

3 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

104.3.26

前 言

維持物價穩定與金融穩定，以及協助促進經濟成長，為本行經營目標。面對多變的經濟金融情勢，本行採行妥適的貨幣政策，以達成法定職責。近期各界對於外匯管理及貨幣政策迭有討論，例如開放便利商店收兌外幣影響貨幣主權、資金過剩導致低利率，以及貨幣數量成長與股市波動等問題，相關報導恐有誤導社會大眾之處，有必要加以澄清。

在總體經濟方面，隨國際油價大跌，國內物價走緩，但應屬暫時性現象，尚不致出現通貨緊縮問題。其次，全球金融危機後，各國經濟進入「新平庸」時期。在經濟成長低緩、就業不振情況下，提升工資帶動經濟成長，已是當前成長政策的新思維，政府也提出加薪四法，本行樂觀其成。此外，鑑於房價高漲不利金融穩定，本行早已採取總體審慎措施，有效促使房市信用回穩；而政府推動房地合一實價課稅改革，有助房地產市場健全發展，各界大致肯定改革方向。

近來國際油價重挫，對全球及台灣經濟的影響，備受關注；加上歐元區擴大量化寬鬆(QE)貨幣措施的外溢效應、實施負利率政策的現況與影響等重大議題，均值得深入探討。

茲就上述相關議題，詳細分析說明，提供參閱，希望增進各界對本行貨幣政策的瞭解。

目次	頁次
壹、新台幣匯率及兌換相關議題之說明	1
一、2014 年以來，新台幣對美元雖然貶值，惟名目有效匯率則上升(升值)	1
二、開放便利商店收兌外幣是否影響新台幣的貨幣主權?	3
貳、貨幣數量相關議題之說明	5
一、M2/GDP 比率與利率、房價的關係	5
二、貨幣總計數的黃金或死亡交叉是否與國內股市波動有關?	8
參、總體經濟相關議題之說明	12
一、本年台灣是否會面臨通貨緊縮?	12
二、「新平庸」(new mediocre)的意義、成因與對策	15
三、工資帶動型成長策略簡介	20
四、本行對國內「加薪四法」的看法	23
肆、為維持金融穩定，宜持續推動健全房市措施	26
一、央行有促進經濟穩定與金融穩定的雙重職責	26
二、央行如肩負兩個不同目標，需兩種不同工具	27
三、房價高漲不利金融穩定，宜採具針對性的總體審慎政策	28
四、政府已採行健全房市措施，促使房市交易量及房價下降，有效促使房市信用回穩、房價預期下修	30
五、本行對房地合一實價課稅與健全房市的看法	34

伍、近年國際油價下跌的原因與影響分析	35
一、國際油價下跌的原因	35
二、國際原油市場前景分析	37
三、低油價有利全球經濟，惟原油進口國及出口國所受影響不同	41
四、台灣經濟可望受惠於國際油價下跌	42
陸、近期歐洲央行量化寬鬆政策之內涵及影響	44
一、自歐債危機以來 ECB 所推出之寬鬆貨幣政策	44
二、本年 1 月 22 日 ECB 政策會議決議	46
三、全球金融市場波動因而加劇	49
柒、歐洲地區負利率政策及影響分析	52
一、歐洲負利率政策及債券市場現況	52
二、負利率政策的成效與風險	56

壹、新台幣匯率及兌換相關議題之說明

一、2014 年以來，新台幣對美元雖然貶值，惟名目有效匯率則上升(升值)

說明：

某些人士觀察新台幣對美元貶值，指出 2014 年新台幣重貶為近年最大。惟該年新台幣對美元雖貶值，對主要貿易對手貨幣之加權平均匯率(NEER)則升值。

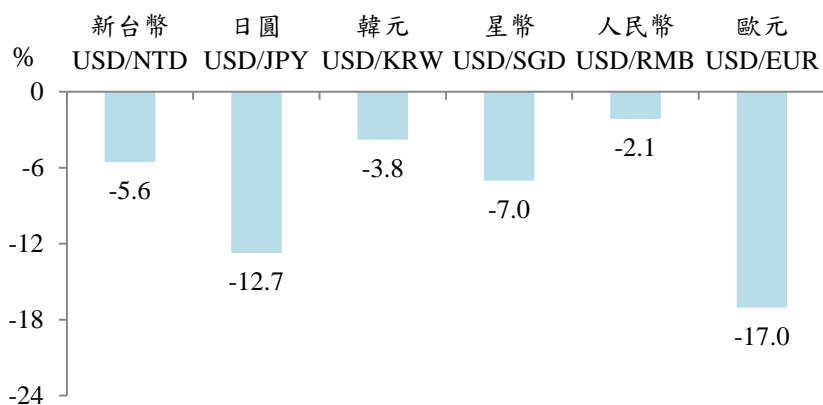
(一)國際美元走強，新台幣雖對美元貶值，但 NEER 則呈升值

1. 2014 年以來，國際美元走強，新台幣對美元雖貶值，但對日圓、歐元升值，NEER 升值 2.2%

(1)2014 年下半年起，歐美日經濟表現及貨幣政策不一，**國際美元走強**，主要貨幣對美元多貶值。本(2015)年 2 月與 2013 年 12 月比較，**新台幣對美元貶值 5.6%**，日圓及歐元對美元貶幅更大，分別達 12.7%及 17.0%(左下圖)。

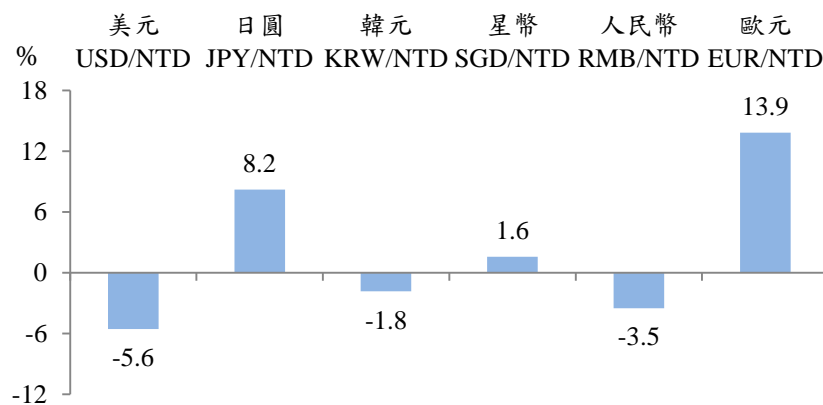
(2)新台幣對各幣別有升也有貶(右下圖)，同期間，雖對美元貶值，但是**對日圓及歐元則分別升值 8.2%及 13.9%**，**NEER 升值 2.2%**。

主要貨幣對美元之升貶幅
(2015/2 與 2013/12 比較)



資料來源：中央銀行

新台幣對主要貨幣之升貶幅
(2015/2 與 2013/12 比較)



資料來源：中央銀行

2. NEER 為觀察匯率變動較客觀的指標

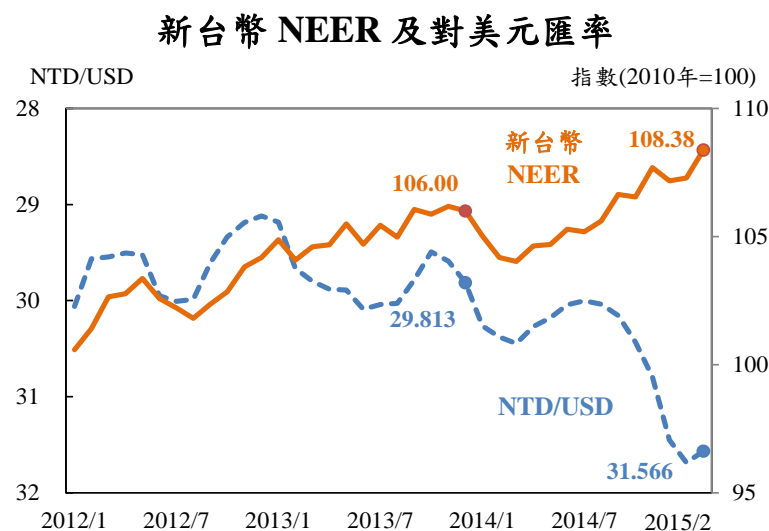
(1)美元是主要的國際貨幣，大眾常只注意新台幣對美元匯率的升貶，惟台灣對外貿易的對象不只美國，因此新台幣匯率的變化，不宜僅觀察對美元的雙邊匯率，觀察新台幣對主要貿易對手加權平均匯率的 NEER 較客觀。

(2)近 3 年因為新台幣對日圓及歐元升幅較大，NEER 呈升值走勢，不同於對美元貶值的走勢(左下圖)。

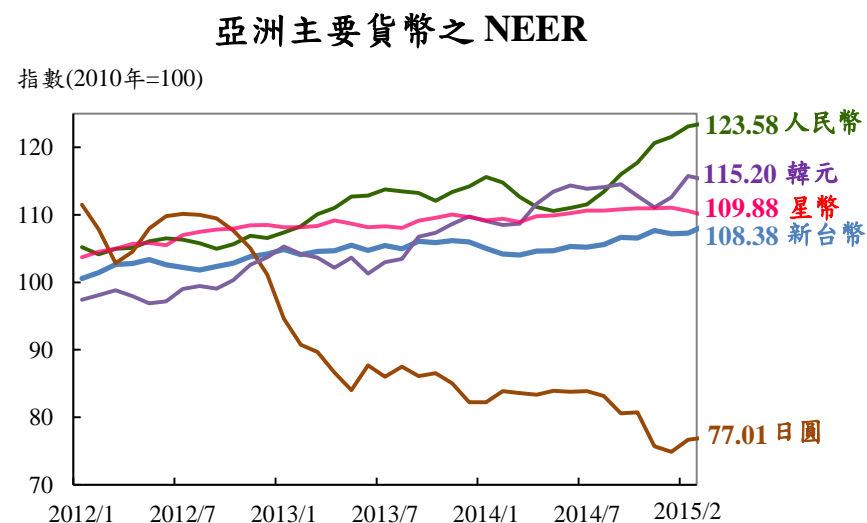
(二)新台幣匯率維持動態穩定

根據國際清算銀行(BIS)編製之 NEER，多數亞洲貨幣同樣受日圓及歐元大幅貶值影響，NEER 亦呈走升，惟新台幣相對穩定(右下圖)，有助貿易及總體經濟的發展。

(三)結論：2014 年新台幣雖對美元貶值，惟日圓及歐元等主要貨幣對美元貶幅更大，致新台幣 NEER 呈升值。因此，觀察新台幣匯率不宜單看新台幣對美元之雙邊匯率，宜審視新台幣一籃貨幣匯率(NEER)的變化。



資料來源：中央銀行、BIS



資料來源：BIS

二、開放便利商店收兌外幣是否影響新台幣的貨幣主權？

說明：

有關統一超商收兌人民幣將影響台灣貨幣主權之報導，本行雖已於2月2日發布新聞稿予以澄清，但事後仍有學者投書媒體，認為本行在統一超商收兌人民幣一事上「毫無反應，是昏睡了嗎？」顯與事實不符，特予說明如下：

(一)放寬外幣收兌處設置規定，有助提升觀光客取得新台幣現鈔的便利性

1. 外幣收兌處之設置須經許可並予管理

(1)依「中央銀行法」第35條規定，本行得對銀行及「其他事業」許可辦理外匯業務，並訂定辦法管理。

(2)國內各地的外幣收兌處，就是上述「其他事業」的範圍之一；而設置的法源就是上述規定授權訂定的「外幣收兌處設置及管理辦法」。

2. 目前外幣收兌處已有422家，方便外國旅客在台消費

自民國58年訂定「外幣收兌處設置及管理辦法」後，本行就逐步擴大開放可以申設外幣收兌處的行業，目的係為提升外國及大陸地區等境外旅客取得新台幣現鈔的便利性，以方便這些旅客以外幣兌換新台幣後，在台使用新台幣購物消費。

(二)增加便利商店申設外幣收兌處，有助提升新台幣主權性

1. 近期統一超商試辦人民幣收兌業務，有助維護新台幣現鈔之流通性

(1)鑑於全家便利商店於阿里山、台北寧夏夜市等設置3家外幣收兌處，對外國旅客、陸客兌換新台幣現鈔消費甚

為便利，本行爰持續輔導統一超商 3 家門市試辦人民幣收兌業務。

(2)統一超商等 3 家門市已依據前開辦法申設外幣收兌處，並自本年 2 月起試辦人民幣收兌；而且，依規定該收兌處只准辦理單向收兌，也就是**只能收兌人民幣**，而**不得賣出人民幣**。

2. 便利商店開辦人民幣收兌業務，有助減少人民幣在台直接流通，進而提升新台幣主權性

(1)外幣現鈔不可以在台灣市面上流通或作為交易媒介，本行除多次發布新聞稿呼籲「不得收受人民幣進行交易」外，以及配合金管會「人民幣聯合查察小組」至全台各地商圈查訪，並派員至台北市主要商圈、夜市實地發放文宣，加強宣導。

(2)大陸地區及外國旅客來台後，已可在**全台銀行、郵局、外幣收兌處**(至本年 3 月 23 日為 **422 家**)及 **ATM 提款機**等約 **28,000 個據點**，取得**兌換新台幣現鈔**之服務。

(3)國內**便利商店遍布**，是來台旅客購物消費之重要場所，如能兼營**辦理人民幣收兌業務**，可**提升來台陸客兌換新台幣現鈔之便利性**，促進在地消費，並可減少人民幣在市面直接流通，進而**提升新台幣之主權性**。

(三)結論：長期以來，國內已設有 **422 家外幣收兌處**辦理各種外幣收兌業務，外界從未質疑新台幣的貨幣主權。近期便利商店開辦人民幣單向收兌業務，有效減少人民幣在台直接流通，事實上是可提升新台幣貨幣主權。

貳、貨幣數量相關議題之說明

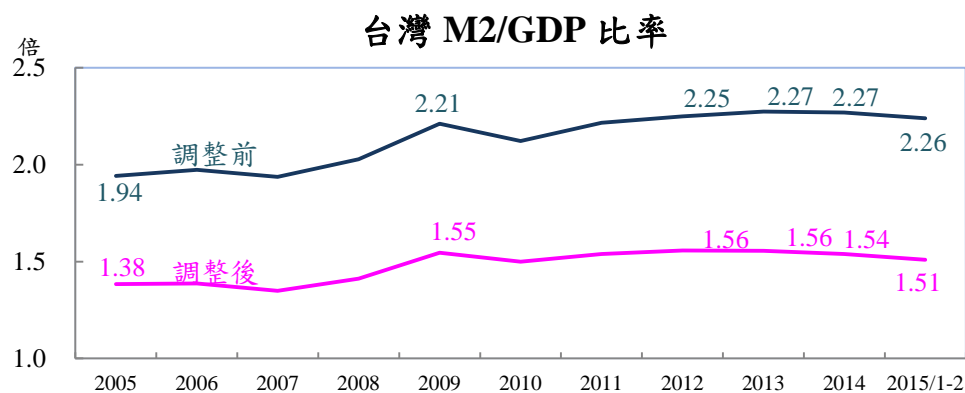
一、M2/GDP 比率與利率、房價的關係

說明：

某些媒體指陳「台灣央行印鈔比率勇冠全球，造成銀行體系資金過剩、利率過低、房價大漲」，該觀點主要指出台灣 M2/GDP 比率全球最高，爰予說明。

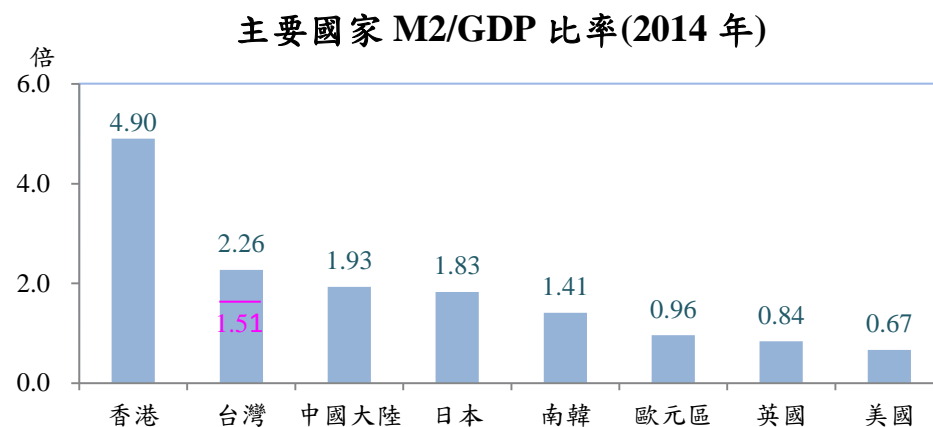
(一)各國 M2 組成內涵不同，金融體系結構存在差異¹，國際比較有其限制

1. 台灣 M2 的組成內涵²，與其他國家的 M3 或更廣義之貨幣定義較為接近；若將其他國家歸類在 M3 定義項目，自台灣 M2 中剔除，則台灣 M2/GDP 比率大幅下降，2015 年 1 至 2 月平均為 1.51，並未特別偏高。
2. 長期資金淨流入的國家，通常 M2/GDP 比率較高。例如香港，因金融交易量大，資金流入較多，長期以來，M2/GDP 比率高過台灣，台灣 M2/GDP 比率並非全球最高。



