
理監事聯席會議
議事錄摘要

108年9月19日

中央銀行

中央銀行第 19 屆理事會第 19 次理監事聯席會議
議事錄摘要

時間：108 年 9 月 19 日下午 2 時

地點：本行主大樓 A606 會議室

出席：理事會主席：楊金龍

常務理事：蘇建榮 沈榮津 嚴宗大

陳南光 梁明義

理事：陳吉仲 李成家 雷仲達

林金龍 朱美麗 黃朝熙

劉碧珍 陳旭昇 康信鴻

監事會主席：朱澤民

監事：鍾經樊 林勝堯 曹添旺 鄭桂蕙

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

理事會秘書胡至成 監事會秘書張玉敏

主席：楊金龍

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¹

經濟研究處說明：

一、國際經濟金融情勢

本(2019)年6月本行理事會會議以來，受美中貿易衝突持續、中國大陸經濟與金融風險續升、英國脫歐紛爭陷入僵局、地緣政治緊張情勢等全球經貿不確定性，以及主要經濟體製造業展望不佳影響，全球景氣降溫。

國際機構預測今、明(2020)兩年全球經濟成長率均低於上(2018)年。本年主要經濟體成長動能減弱，新興市場經濟體亦受影響；明年各經濟體經濟成長率則升、降互見，惟預期美國、歐元區及中國大陸等主要經濟體低於本年。由於全球貿易紛爭不斷，國際機構下修今、明兩年全球貿易量成長率預測值，預期全球貿易成長疲弱。

國際物價方面，由於美國原油產量仍高，且全球經濟展望不佳，全球油需成長恐續放緩，預期今、明兩年油價將低於上年。因天候續有改善，全球穀物價格走跌。在國際原物料價格走弱，且全球經濟成長趨緩下，國際機構預測今、明兩年全球通膨率均低於上年。

貨幣政策動向方面，由於全球經濟展望不佳且通膨低緩，美國、歐元區及中國大陸等主要經濟體貨幣政策立場趨寬鬆；部分亞洲國家為激勵經濟，一改上年升息趨勢而轉向降息。

在諸多不確定性因素影響下，近月國際金融市場大幅波動。8

¹ 請參見附件「國內外經濟金融情勢分析」。

月因美中貿易衝突升溫，主要股市走跌；9月初以來，隨美中釋出重啟談判訊息，主要股市回穩。主要貨幣對美元匯率則多呈貶值。國際公債市場方面，由於全球景氣趨緩，主要央行貨幣政策轉趨寬鬆立場，以及資金流入公債市場，主要國家10年期公債殖利率一度跌至近年低點；9月在美中釋出重啟談判訊息後，各國殖利率反彈回穩。

展望未來，全球經濟面臨的風險主要包括：(一)全球貿易紛爭不斷，製造業疲弱恐拖累服務業活動；(二)中國大陸經濟放緩，經濟金融風險上升；(三)英國脫歐陷政治紛爭，未來發展不確定性仍高；(四)地緣政治緊張情勢升溫，均將影響全球金融市場穩定及經貿前景。

二、國內經濟金融情勢

(一) 經濟情勢

在景氣指標方面，近月景氣領先、同時指標持續上升；惟景氣信號分數連續7個月呈黃藍燈，顯示景氣態勢並非十分明朗，未來景氣變化仍須密切觀察。

外需方面，本年以來多數亞洲主要經濟體(包括台灣)出口衰退；惟近來台灣因資通與視聽產品產能移轉回台、拉貨效應持續，加以積體電路產品隨旺季需求增加，出口總額已轉呈正成長，其中，出口物價下跌、出口數量增加。就主要出口市場而言，對美國出口大幅成長，對中國大陸則負貢獻最大。展望未來，受惠新興商機、轉單與拉貨效應，本行預期本年實質輸出溫和成長，明年則因本年基期較高，預估成長率將低於本年。

