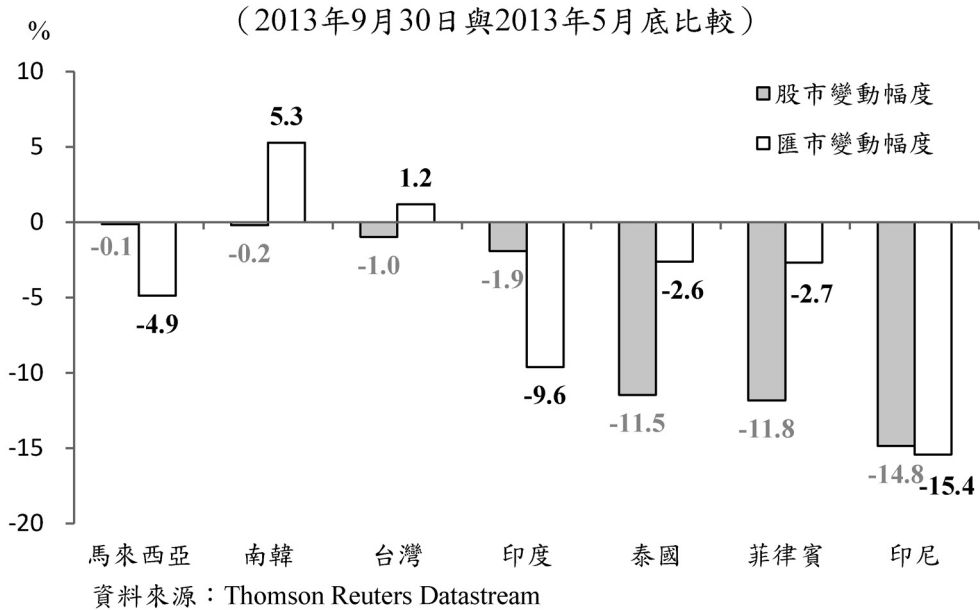
表 1 國際資本移動所產生之負面及正面影響

影響	內容
負面	● 總體經濟與金融穩定相關之風險：即使對於長期開放並從資本移動中獲益的國家也是如此 ● 總體經濟脆弱性及金融與體制基礎設施方面的缺陷可能放大之風險
正面	● 直接利益：風險分散、投資融資（證券投資資本移動）；新技術與管理實務移轉（直接投資資本移動） ● 附帶利益：促進金融部門發展、提升貿易和經濟效率

資料來源：轉引自 Brooks, Petya Koeva (2018)

（註 10）Ghosh, Ostry and Qureshi (2016)。

圖 5 投資人因「QE 縮減恐慌」事件大舉撤離新興市場



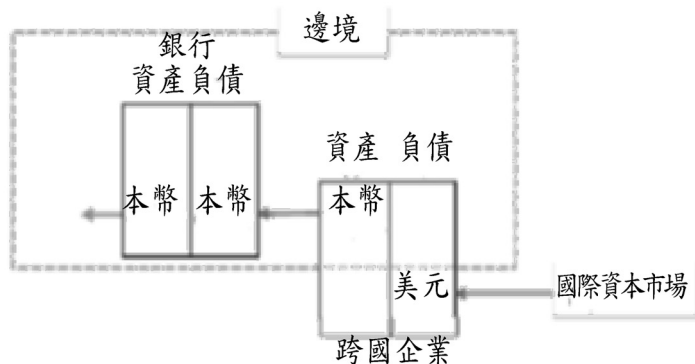
(二) 國際資本流入新興經濟體之主要路徑 從銀行轉變為非銀行部門

全球金融危機之後，國際銀行基於金融監管趨嚴，在開展跨境業務更加審慎，跨境放款規模縮減；在主要先進經濟體實施 QE 政

策、利率降至歷史低點之情況下，美元和其他先進經濟體貨幣充足，鼓勵非金融企業跨越國界以這些貨幣在國際資本市場籌資（見圖 6）。

由於新興經濟體之非金融企業透過資本

圖 6 非金融企業扮演金融中介的角色



資料來源：轉引自 Poenisch, Herbert (2014)

市場，特別是債券市場，進行籌資的規模逐漸擴大（見圖7），彼等以美元計價債券在外流通餘額持續創新高。

上述現象導致新興經濟體的資本移動呈現以下特徵：跨境債務證券資本流入淨額相

對GDP比率上升，跨境股權證券資本流入淨額相對GDP比率則略下降；其他資本流入淨額相對GDP比率則受到銀行跨境借貸業務規模縮減之影響，長期呈現負值（見圖8）。

上述特徵對於新興經濟體應採取何種因

圖7 新興經濟體以美元計價債券在外流通餘額

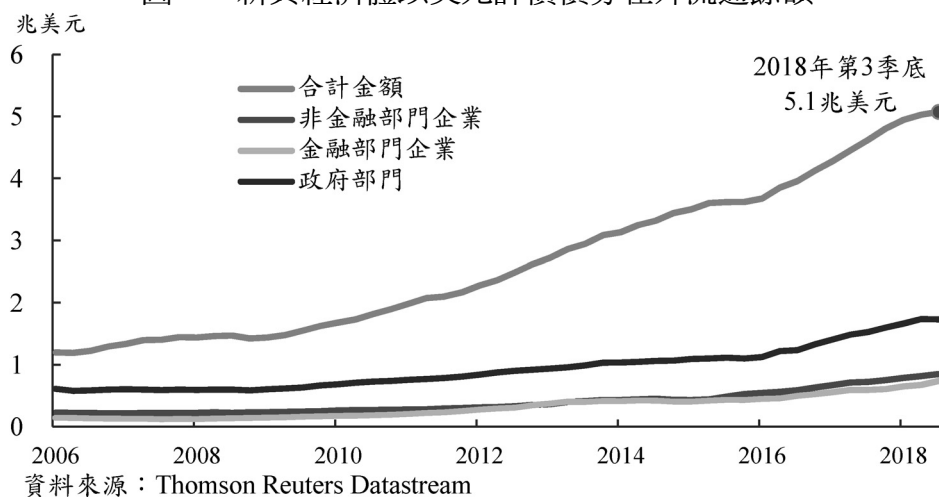
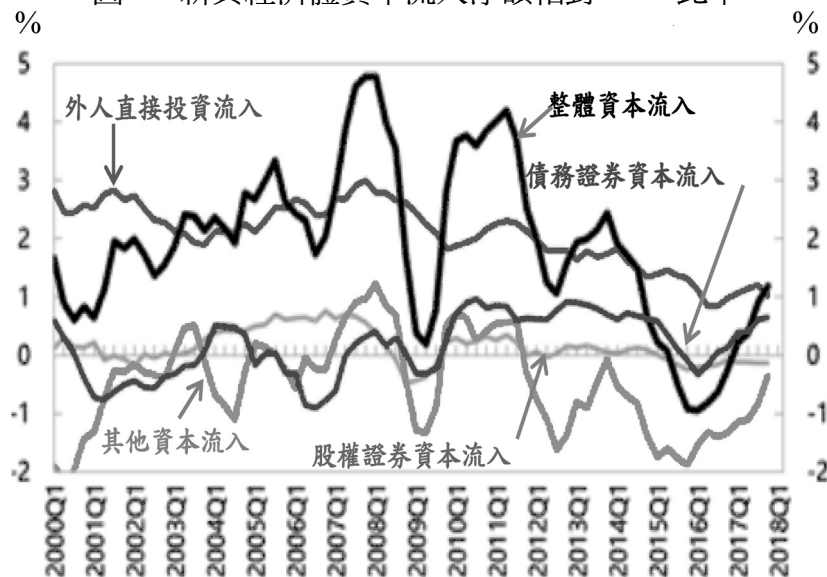


圖8 新興經濟體資本流入淨額相對GDP比率



資料來源：轉引自Brooks, Petya Koeva (2018)

應對策影響至鉅。若新興經濟體透過非銀行部門跨境債務證券融資規模將擴大，透過銀行部門跨境借貸規模將縮減，為達成抑制資

本大量流入的風險，就必須增加針對透過非銀行路徑之資本流入的對策，減少針對透過銀行路徑之資本流入的政策。

四、新興市場採 IMF 資本移動管理框架因應大量資本流入

新興經濟體面對複雜的國際資本移動情勢所帶來之負面影響，應如何抑制風險？首先，須根據資本流入的管道來選擇對策。針對從銀行管道流入的資本，尋常的手段是採行總體審慎政策措施等。惟若資本從非銀行管道流入，總體審慎政策措施成效有限、緩不濟急，就必須採取資本移動管理措施。

過去將資本移動管理措施稱為資本管制（capital control），且不見容於 IMF，惟近年 IMF 除更改其名稱外，並於 2010 年發布之全球金融穩定報告指出，資本流入國若在總體經濟政策及總體審慎政策不足以因應，且資本流入是暫時性之情況下，可將資本移動管理措施作為補強工具。此外，IMF 更於 2012 年底、2013 年 4 月分別發布機構觀點及指南檔案（Guidance Note），形成一個完整的資本移動管理框架，對資本移動管理措施及其運用均有詳細規畫。全球金融危機以來，許多新興經濟體已採取形式不一的資本移動管理措施。

（註 11）IMF (2013)。

（註 12）又稱為廣義資本移動管理措施。

（註 13）金融交易稅根據交易額課稅，相較於金融交易所得稅，較適用以抑制投資人承擔超額風險的誘因，特別是降低短期投機交易；另一方面，稅基較易衡量，對實質稅收潛能較能掌握，租稅效益較易評估。

（一）資本移動管理措施之種類（註 11）

1990 年代資本管制乙詞帶有貶抑性質，實施國甚至會遭信評機構降評。為避免資本管制名稱所帶來的困擾，IMF 創造一個新名詞—資本移動管理措施（CFMs）（註 12），又稱為廣義資本移動管理措施，係指抑制非銀行部門及銀行部門之資本移動所採取的各種措施，包括：

1. 狹義資本移動管理措施（又稱為資本管制）：

- （1）針對非銀行部門的價格型手段：係指針對非銀行部門之不同居住地（境內/境外）交易採取不同對待的措施（Residency-based CFMs），如對非居民或居民的資本流入（如外國投資者購買央行票據、主權債券，或居民在國外發行債券匯回資金等）課徵金融交易稅（tax on financial operations）（註 13）、預扣（所得）稅（withholding（income）tax）、資本利得稅（capital gain tax）或徵收強制性的

無息準備金 (unremunerated reserve requirement, URR) (註 14) 等。

- (2) 針對非銀行部門的數量型手段，如行政管制、最短投資期限 (minimum investment period) 及直接數量限制 (quantitative limits) 等。

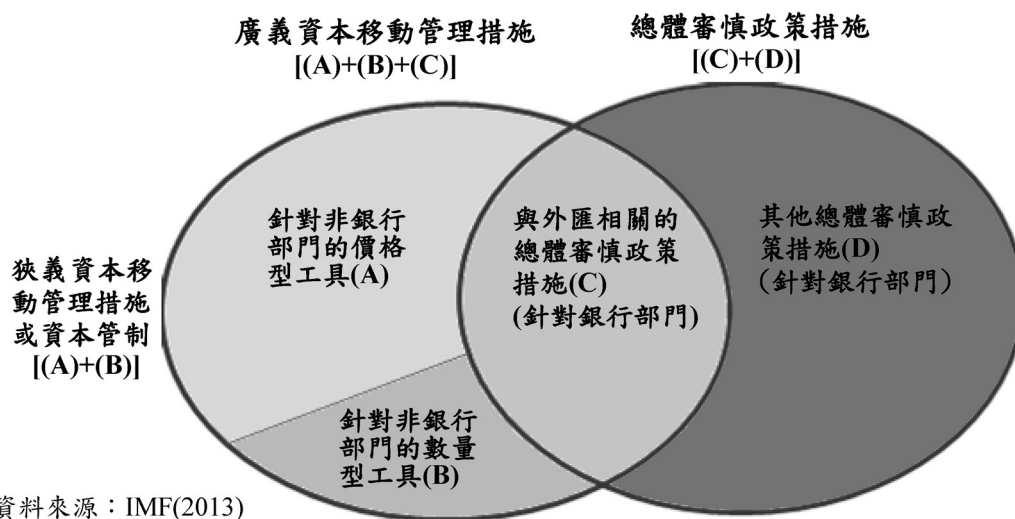
2、與外匯相關的總體審慎政策措施 (註 15)：指針對銀行部門之不同幣別 (本幣/外幣) 交易採取不同對待的措施 (Currency-based CFMs)，如外匯部位限制、外幣負債限制、本外幣負債差別準備率等 (見圖 9)。

某項總體審慎政策措施是否歸入資本移動管理措施，首先須看其設計目的是否為了

抑制資本移動，即是否排斥跨境資本交易。若其設計目的不是為了抑制資本移動，則不應歸入資本移動管理工具。非資本移動管理工具 (Non-CFMs) 不排除跨境資本交易 (但可能排斥不同幣別)，如房貸成數 (loan-to-value ratio, LTV ratio)、國內放款成長限制、外匯部位限制等總體審慎政策措施，設計目的不是為抑制資本移動，而是為了維持金融機構的韌性與穩健，從此角度來說這些措施不是資本移動管理措施。總體經濟政策、結構性政策及其他政策也可能直接或間接影響資本移動，但其目的並非為了限制資本移動，因此也不歸入資本移動管理措施。

除了考慮設計目的以外，判斷某項總體

圖 9 資本移動管理措施與總體審慎政策措施之間關係



(註 14) 針對外幣存款、國外負債或資本流入等提存準備金。

(註 15) 總體審慎政策措施主要運用於金融機構，用於維持整體金融體系之穩定，可分為兩類：(1) 與外匯相關的總體審慎政策措施；(2) 其他總體審慎政策措施：如房貸成數、國內放款成長限制、部門放款集中度、放款備抵呆帳及逆循環資本要求等。

審慎政策措施是否為資本移動管理措施，還要考慮其實施背景及該國實際情況，如當時是否有大規模資本流出入。某些政策設計本身可能係中性，並不是為了限制資本移動，但在資本大規模流出入情形下實施，則變為資本移動管理措施，與外匯相關的總體審慎政策措施就是如此。在某些情況下，總體審慎政策措施與資本移動管理措施是有交集的，儘管兩者設計目標不同。例如，資本移動引起金融部門風險，降低金融部門風險的措施既為總體審慎政策措施又為資本移動管理措施。當資本流入銀行體系引起國內信貸

擴張、資產價格上漲，限制金融機構借款能力措施（如對外幣負債課稅或實施準備金要求、外匯部位限制）可減少資本流入、抑制國內信貸擴張與資產價格上漲，降低金融部門風險，這種總體審慎政策措施亦歸為資本移動管理措施（CFMs/MPMs）。

在資本流入管理中，對總體審慎政策措施和資本移動管理措施的選擇，須視資本流入主要是透過非銀行管道傳遞，抑或以銀行管道為中介（見表 2）（註 16、17）。以下章節將利用巴西、南韓及克羅埃西亞等之實例來詳細說明。

表 2 資本透過不同管道移動的風險及因應之管理工具與措施

管道	風險	具體風險	採用工具	針對性措施
非銀行	資產價格泡沫風險、匯率風險、外部債務結構		狹義資本移動管理措施或資本管制	1. 對非居民的資本移動徵稅或要求無息準備金 2. 採行禁入政策
銀行	資產風險過高	與未平倉外匯部位相關的風險	與外匯相關的總體審慎政策措施	對銀行的外匯衍生性商品部位設定上限
	負債比例過高	債務結構錯配		1. 針對銀行的短期負債課稅 2. 針對銀行的短期負債規定準備金要求

資料來源：IMF（2012b）

（註 16）IMF（2012b）。

（註 17）IMF 獨立評估辦公室（IEO）於 2019 年 6 月發布 IEO(2019)指出，在未充分考量潛在的溢出效應或對資本市場長期發展的影響之情況下，IMF 可能過於迅速地支持資本管制；另指出一些國家對 IMF 之資本移動管理觀點的批評，諸如，特定措施的歸類易產生爭議，至少就非基於居住地（Non-Residency-based）的措施而言，CFMs 與 Non-CFMs 之間的界限在實務上有些模糊不清。因此，IEO 計劃評估 IMF 提出之資本移動管理框架的適當性。IEO 最快於 2020 年年中將最終評估結果提報予 IMF 董事會。

（二）針對透過非銀行管道之資本流入，採 狹義資本移動管理措施

全球金融危機之後，債券市場逐步取代銀行成為新興市場借款者獲得國際融資的主要管道。在新興市場的本幣債券市場對外國投資者開放的同時，其銀行和企業又以在國外發行債券獲得資金，來代替原來從國外銀行取得貸款。

新興市場經濟體因其企業發行境外債券所帶來的跨境債務證券資本流入，會使其企業的存款迅速增加，進而引起國內貨幣供給成長，可能導致信貸擴張和資產價格膨脹。由於這類境外借款繞過國內銀行體系，並不能透過傳統的貨幣政策或總體審慎政策加以控制，此時，對企業實施資本移動管理就成為必要。

2009~2011 年美國聯準會及歐洲央行採行 QE 政策，導致國際資本透過非銀行部門大規模流入，為因應此局面對總體經濟與金融穩定帶來的挑戰，很多金融帳已開放或已很大程度開放的新興經濟體採取價格型或數量型的資本管制措施（見表 3），以抑制資本過度流入。

典型的價格型資本管制措施之一為，對非居民的資本流入徵收強制性的無息準備金。無息準備金要求境內借款人或境外投資人將資本流入的一部分按規定的時限存入央行的無息帳戶，因此在增加短期資本流入的成本方面具有與對資本流入課稅相同的效

果。然而，兩者之間仍有差異。無息準備金將產生流動性成本，因為存放於央行的資金不能由投資者作為交易對手方的抵押品；由於涉及這種社會無謂損失，是無息準備金不如稅負之處。但是，另一方面，作為資本流入的無息準備金不存在匯率風險，而稅負由於通常是以本幣支付，涉及外幣對本幣的轉換；而且和稅負不同的是，無息準備金較易取消或設定為零，原因是無息準備金並非為了財政收入。鑒於兩者具有的異同點，政策的選擇通常是由採行國家的制度安排來決定。一般來說，央行具有對外國投資者徵收無息準備金的權利，但沒有課稅權。因此，許多新興市場採取無息準備金，作為資本移動管理的工具。

再來，以巴西為例，來說明新興市場採行其他形式的價格型資本管制措施之情形。從 2009 年第 3 季到 2011 年，巴西由於大量國際資本流入，里耳升值超過 40%，有資產泡沫與通膨上升之疑慮。2009 年 10 月，為減緩貨幣升值壓力，巴西透過對證券投資流入課稅的方式施加資本管制。最初這些管制僅涉及對流入該國投資於股票和固定收益債券的資金徵收 2% 之金融交易稅，外人直接投資則免稅。而當外國投資者透過購買巴西企業發行的美國存託憑證（American Depositary Receipts, ADR）來避稅後，2009 年 11 月，巴西試圖圍堵規避資本管制之新管道，對涉及 ADRs 的交易徵收 1.5% 的稅率。

表 3 新興市場針對透過非銀行管道之資本流入採取的資本管制措施

工具分類	措施	國家	宣布日期	具體措施
價格型 管制	徵金融交易稅	巴西	2009/10/19	對外資購買股票和固定收益債券分別課徵 2% 稅率
			2010/10/5	對外資購買固定收益債券課徵 4% 稅率
			2010/10/18	對外資購買固定收益債券課徵 6% 稅率
	徵預扣所得稅	泰國	2010/10/12	對外資投資本國債券的利息所得及資本利得課徵 15% 的預扣稅
		南韓	2010/11	對外資購買政府債券及貨幣市場穩定債券 (monetary stabilization bonds, MSBs) 之利息所得及資本利得分別課徵 14% 及 20% 預扣稅
	徵資本利得稅	秘魯	2010/12	對非居民投資本國股票課徵 30% 的資本利得稅
	收無息準備金	泰國	2007/12	要求境外投資人將流入資本的 30%，存放央行的無息帳戶一定期間
數量型 管制	最短投資期限	印尼	2010/8	提高非居民購買央行票據手續費
			2010/6	規定外資持有印尼央行短期票券 (Bank Indonesia Certificates, SBIs) 期限至少 1 個月
			2011/5	將央行短期票據持有期限從至少 1 個月延長為至少 6 個月

資料來源：IMF (2011)

接著，巴西政府持續努力因應大量資本流入。例如，2010 年 10 月，巴西的新管制對外國投資者投資固定收益債券徵收的稅率變為原來的 3 倍（從 2% 升至 6%），對投資股票徵收的稅率仍然和 2009 年相同，均為 2%，對外人直接投資仍然是完全不課稅（註 18）。

Chua, Wang Sheair, et al (2013) 的研究指出，由於上述對非居民證券投資課稅之資

本移動管理措施係透過直接提高外匯匯入成本，來降低外資的報酬，抑制外資承擔超額風險的誘因力道較強，導致外資流入意願下降，潛在外資轉流入他處，遏制資本流入的成效顯著，明顯減緩巴西里耳的升值幅度。

（三）針對透過銀行管道之資本流入，採與外匯相關的總體審慎措施

IMF 提出的資本移動管理框架，尤其是以幣別為基礎的總體審慎政策措施，在控制

（註 18）Chua, Wang Sheair, et al (2013)。

以銀行為中介的資本流入激增方面，具有較顯著的效果。由於總體審慎政策措施涉及銀行的資本、資產和負債等各個方面，因而在限制銀行的信貸成長、減少因銀行資產與負債間幣別及期限的錯配而累積的金融風險方面，可發揮積極的作用。

就具體措施而言，利用總體審慎政策管理跨境資本流入至少包括以下三種措施（註 19）：（1）對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限，（2）對銀行的非核心外幣短期負債課稅，以及（3）對銀行外幣存款實施邊際準備金規定。南韓自 2010 年 10 月以來採取第（1）項及第（2）項措施，有效抑制銀行部門幣別錯配及期限錯配之金融風險累增。

1、對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限

全球金融危機過後，南韓銀行部門短期外幣負債大幅增加，主要係因 2009 年下半年開始，在先進經濟體採行高度寬鬆貨幣政策的背景下，南韓出口商尤其是造船商，對未來的外匯出口收入進行避險的需求較為強烈，因而售出遠期美元同時買入遠期韓元。

作為出口商的對手方，國內銀行（大部分為外國銀行在境內分行）通常買入遠期美元，並售出遠期韓元。其做法是從國外銀行（包括外國銀行母行）借入美元，然後在現

貨市場賣出美元、買入韓元以對沖其美元多頭部位，並將韓元投資於國內資產，同時以遠期交割方式將韓元提供給出口商。國內銀行的外匯風險透過這種外匯衍生性商品的交易得以完全對沖（見圖 10）。

由於上述發生在銀行與出口商間之外匯衍生性商品交易已導致銀行的短期外幣負債過多。一旦國外銀行減少對南韓的信貸，將使國內銀行面臨資本流入突然中止，甚至逆轉的風險。為防範此風險，2010 年 10 月南韓金融當局實施對外匯衍生性商品之名目價值設定上限的規定（見圖 11），亦即外國銀行在南韓境內分行持有的外匯衍生性商品之名目價值最高不能超過銀行股本的 250%，而本國銀行的上限僅為其股本的 50%，透過抑制銀行外匯風險，降低銀行的短期外債。

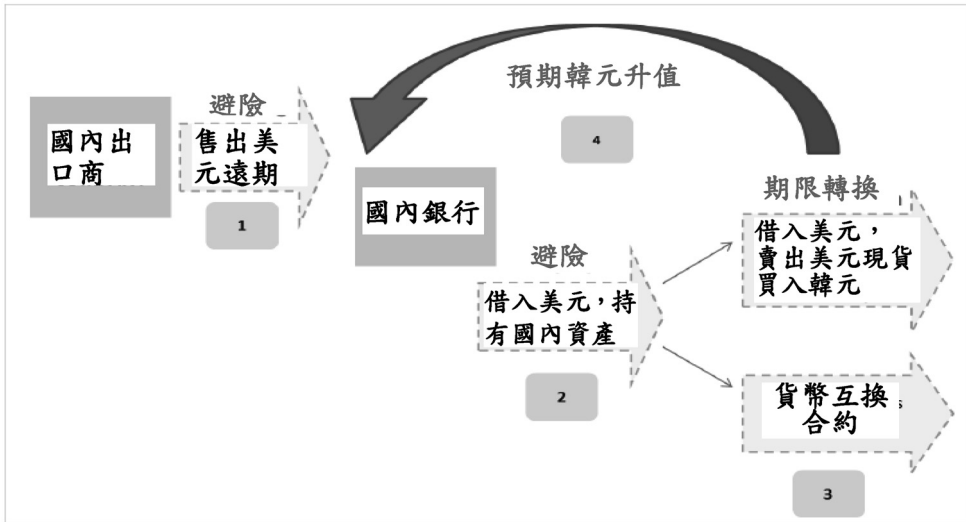
2、對銀行的非核心外幣短期負債課稅

對一些新興經濟體來說，由於國內存款的成長無法滿足銀行因貸款迅速成長而導致的資金需求，允許銀行從國外獲得資金來源，以銀行為中介的外國資本流入往往填補這一缺口。這種以銀行的短期外幣負債形式的資本大量流入，往往導致銀行非核心負債（註 20）迅速成長，成為新興市場國家金融不穩定潛在根源。因此，對本、外幣交易採

（註 19）OECD (2015)。

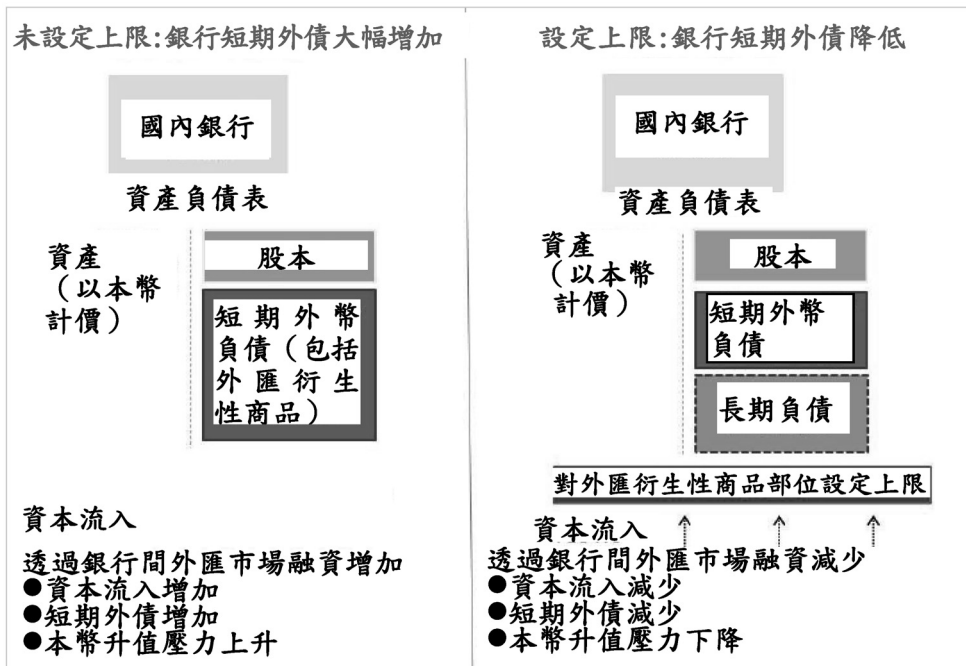
（註 20）銀行的核心負債和非核心負債的分界在很大程度上取決於一國金融系統的開放程度、金融市場的成熟性以及金融制度的發展程度。對美國和西歐等已開發國家或地區而言，核心負債與非核心負債主要分別為銀行的存款和非存款資金來源；對於處在金融市場開發的初級階段或金融體系對外基本不開放的發展中國家，則分別為家庭的零售存款與企業的批發存款。

圖 10 南韓國內銀行的避險操作



資料來源：轉引自 OECD (2015)

圖 11 對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限



資料來源：轉引自 OECD (2015)

取不同對待之總體審慎政策，成為降低金融穩定風險的必要手段。

南韓的情況即如此。由於銀行可直接或間接地透過外國銀行境內分行進入國際借貸市場，銀行負債總額中最具順循環特徵的部分，即是與批發融資有關的負債，尤其是外幣負債。

為了降低銀行對非核心外債的依賴，鼓勵增加長期外債，2011 年 8 月南韓金融當局宣布對本國銀行和外國銀行分行的外幣負債課徵總體審慎穩定稅。適用於本國銀行的 1 年期以內的外幣非存款負債的稅率為 0.205%，稅率隨期限的增加而遞減，超過 5

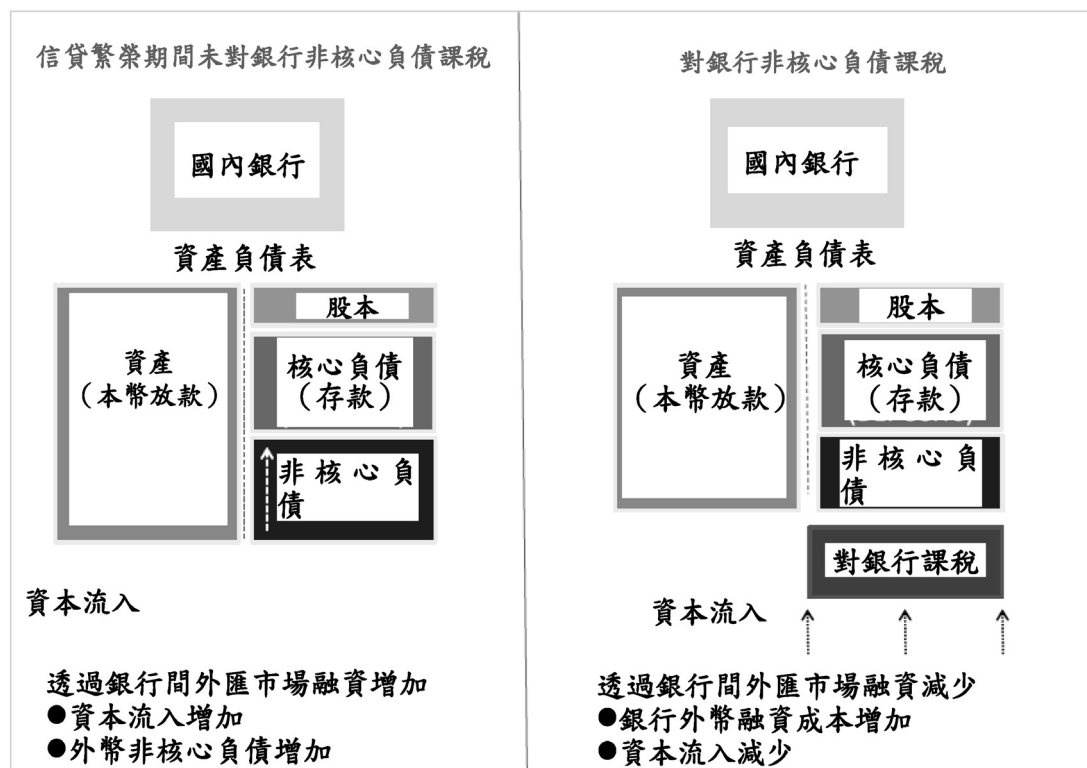
年的外幣負債稅率降至 0.05%（見圖 12）。

在新興市場中，南韓在抑制銀行部門仰仗短期外債的風險方面具有成功的經驗。自 2010 年 10 月以來南韓金融當局實施對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限和非核心外幣短期負債課稅的總體審慎政策之後，銀行部門之遠匯部位減少、短期負債減少，代之以長期負債，不僅減少資本流入數量，同時也改善外債期限結構。

3、對銀行外幣存款實施邊際準備金規定

一些新興市場的銀行過份依賴短期外幣負債（外幣存款），為其長期放款（如外幣抵押放款）提供融資。為了防止因期限錯配

圖 12 對銀行的非核心外幣短期負債課稅



資料來源：轉引自 OECD (2015)

