

6月30日央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

105.6.30

前 言

促進物價穩定與金融穩定為本行法定經營目標。長期以來，本行致力維持物價穩定，亦未忽視維持金融穩定之重要性。以美國次貸風暴為鑑，本行採行不動產針對性審慎措施，具有成效，爰對其實施與退場予以說明，俾供各界瞭解。

其次，兩岸未簽署貨幣互換協議(SWAP)，會否影響台灣人民幣市場發展，外界或存疑慮，亦就其發展狀況簡要說明。

再者，鑑於全球經濟呈現長期成長停滯走勢，國際間疾呼宜採行貨幣政策、財政政策及結構性改革之綜合政策搭配，以扭轉全球經濟困境。國內方面，面臨全球經濟與貿易成長減緩等循環性因素及長期結構性因素衝擊，經濟恐亦呈現長期平緩成長之局，特撰文剖析。

另對於部分人士主張適度通膨，以提高薪資，以及台灣「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率偏高等問題，為免造成誤導，宜加以釐清。

至於英國公投通過脫離歐盟，由於國際資金快速移動，其立即影響已反映於金融市場；惟對貿易、投資等實質經濟活動之中長期影響，未來將逐步浮現，亦併予深入探討。

茲將上述相關議題之分析說明彙集成冊，提供參閱，希望有助各界解讀。

目 次		頁次
壹、貨幣政策及總體審慎政策相關議題		1
一、突破全球經濟困境，各國需採積極的政策搭配因應		1
二、以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效		13
貳、外匯相關議題		31
一、貨幣互換協議(SWAP)之功能為何？會不會影響台灣人民幣市場的發展？		31
二、國際間對資本移動自由化觀點的省思		38
—IMF 從誇大資本移動效益，到近期正視資本移動風險的重大轉變		
參、總體經濟相關議題		48
一、全球經濟長期成長停滯對台灣經濟之影響		48
二、國內通膨與薪資成長關係之說明		66
三、「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率之意義		74
肆、英國脫離歐盟之可能影響		79

壹、貨幣政策及總體審慎政策相關議題

一、突破全球經濟困境，各國需採積極的政策搭配因應

(一)前言

全球經濟在 2010 年自大衰退(Great Recession)反彈復甦以來，成長力道就轉趨疲弱，IMF、OECD、世界銀行等國際組織皆一再下調全球經濟展望，讓各界憂心全球已陷入「長期停滯」(secular stagnation)的「新平庸」(new mediocre)困境。

國際間咸認，各國決策者欲提振全球疲弱經濟，亟需續採**寬鬆性貨幣政策**，並配合積極的預算政策，來支持**擴張性財政政策**，以及進行**結構性政策改革**；日前 IMF 大聲疾呼，應速採**三管齊下**(three-pronged)的**政策搭配**(policy mix)行動(見圖 1)，才能發揮有效提振經濟的效果，俾讓全球成長回到更強健的軌道。

圖 1 IMF 呼籲，速採邁向成長的政策搭配



資料來源：IMF (2016), “Statement by the Managing Director on the Work Program of the Executive Board – Executive Board Meeting – June 8, 2016,” released on Jun. 16

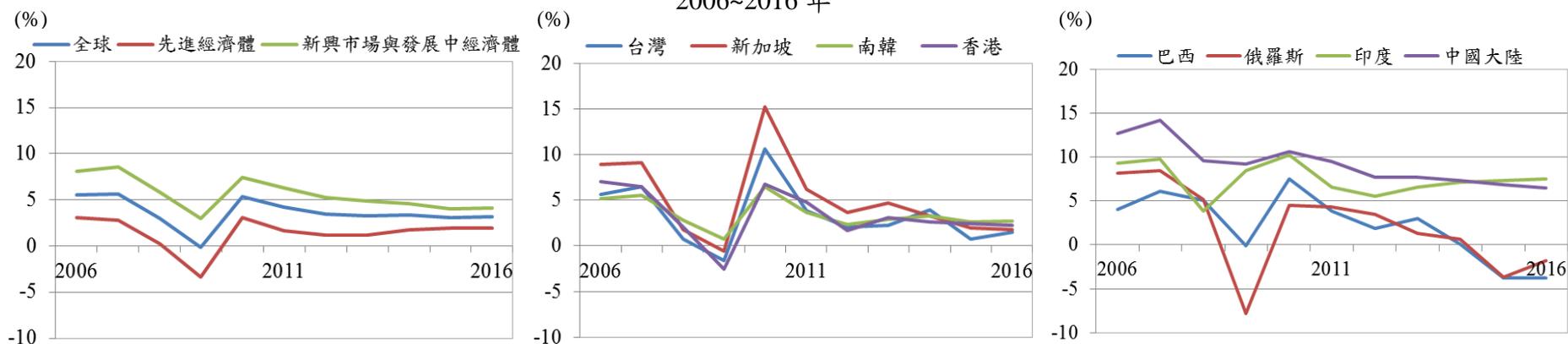
本文整理近期 IMF、OECD、世界銀行、ADB、G20 等國際組織，對因應目前全球所面對的經濟困境，如何有效運用貨幣政策、財政政策及結構性政策的看法，提供各界參考。

(二)全球經濟成長走勢呈 L 型，各國陷入「長期停滯」的「新平庸」困境

1. 2008 年全球金融危機引發經濟大衰退(Great Recession)，當時各界關注經濟復甦模式究竟是快速的 V 型、U 型，或是疲弱的 L 型。2010 年全球經濟一度自 2009 年的衰退轉為強勁成長，L 型復甦的擔憂似消散；然而，自 2011 年以來，全球經濟成長卻明顯轉呈疲弱，大多數經濟體皆呈 L 型經濟復甦(見圖 2)。

圖 2 全球實質 GDP 成長率

2006~2016 年



註：2016 年為 IMF 的預測值。

資料來源：IMF (2016), *World Economic Outlook*, Apr.

2. 各界憂心，全球經濟復甦力道若持續疲弱，全球經濟將陷入「長期停滯」(secular stagnation)的狀態，亦即有如 IMF 執行長 Christine Lagarde 所指，全球經濟恐陷入「新平庸」(new mediocre)¹。
3. 本(2016)年 6 月 1 日，OECD 直言²，危機後 8 年來的低成長，加速了低成長陷阱的自我實現。

¹ 長期停滯係指經濟成長明顯減緩，或處在成長停滯、長期低迷不振的情況；「新平庸」主要係指，源自於投資不足，以及低信心、低成長、低通膨所構成的惡性循環，導致成長持續低於長期平均值，且就業疲弱不振的情況。見 105 年 3 月 26 日「央行理監事會後記者會參考資料」。

² OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Issue 1, Jun. 1。

(三)為促使總體經濟穩定，各國政府應積極運用反循環財政政策

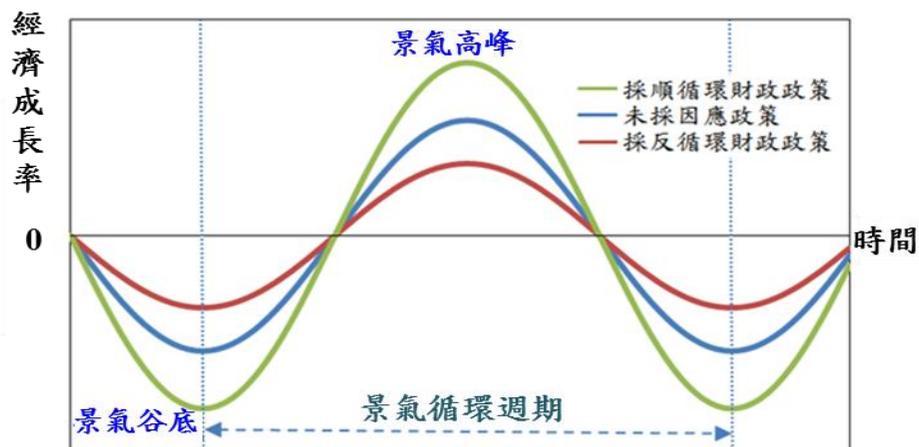
1. 政府的職責旨在平緩景氣循環的上下波動，達成整個景氣循環週期的平衡

(1)須運用反循環財政政策，緩和景氣循環波動的幅度(如圖 3 紅線所示)，以維持總體經濟穩定。

- 在景氣谷底或成長疲弱時，採取擴張性財政政策(追加預算、擴增政府債務，據以提高政府支出來激勵國內需求)。
- 在景氣高峰或成長過熱時，採取緊縮性財政政策(實現預算盈餘、削減政府債務，以冷卻過熱景氣對物價上漲的壓力，並重建財政空間)。

(2)若採順循環財政政策(在景氣不佳時削減政府債務，景氣榮景時反而擴增政府債務)，將會擴大景氣循環波動的幅度(如圖 3 綠線所示)，帶來嚴重的後果。

圖 3 不同政策選項下的景氣循環



2. 國際間著名的經濟學者大都力主，應採反循環財政政策來突破目前全球經濟困境

建議	內容
<p>設計良好、具彈性的財政法則，能在景氣低迷時，有效發揮穩定經濟的功能</p>	<p>— Stiglitz(2003)指出³，良好的財政規範，應該是在景氣衰退時，賦予較大的財政支出能力，並以景氣好轉時的財政賸餘來彌補；過於僵硬的財政規範則會埋下經濟不穩定的因子。</p> <p>— IMF 經濟學家就 167 國在 1990~2012 年的財政法則及財政政策態勢關係的實證結果顯示⁴：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 許多國家的財政法則有順循環傾向，這在景氣不佳時尤不利具強化經濟成長特質的公共投資。 ➢ 設計具彈性、友善投資的財政法則，則能在景氣不佳、投資效率高的時期，支持公共投資，讓財政政策有效發揮反循環功能。
<p>在目前處境下，各國應採擴張性財政政策，並修正不合時宜的財政法則，來提振經濟活動</p>	<p>— Frankel(2016)指出⁵，在目前處境下，財政政策比貨幣政策更能提振經濟；過去錯誤採行順循環財政政策的國家(如希臘、愛爾蘭、義大利、西班牙等)，在經濟繁榮時實施財政激勵，加劇經濟過熱，而在經濟衰退時又採取財政緊縮，導致衰退加劇、國民所得下降、政府債務對 GDP 比率遽升。</p> <p>— Muellbauer(2016)亦指出⁶，面對目前低迷的經濟，應採擴張性財政政策，並修正恐讓民間部門對未來感到不樂觀的財政法則，俾改善民間對未來的預期，進而帶來需求成長的擠入效果(crowding-in effect)。</p>

³ Stiglitz 為諾貝爾經濟學獎得主。Stiglitz, Joseph (2003), "EU's Pact Is a False Promise of Stability," *Business Day* (South Africa), May 16。

⁴ Guerguil, Martine, Pierre Mandon and René Tapsoba (2016), "Flexible Fiscal Rules and Countercyclical Fiscal Policy," *IMF Working Paper*, WP/16/8, Jan.。

⁵ Frankel 為哈佛大學教授。Frankel, Jeffrey (2016), "Rediscovering Fiscal Policy at the G7," *Project Syndicate*, May 24。

⁶ Muellbauer 為牛津大學教授。Muellbauer, John (2016), "Helicopter Money and Fiscal Rules," *VoxEU*, Jun. 10。

(四) 目前擴張性財政政策的乘數效果最大，因為處在低利率、低成長環境，不會排擠民間投資

1. 近期 UNCTAD、IMF 及 OECD 等國際組織一再指出，目前係政府擴大公共投資的最佳時機。
2. 在目前低利率、低成長的環境下，**擴張性財政政策不會帶來利率走升、不利民間投資的排擠效應**(crowding-out effect)；反而顯示，**財政乘數的效果極大**，並**有助於降低政府債務對 GDP 比率、改善財政**：