內需方面，由於機械設備與營建工程持續增加，加以政府積極推動投資方案，有助提高私部門投資意願，本行預測本年實質民間投資動能穩健，惟因本年基期墊高，明年成長率將放緩。民間消費方面，由於消費信心走弱，且企業獲利下降，不利僱用及加薪，惟政府推出擴大內需方案，有助提振民間消費意願，預期本年及明年實質民間消費和緩成長。

勞動市場方面，本年以來，國內景氣和緩，致失業率較上年同期略升，薪資成長略緩。

整體而言，由於7至8月實質商品出口優於預期，本行預測本年下半年經濟成長率為2.66%，高於上半年之2.12%，全年為2.40%；明年則因民間投資及輸出成長減緩，本行預測經濟成長率為2.34%，略低於本年。主要機構預測本年經濟成長率介於1.97%~2.46%，明年則介於1.86%~2.58%。

(二) 金融情勢

本年8月以來，雖因企業續發放現金股利，銀行資金調度保守，惟市場資金充裕，隔拆利率略降；近月銀行平均超額準備維持在400餘億元。與主要經濟體相較，台灣實質存款利率仍屬居中。

至於國內貨幣信用，在貨幣供給方面，本年1至8月M2平均年增率為3.26%，維持於目標區內成長。雖因景氣和緩影響，年初以來銀行放款成長減緩；惟1至8月放款與投資平均年增率為4.74%，高於本年經濟成長率加計CPI年增率預測值，顯示貨幣信用狀況足以支應實質經濟活動所需。

本年初以來，房市交易量上升，六都建物買賣移轉棟數均較上

年同期成長，且以中南部交易較為熱絡；房價亦呈緩步向上趨勢，依內政部發布之住宅價格指數，第 1 季除台北市外，其他五都房價多已接近前波高點。

不動產授信方面，7 月底購屋貸款年增率緩升至 5.60%，建築貸款年增率則續升至 10.68%，反映建商積極購地、推案，因應台商回流商機，以及都更、危老住宅重建之融資需求增加。7 月底不動產貸款占總放款比重升至 35.07%，房貸資產品質則仍持穩。

(三) 物價情勢

由於國際原油等原物料價格下跌，國內油料費反映調降，加以成衣、耐久性消費品等下跌，通訊費持續走低，本年以來通膨低而穩定。1 至 8 月平均 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 0.53%、0.45%；旅遊團費及房租調升為 CPI 上漲主因。

展望本年下半年，雖然近來豪雨不斷，蔬果等食物類價格走高，惟漲幅低於預期，且國際油價走低，預期通膨溫和。由於國內需求溫和，負的產出缺口仍在，整體通膨壓力仍緩，加以預期國際原油等原物料價格疲軟，本行預測本年 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 0.70%、0.56%；明年則分別為 0.88%、0.77%，通膨展望平穩。

至於影響未來國內物價走勢之主要因素：上漲壓力包括上年無颱風侵襲，比較基期較低，且近來豪雨不斷，蔬果等價格漲幅將擴大；基本工資連年調升，將續帶動外食費及相關服務類價格上揚。下跌壓力則包括全球經濟成長溫和，國際原油等原物料需求降低，預期原物料價格疲軟；電話接續費率調降，行動通訊費率可能持續走低；國內產出缺口仍為微幅負值等。

三、貨幣政策考量因素

- (一) 當前國內通膨和緩，今明兩年產出缺口仍呈微幅負值，通膨展望溫和穩定。本年 1 至 8 月 CPI 平均年增率為 0.53%；本行預測本年及明年 CPI 年增率分別為 0.70% 及 0.88%。
- (二) 國際景氣仍緩且具高度不確定性，恐影響外需表現，預期本年下半年及明年國內經濟成長力道溫和。本行預測本年下半年經濟成長 2.66%，全年為 2.40%；明年為 2.34%。
- (三) 與主要經濟體相較，國內實質利率水準尚屬居中。

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、理事一致同意維持政策利率不變，與會理事討論意見摘要如下：

