

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

109.12.17

前 言

本(2020)年9月本行理監事會議以來，肺炎疫情反覆，削弱全球經濟復甦動能，惟通膨尚屬溫和，主要經濟體維持寬鬆貨幣並續推擴張性財政政策。國內經濟則穩健成長，本行上修本年經濟成長率至2.58%，明年將增強至3.68%；本年通膨略呈負值，明年則可望回升。

國際多運用多元政策工具實施總體審慎措施，以維護金融穩定。行政院刻正推動「健全房地產市場方案」，本行亦積極落實調整不動產貸款針對性審慎措施；相關部會多管齊下，將有助房市的穩健發展。

此外，直接金融或間接金融體制對經濟表現無必然關係。國際間對兩者的統計衡量，亦無一致的定義，根據不同方式計算的比重，差異甚鉅；若逕予比較國外數據與國內數據，恐有誤導之虞。為增進外界對相關議題的認識，特撰文說明。

肺炎疫情加速數位經濟的發展，主要國家央行與國際機構正持續完善央行數位貨幣(CBDC)的研發基礎。本行現正進行「通用型CBDC的試驗計畫」，進度與國際趨勢一致。

隨著「跨太平洋夥伴全面進步協定」(CPTPP)與「區域全面經濟夥伴協定」(RCEP)的先後生效與簽署，以及美國與中國大陸分別主導的「印太戰略」與「一帶一路倡議」，深化亞太區域經濟整合。台灣宜積極爭取加入，並尋求與新南向政策共同發揮綜效。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定的職責，並協助促進經濟成長，須密切關注並分析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，廣供參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、國內經濟及通膨展望	15
三、本行積極引導信用資源配置，健全房市則須多管齊下	37
四、直接金融與間接金融的衡量、跨國比較及政策涵義	57
五、國際間央行數位貨幣最新發展與本行研究規劃進度	71
六、亞太區域經濟整合與戰略佈局：發展、影響與因應措施	83

一、國際經濟金融情勢及展望

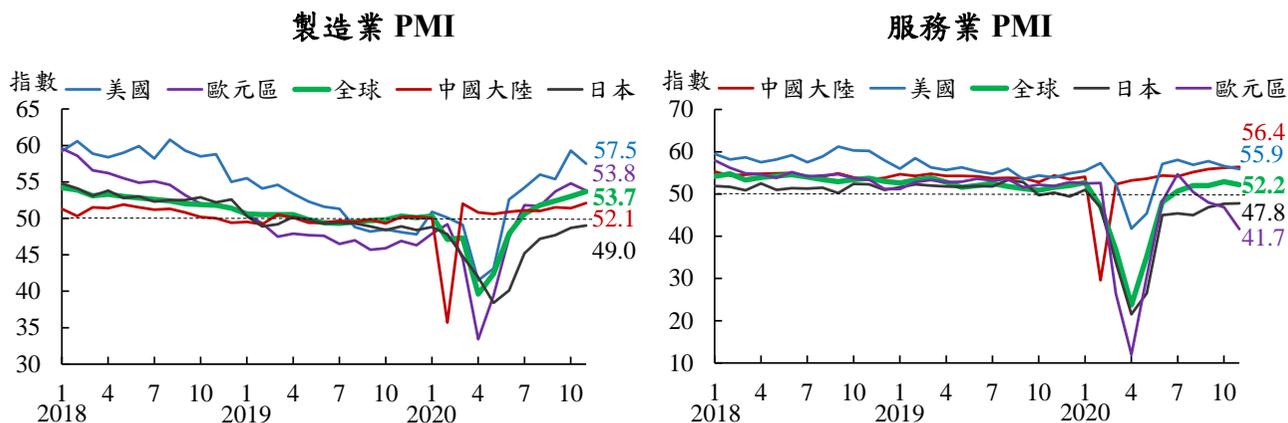
本(2020)年9月本行理事會會議以來，歐美 COVID-19 疫情惡化，各國重啟管制措施，削弱全球景氣反彈力道。惟疫苗問世等之利多，激勵主要股市續創新高。明(2021)年全球經濟可望恢復成長，然疫苗效力與普及程度、各國政策支持措施或退場時機、美中對峙及英國與歐盟之貿易談判未來發展等均為影響景氣復甦之不確定性因素。

(一)全球經濟及貿易活動持續復甦，惟動能減弱且前景仍因疫情具不確定性

1. 經濟活動擴張速度趨緩，景氣領先指標僅溫和上升

歐美等地因疫情升溫再度擴大防疫措施，致**製造業採購經理人指數(PMI)**自近期高點下滑，而全球之**服務業 PMI**已轉弱(圖 1)；**OECD 國家景氣綜合領先指標**上升速度亦趨緩(圖 2)，顯示**全球景氣復甦步伐恐受疫情反覆而減緩**。

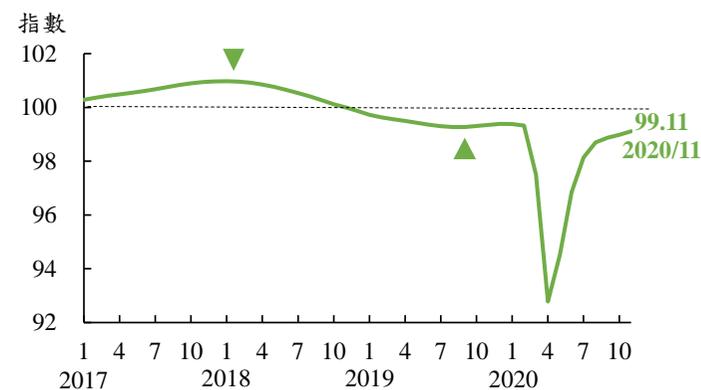
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



註：美國為 ISM 製造業及非製造業 PMI，歐元區、日本及全球為 IHS Markit 製造業及服務業 PMI，中國大陸為官方製造業及非製造業 PMI。最新數值為本年 11 月終值。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：OECD 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)具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。

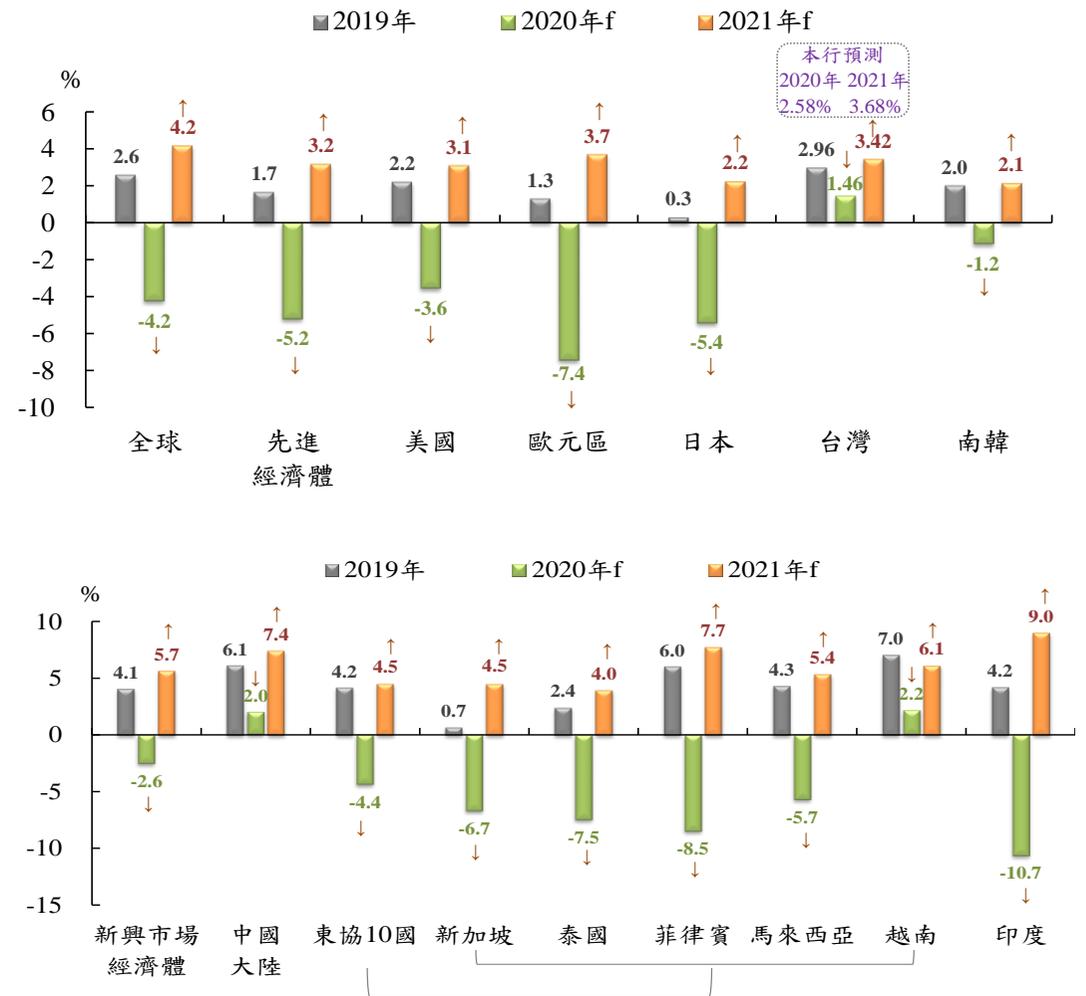
資料來源：OECD

2. 預期本年全球經濟大幅萎縮，明年可望恢復成長

本年疫情及防疫措施造成需求急遽下滑及供應鏈中斷，嚴重衝擊貿易活動。IHS Markit 預測全球經濟成長率將由上(2019)年之 2.6% 大幅降至 -4.2%，主要經濟體皆大幅衰退，僅中國大陸、台灣及越南等仍維持正成長(圖 3)。

展望明年，疫苗問世將有助加速經濟復甦，加以低基期效應，IHS Markit 預測全球經濟成長率將回升至 4.2%，先進經濟體與新興市場經濟體亦分別回升至 3.2%、5.7%(圖 3)。惟疫苗普及並達阻止疫情擴散之群體免疫仍需一段時間，景氣前景依然具不確定性。

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；↓及↑分別表示較前一年下降及上升。
 2. 印度為財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

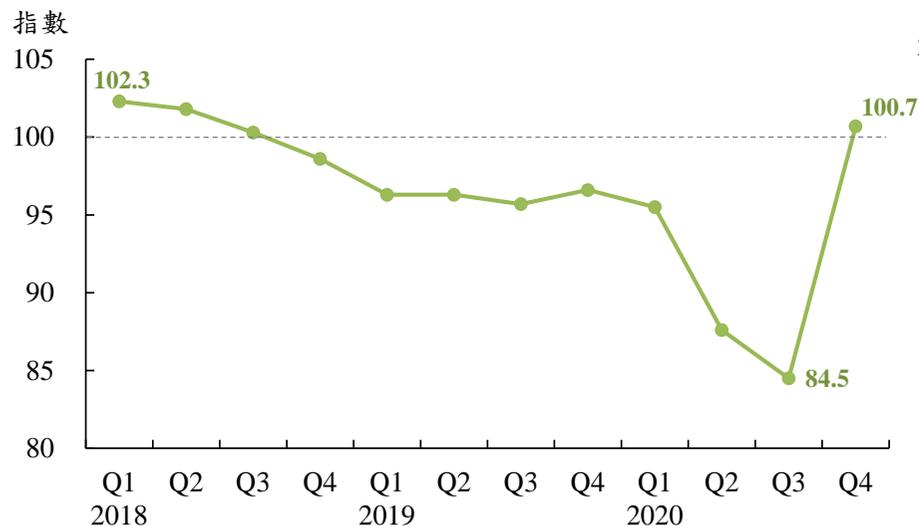
資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/11/17)

3. 預期明年全球貿易恢復成長，惟仍低於疫情前成長趨勢

在出口訂單快速成長下，本年 11 月 **WTO 商品貿易指標**(Goods Trade Barometer)¹已自谷底強勁反彈至略高於趨勢值水準(圖 4)。

WTO 預測，隨先前受抑制的需求釋出完畢，加以疫情復熾亦恐影響貿易活動，**明年全球商品貿易量雖將由本年之衰退 10.3%，轉為成長 3.9%，惟仍低於疫情前之趨勢**²(圖 5)。

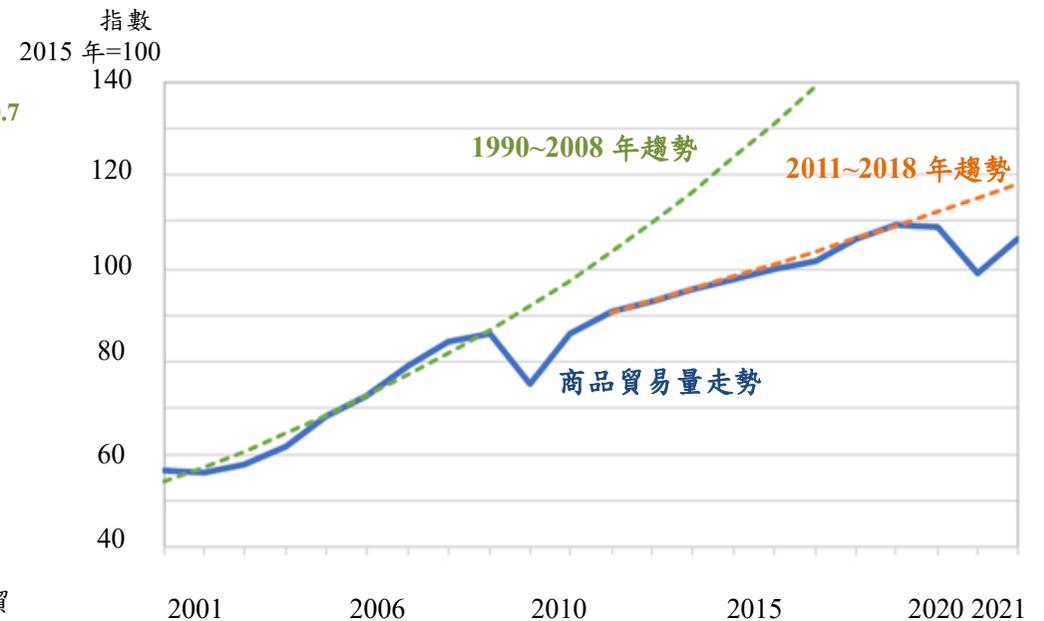
圖 4 WTO 商品貿易指標



- 註：1. 該指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值 2~3 個月。
2. 本年 11 月係公布 9 月之指數值，可預示本年第 4 季之全球商品貿易成長狀況。
3. 指數高於 100 代表商品貿易成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

圖 5 全球商品貿易量指數



資料來源：WTO

¹ WTO 商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指數，提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

² 詳 WTO (2020), "Goods Barometer Signals Trade Resilience amid Ongoing COVID Concerns," WTO Trade Barometers News Archive, Nov. 20。

(二)國際油價及穀價走高，全球通膨預期尚屬溫和

1. 油價自近期低點大幅反彈，今、明兩年預測值仍遠低於上年；穀價亦大漲

10月歐美疫情升溫，加以利比亞恢復產油並持續增加油供，致油價下跌。11月後，受疫苗研發傳捷報，且英美等國陸續批准上市，加以石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯決議明年1月起僅小幅縮減減產規模(即小幅增產)³等因素之激勵，油價止跌回升(圖6)。

主要國際機構預期疫苗於明年下半年後方能普及接種，全球油需回升幅度恐有限，對今、明兩年油價預測平均值分別為每桶41.3美元及46.7美元，皆遠低於上年均價64.4美元(圖6)。

穀價方面，10月初以來，全球主要產區乾旱，影響穀物產量，加以中國大陸增加豬隻飼養，帶動美國及巴西對中國大陸的黃豆出口，致Thomson Reuters穀物期貨價格指數⁴大幅上揚，嗣隨各產地乾旱情況變化而震盪，代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數⁵亦隨大宗商品價格波動而走高(圖7)。

圖6 布蘭特原油現貨價格

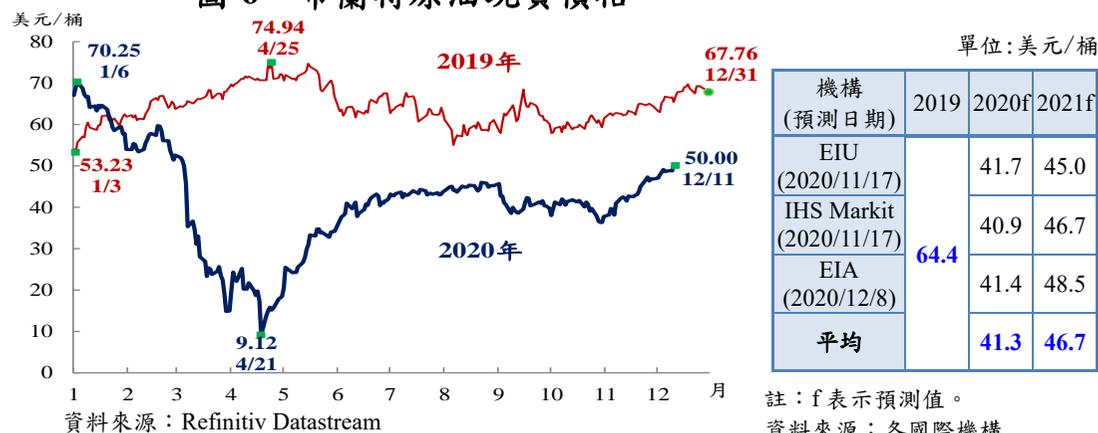
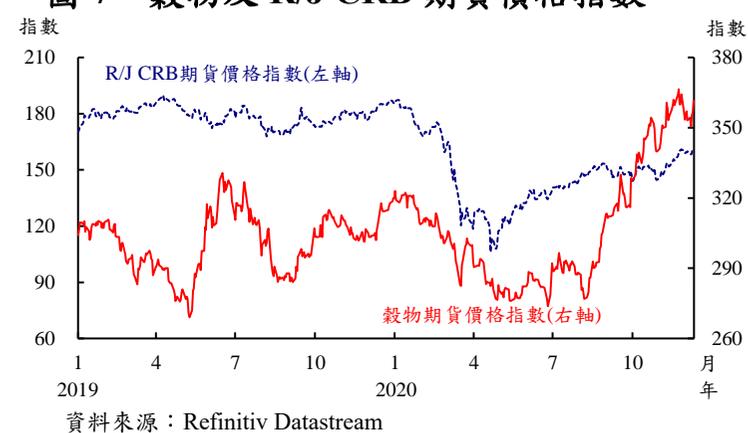


圖7 穀物及R/J CRB期貨價格指數



³ 原訂本年8~12月及明年1月~2022年4月分別每日減產770萬桶及580萬桶，即明年1月起產量將較本年增加近200萬桶；12月3日決議明年1月起每日減產720萬桶，即產量僅將增加50萬桶，且每月將評估是否需要調整。市場認為相較於協商破局，或按原訂計畫增產致油市供過於求，小幅增產影響較小。

⁴ 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。

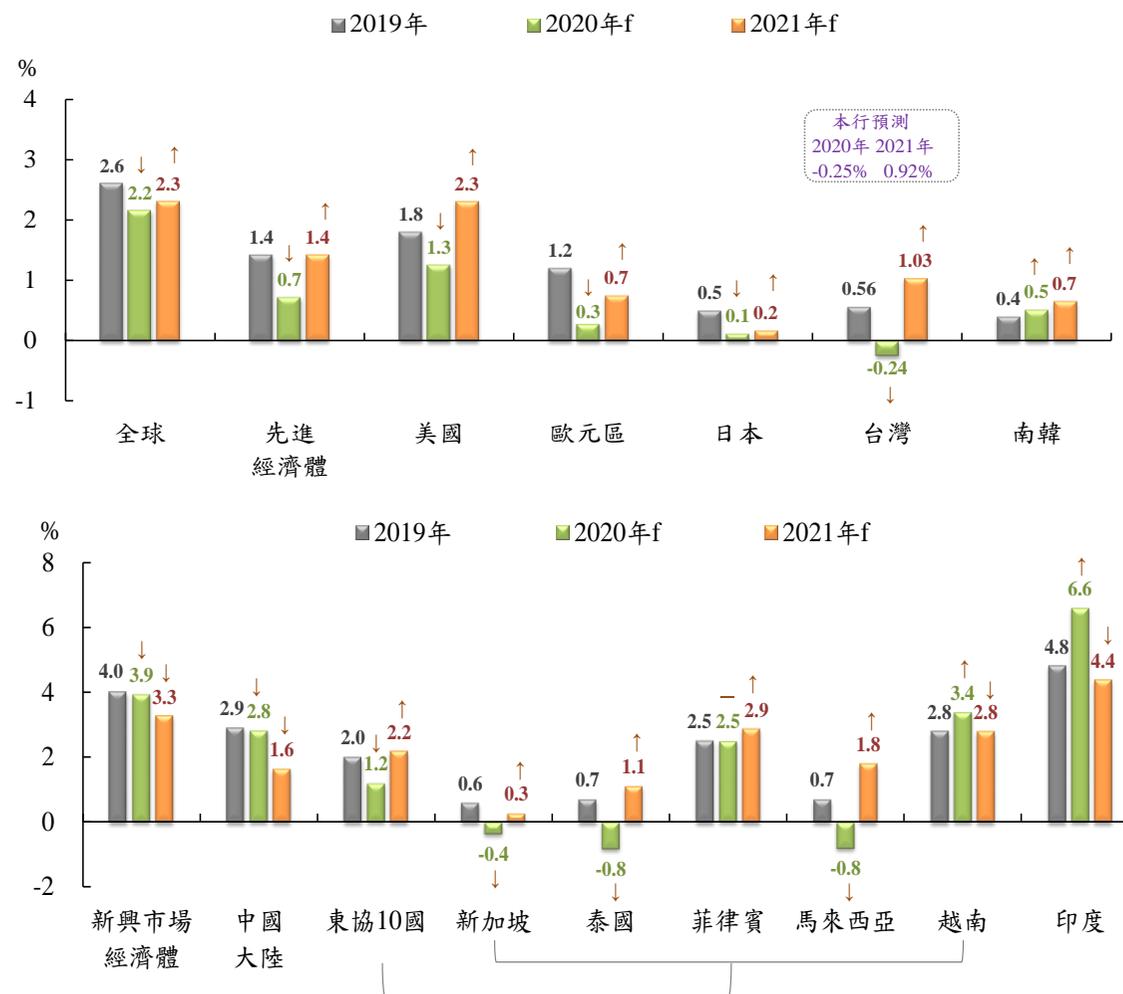
⁵ R/J CRB期貨價格指數係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等6大類，共19種商品期貨價格編製而成，其中能源類權重39%最高。

2. 全球通膨預期略升，惟尚屬溫和

本年受消費需求疲弱，加以油價低迷等因素影響，IHS Markit 預測**本年全球通膨率**由上年之2.6%**降至 2.2%**，其中先進經濟體降幅較為明顯，主要經濟體通膨率預測值多低於上年(圖 8)。

明年在消費需求可望回溫，及預期國際油價略高於本年下半年，**全球通膨率預測值略升至 2.3%**，主要經濟體亦多回升，惟仍多溫和，中國大陸則因高基期及豬肉價格可望下跌而下滑(圖 8)。

圖 8 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；↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。
2. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/11/17)

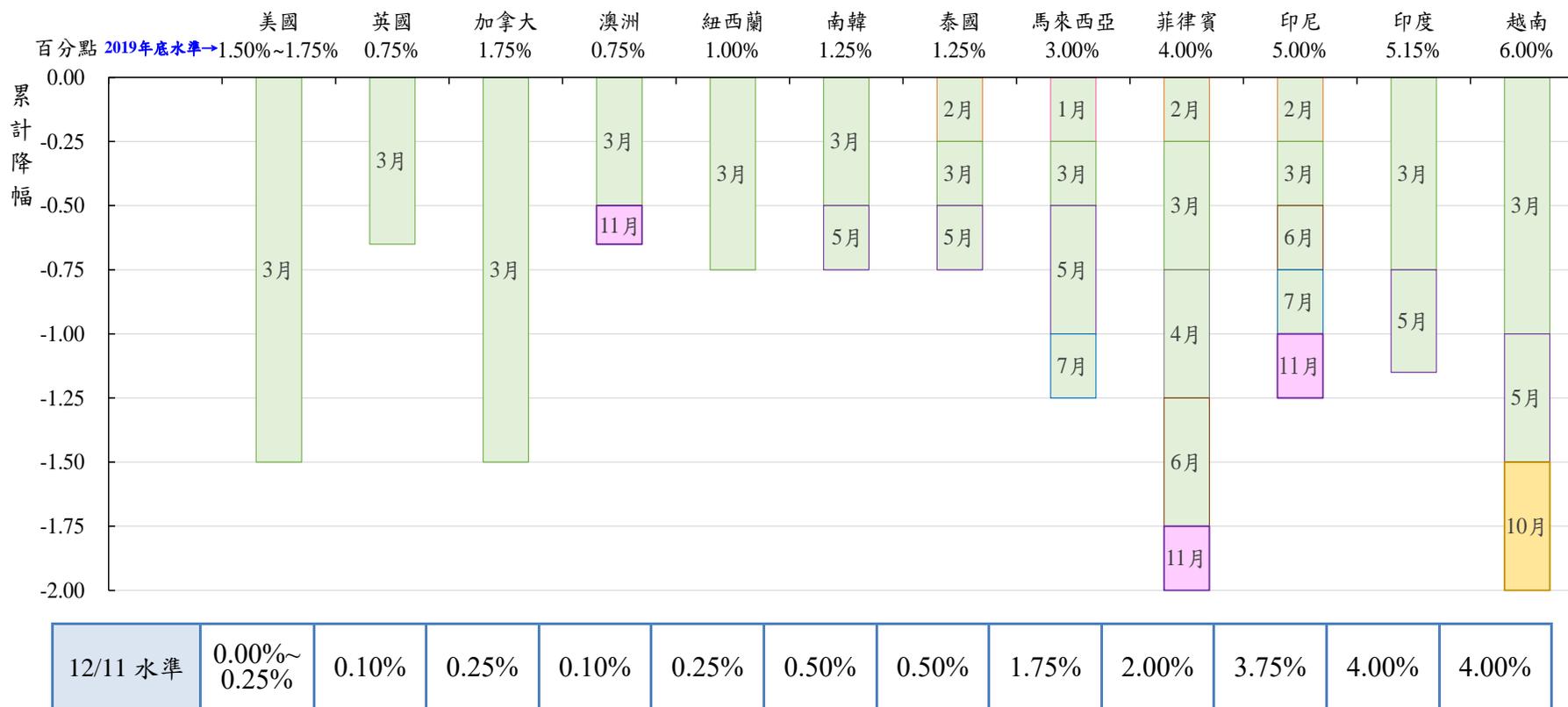
(三)疫情反覆影響經濟復甦，主要經濟體維持寬鬆貨幣並續推擴張性財政政策

1. 主要經濟體續維持寬鬆貨幣政策

自9月本行理事會會議以來，美歐日疫情急遽升溫，對經濟復甦構成壓力，**歐洲央行(ECB)**於12月宣布**擴大並延長購債計畫**，**美國聯準會(Fed)**亦擬調整若干政策工具，**日本央行(BoJ)**則續維持極度寬鬆貨幣政策。至於中國大陸，因經濟指標回升、金融風險升溫，**中國人民銀行**轉向側重扶植小微企業，不再擴大貨幣寬鬆(詳附表)。

此外，部分尚有降息空間之亞太經濟體包括**越南、澳洲、菲律賓、印尼**等央行續降息(圖9)。

圖9 本年以來主要經濟體累計降息幅度

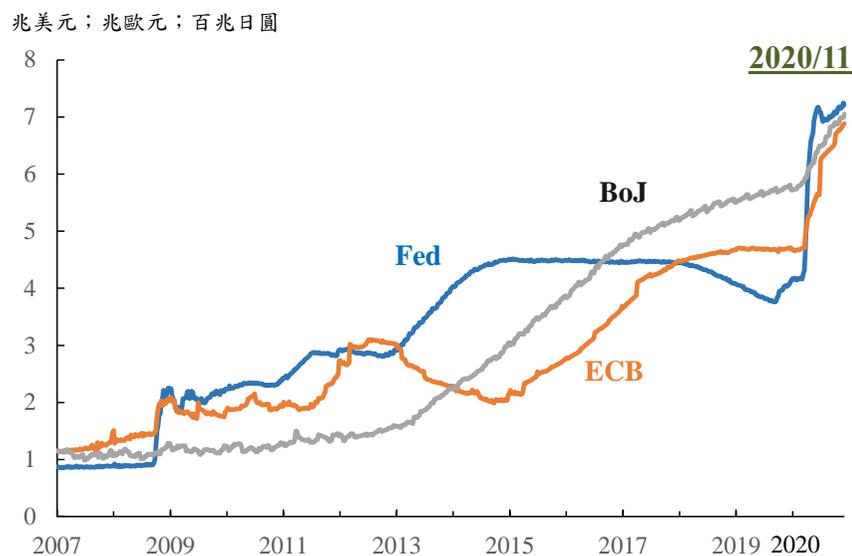


資料來源：各國官方網站

2. 主要經濟體央行大規模購債推升資產至新高水準

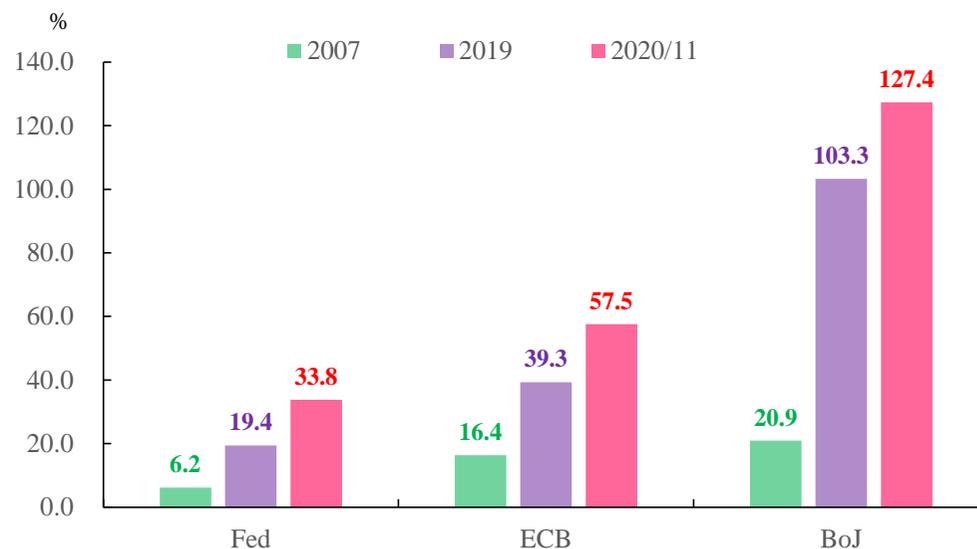
Fed、ECB、BoJ 持續大規模購債，致近期資產規模已升至歷史新高(圖 10)，擴增速度超越 2008~2009 年全球金融危機時期；資產對 GDP 比率亦明顯攀升，約為 2007 年全球金融危機爆發前之 3~6 倍(圖 11)。

圖 10 主要央行資產規模



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 11 主要央行資產對 GDP 比率



資料來源：各官方網站、Refinitiv Datastream

3. 主要經濟體本年擴張性財政政策規模史上首見

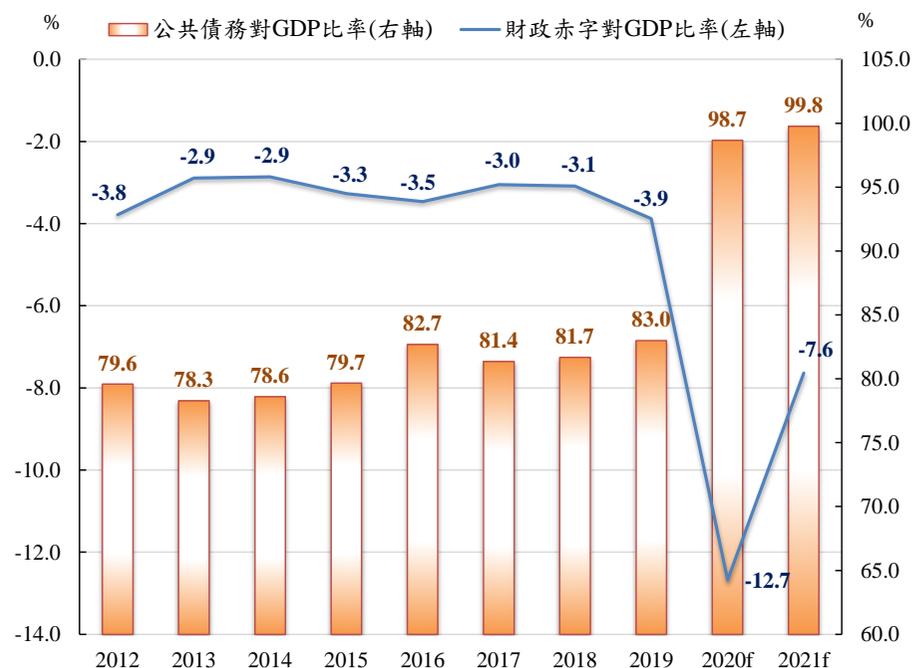
為因應疫情，**主要經濟體**推出大規模之**紓困及振興方案**(表 1)，截至本年 11 月中旬，總規模已達 12 兆美元⁶，對緩解疫情衝擊與提振景氣復甦發揮至為關鍵的作用，惟亦將使**本年全球財政赤字及公共債務對 GDP 比率**分別急遽攀升至 12.7%及 98.7%，而美歐日疫情復燃，**預期擴張性財政政策**將延續，**明年全球財政赤字對 GDP 比率**仍較疫情前高一倍(圖 12)。

表 1 本年以來主要經濟體擴張性財政政策

經濟體	內容	規模	
美國	已執行	共 3 輪紓困法案，以 3 月通過之冠狀病毒援助、救濟與經濟安全法案(CARES Act)規模 2.2 兆美元最大。	約 2.3 兆美元
	進行中	國會兩黨提出新一輪紓困計畫，最終方案仍待協商。	9,080 億美元
歐盟	已執行	4 月通過緊急紓困計畫。	5,400 億歐元 (約 5,942 億美元)
	已通過	7 月協議成立名為「歐盟下一代」(NGEU)之復甦基金，12 月獲歐盟峰會通過。	7,500 億歐元 (約 8,253 億美元)
日本	已執行	4 月實施史上最大規模之緊急經濟對策方案，6 月再通過新振興方案。	233.9 兆日圓 (約 2.2 兆美元)
	已公布	12 月上旬公布新一輪經濟激勵方案。	73.6 兆日圓 (約 0.7 兆美元)

資料來源：各經濟體官方網站及相關新聞報導

圖 12 全球財政赤字及公共債務對 GDP 比率



註：f 表示預測值。

資料來源：IMF Fiscal Monitor (2020/10)

⁶ 詳 Georgieva, Kristalina (2020), “Continued Strong Policy Action to Combat Uncertainty,” *IMF Blog*, Nov. 19。

(四)疫苗研發利多消息提振市場信心，風險資產價格續揚

1. 全球股票市值、多國股市紛創歷史新高

疫情加速新興科技應用，帶動科技業景氣持續向上，復以疫苗研發之正面訊息提振投資信心，資金湧入股市，各類股出現輪動漲勢，並推升全球股票市值突破 100 兆美元(約為全球 GDP 之 1.2 倍)之歷史高點(圖 13)。