UNCTAD ⁷	一增加公共支出(例如基礎建設的支出)，業經證明能在停滯成長的經濟體發揮相當顯著的正面乘數效應。 一處理長期停滯問題，應以公共投資作為重要工具。												
IMF ⁸	一 基礎建設投資如係在經濟疲弱及貨幣政策寬鬆時期進行，乘數效果為 3 倍 。公共投資增加 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(見下表)。 <table border="1" data-bbox="524 632 1509 879"> <thead> <tr> <th rowspan="2">情境</th> <th colspan="2">乘數效果</th> </tr> <tr> <th>當年度</th> <th>4 年後</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>一般情況</td> <td>GDP ↑ 0.4 個百分點</td> <td>GDP ↑ 1.5 個百分點</td> </tr> <tr> <td>低成長時期</td> <td>GDP ↑ 1.5 個百分點</td> <td>GDP ↑ 3.0 個百分點</td> </tr> </tbody> </table> 一IMF 建議，部分 仍有舉債空間的國家，應與債務共存，增加政府支出 ，以激勵經濟成長；減債恐損及經濟成長，如同購買昂貴保險，並非最佳藥方。		情境	乘數效果		當年度	4 年後	一般情況	GDP ↑ 0.4 個百分點	GDP ↑ 1.5 個百分點	低成長時期	GDP ↑ 1.5 個百分點	GDP ↑ 3.0 個百分點
情境	乘數效果												
	當年度	4 年後											
一般情況	GDP ↑ 0.4 個百分點	GDP ↑ 1.5 個百分點											
低成長時期	GDP ↑ 1.5 個百分點	GDP ↑ 3.0 個百分點											
OECD ⁹	一若 OECD 國家 都積極利用貨幣政策所創造的財政空間， 一致推出擴張性財政政策，投資於高回報的軟硬體基礎設施 ，不僅將可 提振 GDP ，還能 改善財政可持續性 。												

(五) 貨幣政策、財政政策及結構性改革的政策搭配，才能有效提振經濟

1. 貨幣政策已承受過重負擔，擴張性財政政策不可或缺

⁷ UNCTAD (2015), *Trade and Development Report: Making the International Financial Architecture Work for Development*, UNCTAD, Oct. 6。

⁸ IMF (2014), *World Economic Outlook*, Oct.; Ostry, Ghosh and Espinoza (2015), “When Should Public Debt Be Reduced?” *IMF Staff Discussion Note*, Jun.。

⁹ OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Issue 1, Jun. 1。

國際組織、多國財金首長及學者專家皆警示，單靠寬鬆性貨幣政策無法有效突破目前的經濟困境：

OECD ¹⁰	— 貨幣政策一直是提振經濟的主要工具，獨自運作太久，效益與風險的平衡正在傾斜。
IMF ¹¹	— 寬鬆貨幣政策雖屬必要，但為減輕對貨幣政策的過度依賴，財政政策應提供更多支持。 — 財政政策可幫助實現結構性改革的政治共識。
BIS 副總經理 Hannoun、前 BoJ 總裁白川方明 ¹²	— 以貨幣政策驅動需求，是無法持續的經濟成長模式。
BIS 首席經濟學家 Borio ¹³	— 寄望以貨幣政策來治癒全球經濟的所有病症，既危險又不切實際。
前 Fed 主席 Bernanke ¹⁴	— 若財政政策肩負起更多促進經濟成長的責任，貨幣政策就可不用那麼激進。
南韓央行總裁李柱烈 ¹⁵	— 貨幣政策有其限制，且提振需求的效果難以持久。
ECB 總裁 Draghi ¹⁶	— 貨幣政策無法單獨存在，結構性改革才能創造更高的潛在成長並帶動投資。
前美國財長 Summers、哈佛大學教授 Rogoff 及 Frankel ¹⁷	— 除貨幣政策外，擴張性財政政策亦為因應長期停滯的對策之一。 — 當前財政政策比貨幣政策更能有效提振經濟。

2. 結構性改革可處理導致中長期經濟減緩的來源，帶領經濟邁向可持續成長

(1) 對於勞動市場、科技發展、產業升級與轉型等結構性問題，貨幣政策及財政政策都有其侷限性，無法根本解決；

¹⁰ OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Issue 1, Jun. 1。

¹¹ IMF (2016), “Global Prospects and Policy Challenges,” Feb. 26; Gaspar, Vitor (2015), “Fiscal Policy and Structural Reform,” *IMFdirect*, Mar. 27。

¹² Hannoun, Hervé (2015), “Ultra – Low or Negative Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth,” BIS at the Eurofi Seminar, Apr. 22。

¹³ Borio, Claudio (2015), “BIS Quarterly Review September 2015-Media Briefing,” Remarks at the Media Briefing, Sep. 11。

¹⁴ Bernanke, Ben (2015), “Monetary Policy and Inequality,” Brookings: Ben Bernanke’s Blog, Jun. 1。

¹⁵ The Business Times (2015), “South Korea Central Bank Chief Says Easy Monetary Policy Has Limits in Boosting Demand,” *The Business Times*, Aug. 21。

¹⁶ Draghi, Mario (2016), “On the Importance of Policy Alignment to Fulfil Our Economic Potential,” Speech at the Brussels Economic Forum, Jun. 9。

¹⁷ Summers, Lawrence (2015), “Global Economy: The Case for Expansion,” *Financial Times*, Oct. 7; Rogoff, Kenneth (2015), “World’s Economic Slowdown Is a Hangover Not a Coma,” *Financial Times*, Oct. 9; Frankel, Jeffrey (2016), “Rediscovering Fiscal Policy at the G7,” *Project Syndicate*, May 24。

唯有進行結構性改革才能處理。

(2)IMF、OECD 等國際組織建議¹⁸，排除妨礙經濟強勁成長的障礙，也就是進行結構性改革，才能促使資源有效重新配置，以提高生產力及生產潛能，達成強健、可持續且平衡的經濟成長。

—應優先採行能**提振生產力**、**促進就業**，以及**激勵短期國內需求**等效益較大的項目，主要包括：

財政結構性改革	<ul style="list-style-type: none">—讓財政支出結構的重心轉向投資，尤其是能在中期有效提高生產潛能的公共基礎設施投資，以及可在短期激勵民間投資的公共投資。—調整醫療或退休金制度之福利津貼，以控制未來高齡化社會相關之成本；省下的費用可創造財政空間，實行短期激勵措施，並提高激勵措施的有效性。
基礎設施	<ul style="list-style-type: none">—政府應提供高品質的軟硬體基礎設施，以吸引高附加價值的全球價值鏈活動。—基礎建設的支出可著重於潔淨能源、教育、技能及通訊方面。—無論從產出或福祉的觀點來看，公共基礎設施(穩定供水、穩定供電、有效率的交通運輸等)投資都是激勵經濟的最好方式，不僅可提升產出水準，有助於降低公共債務對 GDP 比率，還能帶來相當可觀的社會福祉。
勞動市場改革	<ul style="list-style-type: none">—提高勞動力參與率、提升人力資本素質等。
科技與創新	<ul style="list-style-type: none">—提升各產業的附加價值與生產力、促成產業升級等。
營造友善商業環境	<ul style="list-style-type: none">—加強市場競爭、排除投資障礙、強化長期投資誘因、改善企業信用的取得等。

¹⁸ OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Issue 1, Jun. 1; IMF (2015), “Structural Reforms and Macroeconomic Performance,” *IMF Policy Paper*, Nov.; Ganelli, Giovanni and Juha Tervala (2016), “The Welfare Multiplier of Public Infrastructure Investment,” *IMF Working Papers*, Feb. 29。

— 創新係結構性改革中最重要的關鍵，因**創新攸關生產力的提升**，**創新更是確保長期經濟繁榮的決定因素**。

OECD ¹⁹	<p>— 在當前高度競爭且緊密相連的全球經濟，創新是一國追求永續繁榮的根本，它是因應社會與全球諸多挑戰的強力引擎。</p> <p>— 藉由知識的創造、應用與普及化，創新掌握了就業與生產力成長的關鍵；科技與創新的持續投資，則為維繫長期成長之關鍵。</p>
IMF 執行長 Lagarde ²⁰	<p>— 經濟成長的必要成份，是透過運用更智慧的科技來提高生產力，而技術創新則是關鍵。</p> <p>— IMF 新近研究顯示，若先進經濟體能讓民間 R&D 增加 40%，平均將能讓長期 GDP 增加 5%。</p>
諾貝爾經濟學獎得主 Phelps ²¹	<p>— 創新是生產力成長的泉源。</p> <p>— 面對生產力成長趨緩所致的長期停滯，需要創新來帶領經濟脫困。</p>
諾貝爾經濟學獎得主 Krugman ²²	<p>— 生產力雖非一切，但長遠來看幾乎就是一切(Productivity isn't everything, but in the long run it is almost everything)。</p> <p>— 一國提升生活水準的能力，幾乎完全取決於，生產力提高產出的能力。</p>
知名經濟學家 Martin Wolf ²³	<p>— 對任何國家在任何時間而言，經濟持續成長的基礎是技術創新。</p>

¹⁹ OECD (2016), *The Future of Productivity*, Jan. 12; OECD (2010), *The OECD Innovation Strategy: Getting a Head Start on Tomorrow*, May; OECD (2011), *Demand-side Innovation Policies*, May 30; OECD (2010), "Science and Technology: Keeping up Investment in Science and Innovation Key to Long-Term Growth," OECD Press Release, Dec. 14。

²⁰ Lagarde, Christine (2016), "Demographic Change and Economic Well-Being: The Role of Fiscal Policy," Speech at Massachusetts Institute of Technology, Mar. 4。

²¹ Phelps, Edmund S. (2016), "Supply Side, Demand Side, or Innovation Side?" *Project Syndicate*, May 19。

²² Krugman, Paul (1994), *The Age of Diminishing Expectations*, MIT Press。

²³ Wolf, Martin (2011), "Demystifying the Chinese Economy," *Financial Times*, Dec. 4。

(3)國際組織及專家學者指出²⁴，創新需要政府扮演關鍵角色²⁵，協助承擔風險及擔任引領創新發展的先鋒²⁶；**政府是推動創新的重要引擎**，政府須強化發動、支持創新的意願及能力。

—政府在創新政策的角色定位上若僅為從旁協助，一國恐不斷錯失創新發展的契機。

—OECD、ADB 等國際組織皆建議²⁷，**政府應扮演創新技術發展的火車頭**，並擬訂兼顧多種面向的創新政策：

<p>建立妥適的風險與報酬機制</p>	<p>— 改變目前風險社會化、報酬卻私有化的政府投資型態。</p> <p>— 政府投資創新應多角化佈局，並建立妥適的報酬機制，靠成功投資的獲利，來彌補失敗投資的損失，並回饋社會大眾。</p>
<p>建立國家級的創新體系</p>	<p>— 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。</p> <p>— 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。</p>
<p>提昇人民創新的能力</p>	<p>— 教育與培訓體系應賦予人民能夠學習及發展創新所需各種技能的基礎。</p>
<p>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</p>	<p>— R&D 並非創新的唯一來源；其他資產如組織流程與設計，以及從資料創造價值的能力等，都是創新與生產力成長的一環。</p> <p>— 創新也要能跨越 R&D，納入設計、組織變革及行銷等非科技型式的創新。</p>

²⁴ Wolf, Martin (2013), “A Much – Maligned Engine of Innovation,” *Financial Times*, Aug. 4; Rodrik, Dani (2010), “The Return of Industrial Policy,” *Project Syndicate*, Apr. 12; Moss, Ilan (2011), “Start – Up Nation: An Innovation Story,” *OECD Observer*, No. 285, Q2。