(一) 國內經濟金融情勢相關討論

國內經濟情勢方面，**多位理事**關注國內投資對經濟發展之影響。**有位理事**表示，目前投資台灣有三大方案，迄今通過審核之總投資金額為 6 千餘億元，將在今年底前及未來數年陸續到位；投資廠商以電子資訊及金屬機電產業為主，有助相關供應鏈發展並帶動關聯性投資效應。隨台商回流，已見相關產業之出口金額增加，並帶動國內就業。**另位理事**亦表達中小企業加速投資行動方案的執行成效佳，對中小企業具實質幫助。

有位理事則指出，台商回台投資之資金來源包括國內銀行貸

款、一般管道回流、「境外資金匯回管理運用及課稅條例」(專法)管道回流。台商若能帶回資金，且進行實質投資，並向國內金融機構貸款，除促進國內投資，亦能去化銀行餘裕資金，對金融體系及實質經濟將有助益。此外，雖然本年台灣出口成長率將較上年為緩，惟受惠台商回台投資，台灣相對其他亞洲國家的出口減幅較小，對美出口大幅成長，並帶動近月資本設備進口增加，將推升國內投資，亦反映廠商對未來經濟樂觀預期。

另位理事認為，國內機構預期本年投資穩健成長，主要係因半導體廠商持續擴充設備與製程提升，加以台商回台效應挹注。本年前8個月，半導體機器設備進口明顯成長，惟其他產業及台商回台投資帶動之非半導體機器設備進口則僅小幅成長，反映部分台商係以增加現有國內產能或重建閒置產能因應，台商回台帶動國內實質投資成長情況仍待觀察。

國內金融方面，**多位理事**對國內房市發展及不動產授信風險表達看法。**有位理事**認為，當前房市價量呈增溫現象，惟相較民國102年、103年，仍未處高點，房貸風險亦無明顯上升趨勢。雖然近兩年建照核發數維持高成長，反映建商對房市展望樂觀而積極推案；惟全國餘屋仍多，且近期購屋意向調查亦顯示民眾對房價看跌及持平者居多，預期房價將維持溫和成長。

另位理事表示，雖然目前房貸與房價呈緩步上升，成長率看似不高，惟起始點已相對處於高水平，且自上次高點下調幅度不大，即使以一般速率成長，也易達前次高點，如中南部房價已逾上次高點。當前房貸集中度為35.1%，若再增加，恐逾37.9%的歷史高點。此外，本國銀行的房貸違約率雖仍低，惟若眾多銀行同時增加承做房貸，將增加共同暴險程度，一旦發生問題，恐易引發系統性風險，

釀成銀行危機，不利金融穩定。建議本行在房價上漲預期形成的初步階段，即應對市場提出預警，以作為台商回台投資、都更等政策的配套措施，並研擬下一個階段的因應措施。

有位理事亦指出，由房市擴散出去的金融不穩定或金融危機，往往來得又快又急；因此，稍有一些跡象出現時，即應防微杜漸，密切觀測。當前國內銀行不動產放款占總放款比重高於公民營製造業放款占總放款比重，本行因應短期景氣循環而採取寬鬆貨幣政策，是希望引導資金流向資本支出，而非流入房貸市場；建議同時採取選擇性信用管制等總體審慎政策作為配套措施，以防止低利率政策影響金融穩定。

另位理事則認為，雖然目前部分房市相關金融指標與民國 99 年 6 月本行採行不動產貸款針對性總體審慎措施時的水準相近，惟 99 年以後，本行即要求銀行建立房貸的嚴謹規範制度，金管會及本行亦執行相關金融檢查。房市問題涉及層面甚廣，且主管機關亦多，如居住正義及住宅政策等問題，均非本行所能獨力解決。本行關注的是銀行不動產授信風險控管及金融穩定問題，鑑於國內各都會區的房地產情勢差異大，宜進一步分析。

