



# 中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



108.12.19

# 壹、本次理事會政策考量因素

# 一、國內因素

(一)本(2019)年、明(2020)年經濟成長率預測值上修，通膨展望溫和

1. 本行預估**本年GDP**、**CPI年增率**，分別為**2.60%**、**0.54%**

預測**明年GDP**、**CPI年增率**，分別為**2.57%**、**0.77%**。

本行對經濟成長率、通膨率預測值

單位:%

	2019年(f)	2020年(f)
<b>GDP</b>	<b>2.60</b> (2.40)	<b>2.57</b> (2.34)
<b>CPI</b>	<b>0.54</b> (0.70)	<b>0.77</b> (0.88)

註：括弧內為本行9月預測值。

資料來源:本行

2.本年：本行上調本年全年經濟成長率預測值至2.60%，主因前3季經濟表現優於預期，且預估第4季民間投資增強，經濟成長動能可望延續。

3.明年：民間消費成長動能與本年相當、民間投資穩健成長，惟因基期較高，漲幅略緩，預測明年經濟成長2.57%。

### 2019、2020年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

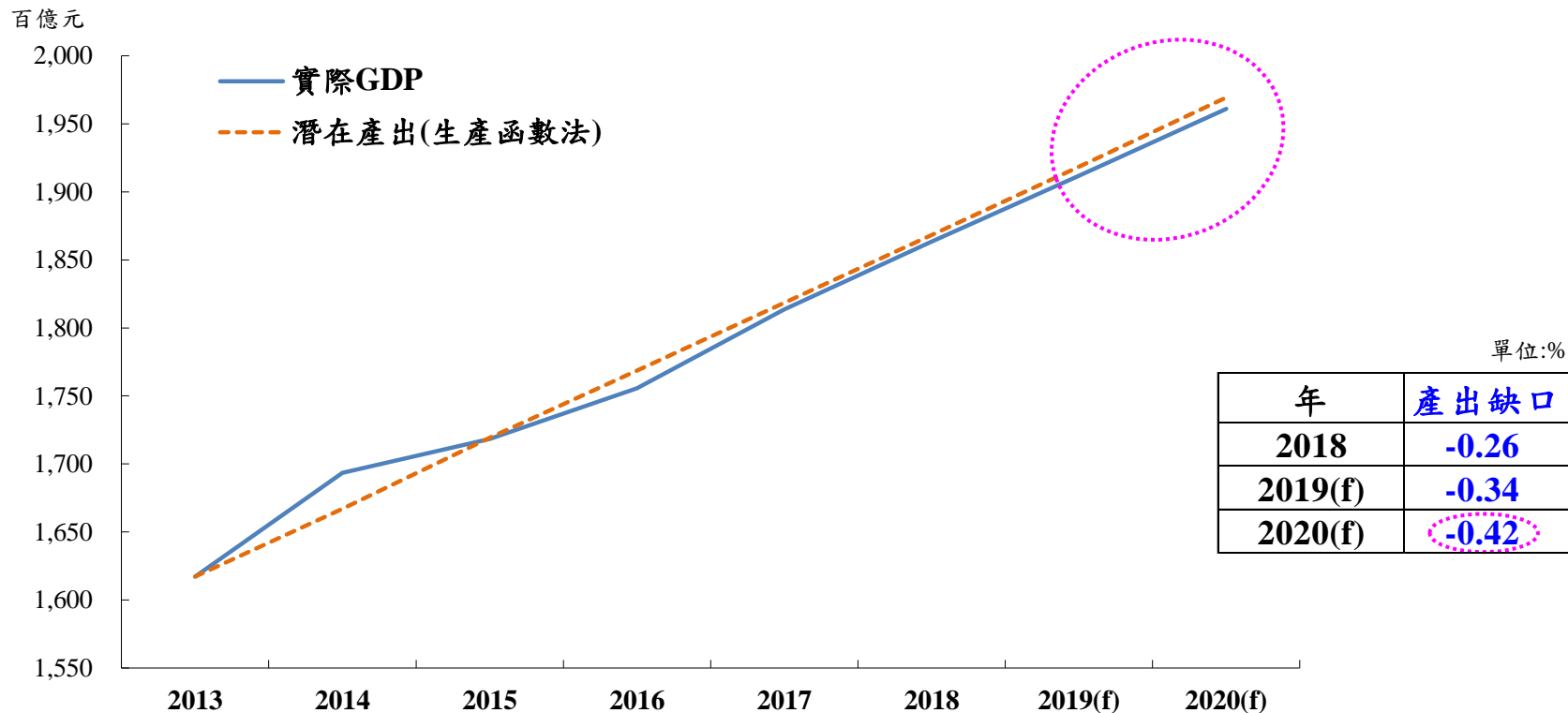
單位：%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)					淨外需貢獻			
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	政府支出(4)		存貨變動 (5)	(6)	輸出	(-)輸入	
				消費	投資					
2019年(f)	2.60	1.90	1.03	1.34	0.03	0.34	-0.85	0.70	0.50	-0.21
2020年(f)	2.57	2.33	1.02	0.73	0.27	0.32	-0.01	0.24	1.58	1.33

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：本行

## (二)2019~2020年負的產出缺口略為擴大



註: 1. 潛在產出係指一國充分利用所有生產要素, 所能生產的最大產量, 亦即生產要素充分就業情況下所能生產的產出。

2. 產出缺口(%) =  $100\% \times (\text{實質GDP} - \text{潛在產出}) / \text{潛在產出}$ 。

資料來源: 本行依生產函數法自行估算

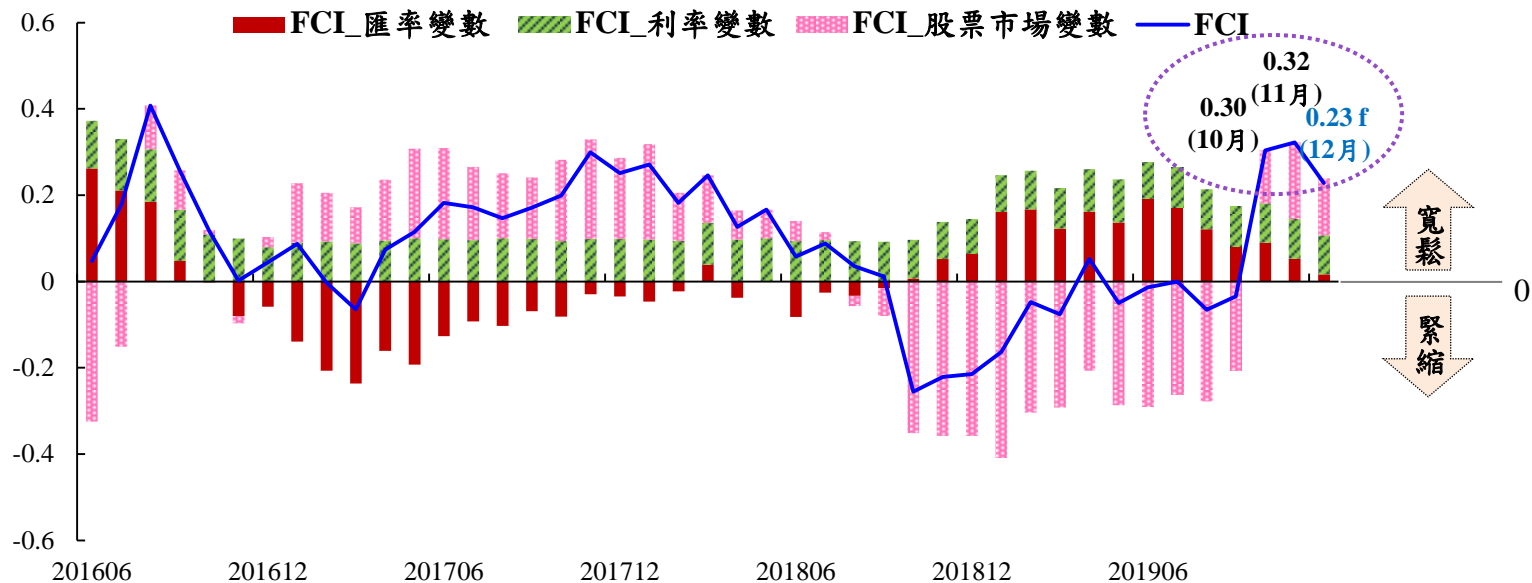
### (三)本年10月以來金融情勢呈寬鬆

一主因:國際股市走升，加以外資買超，股票市場寬鬆；

新台幣實質有效匯率較上年同期貶值，外匯市場稍呈寬鬆；

貨幣市場亦呈寬鬆。

金融情勢指數FCI



註：1.金融情勢指數為正，表示金融情勢較為寬鬆，對未來經濟成長有正向拉力；為負，表示金融情勢較為緊縮，抑制經濟成長。  
2.f為本行預測數。

## (四)相較其他國家，台灣實質存款利率水準尚屬居中

### 主要經濟體實質存款利率比較表

單位:%

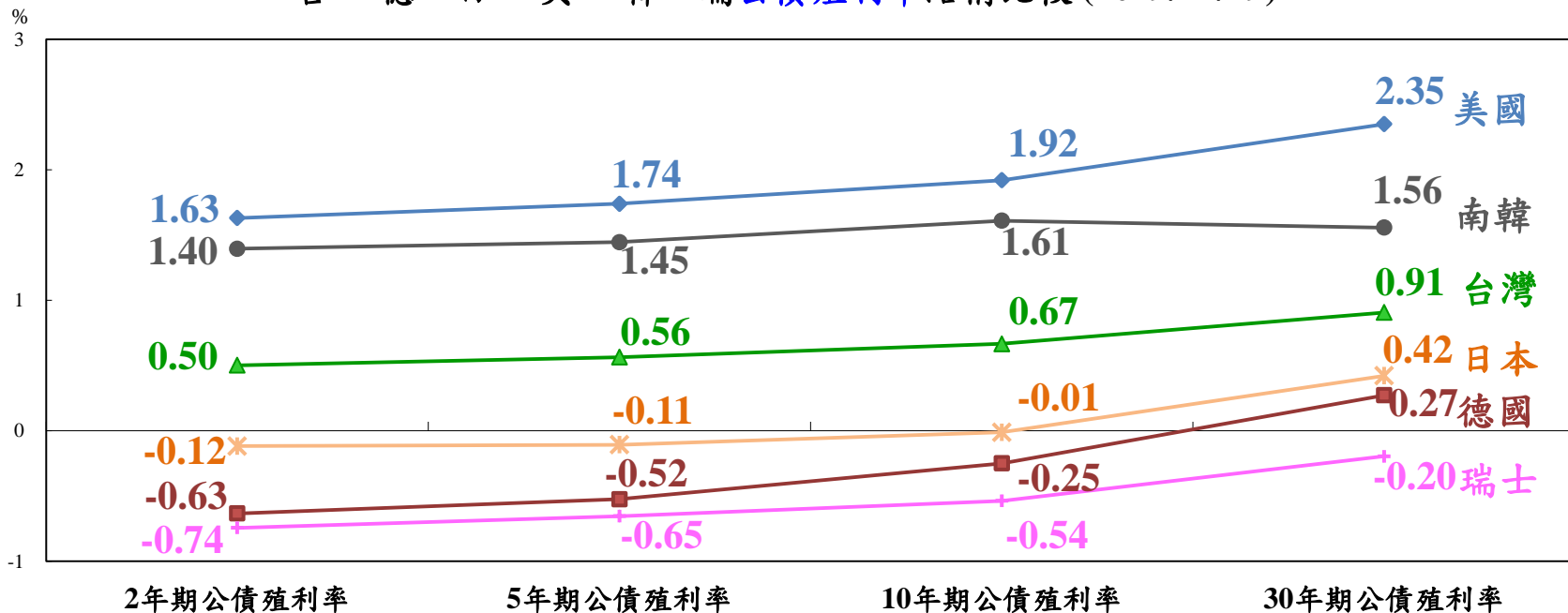
經濟體	(1) 1年期定存利率 (2019年12月19日)	(2) CPI年增率* (2019年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
馬來西亞	2.750	0.69	2.060
印尼	4.750	3.05	1.700
南韓	1.100	0.36	0.740
泰國	1.438	0.71	0.728
台灣	1.065	0.54	0.525
新加坡	0.700	0.58	0.120
美國	1.730	1.81	-0.080
瑞士	0.000	0.35	-0.350
日本	0.010	0.49	-0.480
英國	0.850	1.80	-0.950
歐元區	0.050	1.22	-1.170
中國大陸	1.500	2.73	-1.230
菲律賓	0.500	2.43	-1.930
香港	0.300	2.86	-2.560

\*台灣: CPI年增率係本行預測值；其他經濟體: CPI年增率為IHS Markit(2019/12/16)預測值。

## (五) 台灣名目公債殖利率

高於日、德、瑞士  
低於美、韓

台、德、日、美、韓、瑞公債殖利率結構比較 (2019/12/19)



