

6月25日央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

104.6.25

前 言

央行肩負維持物價穩定與金融穩定，以及協助經濟發展之職責，向來密切注意國內外經濟金融情勢之變化，並妥適運用各種貨幣政策工具，以達成法定經營目標。

全球金融風暴之後，國際短期資金大量頻繁移動，對台灣等小型高度開放經濟體外匯與金融市場之影響很大，央行將本於職責維持外匯市場秩序。鑑於高漲的房價危及金融穩定，央行早自 2010 年就採取總體審慎措施因應，控管金融機構不動產授信風險已見成效；加上政府的不動產相關租稅措施，以及推行房地合一實價課稅，有助抑制房市投機炒作，健全房地產市場發展，對銀行業信用也有正面效益，可促進金融穩定。

在總體經濟方面，台灣的經常帳長期順差、金融帳持續淨流出，並非全球獨有現象；惟反映國內超額儲蓄問題仍待解決。另外，全球供應鏈改變，大陸供應鏈興起，全球貿易深受影響，台灣出口與中國大陸產業結構關連性高，更面臨嚴苛挑戰。油價與全球景氣復甦有密切關係，油價展望值得關切。美國量化寬鬆政策(QE)退場，即將升息邁向貨幣政策正常化，而歐元區及日本仍維持 QE；QE 之功過備受關注，Bernanke 與 Rajan 等專家的觀點可供省思。

茲就上述相關議題經詳細分析說明，彙集成冊，提供社會各界參閱，期盼有助釋疑。

目次	頁次
一、短期國際資本移動對小型開放經濟體金融市場的干擾	1
二、貨幣政策、財政政策與總體審慎政策的搭配議題—房地合一實價課稅，可促進金融穩定與改善分配不均	10
三、金融帳持續淨流出，不是台灣獨有的現象。經常帳順差反映國內超額儲蓄，促進投資為減少超額儲蓄的有效方法	26
四、全球貿易成長減緩與全球供應鏈改變的問題	32
五、中國大陸供應鏈興起對台灣出口的影響	41
六、近期國際油價走勢與展望	47
七、前 Fed 主席 Bernanke 與印度央行總裁 Rajan 觀點的比較—金融創新與量化寬鬆	53

一、短期國際資本移動對小型開放經濟體金融市場的干擾

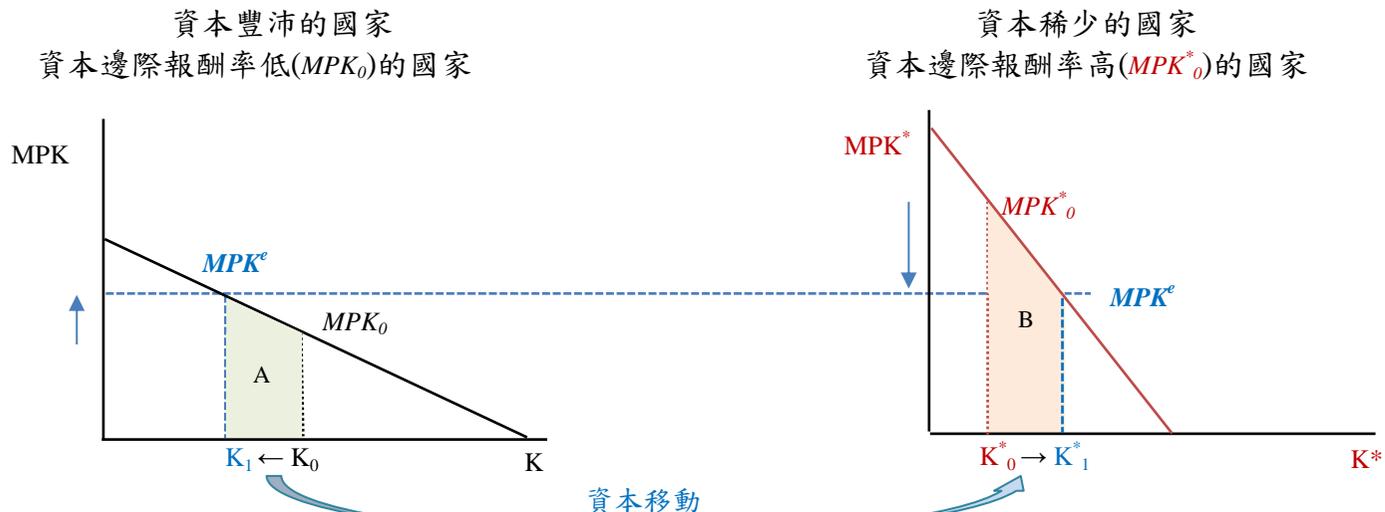
全球金融危機後，先進國家採行的量化寬鬆(QE)貨幣政策，擴大了短期國際資本移動的規模；這些資金在國際間尋找投資標的，頻繁、大量進出各國金融市場，干擾全球金融市場的穩定，對小型開放經濟體的衝擊尤大。

(一)全球金融危機前，倡議國際資本移動效益的論點

1. 支持國際資本移動的理論基礎

- (1)國際資本移動的倡議者認為，國際資本由資本豐沛的國家(即資本邊際報酬率較低者)流向資本稀少的國家(即資本報酬率較高者)，能有效協助一國加速生產力成長、經濟多元化及國際化。
- (2)均衡時，兩國資本邊際報酬率相等，且全球所得提升(面積 B 大於面積 A，見下圖)，一如支持國際間自由貿易之主張。

國際資本移動理論上的效益



2. 支持國際資本移動的倡議者認為，國際資本移動對資本提供國、接受國及全球經濟都有好處¹

- (1)由於開發中國家缺乏資本，而已開發國家擁有充裕資本；因此，開發中國家的資本邊際報酬較高，這提供已開發國家投資開發中國家的強勁誘因；換言之，**國際資本將從富有的國家流向貧乏國家**。
- (2)由於開發中國家的所得水準低，且大多數人口的大部分所得係用來消費，從而成了儲蓄的不足；因此，透過開放資本帳，外國資本能夠填補開發中國家的儲蓄/投資缺口(savings-investment gap)。
- (3)已開發國家擁有資本的投資人，相較於在本國投資，能自開發中國家獲得更高的報酬。
- (4)除獲取更多投資帶來的長期利益外，缺乏資本的**開發中國家**透過使用外國資本，能**緩和本身經濟循環的波動**。
- (5)國際資本自由移動，可透過融通投資、提升資本配置效率、加速發展金融部門、進行技術移轉、促進專業化等直接與間接管道，有益於全球經濟的發展。

(二)全球金融危機後證實，國際資本移動不同於經濟理論的完美假設

1. 實際上，國際資本移動的方向，並不是由資本豐沛的富有國流向資本稀少的貧窮國²：

- (1)國際資本係持續流向資本豐沛的國家。以台灣為例，長期以來存在超額儲蓄的現象，屬於資本豐沛的國家，但台灣仍經常面臨龐大國際資本流入的困擾。
- (2)低所得國家通常存在治理較不佳、商業環境較不友善、市場較不具競爭力的情況，這些因素都會降低資本邊際報酬，阻礙投資，讓開發中國家不像理論假設的那樣吸引國際投資人。
- (3)開發中國家的儲蓄率通常比已開發國家高，但投資機會卻比較稀少。因此，資本會從開發中國家流出。

¹ UNCTAD (2013), *Trade and Development Report 2013: Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*, United Nations Conference on Trade and Development, Sep. 12。

² Dadush, Uri and Bennett Stancil (2011), "The Capital Flow Conundrum," *VoxEU*, Jul. 5。

2. UNCTAD (2013)指出³，不受限制的國際資本移動的增加，通常並沒有帶動實質投資的增加，也沒有帶來更高且更穩定的 GDP 成長率；實際結果，根本不同於理論假設

(1)國際資本自由移動的結果，很少是帶來有助於提昇一國生產潛力的外人直接投資(FDI)活動；反而是誘使那些得以在國境間自由進出的投機性熱錢，在國際間大肆進行投機活動。

(2)金融市場並非效率市場(efficient market)，外匯市場的群聚行為(herding behavior)，易造成嚴重的價格與貿易扭曲，傷害實體經濟與國際貿易⁴。

(3)國際資本移動取代國際貿易(經常帳)或經濟基本面，成為左右匯率變動的主要因素⁵；UNCTAD 早已於 2009 年表示，資本大舉湧入不再被視為經濟強健的象徵，而是經濟失衡的潛在來源⁶。

3. IMF 研究分析 1980 年以來⁷，近 150 個國家(包括台灣)的資本移動資料，結果顯示，資本移動變化無常，無論何時何地都是如此；尤其證券投資(包括股權投資、債權投資)型態的資本移動反覆無常，FDI 是唯一例外。

4. 倫敦商學院教授 Rey (2015)指出，國際資本移動的好處，無論理論或實證上均不明確。再者，美國等居於國際貨幣體系核心國家的貨幣政策，透過國際資本移動外溢至其他國家，擾亂其他國家的資產市場及金融中介⁸。

5. 近期 IMF 研究指出，美國 QE 政策對許多新興經濟體的影響程度更甚於美國，美國 QE 提高新興亞洲與拉丁美洲匯率升值的壓力；跨境的貨幣政策外溢效應(spillover effect)，係總體經濟與金融不穩定的重要來源⁹。

³ UNCTAD (2013), *Trade and Development Report 2013: Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*, UNCTAD, Sep. 12.

⁴ UNCTAD (2009), *Trade and Development*, Sep. 及 IMF (2010), *Global Financial Stability Report*, Oct.

⁵ UNDP (2009), *The Global Financial Crisis and the Asia-Pacific Region*, Nov.

⁶ UNCTAD (2009), *Trade and Development*, Sep.

⁷ Bluedorn, John, Rupa Duttagupta, Jaime Guajardo, and Petia Topalova (2013), "Capital Flows Are Fickle: Anytime, Anywhere," *IMF Working Paper*, Aug.

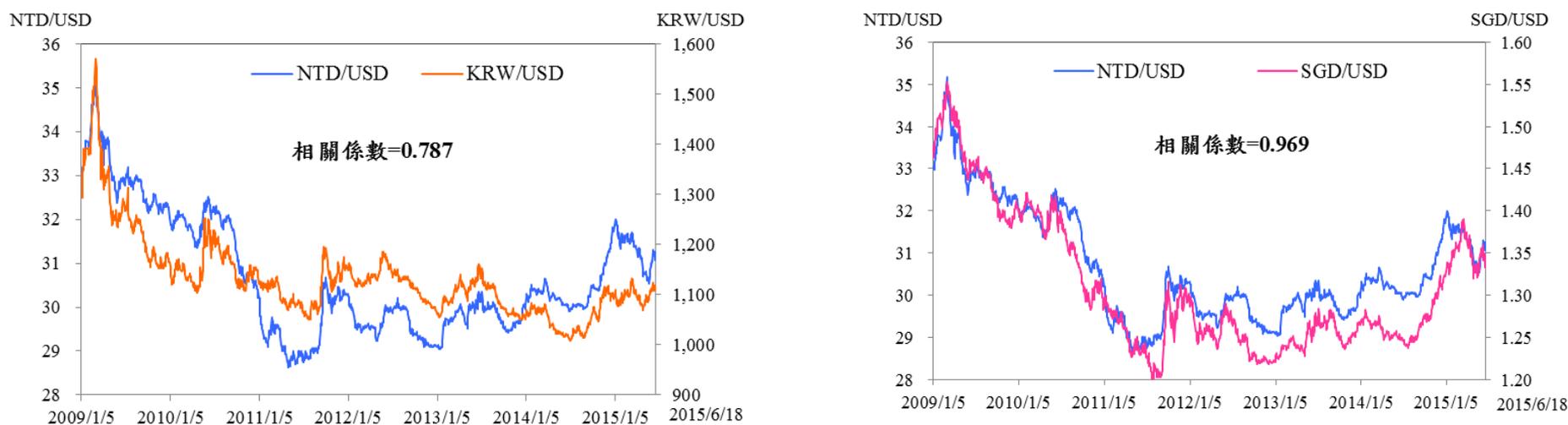
⁸ Rey, Hélène (2015), "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," *NBER Working Paper No. 21162*, May.

⁹ Chen, Qianying, Andrew Filardo, Dong He, and Feng Zhu (2015), "Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers," *IMF Working Paper WP/15/85*, Apr.

(三)國際短期資本移動對小型開放經濟體的衝擊尤大：台、星、韓股匯市走勢亦步亦趨

1. 小型高度開放經濟體的成長動能主要來自外需，匯率在經濟與金融穩定扮演重要的角色，且經濟規模小，更容易受到國際資本移動的波及。
2. 近年全球主權基金規模不斷擴大，且多委外操作，受託經理人為拉高投資績效(性質類似於「對沖基金」)，常有群聚投資行為，集體同為外匯市場的買方或賣方，快速進行資產幣別的轉換交易。
3. 這種群聚行為經常導致外匯的需求與供給曲線不斷左右移動，進而產生匯率過度反應(overshooting)的現象，偏離經濟基本面應有的水準。
4. 以台灣、南韓、新加坡為例，雖各國基本經濟情勢不同，但同受短期國際資本移動影響，新台幣、韓元及星幣對美元的匯率走勢亦步亦趨(見下圖)；且三者的股價走勢，亦呈高度相關性(見下頁圖)。
5. 從上述說明可知短期資本移動成為干擾金融市場的主要變數。

台、韓、星匯率走勢

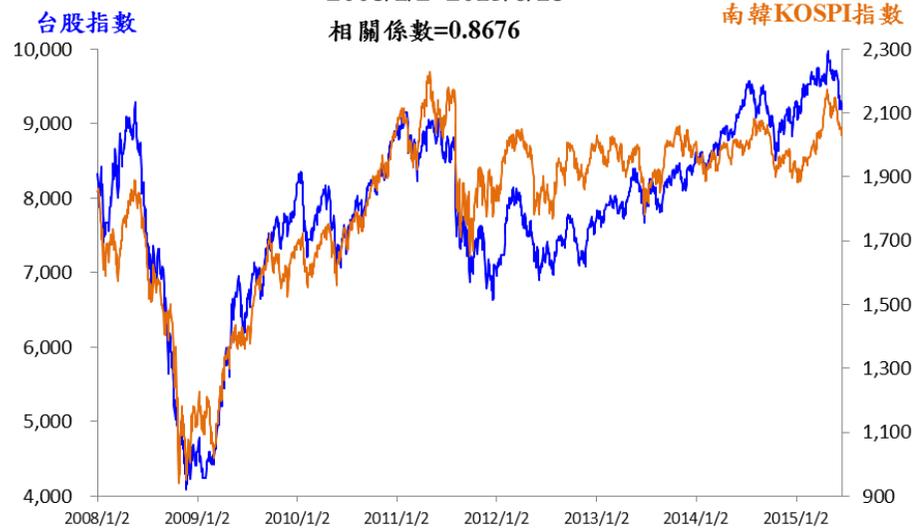


台、韓、星、港股價走勢

台股指數與南韓 KOSPI 指數

2008/1/2~2015/6/18

相關係數=0.8676



台股指數與新加坡海峽時報指數

2008/1/2~2015/6/18

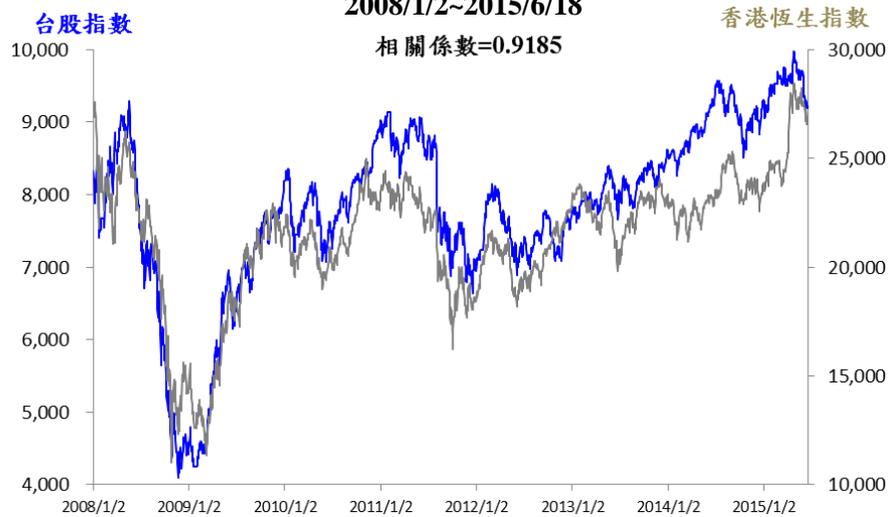
相關係數=0.9249



台股指數與香港恆生指數

2008/1/2~2015/6/18

相關係數=0.9185



資料來源：臺灣證交所、Bloomberg

(四)短期外資移動對台灣金融市場的影響

短期外資移動對台灣股、匯市之影響

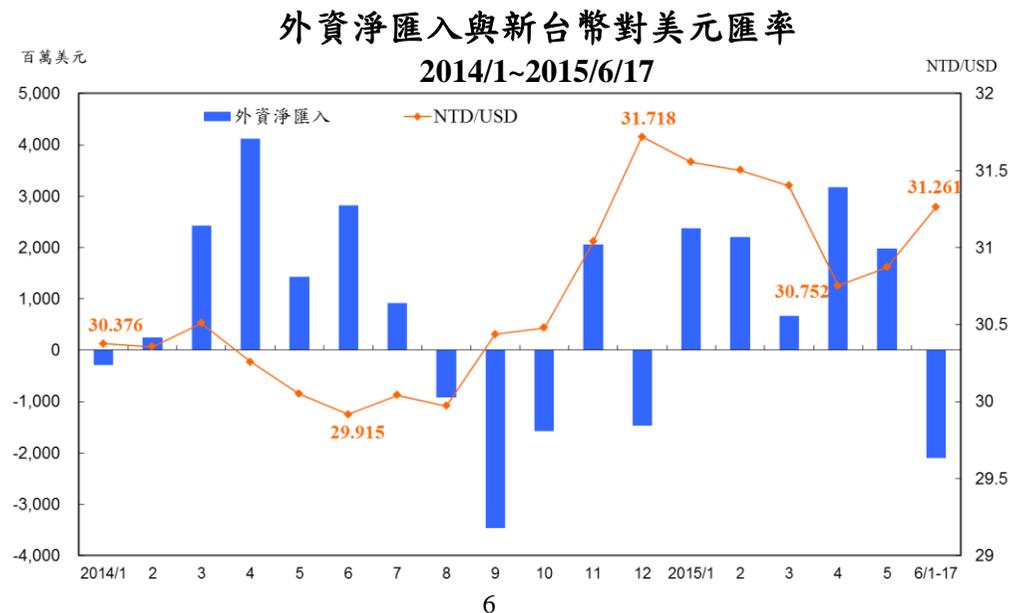
短期外資流入：美元轉換為新台幣(買新台幣) → **新台幣升值**。
→ 買台股 → **台股上漲**。