(二) 貨幣政策相關討論

全體理事均贊同政策利率維持不變，主要係基於國際經濟前景不確定性多，國內經濟成長動能溫和，且通膨展望穩定等考量。其中，**有位理事**指出，儘管未來不確定性高，但預期國內短、中期投資動能仍佳，可望支撐經濟成長。此外，國內市場流動性充裕，企業超額儲蓄金額居高，顯示企業不缺資金，缺的是投資機會；政府宜由提升國內投資環境著手，協助廠商創造投資機會。要提振經濟

成長，透過促進投資的措施，將較寬鬆貨幣政策更為有效，贊成政策利率維持不變。

另位理事則認為，當前國內經濟動能和緩，且明年基本工資持續調升，宜維持適度寬鬆的貨幣情勢，使銀行持續推動對中小企業提供必要的營運資金，故支持利率維持不變。**有位理事**表示，國內幾無通膨壓力，加以利率水準已低且資金充裕，利率再降的效果不佳。因此，基於短期政策考量，維持利率不變應係合理的決策。

有位理事贊同政策利率維持不變，並指出就台灣景氣衰退預測模型推估研究認為，明年台灣邁入景氣衰退的機率，低於美國聯邦準備銀行推估之明年美國景氣衰退機率；經考量當前台灣景氣情況，維持相對穩定寬鬆的貨幣政策應屬允當。

數位理事在考量主要經濟體貨幣政策動向後，支持本行政策利率維持不變。其中，**有位理事**表示，雖然美國及亞太國家降息，惟與主要國家相較，台灣整體經濟表現相對審慎樂觀，包括房市趨熱，加以美中貿易衝突帶來轉單效應，使國內投資暢旺，出口亦在近期由連續負成長轉為正成長；此外，國內通膨溫和，產出缺口雖為負值，但已漸縮小。值此整體經濟前景審慎樂觀之際，不宜調降政策利率。

另位理事則指出，雖然經濟前景存諸多不確定性，惟台灣經濟表現相較其他國家並不差，故無須因他國降息而降息；另一方面，國內景氣未過熱，且市場資金充裕，亦無升息的空間。雖然實證顯示低利率、寬鬆貨幣政策對提振景氣、促進經濟成長的效果不大；惟國人亦擔憂高利率、緊縮貨幣政策將對經濟產生不利的影響，此即如同美國在升息後發現景氣受到干擾而開始降息。

有位理事亦認為，考量當前有諸多不確定性因素，包括美中貿易衝突談判、英國脫歐、中東局勢發展，以及台灣即將選舉等；且之前美國已多次升息，台灣則維持政策利率不變，故美國降息，台灣不一定要隨之降息；又近期部分鄰近國家降息，但考量國內利率仍低於中國大陸及南韓，此時宜靜觀其變，故贊成維持政策利率不變。

多位理事均贊同政策利率不變之同時，也表達未來貨幣政策考量因素之看法。其中，**有位理事**指出，若未來主要經濟體持續降息，須審慎思考台灣宜否跟進降息的問題。例如，日本擬以低利率寬鬆貨幣政策脫離不景氣，惟採行近三十年並無成效；在長期停滯(secular stagnation)下，大部分央行仍維持低利率寬鬆貨幣政策，除短期效果不明顯外，因利率未能發揮價格機能，可能導致資金流入房地產，而未投入實體產業，對長期經濟產生不利影響；央行決策者應瞭解貨幣政策須搭配財政政策及結構性政策，方能因應長期停滯。此論點值得決策者思考，以充裕資金刺激景氣的傳統作法效果其實並不佳。

有位理事亦表示，國內貨幣政策維持穩定利率，惟須觀察金融機構的貸款結構，檢視係流向機器設備等生產性資產貸款或不動產貸款；若維持平穩低利率，資金卻偏重在不動產生產或買賣，則務須審慎以對。

另位理事認為政策利率維持不變是可行的，並指出近年有關低利率長期效果的研究不少；部分研究提及，長期低利率會透過資源誤置，使連年虧損的企業仍可繼續存活，結果會拉低整體生產力，亦將使薪資水平維持在低點。