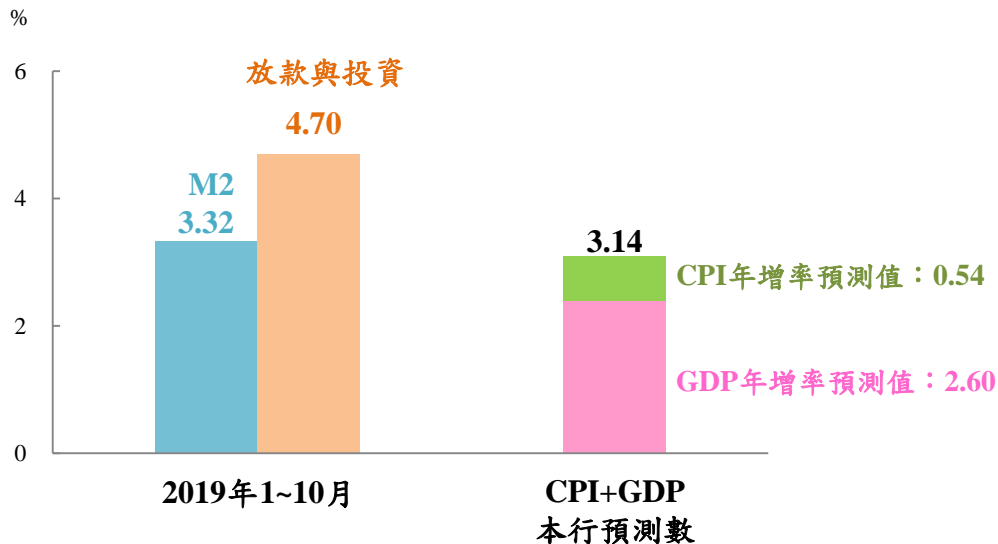
資料來源：Bloomberg、證券櫃檯買賣中心、美國財政部



## (六) 貨幣信用足以支應經濟成長所需

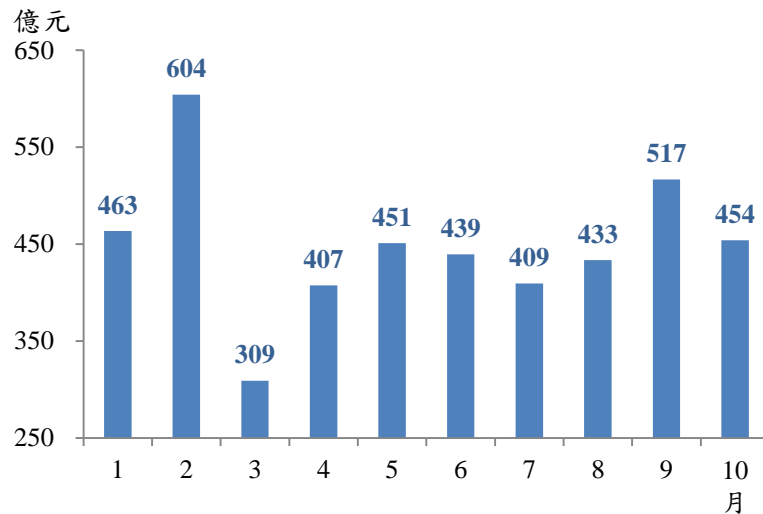
1. 1至10月M2、銀行放款與投資平均年增率分別為3.32%、4.70%，顯示國內銀行體系資金充裕。
2. 本年以來，銀行淨超額準備多維持在400餘億元。

2019年經濟成長率與M2、放款與投資年增率



資料來源：金融統計月報、本行

2019年金融機構淨超額準備

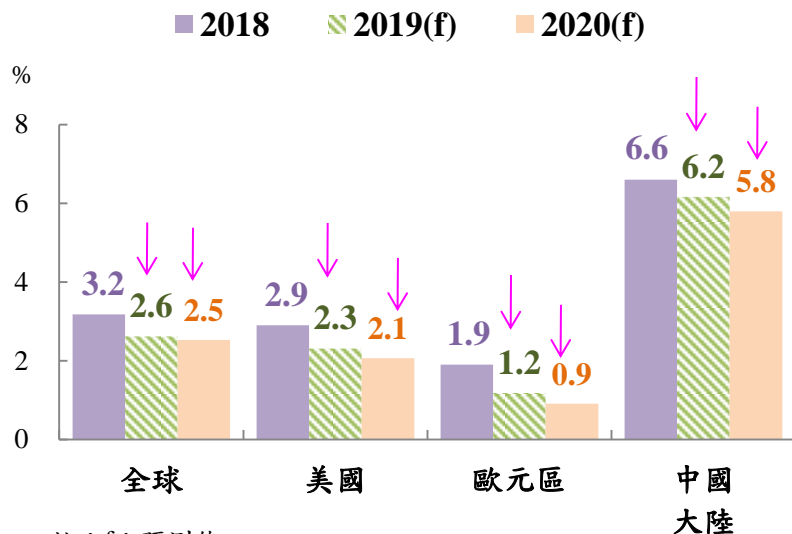


資料來源：金融統計月報

## 二、本行關注之國際因素

(一)在中國大陸經濟續緩、國際貿易保護主義及地緣政治風險等不確定性仍存下，預期本年**全球經濟成長和緩**，明年可望持穩，且**貿易量成長率回升**

全球及美、歐、中經濟成長率



註：f：預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/12/16)

全球貿易量成長率

單位：%

機構	預測日期	2018年	2019年(f)	2020年(f)
WTO	2019/10/1	3.0	1.2↓	2.7↑
IMF	2019/10/15	3.6	1.1↓	3.2↑
OECD	2019/11/21	3.7	1.2↓	1.6↑

註：WTO僅包含商品貿易，IMF及OECD則包含商品及服務貿易；f表示預測值；↑及↓分別表示較前1年上升及下降。

資料來源：各機構

## (二)本年10月以來主要央行貨幣政策更加寬鬆，預期明年續維持寬鬆立場

美國	<ul style="list-style-type: none"><li>● 10月調降聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至1.50%~1.75%。另宣布每月購債600億美元以減輕貨幣市場壓力。</li><li>● 12月則維持利率不變，另對明年聯邦資金利率預測之中位數為1.625%，暗示明年利率可能維持不變。</li></ul>
歐元區	<ul style="list-style-type: none"><li>● 10月及12月皆維持政策利率不變，並預期將維持於目前或更低水準，直至通膨展望穩健趨近但低於2%；11月重啟之購債計畫將持續至開始升息前才終止。</li><li>● 12月重申需在更長時間內維持高度寬鬆立場。</li></ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"><li>● 10月維持政策利率不變，並調整前瞻性指引，宣示在須密切關注通膨是否可能喪失朝2%目標前進之動能期間，會將利率維持於當前水準或降至更低之水準。</li><li>● 12月則維持貨幣政策不變，及對經濟溫和擴張趨勢的評估。</li></ul>
中國大陸	<ul style="list-style-type: none"><li>● 調降1年期中期借貸便利(MLF)及公開市場逆回購操作利率，以及續採定向降準等逆景氣循環調節措施。</li><li>● 12月定調明年貨幣政策為靈活適度、降低社會融資成本及維持流動性合理充裕。</li></ul>
亞太地區	為激勵經濟成長，10月以來，澳洲、印度、南韓、印尼及泰國降息0.25個百分點。

### (三) 全球經濟面臨下行風險

#### 美國主導之貿易摩擦不斷

- 美中雖達成第一階段貿易協議，惟雙方就關鍵議題仍存歧見，另美國尚擬對歐盟及法國等加徵關稅。
- 美國與其貿易夥伴摩擦不斷，且相互報復。

#### 全球金融脆弱性累增

- 非金融企業債務攀升，且信用品質惡化。
- 壽險公司及退休基金增加高風險另類投資\*。

#### 中國大陸經濟放緩速度超出預期

- 近年美中貿易衝突已加重中國大陸經濟下行壓力，進而致金融問題惡化。
- 若美中貿易爭端再起，或經濟下行與金融風險攀升間的反饋循環加劇，經濟成長恐將遽降。

#### 地緣政治風險仍存

- 英國國會改選後，英國可望於明年1月底脫歐，惟英國與歐盟之貿易關係仍具不確定性，且蘇格蘭與北愛爾蘭脫英聲浪再起。
- 香港、智利、黎巴嫩、伊拉克及伊朗均發生反政府抗議，恐加劇國際金融市場波動。

\*:高風險另類投資包括私募股權或包裝不動產貸款商品等。

## 貳、M2年成長目標區調整為成長參考區間

# 一、本行現行的貨幣政策架構

採彈性的貨幣目標化機制，除M2外，亦關注產出缺口、通膨預期等經濟金融指標，達成本行法定的經營目標

## (一)現行貨幣政策架構

- 1.過去每年底皆訂定次一年度的M2年成長目標區。
- 2.每季理事會考量當前物價、通膨展望及產出缺口等國內外經濟金融情勢變化後，訂定政策利率水準。
- 3.新台幣匯率原則上由市場供需決定，惟若發生短期資金大量且集中進出，本行將適度調節，維持新台幣匯率動態穩定。

## (二)彈性機制目的，係為達成本行經營目標

一促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上述目標範圍內，協助經濟之發展。

## 二、自明年起，M2年成長目標區調整為成長參考區間

(一)本行貨幣政策的基本架構並未改變，考量因素如下：

- 1.全球金融危機後，我國M2與物價的短期關係弱化，惟M2、產出與物價間仍具中長期穩定關係。維持M2適度成長有助達成物價穩定的最終目標；此外，M2亦能提供有關金融穩定的重要訊息。
- 2.我國係小型開放經濟體，為確保貨幣政策的自主性與彈性，調整為成長參考區間的作法，可因應總體經濟金融變數的不確定性，避免短期利率波動過大，且有助於本行維持匯率動態穩定。
- 3.歐洲央行(ECB)目前仍將廣義貨幣總計數M3成長率作為參考指標之一。

(二)未來作法

- 1.自2009年以來，M2年成長率多維持於目標區2.5%至6.5%內；根據本行模型推估明年M2需求成長仍落於上述區間內。
- 2.本行將不再逐年設定參考區間，惟未來若M2成長率持續偏離上述區間或發生結構性改變，本行將會加以檢討，分析潛在原因，並適時作出調整。
- 3.未來本行仍會持續針對我國貨幣政策架構進行深入研究；屆時如需要調整，除提交理事會討論外，另將廣邀專家學者集思廣益，強化與外界的溝通。

參、美中達成第一階段貿易協議  
對當前台灣經貿衝擊有限



# 一、美中達成第一階段貿易協議共識

(一)美對中要求：**增加對美採購及進行結構性改革**，主要包含智慧財產權、技術移轉、農業、金融服務、總體經濟與匯率、擴大貿易及紛爭解決制度等章節。

(二)中對美要求：**分階段取消現行加徵關稅**。

美國對中國大陸進口品加徵關稅清單之比較(美中貿易協議前後)

		進口品規模	貿易協議前 原定加徵稅率 (原生效日)	貿易協議後 新加徵稅率 (新生效日)	主要產品
第一波	階段一	約340億美元	25% (2018.7.6)	25% (維持不變)	電子資通訊產品、機械用具等
	階段二	約160億美元	25% (2018.8.23)		針對「中國製造2025」相關產品
第二波		約2,000億美元	25% (2019.5.10)		網路通訊產品、民生消費品等
第三波 (3,000億美元)	A清單	約1,114億美元	15% (2019.9.1)	7.5% (尚未公布)	紡織品、鞋類等
	B清單	約1,560億美元	15% (2019.12.15)	15% (不實施)	手機、筆電、玩具及運動用品、鞋類、紡織品等

註：1.第一波及第二波清單產品規模係官方原公布概估金額，與實際通關金額略有差異。

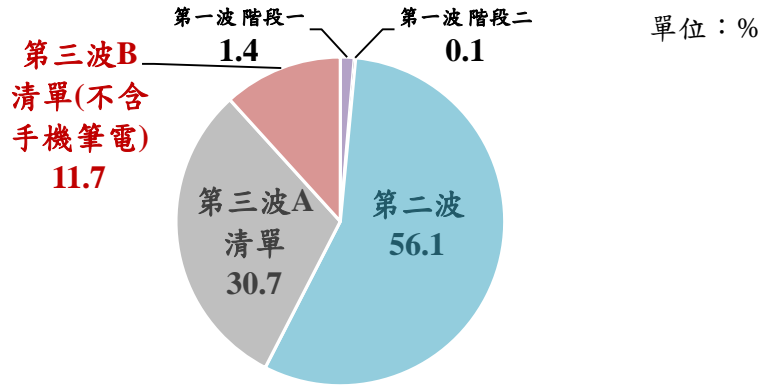
2.第三波A清單及B清單產品規模係根據2018年美國進口通關資料自行整理。

資料來源：整理自美國通關統計

## 二、該協議對目前台灣相關產品貿易移轉效果的衝擊有限

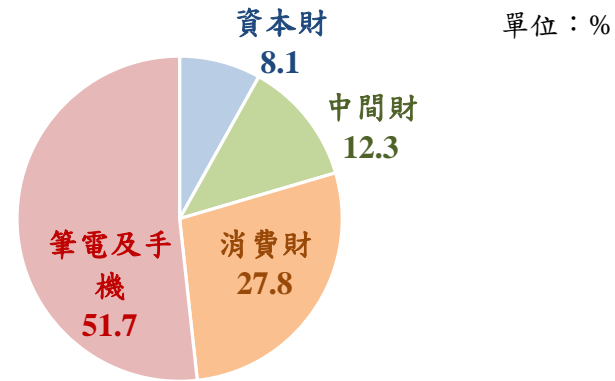
- (一) 中輸美資通與視聽產品(手機筆電以外)中，已生效加徵關稅比重仍高。
- (二) 美中科技競爭及資安要求，協議對台灣資通訊產品及半導體出口衝擊有限。
- (三) 美對中第三波B清單加徵關稅產品，以手機筆電組裝等勞力密集產品為主。
  1. 加徵關稅→對台灣貿易移轉利益原本即較小(非台灣具生產優勢之產品)。
  2. 不加徵關稅→可減緩台商手機筆電之三角貿易營運的衝擊。

美對中資通與視聽產品各階段加徵關稅清單金額比重



註：以2018年美國通關資料計算。加徵關稅清單金額已剔除截至2019年8月之各次豁免清單項目。資料來源：整理自美國通關資料

美對中原訂第三波B清單加徵關稅產品結構(比重)



