

---

理監事聯席會議  
議事錄摘要

106年6月22日

---

中央銀行

# 中央銀行第 19 屆理事會第 10 次理監事聯席會議

## 議事錄摘要

時 間：106 年 6 月 22 日下午 3 時

地 點：本行主大樓 A606 會議室

出 席：理事會主席：彭淮南

常 務 理 事：許虞哲 李世光 楊金龍

嚴宗大 梁明義 胡勝正

理 事：林聰賢 李成家 廖燦昌 陳昭義

朱美麗 黃朝熙 劉碧珍

林金龍(請假，並委託嚴宗大為代理人)

監事會主席：朱澤民

監 事：梁啓源 劉宗榮 邱炳雲 鍾經樊

列 席：業務局局長陳一端 發行局局長施遵驊

外匯局局長顏輝煌 國庫局局長陳玉敏

金檢處處長蕭翠玲 經研處處長林宗耀

秘書處處長梁建菁 會計處處長黃桂洲

人事室主任洪志誠 法務室主任吳坤山

監事會秘書項蓮華 理事會秘書胡至成

主 席：彭淮南

記 錄：李素芳 劉雨芬

討論事項：國內外經濟金融情勢與本行貨幣政策，提請討論。

## 壹、國內外經濟金融情勢<sup>1</sup>

經濟研究處說明：

### 一、國際經濟金融情勢

隨全球製造業及貿易活動漸趨活絡，本年全球經濟成長可望由上年低點回升，且下半年表現將略優於上半年。多數經濟體展望趨於樂觀。其中，美國、日本、歐元區等經濟皆穩健成長，亞洲經濟體成長率多高於上年，惟中國大陸成長則略緩。先進經濟體因經濟復甦，預期本年通膨溫和成長；新興市場經濟體則因部分國家幣值回升及政策調控，高通膨現象可望緩解。

近期國際股市普遍上揚，金融市場恐慌指數(VIX)表現平穩；惟全球政策不確定性(EPU 指數)上升，且 Fed 期望自本年下半年開始縮減資產負債表規模，將使全球面臨金融緊縮之壓力，恐影響未來金融市場穩定。貿易保護主義抬頭，可能影響全球貿易復甦；英國脫歐談判變數增加，地緣政治風險升溫等，均為影響全球經濟之不確定性因素。

### 二、國內經濟金融情勢

#### (一)經濟情勢

自本年 3 月本行理事會會議迄今，隨國內景氣復甦，就業人數增加，失業率續降，平均薪資溫和增加，勞動市場續呈改善。國內經濟雖穩定成長，惟近月出口及資本設備進口成長轉緩，零售業營業額成長亦有限，景氣對策信號轉呈黃藍燈；加以下半年基期較高，未來景氣復甦力道可能稍緩。國內外主要機構普遍預

---

<sup>1</sup> 請參見附件「國內外經濟金融情勢分析」。

測本年經濟成長率介於 2.04% 至 2.20%；本行本年經濟成長預測值為 2.13%，優於去年之 1.48%。

外需方面，隨國際經濟穩步復甦，半導體需求續強，電子零組件出口增加，加以基期較低，本年 1 至 5 月台灣出口成長 12.5%；對主要出口市場均呈正成長。展望下半年，全球經濟成長及貿易成長預測上修，半導體需求穩定成長，且廠商積極投入物聯網、雲端服務等新興應用，可望增添出口動能。惟中國大陸經濟成長力道趨緩，全球貿易保護主義威脅仍存，加以基期較高，國內出口動能恐不易明顯提升；但全年輸出仍將穩定成長。

內需方面，國內生產活動穩定擴張，企業人力需求增加，且本年上市櫃公司現金股利發放創近 5 年新高，有助增添未來消費支出；惟實質薪資成長有限，消費者信心持續疲弱，下半年民間消費成長動能將略低於上半年。