或資本流入的突然中止帶給銀行風險，一些新興市場對國內銀行的外幣存款實施邊際準備金規定。

以克羅埃西亞（Croatia）為例，該國過度依賴外幣存款融通外幣放款，恐影響總體經濟及金融穩定。2007 年金融當局頒布規定，凡是銀行的外幣負債（外幣存款）超過一定水準，必須在央行存放一筆額外的邊際準備金（marginal reserve requirement, MRR）（註 21），且逐年提高，此外，亦進一步提高銀行外幣放款的資本適足率，雙管齊下的

政策措施僅在短期內有限度地減少資本流入。

究其原因，主要是國內銀行的信貸部分被國外的直接信貸所取代，它改變原有的資本流入結構，使得僅以國內銀行為目標的總體審慎政策措施或僅以資本管制措施均無法產生應有的效果。因此，除非該國採用包括銀行和非銀行部門在內之全方位的資本移動管理措施，否則由資本流入激增而導致的國內信貸擴張難以獲得遏制。

五、結論

（一）全球金融危機後的國際共識：須管理不穩定的資本流入

全球金融危機以後，隨著先進國家實施 QE，在歷史低利率之情況下，美元和其他先進經濟體貨幣充足，激勵企業跨境發債籌資，加上對金融機構的監管趨嚴，致新興經濟體資本大量流入主要係由跨境債務證券融資規模擴大所驅動，跨境銀行借貸規模則呈現縮減趨勢。

新興經濟體資本流入激增，會帶來諸多負面影響，例如，本幣升值、資產價格泡沫化，以及一旦資本流入突然逆轉引發危機等。因此，新興經濟體必須針對跨境資本流入進行管理。

由於資本大部分從企業等非銀行管道流入，若採行總體審慎政策措施，恐成效有限，因其僅能影響透過銀行管道流入的資本，無法管理非銀行管道流入的資本。因此，IMF 提出兼顧銀行及非銀行管道的資本移動管理框架，即提供新興經濟體面臨資本大量流入時擬定政策的有用參考。

（二）台灣管理資本流入的經驗獲得國際肯定

中央銀行（2018）指出，2016 年 1 月~2018 年 8 月，全體外資匯出入投資資金占銀行間外匯市場交易量之比重達 50.8%，其中前 20 大外資資金進出占全體外資資金進出總額之比重為 40.5%，占銀行間外匯市場交

（註 21）實施邊際存款準備金措施，即按法定存款準備率計提準備金以外，對部分存款按一定比率計提附加準備金，新增存款較多的金融機構將提取較多的存款準備金。

易量之比重則為 20.6%。由於外資資金大幅進出，對外匯市場及新台幣匯率造成干擾。

外資以投資國內證券名義申報結匯，其資金進出享有完全自由，惟部分外資匯入資金實際並未全部投入證券市場購買股票，而係以各種形式大量持有新台幣部位，有違當初開放外資投資國內有價證券宗旨，況且以各種方式保有的資產，有藉投資國內證券之名，行炒作新台幣匯率之嫌。為了防杜外資炒匯影響匯率波動，台灣央行除了要求外資匯入資金應依申報投資國內證券使用以外，並建立大額結匯案件通報體系，密切監控大額資金之進出，以防範資金頻繁且大額之進出造成新台幣匯率之大幅波動，而危及金融穩定。

全球金融危機後，國際資本亦湧向台灣，且如同新興經濟體，資本流入台灣的管道，非銀行的角色亦益加重要。為了避免不穩定的國際資本移動導致匯率過度波動與失序、衝擊台灣經濟金融之穩定，2009 年~2011 年台灣央行及金管會亦分別針對銀行管道及非銀行管道的資本流入，採行與外匯相關的總體審慎政策措施及數量型資本管制手段。針對銀行管道之措施例如，台灣央行於 2010 年 12 月 27 日修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，將無本金交割新台幣遠期外匯及新台幣匯率選擇權二者合計之部位限額，由

原規定不得逾總部位限額 1/3 調降為 1/5。針對非銀行管道之措施則例如，金管會於 2010 年 11 月 11 日修正「華僑及外國人投資證券管理辦法」，將外資投資公債金額納入其投入公債與貨幣市場總金額不得超過其淨匯入資金 30% 的限制（見表 4）。而台灣管理不穩定國際資本移動的成效，深獲國際高度肯定。諸如，聯合國亞太經濟社會委員會（UNESCAP）即肯定台灣自 2009 年以來所採行的金融帳管理措施（註 22）；哈佛大學教授羅德里克（Dani Rodrik）更盛讚，台灣管理資本移動的相關措施相當成功（註 23）。

（三）IMF 資本移動管理框架或可作為台灣當局面臨資本大量湧入局面擬定對策之參考

值得注意的是，由於 2009 年~2011 年台灣當局對於從非銀行部門流入的資本，並未採行價格型資本管制段，而係透過數量型資本管制手段，如限制固定收益債券的投資比例（見表 4），等同於設定外資在債券市場的停泊上限，惟進入台灣的外資仍可從其他市場尋求靠岸港口，如房地產市場等。因此，台灣的資本管制程度僅能算輕微。

反觀巴西，從 2009 年第 3 季至 2011 年，由於龐大資本從非銀行管道流入，里耳幣值飆升，為抑制資本過度流入，針對外資投資固定收益債券，採行價格型資本管制措施，

（註 22）UNESCAP (2011), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011*, May 5。

（註 23）Rodrik, Dani (2010), "The End of An Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11。

表 4 台灣採行之資本移動管理措施
(2009~2011 年)

		針對 非銀行 管道措施		針對 銀行 管道措施		
		價格型資本管制手段	行政管理或數量型資本管制手段	對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限	對銀行的非核心外幣短期負債課稅	對銀行外幣或非居民存款實施邊際準備金規定
2009.11.10	取消外資匯入資金得投資於新台幣定期存款之規定。		v			
2010.08.02	外資從事借券之保證金，由原來以新台幣交付，改以美元為之。		v			
2010.11.11	將外資投資公債金額，恢復 1995 年規定，併入不得超過其淨匯入資金 30%限額內管理。		v			
2010.12.27	將無本金交割新台幣遠期外匯及匯率選擇權二者合計之部位限額，由原先不得逾總部位之 1/3，修正為不得逾 1/5。			v		
2011.01.01	將銀行之非居民的新台幣活期存款餘額超過 2010 年 12 月 30 日餘額的增加額，按準備率 90%計提準備金；未超過該目餘額部分，按 25%計提準備金。					v

資料來源：參考中央銀行（2015），理監事會後記者會參考資料，6 月 25 日

如課徵金融交易稅。該措施透過直接提高外資的成本、降低外資的報酬，對外資流入的管制程度較為嚴格，導致外資流入意願下降，抑制資本流入的成效顯著。

2011 年後迄今，大部分期間台灣資本流入淨額規模小，對採行資本流入管理措施之需求不大。但是，未來一旦發生類如 2008 年

全球金融危機之影響層面擴及全球的黑天鵝事件（black swan event）（註 24），例如美中貿易衝突惡化引爆全球金融風暴，美歐等主要經濟體恐再度實施量化寬鬆之類的政策，而台灣係小型開放經濟體，可能面臨比 2009 年~2011 年資本流入規模更大、非銀行管道扮演更重要角色之局面，屆時為維持金

（註 24）係指非常難以預測、極不可能發生卻又發生，且通常會引起市場連鎖負面效應之事件。

融穩定，可能需要採取管制程度較為嚴格的資本移動管理措施。而 IMF 資本移動管理框架，以及新興經濟體管理資本流入的經驗，特別是針對非銀行部門之價格型資本管制手段，包括對外國投資人購買主權債券課徵金融交易稅、預扣稅、資本所得稅或徵收強制性的無息準備金等，或可作為台灣當局擬定對策之參考。

參考文獻

中央銀行（2018），中央銀行業務報告，10 月 4 日。

李光輝、曹體仁（2014），「參加 SEACEN 高階研討會『全球流動性及資本移動對亞洲新興國家匯率的衝擊』」，*出國報告*，中央銀行，8 月。

李榮謙、黃麗倫（2010），「總體審慎政策之意涵、工具與策略」，專論，*國際貨幣金融資訊簡報*，189 期，4 月，中央銀行。

李曦晨、朱子陽、張明（2017），「跨境資本流動的驅動因素研究：推拉之爭、全球動態與中國故事一文獻述評與趨勢展望」，*國際投資研究工作論文*，中國社會科學院世界經濟與政治研究所，4 月 3 日。

Bhattacharya, Amar, et al（2012），“Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development,” *The Pardee Center Task Force Report*, Boston University, March.

Brooks, Petya Koeva（2018），“The IMF’s Institutional View on Capital Flows and Its Application in Surveillance,” *Slide for G20 Global Financial Stability Conference*, June 1.

Chua, Wang Sheair, Norhana Endut, Nozlan Khadri and Wee Haw Sim（2013），“Global Monetary Easing: Spillovers and Lines of Defence,” June.

Poenisch, Herbert（2014），“Global Liquidity and Impact of Capital Flow on Exchange Rate,” *Paper for SEACEN High-Level Seminar on Global Liquidity and Impact of Capital Flows on Exchange Rates in Emerging Asia*, June.

ECB（2016），“Dealing with Large and Volatile Capital Flows and the Role of the IMF,” *Occasional Paper Series*, No 180, September.

Ghosh, Atish, Jonathan Ostry, and Mahvash Qureshi（2016），“When Do Capital Inflow Surges End in Tears?” *American Economic Review*, Vol. 106, May.

Ghosh, Atish, Jonathan Ostry, and Mahvash Qureshi（2017），“Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?” *IMF Working Paper*, No. WP/17/69, March.

IEO（2019），“IMF Advice on Capital Flows：Draft Issues Paper for an Evaluation by the Independent Evaluation Office（IEO），” June 19.

IMF（2010），“Global Liquidity Expansion — Effects on ‘Receiving’ Economies and Policy Response Options,” *Global Financial Stability Report*, April.

IMF（2011），“Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework,” February 2011.

IMF（2012a），“Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows,” *Background Paper*, March.

IMF（2012b），“The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View,” November.

IMF（2013），“Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows,” April.

IMF（2016），“Capital Flows — Review of Experience with the Institutional View,” December.

IMF (2017), “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: the Role of Macroprudential Policies,” July.

IMF (2018), “Chapter 1: A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?” *Global Financial Stability Report*, October.

OECD (2015), “The OECD’s Approach to Capital Flow Management Measures Used with a Macro-Prudential Intent,” *Report to G20 Finance Ministers*, April.

Weon-Kyoung, Jo (2018), “Capital Flows and GFSN,” Ministry of Strategy and Finance, Republic of Korea, June.

Kim, Choongsoo (2013), “Macroprudential Policies: Korea’s Experiences,” Paper Presented at the Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference Hosted by IMF, April.

(本文完成於 108 年 7 月，作者為本行經濟研究處一等專員)

人口結構變化對總體經濟之影響 ——以主要國家為例

鄭 雅 蔚

摘 要

因長期少子化及預期壽命延長，世界各國皆面臨人口老化之現象。據聯合國預測，至 2050 年全球老年人口將由 2019 年之 7 億倍增至 15 億，占總人口比率由 9.1% 升至 16.7%。

台灣工作年齡人口自 2015 年達到最高峰後逐年減少，但因工作年齡人口占總人口比率仍高，且因勞動參與意願持續緩升，而使短期內勞動人口仍維持成長。然因人口快速老化，總人口亦將減少，因此已於 2018 年邁入高齡社會（註 1），預計 2026 年再邁入超高齡社會，實有必要思考人口結構變化對總體經濟及貨幣政策之影響，及早規劃因應對策。

人口數量及年齡結構變化為影響經濟發展之重要關鍵。工作年齡人口數量與勞動供給有關，年齡分布與勞動生產力有關，而勞動供給與勞動生產力的高低，將影響潛在 GDP 及經濟成長。人口老化致工作年齡人口

占比下滑，導致勞動供給及勞動生產力成長趨緩，可能使經濟體經濟成長下滑及潛在產出下降。然而，個體行為改變（如延後退休）及政府政策改革，可能減輕人口老化對經濟的負面影響。此外，人口老化後期的國家，因越來越多退休人口提領儲蓄，民間儲蓄轉為減少，使國家儲蓄下滑。利率方面，多數學者認為人口老化影響，實質利率難以回到過去高點。通膨方面，人口老化影響通膨的管道甚多，亦可能互相抵銷，而產生理論與實證上不一致的現象。

央行所關注的政策目標，如通膨、產出缺口與失業率等，受到人口老化影響，須將人口老化對央行政策目標之影響納入決策考量。此外，人口老化使實質利率走低，並削弱傳統貨幣政策效力，若未將此納入考量，可能導致政策力道不足，無法抵銷人口老化對總體經濟的負面影響。

（註 1）老年人口占總人口比率超過 7%，稱為高齡化社會（aging society），超過 14% 稱為高齡社會（aged society），超過 20% 稱為超高齡社會（super-aged society）。

壹、前言

由於少子化及預期壽命延長，導致全球人口結構趨於老化。據聯合國預測（UN, 2019），至 2050 年全球老年人口將由 2019 年之 7 億人倍增至 15 億人，占總人口的比率由 9.1% 增至 16.7%，其中歐洲及北美地區，因人口老化程度本就較高，老年人口增幅較小，由 2 億人增至 2.96 億人；東亞與東南亞人口老化快速，老年人口增幅最大，由 2.61 億人增至 5.73 億人。此外，老年人口占比增幅亦以亞洲各國最大，前三名分別為南韓、新加坡及台灣，且轉變為超高齡社會所需時間皆不到十年，較主要國家快速許多。

台灣總生育率長期下滑，1980 年代已低於人口替代水準，近年來降幅稍緩，惟根據國發會人口推估，未來出生數仍將減少，預期人口高峰將發生於 2021 年，次年轉呈負成長，並持續下滑。人口結構方面，因總生育率下滑，幼年及青壯年人口均呈下降趨勢；因預期壽命延長，老年人口則持續增加，至 2050 年後才轉為減少，但仍維持於 700 萬人以上規模。2018 年，台灣進入高齡社會，預期 2026 年老年人口占比超過 20%，進入超高齡社會，人口老化快速。此外，扶養比於 2012 年達最低點，後因老年人口持續增加而逐年上升，扶養負擔沉重。

人口數量及年齡結構變化為影響經濟發

展之重要關鍵。長期少子化使工作人口成長趨緩，導致勞動供給減少，可能使經濟體潛在產出下降，惟因預期壽命延長，家計單位延後退休、企業投資自動化資本設備，以及政府延後法定退休年齡等，可減輕人口老化對經濟成長的不利影響。然而，中高齡勞參率提高，雖可填補人口老化導致的勞動力成長趨緩，但中高齡勞工比重增加，可能導致薪資與勞動生產力成長停滯。此外，隨中高齡勞工占勞動力比重增加，長期自然失業率將逐漸降低，而無法反映出勞動市場真實情勢。

儲蓄與投資亦受到人口結構影響。理論上，因預期壽命延長，工作年齡人口為退休期之壽命延長而增加儲蓄，故尚處人口老化前期的國家，儲蓄率最高的 45 歲至 64 歲年齡層占比增加，使儲蓄增加。人口老化後期，因越來越多退休人口提領儲蓄，而使儲蓄減少。投資方面，則視資本與勞動為互補或替代關係而定，若為互補關係，則人口老化導致勞動力成長趨緩，亦使投資需求下滑；若為替代關係，則廠商可增加自動化設備投資，使投資需求增加。

近年來，實質利率走低，人口老化為可能原因之一。因人口成長趨緩，投資需求降低，加以儲蓄率較高的 45 至 64 歲人口占比

增加，儲蓄供給增加，利率下降。隨人口持續老化，儲蓄漸減，若儲蓄減幅超過投資減幅，利率將再次上升。然而，多數研究認為，即使人口老化導致實質利率走升，亦很難回升至過往高點。

理論上，人口相對年輕的經濟體通膨應較低，而人口相對年老的經濟體通膨較高。然而，日本等人口高度老化的國家，通膨率反而較低。理論與實證上的不一致，可能因人口結構變化影響通膨的管道甚多，且影響方向不同而抵銷效果，例如，生命循環假說

認為人口老化將導致通膨率上升，但長期停滯假說（secular stagnation）則認為將導致通縮壓力。

本文共分為 5 節，除本節為前言外，第 2 節介紹近年全球與台灣人口結構轉變趨勢，及台灣人口結構變化之原因分析。第 3 節介紹人口老化對經濟成長、勞動力與勞動生產力、儲蓄及投資、實質利率，以及物價之影響。第 4 節則介紹人口老化對央行貨幣政策傳遞管道與政策目標之影響。最後為結語。

貳、全球人口老化，台灣人口結構亦趨老化

受少子化及預期壽命延長影響，全球人口老化快速，世界各國皆面臨不同程度的人口老化問題。據聯合國預測（UN, 2019），至 2050 年全球老年人口（註 2）將由 2019 年之 7 億人倍增至 15 億人，占總人口比率由 9.1% 升至 15.9%。台灣已於 2018 年進入高齡社會，並預計 2026 年進入超高齡社會（國發會，2018）。由於人口老化較主要國家快速，須及早規劃因應人口老化對社會及經濟之衝擊。

一、人口老化為全球趨勢

1. 受少子化與預期壽命延長影響，人口老化為全球趨勢

由於生育率下降與預期壽命延長，幼年

人口持續減少，老年人口持續增加，導致各國人口結構趨於老化。根據聯合國預測（UN, 2019），全球老年人口占總人口比率，由 2019 年的 9.1% 增加至 2050 年的 15.9%。2019 年，全球老年人口逾 7 億人，以東亞與東南亞最多，有 2.6 億人，占全球老年人口之 37%；其次為歐洲及北美洲之 2 億人，約占 28.5%（表 1、圖 8）。預期至 2050 年，全球老年人口將增至逾 15 億人，各區域的老年人口都將增加，其中以東亞與東南亞增加 3.12 億人最多，增至 5.73 億人；歐洲及北美等地區，因人口老化程度本就較高，老年人口增幅較小，老年人口占全球老年人口比率縮減至 19.1%（表 1、圖 1）。

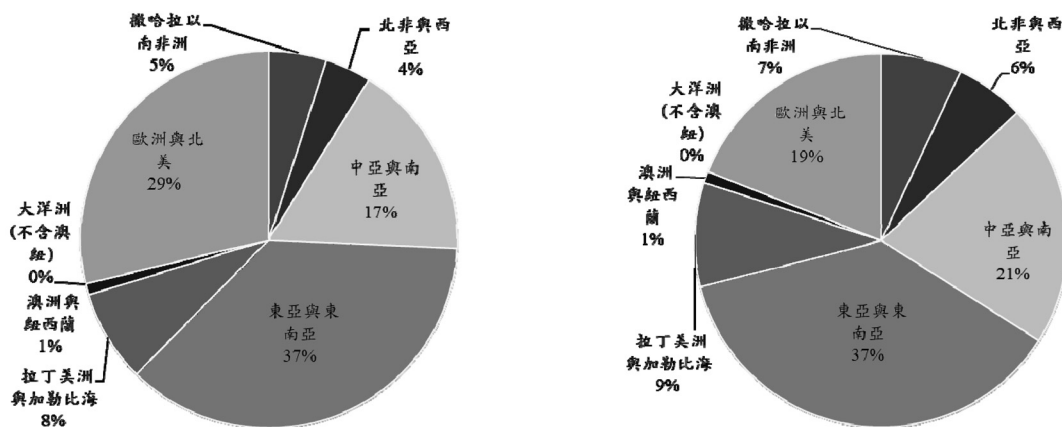
（註 2）0 至 14 歲稱為幼年人口，15 歲至 64 歲稱為青壯年人口，或稱工作年齡人口，65 歲以上稱為老年人口。

表 1 2019 年與 2050 年全球老年人口總數

區域	老年人口 (百萬人)			2050 年相較 2019 年增幅 (%)
	2019 年 (1)	2050 年 (2)	(2)-(1)	
全球	702.9	1,548.9	846.0	120.4
撒哈拉以南非洲	31.9	101.4	69.5	217.9
北非與西亞	29.4	95.8	66.4	225.9
中亞與南亞	119.0	328.1	209.1	175.7
東亞與東南亞	260.6	572.5	311.9	119.7
拉丁美洲與加勒比海	56.4	144.6	88.2	156.4
澳洲與紐西蘭	4.8	8.8	4.0	83.3
大洋洲(不含澳紐)	0.5	1.5	1.0	200.0
歐洲與北美	200.4	296.2	95.8	47.8

資料來源：聯合國(UN, 2019)

圖 1 全球老年人口之分布



資料來源：聯合國(UN, 2019)

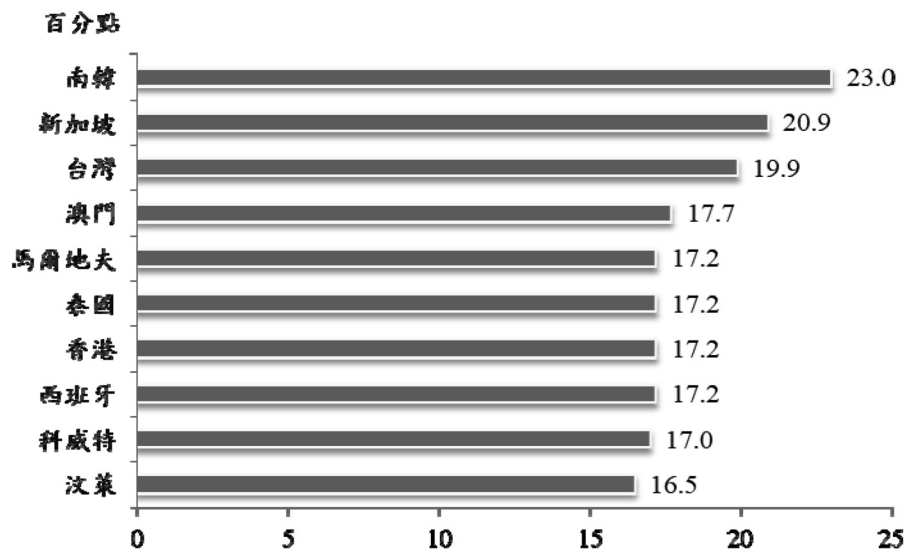
2. 台灣人口老化較主要國家快速

各國人口老化進展程度不同，歐洲國家開始人口老化的時間較早，如法國、挪威與義大利等國，於 18 世紀末或 19 世紀初便已

邁入高齡化社會；瑞典、德國、英國等國於 1970 年代邁入高齡社會；德國及義大利則於 2008 年成為超高齡社會。

亞洲方面，日本於 2005 年邁入超高齡社

圖 2 未來 30 年（2019-2050 年）老年人口占比增幅最大之 10 國



會，人口老化快速，於 2010 年成為全球老年人口占比最高的國家，其餘亞洲各國多尚處於人口紅利期（亦即扶養比低於 50%），但因少子化與預期壽命延長，亞洲各國人口老化快速。根據聯合國預估，在 2019 至 2050 年間，老年人口占比之增幅最大的 10 國中，有 9 國屬亞洲國家，前三名分別為南韓、新加坡及台灣，分別增加 23.0、20.9 及 19.9（註 3）個百分點（圖 2）。

根據國發會的人口推估，台灣由高齡社會轉變為超高齡社會，僅約 8 年，與南韓（7 年）及新加坡（7 年）相當，較其他主要國家快速許多（表 2）。

二、台灣人口結構變化之原因分析

1. 少子化現象，使台灣人口成長持續趨緩

台灣總生育率長期下滑，1980 年代已低於人口替代水準之 2.1 人。15-49 歲育齡婦女人數減少，連帶影響未來嬰兒出生數，致台灣人口成長趨緩。近年來，總生育率下降幅度稍緩，2019 年為 1.05 人（圖 3）。根據聯合國人口資料，2015 年至 2020 年全球總生育率平均為 2.47 人，其中台灣為 1.15 人，僅高於南韓之 1.11 人。

根據國發會人口推估，即使未來總生育率大幅上升至 1.5 人之高推估水準，出生數仍將減少，由 2019 年之 17.8 萬人，減至 2065 年之 13 萬人；若未來總生育率大幅下滑至 0.9 人之低推估水準，2065 年出生數將降至 5 萬人；若未來總生育率維持於 1.2 人之中推估水準，2065 年出生數將降至 9 萬人。影響所及，

（註 3）若依國發會（2018）中推估，則台灣增加 21.3 個百分點。

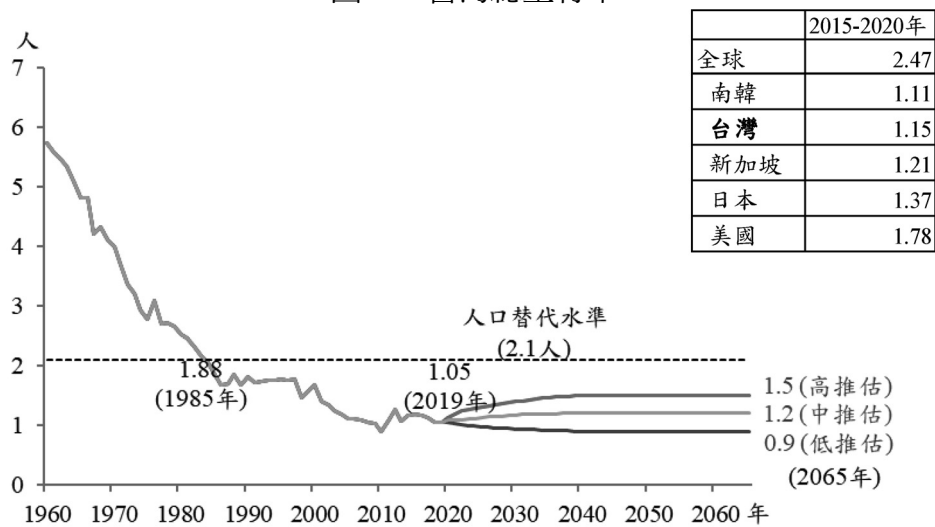
表 2 主要國家高齡化轉變速度

國別	老年人口占比到達年度(年)			轉變所需時間(年)	
	高齡化社會(7%)	高齡社會(14%)	超高齡社會(20%)	7%至 14%	14%至 20%
台灣	1993	2018	2026*	25	8*
南韓	1999	2018*	2025*	19*	7*
新加坡	1999	2019*	2026*	20*	7*
日本	1970	1994	2005	24	11
加拿大	1945	2010	2024*	65	14*
美國	1942	2013	2028*	71	15*
法國	1864	1991	2020*	127	29*
德國	1932	1972	2008	40	36
英國	1929	1976	2027*	47	51*

註：*表示為推估結果。

資料來源：國發會(2018)

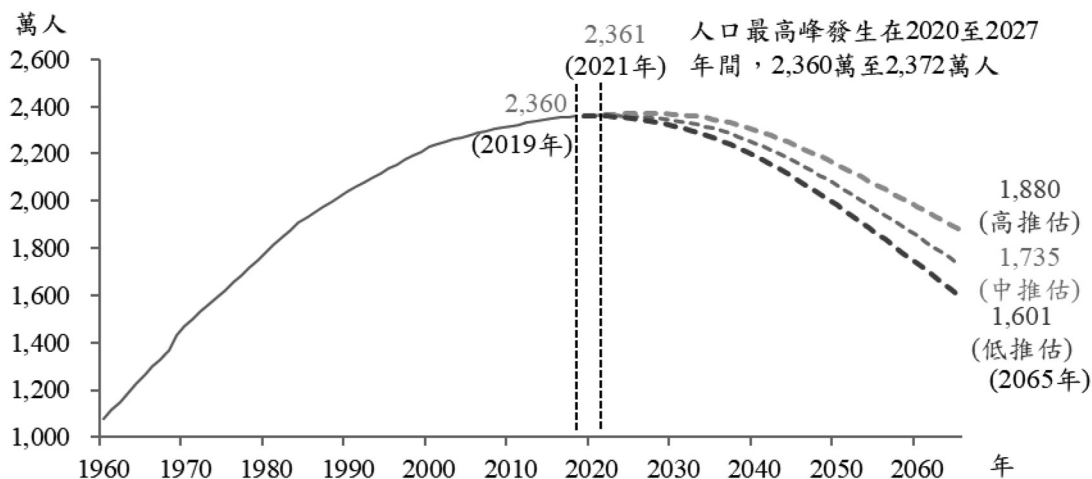
圖 3 台灣總生育率



註：總生育率係平均每位婦女一生生育子女數。2019 年總生育率係依生母各年齡別出生數之初步估計數資料計算。

資料來源：國發會(2018)、內政部人口統計、聯合國(UN, 2019)

圖4 台灣人口總數



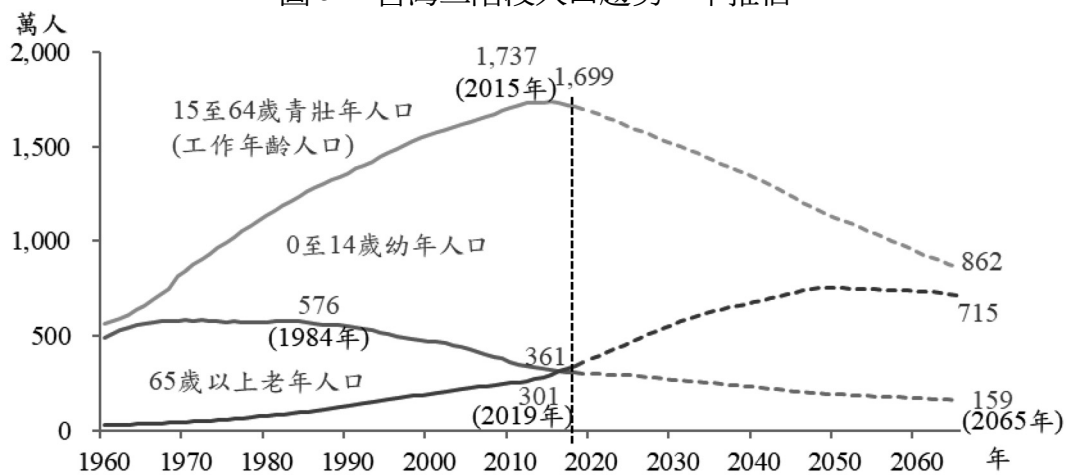
資料來源：國發會(2018)、內政部人口統計

台灣人口自然增加率（出生率減去死亡率），可能在1至7年內轉為負值。根據中推估之結果，台灣的人口高峰可能發生於2021年，總人口達2,361萬人，次年轉呈負成長，並持續下滑至2065年之1,735萬人，較2019年減少625萬人或26.5%（圖4）。

2. 幼年及青壯年人口持續下降，老年人口則持續成長

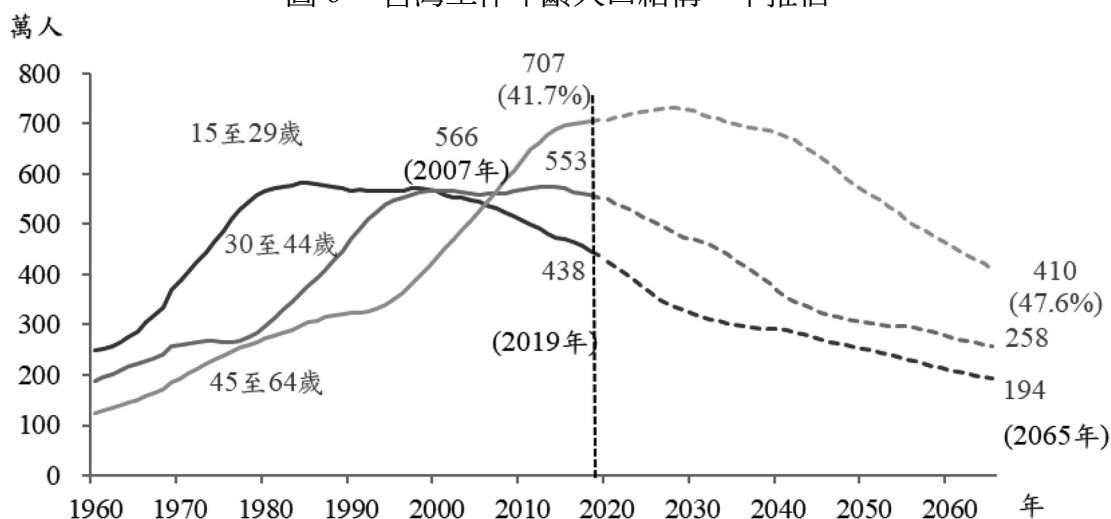
以中推估為例（圖5），因總生育率下滑，幼年及青壯年人口均呈現下降趨勢，青壯年人口自2015年達最高峰1,737萬人後下降，將降至2065年之862萬人，僅約2019年