註：以2018年美國通關資料計算。資料來源：整理自美國通關資料

## 肆、外界關心之議題

- 一、全球經濟及通膨展望
- 二、國內經濟及通膨展望
- 三、星、韓、港採行房貸成數上限實施情況之介紹
- 四、台灣勞動市場之結構性問題及改革
- 五、當前擴大在台投資之經濟效益
- 六、「日本化」之經驗與啟示：貨幣寬鬆、財政激勵與結構性改革搭配之效益
- 七、全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題，主要多與經濟結構性問題有關，必須進行改革：

### □ 星、韓、港採行房貸成數(LTV)上限實施情況之介紹

— 三個經濟體長期採行LTV上限規定，隨房市景氣變化機動調整。

### □ 台灣勞動市場之結構性問題及改革

— 為因應國內少子及高齡化、勞參率偏低之問題，政府宜致力結構性改革。

### □ 當前擴大在台投資之經濟效益

— 廠商擴大產能、投資高端製造，有助發揮產業關聯效果、轉型升級，並挹注中長期成長動能。

### □ 「日本化」之經驗與啟示：貨幣寬鬆、財政激勵與結構性改革搭配之效益

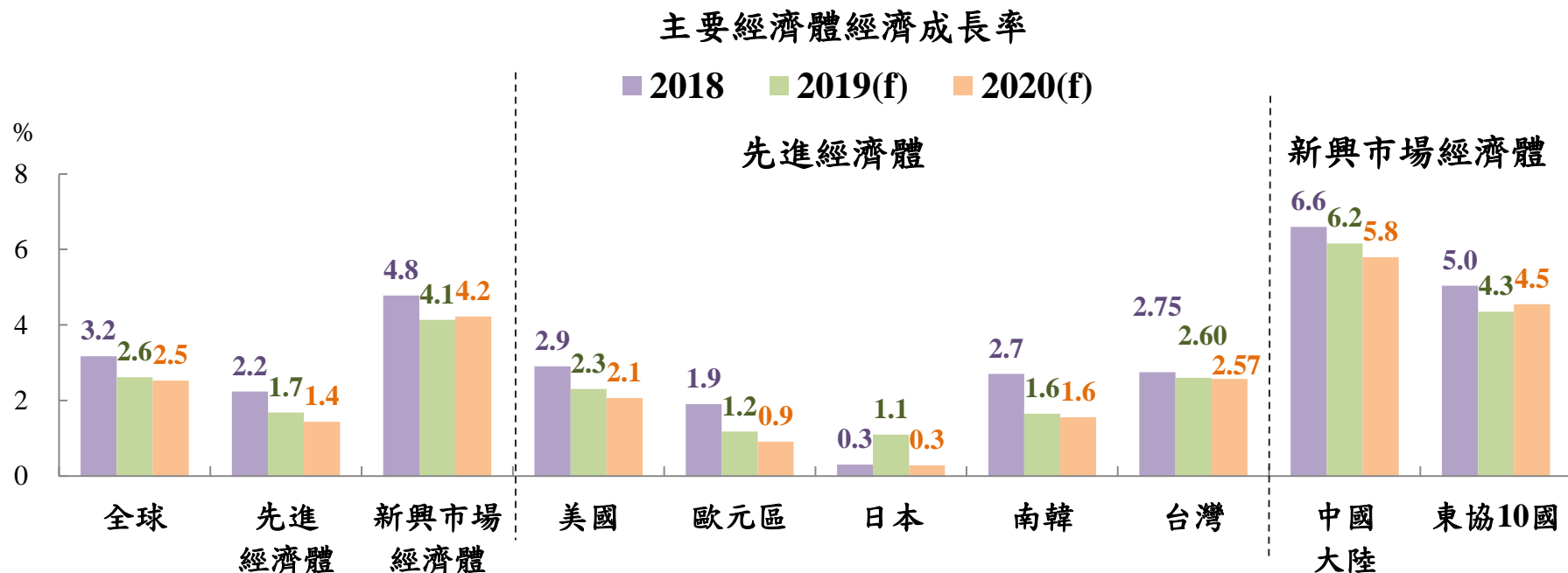
— 目前台灣應無「日本化」問題，惟可汲取日本的經驗，積極採妥適政策組合，因應人口成長下滑及生產力成長減緩等挑戰。

### □ 全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響

— 負利率政策觸發負殖利率債券，景氣循環與長期結構性因素造成此現象擴大。

# 一、全球經濟及通膨展望

(一)受貿易政策不確定性影響，本年主要經濟體經濟成長多減緩，新興市場經濟體亦受拖累；明年全球經濟成長可望持穩。



註：東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：實際值－各經濟體官方網站；預測值－台灣為本行(2019/12/19)，其他經濟體為IHS Markit (2019/12/16)

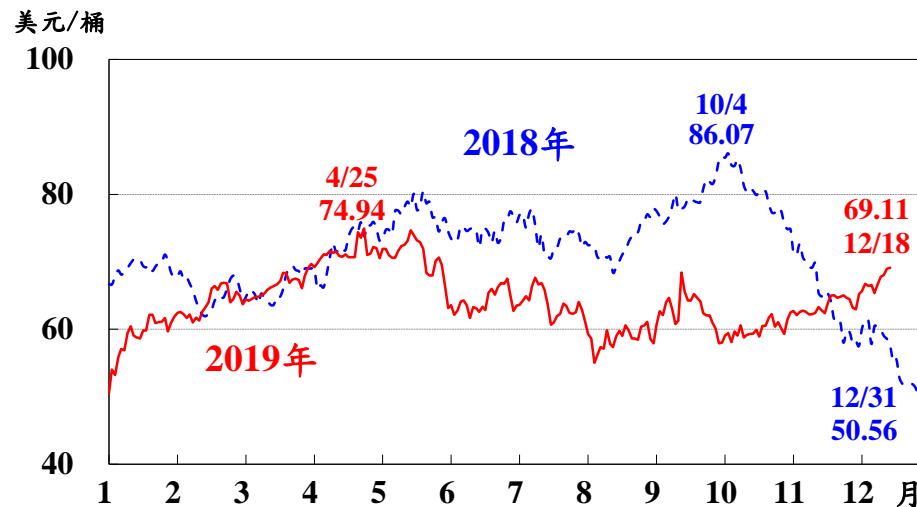
## (二)近期國際油價走高，惟全球通膨預期仍屬溫和

### 1. 預期今、明兩年油價低於2018年，主因：

(1)全球原油庫存預期上升：雖OPEC及俄羅斯將自明年起擴大減產，惟挪威、加拿大及巴西可能提早增產。

(2)全球經濟成長和緩恐抑制油需成長。

布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

布蘭特原油價格預測

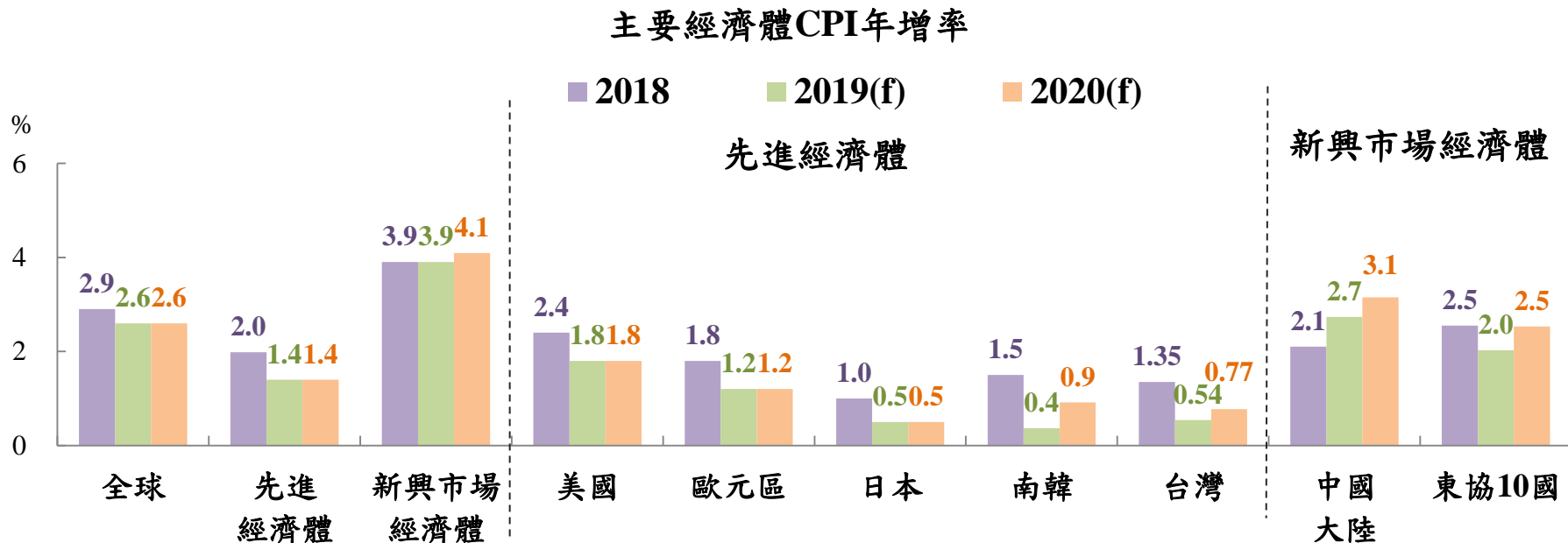
單位：美元/桶

預測機構	2018年 實際值	2019年 預測值	2020年 預測值
EIA (12/10)	71.0	63.9	60.5
EIU (12/11)		64.0	63.0
IHS Markit (12/16)		63.9	57.0
平均		63.9	60.2

資料來源：Refinitiv Datastream、IHS Markit、美國能源資訊署(EIA)、經濟學人智庫(EIU)

## 2. 預期全球通膨溫和：

- (1) 本年美、歐、日、韓通膨率預估值均低於2018年，明年差異不大。
- (2) 中國大陸受豬瘟疫情影響，預測今、明兩年通膨率均高於2018年。



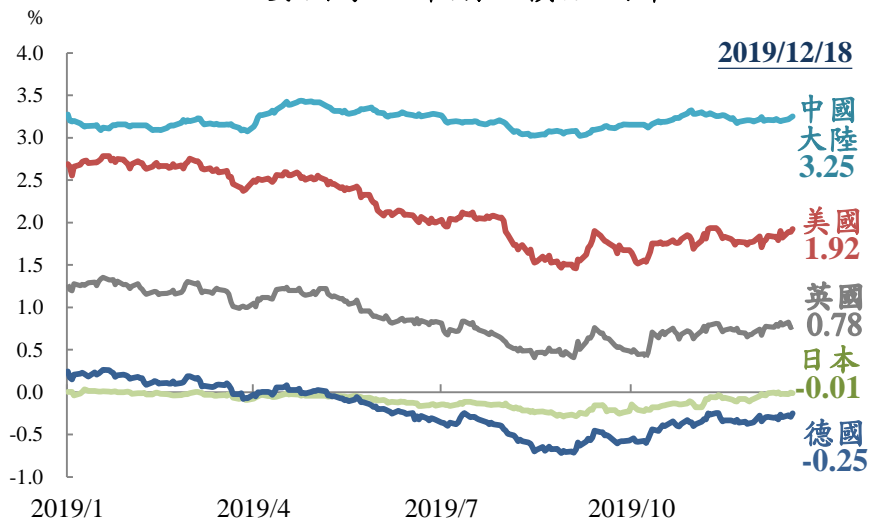
註：東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：實際值－各經濟體官方網站；預測值－台灣為本行(2019/12/19)，其他經濟體為IHS Markit (2019/12/16)

### (三)國際金融市場回穩：公債殖利率觸底回升、股市上漲

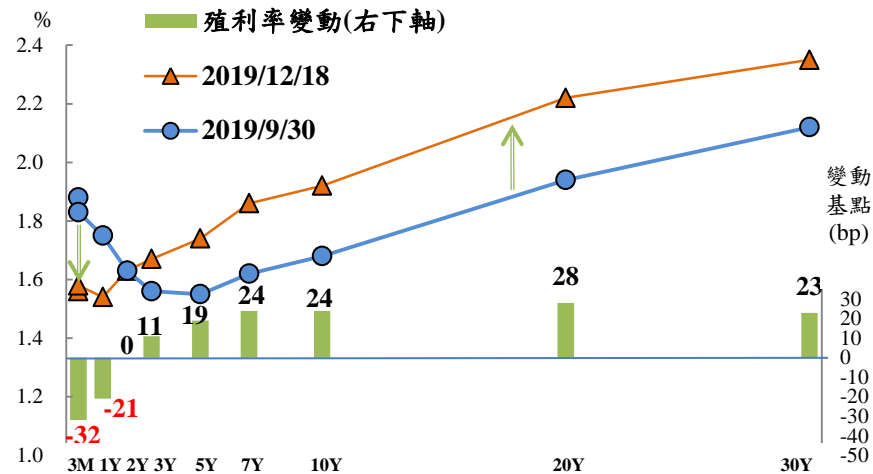
1. 美中貿易談判取得進展，市場避險情緒降溫，主要國家10年期公債殖利率多自9月之低點回升。
2. 美國短天期公債殖利率大幅下降，長天期殖利率走升，殖利率曲線已由示警經濟恐將衰退的倒掛(inversion)情況，回復至正斜率。

主要國家10年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream

美國殖利率曲線



資料來源：美國財政部



3. 本年10月以來，主要國家貨幣對美元多走升，近日人民幣升破7.0關卡。
4. 美中貿易衝突和緩，英國脫歐期限延後，市場預期主要央行仍將維持寬鬆，市場樂觀情緒上升，全球股市上漲。