²⁵ **創新需要政府扮演關鍵角色的原因**，主要包括：(1)**市場失靈**(market failure)：研發創新往往費時極長、成本極高且不確定性極大，故研發創新之初期，民間資金投入意願不大，也就是市場失靈；(2)**外部經濟利益**：高知識密集產業存在市場失靈、但潛藏龐大外部經濟利益，亟需政府的規劃與支持。

²⁶ **當前已知最重大的科技及技術突破**，**背後最大支持者是政府**，例如：

(1)美國重大的科技創新與突破，多來自政府單位資助的計畫，包括當代的偉大的發明—網際網路、全球定位系統、微電子、觸控及聲控技術、搜尋引擎 Google 之誕生、Apple 草創初期；**美國矽谷**的早期發展，**美國國防部**扮演關鍵角色。

(2)**台灣新竹科學園區**的成功，**工研院**為核心力量。

²⁷ OECD (2013), “New Sources of Growth : Knowledge-Based Capital,” *OECD*, June 6; ADB (2014), “Innovative Asia: Advancing the Knowledge-Based Economy,” Apr. OECD (2010), *The OECD Innovation Strategy: Getting a Head Start on Tomorrow*, May。OECD (2011), *Demand-Side Innovation Policies*, May 30; Moss, Ilan (2011), “Start – Up Nation: An Innovation Story,” *OECD Observer*, No. 285, Q2; Mazzucato, Mariana (2015), “The Creative State,” *Project Syndicate*, Apr. 16。

<p>去除阻礙創新的束縛、主導跨機構協調</p>	<p>—促進企業界或政府研究單位合作，以及確保創新體系架構健全且支持競爭，有益於鼓勵創新。</p> <p>—主導跨機構協調，為各種創新、知識經濟有關的基礎建設與倡議提供資金。</p>
<p>建立有益於創新的金融市場</p>	<p>—促進金融市場健全運作，以及擴增新企業(尤其屬創新早期階段的企業)取得融資的管道，來動員民間資金予創新活動。</p>
<p>創造及應用知識</p>	<p>—對於有效的公部門研究體系，提供充分的投資，並改善研究機構的治理。</p> <p>—協助知識有效流通，並促進知識的創造、傳播之網絡與市場的發展。</p>
<p>孕育具企業家精神的企業與商業發展環境</p>	<p>—政府施行的政策，應讓企業容易發展並容易銷售新點子，勇於承擔風險。</p> <p>—培養社會的創業家精神，鼓勵企業家從事試驗、投資及擴增創意的活動。</p>
<p>朝全球價值鏈的高價值端發展</p>	<p>—全球價值鏈的高價值部分，通常為研發或製造關鍵零組件等上游活動。</p>
<p>建立大數據資料庫</p>	<p>—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。</p>
<p>建立有效的智慧財產權體系</p>	<p>—發展高品質智慧財產權的產業架構條件，須具備以下特點：(1)包含促進競爭的政策，以及有效率的司法系統。(2)解決專利權品質下滑的問題。(3)加強國際間相互認證與兼容性。</p>

3. 貨幣政策、財政政策與結構性改革的政策搭配

- (1)國際組織一再疾呼，各國應**採積極**的**政策搭配**(policy mix)，結合**貨幣政策**、**財政政策**及**結構性改革**。
- (2)三管齊下(three-pronged)的積極行動，才能**提高潛在經濟成長**，讓全球經回到更強健的成長軌道。

<p>國際組織呼籲：積極的政策搭配，是達成經濟可持續成長的最佳方法</p>	<p>IMF、世界銀行、OECD、ADB 等皆一再呼籲，各國決策者應續施行寬鬆性貨幣政策，並應搭配財政政策與結構性改革，方能突破當前全球低成長的困境：</p> <ul style="list-style-type: none"> — IMF²⁸：財政政策能提振長期成長前景、提高潛在成長，若再搭配結構性改革，還會擴大成長的利益，支持強勁且公平的經濟成長。 — 世界銀行²⁹：採行反景氣循環的貨幣政策與財政政策外，尚須搭配短期可提振投資者信心、長期亦有助於結構性改革、提升經濟展望。 — OECD³⁰：全球決策者須善用低利率所增加的財政空間，進行公共投資以支持經濟成長，以及執行結構性改革方案來提振生產力、提高工資及改善分配不均。 — ADB³¹：擴張性的財政政策及貨幣政策可激勵暫時性的景氣疲弱，但處理更持久的成長低迷，則需結構性改革；結構性改革是提高亞洲潛在成長率的關鍵。
<p>主要國家承諾：採積極的政策搭配，以達成強勁成長</p>	<ul style="list-style-type: none"> — G20 承諾³²，G20 各國將運用所有政策工具，包括靈活實施財政政策、發揮總體經濟政策與結構性改革相輔相成的作用，加快結構性改革，以達成強勁的經濟成長。
<p>國際組織敦促：履行諾言，以實現對當代及未來世代的承諾</p>	<ul style="list-style-type: none"> — IMF 執行長 Lagarde 近日敦促³³，各國須履行其運用更強力政策搭配的諾言，讓經濟成長回到更強健的軌道，以實現其達成可持續且更平衡經濟成長的承諾。

(六) 結論

1. 國際間的共識：以貨幣政策、財政政策及結構性改革，達成可持續的平衡成長

²⁸ IMF (2016), "Too Slow for Too Long," *Economic Outlook*, Apr.; IMF (2015), "Fiscal Policy and Long-Term Growth," *IMF Policy Paper*, Jun.。

²⁹ World Bank (2016), "Spillovers amid Weak Growth," *Global Economic Prospects*, Jan. 6。

³⁰ OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Issue 1, Jun. 1。

³¹ ADB (2016), *Asian Development Outlook: Asia's Potential Growth*, Mar.。

³² IMF (2016), "Communiqué: G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting," Apr. 14-15。

³³ IMF (2016), "Statement by the Managing Director on the Work Program of the Executive Board – Executive Board Meeting – Jun. 8, 2016," released on Jun. 16。

(1)近年來，IMF、世界銀行、OECD 等國際組織皆一再疾呼，為減輕成長疲弱對經濟社會的不利衝擊，並達成可持續、全民共享的包容性成長目標，強而有力的全面性政策組合扮演關鍵角色：各國應以擴張性財政政策及寬鬆性貨幣政策來抵抗成長減速的循環性因素，並支持攸關中長期成長展望的結構性政策。

(2)**G20 及 G7 國家**領袖亦矢言，**將三管齊下**運用貨幣政策、財政政策與結構性改革，**俾實現對人民的承諾**。

2. 面對成長疲弱且潛藏下行風險的台灣，亟需財政政策及結構性改革的支持

(1)面對全球經濟成長力道不復以往、全球貿易量成長減緩、全球供應鏈改變，以及中國大陸經濟結構轉型等的國際情勢，貿易依存度高、深受國際景氣影響的台灣，必然受到衝擊；為降低經濟下行風險，亟需採反循環財政政策來提振疲弱經濟，並支持必要的結構性改革。

(2)欲提振台灣經濟，**除了加速公共建設預算的執行外**，目前財政政策還有相當大的空間，政府應妥適運用，俾發揮財政政策促進總體經濟穩定的積極功能：

—**可善用現有的財政空間，將更多財政支出配置到可激勵短期國內需求**，還能在**中長期提振生產力、促進就業等高回報、高效益的項目**。

—推動**年金改革**，以及兼顧所得分配與經濟成長的**稅制改革**，以**創造更多財政空間**來投入短期激勵措施及中長期公共投資，並**打造有利於投資、經濟成長及全民都能共享成長紅利的環境**。

—如果情勢需要，政府也可考慮提高債務上限³⁴。

(3)對於阻礙台灣民間投資、科技發展、產業升級與轉型的缺水、缺電、缺工、缺地、缺人才的「五缺」結構性問題，更有賴政府積極進行結構性改革來解決。

³⁴ 台北商業大學財稅系副教授孫克難及台經院景氣預測中心主任孫明德，皆建議採反循環財政政策，孫明德更提議，政府應提高舉債上限，帶頭擴大投資。見林安妮(2016)，「學者示警！拚經濟沒工具了」，《經濟日報》，5月27日；王孟倫(2016)，「GDP恐再下修 新政府最大挑戰」，《自由時報》，5月30日。

二、以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效

(一)美國次貸風暴引發全球金融危機，各國引以為鑑

1.房價泡沫破滅導致次級房貸風暴，進而引發全球金融危機，迄今餘波盪漾，金融監理不周為關鍵因素

(1)危機前，美國房價走升，投資銀行及房貸機構為擴充業務，推出**還款初期負擔較低**之房貸商品，加以**核貸條件過於寬鬆**，吸引**信用較差**之借款人取得貸款，致**次級房貸¹業務快速成長**(圖 1)，**房價泡沫問題日趨嚴重²**。

(2)2006 年年中後，隨**利率走高**，借款人**還款付息壓力升高**，加以**房價下跌**，借款人**不易取得再融資(refinancing)**，最後導致違約(見下頁專欄說明)，**次貸逾放比率明顯攀升**(圖 2)，**大型金融機構承受鉅額損失**，甚或瀕臨**破產³**，形成次級房貸風暴，進而導致金融危機。

圖 1 美國次級房貸占整體房貸市場之比重

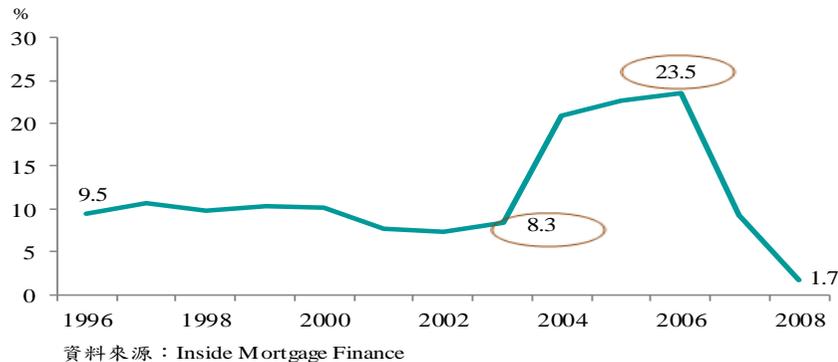
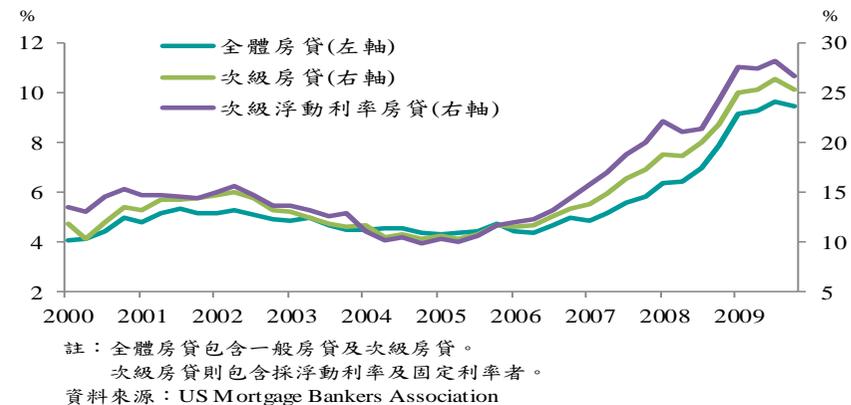


圖 2 美國房貸逾放比率



¹ 金融機構對信用評等較低、還款能力較弱之借款者提供「次級房貸」(subprime mortgage)，其利率較一般抵押貸款為高。以美國實務而言，subprime 泛指借款人之信用評等(FICO)分數在 620 分以下者。