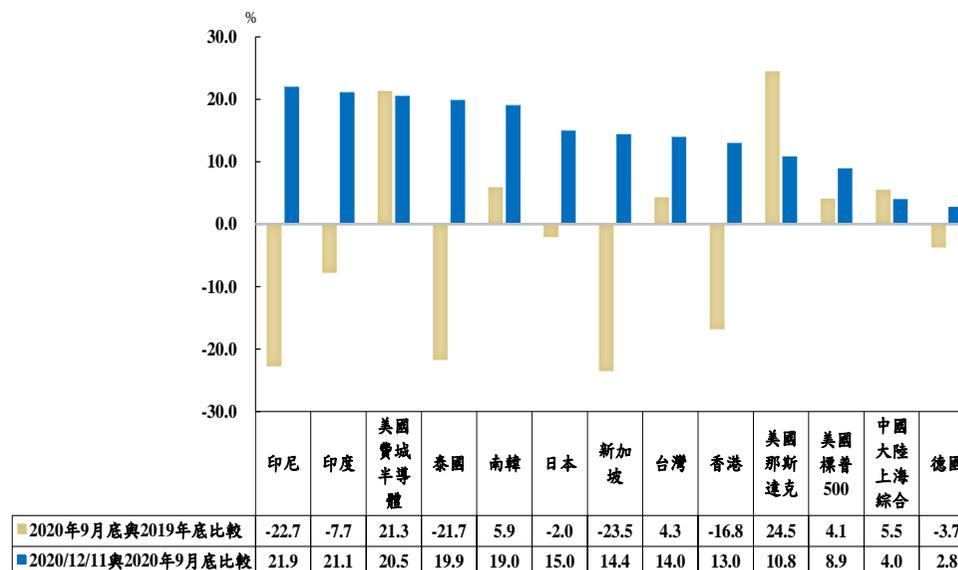
12 月 11 日與 9 月底比較，主要經濟體股價皆揚升(圖 14)，其中，美國、南韓、台灣與印度股價指數屢創歷史新高，日本股市則漲至 1991 年以來最高，印尼等若干東南亞國家股市因跌深，反彈幅度亦大。

圖 13 全球股票市值與其對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 14 主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：Refinitiv Datastream

2. 美元指數持續走低，新興市場貨幣因資本湧入對美元升值

美國大選落幕，復以疫苗研發獲突破性進展，市場風險偏好升溫，促使資金大量流入新興市場，美元指數跌至2018年4月以來最低(圖15)。10月以來主要經濟體貨幣對美元變動情形說明如下：

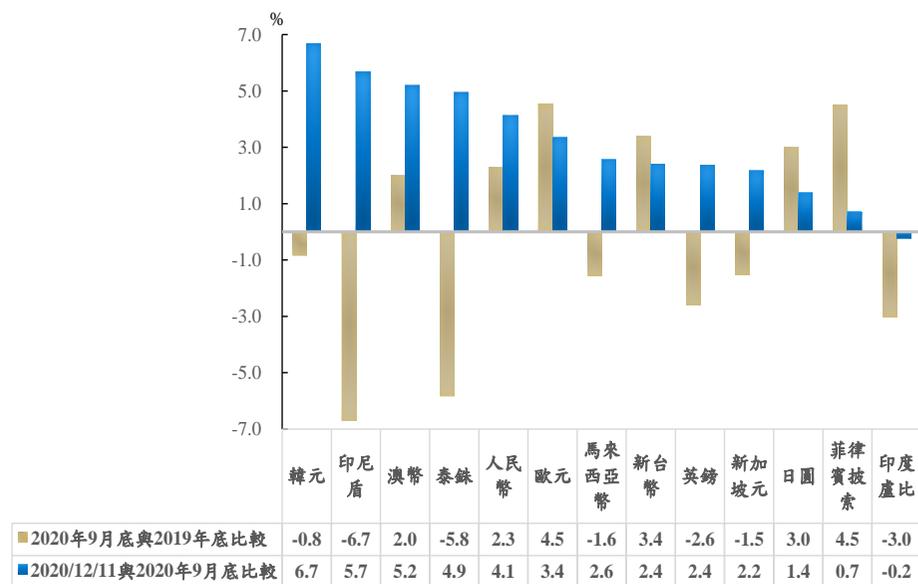
- 歐元：投資人預期美國總統大選後，美歐關係有望改善，歐元對美元大幅升值。
- 日圓：日本經濟及貿易數據優於預期，日圓盤整走升。
- 人民幣：中國大陸經濟復甦優於預期，公債殖利率走揚，與美國公債利差擴大，吸引資金流入，人民幣對美元續強。
- 亞太經濟體貨幣多升值：追逐較高收益之資金湧向亞洲經濟體，亞洲國家貨幣對美元多升值，其中以韓元升幅較大(圖16)。

圖15 美元指數與新興市場資本移動指數



註：Bloomberg 新興市場資本移動指數由大宗商品、新興市場股價、債券價差與外匯套利指數編製，為衡量資本移動的高頻(high frequency)指數，指數上升代表資本流入，下降代表資本流出。基期為2005年1月(=100)。
資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖16 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅



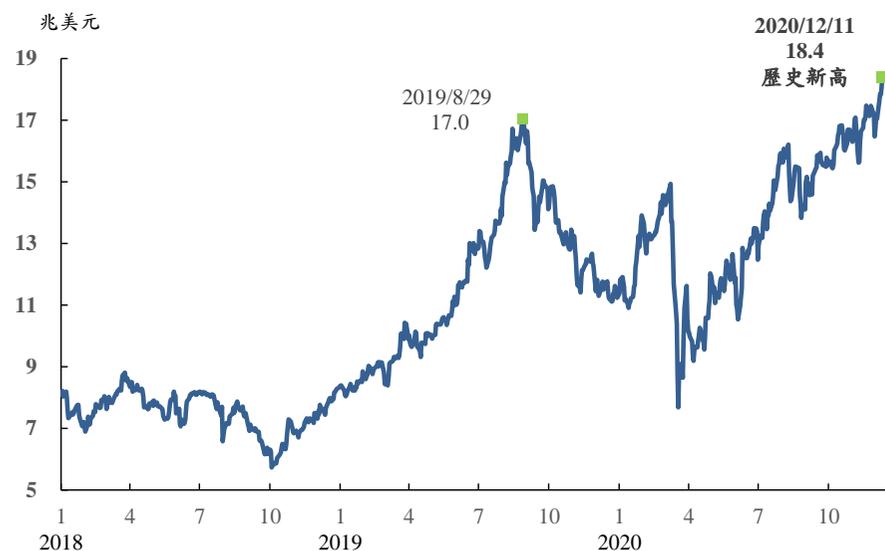
資料來源：Refinitiv Datastream

3. 市場流動性充沛，負利率債券規模創新高，美、中 10 年期公債殖利率略升

歐美國家財政與貨幣政策持續寬鬆，充沛流動性續壓低公債殖利率，而市場預期 ECB 可能因區內疫情嚴峻於年底加大寬鬆力度，促使歐元區邊陲國家如希臘等之公債殖利率亦降至負值，致全球負利率債券規模再度創下歷史新高(圖 17)。

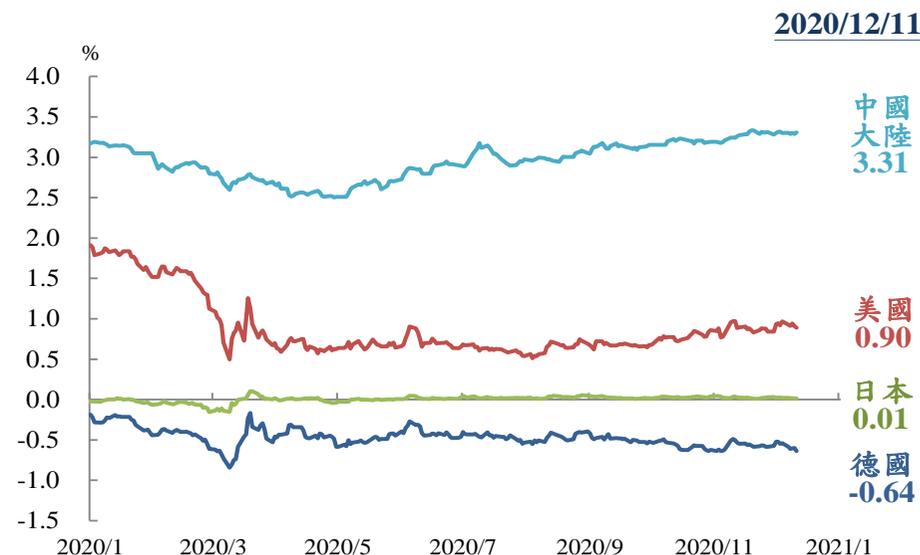
近期主要經濟體長債利率方面，隨美國總統大選落幕，加以對國會重啟紓困方案協商之期待，美國 10 年期公債殖利率緩步上揚，惟疫情嚴峻致升幅受限；另 ECB 釋出擴大寬鬆訊息，德國公債殖利率走低；中國大陸則因經濟數據優於預期，另國營企業債券違約事件頻傳，風險外溢至公債市場，帶動公債殖利率走高(圖 18)。

圖 17 全球負利率債券規模



資料來源：Bloomberg

圖 18 主要經濟體 10 年期公債殖利率

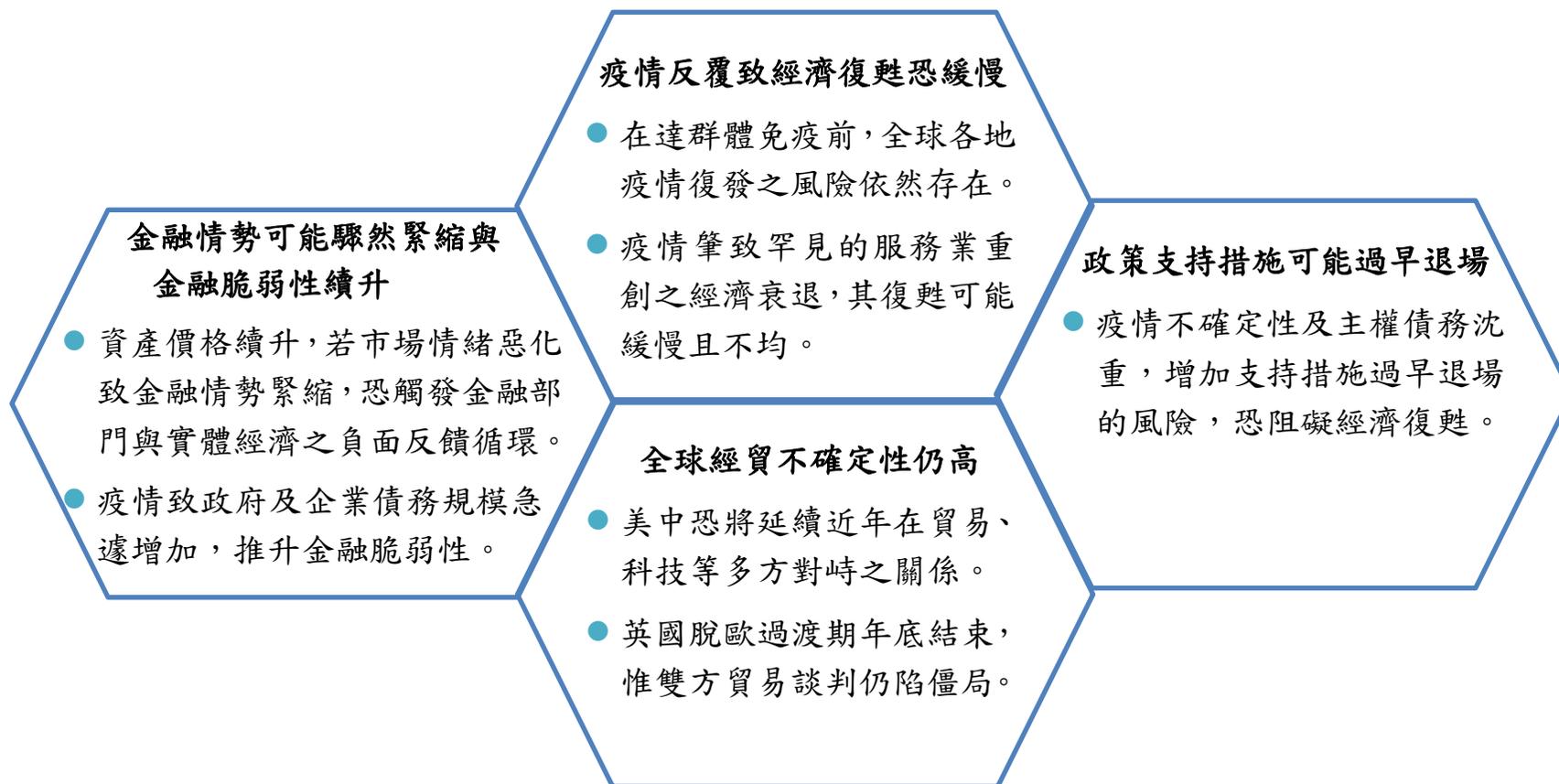


資料來源：Refinitiv Datastream

(五)全球經濟前景仍因疫情面臨諸多風險

COVID-19 疫苗上市提振市場對景氣前景之樂觀預期，明年全球經濟雖可望自本年之嚴重衰退恢復成長，惟仍面臨諸多風險，包括：(1)疫情反覆致經濟復甦恐緩慢；(2)金融情勢可能驟然緊縮與金融脆弱性續升；(3)各國的政策支持措施可能過早退場；(4)全球經貿不確定性仍高(圖 19)。上述風險一旦升高或實現，將拖累經濟復甦，宜密切關注。

圖 19 影響全球經濟前景之風險



1. 疫情反覆致經濟復甦恐緩慢

COVID-19 疫苗雖上市，惟後續存在諸多變數，在達群體免疫前，全球疫情復發之風險依然存在。另疫情肇致罕見的服務業重創衰退⁷，其復甦或將緩慢且不均，歸因於：(1)服務業少有需求積壓後之反彈⁸；(2)服務業屬勞力密集業，其衰退嚴重衝擊勞動市場，且與人接觸之服務業多為低技術、低工資勞工，轉職更不易。

2. 金融情勢可能驟然緊縮與金融脆弱性續升

主要國家金融市場與實體經濟仍呈 K 型復甦⁹，致市場修正風險上升，一旦疫情發展或經濟數據不如預期，避險情緒可能驟升，促使資產價格修正、銀行緊縮放款，致企業及家庭難以取得融通營運、投資或消費所需資金，進而衝擊實體經濟，加重市場悲觀氛圍，觸發金融部門與實體經濟之負面反饋循環。此外，疫情致各國政府及企業債務急遽增加¹⁰，在緊急融通措施及寬鬆貨幣之支持下，龐大債務短期內不致威脅金融穩定，卻增加中期金融脆弱性。

3. 各國的政策支持措施可能過早退場

對疫苗上市將助益經濟的樂觀預期，加以政府債務沉重壓力，可能促使支持措施在經濟全面且穩定復甦前即先退場，恐致企業財務惡化進而倒閉，勞工求職不易退出勞動市場，不僅傷害短期經濟成長，亦將造成長期經濟傷害。

4. 全球經貿不確定性仍高

由於美國對外政策仍強調本土利益，未來美中恐將延續 2018 年來雙方在貿易、科技、金融、外交、國防等多方對峙之關係；此外，英國脫歐(Brexit)過渡期將於本年 12 月底結束，惟雙方就其後之貿易協議談判仍陷僵局。全球經貿不確定性居高不下，企業的全球投資及布局將因而面臨挑戰。

⁷ 疫情所致之經濟衰退與過去不同。過往常見者為製造業重創之衰退，對景氣循環較不敏感的服務業較具韌性，但本次受創較深的則是服務業。

⁸ 例如，疫情爆發之際積壓的家電及 3C 產品等需求，在夏季疫情緩和後釋出，相關銷售因而大增；然而，民眾因疫情而取消的出國旅遊或理髮美容，則較不會在疫情緩和後以增加出國或理髮次數彌補回來。

⁹ K 型復甦係指，股票及公司債等金融資產價格明顯揚升，就業等經濟活動卻緩慢復甦，金融與實體回復速度呈 K 字型兩極化的情形。

¹⁰ 國際金融協會(IIF)估計，本年全球債務增幅達 20 兆美元，總債務升至 277 兆美元，對 GDP 比率高達 365%，其中，政府債務對 GDP 比率則逼近 100%。

附表 自 9 月本行理事會會議以來四大央行貨幣政策變動情形

央行	政策措施	內容
Fed	維持近零之政策利率不變	11 月 5 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	維持現行購債步調不變	將至少以現行步調(約每月 1,200 億美元)持續購買公債及機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)。
	部分緊急融通機制能否展延仍不確定	Fed 推出之緊急融通機制大多將於本年底到期，若展延須獲得財政部同意，針對財長 Mnuchin 拒絕展延部分融通機制*，並要求 Fed 將相關方案之未動用資金返還財政部，主席 Powell 指出，疫情升溫為近期重大之下行風險，短期內傾向維持各項融通機制工具以支撐仍脆弱的經濟，因而敦促財政部授權 Fed 將於年底到期之融通機制展延至明年。
ECB	維持政策利率於極低水準不變	12 月 10 日決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別於 0.00%、0.25%及 -0.50%不變。
	擴大資產購買規模	維持資產購買計畫(APP)每月 200 億歐元及本年底前額外 1,200 億歐元之購債規模不變，惟鑒於疫情繼續對經濟造成嚴重影響，將因應疫情緊急購買計畫(PEPP)購債規模由 1.35 兆歐元擴大至 1.85 兆歐元，購債期間由明年 6 月底延長到至少 2022 年 3 月底，且到期本金再投資期間延長至 2023 年底。
	增強對銀行流動性之支持	延長第三輪定向長期再融通操作(TLTRO III)期限至 2022 年 6 月，銀行可融通額度由合格放款總額的 50%提高至 55%；另明年將額外增加 4 次非定向之因應疫情緊急長期再融通操作(PELTROs)，持續提供流動性支持，以協助企業及家庭更易取得信用。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	10 月 29 日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%，及長期利率目標(10 年期公債殖利率)於 0%左右不變。
	持續支持企業融資與金融市場穩定	將持續支持企業融資與金融市場穩定：(1)維持因應疫情之新型企業金融支援特別操作不變；(2)透過無上限購買日本公債，以及美元融資供給操作，提供充足的日圓與外幣資金；(3)積極購買指數股票型基金(ETF)與不動產投資信託基金(J-REIT)。
中國人民銀行	貨幣政策轉趨中性	政策轉向側重小微企業的流動性支持措施，不再擴大寬鬆，貨幣政策轉趨中性。

註*：包括初級市場公司融通機制(PMCCF)、次級市場公司融通機制(SMCCF)、市政債流動性機制(MLF)，以及中小企業貸款方案(MSLP)等機制。

資料來源：各國官方網站

二、國內經濟及通膨展望

受惠消費性電子新品上市以及 5G 通訊發展等，推升出口動能，本行上調本(2020)年經濟成長率預測值由 9 月預估之 1.60% 升至 2.58%。展望明(2021)年，國內景氣逐漸復甦，加以上年比較基期較低，民間消費成長將由負轉正；主要半導體業績擴大資本支出，以及綠能、5G 基礎建設等投資賡續進行，民間投資可望穩健成長，均挹注內需成長動能。外需方面，預期肺炎疫苗即將上市，全球經濟恢復成長，以及新興應用科技擴展與宅經濟、遠距商機持續，有助延續出口動能。本行預測明年經濟成長率為 3.68%，內需為驅動經濟成長的主力。

另外，本行預測本年 CPI 年增率為 -0.25%。預期明年全球景氣逐步復甦，將帶動原物料價格上漲，且國內需求回溫，預估 CPI 年增率回升至 0.92%。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一) 本年國內經濟穩健成長，預測值上修

1. 本行上修本年經濟成長率預測值至 2.58% (表 1)，外需為驅動經濟成長的主力

- 因肺炎疫情及國人出國旅遊禁令等因素，民間消費負成長，致本年內需貢獻主要來自政府支出與民間投資，分別貢獻 1.02 及 0.29 個百分點，而淨外需對經濟成長貢獻達 2.42 個百分點。

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	2.58	0.18	-2.57	1.50	2.86	15.13	--	--	1.14	-3.18
貢獻度		0.16	-1.34	0.29	0.40	0.62	0.19	2.42	0.72	-1.70

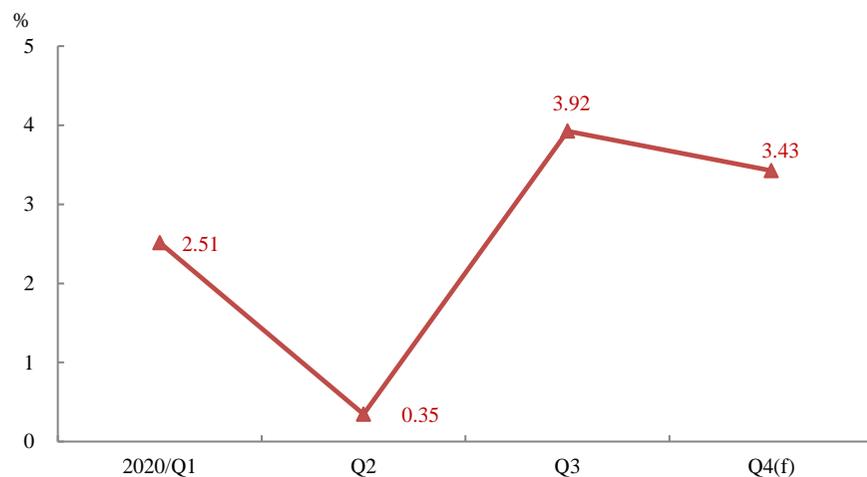
註：*包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

2. 第3季經濟成長大幅回升，第4季輸出動能有望延續，挹注全年經濟成長

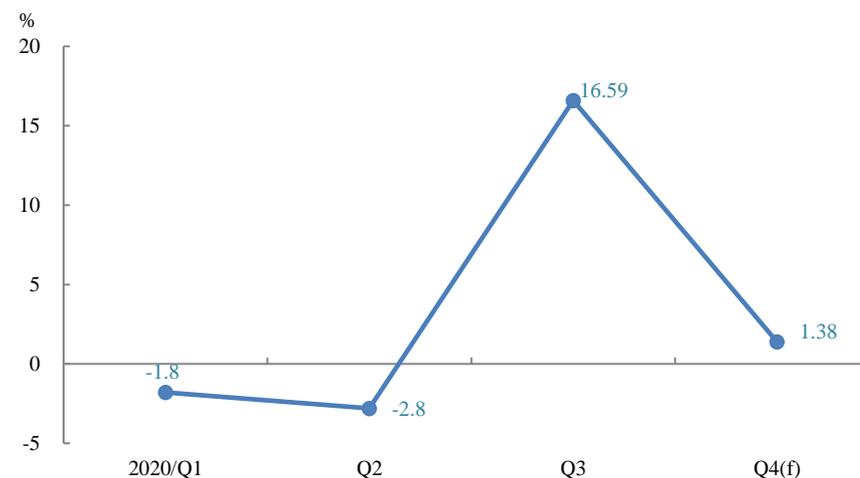
- 受惠於遠距商機與華為禁令生效之前提前備貨等因素，第3季電子產品訂單及**出口熱絡**，帶動經濟成長回升至3.92% (圖1)。
- **展望第4季**，受惠消費性電子新品上市，5G通訊、遠距及宅經濟等商機持續發酵，**外需動能可望延續**，帶動經濟成長3.43%(圖1)。
- 經季調後之GDP，與上季比較，並年率化後(saar)之經濟成長率而言，已擺脫上半年的負成長，第3季動能大幅增強，第4季成長動能微升(圖2)。

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。

圖2 本年台灣各季經濟成長率(saar)



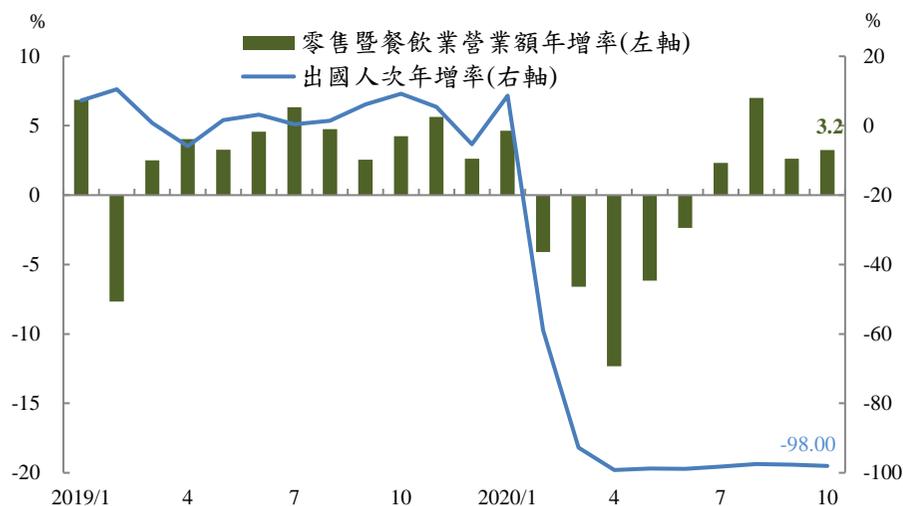
註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

(二)輸出與政府支出可望支撐第 4 季經濟成長

1. 民間消費仍低迷：主因各國邊境管制及國人出國旅遊禁令持續。

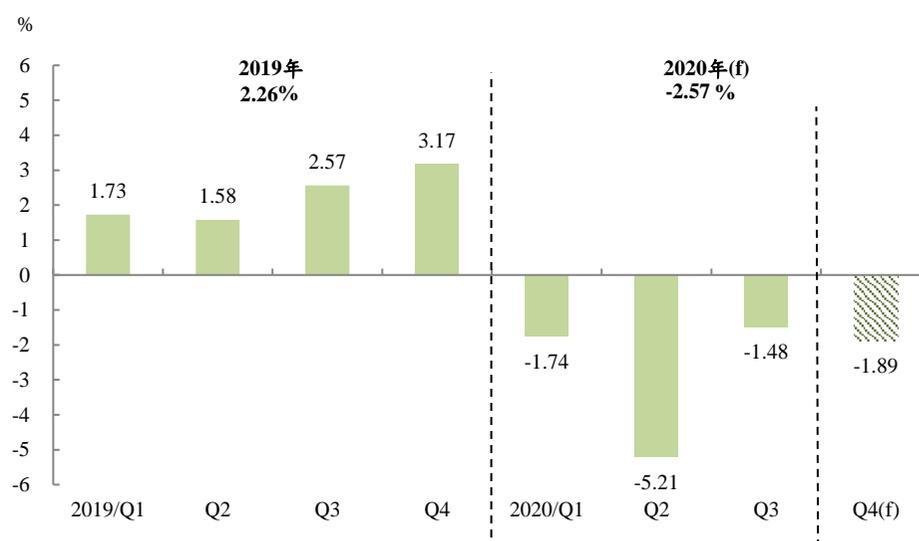
- 10 月零售暨餐飲業營業額穩定成長(圖 3)，維繫國內民間消費動能。
- 惟出國旅遊禁令持續，限制國人出國消費(圖 3)，且秋冬防疫專案施行¹，加以薪資成長不如上年等不利因素，恐抑制民眾消費意願。
- 除前述不利因素之外，由於上年比較基期較高，預測第 4 季實質民間消費年增率為-1.89%，全年則為-2.57% (圖 4)。

圖 3 零售暨餐飲業營業額及出國人次年增率



資料來源：經濟部、觀光局

圖 4 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。

¹ 自 12 月 1 日起，強制要求民眾進入八大類場所應佩戴口罩，未依規定佩戴將罰鍰 3,000~15,000 元。

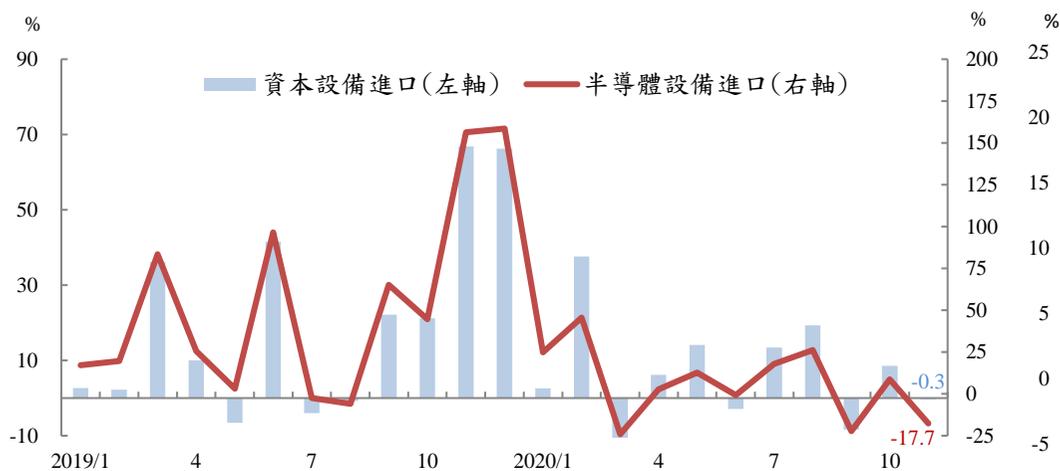
2. 民間投資動能趨緩：主因上年基期墊高。

- 主要**半導體相關供應鏈**積極擴充機器設備及**投入研發**，加以政府推動之投資專案(如投資台灣三大方案²與境外資金匯回專案等)**漸次落實**，與電信業者**5G 基礎建設**等陸續進行，有助帶動相關產業投資。
- 惟上年第 4 季比較基期墊高，加以**全球肺炎疫情仍嚴峻**，恐影響國內廠商生產與投資計畫，制約民間投資成長力道。

—近月半導體及機器設備進口金額年增率逐漸趨緩(圖 5)。

- 預測第 4 季實質民間投資年增率降至-3.65%，全年則為 1.50% (圖 6)。

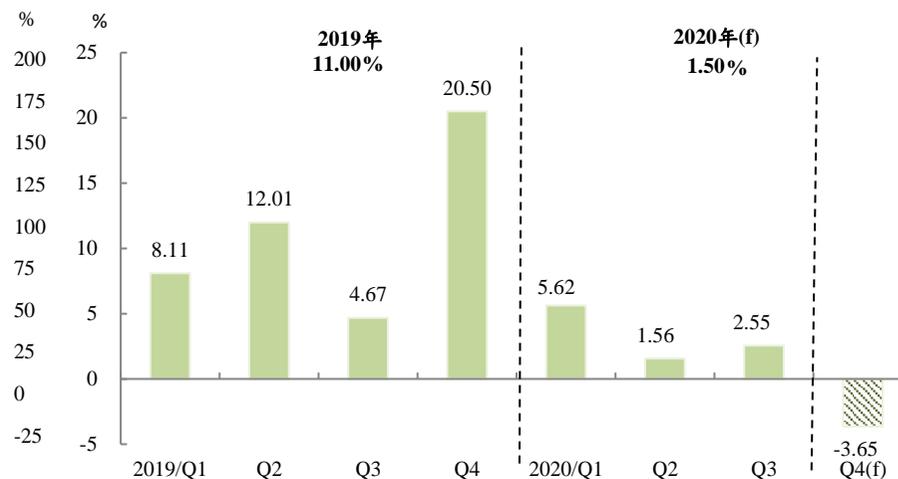
圖 5 資本與半導體設備進口年增率



註：以美元計價。

資料來源：財政部

圖 6 實質民間投資年增率



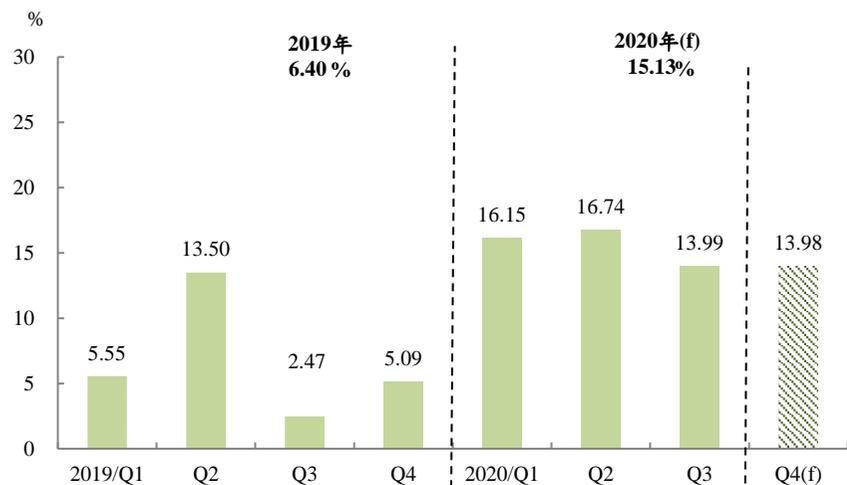
註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

² 經濟部預估本年投資台灣三大方案將促成約 3,749 億元投資到位，高於上年實際數逾 2,500 億元。

3. 政府支出續穩健成長：主因政府加速推動公共建設所致。

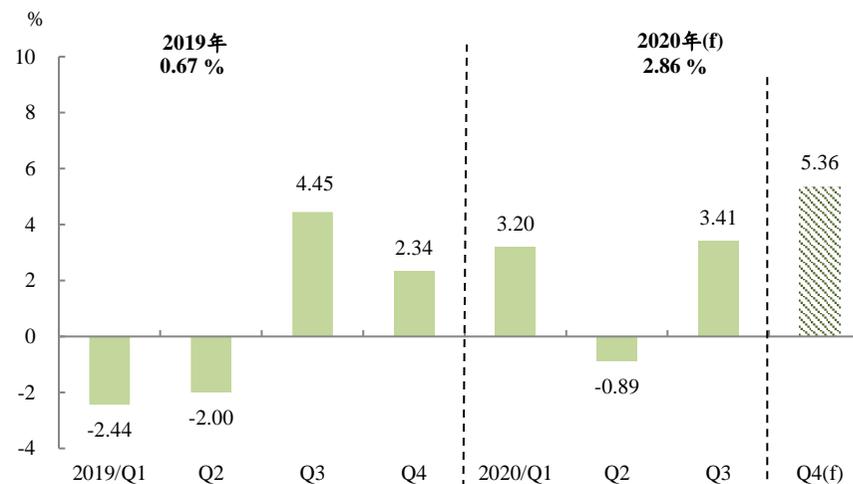
- 政府督促及**加速推動公共建設**，預估第 4 季公共投資(政府加公營事業投資)成長率為 13.98%，全年為 15.13% (圖 7)。
- 政府**採購軍品、秋冬防疫業務費增加與預期購買肺炎疫苗之預算使用等**，均挹注實質**政府消費成長動能**，預測第 4 季政府消費年增率為 5.36%，全年為 2.86% (圖 8)。

圖 7 實質公共投資年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 8 實質政府消費年增率

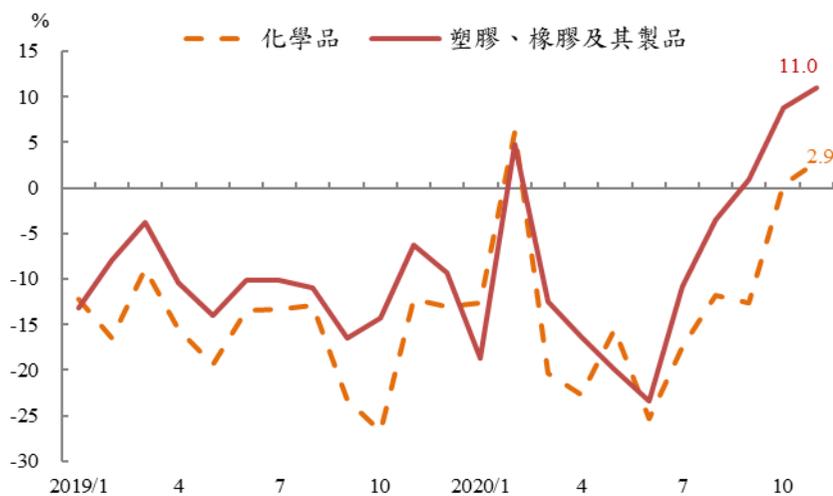


註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

4. 輸出成長動能續增：主因傳產貨品出口成長漸回穩及新興科技應用擴散與遠距商機持續。

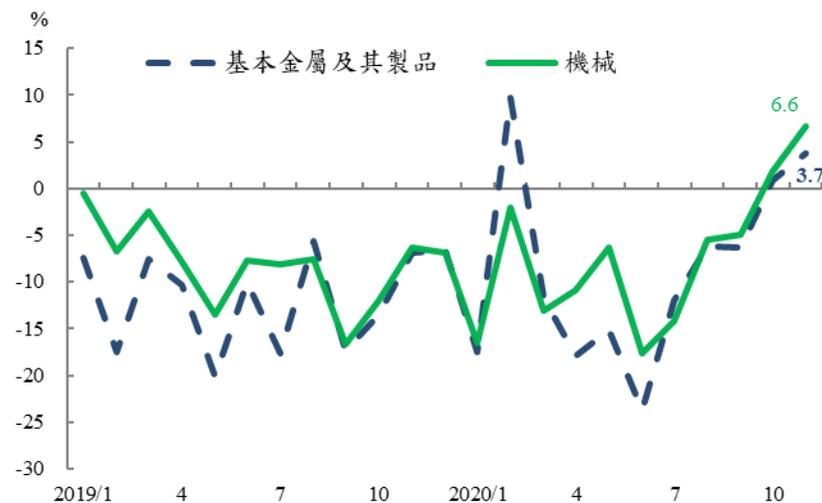
- 全球肺炎疫情嚴峻，部分歐洲國家重啟封城措施，且各國尚未完全解除邊境管制等措施，恐影響全球經濟表現，制約台灣輸出成長力道。
- 惟隨著海外需求回升，傳產貨品出口成長逐漸回穩，11月化學品、塑橡膠製品、基本金屬與機械出口增幅擴大(圖9及圖9-1)。

