

9月24日央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

104.9.24

前 言

本行以維持物價穩定與金融穩定為主要營運目標，須隨時審視國內外經濟金融情勢，適時採行妥適的貨幣政策，協助促進經濟成長。

近月國際景氣疲弱，尤其中國大陸經濟放緩，加上人民幣貶值，導致國際股匯市震盪。國內因出口不振，經濟成長不如預期，本行採行寬鬆的貨幣政策，充分支應經濟活動所需資金；另鑑於房市投機炒作減少，加上房地合一稅制明年上路，本行調整不動產貸款限制，將有助房市穩健發展及金融穩定。由於貨幣政策與財政政策的時間落後不一，財政政策的外部落後較短，且在低利率時期，財政政策的乘數效果較大，小型開放經濟體與較封閉經濟體財政乘數大小相去不遠，爰撰文分析其效果供參。

在衡量總體經濟表現時，國民可支配所得、人均 GDP 更貼近民眾福祉，今年上半年這些指標均有較明顯的成長。此外，近年資本累積減緩，不利長期生產力，宜將超額儲蓄導入投資，以及培育具企業家精神的企業家，以利長期經濟成長。

再者，希臘紓困案引發國人擔憂台灣是否會「希臘化」；全球價值鏈興起，人民幣貶值，使新台幣匯率問題備受關注；另有論者認為高房價與低利率、貨幣供給、僵化的匯率政策有關。為避免不實報導誤導社會大眾，允宜加以澄清。

茲就上述相關議題分析說明如後，提供參閱，希望有助各界瞭解。

目次	頁次
壹、貨幣政策相關議題	1
一、本行寬鬆貨幣政策之說明	1
二、貨幣政策與財政政策的時間落後與成效問題	5
貳、房地產市場趨穩，本行調整不動產針對性審慎措施之說明	10
一、本行不動產針對性審慎措施成效顯現，有助金融穩定	10
二、政府持續推動房市相關措施，有助房市健全發展	11
三、房地產市場趨穩，本行調整部分購置住宅貸款規範措施	13
四、未來將持續關注金融機構不動產授信風險控管情形，以維持金融穩定	14
參、總體經濟相關議題	16
一、經濟成長率、貿易條件與國民可支配所得成長率關聯性	16
二、近年資本累積減緩，不利長期生產力，宜積極將超額儲蓄導入投資	19
三、台灣經濟不致步希臘後塵，惟年金改革刻不容緩	23
四、應孕育具企業家精神的企業家，創造台灣經濟永續成長的動能	28
肆、新台幣匯率及相關議題	37
一、人民幣貶值對國際貨幣及新台幣走勢之影響	37
二、全球供應鏈與價值鏈的關係—兼論貶值對提振出口的效果	41
三、台灣宜否改採自由浮動匯率制度之說明	46
四、回應外界「房價高漲與低利率、貨幣供給、僵化的匯率政策有關」之評論	50

壹、貨幣政策相關議題

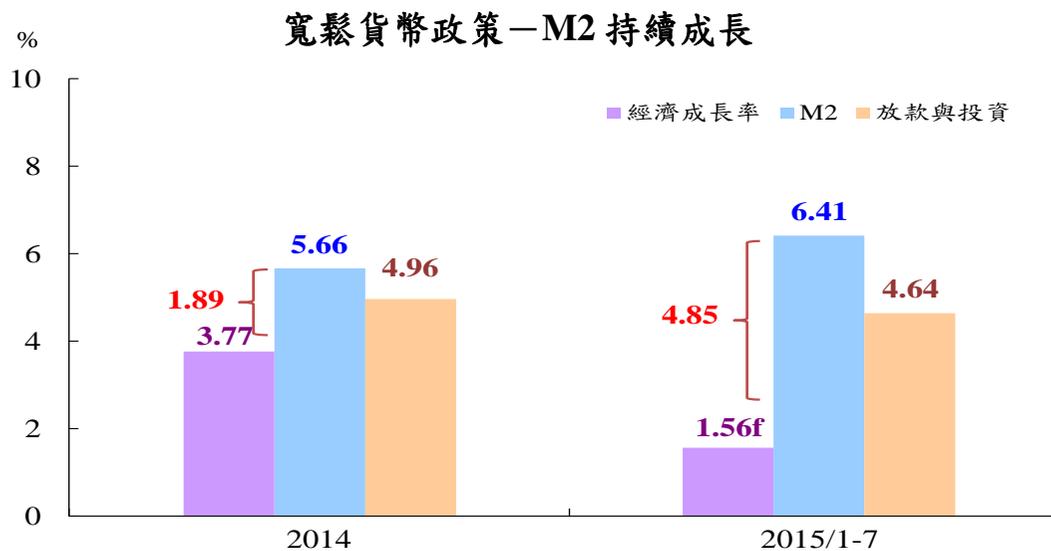
一、本行寬鬆貨幣政策之說明

面對當前經濟情勢不振，各國多採寬鬆貨幣政策以激勵景氣；本行在物價穩定的前提下，維持貨幣信用寬鬆，充裕流動性，支應經濟交易活動之需。

(一) 貨幣政策寬鬆，流動性充裕

1. 在維持物價穩定的前提下，提供有助經濟發展的寬鬆貨幣環境

本(2015)年1至7月銀行放款與投資平均年增率為4.64%，M2平均年增率為6.41%，皆高於本年經濟成長預測值1.56%，足以支應經濟活動所需。



註：2015年經濟成長率係指主計總處2015年8月14日之最新全年預測數。

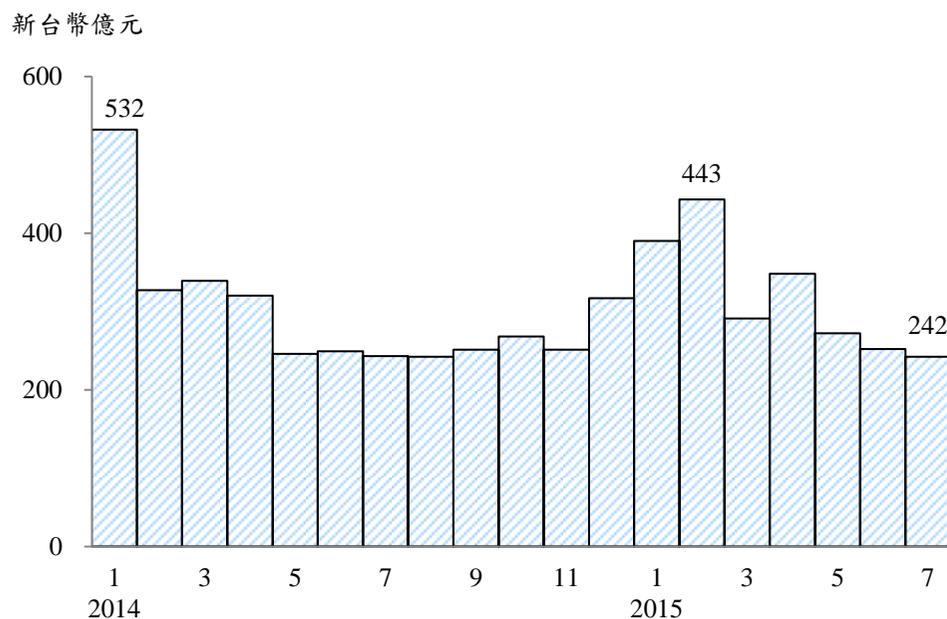
資料來源：主計總處、中央銀行

2. 銀行體系資金寬鬆，M2 年增率接近成長目標上限

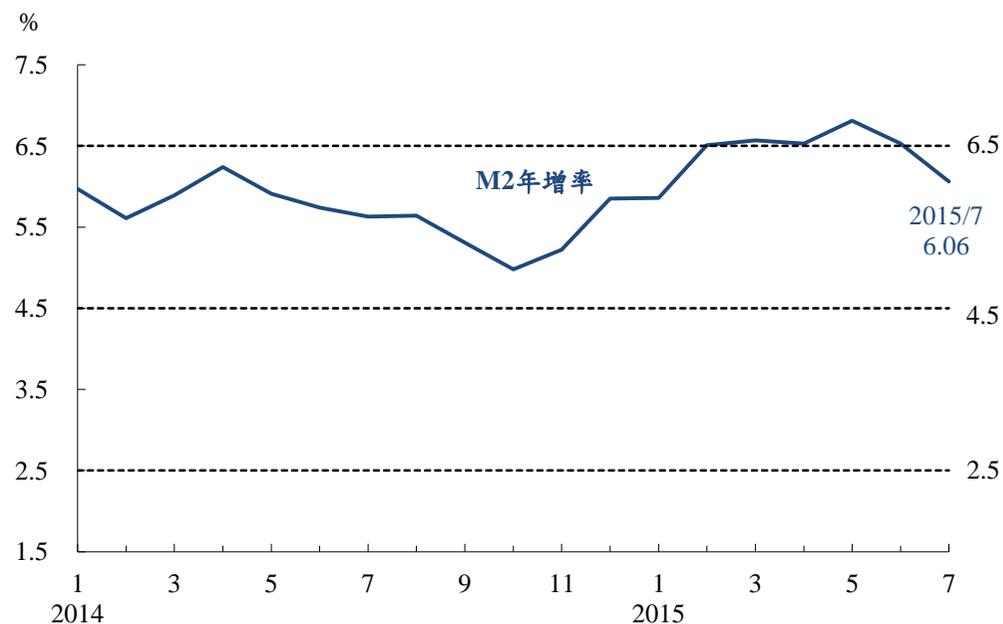
(1)因應國內景氣下滑，在通膨無虞下，本行維持銀行超額準備於較寬鬆水準，1至7月平均**超額準備為 320 億元**，高於**上(2014)年平均之 299 億元**。

(2)自**上年以來，M2 年增率**大抵維持在**目標區中線 4.5%以上**，維持寬鬆資金環境，以促進景氣復甦。本年以來，**M2 成長率多接近目標區上限(6.5%)**。

銀行超額準備



M2 年增率走勢



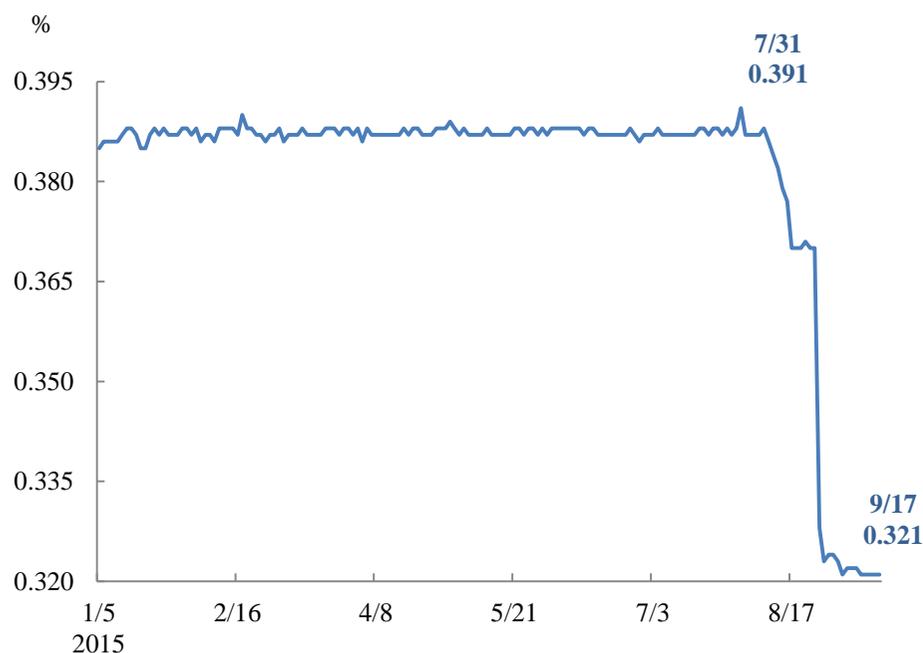
(二)景氣趨緩，短率下滑，長率亦低於多數國家，可貸資金充裕

1. 景氣復甦緩慢，加以流動性充裕，台灣名目利率相對較低

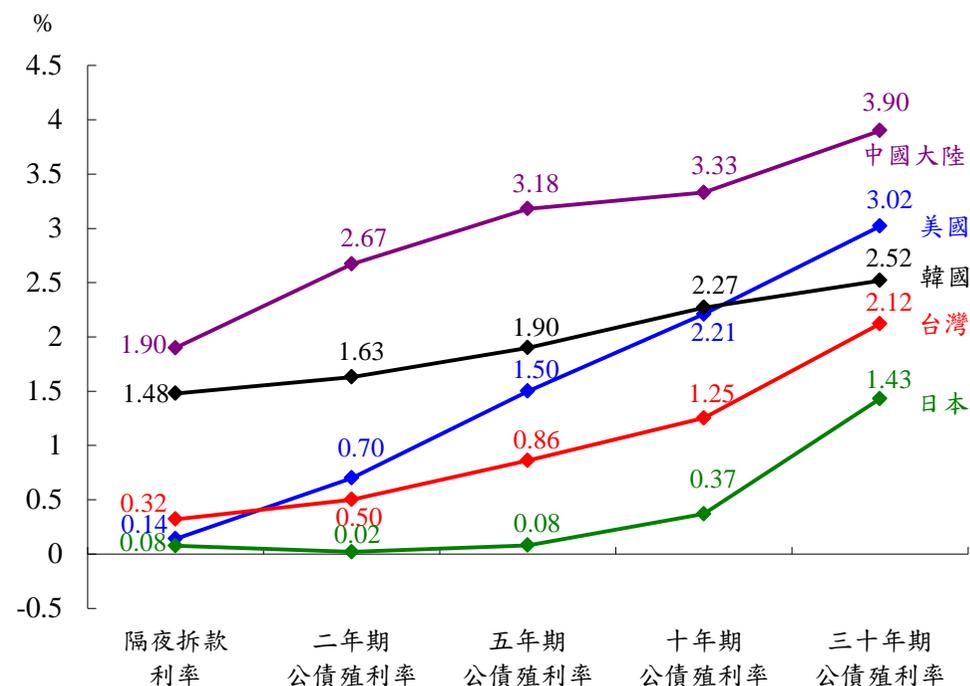
(1)由於銀行資金充裕，加以景氣復甦不如預期，資金需求疲軟，隔夜拆款利率由本年7月底之**0.391%**下滑，至9月17日為**0.321%**。

(2)相較於其他主要國家，台灣各期別名目公債殖利率較低，有助企業籌資。

隔夜拆款利率



長、短期名目利率結構比較(2015/9/17)



註：美國隔夜拆款利率係美國聯準會官網最新公布 9/16 資料。

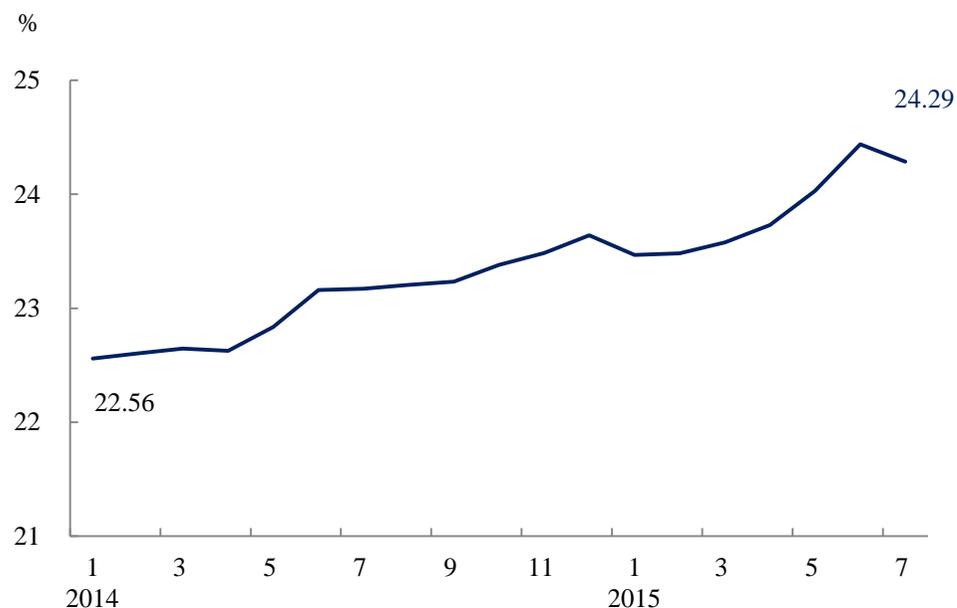
資料來源：Bloomberg、台灣央行、證券櫃買中心、日本央行、美國聯準會

2. 政府積極強化信保基金機制，協助中小企業取得融資，有助帶動整體授信成長

(1)由於景氣趨緩，民營企業放款成長較緩；惟政府強化信保基金機制，暢通中小企業籌資管道，全體銀行對中小企業放款比重由去年底之 22.56% 明顯上升至本年 7 月底之 24.29%。