註 1：M2 為日平均數，2014 年 GDP 為主計總處初步統計數，2015 年 GDP 為主計總處預測數。
註 2：調整後資料，係剔除其他國家歸類在 M3 定義中之郵政儲金、外匯存款、退休優利存款及基層金融機構存款等。

資料來源：本行金融統計月報



註 1：台灣資料為 2015 年 1 至 2 月平均，其餘國家為 2014 年底資料。
註 2：南韓 2014 年 GDP 資料係年化數字。
資料來源：IMF、各國中央銀行網站

¹ 如美國較依賴直接金融，M2/GDP 比率低；而台灣、中國大陸及日本較依賴間接金融，存放款業務比重較高，墊高 M2/GDP 比率。

² 台灣的 M2 含郵政儲金、外匯存款、退休優利存款及基層金融機構存款等，與其他國家的 M3 或更廣義之貨幣定義較接近。

(二)與其他國家相較，台灣的實質利率並未偏低

主要經濟體實質利率比較表

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2015年3月23日)	(2) CPI年增率* (2015年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
泰國	1.500	-1.06	2.560
瑞士	0.160	-1.50	1.660
美國	0.720	-0.71	1.430
南韓	1.800	0.45	1.350
中國大陸	2.500	1.33	1.170
台灣	1.355	0.26	1.095
馬來西亞	3.200	2.45	0.750
英國	1.000	0.36	0.640
歐元區	0.205	-0.03	0.235
新加坡	0.250	0.93	-0.680
日本	0.026	0.85	-0.824
印尼	5.000	5.86	-0.860
菲律賓	0.500	2.37	-1.870
香港	0.050	3.51	-3.460

*台灣為主計總處之預測數，其餘為Global Insight 2015年3月15日之預測數。

資料來源：各國官方統計、Global Insight

(三)低利率並非房價高漲的主因，處理房價問題，宜採針對性審慎政策工具

1. 利率雖會影響房地產持有成本，但**低利率不必然造成房價上漲**。IMF(2009)實證研究³，**日本利率低，房價仍下跌；紐西蘭、澳洲等國利率雖高，房價仍大幅上漲**。
2. 近十年房價高漲，主因**預售屋炒作**、不動產**稅負偏低**，加以全球金融危機後海外投資標的不佳，國人資金匯回與**遺贈稅大幅調降**，以及**捷運便捷**等，致房地產需求增加。
3. 處理房價問題，宜由房屋市場的**需求面**、**供給面**與**制度面**三管齊下。國際經驗顯示，近年**新加坡、香港與南韓**均採行針對性審慎措施(含租稅措施)來平抑房價。

(四)結論：台灣 M2/GDP 比率非全球最高，實質利率亦未偏低，銀行資金維持適度水準

1. 台灣 **M2/GDP** 比率**非全球最高**，囿於**各國 M2 組成內涵**不同，且**金融體系結構**有所差異，實無法單就 M2/GDP 比率孰高孰低，評估該國貨幣數量是否合宜。
2. 與主要國家比較，**台灣實質利率並未偏低**。
3. 為維持金融穩定，**央行已竭盡所能**，動用各項工具，將銀行**超額準備**維持於適度水準；長期以來，貨幣總計數 **M2 成長率**大抵維持在**目標區**內，**通貨膨脹率低且穩定**。

³ IMF (2009), "Ch3: Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuation," *World Economic Outlook*, Oct. ◦

二、貨幣總計數的黃金或死亡交叉是否與國內股市波動有關？

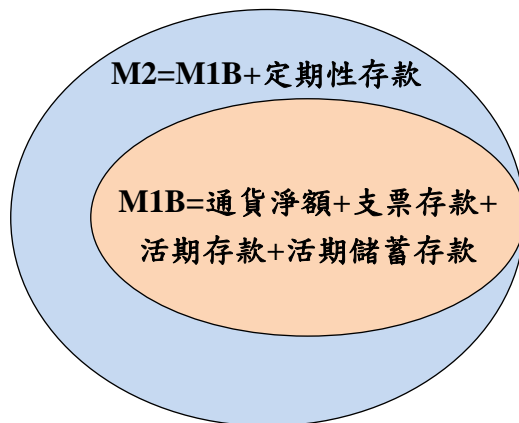
說明：

當 M1B 年增率高於 M2 年增率，部分媒體以「貨幣黃金交叉」稱之；反之，則以「貨幣死亡交叉」稱之，甚至以此現象與台股波動做連結。事實上，M1B 年增率與 M2 年增率易受短期季節性因素影響而波動，加以影響股價的因素甚多，此一論述恐誤導大眾之判讀，爰就貨幣總計數與國內股市的關係提出說明。

(一) 貨幣總計數 M1B 與 M2 所提供的資訊內涵不同

1. M1B 屬交易性貨幣，由於包含證券劃撥存款餘額，受短期股市波動影響較大。
2. M2 除 M1B 外，尚包含定期性存款⁴，與物價和經濟活動間的長期關係較為密切且穩定(見下圖)。

貨幣總計數組合圖示



⁴ 包括定期及定期儲蓄存款、外匯存款、郵政儲金、外國人新台幣存款、附買回交易餘額及貨幣市場共同基金等。

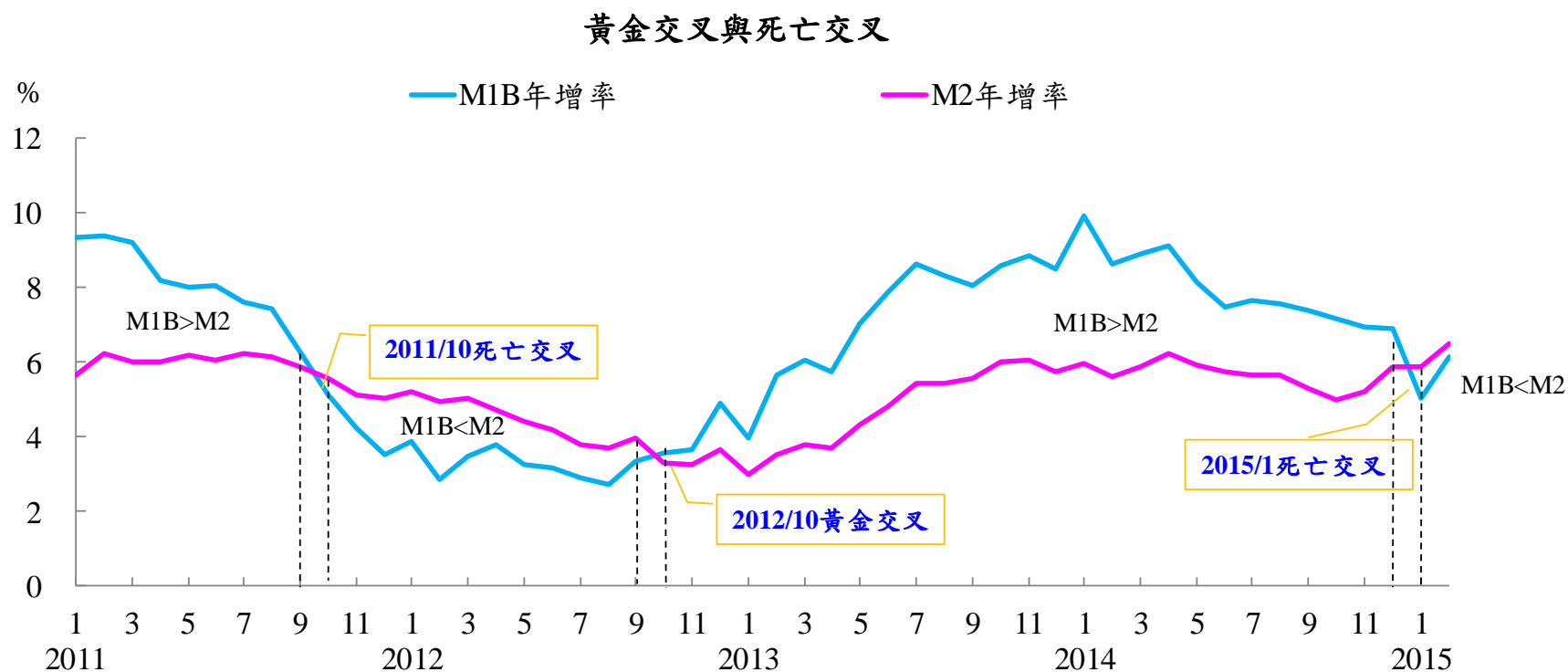
(二)市場常由 M1B 與 M2 年增率之高低轉折，定義黃金交叉與死亡交叉

1. 黃金交叉：(1)當月 M1B 年增率大於 M2 年增率，而上月為 M1B 年增率小於 M2 年增率時。

(2)市場認為資金從定期性存款流向活期性存款，可能有利於股市表現(見下圖)。

2. 死亡交叉：(1)當月 M1B 年增率小於 M2 年增率，而上月為 M1B 年增率大於 M2 年增率時。

(2)市場認為資金從活期性存款流向定期性存款，可能不利於股市表現(見下圖)。



資料來源：本行金融統計月報

(三)影響股價變動之因素甚多，資金面因素只是其中之一

1. 影響股價變動之因素，包括上市櫃公司的獲利、外資淨匯入、國內外經濟金融情勢及其他非經濟性因素等，以致不同時期的 M1B 與股價之關係可能改變(見下表)。
2. M1B 常受基期或季節性因素影響，在短時間內較易高低起伏波動，以致黃金交叉或死亡交叉之現象短期內發生頻繁，如 1994 年與 2006 年，該現象與股市表現可能不具相互依存的關係(見下表)。

貨幣黃金交叉與台股股價漲跌

黃金交叉 (M1B 年增率 > M2 年增率)											
年/月	1994/2	1994/6	1997/1	1999/6	2001/12	2006/1	2006/5	2006/10	2007/2	2009/4	2012/10
股價變動 (本月指數減 上月指數)	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓

說明：「貨幣黃金交叉」所選取的月份，係以當月 M1B 年增率 > M2 年增率，而上月為 M1B 年增率 < M2 年增率的月份。

貨幣死亡交叉與台股股價漲跌

死亡交叉 (M1B 年增率 < M2 年增率)												
年/月	1989/5	1994/3	1994/12	1998/2	2000/9	2005/9	2006/2	2006/6	2006/11	2007/12	2011/10	2015/1
股價變動 (本月指數減 上月指數)	↑	↓	↑	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↓	↑

說明：「貨幣死亡交叉」所選取的月份，係以當月 M1B 年增率 < M2 年增率，而上月為 M1B 年增率 > M2 年增率的月份。

資料來源：金管會證期局、本行金融統計月報

(四)結論：不宜以貨幣總計數的黃金或死亡交叉作為判斷股價指數升降之依據

由於影響股價變動之因素甚多，加以黃金交叉與死亡交叉在短期間內可能變動頻繁，有時係受基期或短期季節性因素影響所致，因此不宜以短期的某一時點、單一面向的資訊作為資金轉向之依據，並據以判定股價走勢。

參、總體經濟相關議題之說明

一、本年台灣是否會面臨通貨緊縮？

說明：

上(2014)年9月以來，由於國際油價大跌，國內CPI年增率明顯回降，至本(2015)年1、2月轉呈負數，部分論者認為台灣面臨通貨緊縮問題。為讓社會大眾瞭解通貨緊縮現象，特予說明。

(一)通貨緊縮的定義

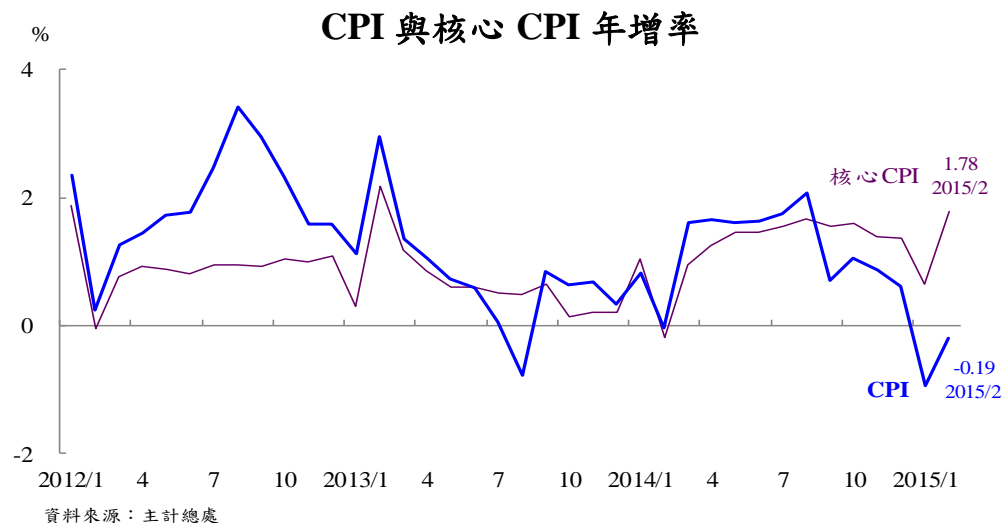
1. 通貨緊縮(deflation)係指整體物價水準(CPI)呈**普遍性**且**持續性**(widespread and persistent)**下滑**的現象。
2. 國際貨幣基金(IMF)與國際清算銀行(BIS)對通貨緊縮之定義為**CPI年增率持續2年呈現負數**⁵。

(二)台灣目前物價下跌，並非普遍性及持續性，尚不符合通貨緊縮的定義

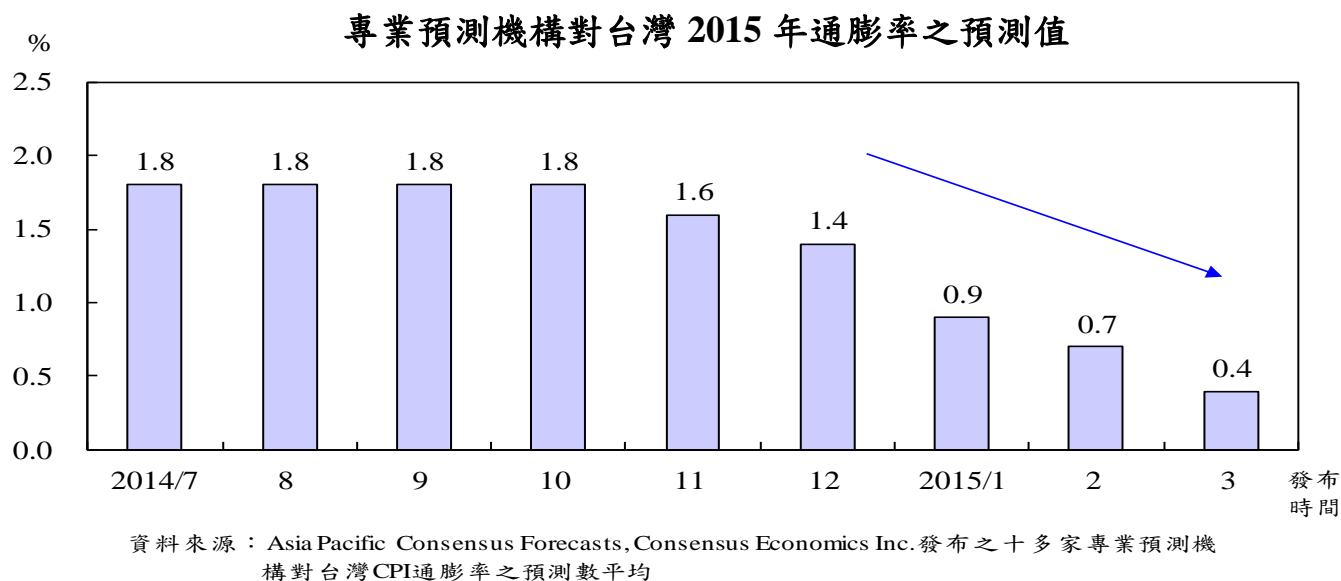
1. 本年初，**CPI**年增率連續2個月為負數，1至2月平均為**-0.56%**，主因油料費、電費及燃氣等能源價格大跌所致⁶，不含蔬果及能源之**核心CPI**年增率則為**1.21%**，**漲幅溫和**。