民間投資方面，雖半導體及其供應鏈業者持續投資機器設備及投入研發，加以商用不動產需求增加，有助民間投資成長；惟景氣領先指標與同時指標續呈下跌，近月資本設備進口成長減緩，加以去年下半年機器設備投資基期較高，致對下半年民間投資展望較為保守。

## (二)金融情勢

國內市場利率持穩；如同多數國家，實質利率呈現負值。若就實質利率與經濟情勢對照，部分國家經濟成長高於台灣，但實質利率卻相對較低，顯示台灣目前實質利率水準允當，並未相對偏低。

貨幣數量方面，本年 5 月 M2 年增率因外資淨匯入增加而升至 4.07%；1 至 5 月 M2 平均年增率為 3.72%，維持於目標區內

(2.5%~6.5%)成長，且高於全年經濟成長率加計 CPI 年增率預測值。銀行授信方面，5 月放款與投資成長趨緩，年增 5.06%，主要係因應所得稅款解繳，銀行減持投資部位所致；1 至 5 月放款與投資平均年增率為 4.65%。綜合上述各項因素，應可充分支應經濟活動所需資金。

本年以來，市場流動性充裕，金融業隔夜拆款利率持穩，10 年期公債殖利率小幅波動；外資呈淨匯入，新台幣匯率走升，台股上揚。因利率持穩，外資投入股市，股票與貨幣市場呈寬鬆狀態，抵銷部分新台幣升值的緊縮影響，本年 6 月整體金融情勢指數(FCI)仍較去年底相對趨緊。

展望未來，雖然國內景氣回溫，支撐資金需求，惟美國 Fed 將持續升息，且影響景氣不確定性因素仍存，國際資金移動將成為影響 M2 成長之重要因素。銀行放款與投資則因國內景氣復甦，以及固定投資溫和成長，帶動資金需求回穩，可望穩定成長。

### (三)物價情勢

年初以來，新台幣升值有助紓緩輸入性通膨壓力，加以食物類價格走低，當前消費者物價漲幅溫和。本年 1 至 5 月平均 CPI 年增率為 0.60%，主因蔬菜價格大跌，抵消油料費及水果價格大部分漲幅；不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則為 0.97%。

本年 5 月底，石油輸出國組織(OPEC)宣布延長凍產，惟未如市場預期進一步減產，加以美國持續增產及原油庫存仍高，致油價走跌。EIA(U.S. Energy Information Administration)預估，至 2018 年底，原油供給略大於需求，未來油價不易大漲。

由國內外主要機構的預測結果綜合研判，本年台灣通膨展望溫和。其中，國內機構預測之中位數為 1.20%，國外機構預測之中

位數為 1.30%。本行 6 月預測本年 CPI 年增率為 1.07%，核心 CPI 年增率則為 1.11%；與 3 月預測比較，通膨展望維持穩定。

國內通膨溫和，部分亦反映負的產出缺口影響；由於需求和緩，產出缺口為負且擴大，致通膨壓力不大。至於影響未來國內物價走勢之主要因素：上漲壓力包括勞動新制使人力成本增加，客運及外食等業者調整售價；6 月 12 日起，每包香菸菸稅調高 20 元，香菸價格反映上漲；以及 6 月豪雨將致蔬菜價格短暫上漲等。下跌壓力則包括產出缺口仍為負，總合需求仍舊不足等。

### 三、貨幣政策考量因素

#### (一)全球景氣穩步復甦，惟經濟前景仍存不確定性

隨全球製造業及貿易活動漸趨活絡，本年全球經濟成長可望由上年低點回升。展望未來，多數經濟體展望趨於樂觀；惟全球經濟仍面臨諸多變數：包括歐元區及日本維持寬鬆貨幣政策，惟美國貨幣政策逐步正常化，恐增添金融市場波動；全球經貿政策不確定性、英國脫歐談判，以及地緣政治風險等。

#### (二)下半年國內經濟成長動能可能稍緩；當前通膨壓力及預期通膨溫和

近月出口及資本設備進口成長轉緩，零售業營業額成長亦屬有限，經濟成長動能可能稍緩。本年 1 至 5 月物價漲幅和緩；下半年雖受菸稅調高等影響，惟全球通膨預期溫和，國際油價走低，國內需求成長尚緩且產出缺口仍然為負，本年通膨展望維持穩定。