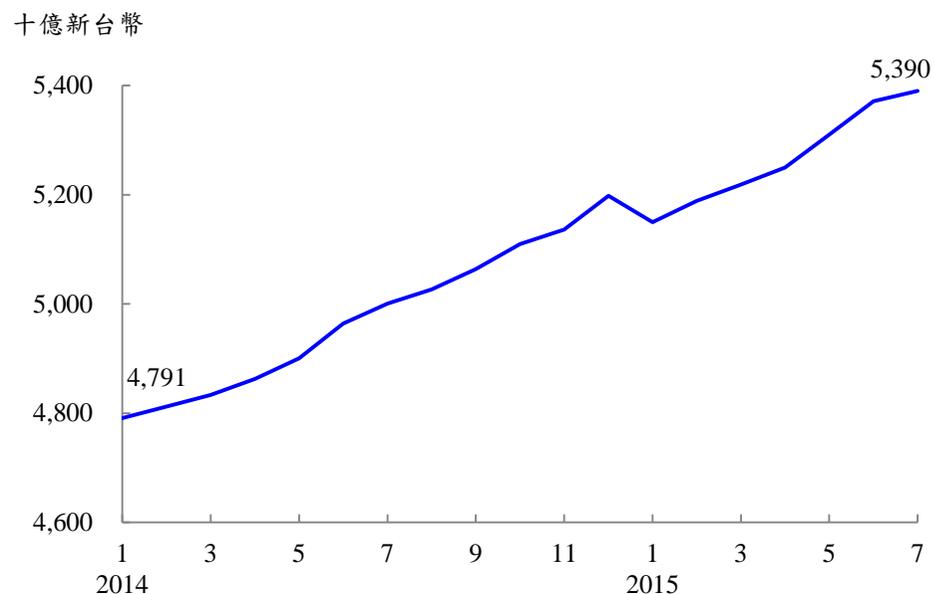
(2)本年 8 月間，政府「經濟體質強化措施」中，為擴大對中小企業融資之協助，將本年度原定增加中小企業放款目標，由 2,400 億元提升為 3,600 億元(至 2016 年底，則額度約為 5,400 億元)。

中小企業放款比重



說明：放款比重係中小企業放款餘額占全體銀行放款餘額。

全體銀行對中小企業放款餘額

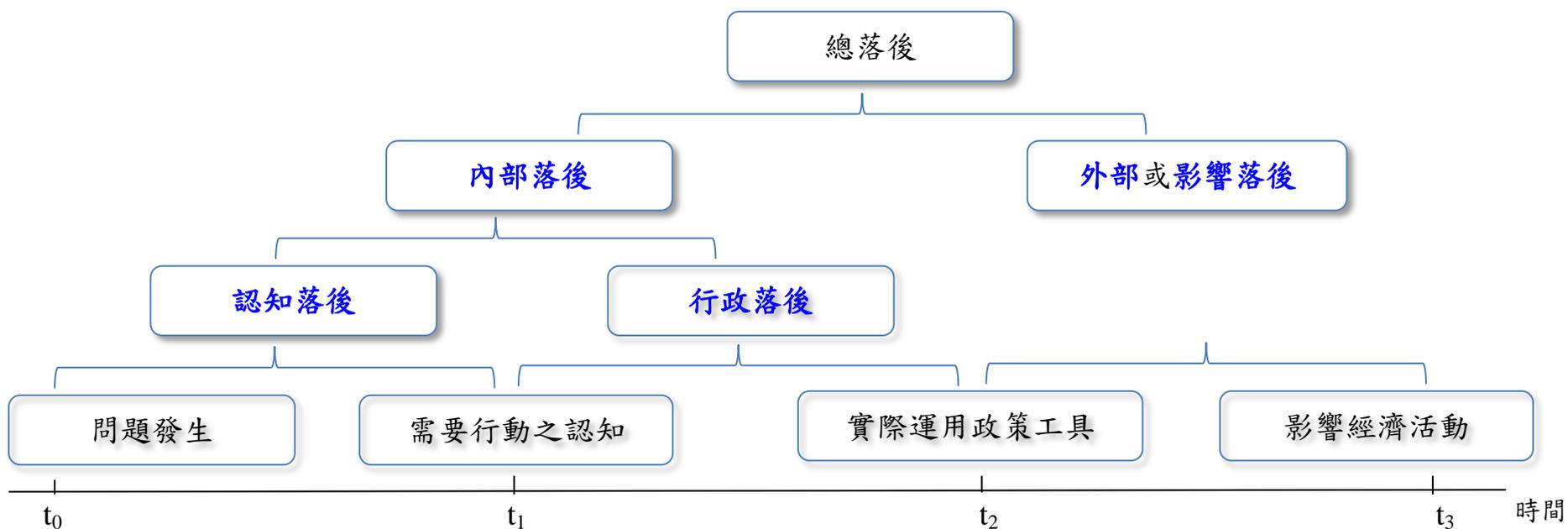


說明：全體銀行包含本國銀行、外國及大陸銀行在台分行。

二、貨幣政策與財政政策的時間落後與成效問題

(一)政策的時間落後

1. 自問題發生至運用政策影響經濟活動，須歷經很長一段時間，稱之為**政策的時間落後**(policy time lag)。
2. 政策時間落後的類型，可區分為**內部落後**(inside lag)，以及**外部落後**(outside lag)。



內部落後(inside lag)	外部落後(outside lag)
認知落後(recognition lag)：問題發生→認知	實施→發生效果
行政落後(administration lag)：決策→實施	

(二)貨幣政策與財政政策的時間落後

1. 就內部落後而言，貨幣政策明顯較財政政策來得短

- (1)貨幣政策與財政政策都有認知落後(recognition lag)，通常約3個月。
- (2)貨幣政策通常無行政落後(administration lag)問題，而財政政策則存在明顯的行政落後，因為須透過繁瑣的行政流程。

2. 就外部落後而言，財政政策則明顯較貨幣政策短

- (1)貨幣政策的外部落後通常超過1年。
- (2)財政政策則幾乎沒有外部落後問題，在實施當季就立即有成效。

貨幣政策與財政政策的時間落後之比較(月數)

政策別	內部落後		外部(影響)落後	總落後
	認知落後	行政落後		
貨幣政策	3	0	1~20	4~23
財政政策	3	1~15	1~3	5~21

資料來源：Muric, Mehmed L. (2012), "The Phenomenon of Lag in Application of the Measures of Monetary Policy," European Center for Peace and Development, Mar. 31

3. 台灣貨幣政策 vs.財政政策的外部落後

- (1)貨幣政策的外部落後，根據台灣的實證研究，約落後數月至1年多。
一國內的實證研究顯示，平均而言，貨幣政策的外部落後約1年左右¹。

¹ 陳錫宏(2011)，「貨幣政策與財政政策的效果：兩次金融風暴的比較」，世新大學經濟學系碩士學位論文。

一本行的實證研究則顯示，貨幣政策的外部落後約介於 3~20 個月²：

實證文獻	研究結果
張天惠、朱浩榜(2015)	5~20 個月
吳懿娟(2004)	3~18 個月

(2)就財政政策的外部落後而言，台灣的實證研究顯示，**財政政策**是**短期可立竿見影的反景氣循環工具**(countercyclical tool)；擴張性**財政政策**，在**第 1 季**即有**激勵成長的效果**，但至**第 6 季**起**效果逐漸趨近於零**³。

(三)IMF 研究指出⁴，財政政策影響經濟活動的速度較貨幣政策為快

1. 全球金融危機後，財政政策的重要性重新受到重視

(1)危機前的二十餘年，各界對貨幣政策的重視達到空前，咸認貨幣政策比財政政策的效果快且顯著，主要是財政政策會產生排擠效果(crowding out effect)，乘數效果很小。

(2)危機後，主要國家出現零利率底限(zero lower bound)，貨幣政策面臨瓶頸，加以經濟病源在需求不振，能對症下藥的財政政策重獲重視。

(3)前 IMF 首席經濟學家 Olivier **Blanchard** 認為**過去低估了財政乘數**，因此財政擰節(austerity)不利復甦，促使 IMF 改變思維，呼籲各國擴大公共投資⁵，而柏克萊大學教授 Barry **Eichengreen** 等人的實證研究亦發現⁶，財政乘數

² 張天惠、朱浩榜(2015)，「Monetary Transmission in Taiwan」，SEACEN 研究計畫，8 月；吳懿娟(2004)，「我國貨幣政策傳遞機制之實證分析」，《中央銀行季刊》，第 26 卷第 4 期，12 月。

³ 黃明聖等人(2001)，「政府歲出預算保留款及預算執行績效之探討」，行政院研究發展考核委員會委託研究報告；黃瑋琇(2007)，「臺灣財政政策之有效性—遞迴法之應用」，《財稅研究》，第 39 卷第 6 期，頁 159-182。

⁴ Bayoumi, Tamim (2015), "The Dog That Didn't Bark: The Strange Case of Domestic Policy Cooperation in the 'New Normal'," *IMF Working Paper*, WP/15/156, Jul. 15.

⁵ Economist (2015), "The IMF: A Nimble Mind," *The Economist*, May 14.

⁶ Eichengreen, Barry and Kevin H. O'Rourke (2012), "Gauging the Multiplier: Lessons from History," *VoxEU*, Oct. 23.

較先前認定高出甚多。

2. 財政政策能直接影響總需求或所得；貨幣政策則是透過一連串資產價格的調整等較不直接的傳遞機制，通常須耗時 1 年以上才能影響總需求。
3. **財政政策**的前置作業時間普遍**較貨幣政策耗時**。財政預算每年編列 1 次，且事前計劃期很長；至於央行決策會議通常每 1~2 個月開會 1 次，因此，**貨幣政策**常被視為陷入**經濟衰退**時的**第一道防線**。財政政策雖亦有追加預算等彈性做法，惟執行上仍較貨幣政策緩慢。

(四)低利率時期，擴張性財政政策是重啟經濟動能的強力工具

1. 在經濟疲弱及低利率階段，財政乘數的效果較大

- (1)IMF(2012)研究指出⁷，財政政策在景氣衰退階段的乘數效果，高於景氣擴張階段；且 IMF 研究指出⁸，若貨幣政策處於零利率底限，則財政乘數效果更是可觀。
- (2)**IMF** 與**瑞典政府**的委託研究均顯示⁹，處在貨幣政策幾無餘裕空間的低利率時期，**小型開放經濟體**的財政乘數會明顯放大，是經濟處於**正常時期**的**2 倍**，與一般較封閉經濟體的財政乘數大小**相去不遠**。
- (3)**IMF (2014)**指出¹⁰，景氣衰退階段的基礎建設投資的乘數更大，乘數效果為 3 倍：**公共投資**若增加 GDP 的**1%**，將促使**當年 GDP 成長率**增加**1.5 個百分點**，**中期增加 3 個百分點**(見下頁表)。

⁷ Baum, Anja, Marcos Poplawski-Ribeiro, and Anke Weber (2012), "Fiscal Multipliers and the State of the Economy," *IMF Working Paper*, WP/12/286, Dec. 5。

⁸ IMF (2012), *World Economic Outlook*, Oct.。

⁹ Corsetti, Giancarlo and Gernot J. Müller (2015), "Fiscal Multipliers: Lessons from the Great Recession for Small Open Economies," *Report to the Swedish Fiscal Policy Council*, Mar. 15; IMF (2010), *World Economic Outlook*, Oct.。

¹⁰ IMF (2014), "Chapter 3: Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment," *World Economic Outlook*, Oct.。

先進經濟體公共投資每增加 GDP 的 1%對 GDP 成長率的影響¹¹

單位：百分點

情境	使 GDP 成長率增加 (乘數效果)	
	當年度	4 年後
一般情況(樣本平均)	0.4	1.5
低成長時期	1.5	3.0

說明：由於無法取得眾多國家的基礎建設投資資料，IMF 進行實證分析時，係以公共投資作為基礎建設投資的替代衡量指標。

2. IMF 與國際知名經濟學者咸認，當前情況下，擴張性財政政策是重啟經濟動能的強力工具

- (1)諾貝爾經濟學獎得主 Christopher Albert Sims 表示¹²，在零利率底限下，寬鬆性貨幣政策孤掌難鳴，應**搭配擴張性財政政策**。
- (2)IMF 經濟學家指出¹³，政府應**利用**當前的**低利環境**，**善用財政政策激勵經濟**；仍有財政空間的國家(如台灣)，應增加政府支出，振興景氣。

¹¹ IMF 所指的先進經濟體，係包含台灣、南韓在內的 36 個國家；惟礙於資料限制，IMF 進行實證分析時僅包括 17 個 OECD 國家的資料。

¹² Jeffery, Christopher (2015), "Nobel Economist Sims on Fiscal Stimulus, Eurozone Loss Sharing and Role of Central Banks," *Central Banking Journal*, Aug. 13。

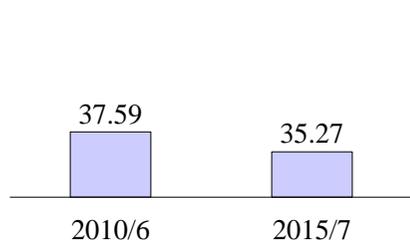
¹³ Ostry, Jonathan, Atish Ghosh and Raphael Espinoza (2015), "When Should Public Debt Be Reduced?" *IMF Staff Discussion Note*, Jun.。

貳、房地產市場趨穩，本行調整不動產針對性審慎措施之說明

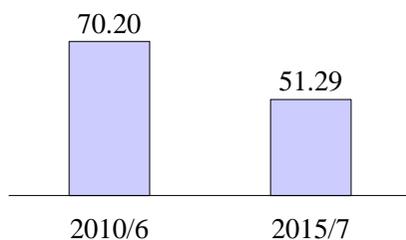
一、本行不動產針對性審慎措施成效顯現，有助金融穩定

不動產貸款集中度下降

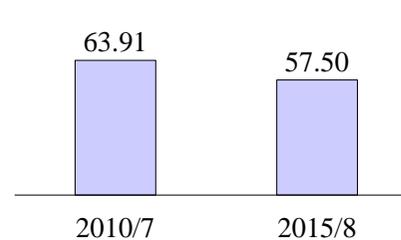
不動產貸款占總放款比重(%)



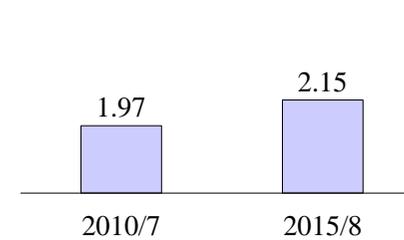
特定地區新承作房貸占全體新承作房貸之比重(%)