⁵ 參見 IMF (1999), *World Economic Outlook*, October 及 *Bank for International Settlements* (1999): *69th Annual Report*。

⁶ 油料費、電費及燃氣分別下跌 28.81%、24.72%及 16.90%，影響 CPI 年增率分別為-1.08、-0.54 及-0.19 個百分點，合計達-1.81 個百分點。



2. 由於能源價格持續下跌，Consensus Economics Inc.發布之台灣本年 CPI 通膨率預測值顯示，2014 年 11 月以來，**通膨預期逐月下滑**，惟 CPI 通膨率預測值仍維持正數。



3. 主要機構對本年 CPI 年增率預測值多在 1% 以下，主計總處預測值為 **0.26%**，惟呈逐季回升趨勢，尚不致發生通貨緊縮。

主要機構對本年 CPI 年增率之預測

單位：%

預測機構 (發布日期)	主計總處 (2015/2/16)	台經院 (2015/1/26)	Citi (2015/2/27)	EIU (2015/3/16)	Goldman Sachs (2015/3/23)	BOA Merrill Lynch (2015/3/20)	Global Insight (2015/3/15)
年增率	0.26	0.91	0.20	0.40	1.00	0.30	0.06

(三) 國內物價下跌應屬暫時性現象，消費者信心仍強，經濟可望穩健成長，毋庸擔憂通貨緊縮

1. 能源價格下跌係反映供給面成本下降因素，所造成的物價下跌屬供給驅動的良性現象⁷。
2. 低油價有利國內經濟，近期國內消費者信心達歷來高點，預期民間消費及民間投資維持穩定成長，尚不致出現內需延後的現象。主計總處預測本年經濟成長率由上年之 3.74% 略升為 3.78%。
3. 能源價格下跌，帶動國內相關商品及服務價格下滑，致通膨預期下降，惟油價自上年年中即呈下跌，在比較基期漸低下，油價對國內物價的影響將逐漸消退。

(四) 結論：台灣雖本年通膨率低緩，但預期明(2016)年即回升，應該不會出現通貨緊縮問題

1. Global Insight 於 3 月預測明年台灣 CPI 年增率升為 **0.94%**。
2. Consensus Economics Inc. 3 月發布之 15 家專業預測機構對台灣明年 CPI 通膨率預測值平均為 **1.5%**。

⁷ 由供給面成本下降造成的通貨緊縮，稱為「供給驅動的通貨緊縮(supply-driven deflation)」，通常能伴隨經濟成長與生活水準的提升，屬良性的通貨緊縮(benign deflation)。由需求面因素，如政策過度緊縮、景氣長期低迷、資產價格萎縮，需求劇烈衰退等，所導致之通貨緊縮，稱為「需求驅動的通貨緊縮(demand-driven deflation)」，通常屬危害型的通貨緊縮(harmful deflation)。

二、「新平庸」(new mediocre)的意義、成因與對策

說明：

(一)「新平庸」的意義

1. **IMF 執行長 Christine Lagarde** 首度於 2014 年 10 月 2 日，在喬治城大學的演講中，提出「新平庸」(new mediocre) 乙詞；同年 10 月 9 日，她在 IMF 與世銀的聯合年會再次表示，全球經濟可能陷入「新平庸」時期。「新平庸」主要係指，源自於**投資不足**，以及**低信心、低成長、低通膨**所構成的**惡性循環**，導致**經濟成長持續低於長期平均值**，且**就業疲弱不振**的情況⁸。
2. 「新平庸」類似近期引發關注的**長期停滯**(secular stagnation)議題⁹，長期停滯係指**經濟成長明顯減緩**，或處在**成長停滯、長期低迷不振**的情況。
 - (1)長期停滯理論最早由凱因斯學派經濟學家 Alvin **Hansen** 於 **1938 年提出**，主要懷疑在大蕭條(Great Depression)期間，**成熟經濟體逐漸消逝的投資機會**，將**阻礙經濟成長**，且**若無政府強勢干預**，將**永遠無法達成充分就業**。
 - (2)哈佛大學教授 Lawrence **Summers** 於 **2013 年 11 月的 IMF 會議指出**¹⁰，**主要經濟體**由於**儲蓄過剩、投資不足**，使得充分就業的實質利率已降至為負；**政府囿於名目利率的零利率底限(zero lower bound)**，加上**低通膨**，**經濟恐陷入「長期停滯」**，且**可能成為新常态**。

⁸ Lagarde, Christine (2014), "More Growth, More Jobs Are Main Objectives of Meetings," *IMF Survey*, Oct. 9.

⁹ Saft, James (2013), "Old Measures for New Mediocrity," *Reuters*, Oct. 9.

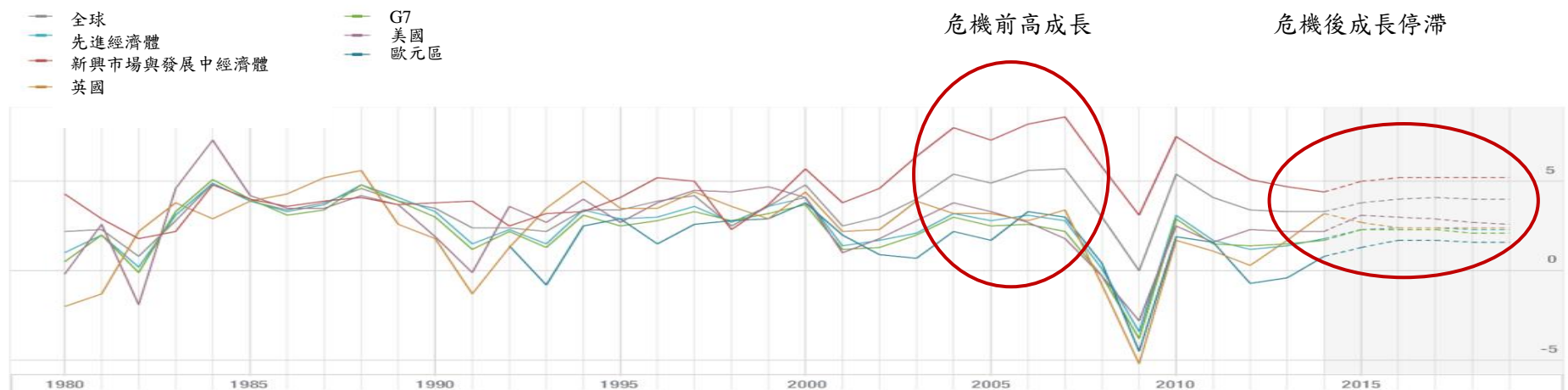
¹⁰ Summers, Lawrence (2013), "IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer," IMF Research Conference, Nov. 8; Summers, Lawrence (2013), "Why Stagnation Might Prove to Be the New Normal," *Bloomberg*, Dec. 15.

3. 全球金融危機後，各國經濟復甦多呈疲軟，經濟成長恐陷入「長期停滯」的「新平庸」時期

(1)1933 年的經濟大蕭條，肇致經濟嚴重衰退，難以重回過往巔峰；2008 年全球金融危機引發的大衰退(Great Recession)，讓全球央行極力救市，營造出幾乎接近零利率的環境；然而危機後，全球經濟成長步履蹣跚，難返危機前的鼎盛榮景。

(2)2008 年**金融危機爆發前**，**全球平均經濟成長率約 5%**(2003~2007 年)；**金融危機爆發後**，**全球平均經濟成長率約 3%**(2008~2014 年)，**先進經濟體**平均經濟成長率僅約 **1%**。近期全球經濟復甦步調依然緩慢，**先進經濟體**中，**只有英國**的經濟成長率**回到危機前水準**¹¹。

全球實質 GDP 年成長率



資料來源：IMF

¹¹ W., C. (2015), "What It Means to Suffer from Secular Stagnation," *The Economist*, Mar. 8。

(二)「新平庸」的成因

1. **需求面**因素：Paul **Krugman**、IMF 首席經濟學家 Olivier **Blanchard**，以及哈佛大學教授 Lawrence **Summers** 等多位經濟學家認為¹²，造成「新平庸」的需求面因素，主要有：

(1)**政府支出不足**：政府財政困窘、削減支出，致教育及基礎建設投資不足，導致總需求受不利影響，連帶影響總合供給。

(2)**民間需求疲軟**：實質利率不夠低、民間部門去槓桿化(deleveraging)、所得分配不均、薪資成長停滯，以及勞動人口成長緩慢等因素，不利消費及投資，導致總需求下滑。

2. **供給面**因素：西北大學教授 Robert J. **Gordon** 等經濟學家認為¹³，造成「新平庸」的供給面因素，主要有：

(1)**勞動市場出現永久性的結構改變**：薪資成長停滯，降低勞工工作意願；人口老化加速，造成勞動力參與率下降；一次性衰退及學用落差等因素，導致勞動力供給無法配合勞動需求之改變。

(2)**創新與技術進步緩慢**。

¹² Teulings, Coen and Richard Baldwin eds. (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Aug. °

¹³ 同註 12。

3. 「新平庸」的成因實涵蓋需求面與供給面因素：

成 因		說 明
需求面	■ 政府支出不足	<ul style="list-style-type: none"> • 政府進行財政重整、減少舉債。
	■ 民間需求疲軟	<ul style="list-style-type: none"> • 實質利率不夠低，且金融監管趨嚴，讓資金取得成本提高。 • 民間部門進行去槓桿化，以及信心及對風險的胃納量不足。 • 所得分配不均、薪資停滯與物價下滑，影響消費能力及降低邊際消費傾向。 • 人口老化及勞動人口成長緩慢，造成總需求下滑。
	■ 全球貿易量萎縮	<ul style="list-style-type: none"> • 因全球供應鏈(global supply chain)改變，全球貿易量出現結構性降低，促使亞太國家 GDP 成長率下滑。 • 新興經濟體經濟成長疲弱，透過貿易管道，影響先進經濟體。
供給面	■ 勞動市場出現永久性的結構改變	<ul style="list-style-type: none"> • 薪資停滯讓低薪勞工的工作意願降低，永遠離開勞動市場。 • 人口老化加速，造成勞動力參與率下降。 • 一次性衰退讓失志勞工(discouraged workers)增加，且勞動力供給無法配合勞動需求之改變。 • 學用存在極大落差，年輕人無法找到相應工作。
	■ 資本累積不易	<ul style="list-style-type: none"> • 銀行去槓桿化，不利民間投資資金的取得，影響民間資本累積。 • 因政府債務對 GDP 比率高，限縮公共投資，公共資本累積不易。
	■ 創新與技術進步緩慢	<ul style="list-style-type: none"> • 創新速度緩慢，造成勞動生產力成長減緩。

(三)「新平庸」的因應對策

因應對策		對策內容
需求面	■ 續維持寬鬆性貨幣政策	<ul style="list-style-type: none"> 低成長、低通膨時期，應續維持寬鬆性貨幣政策，以激勵總需求。
	■ 採行擴張性財政政策	<ul style="list-style-type: none"> 低利率環境，舉債成本低，為政府擴大公共投資的最佳時機。 政府擴增教育支出及基礎建設投資，可提振總需求；亦可提高生產力，提升總供給。
供給面	■ 強化生產力成長與勞動所得之連結	<ul style="list-style-type: none"> 政府可藉由稅制調整等方式提供誘因，鼓勵企業為員工加薪(詳見第 20 頁工資帶動型成長策略簡介及第 23 頁本行對國內「加薪四法」的看法)。 鼓勵企業實施利潤分享計畫(profit-sharing plan)。
	■ 建立良好的投資及金融環境	<ul style="list-style-type: none"> 藉由結構性改革政策，提供企業投資機會。 營造健全的金融環境，提升金融中介效率，降低企業籌資成本。
	■ 鼓勵產業升級及技術創新	<ul style="list-style-type: none"> 促進產業升級，提升產品及服務的附加價值，增加競爭優勢。 加強研發，鼓勵創新，增進生產效率，推動經濟持續成長。
	■ 提高勞動力參與率	<ul style="list-style-type: none"> 延後退休年齡，增加勞動人口。 鼓勵女性就業，提高勞動力參與率。 強化工作誘因，如提高基本工資、降低失業給付，鼓勵積極就業。 開放跨公司或跨國間的勞工流動，增加勞動市場彈性。
	■ 提升人力資本素質	<ul style="list-style-type: none"> 加強教育及職業訓練，提升人力資本素質，提高生產力。

三、工資帶動型成長策略簡介

說明：

工資帶動型成長策略，有助自「新平庸」中脫困。

(一)昔日「利潤帶動型成長策略」已不再可行

1. **傳統思維**：促進經濟成長的傳統思維主張，**低單位勞動成本**及**低稅負**可增加企業利潤，有助促進投資、帶動經濟成長，因而力主此一「利潤帶動型成長策略」(Profit-led Growth Strategy)¹⁴。
2. **全球金融危機過後**，國際間出現失業率下滑、但薪資停滯，以及經濟復甦緩慢；此一現象顯示，建立在壓抑勞動成本的「利潤帶動型成長策略」不再可行，須以全新觀點來看待工資在經濟發展過程中的角色，因為唯有薪資恢復正常成長，穩健的經濟復甦才能重現。

(1)根據 OECD 於 2014 年 9 月公布的數據顯示，OECD 國家在 2010~2013 年實質薪資幾乎沒有成長。

(2)比較主要國家受僱人員報酬占 GDP 比重數據亦可見，薪資停滯導致**許多國家勞動報酬份額降低**。

受僱人員報酬占 GDP 比重

單位：%

	台灣	日本	南韓	美國	德國
1991 (1)	51.6	52.3	46.1	55.9	53.7
2013 (2)	44.7	51.9	43.4	52.8	49.6
變動(百分點) (3) = (2) - (1)	-6.9	-0.4	-2.7	-3.1	-4.1

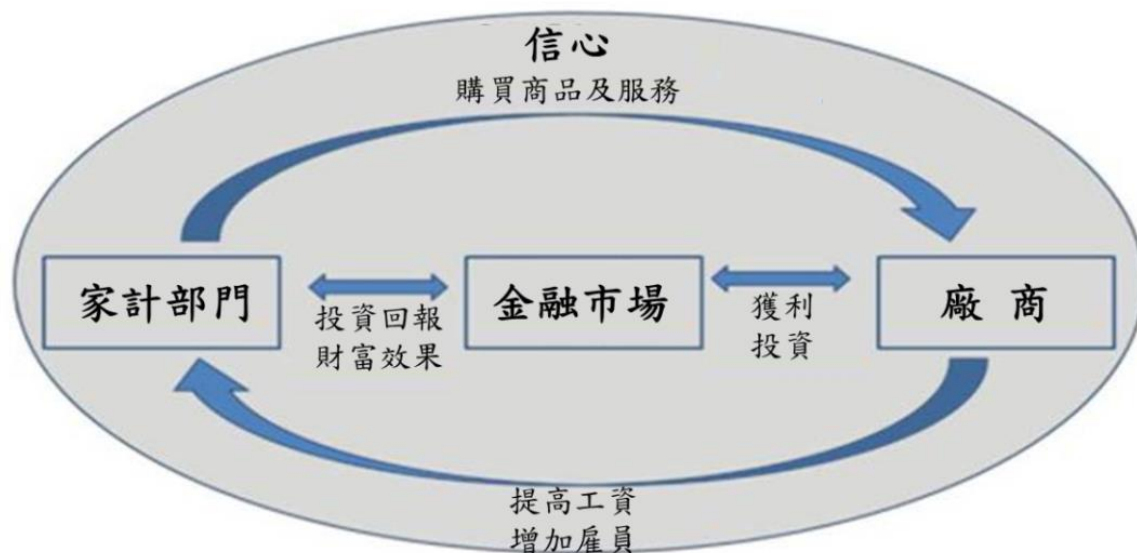
資料來源：主計總處、日本總務省統計局、南韓統計局、美國商業部經濟分析局、Datastream

¹⁴ Lavoie, Marc and Engelbert Stockhammer (2013), *Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, International Labor Office (ILO), Nov.; Mayer, Jörg (2013), "Towards More Balanced Growth Strategies in Developing Countries: Issues Related to Market Size, Trade Balances and Purchasing Power," *UNCTAD Discussion Paper*, No. 214, Dec. °