圖5 台灣三階段人口趨勢—中推估



資料來源：國發會(2018)、內政部人口統計

圖 6 台灣工作年齡人口結構—中推估



資料來源：國發會(2018)、內政部人口統計

之半數；幼年人口自 1984 年起持續下滑，將降至 2065 年之 159 萬人。因預期壽命延長，老年人口則持續攀升，並於 2017 年超越幼年人口，且隨戰後嬰兒潮世代陸續邁入老年階段，將持續增至 2050 年後才轉為減少，但仍維持於 700 萬人以上的規模。

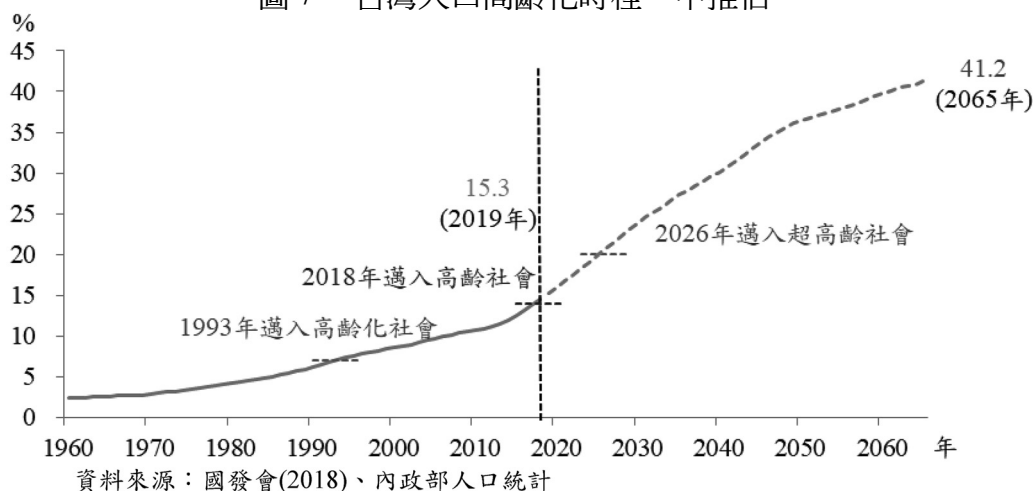
台灣工作年齡人口亦面臨高齡化的現象，中高齡（45 歲至 64 歲）已於 2007 年成為台灣工作年齡人口主要年齡層，至 2019 年為 707 萬人（圖 6），占工作年齡人口之 41.7%。中高齡人數雖逐漸降至 2065 年之 410 萬人，但因其他年齡層減幅更大，故中高齡占工作年齡人口之比率仍提高至 47.6%，顯示未來台灣工作年齡人口高齡化將更加明顯。

3. 台灣將於 2026 年邁入超高齡社會，為全球老化最快的國家之一

隨醫療水準提升、生活品質提高，台灣平均預期壽命持續上升，1993 年，老年人口占總人口比率超過 7%，邁入高齡化社會。2018 年，老年人口占比超過 14%，進入高齡社會。根據中推估之結果，2026 年時老年人口占比將超過 20%，成為超高齡社會。至 2065 年時，老年人口占比將高達 41.2%（圖 7）。

年齡中位數亦持續上升，預期將由 2019 年之 41.8 歲上升至 2034 年超過 50 歲，此時全台灣將有半數人口為 50 歲以上，並將持續上升至 2065 年之 57.8 歲。此外，老年人口將更為高齡，65 歲至 74 歲人口占老年人口比率，將由 2019 年之 60.4%，下降至 2065 年之 38.7%，85 歲以上所占比率則由 2019 年之 10.8% 上升至 2065 年之 26.1%。

圖 7 台灣人口高齡化時程—中推估



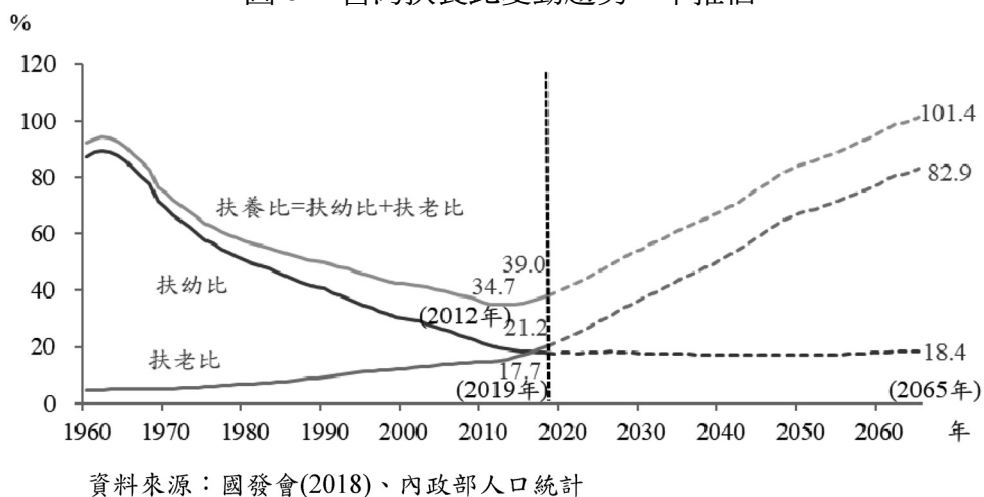
4. 少子化、高齡化之影響，人口快速老化加重社會扶養負擔

台灣的扶養比（註 4）於 2012 年達最低點 34.7%，而後逐年上升，2019 年為 39.0%，依中推估，將增加至 2065 年之 101.4%（圖

8）。其中，扶幼比長期下滑，2019 年為 17.7%，至 2065 年則略升為 18.4%；扶老比則快速上升，由 2019 年之 21.2% 上升至 2065 年之 82.9%，扶養負擔極為沉重。

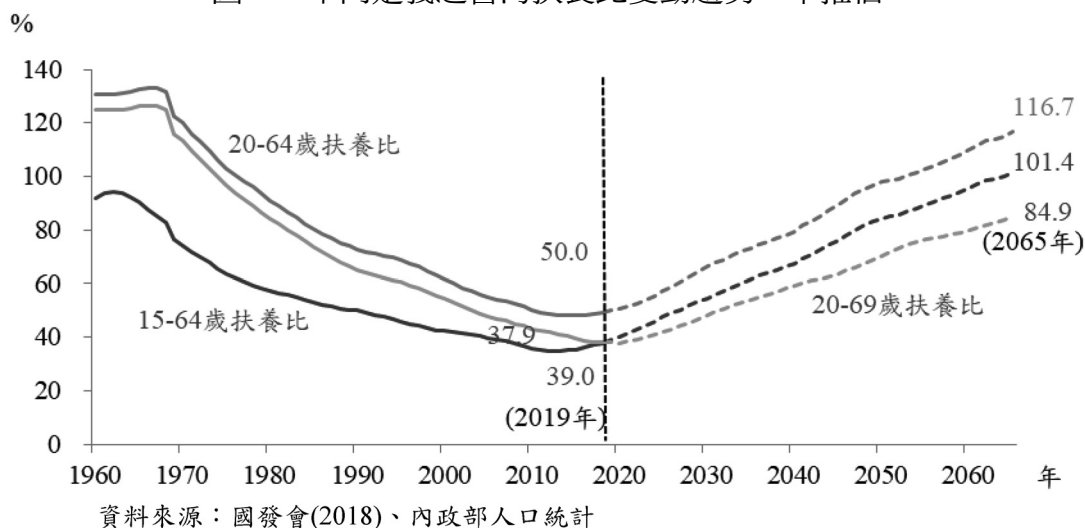
扶養比係反映人口結構的相對比率，並

圖 8 台灣扶養比變動趨勢—中推估



（註 4）扶養比（dependency ratio），係指依賴人口對具工作能力人口的比率，一般定義為每百位工作年齡人口所需負擔之幼年人口與老年人口，可用來衡量社會負擔程度，又可分為扶幼比（young dependency ratio）與扶老比（old dependency ratio）。

圖 9 不同定義之台灣扶養比變動趨勢—中推估



非實際扶養情況；若延長受教時間（即延後就業）或延後退休，將改變實際具生產能力者及所需扶養的依賴人口。由圖 9 可見，以

依賴人口較廣之 20-64 歲扶養比最高，2019 年後，則以 20-69 歲扶養比最低，惟三種扶養比皆持續升高，顯示社會負擔日益加重。

參、人口老化對總體經濟之影響

人口數量及年齡結構變化為影響經濟發展之重要關鍵。工作年齡人口數量與勞動供給有關，年齡分布與勞動生產力有關，而勞動供給與勞動生產力的高低，將影響潛在產出及經濟成長。此外，人口結構影響儲蓄供給，勞動供給則與投資需求（或資本）有關，故人口結構變化亦改變儲蓄供給與投資需求，進而改變實質均衡利率。人口結構變化所致之總合供給與總合需求變動，亦對物價造成影響。

本節將由新古典成長模型（Neoclassical

Growth Model）出發，概述人口結構變化對總體經濟之影響。而後由跨國或主要國家實證進一步分析人口老化對經濟成長、勞動市場、儲蓄與投資、利率，以及通膨的影響。

一、根據新古典成長模型，扶養比上升使人均 GDP 下滑（註 5）

根據新古典成長模型的封閉經濟體模型，扶養比上升（即工作年齡人口占比下降）將使可分配的 GDP 下滑，因此，人均 GDP 及人均消費減少。但因資本對勞動比提高，勞動生產力增加，故每一勞工平均 GDP

（註 5）本節整理自 IMF（2019）與 Bloom et al.（2010）。

(GDP per worker) 提高。此外，由於資本對勞動比提高，資本的邊際報酬率降低，因而導致平衡儲蓄與投資的實質利率下降。通膨方面，由於新古典經濟學派認為通膨僅為貨幣現象，不受人口結構變化影響。

值得注意的是，扶養比包含扶幼比及扶老比，兩者對總體經濟影響可能不同。例如，扶幼比上升，現階段雖使負擔增加，但未來的工作年齡人口增加，有利經濟發展；扶老比上升，未來的工作年齡人口並未增加，經濟發展未因此受益。換言之，扶幼比與扶老比對總體經濟的影響可能不具對稱性。現今世界各國人口快速老化，少子化使扶幼比下降，預期壽命延長使扶老比快速上升，扶養比上升主要因扶老比上升所致，可能加重對總體經濟的負面影響。

再者，若考慮行為變動效果 (behavioral effects)，亦即個體受環境影響而改變行為，則人口結構變化對總體經濟的影響將更為複雜。例如，因預期壽命延長，人們選擇延後退休，將使勞動力減幅縮小；若人們選擇不延後退休，將於工作期間增加儲蓄，以供未來退休生活使用，則使儲蓄增加。此外，若為開放經濟體，則可透過國際貿易、金融市場，以及勞動力移動等，改變人口老化對總體經濟的影響。

二、人口老化不利經濟成長

1. 長期少子化使工作年齡人口成長趨緩

長期少子化雖使幼年人口占比減少，減

輕扶養負擔，卻使工作年齡人口成長趨緩，加以預期壽命延長，使老年人口占比增加，加重扶養負擔。換言之，人口老化導致工作年齡人口占比下滑，導致勞動供給減少，可能使經濟體潛在產出下降。

工作年齡人口占比超過 50% 的階段，稱為人口紅利期 (demographic dividend)，因幼年人口及老年人口比率低，扶養負擔較輕，人口結構對經濟發展相對有利。Bloom et al. (2000) 指出，1965 年至 1990 年間東亞國家經濟成長（以人均 GDP 衡量）中，近 3 分之 1 來自人口紅利的貢獻。在其他條件不變下，工作年齡人口占比高，勞動供給充沛，有利經濟成長。

此外，IMF (2019) 利用 1990 年至 2017 年 G20 國家扶老比上升對人均 GDP 成長率影響的資料，推算 2018 年至 2030 年間的影響效果，結果發現，扶老比上升使 G20 人均 GDP 成長率平均降低 0.4 個百分點。南韓與德國等人口老化程度較高的國家，降幅逾 0.5 個百分點，僅日本因老化程度已高而使降幅較小。

2. 延後退休等個體行為改變，可減輕人口老化的負面影響

Bloom et al. (2010) 以 1960 年至 2005 年亞洲、非洲及拉丁美洲 62 國資料，探討人口結構變化對經濟成長的影響。結果發現，扶幼比下降，對經濟成長會造成顯著正向效果；扶老比上升，短期而言，不利經濟成長，但長期效果並不顯著，可能是因個體行

為改變及政府政策與制度改革，減輕了人口老化對經濟的負面影響。例如，人們面臨預期壽命延長，為支付更長退休期間的生活消費所需，可能增加工作期間的儲蓄，亦可能選擇延後退休，以維持退休後的生活水準。少子化使女性育嬰時間縮短，可促進女性進入或重返職場，提高女性勞參率。少子化亦使父母能提供子女更多教育資源，提高人力資本投資，有利勞動生產力的提升。另一方面，企業面臨人口老化導致的勞動力短缺，可採取彈性工時等制度，鼓勵中高齡勞工就業，或者投資自動化資本設備，提高勞動生產力。政府可透過適當政策協助家計單位與企業，如鼓勵中高齡勞工與女性就業、獎勵企業使用自動化設備，以及修改年金制度與延後法定退休年齡等方式，減輕人口老化對經濟的負面影響。

羅梅青（2014）探討 1970 年至 2012 年間亞洲地區 16 國人口結構變化對經濟成長之影響，亦發現扶幼比下降，使工作年齡人口占比上升，有利短期經濟成長；惟扶幼比下降對長期經濟成長的效果不顯著，甚至轉為負面，可能係因持續少子化，致工作年齡人口成長趨緩，不利長期經濟成長。扶老比上升，加重扶養負擔，不利短期經濟成長，但在長期，則有正向顯著的效果，原因在於個人行為改變可抵銷負面影響。

三、人口老化可能使勞動力及勞動生產力成長趨緩

1. 提高中高齡勞參率，可彌補人口老化對勞動供給之衝擊

人口老化使工作年齡人口成長趨緩，且中高齡勞工勞參率通常較低，故勞動力年齡層逐漸提高，勞參率可能隨之下降，而使勞動力減少。然而，因醫療保健環境改善、政策鼓勵等因素影響，中高齡勞參率日漸提高，有助於減緩人口老化對勞動供給之衝擊。

Bosomworth and Veit（2019）觀察到歐元區老年人口在法定退休年齡後，仍持續工作的比率增加；過去 20 年間，歐元區 60 至 64 歲之就業率由 20% 增至 45%，65 至 69 歲之就業率由 6% 增至 12%，70 至 74 歲之就業率亦達 5%。Mojon and Ragot（2019）則指出，全球金融危機後，各國政府為鞏固財政而進行年金改革，促使面臨退休的嬰兒潮世代延後退休，中高齡勞參率更為提高。2013 年至 2017 年間，歐元區新增約 7 百萬個工作機會，其中 6 百萬個屬 50 歲以上勞工。美國 55 歲以上勞工占勞動力之比率由 1995 年之 12% 提高至 2016 年之 23%；日本 65 歲以上勞工則自 2007 年以來增加近 4 百萬人。過去 10 年，OECD 國家 55-64 歲勞工平均勞參率由 33% 增至 55%；德國更由 2003 年約 40% 增至 2016 年之逾 70%。

2. 人口老化可能使薪資與生產力成長停滯，以及失業率偏低

中高齡勞參率增加，雖可填補人口老化導致的勞動力成長趨緩，但中高齡勞工比重

增加，可能導致薪資與勞動生產力成長停滯。日本央行（Bank of Japan, 2018）指出，日本近年來面臨嚴重勞動力短缺，但名目薪資成長仍停滯，原因在於女性及 65 歲以上年長者勞動供給大幅增加，且其勞動供給的薪資彈性較高。

勞工年齡提高，通常較不利勞動生產力成長。工作經驗累積雖可提高生產力，但體能與學習能力，以及創新能力皆可能隨年齡增長而下滑。此外，中高齡勞工轉換工作與雇主的頻率通常較低，而勞動流動性低，表示勞工可能並未留在最適合其技能之工作崗位，亦不利生產力成長。Feyrer（2007）檢視勞動力年齡結構與生產力成長之間的關聯，結果發現，40 至 49 歲年齡層與生產力成長相關性最高，預估此年齡層人數增加 5%，可使生產力年增 1 至 2%。Liu and Westelius（2017）指出，1990 年代以來，日本經濟成長疲弱，除了工作年齡人口減少以外，總要素生產力成長率下滑亦為原因之一；由於生產力最高的 40 至 49 歲年齡層人數減少，使日本總要素生產力成長率下降 0.7 至 0.9 個百分點。

失業率方面，Mester（2017）指出，由於中高齡勞工較少頻繁改變工作，故失業率較低；隨著中高齡勞工占勞動力比重增加，長期自然失業率將逐漸降低。Mojon and Ragot（2019）則認為，人口老化可能使失業率偏低，而無法反映出勞動市場真實情勢。

因此，若未將人口老化對失業率的影響納入考量，可能造成在執行貨幣或財政政策的寬鬆力道不足。

四、人口老化將使儲蓄下滑，對投資的影響則尚無定論

1. 人口老化前期，民間儲蓄增加，而後隨退休人口增加而減少

根據生命循環假說（life cycle hypothesis），個人會隨人生階段改變而調整消費與儲蓄行為，以平滑一生各階段的消費。因此，工作時期將持續儲蓄、累積資產，供退休後使用。退休後，則仰賴工作時期的儲蓄支應消費。因此，當一國的工作年齡人口占比較高時（人口老化前期），整體儲蓄率亦較高；當一國的老年人口占比高（人口老化後期），則整體儲蓄率較低。此外，出生率降低使育兒支出減少，預期壽命延長使工作年齡人口與老年人口搏節消費，增加儲蓄，故生育率降低與預期壽命延長亦可能使民間儲蓄增加；由於此等效果較可能在人口老化前期主導，故會帶動民間儲蓄增加。

Bosomworth and Veit（2019）指出，2010 年時 16 個歐元區國家中，有 13 國之老年人口儲蓄率（註 6）高於整體家計單位之儲蓄率，僅斯洛伐克、德國與比利時較低，顯然老年人口的儲蓄率較生命循環假說預期的高。惟一般認為，人口老化前期，儲蓄率最高的 45 歲至 64 歲年齡層占比增加，民間儲蓄隨之增加。人口老化後期，因越來越多退

（註 6）儲蓄率指家計單位的儲蓄占其可支配所得的比率。

休人口提領儲蓄，民間儲蓄將減少（註7）。

2. 年金制度不同，可能影響民間儲蓄意願

實際上，各國儲蓄情況差異甚大，除因國情差異及人口老化程度不同，還與該國年金制度有關。越慷慨（generous）的年金制度，人們儲蓄的意願越低，但過於慷慨而難以持續的年金制度，則使人們增加預防性（precautionary）儲蓄，以免未來年金減少。

Amaglobeli et al. (2019) 以 1960 年至 2015 年間 80 國的資料，分析人口老化與年金制度對民間儲蓄的影響，結果發現，扶老比上升 1 個百分點，民間儲蓄可能減少 0.5 至 0.7 個百分點；預期壽命延長 1 年，民間儲蓄增加約 1 個百分點。政府儲蓄亦影響民間儲蓄的變動，政府儲蓄減少 1 美元，約使民間儲蓄增加 0.6 美元，換言之，年金制度的可持續性（與政府儲蓄多寡有關）影響民間儲蓄的意願。年金制度方面，越慷慨的年金制度，使扶老比上升導致的民間儲蓄減幅越大，例如，扶老比上升 1 個百分點，較不慷慨的隨收隨付（Pay-As-You-Go, PAYG）基礎下的確定給付制（defined benefit, DB）國家，其民間儲蓄減少約 0.5 個百分點；但若為慷慨的 PAYG/DB 國家，其民間儲蓄將減少 0.6 個百分點。但若該國的金年制度為確定提撥制（defined contribution, DC），因鼓勵勞工為自身退休金而增加儲蓄，民間儲蓄減幅將縮小

為 0.3 個百分點。

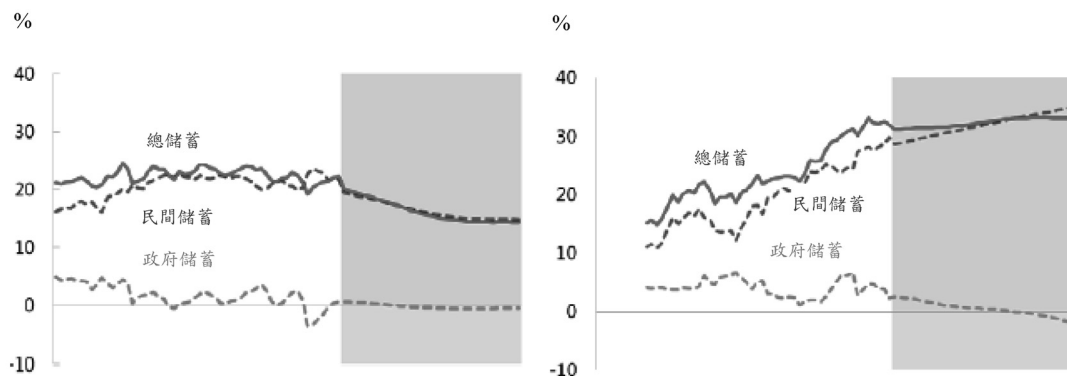
3. 人口老化將使政府財政情況惡化，儲蓄減少

老年人口增加將使年金支出增加，工作年齡人口減少則使年金收入減少，故人口老化勢必造成政府財政負擔，可預期政府儲蓄將長期下滑。Amaglobeli et al. (2019) 預期，至 2050 年，全球年金支出的增加，將使政府儲蓄相對 GDP 比率下滑約 2 個百分點，但各國下滑幅度差異甚大。已進行年金制度改革的先進經濟體，政府儲蓄相對 GDP 比率平均約下滑 1 個百分點。例如，德國雖人口快速老化，因進行年金改革與延後退休年齡，預期至 2050 年年金支出相對 GDP 比率僅增加約 2 個百分點；美國的改革幅度較小，但因人口結構相對年輕，且人口成長率較高，故年金支出相對 GDP 比率增加約 1.6 個百分點。新興與發展中經濟體的政府儲蓄下滑幅度較大，特別是人口老化快速且尚未進行年金改革的國家，驟升的年金支出勢必造成沉重負擔。例如，至 2050 年巴西與中國大陸之年金支出相對 GDP 比率將分別增加 7 與 6 個百分點。此外，至 2050 年全球儲蓄（註8）相對 GDP 比率將下滑約 3 個百分點，其中，人口結構較年輕的新興與發展中經濟體，民間儲蓄較高可抵銷政府儲蓄的減幅，使國民儲蓄（即總儲蓄）變動相對較小；人口老化較嚴重的先進經濟體，其民間儲蓄將

（註7）Amaglobeli et al. (2019) 與 IMF (2019) 指出，45 歲至 64 歲年齡層為儲蓄率最高的主要儲蓄者，該年齡層占比高時，整體儲蓄增加。至人口老化後期，提領儲蓄的退休者增加，則使整體儲蓄減少。

（註8）係指國民（national）儲蓄，為政府（public）儲蓄與民間儲蓄之總和。

圖 10 儲蓄占 GDP 比率之走勢



資料來源：Amaglobeli et al(2019)

大幅下滑，使國民儲蓄亦大幅下滑（圖 10）。

另根據 IMF（2019）預測，20 年後 G20 中已處於人口老化後期的先進經濟體總儲蓄相對 GDP 比率將由 2016 年之 20%降至約 15%。G20 各國政府儲蓄都將因人口老化而減少，惟進行年金改革可縮小減幅。民間儲蓄則因人口老化程度不同而有所差異，尚處人口老化前期的國家，因工作年齡人口為退休期之壽命延長而增加儲蓄，使民間儲蓄增加，進而增加總儲蓄。老化程度已深的國家，則因消耗儲蓄的老年人口增加，儲蓄率較高的工作年齡人口比率下滑，民間儲蓄將減少。

4. 人口老化對投資需求的影響，目前尚無定論

人口老化不僅影響家計單位的儲蓄決策，亦影響廠商的投資需求。若資本與勞動的關係為互補，則勞工越少，需要的資本設備越少。因此，人口老化將使勞動力減少，

降低廠商投資新資本設備的意願，而使資本存量減少。然而，資本與勞動之間的關係亦可能為替代品，如人工智慧、自動化設備或機器人等，可以取代部分人力。因此，當勞動力短缺時，若廠商選擇投資自動化設備或機器人等取代人力，則投資需求將增加。

Acemoglu and Restrepo（2017）的實證結果顯示，人口老化與人均 GDP 成長趨緩無關，因企業可運用自動化設備取代人力，故人口老化雖致勞動力成長趨緩，但人均 GDP 成長並未因此趨緩，甚至可能使人均 GDP 成長率提高。IMF（2019）建立模型，假設自動化設備可以完全替代人力，且家計單位的儲蓄足以支撐廠商融資需求，則廠商可增加投資自動化設備，以因應人口老化所致之勞動力短缺，其模擬結果顯示，資本存量、GDP、實質利率，以及勞動生產力都高於未以自動化設備取代人力的情況。

人口老化是否會造成投資需求下滑，視

資本與勞動之間的關係為互補或是替代而定，若自動化資本設備可取代勞動力之使用，則人口老化雖致勞動力成長趨緩，但廠商投資需求不一定下滑。

五、受人口老化影響，實質利率難以回到過去高點

1. 近年來實質利率走低，人口老化為可能原因之一

實質利率由投資需求與儲蓄供給所決定，兩者皆受人口動態影響。人口快速成長時期，因勞動供給充裕，理論上有較高的投資需求，但因扶幼比高、儲蓄率低，而使利率上升。隨人口成長趨緩，投資需求降低，加以儲蓄率較高的45至64歲人口占比增加，儲蓄供給增加，利率下降。隨人口持續老化，儲蓄漸減，若儲蓄減幅超過投資減幅，利率將再次上升。

Carvalho et al. (2016) 研究顯示，1990年至2014年間，人口結構改變使已開發國家的均衡實質利率下降約1.5個百分點，主因為預期壽命延長。Carvalho et al. (2017) 發現，預期壽命延長為美國實質利率下滑之主因。Arslanalp et al. (2019) 則發現，1985年至2013年間，亞洲各國的實質利率走低，主因為人口結構改變（包含扶幼比下降或扶老比上升）。此外，資本帳開放程度高，可減緩國內人口因素之影響，如日本、香港、紐西蘭及新加坡等國，因資本帳開放程度高，國內實質利率受國內人口結構變化影

響較小。

2. 人口老化可能使近期實質利率維持低檔

多數研究認為，人口老化使利率維持低檔。例如，Carvalho et al. (2017) 發現，預期壽命延長及人口成長減緩，造成美國實質利率下行壓力，由於人口結構變化趨勢難以在短期扭轉，故推測人口老化將使美國實質利率維持低檔。Arslanalp et al. (2019) 認為，在一切條件不變下，未來10年亞洲經濟體面臨的人口老化趨勢，將使利率下降1至2個百分點。

亦有學者認為人口老化最終將使利率上升。Goodhart and Pradhan (2017) 指出，1990年代後，中國大陸與東歐國家加入全球經濟體系，為全球帶來充沛勞動力，促進經濟發展。由於中國大陸等新興經濟體社會福利制度相對不完善，人民仰賴自身儲蓄，導致民間儲蓄率較高。在新興經濟體大量累積儲蓄下，造成現今儲蓄過剩（saving glut）的現象，使利率走低。後隨人口成長率持續偏低，工作年齡人口成長趨緩，加以預期壽命延長，致退休人數大幅增加，使儲蓄減少，最終將扭轉現今儲蓄過剩的現象，利率上升。

由於人口老化影響利率的管道多樣且影響方向不一，使未來利率走勢難以估計。預期壽命延長，以及預期扶老比上升，使工作年齡人口增加儲蓄，老年人口減少消耗儲蓄，增加利率下滑的壓力。另一方面，廠商

若以自動化設備取代勞力，使投資需求增加，增加利率上升壓力。此外，各國人口老化程度不一，人口老化前期國家之儲蓄增加可抵銷人口老化後期國家之儲蓄減少，減緩利率上升的壓力。整體而言，多數研究認為，即使人口老化導致實質利率走升，亦很難回升至過往高點。

六、人口老化對物價的影響管道眾多，且效果可能互相抵銷

1. 人口老化影響物價的理論與實證結果不一致

根據新古典成長理論，恆定狀態（steady state）之實質利率為折舊率與人口淨成長率之和。若貨幣的實質報酬等於實質利率，且與通膨率負相關，則人口成長率增加將使實質利率上升、通膨率下降。據此，可推測人口相對年輕的經濟體通膨較低，而人口相對年老的經濟體通膨較高。然而，日本等人口高度老化的國家，通膨率反而較低。Katagin（2018）的實證結果顯示，1990 至 2000 年間，人口老化所致之需求結構改變，造成日本約 0.3% 的通縮壓力。

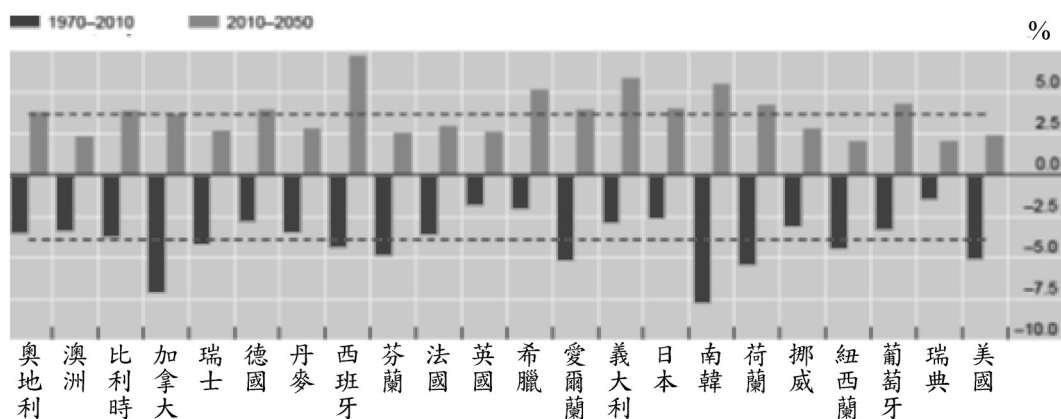
理論與實證上的不一致，可能因人口結構變化影響通膨的管道甚多，且影響方向不同而抵銷效果。以下說明人口結構變化影響通膨之可能管道，包含認為人口老化將導致通膨率上升的生命循環假說、導致通縮壓力的長期停滯假說，以及其他可能影響通膨的因素。

2. 根據生命循環假說，人口老化導致通膨壓力上升

生命循環假說認為，為使人生各階段消費維持穩定，人們會隨人生階段改變而調整消費與儲蓄行為，故各年齡層的儲蓄與消費模式不同，人口結構變化影響總合需求與供給，進而影響物價。當工作年齡人口占比較高，產出較高，總合供給高於需求，使通膨有下行壓力。若幼年人口與老年人口占比較高，則總合需求高於供給，使通膨有上升壓力。因此，根據生命循環假說，人口老化可能導致通膨壓力上升。

有關人口老化與通膨壓力之研究，過去多以人口老化嚴重且陷入通縮的日本為研究對象，Juselius and Takats（2015）認為可能造成結果偏誤，改以較多國家、較長期的資料，探討人口結構與通膨間之關聯。其實證結果較支持生命循環假說，扶養比與通膨為正向關係，工作年齡人口占比與通膨為負向關係，人口老化將導致通膨壓力上升。其估計結果顯示，過去 40 年間（1970 至 2010 年），工作年齡人口增加，使通膨平均降低約 4 個百分點，而未來 40 年（2010 至 2050 年）老年人口增加，將使通膨上升約 4 個百分點。各國情況因人口結構不同而有所差異（圖 11），美國人口結構相對年輕，過去 40 年的通膨降幅較大，未來 40 年的通膨升幅則較低；人口老化程度已高的日本與德國，過去 40 年通膨降幅較小，而未來通膨升幅亦與