² 在房價不斷上漲期間，不動產擔保品價格上升，即使利率走高，借款人可透過再融資借到更多資金，以維持房貸的本息支出。

³ 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟公司宣布破產，房地美(Freddie Mac)與房利美(Fannie Mae)、AIG 及 Citigroup 等則接受政府注資援助，免於破產。

【專欄】 美國信用危機的縮影：一位房貸戶的自白*

一、 前言

本文作者 Edmund Andrews 曾擔任**紐約時報**(New York Times)記者，最廣為人知的是撰寫“Busted: Life Inside the Great Mortgage Meltdown”乙書，內容描述在美國房地產泡沫的親身經歷，認為自身的房貸危機是美國房地產泡沫期間，**不顧一切後果行為(recklessness)的個案研究**。該書的摘譯(extended excerpt)曾登載於 2009 年 5 月 14 日的紐約時報雜誌。像其他人一樣，作者認為自己可以較他人**幸運(beat the odds)**，亦在房市榮景下，**進行數次轉貸**度過入不敷出的困境，但終因**無力按時繳款**致房屋被查封。由本文可知，當信用太容易取得，所帶來的傷害。

二、 本文重要內容(作者以第一人稱自述)

2000~2004 年美國房價上漲了 52%，而 2004 年 8 月美林證券(Merrill Lynch)發布有關房市泡沫的報告，警告偏高的房價已嚴重脫離基本面，但 2004 年我加入了數百萬美國人的行列，我們尚不知道我們正陷入房價過熱的不動產市場，並承做超過自身償付能力的房貸，最終隨著房市泡沫而帶來災難性的後果：我的房子在 2009 年被法拍。

(一) 房市泡沫與再融資(refinancing)

1. **原始貸款**：2004 年 8 月。當時信用評等為 **Alt-A**。American Home Mortgage 貸款總金額為 **414,000 美元**(占房價 **90%**，另**自備款 10%**)。第一部分是 333,700 美元，前 5 年利率固定在 5.625%，之後開始急速上升；第二部分是 80,300 美元(按二胎房貸(piggyback loan)，利率是 8.5%)。我從找房子到取得房貸，短短**不到 4 小時**。
2. **第一次轉貸**：2005 年 6 月。我與 Fremont Investment and Loan 簽了貸款總額為 **472,000 美元**的**次級房貸**(subprime loan)。此時，房價已漲了將近 **10%**；就像其他美國人一樣，都將房子當作提款機，來支持不斷增加的消費。
3. **第二次轉貸**：2006 年 10 月經紀人 Bob 協助我們，透過投資銀行 JP Morgan Chase 再度轉貸款(未提及金額)。

* 主要取材自 Andrews, Edmund (2009), “My Personal Credit Crisis,” *The New York Times*, May 14。

(二) 房貸審核標準太鬆，未考量貸款支付能力(現金流量)

1. 因為我曾離婚，每月扣除贍養費及撫養費(約 4,000 美元)後，實際的可動用所得大約 **2,777 美元**，但貸款窗口告訴我，**無需提贍養費與撫養費，且在文件上勿提及收入，也不用提供負債對收入比(debt-to-income)資訊。**
2004 年 8 月 American Home Mortgage 在評價我的財產後，立即核准利率較高的貸款給我。
2. 承作 American Home Mortgage 的前 5 年每月房貸支出(按前 5 年是固定利率)大約是 2,500 美元。貸款窗口跟我說：「別擔心，房子的價值在未來 5 年將會漲更多，你會有能力再融資(refinancing)」。

(三) 入不敷出、以債養債，最終導致房屋被法拍

1. 2005 年 1 月初，**因為我們花的錢遠大於我們賺的錢**，我的帳戶餘額僅剩 196 美元，我們後來將心思放在**信用貸款**上，只是沒想到我們債務累積的速度，竟然比我想像的更快(逼近 **5 萬美元** 的上限)，2005 年 11 月每月信用卡帳單的最低應繳金額，幾乎來到 1,100 美元 (兩張信用卡利率分別是 13.99% 及 27%)。
2. 2005 年 6 月，在取得 Fremont 的次級房貸後，我們每月房貸支出將上升至 **3,700 美元**，且如果我們維持此房貸 **2 年**後，利率將攀升至 **11.5%**，每月房貸支出將**大幅上升至 4,500 美元**；在 2006 年 10 月 1 日，因為我太太失業了(按原年薪為 6 萬美元)，我們再也無法負擔沉重的房貸支出。
3. **2007 年 11 月**，**我們最終踏上延遲繳交房貸的不歸路** (our personal Rubicon)。JP Morgan Chase 通知，情形如無法改善，**我們將面臨法拍**，但由於違約案件量太多，直到 2009 年 2 月我們仍在等待法拍。事實上，我們撐的比承作我們房貸的公司還久，因為早在 2007 年 8 月市場凍結時，我的第一家房貸公司 American Home Mortgage 及第二家房貸公司 Fremont，均在一夕間倒閉。

(3)美國金融**監理機關疏於監管**，加以誤信**金融創新**效益，且**信評不確實**，則為進而引發金融危機之關鍵因素。

—金融監理機關多**忽視房價泡沫問題**，並誤信**金融自由化效益**⁴，加以**職權有限或劃分不明確**，各州房貸**審核標準不一**，金融機構得以在不同監管部門間**從事法令套利**行為⁵，孳生弊端。

—**金融創新商品複雜**，加以**信用評等不確實**，誤導投資人⁶；且因全球金融體系緊密連結與**國際化**發展，致次貸危機爆發後，國際金融市場**動盪加劇**。

(4)全球金融危機後，國際間咸認，為**促進金融穩定**，唯有**加強金融監理**，並**防範債務過度擴張**。

美國**歐巴馬**總統將次貸**危機**的發生，歸因於金融**監理不當**、**人性貪婪**與金融**商品複雜**。

“Inadequate regulations, coupled with a vast culture of greed and an explosion of complicated financial instruments, induced excess risk taking and helped trigger the economic crisis.”⁷

2. 美國推出挽救房市措施及 QE 政策之負面效應，導致全球經濟復甦緩慢

(1)美國房市泡沫破滅後，**銀行資產品質受創**，弱化**金融中介**功能，引發**信用緊縮**(credit crunch)，影響**經濟成長**(圖 3)。

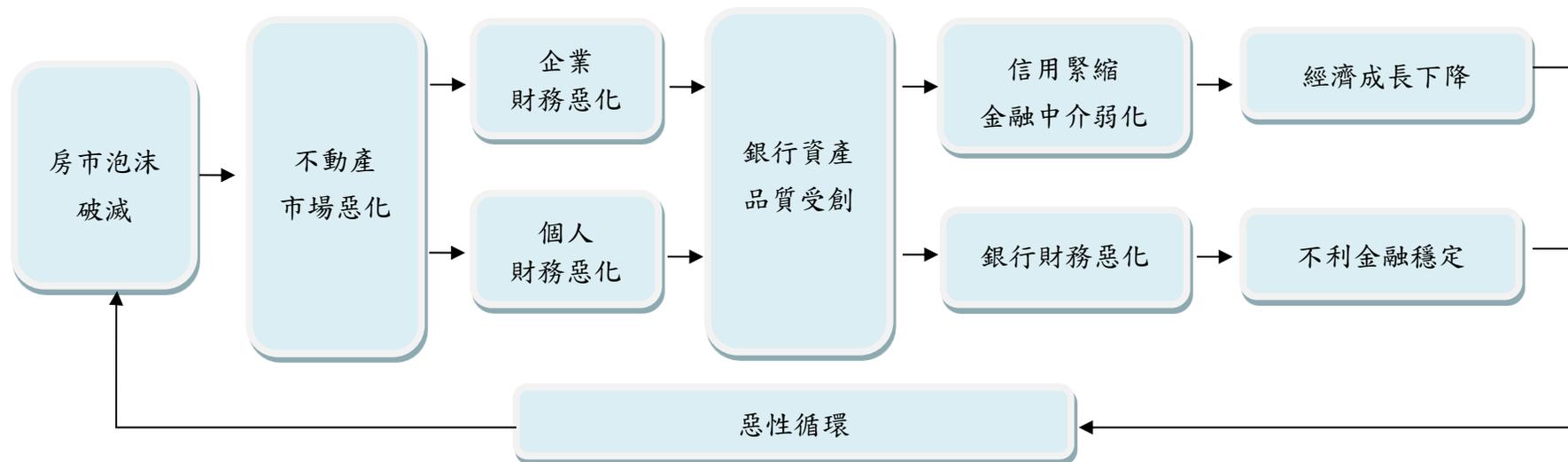
⁴ 2005 年美國聯準會(Fed)前主席 **Bernanke** 曾於國會聽證會表示，**美國房市並無泡沫化問題**。力主金融自由化的 Fed 前主席 **Greenspan** 與前財政部長 **Rubin**、**Summers** 均曾於美國金融危機調查委員會聽證會，直接或間接坦承當年誤信金融自由化的效益，金融監管未能及時因應調整。

⁵ 即金融機構利用不同監管部門監理標準不一，選用相對寬鬆之規定。

⁶ 例如，投資銀行透過**房貸證券化**及**金融創新**包裝手法，拓展房貸相關業務，惟**部分 AAA 級**不動產貸款抵押證券(Mortgage Backed Securities, **MBS**)之**資產品質堪慮**。

⁷ 引自 2009 年 6 月 18 日「華爾街日報」報導。

圖 3 不動產市場惡化對金融穩定與經濟成長之影響



(2) 危機後，美國積極推出救市措施及量化寬鬆(QE)政策，以減緩金融體系與總體經濟所受衝擊。

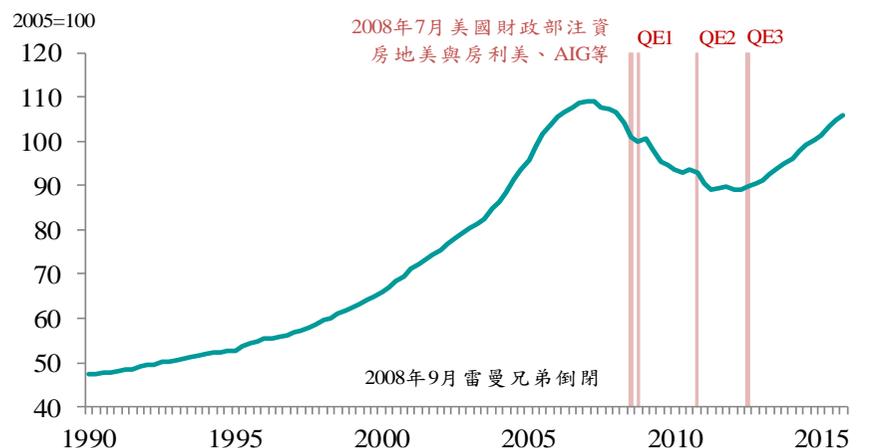
— 美國財政部注資房地美與房利美、AIG 等金融機構，以防止大型金融機構失序倒閉。

— Fed 迅速降息，2008 年 12 月政策利率降至 0%~0.25% 空前低點，並採行買入中長期資產之 QE 政策⁸(圖 4)，以營造有利景氣復甦環境，並發揮金融中介功能。

— 2009 年以來，隨 QE 政策購買資產孳息增加，Fed 每年繳庫金額明顯增加(圖 5)。

⁸ Fed 自 2008 年 11 月起實施 3 次 QE 政策，至 2014 年 10 月底結束第 3 次 QE；累計 3 次 QE 規模達 3.98 兆美元，Fed 資產規模擴張，至 2016 年 5 月 25 日為 4.46 兆美元。