#### (三)國內實質利率水準相對經濟成長，在主要經濟體中尚稱允當

與主要國家之實質利率比較，多數國家為負值；其中，部分國家經濟成長高於台灣，但實質利率卻相對較低，顯示相較主要

國家，台灣實質利率水準尚稱允當。

## 貳、貨幣政策建議與決議

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

二、理事均贊成維持政策利率不變，討論意見摘要如下：

有關國際經濟情勢，有位理事表達對本年全球景氣轉趨樂觀，惟長期經濟成長趨勢仍然低緩之觀點。由於近年全球金融市場活絡，加以自上年下半年起，全球製造業和貿易出現週期性復甦，全球經濟成長力道轉強，全球貿易量成長亦將加速。就先進經濟體分析，美國採取擴張性財政政策激勵經濟，預期將提升全球經濟成長動力；歐洲和日本則在全球製造業和貿易成長支持下，經濟前景亦得以改善。同時，大宗商品價格自上年初的低點回升，帶動大宗商品出口國的經濟狀況逐步好轉，加上中國大陸和其他大宗商品進口國的經濟成長改善，新興市場經濟體的經濟動能可望增強。

該位理事並指出，雖國際預測機構均認為本年全球景氣回溫，惟近期部分機構仍下修未來數年之全球經濟成長及貿易量成長預測值，主要係造成全球經濟低成長趨勢之供給面與需求面因素仍存，且長期結構性因素無法在短期內改善。至於影響未來全球經濟表現的風險因素，主要包括貿易保護主義趨勢，恐導致全球經濟成長因貿易和跨境投資減少而走緩；主要國家升息步伐若快於預期，可能造成全球金融狀況更快緊縮，從而對部分脆弱的經濟體造成不利影響；國際金融監管再度放寬，以及新興市場經濟體金融狀況緊縮問題，均可能影響全球金融穩定。

至於國內經濟情勢，**有位理事**表達對國內景氣復甦動能之看法。隨上年下半年全球景氣回穩，全球半導體市場活絡，我國出口大幅成長，民間投資亦在半導體廠商擴充資本支出下，穩健成長；經濟成長率由上年上半年的 0.46%，升至下半年的 2.46%，主計總處本年經濟成長率預測值 2.05%，可望高於上年。國內經濟雖自 2015 年谷底逐漸回溫，惟受全球景氣未來復甦動能依然和緩影響，台灣經濟可能仍將面臨長期低成長趨勢。近期若干國際預測機構仍小幅下修本年至 2020 年期間台灣經濟成長預測值。

國內金融方面，**有位理事**關注國內 M2 與信用成長趨勢，說明本年 1 至 5 月 M2 平均年增率為 3.72%，低於本年 M2 成長目標區 2.5% 至 6.5% 之中線值 4.5%，主要係因部分存款流向保單，壽險公司用以購買外幣債券。但 M2 成長率 3.72%，仍高於經濟成長率加計 CPI 年增率預測值，顯示市場資金充裕，足敷經濟活動所需。近月銀行放款與投資成長雖趨緩，惟年增率趨勢是上升的，反映 M2 與信用正常發展。

理事針對匯率、股市走勢對金融情勢(financial condition)之影響表示意見。**有位理事**提及，新台幣對美元雙邊匯率與新台幣名目有效匯率指數均顯示，新台幣升值幅度大於日圓、韓元、人民幣、星幣及歐元；本年以來因新台幣升值，致 6 月整體金融情勢較去年底相對趨緊。**另一位理事**則指出，受股價上漲因素影響，金融情勢緊縮程度趨於和緩；惟台灣股票 40% 由外資持有，股價上漲的財富效果多由外國人取得，尤其股票交易多集中於資訊科技股，而該等股票大部分為外資持有，外資因此獲取大部分的現金股利，國內民眾實際上未完全享受到股價上漲的好處。既然股票不是百分之百由國人持有，本行在分析金融情勢時，應該考慮外資持股的影響。