短期外資流出：賣台股 → **台股下跌**。
→ 新台幣轉換為美元(買美元) → **新台幣貶值**。

1. 短期外資移動已成為決定新台幣匯率的主要因素

(1)近3年來，**外資進出匯市**金額相對於銀行間外匯交易的比率已接近**40%**，大部分是由前20名的外資參與(占全體外資的35.2%)。

(2)**外資淨匯入**，新台幣多呈**升值**；**外資淨匯出**，新台幣多呈**貶值**(見下圖)。



2. 短期外資移動也是影響台灣股票市場最大的因素

(1) 外資在台灣股市之比重與外匯存底之比重：

- 存量：本年 5 月底，外資投資股市部位占全體上市櫃公司市值的 31.33%，若再加計直接投資，則占 37.5%。外資持股占股市比重，台股全球排名第二，僅次於巴西(約 52%)¹⁰。
- 流量：本年 5 月外資占集中與櫃買市場合計成交金額的 23.9%。
- 外資持有國內股票及債券按當日市價計算，連同其新台幣存款餘額共折計 3,225 億美元，約當外匯存底(4,189.6 億美元)之 77%。

(2) 外資買賣超金額，主導台灣股市走勢(見下圖)。



¹⁰ Deutsche Bank (2015.4.7)報告。

(五)結論：應正視國際資本移動帶來的問題，採行相對應的因應措施

1. 當前國際間對國際資本移動的共識：應採行務實措施來因應不穩定的國際資本移動

(1)本次全球金融危機再次顯示，**國際資本快速移動**，除**導致一國匯率過度波動與失序**，嚴重干擾匯率管道的正常運作、**危及金融穩定**外，匯率大幅波動對新興市場國家經濟的衝擊，更甚於已開發國家，且**可能對新興市場國家的經濟帶來持續性的傷害**。

(2)鑑於國際資本移動所帶來的不利衝擊，**國際組織紛紛建議**¹¹，各國面對不穩定的國際資本移動，可採行**外匯市場干預**來**緩和匯率波動**，並進行其他的**資本帳管理措施**；IMF更進一步提出管理資本移動政策框架¹²，協助各國管理不穩定的國際資本移動。

(3)近年國際組織所建議採行資本移動管理措施(見右表)，其中的**托賓稅(Tobin Tax)**是用來**緩解國際短期投機**資金急劇膨脹，所造成的匯率不穩定的工具。

全球金融危機以來，國際組織建議採行之資本移動管理措施

- 調整對資產組合或業務活動的限制規定。
- 對非居住民的當地幣別存款施以準備金提存要求。
- 租稅工具。包括以租稅工具來限制金融機構國外借款，以及托賓稅(Tobin Tax)*。
- 對銀行外幣淨暴險部位設限。
- 對銀行的外幣放款與證券投資相對於外幣借款之比率設限。
- 對特定放款施以資本計提要求。

* 托賓稅係由諾貝爾經濟學獎得主 James Tobin 於 1970 年代所提出。當時 Tobin 主張對任何跨境的短期資本移動課稅，以避免短期資本移動的不利影響；惟全球金融危機過後，國際討論範圍已跳脫最早的「托賓稅」概念，將範圍擴及所有跨境的金融性交易。

資料來源：Claessens, Stijn, Swati R. Ghosh, and Roxana Mihet (2014), "Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities," *IMF Working Paper*, No. 155, Aug.; IMF (2013), "Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows," *IMF Policy Paper*, Apr. 25; IMF (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflow: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, Feb. 14。

¹¹ UNCTAD (2011), Trade and Development Report 2011, United Nations Conference on Trade and Development, Sep. 6; IMF (2012), "The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View," *IMF Policy Paper*, Nov. 14; BIS (2009), "Capital Flows and Emerging Market Economies," Committee on the Global Financial System Paper No. 33, Jan; Grenville, Stephen (2011), "The Impossible Trinity and Capital Flows in East Asia," *Asian Development Bank Institute Working Paper* No. 318, Nov. 7。

¹² IMF (2013), "Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows," *IMF Policy Paper*, Apr. 25。

2. 本行因應國際資本移動採行的措施，獲國際肯定

(1)近年主要國家採行量化寬鬆，以及零利率、甚至負利率政策，促使國際資本湧向台灣等新興市場。為降低外資大幅進出的不利影響，本行推出與資本帳管理相關的審慎措施(見右表)，以抑制源自其他大國貨幣政策的外溢效應對台灣經濟金融穩定之衝擊。

(2)本行管理不穩定國際資本移動的成效，獲國際高度肯定¹³。例如，聯合國亞太經濟社會委員會(UNESCAP)即肯定台灣自 2009 年以來所採行的資本帳管理措施；哈佛大學教授 Rodrik 更稱讚，台灣管理資本移動的相關措施相當成功。

3. 本行運用「逆風操作」及「大數據」提升外匯市場效率，並維持外匯市場秩序

(1)為避免其他國家量化寬鬆對國內外匯市場的干擾，本行採取逆風操作(leaning against the wind)¹⁴，消除匯率的過度波動，以維持新台幣匯率的動態穩定。

(2)本行一向持續密切注意國際資金動態，若有資金大量頻繁移動，致新台幣匯率過度波動與失序變動，而不利於台灣經濟與金融穩定之虞時，本行將維持匯市秩序。

(3)本行運用「大數據」(big data)方法，分析外匯市場逐日各項交易資料，有助維持外匯市場秩序。

本行(及金管會)因應國際資本移動之主要措施

- (2009.11.10)取消外資匯入資金得投資於新台幣定期存款之規定。
- (2010.8.2)外資從事借券之保證金，由原來以新台幣交付，改以美元為之。
- (2010.11.11)將外資投資公債金額，恢復 1995 年規定，併入不得超過其淨匯入資金 30%限額內管理。
- (2010.12.27)將無本金交割新台幣遠期外匯及匯率選擇權二者合計之部位限額，由原先不得逾總部位之 1/3，修正為不得逾 1/5。
- (2011.1.1)將非居民新台幣活期存款餘額超過 2010.12.30 餘額之增加額，按準備率 90%計提準備金；未超過該日餘額部分，按 25%計提準備金。
- (2015.4.22)將外資投資公司債及金融債券，納入不超過其淨匯入資金 30%限額規範。

¹³ UNESCAP (2011), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011*, May 5; Rodrik, Dani (2010), "The End of an Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11。

¹⁴ 根據行為總體經濟學(behavioral macroeconomics)之分析，逆風操作能有效消除匯率的過度波動，促使外匯市場更有效率。見 De Grauwe, Paul and Marianna Grimaldi (2006), *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press。

二、貨幣政策、財政政策與總體審慎政策的搭配議題

— 房地合一實價課稅，可促進金融穩定與改善分配不均

(一) 全球金融危機的啟示：央行應促進金融穩定；如搭配財政政策，可減輕貨幣政策的負荷

1. 全球金融危機的教訓：金融不穩定與經濟不穩定會相互影響

- 美國房地產暴漲暴跌所引發的全球金融危機，以及接踵而來的全球經濟大衰退(Great Recession)，突顯房市風險積累對金融穩定及經濟穩定的威脅：

當金融危機爆發後，失業率攀高，民眾付不出房貸、房屋被法拍，進而擴大房地產價格暴跌的不利影響，導致經濟大衰退，陷入金融與經濟相互影響的惡性循環。

2. 鑑於全球金融危機的教訓，央行應肩負金融穩定職責，已成為國際共識

- 全球金融危機後，許多國家強調央行應肩負金融穩定之職責，如 BoE、Fed¹⁵、ECB¹⁶。近年澳洲、印度、南韓則完成修法，責成央行肩負金融穩定的職責。
- 我國「中央銀行法」自 1979 年以來，即已賦予央行**促進物價穩定及金融穩定的雙重職責**；因此，多年來央行不僅致力於物價穩定、協助經濟發展外，同時也未忽略金融穩定的重要性。

¹⁵ 2013 年 10 月 9 日，時任 Fed 副主席的 Janet Yellen 在總統提名其擔任 Fed 主席的記者會上表示，若國會通過其任命案，她誓言達成美國國會責付 Fed 促進就業最大化、物價穩定及金融體系穩健之重大職責。外界解讀 Yellen 將金融穩定視為 Fed 的第三項法定職責。

¹⁶ ECB 自 2014 年 11 月起已開始實施單一監理機制(Single Supervisory Mechanism, SSM)，正式肩負起金融穩定的責任。

3. 處理金融穩定問題，總體審慎政策最為適當

(1) 以貨幣政策促進金融穩定，實為大而無當的工具(too blunt tool)¹⁷

- 貨幣政策影響層面過於廣泛；若以貨幣政策來抑制資產價格泡沫，可能引發諸多副作用。再者，貨幣政策的能力有限，無法同時降低金融風險，並達成充分就業及物價穩定的目標。
- 國際實證研究及**瑞典升息對抗房價的失敗經驗**均顯示，以貨幣政策來因應金融穩定風險，成本遠高於效益¹⁸。Fed 前主席 Bernanke、諾貝爾經濟學獎得主 Krugman 及瑞典央行前副總裁 Lars Svensson 即多次以瑞典為負面教材，警示其他央行不要重蹈覆轍。

(2) 總體審慎政策可對症下藥，為處理金融風險的第一道防線

- IMF 等國際組織大抵指出，金融穩定最好交付予總體審慎政策(macroprudential policies)；也就是透過設計良好、明智的管制(regulation)，以及確保管制有效執行的監理(supervision)，來維持整個金融體系的穩健¹⁹。
- **金融業鉅子亦呼籲使用總體審慎政策防範資產泡沫**：HSBC、UBS 及 BlackRock 等金融業高階管理層，於本年 5 月 18 日發布聯合聲明向各國政府呼籲²⁰，應以總體審慎政策處理金融體系浮現的問題。

¹⁷ IMF、PIIE 等國際組織及大多數國家央行都認為，處理金融穩定，利率政策是大而不當的工具；因其不具針對性，無法對症下藥。

¹⁸ 最新研究可參見 Ajello, Laubach, López-Salido and Nakata (2015), “Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy,” *FRBSF Economic Research*, Feb.。

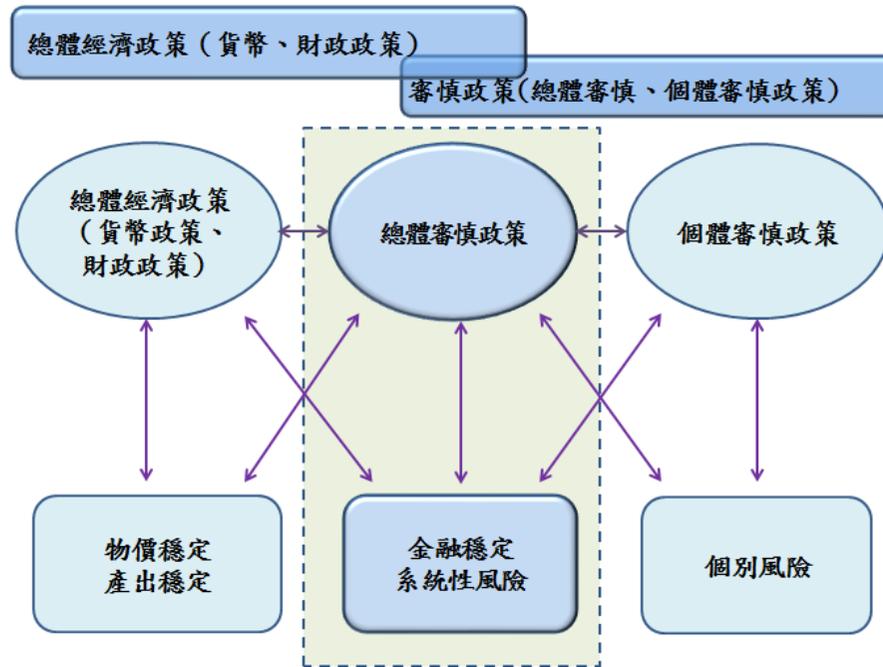
¹⁹ IMF 執行長 Lagarde 於本年 6 月 4 日再次呼籲，以總體審慎政策促進金融穩定，負責管制及監管的主管當局(regulators and supervisors)須共同努力。見 Lagarde, Christine (2015), “The Changing Landscape of Financial Intermediation,” Speech at International Conference on Policy Challenges for the Financial Sector, Jun. 4。

²⁰ Fleming, Sam (2015), “Finance Chiefs Urge Action on Bubble Fear,” *Financial Times*, May 18。

(二)貨幣政策、財政政策與總體審慎政策相互搭配，才能發揮政策的最大成效

1. 當前國際共識：貨幣政策、財政政策與總體審慎政策應相互配合，達成經濟穩定與金融穩定²¹

相互配合的政策架構



資料來源：Sahay (2014)

相互配合的政策架構 (以台灣為例)

目標	主要政策	主管機關 (以台灣為例)
經濟穩定	貨幣政策 財政政策	央行 財政部
金融穩定	總體審慎政策 <ul style="list-style-type: none"> 金融型工具 租稅型工具 	<ul style="list-style-type: none"> 央行(房貸成數等工具) 金管會(資本緩衝等工具) 財政部(奢侈稅等工具)

協助維持金融穩定

- 個體審慎政策 → 金管會
(確保個別機構健全經營，協助穩定金融)
- 財政政策 → 財政部
(矯正損及總體審慎政策有效性的不合理、扭曲的稅制)
- 貨幣政策 → 央行
(考量貨幣政策對風險承受行為的影響)

²¹ Sahay, Ratna (2014), "Managing House Price Booms: The Role of Macroprudential Policies," Remarks at the IIM-Bangalore & IMF Conference on Housing Markets, Financial Stability and Growth, Dec. 11-12. Sahay 為 IMF 貨幣暨資本市場部門副主管。

2. 面對經濟亟待穩定復甦、房地產價格過高隱憂，國際間建議，宜採具針對性的總體審慎政策，並矯正不合理的房地產稅制²²

(1) 總體審慎政策最適合處理房價高漲問題，其中又以租稅型總體審慎工具成效最佳

- ▶ 國際間的實證研究結果顯示，處理不動產泡沫的總體審慎政策工具中，以房貸成數(LTV)、債務所得比限制(DTI)、房貸本息支出對所得比(DSTI)、房地產有關的租稅型工具等，對抑制信用成長、減緩房價上漲壓力、減輕金融穩定風險最有效²³。
- ▶ 實證結果顯示，與房地產相關的租稅型工具，對平抑房價的效果最為顯著²⁴。

(2) 亞洲運用稅負工具因應房價高漲的成功經驗，普獲肯定與仿效

- ▶ 積極運用不動產租稅措施的南韓、香港、新加坡的穩定房價成效，獲得國際間的肯定²⁵。
- ▶ 主要措施包括：大幅調高不動產交易的印花稅稅率，並加重短期買賣與非居民購屋的稅負，以及依市價課徵累進的持有稅，且大幅調高持有多屋者的稅率。
- ▶ 紐西蘭政府將自本年 10 月 1 日起，持有住宅未滿 2 年即出售的投資客(含外國投資者)，就其售屋獲利課徵稅率最高 33% 的資本利得稅。
- ▶ 瑞典央行於本年 4 月 29 日，建議瑞典政府可採行提高房地產稅負等措施，來處理房價上漲的相關風險。

²² 最新報告可參見 Akinci, Ozge and Jane Olmstead-Rumsey (2015), "How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation," *BIS Working Paper*, May 6; McDonald, Chris (2015), "When Is Macroprudential Policy Effective?" *BIS Working Paper*, Mar.。

²³ 詳參本年 3 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料。

²⁴ Kuttner, Kenneth N and Shim (2013), "Can Non-Interest Rate Policies Stabilise Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies," *BIS Working Papers*, No. 433, Nov.; Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia," *IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6; IMF (2014a), "Macroprudential Policy and Capital Flow Measures in Asia: Use and Effectiveness," *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.; IMF (2014b), "Macroprudential Policy: Lessons from Advanced Economies," IMF, Country Report No. 14/234: United Kingdom: Selected Issues, Jul. 8。