人民幣匯率與美元指數走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

MSCI全球股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

## 二、國內經濟及通膨展望

### (一)明年台灣經濟續溫和成長

1. 本年前3季經濟表現優於預期，本行預測全年經濟成長率為**2.60%**。
2. 明年經濟成長**2.57%**，與本年相當，內需續為驅動經濟成長的主力。

2019、2020年台灣GDP及各組成項目成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
			民間消費	民間投資	政府支出		輸出	(-)輸入	
					消費	投資			
2019年(f)	2.60	2.13	1.97	7.51	0.23	8.53	-	0.75	-0.37
2020年(f)	2.57	2.62	1.95	3.87	1.89	7.79	-	2.46	2.51

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。  
資料來源：本行

## (二)明年內需：續穩健成長

### 1.民間消費成長動能與本年相當：

(1)基本工資月薪與時薪續調漲。

(2)惟本年上市櫃公司獲利不如去年，將影響明年現金股利發放，且薪資漲幅趨緩。

### 2.民間投資動能可望延續，惟因本年基期較高，成長率較緩：

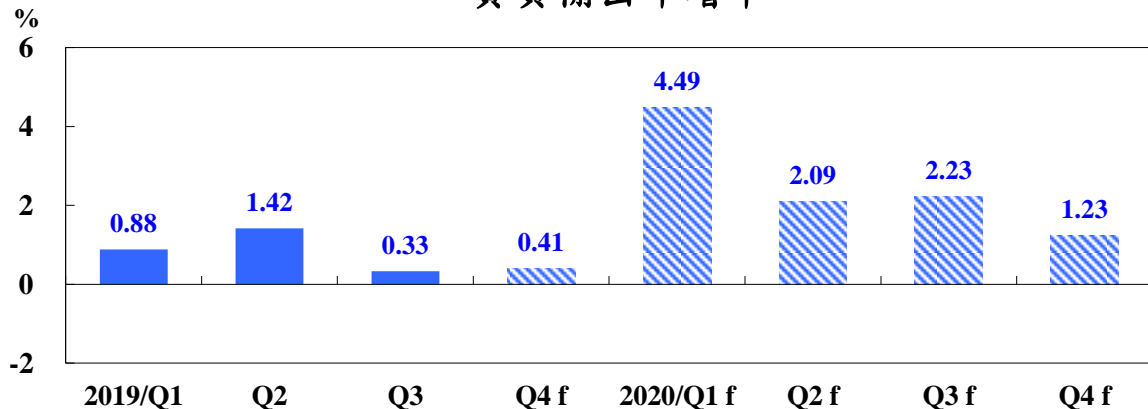
(1)半導體及相關供應鏈業者投資先進製程與擴充產能、5G相關基礎建設與離岸風電投資陸續進行。

(2)惟廠商對未來景氣審慎看待，加以本年基期墊高，明年投資成長趨緩。

### (三)明年外需：輸出成長將優於本年

1. 國外機構預測明年**全球貿易量成長**優於本年，且**資通訊廠商調升在台產能配置**，有助延續台灣出口動能。
2. 全球**人工智慧**加速導入及**5G**陸續商轉帶動下，有助**電子終端產品**出貨成長；全球**半導體景氣**可望回溫，將帶動台灣相關產品之出口成長。

實質輸出年增率



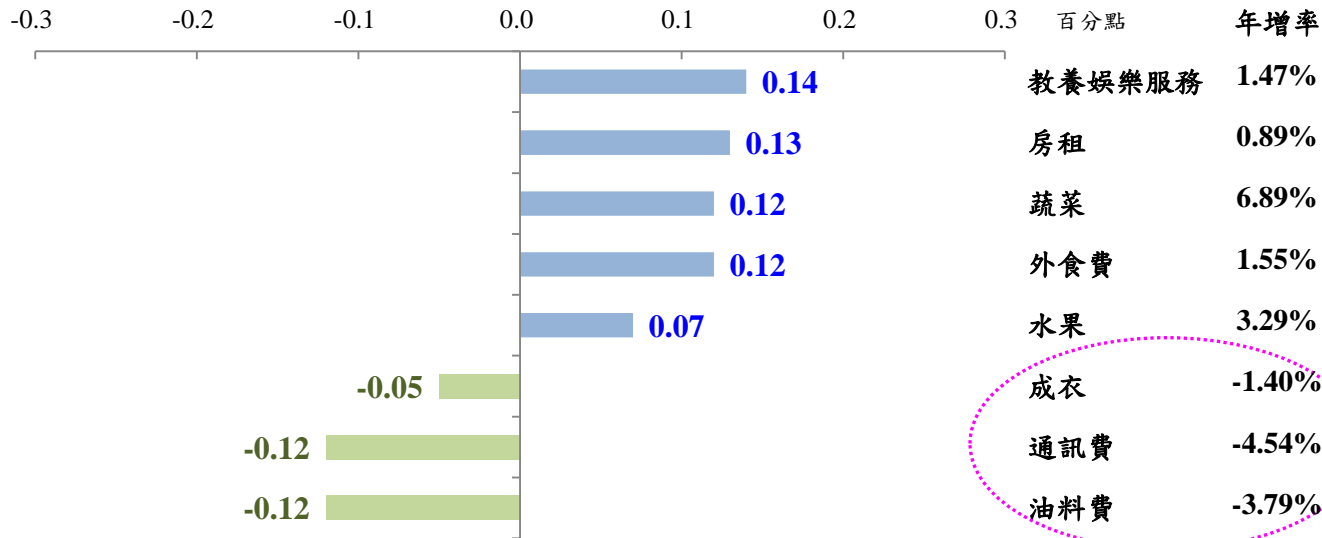
	<u>2019</u>	<u>2020</u>
實質輸出	0.75%	2.46%

資料來源：本行(預測值)、主計總處(實際值)

## (四)當前通膨率低而穩定，明年通膨展望仍屬溫和

1. 1至11月平均CPI年增率為**0.51%**，主因**油料費、通訊費、成衣價跌**，  
抵銷**教養娛樂服務、房租、蔬菜、外食費**等部分漲幅。

2019年1~11月影響CPI年增率主要項目  
(對CPI年增率之貢獻)



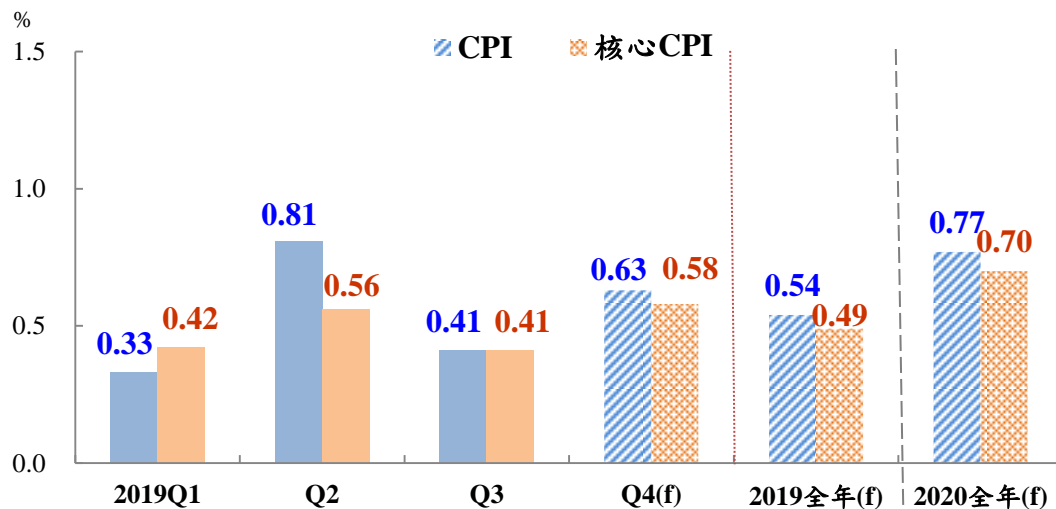
資料來源：主計總處

## 2. 明年通膨展望維持溫和

(1) 本年第4季CPI年增率將維持低而穩定，全年CPI、核心CPI年增率分別為**0.54%**及**0.49%**。

(2) 預期明年國際原物料價格疲軟，國內需求溫和，通膨展望平穩，明年CPI、核心CPI年增率分別為**0.77%**、**0.70%**。

本行對2019、2020年CPI及核心CPI年增率之預測



資料來源: 實際值—主計總處; 預測值—本行

### 三、星、韓、港採行房貸成數上限實施情況之介紹

#### (一)新加坡長期採行房貸成數(LTV)上限規定，陸續加重控管力道

- 1.新加坡自**1996年起**採行LTV上限規定，**2010年起**依**貸款筆數別**，採差異化管理。
- 2.目前以對**個人申貸第3筆以上**貸款及**非個人**貸款之條件最嚴格。

新加坡銀行新承做購置住宅貸款LTV上限之現行規定

貸款筆數別	LTV上限 <sup>1</sup>			現金首付款 比率下限 <sup>3</sup>	LTV上限
	個人 <sup>2</sup>				非個人 <sup>4</sup>
	新加坡公民	新加坡永久居民(PR)	外國人		
第1筆貸款	75% (55%)			5%(10%)	15%
第2筆貸款	45% (25%)			25%	
第3筆以上貸款	35% (15%)				

註:1. 現行規定自2018年7月6日起生效施行。

2. ( )內數值係貸款年期超過30年或貸款年限超過借款人65歲退休年齡之上限。

新加坡公民或永久居民首購或換屋方可申購政府興建住宅(組屋)；2013年8月起，金融機構辦理組屋貸款年期最長30年，若由新加坡建屋發展局(HDB)提供擔保者則貸款年期最長25年。

3. 為避免民眾過度擴張信用，個人在新加坡申請房貸時，須遵循LTV上限與現金首付款比率下限規定；若購屋者為新加坡公民或永久居民，則可動用其「公積金」儲蓄支付購屋首付款。

4. 非個人購置住宅貸款，包含以公司、信託、基金名義購買，或相關法人與個人合購。

資料來源：MAS

## (二)南韓購置住宅貸款LTV上限規定，隨房市波動調整

一南韓金融機構新承做購置住宅貸款之現行LTV上限規定，以對多屋族購買投機地區房屋者最嚴格。

- 1.其LTV上限，依投機地區(如首爾特定行政區)、指定地區(如大首爾地區(含首爾、仁川、京畿道等))、其他地區(投機或指定地區以外)，分別為40%、60%及70%。
- 2.為加強控管投機地區貸款風險，針對申貸購買該區房屋者，除適用較低LTV上限(40%)，並嚴禁多屋族申貸(LTV上限降為0%)，且限制高價住宅貸款僅供自住用。

### 南韓購置住宅貸款LTV上限之現行規定

LTV上限	針對指定投機地區貸款措施說明
0%	禁止多屋族申貸購買投機地區房屋，僅有1屋者除非換工作而需搬家亦不得申貸購買投機地區房屋
40%	購屋出租企業(禁買高價住宅)
高價住宅貸款限自住用	
首購或僅有1屋年所得低於1億韓元者才可申請政府優惠貸款	
多屋族禁申貸政府優惠貸款	

註:1.現行規定自2018年9月生效施行。

2.2018年9月起，高價住宅認定標準為逾9億韓元；之前為6億韓元。

3.非投機地區貸款最高LTV上限為70%。

資料來源：南韓金融監理局(FSS)網站



### (三)香港實施LTV上限規定較為複雜

- 1.自**1991年**起實施LTV上限規定，**2009年**起依借款人、擔保品及貸款條件採差異化管理；**分類較為複雜**，條件更嚴格。
- 2.目前以對借款**人所得來自香港以外**，且有**未償還貸款餘額者**，**購買工商建築或獨立車位者**最嚴格。

#### 香港抵押貸款LTV上限之現行規定

以借款人之貸款負擔率為基礎							以借款人之資產淨值為基礎		
住宅				工商建築或獨立車位 <sup>3</sup>			住宅	工商建築、獨立車位	
不動產價值	主要所得來源	自用 <sup>2</sup>		非自用或公司戶持有		來自香港			來自香港以外 <sup>3</sup>
		來自香港	來自香港以外 <sup>3</sup>	來自香港	來自香港以外 <sup>3</sup>				
無未償還抵押貸款餘額	低於1,000萬港元	60% (貸款金額最高500萬港元)	50% (貸款金額最高400萬港元)	50%	40%	40%	30%	40%	30%
	高於1,000萬港元	50%	40%						
有未償還抵押貸款餘額	低於1,000萬港元	50% (貸款金額最高400萬港元)	40% (貸款金額最高300萬港元)	40%	30%	30%	20%	30%	20%
	高於1,000萬港元	40%	30%						

註:1.現行規定，自2017/5/19起生效施行。

2.「自用」係指由業主或其直屬家庭成員(即父母、配偶、子女及兄弟姊妹)占用，或由公司持有並由該公司大股東或其直屬家庭成員所使用。

3.借款人如能證明與香港有緊密聯繫則能不受有關規範限制，例如借款人為香港雇主派駐外地工作，並有雇主提供之證明文件；或借款人直系親屬(其父母、配偶及子女)在香港定居。