圖 11 人口結構變化對通膨之影響



註：虛線表示各國平均。

資料來源：Juselius and Takats(2015)

樣本國家平均值相當。預期人口將快速老化的國家則遭遇較沉重的通膨壓力，如希臘、義大利、南韓與西班牙等國，未來通膨升幅將超過 5 個百分點。

Juselius and Takats (2018) 將資料再延長至 1870 年至 2016 年，亦得到扶養比與通膨為正向關聯之結論，並認為央行應及早因應人口老化所致之通膨上升壓力。

3. 根據長期停滯假說，人口老化將導致通膨壓力下滑

2008 年全球金融危機以來，主要先進經濟體遭遇低經濟成長、低通膨與低實質利率的問題。同時，少子化與嬰兒潮世代（註 9）步入退休，勞動供給成長放緩。美國前財政部長 Summers 認為可能是因人口成長與技術進步減緩，導致資本設備的需求不足，因而

陷入長期成長停滯（Summers, 2014）。此與 1990 年代泡沫經濟破滅後的日本相當類似。前日本央行總裁白川方明（Shirakawa, 2012）表示，人口老化為日本陷入經濟成長停滯與通縮的原因之一。由於人口老化，使日本勞動力成長趨緩，未來潛在產出下降，家計單位預期到未來所得減少，為增加儲蓄而減少目前消費，使總合需求降幅大於總合供給降幅，導致物價下跌。Fujita and Fujiwara (2016) 則指出，日本勞動力快速老化，導致勞動生產力、人均消費與實質利率下滑，惟日本央行未將人口老化對實質利率的影響納入考量，使貨幣寬鬆力道不足而陷入通縮。

Bobeica et al. (2017) 檢視歐元區中人口結構變化與通膨的長期關係，發現核心通膨

（註 9）1945 年至 1968 年間出生的嬰兒潮世代，目前年齡已落入 50 至 75 歲間。

與工作年齡人口占比之成長率的長期關係為正，符合長期停滯假說的預期。即使考慮貨幣政策之影響，其正向關係仍存，惟效果縮小。換言之，隨著扶老比增加、工作年齡人口成長率下滑，在無貨幣政策因應下，通膨將有下行壓力。Bosomworth and Veit (2019) 亦發現，工作年齡人口成長率與通膨具正向關係，符合長期停滯假說，並推論人口老化將使歐元區面臨通膨下滑的壓力。

4. 勞動力短缺使通膨上升，中高齡勞參率上升則可減輕通膨壓力

Goodhart and Pradhan (2017) 認為，人口老化所致之勞動供給減少，可提升勞工談判薪資的能力，使薪資提高，通膨壓力增加；並指出日本面臨人口老化問題，通膨卻偏低，乃因當時亞洲鄰國勞動力低廉而充沛，日本廠商可外移至其他國家而無須面對國內薪資上漲之壓力。然而，現今世界多數國家的勞動力成長趨緩，在勞動力日益短缺的情況下，勞方談判薪資的議價能力增強，最終將導致已開發國家薪資上漲，使通膨壓力上升。

另一方面，若中高齡勞參率提高，增加勞動力供給，可減輕薪資上漲的壓力。Mojon and Ragot (2019) 發現，近年來先進經濟體薪資成長停滯，部分因中高齡勞工勞動供給增加所致。Bosomworth and Veit (2019) 則發現，若退休年齡後的勞工持續工作，可抵銷部分因工作年齡人口成長率下滑所致之通

膨下滑壓力，惟勞動供給的增加亦可能抑制薪資成長，預測即使將退休年齡延後至 69 歲，未來 10 年間歐元區的核心通膨仍舊難以達成 2% 之目標水準。

5. 年輕世代與年長世代對政策影響力的消長，可能影響通膨

Bullard et al. (2012) 以政治經濟學的角度，探討人口結構變化造成的政策影響力消長對通膨的影響。由於年輕世代的收入主要來自薪資，且多為債務人，而年長世代的收入主要來自資產報酬，並多為債權人。根據 Tobin 效果，通膨上升使持有貨幣的成本增加，大眾將減少持有貨幣，轉而增持資本，資本累積增加使資本相對勞動充裕，雖使勞動生產力提高而薪資上升，惟資本報酬率降低。因此，年長者偏好較低的通膨，以免通膨過高侵蝕財富；資產較少且仰賴工作收入的年輕人，則偏好略高的通膨。以政治經濟學的角度來看，若某個世代對政府較有影響力時，則政府施政將反映出該世代的偏好。因此若年長世代對政府政策較有影響力時，則實質資本報酬率較高，且通膨率低，甚至可能為負；反之，若年輕世代較有影響力時，則實質資本報酬率較低，且通膨率較高。

戰後嬰兒潮世代加入職場，當時年輕世代對政府的影響力較強，通膨便偏高，隨嬰兒潮世代逐漸老化，年長世代對政府的影響力較強，通膨便逐漸下滑。依此論點，日本

陷入通縮，部分原因為人口結構變化，使政府施政上偏向年長世代偏好的政策。然而，實際上，政府施政上所考量的層面更為複雜，Anderson et al.（2014）認為，日本的人口老化嚴重，但日本央行可能受到過往陷入通縮的經驗影響，仍極力透過各種寬鬆政策，試圖使通膨率上升。

6. 人口結構變化使消費偏好改變，可能對通膨造成影響

由於不同年齡層的消費偏好不同，如年輕世代多消費房屋、運輸工具、通訊產品及教育等，年長世代則多消費醫療照護與旅遊等服務型支出，故人口結構變化可能改變商品的相對價格，例如，人口老化使房屋價格下跌、醫療服務價格上漲。Anderson et al.（2014）指出，人口老化導致日本土地價格下滑，增加通縮壓力。此外，日本退休者將外國資產變賣，將資金匯回國內以支應消費，使實質匯率升值，進口價格下滑，通縮壓力增加。

Yoon et al.（2014）認為，人口老化對通

膨的影響可分為供給面及需求面。人口老化導致經濟體內勞動供給減少，使總合供給下滑，而有通膨上升的壓力。另一方面，人口老化使消費減少，總合需求下降，而有通膨下滑壓力，且因消費偏好改變，使商品價格相對服務價格下滑，加以資產價格下滑，而有負面財富效果，加重通膨下滑壓力。另在檢視OECD 30國1960年至2013年資料後，發現人口老化對通膨之效果，由需求面導致的通膨下滑壓力主導。

7. 因應財政負擔之措施，可能影響通膨

政府採取不同措施因應人口結構變化所致之財政負擔，亦可能對通膨造成不同影響，若以財政整合（fiscal consolidation）措施改善財政問題，可能導致經濟成長放緩、產出缺口擴大，造成通膨下滑的壓力。若政府以印鈔因應財政負擔，則可能造成通膨壓力。例如，Anderson et al.（2014）指出，為因應人口老化導致的財政負擔，日本需要採取大規模的財政整頓計畫，但財政整頓計畫亦將使人口老化所致之通縮壓力更為沉重。

肆、人口老化對央行貨幣政策傳遞管道與政策目標之影響

台灣工作年齡人口自2015年達到最高峰後，逐年減少，但因工作年齡人口占總人口比率仍高，且因勞動參與意願持續緩升，而使短期內勞動人口仍維持成長。然而，台灣已邁入高齡社會，且2026年便可能邁入超高

齡社會，人口老化極為快速，且總人口亦將減少，實有必要思考人口結構變化對總體經濟及貨幣政策之影響，及早規劃因應對策。

一、人口老化對貨幣政策傳遞管道之影響

全球金融危機以來，貨幣政策對通膨與

失業率的影響力減低，可能係因信用市場發生變化，或市場對貨幣政策反應改變所致，而人口老化亦可能弱化貨幣政策有效性。Imam（2015）認為，由於貨幣政策傳遞管道對不同年齡層的重要性不同，故人口結構不同，貨幣政策的傳遞管道重要性亦不同，茲整理如下。

1. 利率管道在人口結構年輕的社會較重要

根據生命循環假說，年輕族群多為債務人，故對利率變動敏感；年長族群較無須借款且多為債權人，故對利率變化較不敏感。因此，在其他條件不變下，貨幣政策的利率管道對人口結構年輕的社會較重要。

2. 信用管道在人口老化的社會之重要性降低

信用管道與外部融資溢酬（external finance premium）有關，外部融資溢酬指家計單位或企業向外借款時，適用不同的借款利率，而借款利率與借款者的淨值呈反比。年長者因擁有較多資產，較能以自籌資金的方式投資與消費，且若年長者選擇對外融資，由於能提供較多的抵押品，借款的風險溢酬較低，外部融資成本亦較低。因此，貨幣政策的信用管道在人口老化的社會之重要性降低。

3. 財富效果管道的重要性因人口老化而提高

由於年長族群持有較多對利率變化敏感的固定收益資產，易受利率波動而影響財富價值，因此在平均年齡較高的社會中，貨幣政策的財富效果管道的重要性較高，故人口

老化提高財富效果管道的重要性。

4. 風險承擔管道的重要性因人口老化而降低

貨幣政策的風險承擔管道，係指貨幣政策透過鼓勵尋找收益（search for yield）的行為，如利用貨幣幻覺或對最低保證收益的渴望，影響金融機構對風險的看法，使得金融機構在利率下降時，傾向於承擔更多風險，在利率上升時，傾向於減少承擔風險。因年長者能夠回補損失的時間較年輕族群短，較不願意承擔額外風險。因此，貨幣政策的風險承擔管道對平均年齡較高的社會之重要性較低。

5. 預期管道在人口老化的社會之重要性較高

預期管道的傳遞能力奠基於央行可信度，理論上不受人口結構變化影響；惟由於年長者多為債權人，易因未預期到的通膨上升而受損，故重視通膨穩定甚於產出穩定。因此，在平均年齡較高的社會，央行可能會更強調物價穩定的重要性，積極地對抗通膨，使預期管道的重要性提高。

6. 匯率管道與人口結構之間的關係不明朗

人口老化將使民間儲蓄減少，加以政府收入小於支出，而使財政惡化，整體而言將使國家儲蓄減少。投資方面，人口老化使勞動力減少，民間投資下滑，公共投資亦因政府財政惡化而減少。儲蓄與投資的減幅孰大，將決定人口老化對經常帳及匯率的效果，但各國國情不同而使儲蓄與投資的減幅多寡不同，故人口老化對匯率管道影響不明。

二、央行政策目標及貨幣政策有效性受到人口老化影響

Imam (2015) 實證結果顯示，在老年人口占比高的社會，利率變動幅度需較大，才能使通膨與失業率的變動幅度與老年人口占比較低的社會相同。雖未能辨別何種貨幣政策傳遞管道受人口老化的影響較大，但人口老化確實削弱傳統貨幣政策的有效性。Yoshino and Miyamoto (2017) 探討人口老化對總體經濟、財政與貨幣政策有效性之影響，其結果亦顯示，工作年齡人口占比下降，將使產出、消費及投資減少，且降低財政與貨幣政策的有效性，並認為日本採取大規模的擴張性財政及貨幣政策刺激經濟成長的成效有限，乃因人口老化導致財政與貨幣政策有效性下滑所致。

綜合而言，央行所關注的政策目標，如通膨、產出缺口與失業率等，均受到人口結構變化影響。例如，人口老化可能導致通膨

壓力下滑，使央行的通膨目標難以達成；或使勞動力減少與生產力降低，而使潛在產出下滑，影響產出缺口的估計。失業率方面，因中高齡勞工轉換工作與雇主的頻率通常較年輕勞工低，隨著中高齡勞工占勞動力比重增加，平均而言失業率將偏低，而無法反映出勞動市場真實情勢。若未將人口老化對央行政策目標之影響納入決策考量，可能使貨幣政策的力道不足。

此外，人口老化造成實質利率走低，更易觸及零利率底線，並削弱傳統貨幣政策效力。Carvalho et al. (2016) 與 Bobeica et al. (2017) 指出，若未將人口老化對貨幣政策效力的影響納入考量，可能導致寬鬆力道不足，而無法抵銷人口老化對總體經濟的負面影響，進而造成通縮壓力。央行應持續關注人口老化之演變及對總體經濟造成之影響，並及早研擬因應。

伍、結語

人口老化為全球趨勢，但各國人口老化進展程度不同。歐洲國家人口老化的時間較早，如法國、挪威與義大利等國，18 世紀末或 19 世紀初便已邁入高齡化社會，故有較長時間應對人口老化之影響。亞洲方面，目前以日本的人口老化程度最深，在 2005 年便已邁入超高齡社會，2010 年成為全球老年人口

占比最高的國家。其餘亞洲各國多仍處於人口紅利期，但因少子化與預期壽命延長，亞洲各國人口老化快速。聯合國預估，在 2019 至 2050 年間，以南韓、新加坡及台灣的老年人口占比增幅最大，轉變為超高齡社會的時間，也較其他主要國家快速。根據國發會人口推估，預計台灣於 2026 年邁入超高齡社

會，轉變所需時間不到 10 年，極為快速，實有必要思考人口結構變化對總體經濟及貨幣政策之影響，及早規劃因應對策。

央行所關注的政策目標，如產出缺口、失業率與通膨等，皆受到人口老化影響。例如，人口老化導致勞動力成長趨緩，使潛在產出下降，影響產出缺口之估計。中高齡勞參率提高，可能使薪資成長停滯，造成通縮壓力，且失業率走低而無法反映勞動市場真

實情勢。此外，人口老化為近年來實質利率走低的原因之一，且可能削弱傳統貨幣政策效力。研究指出，日本央行未將人口老化所致之實質利率走低納入考量，使寬鬆政策力道不足，導致通縮壓力。因此，央行應持續關注人口老化之演變，以及其對總體經濟與傳統貨幣政策效力之影響，並及早研擬因應措施，減緩人口老化對經濟之負面影響。

參考文獻

- 羅梅青（2014），「亞洲主要國家人口老化對經濟成長的影響」，台灣經濟論衡，第十二卷第七期，國發會，頁 73-92。
- 國發會（2018），「人口推估報告（2018 至 2065 年）」。
- Acemoglu, D. and P. Restrepo（2017），“Secular Stagnation? The Effect of Aging on Economic Growth in the Age of Automation,” *NBER Working Paper*, No. 23077.
- Amaglobeli, M. D., H. Chai, M. E. Dabla-Norris, M. K. Dybczak, M. Soto, and A. F. Tieman（2019），“The Future of Saving: The Role of Pension System Design in an Aging World,” *International Monetary Fund*.
- Anderson, D., D. Botman, and B. Hunt（2014），“Is Japan’s population aging deflationary?” *IMF Working Papers*, No. 14-139, August.
- Arslanalp, S., J. Lee, and U. Rawat（2019），“Demographics and interest rates in Asia,” *Japan and the World Economy*, Vol. 50, pp. 14-24.
- Bank of Japan（2018），“The Recent Increase in Labor Supply and Wage Development,” *The Outlook for Economic Activity and Prices*, July.
- Bloom, D. E., D. Canning, and G. Fink（2010），“Implications of Population Ageing for Economic Growth,” *Oxford review of economic policy*, Vol.26, No.4, pp. 583-612.
- Bloom, D. E., D. Canning, and P. Malaney（2000），“Demographic Change and Economic Growth in Asia,” *Population and Development Review*, Vol.26, pp. 257-90.
- Bobeica, E., C. Nickel, E. Lis, and Y. Sun（2017），“Demographics and inflation”, *ECB Working Paper*, No. 2006.
- Bosomworth, A. and K. Veit（2019），“ECB Monetary Policy Confronts Aging Demographics and Elusive Inflation,” *PIMCO*, March.
- Bullard, J., C. Garrigaand, and C. J. Waller（2012），“Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 94, No.6, pp.419-39.
- Carvalho, C., A. Ferrero, and F. Nechio（2016），“Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism,” *European Economic Review*, Vol.88, pp. 208-226.
- Carvalho, C., A. Ferrero, and F. Nechio（2017），“Demographic transition and low us interest rates,” *FRBSF Economic Letter*.

- Feyrer, J. (2007), "Demographics and Productivity," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 89, No. 1, pp. 100-109.
- Fujita, S. and I. Fujiwara, I. (2016), "Declining Trends in the Real Interest Rate and Inflation: The Role of Aging," *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Papers*, No. 16-29.
- Goodhart, C. and M. Pradhan (2017), "Demographics will reverse three multi-decade global trends," *BIS Working Papers*, No. 656, August.
- Imam, P. (2015), "Shock from graying: Is the demographic shift weakening monetary policy effectiveness," *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 20, No. 2, pp. 138-154.
- IMF (2019), "Macroeconomics of Aging and Policy Implications," *G-20 Background Note*, June 5.
- Juselius, M. and E. Takáts (2015), "Can demography affect inflation and monetary policy?" *BIS Working Papers*, No. 485, February.
- Juselius, M. and E. Takáts (2018), "The Enduring Link between Demography and Inflation," *BIS Working Papers*, No. 722, May.
- Katagiri, M. (2018), "Economic Consequences of Population Aging in Japan: Effects through Changes in Demand Structure," *The Singapore Economic Review*, pp. 1-23.
- Liu, Y. and N. Westelius (2017), "The Impact of Demographics on Productivity and Inflation in Japan," *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, Vol. 26, No. 4.
- Mester, L.J. (2017), "Demographics and Their Implications for the Economy and Policy," Cato Institute's 35th Annual Monetary Conference: The Future of Monetary Policy, Washington, DC.
- Mojon, B. and X. Ragot (2019), "Can an Ageing Workforce Explain Low Inflation?" *BIS Working Papers*, No. 776, March.
- Shirakawa, M. (2012), "Demographic Changes and Macroeconomic Performance: Japanese Experiences," Opening Remark at 2012 BOJ-IMES Conference hosted by the Institute for Monetary and Economic Studies, the Bank of Japan, May 30.
- Summers, L. (2014), "Reactions on the New Secular Stagnation Hypothesis," in C. Teulings and R. Baldwin (eds), *Secular stagnation: Facts, causes and cures*, VoxEU ebook, pp. 27-40.
- United Nations (2019), "World Population Ageing 2019," United Nations.
- Yoon, J. W., J. Kim, and J. Lee (2014), "Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy," *IMF Working Papers*, No. 14-210, November.
- Yoshino, N. and H. Miyamoto (2017), "Decreased Effectiveness of Fiscal and Monetary Policies in Japan's Aging Society," *ADB Working Paper*, No. 691.

(本文完成於 109 年 6 月，作者為本行經濟研究處專員)

由分析經常帳結構變化探討日本高齡化現象下產業政策之轉變與啟示

高 超 洋

摘 要

近年日本經濟面對人口高齡化現象而來之供給面及需求面制約之衝擊，除企業擴大對外直接投資外，政府並積極推動外國人訪日旅遊因應。影響所及，長期以來經常帳順差之主要來源—商品貿易順差，逐漸由初次所得（包括薪資所得、投資所得及其他初次所得）順差，以及智慧財產權使用費及旅行等服務貿易順差取代。此一趨勢，同時亦反映日本產業發展政策已發生結構性的轉變。

日本政府認為商品貿易順差縮小，不必然顯示以商品貿易賺取外匯之製造業萎縮，亦可視為企業積極向海外發展，在全球市場發揮競爭力之象徵。因此，安倍經濟學之第三箭「成長策略」將衡量經濟成長之指標由「國內生產毛額」（Gross Domestic Product, GDP）轉換為「國民所得毛額」（Gross National Income, GNI）。同時，產業發展策略亦由「貿易立國」推進至「投資立國」。

我國與日本同樣面對高齡化現象之挑戰，且積極推動「新南向政策」，試圖加強

與東南亞國家間之產業及供應鏈合作，日本由「貿易立國」推進至「投資立國」之產業發展策略值得參考。

一、因應高齡化現象，日本將產業政策由「貿易立國」推進至「投資立國」

2010 年日本正式邁入「超高齡社會」，工作年齡（15~64 歲）人口比重，自 1995 年之高峰 69.5%，降至 2019 年之 59.5%。由於工作年齡人口是社會生產、消費、創新及儲蓄之主力外，更是扶養之主力，因此一旦其成長之勢不再，表現在經濟活動上就是生產效能、內需消費市場、技術創新，以及資本累積等均將失去再擴張之基礎。為因應人口高齡化現象而來之供給面及需求面之制約，2005 年小泉純一郎首相提出之「日本 21 世紀藍圖」即指出，日本準備用 30 年時間完成「貿易立國」推進至「投資立國」之策略性轉型。2012 年底安倍首相上任推動「安倍經濟學」，以成為「國民所得毛額」（GNI）大國為目標，對外直接投資明顯加速。而

且，積極運用貿易振興機構與國際協力銀行之全球網絡，協助具有競爭潛力之地方中小企業打入國外供應鏈或設立國外生產據點，藉以活化地方產業，並建構亞洲全球價值鏈（Global Value Chain）。

二、近年日本經常帳已發生結構性變化，反映其產業發展政策之轉變

日本透過對亞洲之對外直接投資，積極建構亞洲全球價值鏈，試圖藉此緩和高齢化現象對經濟之衝擊，其成效可從近年經常帳之組成所發生之結構性變化得到印證。

日本之商品貿易順差自 2008 年首度低於 10 兆日圓，之後逐年遞減，2019 年僅 3,812 億日圓。惟初次所得順差則自 2004 年首度跨越 1 兆日圓，之後逐年遞增，2019 年已達 20.9 兆日圓。過去初次所得順差約半數以上為證券投資所得，近年對外直接投資之收益回流國內，股利及準公司所得收回逐漸成為經常帳順差之主要來源。促使日本之初次所得能於 2015 年突破 20 兆日圓大關之原因，除得力於長期以來製造業海外投資之外，近年服務業成功的國外投資策略轉型亦為關鍵因素。例如，零售業及餐飲業之「亞洲化」策略，大型綜合商社以產業鏈關鍵結點企業為投資標的之策略，以及投資控股集團以亞洲新創企業為投資標的之策略等。

三、伴隨「投資立國」之產業政策，日本以成為 GNI 大國為目標

受高齢化現象影響，日本之 GDP 不易再

高度成長，惟所得收支則呈穩定增加之趨勢。影響所及，近年 GNI 規模較 GDP 約高出 5%，且呈擴大之趨勢。鑑於 GNI 較 GDP 更能準確反映國民財富之變化，日本政府計劃經由成為投資大國、引導企業將國外之財富回流國內，以及支援新興產業及新創企業創造國內僱用等三階段策略，致力擴大國民財富，實現 2013 年起 10 年內人均 GNI 增加 150 萬日圓之目標。

上述第一階段之策略主要係支援具競爭潛力之中小企業積極拓展海外據點；第二段則運用租稅獎勵措施鼓勵企業將收益回流國內，強化國內母公司之研發及投資能量，以提升產業競爭力；第三階段為填補企業至國外投資後減少之工作機會，除強化在金融面及租稅面支援中小新創企業之外，亦致力培育健康、醫療及照護等新興產業，創造新的僱用機會。

四、日本協助中小企業積極建構亞洲全球價值鏈之策略，值得我國參考

近年日本對亞洲之投資規模擴大，且投資收益率亦高於北美與歐洲，確保經常帳能持續維持順差。OECD 之附加價值貿易（TiVA, Trade in Value Added）統計亦顯示，日本企業在亞洲全球價值鏈享有很高程度的整合利益，尤其在汽車相關產業，有助提升國內產業競爭力。另外，亞洲亦是日本智慧財產權使用費與旅行順差之主要來源，對縮小服務收支逆差之貢獻愈來愈大。

我國似可參考日本之經驗，協助零售及餐飲等服務業強化「亞洲化」策略，並配合企業規劃於東南亞之關鍵產業鏈結點及關鍵市場及早進行布局，鼓勵投資控股集團以亞洲新創企業為投資標的等策略，不但可避免被全球價值鏈及 FTA 潮流邊緣化，並可由商品外貿進一步走向海外投資回報。

五、引導企業將國外所得收益回流國內，強化母公司研發能量，提升產業競爭力，需政府政策積極配合

為促進企業將國外所得收益回流國內，日本政府除積極與東南亞新興國家簽訂投資

協定及租稅條約，致力建立防範租稅糾紛之機制，使得日本企業之投資能獲得充分保障，且順利處理與投資地之重複課稅等各種稅務問題。同時，亦思考如何運用租稅獎勵措施鼓勵企業將收益所得回流國內，積極用於強化母公司之研發，或投資新興產業、新創企業，藉以提升國內產業競爭力。此一由政府積極建立制度全力配合之作法，似可提供未來我國在面對高齡化現象之供給面及需求面制約下，仍可藉由擴大所得收支以維持經常帳順差成長動能之參考。

壹、前言

近年日本經濟面對人口高齡化現象而來之供給面及需求面制約之衝擊，除企業擴大對外直接投資之外，政府並積極推動外國人訪日旅遊因應。影響所及，長期以來經常帳順差之主要來源—商品貿易順差，逐漸由初次所得（包括薪資所得、投資所得及其他初次所得）順差，以及智慧財產權使用費及旅行等服務貿易順差取代。此一趨勢，同時亦反映日本產業發展政策已發生結構性的轉變。

日本政府認為商品貿易順差縮小，不必然顯示以商品貿易賺取外匯之製造業萎縮，亦可視為企業積極向國外發展，在全球市場發揮競爭力之象徵。因此，安倍經濟學之第三箭「成長策略」，計劃將衡量經濟成長之

指標由「國內生產毛額」（Gross Domestic Product, GDP）轉換為「國民所得毛額」（Gross National Income, GNI）。同時，產業發展策略亦由「貿易立國」推進至「投資立國」。

長期以來我國維持商品貿易順差，2019年為全球第五大淨債權國。惟與日本同樣即將面對高齡化現象之挑戰，未來若生產效率或競爭力因而下降，恐將影響商品貿易。因此，若能藉由增加初次所得，以及智慧財產權使用費、旅行等服務貿易，將有助維持經常帳順差之成長動能。而且，我國正致力推動「新南向政策」，期待藉由加強與東南亞國家間之產業及供應鏈合作，以提升產業競

爭力。日本結合對外直接投資與證券投資於亞洲全球價值鏈進行布局，由商品貿易走向海外投資回報之產業發展策略，值得參考。本文共分五節，第壹節前言；第貳節介紹日本之產業政策由「貿易立國」推進至「投資

立國」之構想；第參節藉由分析經常帳之結構變化，探討「投資立國」產業政策之執行情形與成效；第肆節伴隨產業政策推進至「投資立國」，日本以成為 GNI 大國為目標之作法；第伍節則是本文之結語與啟示。

貳、因應高齡化現象，日本之產業政策由「貿易立國」推進至「投資立國」

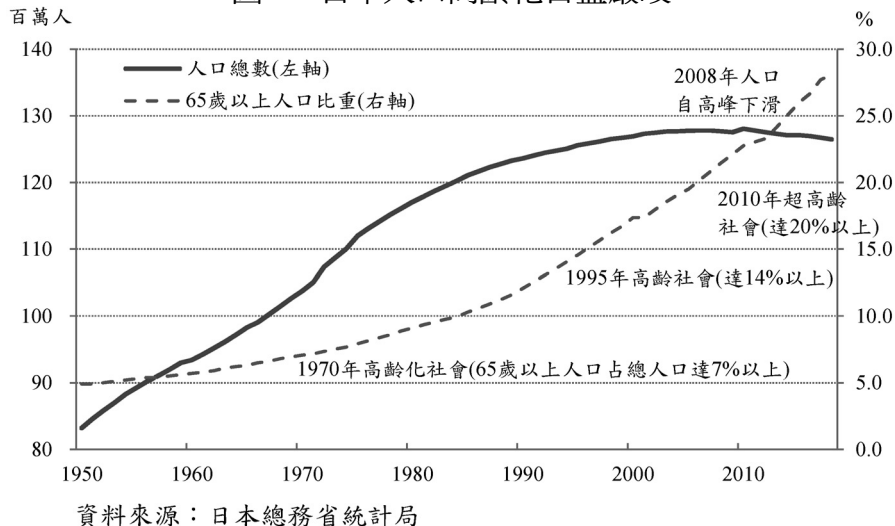
為因應人口高齡化現象而來之供給面及需求面之制約對經濟之衝擊，2005 年小泉純一郎首相提出之「日本 21 世紀藍圖」即指出，日本準備用 30 年時間完成「貿易立國」推進至「投資立國」之策略性轉型。2012 年底安倍首相上任推動「安倍經濟學」，以成

為「國民所得毛額」大國為目標，對外直接投資明顯加速。

一、人口高齡化致工作年齡人口快速減少

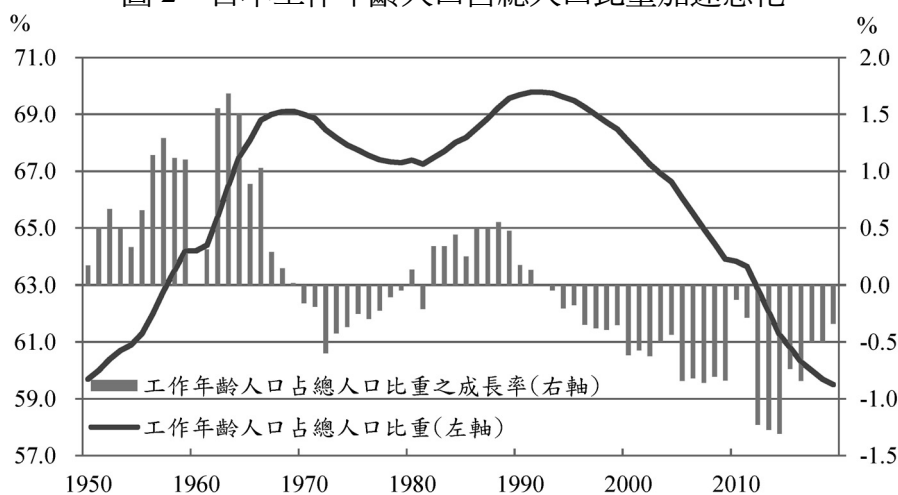
2010 年日本正式邁入「超高齡社會」（註1），「高齡社會」至「超高齡社會」，僅耗時 15 年（圖 1）。根據日本政府之預

圖 1 日本人口高齡化日益嚴峻



（註1）根據聯合國世界衛生組織（WHO）之定義，65 歲以上人口為老年人，當老年人口占總人口達 7% 以上，這個社會便稱為「高齡化社會」（aging society）；達 14% 以上，稱為「高齡社會」（aged society）；達 20% 以上，稱為「超高齡社會」（super-aged society）。

圖 2 日本工作年齡人口占總人口比重加速惡化



資料來源：日本總務省統計局

估，2025 年高齡者占總人口比重將超過 30%，2060 年則超過 40%。影響所及，日本之工作年齡（15~64 歲）人口自 1995 年起自 8,726 萬人之高峰下滑，2019 年已降至 7,507 萬人，25 年間大幅減少約 14%。工作年齡人口占總人口比重，亦隨之由 1995 年之 69.5%，降至 2019 年之 59.5%（圖 2）。由於這個年齡層除了是社會生產、消費、創新及儲蓄之主力外，更是扶養之主力，因此一旦其成長之勢不再，表現在經濟活動上就是生產效能、內需消費市場、技術創新，以及資本累積等均將失去再擴張之基礎。

二、積極建構亞洲全球價值鏈因應高齡化現象下供給及需求面之制約

日本為因應伴隨工作年齡人口快速減少而來之供給面及需求面制約，近年對外直接投資明顯加速，由 2012 年之 9.4 兆日圓大幅

擴增至 2019 年之 27.2 兆日圓（圖 3）。

日本製造業透過對外直接投資設立生產據點，近年逐漸集中於亞洲。截至 2019 年底投資總額約 80 兆日圓，其中亞洲占比最高約 35.5%，其次為歐洲 31.7%，以及北美 25.6%（圖 4）。亞洲又以 ASEAN 占 46.1%、中國大陸占 32.2%。於當地設立生產據點之理由，北美及歐洲主要以當地市場為目標，亞洲則不僅以當地市場，更以出口至美國、歐洲，以及回銷日本國內為目標。