(二)國際組織倡議「工資帶動型成長策略」，鼓勵企業利潤分享，以創造經濟成長的良性循環

1. 工資在經濟發展過程扮演要角：工資係總合需求的主要來源，**工資成長**若能**追隨勞動生產力成長**，將創造足夠的內需，從而**創造經濟成長的良性循環**，達成可持續、人們更易分享成長果實的包容性成長。
2. IMF、國際勞工組織(ILO)、聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)建議各國追求「工資帶動型成長策略」(Wage-led Growth Strategy)¹⁵，使工資成長與勞動生產力更緊密結合，將可創造經濟成長的良性循環。

透過提高名目工資，創造經濟成長的良性循環



企業對雇員增加工資

- 擴大消費者的荷包、提高消費者購買力
- 支持總合需求成長、推升生產力成長
- 創造有利於廠商增加投資的友善環境
- 廠商提高工資、增加雇員

資料來源：Botman, Dennis and Zoltan Jakab (2014), “Abenomics-Time for a Push from Higher Wages,” *IMFdirect*, Mar. 20。

¹⁵ Botman, Dennis and Zoltan Jakab (2014), “Abenomics-Time for a Push from Higher Wages,” *IMFdirect*, Mar. 20; Lavorie, Marc and Engelbert Stockhammer (2013), *Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, International Labor Office (ILO), Nov.; UNCTAD (2014), “Trade and Development Report, 2014: Global Governance and Policy Space for Development,” UNCTAD, September 10。

(三)國際間追求「工資帶動型成長策略」的建議作法

「工資帶動型成長策略」之作法

1. 結構性改革：

- (1)企業方面：產業創新與升級，提升產品與服務的附加價值。
- (2)勞工方面：努力提升生產轉型與經濟發展所需要的教育與技能水準。

2. 有效的協助措施：

- (1)**道德勸說**：執政者道德勸說有獲利企業提高工資；近年主要國家領袖(如美國總統歐巴馬、日本首相安倍晉三、英國首相卡麥隆)皆進行道德勸說。
- (2)**推出鼓勵企業提高工資的稅負優惠**：例如，日本政府於 2013 年針對企業增加勞動支出，給予稅額扣抵。
- (3)**對企業保留盈餘課稅**：例如，南韓政府於 2014 年推出新規定，對握持過高未分配盈餘的企業，課徵 10% 的稅負；美國歐巴馬政府亦擬對企業累積未匯回的海外盈餘，課徵 14% 一次性稅負，之後稅率則在 19% 以上。
- (4)**調高最低工資**：Stiglitz 等 10 位著名學者呼籲，調升最低工資，可提升總需求與就業¹⁶。
- (5)**鼓勵企業改變人力資源管理，採取更多的利潤分享計畫**：前白宮經濟顧問委員會主席 Laura Tyson 援引實證研究指出，一旦勞工可直接分享企業的獲利，會更積極努力，跳槽率也降低。
- (6)**推動社會凝聚政策**：例如，日本政府透過設立三方委員會，讓日本政府更直接地參與雇主及工會之間的協商。

¹⁶ Stiglitz 等 10 位知名學者於 2012 年 7 月聯名發表公開信，籲請美國政府調升最低工資；詳見 Stiglitz, Joseph, et al. (2012), "Time to Raise the Minimum Wage," EPI, July 23。

四、本行對國內「加薪四法」的看法

說明：

針對前述「新平庸」的因應對策，台灣也提出「加薪四法」鼓勵企業加薪，立法院刻正審議中。

(一)本行對政府的「加薪四法」¹⁷樂觀其成

1. 企業經營者不能只照顧股東，也要照顧勞工，盈餘增加時，須拿出一部分給員工，雨露均霑。2015年3月12日，彭總裁在立法院財委會公開呼籲，企業應「盈餘共享」。
2. 彭總裁表示，降低成本帶動成長的傳統模式行不通；新思維是，工資提升帶動經濟成長：
 - (1)傳統透過降低企業成本、增加企業利潤，來促進投資、進而帶動經濟成長的「利潤帶動型成長策略」，事實已證明是行不通的。
 - (2)當前的新思維是，工資提升帶動經濟成長，企業經營者須把勞工跟資本家放在一起，當盈餘增加的時候，須拿一部分來提高薪資，進而創造經濟成長的良性循環。
 - (3)薪資可分為固定薪資與變動薪資(分紅)，變動薪資若能反映企業盈餘狀況，則貨幣工資就有彈性，容易促進就業。

(二)全球多國政府領袖道德勸說企業加薪

1. 近年主要國家領袖(美國總統歐巴馬、日本首相安倍晉三、英國首相卡麥隆)皆進行道德勸說，希望有獲利的企業能提高工資。

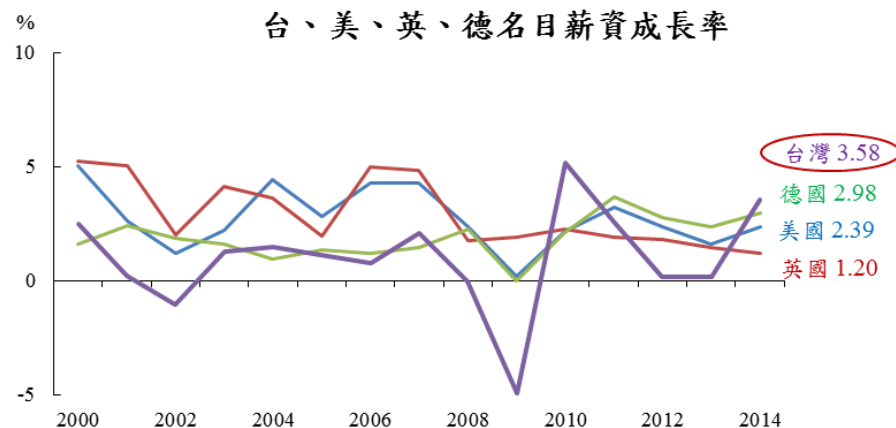
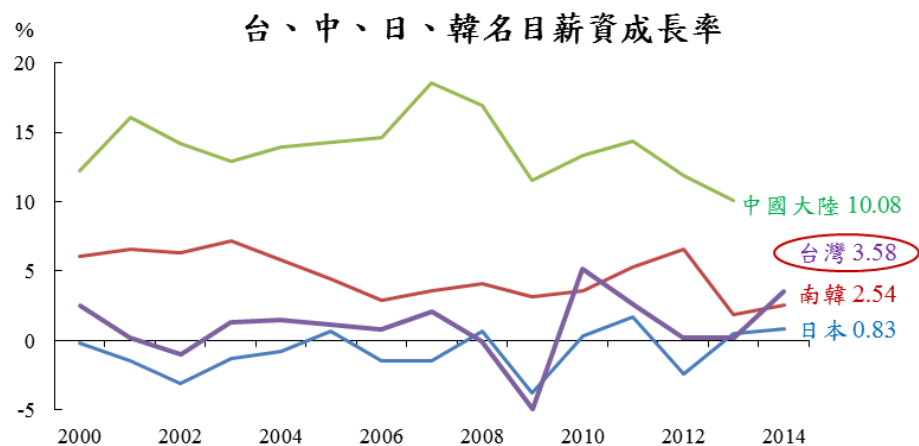
¹⁷ 加薪四法包括：公司法第 235 條、中小企業發展條例第 36 條之 2、工廠法第 40 條、勞動基準法第 29 條。

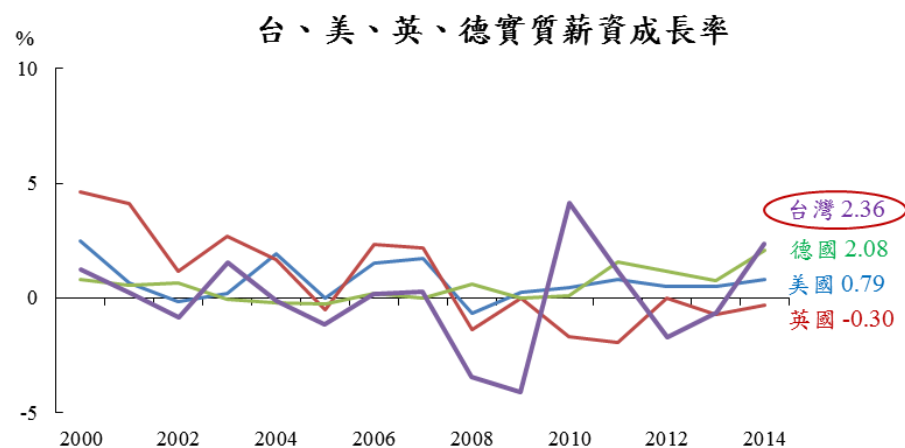
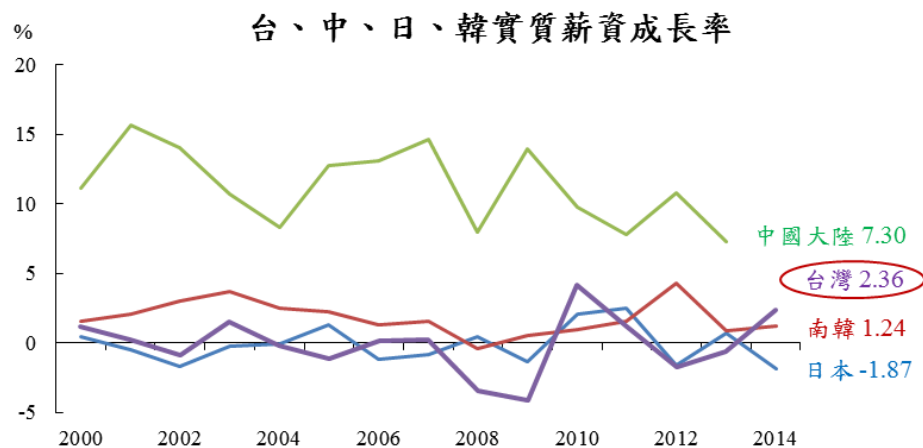
2. 2011 年以來，政府多次積極道德勸說國內企業加薪，例如：

- (1)馬總統於 2014 年 1 月 27 日出訪宏都拉斯時呼籲企業加薪，以及持續透過出席民間論壇、元旦祝詞、國慶典禮等場合，呼籲企業善盡企業家的責任，讓員工分享盈餘果實。
- (2)行政院江前院長及毛院長亦在多次場合積極呼籲企業，應讓員工分享經濟成長的幸福感。

(三)2014 年台灣的薪資漲幅為近 4 年最高

1. 2014 年，在國內景氣回溫、企業獲利增加之下，企業調薪意願提高，亦加發年終及績效獎金，使得平均名目薪資年增率為 3.58%，為近 4 年最高，亦高於日本的 0.83%、南韓的 2.54%。
2. 2014 年台灣的平均實質薪資年增率則為 2.36%，高於日本的-1.87%、南韓的 1.24%。





(四)提高勞工薪資長遠且有效的作法

1. 讓**企業經營者**樂於**主動提高勞工薪資**的長遠且有效的作法，**應該**透過努力提升經濟轉型與升級所需要的教育與技能水準，來**提升勞動生產力**。
2. **政府**應透過**教育投資**，讓教育資源培養出社會真正需要的各種人才，讓勞工可學以致用，不要造成教育資源的浪費。
3. **勞工**應藉由**職業訓練**，獲取就業能力，或在就業後提升勞動生產力。

肆、為維持金融穩定，宜持續推動健全房市措施

一、央行有促進經濟穩定與金融穩定的雙重職責

(一)全球金融危機啟示：央行維持物價穩定仍不足夠，尚須關注金融穩定

1. 物價穩定不足以確保金融穩定，如美國次級房貸引爆的**全球金融危機**，反映過去主要國家央行過度強調物價穩定，**忽略金融穩定**，任由房市風險及銀行暴險不斷積累，直至房價崩跌、重創銀行，金融體系無法正常運作。
2. **金融不穩定**亦會**損及經濟穩定**，當全球金融危機爆發後，失業率攀高，民眾付不出房貸、房屋被法拍，進而擴大不利影響，導致經濟大衰退，陷入金融與經濟二者相互影響的惡性循環。
3. **IMF**執行長Christine **Lagarde**近日指出¹⁸，全球金融危機的重要教訓是，物價穩定是促使金融穩定的必要條件、但並非充分條件，事實上，低通膨不時與醞釀中的金融不平衡同時出現，亦即**只有物價穩定不足以確保金融穩定**；這也是各國決策者須更加關注金融穩定的原因。

(二)我國「中央銀行法」賦予央行有促進物價穩定及金融穩定的雙重職責

1. 我國「**中央銀行法**」自1979年以來即賦予本行有**促進物價穩定及金融穩定的雙重職責**；因此，多年來本行不僅致力於物價穩定，同時也未忽略金融穩定的重要性。
2. 近年來，許多國家強調央行應肩負金融穩定之職責，如BoE、Fed¹⁹、ECB²⁰；澳洲、印度、南韓於近年完成修法，責成央行肩負金融穩定的職責。

¹⁸ Lagarde, Christine (2015), "Monetary Policy in the New Normal," Remarks at 2015 China Development Forum Panel Discussion, Mar. 22。

¹⁹ 2013年10月9日，時任Fed副主席的Janet Yellen在總統提名其擔任Fed主席的記者會上表示，若國會通過其任命案，她誓言達成美國國會責付Fed促進就業最大化、物價穩定及金融體系穩健之重大職責。外界解讀Yellen將金融穩定視為Fed的第三項法定職責。

²⁰ ECB自2014年11月起已開始實施單一監理機制(Single Supervisory Mechanism, SSM)，正式肩負起金融穩定的責任。

二、央行如肩負兩個不同目標，需兩種不同工具

(一)國際間咸認²¹，央行如肩負經濟穩定及金融穩定兩項不同目標，則需兩種不同工具(貨幣政策與總體審慎政策)

1. 以**貨幣政策**(例如利率工具)影響總合需求，**達成物價穩定及產出穩定**。
2. 以具針對性的**總體審慎政策**(macroprudential policy)，**抑制特定的金融風險，實現金融穩定**。

政策目標	政策工具	主要內容
經濟穩定 (物價穩定及產出穩定)	貨幣政策	利率工具
金融穩定	總體審慎政策	<ul style="list-style-type: none">• 房貸成數(LTV)上限、債務所得比(DTI)上限、信用成長限制、不動產部門貸放限制、逆循環資本計提等金融型措施。• 與不動產相關的稅負，包括交易稅及持有稅等租稅型措施。

(二)央行需要能靈活運用的雙手策略，來同時處理高飛鳥(房價)及低飛鳥(經濟)

1. BoE 首席經濟學家 Haldane 形容²²，期望央行以一石(貨幣政策)擊中兩鳥(飛太高的房價高漲及飛太低的經濟成長)，不切實際。
2. 為同時穩定總體經濟及金融體系，總體經濟政策須從昔日僅有貨幣政策的單手策略，變成可同時運用貨幣政策與總體審慎政策的雙手策略。

²¹ IMF 等國際組織近年的研究大抵指出，貨幣政策的主要目標仍將是物價穩定，至於金融穩定，最好交付予審慎政策(兼備個體審慎及總體審慎)；其中，個體審慎著重在強化個別機構的健全，至於總體審慎則旨在處理威脅整個金融體系的系統性風險。

²² Haldane, Andrew G (2014), "Ambidexterity," Remarks at the American Economic Association Annual Meeting, Bank of England, Jan. 3。

三、房價高漲不利金融穩定，宜採具針對性的總體審慎政策

(一)此波房價高漲的主因：過度金融創新、金融監管弱化、預期心理、投機心態

1. 主要國際組織及央行等皆指出²³，近十年歐美房價飆漲的主因，係持續的資本流入、過度金融創新、房貸授信審理不實等問題所致。
2. 2013年諾貝爾經濟學獎得主 Shiller²⁴：人們對未來充滿樂觀信心的非理性榮景(irrational exuberance)，預期房價還會繼續上漲的投機心態，是肇致房市泡沫化的主因。
3. 近期國內外針對房價波動的實證結果亦顯示²⁵，民眾預期房價漲幅擴大，是促使房價高漲的主因。

(二)最適合處理房價高漲問題的政策：具針對性的總體審慎政策，又以租稅工具成效較佳

1. 國際間實證研究結果大抵顯示，總體審慎措施是處理不動產泡沫的最佳工具：
 - (1)房貸成數(LTV)、債務所得比限制(DTI)、房貸本息支出對所得(DSTI)等的金融型措施，是抑制信用成長、減輕金融穩定風險的強力工具。
 - (2)在抑制房價不合理攀升方面，則以租稅型總體審慎措施最有效。
2. 重要的實證結果，詳下頁表：

