

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

108.12.19

## 前 言

本(2019)年9月本行理監事會議以來，主要央行續採寬鬆貨幣政策，國際金融市場好轉，加以近期美中達成第一階段貿易協議，預期全球景氣續呈溫和。國內經濟則穩健成長，通膨低而穩定；明年經濟與通膨將持穩，但仍須注意國內外諸多不確定性因素的干擾。

為防範房價泡沫及維護金融穩定，國際間，隨房市景氣變化而機動調整房貸成數(LTV)上限的規定漸增。爰整理新加坡、南韓與香港三個鄰近經濟體的實施情況，俾供參考。

近年全球經濟成長趨緩，除了循環性因素外，結構性問題也是主要因素。少子高齡化使台灣勞參率與生產力下滑；在金融面，負利率政策觸發歐元及日圓負殖利率債券規模擴大；低利率、低通膨、低成長的「日本化」困境逐漸蔓延，日本、南韓及我國政府都已經著手進行結構性改革。另外，美中貿易爭端突顯台灣兼具科技能量與安心製造的價值，宜吸引台商與國際科技大廠擴大在台投資，以期落實產業轉型升級。因此，本次參考資料第四至第七題，都是探討結構性改革的相關議題；希望各界共同努力，俾維繫台灣長期經濟成長的動能。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟成長的職責，須密切關注國內外經濟金融情勢與重大議題的發展。茲探討上述議題，彙集成冊，以供各界參考。

## 目 次

一、國際經濟及通膨展望	1
二、國內經濟及通膨展望	21
三、星、韓、港採行房貸成數上限實施情況之介紹	36
四、台灣勞動市場之結構性問題及改革	53
五、當前擴大在台投資之經濟效益	73
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	95
七、全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響	112

## 一、國際經濟及通膨展望

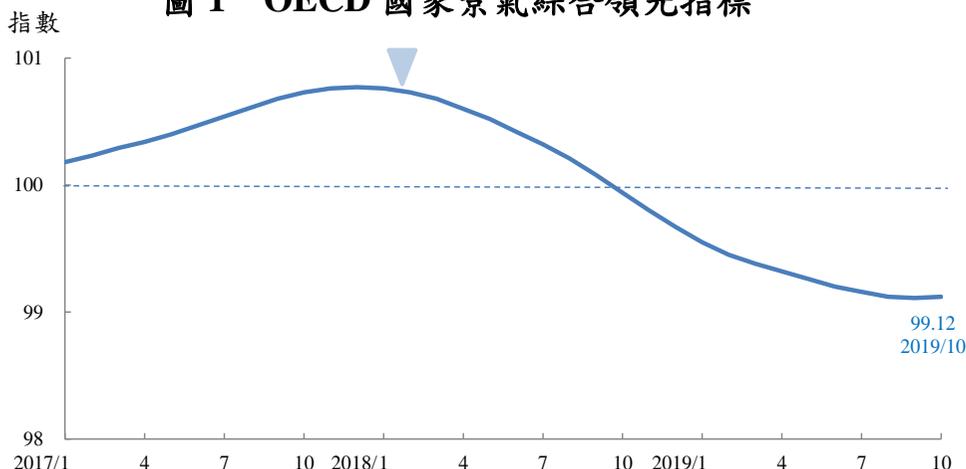
自本(2019)年9月本行理事會會議以來，雖然美中重啟貿易談判，以及主要經濟體央行貨幣政策立場更趨寬鬆，全球金融市場表現好轉，惟全球景氣持續降溫，金融脆弱性則上升。明(2020)年全球經濟可望持穩，然而仍面臨貿易紛爭、中國大陸經濟續緩及地緣政治風險等諸多不確定性。

### (一)預期全球經濟成長仍緩，貿易活動承壓

#### 1. 若干領先指標仍疲弱，惟近期已呈回穩跡象

貿易紛爭及地緣政治風險續影響商業信心與投資，壓抑經濟活動，**近期 OECD 國家景氣綜合領先指標**(Composite Leading Indicator, CLI)仍低於長期趨勢，但**呈現持穩現象**(圖 1)，另**全球製造業採購經理人指數(PMI)**亦漸回升，略高於 50 榮枯線(圖 2)，顯示全球經濟成長動能雖仍疲，惟可望緩步回穩。

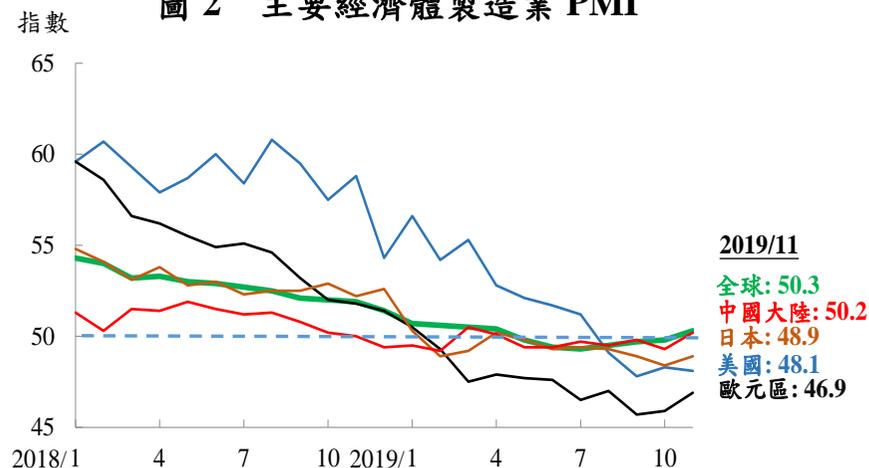
圖 1 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：1. 該指標考量景氣循環及辨識轉折點等特性，提供經濟活動轉折之早期訊號。三角形代表轉折點，通常領先經濟活動實際轉折點約 6~9 個月。  
2. 本圖採 OECD - Total，包含 OECD 成員國中之美、日、英、德等 30 餘國。  
3. 100 的水平虛線代表經濟活動之長期趨勢。

資料來源：OECD

圖 2 主要經濟體製造業 PMI



註：美國為 ISM PMI，全球為 J.P. Morgan PMI，日本及歐元區為 IHS Markit PMI，中國大陸為官方 PMI。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

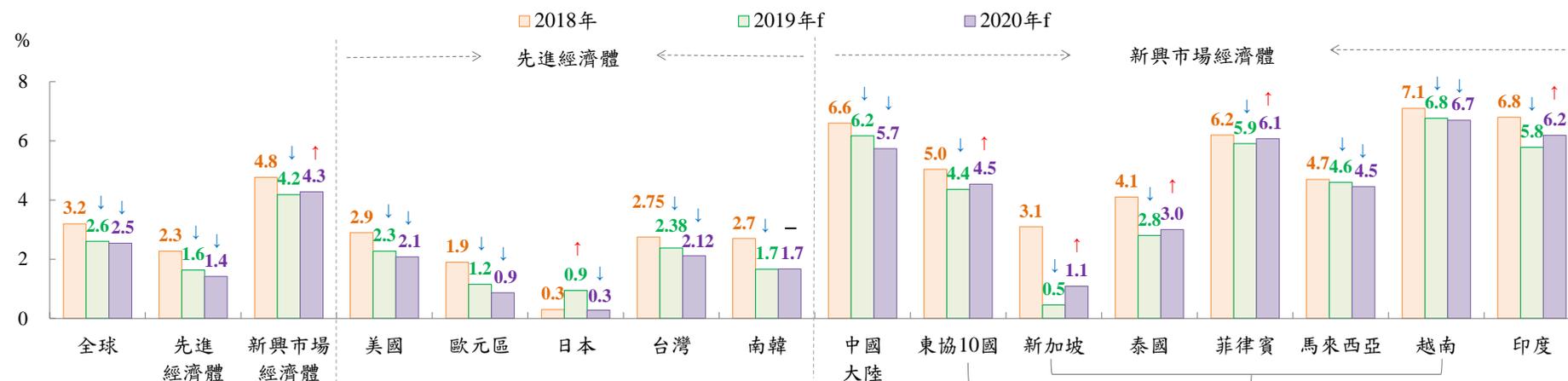
## 2. 預期本年全球經濟成長續緩，明年亦疲，惟可望持穩

本年受貿易政策不確定性持續之影響，IHS Markit 預測全球經濟成長率將由上(2018)年之 3.2% 大幅降至 2.6%，先進經濟體由 2.3% 降至 1.6%，新興市場經濟體亦由 4.8% 降至 4.2%；其中美國、歐元區及中國大陸分別降至 2.3%、1.2% 及 6.2%，日本則升至 0.9%(圖 3)。

展望明年，IHS Markit 預測全球經濟成長率將略降至 2.5%，先進經濟體降至 1.4%，新興市場經濟體因若干亞太國家可望採行財政激勵措施而略升至 4.3%。主要國際機構亦大抵認為明年全球經濟成長力道仍疲，惟在新興市場經濟體的支撐下，可望持穩(主要國際機構對全球經濟成長率之預測值及看法，詳附表 1)。

就個別經濟體來看，預期除續受貿易政策不確定性影響外，美國因財政激勵效益減退，歐元區因企業對經濟前景仍悲觀，日本則因消費稅調高後消費信心惡化、企業投資放緩，明年成長率分別再降至 2.1%、0.9% 及 0.3%；中國大陸恐因消費及淨輸出疲軟，成長率亦續降至 5.7%(圖 3)(與台灣經貿關係密切經濟體之經濟情況分析，詳附表 2)。

圖 3 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



註：1. f 表示預測值。

3. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2019/11/15)

2. ↑、↓及—分別表示較前1年上升、下降及持平。

4. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

### 3. 預期本年全球貿易成長大幅下滑，明年可望緩步回升

上年中以來，主要國家不斷推出貿易限制措施，近 1 年來約新增 102 項貿易限制措施，致自上年 10 月至本年 10 月 **WTO 成員國受制於新進口限制措施之貿易規模達 7,470 億美元之高點**(圖 4)，且貿易障礙還可能進一步增加。

貿易緊張局勢抑制貿易活動，**國際組織多預測本年全球貿易量成長率將由上年之逾 3% 大幅降至略高於 1%**，係 2009 年以來最低，**明年則可望緩步回升**(表 1)，惟**諸多不確定性**仍為抑制貿易活動之變數。

圖 4 WTO 成員國受制於新進口限制措施之貿易額



註：資料統計期間為各年 10 月中至翌年 10 月中，例如 2012~13 表示自 2012 年 10 月中至 2013 年 10 月中統計之資料。

資料來源：WTO (2019), "Overview of Developments in the International Trading Environment - Annual Report by the Director-General," *Trade Monitoring Report*, Nov. 29

表 1 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：各國際機構

## (二)國際商品價格呈緩漲走勢，惟全球通膨預期仍低緩

### 1. 近期國際油價走高，惟今、明兩年預測值仍低於上年；穀物及基本金屬價格則呈區間波動

本年 10 月以來，在美中恢復貿易談判、美國就業數據持穩，且石油輸出國組織(OPEC)及俄羅斯將自明年起擴大減產等正面因素助益下，帶動國際油價走升。主要機構預測本年布蘭特油價為平均每桶 63.9 美元，明年由於全球原油庫存預期上升，加以全球經濟成長趨緩恐抑制油需成長而降至 60.2 美元，均低於上年之 71.0 美元(圖 5)。

穀物價格主要受美國及巴西產區天候影響，基本金屬價格則受美中貿易談判、產區供給及中國大陸經濟情勢變化影響<sup>1</sup>，本年 10 月初以來大抵呈區間波動走勢(圖 6)。

圖 5 布蘭特原油現貨價格



註：f 表示預測值。

資料來源：Refinitiv Datastream、各國際機構

圖 6 穀物及基本金屬價格指數



註：Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米之距到期日 6 個月內之期貨合約計算而得；Bloomberg 基本金屬 3 個月期貨價格指數係根據倫敦金屬交易所之鋁(權重 45%)、銅(25%)、鋅(15%)、鉛(12%)、鎳(2%)及錫(1%)距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Refinitiv Datastream、Bloomberg

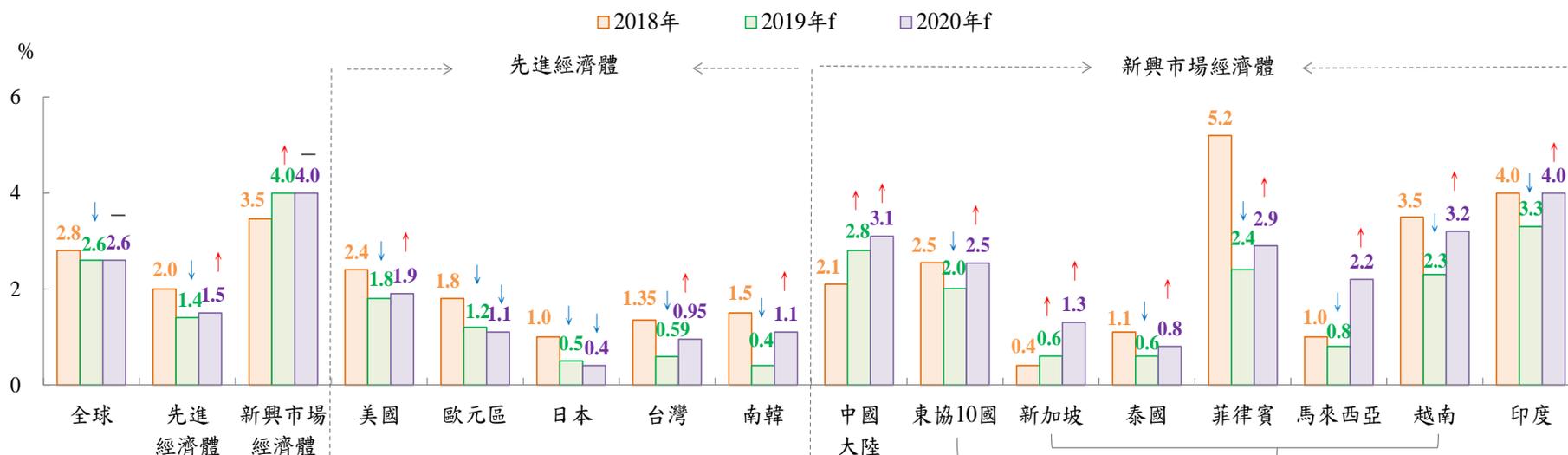
<sup>1</sup> 10 月初以來，美中貿易談判進展順利，可望分階段取消互相加徵之關稅，且智利銅礦場罷工，加以印尼宣布暫停鎳礦出口，致基本金屬價格走高；11 月中旬之後，因中國大陸經濟數據疲弱及美中關係趨緊而反轉走跌。12 月中以來則因美中對達成第一階段貿易協議均持樂觀態度，致基本金屬價格回升。

## 2. 明年全球通膨率預測值與本年持平，低於上年

由於本年全球經濟成長趨緩，加以國際油價亦可能低於上年，IHS Markit 預測全球通膨率將由上年之 2.8% 降至 2.6%，其中先進經濟體由 2.0% 降至 1.4%，新興市場經濟體則由 3.5% 升至 4.0% (圖 7)。

明年全球通膨率預測值為 2.6%，與本年持平，先進經濟體則略升至 1.5%，新興市場經濟體持平為 4.0%；其中美國、歐元區及日本分別為 1.9%、1.1% 及 0.4%，與本年差異不大；中國大陸則再升至 3.1%，主因非洲豬瘟疫情致豬肉供給短缺，價格上漲壓力仍大 (圖 7)。

圖 7 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值。

2. ↑、↓及—分別表示較前1年上升、下降及持平。

3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2019/11/15)

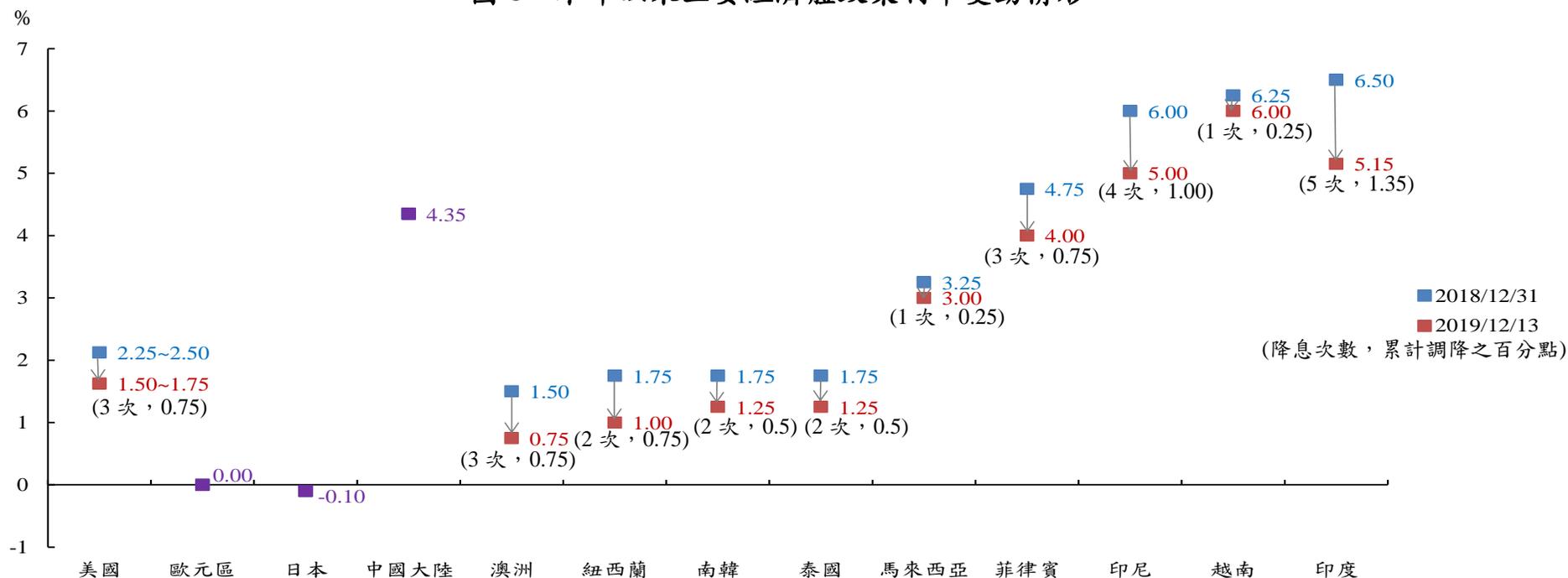
### (三)主要央行貨幣政策維持寬鬆立場

#### 1. 本年 10 月以來美國及部分亞太地區央行降息

本年 10 月以來，鑑於國際情勢發展對經濟前景之不利影響，加以通膨低緩，美國聯準會(Fed)再降息 1 碼，本年共降息 3 次，部分亞太地區之央行亦紛調降政策利率，本年累計之降息幅度擴大(圖 8)。

歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)及中國人民銀行(以下簡稱人行)雖維持政策利率不變，惟亦以重啟購債計畫、調整前瞻性指引或調降公開市場操作利率等方式寬鬆貨幣(表 2)。

圖 8 本年以來主要經濟體政策利率變動情形



註：1. 美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數繪製。

2. 歐元區係主要再融通操作利率；本年 9 月 12 日歐洲央行(ECB)調降存款(deposit facility)利率 0.10 個百分點至-0.50%。

資料來源：各經濟體官方網站

## 2. 預期明年 Fed 維持政策利率不變，ECB、BoJ 及人行則續維持貨幣寬鬆立場

本年 12 月 Fed 暗示明年利率可能維持不變，ECB 表示續採高度寬鬆立場。BoJ 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較當前更低之水準；人行則將採穩健且偏向寬鬆貨幣政策(表 2)。

表 2 本年 10 月以來主要經濟體貨幣政策變動情形

經濟體	說明
美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年 9 月 18 日及 10 月 30 日鑑於國際情勢發展對經濟前景之不利影響，以及通膨壓力低緩，聯邦公開市場委員會(FOMC)分別調降聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點至 1.50%~1.75%。另為確保準備金供給維持充裕，10 月 11 日決議自 10 月 15 日起開始購買國庫券，初步每月購買約 600 億美元，至少至明年第 2 季；並將進行定期及隔夜附買回操作至少至明年 1 月，以減輕貨幣市場壓力。</li> <li>● 12 月 11 日 FOMC 決議維持政策利率不變，本年共降息 3 次。另聲明稿刪除「經濟前景不確定性持續」措詞，且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>● 本年 10 月 24 日及 12 月 12 日歐洲央行(ECB)皆決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與存款利率於 0.00%、0.25% 及 -0.50% 不變，並預期將維持政策利率於目前或更低水準，直至通膨展望穩健趨近但低於 2%。</li> <li>● 11 月重啟之購債計畫將持續至開始升息前才終止，到期債券本金之再投資則將持續進行至開始升息後一段時間。</li> <li>● 12 月 12 日 ECB 預測明年 GDP 成長率及通膨率分別為 1.1% 及 1.1%，均略低於本年之 1.2% 及 1.2%，ECB 總裁 Lagarde 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>● 本年 10 月 31 日日本央行(BoJ)決議維持短期政策利率(銀行存放央行之新增超額準備金利率)於 -0.10% 不變，且為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0% 左右，將持續執行購買公債計畫。</li> <li>● 鑑於全球經濟及物價之下行風險仍高，BoJ 下修今、明兩年經濟成長率及通膨率預測值，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較當前更低之水準。</li> </ul>

經濟體	說明
中國 大陸	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 為因應經濟下行壓力加大，人行續採逆景氣循環調節措施，諸如，本年<b>10月15日和11月15日</b>實施9月已宣布之<b>定向下調城市商業銀行存款準備率各0.5個百分點</b>，以及<b>利用公開市場操作及各項借貸便利等政策工具釋出資金</b>，以維持流動性合理充裕。</li> <li>● 為疏通貨幣政策傳遞管道、降低實體經濟融資成本，人行<b>落實</b>8月20日起開始實施之<b>放款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR)相關改革<sup>2</sup></b>，於11月5日調降1年期中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)<sup>3</sup>利率5個基點，再於11月18日下調7天期公開市場逆回購操作利率5個基點，以利銀行降低對企業之放款利率。</li> <li>● 12月10~12日中央經濟工作會議紀錄顯示，明年貨幣政策基調從鬆緊適度轉為靈活適度，擬降低社會融資成本及維持流動性合理充裕，預期人行將採穩健且偏向寬鬆貨幣政策，持續引導LPR下降，以及利用公開市場操作及各項借貸便利等工具釋出資金。</li> </ul>
澳洲	<b>10月1日</b> 澳洲央行考量美中貿易衝突升溫致全球經濟成長下行風險仍高，決議 <b>調降現金利率目標0.25個百分點至0.75%</b> 。
南韓	鑑於全球經濟成長放緩進一步衝擊出口，致經濟成長不如預期，加以通膨持續低迷， <b>10月16日</b> 南韓央行 <b>調降基準利率0.25個百分點至1.25%</b> ，並強調必要時仍有降息空間，11月29日則決議維持基準利率不變。
泰國	為提振經濟成長， <b>11月6日</b> 泰國央行 <b>調降1天期附買回利率0.25個百分點至1.25%</b> 。
印尼	為支持經濟成長， <b>10月24日</b> 印尼央行 <b>調降7天期附賣回利率0.25個百分點至5.00%</b> 。
印度	由於消費者需求下滑， <b>10月4日</b> 印度央行 <b>調降附買回利率0.25個百分點至5.15%</b> 以激勵經濟成長。

資料來源：各經濟體官方網站

<sup>2</sup> 銀行放款利率以LPR作為定價基準，而LPR不再參考官訂的放款基準利率，改按1年期中期借貸便利(MLF)利率加上若干基點的方式，而基點增加幅度則取決於各銀行自身資金成本等因素。

<sup>3</sup> MLF主要功能係提供符合國家政策之地方政府及國有企業等部門中期低廉成本資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括國債、央行票據、政策性金融債、高評等信用債等優質債券。

#### (四)美中貿易談判取得進展，國際金融市場回穩

##### 1. 人民幣對美元大幅回升，主要國家貨幣對美元多升值

本年 10 月以來，美中貿易緊張情勢和緩，復以美國降息，美元對主要國家貨幣多走貶，人民幣對美元亦止貶回升，11 月上旬升破 1 美元兌 7.0 人民幣之重要關卡，12 月中旬更在美中宣布達成第一階段協議後再度升破 7.0 人民幣(圖 9)，美元指數則續疲軟。

由於英國與歐盟達成新版脫歐協議，且英國保守黨於 12 月 12 日國會大選贏得多數席次，英鎊對美元大幅升值，歐元亦自近年低點之 1 歐元兌 1.09 美元價位回升；日圓在市場避險情緒降溫下趨貶(圖 10)。

圖 9 人民幣匯率與美元指數走勢

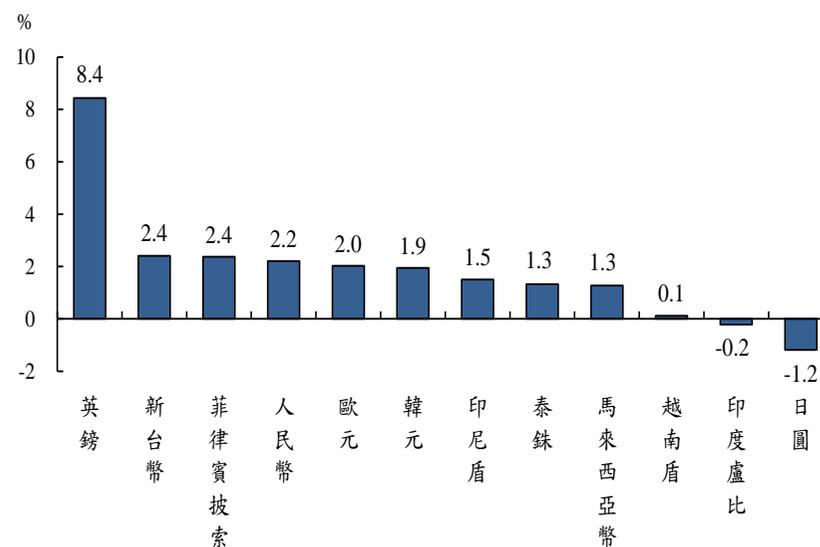


註：Fed 依美國與貿易對手國之商品及服務貿易重要性，編製廣義美元貿易加權指數(broad dollar index)，先進經濟體占指數之權重為 48.3%，新興市場經濟體為 51.7%。詳 Fed (2019), "Revisions to the Federal Reserve Dollar Indexes," Jan. 15。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 10 主要經濟體貨幣對美元升貶幅

(2019 年 12 月 13 日與 9 月底比較)



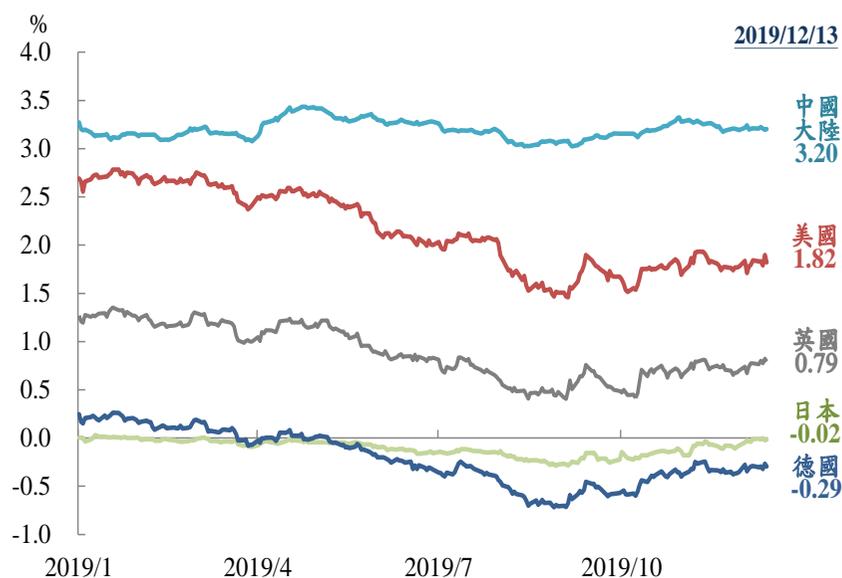
資料來源：Refinitiv Datastream

## 2. 主要國家公債殖利率多觸底回升，美國公債殖利率曲線回復至正斜率

由於美國就業數據優於預期，緩解市場對製造業數據疲弱的擔憂，復以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本年 9 月之低點回升(圖 11)。

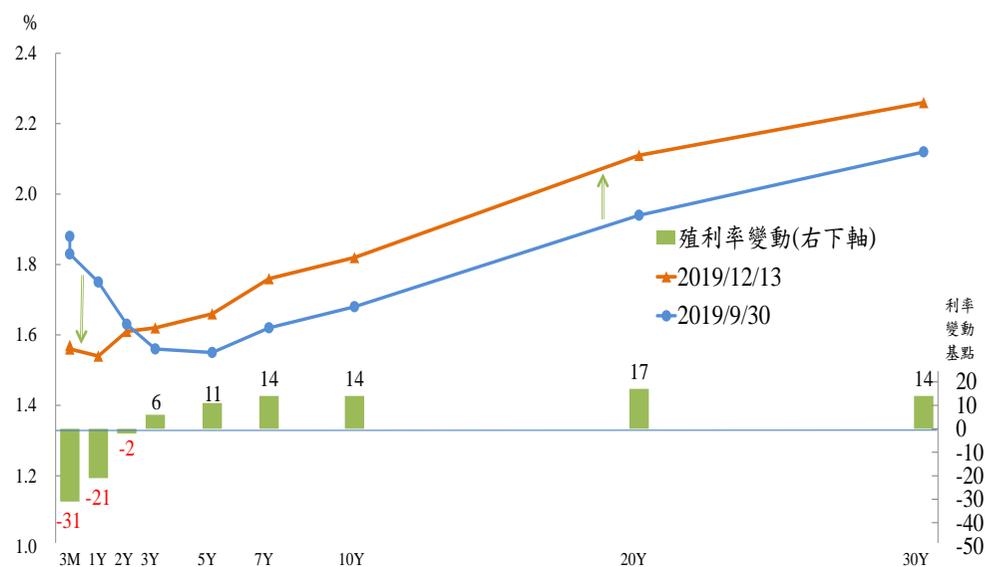
Fed 於 10 月中宣布每月將購買國庫券約 600 億美元，並進行附買回操作以減輕貨幣市場壓力，復於 10 月底再降息，致美國短天期公債殖利率大幅下降，長天期殖利率則在避險情緒和緩下走升，殖利率曲線已由示警經濟恐將衰退的倒掛(inversion)情況，回復至正斜率(圖 12)。

圖 11 主要國家 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 12 美國公債殖利率曲線



資料來源：美國財政部

### 3. 全球股市走高，半導體及科技類股漲幅較大

本年 10 月以來，美中貿易衝突和緩，英國脫歐不確定性下降，加以企業財報表現仍屬良好，復以市場預期主要經濟體央行貨幣政策立場仍將維持寬鬆，市場樂觀情緒上升，全球股市大幅上漲，美股再創新高，MSCI 全球股價指數(All Country World Index)<sup>4</sup>亦繼上年 1 月後再創新高(圖 13)。

12 月 13 日與 9 月底比較，以美國費城半導體與那斯達克等科技類股漲幅較大，反映市場預期 5G 通訊等新興應用科技將持續擴展，日本、台灣股市表現亦佳(圖 14)。

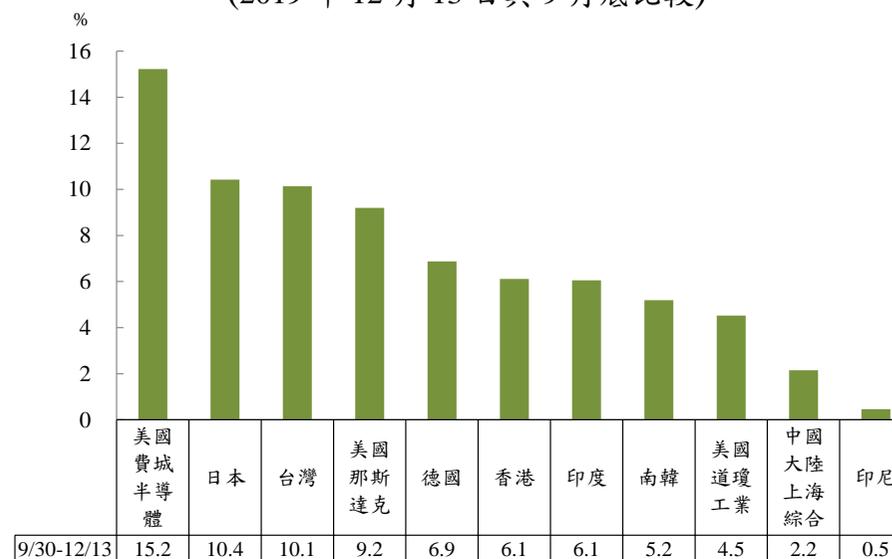
圖 13 MSCI 全球股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 14 主要國家股價指數變動

(2019 年 12 月 13 日與 9 月底比較)



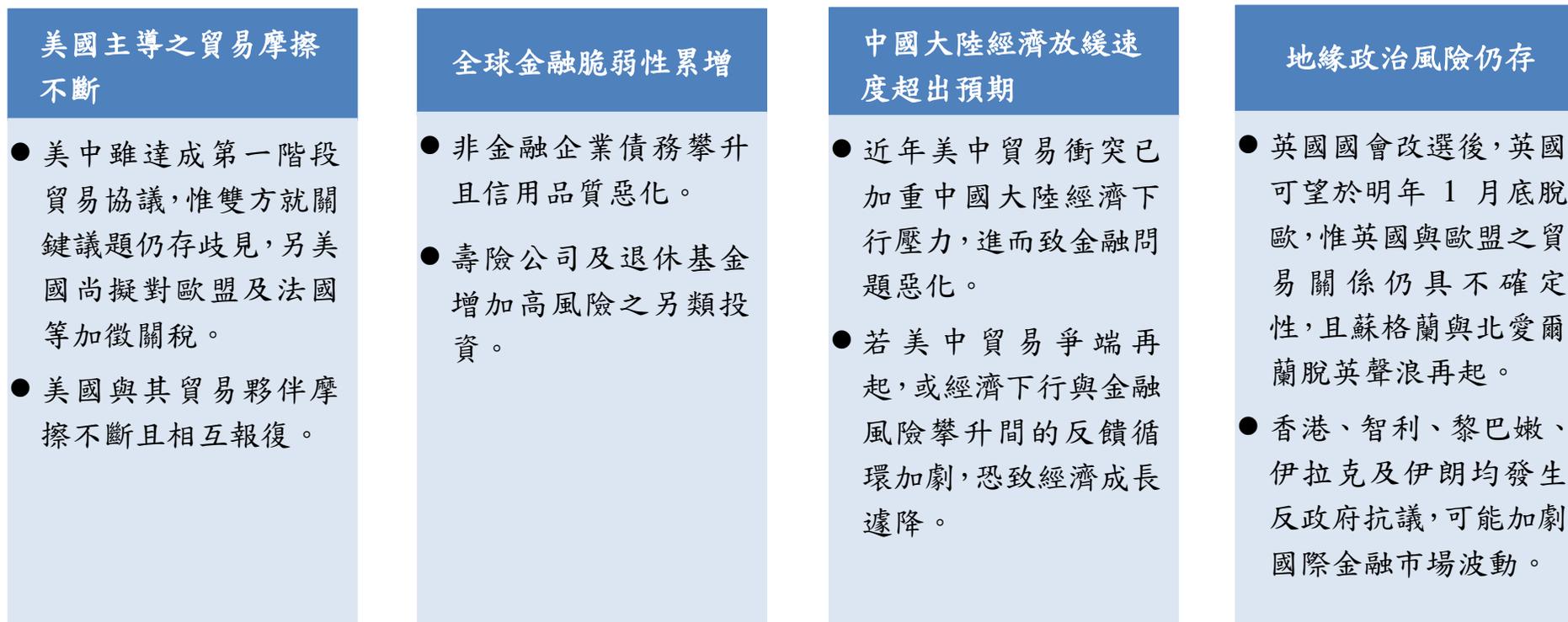
資料來源：Refinitiv Datastream

<sup>4</sup> MSCI 全球股價指數(All Country World Index)由 23 個已開發經濟體與 23 個新興市場經濟體股價指數組成，可作為觀察全球股市整體變動的參考指數，參見 MSCI (2015), “Index Definitions,” Feb.。

## (五)全球經濟成長面臨之下行風險仍高

本年 12 月中旬美中達成第一階段貿易協議及英國國會大選保守黨大勝，降低近年妨礙全球經濟發展之不確定性。然而，**明年全球經濟仍面臨顯著的下行風險**，主要**包括**：(1)**美國主導之貿易摩擦不斷**；(2)**全球**長年超低利率環境雖支撐近年全球經濟，但**金融脆弱性**亦隨之**累增**；(3)**中國大陸經濟放緩速度超出預期**；(4)英國脫歐之後續發展及英國領土完整性恐面臨挑戰、香港民眾抗爭、中東動盪等**地緣政治風險仍存**。若這些風險加劇，將對全球經濟構成威脅，宜密切關注相關情勢後續發展(圖 15)。

圖 15 影響全球經濟前景之風險



## 1. 美國主導之貿易摩擦不斷

近期**美中宣布達成第一階段貿易協議**，暫時取消原訂於12月15日實施之新一輪加徵關稅措施，且美國可望於簽署第一階段協議後，調降部分已實施加徵關稅之稅率(美中達成第一階段貿易協議共識之說明，詳附錄1)，**惟雙方在補貼國有企業等關鍵議題仍有歧見，下一階段談判依舊具高度不確定性**；此外，美國已對自巴西和阿根廷進口之鋼鋁加徵關稅，且因歐盟對空中巴士(Airbus)補貼及法國開徵數位服務稅，而擬對渠等加徵關稅，**美國與其貿易夥伴摩擦不斷且相互報復，將不利全球經濟發展**。

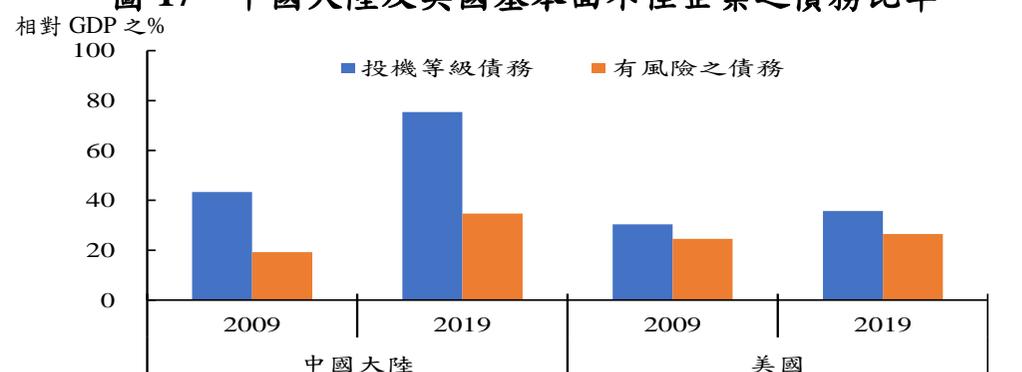
## 2. 全球金融脆弱性累增

目前全球普遍存在低利率現象，而日本、歐元區、瑞士、丹麥及瑞典等先進經濟體甚至實施負利率政策，致**全球負利率債券規模頻創新高**(圖16)；投資人為追求更高收益，舉債投資，推升股票等風險性資產價格<sup>5</sup>，致**中國大陸及美國非金融企業債務攀升且信用品質惡化**(圖17)；此外，壽險公司及退休基金增加高風險之另類投資(如私募股權)，使**全球金融脆弱性不斷累積**，一旦經濟出現意外衝擊，基本面不佳企業債務將違約，高風險資產價格亦將遽降，除可能引發金融市場動盪外，恐擴大經濟衝擊程度。

圖 16 全球負利率債券規模



圖 17 中國大陸及美國基本面不佳企業之債務比率



註：投機等級債務係指利息保障倍數(息稅前盈餘/利息支出)小於4.1及淨債務/資產大於0.25之企業擁有之債務；有風險之債務則指利息保障倍數小於1之企業擁有之債務。

資料來源：IMF (2019), "Global Financial Stability Report," Oct. 11

<sup>5</sup> ECB 指出，自2012年以來利率下降為影響歐元區非金融企業股價上漲之最主要因素，詳 ECB (2019), "Financial Stability Review," Nov. 20。

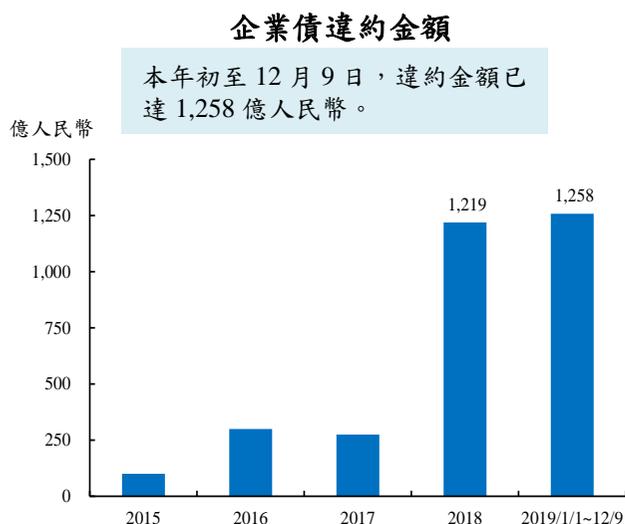
### 3. 中國大陸經濟放緩速度超出預期

本年以來，**中國大陸**製造業動能減弱，投資及輸出成長同步減速，美中貿易衝突加劇更加重其經濟下行壓力，並使企業債務違約不斷、家庭債務壓力加大、商業銀行(尤其中小型銀行)資產品質惡化等金融風險攀升(圖 18)。未來若美中貿易爭端再起，或經濟下行與金融風險攀升間之不利反饋循環加劇，導致發生系統性金融風險或經濟急遽放緩，將拖累全球經濟成長。

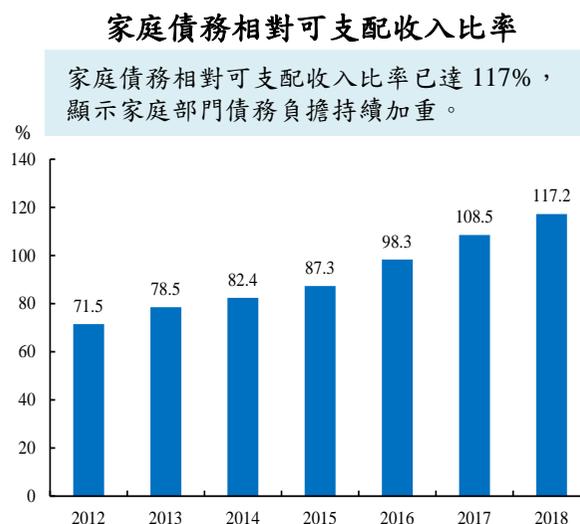
### 4. 地緣政治風險仍存

本年 12 月 12 日英國國會大選保守黨贏得多數席次，**明年 1 月底英國可望如期脫歐**，惟與歐盟仍可能無法於脫歐過渡期(預定至明年底)結束前達成正式貿易協定，雙方貿易關係具高度不確定性，且面臨希望留歐之蘇格蘭及北愛爾蘭，恐分別發展獨立公投及與愛爾蘭統一公投以脫離英國之挑戰。此外，香港民眾抗爭持續，智利、黎巴嫩，及伊拉克與伊朗等 OPEC 產油國亦爆發反政府抗議，渠等政府若未能解決相關問題，恐加劇國際金融市場波動。