²⁵ Sahay, Ratna (2014), "Managing House Price Booms: The Role of Macroprudential Policies," Remarks at IMF Conference on Housing Markets, Financial Stability and Growth, Dec. 11-12; Lagarde, Christine (2014), "Navigating Monetary Policy in the New Normal," Speech at the ECB Forum, May 25。

(3)須矯正誘使過度投資房地產的不合理稅制，以避免損及總體審慎政策的有效性²⁶

➤ 租稅制度會嚴重影響資產價格，對房市交易所得過於優惠的租稅制度，會帶來系統性金融風險

- 對於房市交易所得，許多國家不予課稅，或僅課輕稅，與薪資等其他所得的租稅對待不同；此外，又給予房貸利息支出租稅減免優惠，誘使家計部門將資金投入房市，或貸款購置房地，家計部門因而更易受到房價波動的衝擊。
- 造成資源配置的扭曲，讓生產性資本轉移至房地產部門。

➤ 財政政策應致力於確保房地產稅制的中性，有助於降低系統性風險

- 房地產交易所得如採中性(neutrality)稅制，將促使房市健全運作；其對房價動態的正面影響，有助於降低系統性風險，帶來金融穩定。
- 較不易扭曲資產價格水準及變動，亦可矯正資源配置的扭曲。

(三)央行、財政部等針對房市風險採行妥適措施，已有效促使房市回穩(詳附錄 1~4)

1. 央行基於金融穩定之職責，採行具針對性的總體審慎措施，以控管房市風險

- 自 **2009 年 10 月**起，央行積極進行道義說服，督促銀行審慎辦理不動產貸款業務，並辦理專案金融檢查，促請銀行加強控管不動產風險。
- 自 **2010 年 6 月**起，央行陸續推出一系列**針對不動產貸款**的**總體審慎措施**，以及強化監控不動產授信措施，並促請銀行訂定自律規範，督促金融機構落實不動產授信風險控管。

²⁶ IMF (2013), “Key Aspects of Macroprudential Policy: Background Paper” *IMF Policy Paper*, June 10。

2. LTV 等措施促使房市合理化的能力有限，且無法解決房地產稅制所帶來的系統性金融風險

(1)LTV 等總體審慎措施影響範圍僅及於全台 28.5%的屋主

- 央行採行的具針對性的總體審慎政策，雖可協助抑制以信用為基礎的需求壓力，惟影響僅及於貸款戶：
 - 全台平均每 100 戶房屋，僅有 28.5 戶有房貸，而 LTV 限制僅能影響有房貸者。
 - 無法約束口袋深的房市大戶，特別是 2009 年遺贈稅大幅調降後，部分台商將資金匯回投資不動產。

(2)不健全的房地產稅制所帶來的系統性風險，須由改革房地產稅制來處理

- 台灣房產稅制不夠健全，助長房地炒作投機，加重金融穩定風險：
 - 台灣房價所得比偏高，諸多國內外學者認為主因或可歸咎於房地分離課稅，稅基又遠低於市價的房地產稅制，讓房地產交易及持有稅負皆偏低，有效稅率遠低於薪資等其他所得的稅率²⁷。
 - 不夠健全、非中性的房地產稅制，誘使投資客囤房囤地、短進短出，擴大房價波動，帶來系統性風險。
- 須矯正誘使房市過度投資、不夠健全的房地產稅制。

²⁷ 例如，國際知名學者 Thomas Piketty 表示，台灣的持有稅負是不動產價值的 0.1%，美國是 1%，美國是台灣的十倍；房地產持有的成本過低，造成富人大量囤房拉高房價。中央研究院朱敬一院士指出，在台灣持有價值 2 千萬元的房屋，1 年繳的房屋稅與地價稅約 2 萬元，低於一輛 1 百萬元的 2,500CC 轎車每年繳納的牌照稅與燃料費(約 1 萬 7 千元)，根本沒道理。財政部張盛和部長亦直言，台灣不動產持有的實質稅率偏低「已是公認的事實」；甚至有地政學者估算，實質有效稅率連 0.1% 都不到。見聯合報(2014)，「皮凱提：累進稅率逼多房者賣屋」，11 月 18 日；聯合報(2014)，「房地產稅偏低 財長：公認事實」，11 月 18 日；自由時報(2014)，「朱敬一：生產外移、亂減稅 分配惡化」，12 月 21 日。

(四)房地合一實價課稅有助健全房市(詳附錄 5)，可促進金融穩定及改善分配不均

1. 房地合一實價課稅有助銀行業穩健經營、提升銀行業的資產品質，有助促進金融穩定

➤ 房貸占銀行業資產的比重偏高：

- **Moody's** 指出²⁸，**台灣銀行業**所承作的**總放款**中，**零售住宅抵押貸款**(含住宅修繕貸款)約占 **25%**²⁹。

➤ 健全的不動產市場，係銀行業穩健經營及維持金融穩定的關鍵：

- 若房市泡沫化、房價崩跌，將使銀行的資產品質急遽惡化、擔保品價值縮減，重創銀行業。
- 不利影響更將擴散至整個金融體系，危及金融穩定。
- **Moody's** 指出，台灣的房地產稅改短期內雖可能導致房屋銷售量下滑、投資客的房貸需求減弱，造成不動產業及營建業的放款減少，衝擊銀行獲利；但**長期而言**，**健全的稅制與房市**，**有助於提升台灣銀行業的資產品質，有利銀行穩健經營**。

2. 房地合一實價課稅健全房地產稅制，有助於改善分配不均

➤ 對資本利得有利的稅制，促使房地產等財富增長速度高於薪資，導致全球財富與所得分配不均惡化：

- 《21 世紀資本論》作者 Thomas Piketty 指出，導致**全球財富及所得分配不均惡化的主因**，係**資本報酬率大於經濟成長率**，也就是用錢賺錢，比勞動力所獲收入快得多。

²⁸ Moody's (2015), "Taiwan's Proposed Property Tax Reform Is Credit Positive for Banks," Sector Comment, May 25。

²⁹ 依據央行統計資料，本年 4 月底，我國全體銀行不動產相關放款占總放款的比率為 35.11%；其中，購置住宅貸款為 26.69%、房屋修繕貸款為 1.01%、建築貸款為 7.42%。

- MIT 博士生 Rognlie 則指出³⁰，資本報酬不斷提高的主因是房價上漲。
- Piketty 指出，房地產等財富增長速度高於薪資的可能原因為，對資本所得有利的稅制。

➤ 台灣的房地產財富也是貧富差距惡化的主因：

- IMF 指出³¹，全球財富分配不均，遠較所得分配不均嚴重，**財富基尼係數**幾乎為**所得基尼係數的 2 倍**，台灣的情形亦類似。
- 根據**行政院主計總處**公布的「**國富統計**」，台灣財富分配不均主因來自於房地產增值。
國人的資產在 2008~2012 年逐年攀升，惟財富的增加大多來自房地產的增值。以 2012 年為例，當年底國富毛額為 197.5 兆元，較前 1 年增加 10.4 兆元；其中，不動產增值的部分就超過 7 兆元。

➤ 房地合一實價課稅，可抑制投機炒作行為，避免房價不合理攀升、囤屋者以錢滾錢累積財富；並讓一般受薪階級買得起住房，俾改善財富分配不均，落實居住正義。

➤ 房地合一實價課稅，矯正對房市交易所得優惠對待的租稅不公問題，讓房地產稅制更趨中性；所徵得的稅收，可透過財政移轉來協助弱勢族群，俾改善所得分配不均。

³⁰ Rognlie, Matthew (2015), "Deciphering the Fall and Rise in the Net Capital Share," *Bookings Papers*, Mar. 19-20。

³¹ IMF (2014), "Fiscal Policy and Income Inequality," *IMF Policy Paper*, Jan. 23。

3. 房地合一實價課稅促使資金流向生產性用途，進而激勵長期經濟成長

- ▶ 資金過度湧入房地產等不具生產性的投資，造成資源配置扭曲，恐減緩長期經濟成長。
- ▶ 房地合一實價課稅，可促使房價合理化，避免資金過度流入房地產業；**銀行承作的不動產貸款減少**，因而**可將資金引導至具生產力的全新構想及企業投資**，以**激勵長期經濟成長**。

4. 立法及行政部門充分合作，高效率通過房地合一課稅方案

- ▶ 本年5月21日行政院通過財政部所報房地合一稅制改革之稅法修正草案，送立法院審查。
- ▶ 本年6月5日立法院通過房地合一稅制改革稅法修正草案，自2016年1月1日起實施。
- ▶ 該法案具有促進居住正義、租稅公平及金融穩定之功能。

附錄

1. 央行控管房市風險所採行的總體審慎措施

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

2. 央行採行的總體審慎措施已促使房市信用風險下降，有效抑制系統性風險的累增

- 央行採行的總體審慎措施，迄今已達**平穩房市信用成長、降低銀行不動產貸款集中度、房屋交易量明顯下降、房價漲幅減緩**等成效。
- **特定地區房貸、新承作土地抵押貸款、高價住宅貸款**等的貸款**成數皆下降**，**貸款利率則走升**。
- **Moody's** 本年 5 月指出³²：台灣採 LTV 等措施有助房市穩定；**台灣不動產交易量自 2013 年第 2 季起逐漸縮減、房價自 2014 年第 2 季起趨穩**，歸因於政府採行的 LTV 等措施。

央行採行針對性審慎措施之成效

項目		2010年6月	2015年5月
不動產放款餘額占總放款餘額比重(%)		37.59	35.11 (2015年4月) ↓
特定地區新承作房貸餘額占全體新承作房貸總金額比重(%)		70.20	49.67 (2015年4月) ↓
貸款成數(%)	特定地區購屋貸款	63.91 (2010年7月)	56.82 ↓
	高價住宅貸款	99.00 (規範前*最高)	47.92 ↓
	土地抵押貸款	68.36 (2010年12月)	62.00 ↓
貸款利率(%)	特定地區購屋貸款	1.97 (2010年7月)	2.17 ↑
	高價住宅貸款	1.84 (規範前*最低)	2.04 ↑
	土地抵押貸款	2.08 (2010年12月)	2.82 ↑

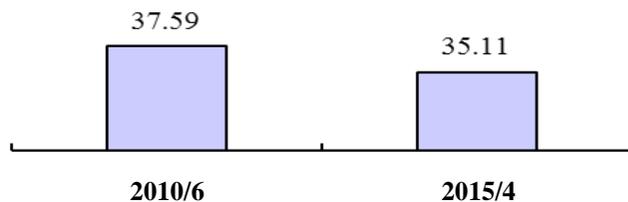
*2012年6月規範前高價住宅貸款最高成數99%，利率最低1.84%。

資料來源：中央銀行業務局、經濟研究處

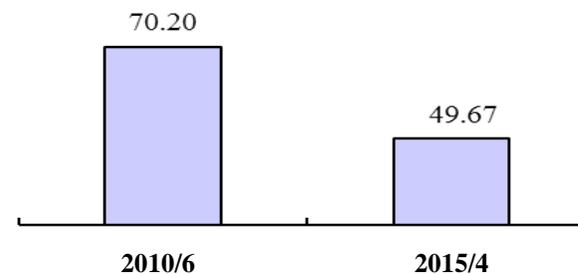
³² Moody's (2015), "Taiwan's Proposed Property Tax Reform Is Credit Positive for Banks," Sector Comment, May 25。

不動產貸款餘額成長趨緩，占總放款比重降低；特定地區*房貸集中度亦有改善

不動產貸款占總放款比重(%)

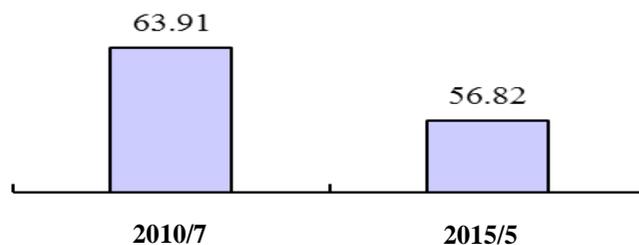


特定地區新承做房貸占新承做房貸總額之比重(%)

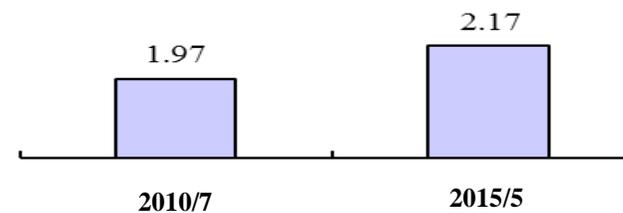


特定地區第 2 戶房貸成數下降，房貸利率上升

貸款成數(%)



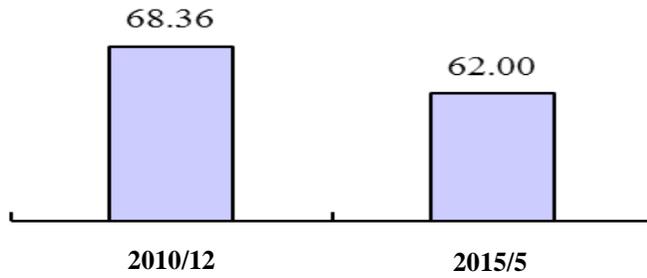
貸款利率(%)



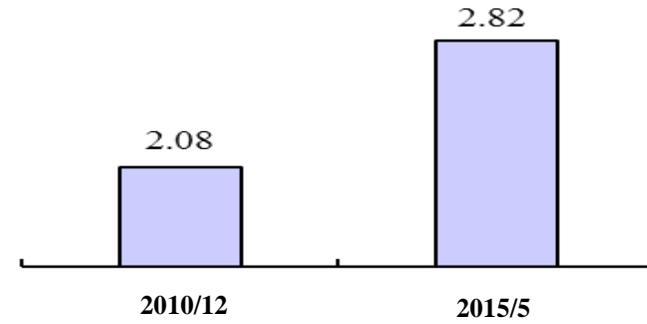
*特定地區包括臺北市全區、新北市 17 個行政區及桃園市 4 個行政區。

銀行新承做土地抵押貸款成數下降，貸款利率上升

貸款成數(%)

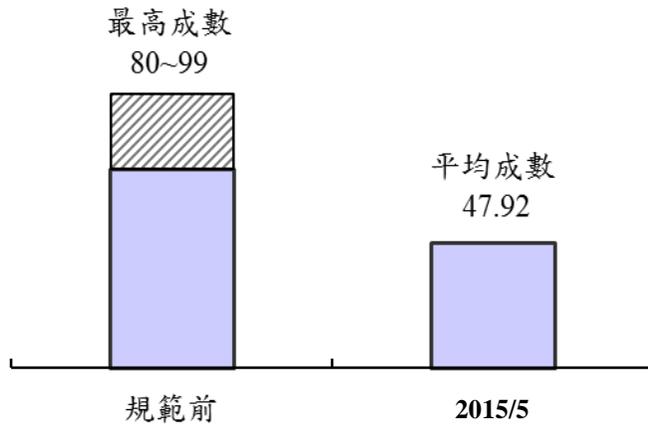


貸款利率(%)

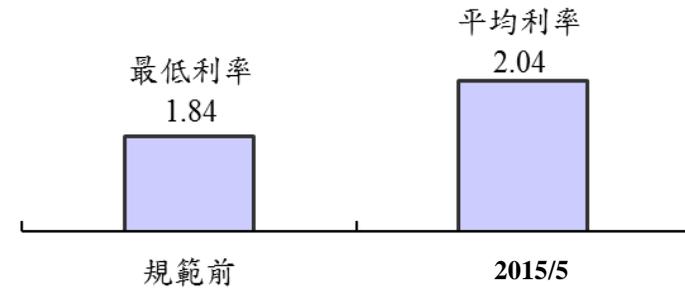


高價住宅貸款成數下降，貸款利率上升

貸款成數(%)

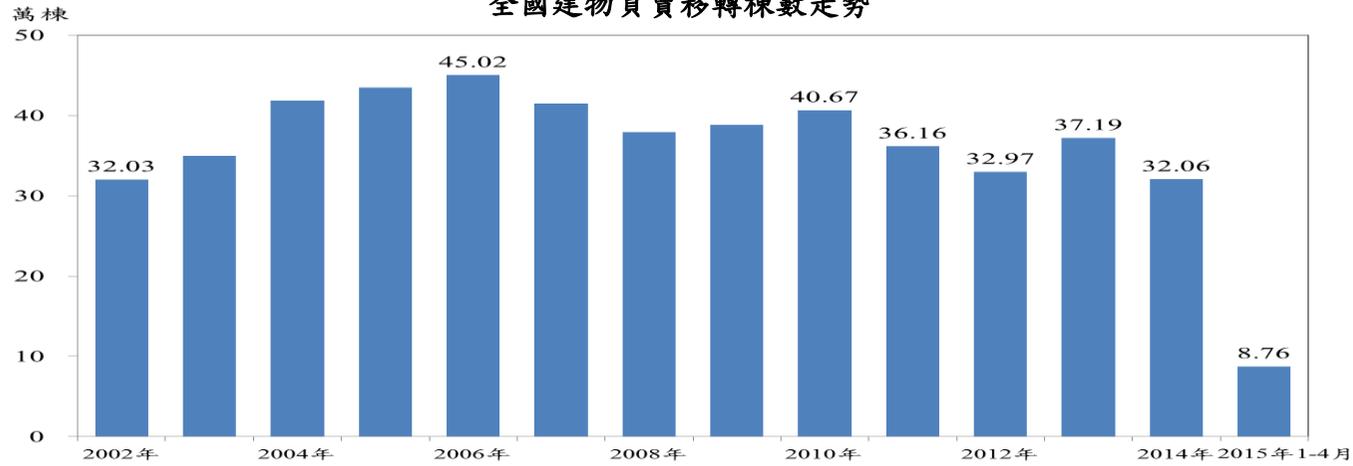


貸款利率(%)