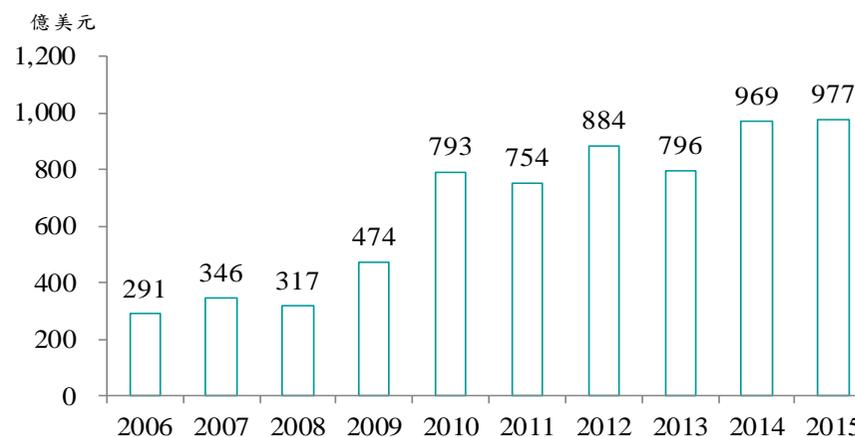
圖 4 美國房價走勢與 QE 政策實施時點



註：2008年11月實施QE1，2010年11月實施QE2，2012年9月實施QE3。

資料來源：美國FHFA(Federal Housing Finance Agency) 成屋價格指數

圖 5 Fed 繳庫金額



資料來源：美國Fed

(3)全球金融危機為導致歐債危機及當前全球經濟低度成長的重要原因。

—全球金融危機造成各國經濟嚴重衰退，由於多採行擴張性財政政策因應，致財政赤字擴大(圖 6)，加上國際金融市場動盪，金融機構蒙受鉅額損失，並成為 2010 年歐債危機的導火線之一。

—主要經濟體為提振景氣，不斷擴大寬鬆貨幣政策，甚至採行 QE 及負利率等非傳統性貨幣政策，對其他國家造成嚴重的負面外溢效應(如擴大金融波動幅度、財富重新分配，以及大量資金移動干擾新興經濟體的金融穩定等)⁹，迄今仍餘波盪漾，致全球經濟復甦步履蹣跚(圖 7)，全球付出慘痛代價。

► OECD¹⁰指出，主要國家央行長期採行非傳統貨幣政策，其提振需求效果逐漸降低，並衍生金融體系系統風險提高等扭曲效果。

⁹ 參見 103 年 12 月 18 日「央行理監事會後記者會參考資料」。

¹⁰ OECD (2016), "Chapter 1: General Assessment of the Macroeconomic Situation," *OECD Economic Outlook*, Jun. 1。

➤ 美國卡耐基·美隆大學教授 Allan Meltzer 認為¹¹，Fed 前主席 Bernanke 應為零利率融通鉅額政府預算赤字負責，其推出的 QE 政策，不僅破壞二次世界大戰後，主要國家不應參與匯價競貶的共識，且會損及央行獨立性。Meltzer 指出，Bernanke 稱為 QE 的東西，正確的名稱應是匯價競貶。

圖 6 全球財政赤字金額

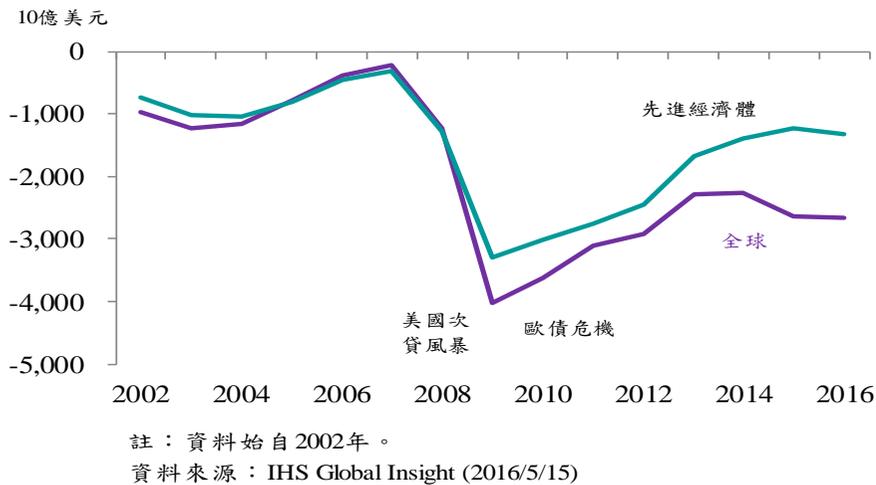
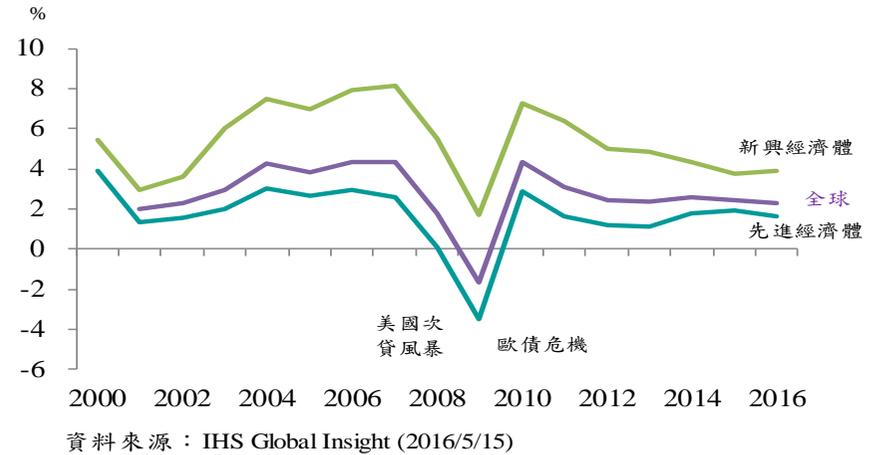


圖 7 全球經濟成長率



(二)房價高漲不利金融穩定，宜採具針對性的總體審慎政策因應

1. 國際間咸認央行處理不動產問題，宜採總體審慎政策

(1)鑑於金融循環與經濟循環不同，決策當局應採行不同政策因應¹²。

一以總體經濟政策(如貨幣政策之利率工具)，處理經濟循環的問題；以具針對性的總體審慎政策因應金融循環問

¹¹ 2016 年 5 月 13 日 Central Banking 「Meltzer Criticises Burns and Bernanke over Fed Independence」報導。

¹² 引自 ECB 副總裁 Vítor Constâncio 演講辭。Constâncio, Vítor (2016), “Principles of Macroprudential Policy,” Speech at the ECB-IMF Conference on Macroprudential Policy, Frankfurt am Main, Apr. 26。

題，**抑制特定的金融風險**(如特定地區房價高漲現象)，維護金融穩定(表 1)。

— 全球金融危機後，國際間**採行**針對性審慎措施**漸增**，且**多用以處理房價問題**¹³；其中，以**租稅**工具抑制房市交易與房價漲幅之**成效較佳**¹⁴。

表 1 針對性審慎措施工具

金融型 措施	
● 借款人	房貸 成數(LTV)上限 、貸款負擔率(DTI)上限
● 金融機構	限制信用成長、限制不動產放款、調整資產之 風險權數 、訂定抗景氣循環緩衝資本(CCB)措施等
租稅型 措施	
● 交易稅	如調整 印花稅 、增值稅
● 持有稅	如調整 房屋稅 (或房產稅)、實施購屋 貸款利息之租稅減免 等

(2) **國際實證研究**¹⁵及**瑞典升息對抗房價的失敗經驗**均顯示，以影響層面廣泛的**利率政策**，**處理房價問題大而不當**。

— 2010 年 7 月，**瑞典**央行為處理房價過高風險，將**政策利率從 0.25%**迅速調升至 1 年後的 **2%**，房價短暫回軟後卻又持續走高，不僅使瑞典深陷**通縮**壓力(圖 8、圖 9)，並帶來**失業率居高不下**的慘痛經驗。

— **Krugman**¹⁶多次以瑞典為負面教材，警示其他央行不要重蹈覆轍。

(3) IMF(2016)¹⁷指出，房價高漲若係肇因於**供給面限制**與**制度面因素**，應**搭配其他住宅措施**，方能達成穩定房市目標。

¹³ IMF 於 2013 年至 2014 年間對會員國進行 Global Macroprudential Policies Survey，並於 2015 年 3 月首次公布調查結果。ESRB(歐洲系統性風險委員會)於 2016 年 5 月發布之 2015 年 EU 會員國實施總體審慎政策檢討報告，亦顯示 EU 國家多以總體審慎政策處理房價問題。

¹⁴ MAS (2015), “Box R: Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market,” *Financial Stability Review*, Nov.。

¹⁵ Ajello, Andrea, Thomas Laubach, David Lopez-Salido, and Taisuke Nakata (2015), “Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy,” Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, Feb.。

¹⁶ Krugman, Paul (2014), “Sweden Turns Japanese,” *The New York Times*, Apr. 20。

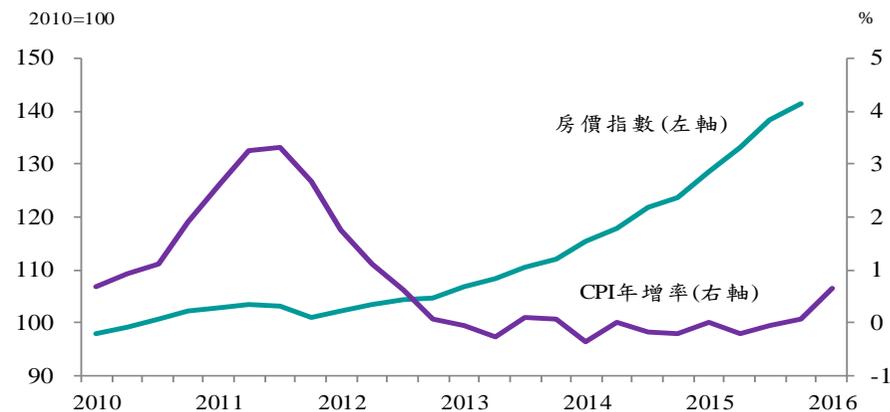
¹⁷ Ahir, Hites (2016), “The Quest for Stability in Housing Markets,” *IMF Research Bulletin*, Mar.。

圖 8 瑞典央行附買回利率



資料來源：瑞典央行

圖 9 瑞典房價指數與通膨率



資料來源：BIS Property Prices Statistics, IHS Global Insight

2. 國際經驗顯示，總體審慎政策可有效減緩系統性風險，有助維護金融穩定

- (1) IMF(2015)¹⁸評估 2000 年至 2013 年間，119 國實施總體審慎政策結果顯示，總體審慎措施對抑制信用成長有顯著效果，並有助減緩金融循環波動。
- (2) IMF(2016)¹⁹指出，家計部門購屋需求、房價及銀行房貸會串成「致命環結」，導致房市暴漲暴跌循環；總體審慎措施可減輕三者間的鏈結。
- (3) 全球金融危機後，總體審慎政策已成為與貨幣政策相輔相成的必要工具；ECB 致力於提升總體審慎政策有效性，並建議各國實施總體審慎政策時，留意下列原則²⁰：

¹⁸ Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens and Luc Laeven (2015), “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence,” *IMF Working Paper*, No. 15/16, Mar. °

¹⁹ Benes, Jaromir, Douglas Laxton and Joannes Mongardini (2016), “Mitigating the Deadly Embrace in Financial Cycles: Countercyclical Buffers and Loan-to-Value Limits,” *IMF Working Paper*, No. 16/87, Apr. °