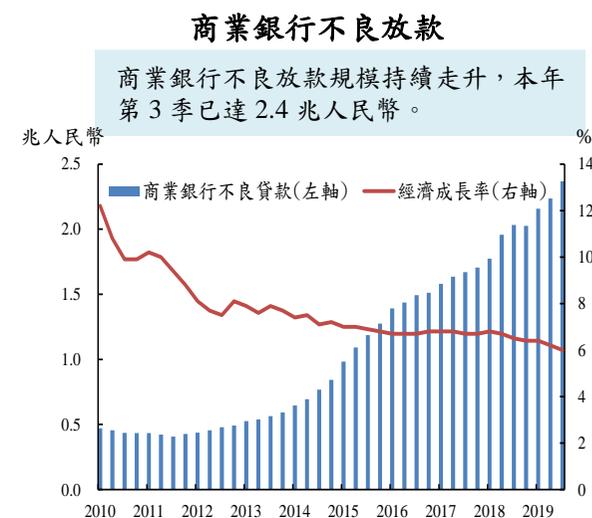
圖 18 中國大陸金融相關指標



資料來源：Bloomberg



資料來源：上海財經大學高等研究院



資料來源：Bloomberg

附表 1 主要國際機構對全球經濟成長率之預測值及看法

國際機構 (預測日期)	預測值(%)		說明
	2019 年	2020 年	
IMF (2019/10/15)	3.0	3.4	<p>主要國際機構對本年全球經濟成長率預測值平均為 2.9%、中位數為 3.0%；明年成長率預測值平均為 3.0%、中位數為 3.1%，成長力道仍疲軟，惟可望持穩，主要係基於下列因素：</p> <p>1、新興市場基本面良好有助帶動消費，再加上政策空間充裕，可成為明年全球經濟成長之主要來源。</p> <p>2、美中可能在近期簽署第一階段貿易協議，貿易衝突可望暫時和緩，降低企業面臨之不確定性。</p> <p>3、本年主要經濟體採寬鬆貨幣政策等支持性總體經濟政策之效果，將在明年逐漸顯現，可望提振需求。</p> <p>4、明年全球科技循環可望在 5G 投資及相關應用帶動下復甦。</p>
OECD (2019/11/21)	2.9	2.9	
Barclays (2019/12/13)	3.1	3.3	
Société Générale (2019/12/9)	2.6	2.4	
Goldman Sachs (2019/12/16)	3.1	3.4	
Morgan Stanley (2019/12/12)	3.0	3.2	
Deutsche Bank (2019/12/17)	3.1	3.3	
HSBC (2019/12/16)	2.6	2.5	
BoAML (2019/12/13)	3.1	3.1	
Citi (2019/12/12)	2.6	2.7	
Credit Suisse (2019/12/12)	2.6	2.5	
Nomura (2019/12/10)	3.1	3.1	
J.P. Morgan (2019/12/16)	3.1	3.1	
UBS (2019/12/12)	3.0	3.0	
中位數	3.0	3.1	
平均值	2.9	3.0	

資料來源：各機構

附表 2 與台灣經貿關係密切經濟體之經濟情況

經濟體	說明
美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第 3 季</b>，<b>經濟成長率</b>(與上季比，換算成年率)<b>升至 2.1%</b>，主因民間消費穩健上升，以及輸出恢復成長，而企業固定投資雖仍呈現負成長，惟在住宅投資復甦支撐下，減幅已較第 2 季縮小；預測<b>全年經濟成長率為 2.3%</b>(12 月 Fed 之預測值為 2.1%~2.2%)，<b>低於上年之 2.9%</b>。</li> <li>● 由於企業資本支出受貿易政策不確定性影響，已逐漸減速，加以政府財政激勵效益減退，預測<b>明年經濟成長率恐再降至 2.1%</b>(12 月 Fed 之預測值為 2.0%~2.2%)(圖 3)。</li> </ul>
歐元區	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第 3 季</b>，受全球貿易政策與英國脫歐不確定性持續影響，<b>經濟成長率為 1.2%</b>，與第 2 季持平，係 2014 年以來之最低增速；主要成員國中，德國製造業及出口部門表現仍疲弱，經濟成長率僅 0.5%，法國則受益於內需支撐，經濟成長率為 1.3%。預測<b>歐元區全年經濟成長率為 1.2%</b>，<b>低於上年之 1.9%</b>。</li> <li>● 歐元區經濟信心持續下滑，工業與服務業信心均跌落至長期平均之下，反映企業對經濟前景看法仍悲觀，預測<b>明年經濟成長率續降至 0.9%</b>(圖 3)，惟可望於第 1 季落底後漸回穩。</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第 3 季</b>，儘管企業設備投資仍佳，惟因美中貿易爭端及全球需求疲軟打擊出口，加上民間消費亦降溫，<b>經濟成長率</b>(與上季比，換算成年率)<b>降至 1.8%</b>；預測<b>全年經濟成長率為 0.9%</b>，<b>高於上年之 0.3%</b>。</li> <li>● <b>明年</b>因全球經濟仍疲恐影響外需，加以消費稅稅率調高後消費信心惡化，企業可能放緩投資，預測<b>經濟成長率降至 0.3%</b>(圖 3)。鑑於景氣惡化之可能性升高，<b>日本政府於 12 月初宣布將執行約 13 兆日圓之振興經濟方案</b>(若加上民間部門投入，整體規模可達 26 兆日圓)，目標包括加速災後重建與復興、因應經濟下滑風險及促進明年東京奧運後之經濟成長。</li> </ul>

經濟體	說明
南韓	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季</b>，政府支出雖維持強勁成長，惟民間消費動能轉弱，<b>經濟成長率為 2.0%</b>，與第2季持平；預測<b>全年經濟成長率為 1.7%</b>，<b>低於上年之 2.7%</b>，係近10年來低點。</li> <li>● <b>明年</b>南韓政府將推出史上最大規模預算以支撐經濟動能，惟全球及中國大陸景氣若持續放緩恐不利輸出，且影響IT產業之投資意願，預測<b>經濟成長率為 1.7%</b>，與本年持平(圖3)。</li> </ul>
中國大陸	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季經濟成長率降至 6.0%</b>，係1992年開始實施國民經濟會計制度以來最低，主因製造業利潤下降衝擊投資意願，加以受全球經濟降溫及美中貿易摩擦影響，致投資及淨輸出對經濟成長之貢獻減少；預測<b>全年經濟成長率為 6.2%</b>，<b>低於上年之 6.6%</b>。</li> <li>● <b>明年</b>雖然政府宣布的總體經濟激勵政策可望發揮作用，惟受地方政府嚴格管控隱性債務、房地產企業融資收緊及企業利潤下降影響，預期投資反彈力道有限，復因消費受居民負債比率攀高及就業低迷抑制，加以在全球經濟下行背景下，淨輸出恐持續下滑，預測<b>經濟成長率續降至 5.7%</b>(圖3)。</li> </ul>
東協10國	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季</b>，新加坡因製造業表現優於預期，經濟成長率略升至0.5%；而泰國、菲律賓及越南，亦各因投資、服務業及製造業表現較佳，經濟成長率亦分別升至2.4%、6.2%及7.3%；馬來西亞及印尼則在投資力道減弱及出口動能疲弱下，經濟成長率分別降至4.4%及5.0%。</li> <li>● <b>預測本年東協10國經濟成長率為 4.4%</b>，<b>低於上年之 5.0%</b>，<b>明年則略升至 4.5%</b>(圖3)。</li> </ul>
印度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季</b>，因民間消費及出口成長持續放緩，<b>經濟成長率降至 4.5%</b>；預測<b>全年(財政年度)經濟成長率由上年之 6.8%降至 5.8%</b>。</li> <li>● 預測<b>明年</b>可望因貨幣與財政措施之激勵效果，<b>經濟成長率回升至 6.2%</b>(圖3)。</li> </ul>

資料來源：整理自各經濟體官方網站、IHS Markit 及相關報導

## 附錄 1 美中達成第一階段貿易協議共識之說明

本(2019)年 12 月 13 日美國貿易代表署(USTR)新聞稿指出，美中對第一階段貿易協議達成歷史性的共識，本次協議要求中國大陸在經濟及貿易範疇內進行結構性與其他改革。中國大陸亦承諾，未來幾年將向美方額外採購鉅額商品及服務。本次協議亦建立強力紛爭解決制度，以確保該貿易協議能立即與有效執行。

### (一)美中第一階段貿易協議之主要內容

協議內容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：

主要章節	重要內容
智慧財產權	處理長期以來美方對中方處理商業機密、醫藥相關智財權、商標權的擔憂，且建立對抗剽竊及仿冒商品的執行機制。
技術移轉	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 要求中方須處理多項不公平的強迫技術移轉實務，此為中國大陸在貿易協議上首次同意將終止強迫要求外國企業將技術移轉給中資企業；中方亦承諾將依照市場慣例，針對前述技術移轉及執照授予提供更加透明、公平且合法的程序。</li> <li>➢ 中方亦承諾，將不會根據可能創造扭曲的產業計畫來指示或支持中國大陸對外投資，意圖取得外國科技。</li> </ul>
農業	中方須處理對美貿易的結構性壁壘及有關美國農產品等非關稅壁壘，支持美國擴大食品、農漁產品等出口至中國大陸。
金融服務	移除美國銀行、保險、證券與信評等金融服務業者在中國大陸貿易及投資之障礙，使美國企業在中國大陸能更公平地競爭。
總體經濟與匯率	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 要求中方避免從事競爭性貶值或設定匯率目標，同時提升匯率之透明度及建立相關問責機制。</li> <li>➢ 前述方式可強化中國大陸總經及匯率穩定，並有助確保中方無法透過匯率操作，而使美國出口商面臨不公平的競爭。</li> </ul>
擴大貿易	中方承諾在未來 2 年中方對美進口製造業商品、食品、農漁產品、能源與服務金額將較 2017 年的水準至少高出 2,000 億美元(即平均 1 年要比 2017 年對美進口額外多出 1,000 億美元)，且於 2021 年後之數年仍保持此趨勢，以大幅改善美中貿易關係。
紛爭解決制度	提出紛爭解決之安排，以確保該協議能有效執行，並允許雙方能透過公平及迅速的方式解決紛爭。同意建立定期舉辦高層及工作層級之雙邊諮詢，並建立強而有力的程序以處理有關該協議之紛爭，且允許任一方認為適當時，採取等比例行動回應。

資料來源：USTR (2019), "Agreement Between the United States of America and the People's Republic of China" Fact Sheet, Dec.13

(二)美方同意大幅調整 301 條款對中國大陸進口品所採行之關稅行動(中方稱美方承諾將分階段取消現行加徵關稅<sup>6</sup>)

1. 美國總統川普表示<sup>7</sup>：「因為我們已達成貿易協議，原定本年 12 月 15 日(對總額約 1,560 億美元中國大陸進口品)加徵 15%懲罰性關稅，將不會實施。」(The Penalty Tariffs set for December 15th will not be charged because of the fact that we made the deal，詳下表)；
2. 另原先 9 月 1 日起 1,200 億美元中方輸美產品加徵關稅之稅率，擬由現行 15%減半至 7.5%；
3. 惟美方維持對前兩波共 2,500 億美元中國進口品(即下表 List 1 至 List 3)加徵 25%關稅。

(三)中方亦考慮不實施本年 12 月 15 日起對 750 億美元美國商品加徵 5~10%關稅，惟尚未公布修訂後加徵關稅清單。

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)

	清單名稱	進口品規模	項數	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	List 1	約 340 億美元	818 項	25% (2018.7.6)	25%(維持不變)	電子資通訊產品、機械用具、航空設備、汽車零組件
	List 2	約 160 億美元	279 項	25% (2018.8.23)	25%(維持不變)	針對「中國製造 2025」相關產品
第二波	List 3	約 2,000 億美元	5,745 項	25% (2019.5.10)	25%(維持不變)	網路通訊產品、民生消費品、機械用具、家具等
第三波* (3,000 億美元)	List 4A	約 1,114 億美元	3,229 項	15% (2019.9.1)	7.5% (尚未公布)	紡織品、鞋類、手持機電器具、印表機、電話機、電視、穿戴與消費性電子產品等
	List 4B	約 1,560 億美元	542 項	15% (2019.12.15)	15% (暫緩實施)	手機、筆電、玩具及運動用品等

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，且未剔除豁免清單。

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：根據美國商務部 Census Bureau 通關統計資料、USTR 歷次公布加徵關稅及豁免清單資料

<sup>6</sup> 中國國務院(2019)，「中方關於中美第一階段經貿協議的聲明」，新聞稿，12 月 13 日。

<sup>7</sup> Trump, Donald J. (2019), Twitter, Dec. 13, <https://twitter.com/realDonaldTrump/status/1205509146336006144>

#### (四)未來可能發展

##### 1. 關於第一階段貿易協議之簽署：

- (1) 華爾街日報指出<sup>8</sup>，美中雙方可能於明年1月初簽署正式協議，屆時不須由美中領導人簽署，而可能改由美國貿易代表 Robert Lighthizer 及中國大陸副總理劉鶴簽署，且自簽署後30天生效。
- (2) 惟國務院發布之新聞稿並未載明簽署日期，僅表示雙方將就正式簽署協議的具體安排進行協商<sup>9</sup>。
- (3) 美國貿易代表 Robert Lighthizer 受訪時表示，美方已完全同意此協議，最終是否簽署將由中國大陸當權者決定<sup>10</sup>。

##### 2. 關於第二階段貿易協議之啟動：

- (1) 川普總統於本(12)月13日在推特表示：「我們將立即就第二階段貿易協議啟動協商，而不會拖延到明年美國總統大選後才協商。」(We will begin negotiations on the Phase Two Deal immediately, rather than waiting until after the 2020 Election)
- (2) 中方則表示<sup>11</sup>，目前當務之急是優先處理美中第一階段貿易協議，至於第二階段貿易磋商將取決於第一階段協議的落實情況。

---

<sup>8</sup> 參考 Mauldin, William, Lingling Wei and Alex Leary(2019), “U.S., China Agree to Limited Deal to Halt Trade War,” *The Wall Street Journal*, Dec. 13。

<sup>9</sup> 國務院新聞稿指出，美中雙方約定，下一步雙方將各自儘快完成法律審核、翻譯校對等必要的程序，並就正式簽署協議的具體安排進行協商(參見中國國務院(2019)，「中方關於中美第一階段經貿協議的聲明」，新聞稿，12月13日)。

<sup>10</sup> 參考 CNBC (2019), “US Trade Representative Says Phase-one Trade Deal is Totally Done and will Double Exports to China in Two Years,” Dec. 15。

<sup>11</sup> 中國國務院(2019)，「國務院新聞辦就中美經貿磋商有關進展情況舉行新聞發佈會」，新聞稿，12月14日。

## 二、國內經濟及通膨展望

本行預測**本(2019)年經濟成長率為 2.60%**。展望**明(2020)年**，主要**半導體**及相關供應鏈業者**投資先進製程**與擴充產能，以及**5G 相關基礎建設**與離岸風電投資陸續進行，有助延續民間投資成長，加以**民間消費成長動能與本年相當**，均挹注內需成長動能。此外，資通訊**廠商提高在台產能配置比重**，全球半導體景氣可望回溫，有助帶動出口成長動能，本行**預測明年經濟續溫和成長**，經濟成長率預測值為 2.57%，略低於本年。

另外，本行預測本年 CPI 年增率為 0.54%。**明年基本工資調升**，將帶動相關服務類價格上揚，惟**預期國際原油等原物料價格疲軟**，且國內消費需求力道和緩，產出缺口仍然為負，**通膨展望維持溫和**，CPI 年增率預測值為 0.77%。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

### (一)國內經濟穩健成長

1. 本行預測**本年經濟成長率為 2.60%**(表 1)，內需為驅動經濟成長的主力

表 1 本年台灣 GDP 及其組成項目成長率與貢獻度預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	政府支出		存貨變動	淨外需		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	2.60	2.13	1.97	7.51	0.23	8.53	--	--	0.75	-0.37
貢獻度		1.90	1.03	1.34	0.03	0.34	-0.85	0.70	0.50	-0.21

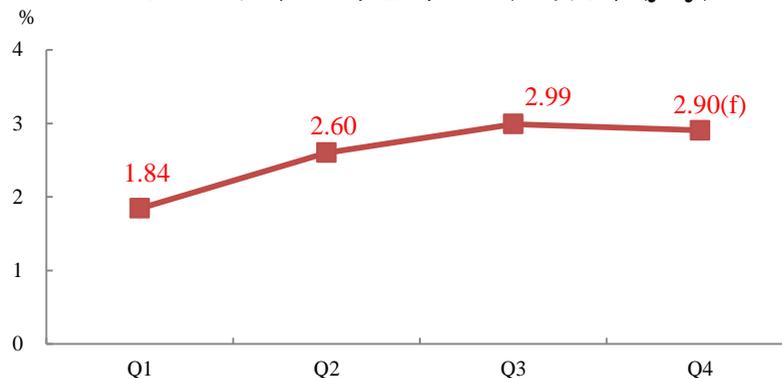
註：\*包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

## 2. 第 4 季經濟成長動能可望延續，主要機構上修本年台灣經濟成長率預測值

(1)本行預測**本年第 4 季經濟成長率**為 2.90%，**略低於第 3 季**。

圖 1 本年台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

### □ 民間消費動能溫和：主因車市、零售及餐飲銷售

熱絡，與政府續推擴大內需方案所致。

—10 月股市成交值回溫<sup>1</sup>，且新車改款及促銷活動帶動**車市**

**買氣及零售業銷售動能**(圖 2)，挹注民間消費成長力道。

—**政府續推擴大內需方案**，包括秋冬國旅補助<sup>2</sup>、**振興商圈**<sup>3</sup>

等**刺激消費**措施，均有助增添消費意願。

圖 2 零售暨餐飲業營業額與自用小客車新增掛牌數年增率



資料來源：經濟部統計處、交通部

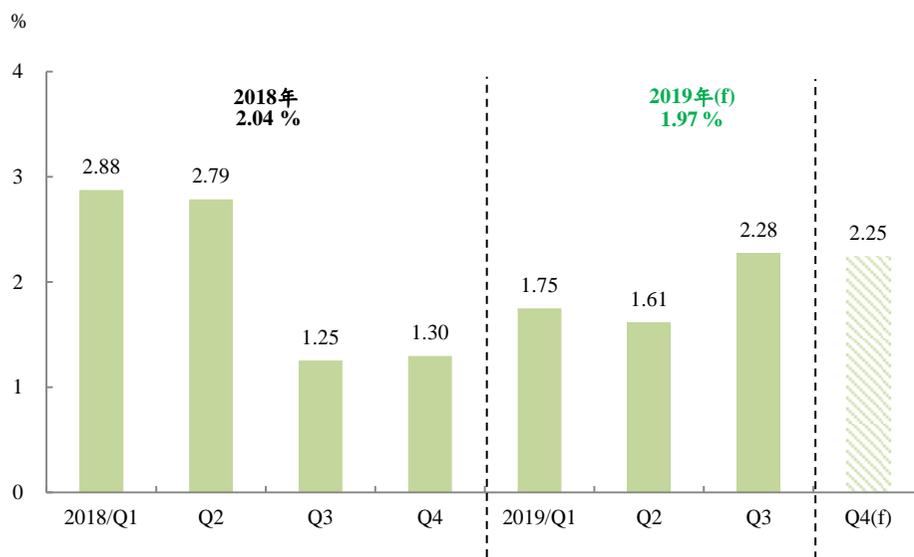
<sup>1</sup> 10 月台股集中交易市場日平均成交值年增 12.28%。

<sup>2</sup> 截至 10 月 31 日，觀光局統計旅客申請自由行住宿補助金額已逾 9.8 億元；參與旅宿業者逾 7,700 多家，約占全國比重之 63%，是歷次補助最高。交通部表示，秋冬國旅補助截止日延長至明年 1 月底。

<sup>3</sup> 行政院推動「內需型商家振興輔導方案」，鼓勵商圈小型店家與國內行動支付業者合作，吸引消費者使用行動支付購物以帶動商圈買氣，消費者每人每月最高可回饋 1,000 元；並補助店家推動線上點餐等數位服務系統，每年補助 1 萬家，每家補助 3 萬元，實施 3 年。

一惟近期國內景氣擴張動能仍緩<sup>4</sup>，上市櫃公司獲利減少<sup>5</sup>，與無薪假人數增加<sup>6</sup>等不利因素，恐抑制消費意願擴增。  
 一預測第 4 季實質民間消費年增率為 2.25%，全年則為 1.97%(圖 3)。

圖 3 實質民間消費年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>4</sup> 10 月景氣對策信號綜合判斷分數為 18 分，連續 3 個月下滑，燈號則連續 10 個月呈黃藍燈。

<sup>5</sup> 根據金管會資料，上市櫃公司 1~3 季累計稅前淨利年減 13.55%，稅後淨利年減 15.18%。

<sup>6</sup> 根據勞動部資料(12/2)，實施無薪假的事業單位共計 46 家，實施人數 2,259 人，相較 1~7 月底平均僅不到 600 人，已明顯增加。

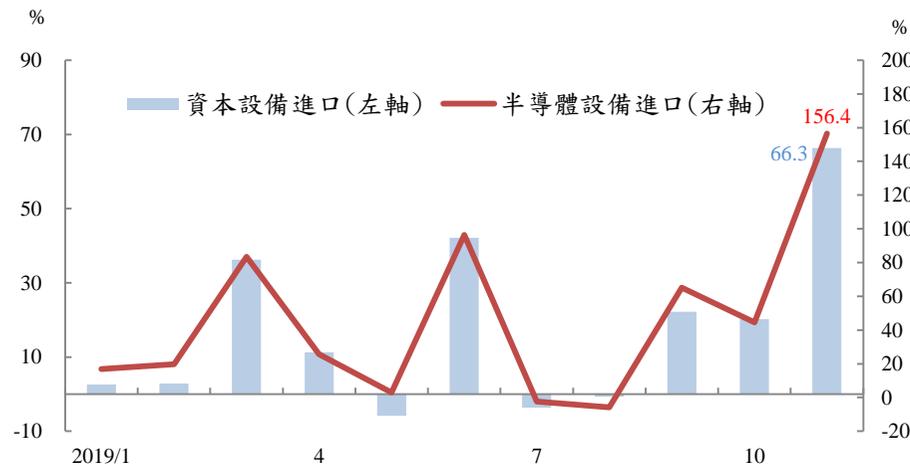
□ **民間投資動能可望增強**：主因半導體及離岸風電廠商積極擴充資本設備。

— **全球經貿情勢不確定性因素仍多**，恐影響廠商投資信心，制約民間投資成長。

— 惟主要**半導體業者**為維持製程領先，**積極擴充設備**(圖 4)，加以離岸風電設置陸續動工以及政府推動「投資台灣三大方案<sup>7</sup>」等政策，**資本設備進口連續 3 個月正成長**(圖 4)，有助挹注機器設備投資成長動能。

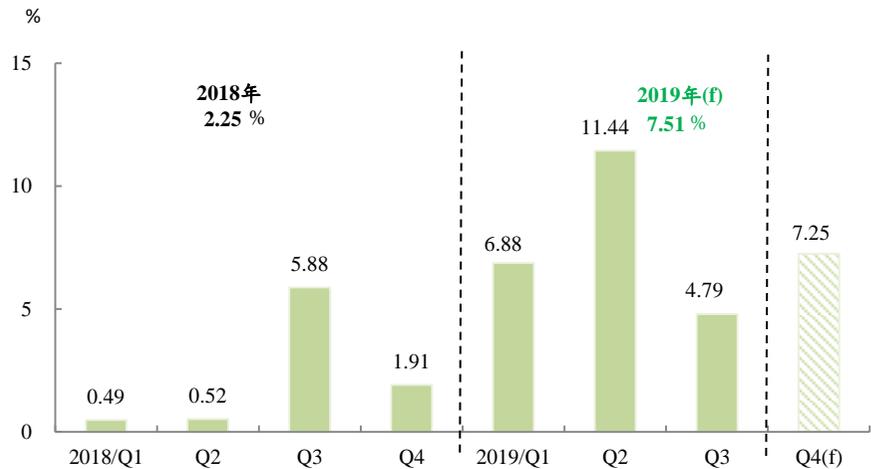
— 政府賡續推動**危老建築物重建與都市更新**等政策，可望維繫營建工程投資，預測第 4 季實質民間投資年增率升至 7.25%，全年則為 7.51% (圖 5)。

圖 4 半導體與資本設備進口年增率



註：以美元計價。  
資料來源：財政部

圖 5 實質民間投資年增率



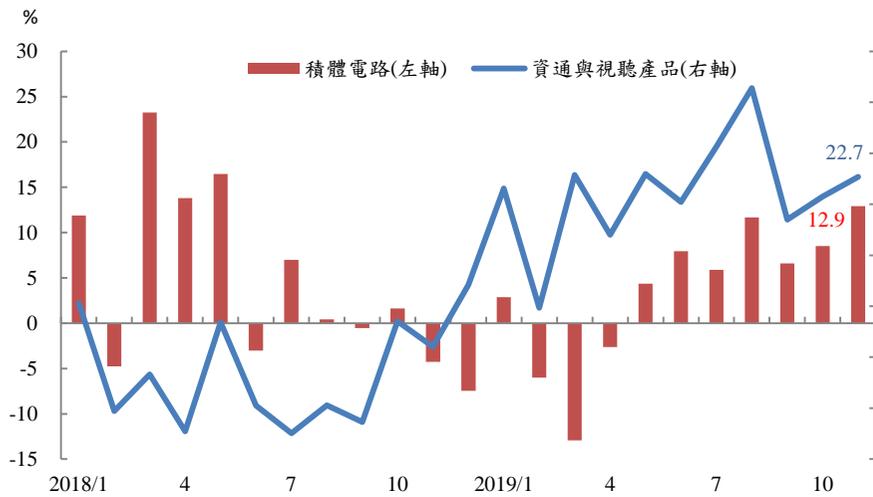
註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>7</sup> 投資台灣三大方案分別為，「歡迎台商回台投資行動方案 2.0」、「根留台灣企業加速投資行動方案」及「中小企業加速投資行動方案」。

## □ 輸出小幅成長

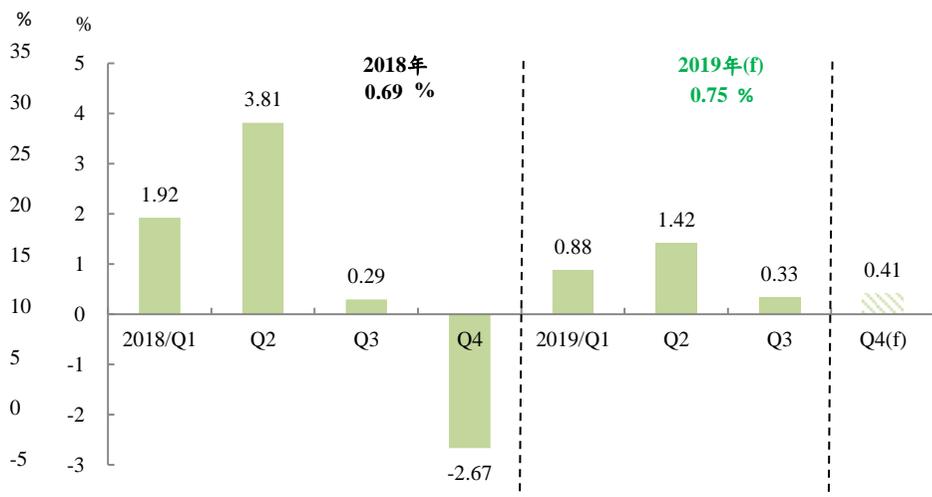
- 全球貿易量及經濟成長預測值下修<sup>8</sup>，可能使第 4 季商品出口力道放緩，加以中國大陸限縮陸客來台人數<sup>9</sup>，恐抑制輸出成長表現。
- 惟廠商**提高資通訊產品在台生產比重、轉單效應持續**，資通與視聽產品出口暢旺，益以消費性電子產品新品上市，與 5G 通訊技術等新興應用持續拓展，帶動**積體電路產品**需求，有助維繫商品出口動能(圖 6)。
- 預測第 4 季實質輸出年增率為 0.41%，略高於上季，全年為 0.75%(圖 7)。

圖 6 積體電路以及資通與視聽產品出口年增率



註：以美元計價。  
資料來源：財政部

圖 7 實質輸出年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>8</sup> 如 11 月 IHS Markit 預測 2019 年全球經濟成長率為 2.61%，較 9 月減 0.04 個百分點；10 月 IMF 預測數為 3.0%，較 7 月減 0.2 個百分點，另預測全球貿易量成長 1.1%，較 7 月減 1.4 個百分點。

<sup>9</sup> 9、10 月中國大陸來台旅客分別年減 46.80% 與 52.51%。

## (2) 主要國內外機構上修本年台灣經濟成長率預測值

國內外**機構上調本年台灣經濟成長率預測值**，主要係因前3季經濟表現優於預期，以及預期第4季民間投資熱絡所致，預測值**介於2.33%至2.64%之間**，平均為**2.47%**(表2)。

表2 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

單位:%

機構 (預測日期)	中經院 (10/18)	台經院 (11/11)	IHS Markit (11/15)	主計總處 (11/29)	Morgan Stanley (12/12)	Barclays (12/13)	BofA Merrill Lynch (12/13)	JP Morgan (12/16)	Goldman Sachs (12/16)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/19)
預測值	2.33 (↑0.27)	2.40 (↑0.28)	2.38 (↑0.41)	2.64 (↑0.18)	2.40 (↑0.60)	2.50 (↑0.10)	2.50 (↑0.80)	2.60 (↑0.50)	2.50 (↑0.30)	2.47	2.60 (↑0.20)

註：括弧內數值係與9月預測值比較之修正百分點(其中，中經院及台經院係與本年7月比較，而主計總處則與本年8月比較)。

## 3. 本行預測明年經濟成長率略低於本年

### (1) 內需續穩健成長

- 民間消費成長動能略低於本年：明年基本工資月薪與時薪續調漲<sup>10</sup>，有利維繫消費動能，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，且薪資成長幅度趨緩，**預測明年實質民間消費將溫和成長**，預測值為1.95%(表3)，與本年相近。
- 政府消費擴增：考量預期軍購增加及基期較低等因素，明年實質政府消費年增1.89%，高於本年之0.23%。

<sup>10</sup> 月薪由23,100元調高至23,800元；時薪則由150元調高至158元。

- 民間投資續穩健成長，惟動能可能趨緩：半導體業者持續投資高階製程，以及離岸風電與 5G 相關基礎建設投資陸續進行，益以政府賡續推動「投資台灣三大方案」、都市更新及危老屋重建等有利因素，有助帶動民間投資成長動能。惟廠商對未來景氣審慎看待<sup>11</sup>，加以**本年基期墊高**，預測明年實質**民間投資成長** 3.87%，低於本年之 7.51%。
- 存貨變動：預期廠商庫存去化問題逐漸改善，明年存貨變動對經濟成長貢獻為-0.01 個百分點，高於本年的-0.85 個百分點。

(2) 明年實質輸出成長將優於本年。

- 10 月 IMF 預測明年美國、日本與中國大陸等**主要國家經濟成長趨緩**<sup>12</sup>，可能抑制台灣出口成長力道。
- **惟** OECD 與 IMF 皆預測**明年全球貿易量成長優於本年**<sup>13</sup>，且全球資通訊產品供應鏈重組，**廠商調升在台產能配置**，有助延續台灣出口動能。
- 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**，且全球**半導體景氣可望回溫**，將帶動台灣相關供應鏈產品之出口成長。
- **明年實質輸出成長率**預測值為 2.46%，**高於本年**之 0.75%。

(3) 本行預測明年經濟成長率為 **2.57%**，其中**內需為經濟成長之重要驅動力**。

- **內需貢獻為 2.33 個百分點**，而淨外需貢獻為 0.24 個百分點(表 3)。

<sup>11</sup> 中經院 11 月製造業採購經理人調查之「未來 6 個月展望指數」為 49.0%，連續 7 個月呈緊縮狀態。

<sup>12</sup> 10 月 IMF 預測明年美國、日本及中國大陸經濟成長率分別為 2.1%、0.5%、5.8%(本年預測值各為 2.4%、0.9%、6.1%)。

<sup>13</sup> 11 月 OECD 預測明年全球貿易量成長 1.6%，優於本年之 1.2%；10 月 IMF 預測明年全球貿易量成長 3.2%，優於本年之 1.1%。

表 3 明年台灣經濟成長率及 GDP 各組成項目成長率與貢獻度預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	政府支出		存貨變動	淨外需		
					消費	投資*		輸出	(-)輸入	
成長率	2.57	2.62	1.95	3.87	1.89	7.79	--	--	2.46	2.51
貢獻度		2.33	1.02	0.73	0.27	0.32	-0.01	0.24	1.58	1.33

\*：包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

(4)國內外主要機構預測明年經濟成長率平均值略低於本年

展望明年，預期台灣投資動能可望延續，加以 OECD 與 IMF 皆預測明年全球貿易量成長優於本年，主要機構對**明年台灣經濟成長率**預測值介於 2.12%至 2.72%之間，**平均值為 2.41%**(表 4)。

表 4 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (預測日期)	中經院 (10/18)	台經院 (11/11)	IHS Markit (11/15)	主計總處 (11/29)	Morgan Stanley (12/12)	Barclays (12/13)	BofA Merrill Lynch (12/13)	JP Morgan (12/16)	Goldman Sachs (12/16)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/19)
預測值	2.34	2.45	2.12	2.72	2.40	2.40	2.40	2.50	2.40	2.41	2.57

#### 4. 影響明年台灣經濟表現之國內外不確定因素仍多

##### (1) 國外不確定因素

- **主要國家經濟成長減緩幅度**：預期明年美國擴張力道減緩，中國大陸、歐元區與日本經濟動能不足，將影響明年台灣出口擴張程度。
- **全球貿易爭端紛擾未解**：美國與其他國家貿易紛擾持續，美中科技戰<sup>14</sup>及日韓貿易爭端後續發展，牽動全球經貿動能擴增力道。
- **主要經濟體央行貨幣政策寬鬆力道**：牽動國際資金流向及全球股匯市波動，影響全球金融市場穩定與經濟成長動能。
- **地緣政治風險仍多**：香港「反送中」抗爭與英國脫歐等紛爭持續，南美洲政治動盪等國際政經情勢紛擾，不利全球金融市場穩定，恐影響未來民眾消費與廠商投資信心。

##### (2) 國內不確定因素

- **區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）可能簽署之衝擊**：隨印度宣布退出，中、日等 15 國預計於明年完成協定之簽署，台灣出口至 RCEP 會員國之產品未來將面臨關稅障礙，不利產品競爭力。
- **政府推出之促進民間投資方案落實程度**：如「投資台灣三大方案」之執行績效，將影響明年民間投資擴增動能。
- **轉單效果能否持續**：隨美中加徵關稅清單結構改變<sup>15</sup>，加以本年比較基期墊高，明年由中國大陸出口至美國之轉單效果恐不如本年，惟可能受惠於中國大陸高科技產業加速「去美國化」，由美國出口至中國大陸之轉單效果進而增加，兩者力道的強弱將影響明年台灣出口成長。

<sup>14</sup> 本年 11 月美國商務部再度延長華為臨時許可證，至 2020 年 2 月。

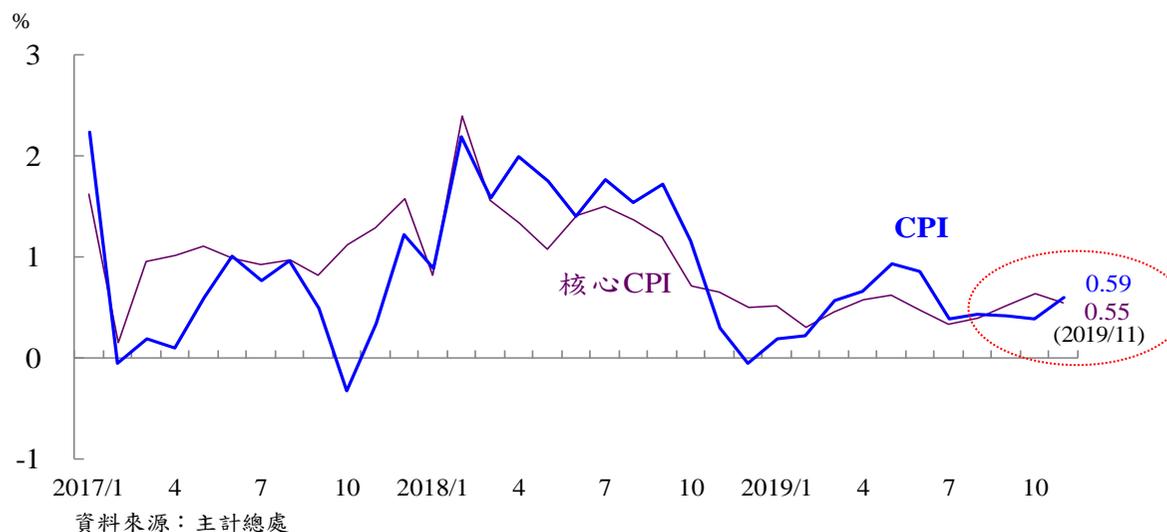
<sup>15</sup> 根據美國商務部 Census Bureau 通關統計資料、USTR 歷次公布加徵關稅及豁免清單資料加以計算，截至 8 月底，美國對中國大陸進口品加徵關稅之已生效清單中，5 成以上集中於中間財；9 月起生效的第三波 A 清單產品中，消費財的比重近 6 成。

## (二)當前通膨率低而穩定，明年通膨展望仍屬溫和

### 1. 當前通膨率維持低而穩定

(1) 本年下半年，由於國內外需求疲弱，國際**原油**等原物料**價格下跌**，國內油料費、通訊費等價格調降，重要民生物資價格漲幅大幅縮減<sup>16</sup>，通膨率維持低而穩定，至本年**11月**消費者物價指數(CPI)年增率為**0.59%**；不含蔬果及能源之**核心CPI**年增率則為**0.55%**(圖8)。

圖8 CPI與核心CPI年增率

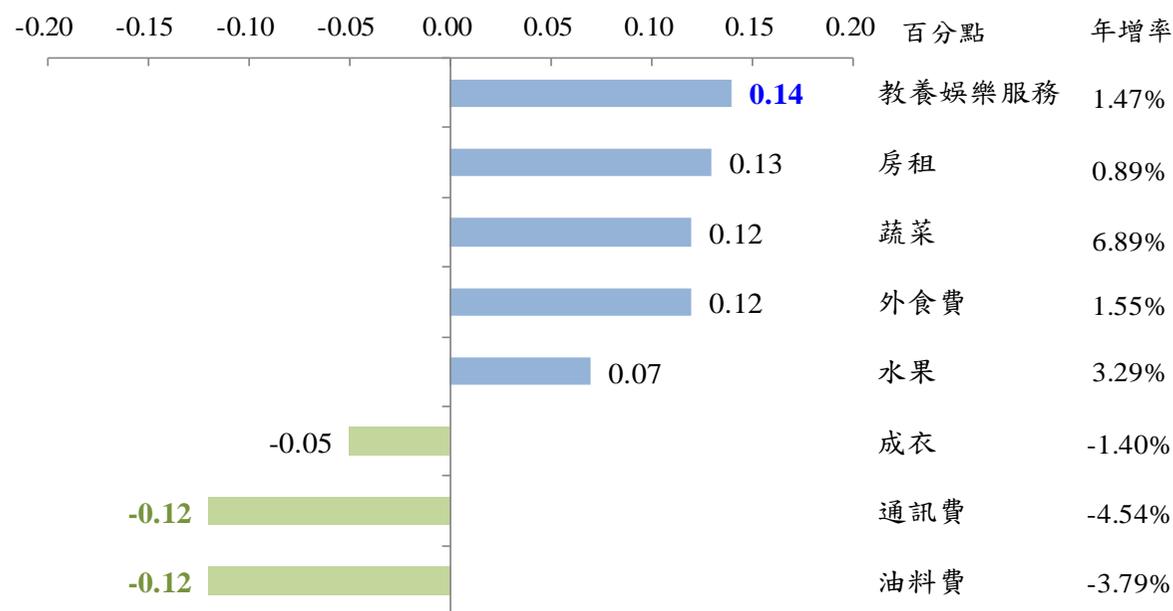


<sup>16</sup> 本年初以來，17項重要民生物資CPI年增率呈下降趨勢，至**11月**降為**-0.78%**，係2016年4月以來最低；1至11月平均降為0.71%(上年為3.29%)。

(2)1至11月平均CPI年增率為0.51%，核心CPI年增率則為0.49%。

- 上漲主因：旅遊團費調漲致**教養娛樂服務費**上漲1.47%，加上**房租**緩步上漲0.89%，以及**蔬菜**價格與**外食費**分別上漲6.89%、1.55%，合計使CPI年增率上升約**0.51**個百分點(圖9)。
- 下跌主因：**油料費**、**通訊費**及**成衣價格**下跌，合計使CPI年增率下降**0.29**個百分點(圖9)，抵銷CPI部分漲幅。

圖9 影響本年1至11月CPI年增率主要項目  
(對CPI年增率之貢獻)

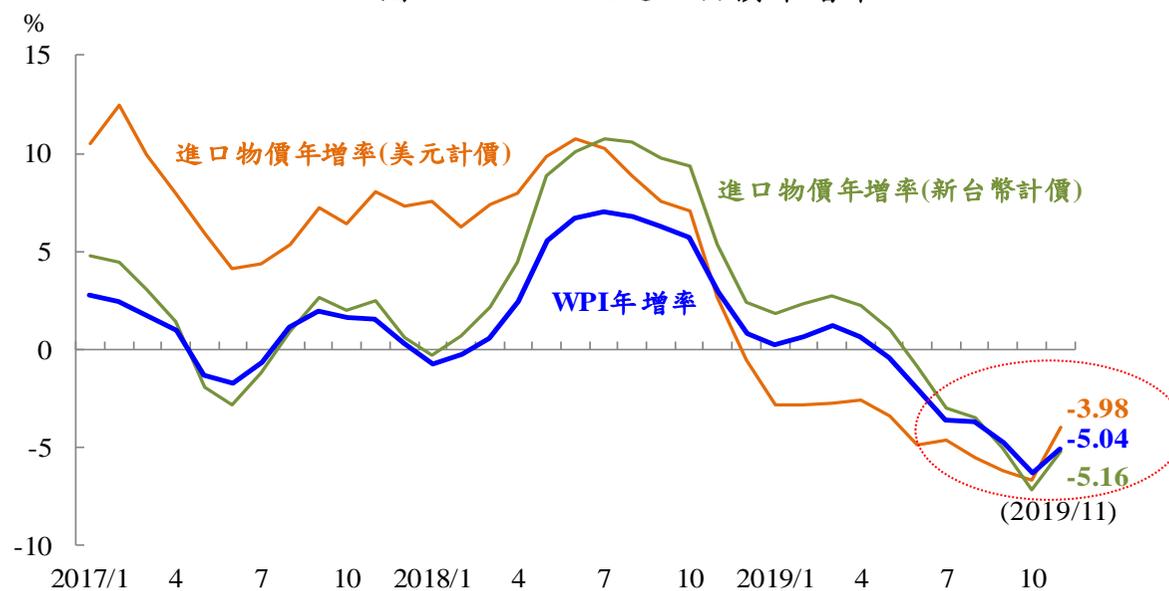


資料來源：主計總處

## 2. 進口物價維持下跌趨勢，主要機構下修 CPI 年增率預測值，通膨展望溫和

(1)由於全球經濟成長趨緩，國際原油等商品行情疲軟，國內進口物價維持下跌趨勢，至本年 11 月以新台幣計價之進口物價指數年增率為-5.16%，躉售物價指數(WPI)年增率則為-5.04%(圖 10)，帶給通膨率下降壓力。

圖 10 WPI 及進口物價年增率



資料來源：主計總處

(2)本年 12 月，由於蔬菜正值冬季盛產期，價格續跌，加以部分服飾年終降價促銷，預期 **CPI 續較上月下降**；本行預估 **第 4 季** CPI 年增率為 **0.63%**，**全年**則為 **0.54%**，**核心** CPI 年增率為 **0.49%**(表 5)。

(3)明年雖然基本工資續調升，將帶動外食費等相關服務類價格上揚，惟預期全球景氣走緩，國際**原油**等原物料**價格疲軟**<sup>17</sup>，進口物價下跌，加以**國內需求溫和**，**通膨展望平穩**。