此外，**有位理事**關注外資對我國匯率及股市的影響性越來越大的現象，指出股匯連動是一種風險，相關性高是否隱含風險上揚，因果關係亦值得探究；究竟係股市好，所以外資進來投資，或另有其他原因。**另位理事**贊同，表示外資進出頻繁，當然造成高風險。

**數位理事**關心美國升息、美債殖利率與台債殖利率走勢及利差議題。**有位理事**觀察到本年 Fed 連續升息，惟美國公債殖利率反呈下跌，可見 Fed 利率政策並非影響公債殖利率的唯一因素。**另位理事**則認為，由於美國債券市場規模大、流動性高，且目前日本 10 年期公債接近零息，歐元區德、法 5 年期以下公債殖利率為負，美國各年期公債殖利率均為正，因此各國仍願意持有美國公債。**多位理事**亦表達類似看法，**有位理事**認為，即使風險升高且源頭就在美國，惟一般仍認為美國公債的風險最低，所以選擇持有更多美國公債，導致美國公債殖利率反呈下降。此種殖利率變動，勢將造成台灣與美國長期債券的利差變小，須留意此對國際資本移動的影響。

綜上討論，**理事**表達對支持貨幣政策建議的看法。**數位理事**表示，展望下半年我國出口動能不易明顯提升，且民間消費及民間投資成長動能趨緩，景氣復甦力道減緩，根據預測，本年經濟成長將低於潛在經濟成長。因此，在出口仍持續成長的階段，維持現有的政策利率應屬可行。

**多位理事**並指出，決定貨幣政策應考量當前通膨壓力與未來通膨展望。目前台灣物價相對緩和，未來通膨預期亦屬溫和，且台灣實質產出低於潛在產出，負的產出缺口仍存，因此不宜採行緊縮的貨幣政策。

有理事表示，事實上，台灣實質利率雖為負值，惟仍高於美國、新加坡、南韓及香港，且預測機構對台灣本年經濟成長率預測值，亦低於美國、新加坡、南韓及香港。因此，就台灣實質利率及經濟成長率的情況顯示，目前實質利率水準並未相對偏低，台灣貨幣政策不是很寬鬆，沒有升息的迫切性，與其他國家相較，反而相對緊。

至於未來貨幣政策走向，有位理事進一步指出，贊成維持現行利率。但美國已連續升息，目前國際經濟情勢變動仍包含不少不確定性因素，而我國主要貿易對手國，包括中國大陸、日本、歐元區，以及出口競爭對手國南韓等，均審慎維持政策利率不變，本行應謹慎審視未來發展情形，再採取適當的因應政策。

經綜合考量國內外經濟金融情勢與展望，贊成本次維持政策利率不變。

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

**贊 成：彭淮南 許虞哲 李世光 楊金龍 嚴宗大 梁明義  
胡勝正 林聰賢 李成家 廖燦昌 陳昭義 朱美麗  
黃朝熙 劉碧珍 林金龍(委託嚴宗大為代理人)**

**反 對：無**

**參、新聞稿**

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

## 中央銀行理監事聯席會議決議

### 一、國際經濟金融情勢

本年初以來，全球貿易漸趨活絡，國際經濟穩步復甦。展望未來，美國經濟溫和成長，歐元區穩定復甦，日本景氣略升；新興市場經濟體加速成長，惟中國大陸景氣略緩。

由於景氣緩步回溫，通膨溫和，歐元區及日本皆維持寬鬆貨幣政策；惟美國貨幣政策逐步正常化，恐增添金融市場波動；另全球經貿政策不確定性、英國脫歐談判，以及地緣政治風險，均為影響全球經濟之變數。

### 二、國內經濟金融情勢

(一) 隨景氣復甦，勞動市場改善，就業人數增加，失業率續降。近月出口及資本設備進口成長轉緩，零售業營業額成長亦有限，本年第 2 季經濟成長將較第 1 季略緩。由於下半年基期較高，主計總處預測經濟成長率為 1.76%(上半年為 2.37%)，全年為 2.05%。