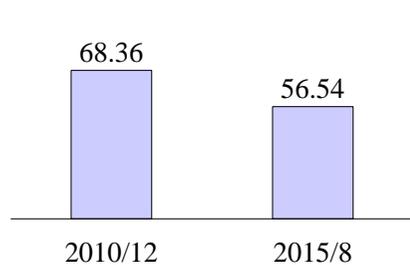
特定地區房貸成數(%)下降



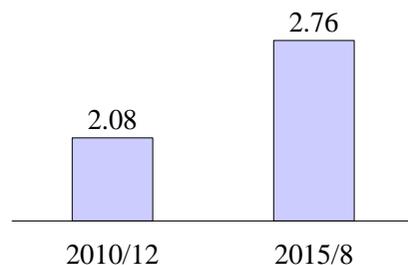
特定地區房貸利率(%)上升



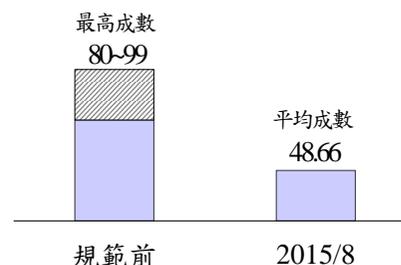
土地抵押貸款成數(%)下降



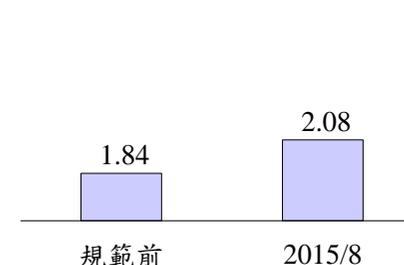
土地抵押貸款利率(%)上升



高價住宅貸款成數(%)下降



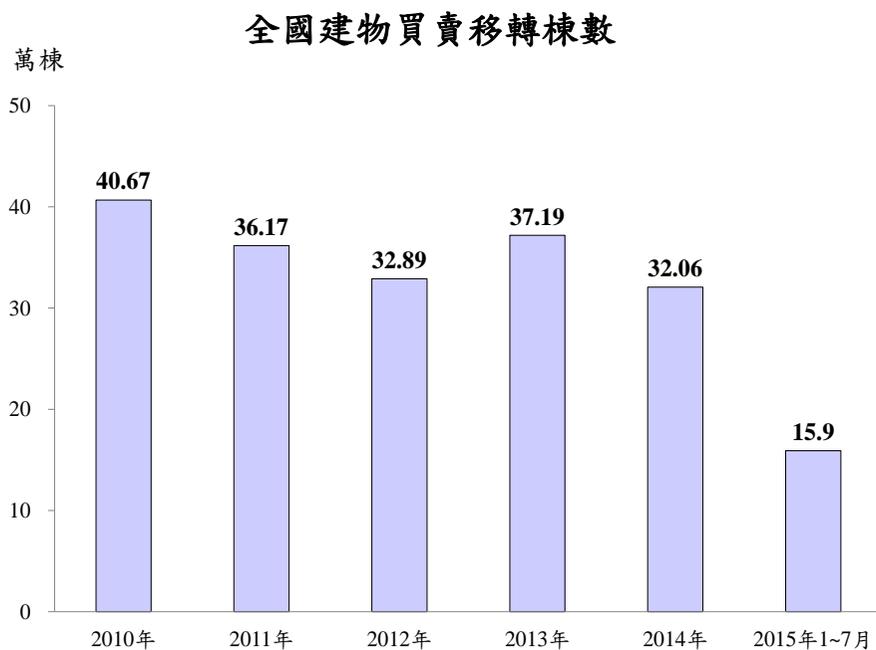
高價住宅貸款利率(%)上升



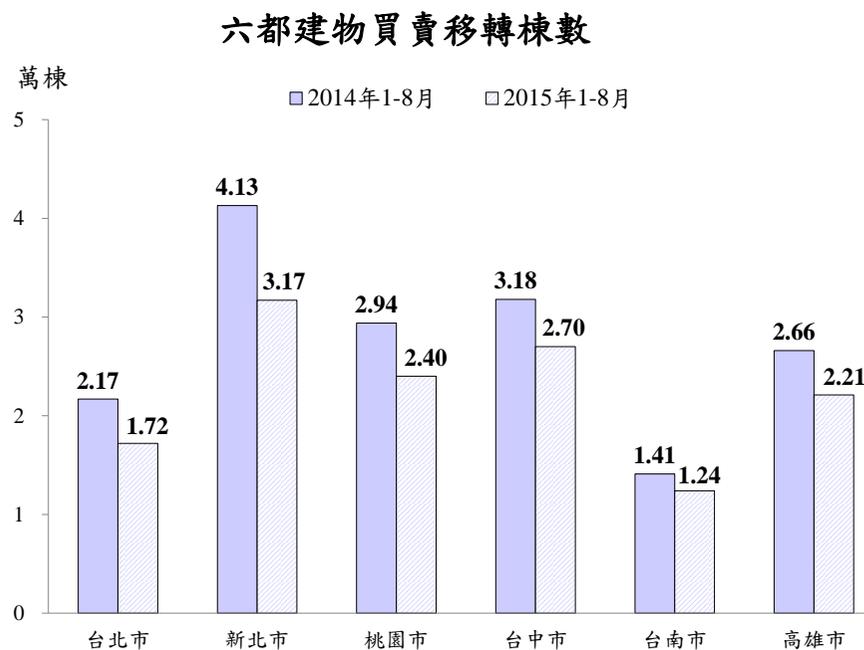
二、政府持續推動房市相關措施，有助房市健全發展

受房屋稅條例修訂及「房地合一稅」預期效應影響，**房市投機**炒作**減少**，交易**趨緩**；鑑於**房地合一稅**制將自2016年初**實施**，加以政府持續推動住宅政策相關措施(包括實價登錄制度、提供租屋平台、住宅補貼等)，均有助於房地產市場回歸基本面。

(一)近幾年全國建物買賣移轉棟數減少，主要都會區建物買賣移轉棟數均呈下降



資料來源：內政部



資料來源：內政部、各市地政局

(二)房價緩跌或漲幅趨緩

1. 六都中有 4 都(台北市、新北市、桃園市及台中市)新屋房價均由近期高點下跌

單位：萬元/坪

項目	台北市	新北市	桃園市	台中市	台南市	高雄市
房價高點 (時點)	86.4 (2013Q2)	42.4 (2013Q1)	22.4 (2014Q3)	21.4 (2014Q2)	15.8 (2014Q4)	20.79 (2014Q1)
2015Q2	81.0	40.3	21.5	20.6	16.1	20.82
漲跌	-6.3%	-5.0%	-4.0%	-3.8%	1.8%	0.1%

資料來源：國泰房地產指數季報

2. 六都中有 4 都(台北市、新北市、桃園市及高雄市)中古屋房價均由近期高點下跌，台南市持平

單位：萬元/坪

項目	台北市	新北市	桃園市	台中市	台南市	高雄市
房價高點 (時點)	68.9 (2014Q2)	37.1 (2014Q2)	19.5 (2014Q2)	19.6 (2014Q4)	13.5 (2014Q3)	16.9 (2015Q1)
2015Q2	64.8	35.8	18.8	19.7	13.5	16.7
漲跌	-6.0%	-3.5%	-3.6%	0.5%	0.0%	-1.2%

資料來源：信義不動產評論

三、房地產市場趨穩，本行調整部分購置住宅貸款規範措施

(一) 考量因素

鑑於金融機構**不動產授信風險控管**已有**改善**，政府健全房市相關措施亦逐步實施，房市**投機炒作減少**，交易趨緩，本行常務理事會決議，自 2015 年 8 月 14 日調整部分針對性審慎規範措施。

考量不動產健全發展攸關金融穩定及總體經濟發展，本行仍將持續施行相關規範措施，以避免重蹈美、日兩國未審慎控管不動產授信風險，引發房市泡沫化及總體經濟金融危機。

(二) 相關指標變動情況

指標項目	指標變動內容
投資需求比重下滑	<ol style="list-style-type: none">2014 年第 4 季全國住宅投資需求比重已較 2014 年第 2 季高點下滑 2.4 個百分點。主要都會區住宅投資需求比重亦分別較其近期高點下滑 2.5 個百分點至 9.2 個百分點不等。
無自用住宅貸款占購置住宅貸款比重持續攀升	<ol style="list-style-type: none">2014 年 1 月之比重為 29.95%。2015 年 7 月之比重為 37.16%。
雙北市高房價外溢影響趨緩	部分單價較低之特定地區： <ol style="list-style-type: none">房價漲幅趨緩或下降。建物買賣移轉棟數減少。房貸集中度下降。新增房貸減少。

資料來源：內政部、各市地政局、內政部住宅需求動向調查、財團法人金融聯合徵信中心資料、內政部不動產實價登錄資料

(三)調整項目

1. 微幅刪除 6 個特定地區

刪除**新北市 2 區**(八里區、鶯歌區)及**桃園市 4 區**(桃園區、蘆竹區、中壢區、龜山區)。

2. 調整部分受限戶最高貸款成數(詳附表)

高價住宅、公司法人購置住宅及自然人第 3 戶購屋之最高貸款成數，由**5 成調高為 6 成**。

四、未來將持續關注金融機構不動產授信風險控管情形，以維持金融穩定

本行採行不動產針對性審慎措施，係為強化金融機構不動產授信風險控管，有助金融穩定，屬健全房市方案之一環，惟侷限於需求面管理措施；近期政府各相關單位已從需求面、供給面及制度面通力合作，期能達成健全房市之政策目標。

對於不動產貸款之規範，本行主要參採銀行授信實務，並未特別趨嚴，且未辦理家庭成員歸戶，尚屬溫和合理。鑑於不動產市場健全與金融穩定息息相關，金融若不穩定將會危及總體經濟穩定發展，以美、日兩國為例，由於未審慎控管不動產授信風險，致引發經濟及金融危機困境，我國應引以為鑑。

未來本行將持續關注金融機構不動產授信風險控管情形，並檢視針對性審慎措施執行成效，適時採行妥適措施，以維持金融穩定。

附表：「中央銀行對金融機構辦理購置住宅貸款及土地抵押貸款業務規定」修正重點對照表

修正重點	修正前	修正後 ¹⁴
一、調整特定地區之範圍 (自然人第2戶購屋貸款最高貸款成數維持6成)	1. 台北市：所有行政區 2. 新北市：17個行政區 ¹⁵ 3. 桃園市：4個行政區(桃園區、蘆竹區、中壢區、龜山區)	1. 台北市：所有行政區(未變動) 2. 新北市：15個行政區(刪除八里區、鶯歌區) 3. 桃園市：4個行政區全部刪除
二、提高自然人第3戶以上購屋貸款最高貸款成數	5成	6成
三、提高自然人高價住宅貸款 ¹⁶ 最高貸款成數	5成	6成
四、提高公司法人購置住宅貸款最高貸款成數	5成	6成

¹⁴ 修正規定自2015年8月14日生效。

¹⁵ 板橋區、三重區、中和區、永和區、新莊區、新店區、土城區、蘆洲區、樹林區、汐止區、三峽區、林口區、淡水區、五股區、泰山區、八里區、鶯歌區17個行政區。

¹⁶ 高價住宅認定標準：台北市7千萬元以上、新北市6千萬元以上、其他地區4千萬元以上。

參、總體經濟相關議題

一、經濟成長率、貿易條件與國民可支配所得成長率關聯性

(一) 考量貿易條件變動損益之國民所得，較實質 GDP 貼近國民福祉

1. **實質 GDP** 係指一國在特定時間內所**生產**之最終商品與服務之**實質毛額**，衡量一國總體經濟之表現。
2. 若就**購買力**或**福利觀點**衡量，將**實質 GDP**轉化為**實質所得**，尚須考量**貿易條件變動損益之調整**。

(1) **貿易條件**(Terms of Trade, TOT) = $\frac{P_x(\text{出口價格})}{P_m(\text{進口價格})}$ ，即**每單位出口**可換得的**進口**單位數。

(2) 當**本國貿易條件轉佳**，表示**本國產品之購買力相對提高**，輸出同量商品或服務，可購買較多之商品或服務輸入，即增加本國消費及投資之可利用資源，**國民實際享受之經濟福祉亦隨之提高**；反之亦然¹⁷。

實質 國內生產毛額 (GDP)
+ 實質 國外要素所得淨額
+ 實質 對外貿易條件變動損益

= 實質 國民所得毛額 (GNI)
- 實質 固定資本消耗
- 實質 統計差異

= 實質 國民所得 (NI, 按市價計算)
+ 實質 國外移轉收入淨額

= 實質 國民可支配所得

¹⁷ 參考主計總處(2014)《102年國民所得統計年報》之「附錄二 編算方法與資料來源」。

(二)台灣貿易條件深受國際原物料價格影響

1. 2012 年之前，台灣貿易條件多呈下滑。

(1)台灣以資訊科技產品為出口主力，由於市場競爭激烈，出口價格不易上升。

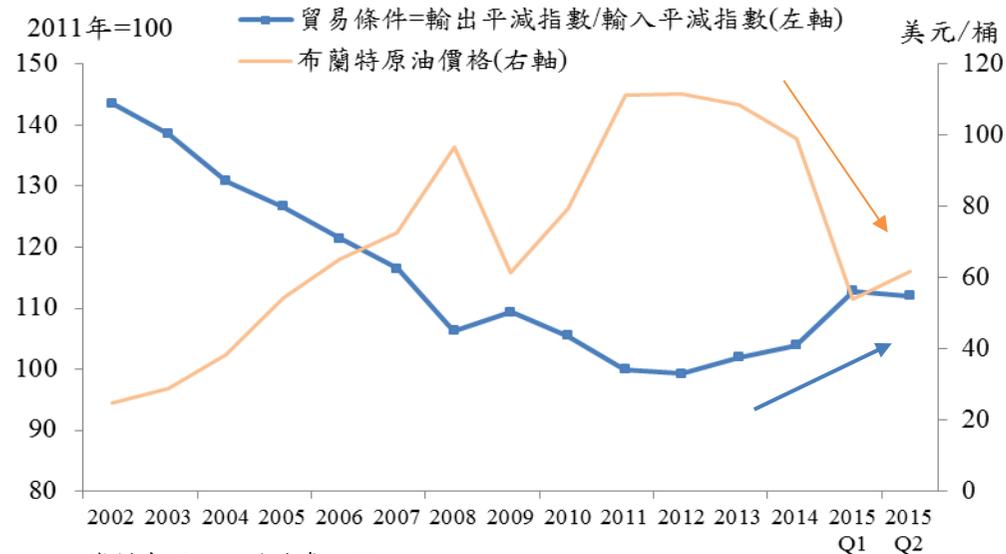
(2)因缺乏天然資源，進口則以原物料為大宗，多年來，進口價格漲多跌少。

2. 2013 年起，國際油價走跌，台灣貿易條件改善。

(1)當本國進口價格跌幅大於出口價格跌幅，表示本國貿易條件改善。天然資源缺乏的國家，在進口原油價格下跌時，形同由石油出口國提供補貼，貿易條件改善。

(2)以本年第 2 季為例，雖出口價格下跌(輸出平減指數跌幅為 5.0%)，惟油價下跌，進口物價跌幅更大(輸入平減指數跌幅為 12.4%)，致台灣貿易條件改善，等同由石油出口國提供補貼，增加台灣國民所得的購買力。

台灣貿易條件與布蘭特原油價格



資料來源：主計總處、EIA

(三)近年實質國民可支配所得年增率均大於經濟成長率，反映貿易條件明顯改善

1. 近年國際油價走跌，帶動台灣貿易條件明顯改善，致實質國民可支配所得年增率(從購買力觀點衡量)均大於經濟成長率(從生產力觀點衡量)。
2. 另以平均每人指標與實質薪資衡量，今年上半年，各季每人GDP成長率、每人國民所得(NI)成長率，以及實質薪資年增率，亦均優於經濟成長率。

近年台灣經濟成長率與各項所得指標成長率

單位：%(新台幣計價)

	經濟成長率 (實質GDP年增率)	實質國民可支配所得 成長率	平均每人GDP(名目值) 成長率	平均每人國民所得(名目值) 成長率	實質薪資(工業及服務業) 年增率
2009	-1.57	-0.09	-1.78	-1.93	-4.10
2010	10.63	9.84	8.64	10.71	4.16
2011	3.80	-0.63	1.14	0.56	1.15
2012	2.06	1.92	2.28	1.31	-1.72
2013	2.23	3.63	3.31	3.69	-0.63
2014	3.77	5.73	5.43	5.36	2.36
2015/Q1	3.84	8.76	7.75	7.94	5.79
Q2	0.52	5.95	3.13	4.71	2.55

資料來源：主計總處

(四)結論

1. 實質國民可支配所得較貼近國民福祉，近年實質國民可支配所得年增率均大於經濟成長率，反映貿易條件明顯改善。
2. 近年台灣貿易條件改善主要因國際油價走跌所致。

二、近年資本累積減緩，不利長期生產力，宜積極將超額儲蓄導入投資

(一)台灣超額儲蓄龐大，國內投資不缺資金，宜積極排除投資障礙，提振投資率

1. 近年台灣投資率下滑，致超額儲蓄率增加，2005~2014年超額儲蓄累計金額達11.9兆元。
2. 國內資本存量取決於投資支出，近年國內投資率下滑，折舊率尚維持高峰，資本存量累積減緩，不利長期生產力之提升。
3. 國內投資率低，主因政府與公營事業投資下滑；投資障礙亦致民間投資成長有限。
4. 近期《全國工業總會白皮書》建議宜加速解決國內投資之五缺困境(缺水、缺電，缺工、缺地、缺人才)。