全國建物買賣移轉棟數下滑

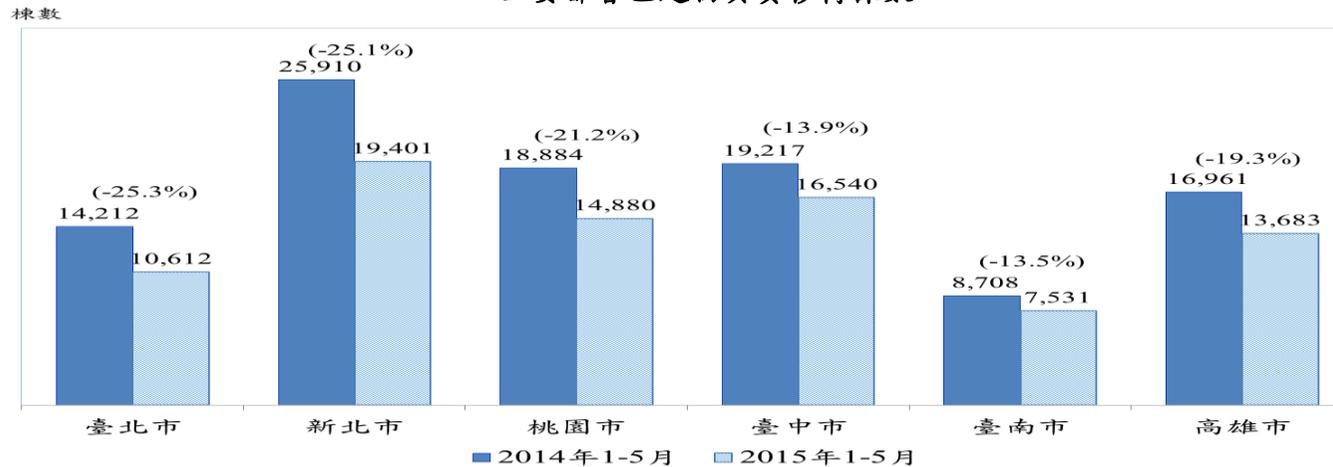
全國建物買賣移轉棟數走勢



資料來源：內政部

2015年1-5月主要都會區建物買賣移轉棟數均較上年同期衰退

主要都會區建物買賣移轉棟數

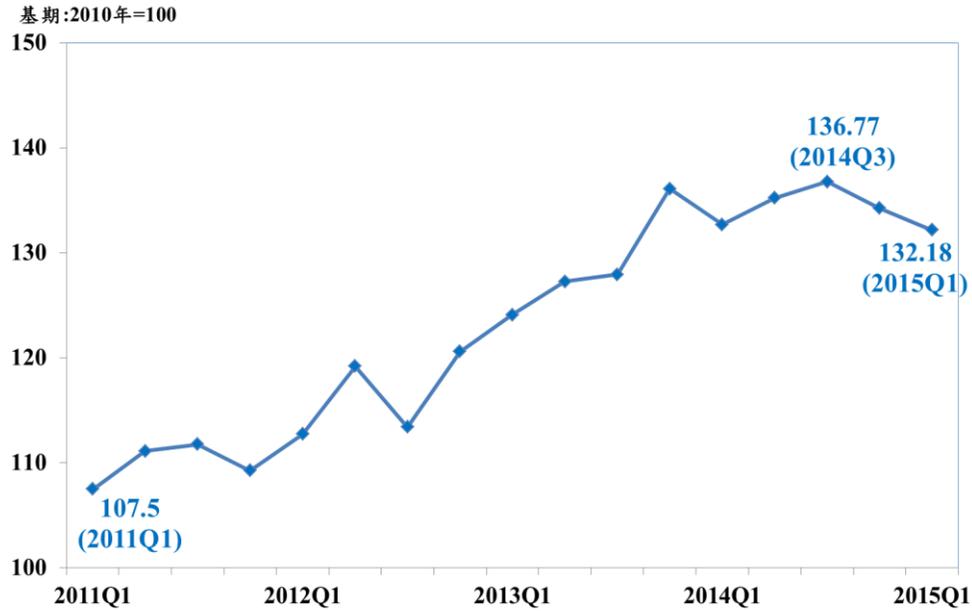


註：()內數字為年變動率。

資料來源：內政部、各市地政局

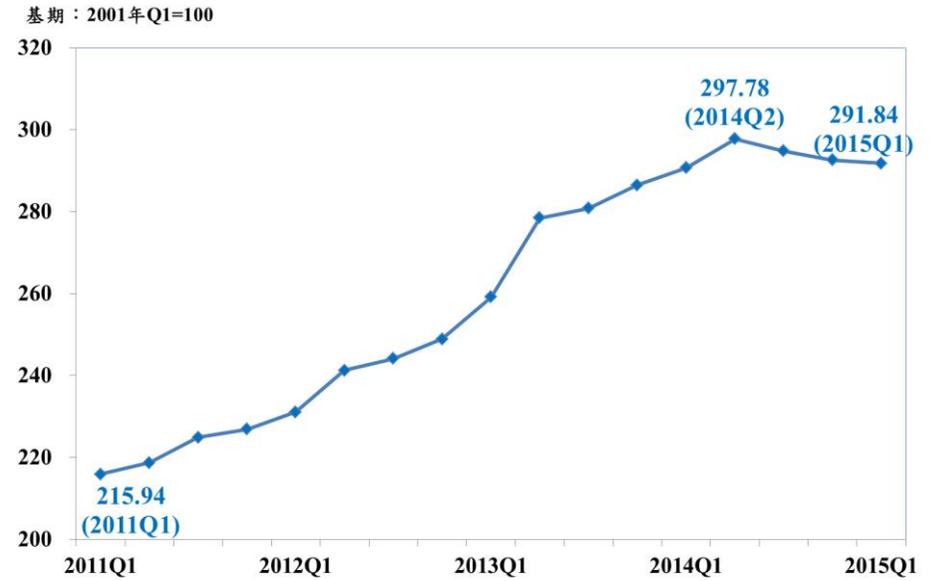
台灣地區房價呈下修趨勢

國泰房地產房價指數^{註1}



註1：係指新推案房價指數。
資料來源：國泰房地產指數季報

信義房價指數^{註2}



註2：係指成屋房價指數。
資料來源：信義不動產評論

3. 財政部實施「特種貨物及勞務稅條例」等措施，以合理徵稅、抑制短期投機交易

- **2011年6月**，財政部實施「特種貨物及勞務稅條例」(俗稱**奢侈稅**)，主要係針對短期買賣、非供自住的不動產，課以較高稅率。
- **奢侈稅規定**，對持有房地期間在**1年內交易**，按交易總額**15%稅率課稅**；持有**1~2年**，按**10%稅率課稅**。

4. 金管會、內政部亦共同致力於促進房市健全，協助維持金融穩定

- 金管會調高非自用住宅貸款風險權數。
- 內政部推動不動產實價登錄制度，以加強住宅資訊透明化；興辦合宜住宅，以增加住宅供給。

5. 房地合一實價課稅改革將協助房市健全發展

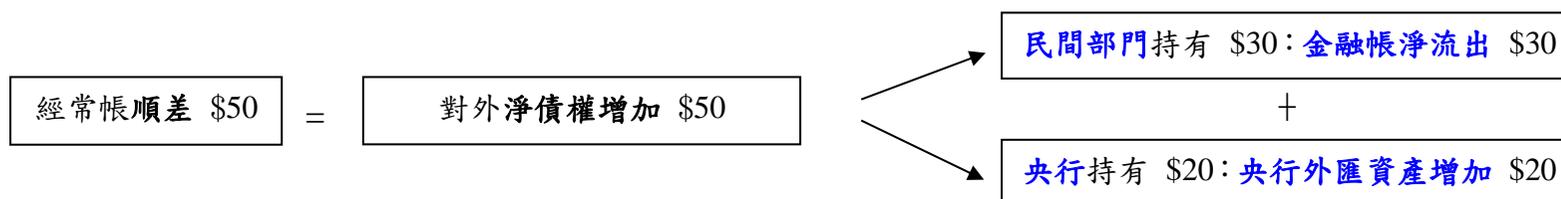
- **本年6月5日**，立法院通過旨在抑制短期投機炒作、強化不動產市場穩定的房地合一稅制改革，自**明(2016)年1月1日起實施**。更健全、更中性的房地產稅制上路後，將有助房市健全發展。

房地合一實價課稅，係以房屋加計土地之實際售價，扣除取得成本、必要費用及公告土地現值漲價數額等，作為稅基，對自住者獲利超過新台幣400萬元的部分，按10%稅率課稅；非自住者，則按房屋持有年限，分別按不同稅率課稅。其中，持有年限較短者，稅率較重，有助抑制短期投機炒作不動產。

三、金融帳持續淨流出，不是台灣獨有的現象。經常帳順差反映國內超額儲蓄，促進投資為減少超額儲蓄的有效方法

有關外界對我國金融帳持續淨流出的疑慮，央行雖已多次以新聞稿對外說明，惟仍有媒體指出「金融帳連 19 季淨流出，資金外流嚴重，不利我國長期資本形成與累積」；也有論者認為「經常帳與金融帳雙順差，理應是政府最希望的結果」。皆係誤解國際收支意涵，特予舉例說明如下：

(一)經常帳順差國家，金融帳多呈淨流出



1. 根據國際收支帳概念，經常帳順差表示國人對外淨債權必然增加。其中，部分反映在金融帳淨流出，亦屬正常現象

(1)經常帳順差，係因賣給國外的商品或服務比從國外買進的多，或有淨國外投資所得，國人對外之總收入大於支出，因而對外淨債權必然增加。

(2)上述對外淨債權的增加，若由民間部門持有，即為金融帳的淨流出；若由央行持有，即為央行外匯資產的增加。

2. 先進經濟體中經常帳順差的國家，金融帳多呈淨流出

(1) 依據 IMF 資料，2014 年 36 個先進經濟體³³中，高達 22 個國家的國際收支經常帳為順差，而金融帳為淨流出，顯示此為全球國際收支健全國家普遍的現象，並非台灣獨有(詳下表)。

(2) 雙順差或雙逆差國家係少數現象。

36 個先進經濟體經常帳及金融帳順逆差概況表(2014 年)

經常帳順差， 金融帳淨流出 (22 個)		經常帳逆差， 金融帳淨流入 (6 個)	經常帳逆差， 金融帳淨流出 (4 個)	經常帳順差， 金融帳淨流入 (4 個)
德國	愛爾蘭*	塞普勒斯	愛沙尼亞*	香港
南韓	西班牙*	法國	拉脫維亞	斯洛伐克
荷蘭	以色列	加拿大	芬蘭*	捷克
台灣	奧地利*	澳大利亞	紐西蘭	馬爾他
新加坡	盧森堡	英國		
挪威*	斯洛維尼亞	美國		
瑞士	希臘			
瑞典	葡萄牙			
義大利	比利時			
日本	立陶宛			
丹麥*	冰島			
健全現象		寅吃卯糧，向國外借錢，彌補儲蓄之不足	雙逆差，不健全 →本國貨幣貶值壓力大 外匯存底減少，不利金融穩定	雙順差，不健全 →本國貨幣升值壓力大 外匯存底增加、國內通膨上揚，不利金融穩定

註：*為 2013 年資料。

資料來源：IFS、各國官方資料

³³ IMF 歸類之先進經濟體共 37 國，其中聖馬利諾(San Marino)未編製國際收支統計。

3. 有一些國家長期呈現經常帳順差，且金融帳淨流出的現象

(1)根據 IMF 資料，荷蘭、日本及德國都有長期的經常帳順差，且在民間部門金融帳淨流出的持續期間均比台灣的 19 季更長，**荷蘭更持續達 36 季**之久；其他如盧森堡、新加坡與挪威經常帳順差、金融帳淨流出的持續期間亦大於 12 季。

(2)從全球的角度來看，有些國家出現經常帳順差，代表另一些國家呈現經常帳逆差。經常帳順差的國家，反映該國有超額儲蓄；反之，經常帳逆差的國家，則反映該國儲蓄不足。

經常帳順差、金融帳淨流出之持續期間

國家	期間	經常帳順差、金融帳淨流出持續期間
荷蘭	2005Q1~2013Q4	36 季
日本	2005Q1~2011Q3	27 季
德國	2005Q1~2011Q2	26 季
盧森堡	2005Q1~2009Q3	19 季
台灣	2010Q3~2015Q1	19 季
新加坡	2010Q2~2013Q4	15 季
挪威	2011Q1~2014Q2	14 季
南韓	2012Q2~2015Q1	12 季

資料來源：IMF 資料庫、各國官方資料

(二)經常帳及金融帳呈雙順差或雙逆差，皆不利金融穩定，並非好事

1. 雙順差為經常帳順差，且金融帳呈淨流入。當雙順差規模較大時，匯率政策調整的情況如下：

(1)若央行完全未進場調節，則匯市的外匯供給遠大於需求。對小型開放之經濟體而言，本國貨幣會大幅升值，影響其出口，此將不利該經濟體之經濟成長。

(2)若央行不願意本國貨幣大幅升值，而在外匯市場大量買入超額之外匯供給，央行外匯資產大增，國內貨幣供給增加，通膨上揚，不利金融穩定。

$$\boxed{\text{經常帳順差}} + \boxed{\text{金融帳淨流入}} = \boxed{\text{央行外匯資產增加}}$$

2. 雙逆差為經常帳逆差，且金融帳呈淨流出。當雙逆差規模較大時，匯率政策調整的情況如下：

(1)若央行無足夠外匯存底或未進場調節，則匯市的外匯需求遠大於供給，本國貨幣大幅貶值。對大量進口民生物品或原物料之經濟體而言，將造成該經濟體進口物價大幅揚升，不利該國物價及金融穩定。

(2)若外匯超額需求由央行進場供應，央行外匯資產大減，國內貨幣供給減少，利率上升，衝擊國內消費及投資，不利實質經濟的穩定。

$$\boxed{\text{經常帳逆差}} + \boxed{\text{金融帳淨流出}} = \boxed{\text{央行外匯資產減少}}$$

(三)經常帳順差與超額儲蓄是一體兩面；長期以來台灣存在超額儲蓄現象，主因國內投資不振；**促進投資為解決超額儲蓄過多的有效方法**

1. 從國民所得會計恆等式觀點，**經常帳順差與超額儲蓄是一體兩面**

$$\left. \begin{array}{l} \text{國民所得支出面： } Y \equiv C + I + G + (X - M) \\ \text{國民所得分配面： } Y \equiv C + S + T \end{array} \right\} \Rightarrow C + I + G + (X - M) \equiv C + S + T$$

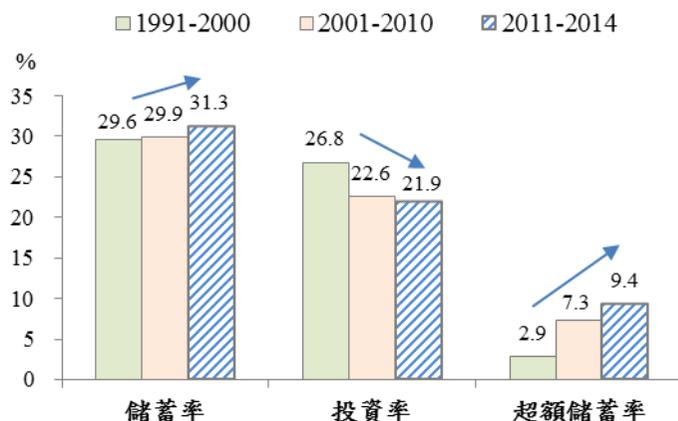
假設 $G = T$ (財政收支平衡) $\Rightarrow X - M \equiv S - I$ ，即**經常帳順差**，反映**超額儲蓄**。

2. 長期以來台灣存在超額儲蓄現象，係因國內投資不振，其中政府與公營事業投資下滑為主因

(1)1990 年代以來，台灣**投資率持續下滑**，致**超額儲蓄率持續增加**(左下圖)，**1991~2014 年超額儲蓄累計金額達 17.1 兆元**。

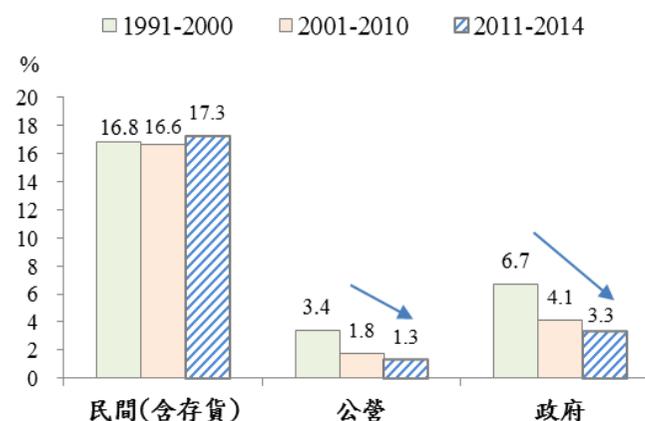
(2)**國內投資不振**，主因**政府舉債限制**，**重大基礎建設投資減少**，加以**公營事業民營化**，公營部門投資減緩。惟**民營企業面臨缺工缺地、環評抗爭等投資障礙**，致民間投資增加有限(右下圖)。