資料來源：香港金融管理局(HKMA)網站

## (四)採行LTV上限規定，有助維護金融穩定，惟平抑房價，仍須搭配其他政策工具

- 為穩定房市，星、韓、港除積極運用LTV上限等貸款限制與租稅措施調控房市需求，亦採行擴增住宅供給，並賡續推動制度興革。

2010年以來，星、韓、港之房市調控措施

主要房市調控措施		新加坡	南韓	香港	
需求面	金融工具	設定不動產貸款LTV上限	●	●	●
		設定貸款負擔率(DTI)上限	●	●	●
		設定總債務負擔比率(TDSR)上限	●		試行
		明定最長貸款年期(或寬限期)	●	●	
		調整不動產貸款相關資本準備規定			●
	租稅工具	加重不動產交易稅負	●	●	●
		調高不動產持有稅之稅率	●	●	
供給面	擴建公營平價住宅或出租住宅	●	●	●	
制度面	限制境外投資	●		●	
	提升不動產資訊透明度(不動產交易實價登錄)	●		●	

註：●表示採行措施，資料至2019年12月12日止。

資料來源：各國官方網站；IMF iMaPP Database

## (五)星、韓、港長期採行LTV上限規定，並機動調整，值得借鏡

1. 國際針對家計部門放款採行LTV上限規定漸增，有助維護金融穩定。
2. 星、韓、港長期實施LTV上限規定，並隨房市景氣變化，機動調整。
  - (1) 星、韓、港採行LTV上限規定，依借款人、擔保品與貸款特性，進行差異化管理。
  - (2) 在房市景氣熱絡時調降LTV上限，抑制房貸成長；景氣衰退時調高LTV上限，維持房貸成長；平時則維持適當上限，控管貸款風險。
    - 根據星、港實證結果，以租稅工具對抑制房市交易價量成效較佳，且若租稅工具搭配貸款限制措施，則成效更加顯著。
3. 健全國內房市穩健發展，仍有賴相關部會與地方政府從需求面、供給面與制度面通力合作。
  - (1) 採行LTV上限規定對平抑房價仍有侷限性。
  - (2) 處理房價問題，政府宜運用多元政策工具組合。

# 四、台灣勞動市場之結構性問題及改革

## (一)近年台灣經濟成長減緩，結構性因素影響較大

1. 循環性因素：全球景氣疲弱，貿易成長減緩，影響台灣出口動能。
2. 供給面之結構性因素：勞動投入、資本投入及總要素生產力(TFP)成長貢獻均減少。

台灣經濟成長率之拆解：循環性及結構性因素

單位：%；百分點

比較期間	經濟成長率	循環性因素 (景氣循環波動)	結構性因素 (潛在產出成長率)
2001-2010年 (a)	4.27	0.24	4.03
2011-2020年 (b)	2.82	-0.21	3.03
(b)-(a)	-1.45	-0.45 (31%)	-1.00 (69%)

台灣潛在產出與各投入要素的貢獻

單位：%；百分點

比較期間	潛在產出成長率	就業成長貢獻	資本成長貢獻	TFP成長貢獻
2001-2010年 (a)	4.03	0.53	1.82	1.67
2011-2020年 (b)	3.03	0.48	1.22	1.32
(b)-(a)	-1.00	-0.05	-0.60	-0.35