—央行預測**明年 CPI**及**核心 CPI**年增率分別為 **0.77%**、**0.70%**(表 5)。

表 5 央行對本年及明年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測

單位：%

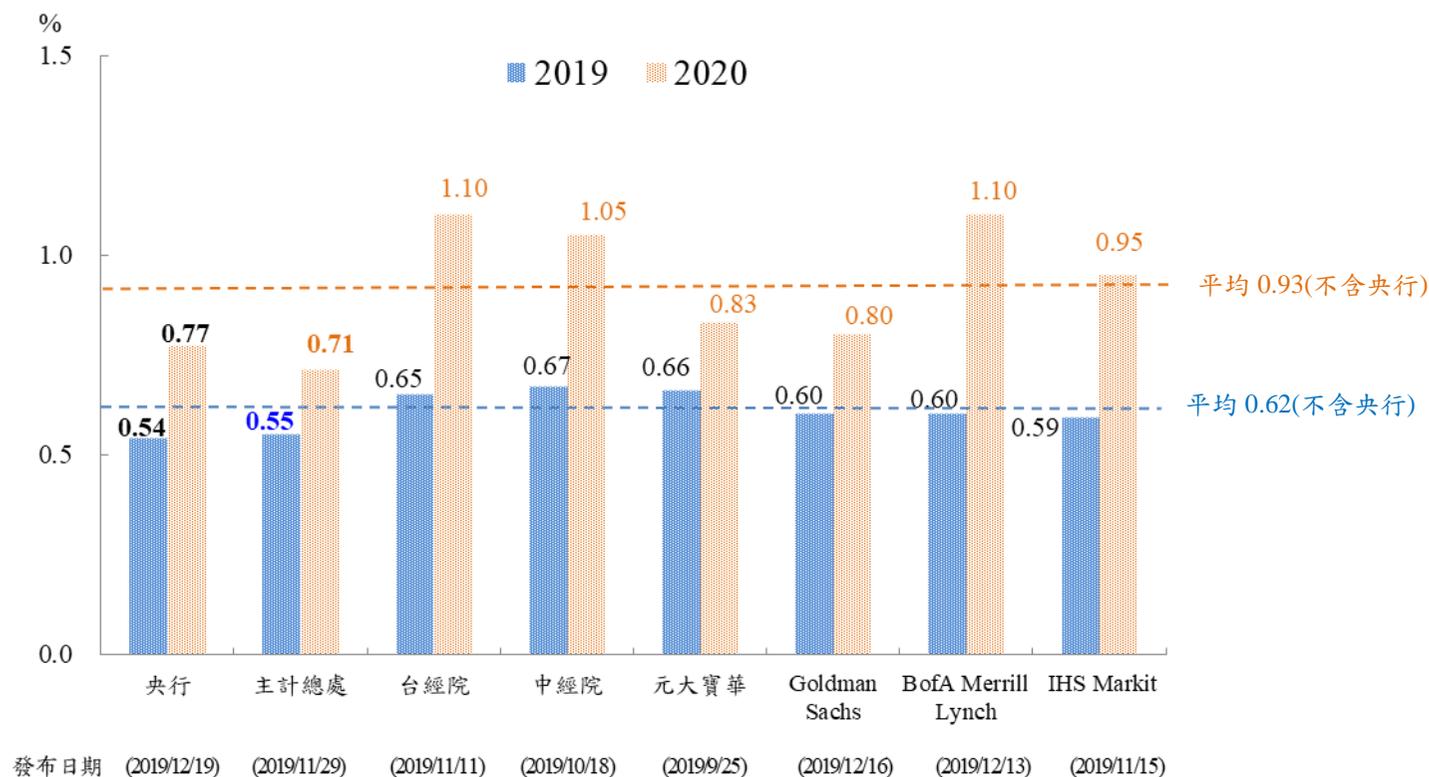
	2019年					2020年
	第1季 (實際值)	第2季 (實際值)	第3季 (實際值)	第4季 (預測值)	全年 (預測值)	全年 (預測值)
CPI年增率	0.33	0.81	0.41	<b>0.63</b>	<b>0.54</b>	<b>0.77</b>
核心CPI年增率	0.42	0.56	0.41	<b>0.58</b>	<b>0.49</b>	<b>0.70</b>

資料來源：主計總處、中央銀行

<sup>17</sup> 本年 11 月，主要機構預測明年布蘭特(Brent)油價平均值由 10 月之每桶 62.2 美元下修為 60.0 美元，低於本年之 63.8 美元。

(4)近期主計總處、台經院及 IHS Markit 等機構陸續下修台灣 **CPI** 年增率預測值，本年**平均**為 **0.62%**，**明年平均**為 **0.93%**(預測值則介於 0.71%~1.10%)(圖 11)，**通膨展望仍屬溫和**。

圖 11 主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率之預測



(5)IHS Markit 預測主要國家明年通膨率多略高於本年，且台灣物價相較主要國家平穩(表 6)。

表 6 主要國家 CPI 年增率

單位：%

地區別	2016年	2017年	2018年	2019年1-11月*	2019年11月	IHS Markit預測	
						2019	2020
全球	2.35	2.69	2.92	-	-	2.60	2.65
美國	1.27	2.12	2.45	1.74	-	1.81	1.94
歐元區	0.24	1.48	1.73	1.18	1.00	1.22	1.15
瑞士	-0.43	0.53	0.93	0.42	-	0.35	0.07
日本	-0.12	0.48	0.99	0.44	-	0.54	0.45
中國大陸	2.01	1.55	2.13	2.58	-	2.82	3.08
<b>台灣</b>	<b>1.39</b>	<b>0.62</b>	<b>1.35</b>	<b>0.51</b>	<b>0.59</b>	<b>0.59</b>	<b>0.95</b>
南韓	0.96	1.95	1.53	0.37	0.20	0.40	1.09
香港	2.42	1.48	2.42	2.87	-	2.88	2.05
新加坡	-0.53	0.59	0.44	0.56	-	0.59	1.34
印尼	3.53	3.81	3.20	3.06	3.00	3.06	3.34
馬來西亞	2.09	3.88	0.98	0.61	-	0.79	2.24
菲律賓	1.26	2.86	5.20	2.50	1.30	2.43	2.86
泰國	0.19	0.67	1.06	0.69	0.21	0.65	0.85
越南	2.67	3.53	3.54	2.57	3.52	2.30	3.21

資料來源：各國政府統計、IHS Markit (2019.11.15)

\*：尚未發布11月資料之國家或地區係1-10月平均值。

### 三、星、韓、港採行房貸成數上限實施情況之介紹

為防範房價泡沫及維護金融穩定，國際間**廣泛運用貸款成數**(Loan to Value Ratio, LTV)上限規定。例如：**新加坡、南韓及香港長期採行**，隨房市景氣波動機動調整，在房市景氣**熱絡時緊縮** LTV 上限，抑制貸款成長；景氣**衰退時則放寬**規定，維持貸款成長；**平時則維持適當上限**，控管貸款風險；並**搭配其他貸款限制與租稅措施**。本文**探究該三個經濟體採行 LTV 上限規定之實施情況**，以供參考。

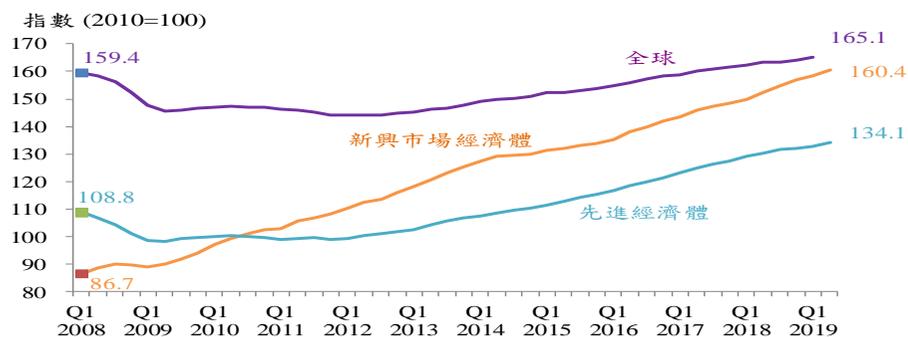
#### (一)近年隨全球房價走升，各國廣泛採行 LTV 上限規定

##### 1. 全球房價走升，金融機構對家計部門放款亦走高

(1)由於全球資金充裕，**各國房價多走高**。IMF 編製之 2019 年第 1 季全球房價指數、國際清算銀行(BIS)編製之 2019 年第 2 季**先進與新興市場經濟體房價指數均抵新高**(圖 1)，其中，**香港等 28 個經濟體**房價指數已抵新高<sup>1</sup>，以**菲律賓**年漲 20%，漲幅最大。

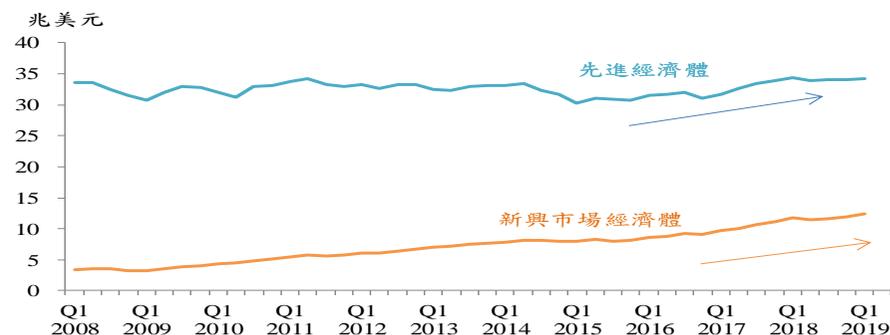
(2)依據 BIS 統計，先進與新興市場經濟體金融機構**對家計部門放款餘額**(主要為**住宅抵押貸款**)亦擴增(圖 2)。

圖 1 全球房價指數



註：全球係IMF以平均加權資料，先進與新興市場經濟體係依BIS加權資料。  
資料來源：IMF「Global Housing Watch」、BIS「選定住宅價格指數」

圖 2 金融機構對家計部門放款餘額



資料來源：BIS「金融機構對家計部門授信統計」

<sup>1</sup> 依據 BIS 之選定住宅價格指數，2019 年第 2 季名目房價指數抵新高者，包括中國大陸、香港、印尼、印度、菲律賓、泰國，以及奧地利、比利時、哥倫比亞、捷克、德國、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、匈牙利、冰島、盧森堡、墨西哥、荷蘭、挪威、波蘭、葡萄牙、斯洛伐克、土耳其、美國、歐元區及南非等 28 個經濟體。

## 2. 為防範房價泡沫及維護金融穩定，國際間廣泛且持續採行 LTV 上限規定，並隨房市景氣波動調整

(1)2008 年全球金融危機後，房價走升，金融市場波動加劇。為維護金融穩定，國際咸認宜採行總體審慎政策(Macroprudential Policy)<sup>2</sup>，其政策工具包括多種金融監理工具與租稅措施等政策組合，其中，針對家計部門放款(主要為購屋貸款)工具為重要一環<sup>3</sup>(表 1)。

一家計部門放款工具的政策傳遞管道，係透過限制貸款人信用(如調降 LTV 上限)與要求金融機構增提資本準備等工具，並隨房市景氣波動彈性調整<sup>4</sup>：

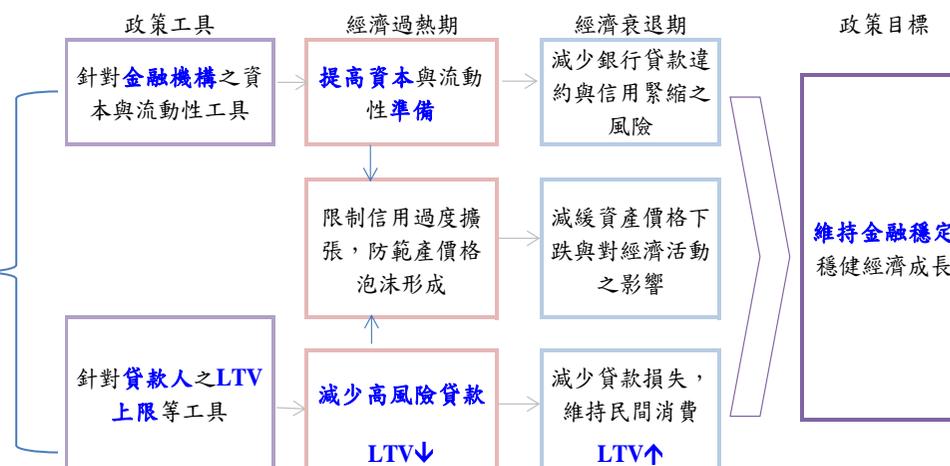
- ①在景氣過熱時，調降 LTV 上限，限制信用過度擴張；並要求金融機構增提資本與流動性準備，以增加資本緩衝。
- ②在景氣衰退時，則放寬 LTV 上限等規定，以減緩房價下跌與對經濟活動之影響(圖 3)。

表 1 總體審慎政策工具組合

總體審慎政策工具	採行次數 (次)	占總採行次數比率(%)
廣泛性工具(包括逆景氣循環資本準備(countercyclical capital buffer)、資本保守準備(capital conservation buffer)等資本工具與金融機構槓桿比率上限等)	262	17%
針對家計部門放款工具(如設定LTV上限、貸款負擔率(DTI)上限等)	355	23%
針對企業部門放款工具(如限制特定產業貸款)	127	8%
針對銀行流動性與外匯工具(如流動比率規定)	494	32%
針對非銀行機構措施(如對證券化商品與融券限制)	146	9%
結構性政策工具(如對系統性重要金融機構之資本準備規定等)	176	11%
合計	1,560	100%

資料來源：Sahay, Ratna(2019)

圖 3 有關 LTV 上限等對家計部門放款工具之傳遞管道



資料來源：Ovenden, Piers (2019)

<sup>2</sup> 總體審慎政策，係以遏止系統性風險，增強金融體系韌性，維護金融穩定為政策目標。詳見 IMF (2013), “Key Aspects of Macroprudential Policy”, *IMF Policy Paper*, June; IMF-FSB-BIS (2016), “Elements of Effective Macroprudential Policies-Lessons from International Experience”, *Note to G20*, Aug.。

<sup>3</sup> 見 Sahay, Ratna (2019), “International Experience with Macroprudential Policy”, Presentation on Fourth ESRB Annual Conference, Frankfurt am Main, Sept. 26-27; 以及 IMF (2018), “The IMF’s Annual Macroprudential Policy Survey—Objectives, Design and Policy Responses”, *IMF Policy Paper and Note to G20*, Apr.。

<sup>4</sup> 見 Ovenden, Piers (2019), “Macroprudential Policy Framework Mitigating the likelihood and Severity of Boom-bust Cycles”, Reserve Bank of New Zealand, May。

(2)記取美國次貸風暴教訓，國際咸認針對高風險住宅抵押貸款(如擔保品位於房價漲幅較大地區、高價或非自住用住宅、借款人尚有未攤還貸款餘額者)，應適用較嚴格之貸款條件(如適用較低LTV上限)<sup>5</sup>。

(3)主要國家採行對家計部門放款相關規定之政策工具，主要包括明定LTV上限、貸款負擔率上限、最長貸款年期、調整家計部門借款之信用風險權數，以及租稅措施等；其中，以採行LTV上限措施者最多次<sup>6</sup>(表2)。

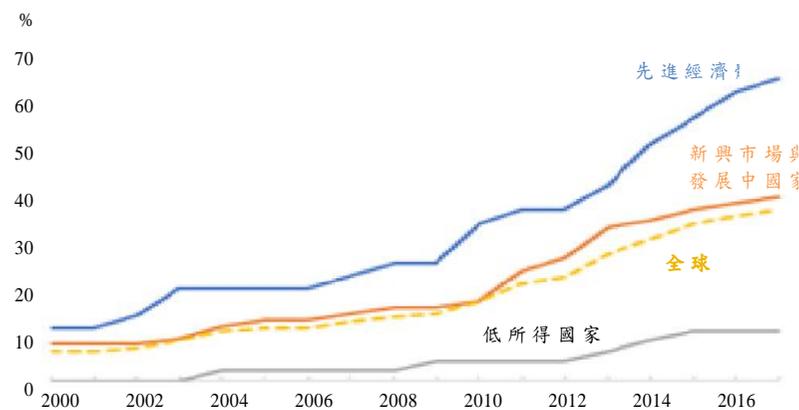
—2010年以來，因房價暴漲暴跌易危及金融穩定與經濟成長，各國多採行LTV上限規定(圖4)；2017年底，64%先進經濟體因不動產抵押貸款占授信比重較高<sup>7</sup>，業已採行。

表2 採行針對家計部門放款之政策工具組合分配比

針對家計部門放款工具	採行次數 (次)	占總採行次數 比率(%)
<b>LTV上限</b>	<b>64</b>	<b>18%</b>
貸款所得比(loan-to-income ratio)上限	14	4%
貸款負擔率(debt-servicing-to-income ratio, DTI)上限	50	14%
明定最長貸款年期	33	9%
計提資本適足率時對家計部門放款之風險權數規定	53	15%
對無擔保貸款設限	31	9%
設定外幣計價貸款上限	20	6%
其他(含租稅措施等)	90	25%
小計	355	100%

資料來源：Sahay, Ratna(2019)

圖4 採行LTV上限規定之國家占比  
(以所得別區分)



資料來源：Eugenio Cerutti, Stijn Claessens, Luc Laeven(2018)

<sup>5</sup> 見 Financial Stability Board (2012), “FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices”, April。

<sup>6</sup> 同註3，表2中，對家計部門放款政策工具中之其他項最多，惟因其性質差異大，無法歸類。

<sup>7</sup> 見 Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, Luc Laeven (2018), “The Increasing Faith in Macroprudential Policies”, VOX, CEPR Policy Portal, September。

(<https://voxeu.org/article/increasing-faith-macroprudential-policies>)；以及 Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens, Luc Laeven (2017), “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence”, *Journal of Financial Stability* 28: 203–224 之更新資料。

(4)由於各國房市與不動產貸款市場發展情況不同，目前國際間與LTV有關規定大致可區分為三大類：

一**明定LTV上限**，並依**借款人**、**擔保品**與**貸款特性**，設定**差別上限**(如表3)。

例如：依不動產擔保品價格別的紐西蘭、台灣、香港、南韓、印尼；

依借款人未償還貸款筆數別的香港、新加坡、南韓、中國大陸、馬來西亞及印尼。

表3 亞太地區採行LTV上限之貸款分類條件

			新承做住宅抵押貸款									新承做 商用不 動產(含 土地)抵 押貸款	
			借款人特性		擔保品特性				貸款特性				
			身分	年齡	擔保品價格 (或借款金 額)別	地區別	持有 屋數	用途別 (自用、 投資用)	建物類型 (公寓或透 天厝)	貸款 年期	未償還貸款筆數		
								第2筆	3筆以上				
亞太 地區	先進 經濟 體	紐西蘭			●	●		●					
		台灣			●	●							●
		香港	●		●			●		●	●	●	●
		新加坡	●	●					●	●	●	●	
		南韓			●	●			●	●	●	●	
	新興 市場 經濟	中國大陸				●	●				●	●	●
		馬來西亞	●									●	
		印尼			●			●		●	●		

註：本表依已採行LTV上限規定之歷年措施分類標示。

資料來源：本表整理自IMF iMAPP資料庫及本行法規資料庫

一計算資本適足率時，依LTV適用不同信用風險權數。

例如，以色列自2010年10月起，針對新承做高成數(LTV大於60%)或貸款金額高於80萬以色列幣之住宅抵押貸款適用之信用風險權數為100%；2018年起，高成數住宅抵押貸款風險權數降為60%。

一限制新承做高成數貸款占新承做貸款總額比率上限。

例如，紐西蘭自2013年10月起，明定新承做高成數(LTV大於80%者)住宅抵押貸款比率上限為10%；嗣後3度調整相關規定，2018年起，自住用高成數(LTV大於80%者)與投資用高成數(LTV大於65%)住宅抵押貸款之上限分別為15%與5%。

## (二)新加坡、南韓、香港長期採行 LTV 上限規定，隨房市景氣變化機動調整

1. 新加坡自 1996 年 5 月起，持續採行 LTV 上限規定<sup>8</sup>，其間一度放寬規定；2010 年起，6 度加強控管

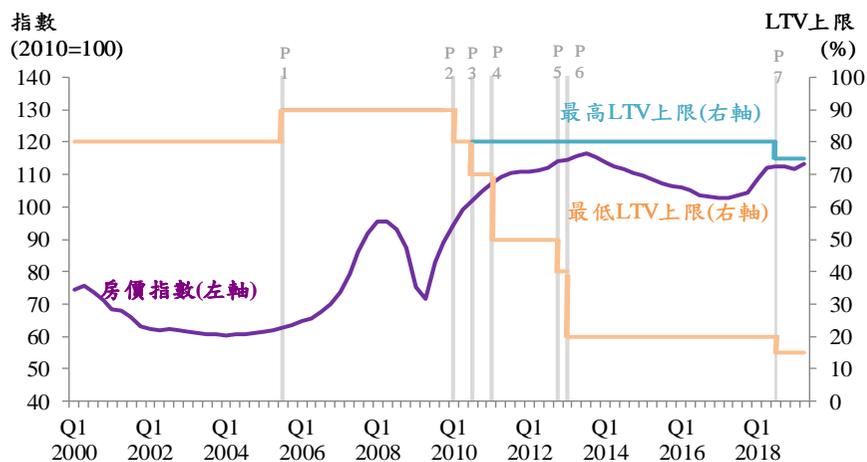
(1)1996 年 5 月至 2005 年 6 月，新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)對銀行新承做購置住宅貸款之 LTV 上限為 80%；2005 年 7 月放寬為 90%，2010 年 2 月回降為 80%。

(2)2010 年 8 月起，隨房價上漲，LTV 上限規定改依貸款筆數別差異管理，並增加貸款分類及調降 LTV 上限(圖 5、附錄 1)。

—2011 年 1 月起，陸續調降個人申貸第 2 筆以上及非個人購屋貸款 LTV 上限；且自 2012 年 10 月起，明定貸款年期最長為 35 年(2013 年 8 月降為 30 年)或貸款年期超過貸款人 65 歲(即長年期貸款)，若個人貸款年期屬長年期，則依其原適用之 LTV 上限，再降 20%。

—針對個人申貸第 1 筆貸款且未超過最長貸款年期者，適用最高 LTV 上限，2010 年 2 月以來維持為 80%，2018 年 7 月起降為 75%。

圖 5 新加坡房價指數、最高與最低 LTV 上限



註：P1-P7 為調整 LTV 措施時點，以灰線表示。

資料來源：BIS「選定住宅價格指數」、新加坡金融管理局(MAS)網站

措施	生效年/月	購置住宅貸款 LTV 上限規定* 歷次主要調整內容	LTV 上限	
			最高	最低
P1	2005/7	調高 LTV 上限	90%	
P2	2010/2	調降 LTV 上限	80%	
P3	2010/8	LTV 上限依持有貸款筆數別，分 2 類：第 1 筆維持 80%，第 2 筆以上則降為 70%	80%	70%
P4	2011/1	LTV 上限依對個人貸款筆數與非個人貸款，共分 3 類：對個人第 1 筆貸款維持 80%，第 2 筆以上貸款之 LTV 上限降為 60%；對非個人貸款(不分持有筆數)則一律降為 50%	80%	50%
P5	2012/10	LTV 上限分類新增貸款年期別，共 5 類：對個人第 1 筆、第 2 筆以上貸款，若其貸款年期超過 35 年者，則依其原適用之 LTV 上限，再降 20%；對非個人貸款則降至 40%	80%	40%
P6	2013/1	LTV 上限分類再細分為 7 類：對個人第 2 筆、第 3 筆以上貸款之 LTV 上限分別降為 50% 及 40%；若貸款年期超過 30 年，則第 1 筆、第 2 筆、第 3 筆以上分別降為 60%、30% 及 20%；對非個人貸款則續降至 20%	80%	20%
P7	2018/7	調降各類住宅抵押貸款之 LTV 上限	75%	15%

\*本表未包括新加坡政府興建住宅(租屋)貸款限制措施。

<sup>8</sup> 同時，採行現金首付款比率下限規定，2010 年 8 月起，有 1 筆以上未償還住宅貸款者之現金首付款比率下限提高為 10%；2013 年 1 月起提高為 25%。

(2)新加坡銀行新承做購置住宅貸款之現行LTV上限規定，以對個人第3筆以上貸款及非個人貸款之條件最嚴格(表4、附錄1) —對個人第1筆、2筆、3筆以上購置住宅貸款之LTV上限分別降為75%、45%、35%；若貸款年期超過30年者，則分別降為55%、25%、15%；非個人購置住宅貸款則不分持有借款筆數，一律適用LTV上限15%。

表4 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

3. 南韓自 2002 年 9 月起，持續採行 LTV 上限規定，其間多次隨房市景氣波動調整；2017 年以來，持續加強控管

(1)2002 年 9 月以來，南韓針對新承做購置住宅貸款之 LTV 上限規定，主要依受規範地區別及金融機構別，採差異化管理。

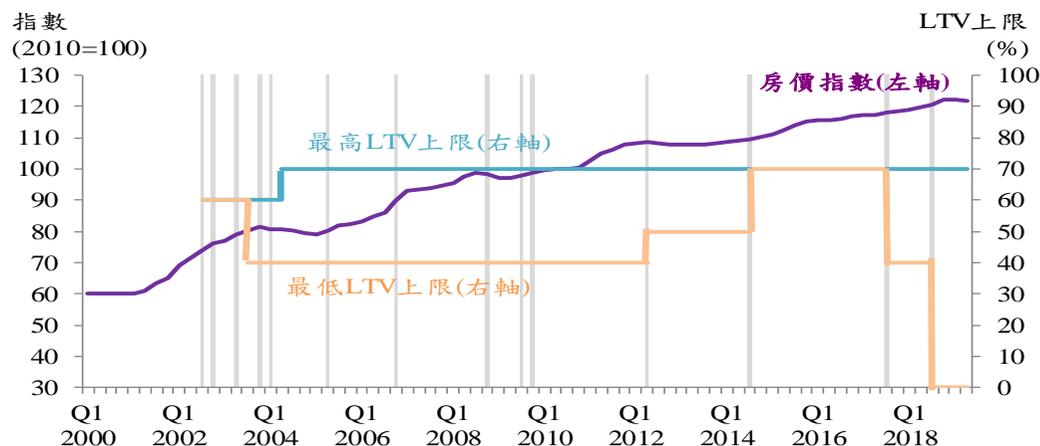
—2002 年 9 月至 2014 年 7 月，依擔保品或貸款特性陸續增加貸款分類<sup>9</sup>，並彈性調整其適用之 LTV 上限；

LTV 上限分類眾多，擔保品非位於投機地區(如首爾特定行政區)與指定地區(如大首爾等都會區)之 LTV 上限最高；擔保品位於投機地區並符合一定貸款條件者之 LTV 上限較低(圖 6、附錄 2)。

—南韓金融監理局(Financial Supervisory Service, FSS)分別於 2004 年 3 月、2008 年 11 月、2012 年 5 月及 2014 年 8 月，4 度放寬 LTV 規定，主要係調整 LTV 上限之適用範圍(例如，2014 年 8 月放寬規定，所有金融機構新承做購置住宅貸款之 LTV 上限，全國一體適用 70%)。

—2017 年 8 月起，恢復 LTV 上限差異化管理，並加強控管位於首爾投機地區、持有高價住宅或多屋族貸款風險。

圖 6 南韓房價指數、最高與最低 LTV 上限



註：以灰線表示調整LTV措施時點，2002年9月以來，共調整11次。

資料來源：BIS「選定住宅價格指數」、南韓金融監理局(FSS)網站

最高 LTV 上限	最低 LTV 上限
適用於投機地區(如首爾特定行政區)與指定地區(如大首爾等都會區)以外者： 2002 年 9 月為 60% 2004 年 3 月迄今均為 70%	適用於投機地區，並符合一定條件貸款： 2002 年 9 月為 60%，其後，於 40% 至 50% 間彈性調整； 2014 年 8 月放寬為全國一體適用 70%； 2017 年 8 月依借款人擁屋數別，上限共分 6 類，最低上限降為 40% 2018 年 9 月起，禁止多屋族申貸，其 LTV 降為 0%

<sup>9</sup> 2003 年 5 月增加年期別；同年 10 月新增建築類別(公寓、獨棟透天厝)；2004 年 3 月針對 10 年期以上貸款再區分本金還款方式別，2005 年 6 月新增價格別(高價住宅認定標準為 6 億韓元以上者)。

(2)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**。

一購置住宅貸款之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、京畿道等都會區)、**其他地區**(投機地區或指定地區以外)，分別為**40%、60%及70%**。

一為**加強控管投機地區貸款**風險，針對申貸**購買投機地區房屋**者，除**適用較低LTV上限(40%)**，並**嚴禁多屋族<sup>10</sup>申貸(LTV上限降為0%)**，且限制**高價住宅貸款**僅供**自家用**(表5、附錄2)。

表5 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
<b>0%</b>	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
<b>40%</b>	購屋出租企業(禁買高價住宅)
高價住宅貸款限自家用	
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

<sup>10</sup> 持有1屋以上者。

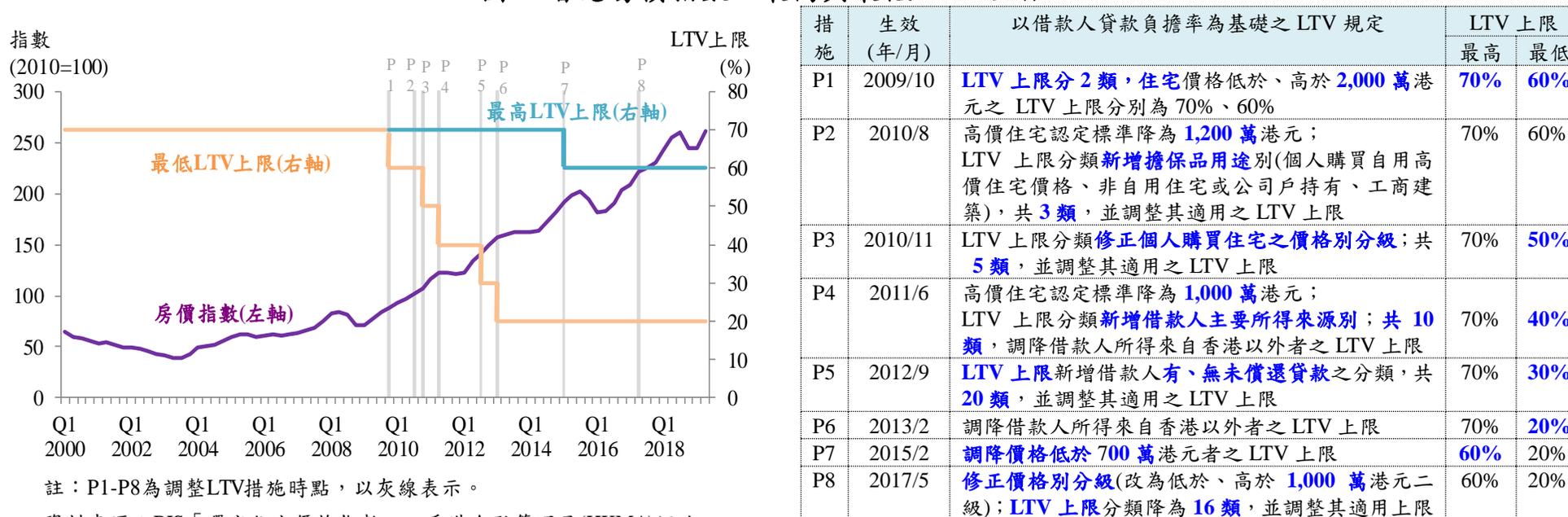
### 3. 香港自 1991 年起，持續採行 LTV 上限規定；近 10 年 8 度調整加重控管力道，惟規定較為複雜

(1)1991 年至 2009 年 10 月 23 日，香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority, HKMA)明定**抵押貸款**(擔保品含住宅及工商建築等)之**LTV 上限為 70%**。2009 年 10 月起改採**差異化管理**，**逐漸擴大規範範圍**(如調降高價住宅認定標準)，**LTV 上限分類日趨複雜，且條件更嚴格**(圖 7、詳附錄 3)。

—2009 年 10 月以前，香港針對不動產**抵押貸款**，適用**單一 LTV 上限(70%)**。

—2009 年 10 月起，**加強控管個人購買高價住宅**(價格高於**2,000 萬港元**)者，之後陸續**調降高價住宅認定標準至 1,000 萬港元**及其 LTV 上限；並**逐漸增加 LTV 上限分類**<sup>11</sup>，**加強控管借款人主要所得來自香港以外**，尚有**未償還貸款餘額者**之貸款風險，並對**購買非自用住宅或工商建築者較嚴格**。

圖 7 香港房價指數、最高與最低 LTV 上限



<sup>11</sup> 2010 年 8 月起，新增以借款人資產淨值為基礎之分類；2011 年 6 月新增借款人主要所得來源、不動產類別及用途別；2012 年 9 月新增貸款筆數別。

(2)香港銀行新承做**抵押貸款** LTV 上限現行規定，區分為以借款人貸款負擔率(DTI)為基礎及以借款人資產淨值為基礎<sup>12</sup>兩類。

一以**借款人貸款負擔率為基礎**之 LTV 上限規定複雜，以對**借款人主要所得來自香港以外**，且有**未償還貸款餘額者最嚴格**(表 6、附錄 3)。

①擔保品為住宅者之 LTV 上限：以購買**低於 1,000 萬**港元自用住宅，**借款人主要所得來自香港**，且**無未償還貸款餘額者**之**60%最高**；以購買**高於 1,000 萬**港元自用住宅，**借款人所得來自香港以外**，且有**未償還貸款餘額者**、購買**非自用住宅**或由**公司戶持有者**之**30%最低**。

②擔保品為**工商建築**或**停車位**者 LTV 上限：以**借款人主要所得來自香港**，且**無未償還貸款餘額者**之 LTV 上限**40%最高**；以**借款人主要所得來自香港以外**，且有**未償還貸款餘額者**之**20%最低**。

一以**借款人資產淨值為基礎**之 LTV 上限規定分類較少，依借款人**未償還貸款餘額情況**及**擔保品別**而異(表 6、附錄 3)：  
以**借款人無未償還貸款餘額者**，申貸購買**住宅者**之**40%最高**；**借款人有未償還貸款餘額**，購買**工商建築者**之**20%最低**。

表 6 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

<sup>12</sup> 以借款人貸款負擔率為基礎之信用評等，主要考量借款人之所得；以借款人資產淨值為基礎則考量借款人之所得，以及持有金融資產、不動產等各項資產。

### (三)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

1. LTV 上限規定有助維護金融穩定，惟對高資產族影響有限，且無法有效規範來自境外買家之投資行為，仍有侷限性。
2. 為穩定房市，新加坡、香港、南韓除積極運用 **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**廣續推動制度興革**(表 7)。

供給，並廣續推動制度興革(表 7)。

(1)為抑制借款需求，**香港、新加坡及南韓**均採行**明定 LTV 上限及貸款負擔率<sup>13</sup> 上限措施**；**新加坡**明定**貸款年期最長為 30 年**、**南韓**明定**貸款寬限期最長 1 年**；香港亦要求金融機構提高抵押貸款相關之資本準備。

(2)為減緩**現金購屋**或**境外買家**需求，**香港、新加坡**均**加重買家或賣家交易印花稅負**；**南韓**則**加重持有多屋族稅負<sup>14</sup>**。

(3)為協助**中低收入戶**解決居住問題，2010 年以來，**香港、新加坡及南韓**均**擴建公營平價住宅或出租住宅**，擴增住宅供給。

3. 根據**新加坡與香港實證研究<sup>15</sup>**結果，以租稅工具對抑制房市交易價量成效較佳，且若租稅工具搭配借款限制措施，則**成效更加顯著**。

表 7 2010 年以來，新加坡、南韓、香港之房市調控措施

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 <b>LTV 上限</b>	✓	✓	✓
		設定 <b>貸款負擔率(DTI)上限</b>	✓	✓	✓
		設定 <b>總債務負擔比率(TDSR)上限</b>	✓		試行
		明定 <b>最長貸款年期(或寬限期)</b>	✓	✓	
	租稅工具	調整不動產貸款相關 <b>資本準備規定</b>			✓
		<b>加重</b> 不動產 <b>交易稅負</b>	✓	✓	✓
	<b>調高</b> 不動產 <b>持有稅之稅率</b>	✓	✓		
供給面	擴建公營 <b>平價住宅或出租住宅</b>	✓	✓	✓	
制度面	<b>限制</b> 境外投資	✓		✓	
	<b>提升</b> 不動產 <b>資訊透明度</b> (不動產交易 <b>實價登錄</b> )	✓		✓	

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

<sup>13</sup> 香港貸款負擔率規定，除須符合依現行貸款利率計算之貸款負擔率上限外，並須符合按現行利率加碼(現行加碼 3 個百分點)計算之壓力測試貸款負擔率上限。

<sup>14</sup> 見 2019 年 6 月 20 日央行理監事會後記者會參考資料「四、利率、租稅與房價的相關議題」。

<sup>15</sup> 同註 14。

#### (四)依貸款成數適用差異化金融監理，已成國際金融監理趨勢

1. BIS 巴賽爾銀行監理委員會(BCBS)計算銀行資本適足率之信用風險標準法，納入依 LTV 適用不同權數規定。

(1)為強化銀行信用風險控管，BCBS(2019)公布計算銀行辦理個人貸款資本適足率之**信用風險標準法**，將不動產有關貸款區分為**適用或不適用 LTV 法**之不動產抵押貸款，以及**購地或興建房屋貸款**三類，適用不同風險權數(表 8)。

(2)依 BCBS 最新規定**適用 LTV 法**者之風險權數將隨**LTV 越高，風險權數越高**；同一**LTV 級別**則以**非自用**者之權數**較高**。

一**住宅**貸款之風險權數，依**LTV 分 6 級**，**自用**者之風險權數介於**20%~70%**，**非自用**者則介於**30%~105%**。

一**自用商用不動產**貸款之風險權數，以**LTV60%為界分級**，若**低於 60%者**適用**較低**之風險權數(**60%**)。

一**非自用商用不動產**貸款之風險權數，則依**LTV 分級**(低於 60%、60%~80%、高於 80%)，風險權數分別為**70%、90%、110%**。

表 8 BCBS 計算銀行辦理個人貸款資本適足率之信用風險標準法(有關不動產貸款之風險權數)

	不動產擔保品別	用途	貸款成數(LTV)					
			<50%	50%~60%	60%~80%	80%~90%	90%~100%	>100%
(一)適用 LTV 法之風險權數	住宅	自用	20%	25%	30%	40%	50%	<b>70%</b>
		<b>非自用</b>	30%	35%	45%	60%	75%	<b>105%</b>
	商用不動產(如工商建築)	自用	按 <b>60%</b> 或借款人風險權數孰低者			按借款人之風險權數		
		<b>非自用</b>	<b>70%</b>			<b>90%</b>	<b>110%</b>	
(二)不適用 LTV 法之風險權數	其他住宅	自用 (依借款人而異)	個人 75%		中小企業 85%		其他 按其無擔保債權之風險權數	
	<b>其他非自用住宅與工商建築</b>		<b>150%</b>					
(三) <b>購地或興建</b> 房屋貸款之風險權數			<b>150%</b>					

資料來源：BCBS(2019), "Calculation of RWA for Credit Risk, CRE 20, Standardised Approach: Individual Exposures".

2. BCBS 之最新銀行資本適足率規定，預計 2022 年起實施。

## (五)結語

### 1. 隨全球房價走升，對家計部門放款餘額升高，國際間採行 LTV 上限規定漸增，有助維護金融穩定

(1)本年以來，已有 **28 個經濟體房價指數升抵新高**；先進與新興市場經濟體之金融機構對**家計部門放款餘額**亦**擴增**，其中**多與住宅抵押貸款**有關。

(2)記取全球金融危機之經驗，近 10 年國際**咸認宜運用總體審慎政策**，以防範房價泡沫問題，維護金融穩定。

—國際採行**總體審慎政策**者漸增，其運用之政策**工具組合**(含**金融與租稅措施**)相當**多元**；其中，針對家計部門放款之政策工具為重要一環，並以**採行 LTV 上限規定者最多**。

### 2.新加坡、南韓、香港長期採行 LTV 上限規定，並隨房市景氣變化機動調整，值得借鏡

(1)國際金融監理機構籲請各國針對高風險住宅貸款(如**房價高漲地區**、**高價住宅**或**有多筆未償還貸款者**)適用**較嚴格授信條件**。

(2)因各國房市與金融市場發展情況不同，國際間採行**LTV 相關規定不一**，大致可區分為三類：

—**明定**不動產抵押貸款之**LTV 上限**，並依**擔保品類型或用途與借款人特性**，採**差別管理**(如新加坡、南韓、香港)。

—計算資本適足率時，依貸款 LTV **適用不同信用風險權數**。

—**限制新承做高成數貸款占新承做貸款總額比率上限**。

(3)近 20 年**新加坡、南韓及香港**隨房市景氣與貸款情況變化，機動調整 LTV 上限規定。

—**景氣熱絡時緊縮** LTV 上限，抑制房貸成長；景氣**衰退時放寬**規定，維持房貸成長；**平時則維持適當上限**，**控管房貸風險**。

—**新加坡、南韓及香港** LTV 上限規定均針對**新承做住宅相關貸款**<sup>16</sup>，依**借款人、擔保品與貸款特性**，採行**差異化管**

<sup>16</sup> 新加坡、南韓及香港有關 LTV 上限規定仍有部分差異；香港規範貸款擴及非住宅抵押貸款，新加坡與南韓則僅限購置住宅貸款。

理；近 10 年來，隨控管力道增強，LTV 上限分類更複雜(以香港最複雜)，授信條件更嚴格(以南韓對多屋族之限制最嚴格)。

(4)為強化金融機構控管信用風險，依據貸款 LTV 採行差異化管理，已成國際金融監理趨勢。

3. 處理房價問題，政府宜運用多元政策工具組合，並有賴相關部會與地方政府通力合作

(1)採行 LTV 上限等貸款規定，有助維護金融穩定，惟平抑房價，仍須搭配其他政策工具。

— LTV 上限規定對高資產族影響有限，且無法有效規範來自境外買家之投資行為。

— 為穩定房市，新加坡、南韓及香港除積極運用 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措施與推動制度興革。

— 根據新加坡與香港實證結果，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。

(2)本行運用 LTV 上限之貸款規範，控管銀行不動產貸款風險。目前銀行不動產貸款餘額擴增，惟相關貸款占總放款比率下降，購置住宅貸款與建築貸款逾放比率均低於本國銀行總放款逾放比率，授信品質良好。

(3)本行將持續密切觀察房市與不動產貸款後續發展，惟因房價居高，健全房市穩健發展，仍有賴相關部會與地方政府通力合作。

## 附錄 1 新加坡針對新承做購置住宅貸款之 LTV 上限規定

生效日 (年/月)	個人購置住宅貸款 <sup>註1</sup>						非個人購置住宅貸款 (含公司、信託、基金 及與個人合購)			
	貸款成數(LTV)上限						現金首付款比率 (Cash%)下限			
	新加坡公民與永久居民 <sup>註2</sup>			外國人			無未償還 住宅貸款 餘額	有1筆以 上未償還 住宅貸款		
	第1筆貸款 <sup>註3</sup>	第2筆貸款 <sup>註3</sup>	第3筆以上 貸款 <sup>註3</sup>	第1筆貸款 <sup>註3</sup>	第2筆貸款 <sup>註3</sup>	第3筆以上 貸款 <sup>註3</sup>			無未償還住宅貸 款餘額	有1筆以上未償 還住宅貸款
1996/5	80%						10% (2006/1起適用)		80%	
2005/7	90%						5%		90%	
2010/2	80%						5%		80%	
2010/8	80%	70%		80%	70%		5%	10%	80%	70%
2011/1	80%	60%		80%	60%		5%	10%	50%	
2012/10	80% (60%)	60% (40%)		80% (60%)	60% (40%)		5% (10%)	10%	40%	
2013/1	80% (60%)	50% (30%)	40% (20%)	80% (60%)	50% (30%)	40% (20%)	5% (10%)	25%	20%	
2018/7	75% (55%)	45% (25%)	35% (15%)	75% (55%)	45% (25%)	35% (15%)	5% (10%)	25%	15%	

註：1. 含住宅抵押貸款與再融資(refinancing facility)；貸款最長年限：2012年10月明定為35年。

2. 新加坡公民或永久居民首購或換屋方可申購組屋；2013年8月起，金融機構辦理組屋貸款年期最長30年，建屋發展局(HDB)提供擔保之組屋貸款年期最長為25年。

3. ( )內數值，係貸款期限超過最長年期(30年)，或貸款年期超過借款人65歲退休年齡之上限。

借款人有1筆以上未償還房貸，若已將既有房屋出售，並取得財稅或HDB證明文件者，可申請適用無未償還房貸之LTV上限。

4. 歷年LTV上限規定，藍色粗體字表示措施較前次嚴格，紅色粗體字表示措施較寬鬆。

資料來源：IMF iMapp database，MAS Notice 825 「Residential Property Loans」歷年修正條文

## 附錄 2 南韓針對購置住宅貸款之 LTV 上限規定

年/月	各類LTV上限最低者	貸款類別	規範之地區	適用之金融機構
2002/9	60%	新承做購置住宅貸款	首爾投機地區	銀行與保險公司
2002/10	60%	新承做購置住宅貸款	全國適用	銀行與保險公司
2003/5	50%	3年期以下，新承做貸款	首爾投機地區及大首爾地區	銀行與保險公司
2003/10	40%	10年期以下，購置住宅貸款	大首爾地區	銀行與保險公司
2004/3	50%	3年期以下，購置住宅貸款	首爾投機地區及大首爾地區	銀行與保險公司
	70%	10年期以上，購住宅貸款	全國適用	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
2005/6	40%	10年期以上，高價住宅貸款 <sup>(註1)</sup>	投機地區	銀行與保險公司
2006/11	50%	10年期以下，高價住宅貸款 <sup>(註1)</sup>	投機地區	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
2008/11	取消首爾非投機地區LTV上限規定(上限60%~70%)			所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
2009/7	50%	10年期以下房貸或10年期以上高價住宅貸款 <sup>(註1)</sup>	大首爾地區(首爾、仁川、京畿道)	銀行
2009/9	50%	10年期以下房貸或10年期以上高價住宅貸款 <sup>(註1)</sup>	全國	銀行
2009/10	50%	10年期以下房貸或10年期以上高價住宅貸款 <sup>(註1)</sup>	大首爾地區(首爾、仁川、京畿道)	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
2012/5	50%		投機地區排除首爾三行政區	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
2014/8	70%	所有購置住宅貸款	全國適用	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
2017/8/2	40%	投機地區購置住宅貸款	投機地區與指定地區(含首爾、釜山與主要都會區)	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
	50%	首購、年所得低於6000萬韓元、房價低於6億韓元之購置住宅貸款		
	投機地區：30%	多屋族申貸購置住宅貸款(依投機地區、指定地區與其他地區而異)	全國	
2018/9	0%	禁止多屋族申貸購買投機地區房屋，或僅有1屋者申貸購買投機地區房屋(除非換工作而需搬家)	投機地區	所有金融機構 <sup>(註2)</sup>
		高價住宅貸款 <sup>(註1)</sup> 限自住用途		
		首購或僅有1屋年所得低於1億韓元者才可申貸政府優惠貸款		
		多屋族禁申貸政府優惠貸款		
	40%	購屋出租企業(禁買高價住宅)		