台灣儲蓄率、投資率與超額儲蓄率



資料來源：主計總處

台灣投資率-依部門別



資料來源：主計總處

3. 促進投資為解決超額儲蓄的有效方法，並可創造就業及提高薪資

(1)鬆綁法令規範，提高政府效能及排除投資障礙，改善投資環境。

(2)五大退休基金³⁴可參與基礎建設投資。五大退休基金規模龐大，至本年4月底已達新台幣3.42兆元，近6年平均年增率約14.9%，成長快速。

(3)加強研發，鼓勵創新，促進國內投資。

4. 超額儲蓄是長期的，宜善用對外投資，取得戰略性資源及提高產業競爭力

(1)統籌運作五大退休基金，協助國營事業到海外投資戰略性資源。

(2)民間部門亦可進行海外併購，掌握料源及獲取關鍵技術，促進產業升級。

³⁴ 包含退撫基金、舊制勞退、新制勞退、勞保基金及國民年金。

四、全球貿易成長減緩與全球供應鏈改變的問題

(一)多數國家出口衰退的警訊

1. 本年初以來，多數國家出口呈負成長

(1)本年2月以來台灣出口持續不振，1至5月出口金額負成長5.7%(見下表)。主計總處於本年5月指出，因出口前景不樂觀，將本年經濟成長預測值從3.78%下修至3.28%。

(2)近期出口金額衰退非台灣獨有現象，日本、中國大陸、南韓、新加坡、香港等國家的出口成長均不佳(見下表)。

2. 近期多數國家(含台灣)出口成長不佳的主要原因

(1)全球貿易成長趨緩

(2)全球供應鏈(global supply chain)改變

(3)台灣產業出口結構不良，產品競爭力衰退

(4)上述原因又彼此相關：全球貿易成長趨緩中的結構性因素，主要為全球供應鏈的改變。其中又以「大陸供應鏈」崛起最為關鍵；特別是，「大陸供應鏈」追趕台灣的主力出口產品，顯示台灣亟須儘速推動產業升級，提升競爭力。

主要國家的出口年增率

單位：%(美元計價)

國家 年(月)別	台灣	日本	中國 大陸	南韓	新加坡*	香港*	泰國	馬來 西亞
2014年	2.7	-3.5	6.1	2.3	-1.5	1.8	-0.4	2.4
2015年累計**	-5.7	-7.8	0.7	-5.7	-18.0	-11.1	-4.0	-13.0
4月	-11.7	-7.4	-6.4	-8.0	-18.7	-13.6	-1.7	-18.3
5月	-3.8	-13.7	-2.5	-10.9	-19.8	-	-	-

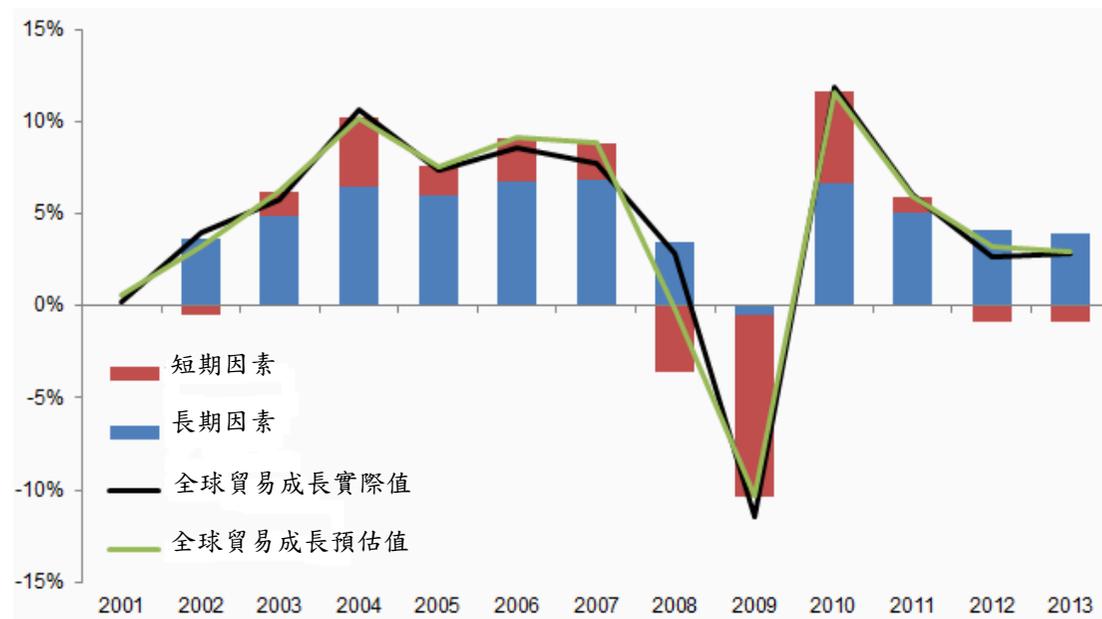
*新加坡、香港為本地出口；其餘國家為總出口。

**台灣、日本、中國大陸、南韓、新加坡為1~5月資料，其他國家為1~4月資料。

資料來源：Datastream、各國海關

(二)全球貿易成長減緩、全球供應鏈改變的挑戰

1. 金融危機後，全球貿易成長率雖從 2009 年的歷史低點反彈，但近年全球貿易成長率(2011~2013 年分別為 6.2%、2.8%及 3.0%)仍遠低於 1987~2007 年平均的 7.1%，且略低於近年 3%左右的全球實質 GDP 成長率。
2. IMF 執行長 Christine Lagarde 指出³⁵，**全球貿易成長**已因**循環性因素**及**結構性因素**的雙重影響而**趨緩**，難以追上經濟成長速度。
3. IMF、世界銀行等研究指出³⁶，近年全球貿易成長趨緩，除部分為短期因素外，**長期的結構性因素足以解釋近 5 成的原因**(見下圖)。



資料來源：Constantinescu et al. (2015)

³⁵ Lagarde, Christine (2015), "Reinvigorate Trade to Boost Global Economic Growth," IMF, *U.S. Ex-Im Bank Conference*, Apr. 23。

³⁶ Constantinescu, Cristina, Aaditya Mattoo and Michele Ruta (2015), "Explaining the Global Trade Slowdown," *VoxEU*, Jan. 18。

(1)短期循環性因素：歐盟占全球貿易量的比重約 1/3，由於歐洲地區仍未擺脫全球金融危機的衝擊，需求依然疲弱。

(2)長期結構性因素：長期全球貿易彈性(也就是貿易對所得(或 GDP)的敏感度)降低，顯示全球貿易結構發生重大變化，其原因指向全球供應鏈的改變等因素：

➤ 現有的全球供應鏈已趨成熟，新供應鏈則尚未建立。

➤ 長期貿易彈性降低：

1986~2000 年，全球實質 GDP 每成長 1%，全球貿易成長 2.18%。

2001~2013 年，全球實質 GDP 每成長 1%，全球貿易成長降為 1.31%。

換言之，1990 年代，貿易成長速度約為 GDP 成長率的兩倍趨勢，於 2000 年代告一段落。

➤ 長期貿易彈性降低的主因：1980 年代興起並在 1990 年代大為擴張的全球供應鏈，近年其擴張速度變慢，主要是因美國及中國大陸在國際生產分工的角色發生變化，以及貿易自由化的速度減緩。其中，又以中國大陸在全球供應鏈角色的變化，也就是所謂的「大陸供應鏈」崛起的影響最大：

美國	美國產業回流、製造業恢復實力，打破過去美國經濟轉強必然帶動亞洲出口轉佳的關係；頁岩氣革命帶來的能源成本下跌，使美國企業享有競爭優勢 ³⁷ 。
中國大陸	中國大陸國內廠商對國外零組件廠商的依賴，已逐漸移轉至國內零組件廠商。中國大陸出口商品中內含進口零組件的比率，已由 1990 年代中期的 60% 下滑至 2012 年的 35%，顯示中國大陸本地企業已發揮進口替代角色 ³⁸ 。

➤ 服務業成長速度較製造業快速，但服務業的出口份額相對較小，可能為貿易成長減速的另一原因³⁹。

³⁷ Chen, Anthony (2013), "Asian Exports Are Bottoming out," AllianceBernstein: *Economics*, Sep. 13。

³⁸ World Bank (2015), "What Lies Behind the Global Trade Slowdown?" *Global Economic Prospects*, Jan.。

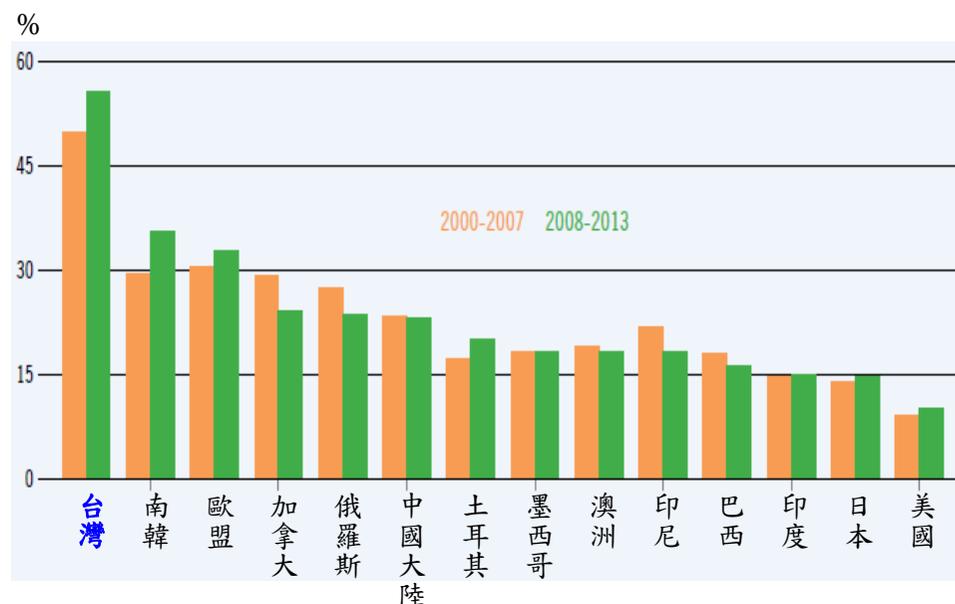
³⁹ Kwon, Gooheon (2015), "Growth Recovery and Trade Stagnation-Evidence from New Data," *Asia Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jun. 5。

4. 全球貿易成長停滯若持續，恐衝擊高度仰仗貿易、勞動市場與全球供應鏈高度關連的國家。

(1)根據高盛於本年 6 月評估全球貿易停滯持續對各國的衝擊程度⁴⁰，結果顯示，製造業產出占總產出的比重愈高、製造業邊際利潤率愈低及人口老化速度愈快的國家，全球貿易停滯的不利衝擊愈大。

(2)國際勞工組織(ILO)本年 5 月研究指出⁴¹，全球 40 個國家、超過 1/5 的工作機會與全球供應鏈相關。其中，**台灣與供應鏈相關的就業比重最高**(見下圖)；換言之，台灣勞動市場相當依賴國外需求。

主要國家與全球供應鏈相關之就業比重



資料來源：ILO (2015)

⁴⁰ Kwon, Gooheon (2015), "Growth Recovery and Trade Stagnation—Evidence from New Data," *Asia Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jun. 5。

⁴¹ ILO (2015), "World Employment and Social Outlook 2015: The Changing Nature of Jobs," May 19。

(三)因應對策：保持創新、提高生產力與提升服務業，朝全球價值鏈的高價值兩端發展

1. 全球價值鏈崛起的時代，一國應朝附加價值最高的兩端發展，進而帶動經濟成長⁴²

(1)全球價值鏈(Global Value Chains, GVC)：

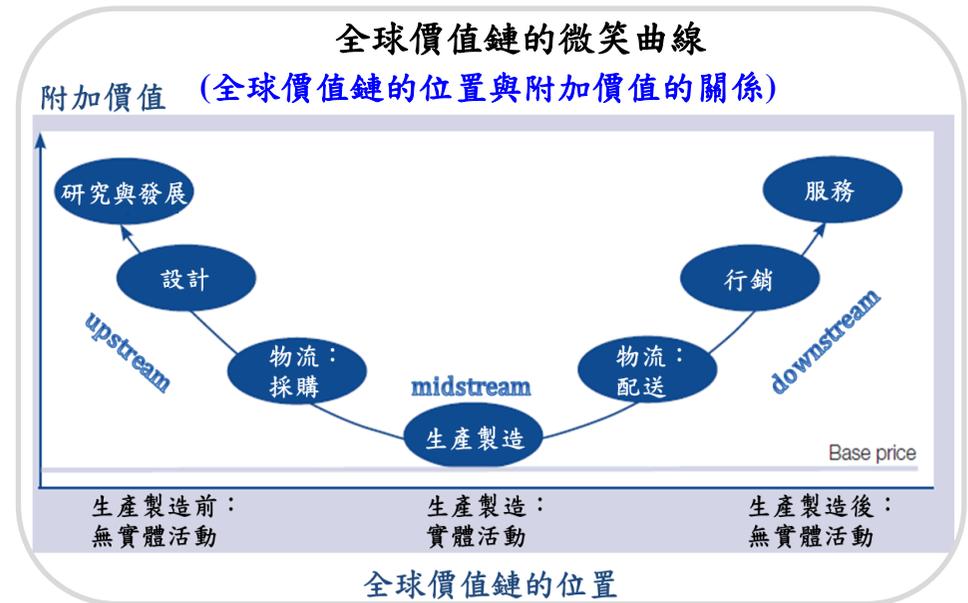
- 1980 年代興起的全球供應鏈概念，發展至今已擴大為涵蓋生產前的 R&D 與設計，以及之後的行銷與服務等無實體活動⁴³，並強調各個階段所創造的附加價值之全球價值鏈。
- 各個階段與其附加價值的關係，如同一個微笑曲線，也就是附加價值最高的階段在於兩端：上游的 R&D 與設計，以及下游的行銷與服務。

(2)IMF、OECD、UNCTAD、WTO、世銀等建議：

政府應採妥適的政策組合，俾使一國更吸引高附加價值

GVC 活動，讓現有比較利益充分發揮，並協助產業持續握有升級機會，進而型塑未來的比較利益。

- (3)宏碁董事長施振榮亦建議，台灣應朝 GVC 微笑曲線的兩端發展，尤其右端扮演整合資源角色，打造台灣成為「華人優質創新應用中心」及「全球研製服務中心」，整合供應鏈最佳資源來提供最好的服務。



資料來源：UNCTAD (2015)

⁴² UNCTAD (2015), "Tracing the Value-Added in Global Value Chains: Product-Level Case Studies in China," UNCTAD Publication, June 8; IMF (2015), "Reaping the Benefits from Global Value Chains," Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, IMF, May; OECD, WTO and World Bank (2014), "Global Value Chains: Challenges, Opportunities, and Implications for Policy," Report to the G20 Trade Ministers Meeting, Jul. 19。

⁴³ 全球價值鏈係由全球供應鏈演化而成。供應鏈係指產品自供應商至抵達最終使用者的完整流程，著重於透過網絡傳遞產品的成本及營運面管理；延伸至跨國，即為全球供應鏈。1985 年，管理學大師 Michael Porter 建構起價值鏈的概念，他認為價值鏈係可創造產品價值的各項活動(包括行銷及人力資源管理等)組合，強調各項加值活動，為產品所創造之附加價值；全球間的價值創造過程相互串連，即構成全球價值鏈。近年國際間在商業及研究上，已不太區別全球供應鏈與全球價值鏈，這兩個名詞經常被交換使用，不過，全球價值鏈的使用日益增加。見 UNCTAD (2015)。

2. 為取得微笑曲線兩端高價值活動，有賴能促進創新、提高生產力、提升服務業的政策組合⁴⁴

(1) 建立國家級的創新體系

- ▶ GVC 的所有階段皆追求效率提升及品質改善，上游的 R&D 尤需知識與科技，因此強化科技與技術發展至關重要。政府應建立有效率的國家級創新體系，來促進投資於知識、科技散播、技術升級與創業等。
- ▶ 政府應促成研究機構、大學及民間企業建立緊密的網絡，以促使發明創新順利地轉化至商業利用階段，另可協助引入外國專業人才。
- ▶ 創新政策須考慮多種重要面向：
 - 將創新政策的觸角由高科技部門延伸至傳統產業及服務業
 - 去除阻礙創新的束縛，主導跨機構協調
 - 建立有益於創新的金融市場，以動員民間資金予創新活動
 - 建立有效的智慧財產權體系
 - 建立大數據(big data)資料庫，藉由資料分析做出關鍵決策，協助企業取得創新的領先優勢

(2) 強化人力資本的形成，提升人民創新的能力

- ▶ 一國在 GVC 的相對位置，反映其在全球勞動力的知識及技術的角色；例如，工業化國家傾向專精在高技術、且通常帶有服務性質的階段工作，因而能有較高的薪資、獲取較大的附加價值。
- ▶ 一國應發展參與 GVC 所必須的先進知識與專業技術，除了追求高等教育外，亦須重視技職教育與持續培訓，以打造人民能夠學習及發展創新所需各種技能的基礎。