OECD 之附加價值貿易（TiVA, Trade in Value Added）統計亦顯示，日本對美國及歐盟以附加價值為基礎之出口均大幅高於通關統計（圖 5 及圖 6），意謂日本有很大一部分的出口係經由第三國家，例如 ASEAN 國家及中國大陸加工後，再出口至美國及歐盟；日本對 ASEAN 國家及中國大陸之出口商品

圖3 日本對外直接投資（流量）之變化

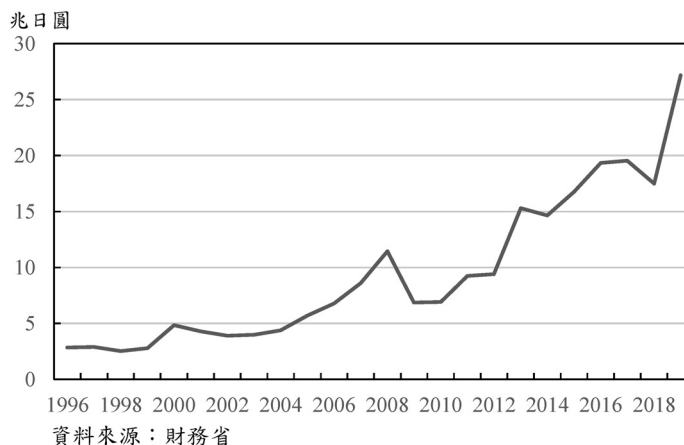
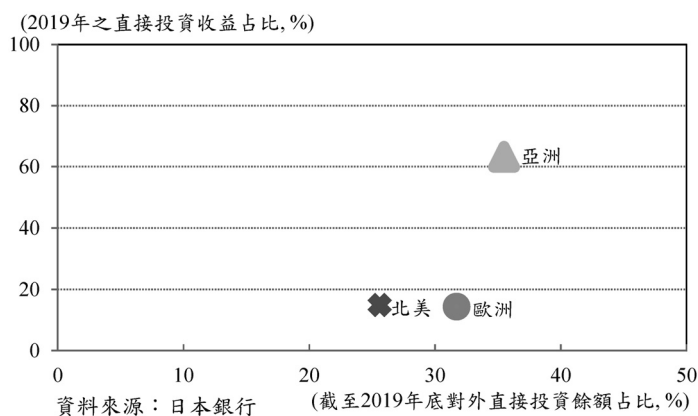


圖4 日本製造業對外直接投資及收益之主要區域別



則內含許多美國及歐盟等亞洲以外地區為最終需求地之附加價值（圖7及圖8）。此一現象，印證了日本企業在亞洲全球價值鏈（GVC, Global Value Chain）（註2），已享

有很高程度的整合利益，尤其在汽車相關產業（註3）。

日本與亞洲之產業分工模式，根據日本總合研究所之研究，日本國內宜強化資本財

（註2）不同於供應鏈（Supply Chain）理論將重點放置在成本極小化，以及各供應者接續生產的時間及速度，1985年麥克波特（Michael Porter）在「競爭優勢」一書中提出價值鏈（Value Chain），認為企業創造價值的過程是由一系列相互聯繫的價值活動所構成，包括：研發（R&D）、原物料及設備採購、產品生產、運輸、倉儲、行銷、服務等環節，該完整之鏈狀結構即為價值鏈。參考蔡佩珍（2015）。

（註3）參考 OECD（2018）；三浦有史（2019）。

圖 5 日本對美國出口情況

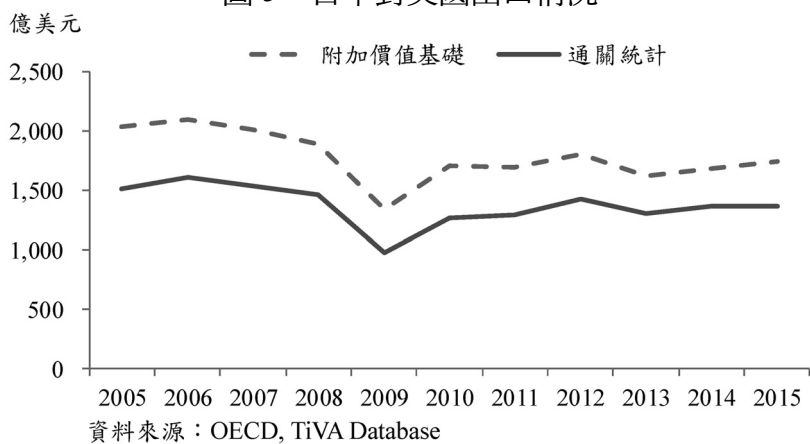


圖 6 日本對歐盟及英國(28 國)出口情況

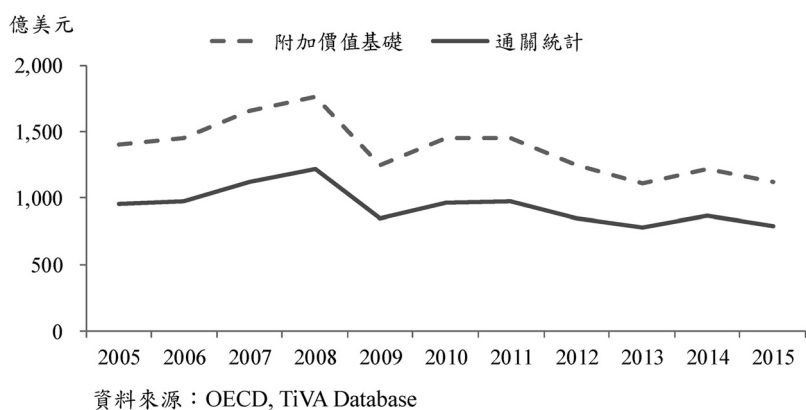


圖 7 日本對 ASEAN 出口情況

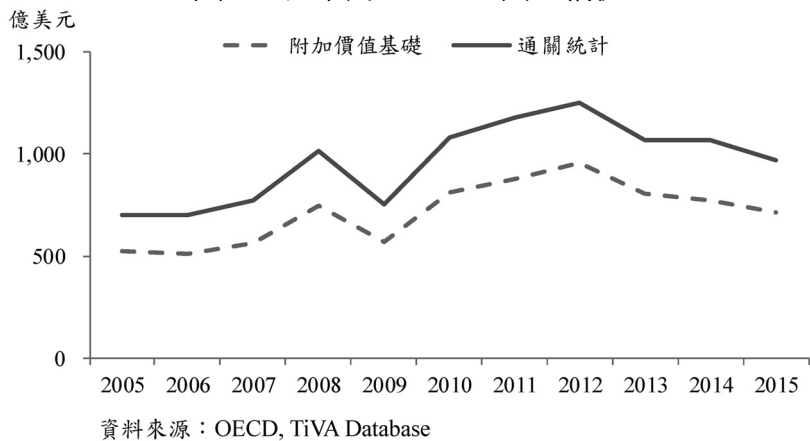
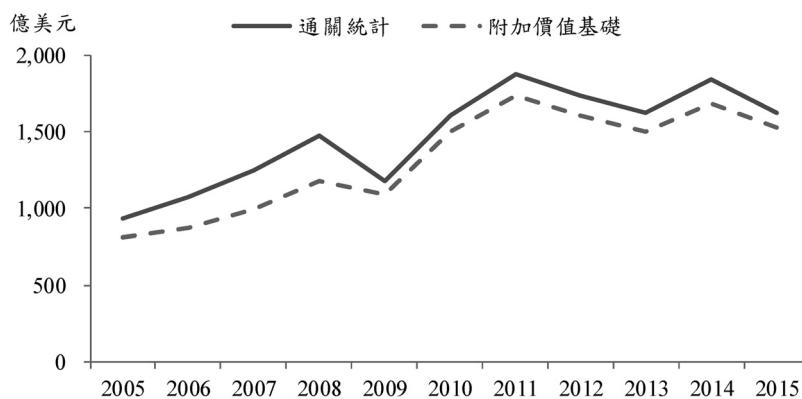


圖 8 日本對中國大陸出口情況



資料來源：OECD, TiVA Database

（例如機械類），以及具高技術水準的關鍵零組件、化學工業產品之生產模式，以維持出口成長；於亞洲則宜積極建構耐久消費財（例如汽車及電器機械等）之全球價值鏈，擴大所得回流日本國內，藉以增加所得收支

及服務收支順差之規模（註 4）。觀察 2010 年以來日本出口商品結構之變化，大致亦朝向此一趨勢發展。其中，半導體等製造設備出口於 2017 年起即明顯增加，2019 年占比之排名已上升至第 6 位（表 1）。各產業之對外

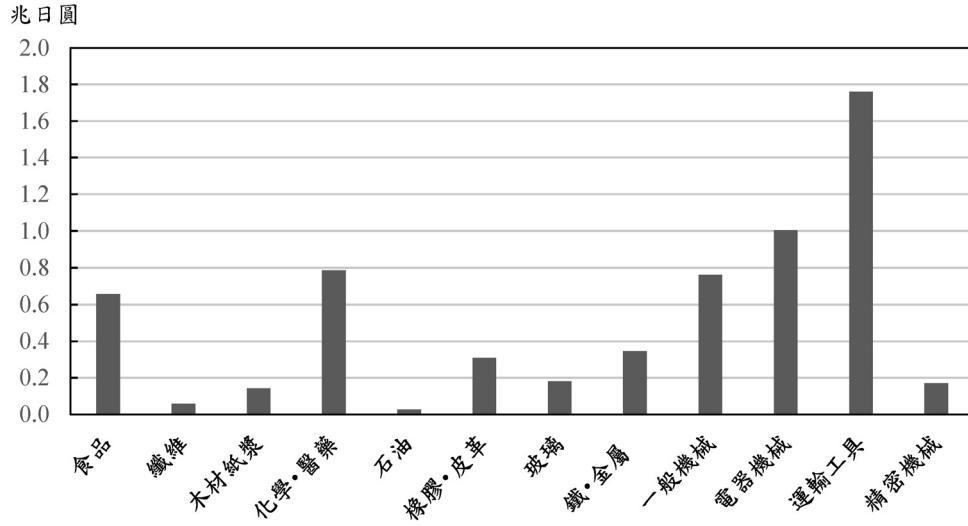
表 1 日本出口結構之變化

順位	1990 年 總額 41.5 兆日圓		2000 年 總額 51.7 兆日圓		2010 年 總額 67.4 兆日圓		2019 年 總額 76.9 兆日圓	
1	汽車	17.8	汽車	13.4	汽車	13.6	汽車	15.6
2	事務用機器	7.2	半導體等電子零件	8.9	半導體等電子零件	6.2	半導體等電子零件	5.2
3	半導體等電子零件	4.7	事務用機器	6.0	鋼鐵	5.5	汽車零件	4.7
4	映像機器	4.5	科學光學機器	5.1	汽車零件	4.6	鋼鐵	4.0
5	鋼鐵	4.4	汽車零件	3.6	塑料	3.5	引擎	3.5
6	科學光學機器	4.0	引擎	3.2	引擎	3.5	半導體等製造設備	3.2
7	汽車零件	3.8	鋼鐵	3.1	船舶	3.3	塑料	3.2
8	引擎	2.7	映像機器	2.7	科學光學機器	3.0	科學光學機器	2.8
9	音響機器	2.3	有機化合物	2.3	有機化合物	2.8	有機化合物	2.5
10	通信機	2.1	塑料	2.0	主機板等之機器	2.6	主機板等之機器	2.4

資料來源：財務省

（註 4）參考日本綜合研究所（2012）。

圖 9 2019 年日本製造業之直接投資所得



資料來源：日本銀行

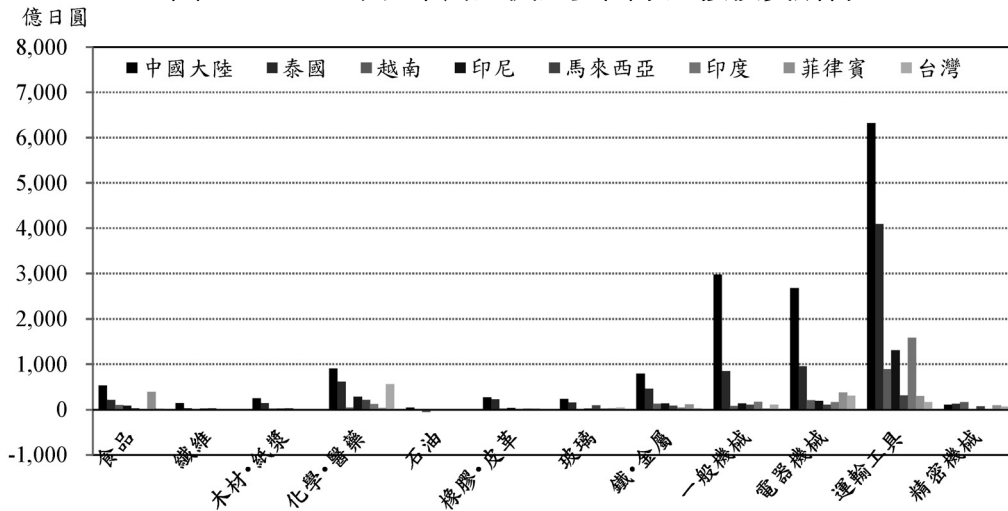
直接投資所得亦顯示，運輸工具及電器機械表現最佳（圖 9）；至於對亞洲主要國家之對外直接投資所得，則於中國大陸之運輸工具、電器機械及一般機械表現最佳，泰國之運輸工具、電器機械及一般機械亦深具發展

潛力（圖 10）。

三、運用貿易振興機構與國際協力銀行之全球網絡協助中小企業拓展海外據點

長期以來日本政府即藉由日本貿易振興機構（Japan External Trade Organization, JETRO）

圖 10 2019 年日本對亞洲主要國家直接投資所得



資料來源：日本銀行

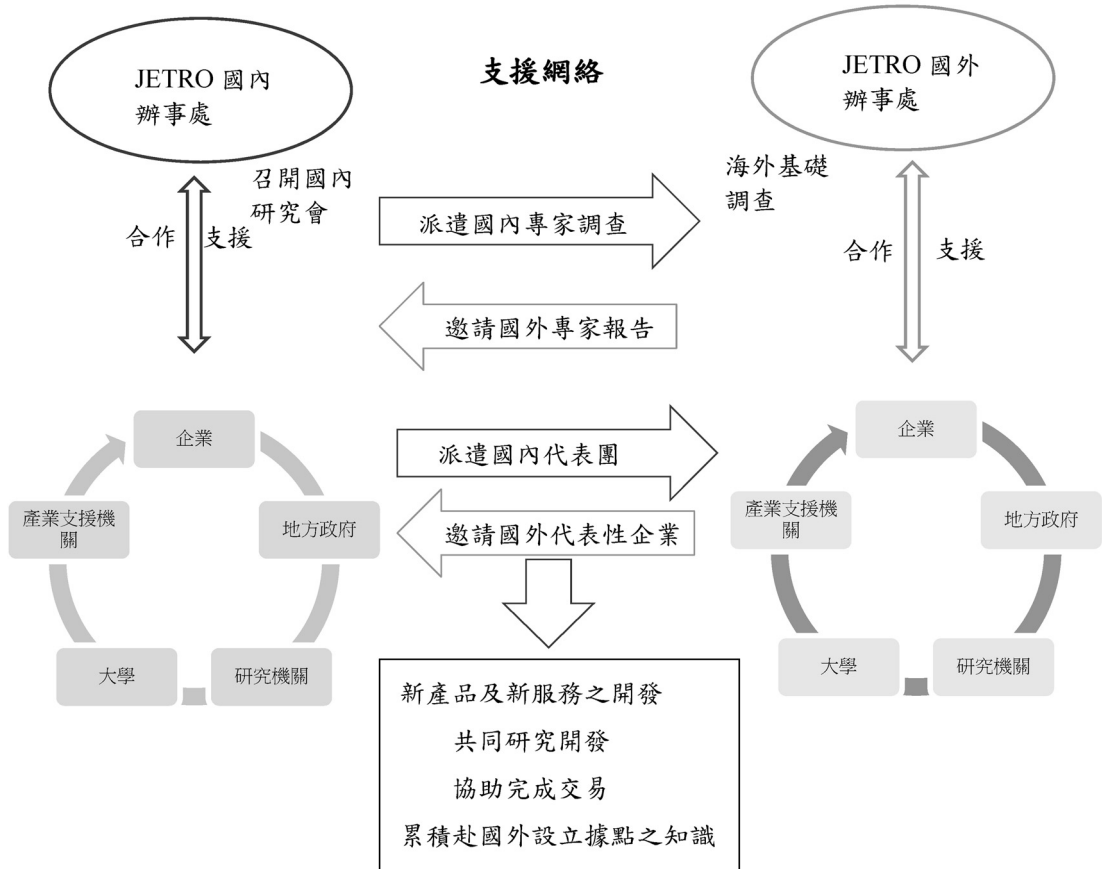
執行地方中小企業交流支援事業（Regional Industry Tie-Up 簡稱RIT事業），支援各地方以群組為單位之中小企業，促進其對外之經貿交流，並協助業務商談。期望藉由商談之成果，促成中小企業出口、技術合作及產品共同研發等合作契機，進而活化地方產業（圖 11）。

近年以協助大型企業拓展海外基礎建設等大規模融資案件為主之國際協力銀行（Japan Bank for International Cooperation, JBIC），亦積極活用該行之全球網絡，帶領

國內地區性金融機構，協助具有競爭潛力之地方中小企業打入國外供應鏈或設立國外生產據點，藉以活化地方產業。JBIC 支援中小企業之融資機制大致透過以下三種方式進行（圖 12）。

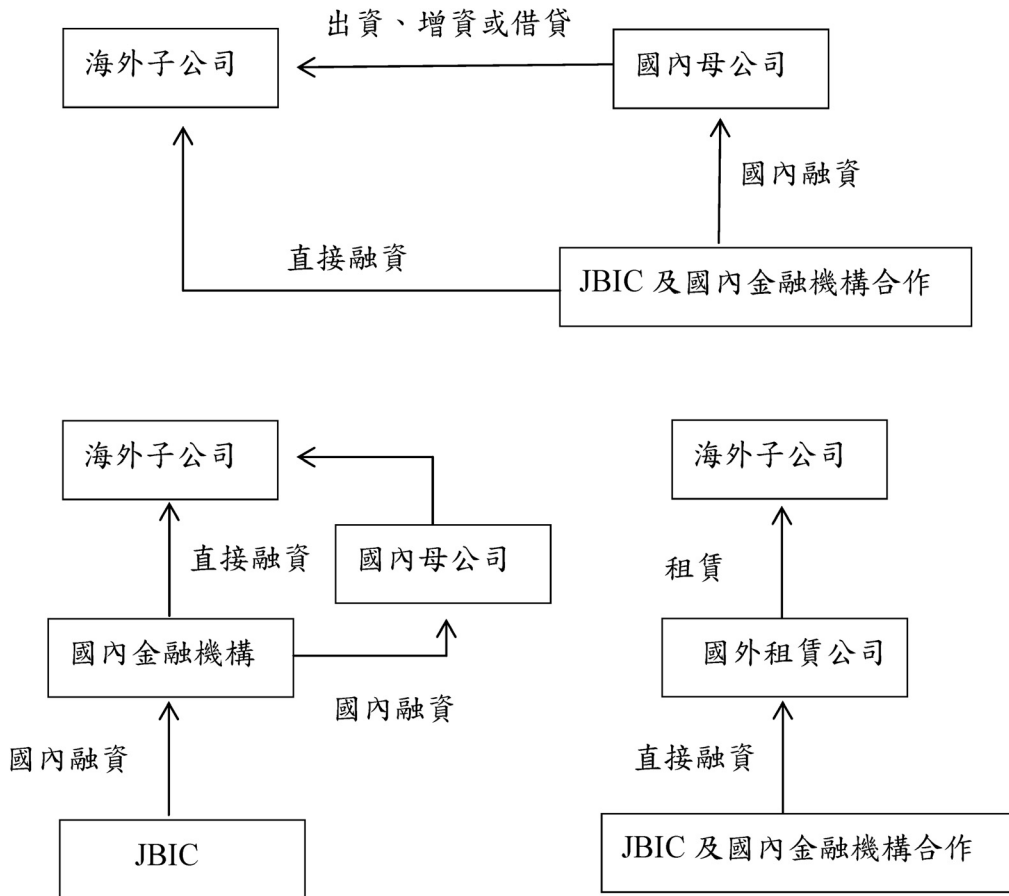
另外，日本政府亦為企業海外投資提供投資擔保，包括實施海外投資保險制度，以及企業可向公營之信用保證協會申請使用海外投資關係信用保證等措施，以增強中小企業積極拓展海外生產據點之意願。

圖 11 JETRO 執行地方中小企業交流支援事業之機制



資料來源：JETRO

圖 12 JBIC 支援中小企業對外直接投資之機制



資料來源：國際協力銀行

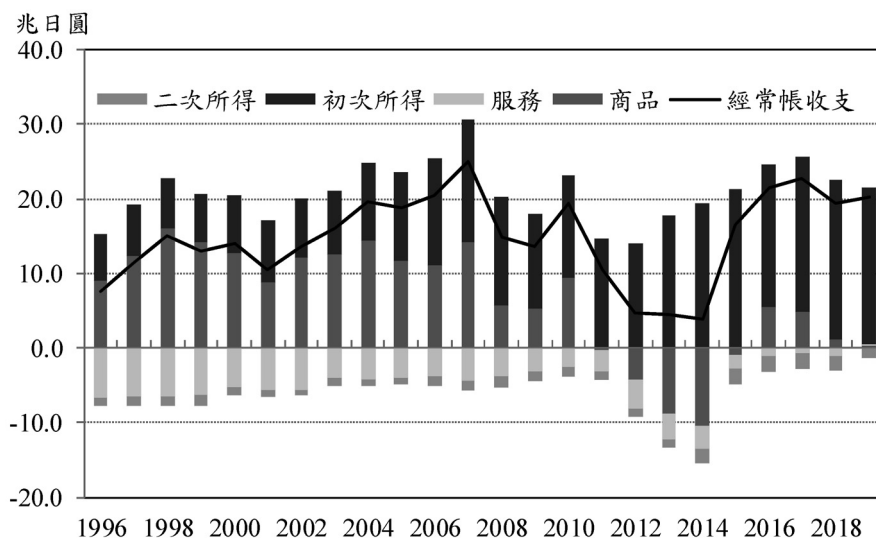
參、近年經常帳之結構變化反映日本產業發展政策之轉變

日本透過對亞洲之對外直接投資，積極建構亞洲全球價值鏈，試圖藉此緩和高齡化現象對經濟之衝擊，其成效可從近年經常帳之組成所發生之結構性變化得到印證。

日本經常帳之商品貿易順差自 2008 年首度低於 10 兆日圓，之後呈逐年減少趨勢，2019 年僅 3,812 億日圓。初次所得順差則自 2004 年首度跨越 10 兆日圓，之後呈逐年增加

趨勢，2019 年已達 21 兆日圓（圖 13）。此一變化反映 2008 年全球金融危機後之 10 年，日本經常帳之組成已出現結構性的變化。根據 Crowther（1957）之國際收支發展階段類型，一國經常帳之發展通常伴隨其經濟發展分為 6 個階段（表 2）。目前日本已大致符合第 5 階段「成熟債權國」之特徵，即因製造成本較高等因素逐漸喪失國際競爭力，導致

圖 13 日本經常帳之組成之變化



註：資料起始點為 1996 年。

資料來源：財務省

表 2 Crowther 之國際收支發展階段類型

發展階段		經常帳	商品與服務	所得	資本及金融帳
1	不成熟債務國	—	—	—	+
2	成熟債務國	—	+	— —	+
3	債務償還國	+	+ +	—	— —
4	不成熟債權國	+ +	+	+	—
5	成熟債權國	+	—	+ +	—
6	債務處置國	—	— —	+	+

註：1. 正號在經常帳、商品與服務及所得表示順差，在資本及金融帳表示逆差（資本淨流入）；
負號在經常帳、商品與服務及所得表示逆差，在資本及金融帳表示順差（資本淨流出）。

2. 兩個正號或兩個負號表示順差或逆差擴大。

資料來源：Crowther (1957)

商品貿易收支惡化，惟可轉由透過對外直接投資收益以確保經常帳仍能維持順差。

一、日本之商品貿易收支呈現逆差已成為長期趨勢

近年日本之商品貿易順差萎縮，甚至呈現逆差，除因 2011 年 311 東北震災後停用核電而需大量進口石油及液化天然氣（LNG）等能源發電導致進口大增之外，大型製造業持續將生產據點移至中國大陸及東南亞，以及來自南韓及中國大陸之低廉商品競爭導致出口減少亦是主因。

（一）製造業將生產據點移往國外，未來出口量已不易增加

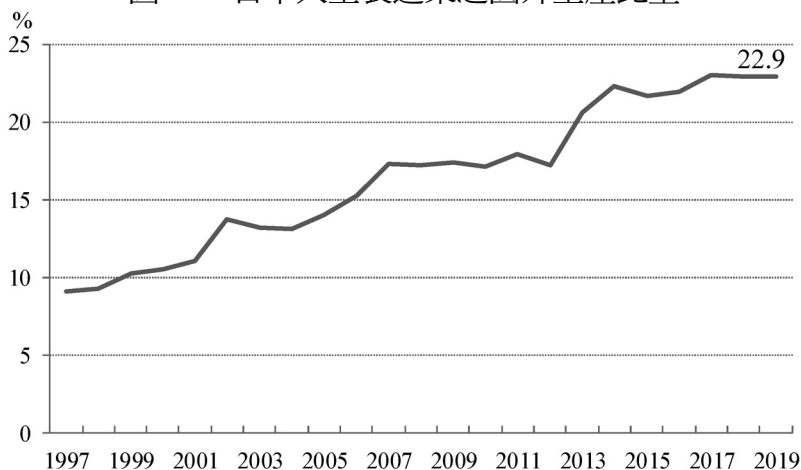
日本之出口量不易增加之原因，主要與大型製造業持續將生產據點移往海外有關（圖 14）。2008 年全球金融危機以前，伴隨

日本企業至國外生產而來之「出口替代效果」（於國外生產取代於國內生產）與「出口誘發效果」（企業對國外生產據點出口原物料及零組件）大致呈現平衡狀態，而抑制出口量之減少。惟近年日本企業之國外生產據點直接於當地採購原物料或零組件，製成成品後於當地市場銷售或出口已成為趨勢。因此，國外日本企業之營業額雖明顯增加，惟已無法再帶動國內出口量增加（圖 15）（註 5）。

（二）日圓匯率與出口量之相關性已大幅下降

圖 16 亦顯示，即使近年日圓匯率呈現貶值，惟對出口量已無法如過去一樣發揮影響力，主要亦與日本企業將生產據點移往國外之同時，逐步提高於當地採購原材料及零組件之比重有關（註 6）。

圖 14 日本大型製造業之國外生產比重



資料來源：內閣府

（註 5）參考泉山美幸、高橋宏信（2018）。

（註 6）參考泉山美幸、高橋宏信（2018）。

圖 15 海外日本企業之營業額與出口金額之變化

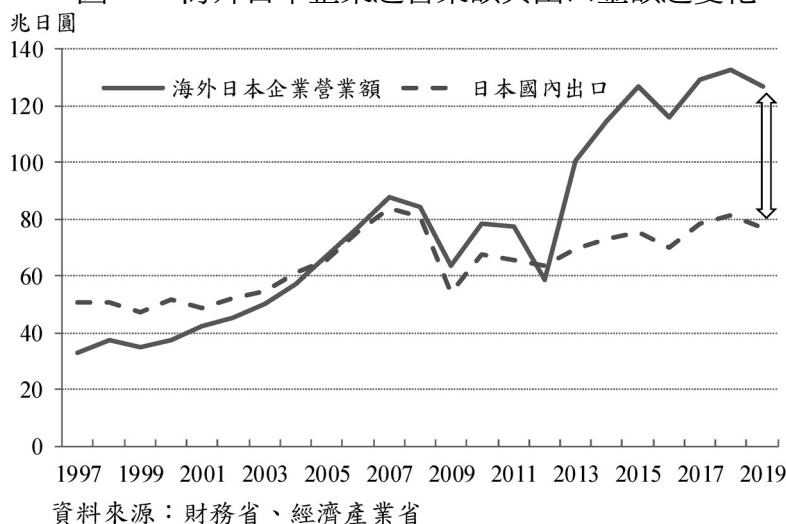
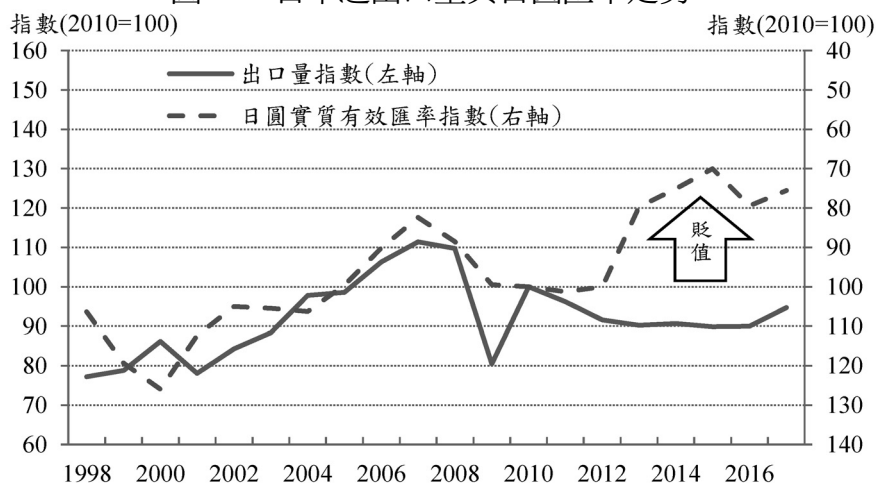


圖 16 日本之出口量與日圓匯率走勢



註：2020 年財務省公布之出口數量指數基期更新至 2015 年，日本銀行公布之日圓實質有效匯率指數基期更新至 2012 年，以 2010 年相同基期之比較僅公布至 2017 年。

資料來源：財務省、日本銀行

再者，貶值未能提振出口之原因尚包括，日本商品喪失國際競爭力導致生產減少，或與日本在全球價值鏈之參與程度日益深化，出口品內含之進口品中間財增加，進

而削弱貶值激勵出口之效果有關（註 7）。

另外，日本出口廠商較具訂價能力，可依市場別進行差別取價（pricing to market）。在日圓貶值時，日本企業藉由不完

（註 7）參考 Shimizu（2015）；Ahmed, Appendino and Ruta（2015）。

全的外幣價格轉嫁，增加利潤，用於投資及研發，以提高競爭力（註 8）。

二、初次所得順差之規模已足以填補長期的商品貿易逆差

（一）直接投資所得超越證券投資所得成為經常帳順差之主要來源

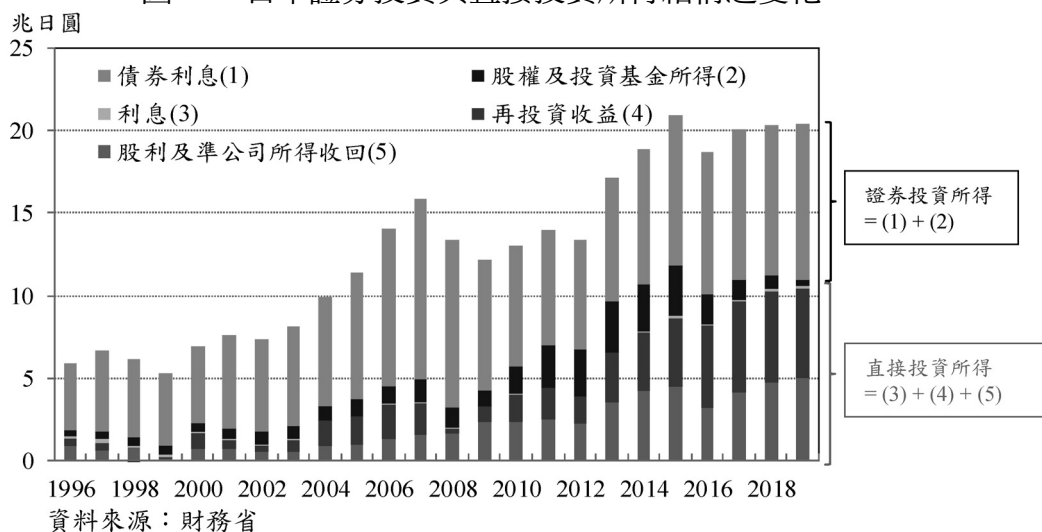
2019 年日本之初次所得順差為 21 兆日圓（圖 13），約為 2014 年東北震災後大量進口石油及液化天然氣發電所創下史上最高紀錄之商品貿易逆差 10 兆日圓之 2 倍。初次所得由薪資所得、投資所得，以及其他初次所得所組成，近年日本之初次所得以投資所得占比最大。投資所得由直接投資所得（包括股利及準公司所得收回、再投資盈餘，以及利息等）、證券投資所得（包括股權及投資