²³ BIS/the Joint Forum (2010), "Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation- Key Issues and Recommendations," Jan.; Berg, Claes (2011), "The Global Financial Crisis and the Great Recession: Causes, Effects, Measures and Consequences for Economic Analysis and Policy," May; Sá, Filipa, Pascal Towbin and Tomasz Wieladek (2011), "Low Interest Rates and Housing Booms: the Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation," BoE Working Paper, Feb.。

²⁴ Shiller, Robert (2008), *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton Press。

²⁵ Shiller, R. J. (2007), "Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership," *NBER Working Paper*, Oct.; 陳裴紋(2015),「房價波動對貨幣政策及總體審慎政策之意涵—台灣的個案研究」，中央銀行經濟研究處，2月26日。

LTV、租稅型措施是處理房價風險的有效工具

實證研究	樣本	列入分析的工具	實證結果	
			抑制信用效果	抑制房價效果
Kuttner and Shim(2013)	57 國(含台灣) 1980Q1~2011Q4	應提準備金、信用成長規範、流動性規範、LTV、DSTI、風險加權規定、提列備抵呆帳、曝險限制、不動產相關稅負等。	LTV、DSTI、曝險限制、不動產相關稅負等，有顯著影響。	僅有不動產相關稅負此一工具，對房價的影響可被確認。
Zhang and Zoli (2014)	13 個亞洲國家(含台灣)及其他 33 國 2000Q1~2013Q2	LTV、DTI、抵押貸款風險權重、不動產相關稅負、資本移動管理措施、外幣相關措施等。	LTV、DTI、不動產相關稅負，有顯著影響。	LTV、DTI、不動產相關稅負，有顯著影響。
IMF (2014a)	亞洲地區採取緊縮性總體審慎措施的 110 個事件	LTV、DTI、風險加權規定、壞帳計提、不動產相關稅負、資本計提要求、信用成長限制、準備金計提要求等。	信用成長通常會在政策推出後的 1 個季度內減緩。	房價則大抵在措施實施後的 5 個季度內下跌，跌幅可高達 5 個百分點。
IMF (2014b)	澳洲、加拿大、香港、南韓、紐西蘭、新加坡、瑞典等 7 個先進經濟體	DTI、LTV、風險加權、稅負工具及其他。	DTI 及 LTV 為抑制信用成長的強力工具。 - DTI 使得房貸信用成長率減少 1.4%。 - LTV 使得房貸信用成長率減少 0.8%。	稅負工具是最有效的工具。 - 稅負工具使得房價上漲速度減緩 4%。 - DTI 使房價上升速度減緩 1.8%。 - LTV 使房價上升速度減緩 1.9%。

資料來源：1. Kuttner, Kenneth N and Ilhyock Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from A Panel of 57 Economies," *BIS Working Papers*, No 433, Nov.。

2. Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia," *IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6。

3. IMF (2014a), "Macroprudential Policy and Capital Flow Measures in Asia: Use and Effectiveness," *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.。

4. IMF (2014b), "Macroprudential Policy: Lessons from Advanced Economies," *IMF Country Report No. 14/234: United Kingdom: Selected Issues*, July 8。

四、政府已採行健全房市措施，促使房市交易量及房價下降，有效促使房市信用回穩、房價預期下修

(一)本行控管房市風險所採行的總體審慎措施：

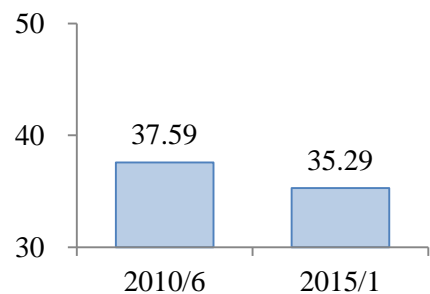
日期	措施	主要內容
2010年6月	實施特定地區購屋貸款規範	針對借款人於特定地區第2戶以上之購屋貸款，規定最高貸款成數為7成，且不得有寬限期。
2010年12月	擴大特定地區範圍；實施土地抵押貸款規範	1. 擴大特定地區範圍與管制對象(納入公司法人)，最高貸款成數降為6成。 2. 對都市計畫劃定之住宅區與商業區土地貸款，規定借款人應檢附抵押土地具體興建計畫，最高購屋貸款成數6.5成，其中1成應俟動工興建始得撥貸。
2012年6月	實施購置高價住宅貸款規範	對借款人購買高價住宅之購屋貸款，規定最高貸款成數為6成，且不得有寬限期。
2014年6月	增修購置住宅貸款相關規範	1. 擴大特定地區範圍。 2. 新增第3戶以上購屋貸款規範，限制最高貸款成數一律為5成。 3. 調整高價住宅認定標準，並調降最高貸款成數為5成。 4. 調整公司法人購置住宅貸款規範：最高貸款成數全國不分區一律為5成。
2013年12月	督促銀行對房貸及工業區土地抵押貸款訂定自律控管措施	為避免借款人利用銀行資金炒作工業區土地，本行邀請8家主要銀行，請其配合採行自律措施。
2015年2月	督促銀行對房貸及工業區土地抵押貸款訂定自律控管措施	本行就銀行辦理工業區土地抵押貸款之原則，邀集經濟部工業局、金管會銀行局及檢查局、財政部國庫署、聯徵中心等機關及10家主要承辦銀行開會研商，就閒置土地之貸款條件獲致共識；本行並籲請全體銀行將上述貸款原則訂定自律規範，並納入授信內規。

(二)本行採行的總體審慎措施促使房市信用風險下降

1. 央行針對房市風險所採行的總體審慎措施，迄今已達平穩房市信用成長、降低銀行不動產貸款集中度、特定地區房屋交易量明顯下降、特定地區房價漲幅減緩等成效。
2. 特定地區房貸、新承作土地抵押貸款、高價住宅貸款等的**貸款成數**皆**下降**，**貸款利率**則**走升**。

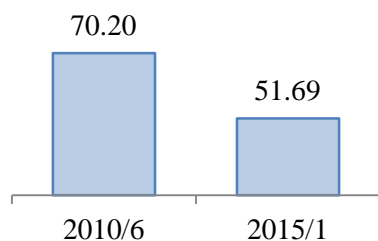
不動產貸款集中度下降

不動產貸款占總放款比重(%)



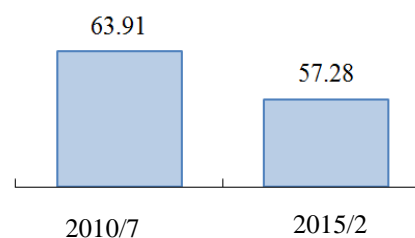
特定地區房貸集中情形改善

特定地區新承做房貸金額占全體新承做房貸總額之比重(%)



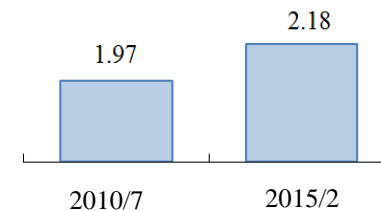
特定地區房貸成數下降

貸款成數(%)



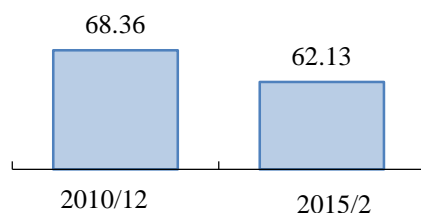
特定地區房貸利率上升

貸款利率(%)



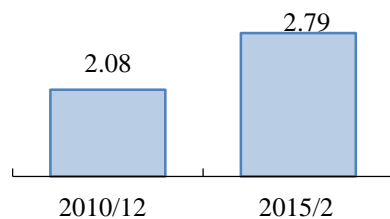
新承作土地抵押貸款成數下降

貸款成數(%)



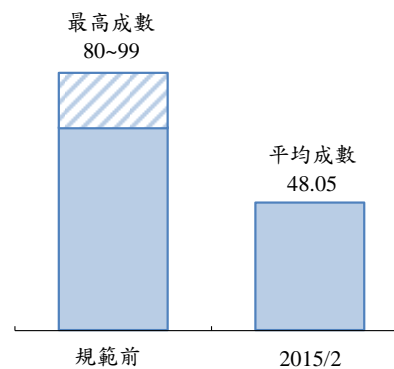
新承作土地抵押貸款利率上升

貸款利率(%)



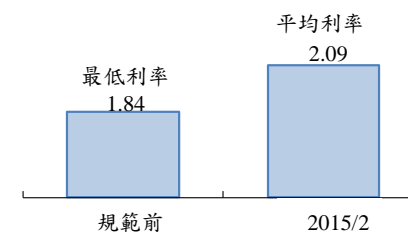
高價住宅貸款成數下降

貸款成數(%)



高價住宅貸款利率上升

貸款利率(%)



(三)其他政府機關的措施及成效

1. 其他政府機關所採的措施主要有：

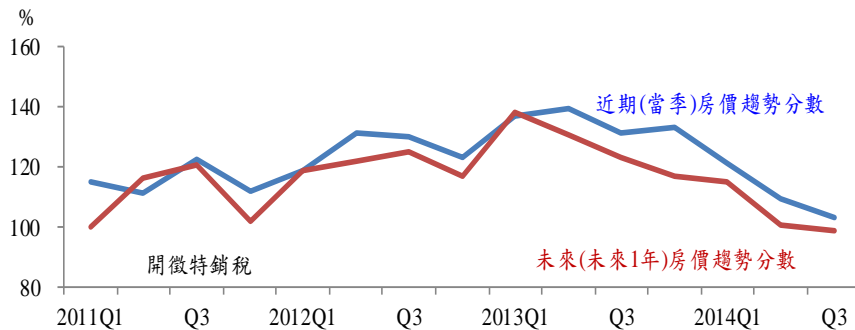
- (1)金管會調高非自用住宅貸款風險權數。
- (2)內政部推動不動產實價登錄制度以加強住宅資訊透明化、興辦合宜住宅以增加住宅供給。
- (3)財政部實施「特種貨物及勞務稅條例」等措施，以合理課徵稅負。

2. 該等措施實施以來，有助房市健全發展。

(四)國內房市交易量及房價下降，且國內民眾多預期房價向下修正，顯示國內房價確朝合理化發展

1. 依據內政部住宅需求動向調查，2014年第3季購置住宅者對近期、未來房價趨勢分數均持續下降，其中對未來趨勢的分數更降至100以下，顯示民眾對房價前景看跌者較多。
2. 近期永慶房產集團發布之2015年第1季房產趨勢前瞻調查，民眾對近3個月或近1年房價看跌比例增加，均超過50%，且表示未來半年是進場時機者比例下降，顯示民眾對房市前景看法轉趨保守。

購置住宅者房價趨勢分數



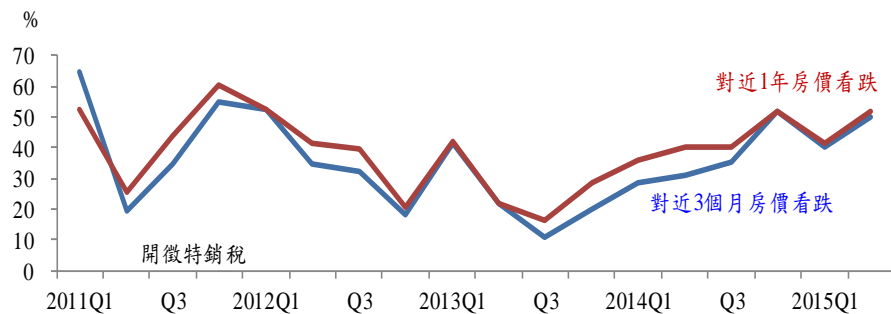
註1：以購屋者中間傾向為指數基準(100)，分數低於100表示看跌比例較多。

註2：本項調查對象包括15家銀行核准辦理之新貸款戶與10家房仲公司客戶；

調查時間為2014年9月。

資料來源：2014Q3內政部住宅需求動向調查

民眾對未來房價看跌比例增加



註：本項調查對象為永慶房仲網會員，最近調查時間為2015年2月6日至26日。

看跌比例含小幅看跌(房價跌幅介於3%至10%)及大幅看跌(房價跌幅逾10%)者。

資料來源：2015Q1永慶房產趨勢前瞻報告(資料至2015Q2)

(五)LTV 等措施影響範圍僅及於全台 28.5%的屋主，促使房市合理化的能力仍屬有限

1. 全台平均每 100 戶房屋，僅有 28.5 戶有房貸，而 LTV 限制僅能影響有房貸的屋主；換言之，LTV 限制的影響範圍只及於全台 28.5%的屋主，效果無法擴及全台。
2. **無法約束口袋深的大戶**，特別是 2009 年遺贈稅大調降後，台商大舉將資金匯回投資不動產。大都會地區精華地段的知名豪宅，有不少買家係以現金購入。
3. 未來房市合理化亟需不動產相關稅負及其他相關政策的配合。

五、本行對房地合一實價課稅與健全房市的看法

(一)不動產增值屬非勤勞所得，應透過租稅手段促使增值利益由全民共享，落實分配正義

不動產持有者對房價的貢獻其實很小，對持有者而言，不動產增值屬非勤勞所得；例如，19世紀中葉美國經濟學家 **Henry George** 就主張，對於非勤勞利益，尤其是**土地增值**，其增值利益**應平均歸於所有人民**。

(二)推動房地合一實價課稅改革，有助房地產市場健全發展

1. 台灣係全球少數不動產**交易利得**採**房地分離**課稅的國家，加以**稅基**(土地公告現值與房屋現值)**低於市價**，致**交易稅負偏低**，宜予適度改革。
2. 各界大抵認為，稅制改革勢在必行，政府應**落實房地合一實價課稅的初衷**，俾**促使房價合理化**。

(三)各界大致肯定改革方向，惟宜儘速通過定案，以消弭不確定性

1. 房地合一實價課稅改革為重大稅制改革，目前**各界多認同改革方向**，並肯定對**短期投機**及**高價住宅**課以較**重稅負**之作法。
2. 房地合一實價課稅宜儘速定案，以消弭不確定性，並引導不動產市場回歸基本面。

(四)健全房市發展，有賴相關單位通力合作，從需求、供給及制度面三管齊下

1. 需求面：本行自2010年6月起採行的針對性總體審慎政策，加上近年中央與地方政府採行的不動產相關租稅措施，均有助抑制不動產炒作。
2. 供給面：政府結合民間資源，持續擴增公營出租住宅，提供民眾更多元居住選擇。
3. 制度面：財政部刻正推動的房地合一實價課稅，以及內政部積極完善不動產交易實價登錄制度，均有利房市穩健發展。

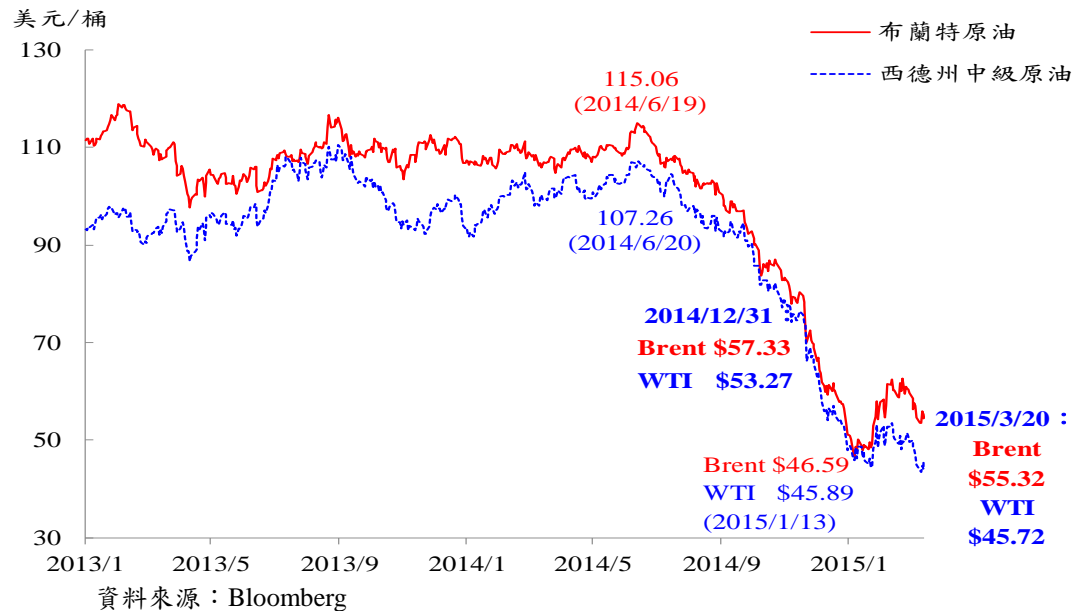
伍、近年國際油價下跌的原因與影響分析

一、國際油價下跌的原因

(一)近兩年來國際油價走勢特色

1. 2013年1月至去(2014)年6月中旬，國際油價呈現區間整理：以布蘭特原油(Brent oil)價格為例，每桶約在**95~120美元**。
2. 惟從去年高點(6月19日)每桶115.06美元，降至本(2015)年1月13日46.59美元低點，跌幅約60%；近期略有止跌回穩跡象，本年3月20日收在55.32美元。西德州中級原油(WTI)亦呈現類似走勢。