註：1. 2018年以前，高價住宅認定標準為6億以上韓元；2018年9月起，高價住宅係指逾9億韓元。

2. 所有金融機構包括銀行、保險公司、信合社、儲蓄銀行與可重作房貸之特殊信貸公司。

資料來源：2012年之前引用自Lee, Jong Kyu(2013)，其後整理自南韓金融服務監理局(FSS)網站

### 附錄3 近10年香港針對不動產抵押貸款之LTV上限規定

措施生效日	借款人有無未償還抵押貸款筆數	信用評等以貸款人 <b>貸款負擔率(DSR)</b> 為基礎						以 <b>資產淨值</b> 為基礎 <sup>3</sup>					
		不動產價值	住宅				工商建築或獨立車位 <sup>3</sup>		住宅		工商建築、車位		
			自用 <sup>1</sup>		非自用或公司持有 <sup>3</sup>		來自香港	非來自香港	來自香港	非來自香港	來自香港	非來自香港	
			主要所得來源：來自香港 ( )內為最高貸款金額	非來自香港 <sup>2</sup> ( )內為最高貸款金額	來自香港	非來自香港							
2009.10.23		低於2,000萬港元	70% (1,200萬港元)				不適用		不適用				
		高於 <b>2,000萬</b> 港元	<b>60%</b>										
2010.08.13		低於1,200萬港元	70% (720萬港元)				60%		60%		60%		
		高於 <b>1,200萬</b> 港元	<b>60%</b>										
2010.11.19		低於 <b>800萬</b> 港元	70% (480萬港元)				50%		50%		50%		
		800萬~1,200萬港元	<b>60%</b> (600萬港元)										
		高於 <b>1,200萬</b> 港元	<b>50%</b>										
2011.06.10		低於 <b>700萬</b> 港元	70% (420萬港元)	<b>60%</b> (350萬港元)		50%	<b>40%</b>	50%	<b>40%</b>	<b>40%</b>	不適用	<b>40%</b>	不適用
		700萬~1,000萬港元	60% (500萬港元)	<b>50%</b> (400萬港元)									
		高於 <b>1,000萬</b> 港元	50%	<b>40%</b>									
2012.09.14	無	與2011/6/10規定相同											
	<b>有</b>	低於700萬港元	70% (420萬港元)	<b>50%</b> (280萬港元)		50%	<b>30%</b>	50%	<b>30%</b>	<b>30%</b>	不適用	<b>30%</b>	不適用
		700萬~1,000萬港元	60% (500萬港元)	<b>40%</b> (300萬港元)									
		高於1,000萬港元	50%	<b>30%</b>									
2013.02.22	無	低於700萬港元	70% (420萬港元)	60% (350萬港元)		50%	40%	40%	30%	40%		30%	
		700萬~1,000萬港元	60% (500萬港元)	50% (400萬港元)									
		高於1,000萬港元	50%	30%									
	<b>有</b>	低於700萬港元	70% (420萬港元)	50% (280萬港元)		50%	30%	<b>40%</b>	<b>20%</b>	<b>30%</b>	<b>20%</b>		
		700萬~1,000萬港元	60% (500萬港元)	40% (300萬港元)									
		高於1,000萬港元	50%	30%									
2015.02.27	無	低於 <b>700萬</b> 港元	<b>60%</b>	<b>50%</b>		50%	40%	40%	30%	40%		30%	
		700萬~1,000萬港元	60% (500萬港元)	<b>50%</b> (400萬港元)									
		高於1,000萬港元	50%	<b>40%</b>									
	<b>有</b>	低於700萬港元	<b>60%</b>	<b>40%</b>		50%	30%	40%	20%	30%		20%	
		700萬~1,000萬港元	60% (500萬港元)	40% (300萬港元)									
		高於1,000萬港元	50%	30%									
2017.05.19	無	低於 <b>1,000萬</b> 港元	60% (500萬港元)	50% (400萬港元)		50%	40%	40%	30%	40%		30%	
		高於 <b>1,000萬</b> 港元	50%	40%									
	<b>有</b>	低於1,000萬港元	<b>50%</b> (400萬港元)	40% (300萬港元)						<b>40%</b>	30%	<b>30%</b>	20%
		高於1,000萬港元	<b>40%</b>	30%									

註：1.「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，或由空殼公司持有並由該公司大股東或其直屬家庭成員所占用。

2. 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。

3. 非自用住宅、公司持有住宅、工商建築、獨立車位，以及以借款人資產淨值為基礎申請借款者均未區別不動產價值。

4. 藍色粗體，係表示措施較前次嚴格。

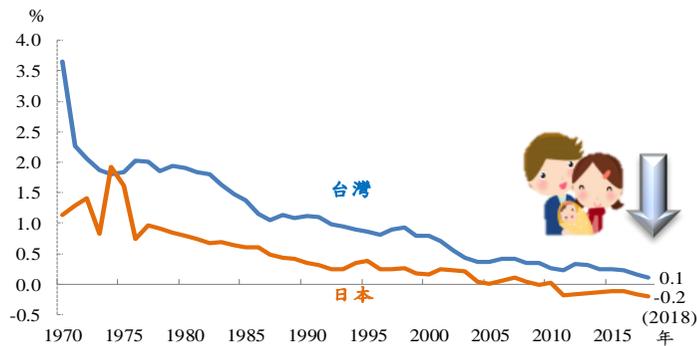
## 四、台灣勞動市場之結構性問題及改革

### (一)前言

伴隨全球人口老化，近年全球勞動市場出現結構性的轉變，許多國家出現勞動供給成長下滑、有效需求下降及潛在產出成長減緩等問題，莫不亟思改善之道。

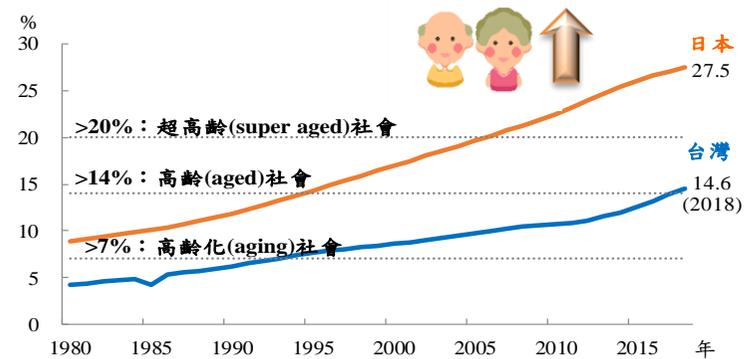
本(2019)年6月，G20財金首長會議首次將人口老化視為全球風險，探討生育率下降、高齡化等人口結構變遷，致勞動力短缺等經濟攸關議題<sup>1</sup>。會議主辦國日本面臨人口迅速老化問題，其財長呼籲各國應在人口老化衝擊經濟前，迅速採取行動。鑑於少子高齡化之勞動市場結構性問題阻礙經濟長期穩健成長，日本政府已於2016年及2017年分別提出「一億活躍總社會計畫」及「勞動方式改革實行計畫」(詳附錄)。台灣亦面臨少子高齡化社會(圖1、圖2)，且勞動市場長期存在勞參率偏低<sup>2</sup>的結構性問題，日本相關措施值得借鏡。

圖1 台灣與日本的人口成長率



資料來源：主計總處(期中人口)、世界銀行

圖2 台灣與日本的老年(65歲以上)人口比重



資料來源：內政部、世界銀行

<sup>1</sup> 詳 <https://japantoday.com/category/politics/In-historic-first-G20-weighs-aging-as-global-risk>。G20 由 G7(美國、英國、法國、德國、義大利、加拿大、日本)、金磚五國(中國、印度、巴西、俄羅斯、南非)，7 個重要經濟體(澳洲、墨西哥、南韓、土耳其、印尼、沙烏地阿拉伯、阿根廷)，及歐盟組成。

<sup>2</sup> 2018 年台灣 15 歲以上民間人口為 2,013 萬人，包含勞動力 1,187 萬人(含就業人口 1,143 萬人與失業人口 44 萬人)及非勞動力(如料理家務者、退休人士、學生等)825 萬人；勞參率(=勞動力/15 歲以上民間人口)為 59.0%。

近年台灣經濟成長動能減緩，除受國際景氣波動之循環性(cyclical)因素影響外，主要與台灣勞動投入、資本投入及總要素生產力(total factor productivity, TFP)成長貢獻減少之供給面結構性因素有關<sup>3</sup>。IMF經濟學家Bakker(2019)研究亦發現，過去數十年先進經濟體經濟成長放緩，非因需求不足，主要源自潛在產出成長下降之供給面因素；惟先進經濟體將成長低迷認定為循環性因素，進而大幅降息<sup>4</sup>，形成全球長期低利率的「日本化」困境。前日本央行總裁白川方明即指出，當前全球仍陷於低成長、低通膨及低利率的長期停滯(secular stagnation)困境，即日本化的癥結在於結構性問題，而非央行未積極採貨幣寬鬆，因此，結構性改革方為上策<sup>5</sup>。

台灣經濟同時面臨循環性與結構性問題，宜搭配貨幣政策、財政政策及結構性改革的政策組合，提振成長動能。貨幣政策較適宜處理短期循環性問題，而全球利率長期走低下，國際間認為寬鬆性貨幣政策的效果有其侷限，且已無足夠空間來處理總體經濟不平衡的問題；擴張性財政政策應扮演更積極角色，結構性改革亦至關重要<sup>6</sup>。

當前政府因應國內少子高齡化及勞動市場結構性問題，已積極採行少子化對策，協助青年、中高齡及婦女就業措施，並加速延攬國際人才，以增加勞動力；並透過促進投資、推動產業創新政策，以提振生產力。鼓勵生育政策不易速見成效，但仍須長期持續優先推動；短中期則以提高勞參率及生產力為要務，以增進長期經濟成長潛能。

---

<sup>3</sup> 研究方法詳蕭宇翔(2018)，「近年台灣經濟成長減緩之結構性因素分析」，*中央銀行季刊*，第40卷第1期，頁19-55。其將經濟成長率拆解為循環性(cyclical)與永久性(permanent)成分；前者反映短期景氣的循環波動，後者為經濟成長的長期軌道，文獻上常採潛在產出成長率。若潛在產出成長下滑，表示該國面臨某些結構性問題，致無法維持過去成長力道。短期的波動可能肇因景氣循環的衝擊，使實際經濟成長率偏離長期成長軌道，但波動會逐漸消失，使經濟成長率回到潛在產出成長水準。長期而言，景氣循環波動對經濟成長率的平均影響應接近於0，惟對短期經濟成長率之波動具有顯著影響。

<sup>4</sup> 詳Bakker, Bas B.(2019), "What Happens if Central Banks Misdiagnose a Slowdown in Potential Output?" *IMF Working Papers*, WP/19/208, Sep. 27。

<sup>5</sup> 詳Shirakawa, Masaaki (2019), "Central Banking: Bridging the Gap between Theories and Practices," Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30; Shirakawa, Masaaki (2019), "Global Challenges Confronting Central Banking: Spreading of "Japanification"?" Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30; Shirakawa, Masaaki (2019), "World Has Learned Wrong Lessons from 'Japanification'," *Nikkei Asian Review*, Oct. 21。

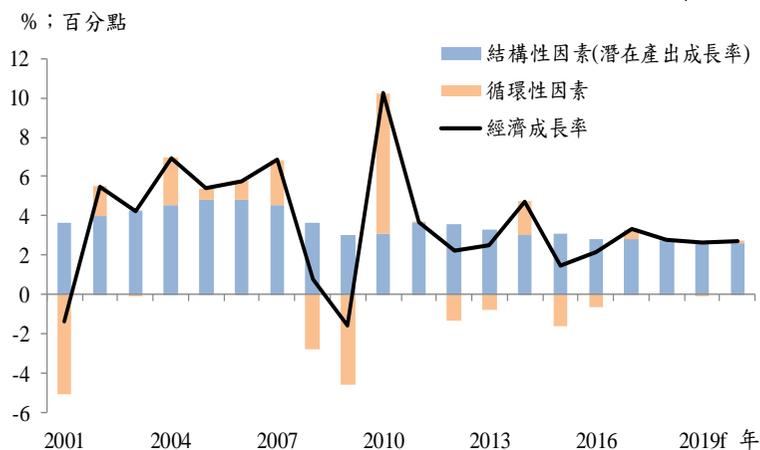
<sup>6</sup> 詳中央銀行(2019)，「長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色」，*央行理監事會後記者會參考資料*，6月20日；da Silva, Luiz Pereira et al. (2019), "The Inflation Conundrum in Advanced Economies And A Way Out," Paper Based on Remarks at the University of Basel in May, Sep. 5。

## (二)台灣經濟面臨循環及結構性問題，侷限成長動能

1. 近年台灣經濟成長減緩，主要反映兩項因素：一是**短期的循環性因素**，2008 年全球金融危機後，**全球景氣疲弱**，貿易成長趨緩，**影響台灣出口動能**；二則源自於**潛在產出成長趨緩的結構性因素**。

—根據本行研究，**2011-2020 年**相較 2001-2010 年，台灣**平均潛在產出成長率下降 1.00 個百分點**，**約解釋 69%經濟成長的降幅**，顯示台灣面臨供給面的**結構性問題**，而短期循環性因素解釋剩餘 31%經濟成長的降幅(圖 3)。

圖 3 台灣經濟成長率之拆解：循環性及結構性因素



單位：%；百分點

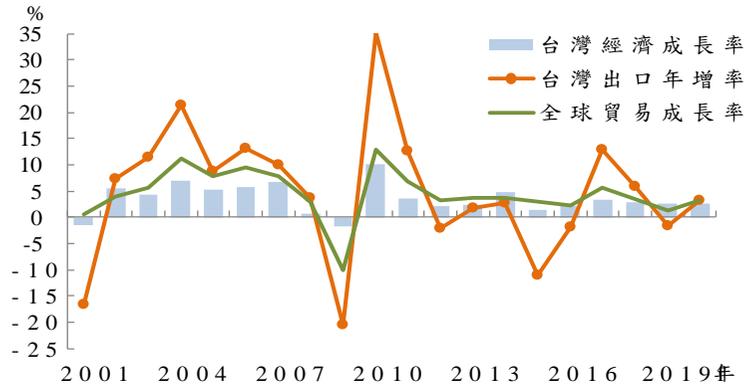
比較期間	經濟成長率	循環性因素 (景氣循環波動)	結構性因素 (潛在產出成長率)
2001-2010 年 (a)	4.27	0.24	4.03
2011-2020 年 (b)	2.82	-0.21	3.03
(b)-(a)	<b>-1.45</b>	<b>-0.45 (31%)</b>	<b>-1.00 (69%)</b>

註：2019 與 2020 年經濟成長率為主計總處 2019 年 11 月 29 日發布之預測數，循環性因素為經濟成長率減潛在產出成長率，潛在產出成長率以生產函數法估計。  
資料來源：主計總處、央行經研處估算

2. 台灣是小型開放經濟體，**對外貿易依存度高<sup>7</sup>**，深受國際景氣循環影響：近年**全球貿易成長疲軟**，**台灣出口年增率亦趨緩**(圖 4)，出口作為台灣經濟引擎角色已弱化。

<sup>7</sup> 根據台灣國民所得名目資料，2018 年台灣輸出加輸入相對 GDP 比率為 122%。

圖 4 全球貿易成長率、台灣出口年增率及經濟成長率



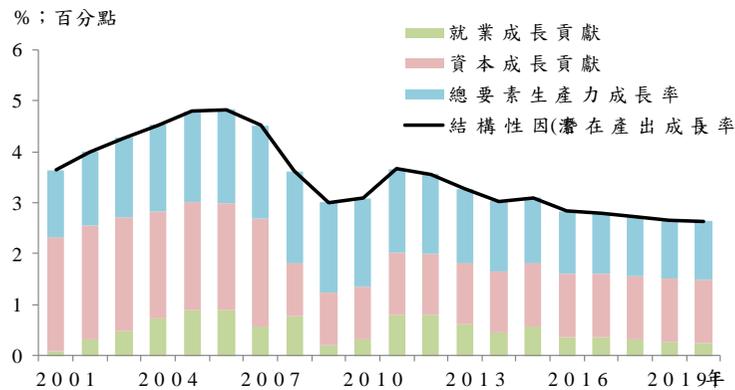
單位：%；百分點

比較期間	全球貿易成長率	台灣出口年增率	台灣經濟成長率
2001-2010 年 (a)	5.26	7.37	4.27
2011-2020 年 (b)	3.59	2.25	2.82
(b)-(a)	<b>-1.67</b>	<b>-5.12</b>	<b>-1.45</b>

註：2019 與 2020 年台灣經濟成長率及出口年增率為主計總處 2019 年 11 月 29 日預測數，2019 年與 2020 年世界貿易成長率為 IMF2019 年 10 月預測數。  
資料來源：IMF、主計總處、財政部通關統計

3. 影響台灣經濟成長供給面之結構性因素：2011 年以來台灣勞動、資本及總要素生產力成長均下滑，其中以資本成長減緩對潛在產出成長率的下滑影響最大，總要素生產力成長趨緩的影響效果次之，勞動投入則貢獻低而減幅較小(圖 5)。此反映台灣投資長期不振、創新能量不足、人口老化之結構性問題，已影響長期產出成長。

圖 5 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	總要素生產力成長貢獻
2001-2010 年 (a)	4.03	0.53	1.82	1.67
2011-2020 年 (b)	<b>3.03</b>	<b>0.48</b>	1.22	1.32
(b)-(a)	<b>-1.00</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.60</b>	<b>-0.35</b>

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：根據 Cobb - Douglas 總合生產函數可將潛在產出成長率進一步分解為就業成長、資本成長與總要素生產力成長的貢獻。  
資料來源：主計總處、央行經研處估算

### (三)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)生育率偏低，全球殿後

①台灣生育率長期呈下滑趨勢，2018年婦女總生育率降至1.06人<sup>8</sup>(圖6)。

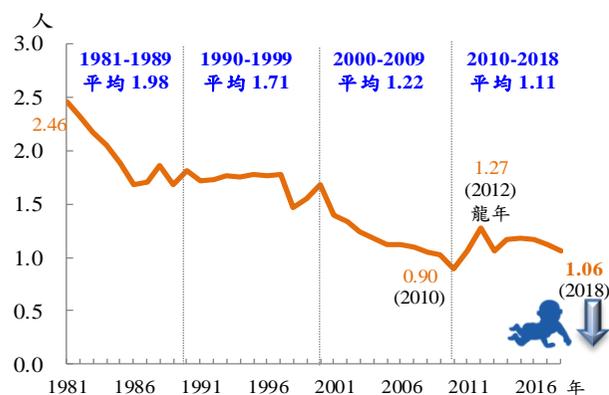
②根據聯合國估計，2015至2020年台灣平均生育率為1.15人，居全球倒數第二，僅略高於南韓(圖7)。

##### (2)人口老化速度快，邁向超高齡社會

①由於生育率低，加以國人平均餘命延長<sup>9</sup>，高齡人口漸增，整體人口結構老化。

②上(2018)年台灣老年人口占總人口比重突破14%，邁入高齡社會；國發會推估8年後(2026年)將超過20%，邁入超高齡社會(圖8)；與主要經濟體相較，台灣老化速度快，僅略緩於南韓1年(圖9)。

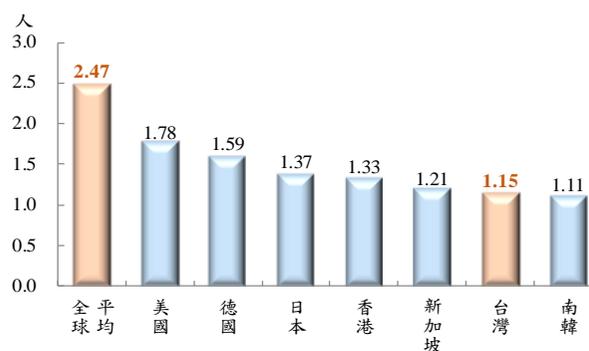
圖6 台灣生育率



註：上圖生育率係指總生育率(Total Fertility Rate)，即15至49歲的育齡婦女平均一生中所生育之子女數。

資料來源：內政部

圖7 2015至2020年全球與主要國家生育率比較



註：上圖生育率係指總生育率。

資料來源：聯合國「World Population Prospects 2019」

圖8 台灣老年人口數及比重



註：1991-2018年為實際值，2019-2065年係國發會之人口「中推估值」。

資料來源：內政部、國發會「中華民國人口推估(2018至2065年)」

<sup>8</sup> 「我國少子女化對策計畫(107年-111年)(核定本)」指出，造成台灣低生育率的原因包括：(1)晚婚及不婚影響生育人數，(2)育齡婦女生育年齡延後，影響生育胎次，(3)育兒成本高，家庭經濟負擔沉重，(4)婦女難兼顧家庭與就業，影響生育意願及勞參率。

<sup>9</sup> 受國人生活水準、醫療技術及公共衛生提升等因素影響，零歲平均餘命(即預期壽命)由1981年之72.01歲，提高為2017年之80.39歲，增加8.38歲。

### (3)隨人口結構老化，工作年齡人口減少，勞動力的結構亦趨高齡化

① 台灣工作年齡(指 15 至 64 歲)人口於 2015 年達到高點後逐年減少，估計工作年齡人口比重由 2015 年之 73.9% 降至 2065 年之 49.7%(不及人口的半數，圖 10)<sup>10</sup>，僅略高於南韓。

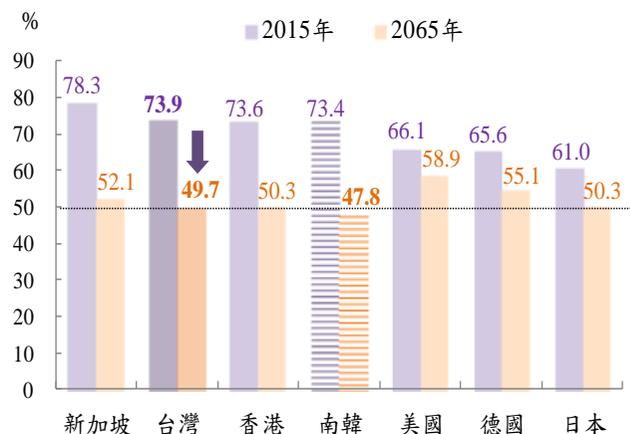
② 2001 至 2018 年間，國內青年及壯年勞動力比重續降，45 歲以上中高齡勞動力比重續增(圖 11)。

圖 9 主要國家由高齡社會邁入超高齡社會所需時間

高齡社會 (老年人口比重>14%)	超高齡社會 (>20%)
英國	51 年
德國	36 年
美國	15 年
日本	11 年
台灣	8 年
南韓	7 年

資料來源：國發會「中華民國人口推估(2018 至 2065 年)」

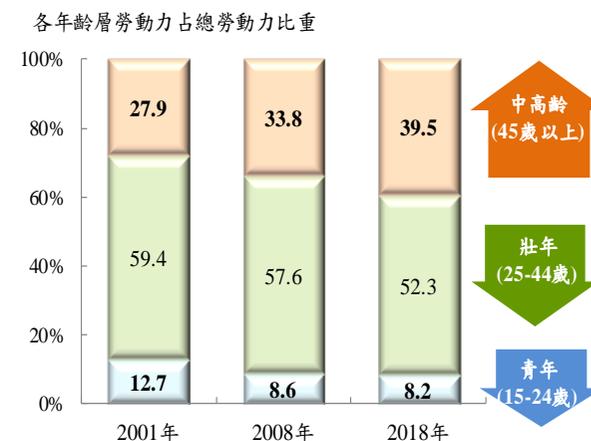
圖 10 主要國家工作年齡人口比重



註：2065 年資料均為「中推估值」，台灣來自國發會，其他來自聯合國。

資料來源：內政部、國發會「中華民國人口推估(2018 至 2065 年)」、聯合國「World Population Prospects 2019」

圖 11 台灣勞動力年齡結構比變化



註：上圖中高齡包含 65 歲以上高齡勞動力。  
資料來源：主計總處

## 2. 勞參率低於主要國家

(1) 國內整體勞參率雖於全球金融危機後逐年回升，惟不及六成，低於主要國家

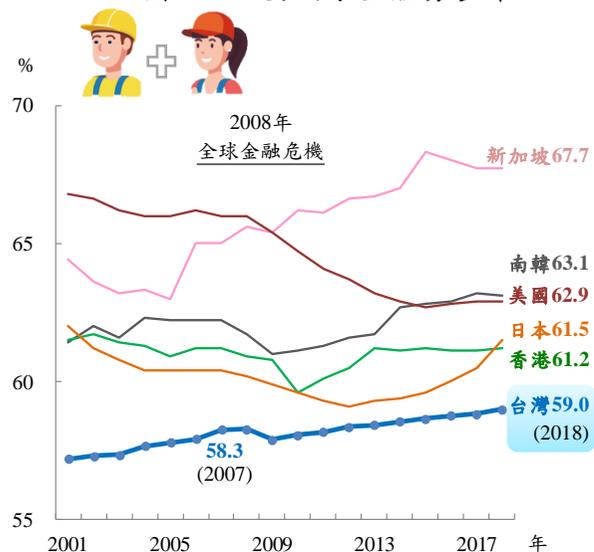
① 2018 年國內勞參率為 59.0%，高於全球金融危機前 2007 年之 58.3%；惟仍低於新加坡、南韓、美國、日本、香港(圖 12)。

<sup>10</sup> 根據國發會「中華民國人口推估(2018 至 2065 年)」估計，2016 年至 2065 年台灣平均每年減少 17.5 萬的工作年齡人口。

② **台灣男性勞參率長期均低於主要國家(圖 13(a))；女性勞參率則在政府致力改善職場環境及輔導婦女就業等政策帶動下，近年續創新高，惟仍低於主要國家(圖 13(b))。**

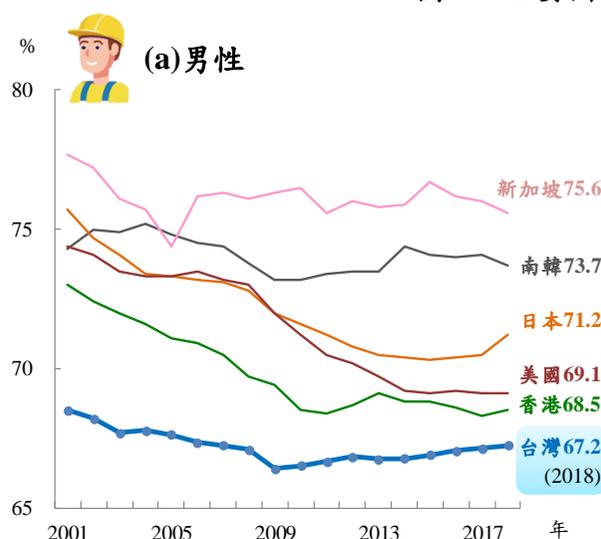
— **日本在 2013 年安倍三箭(第三箭—經濟結構改革)及 2016 年 6 月新三箭政策(第二箭及第三箭—解決少子高齡化問題)帶動下，女性勞參率自 2013 年開始提升，並自 2017 年起超越台灣。**

圖 12 主要國家整體勞參率

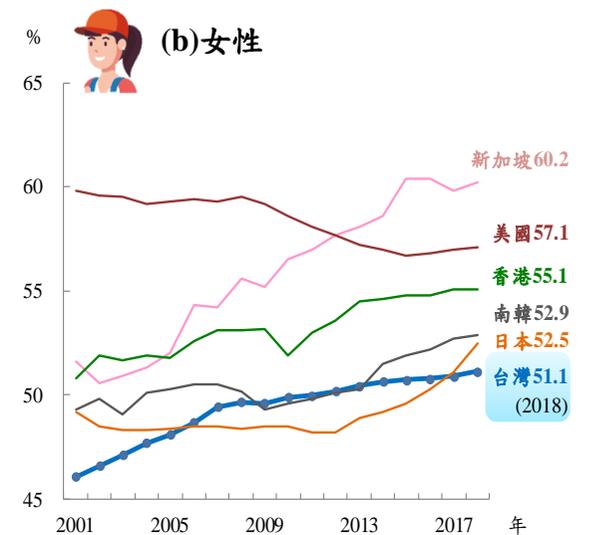


註：2019 年 1-10 月台灣整體勞參率為 59.2%。  
資料來源：主計總處、勞動部「107 年國際勞動統計」

圖 13 主要國家勞參率—按性別分



註：2019 年 1-10 月台灣男性勞參率為 67.3%。  
資料來源：主計總處、勞動部「107 年國際勞動統計」

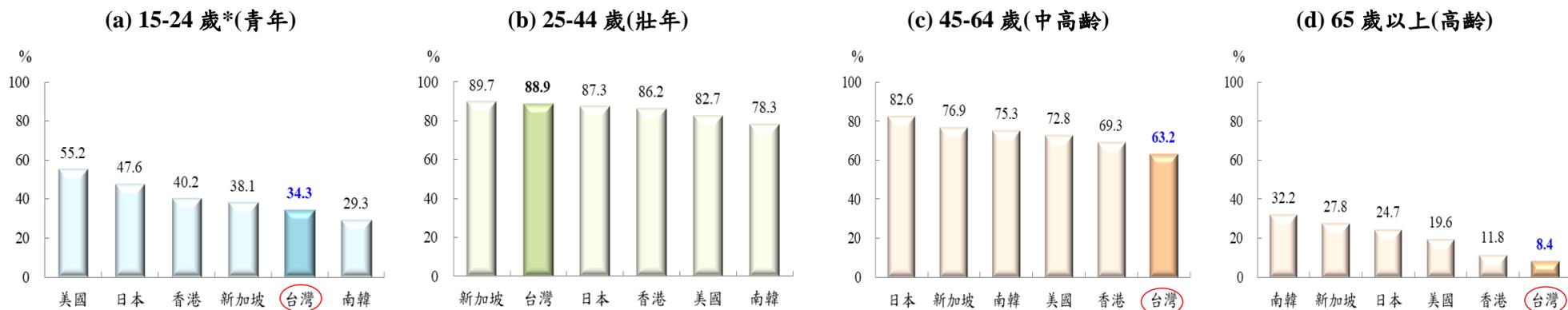


註：2019 年 1-10 月台灣女性勞參率為 51.4%。  
資料來源：主計總處、勞動部「107 年國際勞動統計」

## (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

- ① 因高等教育快速擴張、就學年齡延長，且學用落差，**台灣 15-24 歲青年勞參率多低於主要國家，僅高於南韓(圖 14(a))。**
- ② **台灣 45-64 歲中高齡勞動力過早退離勞動市場，致勞參率殿後；隨高齡化社會來臨，主要國家均鼓勵 65 歲以上高齡就業，台灣亦居末(圖 14(c)及(d))。**

圖 14 2018 年主要國家勞參率—按年齡分



註：美國係 16-24 歲。

資料來源：勞動部「107 年國際勞動統計」

#### (四)政府已積極採行措施因應勞動市場結構問題

因應台灣少子高齡化、整體勞參率偏低的**勞動市場長期結構性問題**，近年政府積極透過**人口、勞動、教育、投資及產業政策**(圖 15)，冀以**提升勞動力的量與質(生產力)**，帶動經濟永續成長。

圖 15 當前政府因應勞動市場結構問題之主要措施

少子高齡化  
未來勞動力不足

- **完善生養環境，提高生育率，規劃合宜移民政策，新增未來勞動力**
  - 推動前瞻基礎建設之「因應少子化**友善育兒空間建設**」、「**我國少子女化對策計畫(107 年-111 年)**」，推動托育公共化政策(如**增設公立幼兒園**)，並**擴大發放育兒津貼**，降低育兒負擔。
  - 推動「**新經濟移民法**」草案立法、實施「**外國專業人才延攬及僱用法**」，以**延攬國際人才**。
- **加速產業創新，增加投資，培育人才，提高生產力**
  - 推動**數位經濟**與新科技、「**五加二**」**產業創新發展**、**投資台灣三大方案**、前瞻基礎建設之「**人才培育促進就業建設**」等。

圖 15 當前政府因應勞動市場結構問題之主要措施(續)

整體勞參率  
偏低

• 提升青年、中高齡、婦女之勞參率

- 協助青年、中高齡及婦女就業措施，如開辦職業訓練課程，改善就業技能不足問題、提供就業諮詢與媒合、僱用獎助措施、低利創業貸款、失業相關津貼補助等。
- 推動「投資青年就業方案」(2019年至2022年將投入新台幣95億元經費)，改善學用落差。
- 完成「中高齡者及高齡者就業促進法」立法，禁止年齡歧視、支持退休者再就業等，友善中高齡工作環境。
- 獎勵二度就業婦女自主學習，經職訓後重返職場(「婦出江湖計畫」)。

## (五) 結語：政府致力結構性改革，將有助提振經濟成長潛能

### 1. 人口老化不利總體經濟潛能，對政策制定者形成挑戰

(1) G20(2019)指出<sup>11</sup>，人口老化是全球現象，且對總體經濟產生重大影響：

① 勞動供給：對工作年齡人口下滑、勞參率較低之中高齡勞動力增加之國家，將壓低經濟產出。

— Moody's 信評公司(2019)即指出，台灣人口老化，將不利長期經濟成長潛能及財政強度<sup>12</sup>。

② 勞動生產力：高齡勞工的體力及創新力降低，勞動生產力恐下滑，惟可促使企業投資於增進生產力的新技術。

③ 貨幣政策：人口老化影響儲蓄行為及投資需求，可能拉低實質利率，使得降息以激勵需求及提高通膨的政策困難度增加。

— IMF(2019)指出<sup>13</sup>，過去數十年，人口老化致實質利率走低<sup>14</sup>，反映高齡化使儲蓄供給大於儲蓄需求(即投資)。

<sup>11</sup> 詳 G20(2019), "Framework Working Group Summary Document on Macroeconomic: Implications of Population Aging," May 31; IMF(2019), "Macroeconomics of Aging and Policy Implications," *G-20 Background Note*, Jun. 5。

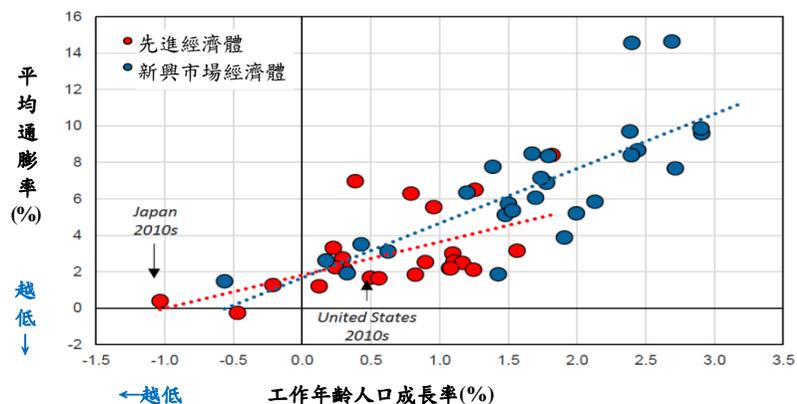
<sup>12</sup> 詳 Moody's(2019), "Government of Taiwan – Aa3 stable: Annual Credit Analysis," Jul. 2。

<sup>13</sup> 詳 IMF(2019), "Macroeconomics of Aging and Policy Implications," *G-20 Background Note*, Jun. 5。

<sup>14</sup> 理論上，中性或自然利率係指經濟成長達到潛在產出水準下，投資與儲蓄處於均衡時的實質利率水準。人口老化限縮勞動供給，在勞動生產力不變下，潛在產出下滑；另工作年齡人口下滑，使擁有所得而進行消費的人口減少，亦降低潛在產出；故隨潛在產出下滑，實質利率走低。如美國實證 Eggertsson B. G., Mehrotra R. N. and Robbins A. J.(2019), "A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation," *American Economic Journal: Macroeconomics* 2019, 11(1): 1-48。

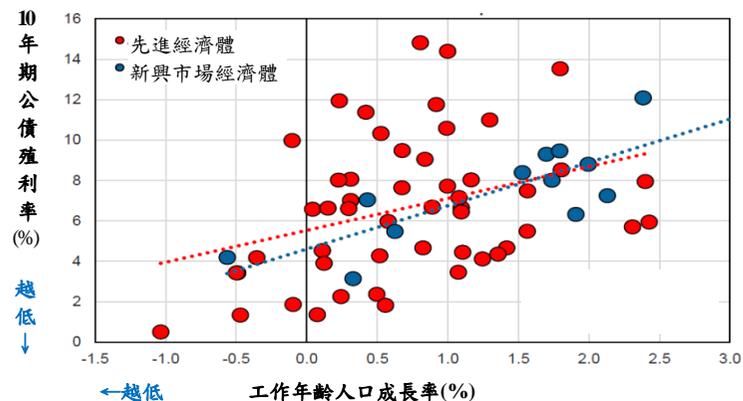
- 日本央行黑田總裁亦指出，日本人口老化對中性利率與信貸需求造成下行壓力；名目利率將隨經濟成長潛能下滑，影響貨幣政策激勵經濟效果；且在低利率環境下，可能引發逐利行為，影響金融體系穩定<sup>15</sup>。
- Sheets and Jiranek(2018)由跨國資料發現，工作年齡人口減少，不利消費能力及有效需求，減緩通膨壓力，亦拉低利率(圖 16、圖 17)<sup>16</sup>。

圖 16 人口老化與通膨：跨國資料



註：圖內點代表 6 個先進經濟體、10 個新興市場經濟體，在 1980 年代至 2010 年代每個年代的平均值；通膨率高於 15% 者未列入。  
資料來源：Sheets and Jiranek(2018)，詳註 16

圖 17 人口老化與名目利率：跨國資料



註：圖內點代表 9 個先進經濟體、6 個新興市場經濟體，在 1960 年代至 2010 年代每個年代的平均值；新興市場經濟體始自 2000 年代。  
資料來源：Sheets and Jiranek(2018)，詳註 16

- ④金融穩定：人口老化可能減少勞動供給與降低生產力成長，使經濟成長及實質利率走低、殖利率曲線扁平化，影響銀行獲利能力、融資結構與風險承擔。且年輕借款人減少，降低信貸需求；年長者較偏好安全性資產，可能影響風險性資產價格，且對金融服務產生多樣化需求(如保險、基金)，促使金融機構調整經營模式，進而影響金融體系的穩定與結構(圖 18)<sup>17</sup>。

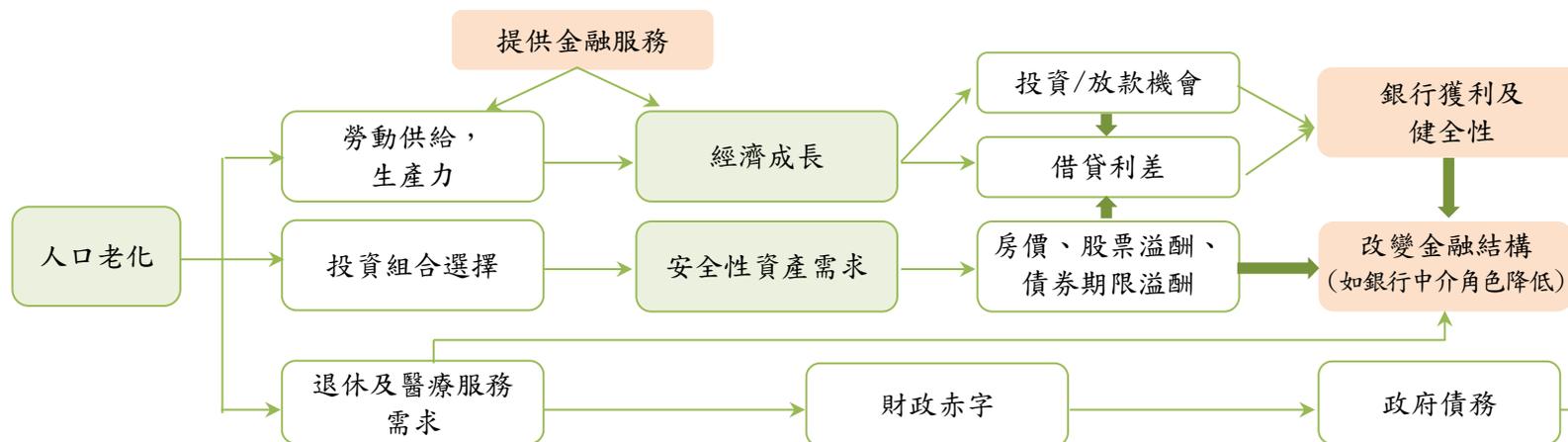
<sup>15</sup> 詳 Kuroda, Haruhiko(2019), "Demographic Changes and Macroeconomic Challenges," *Keynote Speech at the G20 Symposium in Tokyo*, Jan. 17。

<sup>16</sup> 詳 Sheets, Nathan and Jiranek, George(2018), "The Economics of Aging: Gray Skies, Rays of Policy Hope?" *PGIM Fixed Income*, Dec.。

<sup>17</sup> IMF(2017a)研究發現人口老化的經濟體其長短期公債利差(*term spreads*)較小，而利差降低又與銀行融資(*bank finance*)減少有關(如 1990 至 2015 年期間，日本扶老比上升，約可解釋銀行融資重要性下降(以民間部門自股市籌資相對向銀行借款之比率衡量)的 40%)，此現象與殖利率曲線平坦化對銀行獲利能力有負面影響之實證(IMF, 2017b)一致。此外，人口老化使銀行傳統借貸活動及存放比下降，故須拓展新業務，其行為將更像非銀行(*non-banks*)(如日本地區性銀行的經營模式已由放款導向轉變為更重視證券投資及手續費收入)。詳 IMF(2017a), "Japan: Financial Sector Assessment Program-Technical Long-Term Challenges for Financial Intermediation," *IMF Country Report No. 17/283*; IMF(2017b), "Low Growth, Low Interest Rates, and Financial Intermediation," *Global Financial Stability Report*, Ch. 3, pp. 49-82, Apr.。

⑤ 財政政策：隨**退休年金、醫療及長照支出增加**，將**增加政府財政壓力**；人口老化亦可能**加劇代內及代際不平等**(intra- and inter-generational inequality)<sup>18</sup>。

圖 18 人口老化對總體經濟及金融體系的影響



資料來源：IMF(2019), “Macroeconomics of Aging and Policy Implications,” *G-20 Background Note*, Jun. 5.