台灣儲蓄率、投資率與超額儲蓄率

	儲蓄率 (%)	投資率 (%)	折舊率	超額儲蓄率 (%)	國民儲蓄毛額 (兆元)	國內投資毛額 (兆元)	超額儲蓄金額 (兆元)
2005年	29.20	23.89	(13.75)	5.31	3.6	3.0	0.7
2010年	33.14	24.23	(15.88)	8.92	4.8	3.5	1.3
2014年	31.76	21.30	(15.13)	10.46	5.3	3.5	1.7
2005年-2014年	30.94	22.58	(15.51)	8.35	44.1	32.2	11.9

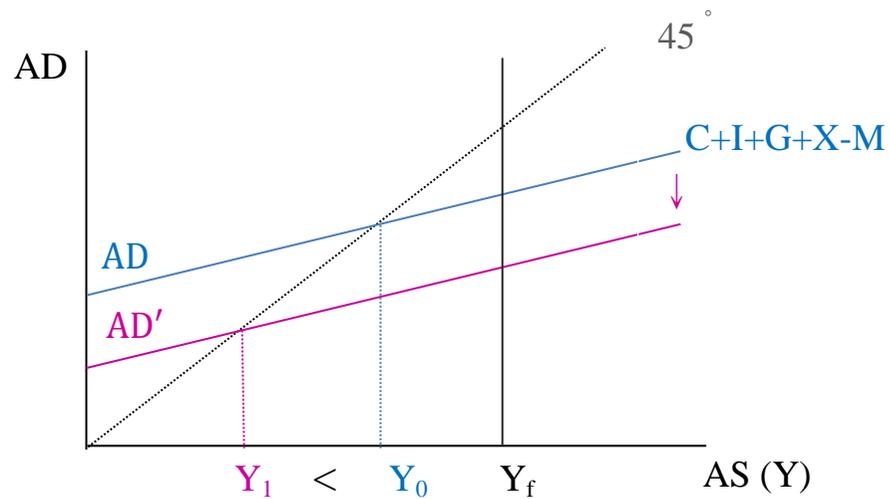
註：儲蓄率=國民儲蓄毛額/GNI、投資率=國內投資毛額/GNI、折舊率=固定資本消耗/GNI、超額儲蓄率=超額儲蓄/GNI。

資料來源：主計總處

(二)近年台灣經濟成長之主要動力為技術進步與資本投入，惟資本投入貢獻漸趨緩

1. 投資率下滑，不利經濟成長率之提升。

(1)從需求面分析：民間投資減少，造成總合需求減少，均衡產出縮減



當 $I \downarrow \Rightarrow AD \rightarrow AD'$

$Y_0 \rightarrow Y_1$

說明：

AD (總合需求)：總合需求等於民間消費支出(C)+民間投資(I)+政府支出(G)+出口(X)-進口(M)。

AS (總合供給)：本國廠商所生產的商品與服務數量，亦即總產出 (Y)。

Y_f (充分就業產出 (full-employment output))：長期的產出水準。

(2)從供給面分析：投資成長率下滑，不利經濟成長率之提升

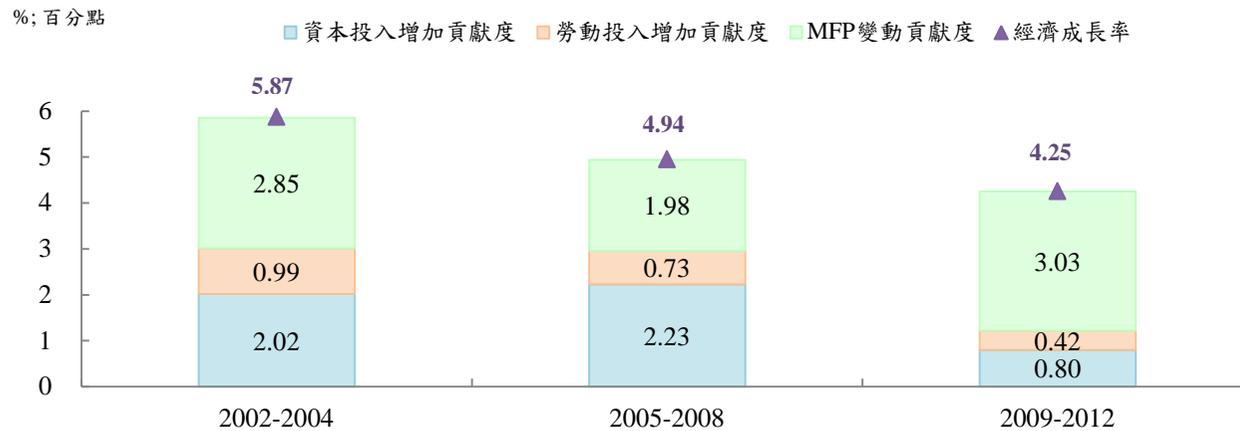
—根據成長會計(growth accounting)法，產出成長(經濟成長)來自生產要素投入(資本、勞動)的增加，以及技術進步。

即 $\text{經濟成長率} = \text{資本投入增加貢獻度} + \text{勞動投入增加貢獻度} + \text{技術進步貢獻度}$ 。

—如投資成長率下滑，使資本投入增加貢獻度減少，將不利經濟之成長。

2. 根據主計總處 2013 年估算，台灣經濟成長貢獻主要來自技術進步與資本投入，勞動投入貢獻度相當小；惟 2009~2012 年受投資不振影響，資本投入貢獻明顯趨緩(詳下圖)。

台灣經濟成長來源貢獻度



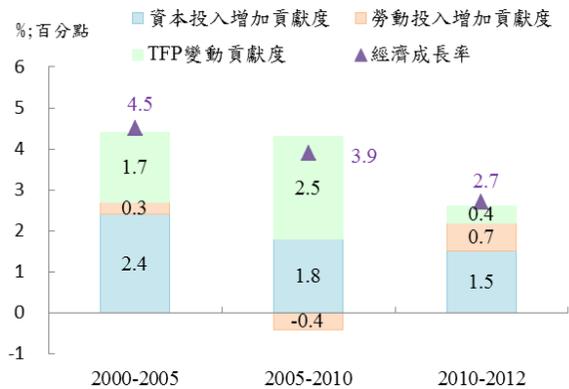
資料來源：主計總處《101年多因素生產力趨勢分析報告》，2013年12月

3. **APO(2014)報告**¹⁸亦支持上述結論，台灣 2000~2012 年經濟成長**主要來自技術進步與資本投入**。近年**主要經濟體(南韓、新加坡、香港、中國大陸、日本、美國)**之經濟成長亦多來自**技術進步與(或)資本投入**。

APO (2014)估算 2000~2012 年南韓、新加坡、香港、中國大陸、日本、美國之經濟成長貢獻來源

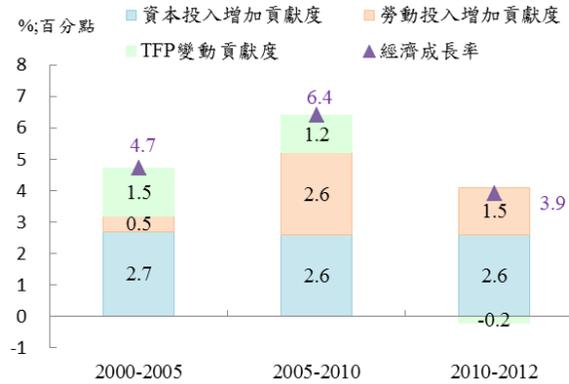
南韓

(經濟成長主要來自**技術進步與資本投入**)



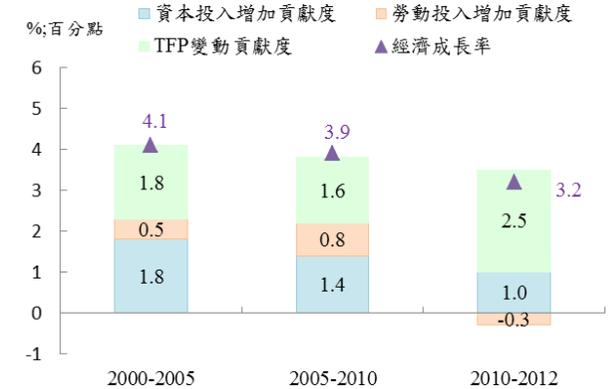
新加坡

(經濟成長主要來自**資本投入與勞動投入**)



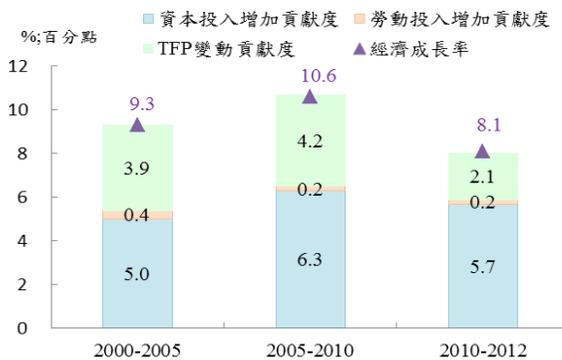
香港

(經濟成長主要來自**技術進步與資本投入**)



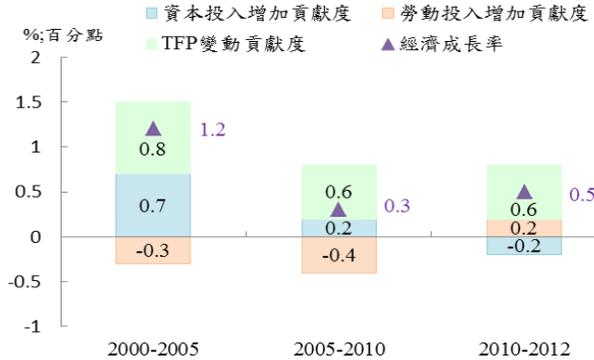
中國大陸

(經濟成長主要來自**資本投入與技術進步**)



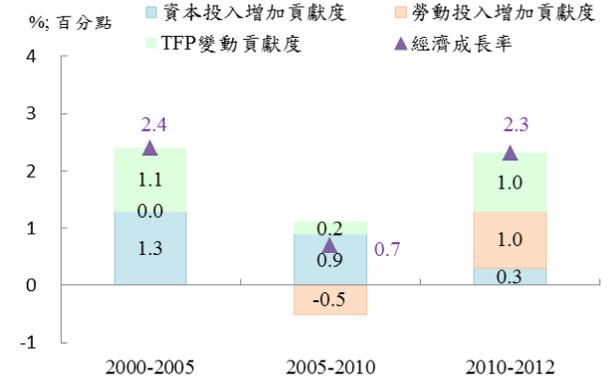
日本

(經濟成長主要來自**技術進步**)



美國

(經濟成長主要來自**技術進步與資本投入**)



註：細項加總因四捨五入，或與總數未盡相符。 資料來源：Asian Productivity Organization (2014), *Asian Productivity Databook 2014*

¹⁸ 詳 Asian Productivity Organization (2014), *Asian Productivity Databook 2014*, 頁 71。該報告說明台灣 1970~1985 年經濟成長來自資本與勞動投入的增加，至 1985~2000 年開始，驅動經濟成長動能轉為以資本與技術進步為主，勞動投入貢獻已減少。

三、台灣經濟不致步希臘後塵，惟年金改革刻不容緩

近期希臘紓困案引發國內部分人士擔憂「台灣希臘化」，事實上，台灣經濟體質健全，不致步上希臘後塵。惟鑑於現行退休金制度存在的問題，年金改革勢在必行，爰說明如次：

(一)台灣經濟體質健全，且人民勤奮，不致步希臘後塵

1. 台灣經濟基本面較希臘佳

(1) **希臘** 依賴觀光收入，工業根基薄弱，經濟表現不佳；且 **失業嚴重**，**公共外債** 對 GDP 比率高。

(2) **台灣** 經濟以製造業作後盾，物價穩定、失業率低、**外債低**，且 **經常帳順差**，為 **全球第 4 大淨債權國**。

2. 台灣人民 **勤奮**，**韌性大**，**適應力強**，是台灣經濟成長的重要原動力。

2014 年台灣及希臘各項經濟數據之比較

單位：%

項目	台灣	希臘
1. 經濟成長率	3.8	0.8
2. CPI年增率	1.2	-1.3
3. 失業率	4.0	26.5
4. 經常帳對GDP比率	12.4	0.9
5. 外匯存底(億美元)	4,190	7
6. 國際投資部位	金額(億美元)	9,567 第4大淨債權國
	對GDP比率	-2,650 第14大淨債務國
7. 財政餘額對GDP比率(負數表赤字)	-0.8	-3.5
8. 政府債務餘額對GDP比率	44.7	177.1
9. 公共外債對GDP比率	0.4	148.6

資料來源：官方網站、Datastream、Eurostat、IMF World Economic Outlook (2015/4)

(二)退休金制度已成為希臘之沉重財政負擔，台灣宜引以為鑑

1. 希臘嚴重高齡化，公務人員比重達**5.9%**，加以過去退休金條件優渥，致退休金支出對GDP比率達**10.0%**；而台灣負擔較小，公務人員比重僅**1.5%**，退休撫恤支出對GDP比率**1.3%**。

2. 惟台灣人口快速老化，必須正視**過早退休**及**所得替代率偏高**問題。

(1)台灣公務人員**實際退休年齡**僅**55.6歲**，遠低於希臘之61.9歲。

(2)近5年希臘大砍退休金，**所得替代率**由過去逾90%降至**53.9%**；而台灣公務人員法定上限仍為**75~95%**。

台灣及希臘之人口、退休金制度現況比較

項 目		台灣	希臘
人 口	1.老年人口比重 (65歲以上人口/總人口)	12.0% (2025年 20.1%)	20.2%
	2.扶老比 (65歲以上人口/15~64歲人口)	16.2% (2025年 29.6%)	31.6%
	3.公務人員數/總人口 ¹	1.5%	5.9%
退 休 制 度	1.法定退休年齡	65歲	65歲(男) ² 64歲(女)
	2.實際退休年齡	55.6歲 (公務人員)	61.9歲(男) 60.3歲(女)
	3.所得替代率	75%~95% ³ (公務人員)	53.9% (2011年以前達 95.7%)
	4.退休金支出對GDP比率	1.3%	10.0% ⁴

註：1.台灣以銓敘部統計2014年公務人員數計算；希臘為2015年資料。

2.2015年希臘男性退休年齡延至66歲。

3.依公務人員退休法規定，月退休金加計優惠存款利息所得總計不得超過75%(年資25年)~95%(年資35年)。

4.美國環球新聞CNBC歐洲經濟專題報導(2015年6月)「Why Greece's pensions are key to the debt deadlock」，引用IMF首席經濟學者Olivier Blanchard部落格內容。

資料來源：台灣(2014年資料)：內政部、國發會、勞動部、銓敘部、財政部

希臘：Eurostat、OECD、Trading Economics

(三)台灣退休金所得替代率偏高、費率偏低，影響退休基金財務健全

1. 退休金所得替代率偏高，增加基金負擔，也因過早退休致勞參率下滑

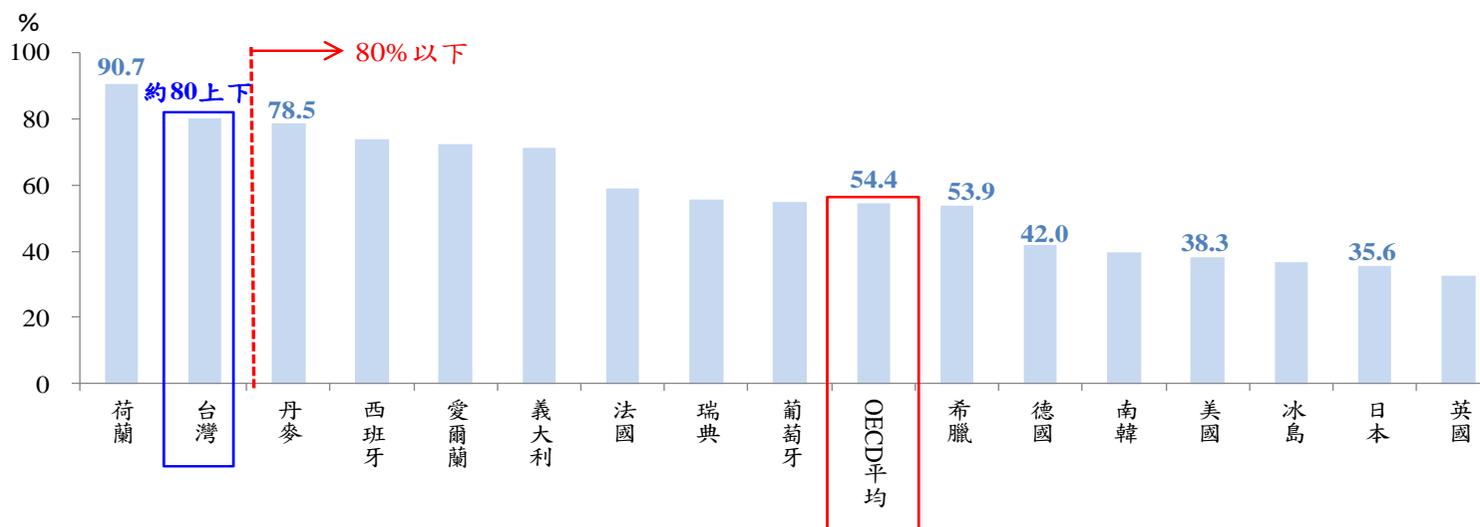
(1)戰後嬰兒潮進入**屆退**高峰，未來恐將出現退休潮，對退休基金形成壓力。

(2)台灣公務人員法定上限為**75~95%**，而**勞工**退休金所得替代率約**6成**¹⁹。相對於**OECD**國家平均僅**54.0%**，**台灣**偏高，加重退休基金的財務負擔。