(二) 年初以來，新台幣升值有助紓緩輸入性通膨壓力，加以食物類價格走低，本年 1 至 5 月消費者物價指數(CPI)平均年增率為 0.60%；不含蔬果及能源之 CPI(核心 CPI)年增率則為 0.97%，顯示當前通膨壓力和緩。

至於下半年，受菸稅調高等影響，預估 CPI 漲幅將較上半年為高；惟全球通膨預期溫和，且原油價格下滑，益以國內需求尚緩，本行預測本年 CPI 年增率為 1.07%，核心 CPI 年增率則為 1.11%，通膨展望維持穩定。

(三) 因應國內景氣復甦，在通膨無虞下，本行持續調節市場資金，

維持超額準備於適度寬鬆水準；銀行授信穩定成長，本年 1 至 5 月平均年增率為 4.65%；貨幣總計數 M2 亦維持於目標區內成長，1 至 5 月平均年增率為 3.72%。綜合上述各項因素，應可充分支應經濟活動所需資金。

本年以來，市場流動性充裕，金融業隔夜拆款利率持穩，10 年期公債殖利率小幅波動；外資呈淨匯入，新台幣匯率走升，台股上揚。

### 三、本日本行理事會一致決議

當前國內通膨壓力及預期通膨溫和；益以實質利率水準相對經濟成長，在主要經濟體中尚稱允當(詳附表及附圖)；惟國際經濟仍存不確定性，且下半年國內經濟成長動能可能稍緩。經審慎考量上述因素，在政府採行擴張性財政政策下，本行理事會認為維持政策利率不變，搭配適度寬鬆貨幣政策，有助促進物價及金融穩定，協助經濟持續成長。