圖9 傳產貨品-化學品、塑橡膠製品出口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

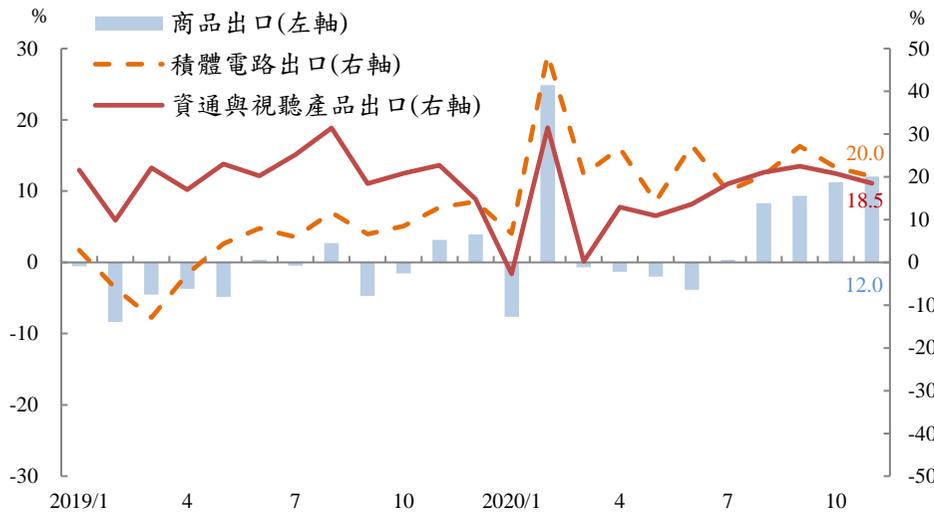
圖9-1 傳產貨品-基本金屬與機械出口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

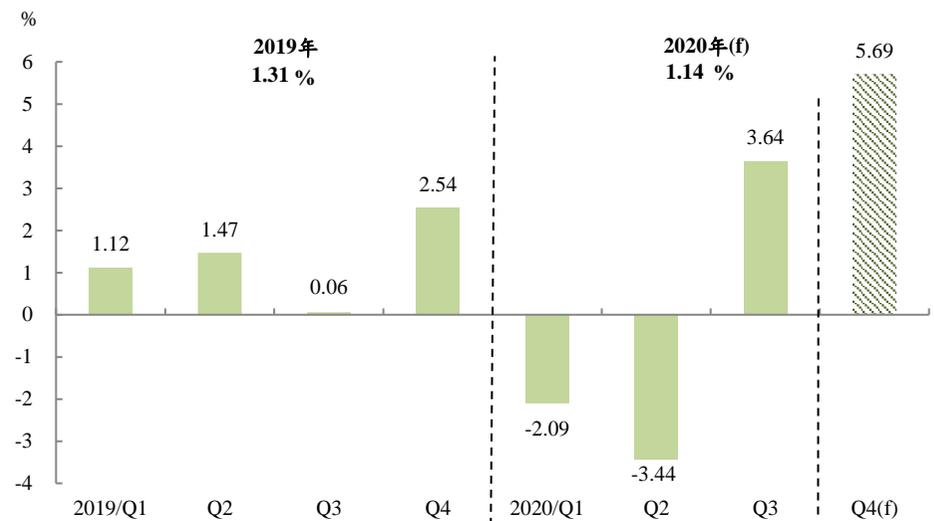
- 消費性電子新品上市，5G 通訊等新興應用與遠距商機擴展與發酵，帶動資通與視聽產品出口，且主要半導體業者具領導優勢，高階晶片陸續出貨(圖 10)，兩類商品出口動能提升為台灣輸出成長的主力。
- 預測第 4 季實質輸出年增率為 5.69%，全年為 1.14% (圖 11)。

圖 10 商品、積體電路與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 11 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。

5. 主要國內外機構均上修本年台灣經濟成長率預測值

- 國內外機構均上調本年台灣經濟成長率預測值，主要係因第 3 季經濟表現遠優於預期，以及第 4 季出口動能可望延續所致。
- 各機構預測值介於 1.46%至 2.60%之間，平均為 2.17% (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 (10/20)	台經院 (11/3)	IHS Markit (11/17)	主計總處 (11/27)	Barclays (12/11)	BofA Merrill Lynch (12/11)	JP Morgan (12/11)	Goldman Sachs (12/14)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/17)
預測值	1.76 (↑0.43)	1.91 (↑0.08)	1.46 (↑1.52)	2.54 (↑0.98)	2.60 (↑1.40)	2.00 (↑1.00)	2.60 (↑1.60)	2.50 (↑1.70)	2.17	2.58 (↑0.98)

註：括弧內數值係與 9 月央行理事會期間預測值比較之修正幅度(主計總處與 IHS Markit 以及中經院與台經院分別與本年 8 月及 7 月預測值比較)。

(三)明年經濟可望擺脫肺炎疫情干擾，經濟成長動能增強

1. 本行預測明年經濟成長率為 3.68%，內需為驅動經濟成長之主力

- 內需與淨外需對經濟成長分別貢獻 3.16 與 0.51 個百分點 (表 3)。內需方面，民間消費與民間投資合計貢獻 2.44 個百分點，而政府支出因比較基期較高，成長減緩³，致對經濟成長貢獻降至 0.34 個百分點。
- 因比較基期影響，預測明年上半年經濟成長率(yoy)將高於下半年(圖 12)；而各季以 saar 表示之經濟成長率則介於 0.87%~4.55%，其中第 1 季為全年高點(圖 13)。

表 3 明年台灣經濟成長率、GDP 各組成項目成長率與貢獻度預測值

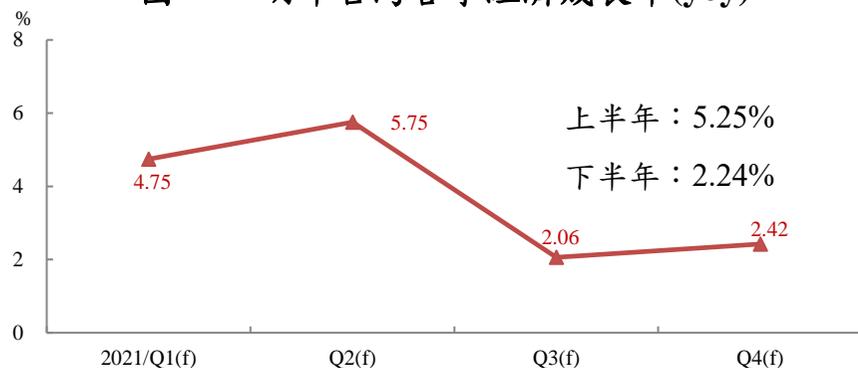
單位：%；百分點

	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	3.68	3.64	3.56	3.75	2.02	1.19	--	--	3.64	3.60
貢獻度		3.16	1.73	0.71	0.29	0.05	0.38	0.51	2.14	1.63

*：包含政府及公營事業投資。

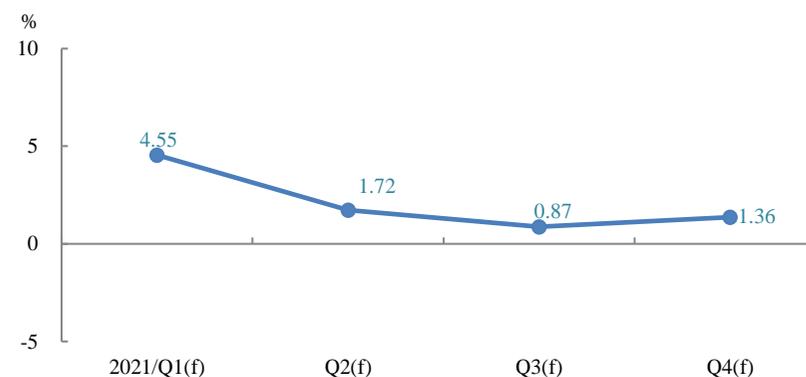
資料來源：中央銀行

圖 12 明年台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f 代表中央銀行預測數。

圖 13 明年台灣各季經濟成長率(saar)



註：f 代表中央銀行預測數。

³ 其中明年 1-4 季公共投資(含政府與公營事業投資)年增率分別為-0.75%、-1.81%、3.18%及 2.83%；而政府消費年增率分別為 1.71%、3.50%、1.31%及 1.69%。

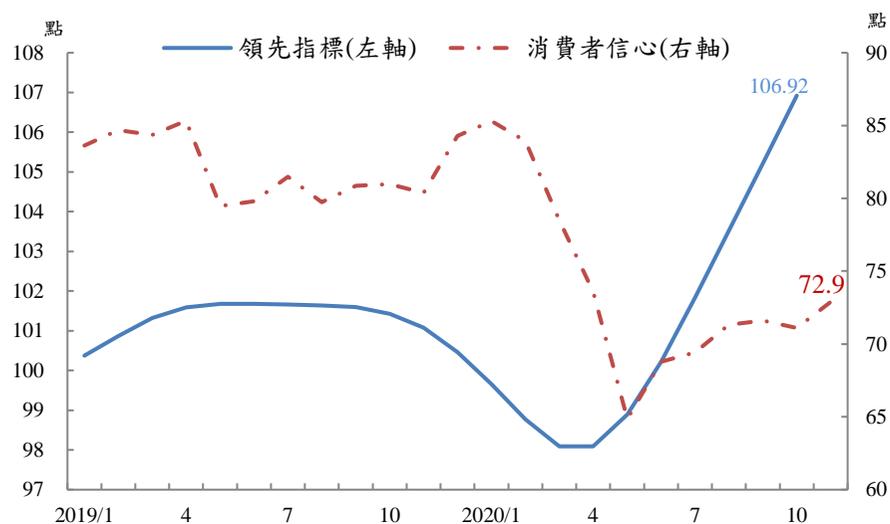
2. 內需穩健成長

□ 民間消費可望恢復正成長

一景氣領先指標上揚與消費者信心回穩(圖 14)，且**國內景氣逐步復甦**，加上綜所稅之基本生活費調高等有利因素，**可望增加家庭可支配收入**，帶動民間消費成長。

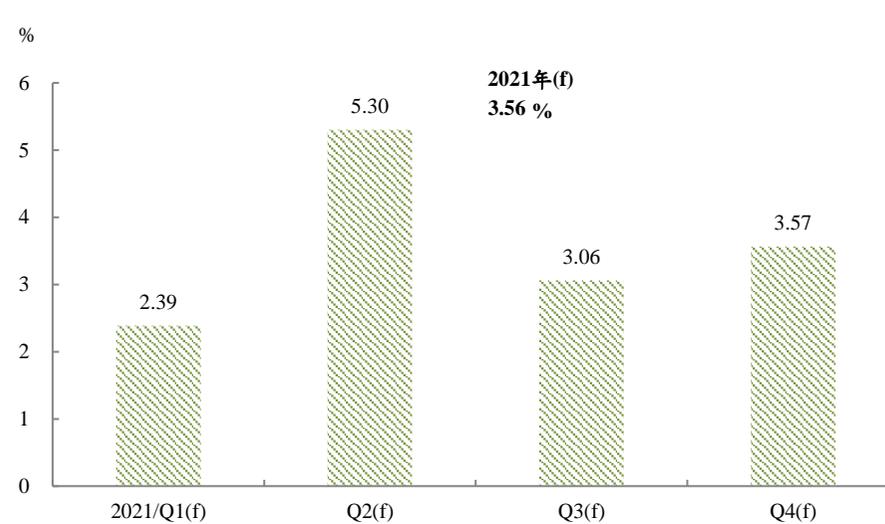
一考量**本年比較基期較低**，預測明年實質**民間消費成長**率回升至 3.56%(圖 15)，高於本年之-2.57%。其中，第 2 季因受本年同期肺炎疫情影響，比較基期較低，成長率達 5.3%，為全年最高。

圖 14 景氣領先指標及消費者信心



資料來源：國家發展委員會、中央大學

圖 15 實質民間消費年增率

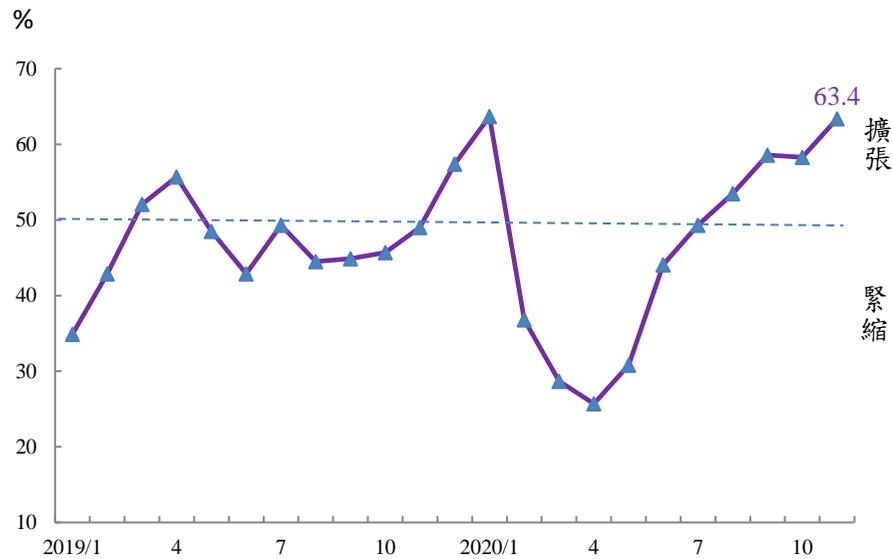


註：f 代表中央銀行預測數。

□ 民間投資動能續穩健

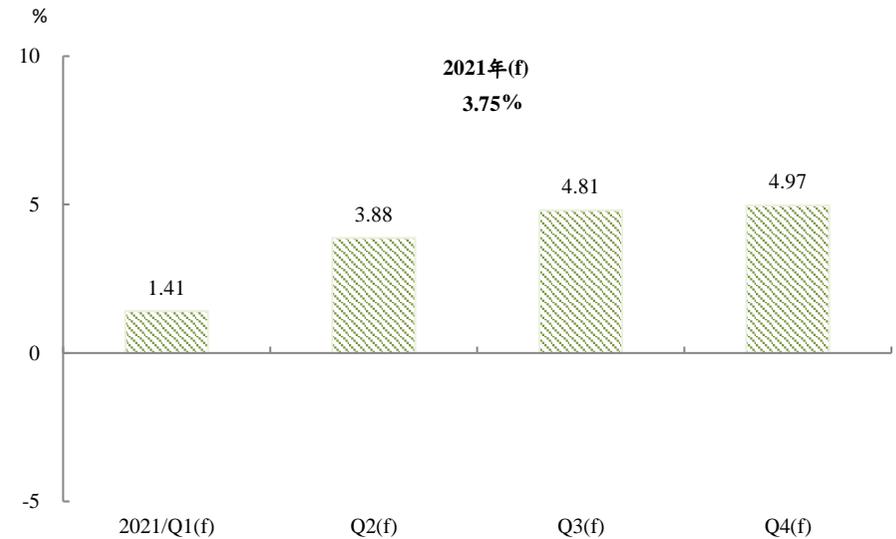
- 廠商樂觀看待未來半年景氣(圖 16)，且主要**半導體業**為維持領先地位，**續投資先進製程**，益以**科技預算擴編**⁴及全球**科技企業**接續**來台投資**⁵等有利因素，均挹注民間投資動能。
- 重要投資案(如**太陽光電、離岸風電與 5G 基礎建設等**)廣**續進行**⁶，有助維繫民間投資成長。
- 預測明年實質**民間投資成長 3.75%**(圖 17)，高於本年之 1.50%，而各季成長率大致呈逐季走升。

圖 16 製造業 PMI 「未來 6 個月景氣狀況指數」



資料來源：國家發展委員會

圖 17 實質民間投資年增率



註：f 代表中央銀行預測數。

⁴ 2021 年科技預算(包含前瞻基礎建設部分)約 1,186 億元，年增約 2.1%，主要用於先進網路，持續推動 5+2 產業等。

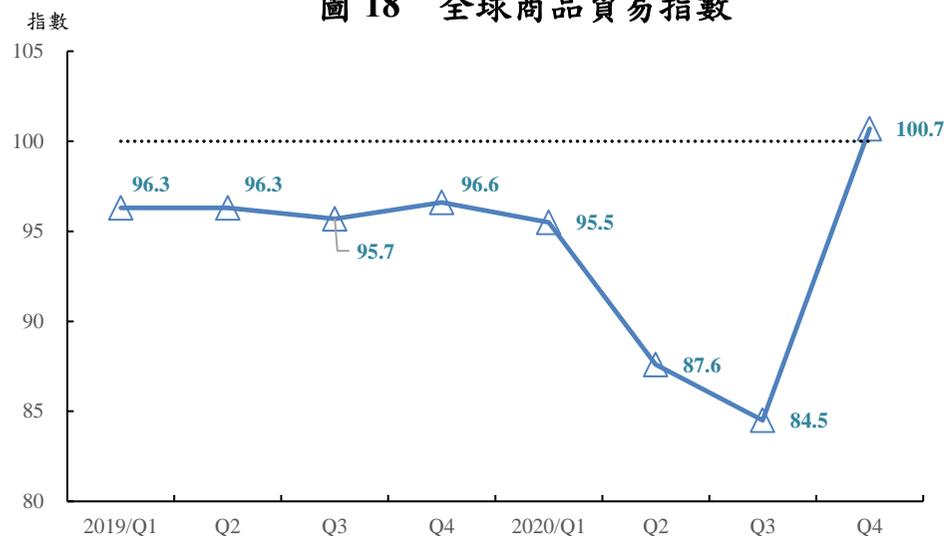
⁵ 如微軟將在台設立微軟雲端運算服務資料中心；美商新思科技 (Synopsys) 宣布擴大在台投資，將與工研院合建 AI 晶片設計實驗室。

⁶ 根據經濟部本年第三季「民間新增 5 億元以上投資統計」，明年電力及燃氣供應業預計完成投資金額約 1,391 億元，高於本年之 771 億元。

3. 輸出成長優於本年

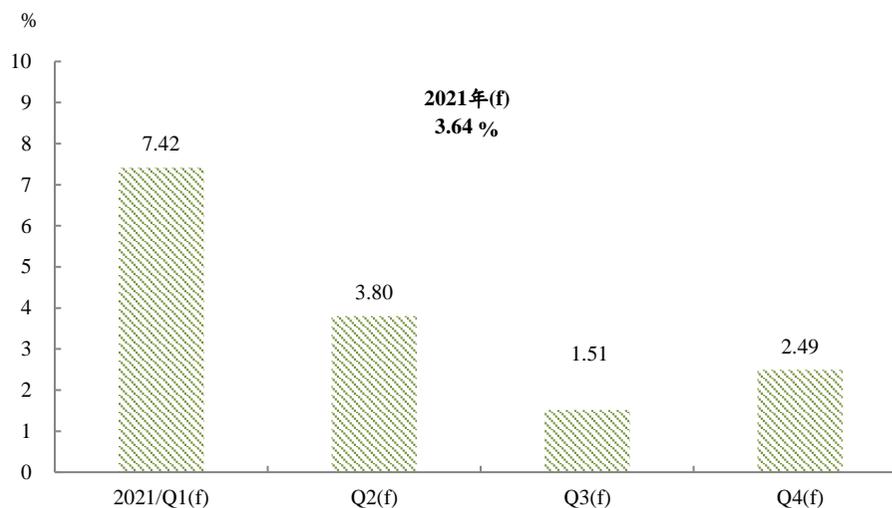
- 主要國際機構**預期肺炎疫苗上市**，疫情衝擊力道減緩，**全球經貿動能漸重回常軌**⁷，有助推升未來台灣出口成長。
 - 第 4 季 WTO 全球商品貿易指數超過疫情前水準(圖 18)，全球貿易動能將大幅增加。
- 5G 及高效能運算應用**擴展**，**遠距設備需求依舊**，加以**資通訊產品廠商調升在台產能**配置等因素，有利延續相關供應鏈出口成長。
- **明年實質輸出成長率**預測值為 3.64%(圖 19)，高於本年之 1.14%，其中第 1 季成長率為全年最高。

圖 18 全球商品貿易指數



註：指數 100 表示商品貿易成長同趨勢值，高於 100 代表成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。
資料來源：世界貿易組織(WTO)

圖 19 實質輸出年增率



註：f 代表中央銀行預測數。

⁷ 10 月 IMF 預測明年全球貿易量成長 8.3%，反轉本年之-10.4%；明年全球經濟成長 5.2%，亦反轉本年之-4.4%。

4. 台灣經濟前景仍面臨諸多不確定性，惟國內外機構皆預測明年經濟成長率優於本年

□ 不確定因素

- **肺炎疫情後續發展具不確定性**：全球肺炎疫情仍嚴峻，歐洲部分國家重啟管制措施，加以全球疫苗上市情況與分配機制，攸關全球經濟能否儘速回復正常軌道。
- **主要經濟體貿易摩擦問題後續進展對全球經貿之影響**：英國與歐盟經貿談判進展緩慢；全球數位稅談判破裂，無法達成一致的數位稅守則；美國新任總統對中國大陸經貿與國際貿易合作相關議題之態度，均增加全球經貿的不確定性。
- **主要經濟體擴大財政與寬鬆貨幣政策之後續影響**：因應肺炎疫情衝擊，主要經濟體陸續採取擴張性財政與寬鬆貨幣政策，刺激經濟之成效仍待觀察；惟連帶使各國政府債務遽增，股市與經濟基本面脫節，亦加深經濟金融潛在風險與脆弱性。
- **國際政經情勢變化**：南海主權爭議、泰國修憲衝突、印度與巴基斯坦軍事衝突、以色列及伊朗問題、油價及原物料價格走勢等國際政經變化，恐影響全球經濟成長與金融穩定。
- **區域全面經濟夥伴關係協定(RCEP)對台經貿之衝擊**：中、日等 15 國已完成協定之簽署，可能影響廠商之投資布局，恐制約未來國內投資力道擴增；且生效後，台灣出口至 RCEP 會員國之部分傳產貨品將面臨關稅障礙，不利其出口競爭力。
- **國內水情嚴峻恐影響正常經濟活動**：本年降雨情形不如預期，桃園、新竹、苗栗、台中等縣市已進入第一階段限水，且嘉義與台南等地區明年第一期稻作停灌。若水情再持續吃緊，可能衝擊國內製造業生產及民生經濟活動。

□ 國內外主要機構預測明年經濟成長率介於 3.40%與 4.50%之間，平均為 3.79% (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:%

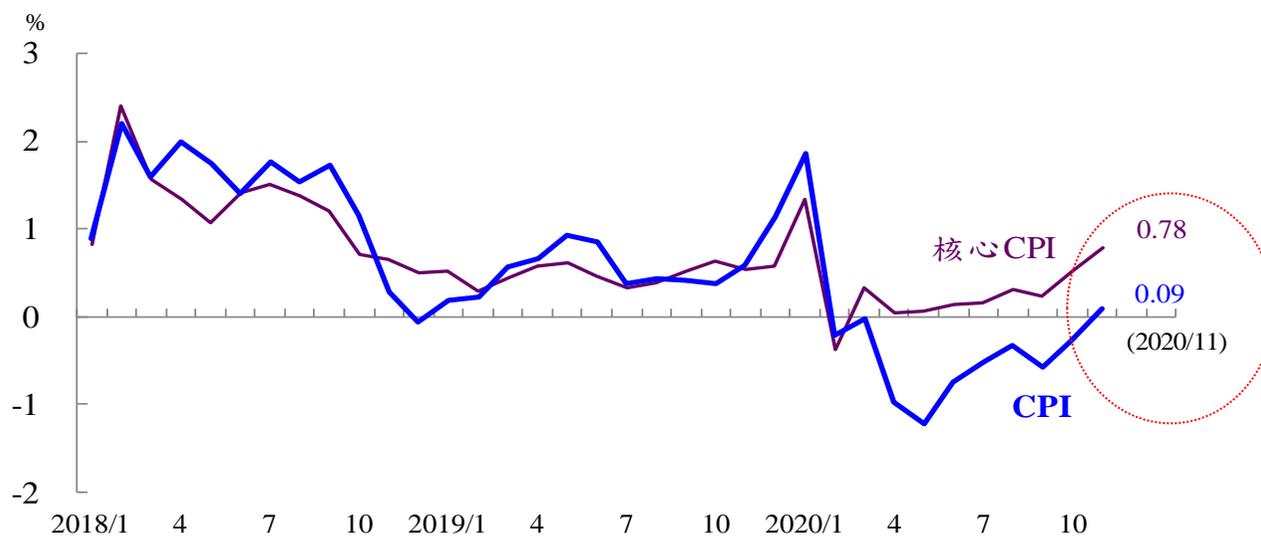
機構 (預測日期)	中經院 (10/20)	台經院 (11/3)	IHS Markit (11/17)	主計總處 (11/27)	Barclays (12/11)	BofA Merrill Lynch (12/11)	JP Morgan (12/11)	Goldman Sachs (12/14)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/17)
預測值	3.42	4.01	3.42	3.83	4.00	3.40	4.50	3.70	3.79	3.68

(四)本年 CPI 年增率連續數月為負數，11 月轉正數，預測全年為-0.25%，明年可望明顯回升

1. 近月來 CPI 年增率續趨回升，至 11 月為 0.09%，係 2 月以來首度轉正數

- 受肺炎疫情衝擊，國際油價疲軟，國內油料費等能源價格反映調降，加上旅宿業者降價促銷，5 月消費者物價指數(CPI)年增率曾降至-1.21%；嗣因經濟活動重啟，油料費及旅遊娛樂價格跌幅減緩，CPI 年增率趨向回升(圖 20)。
- 9 月因上年同期適逢中秋節，基期較高，加以油料費及蔬菜價格跌幅擴大，CPI 年增率一度略回降；10 月旋即回升，至 11 月轉為微幅正值(圖 20)，主因機票及蔬菜價格大幅上漲。

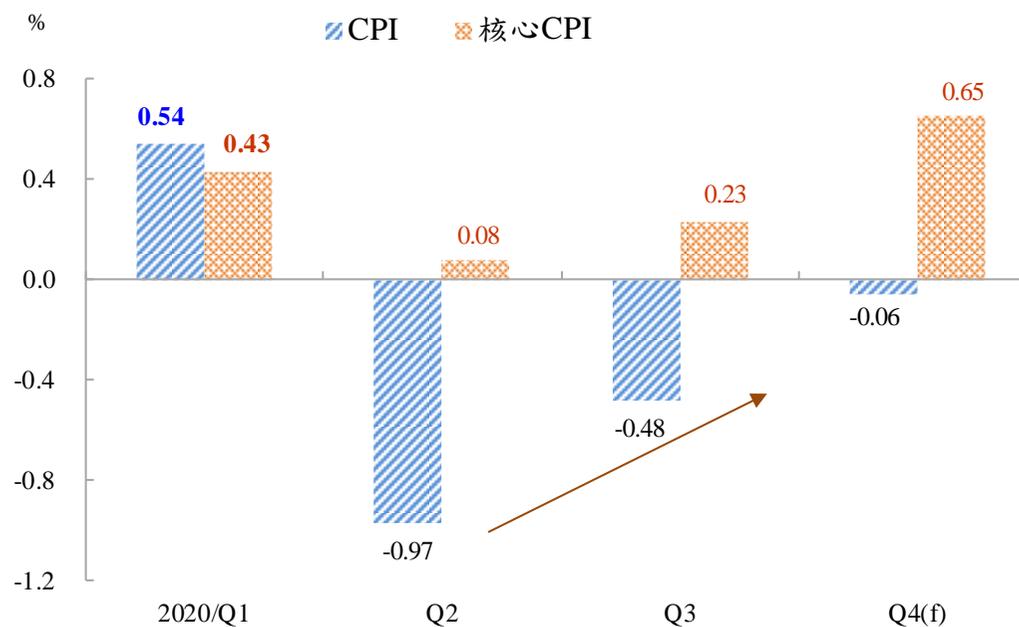
圖 20 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

□ 就各季物價變動走勢分析，第 2 季 **CPI** 年增率降至-0.97%低點後，呈**逐季回升**，10 至 11 月平均 CPI 年增率為-0.09%，本行預測第 4 季升為-0.06%；第 2 季**核心 CPI** 年增率維持**正數**，第 3 季起亦呈**回升趨勢**(圖 21)。

圖 21 本年各季 CPI 及核心 CPI 年增率

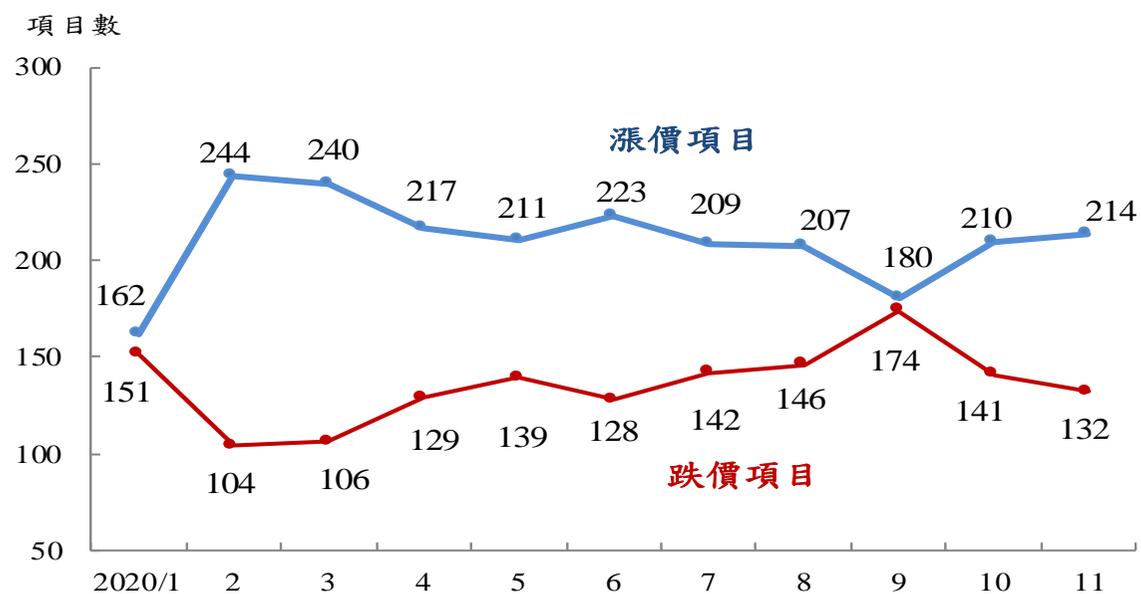


資料來源：主計總處、中央銀行

2. 11月CPI年增率轉為正數，且看漲未來物價者居多

- 3月以來，CPI之368個查價項目群中，漲價商品項目與跌價商品項目呈逐漸接近趨勢，至9月最為接近；之後，轉呈擴大，11月漲價商品項目持續多於跌價商品項目(圖22)，CPI年增率升為0.09%，且核心CPI年增率維持正數並續趨上升。

圖 22 本年1至11月各月CPI查價項目群漲跌數



資料來源：主計總處

□ 近月來，民眾認為未來半年物價下跌者比率持續緩步減少，至 11 月看跌者比率為 2.2%，遠低於看漲者比率之 67.9%(圖 23)。



註：經剔除回答「不知道」之受訪者，重新計算比率。

資料來源：國泰金控「國民經濟信心調查」(2020年1月至11月)

3. 受肺炎疫情衝擊，本年通膨率將為負值，明年則可望明顯回升

- 本行上次理事會議以來，由於歐美等主要國家肺炎**疫情復燃**，**油價**走勢**疲弱**，加以國內無颱風豪雨侵害，**蔬果**等食物類**價格**超乎預期**平穩**，**央行**預測**本年 CPI**年增率由-0.20%**下修**為**-0.25%**，**核心** CPI年增率則由 0.24%**上修**為**0.35%**(表 5)。
- 預期**明年**全球肺炎疫情改善，景氣復甦，國際原油等原物料需求回升，國內進口原油等價格將上漲，消費需求亦可望回溫，帶動相關商品價格上揚，央行預測**CPI**及**核心** CPI年增率分別升為**0.92%**、**0.71%**(表 5)。

表 5 央行對本年及明年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測

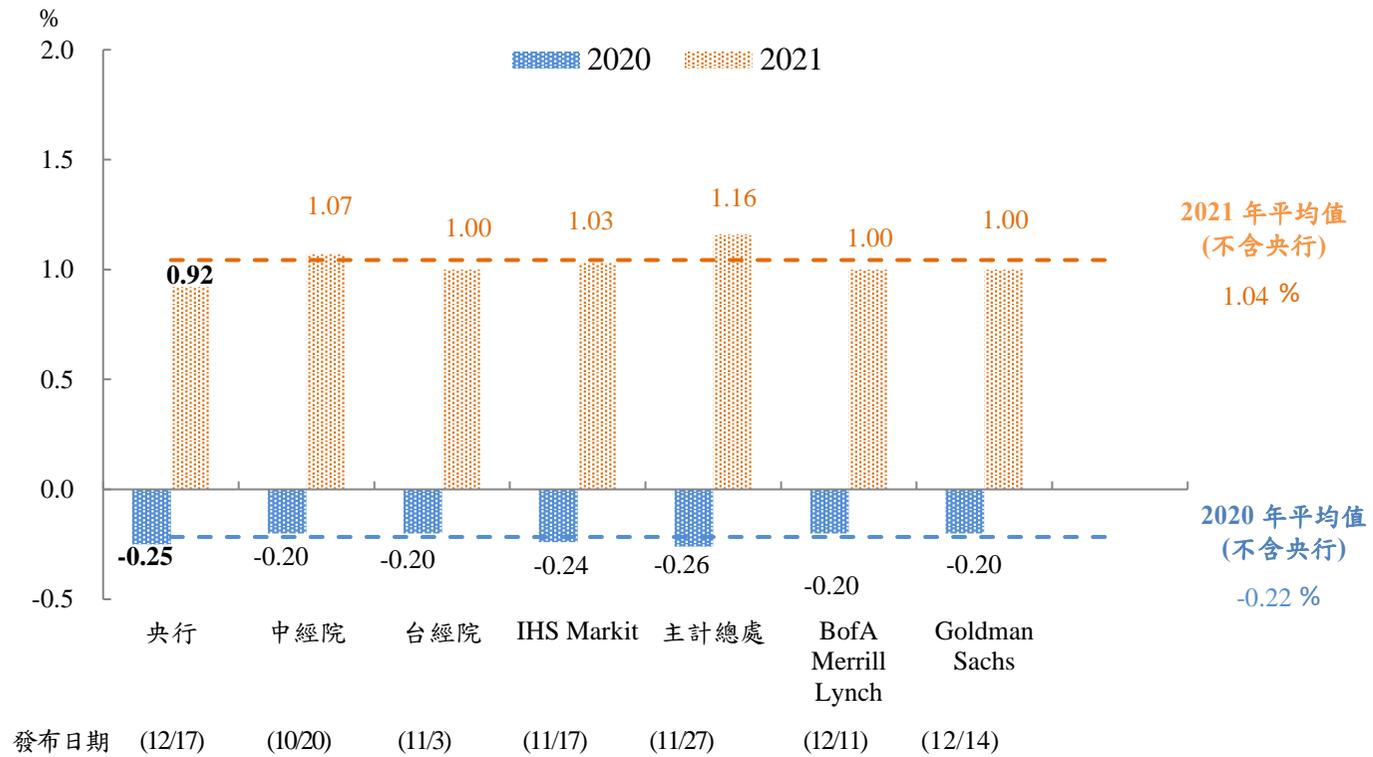
單位：%

	2020 年(f)	2021 年(f)				
	全年	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季	全年
CPI 年增率	-0.25	0.19	1.32	1.24	0.94	0.92
核心 CPI 年增率	0.35	0.66	0.83	0.78	0.55	0.71