(3)目前台灣**出生率**偏低，若所得替代率高而導致**勞參率**下滑，恐使勞動市場情勢更加惡化。

—所得替代率偏高，易成為**提早退休**的誘因²⁰。

台灣與 OECD 主要國家 2012 年強制退休金之總所得替代率



資料來源：OECD Pensions at a Glance 2013

¹⁹ 依據銓敘部公務人員退撫制度改革問答集，以任職 30 年勞工計算，勞工退休可領到 2 筆年金：(1)勞保年金所得替代率約 46.5%，(2)勞退以投資報酬率 3~4% 估計，所得替代率約 16~22%，兩者合計可達 63~68%。

²⁰ 勞動部估算，2007~2012 年台灣男性平均實際退休年齡約 62.3 歲。2014 年公務人員實際平均退休年齡為 55.6 歲，教育人員為 54.1 歲。

2. 退休金費率長期偏低，基金入不敷出，且潛藏負債大，年金改革勢在必行

(1)國內退休基金**現行費率**，均**遠低於**長期收支平衡**最適費率**，致**入不敷出**。

—軍職、教育及公務人員退撫基金，當年度收支已分別於 2011 年、2014 年及 2015 年上半年出現赤字。

軍職人員退撫基金預計 2019 年累積餘額呈現虧損²¹，勞保基金 2027 年也將用罄。

—隨人口老化及少子化，未來退休基金財務壓力將益趨沉重。

(2)宜儘速進行**制度面調整**，而基金**投資收益**率**提高**，亦可減緩財務惡化。

國內退休金之費率及預計累積餘額虧損年度

	退撫基金			勞保基金	公保準備金	國民年金
	公務人員	教育人員	軍職人員			
法定上限費率 (%)	15	12 (擬上修為 15%)	12 (擬上修為 18%)	13	9	12
現行費率 (%)	12	12	12	9.0	8.25	8.0
最適費率* (%)	42.65	47.77	39.65	27.84	8.83	22.02
首度入不敷出年度**	2015 上半年	2014	2011	2018	-	2032
累積餘額虧損年度	2030	2028	2019	2027	-	2046

* 最適費率係指各基金長期收支平衡下估算之費率。

**銓敘部指出，2014 年支領退撫金人數由 2001 年 5 萬人增至 26 萬人，致整體退撫基金出現 33.6 億元赤字。

資料來源：主計總處、各基金最新精算報告

²¹ 行政院人事行政總處 2015 年 8 月 14 日新聞稿。

(四)政府及民間宜共同推動年金改革，以利退休金制度財務永續

1. 年金改革刻不容緩，可先調升費率及調降所得替代率，惟政府須加強溝通，全民共同推動

(1)部分公教人員月領退休金反較退休前薪資為高，突顯年金改革勢在必行。而近期調查²²顯示，**民眾高度支持年金改革**，政府宜順勢推動，惟須**事前充分溝通**，退休基金破產將不利所有人。

(2)費率調整時程長而緩慢，可先以累退式調降所得替代率，**所得愈高者，替代率降幅愈大**；惟**低收入或弱勢族群維持現行替代率**，以保障基本生活。

2. 退休金制度宜採「公提+自提」的可攜式帳戶，提撥時責任即確立，可降低財政負擔

(1)採取「**公提**(雇主提撥)+**自提**(受雇者提撥)」方式，設立**跨職業別的可攜式帳戶**，俾利人才流動。

(2)採「**確定提撥**」制(即「個人帳戶」制)，退休時領取個人帳戶提撥總額及投資收益，不致衍生後續年金給付責任²³。

²² 世新大學 2015 年 6 月電話訪問調查。

²³ 目前新制勞退已採「確定提撥」制，個人退休金帳戶具可攜性(portable)；公教人員退撫制度亦宜逐步走向「確定提撥」制，以降低潛藏負債。

四、應孕育具企業家精神的企業家，創造台灣經濟永續成長的動能

(一)理論進展與實證結果說明：企業家精神在經濟成長扮演重要角色

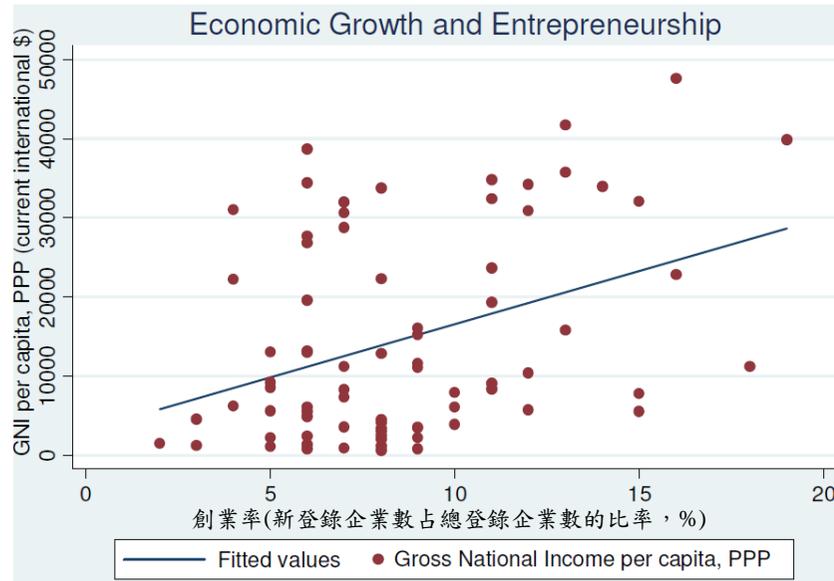
1. 企業家精神(entrepreneurship)係指²⁴，不斷追求創新、勇於承擔風險、能靈敏地洞察全新的經濟契機並抓住契機的企業家，其能在不確定的環境中，有效協調整合經濟資源，以創立新企業、開發新產品、新服務或新市場，促使高附加價值的全新產業之出現，進而帶動一國經濟成長。
2. 傳統經濟成長理論忽視企業家精神在經濟成長中扮演的重要角色，惟 2000 年以來的研究文獻則指出，企業家精神是影響經濟成長的獨立要素，兩者呈正向關係。
 - (1)傳統經濟成長理論主張，經濟成長是資本與勞動投入要素的生產函數，生產函數的本質則取決於當時可得的技術，忽視企業家精神對經濟成長的所有直接影響。
 - (2)新經濟成長理論則主張，技術進步及企業家精神都是影響經濟成長的獨立要素；實證文獻亦發現²⁵，企業家精神對經濟成長有顯著的正向影響(見下頁圖)。

²⁴ 企業家精神最早係由經濟學家熊彼得(Joseph Alois Schumpeter)在 1911 年所提出：「創造性破壞(creative destruction)是一國長期經濟發展最重要的驅動力，而企業家精神是持續引領企業追求創造性破壞的關鍵要素。」OECD 指出，企業家精神的意涵，除具自行創業的競爭力與風險承擔能力外，具企業家精神的企業家，更能創造就業機會與擴增財富，如沒有他們帶來的經濟動能，全球化與結構性的改變所帶給一國的挑戰，將難以超越；聯合國基金會企業家精神全球宣導者、美國戴爾公司創辦人 Michael Dell 表示，具企業家精神的企業家才能創造就業、促進經濟成長，並將創意轉化為成功企業、以突破性創新來改變全世界。

²⁵ Smith, Daniel (2010) "The Role of Entrepreneurship in Economic Growth," *Undergraduate Economic Review*: Vol. 6; UNCTAD (2004), "Entrepreneurship and Economics Development: The Empretec Showcases," May。

企業家精神對經濟成長有顯著的正向影響

77 國迴歸分析結果

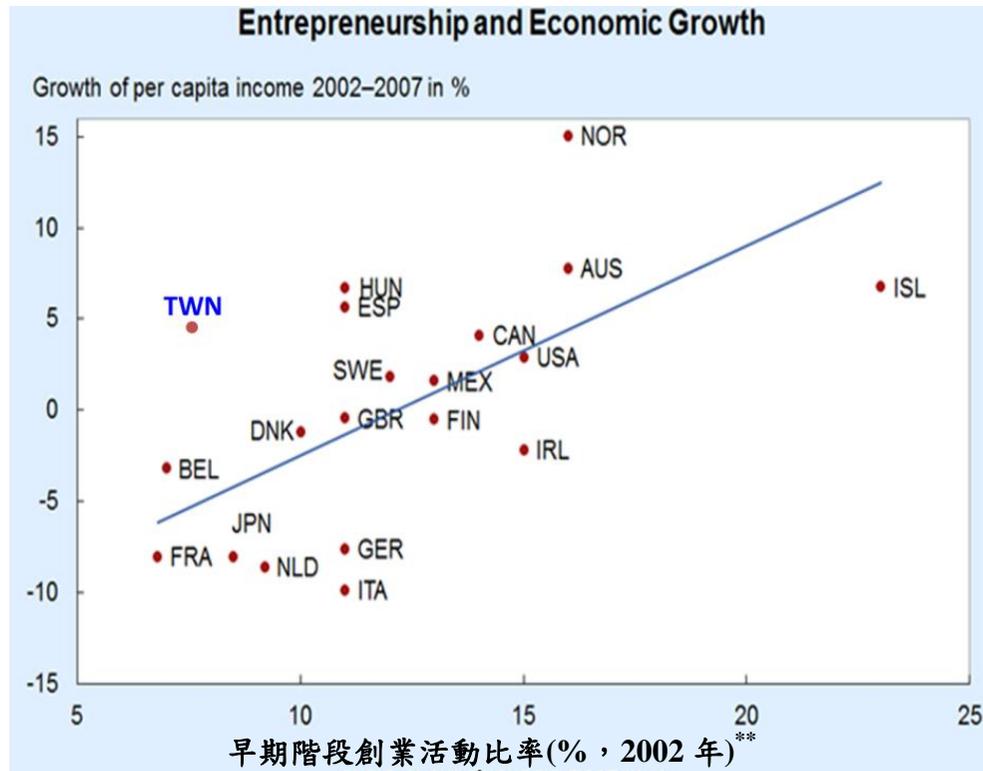


衡量個別國家企業家精神的方法眾多，大多以指標來評量，主要指標包括：自營業主比率(self-employment rate)、企業所有權屬比率(business ownership rate)、新設企業單位數，以及創業率(新登錄企業數占總登錄企業數的比率)。

另亦有透過問卷詢問企業經理人在事業經營的創業家精神來衡量。

企業家精神對經濟成長有顯著的正向影響(續)

運用 GEM 資料統計分析結果*



資料來源：UNCTAD (2004)、GEM、主計總處

* 全球創業觀察(GEM，Global Entrepreneurship Monitor)是一個旨在了解各國整體創業行為的機構。GEM 發布的報告顯示，一國的企業家活動與其經濟成長水準，存在統計顯著關係。

** GEM 以早期階段創業活動比率，來衡量一國企業家精神的程度。**早期階段創業活動比率**包括：

- (1) **新生事業創業率** (nascent entrepreneurship rate)：18~64 歲的成年人口中目前正投入創業規劃或創立企業不超過 3 個月的比例；
- (2) **新設企業率** (baby entrepreneurship rate)：擁有企業超過 3 個月但不足 42 個月新創企業所有者的比例。

註：例如，2002 年台灣曾首度加入跨國比較，但至 2010 年才重返加入並連續啟動 3 年調查；3 年的早期階段創業活動比率分別為 8.4%、7.9%與 7.54 %，顯示每百人中 有 7 至 8 人正投身於創業活動。

3. 企業家精神是形塑產出與生產力的重要要素，而政府所推出的**政策可提昇企業家精神，鼓舞個人進行有益經濟成長的活動**。

(1) Audretsch and Keilbach (2004)²⁶將**傳統生產函數**忽略的**企業家精神**，加入生產函數後，顯示企業家精神資本是形塑產出與生產力的顯著且重要的要素。

$$Y = f(K, L, R, E)$$

其中，K 代表實體資本；L 代表勞動；R 代表知識資本；E 代表企業家精神資本。

Audretsch and Keilbach(2004)以三種不同方式衡量企業家精神資本：

- (1) 所有產業的新創事業密度(一地區的新創事業數相對於該區的人口數)。
- (2) 高科技製造業的新創事業密度。
- (3) 資通訊產業的新創事業密度。

(2) 根據上述研究學者建議，**促進經濟成長的政府政策方向，應聚焦在能強化企業家精神資本的各項政策工具**。

(二) 近年國際間倡議以促進企業家精神來驅動經濟成長的行動

1. 近來年，國際間強調企業家精神的重要，希望在勞動、資本等要素投入之外，藉由提昇企業家精神，以成為推動經濟成長的重要引擎。例如：

(1) **美國**於 2011 提出「**美國創業倡議**」(Startup America)，希望透過支持與提振全美各地具企業家精神的企業家，

²⁶ Audretsch, David B. and Max Keilbach (2004), "Entrepreneurship Capital and Economic Performance," Centre for European Economic Research, *Discussion Paper* No. 02-76, Feb.。

來帶動美國經濟擴張及就業創造。

- (2) **歐盟**於 2013 年推出「**企業家精神行動計畫**」²⁷，希望透過果斷的政策行動來提升歐洲的企業家潛能、移除現有的障礙，以及革新歐洲的企業家精神文化。
 - (3) **聯合國**於本年 9 月將「促進可持續、包容性且永續的經濟成長，打造充分且具生產性的就業環境，提供所有人民體面的工作機會」列為「**永續發展目標**」²⁸。**各國須支持就業創造、企業家精神、創意及創新，以達此目標。**
 - (4) **中國大陸政府**亦將推動「**大眾創業、萬眾創新**」列入本年施政重點，希望打造良好環境鼓勵年輕人創業。《**經濟學人**》就指出²⁹，**中國大陸亟需具企業家精神的民營企業**，來扮演繼續**推動經濟持續成長**的主要來源；透過具企業家精神的業者勇於冒險、運用科技進行創新，才能擺脫底層製造模式，往複雜精密的高端產品邁進，並積極拓展版圖，將觸角延伸至全球。
2. 全球各國決策者紛紛訴諸企業家精神來推動經濟成長，此一發展可見，**企業家精神與經濟成長息息相關，已從過去的理論假設，變成實際的行動。**

(三)台灣應孕育具企業家精神的企業家，以提升經濟成長潛能

1. 政府在 1970 年代及 1980 年代推出多項措施，帶領國內技術創新、發展頂尖科技，尤其是工研院的創設，孕育、培養出許多具企業家精神的企業家，並協助彼等建立技術團隊、資助創立全新事業，進而形成被《美國商業週刊》譽為全球經濟中心的新竹科學園區³⁰，帶動台灣經濟發展。
2. **IMF**於本年 6 月發布的報告更**盛讚**，**台灣政府帶領創新**、成功突破「中等所得陷阱」(middle-income trap)、**躍**

²⁷ 「企業家精神行動計畫」內容包括：投資提昇企業家精神的教育與培訓、創造可供企業家成長且茁壯的環境、在新創事業關鍵的生命週期階段給予支持、在數位科技年代釋放全新的事業機會、讓事業所有權的移轉更加容易、簡化行政流程的負擔，以及培養具活力的企業家精神文化。