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

未來本行將持續密切關注通膨發展及國內外經濟金融情勢變化，適時採行妥適的貨幣政策，以達成本行法定職責。

### 四、近年國際資本移動已成為影響匯率的主要因素。本年初以來，外資大量流入國內，外匯市場供給大量增加，致新台幣對美元匯率升值。

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

附表 主要經濟體實質利率及經濟成長率

單位：%

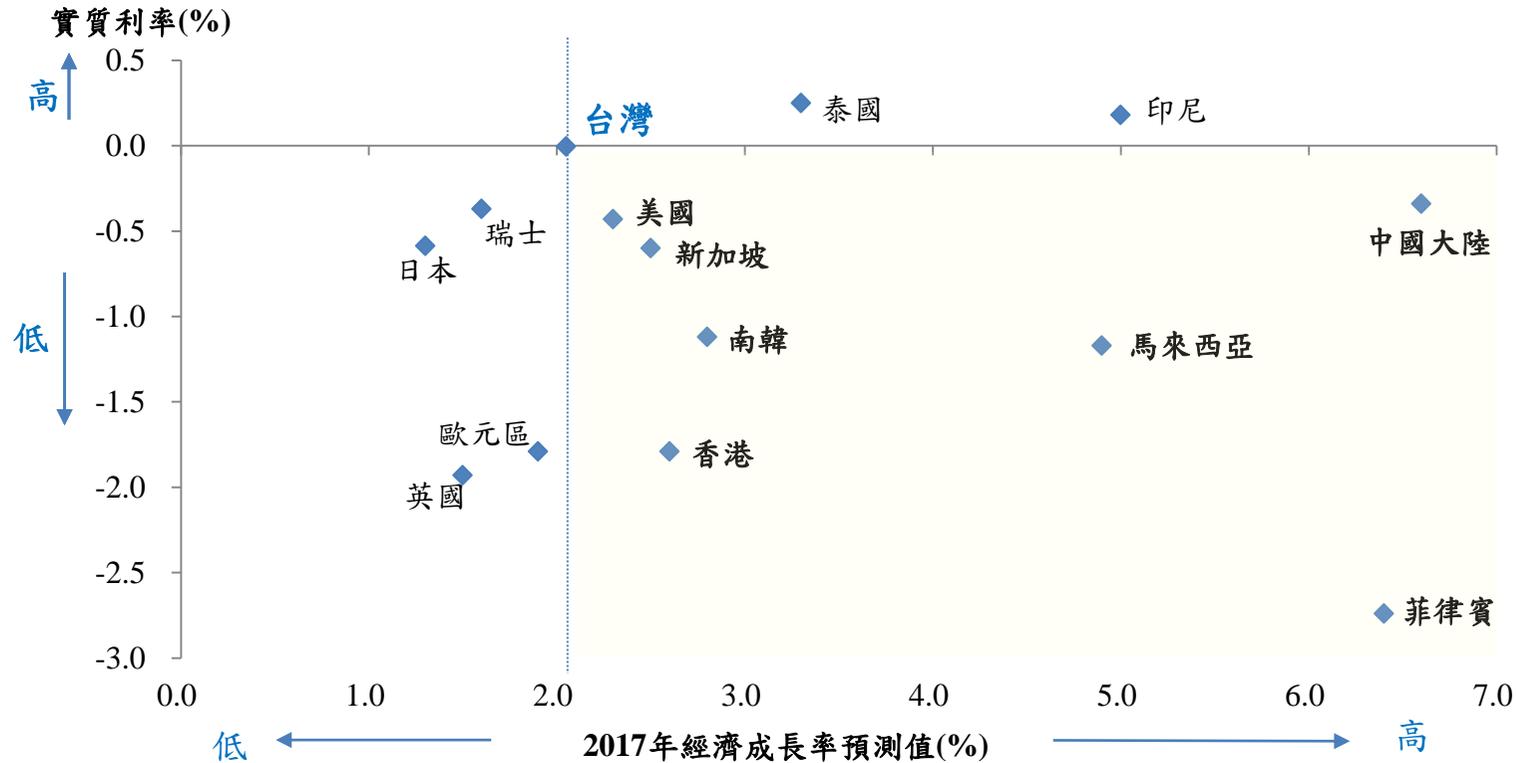
經濟體	(1) 1 年期定存利率* (2017 年 6 月 22 日)	(2) CPI 年增率** (2017 年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率	2017 年經濟 成長率預測值**
泰國	1.500	1.25	0.250	3.3
印尼	4.750	4.57	0.180	5.0
<b>台灣</b>	<b>1.065</b>	<b>1.07</b>	<b>-0.005</b>	<b>2.05</b>
中國大陸	1.500	1.84	-0.340	6.6
瑞士	0.160	0.53	-0.370	1.6
美國	1.760	2.19	-0.430	2.3
日本	0.014	0.60	-0.586	1.3
新加坡	0.250	0.85	-0.600	2.5
南韓	1.000	2.12	-1.120	2.8
馬來西亞	2.850	4.02	-1.170	4.9
香港	0.050	1.84	-1.790	2.6
歐元區	-0.100	1.69	-1.790	1.9
英國	0.800	2.73	-1.930	1.5
菲律賓	0.500	3.24	-2.740	6.4

\* 台灣為本國五大銀行之一年期定期存款機動利率。

\*\* 為 IHS Global Insight 2017 年 6 月 15 日之預測值；台灣 CPI 年增率係本行預測值，經濟成長率係主計總處預測值。

附圖 主要經濟體實質利率及經濟成長率

與主要國家之實質利率比較，多數國家為負值；其中，部分國家經濟成長高於台灣，但實質利率卻相對較低，顯示相較主要國家，台灣實質利率水準尚稱允當。



註：1. 實質利率為1年期定存利率(2017年6月22日)扣除CPI年增率(2017年預測值)，台灣為本國五大銀行之一年期定期存款機動利率。  
 2. 2017年各國經濟成長率與CPI年增率為 IHS Global Insight 2017年6月15日預測值；台灣CPI年增率係本行預測值，經濟成長率係主計總處預測值。