## (2) G20(2019)對人口老化問題之政策建議：

① 政策制定者應採**多管齊下**的政策以緩和人口老化對勞動供給的負向影響，**重點在於提高勞參率及生產力**。

- **進行勞動市場改革**，**提升高齡者<sup>19</sup>、婦女<sup>20</sup>、青年及移民者的勞參率**，可直接緩和勞動力減少的衝擊。
- **強化競爭及創新**的政策，加速全球經濟整合有助技術擴散<sup>21</sup>，則可**提高生產力**。

<sup>18</sup> 例如，當扶老比上升時，隨收隨付(pay-as-you go)年金制度將加重年輕勞動者的財務負擔。在跨世代中，教育、健康、就業及所得的劣勢可能交互強化而影響終身，通常受過高等教育及所得較高的族群可由壽命延長中受益更多。

<sup>19</sup> 促進高齡者健康及人力資本的政策，對延長勞動年齡至關重要。例如，支援終生學習、再培訓，提供勞動力流動性及可攜式退休金(pension portability)、彈性的工作契約與退休政策，以及採用新技術。

<sup>20</sup> 30 歲及 50 歲是婦女退出職場的兩大時點(主因育兒及照顧家庭年長者)，提供可負擔且高質量的兒童及年長者照護制度、彈性的工作契約，透過減稅或補貼、落實性別平等政策，以兼顧家庭與工作。另參考自 IMF(2018), “Pursuing Women’s Economic Empowerment,” *IMF Staff Note to the Group of Seven*, May。

<sup>21</sup> 國際貿易、外人直接投資及全球價值鏈能使各國能夠相互學習，使用最新技術。

- ②人口老化可能降低均衡實質利率，貨幣政策制定者需妥適因應人口老化對貨幣政策的影響；金融業因應人口結構變化而調整經營模式，政府相關單位宜關注其對金融穩定的影響。
- ③各國政府需調整財政政策，並改革年金體系及健康照護制度，以確保財政可持續性、支持代際平等及減少老年貧窮。

## 2. 當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，若能擴大財源推動，效果可能較佳

### (1) 日本及南韓積極運用財政政策，因應人口老化及勞動市場結構性問題，可資借鏡

觀察日本及南韓均面臨少子高齡化的嚴峻問題，且均投入高額財政預算積極因應；近年台灣亦積極推動「我國少子女化對策計畫(107年-111年)」、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」，惟相較規模有限<sup>22</sup>。未來財政若有餘裕空間，或可適度計劃性增加經費，擴大政策成效。

- ①日本以2019年10月起調高消費稅率約1.7兆日圓之財源(約新台幣5千億元)，挹注幼兒教育免費措施、低收入家庭之大學等高等教育免費措施，期以提高生育率；並促使婦女重返職場及強化人力資源發展。
- ②南韓政府則為提高生育率，自2006年以來，投入約152.9兆韓元(約新台幣4.3兆元)於生育補貼<sup>23</sup>。

### (2) 增進勞動力方面，鼓勵生育政策不易立竿見影，短中期以提高勞參率及生產力為要務

- ①提升人口增加率，係維繫經濟成長的基礎；惟鼓勵生育政策不易速見成效，但仍須長期持續優先推動。
- 減輕育幼負擔：提供育兒家庭經濟支持(如減稅或補貼)與完善兒童照顧體系(如擴大提供平價優質之幼兒托育服務)。
  - 加速引進專業及技術移民：2019年4月安倍政府實施新「出入國管理法」，積極引進外國人才與中低階勞工；當前外國專業人員來台工作人數仍有限<sup>24</sup>，宜加速推動「新經濟移民法」草案立法，補充未來人力缺口。

<sup>22</sup> 我國少子女化對策計畫、因應少子化友善育兒空間建設、人才培育促進就業建設之預算分別編列2,514億元、42億元(含第1期特別預算案20億元，第2期22億元)及140億元(第1期42億元，第2期98億元)。詳2019年6月修正之「我國少子女化對策計畫(107年-111年)(核訂本)」，行政院(2019)，「前瞻基礎建設計畫—奠定未來30年國家發展根基」，3月11日。

<sup>23</sup> 引述自 Reuters (2019)，“Not A Baby Factory - South Korea Tries to Fix Demographic Crisis with More Gender Equality,” Jan. 4。

<sup>24</sup> 勞動部公布之2019年10月底外國專業人員有效聘僱許可人次為3.1萬人(此人數未納入學校教師工作者)。

②在人口量不易增加情況下，提高勞參率及生產力更形重要。

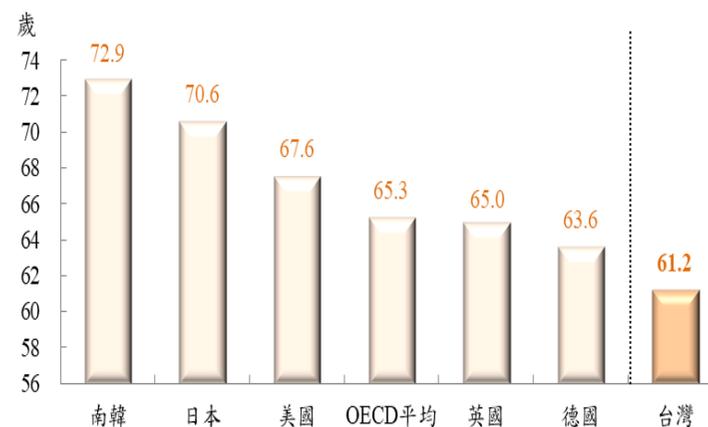
—提高勞參率：落實協助中高齡、婦女及青年的就業措施。

- 增加中高齡勞參率：2018年台灣勞工平均退休年齡為61.2歲<sup>25</sup>，遠低於南韓等OECD國家(圖19)；國內「中高齡者及高齡者就業促進法」甫立法通過，宜加速擬定相關配套，如企業僱用65歲以上退休者再就業之補助措施等，以緩和中高齡早退現象。
- 增加婦女勞參率：日本30-39歲女性勞參率已由2012年10月安倍首相上任前之60.8%大幅提升至2018年12月之75.6%，宜借鏡日本經驗，採取大規模增設托兒所、幼稚園及老人照護機構，讓婦女安心重返職場二度就業。

—提高生產力：降低學用落差，加強投資在人才教育與技術訓練、研發及新技術。

- 2019年工總白皮書建議，加速國內教育改革，重建技職體系，培養產業升級轉型所需的專業人才；配合產業群聚建立公訓中心或技術教學中心，以利資源共享。
- 加強研發與技術進步：在政府積極優化產業創新與投資環境下，企業亦宜善用自動化、數位化等新科技，提升生產力、減緩人力短缺的問題，並創造新興行業的工作，帶來更多工作機會。

圖 19 主要國家平均實際退休年齡



註：台灣為2018年勞工初次領取老年年金年齡；OECD國家為2012-2017年平均男性實際退休年齡。

資料來源：OECD統計資料庫、勞動部「107年勞動情勢統計要覽」

3. 致力推動結構性改革，創造經濟新成長動能

(1) 針對潛在產出減緩之供給面結構性問題，貨幣政策並非良方，結構性改革至關重要

① 加拿大央行總裁 Poloz 指出，央行在執行移除有礙勞動市場健全的特定政策上，欠缺直接影響力，但可運用貨幣

<sup>25</sup> 此為初次請領勞保老年年金給付年齡。台灣自2009年起實施勞保年金制度，老年給付有老年年金、一次請領老年給付及老年一次金等3種方式；2018年底領取人數分別為1,165,766人、85,722人、18,380人，初次或平均請領年齡分別為61.2、54.9、64.2歲。詳勞動部「107年勞動情勢統計要覽」。

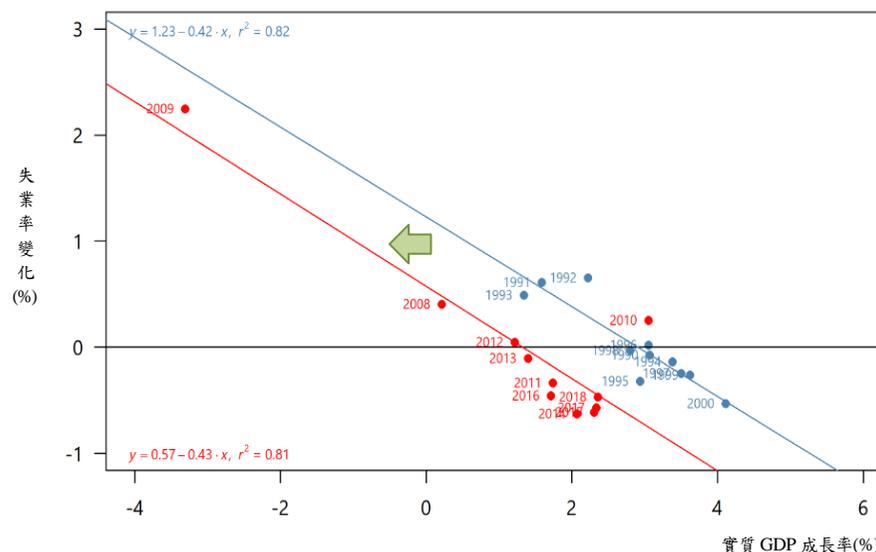
政策，來協助營造一個運作更健全的經濟體系，同時繼續追求央行的穩定通膨目標<sup>26</sup>。

②IMF 經濟學家 Bakker(2019)研究發現，過去數十年**先進經濟體經濟成長放緩**，並非需求疲弱所致(即非沿著歐肯曲線進行點移動<sup>27</sup>)，而是由於**潛在產出成長下降**(即**工作年齡人口成長率及技術進步成長率下降**，導致整條歐肯曲線左移，圖 20)。若僅採低利率處方，**激勵投資增加**，但**工作年齡人口成長率或總要素生產力成長率未相對應提高**，可能僅導致資本對產出比率上升，資本報酬率下滑，**並無法提升經濟成長率**<sup>28</sup>。

③前日本央行總裁白川方明亦認為，日本必須**正確診斷長期低成長的根本原因**，顯然問題不在於暫時的需求衝擊，而是來自**人口快速老化、科技進步與全球化的挑戰**；**增加勞動力與生產力的結構性改革**，方可**對症下藥**。惟在經濟成長疲弱與低通膨情況下，處理經濟基本面問題、採行結構性改革，**通常不受歡迎**，且**費時甚長才能產生正面效果**，致政府或政治家傾向於**仰賴貨幣寬鬆的短期激勵效果**<sup>29</sup>。

④南韓央行研究 Kwon et al.(2019)指出，自 2010 年以來，南韓**潛在產出成長下降**；**就長期來看**，隨人口高齡化及低生育率致**生產性人口下降**，**預期南韓潛在產出成長將續下滑**。**透過結構性改革來提高生產力，至關重要**<sup>30</sup>。

圖 20 先進經濟體的歐肯曲線(Okun Curve)  
(1990-2000 年 vs 2008-2018 年)



資料來源：Bakker(2019)，詳註 4

<sup>26</sup> 詳 Poloz, Stephen (2018), "Today's Labour Market and the Future of Work," *Remarks at Chancellor David Dodge Lecture in Public Finance, Kingston, Ontario, March 13*.

<sup>27</sup> 歐肯法則(Okun's Law)描述失業率變化與實質產出變化之間的負向關係。若經濟成長減緩真的源自需求不足，則根據歐肯法則，理應看到高失業率現象；惟以近 5 年實際情況來看，儘管先進經濟體 GDP 以和緩(modest)幅度成長，失業率仍迅速下降。

<sup>28</sup> 資料來源同註 4。在低利率情境下，實無法避免一些低生產效率的投資，因此每單位產出將需要更多資本投入，使得每年形成更多固定資本消耗(capital consumption)。另一方面，低利率也可能影響負債面，導致槓桿比率提高，加劇經濟脆弱性。

<sup>29</sup> 資料來源同註 5。

<sup>30</sup> 詳 Kwon, Ji Ho, Kim, Do Wan, Chee, Chung Gu, Kim, Kun and Noh, Kyung Seo(2019), "Estimation of Korea's Potential Output Growth," Oct. 24; <https://www.bok.or.kr/eng/bbs/E0000828/view.do?nttId=10054506&menuNo=400214>.

(2)台灣經濟同時面臨循環性與結構性問題，除貨幣與財政政策的搭配外，更須積極推動創新政策等結構性改革來提升經濟成長潛能

- ①法國央行研究 Bergeaud et al.(2019)發現，未來人口扶養比逐漸提高(反映人口老化)，將持續造成實質利率與總要素生產力成長率向下壓力，正向科技衝擊(技術進步)則有助跳脫低總要素生產成長率與低實質利率之循環。
- ②近年台灣潛在產出成長下滑，除因人口老化致勞動成長減緩外，資本投入及總要素生產力成長趨緩亦係主因。因此，政府除致力勞動市場的結構性改革，亦宜配合當前國際經貿情勢變遷，積極吸引國內外廠商在台進行高階製造、研發與創新投資，並鼓勵透過跨國併購，取得關鍵技術與品牌價值<sup>31</sup>；企業將可提升生產力，並協助解決勞動力結構問題，提升潛在產出。

---

<sup>31</sup> 詳中央銀行(2019)，「美中貿易衝突下台灣的機會與挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，6月20日。

## 附錄 日本「一億活躍總社會計畫」及「勞動方式改革實行計畫」簡介

### (一)2016 年日本政府提出新三箭「一億活躍總社會計畫」，強化經濟結構改革

2012 年 12 月安倍首相就任，為擺脫通縮困境，重振經濟，次年提出**安倍經濟學**(Abenomics)之**三箭計畫**—**寬鬆貨幣政策**、**擴大財政支出**、**經濟結構改革**。安倍經濟學在寬鬆金融環境、提高經濟成長、增加稅收降低財政赤字，以及增加就業、提高女性勞動參與等方面，雖獲部分成果，惟**經濟結構改革**則**成效有限**。

為徹底解決阻礙經濟長期穩健成長之**少子高齡化及勞動市場等結構性問題**，2016 年 6 月安倍首相宣布**安倍經濟學進入第二階段**，提出「**一億活躍總社會計畫**」(附圖 1)<sup>32</sup>。目標為 50 年後(2065 年)日本仍能維持**1 億人口**(2014 年日本人口約 1.27 億人)，且人人都能夠在社會扮演活躍的角色。

「一億活躍總社會計畫」希望透過(1)**2021 年名目 GDP 提高至 600 兆日圓**，(2)**改善支援育兒環境**，以及(3)**提供安心的社會保障**等三大策略，亦即所謂的「**安倍新三箭**」，試圖建構一個**成長與分配良性循環之機制**。其中，**勞動市場改革**是**連結新三箭**，且決定計畫能否**達標之關鍵**。

附圖 1 「一億活躍總社會計畫」提出成長與分配良性循環機制之構想  
支援育兒及改善老人照護環境



<sup>32</sup> 詳內閣府(2016)，「ニッポン一億総活躍プラン（概要）」，6月2日。

## 1. 第一箭—成長策略：GDP 提高至 600 兆日圓

- (1) 「成長策略」主要規劃藉由發展**自動駕駛車、機器人**，及**活用人工智慧、大數據及物聯網**帶動**第 4 次產業革命**，**創造新的成長市場**，並於**最短時間內讓**擁有高技術及知識之**國外優秀人才取得永久居留權**，來達成目標(附表 1)。
- (2) 根據內閣府試算，若要於 2021 年度達到 600 兆日圓之目標，需以實質 GDP 年增率 2%、名目 GDP 年增率 3% 之速度，持續高度成長才有可能；惟以日本僅勉強維持 1% 左右之潛在經濟成長率，要達成目標並非易事<sup>33</sup>。

附表 1 GDP 提高至 600 兆日圓成長策略之主要內容

項目	主要內容
第 4 次產業革命	發展自動駕駛車及機器人
健康立國	活用大數據及物聯網提高醫療效率及爭取國際醫療市場
環境投資	支援節能設備之發展
運動產業	運動設施(奧運場館)多功能化
提高服務產業之生產力	活用 IT 技術提高照護、育兒、外食及物流等服務業之生產力
農業改革	智慧農業、農地集中及機械化
活化中古住宅市場	建構資產評價系統
觀光立國	改善觀光設施及培養管理人才
公共設施委託民間營運	將機場等公共設施以 PPP 或 PFI 方式委託民間營運
刺激消費	官民合作振興消費信心，例如發放購買商品優惠券(2014 年之預算為 2,500 億日圓)等
法規改革	以 IT 技術簡化行政手續及提升效率
培養及活用人才	最短時間內讓擁有高度技術及知識之國外優秀人才取得永久居留權
跨太平洋夥伴協定(TPP)*政策	支援中小企業拓展國外市場、擴大公共事業輸出

註：\*此為 2016 年「一億活躍總社會計畫」當時的名稱；2017 年 1 月 23 日美國正式退出「跨太平洋夥伴協定(TPP)」，改由日本主導，推動其餘 10 個國家持續協商，且達成共識將 TPP 更名為「跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)」。

資料來源：內閣府(2016)，「ニッポン一億総活躍プラン(概要)」，6 月 2 日

<sup>33</sup> 詳日本經濟新聞(2016)，「GDP600 兆円へ働き方改革 骨太素案・一億総活躍」，5 月 18 日。

## 2. 第二箭及第三箭—解決少子高齡化問題，以提高勞參率

安倍政府認為解決少子高齡化問題，**短期內最重要的施政重點在於大規模增設托兒所、幼稚園及老人照護機構**，讓**女性及因照護離職勞工**能安心**重新投入職場**。因此，自 2016 年起**每年度均編列龐大的預算加速落實**<sup>34</sup>。

(1)生育率期由 2014 年之 1.42 人提升至 2025 年之 1.8 人<sup>35</sup>。

- **大規模增設托兒所及幼稚園**，讓等待進入托兒所及幼稚園之兒童人數降至零。
- **提高保母待遇**，鼓勵加入幼教行業，保母月薪將平均提高 2%(約 6,000 日圓)。
- 藉由**幼兒教育免費**，**擴大免利息助學貸款**，減輕教育費負擔。

(2)因照護老人而離職的勞工人數期由 2016 年之年增 10 萬人，降至 2025 年之零人。

- **擴增老人照護機構**，2020 年以前增至可收容 50 萬人。
- **提高照護人員待遇**，月薪自 2017 年起平均提高 10,000 日圓。
- **確保高齡者之就業機會**，及支援殘障人士就業。

(3)以 2020 年前勞動人口增加 117 萬人為目標。

(二)2017 年提出「勞動方式改革實行計畫」處理勞動市場結構性問題，以提高生產力

### 1. 「勞動方式改革實行計畫」之重點

2017 年安倍政府再提出「勞動方式改革實行計畫」，並以 2019 年實施為目標。主要希望藉由**改善非正職勞工低薪現況、正職勞工工時過長現象**，及**促進女性及高齡者就業**，**改革勞動市場以增加生產力**，及**促進潛在就業成長**，提高當時僅約 0.7%之潛在產出成長率，重點如附表 2。

<sup>34</sup> 例如，於 2016 年及 2017 年分別編列 501 億日圓及 730 億日圓增設托兒所及幼稚園，921 億日圓及 423 億日圓增設老人照護機構。詳厚生労働省(2016)，「一億総活躍社会の実現に向けた取組について」，3 月。

<sup>35</sup> 日本勞動人口 2016 年約 6,500 萬人，官方預測，若政府未遏阻總人口持續減少的趨勢，至 2060 年全國勞動人口可能減逾 40%。

附表 2 「勞動方式改革實行計畫」之 9 項重點

項目	內容	推行概況	
主要 三大 措施	1. 改善非正職勞工之待遇	制定同工同酬之規定 <sup>36</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018 年 7 月起<b>實施非正職勞工同工同酬相關法律</b></li> <li>• 2018 年 12 月<b>公布企業實施準則</b></li> </ul>
	2. 提高最低工資	目標為 <b>最低工資每年提高約 3%</b> ，至 <b>全國地區別加權平均時薪</b> 達 1,000 日圓(約新台幣 270 元)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2019 年 10 月東京都及神奈川縣平均時薪雖各提高至 1,013 日圓及 1,011 日圓；惟全國加權平均時薪僅提高至 901 日圓</li> <li>• 2018 年起，政府<b>補助中小企業提高最低工資</b>之同時，若企業<b>購買機器設備</b>或改善雇用管理作業符合提升生產力條件亦提供<b>補助</b></li> </ul>
	3. 改善正職勞工工時過長現象	制定 <b>附帶罰則之加班上限規定</b> ，及制定保障勞工下班至翌日上班之間須有一定休息時間之規定	
	4. 支援轉職及再就職	擴大對接受轉職者企業之補助款，並強化提供轉職者工作媒合之線上平台	
	5. 強化具彈性之工作方式	推動遠距工作(telework)方式，並鼓勵遠距工作勞工兼職及從事副業	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018 年 2 月重新制定遠距工作(telework)準則。</li> </ul>
	6. 支援女性及青年就業	擴充既有的職業訓練機制，提高每年參加講座費用補助之上限	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 擴大 2015 年實施之「<b>女性活躍推進法</b>」<sup>37</sup>；<b>提供非正職女性勞工轉正職雇用之企業補助</b>。</li> </ul>
	7. 促進高齡者就業	<b>擴大繼續雇用 65 歲以上勞工及延長退休年齡企業之補助款</b> ，並大幅增設支援高齡者就業諮商窗口及網路媒合平台。	
	8. 支援育兒及讓勞工能兼顧照護及工作	改善保育員及照護員之薪資與待遇	
	9. 擴大僱用外國專業人士	跨部會全面檢討改善目前制度，且將 <b>縮短外國專業人士申請永久居留權之必要居住時間</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 為解決日益迫切的勞動力不足問題<sup>38</sup>，2019 年 4 月<b>實施新「出入國管理法」</b>，積極引進外國人才/勞工。</li> <li>—吸引<b>高端人才</b>：申請永久居留權的高端人才，從<b>原本須停留 10 年縮為最短 1 年</b>。</li> <li>—廣納<b>新創人才</b>：日本全國 8 個<b>戰略特區</b>，對外國人<b>提供 6 個月創業籌備期居留權</b>。</li> <li>—引進<b>中低階勞力</b>：預計<b>5 年內將引進 34 萬名</b>外國中低階勞力。</li> </ul>

資料來源：內閣府(2017)，「働き方改革実行計画(概要)」，3月28日；內閣府(2019)，「ニッポン一億総活躍プラン・働き方改革実行計画フォローアップ(概要)」，5月。

<sup>36</sup> 日本非正職勞工約占全體勞工約 4 成，2017 年非正職勞工本俸僅正職勞工之 6 成左右。

<sup>37</sup> 「女性活躍推進法」係安倍首相第 2 次執政所推動最重要法案之一項，立法之主要目的在於創造一個女性能充分發揮工作能力的友善職場與社會。

<sup>38</sup> 2018 年日本缺工比率創 1973 年以來新高，平均每百位求職者，就有 160 個職位空缺。預估 2020 年全國總缺工數為 384 萬人，至 2025 年將達 505 萬人；詳パ一ソル総合研究所、中央大学(2019)，「労働市場の未来推計 2030」，3月。

## 2. 「勞動方式改革實行計畫」方向正確，惟 IMF 認為若無後續積極輔助性措施恐難達成

(1) 近年日本生育率自 2015 年之 1.45 人連續 3 年下滑至 2018 年之 1.42 人。為提高生育率，安倍政府已按預定時程於本年 10 月將消費稅稅率由 8% 提高至 10%，以增加之稅收挹注幼兒教育免費措施<sup>39</sup>，以及低收入家庭之大學等高等教育免費措施，實現「全部年齡層社會保障」目標。

(2) IMF(2018) 與日本之第四條款磋商報告指出，落實「勞動方式改革實行計畫」仍需積極推動輔助性措施，方能發揮成效，建議日本可採行更多的輔助性措施，包括<sup>40</sup>：

— 提供非正職勞工培訓與升遷機會(含透過推動勞動契約改革)，將有助提高生產力與薪資；持續推動同工同酬之立法工作，包括詳細的職務說明及嚴格的企業申報機制，以提高立法效力。

— 增加勞動供給：

① 促進女性、高齡者及外國勞工投入就業市場，可部分抵銷日本勞動力不足問題。增加兒童保育及護理設施，以及減少性別薪資差距，以增加女性勞動供給。

② 減少超時加班，以及鼓勵勞工實踐自主管理生產獎勵制度，可進一步提高生產力及勞參率。

③ 取消企業設定強制退休年齡之權利。

### (三) 結語

安倍政府提出「一億活躍總社會計畫」，冀於 2021 年度將 GDP 提高至 600 兆日圓；惟欲達此目標，則需維持實質 GDP 成長 2%，而 2018 年日本潛在經濟成長率僅 0.7%。因此，未來除致力確保勞動力、提高資本投入外，推動輔助性措施以落實「勞動方式改革實行計畫」，強化勞工技能與效率，提升總要素生產力，亦是成功之關鍵。

<sup>39</sup> 2019 年 2 月修訂「兒童及育兒支援法」，對幼兒園及保育所實施免費措施，估計將讓 300 萬人受益，3-5 歲兒童原則上是以全部家庭為對象，0-2 歲則是以居民稅免稅家庭(家庭年收不到 270 萬日圓，約新台幣 77.1 萬元)為對象。

<sup>40</sup> 詳 IMF(2018), “Japan: Staff Report for the 2018 Article IV Consultation,” Nov. 6。

## 五、當前擴大在台投資之經濟效益

美中貿易衝突及國際投資環境變化，促使**中國大陸台商轉移生產基地**；尤其 2018 年以來，**美中**對彼此加徵關稅，已使得兩國間的進口關稅提高且影響範圍擴大，**貿易障礙明顯升高**，因**台商多項陸製產品直接輸美的比重逾 3 成**，**「台灣接單、大陸生產、外銷美國」的模式面臨轉變**。隨著中國大陸台商加速全球產能調整，本(2019)年以來，**台商對中國大陸直接投資減緩**，**中國大陸輸美台商亦面臨產線調整**，而**台灣**則成為**科技業重新布局產能的重心**。

現階段國內出現**三股主要投資動能**：(1)政府推動「**投資台灣三大方案**」，鼓勵**在台高階智慧製造與研發**；(2)**5G 發展帶動台灣優勢產業半導體擴增投資**；(3)**國際大廠加大在台投入半導體及創新研發**。期藉由這些投資掌握物聯網趨勢，布局前瞻技術，並發展軟硬整合應用，逐步**落實產業轉型升級**。

美中貿易衝突及全球投資經貿不確定性仍高，衝擊亞洲主要國家出口及經濟成長，台灣則受惠**貿易移轉效果**及**廠商擴大在台投資**，而**緩和前述衝擊**，本年前 3 季**經濟成長率為亞洲四小龍之首**。中長期來看，由於製造業向後產業關聯效果較高，若可持續**擴大在台投資高端製造**，將可**發揮產業關聯效果**，促進出口、就業及消費，**挹注長期經濟成長動能**。

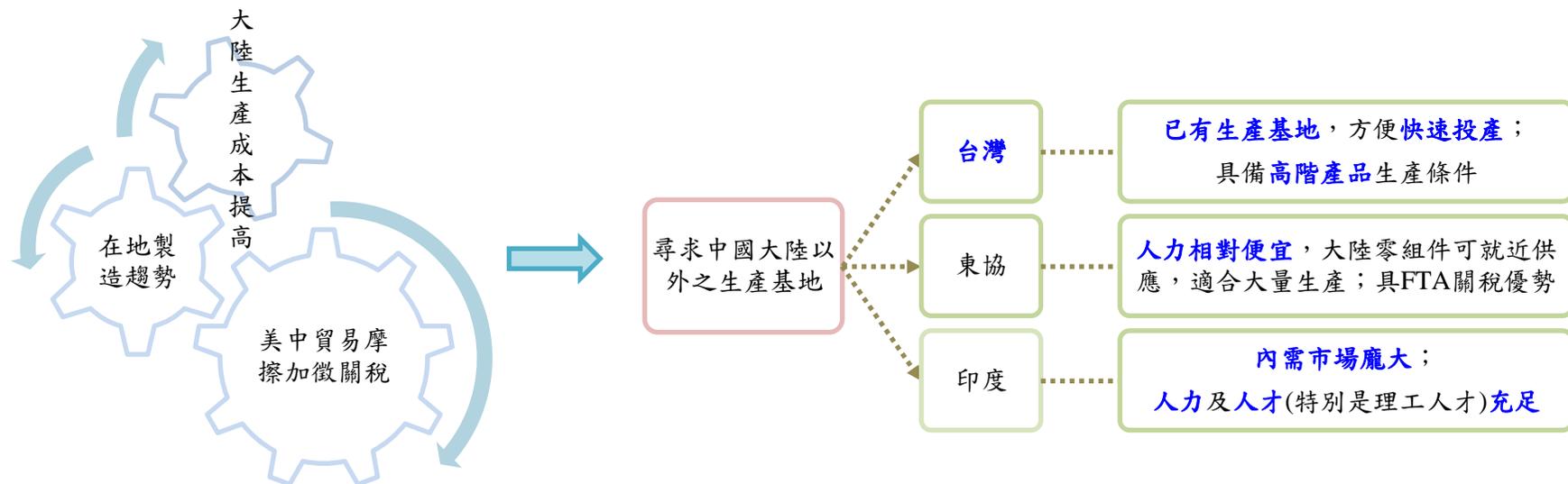
美中甫達成第一階段貿易協議(Phase One Trade Deal)共識，全球經貿不確定性稍緩，惟**兩國科技競爭及其外溢效果恐將延續**。為俾利長期永續成長，台灣未來宜**持續朝高附加價值及環保節能發展**，並**形塑研發聚落**，力求**關鍵材料及技術自主**，以厚實產業競爭力；政府積極推動再生能源，也須**確保穩定供電**，同時**擴大高階人才養成**，讓優質企業深耕台灣。此外，宜**儘速加入區域經濟整合**，以利國內企業對外經貿有公平競爭的立足點。

## (一) 美中貿易衝突促使中國大陸台商加速調整產線，台灣為台廠轉移產能的重心

### 1. 美中貿易衝突及國際投資環境變化，促使中國大陸台商轉移生產基地

- (1) 中國大陸經濟快速發展，勞動成本已大幅上揚，加上環保法規趨嚴及稅負成本上升，生產成本優勢已下滑。
- (2) 近年因主要國家發展先進製造、製造業智能化程度提升、企業產銷須快速反應變動的消費者市場，致供應鏈碎鏈化，生產據點由集中走向分散多元。
- (3) 美中貿易衝突延續，致在中國大陸生產且主要銷售美國的企業，加速尋求中國大陸以外的生產基地。此波台商移動的重心包括台灣、東協及印度，而首波移動更以台灣為首選(圖 1)。

圖 1 台商加速尋求中國大陸以外的生產基地



資料來源：本報告整理

## 2. 美中貿易障礙及影響範圍擴大，為中國大陸台商加速外移的原因

- (1)美國 Peterson Institute for International Economics (PIIE)估算，2018 年以來，美中對彼此加徵關稅措施，已使得兩國間的平均進口關稅大幅提高至 20% 以上，貿易障礙明顯上升(圖 2)。
- (2)根據 2018 年美國通關資料估計，迄今已生效之美國對中國大陸進口加徵關稅清單產品金額占美國自中國大陸總進口的比重約 64.1%(表 1)，影響範圍逐漸擴大，將加速中國大陸台商外移。
- (3)美中於本年 12 月 13 日達成第一階段貿易協議，雙方原訂於本年 12 月 15 日對彼此擴大加徵關稅措施將不實施；另原先自本年 9 月 1 日起美對中第三波 A 清單產品已加徵關稅稅率，將由 15% 減半至 7.5%<sup>1</sup>，但美對中前兩波合計約 2,500 億美元產品加徵 25% 關稅的措施仍將維持不變。

圖 2 美中對彼此進口品平均課徵關稅稅率



註：本圖係按 2019/12/13 美中達成第一階段貿易協議共識前的估計值繪製。

資料來源：Chad P. Bown (2019), "US-China Trade War Tariffs: An Up-to-Date Chart. PIIE Chart," Peterson Institute for International Economics, October 11.

表 1 美國對中國大陸加徵關稅清單產品金額

	億美元	比重(%)
美國自中國大陸總進口	5,396.8	100.0
第一波階段一 818項產品 (2018/7/6生效)	185.4	3.4
第一波階段二 279項產品 (2018/8/23生效)	107.3	2.0
第二波 5,745項產品 (2018/9/24生效)	2,052.4	38.0
第三波 A 清單 3,229項產品 (2019/9/1生效)	1,114.1	20.6
已生效加稅清單產品合計	3,459.3	64.1
第三波 B 清單 542項產品 (原訂2019/12/15生效，因美中達成第一階段貿易協議而未實施)	1,559.6	28.9
原先已公布加稅清單產品合計	5,018.9	93.0

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：本報告整理

<sup>1</sup> 預計在 2020 年初雙方正式簽署協議後 30 天生效。

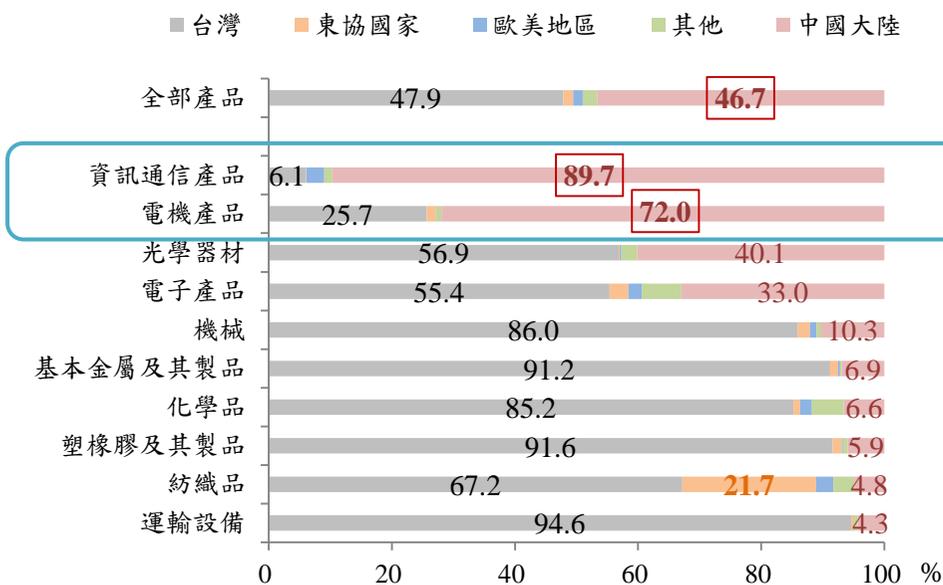
### 3. 台商多項陸製產品直接輸美的比重逾3成，美中貿易衝突迫使「台灣接單、大陸生產」的模式面臨轉變

(1) 多年來，「台灣接單、大陸生產、外銷歐美」盛行，根據經濟部調查，2018年台灣外銷訂單中，在中國大陸生產的比重為46.7%，其中，資訊通信及電機產品在中國大陸生產的比重分別達89.7%及72.0%(圖3)。

(2) 2018年台灣外銷訂單海外生產之銷售流向，「轉銷第三國」的比重達74.6%；而「台灣接單、大陸生產」中，直接輸美的比重為26.9%(圖4)。

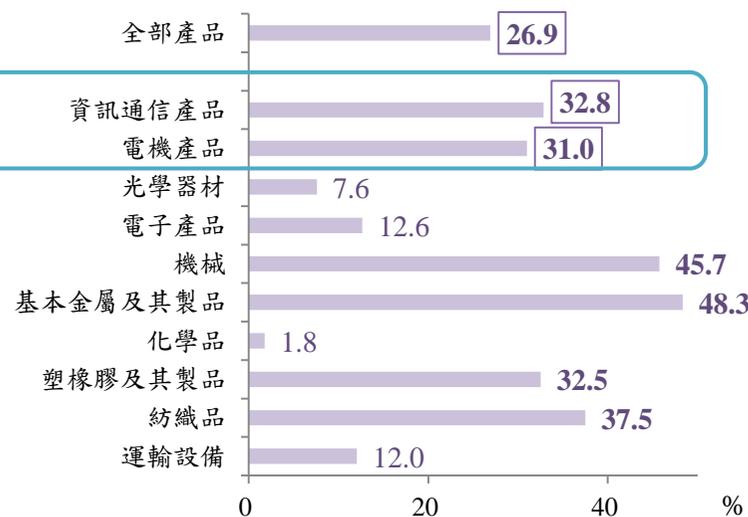
(3) 資訊通信及電機產品外銷訂單在中國大陸生產比重高，且直接輸美的比重均超過3成，在美中貿易持續衝突之下，「台灣接單、大陸生產」的模式面臨轉變。

圖3 台灣外銷訂單海外生產地之比重  
(2018年)



資料來源：經濟部統計處

圖4 「台灣接單、大陸生產」中，直接輸美之比重  
(2018年)



資料來源：經濟部統計處

#### 4. 台商對中國大陸直接投資減緩，且台灣為中國大陸台商科技業轉移產能的重心

##### (1) 美中貿易衝突已降低台商赴中國大陸直接投資的意願

- 本年 1 至 10 月台商赴陸投資較上年同期減少 37.4 億美元，減幅超過 5 成。其中，製造業投資減少 30.6 億美元，減幅達 63.2%(表 2)。
- 台商對中國大陸電子零組件製造業、基本金屬製造業、電腦、電子產品及光學製品製造業、汽車及其零件製造業、塑膠製品製造業投資的減幅均超過 6 成。

表 2 台灣核准赴中國大陸直接投資主要業別

(2019 年 1 至 10 月與上年同期比較)

單位：億美元；%

業別	2019 1-10 (1)	2018 1-10 (2)	差異值 (1)-(2)	減幅 (1)/(2)-1
合計	32.0	69.4	-37.4	-53.9
製造業	17.8	48.5	-30.6	-63.2
電子零組件製造業	5.5	16.5	-11.0	-66.8
基本金屬製造業	0.4	6.6	-6.2	-94.2
電腦、電子產品及光學製品製造業	0.8	5.8	-5.1	-86.8
汽車及其零件製造業	0.4	3.0	-2.7	-87.8
塑膠製品製造業	0.6	2.0	-1.4	-68.6
橡膠製品製造業	1.1	2.0	-0.9	-45.5
化學材料製造業	2.7	3.3	-0.6	-19.4
電力設備製造業	2.1	2.5	-0.5	-18.5
機械設備製造業	1.8	2.3	-0.5	-20.1
其他製造業	2.6	4.5	-1.9	-41.7
金融及保險業	1.4	4.6	-3.2	-69.4
批發及零售業	8.1	9.7	-1.6	-16.4
其他	4.7	6.7	-2.0	-30.0

資料來源：經濟部投審會

## (2) 台灣為中國大陸台商科技業轉移產能的重心

- 根據本年經濟部調查，國內廠商在中國大陸有生產據點者，有 **15.8%** 考慮調整產線(移出中國大陸或在其他地區新增產線)，而調整高峰落於 **2019 年**(家數占 43.4%)，其次為 2020 年(家數占 19.7%，表 3)。
- 中國大陸台商考慮調整產線者，紡織品等勞力密集產業以移往東協居多；科技業者則多傾向移回台灣。例如，資訊通信產品及光學器材考慮移回台灣的家數比率達約 **7 成**，分別為 70.8% 及 66.7%，其產能調整將有助台灣高科技供應鏈的發展。

表 3 國內廠商在中國大陸有生產線者考慮調整產線之時間及地點

(資料時間：2019 年 3 月)

單位：%

項目別 (最大貨品)	考慮調整 產線家數 比率	調整時間之家數比率					考慮調整產線地點之家數比率					
		2018	2019	2020	2021	其他	台灣	東協	其他亞 洲地區	美洲	歐洲	其他
總計	<b>15.8</b>	18.0	<b>43.4</b>	19.7	13.1	25.4	<b>41.8</b>	<b>49.2</b>	13.1	7.4	1.6	4.9
其中，												
資訊通信產品	<b>49.0</b>	16.7	<b>70.8</b>	16.7	4.2	16.7	<b>70.8</b>	29.2	16.7	-	-	4.2
電機產品	22.4	23.5	<b>52.9</b>	23.5	23.5	17.7	35.3	<b>70.6</b>	11.8	5.9	5.9	-
運輸設備	17.1	-	33.3	16.7	16.7	33.3	33.3	<b>50.0</b>	-	-	-	16.7
電子產品	16.3	15.0	30.0	25.0	25.0	25.0	35.0	<b>50.0</b>	10.0	10.0	-	10.0
光學器材	14.6	<b>33.3</b>	16.7	16.7	16.7	33.3	<b>66.7</b>	33.3	-	-	-	-
紡織品	13.5	-	42.9	28.6	-	42.9	14.3	<b>100.0</b>	-	-	-	-
塑橡膠製品	10.6	14.3	<b>57.1</b>	14.3	-	28.6	14.3	28.6	28.6	14.3	-	14.3
基本金屬及其製品	10.0	28.6	<b>57.1</b>	-	-	14.3	14.3	<b>71.4</b>	14.3	-	-	-
化學品	8.3	25.0	-	25.0	-	50.0	25.0	25.0	25.0	25.0	-	-
機械	3.7	-	<b>50.0</b>	25.0	25.0	25.0	<b>50.0</b>	25.0	<b>50.0</b>	25.0	-	-
其他	19.0	26.3	26.3	21.1	15.8	26.3	42.1	47.4	5.3	10.5	-	5.3

註：1.本調查對象為國內廠商在中國大陸及香港有生產線者。

2.因係複選題，故各選項比率加總不是 100%。

資料來源：經濟部統計處「外銷訂單海外生產實況調查」，2019 年 6 月

## (二) 台商在台高端製造、優勢產業擴大投資及國際大廠深化在台布局，挹注國內投資動能

現階段台灣具三股主要投資動能：(1)政府推動「投資台灣三大方案」，鼓勵在台高階智慧製造與研發；(2) 5G發展帶動台灣優勢產業半導體擴增投資；(3)國際大廠加大在台投入半導體及創新研發。這些投資有助台灣掌握物聯網趨勢，布局前瞻技術，並發展軟硬整合應用，逐步落實產業轉型升級。

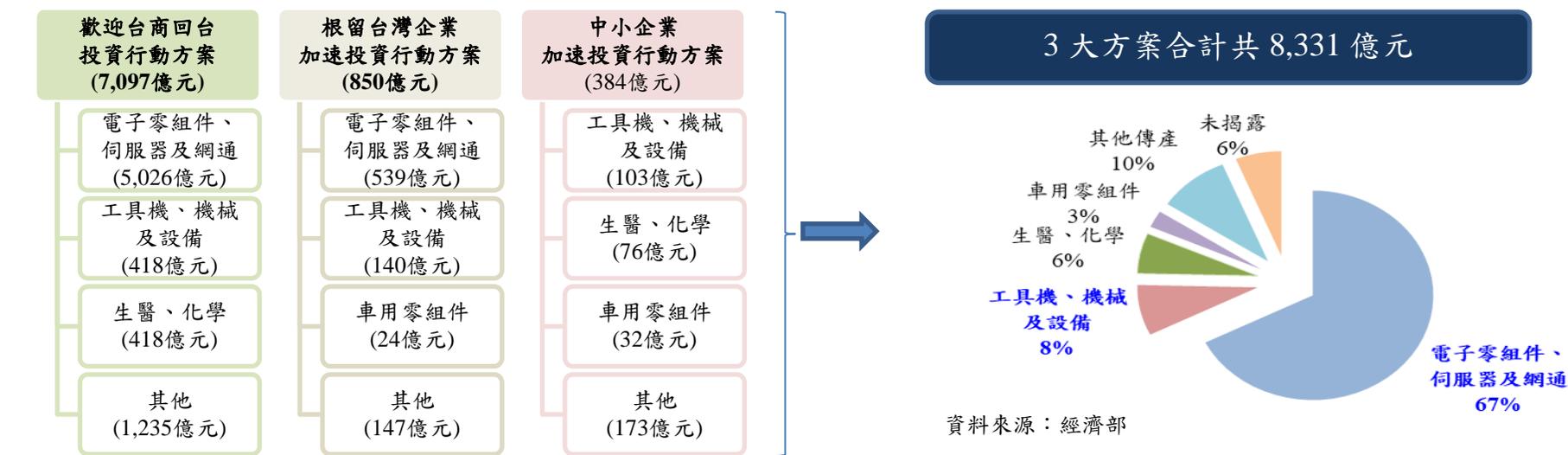
1. 台廠加快產能調整之際，政府積極推動政策，吸引廠商在台投入智慧化，以利產業升級轉型，拉升薪資與就業

(1)推出「歡迎台商回台投資行動方案<sup>2</sup>」，協助在大陸投資且具高技術能力或國際品牌之台商回台投資。

推出「根留台灣企業加速投資行動方案<sup>3</sup>」及「中小企業加速投資行動方案<sup>4</sup>」，鼓勵在台企業深耕發展。

(2)截至2019年12月13日，三大方案核准金額合計約8,331億元(圖5)，預計今年落實將逾2,200億元<sup>5</sup>；投資產業別以電子零組件、伺服器及網通為主，工具機、機械及設備次之。

圖5 三大方案投資核准金額及產業別—截至2019年12月13日



<sup>2</sup> 歡迎台商回台投資行動方案：適用受美中貿易衝擊、赴中國大陸投資 2 年以上，投資內容須具智慧元素，且與 5+2 產業創新領域、屬高附加價值產品及關鍵零組件相關產業、國際供應鏈居於關鍵地位、自有品牌國際行銷、經認定回台投資項目與國家重要產業政策相關。

<sup>3</sup> 根留台灣企業加速投資行動方案：適用非屬中小企業，且未曾赴中國大陸投資之大企業，投資內容具智慧元素。

<sup>4</sup> 中小企業加速投資行動方案：適用符合中小企業認定標準，使用統一發票，且未申請歡迎台商回台投資方案之中小企業，投資內容須具智慧元素。

<sup>5</sup> 依據 2019 年 11 月 19 日經濟部新聞稿，以截至 2019/11/19 核准台商回台投資金額 6,971 億元估算，今年落實約 2,255 億元，明年 2,133 億元，後年 1,831 億元。

(3) 台商在台投入高端製造，有助台灣朝智慧製造轉型，並擴大研發能量，重建在台供應鏈

- 台商在台進行智慧製造投資，帶來高附加價值生產與研發能量(表 4)，尤其 **ICT 產業** 更深化新科技(5G、AI、物聯網等)產業在台供應鏈，**強化台灣高科技產業之全球戰略地位**。
- **大型台商** 積極將 **高附加價值產線** 移回台灣，可望帶動關鍵零組件廠配合回台生產；惟供應體系內的 **小型廠商** 因資金有限恐 **較難遷廠回台**，致大廠須扶植在地廠商，**在台重建供應鏈**。