註：f 代表中央銀行預測數。

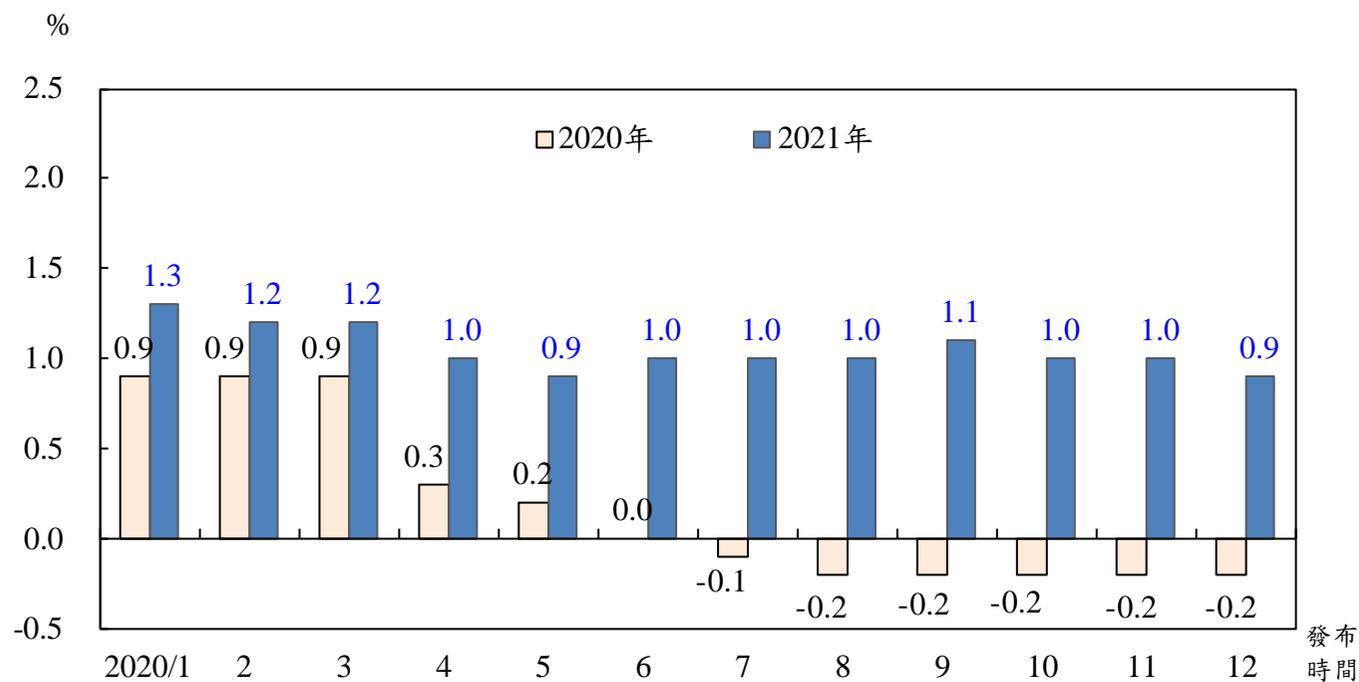
□ 主要機構預測台灣本年 CPI 年增率介於-0.26% ~ -0.20%，明年則介於 1.00% ~ 1.16% (圖 24)。

圖 24 主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率之預測



□ **Consensus Economics** 每月發布之本年台灣 CPI 通膨率預測數平均值自 8 月起連續 5 個月持穩於**-0.2%**，明年則較本年明顯回升，為 **0.9%** (圖 25)。

圖 25 專業預測機構對台灣 2020 年及 2021 年通膨率之預測值*

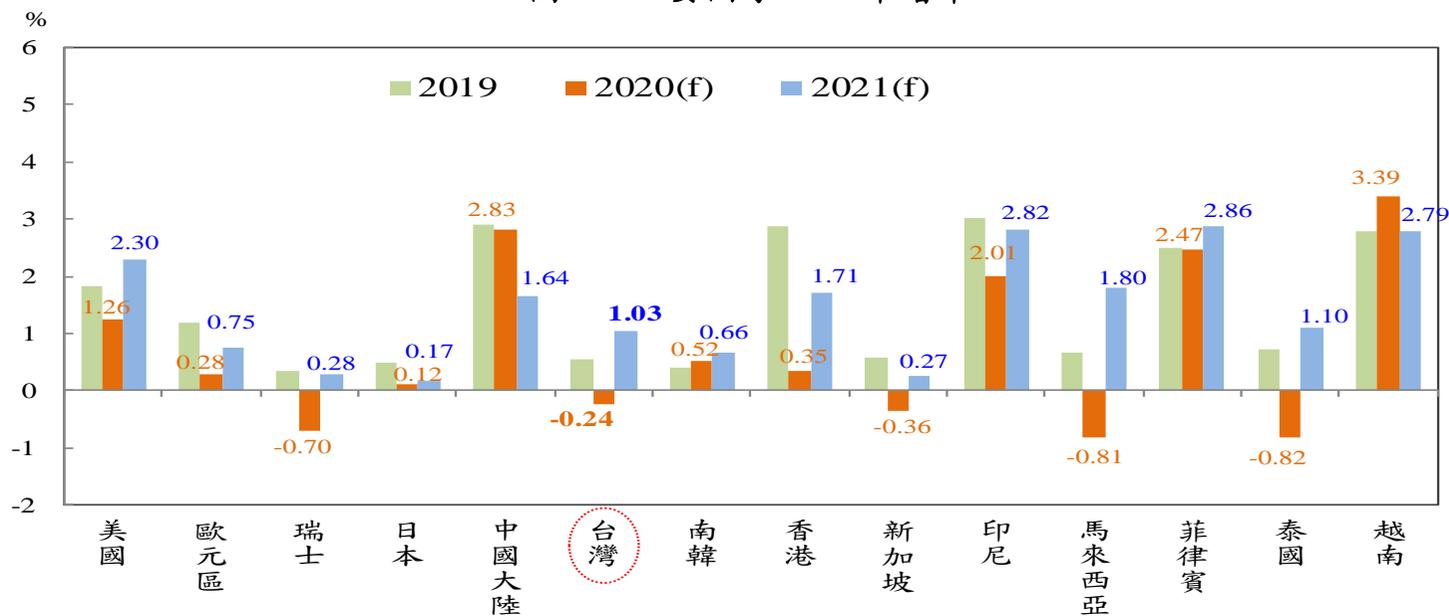


*：係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

4. 本年油價疲弱，IHS Markit 預測主要國家通膨率多低於上年，明年全球景氣可望回溫，油價回升，主要國家多數通膨率將高於本年(圖 26)

圖 26 主要國家 CPI 年增率



註：2019 年係實際值，2020 年及 2021 年係 IHS Markit(2020/11/17)預測值。

資料來源：各國政府統計、IHS Markit (2020/11/17)

三、本行積極引導信用資源配置，健全房市則須多管齊下

近年國際間高房價問題備受各界關注。國內銀行須**防範過多信用資源流入房地產市場**，影響實質生產活動。為維護金融穩定，近日央行已採行不動產貸款針對性審慎措施，未來仍有賴**相關部會及地方政府通力合作**，以健全房市發展。

(一)近年國際普遍面臨高房價問題，因應疫情居家隔離需求更凸顯「房價合理負擔」的重要性

1. 隨各國**人口朝都會集中**及**住宅金融化**¹發展，近十年來先進與新興市場經濟體**房價走高**(圖 1)，且伴隨**家計部門債務餘額**攀升，**不利金融穩定**，並衍生**中產階級**居住支出**排擠消費**²、擴大貧富差距、**民怨升高**、**資源錯置**等現象。
2. **本年**隨 Covid-19 疫情發展，主要國家採行**大規模擴張財政**與**寬鬆貨幣**政策，在全球資金充裕下，**多國房價續攀高**(圖 1)。
3. 鑒於「住」為基本民生需求，加以**居家隔離**或辦公已是防疫**重要防線**，**聯合國**適足居住權**報告**³呼籲各國應積極**協助民眾在合理負擔下解決居住問題**，並慎防**住宅金融化**，推升房價。

圖 1 先進與新興市場經濟體房價指數



資料來源：BIS「選定住宅價格指數」(2020年11月26日)

¹ 住宅金融化(financialization of housing)，係指將住宅視為投資商品，作為金融工具的担保，並為累積財富的手段，見聯合國(2017)，「適足生活水準權所含適當住房權及在這方面不受歧視的權利問題特別報告員的報告」(中文版)，聯合國人權理事會第34屆會議議程項目3，2月。

² 見 OECD (2019)，“Under Pressure: The Squeezed Middle Class,” *OECD Publishing*, Paris, <https://doi.org/10.1787/689afed1-en>。

³ 見 Leilani Farha (2020)，“Protecting Housing from Financialization and Building back a Better Future,” *COVID-19 Guidance Note*, United Nations, Human Rights Special Procedures, April 28。

(二)國際廣泛實施總體審慎政策，多用於處理房價問題

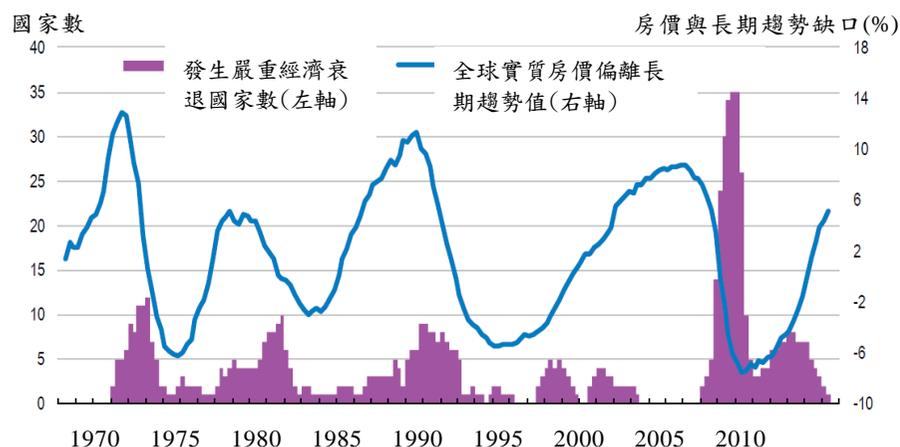
1. 為維護金融穩定，國際間實施穩定房市之總體審慎政策(Macroprudential Policy)漸增，如星、港、韓均具長期實施經驗。

(1)房價暴漲暴跌易危及金融穩定，甚至導致經濟衰退⁴(圖 2)，1997 年亞洲金融風暴、2008 年全球金融危機，足為殷鑑⁵。

(2)全球金融危機後，多國央行將金融穩定納入政策目標，並採行總體審慎政策處理金融不穩定問題(如房價失衡等問題)。

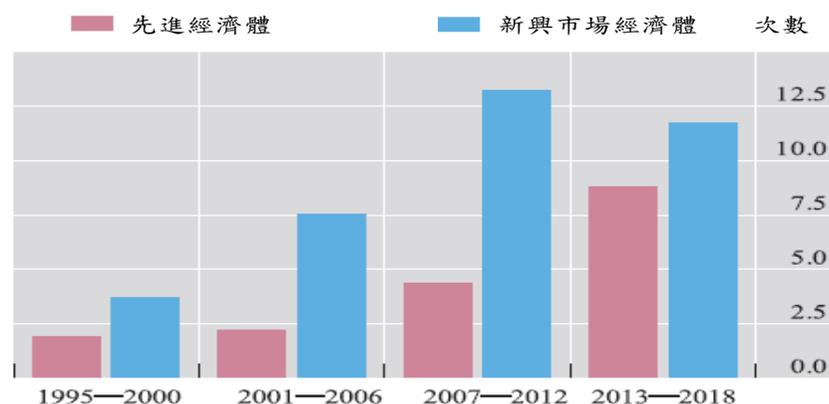
其中，以新興經濟體採行次數較多(圖 3)。新加坡、香港及南韓具長期實施經驗，並均用以平穩房價波動⁶。

圖 2 房價循環大幅波動經常導致經濟衰退



資料來源：Cavalleri et al.(2019)

圖 3 國際間使用總體審慎政策次數增加



註：本圖表示每組經濟體平均每 10 個經濟體每年採行總體審慎政策次數。
資料來源：BIS (2018), “IV. Moving forward with Macroprudential Frameworks,”
BIS Annual Economic Report, June。

⁴ 見 Cavalleri et al. (2019), “Housing Markets and Macroeconomic Risks,” *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1555, OECD Publishing。

⁵ 見本行 2016 年 6 月理監事會後記者會參考資料之「以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效」。

⁶ 見本行理監事會後記者會參考資料，如 2019 年 6 月「利率、租稅與房價的相關議題」及同年 12 月「星、韓、港採行房貸成數上限實施情況之介紹」。

2. 總體審慎政策旨在防範金融系統風險升高，增強金融體系因應衝擊之韌性。

- (1) 根據 FSB、IMF 與 BIS 定義⁷，**總體審慎政策**係以**整體金融體系為考量**，運用政策工具**增提準備**，**增強金融體系因應衝擊能力**，以及**防範**資產價格等**金融泡沫**及金融機構間、金融體系與實體經濟**相互關聯**所引發之**系統風險**⁸。
- (2) 總體審慎政策在**景氣繁榮時**管理**趨嚴**，在**景氣衰退時**則管理**趨鬆**，具**逆循環**特性，以減輕金融循環大幅波動之影響。
- (3) 總體審慎政策工具**多沿用個體審慎政策**工具，惟強調政策目的係以**整體金融體系為考量**，**僅少數為創新工具**(如 Basel III 之**逆循環緩衝資本規定**)⁹，主要工具如表 1：

表 1 總體審慎政策工具組合

總體審慎政策工具分類	主要措施
針對銀行體系廣泛性工具	<ul style="list-style-type: none"> □ 逆循環緩衝資本(Countercyclical Capital Buffer)、保留準備(Capital Conservation Buffer)等資本規定，槓桿比率(Leverage Ratio)限制與呆帳準備(Forward-looking Loan Loss Provisioning Requirement)等
針對家計部門貸款之工具	<ul style="list-style-type: none"> □ 貸款成數(Loan to Value Ratio, LTV)、貸款負擔率(Debt Service to Income, DTI)或貸款所得比(Loan to Income Ratio, LTI)上限等 □ 計提資本適足率時針對不動產相關貸款之風險權數 □ 設定貸款年限、寬限期等限制 □ 租稅工具 (各國採行之租稅工具不一致，主要係用以加重不動產交易或持有稅負)
針對企業部門貸款之工具	<ul style="list-style-type: none"> □ 如限制特定產業貸款占總放款比重
針對銀行流動性與外匯工具	<ul style="list-style-type: none"> □ 如流動比率規定、淨外匯部位限制等
針對非銀行機構措施	<ul style="list-style-type: none"> □ 如對資產管理公司、保險業、基金證券化商品與融券限制
結構性政策工具	<ul style="list-style-type: none"> □ 如對系統性重要金融機構之資本準備等

資料來源：IMF Macprudential Policy Database

⁷ 見 Financial Stability Board, International Monetary Fund, and Bank for International Settlements (2011), “Macroprudential Policy Tools and Frameworks,.” Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors 及 FSB、IMF 及 BIS(2016), “Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience,.” *Policy Paper* August。

⁸ 2008 年全球金融危機顯示，維持物價穩定有助維護金融穩定，但不足以確保金融穩定；個體審慎政策監督個別金融機構財務健全性，亦無法確保金融穩定。

⁹ 見 IMF(2014), “Staff Guidance Note on Macroprudential Policy - Detailed Guidance on Instruments,.” *IMF Policy Paper*, December。

3. 為穩定房市，星港韓長期運用金融、租稅與供給面措施多管齊下。

- (1) 為抑制購屋需求與控管不動產貸款風險，星港韓均依**借款人**、**不動產擔保品**及**貸款特性**設定**差別 LTV 上限**，並針對房價**漲幅較大地區**、個人持有**多筆貸款**、個人或**企業**購買**高價住宅**與**非住宅之不動產**貸款適用較嚴格貸款條件¹⁰。
- (2) 為增強金融體系因應景氣變動之緩衝準備，**香港**亦實施**逆循環緩衝資本**規定，並機動調整計提比率¹¹。
- (3) 為抑制不動產**短期交易**、**個人與企業持有**多筆房地現象，三經濟體均**加重**不動產**交易或持有稅負**¹²(表 2)。
- (4) 因應人口擴增之居住需求，三經濟體均**大幅擴建公營平價住宅或出租住宅**，以協助弱勢族群解決居住問題。

表 2 星港韓實施穩定房市之總體審慎政策工具組合

		新加坡	香港	南韓
金融措施	資本工具- 逆循環緩衝 資本比率(現行比率)	有 (0%)	有 (1.0%)	有 (0%)
	貸款成數(LTV)限制 (目前上限)	有 (15%~75%)	有 (30%~60%)	有 (0%~70%)
	貸款負擔率(DTI)或總債務負擔率(Total Debt Service Ratio, TDSR)限制 (目前上限)	有 (60%)*	有 (30%~50%)	有 (40%~50%)
	購屋貸款 最長還款期限 (現行規定)	有 (組屋 30 年；非組屋 35 年)	有 (30 年)	無
	購屋貸款 寬限期 (現行規定)	禁寬限期	無規定	有 (最長 1 年)
租稅措施	加重不動產 交易稅 (現行規定)	買方印花稅 (從價累進) 額外買方印花稅 (個人持有多屋、外國人與企業購屋稅較高，最高 25%) 賣方印花稅 (依持有期間採差別稅率，最高 12%)	特別印花稅 (依持有期間採差別稅率，最高 20%) 買方印花稅 (非香港永久居民購買住宅，稅率 15%) 從價印花稅 (依交易日期與房屋類別採差別稅率，最高 15%)	不動產資本利得稅 稅率依資產別、持有期間、價格、座落區位而異，持有期間越短、價格越高、稅率越高(最高惟購買未登記不動產之 70%，最低為 6% 適用於買賣低於 1200 萬韓元持有 2 年以上者)
	加重不動產 持有稅	2014 年、2015 年陸續調高物業稅累進稅率	無	2018 年起，綜合不動產持有稅 針對持有高價、多筆房地者， 陸續調高從價累進稅率
供給措施	住宅供給措施 (興建公營出租住宅措施等)	每半年定期檢討 政府釋出土地規模興建住宅	2014 年長期住宅方案計畫 10 年內興建 46 萬戶 住宅	2000 年以來興建逾 100 萬戶 公營出租住宅

* 新加坡自然人申貸時之總債務負擔率(TDSR)上限為 60%。

資料來源：本文整理自 IMF Macprudential Policy database，新加坡、香港及南韓官方網站資訊，本文整理至 2020 年 12 月 11 日止。

¹⁰ 詳見 2019 年 12 月本行理監事會後記者會參考資料「星、韓、港採行房貸成數上限實施情況之介紹」。

¹¹ 2016 年起分階段實施，2018 年起計提比率為 2.5%；2019 年下半年來，隨香港經濟走緩二度調降，自 2020 年 3 月 16 日起降為 1.0%。

¹² 見 2019 年 6 月本行理監事會後記者會參考資料「利率、租稅與房價的相關議題」，有關星、韓、港租稅措施之介紹。

- (5) **星港韓實證**顯示，**貸款成數限制**有效控管銀行**房貸擴張**，惟**平穩房價效果**以**租稅工具較佳**，並視供給面因素而異。
- 星港韓均積極運用**貸款限制與租稅措施**，**抑制房市需求**，相關實證研究結果顯示，貸款限制措施可有效抑制房貸成長，**抑制房市價量效果**則以**租稅工具較佳**。
- 住宅供給**情況不一，亦**影響平抑房價效果**，例如**香港、首爾**因住宅短缺，致高房價問題難解(表3、附錄)。
- IMF肯定三經濟體實施總體審慎政策之**金融監理措施與租稅工具**，有助降低金融循環波動，維護金融穩定(表3)。

表3 新加坡、香港、南韓穩定房市政策工具成效

新加坡	香港	南韓
<ul style="list-style-type: none"> ● MAS實證¹³: LTV及總債務負擔率(TDSR)上限等貸款限制措施可有效抑制房貸成長；租稅工具對抑制房市價量有顯著效果；且同時採行不動產租稅措施與貸款限制措施時，對抑制房市價量及房貸之效果最佳。 ● IMF對新加坡評估報告¹⁴: 新加坡開徵賣方印花稅、額外買方印花稅，有效抑制短期交易、外國人與公司戶購屋需求，有助平穩房價。 	<ul style="list-style-type: none"> ● HKMA實證¹⁵: LTV及DTI上限等貸款限制措施可有效抑制房貸成長，惟對平穩房價並無顯著效果；買賣不動產之印花稅工具對抑制房市成交價量之效果較顯著。 ● IMF對香港評估報告¹⁶: 肯定香港金融監理、租稅與供給三管齊下策略，有助抑制系統風險，惟因住宅供不應求，致房價居高。 	<ul style="list-style-type: none"> ● IMF對南韓評估報告¹⁷: 實施總體審慎政策之金融監理措施與租稅工具均有助減緩房價波動與信用成長，惟平穩房價以租稅工具效果最顯著。 ● 經濟學人¹⁸: 南韓因人口與經濟活動集中於大首爾地區，惟因住宅短缺，難消弭房價上漲預期。

¹³ 見 MAS(2015), “Box R Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market,” *Financial Stability Review*, November。

¹⁴ 見 IMF(2019a), “Singapore Financial Stability Assessment,” *IMF Country Report*, No. 19/224, July, 以及“Singapore Financial Sector Assessment Program—Technical Note—Macroprudential Policy,” *IMF Country Report*, No. 19/227, July。

¹⁵ 見香港金融管理局(2014), 「專題5 逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響」, 《貨幣與金融穩定情況半年度報告》, 9月。

¹⁶ 見 IMF(2019b), “People’s Republic of China—Hong Kong Special Administrative Region 2019 Article IV Consultation—Press Release and Staff Report,” *IMF Country Report*, No. 19/394, December。

¹⁷ 見 IMF(2019c), “Republic of Korea—Selected Issues,” *IMF Country Report*, No. 19/133, May 及 IMF(2020), “Republic of Korea Financial Sector Assessment Program Technical Note—Macroprudential Policy Framework and Tools,” *IMF Country Report*, No. 20/277, September。

¹⁸ 見 Bank of Korea Financial Stability Report (June 2020), 以及 Economist (2020), “Things to watch in South Korea in 2021” October 15。

(三)全球金融危機後，國內相關部會採行健全房市措施加強控管，2016 年後陸續鬆綁措施

1. 受資金流入影響，2008 年起台灣房價明顯高漲。

—2008 年全球金融危機後，由於政府於 2009 年大幅調降遺贈稅、海外投資收益欠佳，國人大量匯回資金；加以國內長期超額儲蓄，因房價預期與投資置產需求，不動產持有稅負亦低，大量資金流入房市，推升房價。

2. 2010 年起，政府相關部會積極採取措施因應高房價問題；2016 年後，隨房市降溫，陸續鬆綁相關措施。

(1)政府於 2010 年 4 月推出「健全房屋市場方案」，本行為加強控管不動產貸款風險，同年 6 月訂定不動產貸款規範，針對特定對象設定差別貸款成數(LTV)上限，並陸續加強控管力道(表 4)；相關部會亦積極推動健全房市措施(表 5)。

(2)隨房市景氣修正，2016 年實施房地合一課稅，本行陸續放寬不動產貸款規範(表 4)；相關部會亦鬆綁相關措施¹⁹。

表 4 2010 年至 2016 年本行不動產貸款規範

年/月	主要措施	最高 LTV*
2010/6	● 特定地區第 2 戶以上房貸	7 成
2010/12	● 擴大特定地區範圍，且調降 LTV 上限 ● 新增土地抵押貸款	6 成 6.5 成
2012/6	● 新增高價住宅貸款	6 成
2014/6	● 擴大特定地區範圍 ● 新增第 3 戶以上房貸 ● 調整高價住宅認定標準 ● 新增公司法人購屋貸款	5 成 5 成 5 成
2015/8	● 刪除 6 個特定地區； ● 調升各項不動產貸款之最高 LTV	6 成
2016/3	● 維持高價住宅貸款規定 解除其他各項貸款成數限制	6 成

表 5 2010 年至 2016 年間相關部會健全房市措施

		主要措施
需求面	金融工具	○ 央行訂定不動產貸款規範，明定購屋貸款與土地抵押貸款之最高貸款成數(LTV)上限
		○ 金管會調高銀行新承做非自用住宅貸款之風險權數為 100%；銀行與保險業辦理不動產貸款，於 2016 年底前提足 1.5%呆帳準備
需求面	租稅工具	○ 自 2011 年 6 月至 2015 年底，不動產短期交易課徵特種貨物及勞務稅
		○ 2011 年 6 月起，台北市開徵豪宅稅
		○ 2014 年 6 月，調高非自用住宅房屋稅率，各縣市陸續調高房屋構造標準單價與公告地價
		○ 2016 年起實施房地合一課稅新制
供給面		○ 推動捷運延伸建設
		○ 配合活化國有閒置土地與都市更新，提供社會住宅用地
		○ 擴增租金補貼戶數，並提供多項租屋協助措施
制度面		○ 建立不動產交易實價登錄制度
		○ 修訂住宅法、都市更新相關法令、制定住宅租賃專法

¹⁹ 例如，台北市政府豪宅稅針對高級住宅改採固定比率加價課徵房屋稅、部分縣市調降房屋稅率或稅基，金管會調降銀行非自用住宅貸款風險權數等。

3. 本行評估上波實施總體審慎政策成效，以租稅工具平抑房市價量效果較顯著，若同時採行房貸措施效果最大。

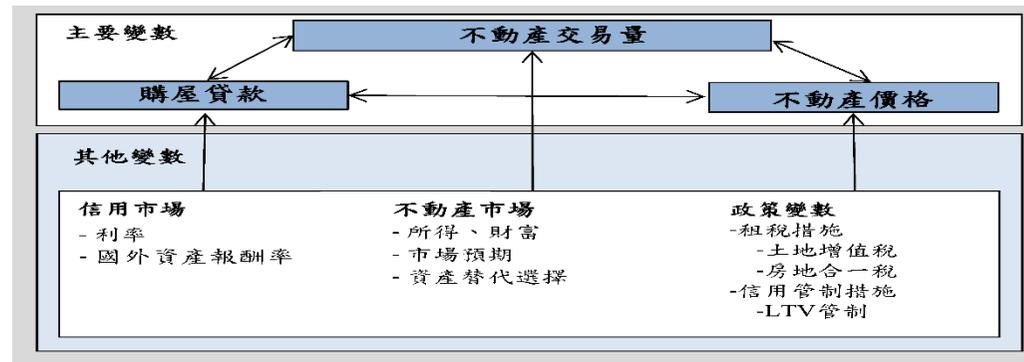
(1)本行參考 MAS 評估方式，依不動產與房貸市場間之傳遞機制(圖 4)，建構模型評估我國 2010 年以來不動產貸款規範與租稅措施對不動產市場與房貸市場的影響。

—運用 2008 年至 2018 年信義房價與住宅價格指數全國與七大都會區(六直轄市與新竹縣市)之追蹤資料，以反事實分析法²⁰(counterfactual analysis)檢驗租稅措施(土地增值稅與房地合一稅)及央行不動產貸款規範之成效²¹。

—量化信用管制措施：將 2010 年以來央行不動產貸款措施編製加權指數，再據以衡量央行措施之實質效果²²。

—量化租稅措施：估算我國各都會區土地增值稅與房地合一稅有效稅率，再據以評估各地區有效稅率差異之影響。

圖 4 不動產與貸款市場間之傳遞機制與影響因素



資料來源：改編自 MAS

²⁰ 見 Wong et al. (2015), "Using Macroprudential Tools to Address Systemic Risks in the Property Sector in Singapore." *SEACEN Financial Stability Journal*, 4, pp.27-41 及 MAS (2015), "Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market", *Financial Stability Review*, BOX R, pp.91-95. 附註 113 說明。

²¹ 本文之反事實分析係以 2010Q1 至 2018Q4 租稅與選擇性信用管制措施同時實施為樣本期間，分析以下三種政策組合：(1)同時執行租稅與信用措施(樣本資料)；(2)僅執行租稅措施；(3)僅執行信用措施。根據上述三種情境(scenarios)模擬結果，分別與完全不採行租稅與信用措施的結果進行比較，衡量各項政策組合對房價成長、交易量與購屋貸款成長率於該期間的累計效果。各項估計效果的敏感區間則係以房地合一稅(租稅措施)與 LTV(信用措施)估計係數正負一個標準差之係數組合，並比較上述三種情境與「未採行措施」結果之差異，作為判定租稅與信用管制措施有效性的基準。

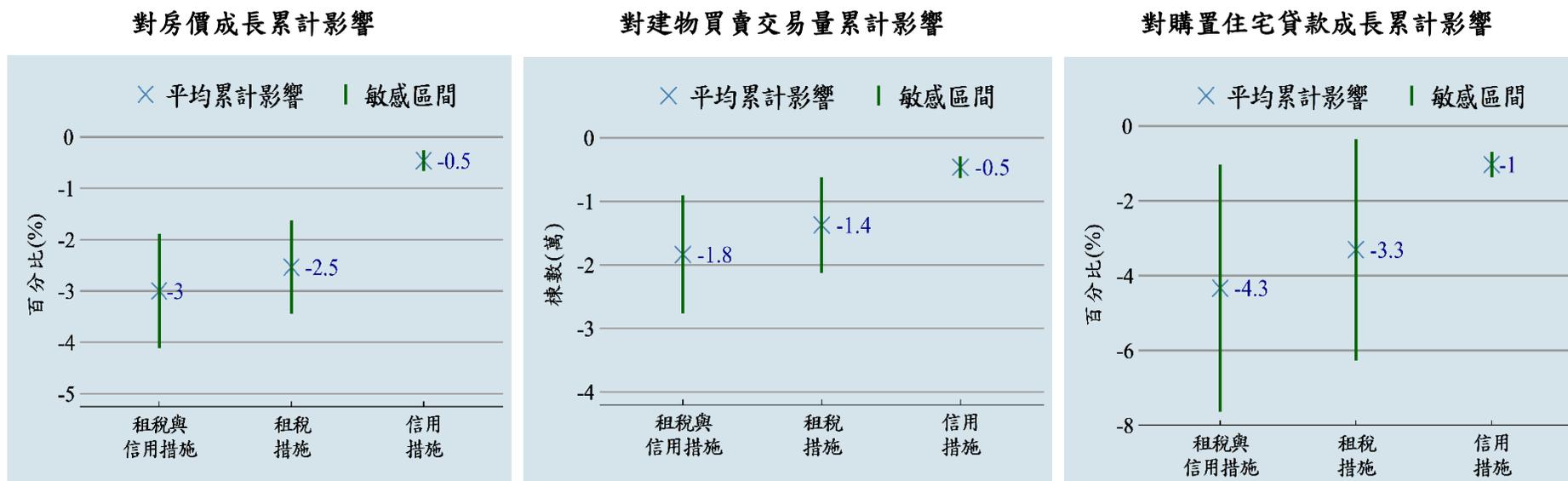
²² 量化信用管制措施加權方式係參考自 Igan and Kang(2011), "Do Loan-To-Value and Debt-To-Income Limits Work? Evidence from Korea." *IMF Working Papers*, WP/11/297。根據內政部戶口、不動產實價登錄資料，以及財政資訊中心「臺閩地區房屋稅籍所有人歸戶統計表」之各都會區占比加權。

(2) 台灣實證結果²³顯示，貸款成數限制與租稅措施均有助降低銀行房貸成長，抑制價量效果則以租稅工具較佳，且同時採行貸款限制措施與租稅措施時之效果最大(圖 5)。

— 對房市價量之影響：2016 年實施租稅措施(房地合一稅)後顯著降低不動產價格成長與交易量，至 2018 年 Q4 累計降低房價成長 2.5%，建物買賣減少 1.4 萬棟，降幅高於 LTV 管制措施效果；且同時採行租稅與信用措施時之影響最大，分別降低房價成長 3% 與減少建物買賣 1.8 棟。

— 對購置住宅貸款市場之影響：租稅措施對購屋貸款成長的累計效果雖高於信用措施，惟估計係數的不顯著使模擬結果敏感度較大，無法推論何項政策對購屋貸款成長率的成效較佳。

圖 5 台灣實施信用管制與租稅措施成效



資料來源：俞欣榮(2020)

²³ 見俞欣榮(2020)，「租稅措施與房貸成數管制對房市效果評估：台灣的個案研究」，央行內部研究。

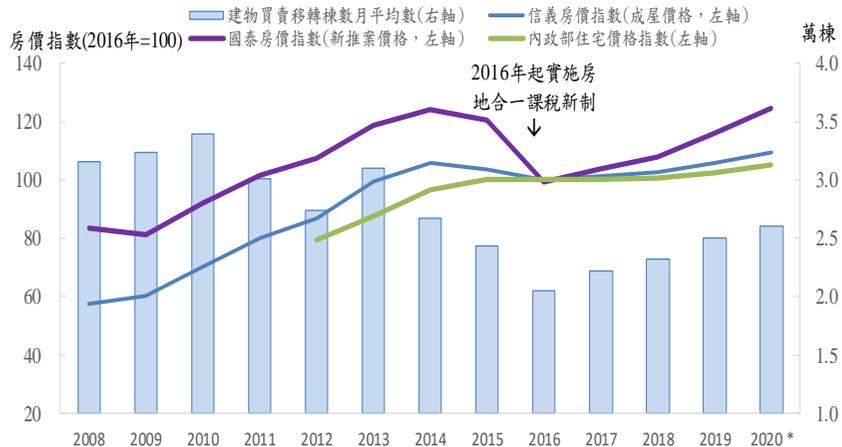
(四)當前台灣房市交易升溫，房價走高，主要都會區購屋負擔加重

1. 當前房市交易量擴增，房價走高，以新推案價格漲幅較大。

(1)本年以來，隨台商回台投資增加，加以市場資金充裕，投資置產需求漸增，房市**交易量擴增**，接近2014年水準，**房價走高**(圖6)，惟2019年第1季迄今**變動率仍低於上波房價擴張初期**(2010年第2季與2009年第1季比，圖7)。

(2)**上波房價擴張初期**，以**雙北市漲幅較大**，並逐步帶動其他都會區房價上揚；**近年房價漲勢**(本年第3季與2019年第1季比)以**新推案漲幅較大**，六都中則以**台南市、新北市漲幅最大**，並帶動成屋價格上揚。

圖6 全國建物買賣移轉棟數月平均數與房價指數



註：房價指數均轉換基期為2016年。年資料為4季平均值；2020年房價指數為前3季平均，內政部住宅價格指數為前2季平均；建物買賣為1至10月平均。
資料來源：內政部不動產資訊平台、國泰房地產季報、信義不動產評論

圖7 全國房價指數變動幅度



註：成屋價格係內政部住宅價格指數與信義房價指數，新推案價格係國泰房價指數。
*因內政部價格指數資料至2020年第2季，係2020Q2與2019Q1比較變動率。
資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、國泰房地產指數季報