²⁸ 聯合國「永續發展目標」高峰會將於本年 9 月 25~27 日召開，屆時會員國將投票決定未來 15 年列為優先施政重點的「永續發展目標」。

²⁹ Economist (2015) “Back to Business,” *Economist*, Sep. 12。

³⁰ BusinessWeek (2005), “Why Taiwan Matters,” May 15。

升高所得國家的經濟發展史，堪稱**經濟奇蹟**(economic miracle)。

IMF 報告內容，詳見附錄—「IMF 研究報告：台灣由政府帶領創新，創造了經濟奇蹟」

3. 在全球經貿環境迅速變遷、全球經濟恐陷入長期停滯的陰霾揮之不去的當下，**台灣需要政府再次扮演引領創新的角色，培養出更多具企業家精神的傑出企業家**，以高瞻遠矚的眼光帶領企業超越全球化與結構性改變的挑戰，並以創新求變找出新產業、新市場來**突破經濟停滯，為台灣經濟帶來源源不絕的成長動能**。
4. 2014 年 12 月行政院成立「創新創業政策會報」，旨在為年輕人找出路，立意良好。惟**台灣亟需能創造更多優質工作、推動經濟成長的企業家**，而這端賴**培養企業家精神，孕育能領帶台灣超越全球化與結構性改變所帶來的挑戰、開創台灣經濟新局的新一代企業家**。

附錄

IMF 研究報告：台灣由政府帶領創新，創造了經濟奇蹟*

(一)IMF 於本(2015)年 6 月 23 日發布的研究報告，盛讚**台灣由政府帶領創新，創造了少有的經濟奇蹟**(economic miracle)，值得作為尚未跳脫「中等所得陷阱」(middle-income trap)國家的典範。

何謂「中等所得陷阱」？

- 「中等所得陷阱」係指，一國經濟快速成長達到中等所得水準，並意圖朝向高所得國家目標邁進時，面臨經濟成長大幅減速的困擾，導致該國長達數十年都無法躋身高所得國家，而停滯在中等所得國家之列。
- 根據世界銀行的定義，人均所得少於 12,736 美元的國家為中等所得國家；目前全球計有 104 個經濟體落在此一群組。

(二)台灣成功突破「中等所得陷阱」的關鍵

1. 主要**仰仗國內廠商來創造技術**，在創新與增進生產力方面，非常成功。
 - (1)由國內廠商創造並散播技術，是改善生產力、促進創新，以及技術升級的關鍵。
 - (2)增加研發支出、改善教育品質、提高科學與工程領域畢業生的比率，並由政府帶動設立國內高科技部門。
2. **政府帶領國內技術創造**、努力**發展尖端科技**，而非墨守成規、依循往例發展。
 - (1)**政府直接介入創新過程**，並**借重**具有相關經驗的**海外歸國人士**，在其中扮演重要角色。
 - (2)這樣的運作方式，**有助於中小企業與廠商在全球價值鏈**(global value chains)**生存**。

* 摘譯自 Cherif, Reda and Fuad Hasanov (2015), “The Leap of the Tiger: How Malaysia Can Escape the Middle-Income Trap,” *IMF Working Paper*, No. 15/131, Jun. 23。

(三)政府當領頭羊，帶領台灣電子業闖出一片天的策略及輝煌歷史

1. 1970 年代早期，面對國內廠商不願冒險投入新科技，國際市場又由先進國家大型製造商所主導的電子業發展困境，台灣政府設計了一套策略，成功突破困境，讓電子業成為數十年來重要的經濟成長引擎。

台灣政府成功突破困境的策略：

(1) 打造中小企業，並與跨國企業建立長期產業關係。

(2) 政府不依賴跨國企業轉移與散播新技術，而係由公共與準公共研究機構帶領創新，成為產業發展的源頭。

(3) 由政府當領頭羊，讓電子業能在發展初期階段就躍升至尖端科技。

(4) 大量投資於相關人員的海外訓練，形成具有高價值技術經驗的技術團隊，並與美國矽谷建立非正式聯繫。

2. 1970 年代，台灣政府創設行政院科技顧問組(後於 2012 年更名為行政院科技會報)及工研院等組織，提供政府科技發展策略的建議。

工研院的運作模式：

(1) 與美國電子業談**授權**(license)或**技術共享協議**(technology-sharing agreement)。

(2) 將**工程師與技術員**送至**美國**合作夥伴處接受**訓練**，歸國後成為具有**經驗的團隊**；接著，再分割出去，成為「**衍生廠商**」(spin-off firm)，並由**政府支援** 40%~50%的**創始資本**(initial capital)。

3. 1980 年代，新竹科學園區在行政院科技顧問組及工研院的推動下設立。

(1) 行政院科技顧問組及工研院，在半導體產業中，成功創立了 18 家分屬不同部門的廠商，其中亦包括 IC 設計部門。

(2)工研院協創的廠商開始向外傳遞技術，技術的散播自此開始，除了透過**第二輪廠商衍生**的直接散播技術外，亦透過**員工離職自行創設公司**的間接散播技術。

4. 1990 年代中期，當台灣政府決定結束催生衍生廠商的運作模式時，台灣電子業的領導廠商已投入鉅資於研發，**台灣亦已站在科技的最前端**。

(1)聯華電子股份有限公司(簡稱**聯電**)便是衍生廠商的首例，2013 年，聯電是**全球第 3 大**的半導體代工廠商，**市占率達 10%**。

(2)2013 年，**全球最大**、有著高達 **50%市占率**的半導體代工廠商—台灣積體電路製造公司(簡稱「**台積電**」)，則是政府催生衍生廠商的另一個成功典範。

(四)台灣由政府領導創新的成功模式，值得他國效法

1. IMF 報告總結指出，**台灣政府領導創新策略**，派員出國受訓、建立技術團隊、催生衍生廠商、資助創始資本的科技發展運作模式，**成功帶動台灣經濟發展**，突破「中等所得陷阱」，一舉躍升為高所得國家，堪稱經濟奇蹟。
2. 台灣成功的經驗，值得作為尚未跳脫「中等所得陷阱」國家的典範。

肆、新台幣匯率及相關議題

一、人民幣貶值對國際貨幣及新台幣走勢之影響

(一)近期人民幣匯率貶值引發亞洲貨幣走貶

1. 近期人民幣對美元中間價訂價機制³¹調整措施引發亞洲貨幣走貶

(1)人民銀行(以下簡稱人行)本年 8 月 11 日宣布即日起，做市商(即造市者)必須**參考前一日銀行間外匯市場收盤匯率**，綜合考慮外匯供需情況以及國際主要貨幣匯率變化後，提供中間價報價，讓人民幣匯價**更能反映市場的供需**。

(2)人行指出，本年以來，人民幣名目有效匯率(NEER)和實質有效匯率(REER)升值 3%左右。本次人民幣貶值幅度約 3%，係**修正**之前的**人民幣有效匯率高估**之情形，且人行亦重申本次匯率調整目的已達成。

2. 近年人民幣 NEER 和 REER 走升，近期 G20 表示反對國際貨幣競貶

(1)根據國際清算銀行(BIS)公布的人民幣 NEER 和 REER 顯示，2014 年 1 月至 2015 年 7 月，**人民幣 NEER 及 REER 走升**(即人民幣相對其他貿易對手貨幣仍持續**升值**)(見下頁圖)，惟 8 月受到人民幣貶值影響，則呈小幅回檔。

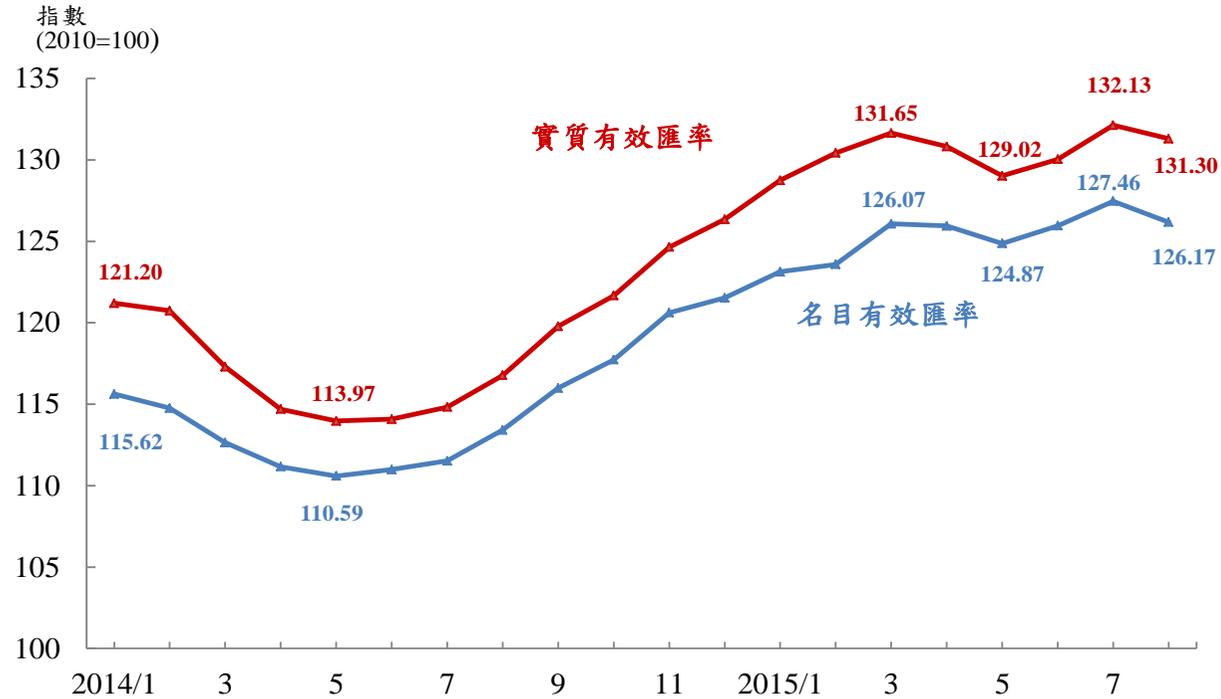
(2)8 月 14 日 IMF 報告指出，**人民幣持續升值**，使其已**脫離低估水準**，並肯定人行對匯率政策的改革，儘管不能期待中國大陸立即施行自由浮動匯率制度，但可望在 2~3 年內，人民幣匯率制度能有更大的靈活度³²。

(3)本年 9 月初 **G20** 財長及央行總裁會議重申朝向更由市場決定的匯率制度以及彈性匯率，並**反對競爭性貶值**(competitive devaluation)。

³¹ 中國外匯交易中心於每日外匯市場開盤前向做市商詢價，去掉最高和最低報價後，經加權平均得到人民幣對美元匯率中間價，並於當日上午 9 點 15 分公布。人民幣對美元匯率則在中間價上下 2% 範圍內浮動。

³² IMF Staff Report (2015), "IMF Executive Board Concludes 2015 Article IV Consultation with China," IMF Press Release, Aug. 14。

人民幣有效匯率指數



註：前述人民幣名目有效匯率及實質有效匯率係由國際清算銀行所編製。指數越高，表示人民幣相對於其他貿易對手貨幣升值。

資料來源：Bank for International Settlements

3. 近期人民幣走勢趨穩，中國大陸外匯存底大幅降低

- (1)自 8 月 11 以來，中國大陸高層多次向外界表示「人民幣並不存在長期貶值基礎」，並採取相關措施阻貶人民幣後，人民幣匯率近期已走穩。
- (2)上(2014)年 6 月中國大陸的外匯存底達 39,932 億美元，創下歷史新高。本年 8 月中國大陸的**外匯存底**下降至 35,574 億美元，較 7 月減少 939 億美元，主要係**人行賣外匯支撐人民幣匯價**；如與上年 6 月歷史新高相比，則減少 4,358 億美元。

(二)人民幣貶值對新台幣匯率之影響不大

1. 與 8 月 10 日相較，9 月 17 日人民幣對美元貶值 2.5%，**新台幣**、星幣與韓元對美元貶幅分別為 **2.8%**、0.8% 與 0.2%，**新台幣相對人民幣貶值**。
2. 近期人民幣雖對美元貶值，惟新台幣對美元貶值幅度更大，**人民幣貶值對新台幣匯率衝擊不大**。

亞洲主要貨幣對美元匯率

	新台幣 NTD/USD	日圓 JPY/USD	韓元 KRW/USD	星幣 SGD/USD	人民幣 CNY/USD
2015/8/10	31.760	124.51	1,163.2	1.3855	6.2097
2015/9/17	32.662	120.92	1,165.9	1.3970	6.3660
升貶幅(%)	-2.8	3.0	-0.2	-0.8	-2.5

(三)台灣雖受中國大陸經濟結構及人民幣匯價調整影響，名列「麻煩四國」，但體質相對健全

1. 美國 Morgan Stanley 研究指出³³，鑑於大陸經濟放緩及人民幣匯價調整，外匯市場焦點應轉移至「**麻煩十國 (Troubled Ten)**」³⁴。其中之**麻煩四國(Troubled Four)**—**台灣、南韓、新加坡、泰國**，與**中國大陸的經貿關係密切**，受大陸經濟結構調整的影響較大。

³³ Redeker, Hans (2015) et al., "Implications of RMB Flexibility," *Morgan Stanley Global Currency Research*, Aug. 13; Ahya, Chetan et al (2015), "Renminbi Moves: Implications for Global Macro and Markets," *Morgan Stanley Economics and Strategy Insights*, Aug. 14。

³⁴ 由「脆弱五國(Fragile Five)」—巴西里爾(real)、土耳其里拉(lira)、南非幣(rand)、印度盧比(rupee)、印尼盾(rupiah)，轉為「麻煩十國(Troubled Ten)」—巴西里爾、南非幣、新台幣、韓元、星幣、泰銖、俄羅斯盧布(ruble)、智利披索(Chilean peso)、哥倫比亞披索(Colombian peso)、秘魯索爾(Peruvian Sol)。

2. 美國 JP Morgan 報告則認為³⁵，**台灣、南韓、新加坡及泰國**等麻煩四國之**股市本益比較低**，且本年**企業盈餘成長率**可望平均以**兩位數成長**，體質相對健全。

全球及麻煩四國股市本益比及盈餘預估值

	全球	台灣	南韓	新加坡 ³⁶	泰國
未來 12 個月本益比(倍)	15.7	11.4	9.3	12.0	13.9
2015 年企業盈餘成長率(%)	1.6	5.6	22.6	3.0	17.0

資料來源：JP Morgan, Bloomberg

³⁵ Mowat, Adrian et al. (2015) “Emerging Markets Strategy Dashboards,” *JP Morgan Emerging Markets Equity Research*, Aug. 20。

³⁶ 根據 Bloomberg 預估值，2015 年新加坡股市的本益比約 **12.8 倍**，2015 年企業盈餘成長率約 **4.1%**。

二、全球供應鏈與價值鏈的關係—兼論貶值對提振出口的效果

(一)全球價值鏈與供應鏈的關係

1. 全球價值鏈由全球供應鏈演化而成，強調生產階段與活動所創造的附加價值

1980年代興起的「全球供應鏈」(global supply chains)概念，至今已擴大為涵蓋生產過程的R&D與設計、行銷與服務等活動，並強調各個生產階段所創造的附加價值之「全球價值鏈」(global value chains, GVCs)³⁷。主要概念有：

- (1)全球供應鏈係指，產品自供應商至抵達最終使用者的生產流程延伸至全球，形成國際分工體系；著重於透過全球網絡傳遞產品的成本及營運面管理。
- (2)1985年管理學大師 Michael Porter 建構起價值鏈的概念，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，強調其為產品所創造的附加價值。

2. 「世界製造」的全球價值鏈盛行，全球貿易體系中，約有60%係中間財貿易

- (1)隨國際生產分工日益精細，經濟活動被分割並分散至各國；目前多數產品或服務，可視為是「世界製造」(made in the world)。
- (2)目前全球貿易體系中，約有60%係中間財貿易，主要因全球經濟體互相連結，各國出口值中，所內含的進口中間財投入之金額逐漸提高³⁸。

³⁷ 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互使用，不過，全球價值鏈的使用日益增加。見UNCTAD (2015), “Tracing the Value-Added in Global Value Chains: Product-Level Case Studies in China,” UNCTAD Publication, Jun. 8。