²⁰ Constâncio, Vítor (2016), “Principles of Macroprudential Policy,” Speech at the ECB-IMF Conference on Macroprudential Policy, Frankfurt am Main, Apr. 26 °

- 宜及早辨識風險，以利政策當局對症下藥，政策設計應具減緩金融循環效果。
 - 總體審慎政策工具選擇，宜因時因地制宜，針對個別國家金融循環情況量身打造。
 - 不動產市場為驅動金融循環的重要元素，限制貸款成數或貸款負擔率等，均為不可或缺的總體審慎政策工具。
- (4) 瑞士採行總體審慎政策穩定房市之成效顯著²¹，政府相關部門通力合作²²，達成金融穩定、房市軟著陸，並未導致總體經濟疲弱。

(三) 本行採行不動產針對性審慎措施之背景

1. 早在民國 68 年修正公布之「中央銀行法」，即賦予本行促進物價穩定與金融穩定，以及在上述目標範圍內，協助經濟發展之職責。長期以來，本行不僅致力維持物價穩定，亦未忽視維持金融穩定之重要性。
2. 全球金融危機後，國際間更加關注金融穩定，許多國家開始強調央行應肩負金融穩定之責，如 BoE、Fed、ECB；澳洲、南韓則完成修法，賦予央行肩負金融穩定之責。

(四) 美國次貸風暴足為殷鑑，為促進金融穩定，本行漸進採行不動產針對性審慎措施

1. 全球金融危機後，隨房市風險升高，本行漸進加強金融機構不動產授信風險控管

全球金融危機後，因海外投資標的不佳，國人匯回資金，加以遺贈稅大幅調降、不動產稅負偏低、預售屋炒作，以及隨捷運延伸，購屋需求增加，致 98 年下半年起，大台北地區房價明顯高漲(圖 10)，不動產貸款集中度升高(圖 11)。本行遂針對不動產授信，陸續採行下列風險控管措施：

- (1) 98 年 10 月邀集 8 大公股銀行座談，促請銀行注意授信風險控管，訂定對投資客調降房貸成數、調高利率及取消

²¹ Danthine, Jean-Pierre (2016), “Macroprudential Policy in Switzerland: The First Lessons,” *VoxEU*, May 4.

²² 鑑於瑞士房價走高，信用擴增，2013 年 2 月瑞士央行訂定抗景氣循環緩衝資本比率為 1%，2014 年 1 月調高為 2%。此外，2013 年 1 月瑞士個體審慎監理機關 (FINMA) 調升高風險房貸風險權數。2012 年 7 月與 2014 年 9 月瑞士銀行公會分別採行房貸自律措施。

寬限期之**自律規範**；本行並**辦理專案檢查**。

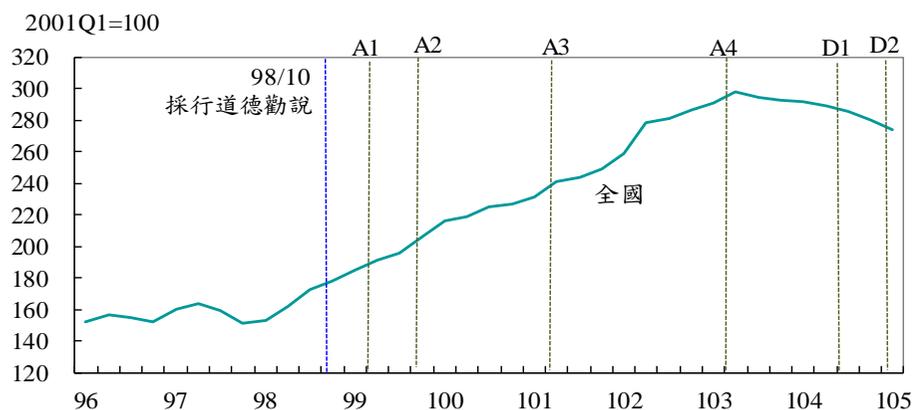
(2)98年12月及99年3月本行**理事會新聞稿**均指出，貨幣政策會留意資產價格變化，並再督促**銀行自律**。

(3)**建議**將不動產授信風險控管措施**納入經建會**99年4月「**健全房屋市場方案**」²³。

(4)99年1月函請銀行公會**提醒借款人**，**注意**寬限期屆滿後還款增加、**利率變動風險**等問題。

(5)**99年6月起**，陸續**訂定各項**不動產貸款**規範**，促使金融機構**房貸審理標準具一致性**，並**分四波漸進加強**風險控管力道(詳附表)。

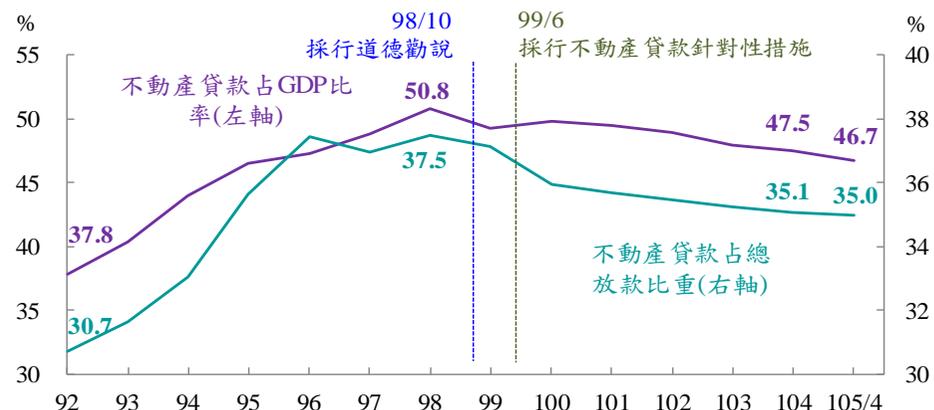
圖 10 房價指數



註：A1-A4係指本行加強不動產貸款風險控管時點，D1-D2係指本行放寬不動產貸款規範時點。

資料來源：信義不動產評論

圖 11 不動產貸款集中度



註：1.不動產貸款包括購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款。

2.放款資料涵蓋本國銀行及外國及大陸在台分行。

資料來源：中央銀行金融統計月報、主計總處國民所得統計

²³ 99年4月政府推出「健全房屋市場方案」，從住宅供需、提升中低收入戶等購(租)屋能力、住宅資訊、不動產貸款風險控管、社會公平及相關配合措施等6項課題，積極落實推動。住宅法於101年12月底施行，該方案已於102年5月完成階段性任務，後續由各部會配合住宅法相關規定，持續推動健全住宅市場相關事宜。

2. 政府分別從需求面、供給面與制度面健全房市，已見成效

本行積極落實「健全房屋市場方案」中「不動產貸款風險控管」之任務。政府相關單位亦分別由需求面、供給面與制度面，推動健全房市措施。

(1)需求面：自 99 年起，採行針對性金融與租稅措施，抑制投機炒作與囤屋(表 2)。

表 2 政府健全房市措施－需求面

主管機關		主要措施
金融工具	央行	調整不動產貸款規範，加強授信風險控管(詳附表)
	金管會	①對不動產放款集中度偏高之銀行採行列管措施；104 年 12 月回歸銀行自主管理 ②調高銀行新承做非自用住宅貸款之風險權數為 100%；明定自用住宅以 1 人 1 宅為限 ③銀行與保險業辦理不動產貸款，於 105 年底前提足 1.5%呆帳準備
租稅工具	交易稅 財政部	①調高土地公告現值 ②不動產交易課徵特種貨物及勞務稅(自 100 年 6 月至 104 年底) ③調整財產交易所得核定標準
	持有稅 地方政府	①調高公告地價 ②調高非自住房屋之房屋稅率 ③調高房屋構造標準單價

(2)供給面：自 99 年起，運用政策組合工具，提供民眾多元住宅選擇(表 3)。

(3)制度面：自 100 年起，持續改善不動產相關制度缺失，健全房市(表 4)。

表 3 政府健全房市措施－供給面

主管機關	主要措施
交通部 地方政府	持續推動 捷運延伸建設 ，提供便捷交通，擴大生活圈，民眾可選擇住宅更多
內政部 地方政府	①興建 合宜住宅 (浮洲段與機場捷運 A7 站案合計 8,918 戶) ②積極擴增 社會住宅 ③賡續對弱勢族群提供購屋 貸款利息補貼 與 租金補貼
財政部	八大公股銀行辦理「青年安心成家」購屋優惠貸款，105 年起最高貸款額度提高為 800 萬元

表 4 政府健全房市措施－制度面

主管機關	主要措施
內政部	① 101 年 8 月 起實施不動產交易 實價登錄制度 ，有助不動產交易 資訊透明化 ，並為 房地合一稅制奠基 ②制定 住宅法 ③制定 國土計畫法 ，強化國土整合管理
財政部	① 禁止標售大台北地區大面積國有土地 ② 105 年 1 月 起實施 房地合一稅制 ，改善不動產交易房屋、土地 分離課稅缺失 ，並 縮小短期炒作空間

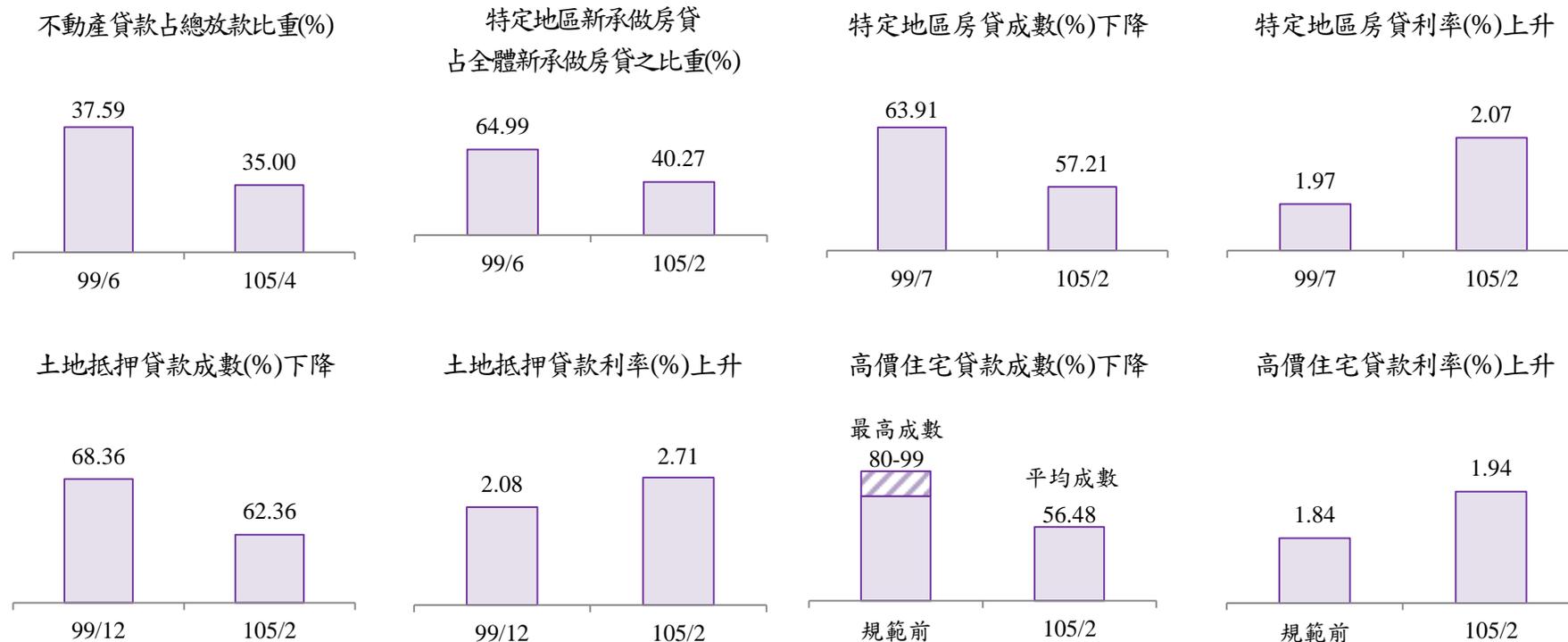
(五)本行不動產貸款規範已見成效，解除管制時機成熟，分兩波退場

1. 本行加強控管金融機構不動產貸款風險已見成效

(1)不動產貸款**集中度下降**，有助**維護金融穩定**及**房市穩健發展**(圖 12)。

- 不動產貸款占銀行放款比重**由 99 年 6 月的 **37.6%**，緩降至 105 年 4 月底的 **35.0%**。
- 特定地區新承做房貸占全體新承做房貸比重**亦由 **99 年 6 月**的 **65.0%**降至 105 年 2 月的 **40.3%**。
- 銀行之**特定地區房貸、土地抵押貸款、高價住宅貸款之貸款成數均下降**，且**貸款利率上升**。