2. 房價上漲部分反映實質自住需求，惟隨投資、置產族增加，預售屋紅單交易與囤屋現象漸增。

(1)本波房價攀升之政經背景與成因均異於上波房價擴張期(表 6)，部分係反映區域供需變化，例如台商回台與國際科技大廠投資、交通路網等建設陸續開發及人口遷移等因素，帶動購屋需求，加以土地與營建成本上揚。

(2)本年下半年來，隨國內疫情趨穩，投資客、置產族增加，預售屋紅單交易、囤屋養地現象漸增。

表 6 當前與上波房價擴張期之政經背景、推升房價成因與餘屋狀況比較

		當前(2019 年以來迄今)	上波房價擴張期(2009 年至 2014 年間)
政經背景		□ 美中貿易衝突，肺炎疫情未歇，香港反送中運動與國安法	□ 全球金融危機後，國際金融市場動盪
推升房價成因	政策面	□ 政府推動台商回台投資政策，國際科技大廠加碼投資，帶動就業與生產活動	□ 政府大幅調降遺贈稅
	資金面	□ 因應肺炎疫情，主要經濟體採行大規模擴張性財政與寬鬆貨幣政策，加以美中貿易摩擦，國人匯回資金，國內資金充裕 □ 公營銀行推出低利優惠房貸，部分案件有貸款利率偏低、成數偏高、寬限期與貸款年期過長等現象	□ 因應全球金融危機，主要經濟體採行量化寬鬆貨幣政策 □ 因海外投資收益欠佳，國人匯回大量資金
	租稅面	□ 不動產持有稅負偏低，難抑制囤房與養地	□ 不動產交易與持有稅負均偏低
	需求面	□ 隨廠商進駐北台灣工業園區、中科與南科增加，帶動就業與周邊購屋需求 □ 台北市以外，五都及新竹縣市新增家戶數擴增，帶動該地購屋需求 □ 推案資訊不透明，建商易哄抬；預售屋紅單交易增加	□ 不動產交易資訊不透明 □ 預售屋紅單交易盛行 □ 豪宅價格大漲帶動成屋價格走高
供給面		□ 政府推動都市更新政策，危老與都更重建住宅價格居高 □ 主要都會陸續開發周邊土地(如市地重劃區)，建商大量推案，新推案價格高 □ 建商與壽險業積極購地，推升土地成本 □ 建築物開工與公共工程大增，營建成本上揚，推升新建案價格	
餘屋情形		新建餘屋多(2019 年第 2 季底 7.8 萬宅)	新建餘屋少(2013 年底僅 2.8 萬宅)

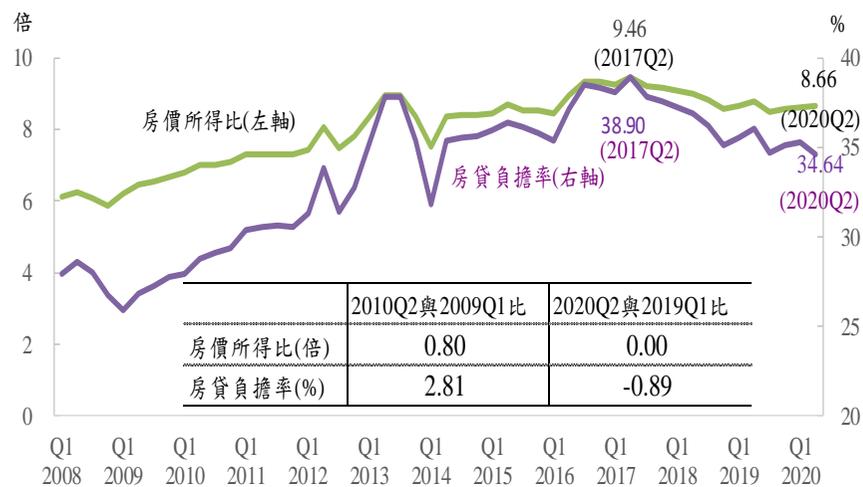
3. 全國房價所得比略升，雙北市仍偏高，中南部民眾購屋負擔升高，影響金融穩定。

(1) 本年第 2 季全國房價所得比²⁴為 8.66 倍，與 2019 年第 1 季相當；房貸負擔率則略減輕(圖 8)。

(2) 隨房價走高，第 2 季六都房價所得比均高於長期平均水準，雙北市購屋負擔仍偏重，中南部購屋負擔則加重(圖 9)。

(3) 房價若因自住購屋需求，並隨所得或經濟成長而緩升，有助房市穩健發展；惟若房價不合理上漲，致漲幅遠高於所得成長，將影響民眾購屋負擔能力，潛藏不利經濟金融穩定風險。

圖 8 全國房價所得比與房貸負擔率

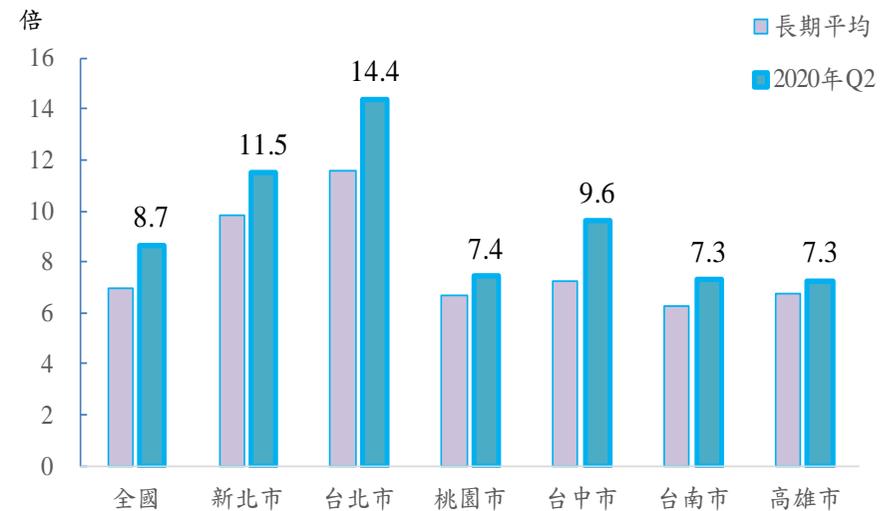


註：1. 房價所得比係中位數房價除以中位數家庭年可支配所得。

2. 房貸負擔率係中位數房價貸款月還款額除以中位數家庭月可支配所得。

資料來源：內政部營建署「房價負擔能力資訊統計」

圖 9 全國與六都房價所得比



註：長期平均為2002年第1季至2020年第2季平均值。

資料來源：內政部營建署「房價負擔能力資訊統計」

²⁴ 依內政部房價負擔能力指標之定義，房價所得比係指中位數房屋總價相對於中位數家庭可支配年所得之倍數。

(五)政府宜運用多元政策工具，健全房市發展，並維護金融穩定

1. 影響房價因素眾多，政府應對症下藥，依成因運用不同政策工具。

(1)影響房價因素包括住宅供需及相關制度，**取得不動產貸款難易度**、民眾對**房地產價格的預期心理**，以及**土地與住宅政策、租稅措施**、金融監理制度(銀行計算自有資本與風險性資產比率之**風險權數**、**呆帳準備**等)，均會影響住宅供需及金融穩定。

(2)各國穩定房市措施均涉及政府不同部門職權，**星港韓經驗顯示**，政府須依成因運用多元政策工具，且**同時採行之效果最佳**；**台灣** 2010 年推動「**健全房屋市場方案**」之經驗及本行實證結果亦然。

2. 本年房價不合理上漲，政府積極採取措施因應，並廣續進行不動產制度興革。

—本年受肺炎疫情衝擊，**國內仍處於紓困、振興經濟階段**，針對房價高漲，囤屋養地現象，本年 12 月 3 日政府推出跨部會之「**健全房地產市場方案**」(表 7)，**明訂短中長期因應對策**，以期**抑制炒作**，**防止過多資金流入房地產**，**落實居住正義**，並廣續進行制度興革，俾利房市健全發展。

表 7 2020 年行政院「健全房地產市場方案」

期程	政策目的	主要措施
短期立即實施或啟動措施	防炒作房市	建立不動產市場診斷指標 強化預售屋稽查 加速實價登錄修法 加強查核不動產交易所得
	防逃漏稅	防杜個人藉由公司規避不動產稅負 修正住家房屋現值免徵標準
	防止房市資金氾濫	信用資源有效配置及合理運用 控管銀行授信風險、強化金融管理
	落實居住正義	精進住宅補貼與協助
持續辦理或中長期研議		查核房屋實際使用情形 加強管控預售屋銷售行為 持續檢討房屋稅稅率 建立私法人購買住宅核准制度

3. 本行一向密切關注不動產市場與不動產貸款情勢，積極運用貸款成數規定引導銀行信用資源配置與合理運用。

(1)2019年以來，隨房市逐漸升溫，購置住宅貸款增幅擴大，建築貸款續呈雙位數成長(圖 10)，不動產貸款集中度升至近歷史高點(圖 11)，部分授信風險升高。

—自然人多筆購屋貸款及公司法人購屋貸款續增，部分案件出現貸款利率偏低、成數偏高、寬限期與貸款年期過長等現象。

—隨土地交易熱絡，購地貸款顯著成長，部分借款人利用銀行資金進行養地，餘屋貸款亦有授信條件過於寬鬆等現象。

圖 10 全體銀行購置住宅貸款與建築貸款年增率



資料來源：中央銀行「金融統計月報」

圖 11 全體銀行不動產貸款占總放款比重



註：1. 不動產放款包括購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款。
 2. 放款資料涵蓋本國銀行及外國及大陸在台分行。
 3. R1-R4加強不動產貸款措施；D1-D2鬆綁措施。

資料來源：中央銀行「金融統計月報」

(2)為**促進金融穩定**及健全銀行業務，**防範銀行信用資源過度流向不動產**，本行積極採行因應措施：

- 本年因肺炎疫情衝擊，生產事業特別是中小與微型企業對融資需求甚殷；為引導資金配置於生產事業實質投資，本行於11月積極**道德勸說銀行善盡「社會責任」**，**勿將信用資源過度流向不動產**，並派員實地查核；另**通函要求金融機構持續強化不動產貸款風險控管**。
- 鑒於各金融機構授信規範寬嚴不一，為有一致性規範可供遵循，12月7日本行**常務理事會議決議**，調整本行不動產貸款針對性審慎措施，加強控管**自然人第3戶(含)以上購置住宅貸款、公司法人購置住宅貸款、購地貸款及餘屋貸款**，**明訂相關貸款成數上限**(表8)。
- 另為督促金融機構落實遵循上述措施，本行將**加強相關金融業務檢查**。

表 8 2020 年本行調整不動產貸款針對性審慎措施

	修正前	修正後
1.公司法人購置住宅貸款	無	第1戶：最高6成 第2戶(含)以上最高5成 均無寬限期
2.自然人第3戶(含)以上購置住宅貸款	無	最高6成 ，無寬限期
3.自然人購置 高價住宅貸款*	最高6成 ，無寬限期	維持不變
4.購地貸款	無	最高6.5成 ，保留 1成 俟動工興建始撥款
5.餘屋貸款**	無	最高5成

* 高價住宅認定標準：台北市高於7千萬元、新北市高於6千萬元、其他地區高於4千萬元。

** 餘屋貸款係指建築業者以新建餘屋住宅(含基地，屋齡5年內)為擔保所辦理之抵押貸款。

4. 近期本行不動產貸款措施有助房市穩健發展，惟健全房市端賴政府其他措施配合。

(1) 本次本行措施係落實行政院「健全房地產市場方案」有關貸款差別授信之要求，不影響首購及換屋等絕大多數實質需求之貸款案件，並避免建商利用銀行資金進行養地、囤房，有助房市穩健發展與信用資源配置。

(2) 然而，本行措施僅能透過銀行信用管道影響房市供需行為，無法規範利用自有資金之投資大戶及預售屋交易炒作行為，且平穩房價仍須其他政策配合，賡續合理化不動產稅負²⁵、提升市場資訊透明度與健全住宅租賃市場。

(六)結語：實施總體審慎政策有助維護金融穩定，惟健全房市仍有賴從供需面多管齊下

1. 國際實施總體審慎政策，運用多元政策工具穩定房市，有助降低系統風險，維護金融穩定

(1) 國際間實施總體審慎政策漸增，以防範系統風險，並增強金融體系因應衝擊之韌性，提供金融體系因應肺炎疫情緩衝，有助維護金融穩定。

(2) 為平穩房市，星港韓積極運用多元政策工具，除對特定對象貸款(如房價漲幅較大地區、個人持有多筆購屋貸款、個人或企業申貸購買高價住宅或非住宅)，採行差異化管理，適用較嚴格貸款條件；並加重短期交易或持有多屋族之不動產稅負。

(3) 星港韓實施總體審慎政策實證結果顯示，貸款限制措施有助減緩房貸信用成長，並抑制購屋需求，平穩房價效果則以租稅工具較佳，惟亦受住宅供給面因素影響，如香港與首爾均因住宅嚴重供不應求，致高房價問題不易解決。

2. 本行實證結果顯示，我政府積極推動健全房市措施，以採行租稅措施(房地合一稅)效果較顯著

(1) 本行自 2010 年 6 月起採行一系列不動產貸款規範措施；相關部會亦相繼採行健全房市措施。隨房市景氣修正，2016 年實施房地合一課稅後，本行移除不動產貸款規範(僅餘高價住宅貸款規定)，相關部會亦鬆綁健全房市措施。

(2) 根據本行實證結果顯示，房貸限制措施與租稅措施均有助減緩房貸信用成長，惟效果仍以租稅工具較佳，且同時採行房貸規範與租稅措施之效果最大。

²⁵ 見 2019 年 6 月本行理監事會後記者會參考資料「利率、租稅與房價的相關議題」。

3. 近期相關部會通力合作多管齊下，應有助房市長期穩健發展

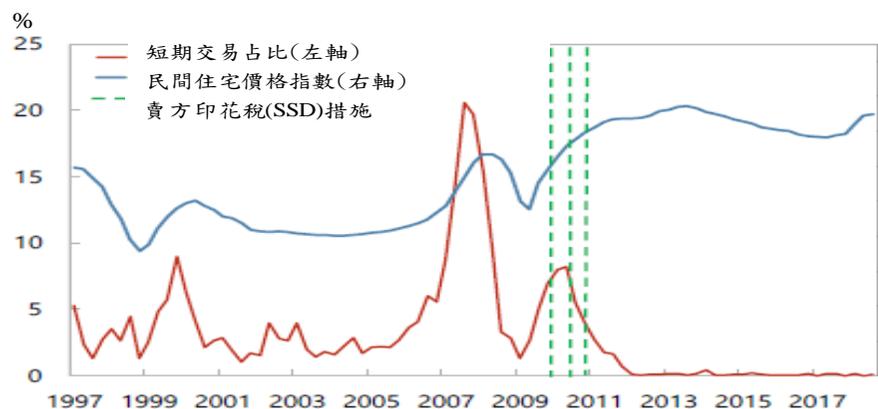
- (1) 本年以來，國內房價走高，部分反映實質投資需求，惟亦出現投資、置產族增加，以及囤屋養地、預售屋價格不合理上漲等現象。
- (2) 行政院刻正戮力推動「健全房地產市場方案」，本行亦於12月7日調整不動產貸款針對性審慎措施，防範資金過度流向房地產；相關部會通力合作採行措施，並廣續完善不動產制度，有助房市穩健發展。
- (3) 未來本行將密切關注不動產市場動向及銀行執行本行規範成效，適時檢討採行妥適措施，努力達成政策目標，以健全房地產市場發展。

附錄 星港韓實施總體審慎政策工具之平穩房價效果，以租稅工具較佳，惟仍受其他供需因素影響

(一)新加坡穩定房市措施以租稅措施抑制購屋需求及平穩房價效果最佳

1. **MAS 實證**結果²⁶顯示，LTV 及 TDSR 上限等貸款限制措施可有效抑制房貸成長，惟對房價並無顯著效果；**租稅工具**則對抑制房市成交量與**平穩房價有顯著效果**；**同時採行不動產租稅措施與貸款限制措施時**，對抑制房市**價量及房貸之效果最佳**。
2. **IMF 對新加坡評估報告**²⁷亦指出，新加坡開徵**賣方印花稅(Seller's Stamp Duty, SSD)**、**額外買方印花稅(Additional Buyer's Stamp Duty, ABSD)**²⁸，有效抑制**短期交易**、**外國人與公司戶**購屋需求，有助平穩房價(附圖 1、附圖 2)。

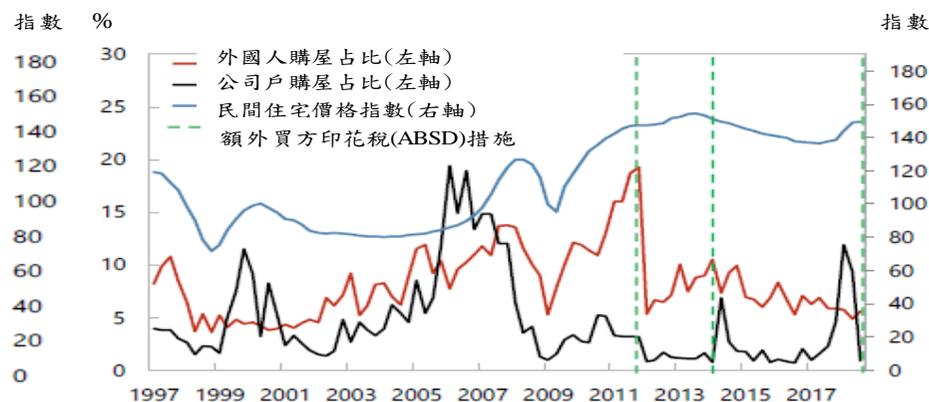
附圖 1 新加坡房價指數與不動產短期交易



註：短期交易係指 1 年內轉售者。

資料來源：MAS、新加坡都市重建局(URA)、IMF(2019a)

附圖 2 新加坡房價指數、外國人與公司戶購屋需求



註：公司戶交易包含直接向建商購買者。

資料來源：MAS、新加坡都市重建局(URA)、IMF(2019a)

²⁶ 見 MAS(2015), “Box R Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market,” *Financial Stability Review*, November.

²⁷ 見 IMF(2019a), “Singapore Financial Stability Assessment,” *IMF Country Report*, No. 19/224, July, 以及“Singapore Financial Sector Assessment Program—Technical Note—Macroprudential Policy,” *IMF Country Report*, No. 19/227, July；.2011 年新加坡不動產交易中來自外國人購屋需求占比，曾高達 20%。

²⁸ 有關 SSD 及 ABSD 措施，請參見 2019 年 6 月本行理監事會後記者會參考資料「利率、租稅與房價的相關議題」。

(二)香港住宅嚴重供不應求，單靠總體審慎政策無法解決高房價問題；本年則因疫情衝擊放寬對非住宅管理措施

1. **HKMA 實證**²⁹結果顯示，LTV 及 DTI 上限等貸款限制措施可有效抑制房貸成長，惟對平穩房價並無顯著效果；買賣不動產之印花稅**工具對抑制房市成交價量之效果較顯著**。
2. 香港政府採行不動產相關貸款限制與租稅措施，有助抑制購屋需求，惟因 1997 年香港回歸後，自中國大陸移入人口擴增³⁰，加以民間大型建商囤積大量土地未開發³¹，住宅新增供給不足³²，致**住宅供不應求問題嚴重**。
3. **IMF 評估報告**³³**肯定香港**政府運用總體審慎政策之金融監理、租稅工具與擴增住宅供給，**三管齊下策略**。
—IMF 認為香港採行**貸款限制措施與租稅工具**，有助抑制購屋需求，**降低性統性風險，並增強金融體系**因應景氣變動之**緩衝準備**，有助維護金融穩定，應持續施行。惟因**住宅供不應求問題仍嚴重**，建議**更積極採行住宅供給面措施**。
4. 本年以來，受經濟下行及肺炎**疫情**等因素影響，非住宅建築交易量與價格明顯下降，**香港政府陸續放寬部分總體審慎措施**：
—3 月**調降銀行逆循環緩衝資本**，計提比率由 2%降為 1%。
—8 月**放寬對非住宅抵押貸款之成數規定**(調高 LTV 上限 10%)，惟 **DTI 上限、貸款年限等規定維持不變**。
—11 月取消**非住宅建築買賣之雙倍從價印花稅措施**，恢復適用較低累進稅率(1.5%~4.25%)。

²⁹ 香港金融管理局 (2014), 「專題 5 逆週期審慎及需求管理措施對香港住宅物業市場的影響」,《貨幣與金融穩定情況半年度報告》, 9 月。

³⁰ 根據香港政府統計處資料, 2018 年至 2019 年, 每年均逾 4 萬人持中國大陸單程證移入香港, 占新增人口比率均逾 6 成。

³¹ 見 BofA Merrill Lynch (2019), “As advertised, government to resume farmland for public housing?” *HK Property Report*, September 12。

³² 因應香港 2030+發展策略, 2014 年香港推出長期住宅方案, 預計 10 年內興建 46 萬戶住宅(平均每年 4.6 萬戶), 惟 2015 年至 2017 年平均每年僅增 3 萬戶, 較原訂目標少 40%。

³³ 見 IMF 2019 年發布之“People’s Republic of China–Hong Kong Special Administrative Region–2018 Article IV Consultation–Press Release and Staff Report,” *IMF Country Report*, No. 19/20, January 及“People’s Republic of China–Hong Kong Special Administrative Region 2019 Article IV Consultation–Press Release and Staff Report,” *IMF Country Report*, No. 19/394, December。

(三)南韓總體審慎措施有效抑制信用成長，平穩房價則以租稅工具效果較佳，惟曾發生基層金融機構擠兌事件之負作用

1. 因曾經歷亞洲金融危機重創，為防範房價泡沫問題，南韓政府積極採行金融監理措施(LTV、DTI 上限、資本規範等)及租稅措施。

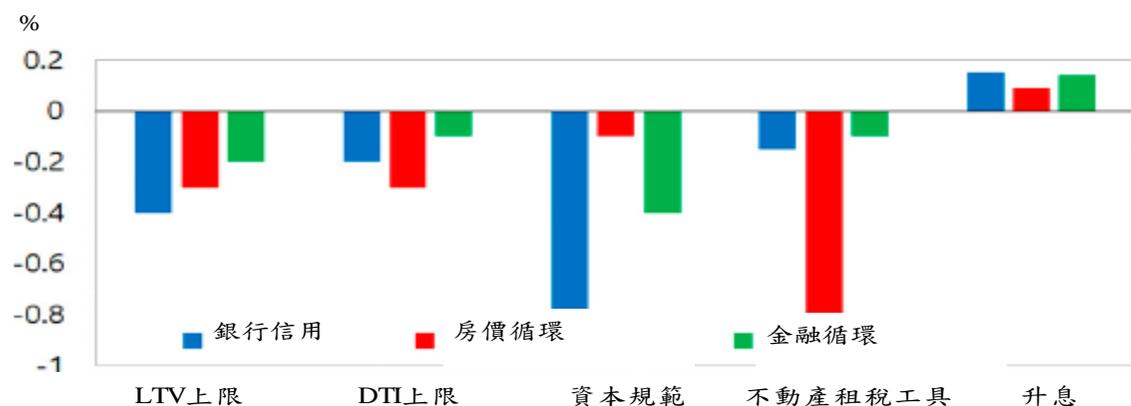
根據 IMF(2019c)³⁴評估，南韓實施體審慎政策之金融監理措施與租稅工具均有助抑制房價波動與信用成長(附圖 3)：

—抑制信用成長效果以資本規範較顯著；平穩房價效果則以租稅工具較佳；LTV、DTI 上限規定效果相對較小，惟因可增強銀行因應房價反轉與所得變動衝擊之緩衝空間，仍有助維護金融穩定。

2. 南韓不動產貸款市場結構複雜，其中互助儲蓄銀行資產規模小，僅適用 Basel I 資本規定；惟因其授信集中不動產貸款，授信品質易受房價波動影響。

—2011 年間，因金融委員會(Financial Services Commission, FSC)不動產貸款限制措施成效顯現，房價走跌，互助儲蓄銀行不動產放款違約率遽增，爆發多家互助儲蓄銀行擠兌事件，造成金融市場動盪，多家互助儲蓄銀行被 FSC 接管³⁵。

附圖 3 南韓實施總體審慎政策成效



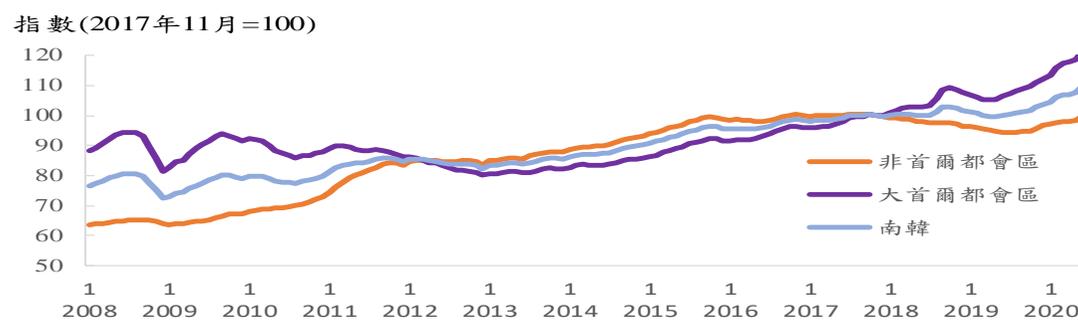
資料來源：IMF (2019c)

³⁴ 見 IMF(2019c), “Republic of Korea–Selected Issues,” *IMF Country Report*, No. 19/133, May 及 IMF(2020), “Republic of Korea Financial Sector Assessment Program Technical Note—Macroprudential Policy Framework and Tools,” *IMF Country Report*, No. 20/277, September。

³⁵ 見 FSB (2017), “Peer Review of Korea,” *FSB Peer Review Report*, December, 其中「專欄 2：2011 年互助儲蓄銀行危機事件」之說明。

3. 近年**首爾房價明顯走高**，漲幅高於南韓全國水準(附圖 4)，並帶動租金上揚，引發民怨沸騰。首爾房價高漲，主因**南韓人口與經濟活動集中於大首爾地區**，惟**住宅供不應求**，加以南韓**傳賞(Jeonse)**³⁶制度易助長房東囤屋現象。
- 首爾住宅自有率僅約 40%**，**租戶**占比近**60%**，**近半**租戶採**傳賞**交付租金，傳賞金隨房價走高，**房東**(持有多屋者)可**利用傳賞金再投資新屋**³⁷，且易將政府調高之**不動產稅負轉嫁至租戶**，致租戶租屋負擔加重，更無力儲蓄購屋。
- 另因**部分官員持有多屋**，引發民眾不良觀感，致影響執政黨民意支持度。
4. 南韓政府採行**總體審慎措施**，**抑制購屋需求**，惟**首爾住宅短缺問題**³⁸短期內難紓緩，致不易**消弭房價上漲預期**³⁹。
- 南韓 FSC 加強不動產貸款控管，擴大「投機區域」與「調整目標區域」範圍，位於兩種指定區域內之購屋貸款適用較嚴格之**DTI 上限(不得逾 50%)**與**LTV 上限**(依地區別、用途別、價格別而異，**最嚴格為禁止持有多屋者申貸購買投機地區房屋**)規定。
- 南韓企劃財政司宣布**調高持有第 3 戶以上及持有調整目標區域內 2 屋以上者之綜合不動產稅稅率**。

附圖 4 南韓住宅交易價格指數



註：大首爾地區含首爾、仁川、京畿道。

資料來源：Korea Appraisal Board

³⁶ 傳賞(Jeonse)係南韓特有租屋制度，選擇傳賞方式之租戶不須每月交租金，但需將一筆傳賞金存入房東帳戶，租約到期不續約時則可全額取回；房東則可在租約期間(通常為兩年)，利用傳賞金進行投資。

³⁷ 見 Economist (2020a), "Efforts to Rein in House Prices are Fueling Discontent in Seoul Measures Aimed at Speculators are Hurting First-time Buyers," August 27。

³⁸ 依南韓住宅普查統計，2018 年南韓家戶相對住宅比率達 104%，呈住宅剩餘；惟首爾僅 95%，仍呈住宅短缺。

³⁹ 見 Bank of Korea Financial Stability Report (June 2020)；Economist (2020b), "Things to Watch in South Korea in 2021," October 15。

四、直接金融與間接金融的衡量、跨國比較及政策涵義

現代化的經濟體系中，金融體系(financial system)實扮演資金互通有無的重要橋樑。**金融體系**中的**資金融通方式**，一般可區分為：透過金融市場(financial market)所促成的資金融通之**直接金融**(direct finance)，以及透過金融中介(financial intermediary)所促成的資金融通之**間接金融**(indirect finance)；兩者搭配所組成的金融結構(financial structure)，各國不盡相同。

長期以來，各界對直接金融、間接金融相關議題的討論不斷；或有論者直指，台灣的直接金融比重偏低，資本市場籌資功能不彰，應積極促使台灣的直接金融比重與世界接軌。究諸實際，相關研究顯示，各國的金融結構屬**直接金融型體制**或**間接金融型體制**，並無絕對的優劣之分，與經濟表現亦無必然關係。此外，國際間對直接金融與間接金融的**統計衡量**，並無統一的**定義**，根據不同方式所計算出的**直接金融、間接金融比重**，可能差異甚鉅；若立足於不同的比較基礎，逕以國外數據與國內數據進行比較，恐有誤導之虞。

為增進外界對直接金融、間接金融相關議題之認識，本文擬先簡介直接金融與間接金融的意義，進而引介國際間對直接金融與間接金融的統計、衡量方式之比較，以及據此衍生出的政策涵義，俾供各界參考。

(一)直接金融與間接金融簡介

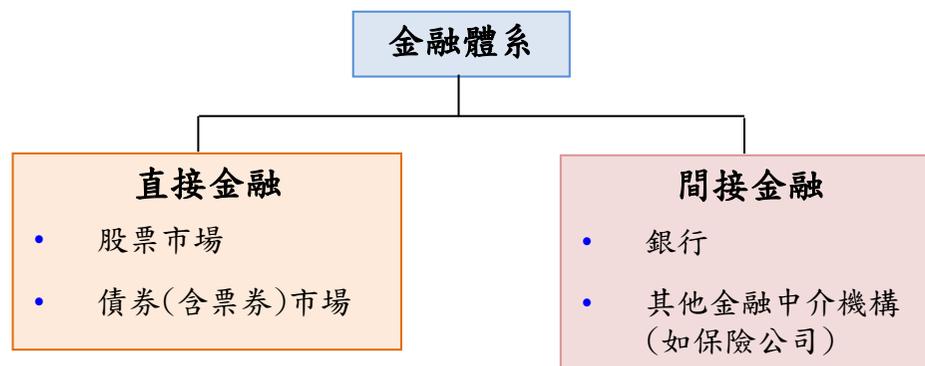
1. 直接金融與間接金融的定義

- (1) **金融體系**的**金融市場**及**金融中介**，皆具有**將資金由剩餘者移轉至短缺者**之功能；運作良好的金融市場及金融中介，對健全經濟發展，至關重要¹。
- (2) **非金融部門**(家庭及非營利團體、公民營企業、政府)在**金融體系**中的**籌資方式**，主要可分為**直接金融**、**間接金融**兩種形式(見圖 1)：

¹ Mishkin, Frederic S. (2009), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 9th Edition, Oct..

- **直接金融**：在金融市場發行有價證券募集資金，亦即由**金融市場**所促成的資金融通。
- **間接金融**：向**金融機構**借款，亦即透過**銀行等金融中介機構**所促成的資金融通。

圖 1 非金融部門在金融體系的籌資方式



2. 直接金融型體制 vs. 間接金融型體制

(1) 一經濟體的**金融結構**，依其金融體系的主要融通方式，大抵可分為兩類：

- **直接金融型體制**：非金融部門**透過金融市場籌資的比重較高**，亦稱「**以市場為基礎**」的體制(market-based system)。
- **間接金融型體制**：非金融部門**透過金融中介融資的比重較高**，亦稱「**以中介為基礎**」的體制(intermediary-based system)。

(2) 各國的**金融結構**屬直接金融型體制或間接金融型體制，**隨產業組成、法律制度、公司規模與經濟發展程度**等不同，而**有所差異**(見表 1)²。

(3) 此外，一經濟體的金融結構可能逐漸演變，例如最初可能係以間接金融為主，銀行從事傳統的存放款業務、受到較嚴格的管制，金融創新(financial innovation)較少；惟伴隨經濟與金融發展、金融自由化(financial liberalization)，金融創新活動增加，加以對投資者的法律保障提高、公司治理趨於完善，皆有助於股、債市，乃至資產證券化市場等蓬勃發展，進而加大直接金融的規模。

² Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis (2014), “Financial Structure and Growth,” *BIS Quarterly Review*, Mar..

表 1 影響金融結構不同的可能原因

原因	說明
1. 產業組成性質的差異	<ul style="list-style-type: none"> • 建築業等產品易於充當擔保品的行業，較適合銀行融資等間接金融。 • 專業服務業等高度倚重人力資本、產品不易作為擔保品的行業，則較依賴股債融資等直接金融。
2. 法律制度對債權人的保障程度	<ul style="list-style-type: none"> • 直接金融的借貸雙方，彼此的關係較為疏離、分散，但英、美等採普通法系(common law)³的國家，提供股債投資人較高的保障，即使是小股東亦能行使投票權，保護自己的利益不受公司管理階層或大股東的侵害；因此，普通法系能促進一國直接金融的發展。 • 法國式⁴的大陸法系(civil law)對債權人的保障較有限，但銀行與客戶間長期密切互動，能就近監控借款人，得以彌補大陸法系下保障有限的問題；因此，普通法系國家的直接金融發展程度，通常高於法國式大陸法系的國家。
3. 公司規模的大小	<ul style="list-style-type: none"> • 小型公司因負擔不起參與資本市場的固定成本，尤其是所衍生的治理機制，通常透過間接金融取得資金。 • 相較於小型公司，大型公司除有能力負擔參與資本市場的固定成本外，且因其具知名度，較易於募資，進而提升公司地位，因此大公司通常透過直接金融取得資金。
4. 經濟發展程度的不同	<ul style="list-style-type: none"> • 隨著一國的經濟發展，家庭與企業的金融知識提升，對於在金融市場交易證券的需求增加，或有利於直接金融發展。 • 經濟發展程度高的國家(尤其是法律與司法制度較健全者)，較能落實財產權的執行，有助於直接金融的發展。

資料來源：Gambacorta, Leonardo, Jing Yang and Kostas Tsatsaronis (2014), “Financial Structure and Growth,” *BIS Quarterly Review*, Mar..