⁴⁴ 綜合 IMF、OECD、UNCTAD、WTO、世銀等國際組織的建議。

(3)提升服務業、鼓勵製造業服務化

- ▶ GVC 的崛起創造出全新的「貿易－投資－服務－Know How」連結模型，其間交結的中間財貿易、資本與創新構想的移動，商品與服務產銷的協調等，都需要服務的支援；換言之，服務是串起各項連結，讓 GVC 成形的重要部門。
- ▶ GVC 特別容易受到服務業品質與效率的影響，商品貿易本身來自服務的貢獻，實際遠高於一般的認知。例如，G20 出口商品的附加價值中，有 42% 來自服務業的貢獻，其中，美國、英國、歐盟的比率則超過 50%。
- ▶ GVC 所有階段都需要服務，以提升產品品質、降低成本，並增強效率。製造業者可透過服務，提供差別化、客製化的產品來提高附加價值，這就是「製造業的服務化」或「服務型的製造業」⁴⁵。
- ▶ 服務與無形資產之間存在緊密關係，且毋需以實體資本形式來增強生產力⁴⁶。

(4)提供高品質實體的基礎設施，以及無實體的基礎設施服務

- ▶ 在 GVC 的多階段生產流程，代表中間投入必須在不同地點間運輸。因此，一國運輸、資訊與通信(ICT)、能源、用水等實體設施及無實體服務的品質高低，在 GVC 架構下，將帶來加倍的影響。
- ▶ 一國應致力於降低運輸及通訊成本，提高運輸效率與效能，其成效等同於降低跨國貿易成本的貿易自由化措施。
- ▶ 以 ICT 為基礎的服務，包括遠端通訊服務等，已是現代商業營運不可或缺的要件，亦是 GVC 活動的重要成分。一國應致力於提供穩定可靠、低成本的遠端通訊服務。

⁴⁵ OECD, WTO and World Bank (2014)。

⁴⁶ 以售價 450 美元的中國大陸製男用西裝為例，僅有 9% 的價值歸於中國大陸製造商，91% 則歸於各種服務、智慧財產權等無實體活動。

(5)擬定妥適的產業政策、協助產業升級、推動產業群聚

- ▶ 妥適的產業政策可帶動產業的正向發展。可透過更新產品標準、鼓勵技術創新、促進競爭與消費者保護等方法，來提升產業競爭力與生產力，進而協助產業升級，俾爭取 GVC 高附加價值端的活動。
- ▶ 成功的產業政策，將能協助新興產業發展，以及形成產業群聚(industry cluster)，使企業得享受規模報酬遞增、交易成本降低的「外部經濟」(external economies)利益，大幅提升競爭力，有助於產業升級與轉型。

(6)促進貿易及與區域經貿合作

- ▶ GVC 對交易成本及貿易政策相當敏感，即使關稅相當低，GVC 也會加倍放大關稅的影響，因為 GVC 多個階段涉及中間財貿易，而關稅與非關稅的貿易障礙會沿著 GVC 曲線不斷增加成本，不利一國參與 GVC。
- ▶ 一國應透過雙邊、區域性及多邊貿易協定，來降低貿易成本、避免不必要的延誤，以及降低不確定性，來協助企業參與 GVC。

(四)近期政府政策，與國際組織建議的方向一致

1. 政府已推動「創新創業政策會報」及「生產力 4.0 科技發展方案」，以促進產業升級與創新

- (1)行政院於 2014 年 12 月成立「**創新創業政策會報**」，整合產、官、學界資源，強化人才培育，以鼓勵創新創業；本年 6 月，**行政院**著手推動「**生產力 4.0 科技發展方案**」，除強化**智慧機械、大數據及物聯網等技術**發展外，亦擴及**服務業、農業**等領域，以促進產業結構優化。
- (2)為強化台灣創新事業與矽谷鏈結，由科技部推動美國矽谷「台灣創新創業中心」，日前正式落成，工研院表示，台灣創新創業中心及台灣創新快製媒合中心是行政院推動「兩個中心一個基金」，未來將結合矽谷網絡資源，協助新創公司產品開發，讓新創家的創意精緻化與產業化。

2. 政府近期積極推動的政策，與國際組織的建議一致，有助提升產業的附加價值

- (1)行政院近期推動的政策，與國際組織建議採行之創新、產業及人力資本等政策組合，以朝微笑曲線高價值兩端發展的方向一致。
- (2)為創造推動成長的公共投資夢想，政府投資創新可多角化布局，並建立妥適的報酬機制，以讓公共投資於創新事業獲得社會大眾的支持，並可將投資成功的利益回饋社會大眾。
- (3)政策的落實，與產業界的努力，將可化當前挑戰為未來成長的助力。

五、中國大陸供應鏈興起對台灣出口的影響

近期國內出口持續負成長，某些人士歸咎於「大陸供應鏈」的興起。台灣與中國大陸外貿及經濟結構存在緊密連動關係，有必要密切觀察，爰說明如次：

(一) 中國大陸以政策扶植其供應鏈逐步壯大

1. 近年中國大陸政府**大力扶植自有產業**，加以**內需市場龐大**，吸引**國際大廠進駐**，促使**產業鏈快速成長**。

(1) 大陸政府一向採取**財政補貼**、**政策融資**，培植自有產業；然往往因過度投資而**產能過剩**，如**鋼鐵**、**LED**、**太陽能**。

近年大陸更以**成立投資基金**方式，扶植高科技龍頭企業，致**半導體**恐將成為兩岸產業**新競爭焦點**。

(2) 大陸為**取得技術與品牌**，積極引進**跨國公司在地設廠**，或形成**策略聯盟**；並鼓勵陸廠**外購技術**及**購併國外公司**⁴⁷。

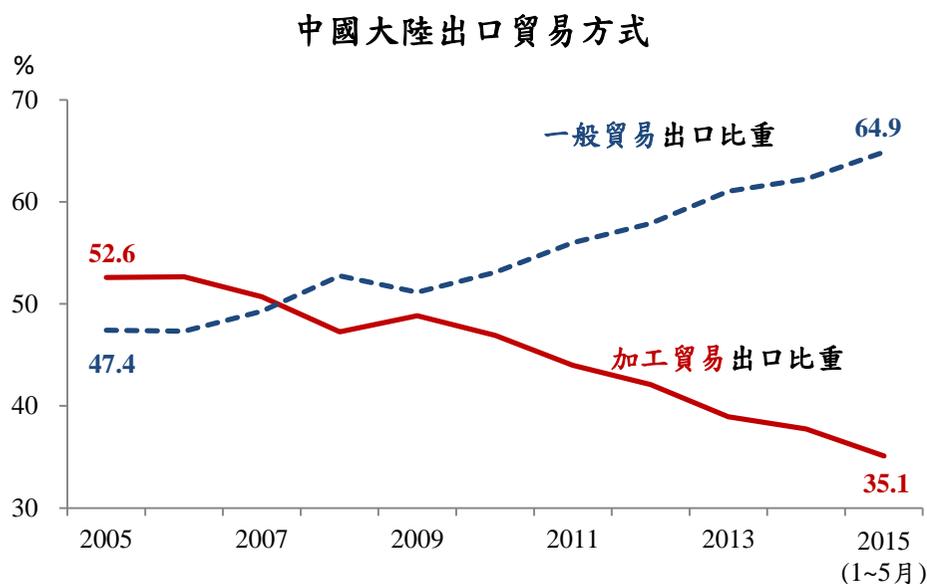
(3) 本年啟動「**中國製造 2025**」計畫，力求製造業由「**大**」變「**強**」，對台廠形成更大的競爭壓力。

⁴⁷ 2014 年大陸對外直接投資達 1,160 億美元，躍居全球第 3 大；其中，海外併購金額達 569 億美元，成長近 9.6%，占全球併購之 21.6%。

2. 「大陸供應鏈」興起，實為中國大陸本身的「進口替代」；台灣在 1960 年代也曾採類似政策。

(1) 中國大陸經濟結構轉型，擴充本地產能，一般貿易出口比重升至 65%，而加工貿易比重減少(左下圖)。

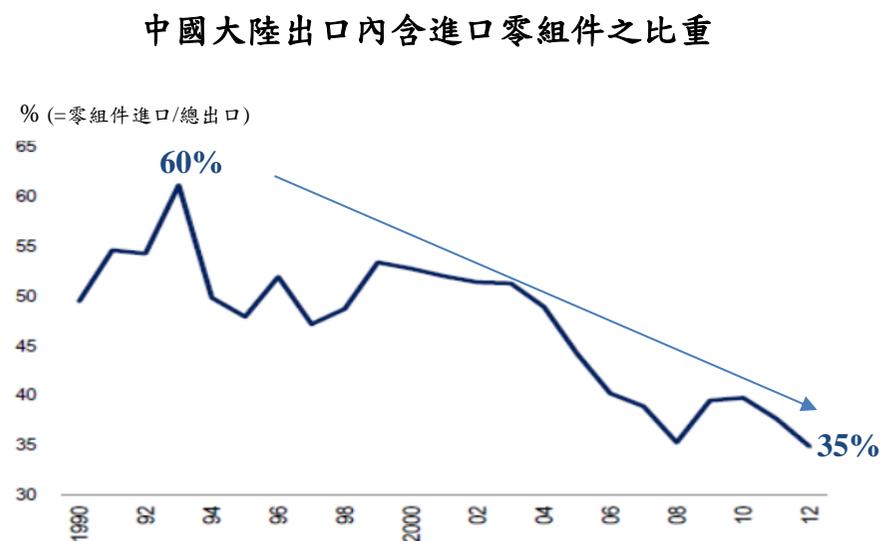
(2) 自 2000 年代以來，大陸逐步降低自國外進口零組件，改由國內自給，而台廠與外國廠商亦轉向當地採購，致大陸出口之零組件進口內涵，已從 60% 高點大幅下滑至 35%(右下圖)。



註：加工貿易包括「來料加工裝備貿易」和「進料加工貿易」；

一般貿易係指加工貿易以外的貿易方式。

資料來源：中國大陸通關統計

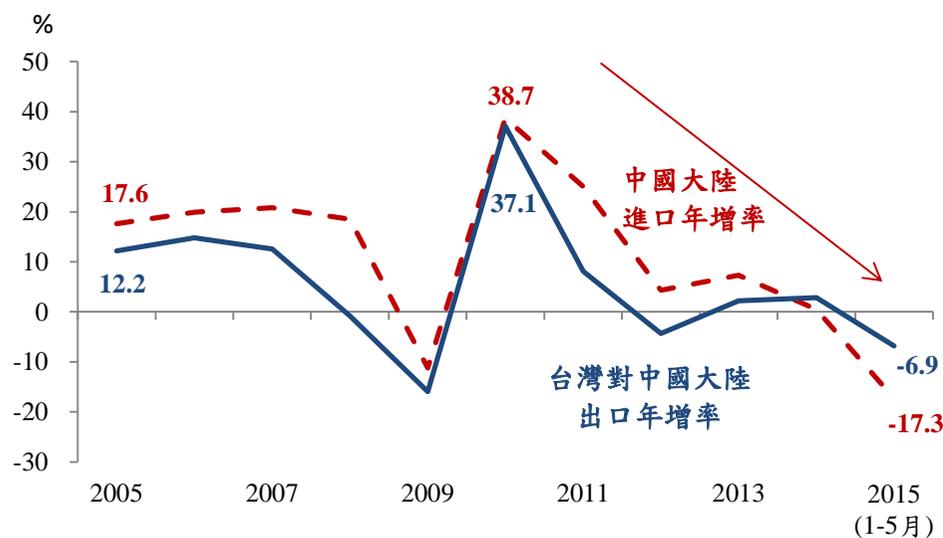


資料來源：World Bank (2015) “What Lies Behind the Global Trade Slowdown?” Global Economic Prospects, January

(二)受中國大陸進口替代及產業結構調整影響，台灣對其出口不易維持過去的高成長

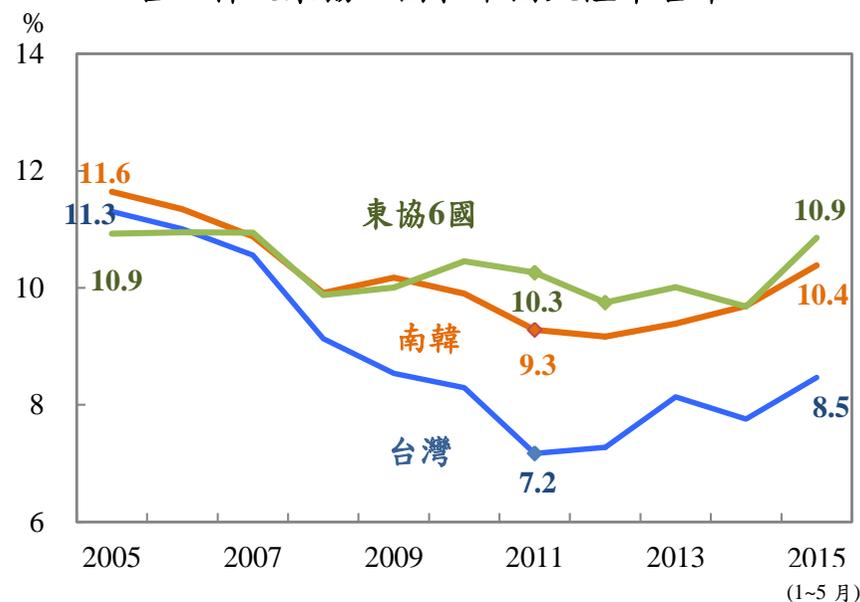
1. 台灣出口以**中間財**為主，且**高度集中**於**中國大陸**市場。**中國大陸**經濟成長趨緩及**供應鏈在地化**，**進口需求持續減緩**，使得**台灣對中國大陸出口**(含香港，以下同)**年增率隨之下降**(左下圖)。
2. 近年台灣在中國大陸市占表現不如東協及南韓(右下圖)，其原因如下：
 - (1)大陸轉向**內需消費**，而**中間財**進口轉向**高階**，**台灣**因出口產品**不符大陸所需**，市占下滑較明顯。
所幸台灣**半導體**出口仍具**競爭優勢**，拉升近期在大陸市占。
 - (2)**南韓**因出口產品分散，如汽車、DRAM等，**切合大陸內需**及**手機**產業發展需要，受進口替代**影響較小**。
 - (3)大陸因工資上漲及產業結構調整，其**部分供應鏈轉往東南亞**，加以2011年與東協**FTA生效**，致增加自**東協進口**。

中國大陸進口及台灣對大陸出口年增率



資料來源：台灣及中國大陸通關統計

台、韓及東協6國在中國大陸市占率



註：近年大陸進口大宗物資(如鐵礦砂)增加，致主要國家在大陸市占率均呈下滑；惟2014年原物料價格走跌，各國市占率逐步回升。

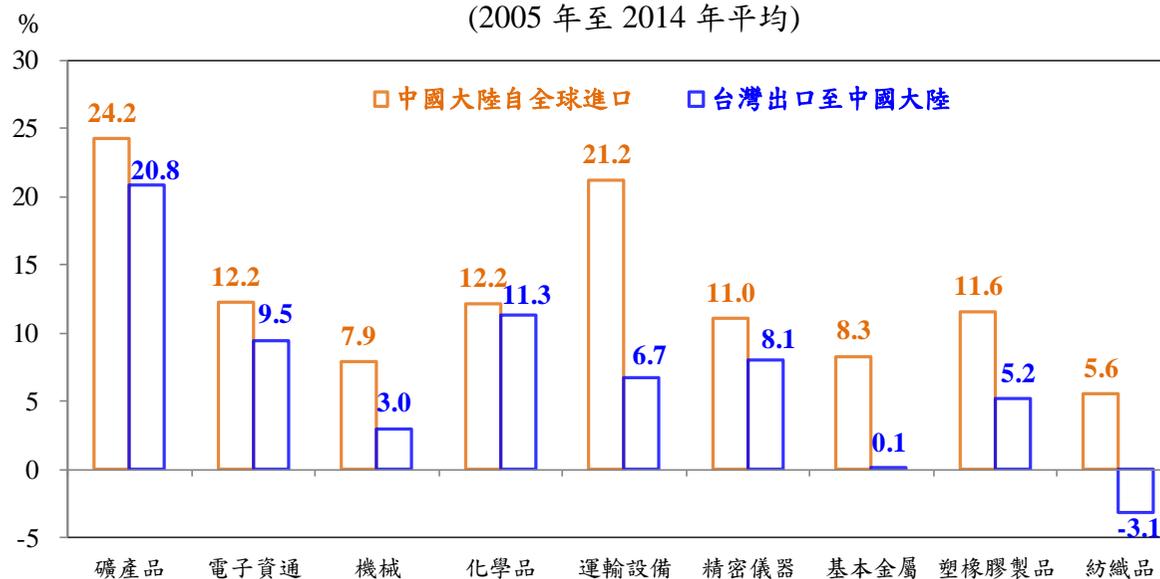
3. 近 10 年，台灣紡織品、運輸設備、機械、基本金屬及塑橡膠製品對中國大陸出口年增率低於中國大陸進口年增率的差距較大(下圖)。

(1)紡織業早年已外移大陸，近年生產據點則轉至東南亞，紡織品對大陸出口已是負成長。

運輸設備雖是大陸進口增幅較大者，但非台灣出口主力產品。

(2)機械、基本金屬及塑橡膠製品等產品受大陸進口替代及產能過剩等影響較大。

中國大陸主要產品進口年增率 vs.
台灣對中國大陸出口年增率
(2005 年至 2014 年平均)



2014年產品比重

大陸自全球進口

台灣對大陸出口

大陸自全球進口	23.4	21.7	9.2	6.5	6.2	5.6	5.2	4.7	1.8
台灣對大陸出口	2.5	47.8	7.1	8.9	0.8	12.7	4.9	8.1	2.6