表 4 台商在台之高附加價值投資

ICT 產業	高階伺服器	高附加價值之 <b>伺服器</b> 在台製造，並擴大設立 <b>研發中心</b> ，打造 <b>雲端中心研發製造重地</b> 。
	網通	產線移回台灣並進行自動化及智慧化，確保資通 <b>產品安全可靠</b> 。
	關鍵電子零組件	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>面板</b>：擴大<b>智慧製造</b>，提升高精度等面板技術，有助<b>台灣顯示器產業升級</b>。</li> <li>- <b>電路板(PCB)</b>：建置高度智慧化新廠，引進下世代<b>先進技術</b>，生產 5G 相關應用的高階產品，鞏固台灣 PCB 全球市占第 1 之地位。</li> <li>- <b>被動元件</b>：擴大<b>高階產品產能</b>及設立全球<b>研發中心</b>，強化產業長期競爭優勢。</li> </ul>
工具機、機械產業		打造 <b>智慧化生產</b> 工廠，生產自動化設備及關鍵元件，開發智慧製造的 <b>系統整合方案</b> ，並設 <b>研發中心</b> 。
傳統產業		<b>高階自行車</b> 、 <b>汽車零組件</b> 、 <b>高附加價值化學材料</b> 及 <b>紡織</b> 等在台生產，朝 <b>高值化</b> 發展。

資料來源：本報告整理

## 2. 美中貿易衝突凸顯台灣半導體在全球供應鏈之卓越地位，持續驅動其在台前瞻技術投資

(1) 台灣**半導體供應鏈群聚完整**，具全球重要性，對台投資及研發貢獻大。

- 台灣**晶圓代工**及**IC封測**全球**第一**，**IC設計**全球**第二**(表5)，整體IC產值全球第二，僅次美國；台灣北、中、南之**半導體產業鏈群聚完整**，北部形成的新竹-桃園-新北的科技廊帶被哈佛商學院納入半導體群聚教案<sup>6</sup>。
- 在製造業上市櫃公司中，2018年台積電之**固定資產投資占比4成**，**研發占2成**；聯發科之**研發占比亦達6.2%**<sup>7</sup>。

(2) 美中科技競爭，**加快全球5G建置及商用化時程**，推升對半導體先進製程產能需求，**半導體業加碼在台投資**。

- **半導體大廠積極在台布局先進製程**，致**本年前3季我國製造業國內固定資產增購年增23.7%**；而2019年1至11月**半導體設備進口199億美元**，年增41.6%，**成長強勁**(圖6)。
- 隨**5G加速發展**，**台積電上調本年資本支出近4成**，**明、後年在先進製程擴產及新建廠下**，資本支出**仍可觀**。

表5 2019年(e)台灣半導體業具全球重要性

	晶圓代工	IC封測	IC設計
產值*(億美元)	437	164	222
全球市占	76.7%	54.6%	19.2%
全球排名	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>

\*以總部設立之國別為產值計算基準；e表示預測值。

資料來源：IEK

圖6 2019年1至11月半導體設備進口動能強



資料來源：財政部

<sup>6</sup> 參見彭茂榮(2019)，「2020全球半導體產業谷底翻轉成長」，工研院產業科技國際策略發展所，2019年10月23日。

<sup>7</sup> 參見經濟部新聞稿「產業經濟統計簡訊《334》」，2019年5月6日。

### 3. 外商科技業擴大在台布局，有助台灣建立物聯網產業鏈生態圈，亦能帶動國內研發及薪資水準

#### (1) 台灣因科技能量充沛及製造實力優異，成為外商因應全球供應鏈重組之合作夥伴

- 台灣堅實的**半導體及 ICT 製造實力**、優異的**科技人才及研發能量**，向來是吸引國際科技大廠在台投資的關鍵。
- 美中科技競爭，突顯台灣半導體產業的價值，加深美商科技業在台布局(表 6)，也帶動相關產業鏈的投資。**觀察外商科技業**投資面向，以**半導體、資料中心及人工智慧(AI)**為主。

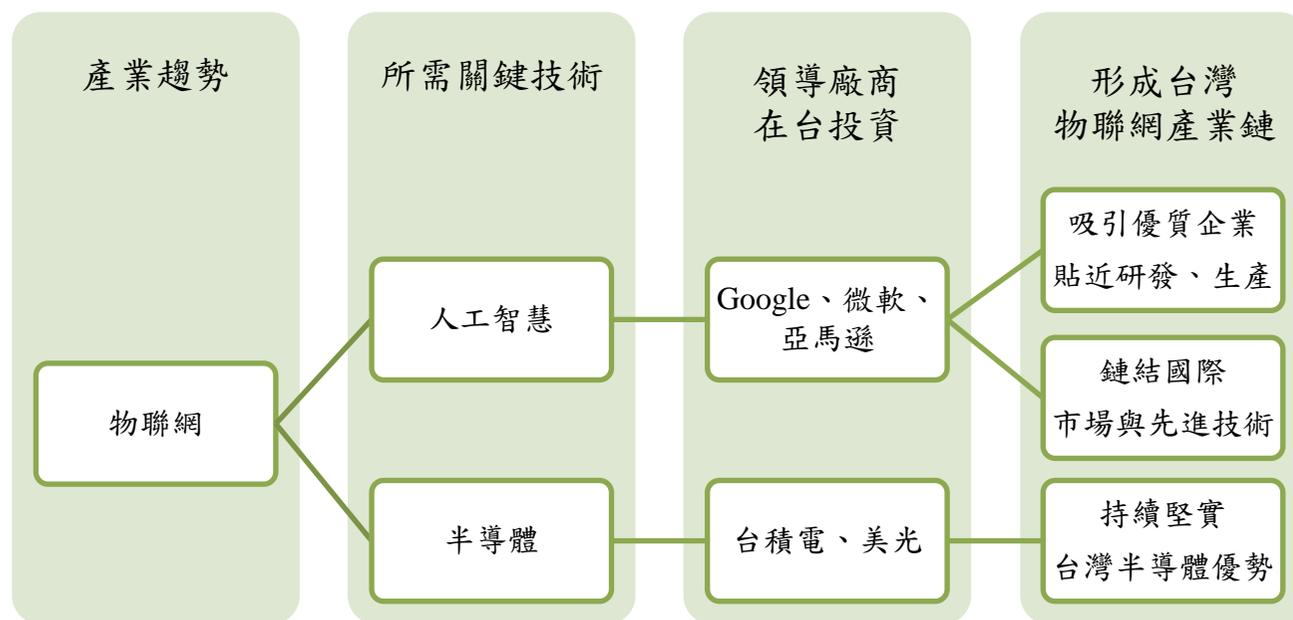
表 6 近年外商科技業在台投資案件

投資類別	公司	內容	預計投資金額(億元)
半導體	美商美光	持續擴大 <b>DRAM</b> 卓越製造中心，並預計 <b>分階段</b> 將 <b>美國總部研發人力移至台灣</b> 。	1,418
	荷蘭商荷蘭德州儀器	增資台灣德州儀器，擴大半導體生產。	48
	美商高通	成立台灣 <b>營運與製造工程暨測試中心</b> 、 <b>5G 技術與產品開發</b> 、協助台灣 OEM 廠商拓展全球市場及開發新興產品、在台進行 <b>研發新創及生態系發展</b> 。	23
	日本德亞瑪	供應台積電、聯電、華邦電等 <b>半導體廠先端製程材料</b> 。	6
資料中心 或研發創 新中心	美商 Google	<b>擴大資料中心</b> 營運及研發人力，在併購宏達電手機代工部門後，台灣已為 Google <b>亞洲地區最大的工程研發基地</b> 。	260
	美商美超微電腦	擴大 <b>伺服器</b> 投資，包括新建構 <b>高階伺服器研發製造中心</b> 與 <b>軟體開發園區</b> 。	200
	美商亞馬遜	成立 <b>聯合創新中心</b> ， <b>加速台灣新創育成及中小企業數位轉型</b> 。	-
	美商微軟	成立 <b>微軟亞洲第一個 AI 研發中心</b> ，建立 <b>大型研發團隊</b> 。	10
	美商思科	成立台灣思科 <b>智慧創新應用示範中心</b> ，與台廠合作研發及推廣 <b>智慧城市應用</b> 。	-

資料來源：經濟部投審會及新聞

- (2)外商積極擴大在台半導體及人工智慧投資，不僅有利鞏固台灣半導體優勢，亦有助台灣參與全球軟硬整合商機
- 半導體是物聯網發展的關鍵技術，國際大廠及國內半導體廠商如能持續在台投資，有利台灣半導體聚落深化；此外，在物聯網時代，具領導 AI 技術的國際科技大廠(如 Google、微軟、亞馬遜等公司)在台設立研發中心，可望吸引優質企業貼近研發或生產，有利在台形塑產業研發聚落，並助台廠鏈結國際市場及前瞻技術(圖 7)。
- (3)外商進駐除帶動周邊產業商機外，亦有助促進國內研發能量、群聚人才，進而提升國內薪資水準
- 外商在台擴大研發有助國際大廠的進駐，不僅可提升國內薪資水準，長期亦可經由技術及人才擴散效果，促進國內先進技術研發。

圖 7 透過人工智慧及半導體研發投資形塑物聯網產業鏈



資料來源：本報告整理

### (三)受惠產線回台帶來貿易移轉效果，台灣資通與視聽等產品出口逆勢成長

台灣資訊通信產品外銷訂單在中國大陸生產且直接輸美的比重較高，近期美中貿易衝突，使得**中國大陸輸美台商改變原有產銷模式，擴大在台投資及出口**。本年以來，台灣資通與視聽等產品出口成長，**緩和**大國角力及全球經貿不確定性升高對國內經濟的**衝擊**。

#### 1. 美國對中國大陸資訊與通信等產品加徵關稅，業者快速轉移產線回台，外銷訂單國內生產大增

(1)與上年同期相較，本年 1 至 10 月整體外銷訂單海外生產的比重雖略升(51.40%升至 51.77%)，惟**資訊與通信產品及光學器材等科技產業的海外生產比重則分別下降 2.12 個百分點(94.00%降至 91.88%)及 1.28 個百分點(42.84%降至 41.56%)**，亦即**在台生產比重提升**。

(2)以**資訊與通信產品**為例，各國積極發展 5G 及物聯網時代之際，更加重視**資安防護**；且 2018 年 9 月 24 日起，**美對中約 2,000 億美元進口品加徵 10% 關稅**，本年 5 月 10 日加徵稅率升至 25%，該**清單包括伺服器、路由器、記憶體模組等資通與視聽產品**，致相關業者快速轉移產線回台，**外銷訂單國內生產的年增率持續攀升**(圖 8)。

圖 8 台灣資訊與通信產品外銷訂單  
國內外生產年增率



資料來源：經濟部統計處

## 2. 受惠貿易移轉效果，本年以來台灣對美國出口增加，緩和全球需求疲弱對台灣經貿的不利影響

(1)根據美國通關統計，本年1至10月美國自中國大陸進口較上年同期減少651.0億美元，而自台灣進口增加75.5億美元，增額僅次於越南(140.7億美元)及墨西哥(119.8億美元)<sup>8</sup>。

—截至本年11月底，美國對中國大陸已生效之進口加徵關稅清單中，資通與視聽產品的比重約達22.3%<sup>9</sup>。受到資安議題及美國加徵關稅影響，本年1至10月美國自中國大陸進口資通與視聽產品較上年同期大減20.9%，自台灣進口則大增76.7%，台灣市占率上升3.1個百分點(表7)。

(2)根據台灣通關統計，本年1至11月台灣對美國出口及出超均較上年同期擴增(圖9)，緩和全球需求疲弱的衝擊。

表7 美國自主主要國家資通與視聽產品進口

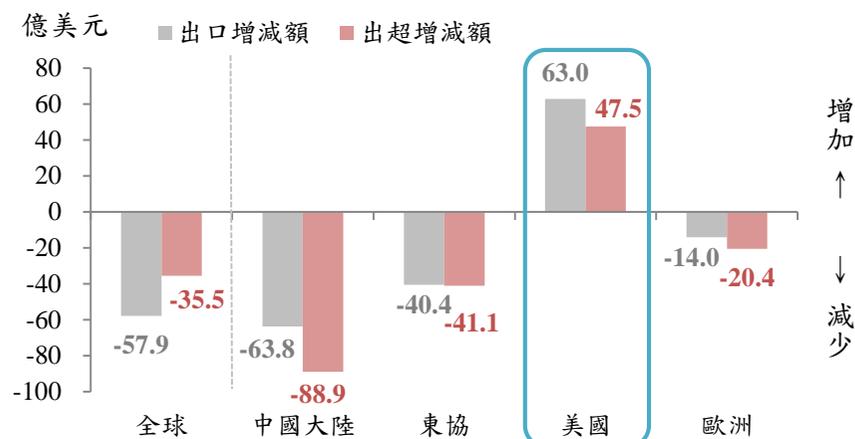
(2019年1至10月)

	金額 (億美元)	年增率 (%)	市占率(%)		
			當期	上年同期	增減百分點
全球	2,241.5	-7.9	100.0	100.0	
中國大陸	1,103.1	-20.9	49.2	57.3	-8.1
墨西哥	422.1	-0.8	18.8	17.5	1.3
台灣	146.5	76.7	6.5	3.4	3.1
越南	140.2	97.8	6.3	2.9	3.3
南韓	92.3	-4.6	4.1	4.0	0.1
歐盟	80.4	3.4	3.6	3.2	0.4
泰國	73.5	-10.5	3.3	3.4	-0.1
馬來西亞	50.0	-22.3	2.2	2.6	-0.4

資料來源：美國商務部

圖9 台灣對主要市場出口及出超之增減金額

(2019年1至11月與上年同期比較)



資料來源：財政部

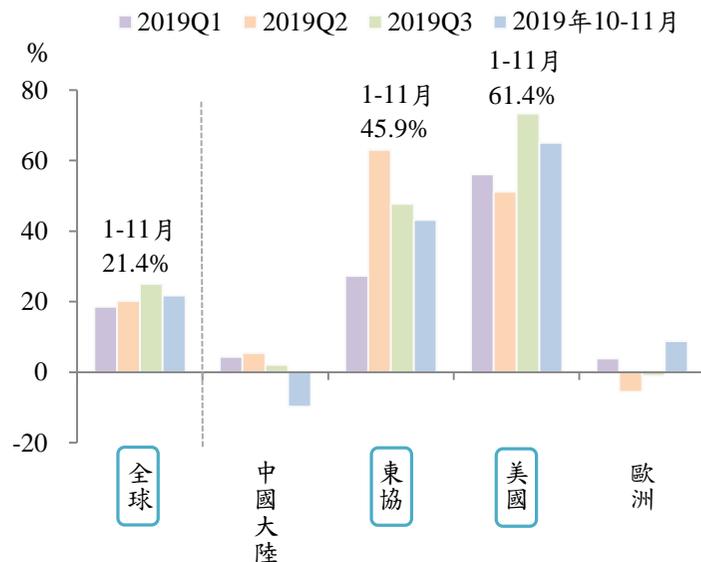
<sup>8</sup> 根據聯合國貿易暨發展委員會(UNCTAD)報告，美國對中國大陸進口品加徵關稅已產生貿易移轉效果，2019年上半年中國大陸輸美加徵關稅產品較上年同期減少350億美元，台灣則增加42億美元，為貿易移轉效果的最大受惠者。詳 United Nations Conference on Trade and Development (2019), "Trade and trade diversion effects of United States tariffs on China", Research Paper No. 37, September.

<sup>9</sup> 根據2018年美國進口通關資料估計。

### 3. 美中科技與經濟強權之爭，以及資安要求提高，台灣資通訊產品及半導體出口逆勢成長

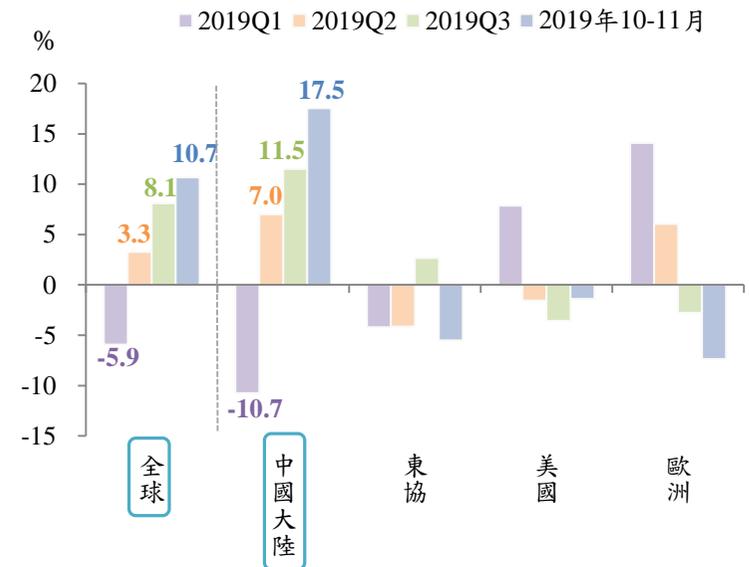
- (1) 川普政府極度在意中國大陸強制技術轉讓、智財權保護及網路盜竊等涉及美國國家安全的問題，加上美中科技競爭與防堵，以及各國政府對資安要求愈趨嚴格，使得部分歐美資訊科技廠商傾向將高科技相關的技術與產品供應鏈，移出中國大陸。
- (2) 資通訊業者在台擴增產能，帶動台灣相關產品出口成長，本年 1 至 11 月台灣總出口衰退 1.9%，惟資通與視聽產品出口成長 21.4%，其中，對美國出口年增率超過 6 成，對東協國家出口年增率近 5 成(圖 10)。
- (3) 本年 5 月美國政府將華為及其關係企業列入出口管制「實體清單」，之後雖連續予以寬限期，惟美中間的衝突已促使中國大陸強化高科技產品自給率、增加庫存、尋求替代供應商及供應鏈轉移。本年第 2 季以來，台灣對中國大陸積體電路出口增幅擴大(圖 11)。

圖 10 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

圖 11 台灣積體電路出口年增率  
(2019 年 1 至 11 月)



資料來源：財政部

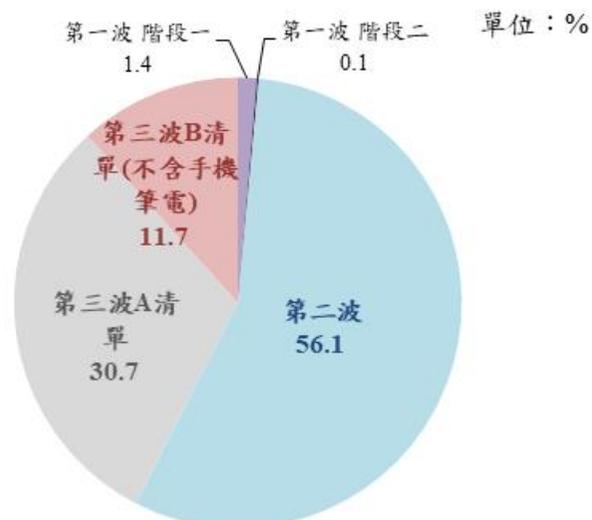
4. 美中雖達第一階段貿易協議共識，惟中國大陸輸美資通與視聽產品中，面臨美國加徵關稅的比重仍高，且美中科技競爭及全球資安要求愈趨嚴格，預期對台灣相關產品貿易移轉效果的衝擊有限

(1) 資通與視聽產品為目前台灣受惠貿易移轉效果的主要產品，而美國已公布對中國大陸資通與視聽產品(手機筆電除外)列入加徵關稅清單中，已生效加徵關稅之比重達 88.3%，美對中第一階段貿易協議不加關稅之第三波 B 清單比重僅約 11.7%(圖 12)，因此該協議對台灣資通與視聽產品貿易移轉效果的衝擊較小。

(2) 預期在美中科技競爭及全球資安要求提高下，美中上述協議對台灣資通訊產品及半導體出口的衝擊有限。

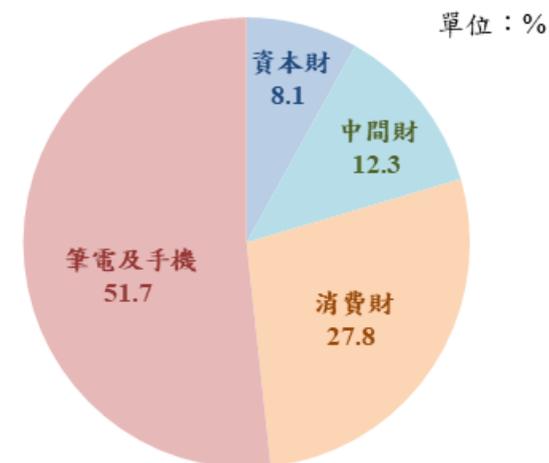
(3) 美對中原訂本年 12 月 15 日生效之第三波 B 清單以手機筆電組裝出口及玩具與運動用品、紡織品等勞力密集產品為主，合計約 8 成(圖 13)，並非台灣具生產優勢產品，其若遭加徵關稅，對台灣貿易移轉的利益原本即相對較小；而美對中第一階段貿易協議對該清單產品不加關稅，將可減緩台商手機筆電之三角貿易營運的衝擊。

圖 12 美國對中國大陸資通與視聽產品之各階段加徵關稅清單金額的比重



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：本報告整理

圖 13 美國對中國大陸原訂第三波 B 清單加徵關稅清單產品的結構(比重)



註：以 2018 年美國通關資料計算。  
資料來源：本報告整理

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

##### 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，有助帶動更多國內生產活動及就業

(1)根據主計總處甫公布 2016 年產業關聯表，**國內製造業最終需要之生產**若增加 1 單位，會帶動農產品、製造產品及服務分別增產 0.05、2.47 及 0.35 個單位，合計**帶動各部門增產 3.06 個單位**(表 8)。

(2)由於**製造業的向後產業關聯效果相對較高**，**若能有更多的投資及製造活動在國內進行**，將可**有效帶動關聯產業生產**，並**促進出口、就業及消費**。

##### 2. 貿易移轉效果及擴大在台投資，有助維繫台灣經濟成長動能

(1)**美中貿易衝突的不確定性**及全球貿易保護主義升溫，**制約各國貿易及實質需求成長動能**，本年以來亞洲主要國家出口不佳，投資亦多衰退。

(2)**台灣則因貿易移轉效果及廠商擴大在台投資**，**緩和前述國外需求疲弱的衝擊**，本年前 3 季經濟成長率為亞洲四小龍之最高(表 9)，預估全年經濟成長率亦將為四小龍之首。

表 8 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

表 9 2019 年前 3 季亞洲四小龍經濟成長及貢獻度

單位：%；百分點

	經濟成長率							
		國內需求			投資	淨外需	輸出	(-)輸入
		民間消費	政府消費					
台灣	2.49	1.73	1.01	-0.10	0.81	0.76	0.58	-0.18
南韓	1.90	1.10	0.93	1.03	-0.87	0.80	0.40	-0.37
新加坡	0.61	1.06	1.64	0.24	-0.82	-0.44	-4.09	-3.64
香港	-0.63	-3.37	-0.33	0.50	-3.53	2.80	-10.13	-12.93

註：2019 年前 3 季資料係該年前 3 季(yoy)之簡單平均。

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

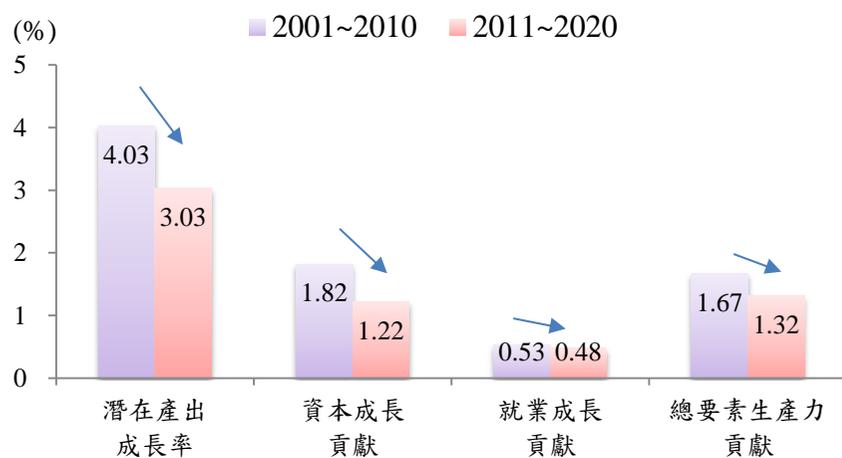
(1)2011 年以來，台灣長期潛在產出成長率下滑，主要受投資及創新不足等因素影響

- 台灣經濟成長供給面的結構性因素中，勞動、資本及總要素生產力的成長率均下滑，其中以資本成長減緩對潛在產出成長率下滑的影響最大，總要素生產力成長趨緩的影響次之(圖 14)。

(2)現階段台灣挹注三大投資動能，可望帶來以下中長期效益(圖 15)：

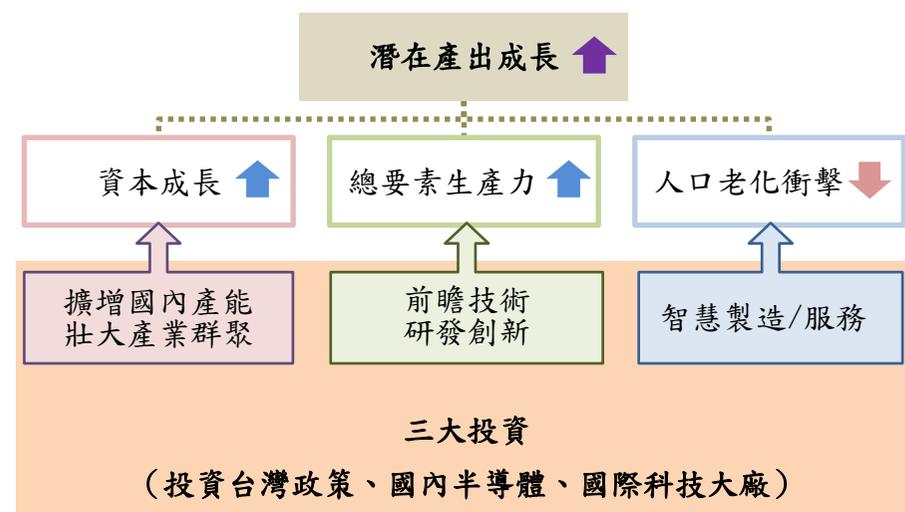
- 帶動資本成長：三大投資動能擴增國內產能，也壯大地產業群聚，激勵企業在台永續投資。
- 促使總要素生產力上升：科技創新為驅動經濟成長的主要動力(見下頁專題)，未來各業將運用新科技帶來價值提升；而現階段「投資台灣」亦聚焦於研發創新，藉由提振總要素生產力，挹注中長期經濟成長動能。
- 降低人口老化對就業之衝擊：新增投資主要在智慧製造，預為因應人口老化影響勞動力的量與質(生產力)問題。

圖 14 台灣潛在產出成長率及貢獻度



資料來源：主計總處、央行經研處自行估算

圖 15 三大投資有助提升潛在產出成長

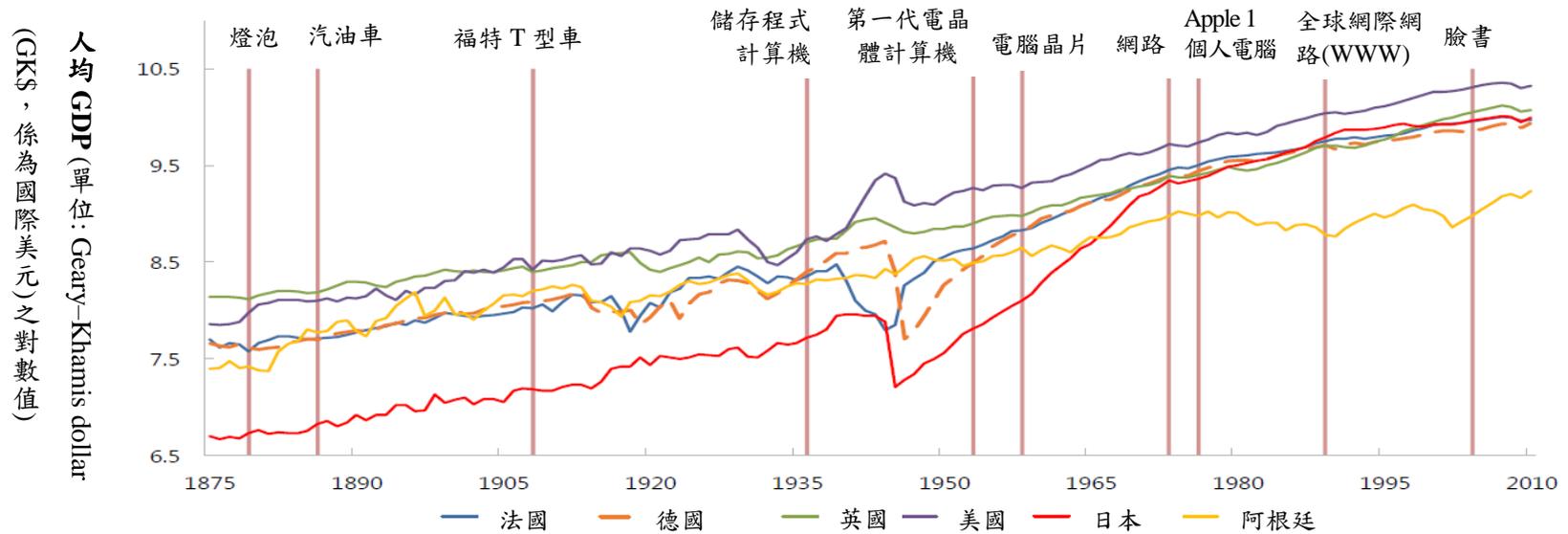


資料來源：本報告整理

## 專題：科技創新為驅動經濟成長的主要動力

- 一、IMF 指出<sup>10</sup>，19 世紀以來，**科技創新**為**驅動經濟成長**的主要動力(圖 16)，20 世紀網際網路**發展**進一步**提高**主要經濟體之**人均 GDP 成長率**，展望未來，科技演進仍扮演重要的經濟引擎。
- 二、據**歐盟**報告預測<sup>11</sup>，未來 10 年的科技應用涵蓋**機器人**、**物聯網**、**人工智慧**、**區塊鏈**、**自動駕駛**及**3D 列印**。因應此國際發展趨勢，產官學研攜手投入研發投資，以期運用新科技進行**數位轉型**，創造更高附加價值。
- 三、根據**麥肯錫**估計<sup>12</sup>，**產業數位化程度提高 1%**，該產業生產力增加**0.7%**。以**台灣高科技產業**為例，若能**運用數位技術發展高價值商業模式**，如擴展新市場、提供軟硬整合之解決方案等，有助台灣產業價值鏈提升。

圖 16 19 世紀以來之科技創新驅動主要國家的人均 GDP 成長



資料來源：Peralta-Alva, Adrian and Agustin Roitman (2018), "Technology and the Future of Work," IMF Working Papers, September 28, 2018.

<sup>10</sup> 參見 Peralta-Alva, Adrian and Agustin Roitman (2018), "Technology and the Future of Work," IMF Working Papers, September 28, 2018。

<sup>11</sup> Florence Gaub (2019), *Global Trends to 2030: Challenges and Choices for Europe*, ESPAS, April 2019。

<sup>12</sup> 見章錦華、林康雋、魏世民、成政珉、藍兆君、譚宏、曾俊豪、陳彥汝、譚岱文(2017)，「台灣刻不容緩的數位化課題」，麥肯錫，2017年9月。

## (五) 結論與建議

美中貿易爭端突顯**台灣**兼具**科技能量**及**安心製造價值**，吸引**海內外台商**及**國際科技大廠擴大在台投資**，為台灣**注入經濟效益**：

**短期**－受惠**在地生產擴增**及**貿易移轉效應**，資通與視聽產品與半導體出口成長，**緩和**美中貿易衝突及全球投資經貿不確定性居高對台灣的**衝擊**。

**中長期**－由於**製造業向後產業關聯效果較高**，持續擴大在台投資**高端製造**，將可**發揮產業關聯效果**，促進出口、就業及消費；且藉由擴大在台投資**完整國內產業聚落**，開展**智慧製造**及服務，並投入**研發創新**，**改善投資不振、人口老化及創新不足等結構性問題**，提振長期經濟成長動能。

目前美中雖達成第一階段貿易協議之共識，惟**未來雙方在經貿實力與科技的競爭恐將延續**，對全球經濟景氣仍具外溢效果。**為利優質企業永續投資台灣**，謹提出相關建議如下：

### 1. 台灣資源有限，宜持續朝高附加價值及環保節能發展，並將研發深耕台灣

- (1) 台灣因資源有限，宜**順應國際綠色經濟**發展趨勢，將環保節能、高附加價值的環節建立在台灣。
- (2) 研發攸關企業未來競爭力，也是產業價值鏈中最重要環節；宜**吸引國內、外廠商在台持續投入研發**(尤其**前瞻技術**)，**形塑台灣研發聚落**，以厚實台灣產業長期競爭力，鞏固在國際供應鏈上之重要地位。
  - －政府刻正積極打造台灣成為亞洲最重要**的高階製造研發中心**，並擬透過「**領航企業研發深耕計畫**」鼓勵台商及外商在台投入創新研發，讓**台灣成為 AI、5G 及物聯網下的前瞻技術發展者**。

## 2. 為落實企業在台永續投資，務須確保穩定供電及擴大培育人才

- (1) 根據本行企業訪談結果，企業在台投資，**首盼政府能確保穩定供電**。未來隨**智慧製造投資持續增加**，**電力需求亦將成長**；政府除積極推動再生能源，創造企業所需綠電外，務須穩定供電，方能讓優質企業深耕台灣。
- (2) 企業在台投入**研發及高階製造**，**人才需求殷切**，**現階段高階半導體及 AI 人才不足**，**長期則欠缺基礎科學博士**。**擴大人才養成為當前要務**，政府及產業宜共同致力育才、攬才、留才，除向外求才，亦宜**加強員工再培訓**。
  - 近年科技部啟動「重點產業高階人才培訓與就業計畫<sup>13</sup>」，而教育部亦推出「產學合作培育博士級研發人才計畫<sup>14</sup>」，積極培植國內高階人才。
  - 資誠發布《2019 全球人才趨勢報告<sup>15</sup>》顯示，79%的全球企業領袖(CEO)擔心「**勞動力缺乏關鍵能力**」威脅企業未來成長；而 46%的全球 CEO 及 67%的台灣 CEO 皆認為「**重新培育人才及提升技能**」是最有效做法。

## 3. 鑒於主要國家科技競爭之鑑，台灣仍宜積極發展產業所需之關鍵材料，以求技術自主

- (1) 美國為避免中國大陸科技快速追趕，加大管制敏感技術出口與投資<sup>16</sup>，如禁止美國企業供應產品給華為及其關聯企業；日本限制關鍵材料出口南韓<sup>17</sup>，衝擊南韓半導體產品供貨及先進製程生產<sup>18</sup>。
- (2) **台灣電子零組件製造亦依賴海外部分關鍵材料**，宜**積極研發**或**透過併購取得**產業所需之**關鍵材料**，不僅可提升**技術自主性**，也有助於**優化產業附加價值**。

<sup>13</sup> 在 2018 年至 2020 年辦理 3 梯次培訓千名博士接軌產業，由國內法人及大學擔任培訓單位，針對博士級人才提供 1 年期的在職實務培訓，以接軌產業、跨域創新。

<sup>14</sup> 協助大學提升博士培育學用合一，建立論文研究由大學與產業界共同指導，並爭取企業或法人研究經費，共同培育博士務實致用研發能力。

<sup>15</sup> 資誠《2019 全球人才趨勢報告》在 2018 年 9~10 月進行，計有 91 國 1,378 位 CEO 受訪。

<sup>16</sup> 2018 年美國頒布「出口管制改革法」，賦予商務部產業安全局(BIS)管理敏感性技術出口與投資，並實施「外國投資風險審查現代化法案」，加強審核外資投資美國科技業。2019 年通過「國防授權法」，禁止政府機構使用華為等陸企產品。2019 年 5 月 15 日川普總統簽署「保障信息與通訊技術及服務供應鏈安全」行政命令，隨後美國商務部宣布管制美企供應產品給華為及其部分關聯企業；惟之後商務部連續以臨時通用許可證的形式暫緩執行華為禁令。

<sup>17</sup> 日本對南韓限制含氟聚醯亞胺(FPI)、光阻、氟化氫等 3 項關鍵材料。過往，南韓享簡化出口待遇，惟自 2019 年 7 月 4 日起，渠等產品都須向日本政府申請許可，載明使用目的、方法，並保證相關原料絕不用在武器等方面，整體時程最長可達 90 天。

<sup>18</sup> 三星半導體即因光阻關係，發展 7 奈米製程技術受阻。

#### 4. 傳統產業出口仍面對貿易障礙，不利吸引投資，且使出口產品及市場更加集中，宜儘速加入區域經濟整合

##### (1) 台灣 FTA 覆蓋率較低，不利傳統產業出口、投資及台灣國際分工地位

- 全球供應鏈重組下，會促使供應鏈上下游國家之間的投資區位與貿易移轉，而台灣內需市場較小，在台投資仍須以出口支持；惟自由貿易協定(FTA)洽簽落後，將不利廠商出口及投資，衝擊在國際分工的地位。
- 與亞洲主要國家相較，台灣 FTA 貿易覆蓋率較低，多數傳統產業出口面臨較高關稅障礙，亦使出口產品高度集中於資訊科技協定(ITA)免關稅的 ICT 貨品，經濟景氣易受單一特定產業榮枯影響。

##### (2) 美中貿易衝突帶來貿易移轉效果，惟台灣對美國市場的出口集中及貿易失衡擴大

- 根據美國通關統計，本年前 10 個月美國對台灣商品貿易入超已達 192.6 億美元，估計全年將逾 200 億美元，恐有觸及美國匯率政策報告第一項檢視門檻(對美出超逾 200 億美元)而被列入觀察名單之虞<sup>19</sup>。

##### (3) 儘速加入區域經濟整合，以提高出口競爭力，分散出口市場及產業

- 台灣出口約 6 成集中在「區域全面經濟夥伴協定」(RCEP)<sup>20</sup>、2 成集中在「跨太平洋夥伴全面進步協定」(CPTPP)<sup>21</sup> 國家，目前政府正積極爭取加入區域經濟整合，宜持續對內溝通及對外爭取國際支持，確保國內企業對外經貿有公平競爭的立足點，並可避免出口產業 M 型化發展<sup>22</sup>。

<sup>19</sup> 長期以來，台灣經常帳順差對 GDP 比率偏高(2019 年前 3 季為 10.5%)已逾美方 2%之標準，若美國對台灣商品貿易入超逾 200 億美元，台灣將因符合上述二項美方檢視標準而再度被列入「匯率操縱國觀察名單」。

<sup>20</sup> 本年 11 月 RCEP 峰會聲明，除印度外的其餘 15 個國家(中國大陸、南韓、印尼、菲律賓、泰國、柬埔寨、寮國、緬甸、日本、澳洲、紐西蘭、馬來西亞、新加坡、越南及汶萊)預計將於 2020 年簽署 RCEP。印度表示退出，日本則極力爭取印度重返 RCEP。

<sup>21</sup> CPTPP 原名為「跨太平洋夥伴協定」(TPP)，因美國退出 TPP 而更名。共 11 個會員國：日本、澳洲、紐西蘭、馬來西亞、新加坡、越南、汶萊、智利、秘魯、墨西哥及加拿大。CPTPP 規模：人口近 5 億(占全球 7%)；總 GDP 逾 11 兆美元，占全球 13.1%，協定已在 2018 年 12 月 30 日生效。詳國貿局(2019)，「CPTPP 簡介」，4 月。

<sup>22</sup> 例如，本年 1 至 11 月台灣主要產品出口，僅資通與視聽產品及電子零組件出口正成長 21.4%及 0.6%，其餘多呈衰退。同期間，台灣對美國出口及出超大增，對其他市場出口及出超則多呈減少。

- 除了大型多邊 FTA 外，台灣可**同時推動雙邊貿易協定(BTA)**或特定議題的談判。例如，持續推動與**歐盟**雙邊投資協定(BIA)談判，以及爭取與**東協**國家洽簽經貿協定等，消除貿易障礙，提升對外經貿夥伴關係。
- 台灣在全球高科技供應鏈，扮演不可或缺的角色，面臨國際經濟局勢的轉變，尤其是因為美中貿易衝突面臨劇烈的變化，**台美**若能簽署高標準的 **BTA**，將能夠**確保可靠及安全的供應鏈**，也可以為雙方經濟成長注入新動能<sup>23</sup>，更具有台灣與他國洽簽相關協定的**示範效果**。

---

<sup>23</sup> 見總統府新聞(2019)，「總統接見美國商務部主管全球市場助理部長史宜恩」，12月9日。

## 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

近期國際間憂心，一國經濟出現**低利率、低通膨、低成長**的「日本化」(Japanification 或 Japanization)現象，似已逐漸**蔓延至西方經濟體**；其中，又以**歐元區**與日本的情況最為相似。過去，西方主流思維認為，日本自 1990 年代起陷入「日本化」，係政策當局未大膽採行貨幣寬鬆等政策錯誤所致的結果；惟**近期若干論者強調**，「日本化」**真正的問題**應在於，**決策者聚焦於過度狹隘的貨幣政策**、高估其有效性，而**未善加處理**「日本化」背後的**結構性問題**。

**全球金融危機後**，**主要央行**為避免落入「日本化」，已**大採貨幣寬鬆**，惟仍**無法完全擺脫**「日本化」**隱憂**。國際間咸認，**具有落入「日本化」風險的國家**，**需要範圍較廣的政策組合**(policy mix)。此際，重新評估財政政策的角色係屬必要，**具財政空間**(fiscal space)的**國家**，**尤應採更有效且及時的行動**；此外，政策制定者亦須辨識並**處理更深層的結構性問題**、著手進行**結構性改革**，積極採行**較廣泛的政策組合**。

本文擬先引介「日本化」的特徵；其次，簡述「日本化」的背景與啟示；進而說明為因應「日本化」困境，亟需妥適的政策搭配；最後，強調目前台灣經濟雖應無落入「日本化」困境的問題，惟為因應人口結構轉變等可能帶來的挑戰，可汲取日本經驗，配合寬鬆性貨幣政策，積極採行擴張性財政政策與結構性改革。

### (一)「日本化」的特徵

#### 1. 什麼是「日本化」<sup>1</sup>？

(1)「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。

(2)迨至目前，「日本化」概指一國呈現**低利率、低通膨、低成長**的經濟現象。

---

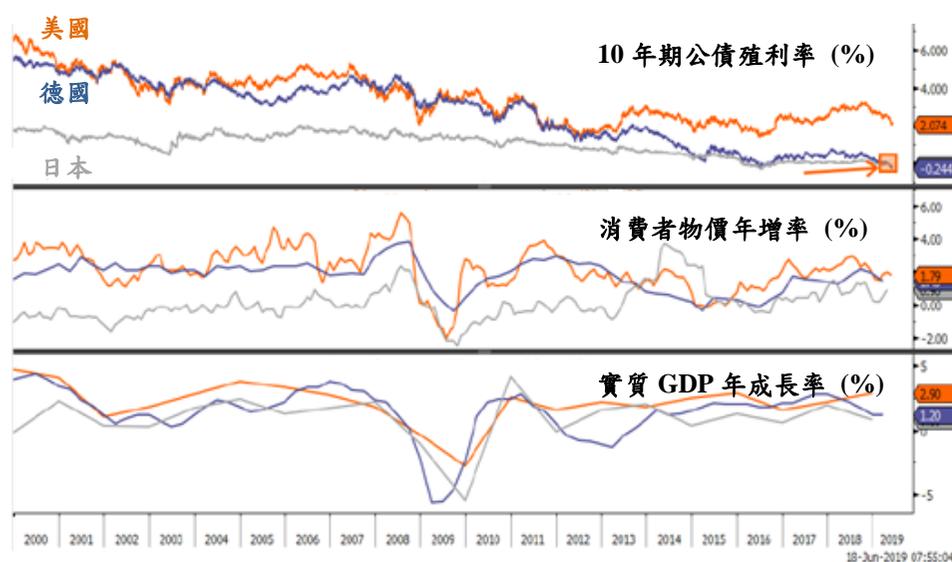
<sup>1</sup> Weller, Chris (2017), "Japan's Demographic Time Bomb Is A Bad Omen for the US," *Business Insider*, May 29; Bio, Full (2011), "What the Japanization of the World Economy Means for Stocks, Bonds, And Commodities," *Forbes*, July 29; Wigglesworth, Robin (2019), "Japanification: Investors Fear Malaise Is Spreading Globally," *Financial Times*, Aug. 27; Shirakawa, Masaaki (2019), "Central Banking: Bridging the Gap between Theories and Practices," Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30.