³普通法系又稱海洋法系，以英、美等國為主，特色是不成文法、陪審團制度，大量運用判例；大陸法系則以德、法等歐洲大陸國家為主，特色是成文法、職業法官制度，通常有編纂完整的法典作為判決依據，台灣亦採用大陸法系。

⁴德國與北歐的法律制度對於股債券投資人提供的保障程度，則介於普通法系與法國式的大陸法系之間。

(二)直接金融、間接金融的衡量與跨國比較問題

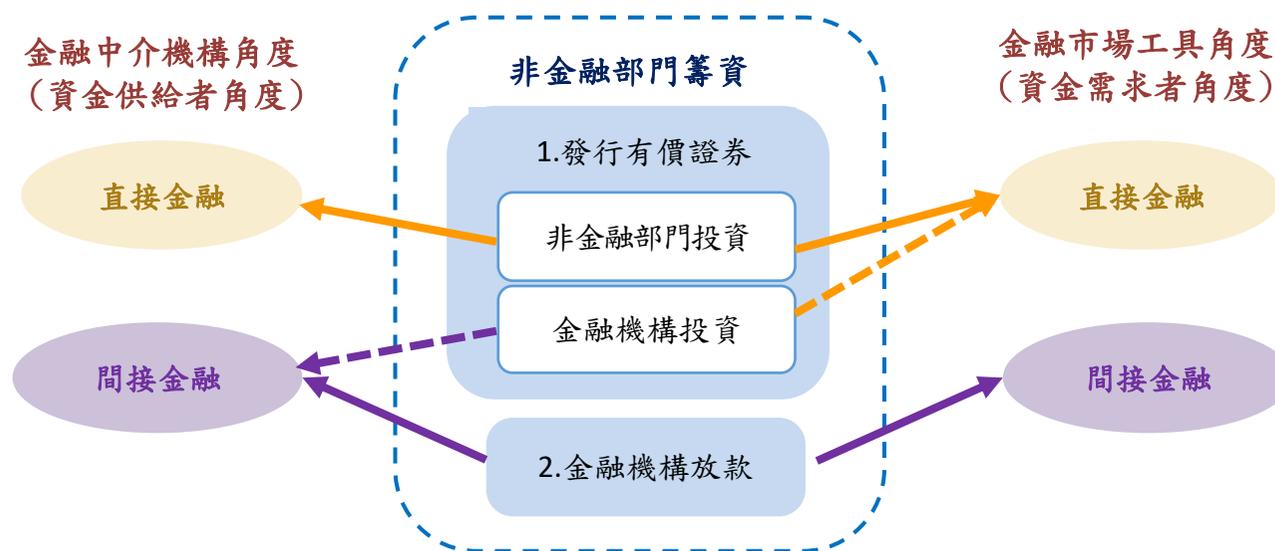
1. 有關直接金融、間接金融的衡量，國際間的統計方法不一，主要國際組織亦未發布此官方資訊

(1) **直接金融**、**間接金融**係反映一經濟體**資金融通之管道**，所涉及之金融工具廣泛，金融機構龐雜，各國體制未盡相同，在統計的**衡量方法**上亦**未盡一致**，常見的統計差異包括：

—金融機構投資之歸屬(見圖 2)：

- **金融中介機構角度(資金供給者角度)**：強調**金融機構**扮演**資金中介角色**的重要性、著眼於**資金供給來源**，舉凡**資金透過金融中介機構融通者**，包含**金融機構放款及投資**，均歸屬**間接金融**。
- **金融市場工具角度(資金需求者角度)**：強調**資本市場的規模及功能**，著眼於**企業(資金需求者)的籌資方式**，**資金需求者直接在市場發行有價證券募集資金**，均屬**直接金融**；此時，**金融機構為眾多市場參與者之一**，**金融機構投資仍歸屬直接金融**。

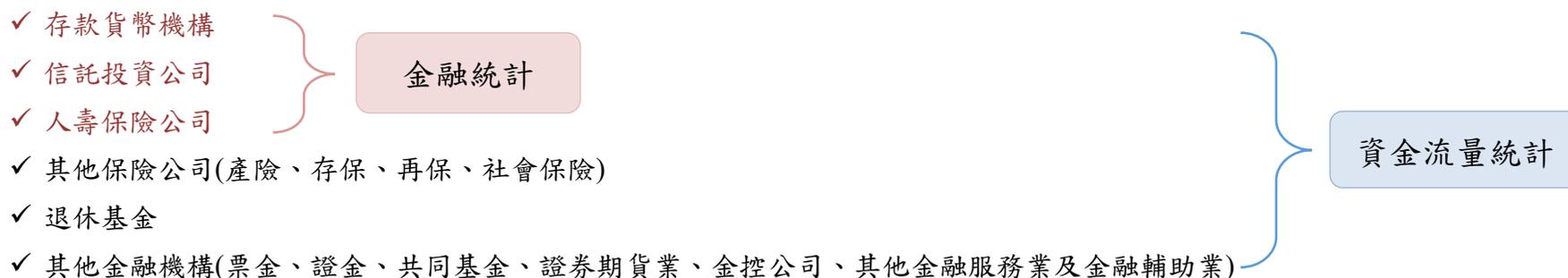
圖 2 金融機構投資歸屬不同



—金融機構範疇：依統計者需求，金融機構的涵蓋範圍不同(見圖 3)。

- 本行金融統計⁵：金融機構包含存款貨幣機構、信託投資公司⁶及人壽保險公司。
- 本行資金流量統計⁷：金融機構範疇較廣泛，除金融統計所涵蓋的金融機構外，尚包含其他保險公司(產險、存保、再保、社會保險)、退休基金及其他金融機構(票券金融公司、證券金融公司、共同基金、證券期貨業、金控公司、其他金融服務業及金融輔助業)。

圖 3 本行金融統計及資金流量統計的金融機構範疇比較



—股權範圍：本行金融統計僅含上市櫃股票，資金流量統計則涵蓋上市櫃股票及非上市櫃權益。

—資金融通部門：本行金融統計包含政府、企業、個人等資金需求者，以真實反映經濟部門總資金需求；惟亦有學者考量政府預算有別於企業、個人等民間部門，而排除政府部門。

—股票計價基礎：以「面值」為基礎者，係為避免價格扭曲；以「面值+現金增資溢價之合計(即取得成本)」為基礎者，係為反映實體經濟的資金實際供需；以「市值」為基礎者，則係強調資本市場的規模。

⁵ 本行金融統計主要雖係參考 IMF 2016 年版的「貨幣金融統計手冊暨編製準則」(Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide, MFSMCG)，惟基於台灣的貨幣統計目的，以能否創造貨幣為準則，將全體金融機構劃分存款貨幣機構、信託投資公司與人壽保險公司。

⁶ 迨至 2008 年 12 月，信託投資公司已全數改制為商業銀行，或將其資產、負債暨營業概括讓與商業銀行等；自該時起，台灣已無信託投資公司。

⁷ 本行資金流量統計對於金融機構部門別之分類，係完全依據 IMF 2016 年版的「貨幣及金融統計手冊暨編製準則」(Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide, MFSMCG)；惟該手冊準則並未訂定直接金融、間接金融之定義或內涵。

(2)各界對直接金融、間接金融統計的定義未盡一致、衡量方式不盡相同(見表 2)，不易直接進行跨國比較；此外，目前國際組織未見官方發布直接金融、間接金融統計之跨國比較資訊。現行國際比較，多由學者或民間機構自行估算。

表 2 各界對直接金融與間接金融的統計衡量方式不同

常見差異項目	本行金融統計	本行資金流量統計	IMF 研究報告 ⁸
(1)金融機構投資	歸屬於間接金融	直接或間接金融擇一	歸屬於直接金融
(2)金融機構範疇	存款貨幣機構+ 信託投資公司+ 人壽保險公司	存款貨幣機構+ 信託投資公司+ 人壽保險公司+ 其他保險公司+ 退休基金+ 其他金融機構	存款貨幣機構
(3)股票計價基礎	面值+現金增資溢價 (取得成本)	市值	面值
(4)股權範圍	上市櫃股票	上市櫃股票及非上市櫃權益	上市櫃股票
(5)資金融通部門	政府、企業、個人等	政府、企業、個人等	企業、個人等

⁸ Allard, Julien and Rodolphe Blavy (2011), "Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems," *IMF Working Paper*, Sep..

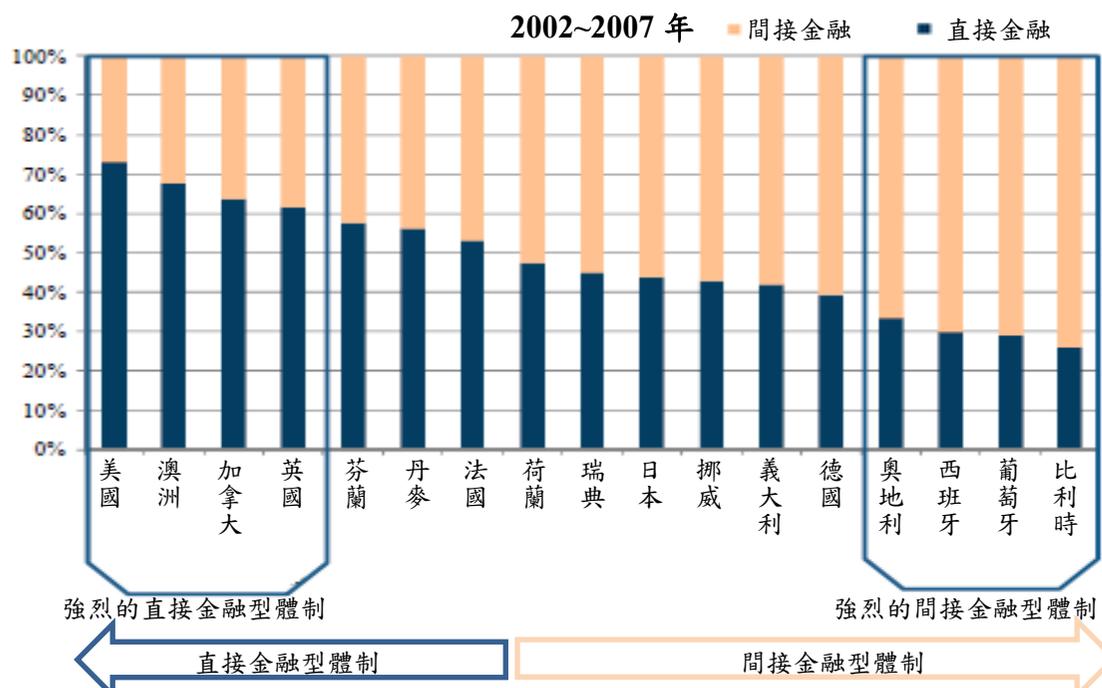
2. 各界對直接金融、間接金融統計的定義有別，據以計算出的直接金融、間接金融比重有所差異

(1) 直接金融、間接金融之統計，依研究者需求而有不同定義。

— IMF 研究報告⁹係按資金需求者的籌資方式，以 OECD 國家資金流量統計資料，估算一經濟體的民間部門向金融市場籌資相對向銀行借款之比例，區分該經濟體係屬直接金融型體制或間接金融型體制(見圖 4)，以研究金融結構是否影響全球金融危機後各國經濟復甦程度。

- 歐洲國家的金融結構多半屬間接金融型體制，例如德國、奧地利、荷蘭及比利時等，間接金融的比重皆逾50%；此外，日本、瑞典及挪威的金融結構，亦以間接金融為主。
- 美國、澳洲、加拿大及英國等則為直接金融型體制，間接金融比重均低於40%。

圖 4 主要國家的直接金融 vs. 間接金融比重



資料來源：Allard, Julien and Rodolphe Blavy (2011), "Market Phoenixes and Banking Ducks: Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems," *IMF Working Paper*, Sep..

⁹ 同註 8。

(2)就**台灣**而言，在**不同的資料來源及衡量方式**下，所計算出的**直接金融、間接金融比重差異甚大**(見表3)。

—若參考**本行金融統計**，直接金融的**上市櫃股票採面值加溢價**、間接金融的融通部門包括**政府、企業與個人**：

- 如將**金融機構之投資納入間接金融**，則上(2019)年底**台灣**的**直接金融比重**約為**17.39%**(為表3中，直接金融比重最低者)、**間接金融比重**約為**82.61%**(即本行現行發布的**金融統計**)。
- 如將**金融機構之投資納入直接金融**，則上年底**台灣**的**直接金融比重**約為**38%**、**間接金融比重**約為**62%**，大抵和**德國**相當。

—若參考**證交所**的計算方式，直接金融的**上市櫃股票按市值計價**、間接金融的融通部門僅含**政府及企業**：

- 如將**金融機構之投資納入間接金融**，則上年底**台灣**的**直接金融比重**約為**55.51%**、**間接金融比重**約為**44.49%**。
- 如將**金融機構之投資納入直接金融**，則上年底**台灣**的**直接金融比重**約為**70.95%**(為表3中，直接金融比重最高者)、**間接金融比重**約為**29.05%**。

—若參考**本行資金流量統計資料**計算，**直接金融含非上市櫃權益、上市櫃股票採市值**，**間接金融**的融通部門包括**政府、企業與個人**：

- 如將**金融機構之投資納入間接金融**，上年底**台灣**的**直接金融比重**約為**46%**、**間接金融比重**約為**54%**。
- 如將**金融機構之投資納入直接金融**，上年底**台灣**的**直接金融比重**約為**65.58%**、**間接金融比重**約為**34.42%**。

表 3 直接金融、間接金融不同衡量方式之比較

資料來源	台 灣					
	本行金融統計 ^a		證交所 ^b		本行資金流量統計 ^c	
	金融機構之投資 納入間接金融	金融機構之投資 納入直接金融	金融機構之投資 納入間接金融	金融機構之投資 納入直接金融	金融機構之投資 納入間接金融	金融機構之投資 納入直接金融
直接金融 ¹	1. 不含 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 面值 加溢價 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. 含 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 面值 加溢價 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. 不含 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 市值 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. 含 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 市值 3. 短期票券 4. 公司債 5. 海外債 6. 政府債券 7. 資產證券化受益證券	1. 不含 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 市值 3. 短期票券 4. 公司債 5. 政府債券 6. 非上市櫃權益	1. 含 金融機構投資 2. 上市櫃股票採 市值 3. 短期票券 4. 公司債 5. 政府債券 6. 非上市櫃權益
間接金融 ²	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款 4. 金融機構投資	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款	1. 金融機構對 政府 放款 2. 金融機構對 企業 放款 3. 金融機構投資	1. 金融機構對 政府 放款 2. 金融機構對 企業 放款	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款 4. 金融機構投資	1. 金融機構對政府放款 2. 金融機構對企業放款 3. 金融機構對個人放款
直接金融 比重(2019年) ³	17.39%	38.00%	55.51%	70.95%	46.00%	65.58%
間接金融 比重(2019年) ³	82.61%	62.00%	44.49%	29.05%	54.00%	34.42%

註：1.短期票券包含商業本票及銀行承兌匯票；政府債券包括公債、國庫券及市庫券；海外債包括 GDR 及海外可轉換公司債。非上市櫃權益包括股本+資本公積+保留盈餘+其他權益。

2.本行資金流量統計之金融機構，除本行金融統計所涵蓋的存款貨幣機構、信託投資公司、人壽保險公司外，尚包括其他保險公司、退休基金及其他金融機構(本行金融統計及證交所則將彼等歸類為企業)。

3.2019年資金流量統計仍未發布，為初估數。

資料來源：a.本行經濟研究處金融統計科之金融統計。

b.許瑋瑤、高珮菁(2020)，「力拚拉升直接金融占比 精進台灣資本市場籌資表現」，台灣銀行家第131期，11月。

c.本行經濟研究處資金流量統計科計算。

(三)直接金融、間接金融發展程度的政策涵義

1. 主要經濟體的金融結構不盡相同，貨幣政策傳遞機制有別，央行所採政策措施亦有差異

(1)主要經濟體直接金融、間接金融的深淺程度不一，何種金融結構較為合適，取決於該經濟體的投資者、企業面、制度面等廣泛因素，發展利基各不相同。

—美國與英國由於**金融創新**及**金融深化**程度較高，資本市場較發達，企業籌資以**直接金融**為主。其中，**美國資本市場既深且廣、公債殖利率曲線建構完善**，美國各類債券殖利率能與公債殖利率形成緊密連動；在**美國公債殖利率**可充當**各類金融商品訂價的基準指標**之情況下，**有助於**強化美國**直接金融**的發展。

—**德國與日本**主要因**銀行與企業往來較為密切**(例如日本的 Main Bank System 及德國的 Hausbank System，銀行透過對企業客戶持股，與客戶建立長期穩定的關係，並成為該企業的主要資金來源)，導致彼等**間接金融**的**程度**相對**較高**。

—**台灣**的**中小企業**在經濟體系中，**深具重要性**(上年台灣的中小企家數占整體企業家數之 97.65%、中小企業就業人數占全國就業人數之 78.73%¹⁰)；惟中小企業囿於規模不大、可能具家族特性、財務透明化相對較低、信評取得不易等限制，不易從金融市場籌資，**主要係仰賴銀行等金融機構提供貸款**，因此，**台灣**的**間接金融程度較高**。此外，相較於美國，**台灣**的**公債市場**係屬**淺碟型市場**，**規模較小且流動性較低**，**完整殖利率曲線的建構**，**相對不易**。

(2)主要經濟體對**直接金融**、**間接金融**的**仰賴程度有別**，貨幣政策主要傳遞管道不盡相同，**央行**所採**措施**亦有**差異**。

—以美國、歐元區為例，**2008 年全球金融危機**爆發後，**Fed、ECB 根據其金融結構訴諸不同措施**，以強化貨幣政策傳遞的效果¹¹。

¹⁰ 經濟部中小企業處 (2020)，「2020 年中小企業白皮書」，經濟部中小企業處出版品，10 月。

¹¹ Cour-Thimann, Philippine and Bernhard Winkler (2013), "The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure," *ECB Working Paper*, Apr.

- **直接金融比重較高的美國**，其**利率與資產價格等價格變數與經濟活動的關係應較為密切**¹²；因此，**Fed** 主要係透過**直接介入金融市場**，實施**大規模資產購買計畫**等以**挹注金融市場流動性、引導市場利率改變**，從而使貨幣政策的效果傳遞至實體經濟。
- **間接金融程度較高的歐元區**，**銀行信用管道與實體經濟之連結至關重要**；因此，**ECB** 所採**措施**主要聚焦於提供銀行體系融通、降低銀行資金成本，**透過銀行放款管道的傳遞**，以**確保資金能流向家計部門與企業**。

一本(2020)年**新冠肺炎(COVID-19)危機**期間，**主要央行**所採**措施**之設計，亦**根據其金融結構不同而略有差異**¹³。

- 在美國「**以市場為基礎**」的金融體系下，**Fed** 所採**措施多與直接金融相關**(包括擴大資產購買計畫、商業本票融資機制、定期資產擔保證券貸款機制、初級市場公司融通機制、次級市場公司融通機制、市政債流動性機制等)；在美國的直接金融型體制下，Fed 實施資產購買計畫等直接介入市場的救市措施，能發揮較大的成效。
- 在**歐元區、日本**等「**以中介為基礎**」的金融體系下，**ECB、BoJ** 則**偏重支持銀行放款等與間接金融相關之措施**；危機期間，彼等央行除採資產購買計畫外，與銀行放款相關之措施(如 ECB 放寬長期再融通操作條件、實施第三輪定向長期再融通操作及因應流行病緊急長期再融通操作；BoJ 則採企業金融支援特別操作、中小企業資金支援措施等)，扮演重要角色。

2. 相關研究指出，一國直接金融、間接金融比重的高低，與經濟表現並無必然關係¹⁴

- (1) 一國屬於**直接金融型**體制或**間接金融型**體制，受到諸多因素影響，**並無哪個體制必定對經濟成長更有助益**。
- (2) **金融結構實無法解釋不同國家長期經濟表現的差異**，在很大程度上，經濟成長係取決於金融與法律制度的效率性。

¹² Dudley, William and Jan Hatzius (2000), "The Goldman Sachs Financial Conditions Index: The Right Tool for a New Monetary Policy Regime," *Goldman Sachs Global Economics Paper*, No. 44.

¹³ 請參閱中央銀行(2020)「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」，央行理監事會後記者會參考資料，6月18日。

¹⁴ Chakraborty, Shankha and Tridip Ray (2006), "Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis," *Journal of Monetary Economics*, Volume 53, Issue 2, Mar. ; Levine, Ross (2002), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" *NBER Working Paper* 9138, Sep..

3. 一般咸認，發展多元融資管道，有助於金融體系順暢運作

(1) 直接金融型體制與間接金融型體制，各有其優勢¹⁵。

— 在直接金融型體制下，主管當局要求廠商公開揭露的訊息較多；這些廣泛可得的資訊，有利於形成較佳的投資決策。

此外，直接金融型體制有助於激勵創新，或有利於不易取得銀行融資的新創公司之發展。

— 在間接金融型體制下，主要由銀行提供融通，彼等往往較能有效監控公司的營運，且可藉由廣泛提供不同公司融通而分散風險。此外，間接金融型體制對於以中小企業及傳統產業為主的經濟體系而言，或有較大的助益。

(2) 經濟學家一般咸認，金融中介與金融市場的融資管道均有其貢獻，不應偏廢任何一方。

— 歷經全球金融危機後，聯合國的檢討報告指出¹⁶，政府在規劃、管理金融體系時，不應僅考慮擴大金融業的規模，尤應提升金融業的品質。

— BIS 報告指出¹⁷，一國政策當局不應過度偏重直接金融或間接金融，應將重點置於提升金融部門的運作效率，無論其金融體系係屬直接金融型體制或間接金融型體制。

— 相關研究指出，直接金融型體制或間接金融型體制的金融媒介，均與經濟成長呈正相關。例如 BIS 研究指出¹⁸，金融中介與金融市場活動增加均會促進成長，但有其限度，而兩者都具有統計上的顯著性，顯示金融中介與金融市場提供不同且互補的服務。

— 金融市場與金融中介各自提供極為有用、不盡相同的金融服務，兩者均有助於經濟成長、資本累積等；金融市場及金融中介並存的多元化金融體系，將帶來更為強健、更有效率的資本配置過程¹⁹。

¹⁵ Allen, Franklin and Douglas Gale (1995), "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US," *European Economic Review*, Vol.39, pp.179-209.

¹⁶ UNCTAD (2009), "Learning from the Crisis: Policies for Safer and Sounder Financial Systems," *Trade and Development Report 2009*, Sep..

¹⁷ Jiang, Guorong, Nancy Tang and Eve Law (2002), "The Costs and Benefits of Developing Debt Markets: Hong Kong's Experience," *BIS Paper*, pp.103-114, Jun..

¹⁸ 同註 2。

¹⁹ Levine, Ross and Sara Zervos (1998), "Stock Markets, Banks and Economic Growth," *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp.537-558, Jun..

(四)結語

1. **非金融部門**在金融體系的**籌資方式**，大抵可分為兩類：**直接金融**(透過**金融市場募資**)與**間接金融**(向**銀行**等金融機構**借款**)。各國的金融結構屬**直接金融型**(「**以市場為基礎**」)體制或**間接金融型**(「**以中介為基礎**」)體制，隨**產業組成**、**法律制度**、**公司規模**與**經濟發展程度**等不同，而有所差異。此外，一經濟體的金融結構可能隨時間經過而逐漸演變，並非一成不變。
2. 國際間對**直接金融**與**間接金融**的統計，未有統一定義，端視統計者關注的角度及計算方法等而定。鑑於各界對直接金融與間接金融的統計方式不一，若**基於不同的衡量基準**，逕自就**直接金融**與**間接金融**比重進行**跨國比較**，易生誤解，**似有未妥**。
 - (1)各界對直接金融與間接金融的統計，常見差異項目包括：**金融機構投資之歸屬**、**金融機構範疇**、**股票計價基礎**、**股權範圍**、**資金融通部門**等。
 - (2)目前本行的**金融統計**，係按「**資金來源**」來**衡量直接金融**與**間接金融**；**銀行等金融機構**自**非金融機構**買進的**債票券**等，仍歸屬**間接金融**，該等金額需由**直接金融**中扣除。根據本行現行金融統計，台灣的**間接金融**比重約為**80%**，**直接金融**比重約為**20%**。
 - (3)如按國際間常用的「**借款者之籌資方式**」來**衡量直接金融**與**間接金融**，將**銀行等金融機構**的**證券投資**由**金融機構**授信中扣除，改計入**直接金融**，則台灣的**間接金融**比重約為**60%**，**直接金融**比重約為**40%**，與德國的情況大抵相當。
 - (4)為避免引發不必要的困擾，**未來本行金融統計**擬僅公布**直接金融**、**間接金融**相關數據，惟不特別註記為**直接金融**或**間接金融**，俾利各界依據自身研究所需取用相關數據。
3. **各經濟體**的**金融結構**不盡相同，彼等央行須據此制定妥適的政策。
 - (1)**美國資本市場**的**深度**與**廣度**兼具，**公債殖利率曲線**之**建構完善**且深具市場指標意義，可**充當金融商品**的訂價基

礎，或有助於強化直接金融的發展；在**直接金融比重較高的美國**，**Fed 貨幣政策**主要係**透過金融市場**進行相關操作，引導市場利率改變，進而影響實體經濟。

(2)至於在**間接金融程度較高的歐元區**，銀行與企業往來較為密切，**銀行的金融中介角色至關重要**；因此，**ECB 主要藉由銀行信用管道**，促使貨幣政策效果傳遞至實體經濟。

(3)**台灣中小企業**占整體企業家數**比重極高**，且**對銀行融資倚賴甚深**；鑑於**台灣**係以**間接金融**為主的體制，銀行放款管道為貨幣政策的主要傳遞管道之一，**本行決策亦將此因素充分納入考量**。例如本年新冠肺炎疫情期間，本行除調降政策利率、備有擴大附買回操作機制外，亦實施中小企業貸款專案融通方案，藉由直接提供融通資金予承作合格貸款之金融機構，透過銀行信用管道的傳遞，以減緩中小企業所面臨之衝擊²⁰。

4. 國際間相關研究顯示，**一國直接金融、間接金融比重的高低，與經濟表現並無必然關係**；一般而言，金融部門的運作效率等，才是關鍵。歷經金融危機後，經濟學家一般咸認，一國不應偏廢於某一融資管道，金融體系才不致承受過大風險；金融市場及金融中介提供互補的服務，對經濟成長均有貢獻，因此，**發展多元融資管道**，方能**有助於金融體系順暢運作**，進而**促進經濟發展與成長**。

5. 就台灣而言，近期**政府已積極發展多元融資管道**；除持續**強化銀行發揮金融中介的功能**外，在推動資本市場發展方面，**金管會**已於本年9月24日發布「**資本市場藍圖架構**」²¹，擬定5大策略：(1)**強化發行市場功能**，支援實體經濟發展；(2)**活絡交易市場**，提升效率及流動性；(3)**吸引國內外資金參與**，提高市場國際能見度；(4)**提升金融中介機構市場功能及競爭力**；(5)**鼓勵金融創新與多元金融商品之發展**。此外，金管會於本年12月3日宣布²²，將由證交所及櫃買中心於現行多層次資本市場架構下分別開設「**臺灣創新板**」及「**戰略新板**」，預計自明(2021)年第3季起正式開板運作，以**協助新創業者進入資本市場籌資、支持實體經濟發展**。

²⁰ 請參閱中央銀行(2020)，「本行因應新冠肺炎疫情所採對策及與美國Fed措施之比較」，央行理監事會後記者會參考資料，6月18日。

²¹ 金管會(2020)，「金管會發布『資本市場藍圖架構』，並預計於今年底提出『資本市場藍圖』具體推動方案」，金管會新聞稿，9月24日。

²² 金管會(2020)，「證交所『臺灣創新板』及櫃買中心『戰略新板』明年第三季起正式開板掛牌」，金管會新聞稿，12月3日。

五、國際間央行數位貨幣最新發展與本行研究規劃進度

數位經濟的發展在新冠肺炎疫情的推動下，已加速前進，同時也改變民眾支付的行為模式，比以往更願意也更習於使用數位化的支付方式¹。這樣的改變在疫情過後很可能仍將持續，推動人類社會繼續往更數位化的未來邁進。國際間央行也順應此趨勢對央行數位貨幣(CBDC)展開探討，正持續完善研發基礎，循序推進研究或籌備試驗計畫。本文整理近期國際間 CBDC 的最新發展，並提供本行調查國內業者對 CBDC 的看法，以及本行研究規劃的現況，俾利掌握國內外 CBDC 發展的脈動，並確保相關進展與國際腳步一致。

(一)主要國家央行與國際機構正持續完善 CBDC 的研發基礎

1. 七家主要央行與 BIS 訂定 CBDC 基本原則與核心特徵

—由於各國國情不同，對 CBDC 的考量也會有所差異，但央行維護貨幣與金融穩定的職責則是各國共通的，爰美、加、英、歐、日、瑞士及瑞典七家主要央行與 BIS 於本(2020)年 10 月共同訂定「CBDC 基本原則與核心特徵」²，承諾任何 CBDC 的發行都不能損害央行維護貨幣與金融穩定的職能。

—「CBDC 基本原則」包括無害、共存及創新與效率(表 1)，為 CBDC 發行應遵循之最高指導原則。

表 1 CBDC 基本原則

項目	說明
無害	不損及央行貨幣與金融穩定的政策目標
共存	確保與現有貨幣形式(如現金、商業銀行貨幣等)共存並互補
創新與效率	公私協力共同促進創新與效率的支付環境

資料來源：BOC, ECB, BOJ, Riksbank, SNB, BOE, Fed and BIS (2020)

¹ 有關近期新冠肺炎疫情對支付的影響，參見中央銀行(2020)，「數位支付時代的央行角色與貨幣型態」，9月17日央行理監事會後記者會參考資料。

² BOC, ECB, BOJ, Riksbank, SNB, BOE, Fed and BIS (2020), “Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles and Core Features,” Oct. 9.

— 「CBDC 核心特徵」分成工具面、系統面及制度面，列出 14 項 CBDC 應具備的特徵(表 2)，進一步在 CBDC 及其系統的設計上，落實「CBDC 基本原則」的要求。

2. 日本、瑞士及 IMF 等已就 CBDC 法律議題進行探討

如同上述「CBDC 核心特徵」的要求，**CBDC 的發行必須具備「明確與健全的法律架構」**。為此，國際間包括日本央行、瑞士聯邦委員會及 IMF 等已先後發布報告³，探討 CBDC 在法律上可能涉及的議題如次：

- **應有發行依據**：CBDC 應有發行的明確法律依據。
- **探討法償效力**：需探討法律是否賦予 CBDC 法償效力，與現金一樣，任何人不得拒絕接受。
- **釐清法律屬性**：應釐清 CBDC 的法律屬性(例如比照現金或電子帳戶)，此將影響法律上的判斷，以及相關法律程序如何執行，例如 CBDC 的轉讓、扣押等。
- **確定中介機構角色**：CBDC 服務的提供將涉及許多中介機構(包括銀行及提供支付相關服務的非銀行機構等)，須清楚定義

表 2 CBDC 核心特徵

面向	特徵及說明
工具面	(1)兌換性：與其他貨幣形式(如現金)一比一兌換 (2)便利性：應與現金、卡式或行動支付一樣方便 (3)接受與可得性：在現金交易的許多場景中(如 POS 及個人間支付)也能使用，以及提供離線交易 (4)低成本：個人使用的成本很低或沒有成本
系統面	(5)安全：能高度抵禦網路攻擊及其他威脅，並能有效防止偽造 (6)即時：交易能即時或近乎即時完成最終清算 (7)強韌：能高度抵禦作業失靈或中斷等事件 (8)可得性：7x24 運作 (9)效能：每秒能處理非常大量的交易 (10)可擴充：能擴充系統處理效能，以因應未來的需求 (11)互通：能與其他電子支付系統互通 (12)彈性與調適：能依實際變化或政策需要進行調整
制度面	(13)明確與健全的法律架構：應有發行 CBDC 的明確法律依據 (14)監管標準：CBDC 系統與參加者應遵循適當的監管標準

資料來源：BOC, ECB, BOJ, Riksbank, SNB, BOE, Fed and BIS (2020)

³ BOJ (2019), “Report of the Study Group on Legal Issues Regarding Central Bank Digital Currency,” Sep. 27; Federal Council (2019), “Central Bank Digital Currency,” Dec. 13; Bossu, Wouter, Masaru Itatani, Catalina Margulis, Arthur Rossi, Hans Weenink and Akihiro Yoshinaga (2020), “Legal Aspects of Central Bank Digital Currency: Central Bank and Monetary Law Considerations,” *IMF Working Paper*, WP/20/254, Nov. 20.

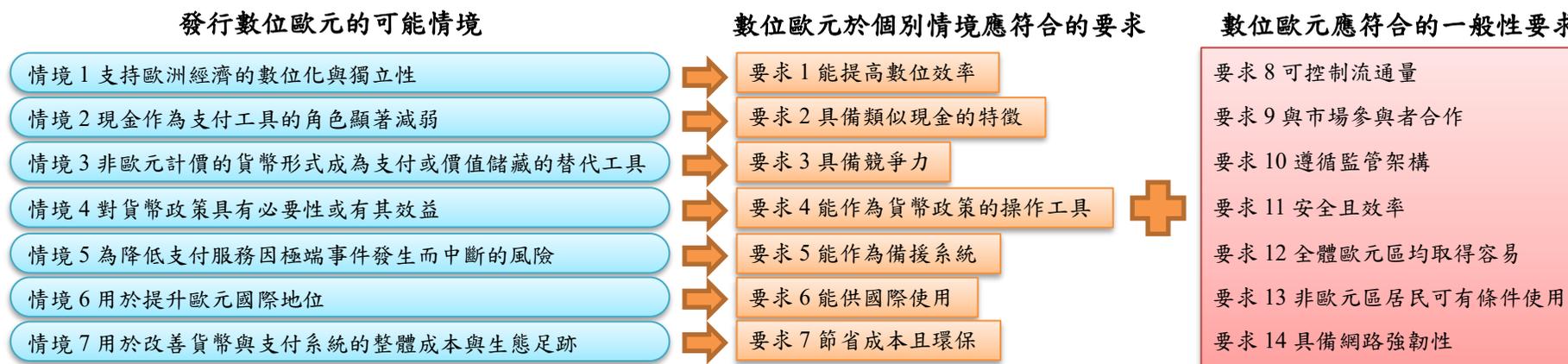
彼此在法律上的角色關係與權利義務。

- 符合反洗錢/反資恐(AML/CFT)：CBDC 必須遵循 AML/CFT 規定，對使用者與相關交易執行必要檢查及控管。
- 確保消費者保護、資料安全及隱私保護：CBDC 在確保消費者保護、資料安全及保護隱私上應符合相關規範。
- 其他：需探討 CBDC 適用的賠償責任⁴制度與訴訟程序；CBDC 如用在跨境交易，需釐清跨境管轄議題；此外，金融機構在遵循國家與國際稅務規定的義務(例如自動通報稅務資訊)，可能同樣適用於 CBDC 的稅務處理。

3. 歐洲央行提出其未來 CBDC 發行的可能情境與要求

- 歐洲央行於本年 10 月發布數位歐元報告⁵，設想數位歐元未來可能發行的 7 種情境，以及在發行前應先達到的 14 項要求(圖 1)，以供未來評估參考；惟該行強調，就算所設想的情境未來真的發生，且相關的要求也能達到，仍不代表就一定會推出數位歐元，尚須與其他可能的選項一同評估⁶。

圖 1 數位歐元發行的可能情境與要求



資料來源：Eurosystem High-Level Task Force on Central Bank Digital Currency (2020)

⁴ CBDC 可能會因技術操作問題(例如系統中斷或失靈)或由於網路風險、傳輸錯誤、盜竊、詐欺、資料或隱私外洩等，產生相關賠償責任。

⁵ Eurosystem High-Level Task Force on Central Bank Digital Currency (2020), "Report on a Digital Euro," ECB, Oct. 2.