布蘭特原油與西德州中級原油近月期貨價格走勢



(二)油價下跌主要反映原油供給過剩及美元走強

美國聯準會主席 Yellen 於本年國會聽證表示，本波油價重挫主要來自供給面因素²⁶；BIS(國際清算銀行)研究報告指出²⁷，石油供需失衡與商品期貨交易，同為拖累油價大跌的因素。

1. **供給成長加速**：美國能源資訊署(EIA)資料顯示，近3年全球供給量增加，主要來自美國頁岩油與加拿大砂岩油的供給增加。另石油輸出國家組織(OPEC)不減產，致全球原油供給量持續攀升。
2. **全球需求減緩**：經濟學人指出²⁸，全球經濟疲軟、節能產品增加、替代能源崛起，原油需求成長趨緩。
3. **美國貨幣政策轉向**：Fed 採印鈔政策時，資金就會流入大宗商品，推升其價格；反之，如預期美國利率走升，大宗商品價格將因而下跌²⁹；近半年來，多數以美元計價的大宗商品，價格均明顯走跌，與美國貨幣政策走向(本年可能升息)帶動美元升值有關³⁰。
4. **期貨投機炒作**：OPEC 認為³¹，原油供給狀況僅小幅增加，不致於使油價大跌，故油價暴跌主因可能與投機炒作有關³²。

²⁶ Yellen, Janet (2015), "Semiannual Monetary Policy Report to the Congress," Feb. 24; IMF 亦持類似看法(請參見 Arezki, Rabah and Blanchard, Olivier (2014), "Seven Questions about the Recent Oil Price Slump," *IMFdirect*, International Monetary Fund, December 22)。

²⁷ BIS (2015), "Global Liquidity: Selected Indicators," Feb. 7。

²⁸ Economist News (2014), "Oil Spill," *The Economist*, Dec. 15。

²⁹ Frankel, Jeffrey (2014), "Why Are Commodity Prices Falling?" *Project Syndicate*, Dec. 15。

³⁰ 自 2014 年 6 月底迄本年 3 月 20 日，美元指數約上揚 22.6%。

³¹ Reuters News (2014), "OPEC Chief Defends Policy, Says Group to Try to Ride out Price Fall," *Reuters*, Dec. 14。

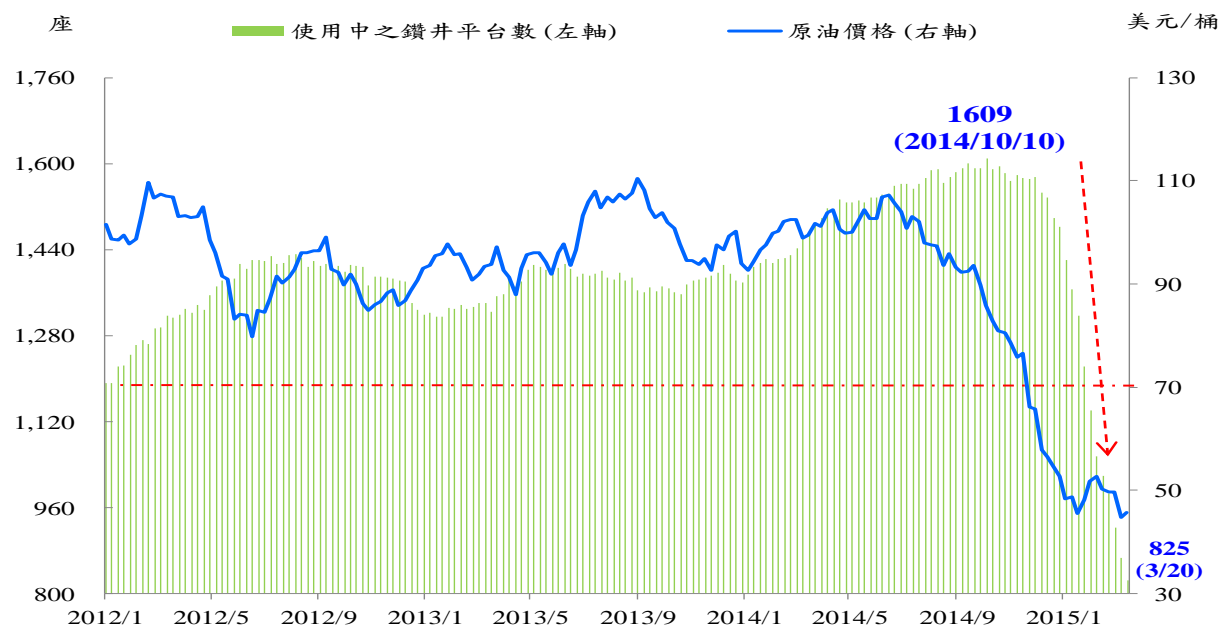
³² IMF 亦指出金融投機是肇致油價波動的重要因素之一(請參見 Beidas-Strom et al. (2014), "Oil Price Volatility and the Role of Speculation," *IMF Working Paper*, No. 14/218, Dec.18)。

二、國際原油市場前景分析

(一)低油價已使頁岩油業者投資放緩，有利原油供需平衡

1. 美國頁岩油鑽井平台創下連續 15 週下滑，鑽井平台使用數量已自去年 10 月 10 日的 1,609 座，下滑至本年 3 月 20 日的 825 座，創下 2011 年 3 月底以來最低紀錄(如下圖)。
2. EIA 經濟學家指出，由於油價下跌，本年美國頁岩油業者的**投資額將銳減**³³。

美國使用中之鑽井平台數與 WTI 油價



資料來源：Bloomberg

³³ Resnick-Ault, Jessica (2015), "U.S. 2016 Oil Output Growth Seen Slowest in 5 Years: EIA," *Reuters*, Jan. 14。

(二)美國頁岩油業者對國際油價的訂價能力增強

1. 前聯準會主席 Alan Greenspan 表示³⁴，儘管自 1970 年代石油禁運後，OPEC 掌握了原油的訂價權，惟**近幾年美國頁岩油業者**受惠於鑽油科技的突破，已**取代 OPEC** 成為更有效率的**市場穩定者**(more effective market stabilizer)。
2. 儘管本次 OPEC 欲透過價格戰使高生產成本者退出市場，目前已略見成效，頁岩油業者的新投資**已有減緩**跡象，惟因頁岩油業者的變動成本比重不高且產能調節**具高度彈性**，即使以目前油價或每桶 40 美元價格而言，短期內，多數生產者仍不會退出市場。
3. 頁岩油的擴產已使原油市場轉為**競爭市場**，頁岩油業者取代 OPEC 成為生產調節者(swing producer)。市場普遍認為，此代表如果油價走揚，因低油價而退場的頁岩油業者將重新投入生產而壓抑油價。油價已不易再見到 100 美元之數字。

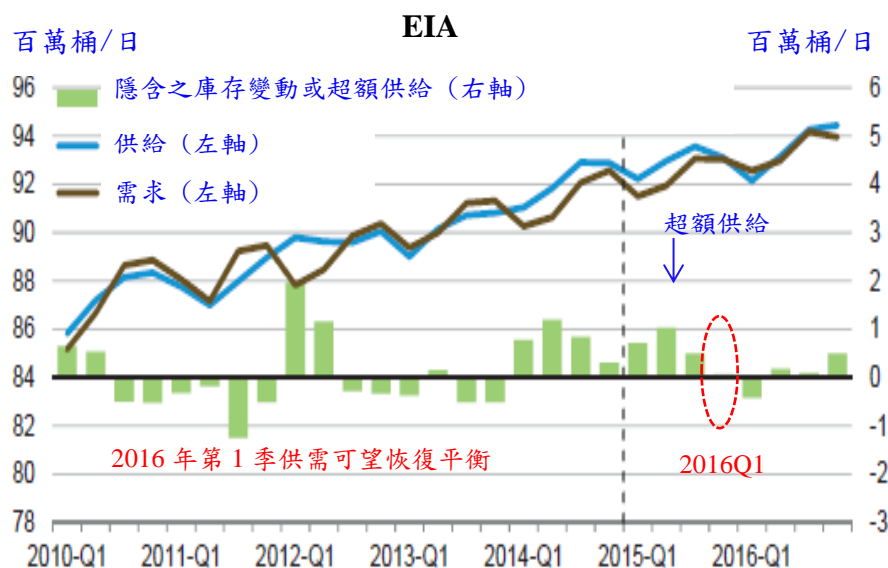
³⁴ Greenspan, Alan (2015), “OPEC Has Ceded to the US Its Power over Oil Price,” Financial Times, Feb. 19。

(三)本年國際原油市場展望與油價預測值

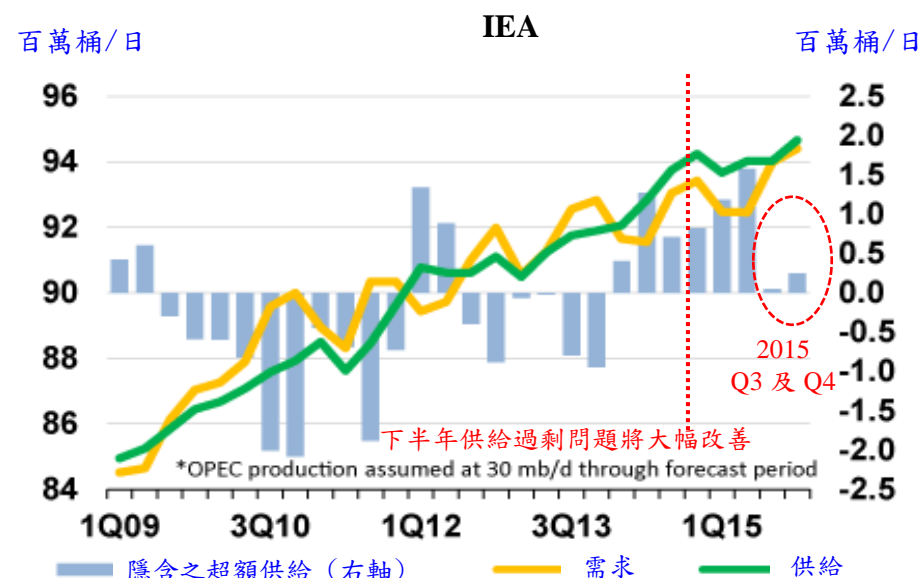
1. 本年下半年供給過剩可望改善

如根據EIA³⁵(如左下圖)及國際能源總署(IEA)(如右下圖)的報告³⁶，本年上半年供給仍大於需求，但下半年供需可望逐漸恢復均衡，使油價回穩。

近期能源市場展望報告



資料來源：EIA



資料來源：IEA

³⁵ US Energy Information Administration (EIA) (2015), "Short-Term Energy Outlook (STEO)," Mar. 10.

³⁶ International Energy Agency (IEA) (2015), "Oil Market Report for January," Jan. 16.

2. 本年油價預測值

- (1) 近期國際機構多認為本年上半年原油供給問題仍嚴重，因此油價低點或將落於第 1、2 季之間(布蘭特油價約每桶 40~50 美元)。
- (2) 多數國際機構預測**本年下半年**隨供需恢復平衡，**油價可望逐漸回升**；本年**全年均價**約在 **50~60 美元** 區間，惟地緣政治風險可能促使油價短期回升。

布蘭特原油價格預測值

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	2015 年預測值
國際能源總署(IEA)	2 月 10 日	55.0
美國能源資訊署(EIA)	3 月 10 日	59.0 ↑
	(2 月 10 日)	(57.6)
Global Insight	2 月 15 日	47.5 ↓
	(1 月 15 日)	(66.0)
Economist Intelligence Unit(EIU)	2 月 26 日	54.4 —
	(1 月 21 日)	(54.4)
平均預測值		53.2 ↓ (59.3)

註：1. 2014 年布蘭特原油均價為 98.90 美元/桶。

2. () 內為上次預測日期與預測值，↑、↓及—分別代表較上次預測值上升、下跌或持平。

資料來源：IEA、EIA、EIU、Global Insight

三、低油價有利全球經濟，惟原油進口國及出口國所受影響不同

(一) IMF 看法(如下左表)

1. IMF 研究報告指出³⁷，原油價格下跌**50%**，將使本年全球 GDP 成長率增加**0.3~0.7 個百分點**。
2. 如油價下跌使美、歐及日本等主要國家整體通膨率下滑**1 個百分點**，**核心通膨**將下滑**0.2 個百分點**。

(二)世界銀行(World Bank)本年 1 月「全球經濟展望報告」³⁸

1. 以國際油價下跌**30%**而言，中期將提高全球 GDP 成長率約**0.5 個百分點**。
2. 油價下跌對原油進口國(如印度、中國大陸等)有利，但不利原油出口國(如俄羅斯、委內瑞拉等)(如下右表)。

油價下跌對經濟成長率之影響

單位：百分點

年度	全球	美國	中國大陸
2015 年	0.3~0.7	0.2~0.5	0.4~0.7
2016 年	0.4~0.8	0.3~0.6	0.5~0.9

資料來源：IMF

國際油價下跌對全球經濟之影響

	油價跌幅	說明
全球經濟	30%	中期將 提高 全球 GDP 成長率 0.5 個百分點
石油進口國	10%	隔年其 GDP 成長率增加 0.1~0.5 個百分點 ，且其財政與金融帳將顯著改善
石油出口國	10%	隔年其 GDP 成長率減少 0.8~2.5 個百分點 ，且其財政壓力將顯著升高

資料來源：World Bank

³⁷ Arezki, Rabah and Blanchard, Olivier (2014), "Seven Questions about the Recent Oil Price Slump," *iMFDirect*, International Monetary Fund, December 22。

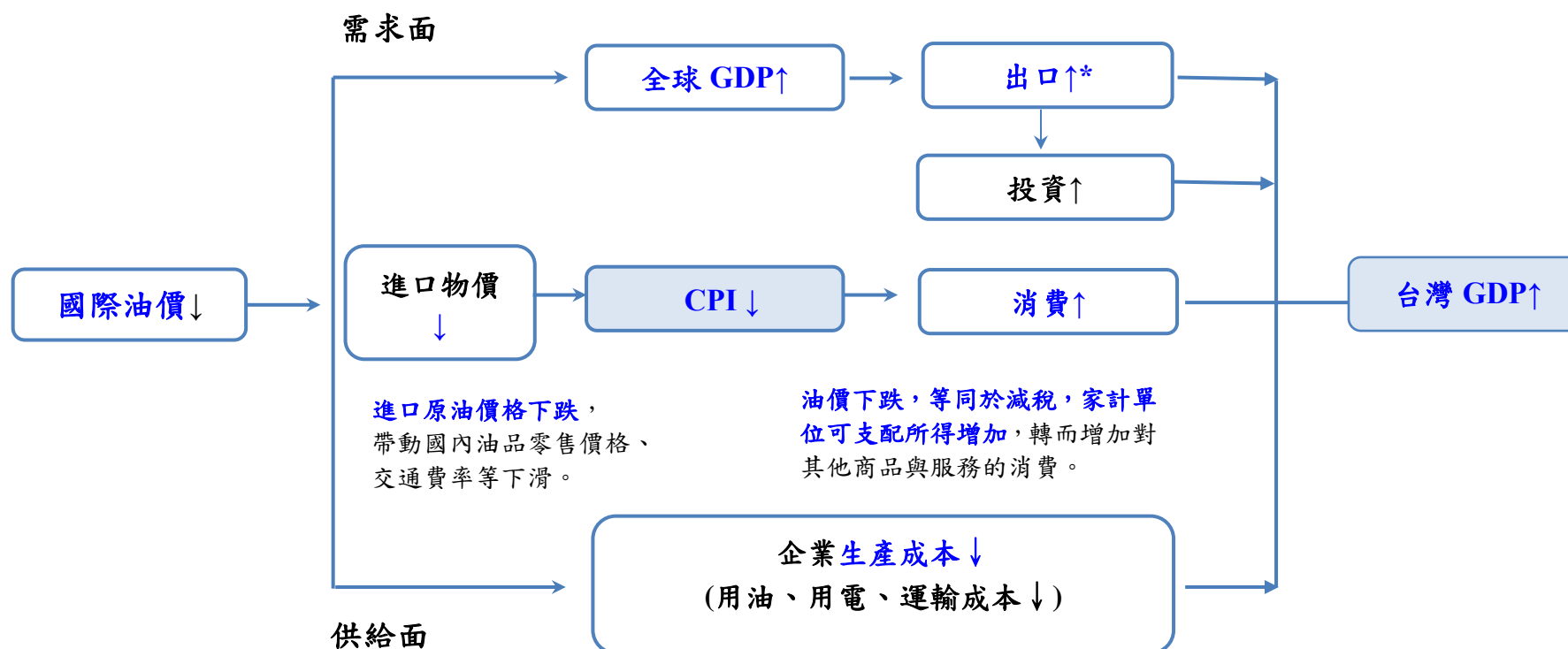
³⁸ World Bank (2015), "Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications," *Global Economic Prospects*, Chapter 4, Jan. 13。