潛在產出下滑，  
反映台灣供給面  
結構性問題

人口老化，  
勞動力  
成長減緩

投資  
不振

創新  
不足

註：2019與2020年經濟成長率為主計總處(2019/11/29)預測數，循環性因素為經濟成長率減潛在產出成長率，潛在產出係以生產函數法估計。

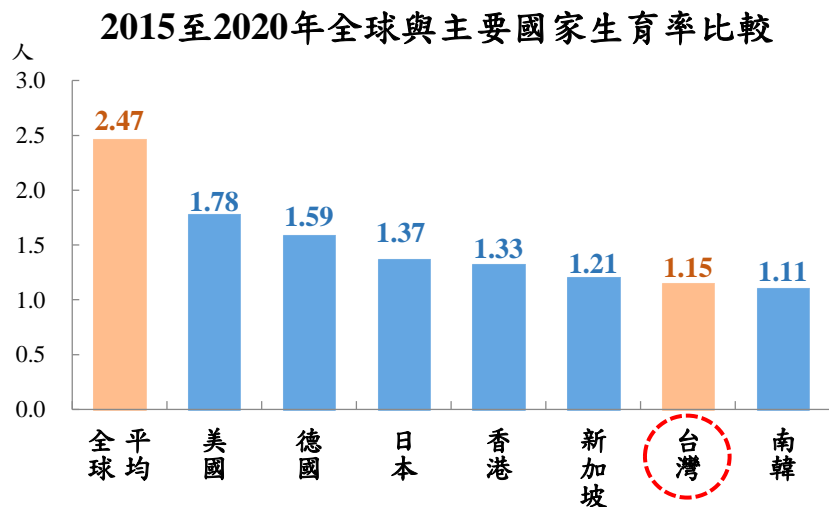
資料來源：主計總處、本行經研處估算

## (二)台灣勞動市場的結構性問題

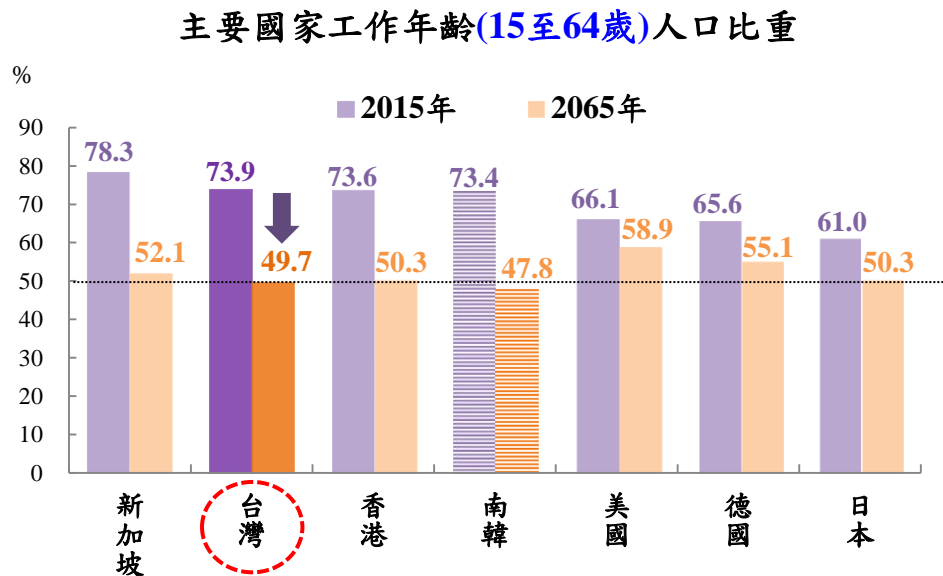
1. 少子化及高齡化下，未來勞動力供給不足。

(1) 台灣生育率偏低，居全球倒數第二。

(2) 台灣人口老化速度快，2065年工作年齡人口將不到人口的半數(49.7%)。



資料來源：聯合國



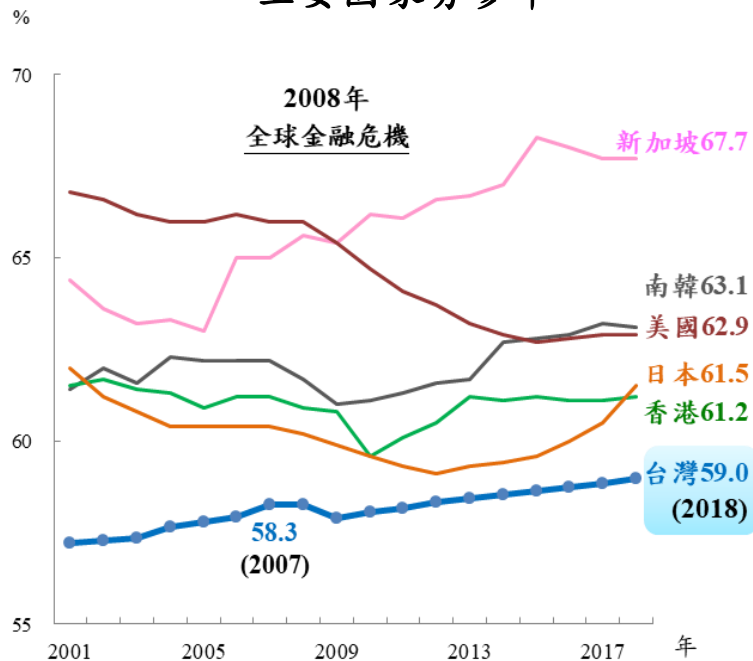
註：2065年資料均為「中推估值」。  
資料來源：內政部、國發會、聯合國

## 2. 勞參率偏低。

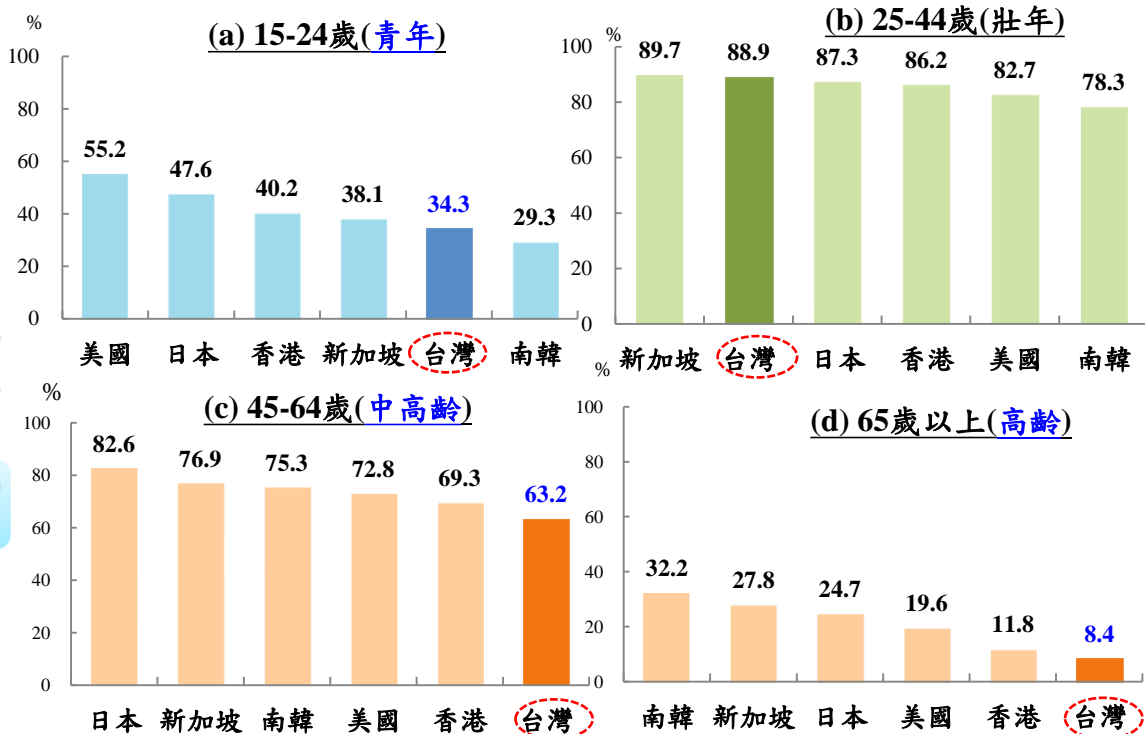
(1) 國內勞參率不及六成，低於主要國家。

(2) 國內勞參率偏低，主因青年較晚進入就業市場，且中高齡勞動力提早退休。

### 主要國家勞參率



### 2018年主要國家勞參率—按年齡分



資料來源：主計總處、勞動部「107年國際勞動統計」

### (三)積極推動結構性改革，提升經濟成長潛能

1.針對供給面結構性問題，貨幣政策並非良方，有待結構性改革。

2.人口老化是全球現象，對總體經濟有重大影響，G20建議：

(1)提高勞參率；強化競爭及創新政策，提升生產力。

(2)人口老化可能降低均衡實質利率，貨幣當局需妥適因應。

(3)金融業調整經營模式，宜關注對金融穩定的影響。

3.目前政府因應勞動市場結構問題之對策方向與國際作法一致。

—日本政府新三箭強化經濟結構改革，可資借鏡：

(1)活用人工智慧、大數據及物聯網，帶動第4次產業革命。

(2)大規模增設托兒所、幼稚園及老人照護機構，提高生育率與女性勞參率。

(3)調高消費稅率約1.7兆日圓財源，挹注幼兒教育、低收入戶高等教育免費措施。

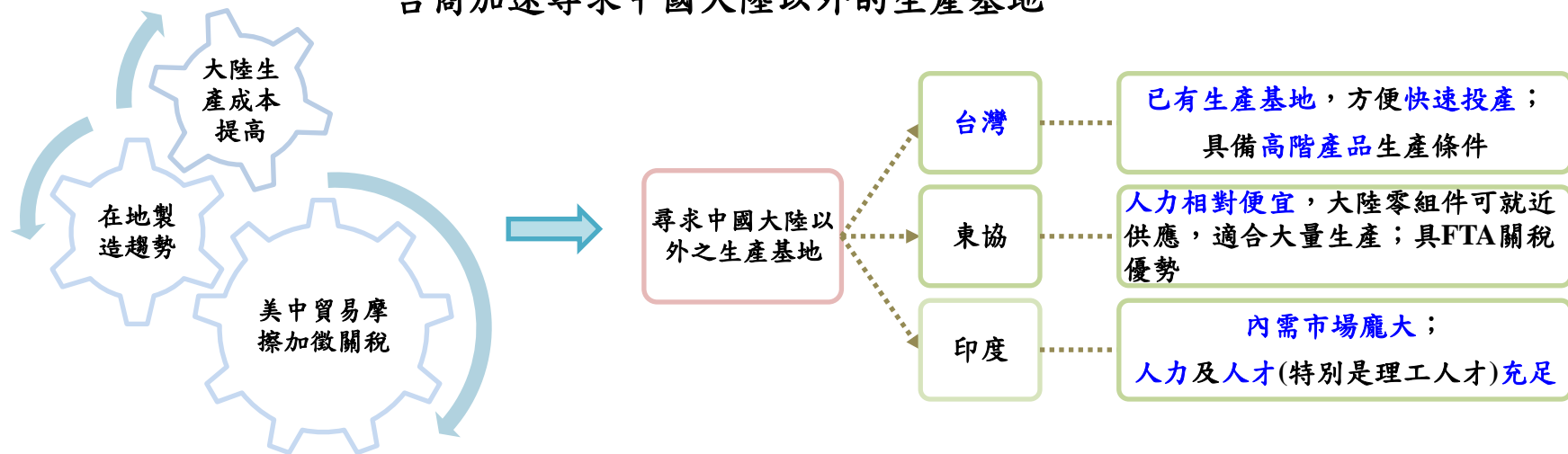
(4)改善非正職勞工低薪現況、提高最低工資，改善正職勞工工時過長現象。

## 五、當前擴大在台投資之經濟效益

(一)美中貿易衝突，中國大陸台商加速調整產線，台灣為其轉移產能重心

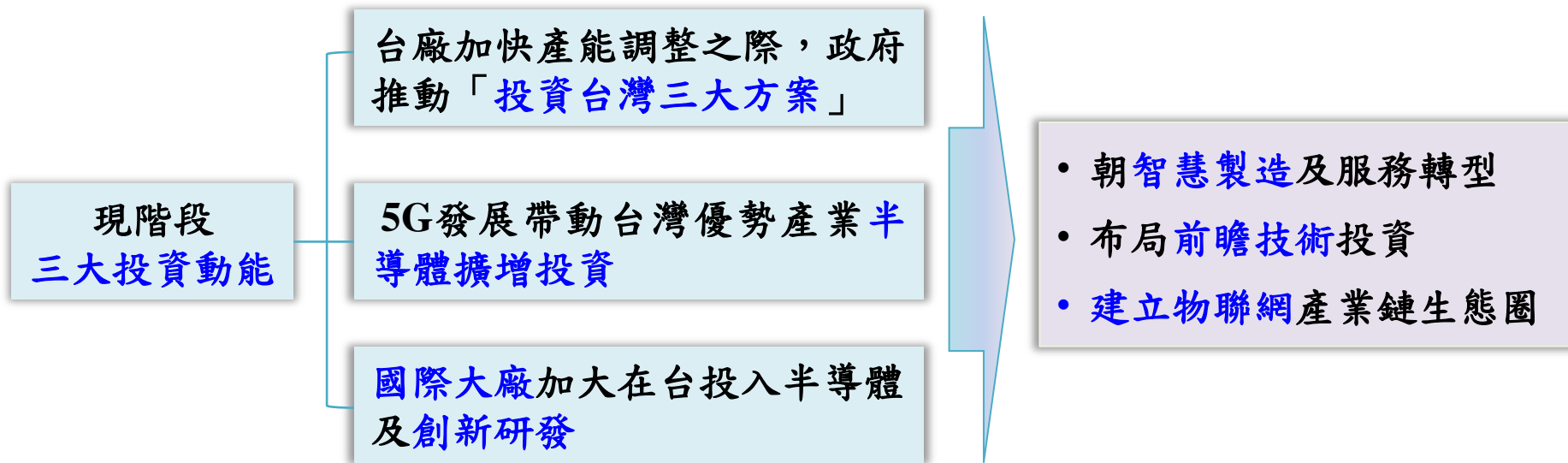
1. 中國大陸經濟快速發展，生產成本優勢已下滑。
2. 近年各國在地製造趨勢，供應鏈碎鏈化，生產據點由集中走向分散多元。
3. 2018年以來，美中貿易障礙及影響範圍擴大，中國大陸台商加速外移。

台商加速尋求中國大陸以外的生產基地





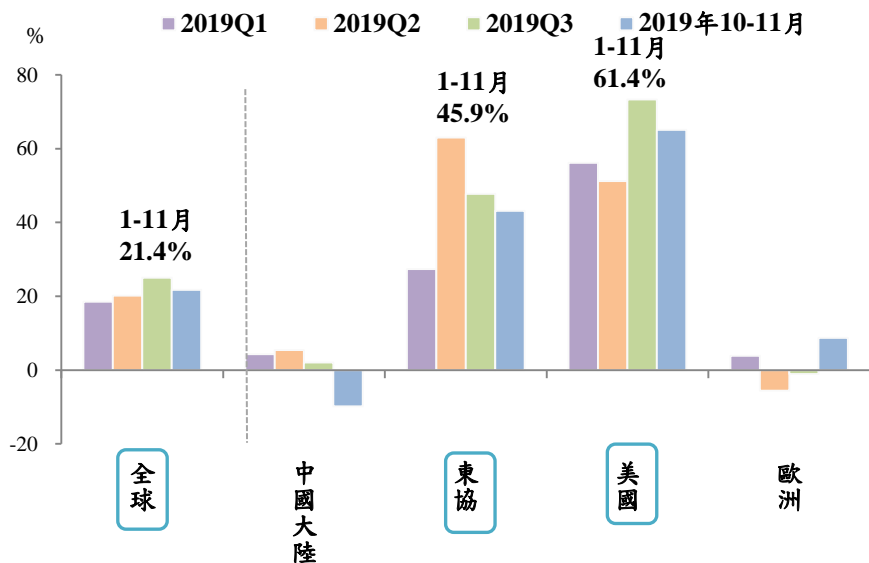
## (二)現階段台灣具**三股主要投資動能**，有助台灣逐步落實產業轉型升級



### (三) 受惠產線回台帶來貿易移轉效果，資通與視聽等產品出口逆勢成長

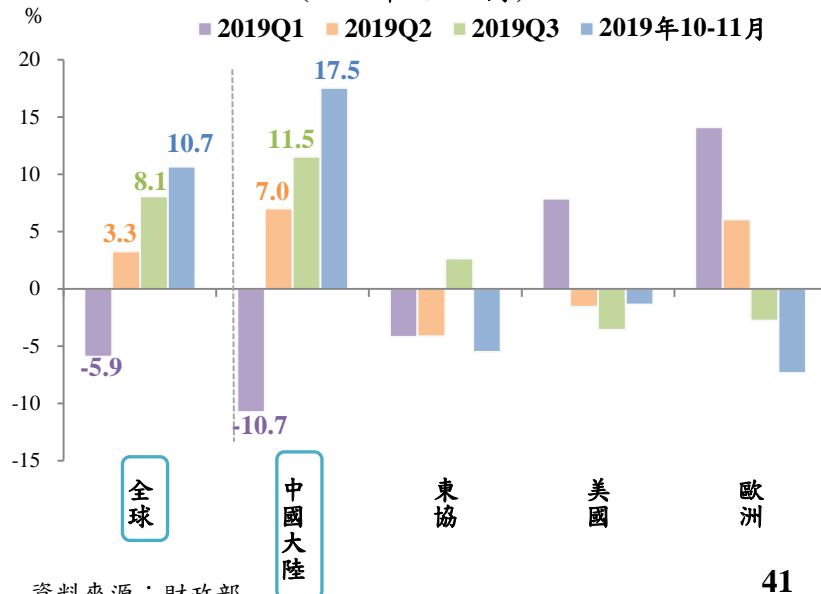
1. 美國對中國大陸加徵關稅，本年以來台灣資訊與通信等產品對美國出口增加，緩和全球需求疲弱對台灣經貿的不利影響。
2. 資安要求提高及美中科技競爭，台灣資通訊產品及半導體出口逆勢成長。

台灣資通與視聽產品出口年增率  
(2019年1至11月)



資料來源：財政部

台灣積體電路出口年增率  
(2019年1至11月)



資料來源：財政部

## (四) 擴大在台投資高端製造，發揮產業關聯效果、轉型升級，並挹注中長期成長動能

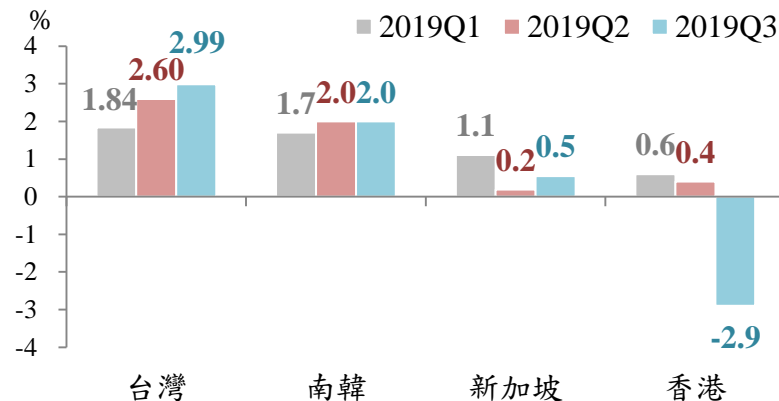
1. 製造業的向後產業關聯效果相對較高，廠商在台擴大產能，有助帶動關聯產業生產，並促進出口、就業及消費。
2. 貿易移轉效果及擴大在台投資，維繫經濟成長動能。

2016年台灣產業關聯程度表

	農產品	製造業品	非製造業產品	服務
農產品	1.20	0.05	0.02	0.01
製造業	0.69	2.47	1.06	0.30
非製造業產品	0.07	0.20	1.30	0.07
服務	0.24	0.35	0.38	1.33
合計	2.20	3.06	2.76	1.71