圖 12 不動產貸款集中度、貸款成數與貸款利率

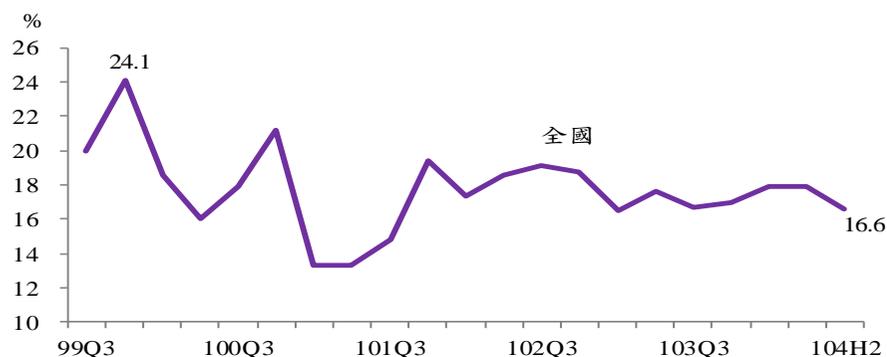


(2) 房市投機需求減弱，不動產交易量縮減(圖 13、圖 14)，房價緩跌。

- 本行針對性審慎措施**搭配**政府健全房地產相關**稅制改革**(如調高不動產持有稅及實施房地合一稅制等)，房市投機炒作減少，交易回歸基本面，房貸案件以**換屋或首購案**為主²⁴。
- 103 年以來，全國建物買賣移轉棟數逐漸減少，房價緩跌。

²⁴ 銀行無自用住宅購屋貸款餘額占購置住宅貸款餘額比重，由 102 年 1 月底之 24% 升至 105 年 4 月底之 40%。

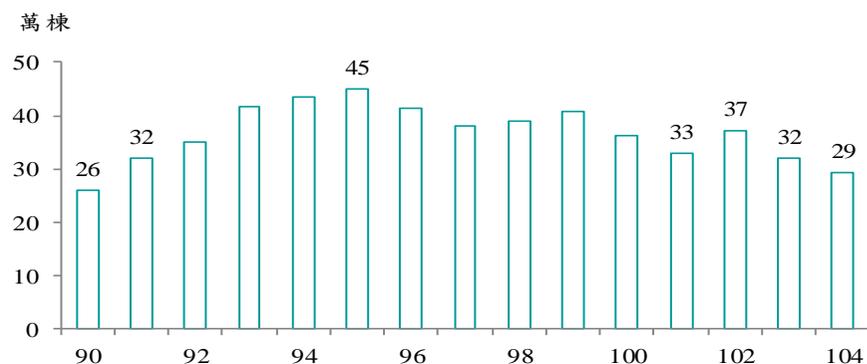
圖 13 欲購置住宅者購屋動機為投資需求之比重



註：104年起改為半年發布，H2表下半年。

資料來源：內政部住宅需求動向調查

圖 14 建物買賣移轉棟數



資料來源：內政部內政統計月報

2. 104年8月起，本行分兩波逐步解除不動產針對性審慎措施

(1) 104年8月放寬部分房貸信用管制，105年3月解除購置高價住宅貸款以外之各項不動產貸款規範(表5)。

表5 104年8月以來本行漸次解除不動產貸款管制與主要考量

措施	主要內容	考量理由
104年8月 放寬部分購置住宅貸款 規範	①刪除特定地區6區* ②第3戶、高價住宅等房貸成數由5成調高為6成	①本行措施實施以來，銀行不動產貸款集中度下降 ②不動產相關稅制已逐步調整 ③政府亦持續推動住宅政策相關措施 ④不動產投機需求減弱，房市交易趨緩，以自住為主
105年3月 全面解除不動產貸款規 範，僅保留高價住宅貸 款規範	①保留高價住宅貸款相關規範 ②刪除各項購屋貸款及土地抵押貸款規定	①本行不動產貸款規範措施已見成效 ②銀行持續強化不動產授信風險控管，回歸自主管理 ③政府持續推動健全房地產相關稅制改革，投機需求減少 ④一般房貸成數71%~72%，與本行之限制6成差距不大 ⑤房市邁入景氣向下調整週期，交易趨緩

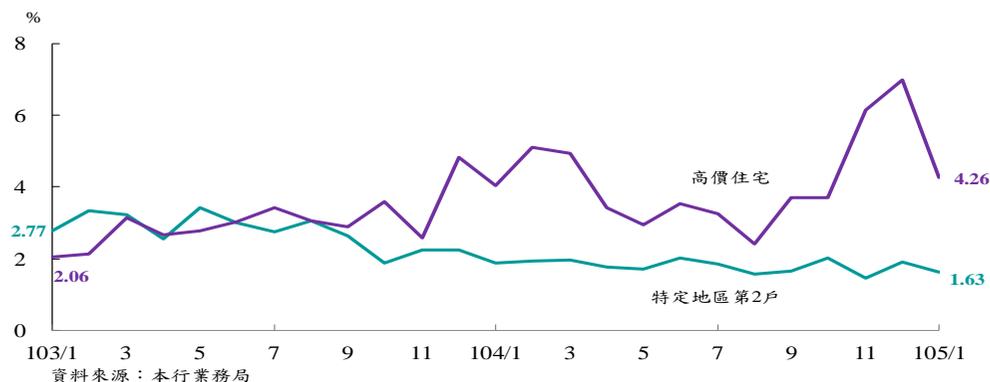
* 新北市2區(八里區、鶯歌區)及桃園市4區(桃園區、中壢區、蘆竹區、龜山區)。

(2)高價住宅貸款集中度較高，風險仍高，應續予規範。

—特定地區房貸集中度自 103 年 5 月持續下降，高價住宅貸款集中度則持續攀升(圖 15)。

—高價住宅價格一向波動較大，且銀行新承做高價住宅貸款集中度較高，銀行承擔風險仍高，因此相關規範措施仍予保留。

圖 15 銀行新承做房貸比重



3. 台灣運用總體審慎措施健全房市，獲得國際肯定

(1)在本行督促銀行控管不動產貸款風險下，銀行審慎辦理授信，且財務體質改善，因應房市景氣波動能力增強。

—100 年以來，本國銀行購置住宅貸款逾放比率低於 0.3%，資產品質良好。

—近年銀行獲利增加，財務體質改善，並提高自有資本與增提不動產貸款呆帳準備，承受損失能力增強。本年 5 月惠譽信評²⁵指出，若台灣房價下跌 30%至 40%，台灣的銀行業仍有充足的資本因應。

—100 年迄今，金管會多次要求全體本國銀行針對不動產貸款部位進行壓力測試。103 年 5 月測試結果顯示，在較嚴重壓力情境下(利率上升 2 個百分點、房價下跌 30%)，銀行尚可承受可能發生之損失。

²⁵ 見 105 年 5 月 5 日中央通訊社「房價若跌 4 成 惠譽：銀行業撐得住」報導。

(2)IMF 及 Moody's 國際信評對台灣積極運用**總體審慎措施**及不動產**租稅措施**，以健全房市的經驗，均給予**正面評價**²⁶。

(六)結語：鑑於銀行已自主管理房貸風險，惟基於穩定金融之職責，未來本行仍會關注銀行不動產授信及房地產市場發展情況

1. **影響房價因素眾多**，包含需求面、供給面與制度面因素，利率只是影響需求面的因素之一。諸多研究顯示，2000年以來，國際間**房價高漲與利率因素關聯性不大**。
2. 近年房市景氣因**長期景氣循環與市場供需調整**而逐漸下修，市場回歸基本面；惟**健全房市**發展有賴相關部會**通力合作**，持續落實。
3. 雖然銀行已**回歸自主管理**房貸風險，惟基於穩定金融職責，本行將**持續關注**銀行不動產授信風險控管情形及房地產市場發展情況，**適時採行妥適措施**，以維持金融穩定。

²⁶ IMF 認為本行針對不動產市場採行的總體審慎政策，有助強化金融體系的韌性(參閱 103 年 12 月 18 日「央行理監事會後記者會參考資料」)。Moody's(2014)指出，**台灣央行房貸風險控管措施**，**有助抑制投機性交易**，**並降低銀行對過熱的不動產市場之債權**，**有助提升銀行業的資產品質**(參閱 103 年 6 月 26 日「央行理監事會後記者會參考資料」增修版)。Moody's (2015)指出，台灣房地產稅改，短期雖可能導致房貸需求減弱，造成不動產業及營建業放款減少；但長期而言，健全的稅制，有助健全房市，提升銀行業資產品質，有利銀行穩健經營(參閱 104 年 6 月 25 日「央行理監事會後記者會參考資料」)。

附表 99年6月至103年6月本行採行之不動產貸款針對性審慎措施與主要考量

措施	主要內容	考量理由
99年6月 規範特定地區購屋貸款	1.特定地區*第2戶以上房貸最高貸款成數 7成 2.不得有寬限期	1.全體銀行房貸集中度高達 38.3% 。 2.大台北新增房貸及房價漲幅較明顯。 3.使銀行對大台北投資客房貸自律規範具一致性。
99年12月 規範土地抵押貸款	1.最高貸款成數 6.5成 2.其中1成應俟動工後始得撥貸 3.新增特定地區 3區** ，成數降為 6成	1.加速抵押土地動工興建， 避免囤地及土地炒作 。 2.使銀行對土地抵押貸款自律規範具一致性。 3.特定地區房貸集中及房價高漲情形 外溢 。
101年6月 規範高價住宅貸款	1.最高貸款成數 6成 2.不得有寬限期 3.高價住宅認定標準： (1)雙北市 8千萬元 以上 (2)其他地區 5千萬元 以上	1.銀行對 高價住宅貸款有成數偏高及利率偏低 現象。 2.使銀行對高價住宅貸款自律規範具一致性，強化風險控管。
103年6月 擴大購置住宅貸款規範	1.新增特定地區 8區*** 2.第3戶、高價住宅等房貸成數降為 5成 3.調整高價住宅認定標準： (1)台北市 7千萬元 以上 (2)新北市 6千萬元 以上 (3)其他地區 4千萬元 以上	1.特定地區房貸集中及房價高漲情形 外溢 。 2.單一借款人 多筆房貸 之比重 偏高 。 3.調整高價住宅認定標準，以更切合市場情形。