³⁸ OECD (2013), “Interconnected Economies: Benefiting from Global Value Chains (Synthesis Report),” OECD, May 28; Amador, João et al. (2015), *The Age of Global Value Chains: Maps and Policy Issues*, CEPR and VoxEU, Jul. 9。

(二)全球價值鏈興起，出口的附加價值方為決定貿易競爭力的關鍵

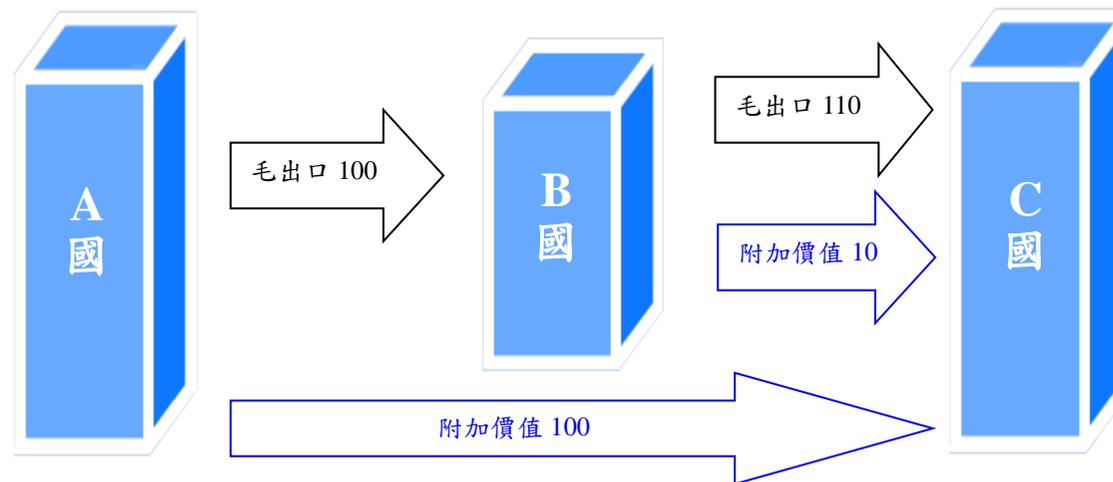
1. 全球價值鏈興起，導致傳統的貿易統計失真；應以附加價值衡量，方可反映貿易實況

(1)過去在衡量雙邊貿易額、出口市占率或實質有效匯率時，多以「貿易總額」作為計算基準。

(2)全球價值鏈讓貿易與生產模式變得益加複雜；為確切評估一國的出口競爭力或實質有效匯率等，應從全球價值鏈的角度，改以「附加價值」(value added)的概念來衡量。

(3)舉例來說，A國對B國出口100元的財貨，該財貨完全在A國製造；B國再將該財貨加工後，附加10元價值出口至C國。傳統衡量方法會顯示，全球出口總值為210元，但在生產過程中，僅創造出110元附加價值。

貿易流量中，隱含的附加價值貿易

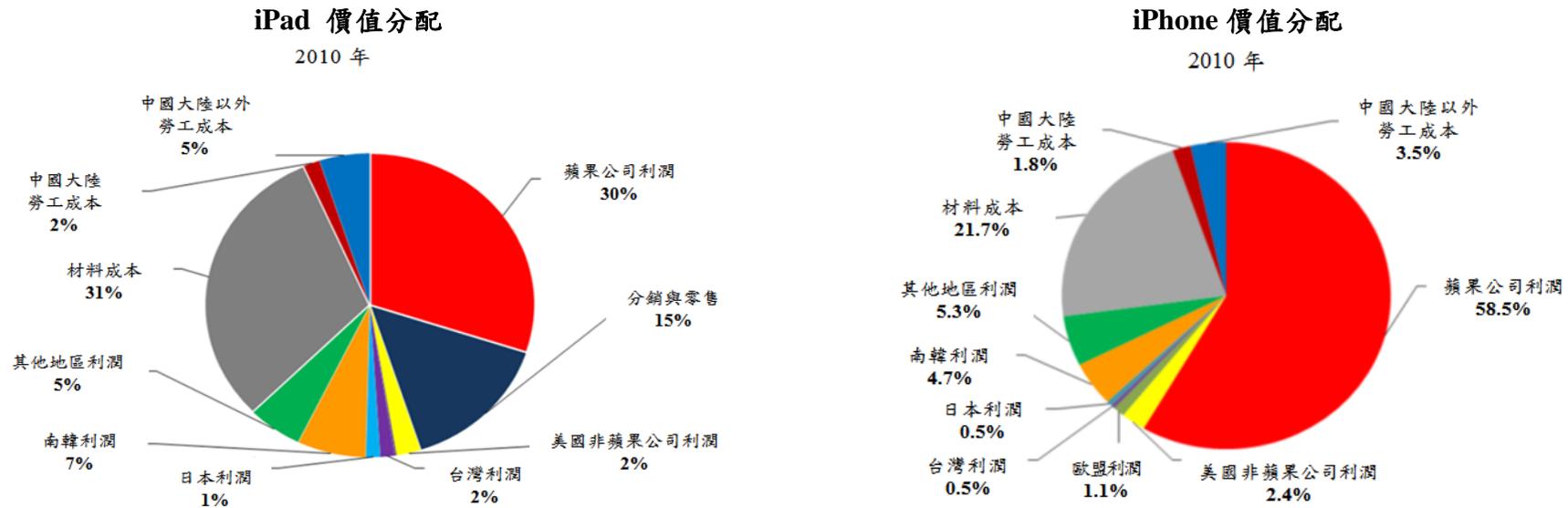


資料來源：OECD (2013)

2. iPad 與 iPhone 的個案研究

(1) iPad 與 iPhone³⁹ 為例，其**關鍵零組件**主要由**美國以外的地區生產製造**，至於**產品設計、研發、管理及行銷等高附加價值業務**，則**保留於美國**。

(2) 從 iPad 與 iPhone 的價值分配可知，其**經濟利益多數仍由美國所擷取**⁴⁰。



iPad 與 iPhone 的價值分配比重(%)

組成 產品別	中國大陸以外 勞工成本	中國大陸 勞工成本	材料成本	其他地區 利潤	南韓利潤	日本利潤	台灣利潤	美國非蘋果 公司利潤	蘋果公司 利潤	歐盟利潤	分銷與 零售
iPad	5	2	31	5	7	1	2	2	30	-	15
iPhone	3.5	1.8	21.7	5.3	4.7	0.5	0.5	2.4	58.5	1.1	-

資料來源：UC Irvine, UC Berkeley and Syracuse University (2011)

³⁹ 以 2010 年的 iPad(16G、Wi-Fi)及 iPhone4 為例。

⁴⁰ Kraemer, Kenneth L., Greg Linden and Jason Dedrick (2011), "Capturing Value in Global Networks: Apple's iPad and iPhone," UC Irvine, UC Berkeley and Syracuse University。

(三)全球價值鏈興起，弱化匯價貶值對出口的影響

1. 近期全球出口的 REER 彈性下滑，顯示匯價貶值對出口的影響已大幅減弱

(1)世銀(2015)研究指出⁴¹，近期**全球出口**的**實質有效匯率(REER)彈性**，約為**1990年代中期**的一半左右。

總出口、製造業出口的 REER 彈性(絕對值)

類別 \ 時間	1996~2003 年	2004~2012 年
總出口的 REER 彈性	1.4	0.7
製造業出口的 REER 彈性	1.3	0.6

(2)長期以來，出口的 REER 彈性大減，顯示貶值帶動出口增加的效果有限；過去全球仰賴貶值以提振出口的經濟成長模式，恐難以為繼。

2. 世銀指出，貶值對出口的影響減弱，主要係各國在全球價值鏈的參與程度提高所致

(1)在全球價值鏈下，**貶值僅有利於一國出口**的**附加價值部分**，對提升出口競爭力的效果有限。

—對於**出口品**中**內含大量進口中間財**的國家而言，**貶值僅影響該國出口所貢獻的附加價值部分**，**影響實屬有限**。

—**本國幣貶值**，將**增加本國進口中間財的進口成本**。

—經本國加值再出口的中間財，可能由下游進口國再加工出口；**本國幣貶值**，將**有助於提升下游進口國的競爭力**。

(2)一國在全球價值鏈的參與程度愈深，貶值對激勵該國出口的效果愈弱。

—各國**在全球價值鏈的參與程度提高**，可**解釋出口的 REER 彈性下降將近 40%的因素**；對於在全球價值鏈參

⁴¹ Ahmed, Swarnali, Maximiliano Appendino and Michele Ruta (2015), “Depreciations without Exports? Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports,” World Bank: *Policy Research Working Paper*, No. 7390, Aug. °

與程度最高的前 20% 國家而言，此項因素所占比重，更高達 50% 以上。

— 出口品內含的進口成分愈高，貶值對其出口的影響愈小；例如 REER 對服務業出口的影響效果較製造業出口強，主要係因服務業內含進口中間財的成分較低。

3. 台灣在全球價值鏈的參與程度較高，貶值對提振出口的效果有限

(1) 各國在全球價值鏈的參與程度，一般係以全球價值鏈參與指數(GVC participation index)來衡量；全球價值鏈參與指數 = (向前參與 + 向後參與) / 總出口：

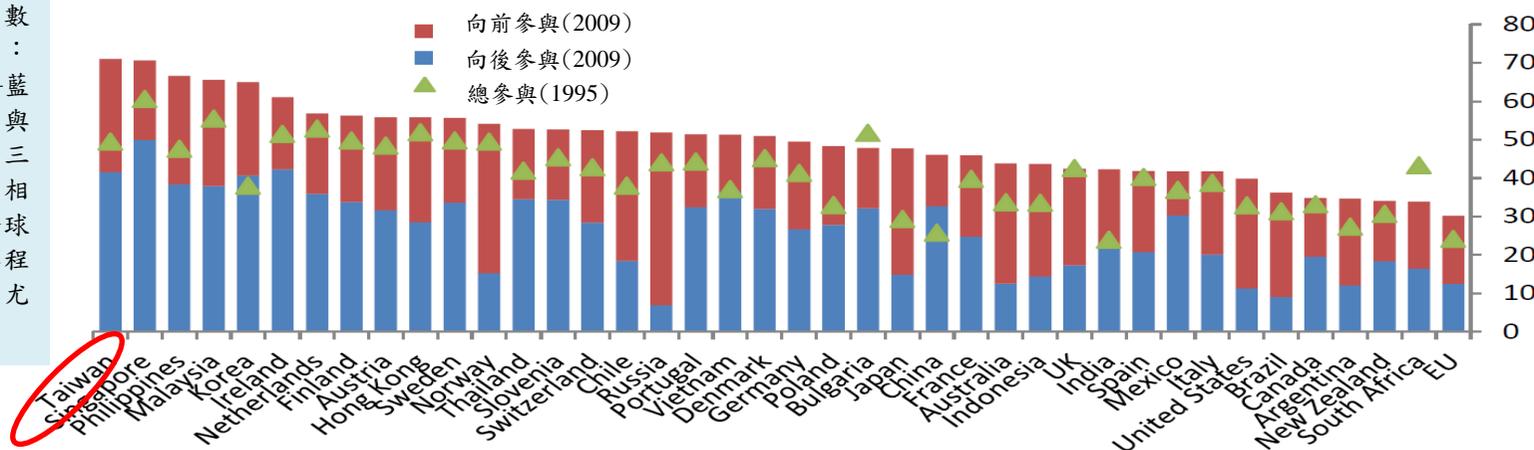
— 向前參與(forward participation)：他國出口品中，含本國中間財的加值部分(本國附加價值)

— 向後參與(backward participation)：本國出口品中，自他國進口的中間財投入價值(外國附加價值)。

(2) 由各國的全球價值鏈參與指數可知，台灣在全球價值鏈的參與程度較高。根據世銀(2015)研究，在全球價值鏈參與愈深，貶值對出口的影響愈小。

各國的全球價值鏈參與指數

多數國家的全球價值鏈參與指數在過去均提高：2009 年(紅色+藍色直條圖示)與 1995 年(綠色三角形圖示)相較，各國在全球價值鏈的參與程度普遍提升，尤其是台灣。



資料來源：Carney, Mark (2015), "Inflation in a Globalised World," Speech at Economic Policy Symposium Hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 29

三、台灣宜否改採自由浮動匯率制度之說明

若干人士認為匯率穩定不一定是最好的政策，而先進國家都採取自由浮動匯率制度。但自由浮動匯率也有其嚴重的缺點，它也不能達成貨幣自主性，而且開放程度高的小型經濟體不宜採用。

(一)自由浮動匯率也無法達成貨幣自主性

1. 根據不可能的三位一體(the impossible trinity)原則，**固定匯率、資本自由移動與貨幣自主性等三個目標不可能同時達成**。因而有人認為在資本自由移動下，若採自由浮動匯率，貨幣政策才有自主性⁴²。
2. 自由浮動匯率可以達成貨幣自主性之說，近年來受到很大的挑戰：
 - (1)國際總體經濟學新銳學者 **Rey(2013)**從其跨國實證發現⁴³，**大國貨幣政策的影響力，會透過跨國資本移動波及其他國家，造成全球金融循環**，嚴重影響各國貨幣、信用情勢，並使經濟脫離了基本面。
 - (2)一國的貨幣情勢會深受**國際資本自由移動與跨國金融機構槓桿操作**的影響，自由浮動匯率也無法達成貨幣自主性。
 - (3)Rey 建議應直接針對過度槓桿操作與信用成長的源頭，採取必要的行動，包括**針對性的資本管制(targeted capital control)**、**總體審慎政策與限制金融機構的槓桿操作**等。

⁴² 貨幣自主性或貨幣政策自主性指一國能夠採取貨幣政策以達成國內經濟目標。

⁴³ 參閱 Rey, H. (2013), "Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper prepared for the *2013 Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 13。由於該文及其他研究的貢獻，Rey 於 2014 年 9 月 9 日獲頒德國、瑞士與奧地利三國央行聯合成立的首屆 Carl Menger 研究獎，也於該月榮獲 IMF 評選為全球 45 歲以下最具影響力的 25 位經濟學家之一。

(二)開放程度高的小型經濟體不宜採自由浮動匯率⁴⁴

1. 台灣、新加坡與香港的輸出入/GDP 的比率很高，且經濟規模小(見下表)，匯率波動程度不宜過大。因此台灣採取管理浮動匯率制度，新加坡釘住一籃子貨幣，而香港則採取比固定匯率制度更嚴格的聯繫匯率制度。
2. 南韓雖採浮動匯率制度，但在 2008 至 2009 年全球金融危機期間，因資本大量流出、韓元劇貶，幾乎再次發生金融危機，因此在 2010 年及以後，也降低韓元匯率波動的程度。
3. 西方先進國家的貿易依存度低且 GDP 的相對規模很大，不易受到匯率波動的影響，更由於其貨幣為國際貨幣，本身無法直接干預外匯市場，因而不得不讓匯率浮動。
4. 但先進國家仍不時透過匯率政策報告或貨幣政策影響匯率，而這也是干預。全世界其實並沒有一個國家真正採行自由浮動匯率制度。

東亞四小龍與主要國家貿易依存度(2014)

單位：%

	台灣	南韓	新加坡	香港	中國大陸	日本	美國	英國
輸出入/GDP	129.3	97.2	350.9	429.9	45.2	40.2	29.8	58.6
各國 GDP 相對台灣的規模(倍數)	1.0	2.7	0.6	0.6	19.5	8.7	32.9	5.5

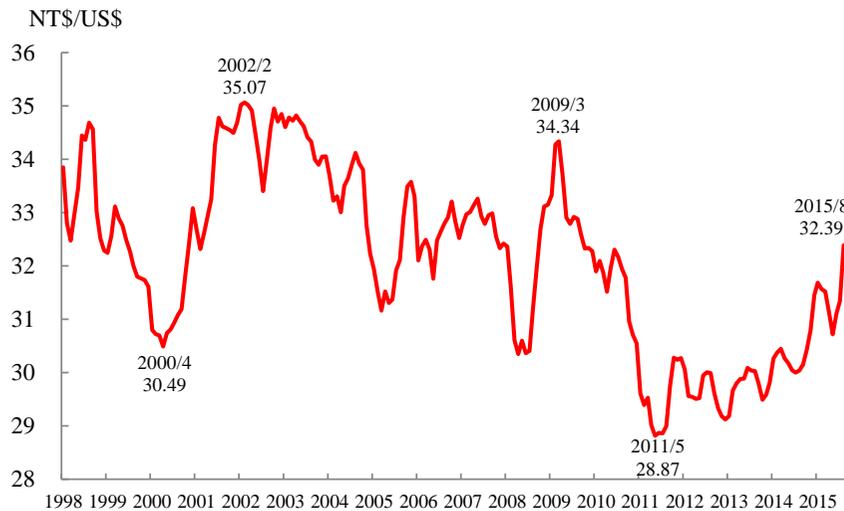
資料來源：中央銀行、主計總處、IFS、南韓央行、中國大陸外匯管理局、香港政府統計處、IHS Global Insight