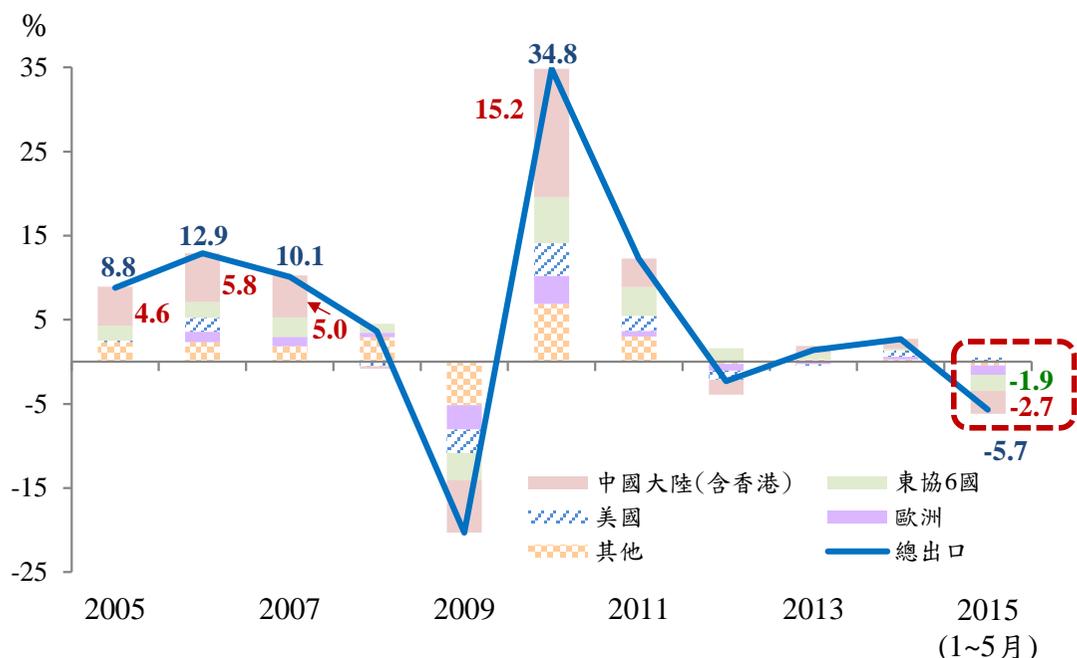
註:產品別按 HS2 位碼加以歸類，並依中國大陸 2014 年進口比重排序。

資料來源：財政部、經濟部國貿局、World Trade Atlas

(三)本年以來中國大陸市場對台灣出口的負貢獻最大，主要係國際油價低迷、大陸經濟成長減緩及產業供應鏈在地化影響

1. 過去對大陸投資帶動對出口及兩岸產業垂直分工，大陸市場對台灣出口的正貢獻大，2005~2007 年平均貢獻率達 48.5%；金融海嘯後，國際景氣疲弱，大陸市場對台灣出口的貢獻度趨小(左下圖)。
2. 本年 1 至 5 月，台灣出口負成長 5.7%，其中，對中國大陸出口負成長 6.9%，負貢獻最大，主要係因：
 - (1)國際油價低迷，石化相關產品對大陸出口衰退，合計負貢獻 3.9 個百分點(右下表)。
 - (2)全球行動裝置需求減緩、生產高峰已過，大陸出口減緩，對台灣電子產品及面板的需求下降。
 - (3)大陸產業供應鏈在地化發展，致對其面板及鋼鐵出口減少。

主要市場對台灣出口成長的貢獻度



註：本年 1 至 5 月台灣對大陸及東協 6 國出口，分別較上年同期減少 6.9% 及 10.1%。
資料來源：財政部

台灣對中國大陸主要出口產品

(2015 年 1 至 5 月)

單位：%

	比重	年增率	貢獻度
總計	100.0	-6.9	-6.9
電子資通訊產品	47.0	-6.0	-2.8
化學品	8.6	-18.0	-1.8
礦產品	2.1	-36.4	-1.1
塑橡膠製品	8.0	-12.2	-1.0
精密儀器(面板)	12.7	-6.2	-0.8
基本金屬(鋼鐵)	4.8	-6.3	-0.3
紡織品	2.7	-8.0	-0.2
運輸設備	1.2	16.0	0.2
機械	7.4	4.8	0.3

-3.9 個百分點

資料來源：財政部、經濟部國貿局

(四)結論

1. 中國大陸以政策扶植其供應鏈興起，進口替代效果逐步顯現，台灣出口漸受影響。

2. 台灣宜持續創新及掌握關鍵技術，以保持在全球供應鏈的競爭優勢，提振出口動能。

(1)台灣部分產業(如半導體業)長期已累積技術及生產管理的優勢，短期尚不懼大陸供應鏈的競爭，惟未來必須**持續創新**，**產品差異化**，以**維持領先地位**。

(2)產官學界宜共同**研發關鍵技術**，**工研院**可擔任技術整合平台，提升核心競爭力；同時，鼓勵企業**海外併購**與**國際聯盟合作**，拓展商機。

(3)培植更多的**隱形冠軍**，創造高附加價值，在全球供應鏈取得關鍵影響力。

— 過去台灣產業曾受到大陸供應鏈的影響，惟在深耕關鍵技術後，已占有全球供應鏈的重要地位。如**光學鏡頭的大立光**、**自行車的捷安特及美利達**。而**紡織業**也開發出高附加價值的**機能性布料**，全球市占率高達7成，全球**前5大運動品牌逾8成**產品與台灣有關；甚且去年**巴西世足賽**至少有**10支國家隊的球衣布料**來自台灣，可謂台灣在紡織領域拿到了世界盃⁴⁸。

3. 「**壓力是成長的開始**」，台灣宜厚實自己的競爭力，正視大陸供應鏈興起的挑戰。

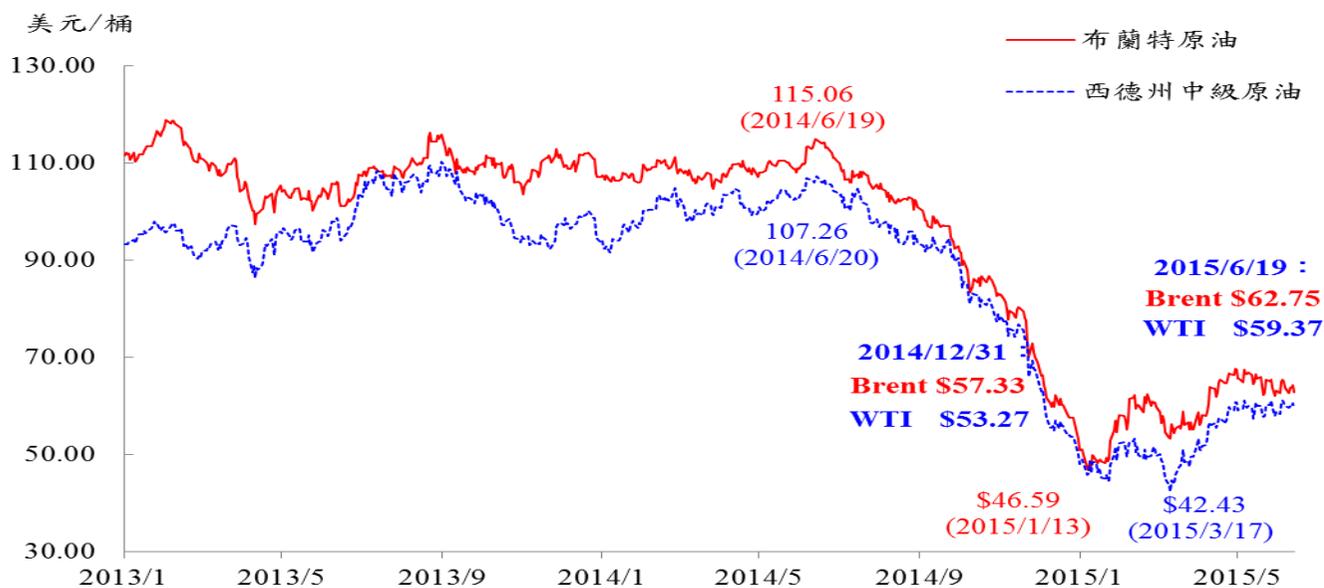
⁴⁸ 詳財訊雙週刊(2015)，「紡織矽谷在台灣」，6月4日。

六、近期國際油價走勢與展望

(一)近 1 年來國際油價先跌後回穩

1. 布蘭特原油(Brent oil)價格從去(2014)年 6 月 19 日每桶 115.06 美元的高點，下跌至本(2015)年 1 月 13 日低點(46.59 美元)，跌幅約 60%；隨後止跌反彈，6 月 19 日收在 62.75 美元，反彈約 35%；西德州中級原油(WTI)亦呈現類似走勢 (見下圖)。
2. 美國能源資訊署 (EIA) 指出，自本年 3 月以來油價反彈，主要係反映全球石油需求量增加、市場預期美國頁岩油業者將減產，以及中東與北非石油供給中斷風險上升⁴⁹。

布蘭特與西德州中級原油近月期貨價格走勢



資料來源：Bloomberg

⁴⁹ EIA(2015), "Short Term Energy Outlook June 2015," U.S. Energy Information Administration, June 7。

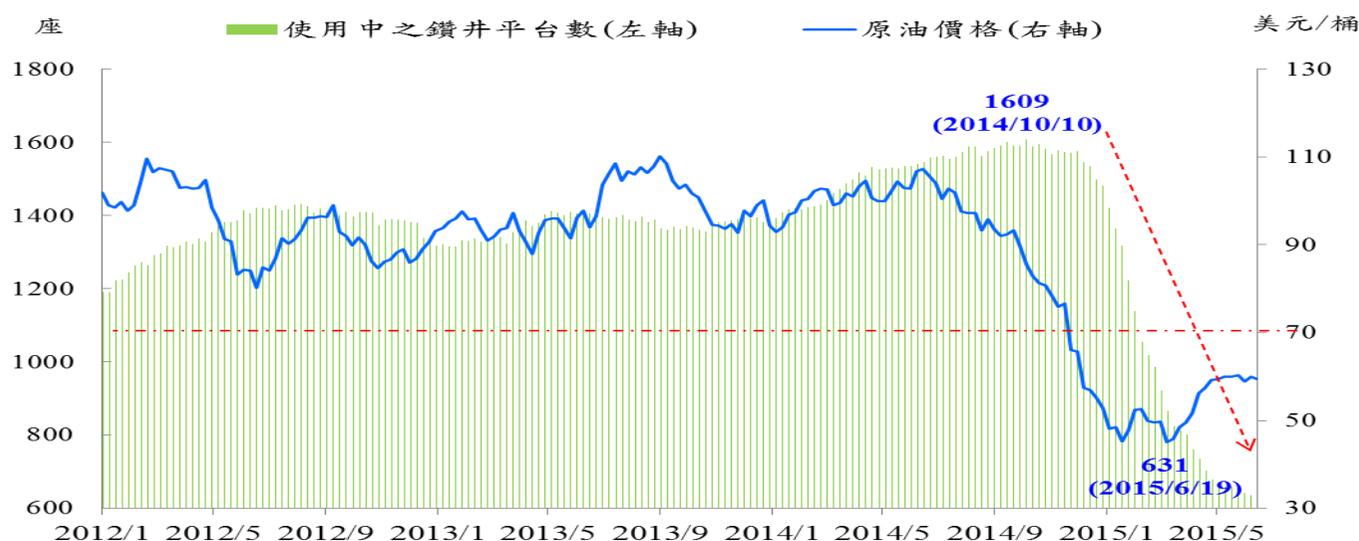
(二)原油市場供需分析

1. 低油價已使美國頁岩油投資放緩，有利原油供需均衡

(1)國際能源總署(IEA)指出⁵⁰，美國石油業持續削減成本，且鑽井平台使用數量減少**60%**⁵¹ (見下圖)；因此，美國原油供應持續增加的現象將暫時中斷，預期自**本年下半年開始原油供需逐漸恢復均衡**。

(2)OPEC 於本年 6 月 5 日**維持目標產量不變**⁵²，且認為已取得價格戰的初步勝利，惟 IEA 指出，原油市場**市占率之爭才剛開始**，目前要斷定 OPEC 已取得勝利**仍言之過早**⁵³。

美國使用中之鑽井平台數與 WTI 油價



資料來源：Bloomberg

⁵⁰ IEA (2015), "Oil Market Report for June," International Energy Agency, June 11。

⁵¹ 美國頁岩油鑽井平台使用數量創下**連續 28 週下滑**，自上年 10 月 10 日的**1,609 座**，下滑至本年 6 月 19 日的**631 座**，**創 5 年多以來新低**。

⁵² Said, Summer (2015) "OPEC Keeps Output Unchanged," *The Wall Street Journal*, June 5。

⁵³ Kent, Sarah (2015) "IEA: OPEC Battle for Oil Market Share Just Beginning," *The Wall Street Journal*, May 13。

2. 惟美國頁岩油業者產能調節具高度彈性，將伺機重回市場

- (1)近幾年頁岩油業者受惠於鑽油科技的突破，產能調節具高度彈性；另倘若西德州油價回到每桶 **65~70** 美元，多數生產者將重回市場⁵⁴。
- (2)EIA 預期⁵⁵，**本年 6 月**美國頁岩油業者日產量將**開始減少**，**至明年第 1 季後**才會觸底回升。

3. OPEC、俄羅斯及巴西原油產量持續增加，全球石油市場仍面臨供給過剩

- (1)IEA 指出，儘管美國原油供給速度已放緩，但 OPEC 產油國，以及俄羅斯、巴西等非 OPEC 產油國原油產量持續增加，使得全球原油市場仍面臨超額供給(按每日約 **210 萬桶**)的問題⁵⁶。
- (2)以本年 5 月為例，**OPEC 日產量**達 3,133 萬桶，**創 2012 年 8 月以來新高**，較去年增加 140 萬桶。
- **沙烏地阿拉伯**日產量超過 1,000 萬桶。
 - **伊拉克**日產量達 380 萬桶，創下 **1979 年以來新高**。
 - **伊朗**日產量達 288 萬桶，創下 2012 年 7 月以來新高。

4. 全球石油需求量小幅增加

- (1)受惠於工業國家需求增加，IEA 預估 2015 年全球原油日**需求量**較去年**小幅增加 140 萬桶**。
- (2)另中國大陸石油需求量與其經濟成長之**相關性逐漸降低**；據統計，每萬元人民幣實質 GDP 產出的石油消耗量，從 1990 年約 **4 桶**，下滑至 2000 年約 **3 桶**，到目前則僅剩約為 **2 桶**⁵⁷。

⁵⁴ Kantchev, Geogri et al.(2015)“Shale-Oil Producers Ready to Raise Production,” *The Wall Street Journal*, May 13。

⁵⁵ 本年第 2 季美國原油日產量為 **958 萬桶**，本年第 3 季、本年第 4 季及明年第 1 季分別為 **939 萬桶**、**933 萬桶**及 **920 萬桶**，**明年第 2 季開始回升(922 萬桶)**，**至明年第 4 季的 950 萬桶**，同註 49。

⁵⁶ IEA 調高非 OPEC 產油國之日產量，較去年增加 100 萬桶；其預估 2015 年全球原油供給為 **9,570 萬桶**，原油需求為 **9,360 萬桶**，同註 50。

⁵⁷ Denning, Liam (2015), “Saudi Arabia and China Drift Apart on Oil,” *Wall Street Journal*, June 15。

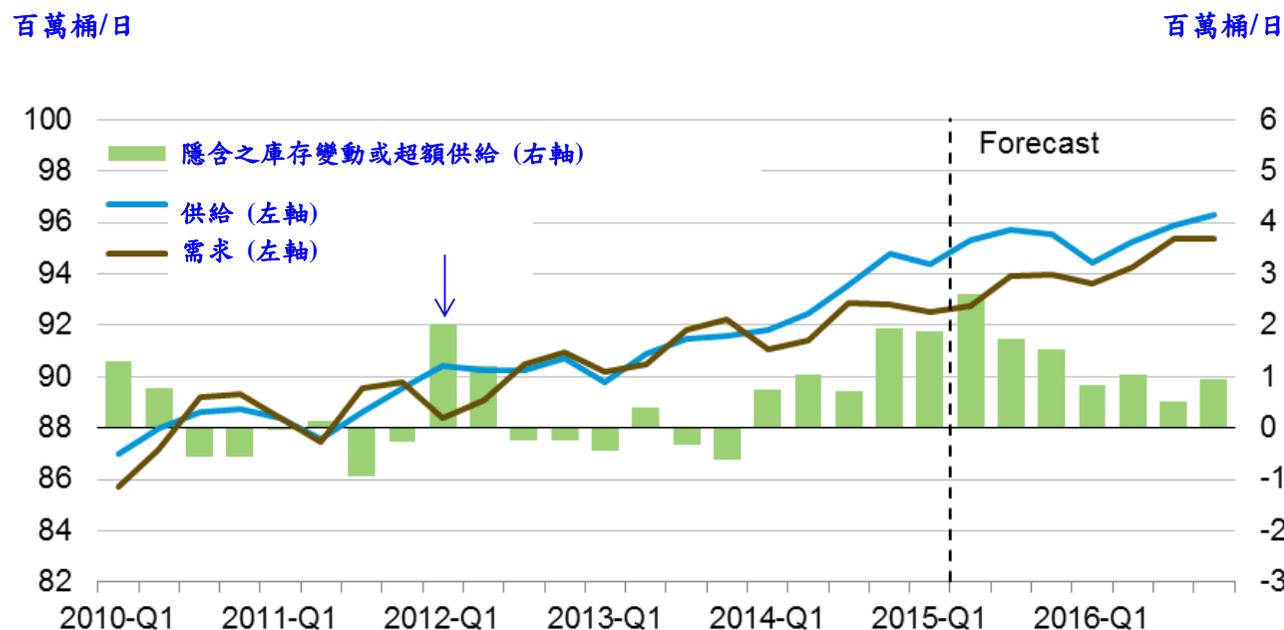
(三)油價展望

1. 自 2015 年下半年起，國際原油價格將隨供需改善而緩步回升

(1)依據 EIA 預測⁵⁸，本年上半年的**超額供給**將達**每日 225 萬桶**，惟本年下半年因低油價使北美的產量增速大幅減緩，加以全球需求成長，至**2016 年第 3 季**，**原油供給過剩情形將獲得明顯改善**(見下圖)。