資料來源：主計總處

2019年前3季亞洲四小龍經濟成長



資料來源：主計總處、南韓央行、新加坡統計局及香港統計處

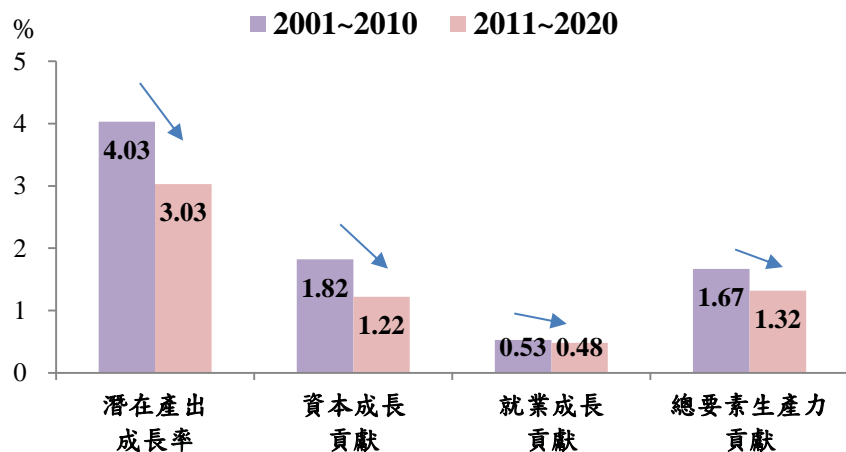
### 3. 高附加價值含量的投資將驅動經濟轉型升級，挹注台灣中長期成長動能。

(1) 2011年以來，台灣長期潛在產出成長率下滑，主要受投資及創新不足等影響。

(2) 藉由三大投資動能，可望提升潛在產出成長：

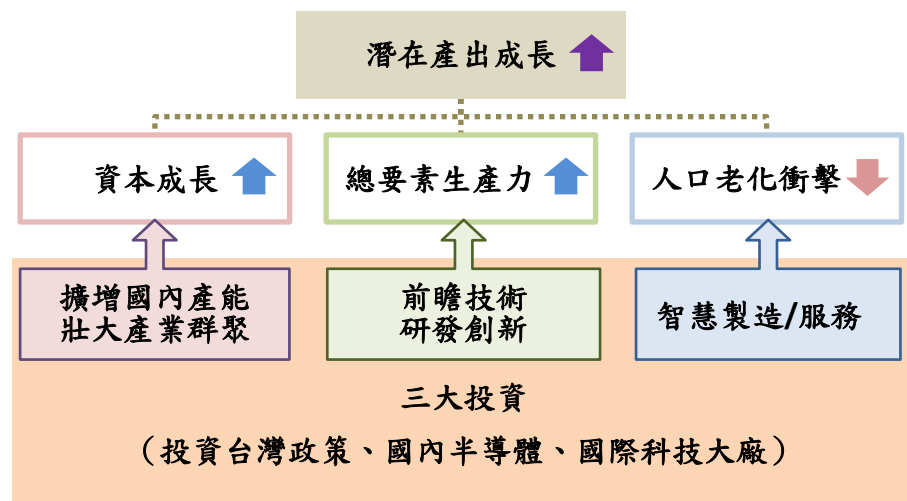
帶動資本成長、促使總要素生產力上升、降低人口老化對就業之衝擊。

台灣潛在產出成長率及貢獻度



資料來源：主計總處、本行經研處自行估算

三大投資有助提升潛在產出成長



資料來源：本報告整理

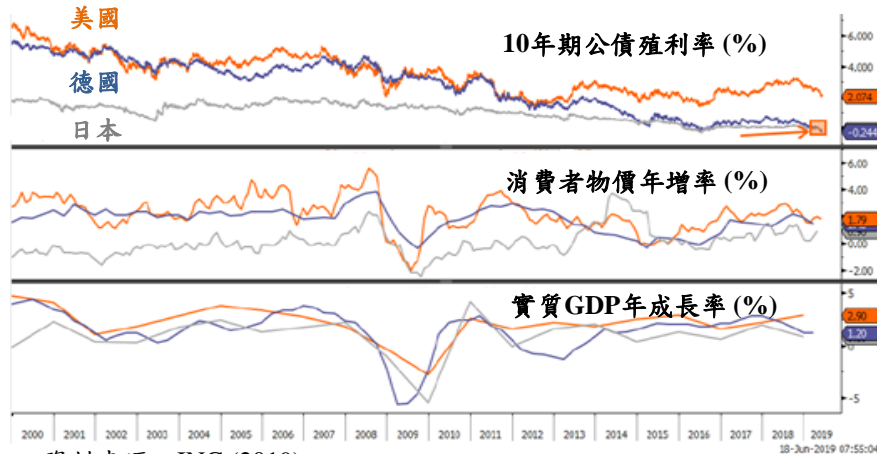
# 六、「日本化」之經驗與啟示：貨幣寬鬆、財政激勵與結構性改革搭配之效益

## (一)「日本化」的特徵

1. 「日本化」(Japanification或Japanisation)\*概指一國呈現**低利率、低通膨、低成長**的經濟現象。

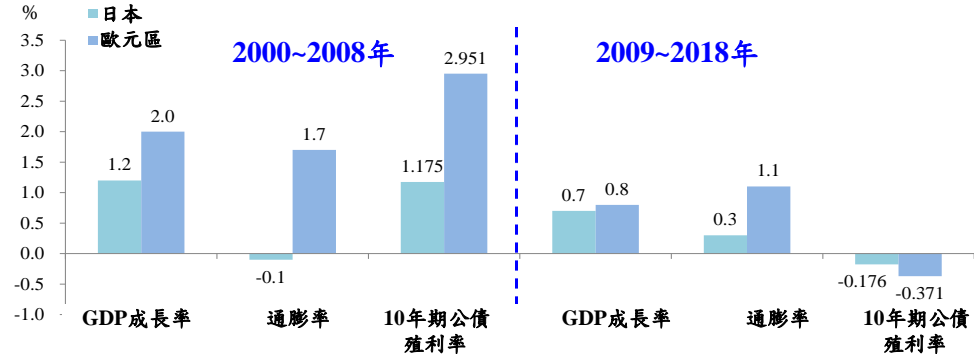
2. 近期「日本化」的隱憂似已蔓延至西方經濟體，尤以**歐元區**為最。

主要經濟體面臨低利率、低通膨、低成長的情況



資料來源：ING (2019)。

歐元區似出現「日本化」症狀



註：歐元區10年期公債殖利率係以德國10年期公債殖利率作為代表，另2009~2018年資料係取2018年第4季至2019年第3季。

資料來源：Fitch Solutions (2019), "Is The Eurozone At Japanification Risk?" Fitch Solutions, Dec. 2.

\*「日本化」乙詞，最早出現於1990年代後期，主要係描述日本產業、文化的擴散。2010年前後，經濟學家開始以「日本化」乙詞，來描繪日本自1990年代以來，力抗通縮與疲弱經濟成長的情況。

### 3.就台日經濟情況而言，目前台灣經濟應無落入「日本化」困境的問題：

- (1)台灣經濟持續成長，也未曾出現有如日本的通縮問題。
- (2)台灣並未面臨須採QE或負利率政策的零利率底限困境。
- (3)台灣亦無信用緊縮(credit crunch)現象，銀行業授信、對中小企業放款呈穩定成長。

	經濟成長率 (1992~2018年平均)	CPI年增率 (1992~2018年平均)	政策利率 (目前)	銀行業授信 年增率	對中小企業 放款年增率
日本	0.91%	0.27%	-0.1%*	0.74% (1995/1~2019/8)	1.06% (2009Q1~2019Q3)
台灣	4.60%	1.49%	1.375%**	5.08% (1995/1~2019/9)	7.21% (2009Q1~2019Q3)

註：\* 銀行存放於BoJ之部分準備金餘額利率。

\*\*央行重貼現率；央行另以28天期央行定存單利率充當操作利率，目前為0.590%(自2016/7/1起)。

## (二) 日本落入「日本化」的背景

1985年「廣場協定」(Plaza Accord) 日圓大幅升值

- G5(美國、日本、德國(統一前的西德)、英國、法國)為改變當時日本鉅額貿易順差的情況，於**1985年9月22日**簽訂「**廣場協定**」，致**日圓兌美元**在短短3年內**升值逾50%**，**日本企業大量外移**。

因應日圓升值，BoJ採寬鬆貨幣政策

- 為協助出口產業，1986~1987年，BoJ將重貼現率從5.0%大幅調降至2.5%。
- 日本銀行業貸款浮濫，房地產、股票價格飆漲，造成嚴重的**資產泡沫(asset bubble)**。

在資產泡沫下，BoJ轉採強烈緊縮貨幣政策

- **1989年5月起BoJ轉而採取強烈的緊縮性措施**，**BoJ的重貼現率在1年多的時間內，大幅調升3.5個百分點(從2.5%升至6.0%)**。
- 資產泡沫破滅 「**資產負債表型衰退**」(balance sheet recession)、自我增強的「**通縮惡性循環**」(deflation vicious cycle)。

因應資產負債表型衰退，BoJ採零利率及QE政策

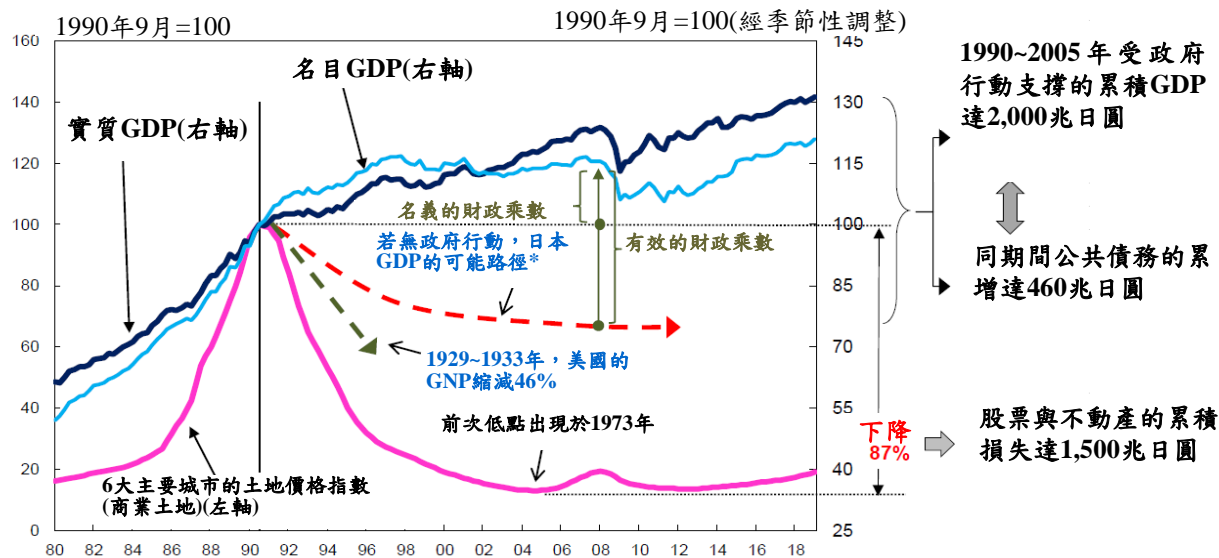
- 1991年中起BoJ大幅降息，1999年2月更進一步採零利率政策。
- 2001年BoJ史無前例地採行**量化寬鬆(QE)**政策。

政策失誤+兩次金融危機

- **1997年日本首相橋本誤判經濟好轉，提高消費稅**，肇致日本經濟連續幾季衰退。
- 1997年爆發亞洲金融危機。
- **2000年BoJ誤判景氣已復甦，貿然升息**，導致日本經濟又開始惡化(連同1997年的這兩次錯誤政策，一般咸信對日本經濟造成嚴重後果)。
- 2006年BoJ總裁福井俊彥(Toshihiko Fukui)過早結束QE。
- 2008年爆發全球金融危機。
- 2009~2011年日本再陷入通縮危機，至今通膨與經濟成長仍未明顯復甦。

### (三)各國在因應「日本化」威脅，須訴諸更多的政策搭配

1. 國際間咸認，為因應「日本化」威脅，貨幣寬鬆係屬必要，惟其可能並不足夠；當前須考慮朝更多財政激勵、結構性改革的政策組合再平衡邁進。
2. 在低利率、低成長時期，財政政策的乘數效果更大。日本過去所採的擴張性財政政策並非無效，若無財政激勵，日本經濟恐已衰退20%甚或30%。



\*GDP回到1985年資產泡沫前的水準。

資料來源：日本內閣府、日本不動產機構、Koo(2018)。



3.2012年日本推出「安倍經濟學」(Abenomics)後，已促使日圓貶值、股價攀升、推升經濟成長、拉低失業率等，惟仍未完全脫離「日本化」困境；未來亟需針對人口成長下滑、生產力成長減緩等根本的結構性問題，積極進行結構性改革。

4.儘管目前台灣經濟應無落入「日本化」的問題，惟為因應人口結構轉變等可能帶來的挑戰，台灣可汲取日本的經驗，積極採妥適的政策組合。

(1)台灣雖已積極推動「我國少子女化對策計畫」、前瞻基礎建設之「因應少子化友善育兒空間建設」及「人才培育促進就業之建設」，惟預算規模似屬有限；此外，台灣甫通過「中高齡者及高齡者就業促進法」，似可進一步參考日本經驗，加速擬定強化高齡者勞動參與意願之相關措施。

(2)在政府尚有財政空間的情況下，擴大基礎建設投資並非債留子孫，而是充實社會資本(societal capital)；投資於有助提升生產力及潛在成長的高品質基礎建設計畫，並搭配完善的結構性改革，可為後代子孫留下有助於經濟持續成長的財富；況且，今天不做，未來的成本可能會更高！

# 七、全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響

## (一) 負利率政策觸發負殖利率債券現象

1. 全球金融危機後，**ECB及BoJ採負利率政策提振經濟**；瑞典、瑞士及丹麥等**歐元區鄰近國家為抵銷ECB政策的外溢效應，跟進採行。**

2. 施行負利率政策後，全球負殖利率債券規模明顯成長，**本年8月底曾創規模約17兆美元之歷史新高**；其中，**歐元與日圓債券比重分別占53.1%及42.8%**。

主要經濟體採行單或多層制負利率政策之現況\*

類型	經濟體	指標利率
單層制	瑞典 (Riksbank)	存款利率：-1.0%
雙層制	歐元區 (ECB)	限額內存款餘額適用利率：0% 存款利率：-0.5%
	瑞士 (SNB)	限額內存款餘額適用利率：0% 存款利率：-0.75%
	丹麥 (Nationalbanken)	限額內存款餘額適用利率：0% 存款利率：-0.75%
三層制	日本 (BoJ)	基礎餘額：0.1% 總體附加餘額：0% 政策利率餘額：-0.1%

\*負利率政策之指標利率多係指銀行業者存放央行資金之存款利率為負值。

資料來源：Riksbank、ECB、SNB、Nationalbanken、BOJ

近年全球負殖利率債券規模明顯擴大\*



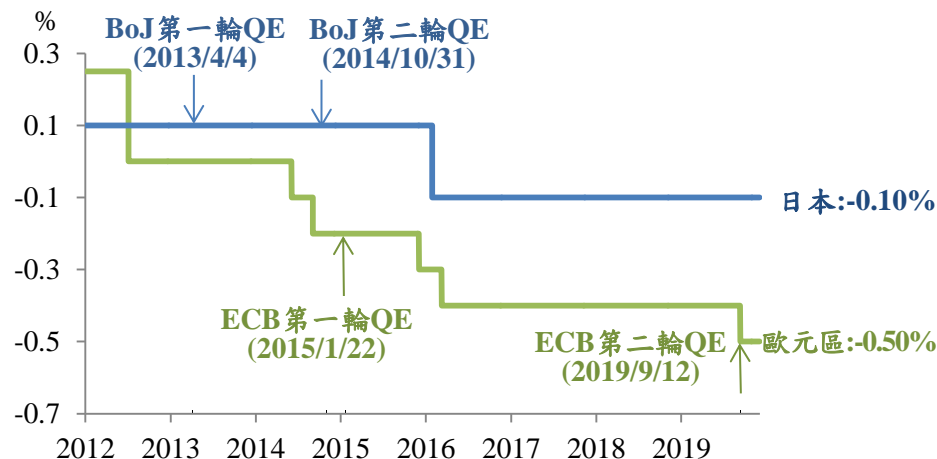
\*以彭博巴克萊全球債券指數(Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index)資料為代表。

資料來源：Bloomberg

## (二) 全球債市負殖利率現象擴大之主因—景氣循環因素

1. 歐、日等國**經濟成長放緩**，且**通膨下滑**，致當地公債殖利率易跌難漲。
2. 非傳統性貨幣政策壓低長短期利率，**負利率政策更觸發負殖利率債券現象**。
3. **美元持有者欲賺取換匯交易所隱含利差**，將換得外幣資金購買當地負殖利率公債，其預期總收益率可高於美債。