## 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

(1)2008 年全球金融危機後，**主要先進經濟體經濟復甦**的情況，較多數政策制定者、政治家與經濟學家所**預期的為緩慢**；尤其是，**歐元區恐陷入經濟放緩**困境。此外，彼等的**利率、通膨率仍續於低檔徘徊**（見圖 1）<sup>2</sup>。

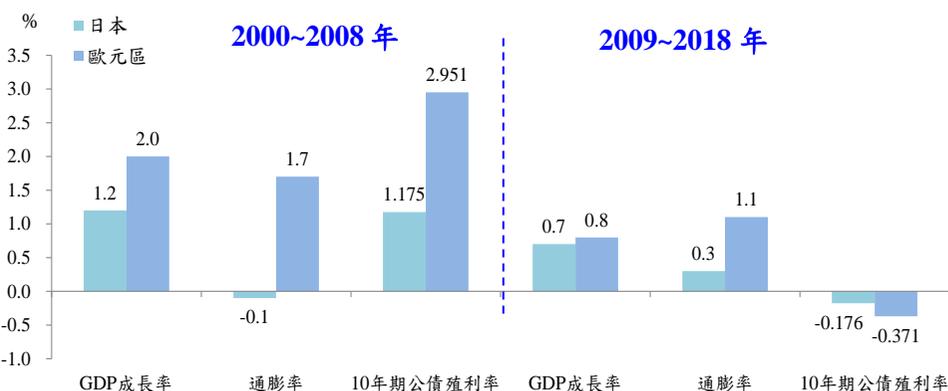
(2)論者認為<sup>3</sup>，**歐元區已出現若干「日本化」的症狀：經濟成長疲弱、低通膨與低利率**（尤其在 ECB、BoJ 的負利率政策下，**負殖利率已蔓延至中長天期公債**），故有歐元區「日本化」的說法（見圖 2）<sup>4</sup>。

圖 1 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)。

圖 2 歐元區似出現「日本化」症狀



註:1. 惠譽以各項指標評估歐元區「日本化」風險；其中，就 GDP 成長率及 10 年期公債殖利率方面，認為是中度風險，至於通膨率，則認為風險有限。

2. 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*,

<sup>2</sup> Masset, Thierry (2019), "The "Japanification" of Europe?" *ING Monthly Review*, June; The Economist (2019), "Low Inflation Is A Global Phenomenon with Global Causes," *The Economist*, Oct. 10.

<sup>3</sup> Shirakawa, Masaaki (2019), "World Has Learned Wrong Lessons from 'Japanification'," *Nikkei Asian Review*, Oct. 21; Stubbington, Tommy (2019), "Eurozone At Risk of Japan-Style Stagnation, Fitch Warns," *Financial Times*, Nov. 29.

<sup>4</sup> ECB 副總裁 Luis de Guindos 指出，雖然相較於日本，歐元區沒有信用泡沫，且擁有較大的財政空間，惟如不採取措施激勵經濟，歐元區恐面臨「日本化」風險。惠譽信評亦指出，歐元區雖未完全落入「日本化」，但已出現若干「日本化」的症狀；若歐元區完全陷入「日本化」，其政策回應的複雜度恐將更高。詳 Howcroft, Elizabeth and Marc Jones(2019), "Risk of European Recession 'Very Low': ECB's De Guindos," *Reuters*, Nov.14; Mendez-Barreira, Victor(2019), "De Guindos Says ECB 'Implicitly Has Symmetrical Targeting Policy'," *Central Banking*, Nov. 14; Fitch Ratings (2019), "Fitch Ratings: Escaping Japanification Difficult for Eurozone If It Takes Root," *Fitch Ratings*, Nov. 28..

### 3. 目前台灣經濟應無落入「日本化」困境的問題

就台灣經濟情況而言，**台灣經濟持續成長、未出現通縮、利率未觸及零利率底限**，且**銀行業授信、對中小企業放款呈穩定成長**，目前應**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。

—1992 年以來，日本經濟失落逾 20 年，且通縮困擾近 15 年(近年來，通膨率始略為回升至正數)。

—同期間(1992~2018 年)，台灣經濟穩定成長、物價平穩。

	經濟成長率(1992~2018 年平均)	CPI 年增率(1992~2018 年平均)
日本	0.91%	0.27%
台灣	<b>4.60%</b>	<b>1.49%</b>

(2)**台灣並未面臨**須採 QE 或負利率政策的**零利率底限困境**。

—BoJ 的基本貼現率與基本放款利率 0.3%(2008/12/19 迄今)已趨近於零，不得不採 QE 來壓低實質利率；此外，BoJ 於 2016 年 1 月 29 日宣布採負利率政策，將銀行存放於 BoJ 的部分準備金餘額之利率調降至-0.1%。

—本行的重貼現率目前為 1.375%(2016/7/1 迄今)<sup>5</sup>，尚有運用傳統利率政策的空間。

(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**。

	銀行業授信年增率(1995 年迄今平均)	對中小企業放款年增率(2009 年迄今平均)
日本	0.74% (1995 年 1 月~2019 年 8 月)	1.06% (2009 年 Q1~2019 年 Q3)
台灣	<b>5.08%</b> (1995 年 1 月~2019 年 9 月)	<b>7.21%</b> (2009 年 Q1~2019 年 Q3)

<sup>5</sup> 另本行以 28 天期央行定存單利率作為操作利率，目前為 0.590%(自 2016/7/1 起)。

## (二)「日本化」的背景與啟示

### 1. 為何日本會陷入失落逾 20 年的「日本化」？

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**在短短 **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**日本經濟數季的衰退**。
- 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，詳附錄說明)。
- 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。

失落逾二十年

2. 為擺脫「日本化」，日本當局已採一系列因應對策，雖有助於提振經濟，惟仍無法完全脫困

(1)1990年代初期，日本經濟低迷，為提振景氣，日本當局不斷採取寬鬆性貨幣政策、擴張性財政政策<sup>6</sup>。

—BoJ 持續降息至接近零，並採量化寬鬆(QE)政策，提供市場充裕的流動性。

➤ 1991年7月起，BoJ 不斷降息，重貼現率由6%降至1995年9月的0.5%；1999年2月，進而採零利率政策。

➤ 2001年3月，鑑於零利率政策仍無法奏效，BoJ 總裁速水優(Masaru Hayami)遂採行史無前例的QE。

—積極動用擴張性財政政策，以填補民間部門有效需求的不足。

➤ 在嚴重的「資產負債表型衰退」下，因民間需求明顯不足，亟需日本政府扮演激勵經濟的角色。

➤ 1992~2012年，日本政府共推出22次、總規模達375.7兆日圓的經濟激勵措施，其中包括約127兆日圓的財政支出。

(2)2012年日本開始採行「安倍經濟學」，有助於日本金融市場與實體經濟，惟仍無法完全脫離「日本化」困境。

—2012年12月26日安倍晉三(Shinzo Abe)就任日本首相後，提出「安倍經濟學」(Abenomics)的三箭計畫，即寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，及成長策略(經濟結構改革)，分別為短期(為期1~2年)、中期與長期的計畫(見圖3)。

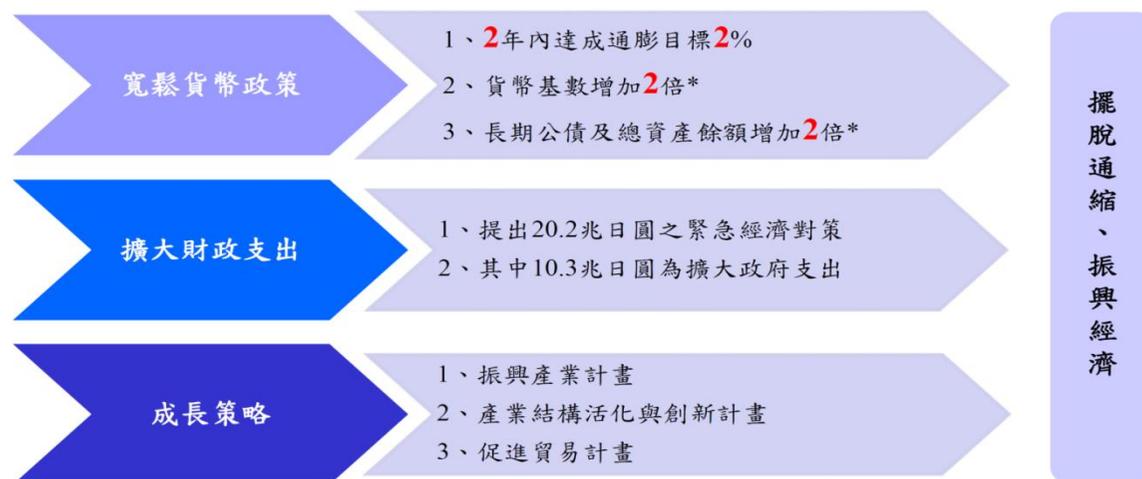
—「安倍經濟學」使日圓劇貶、股價高漲、日本經濟成長上升(2013年日本的GDP成長率攀抵2%的高點)，且失業率已降至2.4%；儘管「安倍經濟學」扭轉了長期以來的投資下滑，惟仍無法防止企業的閒置資金增加<sup>7</sup>。此外，在人口結構變遷(如生育率下降、高齡化等)等結構性壓力下，結構性改革的進展似嫌不夠積極<sup>8</sup>，或為其難完全脫離「日本化」困境的原因。

<sup>6</sup> 參見李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第32卷第2期，6月；鈴木智也(2019)，「裁量のな財政政策の効果？—平成を振り返り、次の景気後退に備える」，日本生命保險基礎研究所，3月8日。

<sup>7</sup> The Economist(2019)，"Japan's Economic Troubles Offer A Glimpse of A Sobering Future," *The Economist*, Dec. 7.

<sup>8</sup> Nohara, Yoshiaki(2019)，"Abenomics Virtuous Cycle Lacks Traction as Milestone Looms," *Bloomberg*, Nov. 18.

圖 3 2012 年「安倍經濟學」的三箭計畫



\*：日語慣稱「增加2倍」，實際為「增加1倍」。

(3)為因應經濟下行風險，近期日本仍持續擴大財政激勵措施。

—安倍的經濟顧問濱田宏一(Koichi Hamada)曾指出，「安倍經濟學」的三箭計畫中，以寬鬆貨幣政策最為重要。惟本(2019)年他改口表示，「安倍經濟學」實施之初，貨幣政策非常有效；但現階段，僅靠貨幣政策，很難有顯著效果；在經濟成長放緩時，財政政策可能成為主角<sup>9</sup>。

—為因應海外經濟成長放緩、消費稅稅率提高、天災衝擊等國內外經濟下行風險，繼2016年8月的經濟激勵方案(總規模28.1兆日圓、財政支出13.5兆日圓)後，日本政府於本年12月5日推出新一波經濟激勵方案，預估將動用約13.2兆日圓的財政支出，若加上金融機構、民間企業的支出，總規模將達26兆日圓<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> Chris Anstey、伊藤純夫、藤岡徹(2019)，「景氣対策の主役は黒田日銀から財政へ、副作用で上がる緩和のハードル」，*Bloomberg*，11月19日；*Diamond Online* (2019)，「濱田宏一氏が語る『MMTは均衡財政への呪縛を解く解毒剤』」，*Diamond Online*，3月8日。

<sup>10</sup> 日本經濟新聞(2019)，「經濟対策事業規模26兆円」，*日本經濟新聞*，12月6日。

### 3. 決策者從「日本化」所汲取的教訓可能有誤：其癥結在於結構性問題，而非央行未積極採貨幣寬鬆<sup>11</sup>

(1) 過去主流思維大抵認為，「日本化」肇因於日本未採大膽的貨幣寬鬆。

— 過去，論者大抵認為，日本未大膽採貨幣寬鬆，是落入低成長、通縮與永久性低利率的主因。

— 前 BoJ 總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)指出，西方經濟學家及決策者誤認通縮是最重要的挑戰，故往往著眼於追求貨幣寬鬆，而忽略其他層面的問題。

(2) 結構性問題的確是經濟深陷「日本化」的一大關鍵，包括：人口結構轉變、生產力成長減緩等。

— 西方主流思維最初高估貨幣政策的有效性，因彼等可能忽略「日本化」實源自於人口成長趨緩<sup>12</sup>、生產力成長減緩等結構性問題(見圖 4、圖 5)，從而導致通膨率與利率下降。

➤ 日本因勞動投入減少<sup>13</sup>，導致潛在成長率下滑，另亦影響企業與家計部門對長期經濟成長的預期，透過預期管道，壓抑消費與投資，進而導致通膨率與利率下滑<sup>14</sup>。

➤ 日本政府太慢認知到，人口老化係亟需解決的結構性問題，這才是其他國家應從「日本化」中學習的課題。

— 一般咸認，面臨「日本化」風險的國家，亟需更廣泛的政策組合。

➤ 在嚴重的金融危機後，主流思維建議所採之積極的貨幣寬鬆，或非全然正確；除寬鬆性貨幣政策外，其他政策(如財政政策、結構性改革等)更是刻不容緩<sup>15</sup>。

➤ 以歐元區為例，並非 ECB 在積極地實施必要的貨幣寬鬆時過於膽怯，而是其從日本所汲取的教訓有誤，從而過度聚焦於貨幣寬鬆；欲解決經濟的供給面與需求面問題，更廣泛的政策組合係屬必要。

<sup>11</sup> Shirakawa, Masaaki (2019), "World Has Learned Wrong Lessons from 'Japanification'," *Nikkei Asian Review*, Oct. 21; El-Erian, Mohamed A. (2019), "How Western Economies Can Avoid the Japan Trap of Weak Growth, Disinflation, Low Interest Rates," *Project Syndicate*, Apr. 8; Baba, Naohiko, Tomohiro Ota and Yuriko Tanaka (2019), "Lessons From Japan's Demographics: Delayed Recognition, Delayed Action," *Japan Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jun. 28.

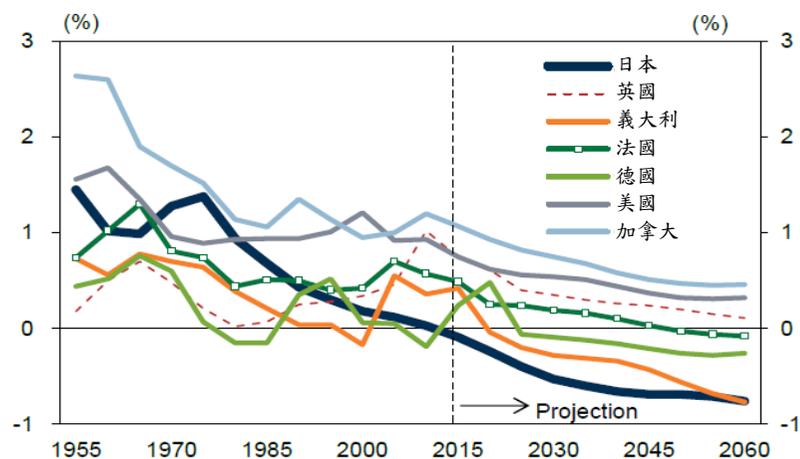
<sup>12</sup> 前 BoJ 總裁白川方明認為，「日本化」的根本原因係人口結構快速惡化，亦即少子高齡化現象，及勞動人口減少等問題。詳白川方明(2018)、「中央銀行 セントラルバンカーの経験した 39 年」，10 月，第 665 頁~667 頁。

<sup>13</sup> 根據日本總務省統計局資料顯示，日本的工作年齡人口占總人口比重自 1995 年之 69.5%，降至上(2018)年的 59.7%。

<sup>14</sup> IMF 研究報告對日本的實證研究顯示，工作年齡人口減少將經由降低潛在經濟成長率而對中性利率產生負向影響，且隨時間經過，影響將愈來愈大。詳 Han, Fei (2019), "Demographics and the Natural Rate of Interest in Japan," *IMF Working Paper*, WP/19/31, Feb..

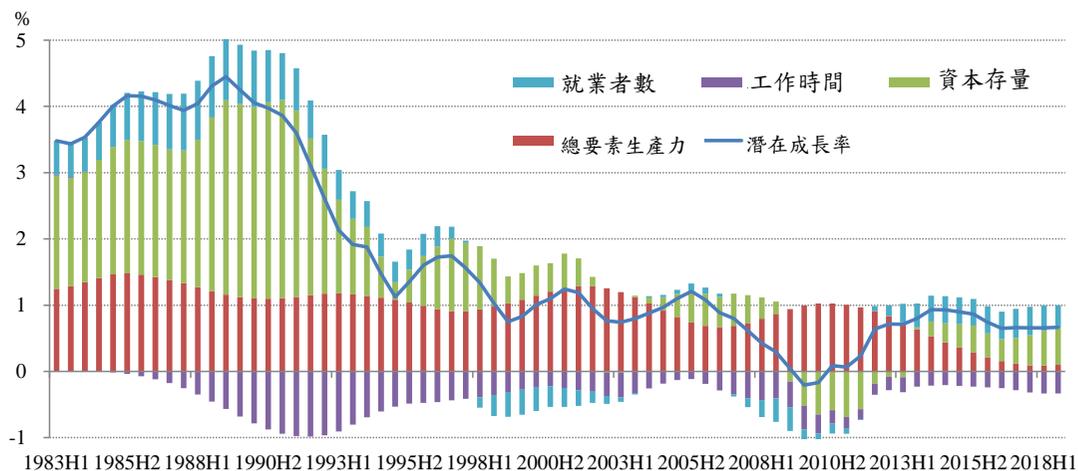
<sup>15</sup> 《華爾街日報》認為，「日本化」是兩大力量的結果：人口因素(其影響可能被誇大)，及不良的政策決策之後果(很大程度上，或可歸因於對持續的財政激勵有所保留)。就後者而言，其他國家應以日本為戒。詳 Bird, Mike (2019), "Investors Could Do Much Worse Than 'Japanification'," *The Wall Street Journal*, Nov. 26.

圖 4 主要國家的總人口成長率下滑，尤以日本為最



資料來源：Baba, Naohiko, Tomohiro Ota and Yuriko Tanaka (2019), "Lessons From Japan's Demographics: Delayed Recognition, Delayed Action," *Japan Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jun. 28.

圖 5 近期日本的總要素生產力成長下滑



註：資料起始點為 1983 年。  
資料來源：BoJ

#### 4. 為進一步處理日本面臨的結構性問題，近年安倍政府再推出新的結構性改革措施

(1) 為強化經濟結構改革，2016 年安倍政府提出新三箭「一億活躍總社會計畫」，主要構想包括：

— 2021 年名目 GDP 提高至 600 兆日圓。

— 改善支援育兒環境(目標：2025 年生育率提升至 1.8 人)。

— 提供安心的社會保障(目標：2025 年因照護老人而離職的勞工降至零)。

(2) 為處理勞動市場結構性問題、提高生產力，2017 年安倍政府提出「勞動方式改革實行計畫」，主要措施包括：改善非正職勞工之待遇、提高最低工資、改善勞工工時過長現象，及促進女性及高齡者就業等<sup>16</sup>。

<sup>16</sup> 《華爾街日報》指出，日本在提升既有勞工的生產力方面表現出色；自 2010 年以來，日本的勞動生產力成長(以每工作小時的 GDP 來衡量)上升 6.5%，已超越其他 G7 國家(平均為 5.8%)；此外，日本亦大幅擴增其勞動力，尤其是提高女性與 65 歲以上人口的勞動參與率。實際上，自 2007 年以來，日本工作年齡人口的人均 GDP 成長，已超越任一 G7 經濟體；《華爾街日報》認為，日本的經濟表現強勁，在考量其人口縮減的情況下尤然；此外，相較於全球多數地區，日本的金融市場已提供良好的機會，投資者似毋須過度擔憂「日本化」(同註 15)。

### (三)國際間咸認，各國在因應「日本化」須訴諸更多的政策搭配

#### 1. 寬鬆性貨幣政策有其侷限，且可能已負荷過重<sup>17</sup>

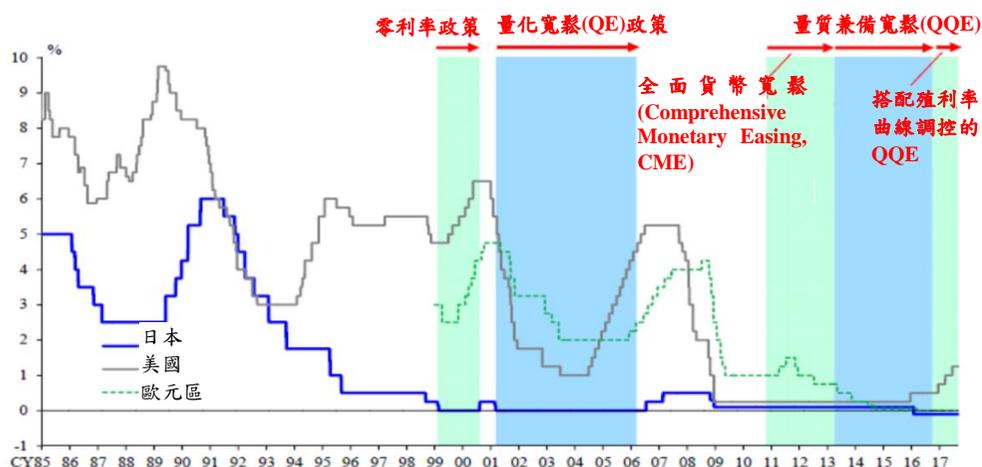
(1)寬鬆性貨幣政策的效益已遞減，傳遞至實體經濟的效果似屬有限。

—主要央行已記取日本教訓，大採貨幣寬鬆，惟其邊際效益可能遞減。

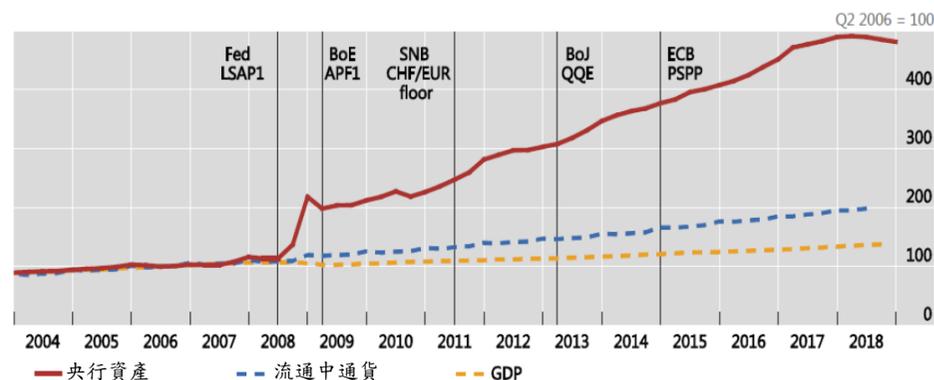
- 自 1990 年代中期以來，BoJ 的政策利率維持於接近零，並陸續採**量化寬鬆(QE)**、**量質兼備寬鬆(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)**等**非傳統性貨幣政策**(見圖 6)；日本過去的經驗，實已受到國際間央行的重視；自 2008 年全球金融危機以來，全球**主要央行**亦積極採貨幣寬鬆、**資產負債表規模大幅擴張**(見圖 7)。

圖 6 1990 年代中期以來，BoJ 大採寬鬆性貨幣政策

圖 7 全球金融危機以來，6 大央行的資產負債表規模大幅擴張\*



資料來源：Nakaso, Hiroshi (2017), “Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience,” Speech at the Central Banking Seminar Hosted by the Federal Reserve Bank of New York. Oct. 18.



\* 6 大央行包括：Fed、ECB、BoE、BoJ、瑞士央行、瑞典央行。

資料來源：BIS (2019), “Large Central Bank Balance Sheet and Market Functioning,” *BIS Markets Committee Papers*, Oct. 7.

<sup>17</sup> Shirakawa, Masaaki (2019), “Global Challenges Confronting Central Banking: Spreading of “Japanification” ?” Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30; da Silva, Luiz Pereira et al. (2019), “The Inflation Conundrum in Advanced Economies And A Way Out,” *Paper Based on Remarks at the University of Basel* in May, Sep. 5; Central Banking Newsdesk (2019), “BIS Authors Offer Advice on Escaping Low Inflation Trap,” *Central Banking*, Sep. 5.

- **全球金融危機後**，主要央行所採的 **QE 有助於穩定經濟與金融體系**；在避免陷入通縮與拉低長期利率方面，QE 或可發揮效用；然而，**QE 係藉貨幣寬鬆將未來的需求提前帶至今日**，或藉通貨貶值**將國外需求移轉至國內**，其**邊際效益**最終仍可能**遞減**。
- **即使央行能大幅拉低長期利率**，惟**民間部門**(商業銀行、家計單位與企業等)對此的**回應程度**(如銀行增加貸款、家計單位增加消費、企業增加投資的幅度等)，似仍屬**有限**。
- (2)**貨幣政策的負荷過重**，**長期低利率恐不利經濟金融穩定**<sup>18</sup>。
  - 總體面：**長期維持低利率恐扭曲金融市場、鼓勵過度的風險承受**(excessive risk-taking)，助長**槓桿、資產泡沫**形成，恐**對金融穩定構成威脅**，甚至可能引發金融危機。
  - 一個體面：低利率可能**損及金融機構的健全性、提高企業殭屍化(zombification)風險**，恐無益於長期經濟成長。
    - 低利率**削弱金融機構的獲利能力**，增加彼等對利率突然反轉的敏感度。
    - 長期低利率讓**無效率的企業得以存活**，引發企業殭屍化風險，不僅**阻礙資本的效率配置**，且可能**妨礙競爭**，對經濟產生不利影響。
    - 在低利率環境下，對於面臨高風險溢酬(risk premiums)的**企業**而言，能以接近零的成本舉債，可能鼓勵彼等**購回庫藏股，而非進行實質投資**。
- (3)當利率幾乎已降至底限時，貨幣政策恐無足夠空間來處理總體經濟不平衡的問題；欲進一步**提振經濟**，並**減輕貨幣政策負荷過重所致的金融穩定風險**，亟需**其他政策的搭配**<sup>19</sup>。

---

<sup>18</sup> Stansbury, Anna and Lawrence H. Summers (2019), “Whither Central Banking?” *Project Syndicate*, Aug. 23; Central Banking Newsdesk (2019), “Summers And Stansbury Warn of ‘Black Hole’ As Central Bankers Debate Solutions” *Central Banking*, Aug. 23; de Larosière, Jacques (2019), “Tackling ‘Dead-End’ Monetary Policy,” *Central Banking*, Oct. 18.

<sup>19</sup> BIS (2019), “Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis,” *BIS CGFS Papers*, Oct. 7.

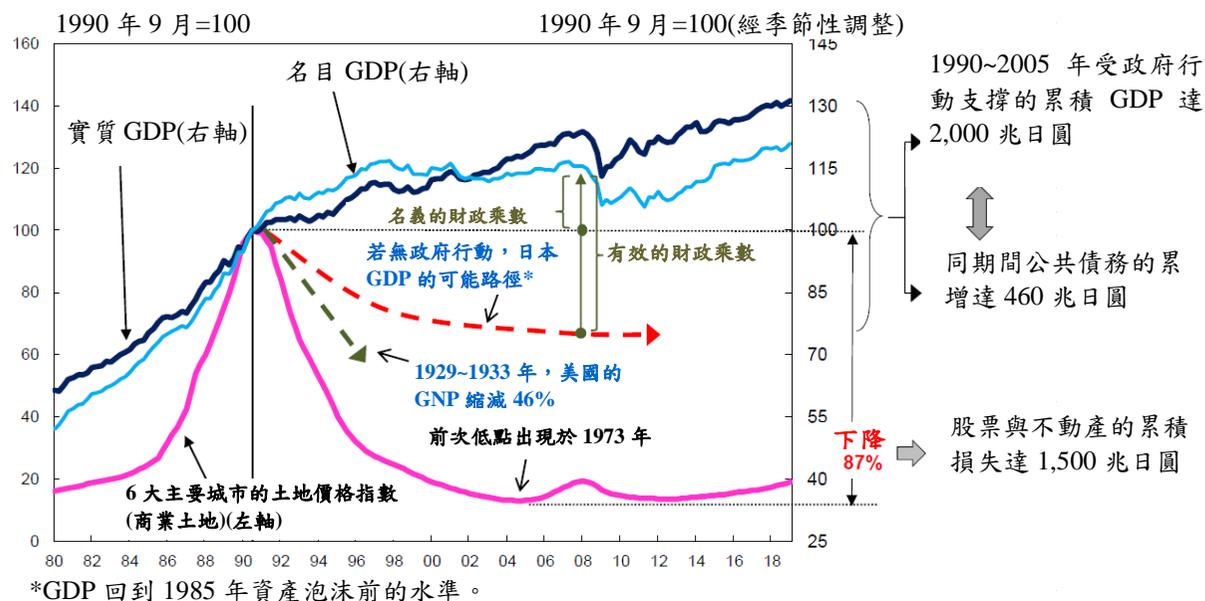
## 2. 擴張性財政政策的角色至關重要，在低利率、低成長時期尤然

(1)雖然日本的擴張性財政政策的成效曾遭質疑，惟一般咸認，若無財政政策，其經濟情況恐將更差。

—若干研究質疑日本所採的財政激勵效果不大，惟野村證券首席經濟學家辜朝明(Richard Koo)指出<sup>20</sup>，若無財政激勵措施，日本經濟老早就可能已衰退 20%或 30%(見圖 8)。

—或有論者指出<sup>21</sup>，日本基礎建設的品質良好、數量充足，進一步擴大基礎建設投資的效益有限，無此必要；惟惠譽信評指出，若日本未採如「安倍經濟學」般大規模的貨幣與財政激勵措施，其 GDP 成長與通膨料將更低<sup>22</sup>。

圖 8 若日本政府未採財政激勵，經濟衰退情形恐更嚴重



<sup>20</sup> Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession," *Business Economics*, April, pp.15-23; Koo, Richard (2018), "The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization," *Nomura*, Mar..

<sup>21</sup> McKinsey Global Institute (2013), "Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year," Jan..

<sup>22</sup> Fitch Ratings (2019), "Fitch Ratings: Escaping Japanification Difficult for Eurozone If It Takes Root," *Fitch Ratings*, Nov. 28.

(2)在**低利率、低成長**環境下，**擴張性財政政策**的**成效更大**，尚有財政空間的國家更應善用此一優勢<sup>23</sup>。

—近期**先進經濟體**主權債務的**利率下降**，**公共債務**的**償債成本降低**、**財政空間擴大**；此外，相較於景氣擴張時期，**景氣下滑**時期的**財政乘數**(fiscal multipliers)**較大**<sup>24</sup>。

—IMF 實證研究顯示，**基礎建設投資**如係在**經濟疲弱**及**貨幣政策寬鬆**的時期進行，則**乘數效果**為**3倍**；此時，**擴張性財政政策**不會帶來不利於民間投資的**排擠效果**(crowding out effect)<sup>25</sup>，**逆循環財政政策**可能**非常有效**。

—只要財政可持續性(fiscal sustainability)得以確保，具財政空間的國家，應更積極、及時地採行擴張性財政政策，俾發揮激勵經濟的較大成效。

### 3. 為解決「日本化」問題，推動結構性改革是不可或缺的關鍵<sup>26</sup>

(1)**人口成長下滑**、**生產力成長減緩**等**結構性因素**，是導致**經濟落入「日本化」**的重要原因；這些結構性變遷的根本問題，仍須賴**結構性改革**方可徹底解決。

(2)鑑於此，面臨「日本化」的經濟體，須就結構性問題對症下藥，積極採行結構性改革，主要包括：

—實施**勞動市場改革**措施，**增加勞動供給**(如鼓勵合法移民<sup>27</sup>、促進勞動力流動等，以填補勞動力缺口)、**移除勞動市場參與障礙**、**強化勞動力培訓**等。

—**強化對中小企業的支持**(如協助中小企業取得融資等)，提升其競爭力。

<sup>23</sup> Da Silva, Luiz Pereira et al. (2019), “The Inflation Conundrum in Advanced Economies And A Way Out,” *Paper Based on Remarks at the University of Basel* in May, Sep. 5; Central Banking Newsdesk (2019), “BIS Authors Offer Advice on Escaping Low Inflation Trap,” *Central Banking*, Sep. 5; Central Banking Newsdesk(2019), “ECB’s Mersch Shows Support for European Deposit Insurance Scheme,” *Central Banking*, Nov. 11; Batini, Nicoletta et al. (2014), “Fiscal Multipliers : Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections,” *IMF Technical Notes and Manuals*, Oct 2; IMF (2014), “Chapter 3: Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment,” *World Economic Outlook*, Oct..

<sup>24</sup> 進一步內容，請參閱中央銀行(2019)，「長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色」，央行理監事會後記者會參考資料，6月20日。

<sup>25</sup> 辜朝明指出，在利率極低環境下，擴張性財政政策不會帶來資金排擠效果，由此衍生的財政赤字係屬「良性財政赤字」(同註20)。

<sup>26</sup> Shirakawa, Masaaki (2019), “Global Challenges Confronting Central Banking: Spreading of “Japanification” ?” Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30; IMF(2019), “Japan: Staff Concluding Statement of the 2019 Article IV Mission,” *IMF Mission Concluding Statement*, Nov. 25.

<sup>27</sup> 本年4月安倍政府實施新「出入國管理法」，引進外國高端、新創人才與中低階勞工，以填補勞動力缺口。

—鼓勵採行**新科技**，及有助於提升產業附加價值的**研發與創新改革**。

—推動**貿易自由化**，消除貿易壁壘與外人直接投資(FDI)之障礙。

—強化健康照護、**社會安全保障**等。

#### 4. 貨幣寬鬆、財政擴張與結構性改革的政策組合，能發揮提振經濟、達成可持續成長的更大效益

(1) 高盛研究指出<sup>28</sup>，**貨幣寬鬆與財政擴張相輔相成**，可發揮**提振經濟的綜效**(synergies)；較寬鬆的貨幣政策能創造財政空間，而擴張性的財政立場亦為貨幣寬鬆創造空間；兩者搭配協調，**激勵經濟成長與通膨的效果更大**。

(2) 國際間咸認，為實現**可持續成長**，**貨幣寬鬆、財政擴張與結構性改革**等較廣泛的**政策搭配係屬必要**<sup>29</sup>。

—在目前環境下，**貨幣政策**仍須扮演**支持性的角色**，惟其無法獨挑大樑，**財政政策**須扮演**更積極**的角色；最重要的是，須致力於實施有助**提升生產力與韌性**(resilience)的**結構性改革**。

➤ 以「安倍經濟學」為例，其結合貨幣寬鬆、財政擴張與經濟結構改革的策略，在提振經濟方面已收部分成效，惟仍應賡續推動相關措施(尤其是結構性改革)，積極採妥適的政策搭配<sup>30</sup>。

➤ IMF 研究報告建議<sup>31</sup>，日本政府宜致力於結構性改革提高潛在經濟成長率，抵銷人口減少的負面影響，藉以提高日本的中性利率，促使 BoJ 的貨幣政策恢復功能。

—欲發揮施政的最大效益，**政府政策的規畫**，須就較**長遠的眼光**、較**廣泛的層面**進行**通盤考量**。例如，當採**積極的財政擴張**時，若**搭配**有利於**提升潛在成長的結構性改革**，可**強化公共債務的償債能力**與財政可持續性；另一方面，若**政府**著眼於有助於**提振生產力的投資**，亦可**增強結構性改革的效果**，從而實現可持續成長。

<sup>28</sup> Stehn, Sven J. et al. (2019), “Synergies in Fiscal and Monetary Policy,” *Goldman Sachs Economics Research*, Jul. 7. BoJ 總裁黑田東彥(Haruhiko Kuroda)亦指出，若政府須進一步實施擴張性財政政策，應以貨幣政策、財政政策搭配的形式來執行；與單獨實施財政政策或貨幣政策相較，兩者搭配的效果更好(同註9)。

<sup>29</sup> Georgieva, Kristalina (2019), “The IMF’s Purpose: Delivering for People,” Delivered at 2019 World Bank Group - IMF Annual Meetings Plenary, Oct. 18; El-Erian, Mohamed A. (2019), “How Western Economies Can Avoid the Japan Trap of Weak Growth, Disinflation, Low Interest Rates,” *Project Syndicate*, Apr. 8.

<sup>30</sup> Harding, Robin (2017), “Abenomics a ‘Success’, Declares IMF,” *Financial Times*, Jun. 19.

<sup>31</sup> 同註 14。

#### (四)結語

1. 一般而言，「日本化」概指日本自 1992 年以來，所存在的低利率、低通膨、低成長的經濟現象；歐元區似已出現若干「日本化」的症狀。
  - (1)全球金融危機後，主要先進經濟體的經濟成長不如預期、通膨率與利率仍屬偏低，「日本化」的隱憂，似已逐漸蔓延至西方經濟體；尤其是，歐元區的經濟成長與通膨率仍低，加以在 ECB、BoJ 的負利率政策下，公債殖利率落入負值的情形更為普遍，此使 ECB 目前面臨的狀況，與過去數十年來 BoJ 所面臨的情況類似。
  - (2)就台灣經濟情況而言，1992~2018 年間，台灣的經濟成長率平均達 4.60%、CPI 年增率平均為 1.49%，分別高於日本的 0.91%及 0.27%；此外，本行的政策利率未觸及零利率底限，且銀行業授信及對中小企業放款亦呈穩定成長。
2. 為擺脫失落逾 20 年的「日本化」，日本已採行一系列因應對策，2012 年安倍政府所採的「安倍經濟學」，已有助於日本金融市場與實體經濟(促使日圓貶值、股價攀升、推升經濟成長、拉低失業率等)，惟仍無法讓日本完全脫離「日本化」困境；近期論者認為，過去日本施行結構性改革的進程似過於緩慢，或為其深陷「日本化」的一大關鍵。為進一步處理人口結構變遷等結構性問題，安倍政府自 2016 年以來，陸續推出新的結構性改革措施，包括：「一億活躍總社會計畫」、「勞動方式改革實行計畫」，以因應人口結構與勞動市場轉變的挑戰。
3. 國際間咸認，為因應「日本化」，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；在低利率、低成長環境下，尤為如此。
  - (1)全球金融危機後，主要央行積極採 QE 等寬鬆性貨幣政策，雖有助於穩定經濟與金融體系，惟其效益恐已遞減；尤有甚者，長期過度寬鬆的貨幣政策，恐引發若干副作用，不利未來經濟金融穩定。加拿大央行總裁 Stephen Poloz

日前表示<sup>32</sup>，加拿大過去 4 年的財政激勵措施，帶來相當於降息約 1 個百分點的效果；該等措施讓加拿大央行得以少降息約 1 個百分點，有助於減少金融脆弱性、降低金融穩定風險。

(2)為激勵經濟，擴張性財政政策的角色至關重要，尤其是，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雖曾遭質疑，惟實際上，若日本未採該等財政激勵措施，其經濟情況恐將更差；近期，為減緩經濟下行風險，日本政府更推出新一輪包括大規模財政支出的經濟激勵方案。除日本外，近期若干亞洲經濟體(如南韓、印度、泰國、香港、新加坡、中國大陸等)亦皆擬積極擴大財政激勵措施。

(3)為解決「日本化」，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，例如實施勞動市場改革、強化對中小企業的支持、鼓勵研發與創新改革等。

(4)欲發揮進一步提振經濟、實現可持續成長的最大效益，須賴貨幣寬鬆、財政擴張與結構性改革等較廣泛的政策搭配。

4. 儘管目前台灣經濟應無落入「日本化」困境的問題，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)目前台灣與日本均面臨人口結構轉變的問題，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)<sup>33</sup>；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！

<sup>32</sup> Jeffery, Christopher (2019), "Canada's Fiscal Stimulus Worth 100bp of Rate Cuts – Poloz," *Central Banking*, Nov. 28.

<sup>33</sup> 加拿大央行總裁 Stephen Poloz 指出，在目前環境下，財政政策可發揮最大效力；對基礎建設的投資，有助於提升成長趨勢，此係「社會投資」(societal investment)，並不算是真正的赤字(同註 32)。

## 附錄 日本兩次重大政策錯誤的慘痛經驗<sup>34</sup>

### (一) 1997 年日本首相橋本龍太郎(Ryutaro Hashimoto)貿然提高消費稅，肇致日本經濟連續幾季衰退<sup>35</sup>

1. 1997 年 4 月，日本首相橋本誤判日本經濟已進入復甦軌道，將消費稅稅率從 3% 提高至 5%，並一度縮減政府支出、降低財政赤字，導致日本數季的經濟衰退，造成二次大戰以來主要國家中最差的經濟表現，甚至險使經濟崩潰(見圖 9)。
2. 此一錯誤還好被即時發現，並轉而採行與先前完全反向的財政政策，日本經濟始起死回生。

### (二) 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

1. BoJ 從 1991 年 7 月起持續降息，至 1999 年 2 月更進一步採行零利率政策；2000 年 8 月 11 日，BoJ 誤判景氣已復甦，貿然調升無擔保隔夜拆款利率，結果導致景氣復甦中斷，最終不得不再次降息矯正錯誤。
2. 經此事件後，或有論者指出<sup>36</sup>，儘管當時日本的通縮情況已趨緩，但通膨率仍為負值，且正值美國發生科技泡沫事件，經濟前景應屬疲弱，故質疑 BoJ 過早退出寬鬆貨幣政策措施；事實證明，之後日本經濟開始惡化，致 BoJ 不得不在 2001 年推出 QE；這對 BoJ 的聲譽與可信度，帶來嚴重的傷害。
3. 此一結果說明，寧可讓寬鬆性貨幣政策維持一段較長時間，等待明確證據顯示經濟確已恢復正常，否則不宜輕易改弦易轍。

<sup>34</sup> 主要取材自中央銀行(2014)，「美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響—附錄『國際間重蹈政策失誤的例子』」，央行理監事會後記者會參考資料，12月18日。

<sup>35</sup> Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession" Business Economics, Vol. 36, Iss. 2, Apr. 2; 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第32卷第2期，6月。

<sup>36</sup> Dewatripont, Mathias, Xavier Freixas, Richard Portes (2011), *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20 Business Economics*, Centre for Economic Policy Research, London, Mar. 8.

### (三) 2014 年安倍如期調漲消費稅稅率，日本經濟所受之衝擊更甚 1997 年；幸賴安倍急踩煞車

1. 為整頓財政，2012 年日本朝野取得共識，欲分別於 2014 年及 2015 年實施兩階段調漲消費稅稅率(5% ↑ → 8% ↑ → 10%)；接任野田佳彥(Noda Yoshihiko)的日本首相安倍晉三(Shinzo Abe)，於 2013 年 10 月宣布將如期施行。
2. **2014 年 4 月**，日本開啟**第 1 階段**的消費稅稅率調升後，**2014 年第 2 季**日本的**GDP 成長率**下降**7.4%**(見圖 10)，此係自全球金融危機以來最嚴重的下滑；其**衝擊遠較 1997 年嚴重**，所帶來的消費緊縮程度為 1997 年的 2 倍<sup>37</sup>，甚至有論者指出，若當時未提高消費稅稅率，或有機會擺脫經濟不景氣的目標<sup>38</sup>。
3. 鑑於此，**安倍急踩煞車**，於**2014 年 11 月**宣布延後**18 個月**進行**第 2 階段**的消費稅稅率調升；迨至**2016 年 6 月**，安倍將原本已延至 2017 年 4 月實施的調升消費稅稅率計畫，**繼續推遲 2 年半**。
4. **本年 10 月**，日本政府才正式將消費稅稅率從**8%**，再調升至**10%**；惟此次的消費稅稅率調升，安倍**搭配**大規模**經濟激勵方案**等相關**配套措施**，另也提供消費者包括無現金支付的點數回饋，以及部分減輕稅率等機制。論者認為，本次增稅對日本零售業的衝擊，可能不若 2014 年嚴重<sup>39</sup>。

圖 9 1997 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率

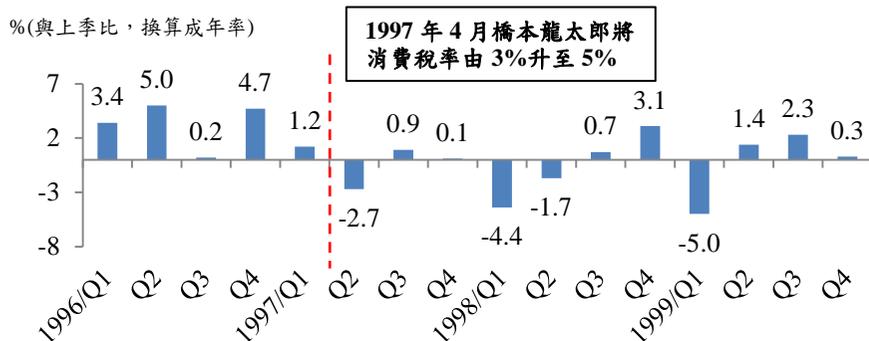
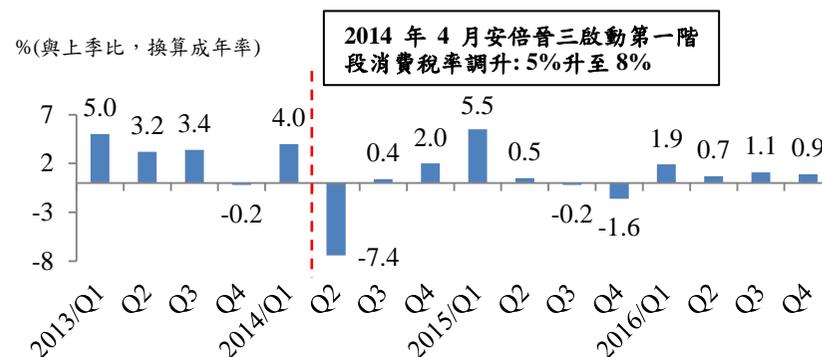


圖 10 2014 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率



<sup>37</sup> Katz, Richard (2014), "The Failure of Abenomics," *The Wall Street Journal*, Nov. 17.