(2)同時，本年下半年原油**超額供給**減少至**每日 164 萬桶**，明年全年原油**超額供給**減少至**每日 83 萬桶**⁵⁹。

EIA 能源市場展望報告



⁵⁸ 同註 49。

⁵⁹ 2015 年第 1 季~第 4 季全球原油超額供給每日平均值分別為 **189 萬桶**、**260 萬桶**、**175 萬桶**及 **153 萬桶**；2016 年第 1 季~第 4 季全球原油超額供給每日平均值分別為 **83 萬桶**、**104 萬桶**、**52 萬桶**及 **92 萬桶**，同註 49。

2. 今明兩年油價預測值

(1) 近期國際機構多認為本年上半年超額供給問題仍嚴重，因此油價**低點將落於第 1、2 季之間**(布蘭特油價約每桶**40~50 美元**⁶⁰)；

(2) 多數國際機構預測本年下半年隨**超額供給逐漸收斂**，油價將呈現**緩步向上**；**本年全年均價**約在**59~61 美元**區間(見下表)；**明年全年均價**約在**65~70 美元**區間，惟地緣政治風險可能促使油價短期回升。

布蘭特原油價格預測值

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	2015 年預測值	2016 年預測值
美國能源資訊署(EIA)	6 月 7 日 (5 月 12 日)	61.0 — (61.0)	67.0 ↓ (70.0)
Global Insight	5 月 21 日 (3 月 19 日)	59.0 ↑ (51.0)	65.5 ↑ (63.0)
Economist Intelligence Unit(EIU)	6 月 17 日 (5 月 20 日)	60.3 — (60.3)	69.3 — (69.3)
平均預測值		60.1 ↑ (57.4)	67.3 ↓ (67.4)

註：1. 2014 年布蘭特原油均價為 98.90 美元/桶

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

資料來源：EIA、EIU、Global Insight

⁶⁰ EIA 預估 2015 年第 2~4 季布蘭特原油均價分別約為 **63、63 及 62 美元**/每桶；2015 年第 1 季布蘭特原油均價為 54 美元/每桶。

3. 伊朗限武談判若成功，可能增加原油供給，延後油價反彈

本年 4 月 2 日伊朗與六大主要國家⁶¹針對限制核武談判達成初步共識，倘若本年 6 月底**伊朗**所受**經濟制裁獲得解除**，其原油重回全球市場將顯著影響全球原油供需及價格預測，並使 EIA 原本預估的 2016 年**油價恐因此下修 5~15 美元**。

4. 未來 10 年內恐不易見到每桶 100 美元，但各界對油價的預估差異大

(1)本年 5 月 OPEC 發布策略報告指出，未來 10 年內恐不易見到每桶 100 美元數字，主要**反映美國頁岩油業者能因應低油價壓力並持續開出產能**，進而壓抑油價反彈⁶²。

(2)**OPEC** 估計，**2025 年**布蘭特原油價格約在每桶 **76 美元**；**EIA** 於 2015 年原油年度報告預估，**2025 年**布蘭特原油價格約在每桶 **91 美元**⁶³。

⁶¹ 六大主要國家係指美國、英國、法國、德國、中國大陸及俄羅斯。

⁶² Faucon, Benoit et al.(2015)“OPEC Sees Oil Price Below \$100 a Barrel in the Next Decade,” *The Wall Street Journal*, May 12。

⁶³ EIA (2015),” Annual Energy Outlook 2015,” U.S. Energy Information Administration, April 14。

七、前 Fed 主席 Bernanke 與印度央行總裁 Rajan 觀點的比較－金融創新與量化寬鬆

(一)前言

前 Fed 主席 Ben Bernanke 甫於本年 5 月 26 日訪台，他在任內因全球金融危機而大力救市，並率先採量化寬鬆(Quantitative easing, QE)提振美國經濟，再度引發各界對 QE 功過的討論。

一般咸認，Fed 的三輪 QE 雖避免美國經濟陷入長期衰退與通縮，但 **QE 釋出多達 3.98 兆美元的資金**，引發國際資本湧入新興國家。**QE 龐大的外溢效應(spillover effect)導致新興國家面臨匯價急升、出口競爭力下降，以及推升股市與不動產價格泡沫，威脅金融穩定**。當 Fed 的 QE 即將轉向，國際資金又會快速流出新興國家，許多國家因此受到不小衝擊。

現任印度央行總裁 Raghuram **Rajan**，長年關注國際金融穩定議題，自 Fed 採行 QE 以來，**多次抨擊主要國家央行的 QE 政策**。Rajan 認為，**QE 等寬鬆性貨幣政策造成新興國家動盪，弊大於利，呼籲 Fed 等央行應將貨幣政策的外溢效應與溢回效應(spillback effect)納入決策考量**，負起應盡的國際責任。

Rajan 最為人津津樂道之處，就是早在 2005 年就**當著時任 Fed 主席 Greenspan 等重量級經濟學家面前，警告金融創新(financial innovation)可能提高全球毀滅式崩盤的風險**；惟悖於主流的觀點，當場遭到前美國財政部長 Lawrence Summers 等人的批評。全球金融危機爆發，外界盛讚 Rajan 洞燭機先；相較之下，Bernanke 與 Greenspan 等人誇大金融創新的效益，危機後才坦承錯誤。

Bernanke 與 Rajan 都是國際知名的學者與央行官員，本文彙整比較兩人長期在金融創新、QE 等議題的不同看法，供各界參考。

(二)學術成就與重要政策理念

Bernanke	Rajan
<ul style="list-style-type: none">▪ 大蕭條(Great Depression)專家<ul style="list-style-type: none">— 研究 1930 年代大蕭條時期的貨幣政策專家，主張央行應積極行動、創新作為。— 堅信 Fed 消極應對、不願擴大貨幣供給的錯誤政策，是大蕭條的主因。— 深知經濟一旦陷入通縮(deflation)，將墜入日本「失落十年」(the lost decade)的劫難。— 全球金融危機後，為避免大蕭條重現，主導 Fed 大規模救市，推出諸多創新工具，博得「救世主」美名。	<ul style="list-style-type: none">▪ 金融穩定專家⁶⁴<ul style="list-style-type: none">— 因專研金融市場內錯綜複雜的關係，獲頒 Fischer Black 獎⁶⁵，為 IMF 有史以來最年輕的首席經濟學家。— 認為金融市場是「脆弱的機制」，應在政府過多的介入與太少的協助間，取得平衡。— 自稱「務實主義者」(pragmatist)，認為經濟亦受政治影響，經濟議題須考量政治因素。— 危機前，不畏主流學派批判，警告金融創新可能危及經濟穩定；危機爆發後，贏得「金融危機預言家」盛名。

⁶⁴ Wallace, Laura (2015), "Finder of Financial Fault Lines," IMF: *Finance & Development*, Vol. 52, No. 1, Mar.。

⁶⁵ Fischer Black 獎為鼓勵年輕學者在金融領域的創新研究，每 2 年頒發一次，頒發對象為 40 歲以下的年輕學者、或 45 歲以下的學者，但在 35 歲以前未取得博士學位者。

Bernanke	Rajan
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 力主實施 QE <ul style="list-style-type: none"> – 1999 年，建議深陷通縮與衰退困境的日本採行廉價日圓政策⁶⁶，並購買公債；2001 年，日本央行開始執行 QE。 – 主導 Fed 自 2008 年起實施三輪 QE，成功避免美國陷入長期衰退，但引發全球資產價格泡沫，功過未定。 ▪ 支持通膨目標化(inflation targeting)機制 <ul style="list-style-type: none"> – 倡議 Fed 應採行彈性通膨目標化(flexible inflation targeting)，才能維持長期低通膨。 – 2012 年 1 月 Fed 主席任內，宣示 Fed 的通膨目標為 2%，具體落實其想法。 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 質疑 QE 等寬鬆貨幣政策成效 <ul style="list-style-type: none"> – 長期質疑 QE 成效；多次抨擊 Fed 漠視 QE 的外溢效應，擾亂新興國家的經濟金融穩定，指責 Fed 的行為破壞國際合作。 – 質疑先進國家的低利率等寬鬆貨幣政策，係肇致資產泡沫與市場動盪的元兇。 ▪ 推動印度央行採通膨目標化機制 <ul style="list-style-type: none"> – 接掌印度央行後，成功穩定盧比匯價，並降低長期偏高的通膨率。 – 改革印度央行的貨幣政策架構，實施通膨目標化機制，改變印度央行過去為兼顧多重目標，欠缺明確貨幣政策架構的缺失。

⁶⁶ Bernanke, Ben (1999), "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?," Princeton University, Dec.。

(三)對金融創新的看法

Bernanke	Rajan
<ul style="list-style-type: none">■ 危機前，與 Greenspan 一樣，誇大金融創新效益<ul style="list-style-type: none">— 力主次級房貸與證券化(securitization)帶來正面效益，有助提高民眾房屋自有率。— 認為市場雖會過度擴張，但終會自我修正。■ 危機後，坦承低估金融創新風險<ul style="list-style-type: none">— 坦承誤信效率市場假說 (efficient market hypothesis)，忽略現實世界中複雜的房貸證券化商品，使銀行喪失審慎授信的誘因。— 坦承過去確實低估了次級房貸等金融創新的過度發展，對實體經濟的衝擊。	<ul style="list-style-type: none">■ 危機前，預警金融創新是不穩定的根源⁶⁷<ul style="list-style-type: none">— 警告日益成長的金融創新，可能提高全球毀滅式崩盤的風險，呼籲金融監理須更為審慎。— 曾遭 Summers 等人的強烈質疑與批評。■ 危機後，道德勇氣與洞燭機先普獲世人讚譽<ul style="list-style-type: none">— 外界盛讚，當全球都著迷於複雜的金融商品時，Rajan 卻獨排眾議，表示市場終會崩盤，需要極大勇氣。— 2008 年全球金融危機爆發，證明 Rajan 洞燭機先，贏得「金融危機預言家」盛名。

⁶⁷ 主要取材自 Kansas City Fed (2011), *In Late August*, Aug.。

(四)對 QE 的看法

1. QE 的成效與副作用

Bernanke	Rajan
<ul style="list-style-type: none">■ 壓低利率，成功帶動美國與全球經濟復甦<ul style="list-style-type: none">— 促使美國的中長期利率下跌；股價、房價回升；於 2012 年表示，美國 GDP 因 QE 增加 3%，就業人數增加逾 200 萬。— QE 是「愛鄰措施」(enrich-thy-neighbour)，提振美國的總需求，嘉惠貿易夥伴。■ QE 非「以鄰為壑」(beggar-thy-neighbour)<ul style="list-style-type: none">— QE 的目標在於提振美國的需求，美元貶值只是副作用。— 並未直接設定美元匯價在特定水準來激勵出口，不是操縱匯率，與 1930 年代的貨幣惡性競貶不同。	<ul style="list-style-type: none">■ 有助修復金融市場，提振經濟效果則不明<ul style="list-style-type: none">— 危機爆發後，Fed 實施的非傳統性貨幣政策，確實有救市之功，但長期實施反會阻礙全球經濟成長。— QE 鼓勵投資人承擔過高風險，醞釀新一輪的泡沫與危機。■ 競爭式貨幣寬鬆當道<ul style="list-style-type: none">— QE 成效主要透過匯率貶值、轉移各國間的需求。— 各國央行為避免匯價升值影響出口競爭力，競相干預匯市或採寬鬆貨幣政策，宛若 1930 年代的惡性競貶。

2. 外溢效應與貨幣政策的國際合作

Bernanke	Rajan
<ul style="list-style-type: none">▪ 新興國家不應抗拒升值<ul style="list-style-type: none">- QE 不致於引發熱錢大規模湧入新興國家，先進國家的貨幣政策與國際資本移動的關聯性，未如外界所聲稱那麼高。- 呼籲新興國家停止干預外匯市場，容許其貨幣升值，俾防範外部壓力干擾國內金融體系。- 新興國家如抗拒升值，將要付出受他國貨幣政策影響的代價。▪ Fed 政策優先考量國內目標，新興國家應自我保護<ul style="list-style-type: none">- Fed 政策首先須追求國內目標，若考量政策對他國影響會違反法定職權。- QE 並非造成新興國家問題的根源，且新興國家有足夠工具因應。	<ul style="list-style-type: none">▪ 造成新興國家金融動盪<ul style="list-style-type: none">- QE 釋出的流動性流竄全球，產生嚴重的外溢效應，資本移動不見得反映資本接收國的經濟基本面。- 大量、快速的資本流入，導致新興國家的信用與資產價格膨脹、通膨走高、匯價攀升。- 以調整匯率減輕外溢效應，不是永遠可行，新興國家易受先進國家政策的影響。▪ 國際合作破局、威脅國際金融穩定<ul style="list-style-type: none">- 指責先進國家央行的貨幣政策，是釀成國際資本動盪的始作俑者，國際合作宣告破局。- 主要國家自掃門前雪的行徑，威脅國際金融穩定。

Bernanke	Rajan
<ul style="list-style-type: none"> ■ 面對外界呼籲國際合作，回應仍欠缺誠意 <ul style="list-style-type: none"> — 匯率政策是由美國財政部制定，而非 Fed，因此國際合作相當複雜。 — 除非是在危機時期，否則各國央行間的合作不易，可能性極低；主要是一國央行的利率政策目標，本來就是控制本國通膨。 — Fed 主席與新興國家央行首長每年會面 8~10 次，國際協調管道暢通，了解新興國家的疑慮。 — 卸任後參訪南非時，轉而呼籲新興國家應妥善準備，因應 QE 結束的衝擊。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 改革全球經濟的遊戲規則⁶⁸，呼籲建立合作共識 <ul style="list-style-type: none"> — 先進國家要求新興國家不應干預匯率、降低經常帳順差，實施結構改革；QE 卻是主要國家無力推動結構改革，過度仰仗貨幣政策的產物。 — 具重大影響力的主要國家央行，應將政策的外溢效應納入法定職責內，而非總是新興國家配合先進國家。 — Rajan 等人的不斷呼籲，促使 IMF 檢視極度寬鬆政策的外溢效應及溢回效應；Fed 副主席 Stanley Fischer 亦表示，Fed 已多加考量其政策影響其他經濟體的方式。

⁶⁸ 主要取材自 Agrawal, Anoop and Sandrine Rastello (2015), "Rajan Urges Emerging Markets to Overhaul Global Economic Rules," *Bloomberg*, Apr. 10; Chandra, Sho and Sandrine Rastello (2015), "RBI's Rajan Says Central Bank Policies Risking Global Growth," *Bloomberg*, May 19。

(五)結論

本文比較前 Fed 主席 Bernanke 與印度央行總裁 Rajan 對金融創新與 QE 的不同觀點，並參酌近期的相關研究後，大抵可獲致下列結論：

1. 毋高估金融創新的效益、低估其風險。

危機前，Bernanke 與主流思維過度誇大金融創新的效益，並未正視金融監管不足的風險，而 Rajan 則預警金融創新的風險；全球金融危機後，主流思維轉向，大抵認為，金融創新本身雖不是壞事，但應禁止對整體經濟社會無益的不負責任金融創新，應確保金融創新能提昇整體經濟福祉，而非個別機構的利益。Bernanke 亦坦承，低估了次級房貸等金融創新的風險。

2. QE 本身就是操縱匯率的一種方式，美學者認為採行 QE 的國家不宜指責他國操縱匯率。

Bernanke 認為，QE 導致的美元貶值不應視為操縱匯率，不能與新興國家為提高出口競爭力所進行的外匯干預相提並論；惟 Gresham 學院名譽教授、Intelligence Capital 主席 Avinash Persaud 表示，QE 導致美元貶值，就是「以鄰為壑」的操縱匯率政策⁶⁹；前白宮經濟顧問委員會主席、哈佛大學經濟學教授 Martin Feldstein 則認為⁷⁰，Fed 推出非傳統性貨幣政策後，已不宜指責他國操縱匯率。

3. 先進國家採 QE 確實帶來外溢效應，新興國家的自我保護措施具正當性。

IMF 與 Rajan 等皆表示，近年來，先進國家央行的 QE 政策對全球經濟與金融的影響力擴大，外溢效應確實存在；必要時，新興國家央行可採行針對性的資本管制(capital control)與總體審慎(macprudential)措施，防範外溢效應對本國經濟與金融穩定帶來的干擾，且可透過干預匯市處理匯價過度升值或貶值的壓力；並應維持足夠的外匯存底規模，俾因應國際資本移動突然外流導致的本國金融市場動盪。

⁶⁹ Persaud, Avinash (2010), "Why China's Exchange Rate Is a Red Herring," *VoxEu*, Feb. 16。

⁷⁰ Feldstein, Martin (2014), "End the Currency Manipulation Debate," *Financial Times*, May 15。