⁶ 例如，歐洲央行正強化其基礎設施並建置快捷支付系統「TARGET Instant Payment Settlement」(TIPS)，以提供歐洲區域快速且具成本效益的支付服務。

- 歐洲央行向大眾提供數位歐元的 **7 種情境**中，與該行職責攸關的**包括**：數位歐元是**有助於歐洲經濟的數位化**、**能因應現金使用的減少**、**能抵禦非歐元計價貨幣**形式(例如全球穩定幣⁷、外國 CBDC 等)**的威脅**、**有助於央行貨幣政策的傳導**或**能降低**網路攻擊、自然災害及疫情等極端事件而使**支付服務中斷的風險**；如果提升層級到考量歐洲整體的發展目標，則數位歐元可用來**提升歐元的國際地位**或**改善貨幣與支付系統的整體成本**。
- 上述不同情境對於數位歐元有不同的要求，例如，為因應現金作為支付工具的角色顯著減弱，則數位歐元必須具備類似現金的特徵(例如能確保交易隱私)；此外，數位歐元在各種情境下，都要符合歐洲央行設定的一般性要求，例如，該行要能控制數位歐元的流通量、與民間的市場參與者合作提供數位歐元服務及遵循監管架構等。

(二)多數國家循序推進 CBDC 研究與試驗，僅中國大陸與巴哈馬進展較快⁸

1. 美國、歐元區及日本等主要國家正持續研究 CBDC 或籌備試驗計畫

- **美國**：鑒於美元為國際間重要儲備貨幣，對全球經濟影響甚鉅，**美國**對 CBDC 的研究規劃特別謹慎。Fed 主席 Powell 認為**不急於搶第一，做得正確更重要**；與波士頓 Fed 合作的麻省理工(MIT)團隊負責人 Narula 也表示，目前中國大陸數位人民幣的作法並不適用於美國，將思考不同的系統設計，研究計畫時程約 2~3 年，惟**預估在 2024、2025 年前**美國政府很可能**仍無法實際加以運用**⁹。
- **歐元區**：**歐洲央行**總裁 Lagarde **認同 Fed 不爭先的論點**，雖預期未來將會走向數位歐元，但可能得進行 **2~4 年**

⁷ 鑒於全球穩定幣(global stablecoins, GSC)可能對消費者保護、個人隱私、AML/CFT、金融穩定及貨幣政策等帶來挑戰與風險，G7 已提出 4 項倡議，要求 GSC 應符合最高管理標準並受到審慎監管；G20 金融穩定委員會(FSB)也於本年 10 月發布 10 項監管建議，以確保 GSC 在國內與國際間監管的一致性。至於先前備受關注的臉書 Libra，雖更名為 Diem，惟歐洲當地主管機關仍保持審慎態度，認為其尚未解決監管上的疑慮，不准其進入市場。

⁸ 近期媒體報導**柬埔寨央行**已發行名為「Bakong」的 CBDC，實際上該行已澄清 **Bakong 並非 CBDC**，而是**作為各銀行連接的「骨幹支付系統」**(backbone payment system)，讓民眾使用手機錢包以當地貨幣或美元進行支付轉帳時，就算分屬不同銀行，也能即時完成清算。參見 NBC (2020), “Project Bakong – Next Generation Payment System,” Jun. 17 及 Patel, Bhavin (2020), “Cambodia Edges Towards Digital Payments,” Jun. 22。

⁹ Reuters Staff (2020), “Fed’s Powell: More Important for U.S. to Get Digital Currency Right than be First,” *Reuters*, Oct. 19; Kapilkov, Michael (2020), “MIT is Helping the Boston Fed Build a CBDC that Can be Scaled for Consumer Use,” *Cointelegraph*, Sep. 4; Lang, Hannah (2020), “A Fed Digital Currency Looks Inevitable. So Do the Problems,” *American Banker*, Nov. 4.

的計畫先解決 AML/CFT、隱私及技術等問題；該行將於明(2021)年中決定是否要啟動數位歐元計畫¹⁰。

- 日本：日本央行認為數位日圓應先確保不會損及貨幣政策與銀行體系，該行目前也並不急於發行；正計畫分三階段測試技術可行性，將於明年 4 月開始概念驗證(POC)第一階段，測試基本功能；2022 年 3 月進入 POC 第二階段，測試額外功能；之後若評估有必要，才會進行先導試驗(pilot)¹¹。
- 南韓：南韓央行目前沒有計畫要發行 CBDC，惟為因應數位支付環境未來的可能變化，正進行為期 22 個月(本年 3 月至明年 12 月)的 pilot；該行已於本年 7 月完成 CBDC 設計與需求定義，以及評估實作的技術，現正進行業務流程分析與外部諮詢階段，將如期於明年 1 月進入系統建置與測試階段¹²。
- 瑞典：瑞典央行並未決定要發行電子克朗(e-krona)，惟為因應該國現金使用持續減少，該行已於本年 2 月進行 pilot，開發並試驗相關技術解決方案；預計明年 2 月完成，並將視需要延長計畫時程(最多可再延長 6 年)¹³。
- 挪威：挪威央行副總裁 Bache 認為目前沒有發行 CBDC 的迫切需求，惟該國現金使用持續減少的情形與鄰國瑞典類似，因此也須預先做好相關準備；該行正進行 CBDC 研究，將於明年決定是否展開進一步的試驗¹⁴。
- 俄羅斯：俄羅斯央行尚未決定是否要推行數位盧布(digital ruble)，惟正考慮其可能性，預計將分階段先研究其概念、再進行 pilot、最後才會評估該國是否適合發行；目前該行尚未確定各階段的實際時程，正徵求各界於本年

¹⁰ Weeks, Ryan (2020), “ECB not ‘Racing to be First’ but Lagarde’s Hunch is that Europe will Issue a Digital Euro,” *The Block*, Nov. 12; Eurosystem High-Level Task Force on Central Bank Digital Currency (2020), “Report on a Digital Euro,” ECB, Oct. 2.

¹¹ Kihara, Leika, and Takahiko Wada (2020), “Bank of Japan Official Downplays Fears over China’s Digital Currency,” *Reuters*, Oct. 16; BOJ (2020), “The Bank of Japan’s Approach to Central Bank Digital Currency,” Oct. 9.

¹² BOK (2020), “Bank of Korea, Central Bank Digital Currency (CBDC) Pilot Test,” Apr. 2; Lee, Min-hyung (2020), “Bank of Korea to Pick Consulting Partner for CBDC Drive,” *The Korea Times*, Aug. 30; Jung, Min-kyung (2020), “BOK to Virtually Test Distribution of Digital Currency Next Year,” *The Korea Herald*, Oct. 7.

¹³ Sveriges Riksbank (2020), “Digital Money – the Riksbank’s E-krona Pilot,” *Payment in Sweden 2020*, Oct. 29.

¹⁴ Bache, Ida Wolden (2020), “Central Bank Digital Currency and Real-time Payments,” Speech at Finance Norway’s Payments Conference, Nov. 5; Norges Bank (2020), “CBDC – Possible Technical Testing Strategies,” Norges Bank Webinar, Nov. 9.

底前提供相關意見，以利後續規劃¹⁵。

2. 中國大陸展開數位人民幣試點

—人行將**數位人民幣定位為現金的替代**¹⁶，運作上採用**雙層式架構**；自2014年起開始研究，於2017年末納入中介機構¹⁷共同研發，迄今已完成基本的研發工作，**正在深圳、蘇州、雄安、成都及未來的冬奧場景進行內部封閉試點測試**。

—本年10月**深圳**市政府與人行合作進行數位人民幣試點，由深圳市出資，透過抽籤方式發放5萬組價值200元的數位人民幣「紅包」給當地民眾，中籤者可在期限內¹⁸至當地指定的3千多家商家消費，以掃描條碼或NFC感應等目前行動支付常用的方式完成付款(圖2)；12月**蘇州**也以「紅包」模式進行試點，除擴大紅包發放規模與參與商家數量外，也進一步測試離線支付功能¹⁹。

—**深圳與蘇州的數位人民幣試點**是新冠肺炎疫情期間，當地政府為刺激消費、拉動內需的創新措施，同時也是人行開始將數位人民幣測試**範圍擴及至一般民眾**，顯示其**系統似已具備一定的基本功能**，已引發各國密切關注。

—人行已多次強調**目前數位人民幣尚無正式推出的時間表**，未來將繼續推進研發

圖2 數位人民幣於深圳試點



資料來源：中國日報(2020)

¹⁵ Bank of Russia (2020), "Bank of Russia Announces Public Discussions on Digital Ruble," Oct. 13; Bank of Russia (2020), "A Digital Ruble," Oct. 13.

¹⁶ 惟人行預期現金與數位人民幣未來仍將並存，參見李臻昇(2020)，「易網：數位貨幣仍在起步階段 需更完善法律框架」，香港電台網站，11月2日。

¹⁷ 例如，工商銀行、農業銀行、中國銀行、建設銀行、支付寶及微信支付等銀行及支付服務相關機構。

¹⁸ 數位人民幣紅包如超過期限未使用，將由系統統一收回。

¹⁹ 中國日報(2020)，「平安智慧城市聯合深圳市人民政府、人民銀行開展數位人民幣紅包試點」，10月15日；康朴(2020)，「數位人民幣離我們更近了」，人民日報海外版，11月4日；黃紫豪(2020)，「數位人民幣紅包又來了！這次選擇落地蘇州」，上海證券報，12月7日。

工作，做好試點測試，加強相關政策及影響研究，不斷優化及完善研發設計²⁰。未來數位人民幣的試點，預期仍將遵循人行雙層式架構的整體規畫，由多家中介機構各自研發技術並提供服務²¹，透過市場競爭機制，讓民眾選擇最適合的方案²²。

—人行除在技術層面持續研發外，也於本年 10 月 23 日公布「中國人民銀行法」修正草案，向社會大眾徵求意見；修正重點包括明訂「人民幣包括實物形式和數位形式」，為數位人民幣的發行提供法律依據²³。

3. 巴哈馬正式推出沙錢(Sand Dollar)

- 巴哈馬**人口僅約 40 萬，分布在多達 700 座的島嶼上。由於離島的**支付基礎設施缺乏**，居民多半只能仰賴現金交易。然而，現金處理成本高，特別是在各島間運輸不易。
- 為改善巴哈馬支付基礎設施的不足，並促進普惠金融，**巴哈馬央行**於上(2019)年 12 月開始沙錢計畫，先後於埃克蘇馬島(Exuma)與大阿巴科島(Abaco)進行 pilot；**本年 10 月 20 日正式推出沙錢**，供巴哈馬全國使用。
- 沙錢係巴哈馬央行發行的 CBDC，**為實體現金的數位版本**；**採雙層式架構**，由中介機構負責 KYC 開戶與提供錢包服務等；**提供**智慧卡片(smart card)與手機 app 兩種版本：智慧卡片能顯示一次性動態密碼與 QR Code，供商家掃描以完成付款(圖 3)；手機上則透過 app 掃描 QR Code 或直接輸入帳號等方式進行付款，操作上如同現行的**行動支付 app**。

圖 3 沙錢智慧卡片掃描付款



資料來源：Google Play 商店

²⁰ 人民銀行(2020)，「中國金融穩定報告 2020」，中國金融出版社，11 月 7 日。

²¹ 例如，12 月蘇州的數位人民幣試點，是由工商銀行、農業銀行、中國銀行、建設銀行、交通銀行及郵政儲蓄銀行六家銀行提供各自開發的數位人民幣錢包。

²² 陳鵬(2019)，「央行穆長春詳解法定數位貨幣實踐：現在可以說呼之欲出了」，新京報，8 月 11 日。

²³ 人民銀行(2020)，「中國人民銀行關於《中華人民共和國中國人民銀行法(修訂草案徵求意見稿)》公開徵求意見的通知」，10 月 23 日。

- 沙錢沒有提供現金的匿名功能，所有交易均須經 AML/CFT 機制處理，並實施嚴密的資料保護，以維護隱私。
- 巴哈馬央行計劃到明年第 1 季前將持續協助個人與企業開立錢包，讓民間部門準備就緒；明年第 1、2 季則將擴大應用到政府與公共事業²⁴。

(三)本行 CBDC 研究規劃進度與國際趨勢一致

本行目前正進行**第二階段「通用型 CBDC 試驗計畫」**，規劃採用**雙層式架構**²⁵，當中仰賴中介機構向使用者提供開立 CBDC 錢包與支付相關服務。因此，為利試驗計畫之推動，本行 CBDC 工作小組**已於本年 8 月舉辦 CBDC 研究計畫線上說明會**，向主要銀行、非銀行支付機構及相關業者²⁶，**說明試驗計畫之規劃，同時交流意見與看法**，並進行書面調查²⁷。

1. 調查顯示國內業者對 CBDC 的未來發展抱有期望

(1)期望 CBDC 能改善目前國內電子支付的痛點

- 本行彙整與會機構回覆意見發現，**國內現金使用良好，不過實體現金並無法運用在數位環境中**。國內**電子支付**雖然**使用上多元便利**，但**仍然存有許多痛點**，例如：國內支付市場碎片化²⁸，**互通性不佳**，影響支付效率；**使用上有其門檻**(例如開戶有年齡限制；須綁定銀行帳戶、金融卡或信用卡)，以及**商家對於手續費與其他成本的考量**(例如商家可能因手續費或課稅問題，以及考量收單設備整合與成本，而不願採用)，影響電子支付的推廣；此外，**也不能如同現金般離線使用**。

²⁴ Central Bank of the Bahamas (2020), “The Sand Dollar is on Schedule for Gradual National Release to The Bahamas in mid-October 2020,” Sep. 25.

²⁵ 參見中央銀行(2020)，「數位支付時代的央行角色與貨幣型態」，9月17日央行理監事會後記者會參考資料。

²⁶ 包括主要的央行同資系統參加機構(30家)、電支電票機構(9家)、第三方支付及金融科技業者(4家)、憑證認證機構(2家)、硬體廠商(2家)共47家與會機構。

²⁷ 該線上說明會請與會機構就國內支付現況及CBDC規劃等議題，於會後提供書面意見。

²⁸ 支付系統理應儘可能容納更多的使用者，以充分發揮網路效應的效益，然而民間支付業者在營利及商業競爭的考量下，通常傾向於發展獨立、封閉的支付網路，不願與其他業者共享，導致各支付品牌不互通，形成支付市場「碎片化」(fragmentation)的現象。

—與會機構期待 CBDC 能作為數位現金，具備良好的互通性，以促進市場的自由競爭，提升支付效率；開立 CBDC 錢包若無需綁定銀行帳戶、金融卡或信用卡，則可望能降低使用門檻；另一方面，CBDC 也要注重商家系統整合與成本考量的需求，以利於推廣使用。

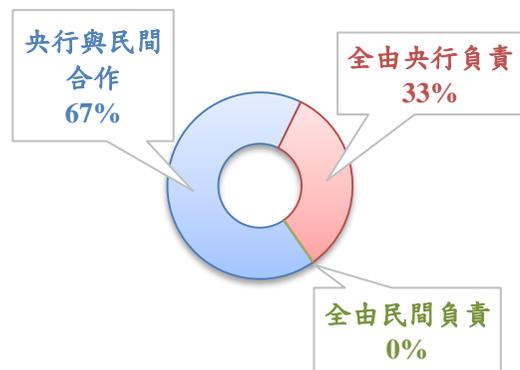
(2)公私合作提供 CBDC，作為共用的支付工具，以符合數位經濟的未來需求

—與會機構多認為 CBDC 應由「央行與民間合作」共同提供(圖 4)，維持傳統上貨幣由公私合作共同提供的方式，善用現行已運作良好的雙層式架構，讓銀行在 CBDC 體系中繼續扮演金融中介的角色，以避免對央行貨幣政策執行與維護金融穩定產生負面影響。

—CBDC 作為供大眾使用的中央銀行貨幣，成為「市場共用的支付工具」將是最適合的市場定位(圖 5)，在各種支付場景均能通用，不受制於特定支付品牌或支付場景。

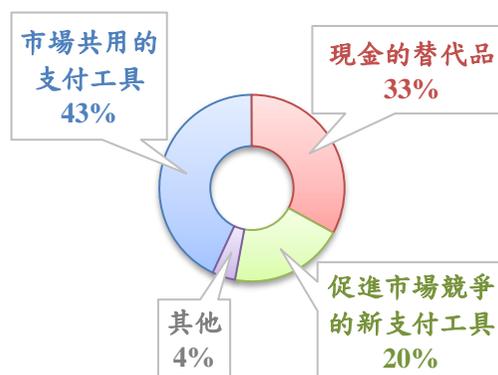
—CBDC 如「符合數位經濟的未來支付需求」，將能發揮出最大的效益(圖 6)，確保在經濟朝向數位化發展的過程中，讓大眾能繼續使用安全的中央銀行貨幣，滿足各種支付需求，並改善目前支付的痛點。

圖 4 CBDC 的提供方式



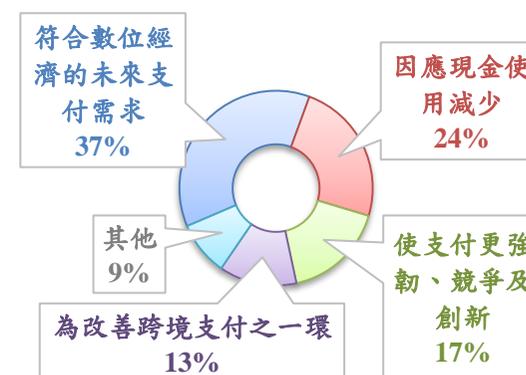
資料來源：本行CBDC工作小組

圖 5 CBDC 的市場定位



資料來源：本行CBDC工作小組

圖 6 CBDC 的最大效益

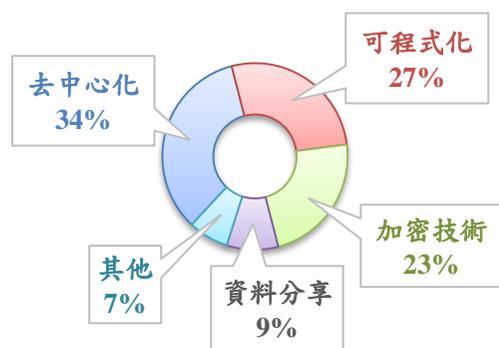


資料來源：本行CBDC工作小組

(3)分散式帳本技術(DLT)有其效益，但並非完全適用於 CBDC，尚需 7~10 年以上 CBDC 技術才會成熟

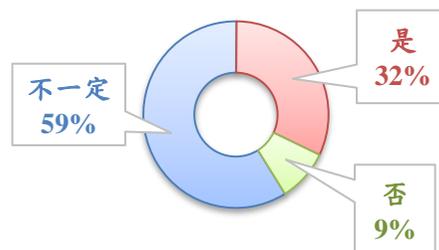
- 就 **DLT** 對 CBDC 的**效益**部分，與會機構意見**較為分歧**，多認為 DLT 去中心化的獨特性質為最大的效益，另有不少與會機構認為可程式化與加密技術等亦有助於 CBDC 的發展(圖 7)；不過，與會機構多認為 **CBDC 不一定**要使用 **DLT**(圖 8)。
- 不論是否使用 DLT，目前 **CBDC 技術仍有待時間的發展**，僅少數與會機構認為 3 年內 CBDC 技術就能成熟；認為需 4~6 年時間的與會機構約占三分之一；至於對 CBDC 技術發展保守看待，預期需 7~10 年與 10 年以上者，合計則超過半數(圖 9)。

圖 7 DLT 對 CBDC 的效益



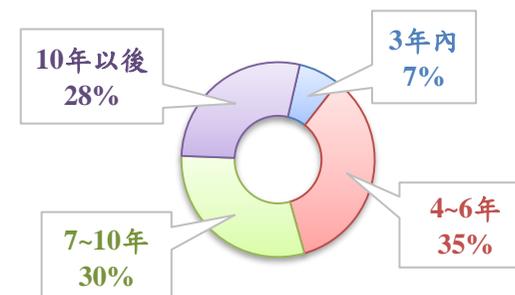
資料來源：本行CBDC工作小組

圖 8 CBDC 是否應使用 DLT



資料來源：本行CBDC工作小組

圖 9 CBDC 技術何時成熟



資料來源：本行CBDC工作小組

2. 本行 CBDC 研究規劃符合國際趨勢與國內需求

- 本行規劃的 CBDC 運作架構，採用央行與民間合作的**雙層式架構**，以及部分功能可結合 DLT 的設計等²⁹，符合國際發展趨勢，並聚焦於改善國內電子支付的痛點。未來透過 CBDC 可打破現行不同支付服務間的隔閡，促進支付市場的一體化，以充分發揮支付的網路效應；CBDC 不以營利為目的，規劃將比照現金，讓一般民眾在日

²⁹ 例如，本行第二階段「通用型 CBDC 試驗計畫」的 CBDC 平台設計係以中心化系統為基礎、部分功能(例如交易資料儲存等)結合 DLT。

常交易上無需負擔手續費，並著重於提升使用者體驗，儘可能降低使用門檻，並支援離線交易；同時減少商家系統整合的負擔，以利推廣 CBDC 普及使用。

- 本行**第二階段「通用型 CBDC 試驗計畫」**已於本年 9 月 28 日啟動，目前 CBDC 工作小組正與外部技術團隊協作，**初步規劃試驗場景主要有(1)大額交易的款券同步交割(DvP)³⁰、(2)境內消費支付與轉帳及(3)跨境小額匯款³¹三種類型**，此大致涵蓋通用型 CBDC 主要應用範圍；後續將持續與相關業者溝通具體需求與細部流程等，以規劃出能解決現行支付痛點並符合市場需求的設計。
- 本行未來亦會視業務規劃需要，不定期徵詢外部相關機構意見，並配合未來實際的需求隨時調整規劃。

(四)結語

1. 主要國家目前未有發行計畫，惟亦未忽視 CBDC 未來發展的潛力

- 數位經濟發展的趨勢下，**貨幣的數位化已是進行式**；例如，大眾使用商業銀行貨幣與電子貨幣進行各種線上與行動支付，以及銀行使用央行準備金形式的中央銀行貨幣所進行各種大額支付，均已數位化。**然而**，另一種形式的中央銀行貨幣「**現金**」，**無法運用於數位環境**，其作為支付工具的角色未來恐逐漸弱化，**形成支付市場上的一塊缺口**。
- **主要國家的電子支付發展良好並持續完善中**，因此，目前均未有**CBDC 發行計畫**，亦未公布推出時間表，**惟著眼 CBDC 作為數位支付工具用於數位經濟的未來發展潛力**，**近期也陸續展開研究與試驗**，以完備未來支付發展的可能選項；至於**電子支付基礎設施缺乏的新興國家**，**CBDC 的效益較為明確**，可作為政府解決當前支付痛點

³⁰ 在 DvP 試驗場景中，初步規劃聚焦於法人的債票券等有價證券交易，以 CBDC 試驗 DvP 作業的可行性。

³¹ 在**跨境小額匯款試驗場景中**，初步規劃將先**聚焦於改善跨境小額匯款流程中涉及國內現金收付的不便與成本**；涉及跨境及境外部分則保留現行機制。例如，外籍移工可直接將 CBDC 付給辦理跨境小額匯款的業者，無需再透過超商或代收機構收付現金。

的選項，如巴哈馬已發行沙錢，讓該國民眾得以享受便利的行動支付服務。

2. 本行 CBDC 研究規劃符合國際趨勢與國內需求，正持續推進通用型 CBDC 試驗計畫

- 國際間央行除循序推進各自的 CBDC 研究與試驗外，也共同合作訂定「**CBDC 基本原則與核心特徵**」，作為各國 CBDC 的最高指導原則，確保 CBDC 的發行必須對貨幣與金融穩定「**無害**」，與其他形式的貨幣「**共存**」，並透過公私協力的雙層式架構，實現最適的「**創新與效率**」。
- 本行目前正進行**第二階段「通用型 CBDC 試驗計畫**」，將上述國際間訂定的「**CBDC 基本原則與核心特徵**」納入規劃，同時也會針對國內支付的痛點，試驗 CBDC 的應用場景，以符合國內對 CBDC 的期望；目前初步規劃 DvP、境內消費支付與轉帳及跨境小額匯款等三種可能的試驗場景，大致涵蓋通用型 CBDC 主要應用範圍。

3. 本行將持續關注國內外 CBDC 的發展，以精進本行 CBDC 研究與試驗

- **CBDC** 作為新形式的中央銀行貨幣，**涉及的層面非常廣泛**，可能不只影響央行維護貨幣與金融穩定的職責，對經濟、社會及其他方面亦可能產生深遠的影響。在決定推出 CBDC 前，必須在各方面都**經過深入且審慎的探討**，評估相關效益與風險，以及可能的因應措施，並經社會大眾廣泛的討論，**確保最終發行 CBDC 的決定已取得社會共識**，並在各方面均**具備穩固基礎，以延續中央銀行貨幣廣受信任的良好傳統**。
- 國際間除針對 CBDC 的技術層面持續進行研究與試驗外，也正探討 CBDC 對法律層面的可能影響，**本行將持續關注國際間 CBDC 在各方面的發展**，並**適時提出法律相關議題**³²；另一方面，**也會視需要**以說明會或其他方式，說明本行 CBDC 研究進展並與相關業者**交流意見**，以**持續精進本行的研究與試驗**。

³² 目前國際間對 CBDC 在法律層面的探討均為概念性的研究，並仍在持續進行之中。未來如決定要發行 CBDC，可能需配合修法，惟須待 CBDC 具體的設計架構與運作流程等確定後，才能進行修法程序。

六、亞太區域經濟整合與戰略佈局：發展、影響與因應措施

自2014年以來，**WTO杜哈回合**整體談判陷入**停滯**，各國相繼轉向較易取得共識的雙邊自由貿易協定(Free Trade Agreement, FTA)或區域FTA，**區域整合成為主流趨勢**。對於區內貿易比重益增、且區內價值鏈密集度走升的亞太國家而言，**透過區域大型FTA深化亞太經濟整合，成為各國主要對外經貿策略**。

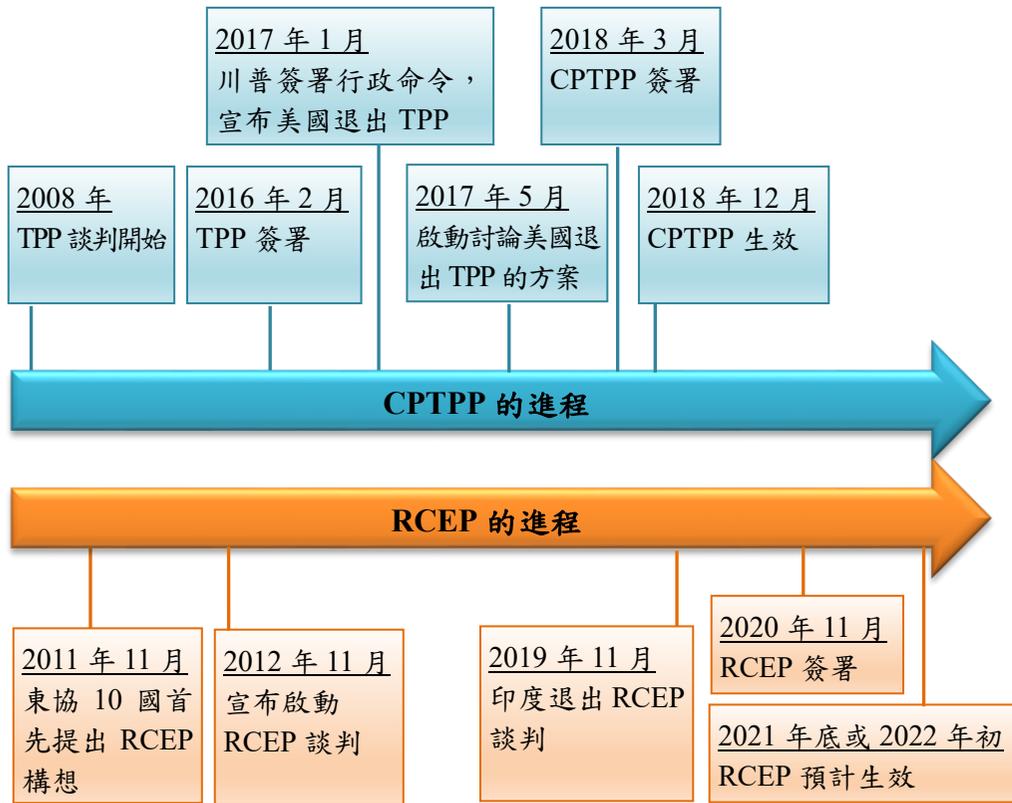
亞太兩大區域經濟整合中，原本由美國主導之「跨太平洋夥伴協定」(Trans-Pacific Partnership, **TPP**)，**在美國退出後轉由日本主導、並改稱為「跨太平洋夥伴全面進步協定」**(Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, **CPTPP**)，**在2018年底正式生效**；另由東南亞國協(ASEAN；簡稱**東協**)**10國提出、中國大陸主導之全球最大的區域貿易協定**——「區域全面經濟夥伴協定」(Regional Comprehensive Economic Partnership, **RCEP**)，亦於**本(2020)年11月15日完成簽署程序**。伴隨**中國大陸藉由RCEP與「一帶一路倡議」**(Belt and Road Initiative, BRI)**結合，或將擴大其影響力**；**美國轉趨積極佈署「印太戰略」**(Indo-Pacific strategy)，外界甚至認為，**美國可望重返CPTPP**。面對這樣的發展，台灣應如何因應RCEP，乃至於相關的戰略佈局？

本文擬**先介紹CPTPP、RCEP等兩大亞太區域FTA；再引介中國大陸藉RCEP連結「一帶一路倡議」的相關內容**；接著再探討**美國的「印太戰略」與重返CPTPP等可能因應選項**；進而，**說明RCEP對台灣的可能影響與因應之道**；最後，做出**結論與建議**。

(一) 亞太區域經濟整合的最新發展

CPTPP、RCEP 是全球兩大區域經濟整合，它們從談判到簽署均耗時多年，並歷經潛在成員國退出的經驗(見圖 1)；此外，CPTPP、RCEP 的成員國中，重疊者多達 7 國(見圖 2)。

圖 1 CPTPP 及 RCEP 的時程表



資料來源：UBS、作者自行整理。

圖 2 CPTPP 與 RCEP 成員國



* 美國退出 TPP 後，TPP 改名為 CPTPP；目前表態欲加入 CPTPP 的國家有台灣、南韓、印尼、菲律賓、泰國、哥倫比亞、英國及中國大陸。

** 印度中途退出 RCEP 談判；香港則有意加入 RCEP。

資料來源：Nikkei Asia。

1. CPTPP 簡介

CPTPP係以TPP為基礎之協定，成員國共11國，包括：日本、加拿大、澳洲、紐西蘭、新加坡、馬來西亞、越南、汶萊、墨西哥、智利及秘魯等。

(1) CPTPP 的緣起與發展

- 當初 **TPP 由美國主導**，為其「轉向亞洲、制定全球經貿規則」之戰略；惟隨著美國總統川普(Donald Trump)上台，由於**希望美國製造業回流的理念與開放本國市場的 TPP 背道而馳**，因而於**2017年1月23日**宣布**退出**。
- 隨後，**美國以外的 11 個成員國**組成 TPP 11，將 TPP **改名為 CPTPP**，**並改由日本主導**協商；2018年3月8日，CPTPP 正式簽署，並於**2018年12月30日**正式生效。
- CPTPP 生效後開放接受任何國家或關稅領域在各簽署國均同意下申請加入，而**台灣、南韓、印尼、菲律賓、泰國、哥倫比亞及英國**等，均曾表達加入 CPTPP 的意願；此外，**中國大陸**國家主席習近平，在本年11月亞太經濟合作會議(APEC)中表示，中國大陸**將積極考慮加入 CPTPP**。

(2) CPTPP 的重要內容

- CPTPP 除暫緩實施 TPP 中原依美國要求納入的條文¹外，幾乎納入所有條文，由於 TPP 為追求高度自由化之高標準協定，致基本上亦**為高品質、高標準之協定**。
- CPTPP 的**議題**範圍超越 WTO，除**關稅、非關稅障礙、市場准入**等**邊境措施**(border measures)以外，還**涉及**與貿易投資相關的**制度及法規開放**的**邊境內措施**(behind the border measures)，致成員國除須開放市場外，還須進行制度改革。

¹ CPTPP 暫緩適用原 TPP 中的原依美國要求而納入的條文 22 項條款，包括美國力推的「智慧財產權保護」11 項條款，以及其他涵蓋「投資人與地主國爭端調解機制」(ISDS)、「政府採購」、「動植物非法貿易」、「藥品及醫療器材」、「電信爭端」、「郵政專營權補貼」、「快遞貨品免徵關稅門檻定期檢討」等議題的條款。

- 在**關稅障礙**方面，**要求關稅快速且大幅減讓**，即協議生效後，90%產品區域內關稅免除，較長期間後，**95%產品關稅將被免除**；至於市場准入方面，**服務貿易及投資**則要求採行**負面表列**方式做出開放承諾。
- 對於**經貿規則**方面，則涉及環保、勞工及國有企業等敏感議題，即施予**更嚴格的環境保護執法**、強調**更自由的勞工權利**，以及規定**政府不得透過任何手段向國有企業提供非商業援助**等。

(3) CPTPP 的經濟規模與重要性

- 目前，CPTPP 的 11 個成員國的整體**經濟規模**約 11.2 兆美元(**占全球 12.9%**)，**貿易額**約 5.7 兆美元(**占全球 15.4%**)，人口規模約 5.1 億人(**占全球 6.6%**)，為全球第 5 大區域經貿協定²。
- 彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics, **PIIE**)**預估**³，**迨至 2030 年，CPTPP 將為全球 GDP 每年增加 1,470 億美元**。

2. RCEP 簡介

RCEP係目前全球最大的區域貿易協定，**成員國共15國**，包括：**東協10國**⁴、**中國大陸**、**日本**、**南韓**、**澳洲**及**紐西蘭**等。

(1) RCEP 的緣起與發展

- RCEP 於 **2012 年由東協啟動**談判⁵，過程中雖一度延宕不順，惟在**貿易保護主義日趨嚴重**之情況下，**談判於 2017 年開始加快進展**；儘管**印度**因擔憂遭中國大陸製造的產品傾銷，而於上(2019)年 11 月**退出談判**⁶，但其他 15 國仍於本年 11 月 15 日正式簽署 RCEP，結束長達 8 年的談判。

² 根據 IHS Markit 資料庫 2019 年數據。

³ Petri, Peter A. and Michael G. Plummer (2020), “East Asia Decouples from the United States: Trade War, COVID-19, and East Asia’s New Trade Blocs,” *PIIE Working Paper*, No. 20-9, June; Petri, Peter A. and Michael G. Plummer (2020), “RCEP: A New Trade Agreement that Will Shape Global Economics and Politics,” *Brookings*, Nov. 16.

⁴ 東協 10 國包括：印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國、新加坡、汶萊、柬埔寨、寮國、緬甸、越南等。

⁵ Iwamoto, Kentaro (2020), “Asia Forms World’s Largest Trading Bloc RCEP after Years of Talks,” *Nikkei Asia*, Nov. 15.

⁶ RCEP 保留其特殊權利，允許其隨時申請加入。

—RCEP 完成簽署後，須等待至少 6 個東協成員國及 3 個非東協成員國的國會批准同意後方能生效；外界預估，RCEP 可能在明(2021)年底或 2022 年初生效⁷。

(2) RCEP 的重要內容

- RCEP 整合及升級東協與中國大陸、日本、南韓、紐澳簽署的 4 個「東協+1」FTA，統一區域內經貿規則及消除關稅與非關稅障礙。
- RCEP 有 20 個章節，涵蓋貨物貿易、服務貿易、投資等方面的市場開放。其中貨物貿易承諾透過立刻降稅及 10 年內逐步降稅方式，將最終零關稅商品涵蓋比率達到 90% 以上，另統一採取區域累積的原產地規則(rules of origin, RoO)⁸，有助於促進貿易便利化及區域內產業鏈的穩定。至於服務貿易則要求採行正面或負面表列方式做出市場准入承諾，關於投資則規定採行負面表列方式進行市場開放。
- RCEP 還納入高水準的貿易便利化、智慧財產權、電子商務、競爭政策、政府採購等議題，惟未觸及勞工、環保及國有企業等敏感議題。

(3) RCEP 的經濟規模與重要性

- RCEP 涵蓋的 GDP 規模約 25.8 兆美元(占全球 29.7%)，貿易額約 10.0 兆美元(占全球 27.2%)，人口規模約 23.0 億人(占全球 30.0%)⁹；其中，中國大陸是區域內最大經濟體，也是 RCEP 成員的最大貿易夥伴。
- PIIE 預估¹⁰，若美中貿易戰持續，到 2030 年時，RCEP 將為全球 GDP 每年增加 2,090 億美元；HSBC 甚至預估¹¹，到 2030 年時，RCEP 成員國 GDP 的全球占比將由目前的 30%，提高至逾 50%。
- RCEP 的最大亮點為中日及日韓首次達成 FTA，且可望帶動更高標準的中日韓 FTA 談判加速完成。

⁷ The Economist (2020), “Who Gains from RCEP, Asia’s New Trade Pact?” *The Economist*, Nov. 21.