基金所得，以及債券利息等），以及其他投資所得所構成。根據 2018 年財務省之估算，即使未來日本之商品貿易收支轉呈逆差已成為長期趨勢，初次所得順差之規模亦足以填補商品貿易逆差，促使經常帳能持續維持順差（註 9）。

1996 年以來日本之初次所得順差半數以上為證券投資所得，近年對外直接投資之所得回流國內，2018 年直接投資所得已突破 10 兆日圓大關（圖 17）。商品貿易順差縮小，初次所得順差擴大，特別是直接投資所得擴大，反映日本之產業發展模式已發生結構性的變化。

若分析近年直接投資及證券投資所得情況之變化，2010~2019 年平均直接投資收益率

圖 17 日本證券投資與直接投資所得結構之變化



（註 8）參考 Ree, J., G. H. Hong, S. Hoi（2015）。

（註 9）參考泉山美幸、高橋宏信（2018）。

（直接投資所得/對外直接投資餘額）約維持於 5.5% 左右，明顯高於平均對外證券投資收益率（證券投資所得/對外證券投資餘額）之 2.7%（圖 18），亦顯示未來直接投資所得將成為初次所得之主要貢獻來源。

小方尚子（2007）指出，長期以來日本之對外直接投資仍以移植國內具國際競爭力製造業之生產及商業模式為主，未來為進一步提高收益率，仍須效法其他先進國家，能更有效率且適時地利用海外資源，以及有彈性地導入當地的商業模式。2013 年以後，相較於其他主要先進國家，日本之直接投資收益率已有較佳的表現（圖 19）。

（二）零售業及餐飲業以「亞洲化」為對外直接投資之新策略

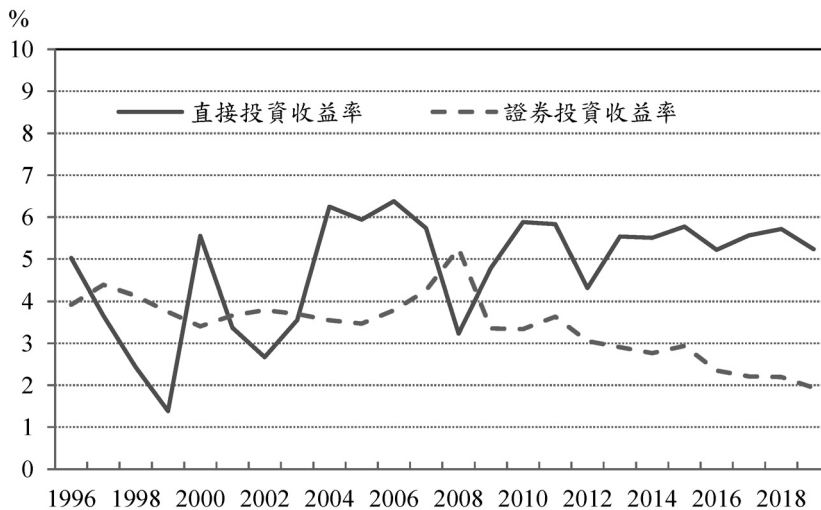
促使日本之初次所得能於 2015 年突破 20 兆日圓大關之原因，除得力於長期以來製造

業之國外投資外，近年服務業成功的國外投資策略轉型亦為關鍵因素（圖 20）。例如，零售業及餐飲業之「亞洲化」策略，大型綜合商社以產業鏈關鍵結點企業為投資標的之策略，以及投資控股集團以亞洲新創企業為投資標的之策略等。

日本零售及餐飲等服務業為擴大海外銷售市場，以連鎖及與當地合資模式至亞洲各國直接展店，將「亞洲化（Asianization）」策略做為支撐營業成長之第二支柱。例如，前三大超商 7-11、FamilyMart 及 LAWSON 已全數前進東南亞展店近 18,000 家。

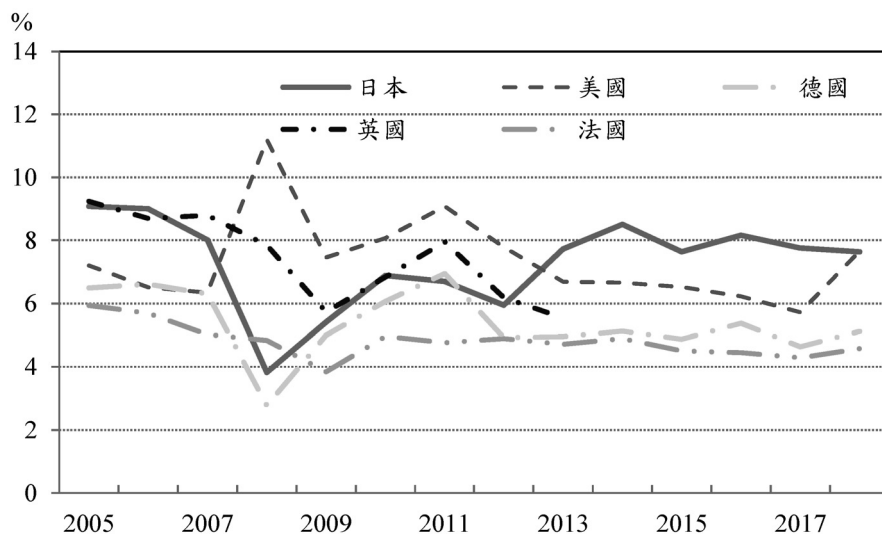
日本家具家飾領導業者無印良品（MUJI），在亞洲市場亦創下驚人成長，2018 年國外營收之貢獻由 2015 年之 13.5% 升至 38.1%，其中東亞市場之貢獻高達 29.1%，國外店鋪數量由 206 家店成長至 474 家。因

圖 18 日本直接投資及證券投資收益率之變化



資料來源：財務省

圖 19 主要國家直接投資收益率之比較



註：1.直接投資收益率=(直接投資所得/對外直接投資餘額)*100。

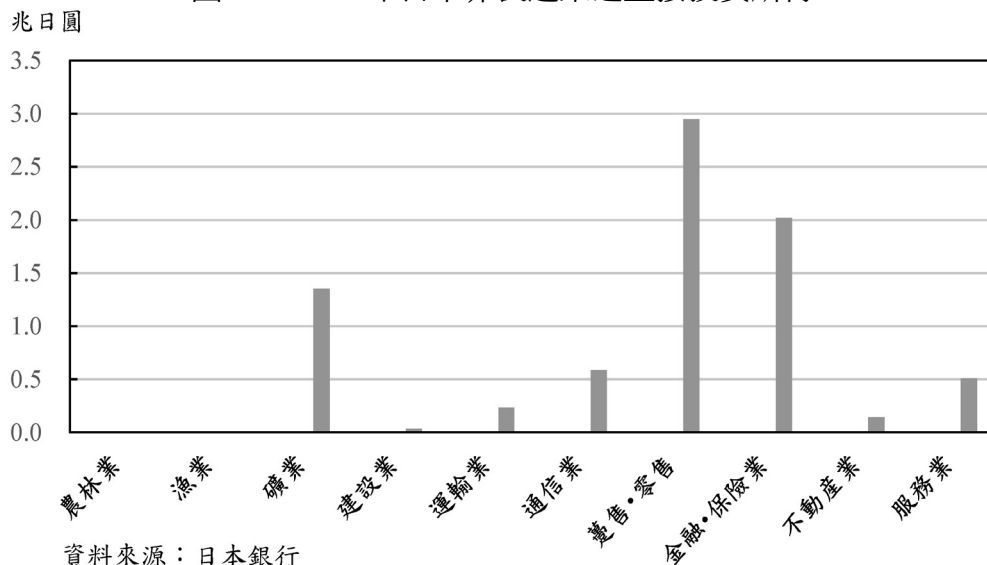
2.英國 2014 年、2015 年及 2017 年未公布直接投資所得資料。

3. IMF 目前僅公布至 2018 年的資料。

4. 為進行跨國比較，本圖採用 IMF 以美元計價資料，因此與圖 7 採用日本財務省以日圓計價資料計算所得出之日本直接投資收益率有所差異。

資料來源：IMF

圖 20 2019 年日本非製造業之直接投資所得



資料來源：日本銀行

以東亞市場為目標之積極展店策略，2018 上半年無印良品之國外營業額與營業利益與前期相較均成長超過 1 倍（註 10）。

（三）大型綜合商社以「產業鏈關鍵結點企業」，投資控股集團以「亞洲新創企業」為證券投資之新策略

近年大型綜合商社與投資控股集團亦扮演重要角色。日本綜合商社主要有兩大海外利潤支柱，其一是從事國際原物料或商品貿易而賺取利潤，其二是透過證券投資手段（註 11），投資海外產業鏈關鍵結點企業而獲取資本回報。2003 年以後，投資收益已成為大型綜合商社最大之利潤來源（註 12）。

投資控股集團亦積極跨出海外，鎖定具發展潛力之亞洲新創企業進行投資，而獲取鉅額的投資回報。例如日本軟銀（SoftBank）集團旗下之願景基金，該基金成功投資中國大陸電商巨擘阿里巴巴及印度電商龍頭 Flipkart 等，成為全球最大的私募股權基金。過去 20 年間，軟銀集團投資年報酬率曾一度高達 44%，由電信營運商轉型為投資控股公司。惟 2019 年至 2020 年初，軟銀之願景基金投資之新創公司許多均面臨經營困境。

三、旅行及智慧財產權使用費順差改善服務收支逆差

1996 年起，日本之服務收支逆差情況持續改善，2019 年已轉為順差，主因旅行收支逆差減少，且自 2015 年起轉呈順差，加上智慧財產權使用費收支順差亦呈上揚走勢（圖 21）。

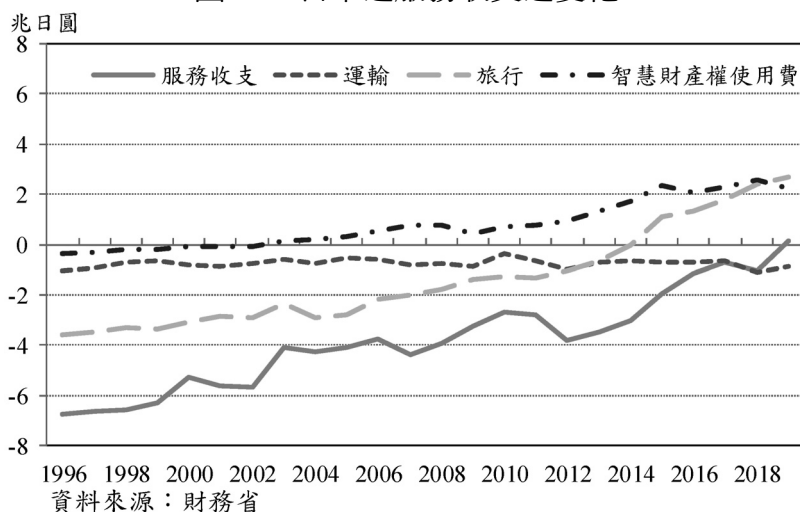
旅行收支逆差減少之主因，係訪日外國人之旅行收入增加。2013 年起在安倍政府大規模實施寬鬆性貨幣政策及財政政策下，日圓明顯趨貶，加上階段性放寬外國觀光客簽證，2014 年實施新的免稅制度，促使訪日觀光客快速增加。2019 年訪日觀光客旅行消費額前四個國家為亞洲之中國大陸（占全體之 36.8%）、台灣（11.5%）、南韓（8.8%）及香港（7.3%），占全體之 64.4%；而越南及泰國觀光客每人旅行消費額則已超過台灣之 118,288 日圓，分別達 177,066 日圓及 131,457 日圓。在亞洲訪日觀光客對商品及服務消費擴大之貢獻下，2015 年起日本之旅行收支轉呈順差。另外，伴隨日本企業積極進行海外投資，對日本專利權及商標等使用費亦持續擴增，亦促使智慧財產權使用費順差擴大。長期而言，日本之服務收支可望因旅行收支順差增加，以及智慧財產權使用費順差擴大而持續改善。

（註 10）參考林原慶（2019）。

（註 11）直接投資係指投資者對被投資事業具有持久性利益的投資，惟因投資動機已愈來愈難區分，1993 年 IMF 推出第五版國際收支統計手冊（Balance of Payments Manual, Fifth Edition，簡稱 BPM5），將直接投資及證券投資之區分，以持股 10%作為客觀劃分標準。

（註 12）參考日本經濟新聞（2012），「大手商社、海外から配当 1 兆円 円高で資源投資拡大」，2 月 3 日。

圖 21 日本之服務收支之變化



肆、伴隨「投資立國」之產業政策，日本以成為GNI大國為目標

日本政府認為商品貿易順差縮小，不必然顯示日本製造業萎縮，亦可解讀為企業積極向海外發展，在全球市場發揮競爭力之象徵（註 13）。因此，伴隨產業發展策略由「貿易立國」推進至「投資立國」，安倍經濟學之第三支箭「成長策略」將衡量經濟成長之指標，由「國內生產毛額」（GDP）轉換為「國民所得毛額」（GNI），並以 10 年內人均 GNI 增加 150 萬日圓為目標。

一、GNI 較 GDP 更能準確反映日本國民財富之變化

GNI 係將 GDP 加上國外要素所得淨額，以及貿易條件變動損益等兩項要素所得出。由於伴隨人口高齡化而來之供給面及需求面

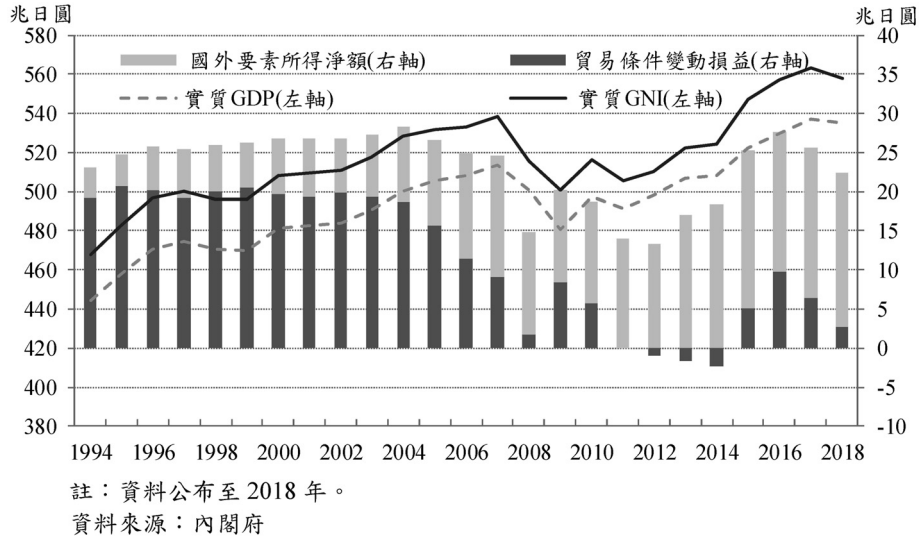
制約，未來日本之 GDP 恐不易再度呈現高度成長。惟如本文第參節第二小節之分析，日本之初次所得順差呈現長期穩定的增加趨勢。影響所及，2015 年至 2018 年日本之 GNI 規模較 GDP 平均約高出 5%（圖 22），且呈擴大趨勢，顯示日本企業之海外活動愈來愈活躍。

鑑於 GNI 較 GDP 更能準確反映國民財富之變化，日本政府之「成長策略」計劃經由成為投資大國、促使企業將國外財富回流國內，以及促進國內新創產業增加僱用等三階段，致力擴大國民財富，希望於 2013 年起 10 年內能達成人均 GNI 增加 150 萬日圓之目標（註 14）。

（註 13）參考伊藤元重（2012）。

（註 14）參考經濟・財政・金融政策調査会（2012）。

圖 22 近年日本實質 GDP 與實質 GNI 之變化



要成為 GNI 大國除須致力擴大國外要素所得之外，如何改善持續惡化之貿易條件亦相當重要。近年日本貿易條件惡化之主因，係出口之機電產品及汽車等遭到南韓及中國大陸等新興國家激烈的價格競爭，而無法維持較高的附加價值（註 15）。另外，石油及天然氣等天然資源進口價格攀高亦是原因之一。因此，「成長策略」亦將致力產業結構改革，提高出口商品之附加價值，以及投資國外重要礦區及能源以降低進口價格等列入目標（註 16）。

二、第一階段成為投資大國：支援具競爭潛力之中小企業拓展海外據點

日本政府促使日本成為投資大國之主

要策略，係著重於支援具競爭潛力之中小企業拓展國外據點，主要措施彙整如表 3（註 17）。

三、第二階段促使國外財富回流國內：強化母公司之研發能量，提升國內產品之附加價值

為因應高齡化現象之供給面及需求面制約，近年日本政府改變產業發展策略，轉而鼓勵具全球競爭力之企業積極向海外發展以提高收益（圖 23）。之後，再運用租稅獎勵措施引導企業將收益回流國內進行新的投資，以及強化母公司之研發能量，藉以提升國內產業競爭力及增加新的工作機會（註 18）。

（註 15）參考日本綜合研究所（2012）。

（註 16）參考伊藤元重（2013）。

（註 17）參考經濟・財政・金融政策調査会（2012）。

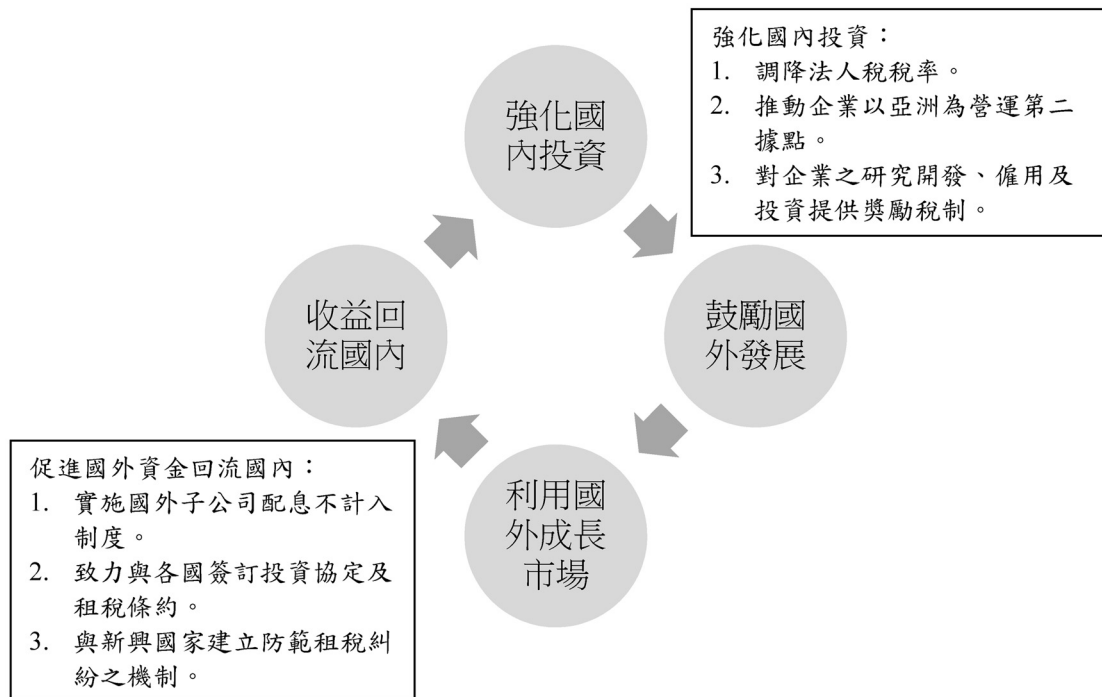
（註 18）參考經濟產業省（2011），「海外投資收益の還流について」，10 月。

表 3 日本政府促使日本成為投資大國之主要措施

目標	主要措施
1. 支援中小企業開拓海外業務	1. 制定「中小企業經營力強化支援法」，支援中小企業之海外市場行銷、資金籌措、人才培訓及協助海外設立據點等。 2. 活用日本貿易振興機構之支援機制，協助與國外政府洽談工業區之土地取得。
2. 支援中小企業海外購併活動	擴充政府保證額度，藉由產業革新機構支援中小企業進行海外購併活動。
3. 積極簽訂投資、租稅協定	積極簽訂「經濟夥伴協定」(EPA)或 FTA，包括非洲國家。
4. 提升海外投資之獲利能力	由石油天然瓦斯及金屬礦業資源機構(JOGMEC)執行資源戰略；日本貿易保險公司(NEXI)執行貿易保險機制。
5. 支援具技術力之新創企業	擴大投資新創企業之稅負優惠。
6. 協助中小企業取得智財權	策略性支援企業取得國際標準之制定。

資料來源：經濟・財政・金融政策調査会公布之資料 (2012)

圖 23 近年日本政府推動企業向海外發展之產業發展策略



資料來源：經濟產業省

促進企業投資收益回流日本國內之主要措施，除 2009 年所實施之「國外子公司配息不計入」（Foreign Dividend Exclusion）制度外，日本政府亦持續致力與各國簽訂租稅條約，以及與新興國家建立防範租稅糾紛之機制（註 19）。「國外子公司配息不計入」制度係引導企業將海外國外子公司之收益匯回國內之措施，國內母公司收取國外子公司之配息總金額之 95% 不計入收益計算，企業可因此減少法人稅之納稅額（註 20）。2008 年回流日本國內之企業國外子公司配息約 1.6 兆日圓，2009 年約增加 5 成至 2.4 兆日圓（圖 24）。之後，亦大致呈增加之趨勢。根據

Hasegawa and Kiyota（2013）之實證分析，亦證實「國外子公司配息不計入」制度實施後，確實對促進企業投資收益回流日本國內產生效果。

四、第三階段促進國內新增雇用：支援新興產業及新創企業創造國內新增雇用

為填補企業赴國外投資後減少之勞工就業機會，日本政府除於金融及稅制面強化支援新創企業外（註 21），亦致力於培育健康、醫療及照護等新興產業，預計 2013 年起之 20 年內可增加雇用 400 萬人。另外，2019 年亦計劃運用抵減稅額之方式，鼓勵企業將龐大的保留盈餘投資新創事業（註 22）。近

圖 24 日本對外直接投資所得



（註 19）參考小林東策（2012）。

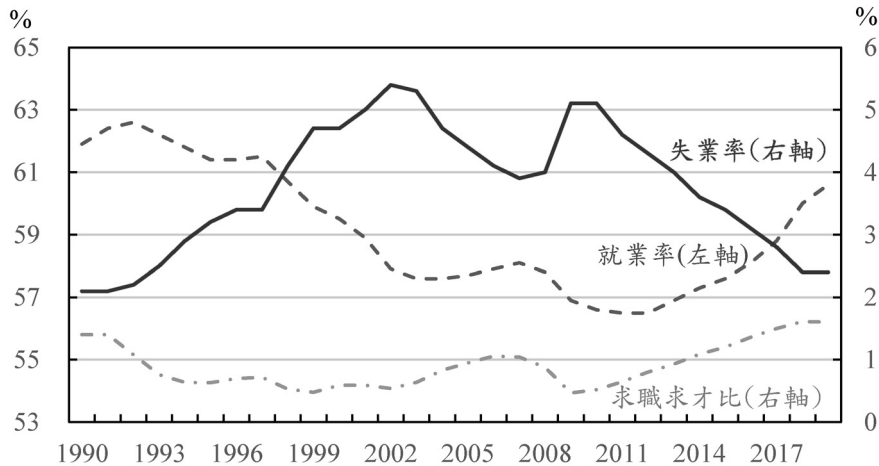
（註 20）參考經濟產業省（2011）、「海外投資收益の還流について」，10 月。

（註 21）參考日本中小企業廳網站 <https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/sogyo/leaflet03.html>，有關對中小新創企業之支援項目。

（註 22）日本企業 2018 財政年度保留盈餘已達 463 兆日圓（4.3 兆美元），連續 7 年創新高。日本政府計劃提供稅負優惠，鼓勵企業將手上龐大的現金投入購併活動，並獎勵投資新創事業。詳日本經濟新聞（2019），「M&A の減稅措置は日本企業活性化に大きく貢献へ」，9 月 30 日。

年，日本之就業市場情況並未因鼓勵企業對外直接投資而明顯惡化，反而出現就業率上升、失業率下降之改善現象（圖 25）。

圖 25 日本就業市場之變化



資料來源：總務省統計局

伍、結語與啟示

2011 年起日本商品貿易收支曾經連續 5 年出現逆差，商品出口之全球占比亦由 1996 年之 10.3% 大幅下滑至 2018 年之 3.8%，「貿易大國」之地位似已大不如前。惟從對外直接投資之角度來看，日本仍是「製造業投資大國」，2019 年仍為全球第一大淨債權國，國外生產比率持續攀升。日本企業藉由對外直接投資於國外設立之生產據點所產生之附加價值，再以股利或智慧財產權使用費等形式回流國內，對經濟發展仍產生很大的貢獻。近年日本透過對亞洲之對外直接投資，積極建構亞洲全球價值鏈，試圖藉此緩和高齡化現象對經濟之衝擊，其成效亦可從經常

帳之組成所發生之結構性變化得到印證。

我國已於 1993 年成為「高齡化社會」，2018 年轉為「高齡社會」，國發會推估將於 2025 年邁入「超高齡社會」，從「高齡社會」至「超高齡社會」僅 7 年時間，不到日本（15 年）的一半。未來我國亦將面對高齡化現象之嚴峻挑戰，且政府積極推動「新南向政策」，期待加強與東南亞國家間之產業及供應鏈合作，以避免被全球價值鏈重組及 FTA 之潮流邊緣化。

日本由「貿易立國」推進至「投資立國」之產業發展策略值得參考，本文擬提出以下建議：

（一）日本協助中小企業積極參與亞洲全球

價值鏈之策略，值得我國參考

目前台灣產業在亞洲全球價值鏈之中端（製造）擔任要角，在前端及後端也漸次崛起。因此，亞洲區域經濟整合中若缺少台灣企業之參與，其價值鏈將不完整，而無法達到最大的效益。目前我國致力推動「新南向政策」，似可參考日本之經驗，協助零售及餐飲等服務業強化「亞洲化」策略，並配合企業規劃於東南亞之關鍵產業鏈結點及關鍵市場及早進行布局，鼓勵投資控股集團以亞洲新創企業為投資標的等策略。

（二）引導企業將國外所得收益回流國內， 強化母公司研發能量，以提升產業競

爭力，需政府政策積極配合

日本政府為促進企業積極將國外所得收益回流國內，除持續致力與東南亞新興國家簽訂投資協定及租稅條約，並建立防範租稅糾紛之機制，使得企業之投資能獲得充分保障，且順利處理與投資所在地之重複課稅等稅務問題外，亦積極思考如何規劃運用租稅獎勵措施鼓勵企業將回流國內之所得收益，運用於強化母公司之研發，或投資新創企業，藉以提升國內產業競爭力。此一由政府積極建立制度配合之作法，似可提供未來我國在面對伴隨高齡化現象而來之供給面及需求面之制約下，仍可藉由擴大所得收支以維持經常帳順差成長動能之參考。

參考文獻

- 林原慶（2019），「日本外貿新戰略—貿易立國走向投資立國」，工商時報，2月25日。
- 蔡佩珍（2015），「全球價值鏈重組對臺灣分工地位之衝擊」，經濟研究第15期，國家發展委員會，8月。
- Ahmed, Swarnali, Maximiliano Appendino and Michele Ruta（2015），“Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports,” *World Bank Policy Research Working Papers* 7390, Aug. 11.
- Crowther, W. G.（1957），“Balances and Imbalances of Payments,” Graduate School of Business Administration, Harvard U.P.
- Hasegawa, Makoto and Kozo Kiyota（2013），“The Effect of Moving to a Territorial Tax System on Profit Repatriations: Evidence from Japan,” *RIETI Discussion Paper Series* 13-E-047, May.
- OECD（2018），“Trade in Value Added: Japan,” December.
- Ree, J., G. H. Hong, S. Hoi（2015），“Should Korea Worry about a Permanently Weak Yen?” *IMF Working Paper* 15/157, July.
- Shimizu, Junko（2015），“Why Hasn't the Yen's Depreciation Improved Japan's Trade Deficit?” *Japan SPOTLIGHT*, October.
- 泉山美幸、高橋宏信（2018），「我が国の経常収支の構造変化：「貿易立国」から「投資立国」へ」，ファイナンス，6月。
- 伊藤元重（2013），「今なぜ「GDP」ではなく「GNI」が日本経済にとって重要なのか？」，『日本経済を創造的に破壊せよ！』，ダイヤモンド社，3月22日。
- 大野正智（2010），「日本のGDPとGNI及び所得収支について」，*商学論集*第78巻第4号3月。
- 経済・財政・金融政策調査会（2012），「GNI経済推進小委員会「報告書」—新たなGNI大国を目指して—」，自由民主党政務調査会，3月29日。

小林東策（2012），「投資立国、GNI 大国について」，季刊 國際貿易と投資 Autumn 2012/No.89。

小方尚子（2007），「拡大する所得収支黒字と投資立国実現への課題」，*Business & Economic Review* 2007 年 6 月号，日本総合研究所。

日本総合研究所（2012），「進展する貿易・経常収支構造の変化と日本型・投資立国モデル」，*JRI レポート*，5 月 22 日。

三浦有史（2019），「グローバル・バリュー・チェーンからみたわが国製造業の現在地—「貿易立国」と「投資立国」を兼ね備えた新しい国のかたち—」，*環太平洋ビジネス情報 RIM* 2019 Vol.19 No.74，日本総合研究所。

（本文完成於 109 年 11 月，作者為本行經濟研究處研究員）

近年中國大陸洽簽多邊與雙邊 經貿協議之發展

黃 惠 君

摘 要

一、中國大陸加快區域整合腳步源自多邊貿易體制式微與亞洲區域整合深化

近期中國大陸加速與主要貿易夥伴進行自由貿易協定（FTA）的談判，主要係因美中除了貨品與服務貿易摩擦，亦提升到智慧財產權及標準的摩擦，加上多邊貿易體制面臨諸多問題，如：WTO上訴機構癱瘓、反傾銷、反補貼之貿易救濟認定的爭議等而漸趨式微，促使中國大陸試圖藉由加快洽簽雙邊或多邊 FTA 的進程，減緩貿易衝突。

同時，無論是中國大陸對亞洲國家的出口或進口均攀升，亞洲區域內貿易易愈加熱絡，隱含彼此的貿易依賴區域價值鏈分工程度深化，各國與中國大陸簽署 FTA 的意願提高。

二、中國大陸區域整合談判現況與關注焦點

近年中國大陸積極洽簽 FTA，2005 年起，平均每年有 1.39 個 FTA 生效，且 2015、2019 年各有 3 項及 4 項 FTA 生效，進展快速，以下簡述中國大陸主要 FTA 之簽署與談判近況。

（一）區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）

RCEP 屬成員國間現有 FTA 的整合升級，其經濟規模與貿易總額占全球比重均 3 成，是全球最大的 FTA，歷經 8 年談判，甫於本（2020）年 11 月 15 日完成簽署，預計於明（2021）年底或 2022 年初生效。

協定內容屬 RCEP 成員間原有 FTA 的升級版協定，貨物貿易透過立即降稅或逐步降稅將最終零關稅商品涵蓋比率達 90% 以上，值得注意的是，中國大陸在 RCEP 服務貿易的開放為其現有 FTA 的最高水準，且首次在製造業、農業、林業、漁業、採礦業五個非服務業的投資領域採用負面表列進行承諾。此協定呼應中國大陸一帶一路與雙循環之政策推動方向，而中日韓首次共同加入同一個區域整合協定，亦為此協定之主要效益來源。