⁴⁴ McKinnon (1963)認為應根據開放程度的高低決定匯率制度。開放程度高的經濟體容易受到匯率波動的影響，有如狗搖尾巴，牽一髮而動全身，應促使匯率穩定(固定匯率)；匯率變動對開放程度低經濟體的影響程度低，有如以尾巴搖狗，較不受影響，可採浮動匯率。可參閱 McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Area," *American Economic Review* 53-4, 717-725。

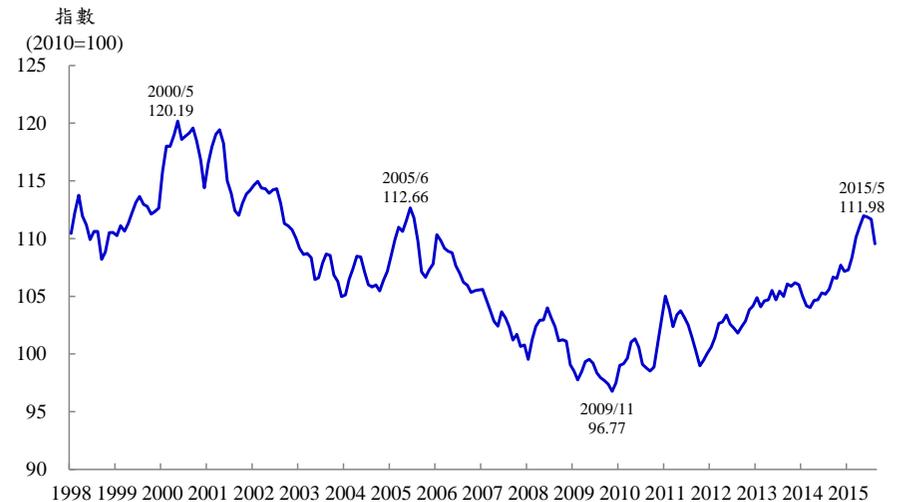
(三)台灣採取管理浮動匯率制度

1. 台灣採取**管理浮動匯率制度**，具有彈性，既**避免固定匯率制度無法適時因應國內外經濟金融變動的缺點**，又**不會一如自由浮動匯率制度經常產生匯率過度波動而傷害經濟的情況發生**。
2. **新台幣對美元價位有升有貶**，1998 年至今在 **29 至 35 元之間浮動**，基本上**反映市場供需情況，並非僵固不動**(參閱下左圖)。
3. **新台幣名目有效匯率有升有降，不固定於一定的水準**，在 95 至 120 之間浮動，主要受到國際貨幣(美元、日圓、歐元等)價位變動的影響(參閱下右圖)。

新台幣對美元匯率(月資料)



新台幣名目有效匯率指數月資料



資料來源：Bank for International Settlements

(四)結論

1. 著名國際金融學者 **Frankel**、**Eichengreen** 均指出⁴⁵，**沒有一個匯率制度可在任何時期適用於任何國家**(No single currency regime is right for all countries or at all times)。
2. 根據前 IMF 首席經濟學家 **Rogoff** 及 IMF 多位經濟學者的研究指出⁴⁶，近年來國際間採行管理浮動匯率制度的國家不僅沒有減少，反而愈來愈多。事實上，自 2004 年以來，採行**管理浮動匯率制度已成為國際間主流的發展**。
3. 全球金融危機爆發後，**聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)**及經濟學者認為⁴⁷，由於**管理浮動匯率制度**允許匯率浮動與外匯干預，可**減輕或避免投機客的攻擊**，有助於**達成政策目標**，因此較**適合新興市場經濟體與開放經濟體**採行。
4. **匯率制度的選擇，必須順應國內經濟金融情勢與發展階段**。由於管理浮動匯率具有彈性，最適合台灣的情況。

⁴⁵ Frankel, J. (1999), "No Single Currency Regime Is Right for All Countries at All Times," *Essays in International Finance*, No. 215, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University; Ritholtz, Barry (2013), "Interview with Barry Eichengreen," *The Big Picture*, May 29。

⁴⁶ Reinhart, C. and K. Rogoff (2004), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, 119(1), pp. 1-48; Ghosh, Atish R., Jonathan David Ostry and Mahvash Saeed Qureshi (2014), "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment," *IMF Working Paper*, WP/14/11, Jan. 24。

⁴⁷ 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; Wessel, David (2013), "Top Economists Rethink Post-Crisis Policy: Old Remedies Not Helpful for Spurring Growth, Preventing Calamity," *The Wall Street Journal*, Nov. 13。

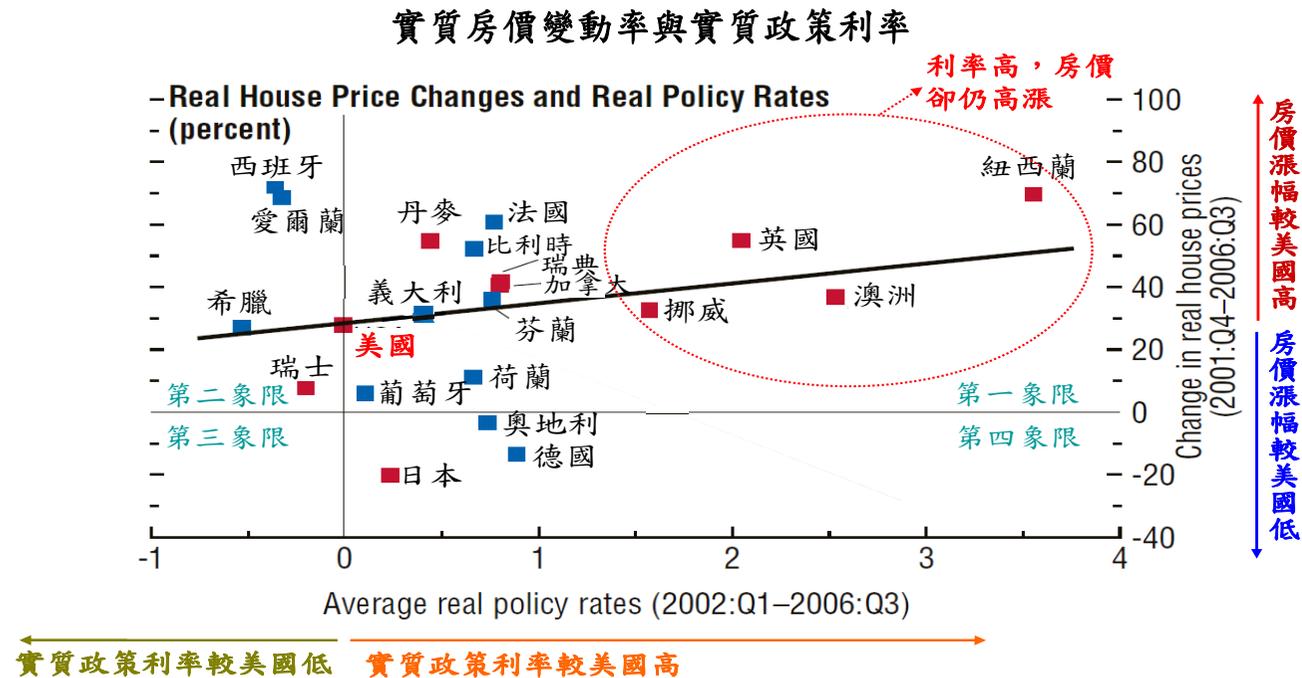
四、回應外界「房價高漲與低利率、貨幣供給、僵化的匯率政策有關」之評論

(一)低利率與高房價並無必然關連，欠缺監管的金融創新及投機心態才是助漲房價的主因

1. 諸多實證研究顯示，低利率與房價暴漲，沒有必然的關連性

(1)IMF、英格蘭銀行及瑞典央行的實證研究顯示⁴⁸，近十年來低利率與房價暴漲，兩者之間並沒有必然的關連性，將房價飆漲歸咎於低利率，欠缺實證上的支持。

(2)2001~2006年間，澳洲、紐西蘭及英國的利率都比美國高，但房價漲幅卻比美國高；日本維持低利率，但房價卻是下跌。



資料來源：IMF

⁴⁸ IMF (2009), “Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations,” *World Economic Outlook*, Oct.; Sá, Filipa, Pascal Towbin and Tomasz Wieladek (2011), “Low Interest Rates and Housing Booms: The Role of Capital Inflows, Monetary Policy and Financial Innovation,” *BoE Working Paper*, Feb.; Berg, Claes (2011), “The Global Financial Crisis and the Great Recession,” May.

2. 不應將高房價全歸咎於貨幣政策，金融創新管理不當及投機是房市暴漲的主因

- (1)2011 年諾貝爾經濟學獎得主 Christopher Sims 近日表示⁴⁹，**不應將高房價全歸咎於低利率**，助漲房市泡沫的主因在於，房市投資的**新創工具缺乏監管**，以及**民眾認為房價不可能重挫的心態**；美國總統**歐巴馬**亦認為，**監理不當、人性貪婪與複雜金融產品的爆炸式成長**，導致過度承擔風險，進而助長引發全球金融危機⁵⁰。
- (2)2013 年諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller 則指出⁵¹，肇致房市泡沫化的主因，並非貨幣政策，而是投資人**趨向更投機的心態**，未能認清房價上漲已悖離基本面，仍非理性地樂觀預期房價還會繼續上漲，以及房貸證券化、允許超低利率房貸、甚至無息房貸等的**房貸創新產品**。
- (3)新近的**IMF** 研究證實指出⁵²，**不切實際的房價預期**⁵³(投機)是 1996~2006 年間美國房價暴漲的主因，其中約 30% 的房價上漲可歸因於此。

(二)本行貨幣政策態勢符合國內經濟金融情勢所需，利率未偏低且 M2 成長率亦合理

1. 國內產出缺口持續為負，本行維持寬鬆貨幣政策，以協助經濟成長

- (1)近年來**全球經濟復甦情況不如預期**，加以中國大陸在地供應鏈益趨擴大，影響台灣經濟表現，**國內產出缺口仍持續為負**。
- (2)在通膨展望溫和之下，本行維持寬鬆的貨幣政策，以帶動總體經濟活動，協助經濟成長。

⁴⁹ Jeffery, Christopher (2015), "Nobel Economist Sims on Fiscal Stimulus, Eurozone Loss Sharing and Role of Central Banks," *Central Banking*, Aug. 13。

⁵⁰ 引述 2009 年 6 月 18 日美國《華爾街日報》報導；Kelly, Jack (2009), "Obama Sets Tone for Financial Regulatory Reforms," *Compliance X*, Jun. 17。

⁵¹ Shiller, Robert (2008), *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*, Princeton Press。

⁵² Towbin, Pascal and Sebastian Weber (2015), "Price Expectations and the U.S. Housing Boom," *IMF Working Paper*, WP/15/182, Jul. 30。

⁵³ 不切實際的房價預期，係由動物本能(animal spirit)所驅動。動物本能最早由凱因斯於 1936 年的巨著《就業、利息與貨幣的一般理論》中提出，係指人們在缺乏資訊、面對不確定性的情況下，卻仍做出決定並採取行動，關鍵在於心理層面的動機，也就是動物本能。

2. 野村證券的實證研究指出，台灣的政策利率並未偏低

- (1)野村證券(Nomura)檢視亞洲國家的貨幣政策態勢，結果顯示，**台灣的政策利率並無偏低**的問題⁵⁴。
- (2)根據泰勒法則(Taylor rule)，台灣的政策利率能妥適回應通膨缺口(inflation gap)及產出缺口(output gap)。

3. 台灣貨幣供給 M2 成長率，大抵維持在目標區內，顯示資金控制合宜

- (1)本行除於全球金融危機期間採「**台版量化寬鬆**」，維持較寬裕流動性，超額準備曾逾 800 億元；此後已將超額準備維持在 300 億左右的適中水準。
- (2)長期以來，本行多將貨幣供給 M2 成長率維持在合理範圍，例如近年均維持在 2.5%~6.5%的成長目標區間內，顯示資金控制合宜。

4. 本行貨幣政策獲國際信評公司肯定

- (1)上年 5 月，**標準普爾(S&P)**信評公司即指出，**台灣央行貨幣政策極具彈性**，儘管金融體系流動性充裕，但央行貨幣管理健全，致通膨率低且穩定。本年 4 月，S&P 更指出，台灣貨幣管理的靈活性，提供台灣小型開放經濟體充裕的緩衝能力，因應外來的經濟負面效應。
- (2)本年 7 月，穆迪(Moody's)信評公司指出，台灣央行採行貨幣目標機制，2000 年以來，通膨率低於多數同級評等國家，在確保物價穩定方面表現超越多數主權信用評等優異的國家。

(三)新台幣匯率維持動態穩定，無僵化問題

1. 本行採具彈性之管理浮動匯率制度，新台幣匯率動態穩定，有利經濟金融穩定

- (1)匯率變動對小型開放經濟體總需求的影響力甚大，匯率過度波動與失序變化不僅不利金融穩定，亦傷害經濟活動。因此，長期以來，新台幣即採具彈性、動態穩定的匯率制度。

⁵⁴ Cheung, Candy et al. (2013), "Asia Special Report: Asia's Rising Risk Premium," *Nomura*, Jun. 28。

(2) **新台幣匯率相對穩定**，新台幣匯率**波動幅度較主要國家貨幣為小**；自 1998 年迄今，主要貨幣對美元匯率的平均波動幅度觀察，顯示新台幣匯率最為穩定(見下表)。

(3) 本年 4 月，S&P 指出，相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟及金融的衝擊。

主要貨幣對美元匯率平均波動幅度

	1997 年底至 2015/8/31(%)	倍數
新台幣(NT\$/US\$)	3.35	1.0
韓元(KRW/US\$)	9.39	2.8
歐元(US\$/EUR)	9.86	2.9
日圓(YEN/US\$)	10.21	3.1

註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)，波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

2.美元對歐元匯率波動計算期間為 1999 年 2 月至 2015 年 8 月 31 日。

2. 新台幣匯率明顯回應總體經濟基本面

國內外研究大抵指出⁵⁵，**台灣央行的匯率政策明顯回應總體經濟基本面**，新台幣匯率具有反通膨(anti-inflationary)與反循環(counter-cyclical)特性。

⁵⁵ 林依伶、張志揚與陳佩玗(2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析—兼論與主要亞洲國家比較」，《中央銀行季刊》，第 35 卷第 1 期，頁 35 -62；吳致寧等(2011)，「再論台灣非線性利率法則」，《經濟論文》，第 39 卷第 3 期，頁 307-338；吳致寧等(2012)，「再探台灣匯率制度」，《經濟論文叢刊》，第 40 卷第 2 期，頁 261-288；Dahl, Christian M. and Melody Lo (2005), "Assessing Exchange Rate Pass-Through: A New Empirical Approach," Manuscript, Purdue University。

(四)結論：房價高漲與貨幣政策、匯率政策並無必然關連

1. 報載「台灣房價高漲，與貨幣供給不能說沒有關係，甚至跟新台幣匯率政策僵化也有關」，究諸實際，台灣的政策利率並未偏低，且貨幣供給 M2 維持在合理水準，新台幣匯率亦無僵化問題。
2. 其實影響房價的因素甚多⁵⁶，國際間諸多實證研究已顯示，**低利率與高房價沒有必然的關連性**，房價高漲多半與欠缺監管的金融創新及投機心態有關。
3. **台灣的實際產出仍低於潛在產出**，且**實質利率並未偏低**，再加上**全球經濟復甦情況不如預期**，在此種經濟情勢下，**若以升息因應高房價問題**，除效果有限外，還**可能以景氣復甦力道減弱為代價**，得不償失。

⁵⁶ 影響房價的因素，主要可分成需求面、供給面、制度面等三大層面，利率僅是影響需求面的因素之一。