ECB與BoJ除施行QE外，更將存款利率降至負值\*



\*ECB於2011年底起陸續施行長期再融通操作共2輪，定向長期再融通操作共3輪。

資料來源：Bloomberg

美元持有者承作換匯交易之收益率走高\*



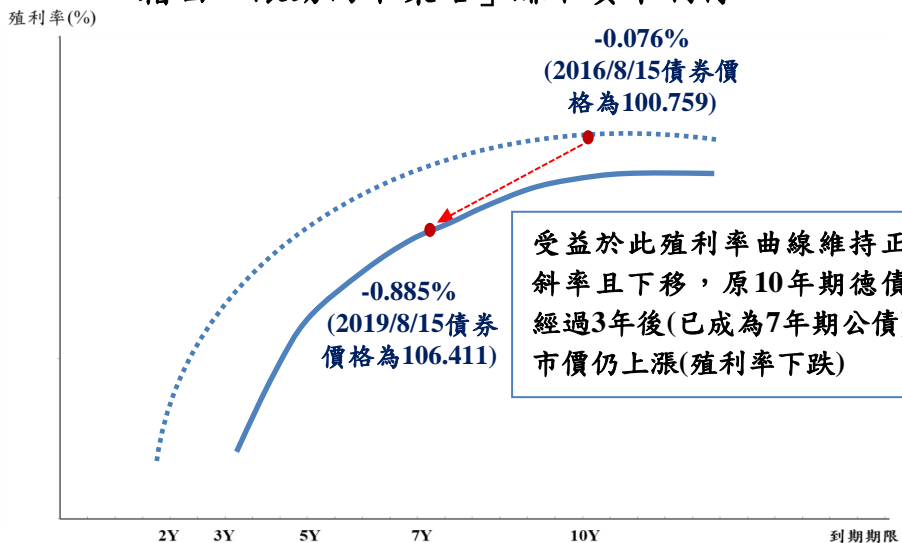
\*以3個月期換匯交易報價計算其收益率，再予以年率化。

資料來源：Bloomberg

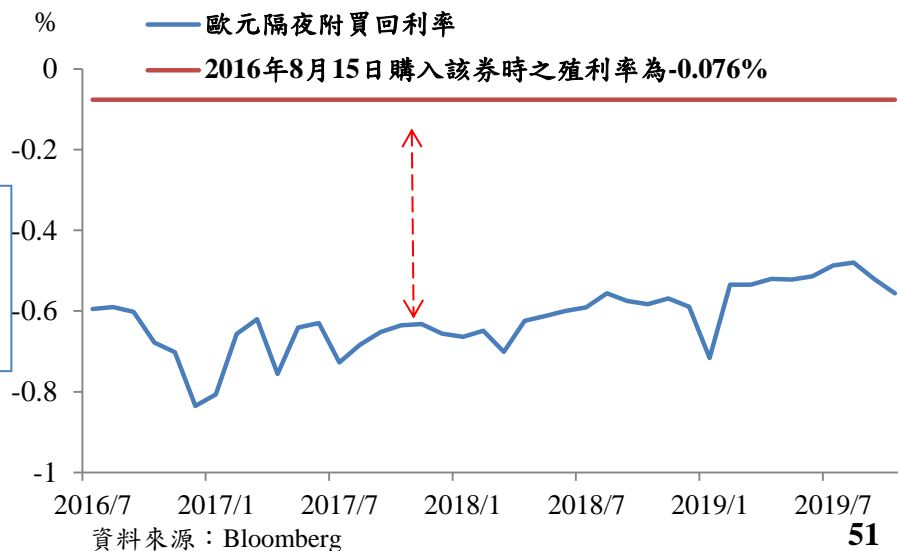
#### 4. 只要殖利率曲線維持正斜率且該曲線下移機率高於上移，投資人即使投資負殖利率債券仍有機會獲利。

- 滾動向下(roll down)策略：投資人買進債券後，隨著到期期限縮短，殖利率多半走低，可藉此賺取資本利得。
- 利差交易(carry trade)策略：投資人購買長天期債券，再以其為擔保品承作附買回交易，賺取長短天期利差。

藉由「滾動向下策略」賺取資本利得



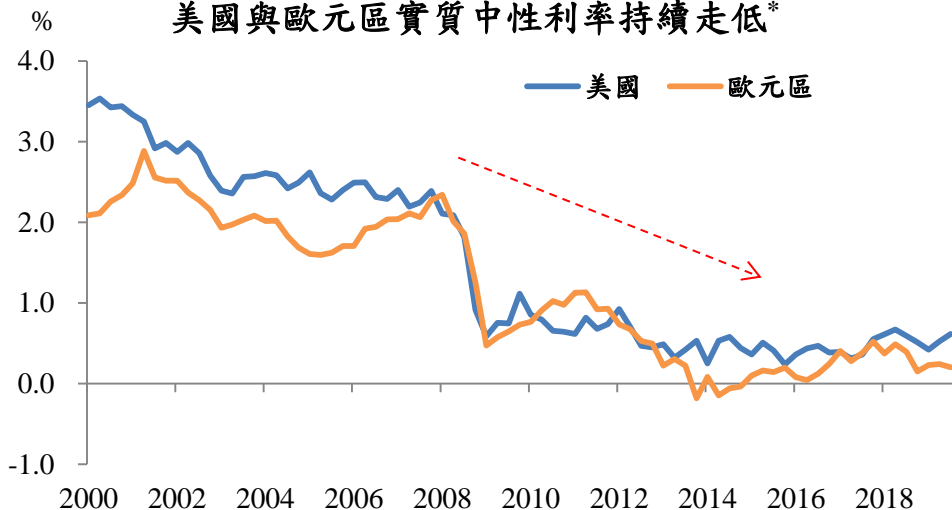
藉由「利差交易策略」賺取長短天期利差



## (二) 全球債市負殖利率現象擴大之主因—長期趨勢因素

1. 勞動人口減少、資本財累積不足、技術進步放緩，致**潛在經濟成長率下降**，帶動**實質中性利率走低**。
2. 全球供應鏈興起、電子商務銷售模式及人口結構改變等因素，或已**拉低均衡通膨率**，間接**壓縮債券通膨貼水**。
3. **安全性資產供給相對受限**，且**需求持續增加**，高信評債券殖利率易跌難漲。

美國與歐元區實質中性利率持續走低\*



\*日本實質中性利率亦呈類似走勢。

資料來源：Bloomberg

遠期通膨交換率走低，隱含歐美通膨預期下降



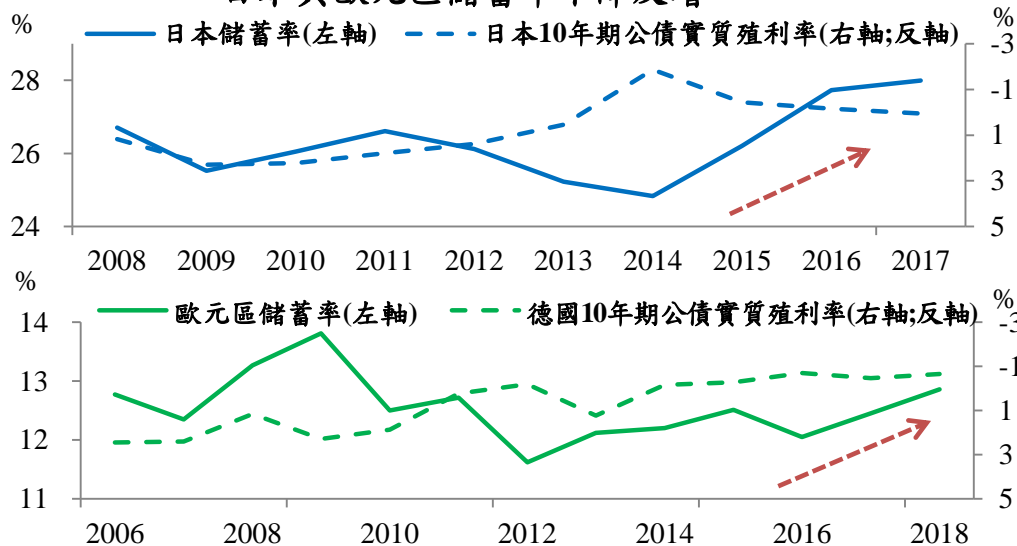
\*此處遠期通膨交換係指5年後的5年期通膨交換(inflation swap forward 5y5y)，該商品價格常被用來衡量市場通膨預期走勢。另日圓遠期通膨交換多在0%上下波動。

資料來源：Bloomberg

### (三) 負殖利率債券規模增加對經濟金融之影響

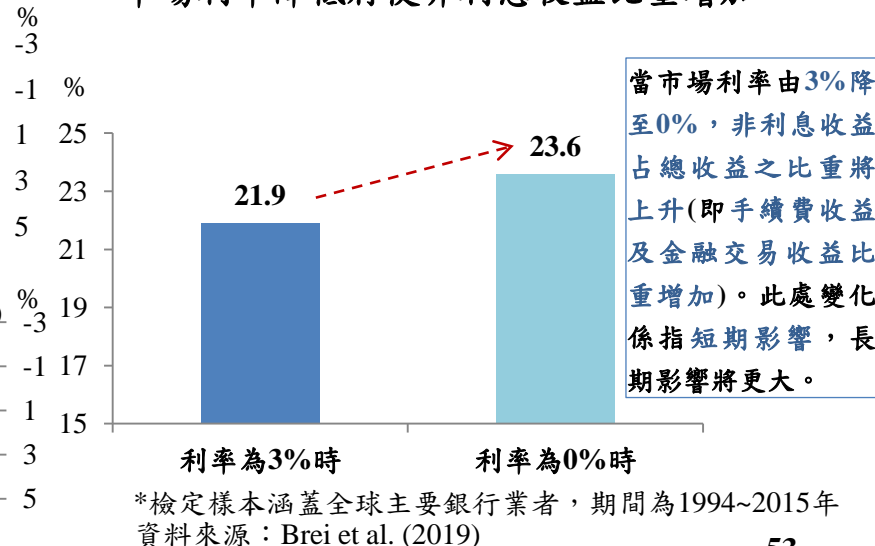
1. 傳統的儲蓄與投資行為出現變化，恐不利有效需求增加。
2. 低生產力之既存企業被補貼利息以繼續經營，衝擊潛在經濟成長率。
3. 貨幣政策易面臨有效利率下限困境，或難以持續刺激經濟。
4. 銀行業獲利模式受損，恐削弱其金融中介功能。

日本與歐元區儲蓄率不降反增



資料來源: 日本統計局、eurostat、Bloomberg

市場利率降低將使非利息收益比重增加\*



當市場利率由3%降至0%，非利息收益占總收益之比重將上升(即手續費收益及金融交易收益比重增加)。此處變化係指短期影響，長期影響將更大。

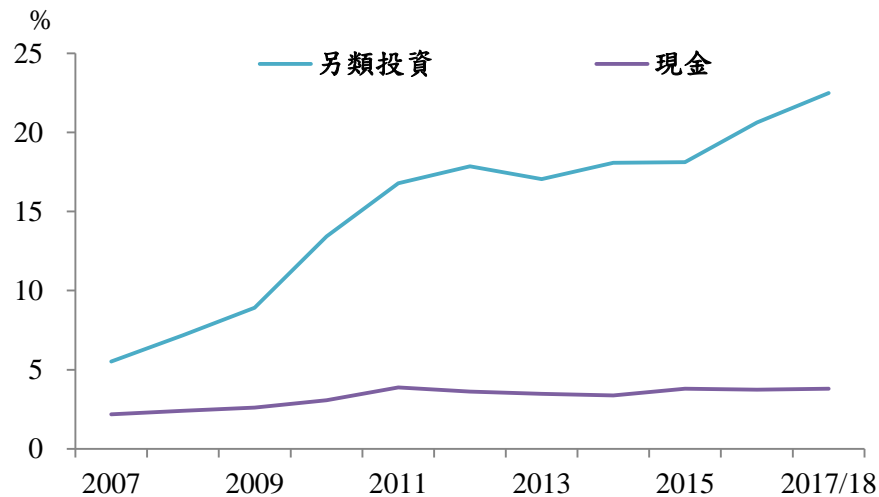
\*檢定樣本涵蓋全球主要銀行業者，期間為1994~2015年  
資料來源：Brei et al. (2019)

5. 鼓勵非銀行部門從事高風險投資，易形成**資產泡沫化**。

6. 公債及貨幣等市場**流動性降低**，或**損及金融市場運作機制**。

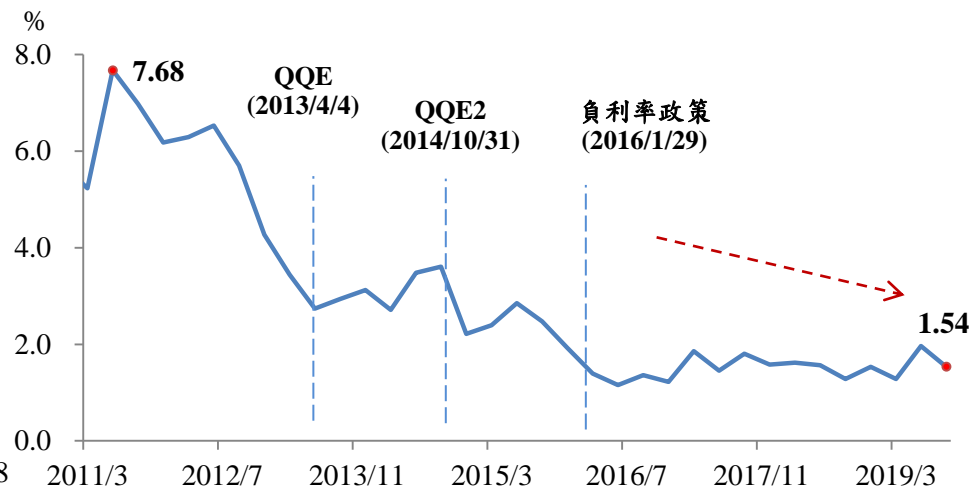
(四) 若負殖利率債券現象延續過久，恐不利經濟金融穩定，故須密切注意其後續發展

大型退休基金之另類投資比重上升\*



\*統計樣本為全球700家大型退休基金，資產總規模約13兆美元。  
資料來源：IMF Global Financial Stability Report (2019/10)

日本公債次級市場交易量對在外流通餘額比率續降



資料來源：Bloomberg

簡報完畢

謝謝!



Merry Christmas

&

Happy New Year 2020