有位理事則指出，本年國內經濟成長率預測值上調、通膨溫和且低於 1%，貨幣市場寬鬆，故贊成維持政策利率不變；惟預期未來國內經濟走緩，且存在諸多不確定性，將來若要調整利率，必須認真思考低利率對實質消費及實質投資的影響。

另一位理事表示，近日波斯灣危機已造成原油價格大漲，在國內利率維持不變下，若因中東衝突危機升高，致國內物價因油價飆升而大幅上漲，則未來實質利率可能轉為負值，未來本行須密切關注此議題。

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：楊金龍 蘇建榮 沈榮津 嚴宗大 陳南光
梁明義 陳吉仲 李成家 雷仲達 林金龍
朱美麗 黃朝熙 劉碧珍 陳旭昇 康信鴻

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(2019)年 6 月本行理事會會議以來，受美中貿易衝突持續、中國大陸經濟與金融風險續升、英國脫歐紛爭陷入僵局，以及地緣政治緊張情勢等不確定性升高影響，全球景氣趨緩，

貿易成長下滑；金融市場波動劇烈，國際資金流入安全性資產，致主要國家公債殖利率走低。國際機構下修本年全球經濟及貿易量成長預測，主要經濟體貨幣政策立場多趨寬鬆。

至於明(2020)年，國際貿易情勢尚未明朗、中國大陸經濟放緩、地緣政治風險仍存等諸多不確定性，將是影響全球經濟前景的重要因素。此外，主要經濟體貨幣政策動向，亦將影響國際資金移動及金融市場穩定。

二、國內經濟金融情勢

(一)年中以來，全球經貿情勢仍緩，惟轉單效應及台商提高國內生產比重，加以基期較低，出口逐漸回溫。雖然近月失業率微升，薪資成長略緩，惟政府積極推動擴大內需政策，有助提振民間消費意願；且預期廠商增加資本支出及台商回台投資，有助民間投資穩健擴增。本行預測本年下半年經濟成長率為 2.66%，全年為 2.40%(詳附表 1)。

展望明年，民間消費成長持穩，政府支出增加；惟預期主要經濟體景氣降溫，國內輸出及民間投資成長將略低於本年，本行預測明年經濟成長率為 2.34%。

(二)年初以來，通膨率維持低而穩定，1 至 8 月消費者物價指數(CPI)平均年增率為 0.53%，不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率則為 0.45%。雖然近月豪雨帶動蔬果等價格上漲，惟國際原油等原物料價格走低，預期下半年通膨溫和；本行預測本年 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 0.70%及 0.56%(詳附表 2)。

至於明年，國內基本工資調升，將帶動外食費及相關服務類價格上揚；惟全球景氣展望和緩，國際機構預測國際油價尚

低於本年，加以國內需求溫和，本行預測明年 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 0.88% 及 0.77%，通膨展望平穩。

(三)本年 1 至 7 月貨幣總計數 M2 平均年增率為 3.24%，銀行放款與投資平均年增率為 4.86%，貨幣信用狀況足以支應國內經濟活動所需。

近月全球金融市場波動加劇，跨國資金移動頻繁，惟新台幣對美元匯率維持動態穩定，且國內市場流動性充裕，長短期利率持穩，銀行超額準備維持在 4 百餘億元水準，金融情勢仍屬寬鬆。

三、本行理事會一致決議維持政策利率不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量當前國內通膨和緩，今明兩年產出缺口仍呈微幅負值，通膨展望穩定；國際景氣仍緩且具高度不確定性，恐影響外需表現，預期本年下半年及明年國內經濟成長力道溫和；且與主要經濟體相較，國內實質利率水準尚屬居中(詳附表 3)，本行理事會認為維持政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，有助物價穩定及整體經濟金融穩健發展。

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%。

四、鑑於全球經濟金融情勢不確定性升高，本行將密切關注美中貿易爭端後續發展、主要經濟體貨幣政策動向、地緣政治情勢，以及全球金融市場變化等對國內經濟金融情勢之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行法定職責。