<sup>38</sup> The Economist (2019), "Japan's Economic Troubles Offer a Glimpse of a Sobering Future," *The Economist*, Dec. 5.

<sup>39</sup> Nikkei Asian Review (2019), "Abe Instructs Ministers to Compile Economic Package After Disasters," *Nikkei Asian Review*, Nov. 8; Reuters (2019), "Hit to Japan Retail Sales by Tax Hike Unlikely to be As Bad As 2014: Moody's," *Reuters*, Oct. 30; IMF(2019), "Japan: Staff Concluding Statement of the 2019 Article IV Mission," *IMF Mission Concluding Statement*, Nov. 25.

## 七、全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響

負殖利率債券交易約可追溯至 1999 年日本即將邁入零利率政策時期。隨著時間推進，近年來大型經濟體央行包括 ECB 與 BoJ 為提振國內經濟及推升通膨預期，分別於 2014 年 6 月 5 日與 2016 年 1 月 29 日先後宣布實施負利率政策。為抵銷前述政策之外溢效果，部分鄰近國家如瑞典、丹麥、瑞士等國央行被迫採行類似的政策，以避免資本湧入推升本國貨幣匯率。惟相繼推出的負利率政策卻也揭開全球負殖利率債券規模大增的序幕。

本(2019)年前三季，由於全球景氣相對低迷，主要央行再度寬鬆貨幣政策，致多國債券殖利率紛紛走低，不僅造成當地公債殖利率曲線趨平，亦使全球負殖利率債券規模頻創新高。雖然近期負殖利率債券現象已有和緩，惟其規模仍大，部分人士擔憂該現象是否反映低成長、低通膨及低利率之「日本化」困境已蔓延至更多國家，引發各界熱議。

2016 年第一季本行理監事會後記者會參考資料曾討論到負利率政策對負殖利率債券規模的影響(參見「主要國家負利率政策實施現況及其影響」)。由於負利率政策僅是引發負殖利率債券現象的成因之一，本文將就此現象作較完整的分析。以下謹先簡介近年全球負殖利率債券規模之變化，再探討造成全球債市發生且持續負殖利率現象之景氣循環(cyclical)與長期趨勢(secular)等相關因素，最後歸納若負殖利率債券規模續增，對經濟金融的可能影響，供外界參考。

## (一) 負利率政策觸發負殖利率債券現象

1. 2008 年全球金融危機後，主要央行接連調降政策利率至零，由於仍無法提振當地經濟，故相繼推行數項非傳統寬鬆貨幣政策；負利率政策係危機後推行的非傳統貨幣政策之一，惟各國央行實施該政策(表 1)之緣由不盡相同。
- (1) 大型經濟體央行如 ECB 及 BoJ 透過負利率政策，期壓低實質利率，提振當地經濟並推升通膨預期。此外，前者另採長期再融通操作及 QE，欲拉低中長天期利率；後者除實施 QE 外，另以殖利率曲線控制政策直接錨定長天期公債殖利率水準<sup>1</sup>。
- (2) 歐元區鄰近國家如瑞典、瑞士及丹麥等跟進採行負利率政策，係為抵銷 ECB 非傳統貨幣政策之外溢效果，以避免熱錢湧入推升本國貨幣。
2. 受負利率政策等非傳統貨幣政策之直接影響，相關國家公債殖利率曲線持續向下位移且平坦化，同時伴隨負殖利率債券規模顯著增加現象。

表 1 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。換言之，實施負利率政策後，央行對銀行業者存放資金於該行不僅未支付利息，反倒收取保管費；有關負利率政策的進一步說明請詳參附錄。

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

<sup>1</sup> BoJ 聲明稱將持續購買日本公債，使該國 10 年期公債殖利率維持在 0% 附近。

## (二)近年全球負殖利率債券規模之變化

1. 本年8月底全球負殖利率債券規模創歷史新高，之後雖曾縮小，惟目前規模仍大

(1)約自2014年6月ECB開始實施負利率政策後，全球負殖利率債券規模明顯成長，雖曾於2016年中至2018年9月縮小，惟之後再度增加，且於**本年8月底曾創歷史新高**，規模約達**17兆美元**<sup>2</sup>(圖1)。

(2)本年9月以來，**全球政經風險趨緩**(如**美中貿易衝突降溫**、**全球製造業動能回升**等)，益以市場對主要央行降息之**預期消退**，各國債券殖利率大多回升，致全球負殖利率債券規模**縮小**，惟目前仍**超過11兆美元**(圖1)。

圖1 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

<sup>2</sup> 以彭博巴克萊全球債券指數為代表，全球負殖利率債券規模於**本年8月29日達歷史高點17.04兆美元**。

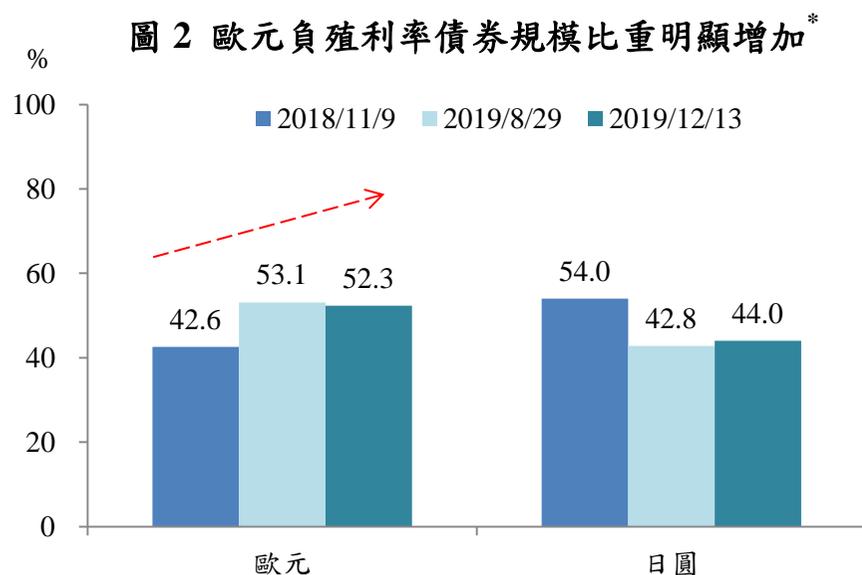
## 2. 相對其他幣別，歐元負殖利率債券規模明顯增加，另中長天期債券出現負殖利率情形更為普遍

### (1) 歐元及日圓負殖利率債券雖仍占大宗，但歐元債券比重相對提高

— 目前(2019/12/13)全球負殖利率債券中，**歐元及日圓**債券比重分別為**52.3%**及**44.0%**<sup>3</sup>(圖 2)。相較上(2018)年 11 月，**前者**比重**增加**，**後者**則**降低**，主要係反映市場預期本年 ECB 將**重啟 QE** 並**進一步降息**，致歐元區負殖利率現象較日本惡化。

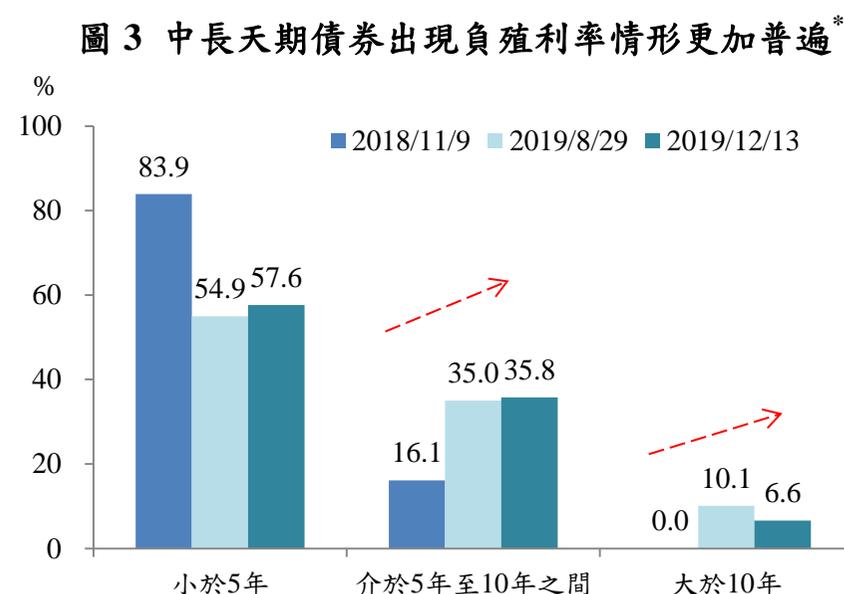
### (2) 中長天期債券出現負殖利率情形較去年底更加普遍

— 自上年第四季以來，**全球經濟成長走緩**、**美中貿易衝突數度升溫**及**主要央行貨幣政策轉趨寬鬆**等國際政經因素使主要國家公債殖利率曲線**下移且趨平**，導致全球負殖利率債券中，10 年期以上債券占比由 0% 增至 **6.6%**，5 至 10 年期由 16.1% 升至 **35.8%**，5 年期以下則由 83.9% 降至 **57.6%**(圖 3)。



\* 可取得之指數成分資料僅能追溯至 2018 年 11 月 9 日；2019 年 8 月 29 日為截至目前全球負殖利率債券規模之歷史高點。

資料來源: Bloomberg



\* 可取得之指數成分資料僅能追溯至 2018 年 11 月 9 日；2019 年 8 月 29 日為截至目前全球負殖利率債券規模之歷史高點。

資料來源: Bloomberg

<sup>3</sup> 其餘多為瑞士及北歐債券，如瑞士法郎、丹麥克朗及瑞典克朗等幣別債券比重分別為 2.3%、1.0% 及 0.4%。

(3)在負殖利率現象蔓延期間，部分國家曾出現整條公債殖利率曲線皆低於零利率之罕見情形

- 近年部分國家因景氣未能明顯回溫，加以持續實施非傳統寬鬆貨幣政策，以致該國較長天期公債逐漸出現負殖利率情形；其中，**歐洲國家蔓延速度相對快**(表 2)。例如 2014 年 6 月 5 日瑞士負殖利率公債僅出現在 **3 年期以下**，然至 2016 年 1 月 29 日已**向上延伸至 15 年期**，本年 8 月 29 日甚至**惡化到 50 年期**公債。
- 正當本年全球負殖利率債券規模屢創新高之際，**瑞士、德國及荷蘭**等國發行之**各天期公債殖利率皆呈負值**，外界戲稱此為**懲罰性債券(punishment bonds)**<sup>4</sup>，即購買該債券所回收的名目本金與利息小於期初支付的金額。
- 儘管該等國家新發行公債之市場訂價利率多為負值，惟**票面利率仍設定在 0% 以上**；如本年 7 月及 11 月**德國及日本**所發行之 10 年期公債的票面利率分別為 **0% 與 0.1%**<sup>5</sup>。

表 2 部分國家負殖利率現象蔓延至較長天期公債\*

國家		2014/6/5	2016/1/29	2019/8/29	
		負殖利率公債年期			
	日本	-	≤ 8 yr	≤ 15 yr	
	瑞士	≤ 3 yr	≤ 15 yr	≤ 50 yr	
歐盟	丹麥	-	≤ 5 yr	≤ 20 yr	
成員國	瑞典	-	≤ 5 yr	≤ 15 yr	
歐元區	核心如： 國：邊 陸如： 國：	德國	< 1 yr	≤ 30 yr	
		荷蘭	-	≤ 30 yr	
		法國	-	≤ 6 yr	≤ 20 yr
		西班牙	-	≤ 1 yr	≤ 8 yr
成員國	葡萄牙	-	≤ 1 yr	≤ 8 yr	
	義大利	-	≤ 2 yr	≤ 2 yr	

\*≤代表含該年期以下，<則不含。2014/6/5 為 ECB 首次宣布實施負利率政策之時點；2016/1/29 為 BoJ 首次宣布實施負利率政策之時點；2019/8/29 為目前全球負殖利率債券規模之歷史高點。  
資料來源：Bloomberg

<sup>4</sup> Richter, Wolf (2019), "Negative Yielding Bonds Turn into Punishment Bonds," *Wolf Street*, Nov. 9.

<sup>5</sup> 德國公債 Bloomberg 代碼為 DBR 0 08/15/29、日本公債 Bloomberg 代碼為 JGB 0.1 09/20/29。

### (三)全球債市負殖利率現象擴大之主因

近年全球債市之負殖利率現象，主要發生在歐洲與日本地區，且以公債為大宗。前述債券殖利率降至負值之成因，大致可歸納為**景氣循環**因素與**長期趨勢**因素；前者直接造成債券殖利率出現負值，後者則持續壓低債券殖利率水準。

#### 1. 景氣循環因素

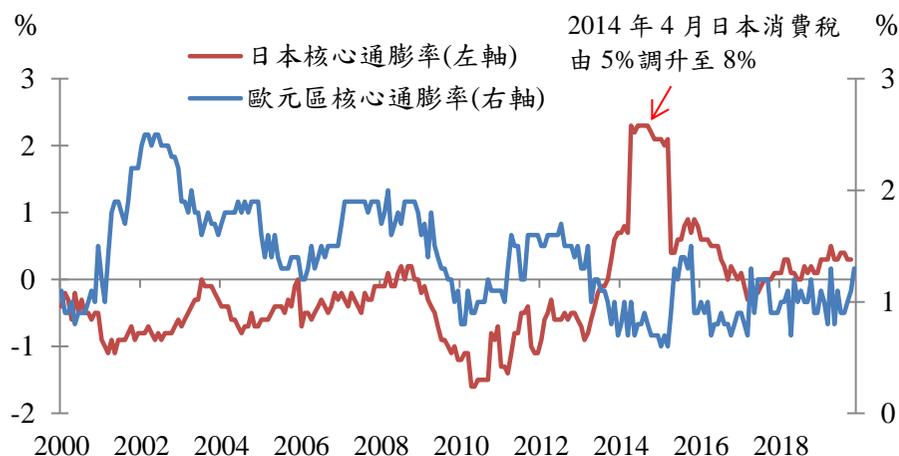
##### (1)歐、日等國經濟成長放緩，且通膨下滑，致當地公債殖利率易跌難漲

一 一國公債殖利率大致反映市場對該國**未來經濟成長與通膨之預期**。2008 年全球金融危機及 2010 年歐債危機使得歐元區經濟接連受創，物價走勢亦顯低迷。日本雖然於 2012 年底實行安倍經濟學，試圖挽救該國「**失落的二十年**」(Lost Two Decades)，但成效難以維持，尤其是目前該國**核心通膨僅略高於 0%**(圖 4)。

##### (2)非傳統寬鬆貨幣政策壓低長短期利率，負利率政策推出更隨即觸發負殖利率債券現象

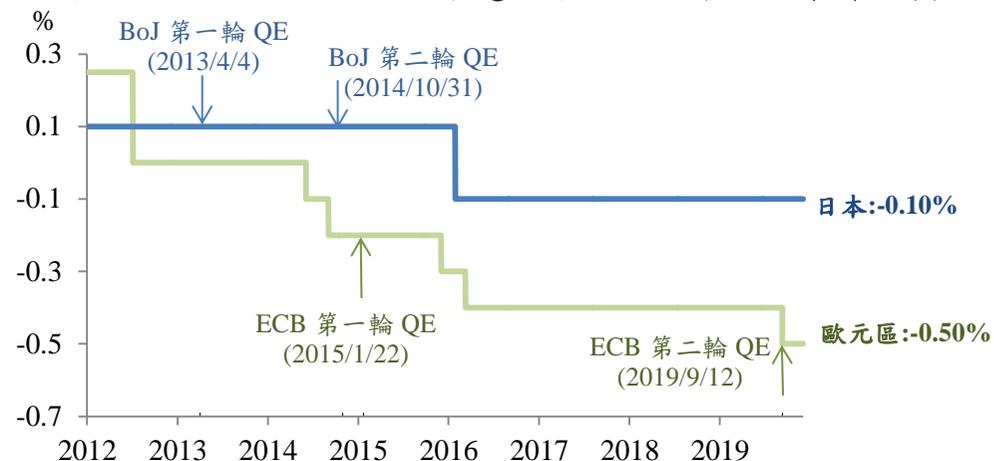
一 為提振全球金融危機造成的景氣衰退，先進經濟體央行藉由**QE 抑制中長期利率上揚**，另透過**前瞻指引拉低市場對未來短期利率之預測路徑**。**ECB 及 BoJ** 為強化政策力道，更進一步採行**負利率政策**(圖 5)。

圖 4 日本與歐元區核心通膨仍處低迷



資料來源：Bloomberg

圖 5 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

### (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，其預期總收益率或高於美債

- Fed 自 2015 年底啟動升息週期，反觀 BoJ 與 ECB 甚至降息，以致**美元與日圓、歐元間短天期利差持續擴大**。
- 為賺取前述利差增加報酬，美元持有者透過換匯交易(FX Swap)等商品**貸出美元、借入日圓(或歐元)**，並將借入之資金投資日圓(或歐元)等負殖利率公債<sup>6</sup>。舉例而言：
  - 美元持有者在承作**3 個月期日圓對美元換匯交易**後(圖 6)，將取得之日圓資金購買**2 年期日債**，其預期總收益率自 2015 年第四季以來，**多高於**同天期美債殖利率(圖 7)；類似作法亦可運用於歐元對美元換匯交易(圖 7)。
- 另對日、歐當地債券投資人(如壽險公司、退休基金、債券型基金等)而言，因**受限於須投資債券之委託條款 (investment mandate)**，但**又不願承擔匯率風險或匯率避險成本過高**，只能繼續購買當地負殖利率債券。

圖 6 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

圖 7 承作換匯交易搭配德、日公債之預期總收益率或高於美債



資料來源：Bloomberg

<sup>6</sup> 歐債及日債等負殖利率公債屬**安全性資產**，且其**負殖利率水準不若當地存款利率嚴重**，故美元持有者會選擇將換匯交易所取得之外幣資金，購買該等公債。

(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

一 在大多數情況下，債券殖利率曲線之斜率為正值，若此時市場又預期該曲線下移機率高於上移，投資人可利用下列債券投資策略獲取正報酬，即便所購入的債券殖利率為負；以 2016 年德國發行的 10 年期公債<sup>7</sup>為例：

- **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。如在 2016 年 8 月 15 日買入上述 10 年期德債，當時債券價格為 100.759，若持有至 2019 年 8 月 15 日，債券價格已漲至 106.411；此時賣出，該交易之報酬率達 5.61% $(=106.411 \div 100.759 - 1)$  (圖 8)。
- **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。如在上述相同時間購買相同德債(購入時殖利率為-0.076%)，再以該券作為擔保品承作附買回交易，將可獲得 0.5%左右的利差 $(= -0.076\% - \text{隔夜附買回利率平均值約} -0.6\%)$  (圖 9)。

圖 8 藉由「滾動向下策略」賺取資本利得

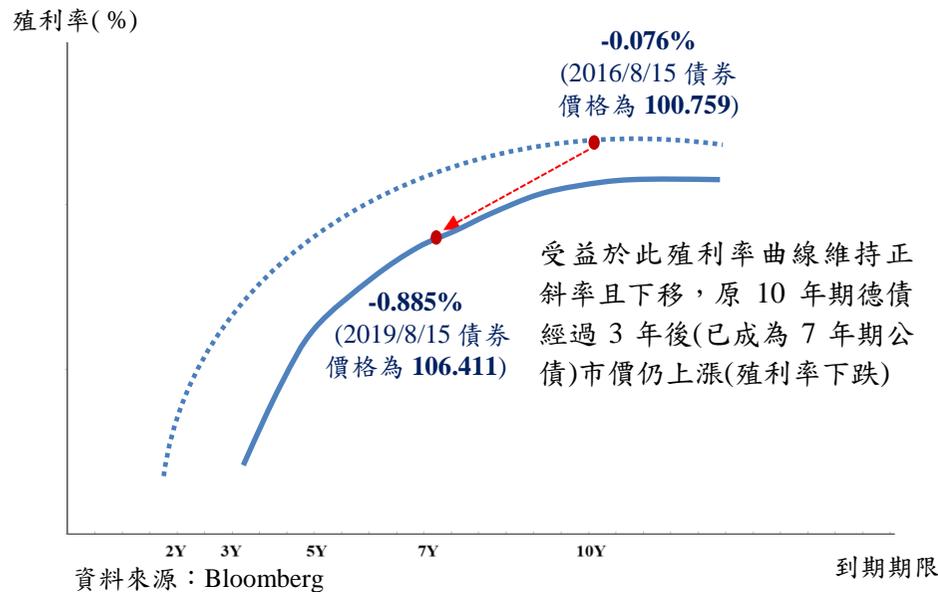


圖 9 藉由「利差交易策略」賺取長短天期利差



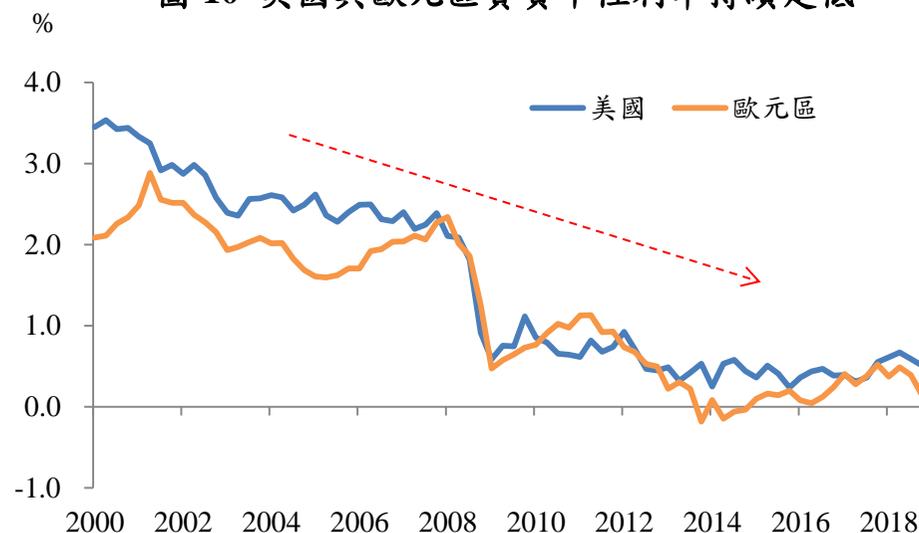
<sup>7</sup> 該筆公債 Bloomberg 代碼為 DBR 0 8/15/26。

## 2. 長期趨勢因素

(1) 勞動人口減少、資本財累積不足，加以技術進步放緩，導致潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率<sup>8</sup>走低

- 隨著人口老化與少子化現象加劇，全球人口成長放緩，工作年齡人口占比於 2012 年達到高峰(約 66%)後開始下滑，且歐洲、日本尤為嚴重<sup>9</sup>；而此趨勢明顯衝擊經濟成長動能<sup>10</sup>。
- 長期以來，全球普遍出現有效需求不足與技術進步放緩之現象，2008 年金融危機後情況更為惡化，部分企業甚至由淨投資者轉為淨儲蓄者；一旦維持過久，勢必壓低潛在經濟成長率<sup>11</sup>。
- 上述現象帶動主要經濟體之實質中性利率持續走低(圖 10)，進而對債券殖利率造成下行壓力。

圖 10 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

<sup>8</sup> 實質中性利率(real neutral rate)係指在通膨與通膨預期穩定於目標值、產出缺口為 0 且中期亦將維持於 0 的情況下之利率水準(參見 Archibald, Joanne and Hunter, Leni (2001), "What Is the Neutral Real Interest Rate, and How Can We Use It?" *Reserve Bank of New Zealand: Bulletin Vol. 64, Sep.*)。

<sup>9</sup> Global Monitoring Report (2016), "Development Goals in an Era of Demographic Change," *International Bank for Reconstruction and Development and The World Bank* ; 另據 OECD 資料，近 20 年來日本及歐元區工作年齡人口占比皆逐年下滑。

<sup>10</sup> IMF 估計，歐洲 55-64 歲的高齡工作人口占比每上升 1 個百分點，總要素生產力會下降 0.8 個百分點，其進而預測未來 20 年當地總要素生產力每年將下降 0.2 個百分點(參見 Aiyar, Shekhar et al. (2019), "The Impact of Workforce Aging on European Productivity," *IMF Working Paper*, Dec.)。

<sup>11</sup> Wessel, David (2017), "Secular Stagnation Even Truer Today, Larry Summers Says," *Wall Street Journal*, May 25.

(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<sup>12</sup>

- 產業供應鏈高度連結，有利廠商獲取低成本生產要素進行量產，復以電子商務巨擘導入創新科技，持續提供物美價廉產品，以及人口高齡化導致消費力減弱等現象，已引起各界關注結構性因素似壓低均衡通膨率<sup>13</sup>。
- 此外，近年央行抑制通膨過高之能力提升，加以全球經濟出現長期停滯現象等因素，皆使得市場通膨預期不易攀升<sup>14</sup>(圖 11)。
- 上述現象間接縮減債券通膨貼水，進而導致殖利率受到壓抑。

圖 11 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

<sup>12</sup> 均衡通膨率(equilibrium inflation rate)係指可避免通縮風險、且不會產生惡性通膨的物價成長率(參見 Jacques de Larosière (2019), “Tackling ‘Dead-end’ Monetary Policy,” *Central Banking*, Oct. 18)。

<sup>13</sup> D. Goolsbee, Austan and Peter J. Klenow (2018), “Internet Rising, Prices Falling: Measuring Inflation in a World of E-commerce,” *NBER Working Paper Series*, May ; Jacques de Larosière (2019), “Tackling ‘Dead-end’ Monetary Policy,” *Central Banking*, Oct. 18.

<sup>14</sup> Eggertsson, Gauti B. (2017), “A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation,” *NBER Working Paper Series*, Jan.

### (3) 因安全性資產供給相對受限，且市場需求持續增加，高信評債券殖利率易跌難漲

- 一般而言，安全性資產大致以**先進經濟體公債為主**。由於近年先進經濟體財政紀律趨嚴(美國較為例外)，**公債發行量增速放緩**，益以**新興市場經濟規模持續擴大**，對其需求增加，若此趨勢不變，預計未來**安全性資產在外流通量將相對減少**<sup>15</sup>(圖 12)。
- 另全球**人口高齡化現象日益嚴重**，加以金融危機後銀行業之流動性與資本適足性等**法規要求趨嚴**，增添對固定收益商品需求(特別是安全性資產)<sup>16</sup>；此外，若主要央行在達到通膨目標前繼續維持寬鬆貨幣政策基調，其**資產負債表規模恐難以縮減**，此亦將加劇彼等國家**公債稀缺性問題**，易導致公債價格偏高(即殖利率偏低)<sup>17</sup>。

圖 12 預估安全性資產在外流通量將相對減少\*



\*以美國、日本、德國、英國、澳洲及加拿大之中央政府公債代表安全性資產。  
資料來源：BIS、IMF、Bloomberg 及 BoJ 官網；本行整理。

<sup>15</sup> Stubbington, Tommy (2019), “Why the Global Shortage of Safe Assets Is Getting Worse,” *Financial Times*, Nov. 19.

<sup>16</sup> 參見 Authers, John (2019), “It's Groundhog Day for Markets Again: Authers' Newsletter,” *Bloomberg*, Nov. 1；「美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵」，2018年12月20日央行理監事會後記者會參考資料。

<sup>17</sup> Markets Committee (2019), “Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning,” *Bank of International Settlements*, Oct.

#### (四)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<sup>18</sup>

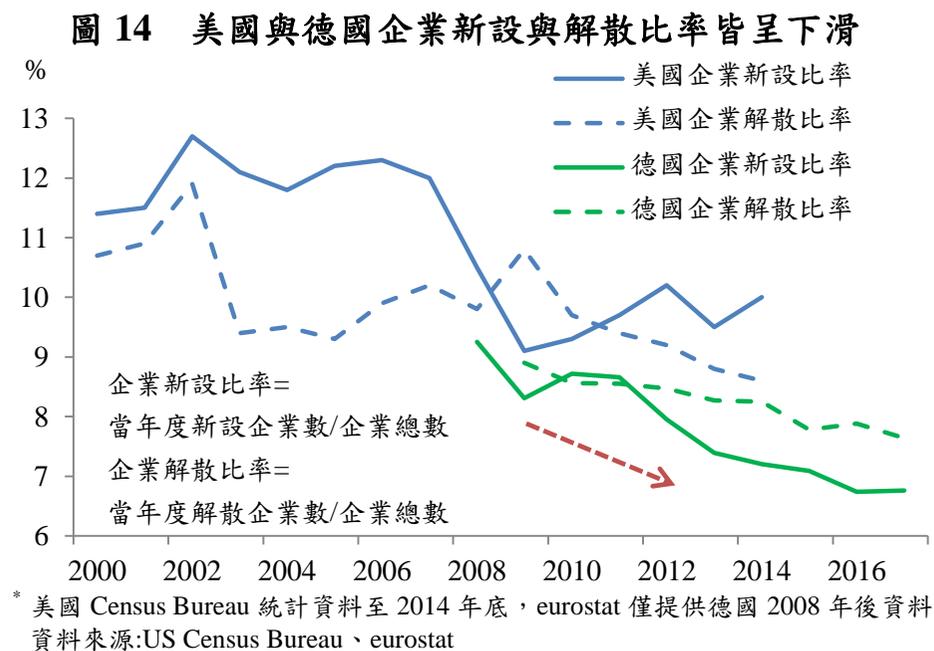
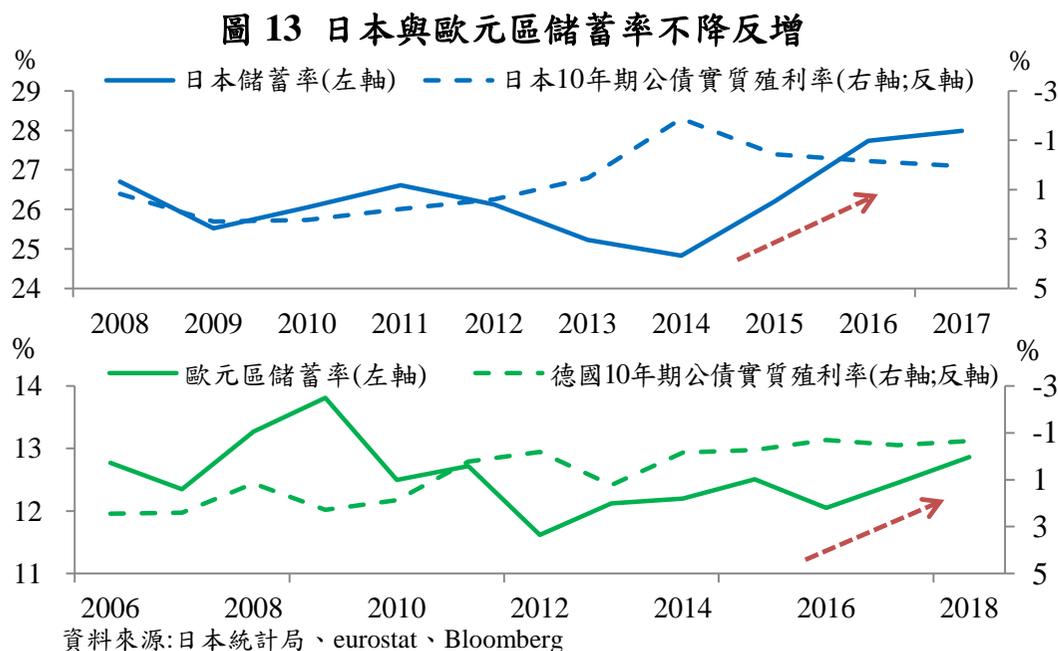
(1) 研究指出，當日本較長天期利率降至極低水準或負值，並未刺激國內消費，反而增加民間儲蓄(除 2014 年調升消費稅期間)(圖 13 上)。

(2) 上述較長天期債券殖利率與儲蓄率呈反向變動之現象，亦發生在歐元區；近年當地儲蓄率持續攀升(圖 13 下)。

##### 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<sup>19</sup>

(1) 過度壓低利率恐讓經營不善之既有企業獲得極低利率融資，因而難以被市場淘汰，導致新創企業不易進入、市場活力下降，不利生產力提升。

(2) 上述情況似已出現在美、德兩國；數據顯示，當地企業新設與解散比率雙雙下滑(圖 14)。



<sup>18</sup> Miwa, Takashi et al.(2019), “Deeper Minus Rates, Household Concerns,” *Japan Economic Weekly, Nomura Research*, Oct. 7.

<sup>19</sup> Liu, Ernest et al.(2019), “Low Interest Rates, Market Power, and Productivity Growth,” *NBER Working Paper*, Jan. 9; Mersch, Yves(2018), “Challenges Facing Monetary Policy in the Euro Area,” *ECB*, Mar. 19.

### 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<sup>20</sup>

- (1) 根據研究報告對先進經濟體政策利率下限之估計，若當前負殖利率債券現象未能改善，意味著彼等央行首先會面對降息空間有限之挑戰，即**觸及有效利率下限之機率將明顯增加**(圖 15)。
- (2) 當政策利率降至極限，但在中長期債券殖利率已低、甚至為負之情況下，央行即便改採前瞻指引或 QE 等工具，亦**難以再壓低市場對未來利率之預期**。因此，若無其他政策搭配，單靠貨幣政策難以提振景氣。

### 4. 銀行業獲利模式受損，恐削弱其金融中介功能<sup>21</sup>

- (1) 傳統銀行業經營方式主要仰賴**較短期融資支應較長期放款與投資**，且囿於**資本適足率要求**需握持一定金額之**低風險性資產(如公債)**，故負殖利率現象過久將**侵蝕銀行業獲利能力**。

— S&P 估計，若日本政策利率**調降 0.1 個百分點**，5 年後其**大型與區域**銀行之**淨利息收益**將分別**下降 4.5% 及 7.0%**；**德國**央行則模擬在該國**銀行業淨利息收益年減 5%**的情境下，10 年後**近 5 成業者無法達到資本適足要求**。

- (2) 上述情形除促使銀行業**轉而以非利息收益**來彌補傳統獲利來源(淨利息收益)的下滑(圖 16)外，銀行業因擔憂資產品質受損，影響淨利息收益之穩定性，恐降低其放款與投資意願，兩項改變皆會**弱化銀行業金融中介功能**。

圖 15 主要經濟體觸及有效利率下限之機率偏高

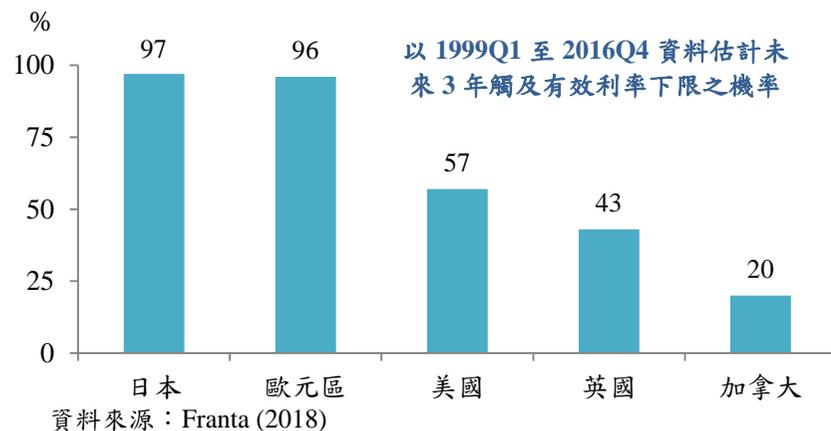
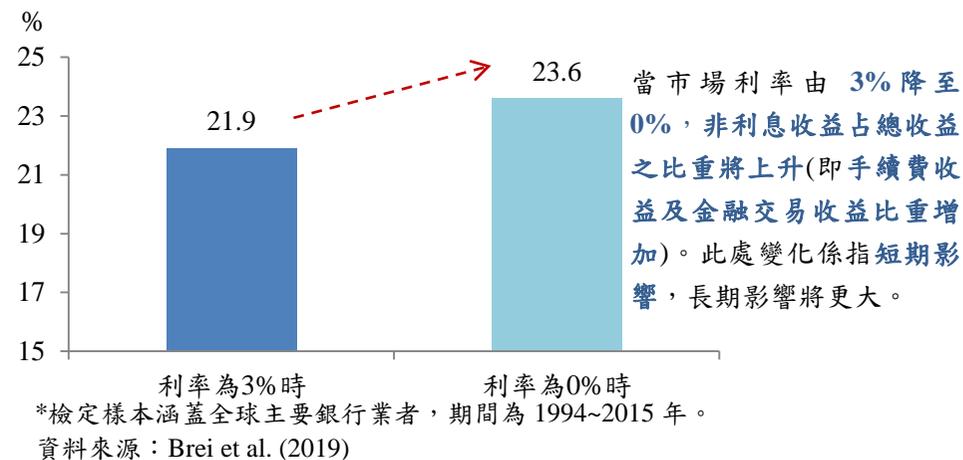


圖 16 市場利率降低將使非利息收益比重增加



<sup>20</sup> Brunnermeier, Markus and Yann Koby (2017), "The Reversal Interest Rate: An Effective Lower Bound on Monetary Policy," *Working Paper*, May 3; Franta, Michal (2018), "The Likelihood of Effective Lower Bound Events," *BIS Working Papers, No.731*, Jun.

<sup>21</sup> Yoshizawa, Ryoji (2019), "A 0.1% BOJ Rate Cut Would Reduce Japanese Bank Earnings By 6%-21%," *S&P Global Ratings*, Oct. 29; Deutsche Bundesbank (2019), *Financial Stability Review 2019*; Brei, Michael et al. (2019), "Bank Intermediation Activity in a Low Interest Rate Environment," *BIS Working Papers No.807*, Aug.

## 5. 鼓勵非銀行部門從事高風險投資，易形成資產泡沫化<sup>22</sup>

- (1) **家計部門**為追求比存款利率更高的報酬，將更多資金**轉移至高風險資產**如不動產、股權等。另近期**丹麥銀行業**甚至推出**負利率房貸業務**，吸引民眾貸款購屋，無形中助漲當地房價。
- (2) ECB 與 IMF 相繼指出，**保險業與退休基金**等機構投資人為履行給付義務，**增購**私募股權或包裝不動產貸款商品等**另類投資**(圖 17)，除大幅推升部分資產價格外，亦讓自身**更易受到金融市場波動之衝擊**。

## 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<sup>23</sup>

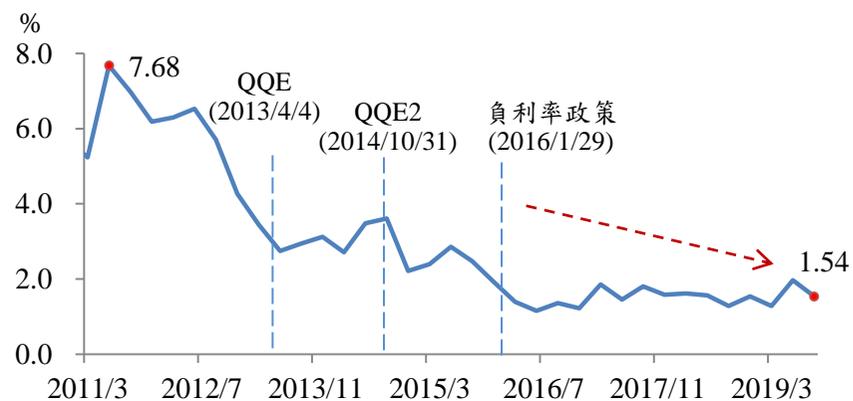
- (1) 負殖利率公債規模伴隨 QE 及負利率政策的推出而增加，**降低長期投資者交易該等債券意願**，因而衝擊其流動性。如目前(本年第三季)日本公債次級市場交易量對其在外流通餘額比率已降至 **1.54%**(圖 18)。
- (2) 另許多貨幣市場商品利率降至負值，增加貨幣市場基金之營運難度，亦使貨幣市場流動性降低。如歐元區銀行間隔夜未擔保拆款利率(EONIA)日平均交易量由 2014 年的 **270 億歐元**減至本年迄今的 **24 億歐元**。

圖 17 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)

圖 18 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

<sup>22</sup> Schwartzkopff, Frances(2019), “Negative Rates Are a Cash Cow for Denmark’s Mortgage Lenders,” *Bloomberg*, Sep. 4; IMF (2019), “Global Financial Stability Report: Lower for Longer,” Oct.; ECB(2018), “Financial Stability Review,” May.

<sup>23</sup> QIC(2016), “Navigating Negative Interest Rates and Liquidity Challenges: Welcome to the New World of Fixed Income Investing,” *Red Paper*, Jul; Haendel, Greg(2019), “Causes and Repercussions of Negative Interest Rates,” *Seeking Alpha*, Jun. 6.

## (五)結論

近年全球債市之負殖利率現象益加普遍，除以歐元及日圓等幣別債券為主外，同時增加更多中長天期債券。探究該現象之成因，大致可區分為**景氣循環因素**與**長期趨勢因素**等兩類。在景氣循環因素方面，約可區分為4項原因，包括(1)**歐、日等國景氣持續低迷**，致當地公債殖利率易跌難漲；(2)**先進經濟體央行實施負利率等非傳統寬鬆貨幣政策**，直接壓低長短天期利率；(3)**美元持有者為賺取換匯交易所隱含之利差**，衍生對歐元及日圓負殖利率債券的需求；及(4)只要殖利率曲線維持正斜率且下移機率高於上移，投資人即**有機會藉由滾動向下與利差交易等策略獲利**。

負殖利率債券現象除上述景氣循環因素導致外，在長期趨勢因素方面，大致可歸納3項原因，包括(1)**潛在經濟成長率下滑**，拉低實質中性利率；(2)**均衡通膨率似下移**，使債券通膨貼水縮小；及(3)**安全性資產供給相對受限**，市場需求卻持續增加。

假若負殖利率債券現象延續過久，部分研究機構預測其反而**無助於刺激有效需求**，且恐將變相保護低生產力企業，致**壓低潛在經濟成長率**。再者，主要央行將更**易面臨有效利率下限**之窘境，難以在景氣衰退時持續提振經濟。此外，債券負殖利率會**衝擊銀行業獲利模式**，並鼓勵**非銀行部門從事高風險投資**，同時導致**公債及貨幣等市場流動性下降**。凡此種種皆不利經濟金融穩定，故須密切注意其後續發展。

## 附錄 主要經濟體實施負利率政策之說明

目前主要經濟體央行針對銀行業存放於該行存款帳戶所採行之負利率政策規定並不相同，若以是否允許特定金額之超額準備得不適用負利率之作法，概略可區分為單層制與多層制(目前包括雙層與三層)兩大類(詳下表)。

### 主要經濟體採行單或多層制負利率政策作法

制度	國家	指標利率	央行對金融機構實施負利率情形
單層制	瑞典 (Riksbank)	存款利率：-1.0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機構存放於瑞典央行之存款適用存款利率 -1.0%。</li> </ul>
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%	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機構存放於 ECB 之存款，除法定準備金適用 0% 利率外，另允許法定準備金 6 倍的存款以 0% 計息(即豁免適用負利率)。</li> <li>超過部分才須適用存款利率-0.5%。</li> </ul>
	瑞士 (SNB)	限額內存款餘額適用利率：0% 存款利率：-0.75%	<p>SNB 對金融機構存款採行負利率之豁免門檻如下(超過門檻之部分須適用存款利率-0.75%)：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2019.11 月以前：以 2014 年 10 月 20 日至 2014 年 11 月 19 日提存期之法定最低準備金乘以 20 倍計算。</li> <li>2019.11 月以後：以提存之法定最低準備金的參考期間(reference periods，為計息前 3 個月)移動平均值乘以 25 倍，再減去參考期間之現金部位。</li> </ul>
	丹麥 (Nationalbanken)	限額內存款餘額適用利率：0% 存款利率：-0.75%	<ul style="list-style-type: none"> <li>丹麥央行對每家銀行之存款給予上限額度，額度內之存款適用 0% 利率。</li> <li>超過此上限額度之存款方須適用存款利率-0.75%。</li> </ul>
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%	<ul style="list-style-type: none"> <li>將銀行存放於 BOJ 之存款利率分為三層。</li> <li>基礎餘額(上限為各金融機構 2015 年 1~12 月間存放在 BoJ 帳戶存款之平均值)適用 0.1% 利率。</li> <li>總體附加餘額(包括存放在 BoJ 的法定準備金餘額、協助 BoJ 各項支援貸款專案資金及基礎餘額之某特定比例之金額)適用 0% 利率。</li> <li>超過前兩層加總之存款適用政策利率餘額之-0.1% 利率。</li> </ul>

\*目前另有波士尼亞與赫塞哥維納、匈牙利及保加利亞等國實施單層或雙層負利率政策；挪威曾於 2015 年 9 月~2019 年 3 月實施雙層制負利率政策，目前利率已轉正。  
資料來源：各國央行