四、台灣經濟可望受惠於國際油價下跌

(一)國際油價下跌對台灣經濟的影響管道

台灣為原油進口國，去年原油進口占總進口比重約 12%，油價下跌將促使進口物價下跌、通膨減緩；同時，淨購油支出減少，將帶動消費、投資等國內投資需求增加，有助台灣經濟成長。

國際油價下跌對台灣經濟的影響管道



*國際油價下跌，不利台灣油品與石化相關產品外銷(約占總出口比重逾 1 成)，惟台灣出口以電子、資通訊產品為主(約占 4 成)，故整體而言，可望受惠於全球 GDP 上揚。

(二)油價下跌對台灣經濟成長率、物價之影響幅度

1. 國內油價下跌，帶動國內消費增加，有助台灣經濟成長

根據梁啟源(2009)³⁹及楊達鑫(2013)⁴⁰研究結論推估，當國內油價下跌**10%**，估計台灣 GDP 將增加**0.10~0.24**個百分點。

2. 國際油價下跌，帶動國內油價走跌，使台灣通膨率下滑

在**國內油品零售價格跌 10%且持續 1 年**假設下，估計 CPI 年增率將**下降 0.50**個百分點。

本(2015)年 1~2 月布蘭特原油價格較上年同期下跌 51.49%，國內油料費下跌 28.81%，使 CPI 年增率下降**1.08**個百分點，CPI 年增率降為-0.56%。

³⁹ 根據梁啟源(2009)，國內油價下跌 20.6%，台灣 GDP 將增加 0.49 個百分點(詳梁啟源(2009)，「能源價格波動對國內物價與經濟活動的影響」，中央銀行季刊，第 31 卷第 1 期，頁 9-34)。若依線性等比例換算，國內油價下跌 10%，台灣 GDP 將增加 0.24 個百分點。

⁴⁰ 楊達鑫(2013)發現，國內油價上漲 10%，2013 年 GDP 將減少 0.1~0.195 個百分點(詳楊達鑫(2013)，「國內油價機制調整對經濟影響之研析」，國發會經濟研究年刊，第 14 期，頁 67-79)。若假設該模型模擬效果具有對稱性，則國內油價下跌 10%，台灣 GDP 將增加 0.1~0.195 個百分點。

陸、近期歐洲央行量化寬鬆政策之內涵及影響

一、自歐債危機以來 ECB 所推出之寬鬆貨幣政策

ECB 為因應歐債危機及經濟疲弱，近年來已推動多項寬鬆貨幣政策措施(見下表)。各項政策雖帶來短期成效，但隨 1 兆歐元的 LTRO 餘額下降並到期，而同時期美、日央行仍維持或擴大其資產規模，加上歐元區潛在通縮風險提高及經濟持續疲弱，ECB 採行更進一步的寬鬆政策，有其必要性。

(一)過去所推出寬鬆貨幣政策之效力已遞減

1. ECB 的寬鬆貨幣政策中，以 **2011 年的兩輪 LTRO** 最具擴張性，成功**向市場注入約 1 兆歐元的流動性**，並使 **ECB 資產擴張至 3.1 兆歐元**；但由於銀行提前償還及兩次 LTRO 陸續到期，ECB 資產規模下滑近 **1 兆歐元**。
2. ECB 試圖以 TLTRO、CBPP 及 ABSPP 等措施，來彌補 LTRO 到期所減少的流動性，但整體而言，**資產擴張速度緩慢**。同時，歐元區物價上漲率持續下滑且經濟持續疲弱，通縮風險升高，前述各項**政策效力已呈遞減**。

2009 年以來 ECB 推出之寬鬆貨幣政策

單位：歐元

政策項目	CBPP 1、2	SMP	LTRO	TLTRO	CBPP 3	ABSPP	QE
起始日期	2009/7	2010/5	2011/12	2014/9	2014/10	2014/11	2015/3
結束日期	2012/10	2012/9	2015/2	2016/6	2015/3 併入 QE		2016/9
政策規模	764 億	2,195 億	10,187 億	3,103 億			11,400 億
目前餘額*	376 億	1,409 億	0 億	3,103 億	600 億	40.1 億	263 億

CBPP 為 Covered Bond Purchase Programme 的縮寫；SMP 為 Securities Markets Programme 的縮寫；LTRO 為 Longer-Term Refinancing Operations 的縮寫；TLTRO 為 Targeted LTRO 的縮寫；ABSPP 為 Asset-Backed Securities Purchase Programme 的縮寫。

*2015 年 3 月 20 日止，QE 餘額為公部門債券餘額。

(二)ECB 新資產購買計畫將使資產再度擴張

1. LTRO 使 ECB 的資產規模相對 GDP 比率，超越美、日兩國央行；惟自 2013 年起銀行開始**提前償還 LTRO**，ECB 資產規模因而持續下降；而此期間**美、日央行資產仍呈擴張**(見下圖)。
2. ECB 希望修正過去僅能被動提供借貸資金的政策問題，主動進入公債市場釋放流動性，力求使資產負債表於 2016 年回到 **3.1 兆歐元** 規模。
3. ECB 透過本(2015)年推出的新資產購買計畫，預計將可把資產規模由目前 **2.2 兆歐元**，再度推升至 2016 年 9 月之 **3.1 兆歐元**，以相對 GDP 比率而言，將超越美國聯準會的規模。

三大國家央行的資產規模



資料來源：Wall Street Journal

二、本年 1 月 22 日 ECB 政策會議決議

(一)最新政策利率水準與資產購買計畫

1. ECB 於 2014 年 6 月將其存款利率(銀行存放央行)降至**-0.10%**，開啟歐元區的負利率時代；9 月再將存款利率自 -0.10%降至**-0.20%** (有關負利率政策及其對歐洲債券市場的影響，詳見「[柒、歐洲地區負利率政策及影響分析](#)」)。
2. 由於歐元區經濟疲弱且通縮風險升高，ECB 本年 1 月 22 日會議雖決議邊際貸款利率、再融資利率及存款利率分別維持在**年息 0.30%、0.05%及-0.20%不變**，但亦宣布將採行更進一步的寬鬆政策，包括：
 - (1)針對定向長期再融資操作(Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO)，**降低其融資利率 10 個基本點** (即原本為再融資利率加 10 個基本點，降至目前僅再融資利率，不再加碼)。
 - (2)由 ECB 統籌歐元區成員國央行**擴大資產購買計畫**，相關說明如下(見下表)。

本次 ECB 擴大資產購買計畫內容

資產購買規模及執行期間	<ul style="list-style-type: none">■ 每月購買規模為 600 億歐元，大致區分為：<ul style="list-style-type: none">➢ 既有：擔保債券(Covered Bonds)與資產抵押債券(Asset-backed Securities)購買量共 100 億歐元(由目前已購入金額推估)➢ 新增：歐元區主權債券及歐洲機構債券購買金額，分別為 450 億歐元及 50 億歐元(依投資銀行及媒體所推估)■ 預計總購買金額將達約 1.14 兆歐元(600 億歐元×19 個月)<ul style="list-style-type: none">➢ 對結束日期附帶但書，即：ECB 評估中期通膨率可達到目標值「接近但不超過 2%」
-------------	---

本次 ECB 擴大資產購買計畫內容(續)

購買標的種類	<ul style="list-style-type: none"> ■ 既有：2014 年 10 月 2 日所宣布的擔保債券與資產抵押債券 ■ 新增：在次級市場交易之歐元區成員國公債及歐洲機構債券(如 EIB、ESM、EC 等機構所發行債券)⁴¹，債券存續期間介在2 至 30 年
債券購買限制	<ul style="list-style-type: none"> ■ 標的債券須至少獲得一家信評公司評定為投資等級；例外情況為，該國正接受 Trokia(包含 IMF、ECB、European Commission)的紓困計畫 ■ 購買成員國所發行債券餘額不得逾該國債券發行量的33%，及單一債券發行金額的25%⁴²
各國購買金額	<ul style="list-style-type: none"> ■ 依據 19 個歐元區成員國對ECB 出資比例(Capital Keys)，分配該國央行可購買債券金額 ■ 歐元區成員國於 ECB 前五大出資國未來購債比重分別為：德國(25.6%)、法國(20.1%)、義大利(17.5%)、西班牙(12.6%)、荷蘭(5.7%)⁴³，合計超過 8 成
分擔風險方式	<ul style="list-style-type: none"> ■ 依此次 ECB 宣布之資產購買計畫，未來各國央行所增購債券，其違約風險分擔方式將如下： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 20%風險由歐元區成員國共同承擔 <ul style="list-style-type: none"> ● 12%屬各國央行購買之歐洲機構債券 ● 8%列於 ECB 資產負債表上 ➢ 80%風險由歐元區各國央行各自承擔 ■ 透過此資產購買計畫所購得的債券，ECB 或各國央行之受償順位與其它債券持有人相同，不因其身分不同而享有優先清償順位

⁴¹ EIB、ESM、EC 分別為：European Investment Bank、European Stability Mechanism、European Commission。

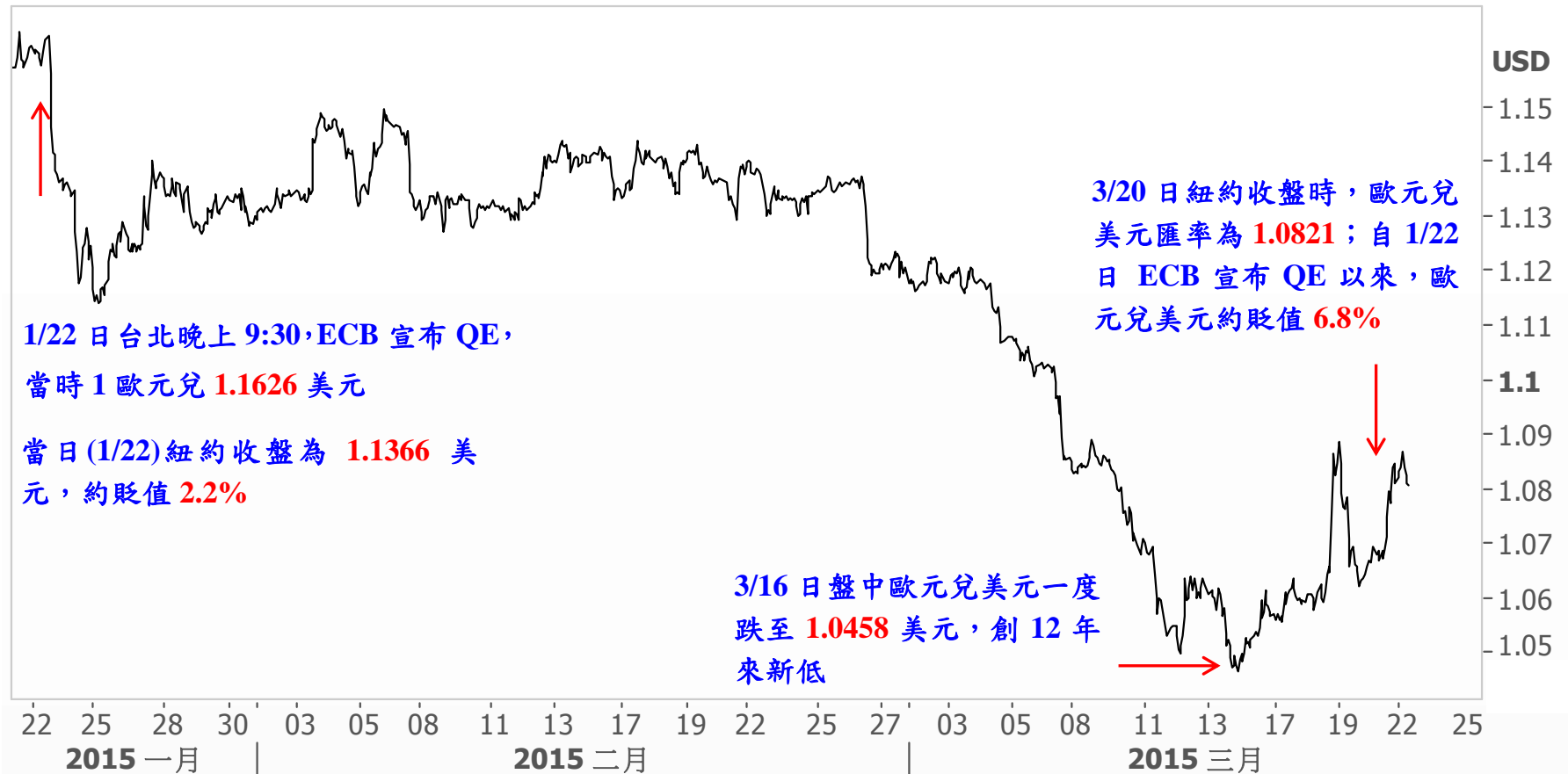
⁴² 希臘與賽普勒斯因接受 Trokia 紓困計畫，故兩國主權債券即便屬非投資等級，但不受此次 QE 購買限制。不過，目前 ECB 已透過先前 SMP 計畫購買希臘流動在外債券餘額的 40%；換言之，希臘須等到本年 7 月償還 35 億歐元借款後，且繼續符合 Trokia 的紓困條件，才得以適用此次 ECB 擴大資產購買計畫的融資好處。

⁴³ 未來購債比重僅計算歐元區成員國對 ECB 出資，排除非歐元區成員國。

(二) 資產購買計畫使歐元進一步走貶

本年1月22日 ECB 宣布擴大 QE 後，當日歐元兌美元匯率**重挫 2.2%**；歐元因此而進一步走弱，截至3月20日止，歐元兌美元匯率已**貶值 6.8%**。

ECB 新的資產購買計畫對歐元匯率之影響



資料來源：Reuters

三、全球金融市場波動因而加劇

(一)主要匯、股、債市因 ECB 擴大 QE 出現變化

1. 1月22日ECB宣布新一輪QE後，**歐元匯率立即重挫**；至3月20日紐約收盤止，歐元兌美元匯率共**貶值6.80%**。

主要匯率變化

匯市	2015/3/20收盤價	1月22日ECB 宣布QE 當日變動(%)	ECB 宣布QE迄今變動 (%)	本年迄今變動 (%)
歐元兌美元	1.0821	-2.11	-6.80	-10.56
美元指數	97.801	1.58	5.46	8.34
美元兌日圓	120.03	0.45	1.75	0.29
歐元兌瑞士法郎	1.0550	-0.79	5.70	-12.30
美元兌瑞士法郎	0.9753	1.37	13.49	-1.92

資料來源：Bloomberg

2. 受到新一輪QE政策的激勵後，主要國家**股市**皆**大漲**；近期美歐日等國股市漲幅持續擴大。

主要股市變化

股市	2015/3/20收盤價	1月22日ECB 宣布QE 當日變動(%)	ECB 宣布QE迄今變動 (%)	本年迄今漲跌幅 (%)
美國S&P 500 指數	2,108	1.53	3.74	2.39
德國法蘭克福指數	12,039	1.32	16.90	22.78
法國巴黎指數	5,087	1.52	13.44	19.07
義大利股價指數	23,177	2.44	15.99	21.91
日經指數	19,560	0.28	13.19	12.09
瑞士股市	9,396	-0.11	17.33	4.60