五、近期國際匯市波動加劇，惟新台幣對美元波動幅度相對其他

國家仍屬穩定。

新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附表 1 主要機構對台灣經濟成長率預測值

單位：%

預測機構		2019 年(f)	2020 年(f)
國內機構	中央銀行(2019/9/19)	2.40	2.34
	台大國泰(2019/9/9)	2.20	2.00
	主計總處(2019/8/16)	2.46	2.58
	台經院(2019/7/25)	2.12	n.a.
	中研院(2019/7/19)	2.01	n.a.
	中經院(2019/7/17)	2.06	2.27
	國內機構預測值平均數	2.21	2.30
國外機構	IHS Markit(2019/9/17)	1.97	1.86
	Goldman Sachs(2019/9/16)	2.20	2.10
	Standard Chartered(2019/9/16)	2.10	2.20
	JP Morgan(2019/9/16)	2.10	1.70
	HSBC(2019/9/16)	2.10	2.00
	Barclays Capital(2019/9/13)	2.40	2.30
	BofA Merrill Lynch(2019/9/13)	1.70	1.90
	Morgan Stanley(2019/9/13)	1.80	1.50
	Credit Suisse(2019/9/12)	2.00	2.20
	Citi(2019/9/12)	2.10	1.90
	Deutsche Bank(2019/9/12)	2.20	2.10
	EIU(2019/9/5)	2.40	1.70
	ADB(2019/7/18)	2.20	2.00
	國外機構預測值平均數	2.10	1.96

附表 2 主要機構對台灣 CPI 年增率預測值

單位：%

預測機構		2019 年(f)	2020 年(f)
國內機構	中央銀行(2019/9/19)	0.70 (CPI) 0.56 (核心 CPI*)	0.88 (CPI) 0.77 (核心 CPI*)
	主計總處(2019/8/16)	0.67	0.82
	台經院(2019/7/25)	0.85	n.a.
	中研院(2019/7/19)	0.85	n.a.
	中經院(2019/7/17)	0.87	1.11
	國內機構預測值平均數	0.79	0.94
國外機構	IHS Markit(2019/9/17)	0.66	0.95
	Goldman Sachs(2019/9/16)	1.00	1.30
	Standard Chartered(2019/9/16)	1.00	1.30
	JP Morgan(2019/9/16)	1.00	1.50
	HSBC(2019/9/16)	0.50	0.90
	Barclays Capital(2019/9/13)	0.70	1.30
	BofA Merrill Lynch(2019/9/13)	0.70	1.10
	Morgan Stanley(2019/9/13)	0.90	1.20
	Credit Suisse(2019/9/12)	0.90	1.30
	Citi(2019/9/12)	0.90	1.20
	Deutsche Bank(2019/9/12)	0.70	0.80
	EIU(2019/9/5)	0.50	0.20
	ADB(2019/7/18)	1.10	1.20
	國外機構預測值平均數	0.81	1.10

*核心 CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之 CPI。

附表 3 主要經濟體實質存款利率

單位：%

經濟體	(1) 1 年期定存利率* (2019 年 9 月 19 日)	(2) CPI 年增率** (2019 年預測值)	(3)=(1)-(2) 1 年期定存實質利率
馬來西亞	2.750	0.93	1.820
印尼	4.750	3.18	1.570
南韓	1.100	0.32	0.780
泰國	1.500	0.94	0.560
台灣	1.065	0.70	0.365
美國	1.980	1.82	0.160
新加坡	0.700	0.78	-0.080
瑞士	0.000	0.52	-0.520
日本	0.010	0.69	-0.680
中國大陸	1.500	2.53	-1.030
歐元區	0.050	1.31	-1.260
英國	0.700	2.00	-1.300
菲律賓	0.500	2.61	-2.110
香港	0.300	2.69	-2.390

* 台灣為本國五大銀行之 1 年期定期存款機動利率；其他國家主要係當地大型銀行之 1 年期定存利率。

** 為 IHS Markit 2019 年 9 月 17 日之預測值；台灣 CPI 年增率係本行預測值。