⁸ 產品只要在 15 個成員國組成的區域內，進行跨國生產組裝加工的增值，產品的原產地價值成分就可進行累積；許多產品最後只要加總達到在區域內增加 40% 的價值，就可視為該區域的產品，從而享受較低的關稅。

⁹ 同註 2。

¹⁰ 同註 3。

¹¹ Rajanayagam, Shanella and Debalika Sarkar (2020), “Ready for RCEP,” HSBC Global Research, Nov. 18.

3. CPTPP 與 RCEP 之比較

- 相較於 CPTPP 涵蓋面較廣、高標準及具較強約束力，**RCEP 涵蓋面較窄**，各成員國經濟發展程度差異大，難以達到高標準，轉而**強調彈性**(flexibility)¹²，並避開國有企業補貼、勞工權利及環境保護等敏感議題(見表 1、2)。
- 與 CPTPP 相較，**RCEP 零關稅商品涵蓋比率較低、稅率的下調期限相對寬鬆**；服務貿易及投資方面，**RCEP 要求的市場開放程度則較 CPTPP 低**(見表 2)。

表 1 CPTPP 與 RCEP 涵蓋議題之比較

主要議題	CPTPP	RCEP
貨物貿易	v	v
原產地規則	v	v
海關程序與貿易便利化	v	v
動植物衛生措施	v	v
標準技術法規和合格評定程序	v	v
貿易救濟	v	v
服務貿易	v	v
投資	v	v
智慧財產權	v	v
電子商務	v	v
競爭	v	v
中小企業	v	v
經濟技術合作	v	v
政府採購	v	v
自然人移動		v
國有企業	v	
勞工	v	
環境	v	

資料來源：CPTPP、RCEP。

表 2 CPTPP 與 RCEP 主要項目之比較

主要項目	CPTPP	RCEP
名目 GDP	11.2 兆美元 (占全球 12.9%)	25.8 兆美元 (占全球 29.7%)
貿易額	5.7 兆美元 (占全球 15.4%)	10.0 兆美元 (占全球 27.2%)
人口	5.1 億人 (占全球 6.6%)	23.0 億人 (占全球 30.0%)
成員國經濟開發水準	差異較小	差異較大
開發中國家 GDP 占比	7.4%	66.4%
協定的特點	強調高標準、無例外，側重貿易規則的制定	強調漸進式自由化、有彈性，側重儘快落實貿易便利化
零關稅商品涵蓋比率	95% 以上	90% 以上
稅率下調期限	相對嚴格 (90% 立即免關稅，其後達 95% 以上)	相對寬鬆 (10 年內逐步降稅，最終達 90% 以上免關稅)
服務貿易市場准入	採負面表列	採正面或負面表列
投資市場准入	採負面表列	採負面表列

資料來源：CPTPP、RCEP。

¹² RCEP 除給予低度發展的東協成員國特殊與差別待遇外，並給予較不發達的東協成員國額外的彈性，例如柬埔寨、寮國可利用 3~5 年的時間，來升級自身的海關程序。

(二)中國大陸藉 RCEP 連結「一帶一路倡議」，似將擴大其影響力

有論者認為¹³，RCEP與「一帶一路倡議」加以連結、互補，突破美中角力下中國大陸受到的經貿影響，似再擴大中國大陸的影響力。

1. 「一帶一路倡議」係中國大陸主席習近平於 2013 年提出的跨國經濟合作構想(見圖 3)

- (1) 「一帶」係指陸路的「絲綢之路經濟帶」：經中亞、俄羅斯至歐洲(波羅的海)；經中亞、西亞至波斯灣、地中海；以及前往東南亞、南亞及印度洋。
- (2) 「一路」係指「21 世紀海上絲綢之路」：從中國大陸沿海港口，經南海、印度洋，延伸至歐洲；從中國大陸沿海港口經南海到南太平洋。

圖 3 「一帶一路倡議」的規劃藍圖



資料來源：Merics、Deutsche Welle。

¹³ Current Affairs Correspondent East Asia (2020), "RCEP & BRI are Essentially Complementary in Design," Belt & Road News, Nov. 18; BBC 中文網 (2020), 「中國及亞太國家打造超級經濟圈 RCEP 的六個看點」, BBC 中文網, 11 月 14 日。

2. 「一帶一路倡議」聲稱旨在完善歐亞沿線區域基礎設施，促進中國大陸與沿線國家的投資貿易

- (1) 中國大陸指稱，「一帶一路倡議」係與歐亞沿線區域國家共同打造國際經濟合作走廊，聲稱旨在完善歐亞沿線區域基礎建設，促進投資貿易，以使沿線各國經濟聯繫更緊密，帶動經濟繁榮。
- (2) 「一帶一路倡議」包括基礎設施建設、資源開發、產業及金融合作等項目；截至本年 11 月 17 日，中國大陸已與 **138 個國家及 31 個國際組織** 簽署一帶一路合作文件¹⁴。
- (3) **絲路基金及亞洲基礎設施投資銀行**(Asia Infrastructure Investment Bank, AIIB) 提供重要的投融資支持。
- **絲路基金** 2014 年係由中國大陸政府創設，**原始規模為 400 億美元**，於 2017 年**再增資 1,000 億人民幣**(約 145 億美元)；**至本年 10 月**，絲路基金**已簽訂 47 個項目**，**承諾投資金額達 178 億美元**¹⁵。
- **AIIB** 係由中國大陸倡議設立的多邊金融機構，成立目的在支援亞洲地區基礎建設與經濟，並促進中國大陸與其他亞洲國家及地區合作；迨至目前，資金規模達 967 億美元，**已有 103 個成員國加入**。
- (4) **世界銀行預期**，「一帶一路倡議」**投資能力將達 5,650 億美元**，而全球礦業公司必和必拓(**BHP**)則估計，倡議相關項目的**總投入金額可能達 1 兆 2,810 億美元**，為當年**馬歇爾計畫**(The Marshall Plan)資金規模的**7 倍多**¹⁶。
- (5) 世界銀行報告¹⁷表示，「一帶一路倡議」一系列港口、鐵路、公路、橋樑，以及其他通過中亞、南亞，將中國大陸與歐洲連接起來的投資，若全面實施，其實**可望讓 3,200 萬人擺脫中度貧困**(moderate poverty)的情況。

¹⁴ 戴小河、安蓓 (2020)，「我國已與 138 個國家、31 個國際組織簽署 201 份共建一帶一路合作文件」，新華社，11 月 17 日。

¹⁵ 陳杭 (2020)，「絲路基金已簽約 47 個項目、承諾投資金額 178 億美元」，中國新聞網，10 月 23 日。

¹⁶ Okudera, Atsushi et al. (2020), "U.S.-Japan Dueling China for Influence in Indo-Pacific Region," *The Asahi Shimbun*, Jun. 1; Pandey, Ashutosh (2019), "China: A Loan Shark or the Good Samaritan?" *Deutsche Welle*, May 9; Deutsche Welle (2019), "China's Belt and Road is 'Green and Clean,' Says Xi," *Deutsche Welle*, Apr. 26.

¹⁷ The World Bank (2019), "Belt and Road Economics: Opportunities and Risks of Transport Corridors," The World Bank, June 1.

3. 「一帶一路倡議」發展迄今，因諸多參與國陷入債務陷阱，恐成為中國大陸海外借貸危機

- (1) 美國諮詢公司 RWR Advisory Group 一項研究報告曾指出，自 2013 年以來，「一帶一路倡議」的 1,814 個項目當中，有債務難題、建設項目遭公眾反對、勞工政策受到抗議、施工延期，以及國家安全顧慮等爭議的項目，約達 270 個，占整體項目價值的 32%¹⁸。
- (2) 其中，最令外界詬病的是，「一帶一路倡議」參與國大多為開發中國家，且當中多數財政狀況不穩定，信用評等低，這些昂貴建設項目，讓許多國家陷入債務陷阱。
- (3) 美國諮詢公司 Rhodium Group 分析中國大陸與 24 個國家、45 起重新債務協商的案例，大多債務爭端，中國大陸必須提供參與國債務減免或是延期還款¹⁹。例如，委內瑞拉向中國大陸貸款的金額逾 600 億美元，中國大陸原本期待委內瑞拉能以油元收入還貸；但委內瑞拉政治動盪和石油減產，只能償還貸款的利息；另與烏克蘭債務爭端，最後不得不訴諸國際仲裁來解決。
- (4) 尤有甚者，參與國因「一帶一路倡議」合作項目所背負的龐大債務，還引發領土扣押或出讓的爭議。最有名的例子是，2017 年斯里蘭卡因無力償還累積的債務，被迫將 Hambantota 港租借給中國大陸，且租期長達 99 年。

4. RCEP 與「一帶一路倡議」加以連結、互補，似將擴大中國大陸的影響力

- (1) 論者認為²⁰，中國大陸若要實現「一帶一路倡議」，有重新構建全球貿易體系的必要，而 RCEP 或將成為重要的基礎，為中國大陸制定貿易規則爭取主動權。
- (2) 另一方面，東協國家也能藉 RCEP，改善「一帶一路倡議」的資金可取得性，強化運輸、能源與通訊合作²¹。

¹⁸ Kyngé, James (2018), "China's Belt and Road Projects Drive Overseas Debt Fears," *Financial Times*, Aug. 8; Pandey, Ashutosh (2019), "China: A Loan Shark or the Good Samaritan?" *Deutsche Welle*, May 9.

¹⁹ Pandey, Ashutosh (2019), "China: A Loan Shark or the Good Samaritan?" *Deutsche Welle*, May 9; Deutsche Welle (2019), "China's Belt and Road is 'Green and Clean,' Says Xi," *Deutsche Welle*, Apr. 26.

²⁰ BBC 中文網 (2020), 「中國及亞太國家打造超級經濟圈 RCEP 的六個看點」, *BBC 中文網*, 11 月 14 日。

²¹ Petri, Peter A. and Michael G. Plummer (2020), "RCEP: A New Trade Agreement that Will Shape Global Economics and Politics," *Brookings*, Nov. 16.

(三)美國積極佈署「印太戰略」，且可望重返 CPTPP，以因應來自中國大陸的挑戰

RCEP 簽署後，中國大陸可能藉此與「一帶一路倡議」連結，發揮自身對全球的影響力。對此，美國除積極佈署「印太戰略」外，還可望重返 CPTPP。

1. 由美國主導的「印太戰略」

(1)「印太戰略」由川普提出，類似於日本早先提出的「安全鑽石戰略」，惟參與範圍更廣

—2017 年 11 月，川普在 APEC 企業領袖高峰會上，首先提出在國防、政治、外交及經濟等方面自由開放之「印太戰略」構想；外界認為，該戰略旨在因應中國大陸透過「一帶一路倡議」對美國全球霸權地位的威脅。

—類似於「印太戰略」的概念，最早可溯至 2007 年 8 月，在安倍晉三(Shinzo Abe)首次執政時，所提出的美國、日本、澳洲及印度等 4 國合作的戰略構想；迨至 2013 年 1 月，安倍二次執政時，正式提出「安全鑽石戰略」，由這 4 個國家共同構築貿易與安全網。

—不過，「印太戰略」所擴及的範圍及未來可能的合作國家，都較安倍的「安全鑽石戰略」來得廣且多；除包括亞太地區外，還通過印度洋延伸至中東及非洲(見圖 4)。

—目前，美國、澳洲及日本等 3 國皆加入「印太戰略」；至於印度雖未表態，但繼上年 9 月參與提升層級的「四方安全對話」(Quadrilateral Security Dialogue, Quad)²²部長級會議後，加上印度總理莫迪(Narendra Modi)於上年 11 月東協峰會(ASEAN Summit)提出「印太海洋構想」(Indo-Pacific Oceans Initiative)，被外界認為先前的消極態度似有所轉變。

²² 「四方安全對話」始於 2007 年 5 月，由美國、日本、澳洲及印度等 4 國組成，惟因澳洲於 2008 年 2 月宣布暫停對話，「四方安全對話」遂宣告破局；直到上年 9 月，才又重啟「四方安全對話」。

圖4 「印太戰略」、「安全鑽石戰略」及「一帶一路倡議」的範圍



資料來源：日本經濟新聞。

(2) 「印太戰略」旨在數位經濟、能源及投資基礎設施等項目，投資金額以美國的 600 億美元開發金融額度為最大宗

— 「印太戰略」旨在投資印太地區的數位經濟、能源、基礎設施及其他項目(見表 3)，藉由改善投資環境，鼓勵民間企業前往進駐，進一步帶動該區的就業與經濟發展。

— 2018 年 11 月美國海外私人投資公司(OPIC)、日本國際協力銀行(JBIC)、澳洲外交暨貿易部(DFAT)及澳洲出口融資暨保險公司(EFIC)等，簽署合作備忘錄，並於上年 4 月重新審視美、日、澳三邊基礎設施合作的進展²³。

²³ Japan Bank for International Cooperation (2018), “JBIC Signs MOU with Overseas Private Investment Corporation of the U.S., Department of Foreign Affairs and Trade, and Export Finance and Insurance Corporation of Australia,” Japan Bank for International Cooperation, Nov. 12; U.S. International Development Finance Corporation (2019), “OPIC, JBIC, and DFAT/Efic Reaffirm Commitment to Indo-Pacific Infrastructure Development,” DFC, June 25.

—美國在「印太戰略」的初步投資規模為 1.13 億美元；之後 2018 年通過「2018 年善用投資促進發展法案」(簡稱 BUILD 法案)，成立美國國際開發金融公司(DFC)²⁴，增加 600 億美元的開發金融額度。

表 3 「印太戰略」的主要投資項目²⁵

投資項目	說明
數位連結和網絡安全合作關係	<ol style="list-style-type: none"> 1. 初步投資規模為 2,500 萬美元。 2. 幫助合作國數位經濟發展及部署開放且安全資訊通信技術。
基礎建設交易及援助網絡	<ol style="list-style-type: none"> 1. 種子資金為 3,000 萬美元；另由美國國際開發金融公司(DFC)欲透過貸款、進行貸款保證或政治風險保險提供支持，欲在 5 年內創造 120 億美元新私部門投資。 2. 推出「藍點網絡」創新平台，提供符合高標準與遵守全球實踐的基礎設施，有其全球認可標章。 3. 2018 年 11 月美、日與澳在開發金融合作方面簽署三邊協議，進行巴布亞紐幾內亞的電氣化，以及東南亞與太平洋群島國家能源、數位及運輸業項目的合作。
亞洲能源增進發展和成長	<ol style="list-style-type: none"> 1. 每年投資近 5,000 萬美元，以幫助印太地區的合作夥伴進口、生產、運輸、儲存及部署他們的能源資源。 2. 美國發布「Asia EDGE」計畫，建立美國在印太地區能源技術上的支持，催化公私部門投資；另亦有日美戰略能源合作關係等國家間共同的能源投資合作。

²⁴ 取代原先的美國海外私人投資公司(OPIC)與美國國際開發總署(USAID)轄下的發展信用局(Development Credit Authority)。

²⁵ Department of State, United States of America (2019), “A Free and Open Indo-Pacific: Advancing a Shared Vision,” Department of State, USA, Nov. 4.

(3) 「印太戰略」與「一帶一路倡議」之比較

一 外界普遍認為，以美國為首的「印太戰略」，旨在與中國大陸主導的「一帶一路倡議」相抗衡，競爭政治、軍事與經濟的影響力；兩者無論規模、涵蓋範圍、動機與操作方法，不盡相同(見表 4)。

表 4 「印太戰略」與「一帶一路倡議」之比較

倡議別 內容	「印太戰略」	「一帶一路倡議」
主導國	美國	中國大陸
參與國	美國、澳洲、日本(印度迄今仍未表態加入)	南韓、新加坡、俄羅斯等 138 個國家，與中國大陸簽署合作文件
涵蓋範圍	<ul style="list-style-type: none"> 亞太地區、中東及非洲 占全球人口比重逾 33% 占全球 GDP 比重逾 33% 	<ul style="list-style-type: none"> 涵蓋歷史上的海陸絲路(包括亞洲、歐洲、非洲) 44 億人，占全球人口比重逾 70% 約 21 兆美元，占全球 GDP 比重約 62%
資金規模	1.13 億美元(初步投資) + 700 億美元*	預估 5,650 億美元，甚至可能達 1 兆 2,810 億美元
資金來源	美國國際開發金融公司(DFC)、日本國際協力銀行(JBIC)、澳洲外交暨貿易部、澳洲出口融資暨保險公司(EFIC)	絲路基金、亞洲基礎設施投資銀行(AIIB)
投資項目	數位經濟、能源及基礎設施	基礎設施、資源開發及貿易金融
主張	協助各國改善基礎設施條件，鼓勵民間企業進駐投資，提振當地就業與經濟發展。	強化中國大陸與沿線區域國家間的基礎設施、貿易與投資連結。
操作方式	<ul style="list-style-type: none"> 政府扮演鋪路搭橋的角色，強調合作而非主導，同時鼓勵市場經濟。 政府的投資是對印太地區的承諾，但真正的資金必須靠民間企業。 	<ul style="list-style-type: none"> 側重於政府主導進行投資，被視為是計畫經濟的體現。 經常要求受援國須由中國大陸國營企業來承包工程甚或僱用中國大陸勞工。
外界評論	<ul style="list-style-type: none"> 象徵意義大於實際，旨在將美國塑造成印太地區的可信賴夥伴，另可提醒中國大陸提升自身在透明化及治理上的標準、合作國家有替代方案可供選擇等。 美國有機會藉由擴大與印太地區合作，成為全球最具影響力的經濟聯盟。 係與中國大陸提出的「一帶一路倡議」相抗衡。 	<ul style="list-style-type: none"> 實為打造中國大陸式的全球化，追求自身的利益，解決中國大陸產能過剩問題。 國際間甚至形容「一帶一路倡議」具掠奪性，認為中國大陸係在利用主權債務，獲得對參與國的政治影響力；為阻擋「一帶一路倡議」滲透，澳洲近日甚至通過新法，授權聯邦政府，可否決或廢除地方州與外國所簽協議。 係與美國進行政治博弈、經濟對抗，甚至軍事較勁。

* 包括美國投資的 600 億美元，以及日本投資的 100 億美元。

2. 美國面對中國大陸在亞太區域的坐大，可能的因應選項²⁶

(1) 在更多邊的支持下，繼續積極佈署「印太戰略」

— 「印太戰略」雖獲美國國會及越南等東協成員國的支持，惟在 RCEP、CPTPP 及「一帶一路倡議」持續壯大的同時，恐使美國遭邊緣化。

— 不過，《經濟學人》認為，「印太戰略」並非龐然大物的多邊組織，其即便沒有經濟支柱，仍可憑藉其適當的彈性、可擴大議程的能力，以緊密集團的身分，促使各國在經濟利益與安全利益之間作出選擇。

(2) 重返 CPTPP，積極發揮安全功能的同時，參與區域經濟網絡

— 美國若加入 CPTPP，可望將其影響力迅速擴大至印尼、菲律賓、南韓、泰國及英國；《日經亞洲》指出，美國總統當選人拜登(Joe Biden)宣告「美國回來了！」的最快方式就是加入 CPTPP，且拜登上任後，可能支持台灣成為 CPTPP 的一員。

— PIIE 於 2017 年指出，美國若加入 CPTPP，有利於台灣實質所得的增加²⁷。

(3) 強調加強軟實力的參與，以及小而堅固的安全保障

— 美國應利用自身的優勢，提出更具體的倡議。

— 美國除應積極參加區域論壇、加強相互間的交流外，還須倡導以法則為基礎的貿易，以及明確表明的軍力。

²⁶ Petri, Peter A. and Michael G. Plummer (2020), “RCEP: A New Trade Agreement that Will Shape Global Economics and Politics,” *Brookings*, Nov. 16; *The Economist* (2020), “An Indo-Pacific Club Builds Heft,” *The Economist*, Nov. 19; Pesek, William (2020), “How Biden Can Use Taiwan to Rattle China,” *Nikkei Asia*, Dec. 10.

²⁷ Petri, Peter A. et al. (2017), “Going It Alone in the Asia-Pacific: Regional Trade Agreements Without the United States,” *PIIE Working Paper*, No. 17-10, Oct.；進一步內容，請參閱中央銀行（2017），「台灣宜加速爭取加入 CPTPP」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 21 日。

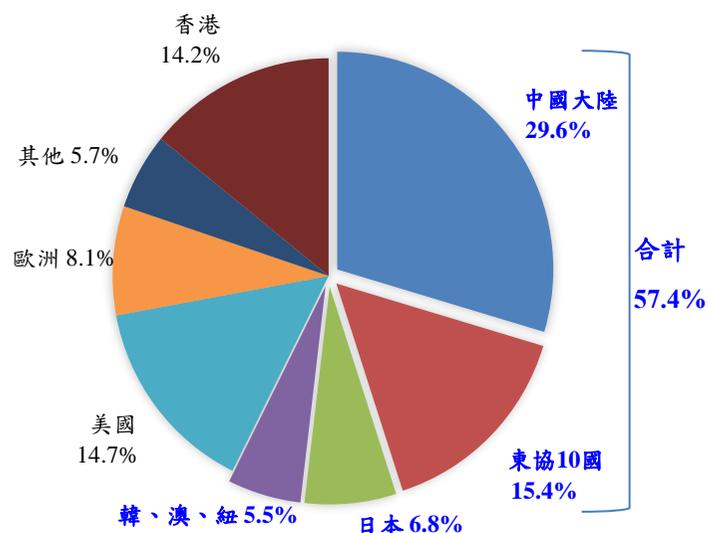
(四)RCEP 對台灣的可能影響與因應之道

1. RCEP 為台灣主要出口市場，惟生效後對台灣出口的影響應屬有限

(1)RCEP 成員國為我國重要出口市場，合計出口占比達 57.4%

- 一成員國中，**中國大陸**、**東協 10 國**及**日本**分別為**台灣第 1、2、5 大出口市場**；本年 1~11 月，台灣對其出口占總出口比重分別為 29.6%、15.4%及 6.8%(見圖 5)。
- 一 本年 1~11 月，台灣總出口年增 4.2%，RCEP 市場的貢獻度達 2.1 個百分點；其中，**對中國大陸出口的增幅及貢獻度最大**，分別為 **11.1%及 3.1 個百分點**，抵銷對東協 10 國及韓、澳、紐出口的負貢獻(見表 5)。

圖 5 台灣主要出口市場比重
2020 年 1~11 月



資料來源：財政部通關統計。

表 5 台灣對 RCEP 及其成員國之出口

	2019 年	2020 年 1~11 月				
	年增率 (%)	金額 (億美元)	比重 (%)	增減額 (億美元)	年增率 (%)	貢獻度(百分點)
總出口	-1.5	3,122.9	-	126.1	4.2	4.2
RCEP	-3.8	1,791.0	57.4	62.9	3.6	2.1
中國大陸	-4.9	925.4	29.6	92.1	11.1	3.1
東協 10 國	-7.2	480.5	15.4	-14.2	-2.9	-0.5
日本	2.1	213.7	6.8	0.6	0.3	0.0
韓、澳、紐	5.2	171.3	5.5	-15.7	-8.4	-0.5

資料來源：財政部通關統計。

(2)RCEP 對台灣出口的影響應屬有限

- 台灣對 RCEP 出口占總出口比重雖近 6 成，惟對其出口主要為電子零組件與資通及視聽產品，且因資訊科技協定 (ITA) 零關稅，台灣出口 RCEP 金額 76.3% 免關稅(見表 6)，故 RCEP 對台灣出口的影響應屬有限。
- RCEP 為 4 個「東協+1」²⁸FTA 的整合版，相關協定實施至今多年，台灣產業已透過投資佈局、產線調整或尋求產品差異化調整因應，逐步降低或適應有關衝擊。

表 6 台灣對 RCEP 國家出口與關稅情況
2019 年

單位：億美元；%

	台灣對 RCEP 出口*		RCEP 各國(關稅領域)對台灣進口品課徵關稅級距之金額比重*					
	金額	占總出口比重	0%	0%<duty<=5%	5%<duty<=10%	10%<duty<=15%	15%<duty<20%	duty>20%
RCEP-15國	1,894.3	57.5	76.3	9.7	10.6	2.4	0.6	0.5
中國大陸	918.9	27.9	72.7	9.9	14.5	2.0	0.6	0.2
日本	233.1	7.1	82.8	14.7	1.9	0.1	0.1	0.3
南韓	169.3	5.1	78.0	3.5	17.6	0.4	0.0	0.6
澳洲	32.4	1.0	57.0	43.0	0.0	0.0	0.0	0.0
紐西蘭**	4.8	0.1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ASEAN-10	353.8	16.3	70.1	12.4	6.7	7.8	1.5	1.5
新加坡**	182.1	5.5	99.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
越南	107.8	3.3	64.4	11.2	6.2	14.8	2.3	1.1
馬來西亞	94.1	2.9	89.2	1.8	1.3	4.6	1.4	1.7
菲律賓	61.7	1.9	73.2	13.3	8.8	2.6	0.0	2.1
泰國	55.2	1.7	68.5	19.0	10.3	0.0	0.4	1.8
印尼	29.3	0.9	26.4	39.4	15.8	14.1	3.4	1.0
柬埔寨	3.0	0.1	53.6	12.2	20.4	10.5	0.0	3.4
緬甸	2.4	0.1	0.7	59.5	7.2	25.5	0.9	6.3
寮國	0.1	0.0	3.7	23.9	63.4	0.0	0.3	8.7
汶萊	0.1	0.0	84.5	3.2	0.0	0.0	0.0	12.2

*：台灣對 RCEP 國家相關出口金額，計算基礎為台灣海關數據；各國自台灣進口品關稅結構比重之計算基礎則為各國海關數據。

**：台紐經濟合作協定(ANZTEC)與台星經濟夥伴協定(ASTEP)分別於 2013 年與 2014 生效，星、紐自台灣進口品項逾 99% 適用優惠關稅待遇。

資料來源：整理自 WTO 與 International Trade Centre。

²⁸ 分別為東協－中國 FTA、東協－日本 FTA、東協－南韓 FTA、東協－澳紐 FTA。

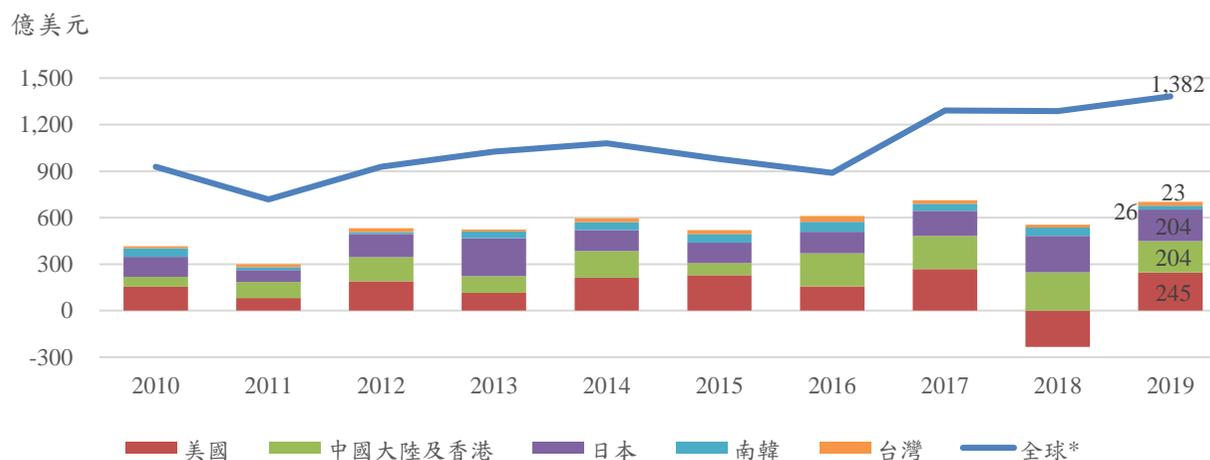
2. RCEP 將促使亞太供應鏈進一步整合，台灣廠商須強化佈局與合作以為因應

(1) 跨國企業已積極於東協投資設廠，預期 RCEP 將使得 FDI 進一步增加

— 中國大陸為全球最大生產基地，近年部分中國大陸境內跨國企業為降低美中貿易衝突的不利影響，尋求「中國+1」模式，在中國大陸以外國家增設生產基地；另外，中國大陸積極推動產業升級，勞力密集、低附加價值或高污染行業亦逐步轉移至東協國家。

— 上述情況使得**東協國家的外人直接投資(FDI)淨流入上升**，上年全年為 1,382 億美元，前 3 大來源國分別是美國(245 億美元)、中國大陸及香港(204 億美元)與日本(204 億美元)，自台灣的 FDI 則為 23 億美元(見圖 6)。由於東協國家具地理位置鄰近中國大陸、勞動力充沛、土地及人力成本相對較低等優勢，**預期 RCEP 簽署後，東協國家的 FDI 將進一步增加**。

圖 6 東協之 FDI



資料來源：ASEANstat，不包括東協國家相互投資。

(2)RCEP 原產地規則與中、日、韓自由貿易關係將進一步強化亞太供應鏈整合程度，台灣宜強化跨國及跨業合作

- RCEP 整合現有 4 個 FTA 的**原產地規則**並作**統一規範**，許多產品只要在 RCEP 區域內累積增加 40%的價值²⁹，就可視為該區域產品，從而享受較低關稅。**企業**除可減低產品出口的作業時間與成本，亦**便於在區域內不同國家間選擇生產或加工地點**，進行多國、長鏈的供應鏈整合。
- **中國大陸與日本、日本與南韓**藉由 RCEP **形成新的自由貿易關係**，**中、日、韓彼此進口的減免關稅品項比率將大幅提高至逾 8 成**³⁰，提高 3 國相互產品出口競爭力。中國大陸市場占台灣出口達 3 成，又**日、韓為台灣主要出口競爭者**，日後**出口至中國大陸享有較低關稅**³¹，將**對台灣廠商造成額外壓力**。此外，日本為亞太供應鏈上游關鍵產品及技術主要來源，**RCEP 有利中、日、韓產業合作，不利國內廠商與亞太供應鏈整合**。
- **台灣對亞太供應鏈的參與程度高**，國內廠商除透過提高產品競爭力**強化與亞太供應鏈連結**，並宜**設法擴大參與其他供應鏈**，降低 RCEP 成形的衝擊。

(五)結論與建議

1. 近年來亞太區域經濟整合積極展開，日前 RCEP 亦完成簽署，可望於一年多內生效；中國大陸藉 RCEP 連結「一帶一路倡議」，對印度、美國似將形成重大壓力

(1)RCEP 可望帶來歷史性的突破，**重塑全球貿易**，**迨至 2030 年時，RCEP 成員國 GDP 的全球占比將由目前的 30%，提高至逾 50%**。

²⁹ RCEP 採行較寬鬆的原產地規則，依 RCEP 區域內附加價值累積比率，而非按區域內單一國家附加價值比率進行認定。

³⁰ 參考新聞報導 Nikkei Asia (2020), “RCEP to Remove Tariffs on 86% of Japan’s Exports to China,” *Nikkei Asia*, Nov. 15, 以及本行自行估算。

³¹ 中韓 FTA 於 2015 年 12 月 20 日生效並已陸續降稅，南韓產品在中國大陸市場享有較低關稅，對台灣的衝擊，主要係中韓 FTA 降稅期程的影響。

- (2) **日本與南韓將會是最大獲利者**，據估計，10 年內日、韓的 GDP 將因 RCEP 增加 1%；中國大陸則增加 0.25%。
- (3) 有論者認為，中國大陸藉 RCEP 連結「一帶一路倡議」，似將擴大其影響力，此一發展或將對印度、美國形成重大壓力；不過，也有論者指出，**RCEP 被過度美化，其實只是組合各種 FTA 的總體合約**。RCEP 雖使 90% 商品免課關稅，但**原先各國之貿易協定已涵蓋 80% 商品項目**³²。

2. 「一帶一路倡議」的海外貸放金額急速縮水，規模並不如原先預期；中國大陸或過度誇大其效益

- (1) 中國大陸的「一帶一路倡議」，旨在展現中國大陸擴展投資貿易版圖的雄心大略。
- (2) 或有論者認為，「一帶一路倡議」若全面實施，**可望讓許多參與國民眾擺脫中度貧困**³³；惟發展迄今，有諸多參與國**陷入債務陷阱**，中國大陸必須進行債務減免或延期還款，甚至引發領土扣押或出讓的爭議，例如斯里蘭卡於 2017 年因無力償還，被迫將 **Hambantota 港租借**給中國大陸長達 **99 年**。
- (3) 倫敦《金融時報》指出³⁴，最新公布的數據顯示，**中國大陸對海外的貸放金額**已從最高峰的 750 億美元，**降至上年的 40 億美元**；「一帶一路倡議」正演變成**中國大陸的第一個海外債務危機**，陷入與債務國重啟債務協商的泥沼中。

3. 外界建議，美國應繼續大力推動「印太戰略」或加入 CPTPP，來避免在亞太區域被邊緣化

- (1) 被外界認為要與「一帶一路倡議」相抗衡的「**印太戰略**」，其**投資規模**相較之下，**雖顯得微不足道**；惟也有論者認為，**未來美國或能藉此與印太地區國家協商雙邊自由貿易協定**，甚或**開放印太地區國家加入未來的美歐或美歐日的零關稅自由貿易區**，進而成為**全球最具影響力的經濟聯盟**。
- (2) 外界**建議美國**，應繼續大力推動「**印太戰略**」、**加入 CPTPP** 或積極參加區域論壇，避免被邊緣化。

³² Sytsma, Tobias (2020), "RCEP Forms the World's Largest Trading Bloc. What Does This Mean for Global Trade?" *The Rand Blog*, Dec. 9.

³³ 同註 17。

³⁴ Kynge, James and Jonathan Wheatley (2020), "China Pulls back from the World: Rethinking Xi's 'Project of the Century'," *Financial Times*, Dec. 12; Ray, Rebecca and Blake Alexander Simmons (2020), "Tracking China's Overseas Development Finance," *Global Development Policy Center*, Dec. 7.

4. 對台灣而言，RCEP 影響應屬有限，惟仍應積極爭取加入 CPTPP；另爭取加入其他各種貿易協定與合作，包括「台美雙邊貿易協定」(BTA)及「印太戰略」等，尋求與新南向政策共同發揮綜效

(1)儘管台灣的 FTA 覆蓋率不及 10%，惟因資訊科技協定(ITA)零關稅，對 RCEP 成員國的出口，已 76.3%免關稅，故 RCEP 對台灣出口的影響應屬有限；PIIE 預估，迨至 2030 年，台灣的 GDP 減少 0.4%，僅約等於每年 0.04%。

(2)美國可能支持台灣加入 CPTPP，台灣宜積極尋求加入 CPTPP。

— 外界認為，美國總統當選人拜登上任後，可能支持台灣成為 CPTPP 的一員。

— 有研究指出，美國若加入 CPTPP 的情境下，將有利於台灣；但無論美國是否重新考量加入，台灣都宜積極爭取加入 CPTPP，俾將台灣經濟與全球價值供應鏈連結。

— 目前，台灣正積極尋求加入 CPTPP，惟尚需相關法規配套修法完成，包括「專利法」、「著作權法」、「商標法」及「數位通訊傳播法」等 4 項法案，待相關部會重新檢視或研議，送請立法院審議。

(3)此外，台灣尚應爭取加入其他各種貿易協定，包括「台美雙邊貿易協定」及「印太戰略」等，利用自身的人才與資源優勢，從中扮演建設性角色，並尋求與新南向政策共同發揮綜效。

— 本年 9 月，台灣與美國簽署「台美基礎建設融資及市場建立合作架構」備忘錄，對亞洲、拉丁美洲國家的基礎建設與能源計畫提供融資，希冀未來 2 年內，將有首波投資啟動。

— 本年 12 月，台美雙方亦宣布共同參與新南向國家婦女生計債券計畫，旨在協助該區域弱勢婦女及女性企業家取得貸款，提升印太地區婦女經濟賦權及永續發展，係台灣與美國國際開發金融公司(DFC)在印太地區的合作首例。

— 另外，台灣亦應利用自身在高科技產業擁有的人才與資源優勢，更加突顯台灣在「印太戰略」中能扮演的建設性角色，進一步提升與新南向政策共同發揮的綜效。