（二）中日韓 FTA

中日韓經濟規模占全球的 24.2%，是引領東北亞經濟成長的主要動力，2019 年底中

日韓領導人峰會後，三方簽署多項內容，共同促進區域經濟一體化；RCEP 簽署後，中國大陸希加速推動中日韓 FTA 的談判，惟近期日本尚未開放半導體化學原料輸韓限制，徵用工訴訟案爭議升溫，談判進度仍具不確定性。

（三）海峽兩岸經濟合作架構（ECFA）10 年效期之爭議

ECFA 於 2010 年 9 月 12 日生效，屬架構協議，惟其自由化程度僅包括少數雙方有興趣的產品，不符合 WTO 規定之過渡協議需涵蓋大多數產品的原則，且 WTO 對於超過合理期限（原則上為 10 年內）仍未完成簽署的成員並無實質約束力；若回歸 ECFA 終止條款的規定，終止程序須經書面通知及雙邊協

商，即使協商未獲共識，180 日後，協議仍將失效。綜上所述，除非一方提出終止，原則上並無滿 10 年將失效的規定。

三、建議：台灣宜持續爭取加入雙邊 FTA 協商或特定議題的談判

台灣深度參與亞太供應鏈、貿易依存度高，在各國積極推動 FTA 及全球供應鏈重組之際，台灣亟須尋求其他拓展市場的管道。CPTPP 為全面性高度開放的協定，亦為未來區域整合的趨勢，台灣宜持續對內進行溝通，對外爭取支持；而近期台美關係升溫，為重啟台美貿易暨投資架構協定（TIFA）的極佳時機，宜加速 TIFA 洽談的腳步，並持續進行其他雙邊 FTA 協商或特定議題的談判。

壹、前言

2017 年美國總統川普上任後，調整美國經貿協議模式由「多邊」轉向「雙邊」談判，並於 2018 年起陸續依據該國國內法（包含 201 條款之防衛關稅、232 條款之國安關稅及 301 條款不公平貿易措施等），針對太陽能板、鋼鋁及中國大陸進口品推動一系列加徵關稅措施，美中貿易衝突不斷；中國大陸則循 WTO 爭端解決機制提出諮詢要求，採取「支持 WTO 多邊體制，並加速與主要貿易夥伴自由貿易協定（FTA）談判」之雙

軌競合策略，重申反對單邊主義和保護主義的理念。

本文整理中國大陸洽簽多邊與雙邊經貿協議之發展，除了前言外，第二節說明中國大陸加速區域整合進展的原因；第三節為中國大陸在 FTA 與區域貿易協定（RTA）的近況，包括 RCEP、中日韓 FTA 談判進度，以及 ECFA 簽訂至今滿 10 年的現況；最後是結論與建議。

貳、中國大陸加速區域整合進展的原因

近期多數經濟體紛紛從多邊貿易體制轉往雙邊貿易協議、區域貿易協議或巨型 FTA 發展，究其原因，WTO 杜哈回合自 2013 年底通過峇里套案（Bali package）（註 1）後，迄今無明顯進展，且美中角力，加重 WTO 爭端解決機制之制度與實質面的問題，加上亞洲區域整合深化之下，各國對中國大陸供應鏈的依賴度提高等因素有關。

一、WTO 機制運作的爭議

WTO 在協助成員國間平穩、自由、公平貿易上扮演重要角色，目前共有 164 個成員國，為世界最大的多邊貿易機制，最惠國待遇與國民待遇為其主要的基本原則；若一國因某項產品進口增加，而造成其國內產業受到嚴重損害或有損害之虞，得採取反傾銷稅或平衡稅等防衛措施（Safeguards），若成員國間因貿易引起的爭端，得訴諸爭端解決機制。

各國因貿易摩擦愈來愈多，愈加頻繁訴諸 WTO 爭端解決機制，惟長期以來該機制之運作存有令人詬病之處。本年 2 月 11 日美國貿易代表署（USTR）「WTO 上訴機構報告

（Report on the Appellate Body of the World Trade Organization）」指出，WTO 上訴機構各種越權行為，主要可分為上訴機構逾越爭端解決規則與程序瞭解書（Understanding on Rules and Procedures Governing the Settlement of Disputes, DSU）明文規定義務的「系統性問題」，以及裁決或解釋有誤之「實質議題」兩大面向（表 1），其中，尤以上訴機構審理時程、成員缺額問題及對非市場經濟的認定廣受討論，簡要摘述如下。

（一）爭端解決機制運作效能遭質疑

1. 上訴機構未能於期限內完成上訴報告

根據 DSU 第 17.5 條，上訴機構應於爭端當事方通知其上訴決定起 60 日內，完成上訴報告，最遲不可超過 90 日（圖 1）；然而，美國指出，2011 年 5 月之後，上訴程序的平均期間為 133 天（註 2），較先前的平均 91 天增加近 50%，且 2014 年 5 月以來，上訴機構未曾於期限（90 日）內完成上訴報告，若統計 2014 年 5 月至 2017 年 2 月，平均審理期間為 149 天（圖 2），美國甚至呼籲，若裁決時間過長，該報告不再具有上訴機構報告

（註 1）杜哈回合談判自 2001 年啟動，長期以來，成員因農業與非農產品的市場進入、削減農業補貼、降低進口關稅等多項議題未取得共識，延遲談判時程。2013 年 12 月在印尼峇里島舉行的 WTO 第 9 屆部長會議針對較無爭議的貿易便捷化、農業與發展等三大議題，以套案的方式達成共識，稱為「峇里套案（Bali package）」，其餘議題仍待努力。

（註 2）已排除極端值，例如：美國與歐盟 2004 年起互控波音及空中巴士補貼，迄今逾 15 年未決。

的資格。

2. 上訴機構因成員不足而停擺，中國大陸、 歐盟等聯合提出臨時上訴仲裁安排

近年來，美中貿易摩擦及貿易保護主義升溫，各國提請諮商案件數攀升，已造成案件大量累積（圖 3），加上美中均積極運用 WTO 爭端解決機制，2015 年至 2018 年提請的雙邊諮商案逐年增加，尤其是 2018 年中國

大陸就美國祭出的進口鋼鐵和鋁產品 232 措施、太陽光電產品保障措施及可再生能源補貼措施等提請磋商，迄今共新增 7 個案件，顯示 WTO 爭端解決機制對中國大陸對抗美國施壓極為重要。

根據 DSU 第 17.1 條，上訴機構應由 7 名成員組成，每個案件至少有 3 名成員審理，惟成員陸續任命期滿卸任，加上美國不斷阻

表 1 美國對 WTO 上訴機構的指控

系統性問題	● 忽視上訴審查 90 日的法定完成期限(DSU 第 17.5 條) ● 允許任期屆滿仍繼續聽審(DSU 第 17.2 條) ● 將案件事實及成員之國內法納入審理範圍（註 3）(DSU 第 17.6 條) ● 提出與解決爭端案件不必然相關的意見（註 4）(DSU 第 3.7 條和 IX.2) ● 將過去上訴裁決採納為判決先例（註 5） ● 錯誤詮釋 WTO 協定(DSU 第 19.1 條) ● 上訴機構逾越職權，執行原屬部長會議、總理事會等之權限（註 6）(DSU 第 IX.2 條)
實質議題	● 對「補貼及平衡措施協定」公立機構(Public Body)之錯誤解釋 ● 不當採用損害測試法(Detrimental Impact Test)作為判斷「技術性貿易障礙協定」非歧視待遇之要件 ● 錯誤禁止會員使用如歸零等「反傾銷協定」有規範之方法來計算傾銷差額 ● 在計算非市場經濟之國營事業造成的損害，上訴機構嚴格且不實際的限制會員在「補貼及平衡措施協定」下，使用國外市場基準(out-of-country benchmarks)計算補貼金額 ● 不當創設對防衛協定「無法預見發展(unforeseen developments)」測試法、嚴重因果法之判斷要件 ● 錯誤限制成員同時對非市場經濟課徵反傾銷稅與反補貼稅之雙重救濟

資料來源：USTR (2020)、劉昱辰(2019)。

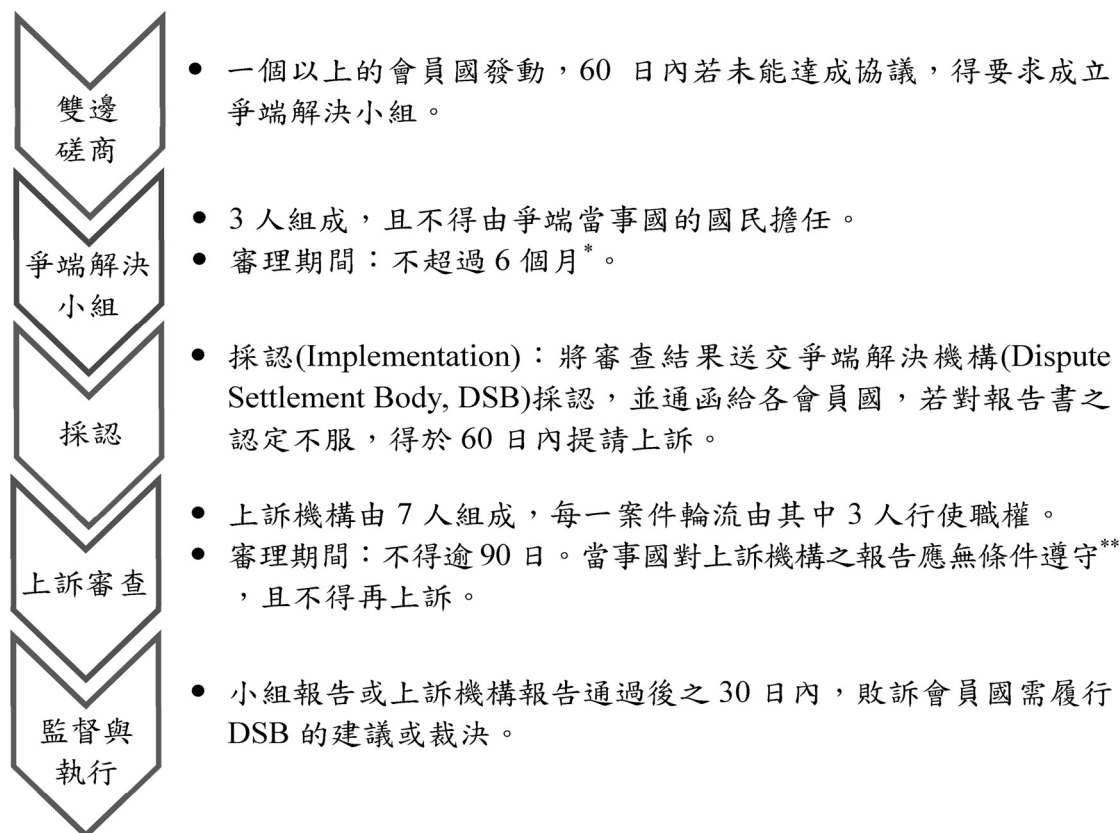
（註 3）審查應限於小組報告之法律爭議，惟上訴機構常針對事實層面進行審查，例如：在不同法律標準下審查小組事實調查結果，或針對 WTO 會員國內法的涵義進行檢視，均與 WTO 原意不符。

（註 4）爭端解決機制的目的是確保能積極解決爭端，惟上訴機構試圖解釋抽象的問題或制定法律提出諮詢意見。

（註 5）美國認為，在沒有法源依據下，上訴機構不應稱其報告可作為判決先例，後續處理類似案件的專家群易單純依循過去上訴機構報告結果，放棄依據案件蒐集相關事項進行客觀評估的責任。

（註 6）只有部長會議、總理事會及爭端解決小組對協定之解釋享有專屬權力，上訴機構的判決並非經 WTO 會員同意之多邊義務依據。

圖 1 WTO 爭端解決機制流程



* 必要時得延長 3 個月，緊急個案則縮短為 3 個月。

** 除非 DSB 在上訴機構將其報告分送會員國後的 30 日內，以共識決決定不通過該上訴機構之報告，否則該報告應由 DSB 通過。

資料來源：整理自黃立等(2003)。

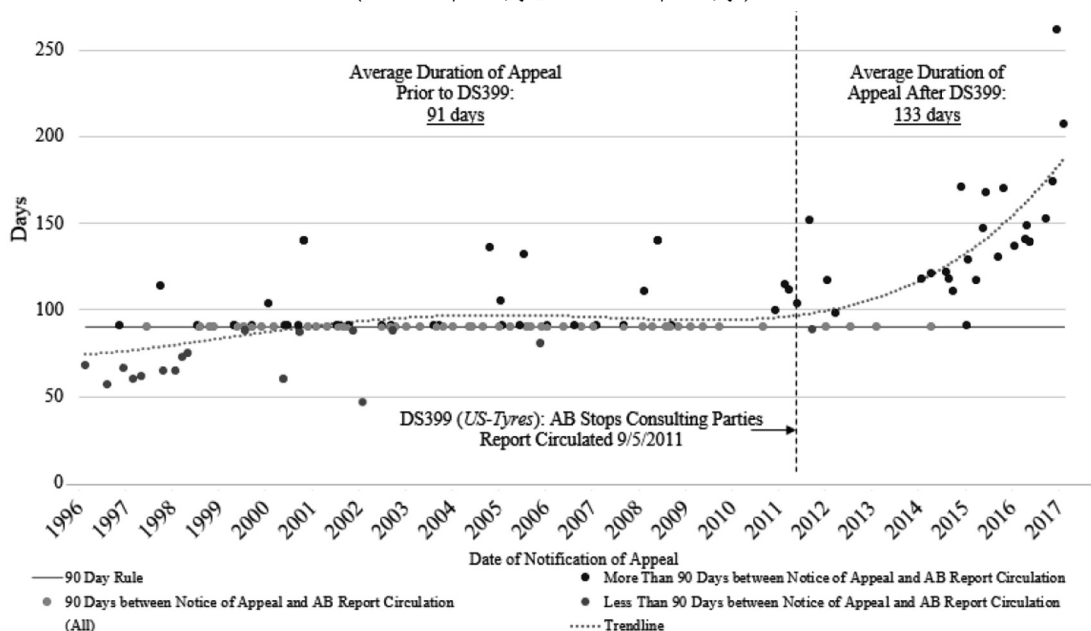
止 WTO 任命上訴機構的新法官，2019 年 12 月 11 日起，上訴機構只剩 1 名中國大陸籍成員，其已於本年 11 月 30 日期滿卸任，上訴機構陷入癱瘓，致已提上訴的數起案件，因法官少於最低審理案件之法定人數而停擺，拖累貿易糾紛最終裁決的進度。

為維持 WTO 爭端解決機制的運作，WTO 與歐盟於本年 3 月 27 日宣布由中國大陸與歐盟等 16 個成員（註 7）簽署之多方臨時上訴仲裁安排（Multi-Party Interim Appeal Arbitration Arrangement, MPIA），利用 DSU 第 25 條規定的仲裁程序，審理各參加成員國

（註 7）包括中國大陸、歐盟、澳大利亞、巴西、加拿大、智利、哥倫比亞、哥斯大黎加、瓜地馬拉、香港、墨西哥、紐西蘭、挪威、新加坡、瑞士及烏拉圭等 16 個成員。

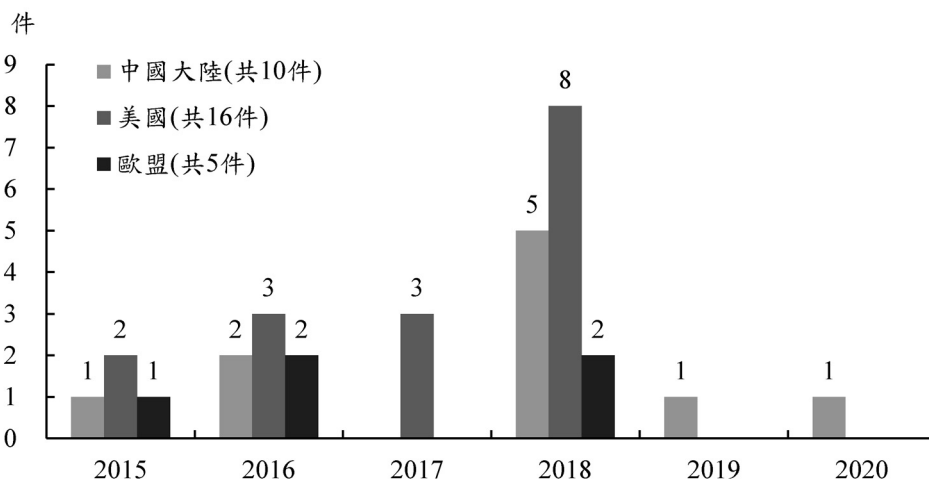
圖2 爭端解決案件平均審理期間

(1996年2月至2017年2月)



資料來源：USTR(2020)。

圖3 中、美、歐於爭端解決機制提請雙邊諮商之案件數



資料來源：WTO 網站、作者整理。

提起上訴的爭端案件，作為過渡時期的措施，最終目標是啟動上訴機構成員遴選，恢復爭端解決機制的有效運作。

（二）貿易救濟與中國大陸市場經濟地位的爭議

1. 美中雙方對於貿易救濟適用情境的爭議

美國認為，關稅與貿易總協定（GATT）第 6 條明定，有害的傾銷行為應予以譴責，而貿易救濟是 WTO 執行協定的基礎，允許進口國在國內產業遭受進口品不正常競爭而受到損害的情況下，實施暫時性的保護措施；而對於即使在履行 WTO 義務的情況下，卻拒絕充分有效的保護智慧財產權的國家，亦屬不合理的貿易行為。因此，當進口品對美國國內產業造成威脅或損害時，美國政府有權對進口品課徵反傾銷與平衡稅，此與 WTO 協定一致。

中國大陸認為美國運用 301 條款（註 8）單方制裁他國，違反 DSU 第 23.2 條「禁止各會員單方決定他國是否違反 WTO 協定之要求、以及各會員不可做成與 WTO 不一致之認

定」規定，向 WTO 爭端解決小組提請諮商。

2. 中國大陸已放棄市場經濟地位之爭

USTR（2020）提及之 6 項上訴機構實質議題中，多數是反傾銷、反補貼之貿易救濟問題，其中，與非市場經濟相關者即占 2 項（表 1）；而中國大陸已連續 12 年為全球遭遇反傾銷與反補貼調查最多的國家，與其遲未取得市場經濟地位（Market Economy Status，簡稱 MES）密切相關。中國大陸宣稱，其自 2001 年入會以來，大力倡議自由貿易，並全面履行承諾（註 9），應取得市場經濟地位（註 10）；然而，WTO 雖允許政府在特定情況下支持國內產業，但美歐日加墨及台灣依其國內法認為，中國大陸對國內產業提供扭曲市場的大規模補助，或法規上技巧性地以市場換取技術，或其他形式的國家支援，使得競爭遭扭曲，不利於產品進口（註 11）。

根據 WTO 爭端小組於 2019 年 4 月完成的中歐爭端報告，初步否定中國大陸已取得市場經濟地位主張，而中國大陸未於本年 6 月

（註 8）WTO 於 1995 年設立 DSB 後，限縮 301 條款的運用，根據爭端解決小組對於 1998 年歐盟案的認定，301 條款並未違反 WTO 規定，惟限制美國不可逕自認定他國是否違法，及未經 WTO 片面實施貿易制裁，然而，在解釋上，若不屬於 WTO 涵蓋範疇的議題，美國仍可運用 301 條款作為片面認定與制裁的依據，詳王煜翔（2018）。

（註 9）2018 年 6 月中國大陸商務部公布「中國與世界貿易組織白皮書」，重申中國大陸從多方面支持 WTO 多邊貿易體制，包括積極履行 WTO 入會承諾、大幅開放市場、推動貿易投資自由化與便捷化、參與多邊談判與協商等，並鄭重聲明反對單邊主義和保護主義的立場。

（註 10）中國大陸 2001 年以過渡期經濟（transition economies）身分加入 WTO 時，同意評估平衡稅時，以替代國價格作為是否傾銷的價格基準，該條款於 2016 年 12 月 11 日到期。

（註 11）詳 WTO 於 2018 年 7 月 11 至 13 日舉辦的中國大陸第 7 次貿易政策審議之相關報導。

中前重新訴訟，隱含其自動放棄市場經濟地位之爭（註 12）。此判決或將使得美國、歐盟或更多 WTO 會員國加強對中方進口品進行反傾銷等調查，中國大陸出口風險增加，恐提高企業轉移生產據點之誘因。

二、亞洲區域整合深化，對中國大陸的依賴程度提高

亞洲的區域內貿易頻繁，對中國大陸的出口及進口依賴程度均大為提高，且近期全球供應鏈朝向短鏈與區域化，提高各國與中國大陸簽署 FTA 的動機。

（一）亞洲區域整合朝巨型 FTA 發展

近期除了雙邊 FTA 以外，國際間有愈來愈多的多邊 FTA、甚至是巨型 FTA（Mega FTA）（註 13）進入談判，除了將不同地區的眾多成員串連起來，協議中所處理的市場開放議題亦不再限於傳統的關稅、非關稅障礙、市場准入等邊境措施（border measures），更延伸到成員之境內（behind the border）制度與法規，例如：電子商務、競爭、環境、金融、電信、智慧財產權、政府採購、投資、法規調和、透明化、自然人

議題、勞工等。

表 2 整理目前全球主要巨型 FTA 的概況，從早期的歐盟、東協，到近期的 RCEP、跨太平洋夥伴全面進步協定（CPTPP）、日歐經濟夥伴協定（EPA）、越南與歐盟自由貿易協定（EVFTA）、美加墨自由貿易協定（USMCA）等，多數亞洲國家均參與其中。

就中國大陸而言，已生效的巨型 FTA 主要為東協 10+1、甫簽署的 RCEP 與談判中的中日韓 FTA，成員國均為中國大陸供應鏈上下游最重要的經貿夥伴（詳第三節）。

（二）亞洲區域內貿易比重增加，且區域價值鏈密集度提高

1. 亞洲區域內貿易比重持續增加

近年來，亞洲地區為全球熱絡參與區域經濟整合的代表性地區之一，根據最新公布之「亞洲經濟整合報告（Asian Economic Integration Report 2019/2020）」，2018 年亞洲區域內貿易比重（註 14）達到 57.5%（圖 4），高於 2012 至 2017 年的平均（56.3%），主因東南亞（註 15）及東亞（註 16）國家之區域內貿易快速成長；整體

（註 12）中國大陸於 2019 年 5 月要求 DSU 停止審理中方要求歐盟承認其市場經濟地位的申訴，同年 6 月 14 日 WTO 指出，根據 DSU 第 12.12 條，專家小組的授權應在工作中止 12 個月後失效，即本年 6 月 15 日前，若中方未要求專家組恢復工作，中方提告歐盟的案件自動失效。

（註 13）所謂巨型 FTA，通常符合以下特色：參與者眾且成員跨越不同區域、占全球 GDP 和貿易量比重甚高、具有連結跨區域或跨洲際之大型經濟體的功效、涉及較深層次的經濟整合等（張心怡（2016））。

（註 14）區域內貿易比重係指區域內貿易占總貿易比重。

（註 15）ADB（2019）中提及的東南亞係指東協十國，包括新加坡、馬來西亞、泰國、越南、菲律賓、印尼、緬甸、寮國、柬埔寨與汶萊。

（註 16）ADB（2019）中提及的東亞包括中國大陸、香港、日本、南韓、蒙古與台灣。

表 2 全球主要巨型 FTA 現況

			單位：%		
	協議名稱	簽署進度	GDP 比重*	貿易 比重*	人口數 比重*
已生效	USMCA	2018/11/30 簽署，2019/12/10 簽署修約議定書，2020/7/1 生效。	28.1	15.9	6.5
	日歐 EPA	2018/7/17 簽署，2019/2/1 生效。	27.1	37.0	8.3
	韓歐 FTA	2009/10/15 簽署，2011/7/1 生效。	23.1	35.9	7.4
	越歐 FTA	2019/6/25 簽署，歐盟議會於 2020/2/12 通過，越南國會於同年 6/8 通過。	21.5	34.2	7.9
	歐盟**	1993/11/1 生效，會員由初期的 12 個，增至目前的 28 個。	21.2	33.2	6.7
	東協 10+1	2015/11/22 生效。	20.1	19.1	27.3
	CPTPP	2018/3/8 簽署，同年 12 月 30 日生效。	12.9	15.2	6.6
已簽署	RCEP	2020/11/15 簽署，預計 2021 年底或 2022 年初生效。	29.7	27.3	30.0
談判中	中日韓 FTA	2012 年起談判，迄今已完成第 16 回合談判。	24.2	18.7	21.0

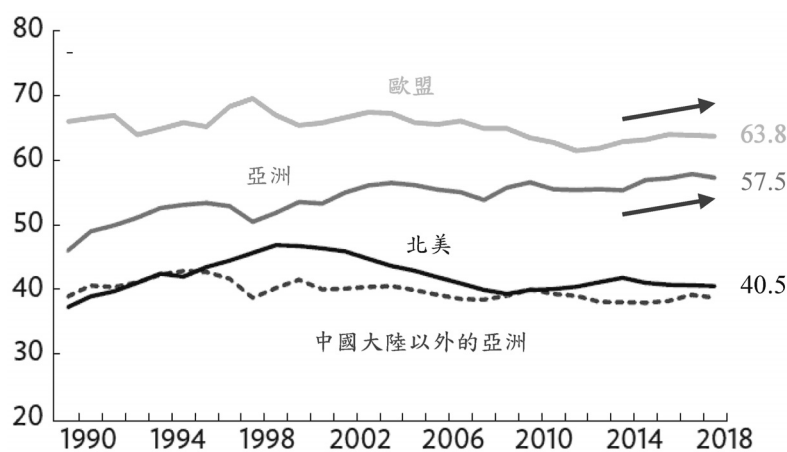
* 2019 年各 FTA GDP、貿易總額、人口數占全球比重。

** 英國脫歐過渡期至 2020/12/31 結束，故此處歐盟成員為 28 個。

*** 灰底表示中國大陸為成員國之 FTA。

資料來源：Direction of Trade Statistics (DOTS)、Global Insight、作者自行計算。

圖 4 區域內貿易比重



資料來源：ADB (2019)

而言，亞洲區域內貿易比重高於北美的 40.5%，惟低於歐盟的 63.8%（ADB（2019））。

若從亞洲貿易最主要的成長引擎－中國大陸來看，2019 年中國大陸貿易總額較 2015 年增加 6,192 億美元，其中，出口增加 2,241 億美元中，主要係對越南、印尼、俄羅斯、荷蘭、菲律賓出口增額較多；進口增加 3,951 億美元，主要係自澳大利亞、越南、台灣、日本、俄羅斯進口增額較多，多以亞洲國家居多（圖 5），顯示全球價值鏈分工體系下，亞洲國家對於身為世界市場及世界工廠的中國大陸貿易依賴程度提高。

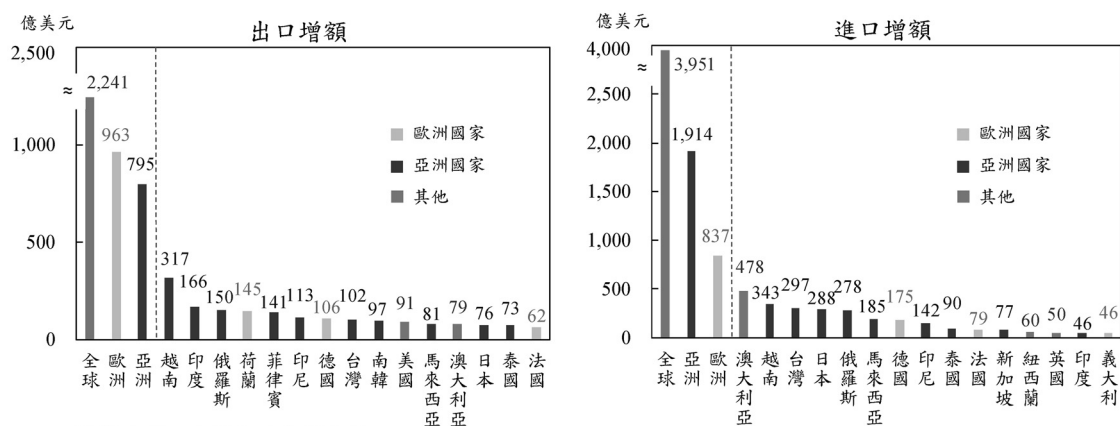
2. 亞洲區域價值鏈密集度提高

技術進步與全球產業分工愈來愈細，參與國際分工的國家也愈來愈多，在國際間形成了綿密的全球價值鏈體系。欲瞭解一國生產活動參與全球生產網絡的涉入程度，可計

算其全球價值鏈（Global Value Chain, GVC）參與指數來判斷；同樣地，在區域間可透過區域價值鏈（Regional Value Chain, RVC）參與指數，來瞭解各地區生產過程中，參與區域生產網絡的涉入程度，而 RVC 參與指數相對 GVC 參與指數的比例，則稱為 RVC 相對 GVC 密集度（RVC-GVC intensity），衡量區域內供應鏈的相對活絡程度（ADB（2019））。

2014 年以來，亞洲地區的區域內夥伴進行之價值鏈分工合作貿易密集度呈現上升趨勢（註 17），歐盟則持續下降（圖 6）。在進入 21 世紀以後，東協及東亞國家之積極開放與加入區域經濟整合，與其在全球價值鏈中貿易比重逐漸增加，並建立區域內產業分工與價值鏈貿易有關，提高與中國大陸簽署 FTA 的意願。

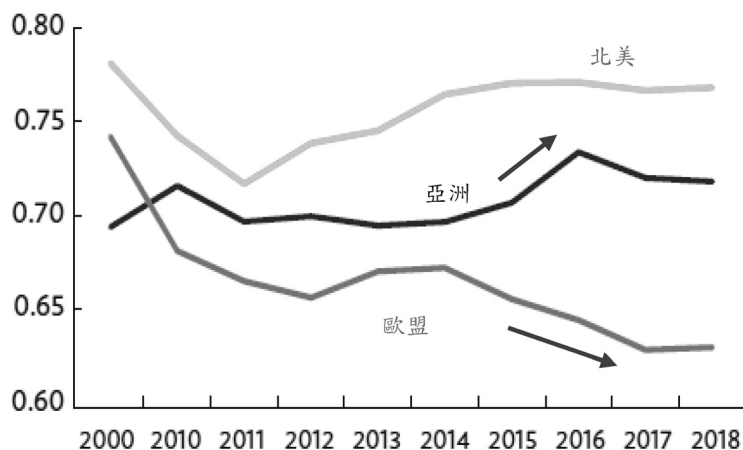
圖 5 2019 年與 2015 年相比，中國大陸對主要國家或地區之出進口增額



資料來源：中國大陸海關總署。

（註 17）2016 年以後，因中國大陸推動供應鏈在地化，亞洲的 RVC 相對 GVC 密集度略降。

圖 6 RVC 相對 GVC 密集度



資料來源：ADB (2019)

參、中國大陸區域整合談判現況與推動方向

中國大陸在加入 WTO 後，隨著對外開放及競爭程度不斷提高，與主要貿易夥伴的摩擦，除了貨品與服務貿易摩擦，亦擴大到智慧財產權及標準的摩擦；洽簽 FTA 有助於中國大陸減少貿易爭端及化解技術壁壘，促進對外經貿發展。

一、現況：中國大陸自貿夥伴以亞洲與大洋洲經濟體為主

自 2003 年以來，中國大陸已與 27 個經濟體簽署 23 個 FTA（註 18）（圖 7），自貿夥伴以亞洲與大洋洲經濟體為主，與歐美夥伴的 FTA 覆蓋面較為不足；在全球 GDP 排名前 20 的經濟體中，只與日本、南韓、澳大利亞、印尼、瑞士 5 個國家洽簽 FTA。