資料來源：Bloomberg

3. 受到 ECB 擴大 QE 影響，主要國家**公債殖利率紛紛走低**；近期德國與義大利公債殖利率跌幅則明顯加深。

主要債市變化

債市	2015/3/20收盤價 (%)	1月22日ECB 宣布QE 當日變動(bps)	ECB 宣布QE迄今變動 (bps)	本年迄今變動 (bps)
美10年期債殖利率	1.930	-0.9	5.9	-24.1
德10年期債殖利率	0.184	-7.7	-34.0	-35.7
法10年期債殖利率	0.442	-8.7	-26.2	-38.4
義10年期債殖利率	1.204	-14.2	-48.7	-68.6
日本10年期債殖利率	0.329	6.8	7.7	0.0
瑞士10年期債殖利率	-0.071	0.6	13.1	-39.0

註：1 個 bp 等於 0.01%。

資料來源：Bloomberg

(二)部分國家央行調整其貨幣政策作為因應

1. 歐洲 3 國央行調整其匯率及貨幣政策⁴⁴

(1)瑞士央行於本年 1 月 15 日提前調整其匯率及貨幣政策**取消 1 歐元兌 1.20 瑞士法郎的底限**(見下頁圖)；同時**調降存款帳戶利率 0.5%至-0.75%**⁴⁵；並調降 3 個月期**倫敦銀行同業拆息**目標區間至**-1.25% ~ -0.25%**。

(2)各界認為，**瑞士央行出乎預期的政策**，主要係針對歐洲央行即將採行**量化寬鬆政策預作防備**。

(3)另由於**丹麥與瑞典**屬歐洲聯盟的成員國，兩國貨幣與歐元匯率的關連性高，年初以來歐元走弱，使兩國央行**分別降息 4 次及 2 次**，兩國存款利率均創下新低，分別來到**-0.75 與-1.00%**的水準。

⁴⁴ 有關歐洲地區採行負利率政策及債券市場現況，參見「**柒、歐洲地區負利率政策及影響分析**」。

⁴⁵ 即期存款帳戶中，超過特定減免額度以上之餘額時，適用此利率水準。

歐元兌瑞士法郎匯率走勢



資料來源：Bloomberg

2. 其他地區央行因應歐洲央行 QE 之政策措施

- (1)受到 **ECB 擴大 QE 的影響**，加上近期油價下跌使各國通膨減速，除前述歐洲 3 國以外，全球其他地區央行亦紛紛調整其貨幣政策，採行各項寬鬆貨幣政策措施。
- (2)本年初以來，已有 **逾 20 國央行** 進行各項寬鬆政策；例如，調降政策利率(如加拿大、澳洲、印度、印尼、泰國、南韓及中國大陸等國)、調降存款準備率(中國大陸)，以及新加坡貨幣管理局下修名目有效匯率指數的升值速度等。

柒、歐洲地區負利率政策及影響分析

一、歐洲負利率政策及債券市場現況

(一)歐洲推動負利率政策

1. 負利率政策的意義

- (1)負利率政策屬**非傳統性貨幣政策**，亦即央行將政策利率的名目水準訂為負值，**低於理論上的零利率底限**(zero lower bound)⁴⁶。
- (2)負利率的用意在於促使銀行的超額準備金，甚至是民眾存在銀行的存款，不但無法收到利息，反而必須支付保管費用，藉此**提高銀行放款與民間消費、投資的意願**。
- (3)同時，負利率政策亦可使債券殖利率下降，甚至降為負殖利率水準，可**抑制國際資本流入**。

2. ECB 推動負利率政策

- (1)為**因應通膨持續下滑風險**及經濟成長考量，ECB 於 2014 年 6 月將存款機制利率(銀行存放於央行帳戶的利率)降至-0.10%，開啟其負利率政策；並在 2014 年 9 月將此存款利率降至**-0.20%**。
- (2)ECB 認為**負存款利率**將引導銀行**調降對民間部門的放款利率**，經由**融資成本下降**，刺激民眾與企業提前**消費、投資**，進而帶動**實質需求**，支撐**通膨走勢**重新回到「略低於 2%」的政策目標⁴⁷。

⁴⁶ 19 世紀末即有學者提出負利率概念，而著名經濟學家 Irving Fisher 並曾指出，在大蕭條期間，如能採負利率政策將可有效拉抬通膨、提振經濟。瑞士曾於 1970 年代初期為抑制資本流入所引發匯率升值，率先實施負利率；瑞典亦曾於 2009 年金融危機期間，因應經濟衰退而採用負利率政策。而 ECB 於 2014 年 6 月實施負利率政策，為主要央行首次採行負利率政策，且為近期歐洲各國央行紛紛擴大負利率幅度的主因。

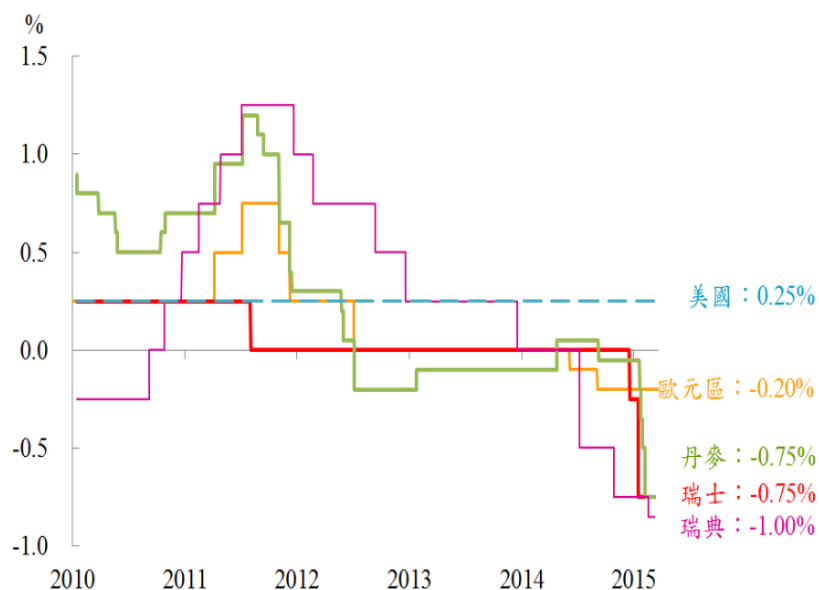
⁴⁷ “Why Has the ECB Introduced a Negative Interest Rate?” *ECB*, June 17, 2015 < <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> >。

3. ECB 的負利率政策與 QE，迫使周邊小國採行負利率政策

(1)ECB 除推動負利率政策外，更於 **2015 年 1 月** 宣布擴大 **QE 政策**，並於 3 月 9 日開始執行；ECB 一再推出 **非傳統貨幣政策**，使歐元區外圍的瑞士、瑞典與丹麥等國面臨強大 **貨幣升值壓力**。

(2)上述 3 國為因應資本流入所帶來貨幣升值壓力，**相繼推出負利率政策**，並一再擴大負利率水準幅度，**試圖穩定匯率**，**降低通縮現象進一步惡化**的壓力(見下圖及下表)。

主要國家銀行存放於央行的存款利率走勢



資料來源：Bloomberg

近期實施負利率的央行

央行	啟動時點	說明
歐洲央行	2014/6	2 度降息 存款利率降至 -0.20%
丹麥央行	2014/9	5 度降息 存款利率目前為 -0.75%
瑞士央行	2014/12	2 度降息 政策利率目前為 -0.75% 。
瑞典央行	2015/2 (2014/7)	2 度降息 政策利率目前為 -0.25% (存款利率為 -1.0%)。

資料來源：各國央行

(二)負利率政策對歐洲公債市場的影響

1. 受歐洲各國央行的負利率政策的影響，使瑞士、瑞典、德國等具有**良好信評國家**公債殖利率降至負水準，尤以**瑞士 10 年期(含)以下公債均為負殖利率**，影響最為顯著。**歐元區**多數核心國家**5 年期**以下公債均為負殖利率(見左下表)。
2. 目前**歐元區政府公債**中約有**1.5 兆歐元**(約 1.70 兆美元)為負利率，如加計瑞士、瑞典及丹麥等國公債，**歐洲**負殖利率公債總金額約為**1.82 兆美元**(見右下表)⁴⁸。

歐洲國家負殖利率公債天期分布

	國家	負殖利率天期
歐元區成員國	德國	≤ 7 yr
	奧地利	≤ 6 yr
	荷蘭	≤ 6 yr
	芬蘭	≤ 6 yr
	盧森堡	≤ 5 yr
	比利時	≤ 4 yr
	法國	≤ 3 yr
	愛爾蘭	≤ 3 yr
歐盟成員國	瑞典	≤ 4 yr
	丹麥	≤ 6 yr
	瑞士	≤ 10 yr

註： ≤ n yr，代表 n 年期(含)以下債券殖利率為負水準。
 資料更新日期：2015 年 3 月 19 日
 資料來源：Bloomberg

歐洲國家負殖利率公債天期金額

	單位：美元
歐洲國家	1.82 兆
歐元區	1.70 兆
瑞典	160 億
丹麥	450 億
瑞士	600 億

資料來源：JP Morgan⁴⁹

⁴⁸ 目前歐元區內約有 1,400 億歐元的公債(存續期間多在 1 年以下)，其殖利率低於-0.20% (ECB 的存款利率)，不符合 ECB 資產購買計畫之標準。

⁴⁹ Nikolaos Panigirtzoglou et al. (2015), "Negative Yields," *F&L Library JP Morgan*, March 10 < <http://markets.jpmorgan.com/>>。

(三) 投資人買進負殖利率公債的主要考量

由於歐洲各國普遍存在**通縮**現象，部分歐洲公債名目殖利率雖為負水準，但**實質報酬仍大於零**，吸引投資者買進⁵⁰。除實質報酬率的考量外，下列因素亦為投資者持有負殖利率公債的相關動機：

1. **公債資本利得**：由於歐元區、瑞典央行相繼推動 QE，部分投資者**預期此舉將推動公債價格進一步走高**，著眼未來潛在的**資本利得**(capital gain)，投資者即有加碼或繼續持有負利率公債的意願。
2. **匯率升值預期**：部分投資人預期，ECB 推動 QE，將使瑞士、丹麥等國貨幣存在升值空間，且在持有成本及潛在的資本利得等考量下，國際投資者在匯入資本後，亦會持有高流動性的當地政府公債。
3. **相關法規要求**：銀行基於資本適足率及相關法規對流動性的要求等考量，須持有低風險且高流動性的公債；而**壽險公司、指數型債券基金等機構投資人**，亦因**法規或合約要求的資產配置**，必須維持一定比例的政府債券；因此，歐洲地區各類金融機構或投資機構仍繼續持有並買入負殖利率公債。
4. **現金持有成本**：歐洲各國**央行存款利率**普遍為負(**歐元區為-0.20%**，**瑞典更達-1.00%**)，金融機構如將剩餘資金存在央行，其**成本高於持有的負殖利率公債**，持有公債可減少資金損失⁵¹。

⁵⁰ 例如：瑞士央行預估 2015 年全年 CPI 年增率為**-1.1%**，而 1 年期公債殖利率為**-0.765%** (3 月 20 日)，隱含持有瑞士 1 年期公債的實質報酬率為 **0.335%**。

⁵¹ 如法國的銀行如將剩餘資金存放 ECB，將被 ECB 收取 0.2% 的利息，但銀行如持有殖利率-0.15% 的兩年期法國公債，其相對損失反而較小。

二、負利率政策的成效與風險

(一)負利率政策的傳導效果

ECB 與瑞士等 3 家歐洲地區央行所採行的**負利率政策**，除作為因應**通縮風險**並**抑制資本流入**的政策工具外，其對實質經濟亦具有正面的傳導效果。

1. 對實質經濟的傳導效果

- (1)**增加**銀行存放**超額準備成本**，引導銀行減少準備金，並向市場**釋放資金**、**擴大放款**。
- (2)降低銀行**存款**及**同業拆款利率水準**，銀行取得**資金成本下降**，增加貸放誘因。

2. 提振國內、外需求

- (1)降低民間融資成本：鼓勵民眾、企業提前**消費**或**投資**。
- (2)擴大**財富效果**：降低未來現金流量的折現率來膨脹資產價值，增加股、債投資者的收入並刺激消費意願。
- (3)以**相對弱勢匯率**增加出口產品的**價格競爭力**，提振**國外需求**。

3. 惟對民眾收入的效果較不明確

- (1)**利息收入減少**，不利消費意願。
- (2)購買力或**消費能力**可能因匯率貶值及物價回升而**下降**。

(二) 負利率政策的風險

負利率在實際執行上，其政策效果仍存在不確定性且具有爭議⁵²，同時亦有提高金融波動性的風險。

1. 政策效果可能不如預期

(1) 負利率使淨利差縮小，且存款如因此流失，將使銀行承作放款的意願及能力下降，反不利信用擴張。

(2) 如企業本身貸款意願低落，以負利率政策刺激信貸需求的效果，亦屬有限。

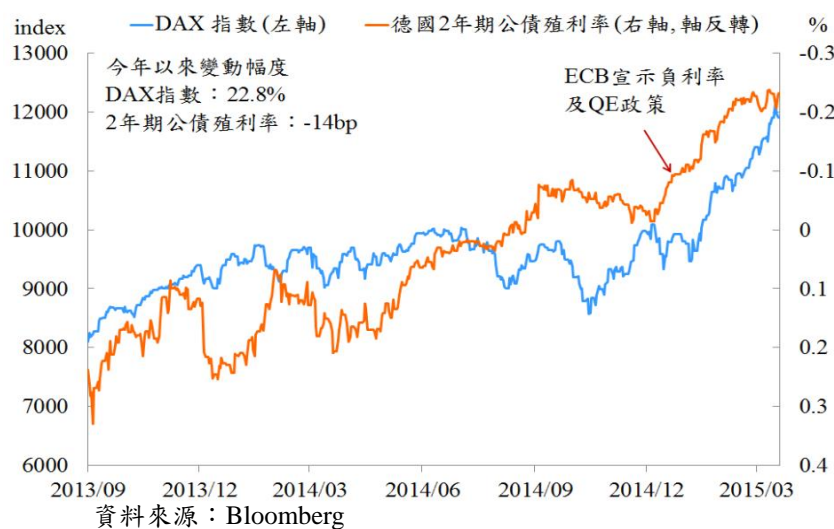
2. 增加金融體系潛在風險

(1) 投資人尋求高報酬率，推高債券與股票等金融資產價格，增加金融資產泡沫化隱憂(見左下圖)。

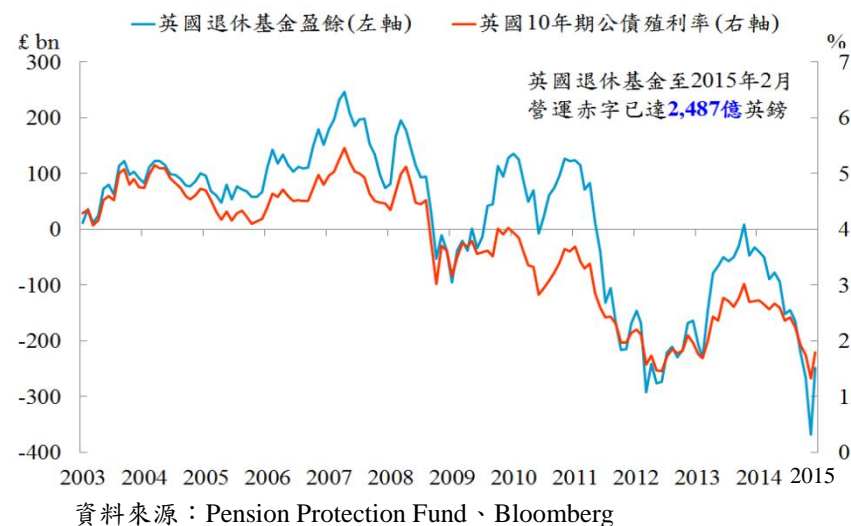
(2) 如未來通膨回升帶動公債利率水準上揚，投資者面臨資本損失的風險增加。

(3) 公債殖利率下滑，使大量持有債券的退休基金及壽險公司面臨投資報酬率下滑，經營風險提高(見右下圖)。

德國股價與公債殖利率走勢



英國退休基金盈虧與 10 年期公債殖利率走勢



⁵² 如 Fed 於 2011 年 9 月的 FOMC 會議紀錄曾指出，多數與會成員(many participants)對進一步降低 0.25% 的超額存款利率(Interest on Excess Reserve, IOER)有疑慮，並指出降低存款利率具有對貨幣市場及信用中介機制帶來負面干擾的風險，且要事前預測其政策效果極為困難。