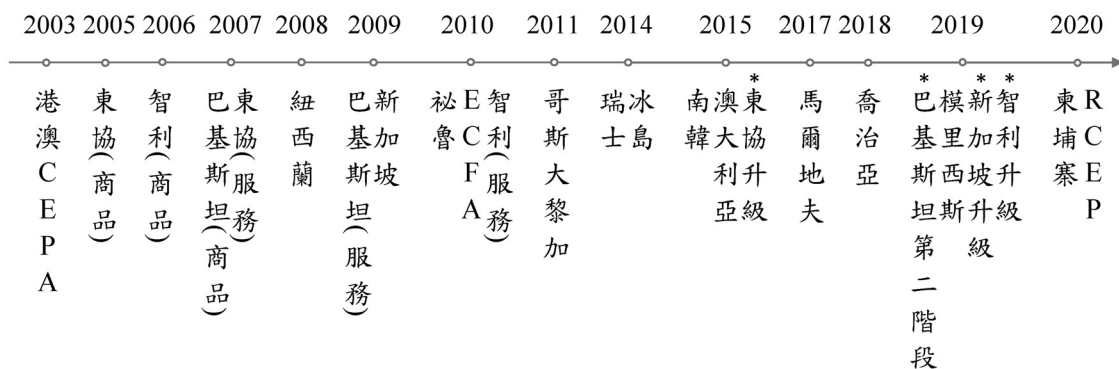
洽簽進度的部分，2003 年起，中國大陸平均每年有 1.39 個 FTA 生效，2015 與 2019 年更分別有 3 項及 4 項 FTA 生效，進展快速；而談判中與研究中的 FTA 分別有 13 項與 8 項（表 3），洽簽中的協議除了針對已簽署之南韓、紐西蘭、秘魯等進行升級談判以外，亦展開與挪威、以色列、斯里蘭卡、加拿大、巴拿馬等歐美及亞洲國家之雙邊 FTA，積極參與全球貿易整合的腳步；多邊貿易協定在 RCEP 簽訂後，加速推動中日韓 FTA。

二、中國大陸主要 FTA 之最新進展

中國大陸主要 FTA 中，最受外界關注的焦點為 RCEP 與中日韓 FTA，以下簡述最新近況。

（註 18）中國大陸商務部官網未納入 ECFA 與海峽兩岸服務貿易協議，故對外公布已簽署 21 個 FTA。

圖 7 中國大陸已生效之 FTA



註：1.香港特別行政區與澳門特別行政區關於建立更緊密經貿關係的安排，簡稱「港澳 CEPA」。

2.海峽兩岸服務貿易協議於2013年6月21日簽署，惟未生效。

3. 亞太貿易協定優惠關稅安排(Preferential Trade Arrangement, PTA)於 2002 年 1 月 1 日簽署，成員國對彼此特定商品提供特別的關稅優惠，貿易自由化程度不如 FTA，貿易障礙仍存。

4.*表示升級協定。

資料來源：整理自中國自由貿易區服務網(截至本年12月底)、經濟部國貿局。

表3 中國大陸談判中與研究中之 FTA

談判中的 FTA (13 項)				
●南韓自貿協定第二階段談判*	●海灣合作理事會(GCC)**	●以色列		
●紐西蘭升級談判*	●中日韓**	●巴拿馬		
●秘魯升級研究*	●摩爾多瓦	●巴勒斯坦		
●斯里蘭卡	●海峽兩岸貨品貿易協議	●海峽兩岸爭端解決協議		
●挪威				
正研究的 FTA (8 項)				
●瑞士升級研究*	●哥倫比亞	●尼泊爾	●加拿大	●蒙古
●斐濟	●巴布亞紐幾內亞	●孟加拉		

*表示升級協定，**表示多邊貿易協定。

資料來源：整理自中國自由貿易區服務網(截至本年 12 月底)、經濟部國貿局。

（一）區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）

RCEP 成員原涵蓋東協十國、中國大陸、印度、日本、南韓、澳大利亞及紐西蘭等 16 國，2019 年 11 月 4 日在泰國曼谷舉辦

的 RCEP 領袖高峰會後，印度退出談判，其

餘 15 國於本年 11 月 15 日正式簽署協議，預計於明（2021）年底或 2022 年初生效。

2019 年 RCEP 經濟規模與貿易總額分別為全

球的 29.7%與 27.3%，為全球最大的 FTA（表 2）。

1. RCEP 主要內容

相對於 CPTPP 的高門檻、涵蓋面廣、自由化程度高且具有較強約束力的協議框架，RCEP 屬成員國間現有 FTA 的整合升級版，協定內容共 20 個章節，涵蓋貨物貿易、服務貿易、投資等方面的市場開放，且納入高水準的貿易便利化、智慧財產權、電子商務、競爭政策、政府採購等議題，惟未觸及勞工、環保及國有企業等敏感議題（註 19）。

貨物貿易的部分，各成員均承諾透過立刻降稅及 10 年內逐步降稅方式，將最終零關稅商品涵蓋比率達到 90%以上，多數產品降稅期程長，提供各國產業調適的期間（顏慧欣（2020b））；服務貿易考量各成員經濟發展程度差異大，對於特定領域自由化的立場亦不同，首度採「混合模式」作為市場准入承諾（註 20），值得注意的是，中國大陸服務貿易開放已達其現有 FTA 的最高水準，新

增承諾研發、管理諮詢、製造業相關服務、空運等 22 個服務業的開放，並提高金融、法律、建築、海運等 37 個部門的承諾水準（黃健群（2020））。

投資的部分，中國大陸首次在製造業、農業、林業、漁業、採礦業五個非服務業的投資領域採用負面表列進行承諾；自然人移動（註 21）方面，承諾擴及服務提供者以外的投資者、隨行配偶及家屬等協定下所可能跨境移動的自然人類別，亦超過中國大陸現有 FTA 的承諾水準。

2. RCEP 的戰略意義

（1）突破美國對中國大陸多方面的制裁

在中美貿易摩擦之下，美國對中國大陸貿易及投資提出多方面制裁，而 RCEP 是中國大陸現有 FTA 中，最高標準的開放承諾，有助於轉移對美國的市場依賴，並緩解中國大陸因貿易戰、科技戰之產業衝擊。

（2）呼應中國大陸一帶一路與雙循環之政策推動方向

中國大陸自 2013 年起推動「一帶一路倡

（註 19）RCEP 內容包括（1）初始條款及一般定義；（2）貨品貿易；（3）原產地規則，包括產品特定規則之附件；（4）關稅程序與貿易便捷化；（5）食品安全檢驗與動植物防疫檢疫措施；（6）標準、技術法規及符合性評鑑程序；（7）貿易救濟；（8）服務貿易，包括金融服務、電信服務和專業服務之附件；（9）自然人移動；（10）投資；（11）智慧財產權；（12）電子商務；（13）競爭；（14）中小企業；（15）經濟與技術合作；（16）政府採購；（17）一般規則與例外；（18）體制性安排；（19）爭端解決；（20）最終條款。

（註 20）RCEP 服務貿易開放業別採負面表列的成員有日本、南韓、澳大利亞、新加坡、汶萊、馬來西亞及印尼；採正面表列的成員有中國大陸、菲律賓、泰國、越南、緬甸、柬埔寨、寮國及紐西蘭，且承諾於協定生效後 6 年內轉化為負面清單。

（註 21）RCEP 會員國承諾對於區域內各國的投資者、公司內部流動人員、合約服務提供者、隨行配偶及家屬等商業人員，在符合條件的情況下，可獲得一定居留期限。

議」，完善歐亞沿線區域基礎建設，促進投資貿易，而 RCEP 成員多為一帶一路沿線的重要國家，兩者彼此連結與互補之下，將擴大中國大陸的影響力，同時，RCEP 的簽署，亦呼應中國大陸在十四五規劃中，內銷與國際雙循環之經濟發展重心（註 22），積極擴大對外開放。

（3）中日與日韓首次達成 FTA

由於 RCEP 是以東協成員國為基礎，擴大納入中日韓紐澳等國，多數成員國在 RCEP 簽署前，彼此間已存在雙邊 FTA 且已生效，中日、日韓、印澳、印紐 FTA 正在談判中，僅中國大陸與印度目前並無 FTA 關係（表 4）。印度退出 RCEP 後，最大效益來自中日韓為首次共同簽署 FTA，初步緩和三方彼此

間的結構性問題（詳第三節第（二）小節），可望加速完成更高標準的中日韓 FTA 談判。

（二）中日韓 FTA

中日韓經濟規模占全球的 24.2%，是引領東北亞經濟成長的主要動力，為加深彼此的經濟合作，中日韓 FTA 的概念於 2002 年中日韓領袖高峰會首次被提出，2012 年啟動首次談判，2019 年 11 月完成第 16 回合談判，在 RCEP 簽署後，中日韓 FTA 為中國大陸推展區域整合的下個重要目標，將以較 RCEP 更高水準的貿易自由化為目標，全面討論貨物及服務市場開放、投資、原產地、通關、競爭、電子商務等問題。未來中日韓 FTA 洽簽後，將成為全球第四大 FTA，僅次於 RCEP

表 4 RCEP 簽署前，東協加一成員國間洽簽 FTA 情形

	ASEAN	中國大陸	日本	南韓	澳大利亞	紐西蘭	印度
ASEAN		○	○	○	○	○	○
中國大陸			△	○	○	○	X
日本				△	○	○	○
南韓					○	○	○
澳大利亞						○	△
紐西蘭							△
印度							

* ○為 FTA 已簽署或生效；△為 FTA 正在談判中；X 指目前無 FTA。

** 由於國家間 FTA 的洽簽為對稱，僅列出上三角國家間 FTA 的簽署狀況，下三角以灰底表示。

資料來源：整理自顏慧欣(2020a)。

（註 22）本年 10 月中國大陸公布第十四個五年規劃，簡稱「十四五」，指出 2021 至 2025 年經濟發展重心將以「雙循環」為主，即以內需大循環為主體，內銷、國際市場雙循環相互促進的發展模式，建構國際合作與競爭的新優勢。

表 5 2019 年中日韓對主要貿易夥伴的貿易額、比重與排名

單位：億美元；%

資料國 貿易對手		中國大陸			日本			南韓		
		出口	進口	貿易額	出口	進口	貿易額	出口	進口	貿易額
中國 大陸	金額				1,347	1,693	3,040	1,362	1,072	2,434
	比重				19.1	23.5	21.3	25.1	21.3	23.3
	排名				2	1	1	1	1	1
日本	金額	1,433	1,718	3,150				284	476	760
	比重	5.7	8.3	6.9				5.2	9.5	7.3
	排名	3	3	2				2	2	2
南韓	金額	1,110	1,736	2,846	463	296	759			
	比重	4.4	8.4	6.2	6.6	4.1	5.3			
	排名	4	1	4	3	4	3			
台灣	金額	551	1,730	2,281	430	269	699	157	157	314
	比重	2.2	8.3	5.0	6.1	3.7	4.9	2.9	3.1	3.0
	排名	10	2	5	4	6	4	4	27	5

資料來源：各國官網、作者整理。

(29.7%)、USMCA (28.1%) 與日歐 EPA (27.1%) (表 2)。

1. 中日韓為彼此重要的貿易夥伴

中國大陸、日本與南韓分別為全球第 2、第 3 與第 11 大的經濟體，且中國大陸是日本與南韓的第一大貿易夥伴，而日、韓則分別是中國大陸第 2、第 4 大貿易夥伴，彼此貿易關係相當緊密；若中日韓完成 FTA 簽署，對彼此的經濟將有很大助益 (表 5)。

2. 中日韓間的分歧與棘手議題

過去中日韓 FTA 談判過程遲緩，原因之

一是三方在歷史、政治與領土爭議時有摩擦，互信不足，尤其是徵用工訴訟案爭議，2019 年 7 月 4 日起，日本對南韓實施半導體化學原料出口限制 (註 23)，為中日韓 FTA 的前景蒙上陰影。在經濟層面上，儘管中日韓皆以全面性、高標準的 FTA 為目標，惟三方經濟條件與產業結構各異，對服務貿易、農產品貿易、製造業等開放程度仍存在分歧 (表 6)。

此外，中日韓對於加入區域經濟組織的優先順序不同，亦影響洽談之資源分配。中

(註 23) 2018 年南韓法院做出判決，要求二戰期間強徵南韓勞工 (簡稱徵用工) 的日本企業應進行賠償，日本認為南韓的判決違反 1965 年建交的協議，2019 年 7 月，日本以南韓對敏感材料管理不當、影響國安為由，對南韓三大高科技關鍵材料 (聚醯亞胺、光阻劑與氟化氫) 實施出口管制，8 月更進一步將南韓從白名單 (即除了特別限制的產品外，可自由出口的企業) 中移除；南韓亦對日本採取出口管制，並決定不再續簽「日韓軍事情報保護協定 (GSOMIA)」，且將日本移出南韓版的白名單國家。

表 6 中日韓 FTA 洽簽進度遲緩的主要原因

主要原因	說明
多方面互信不足	● 政治：朝鮮半島、核武、薩德問題。 ● 歷史與經濟：日韓貿易爭端。 ● 領土爭議：日韓之獨島、中日之釣魚台、東海、南海問題。
對於全面性、高標準 FTA 的認定不同	● 日韓：議題內容除貨貿、服貿、投資外，尚須包括政府採購、智慧財產權、環保等非 WTO 領域。 ● 中國大陸：無論是市場開放或法律、制度建置，目前難以達到日韓的期望標準。
加入區域經濟組織的順序不同	● 中韓：已簽署雙邊 FTA。 ● 日本：已簽署 CPTPP，欲以此標準進行中日韓 FTA 談判。

資料來源：陳金隆(2017)、作者整理。

日韓 FTA 協商期間，中韓 FTA 已優先於 2015 年 6 月簽署，於同年 12 月生效（註 24），2017 年 12 月 14 日正式啟動中韓 FTA 第二階段談判，就服務貿易和投資領域進行後續協商，為中國大陸首次使用負面表列展開該領域之談判，以期為雙方企業營造更自由的貿易與投資環境；日本則欲以 CPTPP 的標準進行中日韓 FTA 談判。

3. 近期中日韓 FTA 談判進展與變數

2019 年 12 月 24 日的中日韓第 8 屆領導人峰會與第 7 屆工商峰會後，三方共同簽署「中日韓合作未來十年展望」（表 7）及「中日韓+X」早收清單等文件，具體指出將共同守護自由貿易與促進區域經濟一體化，實現技術主導型合作及創新，並同意續談「朝核

問題」；RCEP 簽署後，中國大陸亦積極推動高標準的中日韓 FTA 談判，惟近期日本尚未放寬半導體化學原料輸韓限制，雙方徵用工訴訟案爭議升溫，為中日韓 FTA 談判進度增添變數。

三、海峽兩岸經濟合作架構（ECFA）

中國大陸與台灣洽簽 ECFA 於本年邁入第 10 年，本節說明 ECFA 生效至今之成效、10 年效期的討論及協議若終止對台灣的可能影響。

（一）ECFA 的演進及早收清單的成效

1. ECFA 的演進

為推動兩岸關係正常往來，以利資金、技術、人才、市場與全球接軌，2008 年 12 月經濟部啟動兩岸搭橋專案政策，透過舉辦兩

（註 24）中韓 FTA 開放範圍包括貨品貿易、服務貿易、投資和規則等 17 個領域，其中，貨品貿易自由化比例高達逾 90% 的項目數、85% 的貿易額。

表 7 中日韓合作未來十年展望主要內容

方向	內容
深化合作	●共同提升三方的合作，定期舉行領導人會議和外交部長會議。 ●從戰略和長遠角度正視歷史、開闢未來。 ●在環保、氣候變遷、衛生、高齡化、創新、體育、青少年等領域加強合作。 ●加強戰略溝通，增進政治互信，妥善管控分歧，發展長期和平友好關係，致力於朝鮮半島完全無核化。 ●加強「中日韓+X」合作，與更多國家實現共同發展。
堅持開放	●堅持開放包容，共同維護多邊主義和自由貿易。 ●推動早日簽署 RCEP，加速中日韓 FTA 談判，共同促進區域經濟一體化進程。
共同引領	●加強在地區和國際事務中的溝通協調，共同引領區域合作，打造符合地區國家需要的東亞合作架構。

資料來源：作者整理。

岸產業合作及交流研討會，搭建兩岸產業交流平台、促進民間投資，進而提升台灣在全球經貿與產業供應鏈的戰略地位，同時，亦為 ECFA 的談判鋪路。ECFA 於 2010 年 6 月 29 日簽署、同年 9 月 12 日生效，在協議架構下，兩岸列出多項早期收穫清單，可於生效初期享有降稅優惠，惟後續的海峽兩岸貨品貿易協議與服務貿易協議已停擺。

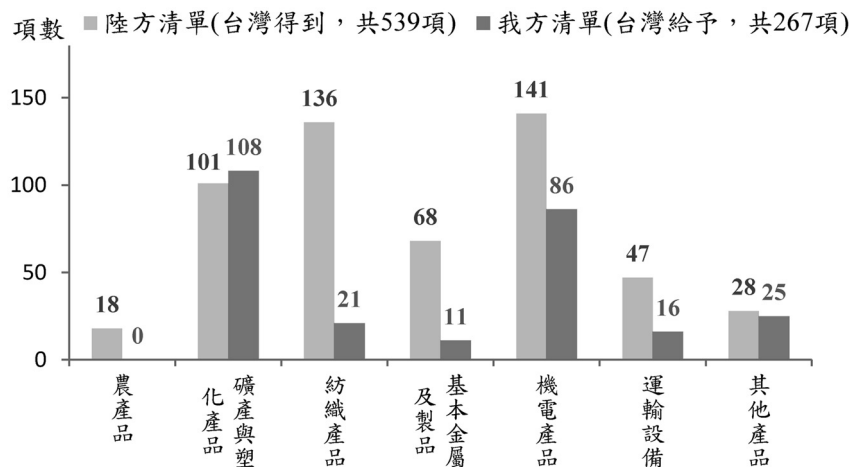
2. 台灣對中國大陸早期收穫貨品出口比重高於進口，且出口累積減免稅額達 67 億美元，約為中國大陸出口累積減免稅額的 9 倍

ECFA 主要內容為兩岸針對部分產業擬定早期收穫清單，協議互免關稅或優惠市場開放條件，其中，陸方對我方降稅共 539 項，以機電產品（141 項）、紡織品（136

項）、礦產與塑化（101 項）、基本金屬及製品（68 項）的項數較多；我方對陸方降稅清單共 267 項，以礦產與塑化產品的 108 項最多（圖 8）。

比較 2019 年與生效初期的 2011 年，台灣對中國大陸出進口的增速均高於對全球出進口的增速，惟若細分早期收穫產品或非早期收穫產品的增速，則略有不同。2019 年台灣 ECFA 早期收穫產品占對中國大陸出口的比重達 21.6%，較生效初期略微上升，且早期收穫產品出口的增速（2011 年的 1.10 倍）高於非早期收穫產品出口（1.07 倍）；同期間，早期收穫產品進口（中國大陸對台灣出口）的增速（1.21 倍）大於自全球進口之倍數（0.99 倍）。另一方面，由於早期收穫產

圖 8 ECFA 早期收穫產品清單之項數



資料來源：ECFA 文本。

品以傳產貨品居多，近年受到美中貿易及 COVID-19 疫情衝擊較大，而非早期收穫產品內含積體電路等中國大陸進口增長較大的品項，本年 1 至 9 月 ECFA 早期收穫產品占對中國大陸出進口的比重均略微下降（表 8）。

關稅的部分，2011 年 1 月起，ECFA 早收清單貨品開始分階段降稅，至 2013 年 1 月，所有早收貨品的關稅均已降為零，估計 2011 年至今，台灣 ECFA 早期收穫產品出口累積減免關稅達 67.1 億美元，約為中國大陸早期收穫出口累積減免關稅（7.1 億美元）的 9 倍。

（二）ECFA 是否終止的討論及其影響

1. 原則上 ECFA 並無 10 年效期的規定

ECFA 10 年效期爭議的起源，係因根據

WTO 規定，建立自由貿易區的過程除了可透過一步到位的模式（如 FTA）簽訂貨品關稅及服務貿易以外，亦可採分階段模式的過渡協議或架構協議來完成，惟自由化程度須達到「絕大多數貿易（substantially all the trade）」，且應在合理期限（原則上為 10 年內）完成正式協議；然而，若協議僅包括少數雙方有興趣的產品（如 ECFA），並不符合需涵蓋大多數產品的原則，且 WTO 對於超過 10 年仍未完成簽署的成員無實質約束力（詳劉大年（2020））。

另一方面，若回歸每項 FTA 均有的終止條款規定，根據 ECFA 文本第 16 條，終止程序須經書面通知及雙邊協商，即使協商未獲共識，180 日後，協議仍將失效（註 25）。

（註 25）ECFA 文本第 16 條：「一方終止本協議應以書面通知另一方。雙方應在終止通知發出之日起 30 日內開始協商。如協商未能達成一致，則本協議自通知一方發出終止通知之日起第 180 日終止」，上述被通知方要求協商，通知方不得拒絕，詳經濟部國貿局「ECFA 台灣不能任意終止？」之說明。

表 8 ECFA 早期收穫產品清單之項數

單位：億美元；%

	對全球 出口	台灣對中國大陸出口				
		全部	早期收穫 貨品	非早期收穫 貨品	早期收穫 貨品比重	估計減免 關稅金額
2011 年(1)	3,121.8	851.2	179.9	671.3	21.1	1.3
2019 年(2)	3,291.6	917.9	198.5	719.4	21.6	9.0
2020 年 1-9 月	2,480.7	724.1	136.2	587.9	18.8	6.3
(2) / (1)	1.05	1.08	1.10	1.07		
估計累積至 2020 年 9 月之減免關稅金額						67.1
	自全球 進口	台灣自中國大陸進口(中國大陸對台灣出口)				
		全部	早期收穫 貨品	非早期收穫 貨品	早期收穫 貨品比重	估計減免 關稅金額
2011 年(1)	2,873.2	440.9	49.7	391.3	11.3	0.2
2019 年(2)	2,856.5	573.9	60.2	513.7	10.5	0.9
2020 年 1-9 月	2,077.6	453.0	45.7	407.3	10.1	0.6
(2) / (1)	0.99	1.30	1.21	1.31		
估計累積至 2020 年 9 月之減免關稅金額						7.1

資料來源：經濟部國貿局 ECFA 執行情形。

因此，除非一方提出終止，原則上並無 ECFA 滿 10 年將失效的規定。

2. 若 ECFA 被迫終止，對傳統產業出口至中國大陸影響較大

若中國大陸提出協議終止而迫使 ECFA

面臨終止，在 WTO 資訊科技協定（Information Technology Agreement，簡稱 ITA）（註 26）與資訊科技協定擴大（ITA Expansion 或 ITA-2）（註 27）下，對台灣 ICT 產業影響有限，惟陸方對我方降稅集中

（註 26）ITA 為 WTO 架構下的複邊貿易協定，於 1997 年 7 月 1 日生效，旨在促進全球資訊科技產品的貿易自由化，成員已達 83 個經濟體（包含歐盟 28 個會員國），所有成員資訊科技產品之貿易市占率量約 97%，降稅項目包含資訊、通訊、半導體、電子零組件等共 166 項產品。

（註 27）隨著資訊科技發展日新月異，許多新興產品相繼出現而產生是否適用 ITA 降稅資格的疑慮，2015 年 12 月，WTO 部長會議上完成 ITA-2 談判，逾 50 多名成員簽署，降稅項目包含積體電路、偏光板、LED 背光模組、觸控螢幕模組、視聽設備、光學及零件、鏡片及家用娛樂設備等 201 項產品（詳蔡幸儒（2016））。

在機電、紡織、礦產與塑化及基本金屬等傳統產業的出口可能受到較大衝擊（圖8），而農漁產品部分，雖然中國大陸進口稅率達兩

位數以上，台灣該類產品對中國大陸出口甚少（註28），衝擊相對較小。

肆、結論與建議

一、中國大陸加速推動區域整合

（一）加快區域整合腳步源自 WTO 式微與亞洲區域整合深化

2018 年以來，美中爭端持續升溫，除了貨品貿易摩擦，亦提升到智慧財產權及標準的摩擦，惟多邊貿易體制式微，WTO 上訴機構因成員不足而停擺，加上中國大陸未能取得市場經濟地位而常受到反傾銷與反補貼之調查，促使中國大陸希藉由加快洽簽雙邊或多邊 FTA 的進程，減緩貿易衝突、化解技術壁壘。

同時，無論是中國大陸對亞洲國家的出口，或中國大陸自亞洲國家的進口均攀升，亞洲區域整合深化，區域內貿易比重上升，提高亞洲各國與中國大陸簽署 FTA 的意願。

（二）中國大陸已簽署 RCEP，將持續推動中日韓 FTA 的談判

區域貿易協定的內涵與深度不斷地擴大，且朝向巨型 FTA 的型式簽署，RCEP 與中日韓 FTA 為中國大陸近期多邊貿易談判的重點，前者已於本年 11 月 15 日簽署完成，

內容屬現有 FTA 的升級版協定，且呼應中國大陸一帶一路與雙循環之政策推動方向，而中日韓首次共同加入同一個區域整合協定，亦為此協定之主要效益來源。

至於中日韓 FTA，根據中日韓領導人峰會的共識，三方將朝向共同守護自由貿易、促進區域經濟一體化的目標，在 RCEP 簽署後，中國大陸積極推動中日韓 FTA 談判，惟 2019 年日韓徵用工訴訟案爭議後，近期雙方爭端未解，談判進度仍存在不確定性。

二、台灣宜持續爭取加入雙邊、多邊 FTA 或特定領域協議

台灣深度參與亞太供應鏈、貿易依存度高，出口以電子零組件與資通訊產品為大宗，本年 1 至 11 月，其占台灣對全球總出口逾五成，在台灣不易加入區域貿易協議之下，相當仰賴 ITA 與 ITA-2 的免關稅待遇；惟傳產貨品出口仍面臨較大貿易障礙，台灣亟須尋求其他拓展市場的管道。

CPTPP 為全面性高度開放的協定，亦為未來區域整合的趨勢，台灣宜做好自由化的

（註 28）根據 International Trade Centre 資料庫，2011 年 1 月至本年 9 月，台灣對中國大陸出口早期收穫農產品僅 2.0 億美元。

準備及市場開放的決心，持續對內進行溝通，對外爭取支持（註 29）；此外，近期多項美國友台法案或台美備忘錄（註 30），均提及台美互為重要經貿夥伴，呼籲雙方進一步增強關係，係重啟台美貿易暨投資架構協定（TIFA）創造很好的時機，因此，我國宜加速 TIFA 洽談的腳步，並持續進行其他雙邊 FTA 協商或特定議題的談判。

參考文獻

- 王煜翔（2018），「川普政府對中國大陸發動『301 調查』之 WTO 爭議問題」，經濟前瞻，第 177 期，頁 92-96。
- 陳金隆（2017），「兩岸關係正常發展是回應中日韓 FTA 的關鍵」，國家政策研究基金會，中央網路報智庫論壇。
- 張心怡（2016），「巨型 FTAs 在亞太地區的發展與前景」，第 14 屆全球戰略與台海安全學術研討會論文。
- 黃立、林彩瑜（2003），「WTO 爭端解決機制簡介」，2003 年理律盃專題演講，理律文教基金會。
- 黃健群（2020），「大陸推動 RCEP 的戰略意涵」，產業雜誌，12 月。
- 劉大年（2020），「沙盤推演 ECFA 可能變局」，經濟日報，5 月 26 日。
- 劉昱辰（2019），「WTO 爭端解決機制改革之進展與動向」，經濟前瞻，3 月。
- 蔡幸儒（2016），「ITA2 降稅上路，臺商外銷如虎添翼」，經貿透視雙周刊，第 452 期。
- 顏慧欣（2020a），「RCEP 談判近況與展望評析」，WTO 及 RTA 電子報，第 679 期。
- 顏慧欣（2020b），「RCEP 少了驚喜，台灣不必驚嚇」，自由時報，11 月 19 日。
- Asian Development Bank（2019），“Asian Economic Integration Report 2019/2020: Demographic Change, Productivity”，November.
- United States Trade Representative（2020），“Report on the Appellate Body of the World Trade Organization”，February.

（本文完成於 109 年 12 月，作者為本行經濟研究處專員）

（註 29）外界認為，美國總統拜登當選上任後，可能支持台灣成為 CPTPP 的一員。

（註 30）包括本年 3 月 27 日甫生效的「台灣友邦國際保護及加強倡議法案（Taiwan Allies International Protection and Enhancement Initiative Act，簡稱台北法案）」、美國商會於 6 月 10 日發表的「2020 台灣白皮書」及本年 9 月 30 日台美簽署的「台美基礎建設融資及市場建立合作架構」備忘錄。

中央銀行出版品一覽

圖書

序號	統一編號	出版單位	書（刊）名	定價
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	190
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	150
3	12029870018	發行局	臺幣・新臺幣圖鑑	3,500
4	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	400
5	1009804739	金融業務檢查處	金融危機專輯	400
6	1009900973	金融業務檢查處	金融危機專輯（增訂版）	400
7	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	500
8	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能（92 年版）	500
9	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能（92 年版）-精裝版	600
10	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan): Purposes and Functions (1992-2004)	350
11	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	500
12	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	500
13	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯（92 年版）	600
14	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯（2003 年版）《中英對照本》	1,200
15	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊（94 年 12 月修訂版）	580
16	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊（94 年 12 月修訂版）	450
17	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊（95 年 12 月修訂版）《中英對照本》	1,040
18	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊（95 年 12 月修訂版）《中英對照本》	880
19	1009801079	法務室	各國中央銀行法選譯（續編）	600
20	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯（續編）《中英對照本》	1,200
21	1010203391	法務室	各國中央銀行法選輯（2013 年版）（上冊）	1,200
22	1010203393	法務室	各國中央銀行法選輯（2013 年版）（下冊）	1,000

23	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹（88 年 12 月）	贈閱
24	12072890017	秘書處	認識中央銀行（89 年 12 月）	贈閱
25	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻（90 年 12 月）	贈閱
26	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)（2003/6）	贈閱
27	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台 60 週年歷年印製鈔券圖輯	1,200
28	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑 82 年至 92 年	600
29	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑 92 年至 98 年	600

期刊

序號	統一編號	出版單位	書（刊）名	出刊 頻率	定價
1	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60
2	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240
3	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	年刊	300
4	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report	年刊	300
5	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320
6	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350
7	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100
8	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40
9	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250
10	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110
11	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250
12	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250
13	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350
14	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350
15	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	不定期	300
16	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100

※※※※※※※※※※
檢 肅 貪 瀆
※※※※※※※※※※

中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第 5-64 號信箱

專線電話：02 — 23571870

傳真號碼：02 — 23571981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第 16-1 號信箱

專線電話：02 — 22157011

傳真號碼：02 — 22142636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第 224 號信箱

專線電話：03 — 3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03 — 3291412

※※※※※※※※※※
以 廉 潔 為 榮
以 貪 瀆 為 恥
※※※※※※※※※※

國際金融參考資料（第七十一輯）

編者：中央銀行
發行人：楊金龍
主編：吳懿娟
編輯委員：蔡惠美 曹體仁 程玉秀 游淑雅 廖俊男 彭德明
許碧純
行政編輯：高超洋
發行所：中央銀行經濟研究處
地址：10066 台北市羅斯福路 1 段 2 號第二大樓 6 樓
網址：http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/ifd/publish_ifd.asp
電話：(02) 2393-6161
總經銷商：中華民國政府出版品展售門市

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市中區中山路 6 號
電話：(04) 2226-0330
傳真：(04) 2225-8234
台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號
電話：(02) 3322-4985
傳真：(02) 3322-4983
網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號
電話：(02) 2361-7511
傳真：(02) 2361-7711
復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號
電話：(02) 2500-6600
傳真：(02) 2506-4000
網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

三、國家書店松江門市：10485 台北市中山區松江路 209 號 1 樓

電話：(02) 2518-0207
傳真：(02) 2518-0778
網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

印刷者：中央印製廠
地址：23152 新北市新店區北宜路 2 段 200 號
電話：(02) 2217-1221
創刊：中華民國 67 年 9 月
出版：中華民國 110 年 2 月
刊期頻率：不定期
定價：新臺幣 300 元

著作財產權人保留對本書依法所享有之所有著作權利。

欲重製、改作、編輯或公開口述本書全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。（請洽經濟研究處，電話：2357-1737）