* 台北市12區，新北市10區。

** 新北市林口區、三峽區及淡水區。

*** 新北市4區(五股區、泰山區、八里區、鶯歌區)及桃園市4區(桃園區、中壢區、蘆竹區、龜山區)。

貳、外匯相關議題

一、貨幣互換協議(SWAP)之功能為何？會不會影響台灣人民幣市場的發展？

(一)貨幣互換協議(SWAP)的功能

1. SWAP 是指雙方貨幣管理機構約定在一定的條件下，任何一方可以一定金額的本幣交換等值的對方貨幣，到期後雙方換回本幣，資金使用方同時支付相應利息。
2. SWAP 所取得之資金可為**金融市場提供短期流動性支援**，亦可提供企業用於雙邊貿易或投資結算。

(二)兩岸簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」成為推動台灣人民幣業務的里程碑

1. 101 年 8 月 31 日本行與中國人民銀行簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」，102 年 2 月外匯指定銀行開辦各項人民幣業務，為**兩岸金融合作之重要里程碑**。
2. 兩岸間經貿往來密切，人員交流頻繁，發展台灣人民幣業務有其經濟面的動機，可支持台灣實體經濟之發展與提供企業、個人資金調度之靈活性，金融機構並可提供更多元化之金融服務，**帶來許多實質的經濟效益**。
3. 台灣人民幣市場穩健發展，各項人民幣業務交易量及全球排名亮眼，吸引國際金融機構透過此市場進行交易與籌資，並將台灣、香港、新加坡及倫敦並列為全球重要人民幣市場，**國際能見度大幅提升**。

(三)本行積極推動與人民銀行洽商 SWAP 過程

1. 102 年 6 月 13 日吳伯雄先生與習近平先生於北京會面時，習先生表示「將爭取(102)年內展開協商」。

2. 103 年 3 月 11 日中國大陸十二屆人大二次會議記者會，人民銀行周行長亦表示簽署 SWAP 之氣氛正醞釀中。
3. 本行成立洽簽 SWAP 專案小組，並於 101 年 10 月、102 年 6 月及 9 月、103 年 6 月及 7 月與人民銀行進行商談，多次表達本行已完成洽簽準備工作。
4. 人民銀行對此表示：
 - (1)對此議題持開放的態度，雙方可持續溝通，就技術面問題進行討論，希望未來適當時機能夠完成簽署。
 - (2)惟兩岸簽署 SWAP，人民銀行仍須與中國大陸其他部門協商。

(四)兩岸簽署 SWAP 之象徵意義大於實質意義

1. 截至 105 年 3 月底，人民銀行與 31 個經濟體之央行簽署 SWAP，總金額達 3.1 兆人民幣，惟動用人民幣餘額僅 448 億元，約 1.4%。
2. 由於本行與人民銀行皆持有金額龐大的外匯存底，動用 SWAP 可能性甚低。
3. 台灣對中國大陸持續貿易順差，且台灣人民幣存款金額龐大，台灣企業無需透過 SWAP 所取得之資金支付貨款。
4. 依據備忘錄，人民幣清算行(中國銀行台北分行)可自其總行獲取人民幣流動性支持，因此清算行每日皆準備充足人民幣資金，提供台灣金融機構拆借。
5. 各國洽簽 SWAP 有其金融危機時「安全網」之心理效果，但目前台灣人民幣流動性充足，尚無短缺之虞。

(五)台灣人民幣業務之特色及成效

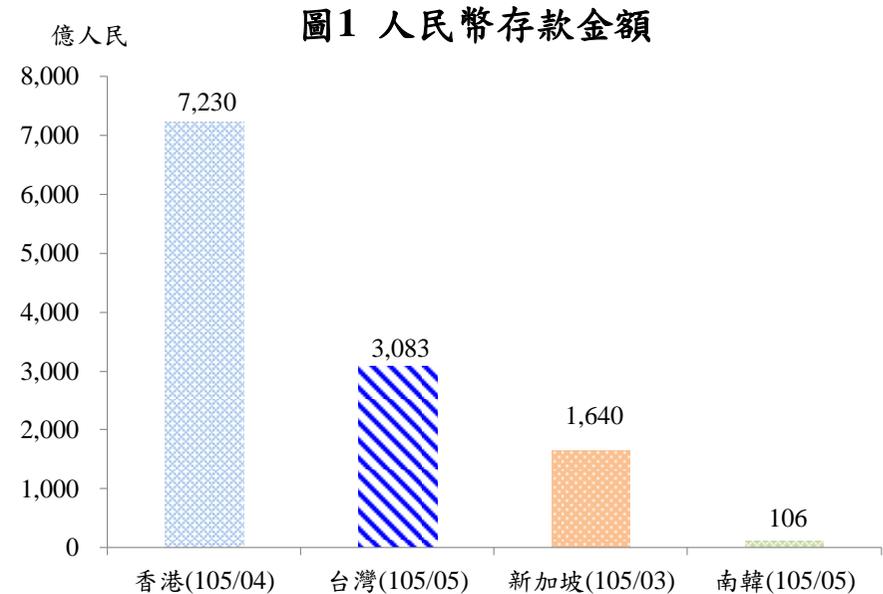
1. 台灣人民幣業務展現出兩岸經貿往來密切之特色

相較於已具有世界金融中心優勢之其他人民幣離岸市場，台灣各項人民幣離岸業務發展穩健。依據 SWIFT 105 年 3 月份統計，台灣在**人民幣支付**¹及**信用狀收受**²二類別之排名(不含中國大陸)分別為**全球第 5 及第 4**，雖仍具成長空間，但已展現出兩岸經貿往來密切之特色。

2. 台灣為全球第 2 大人民幣資金池

(1)105 年 5 月底台灣人民幣存款達 3,083 億人民幣，僅次於香港，**為全球第 2 大人民幣資金池**，遠高於新加坡與南韓等國。

(2)在台灣人民幣資金池已累積一定規模之基礎上，各金融機構得以發展多元化人民幣計價金融商品，如：人民幣計價債券、基金及期貨等。



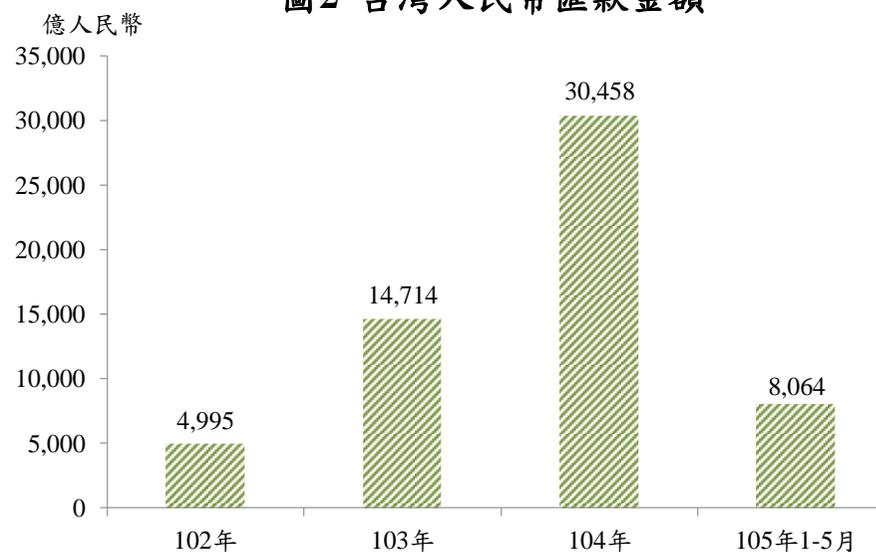
¹ 支付之統計範圍為客戶匯款及金融機構間資金移轉金額之總和。

² 信用狀收受之統計範圍為信用狀款項收受金額及信用狀開立金額之總和。

3. 人民幣匯款金額逐年遞增，資金調度更便捷靈活

自 102 年 2 月至 105 年 5 月，個人與企業的人民幣匯款總額逐年遞增，累計高達 5 兆 8,231 億人民幣。

圖2 台灣人民幣匯款金額

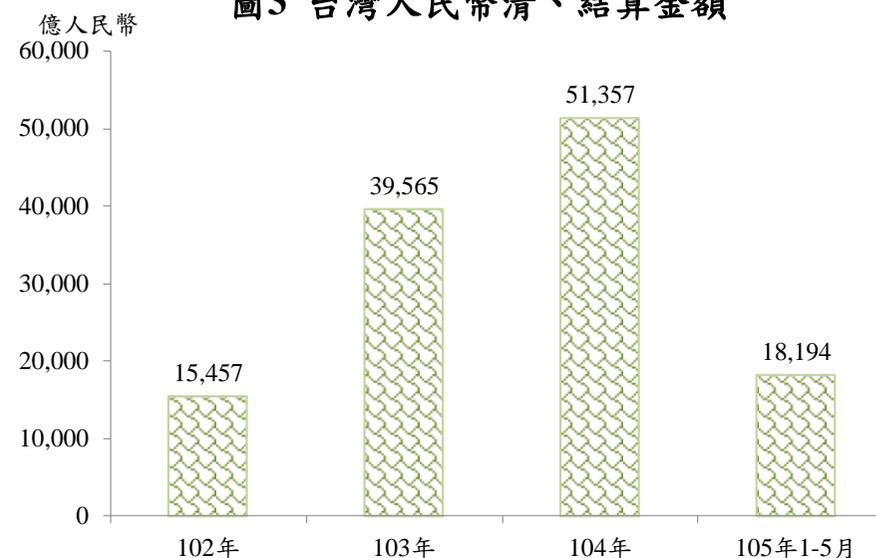


4. 台灣人民幣市場國際化的程度日漸加深

(1)自 102 年 2 月至 105 年 5 月，台灣透過人民幣清算行辦理之人民幣清、結算金額累計高達 12 兆 4,573 億人民幣。

(2)上述清、結算金額中，與香港、新加坡及倫敦等其他離岸市場清、結算的比重高達 90%，顯示台灣人民幣市場國際化的程度日漸加深。

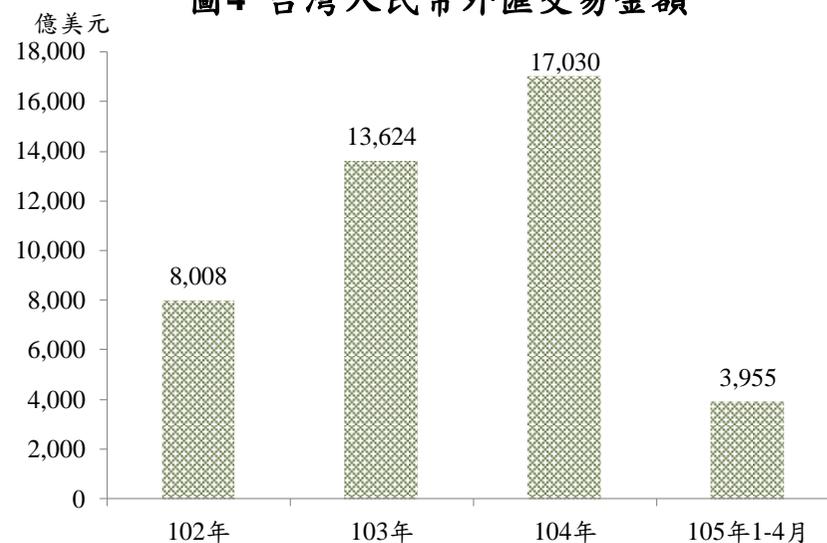
圖3 台灣人民幣清、結算金額



5. 人民幣外匯交易量位居台灣外匯市場第 2 位

- (1)自 102 年 2 月至 105 年 4 月，人民幣外匯交易金額累積高達 4 兆 2,617 億美元。
- (2)105 年 4 月**人民幣對美元的外匯交易量占台灣整體外匯交易量比重達 14.9%**，居第 2 位，**僅次於新台幣對美元的交易量**。

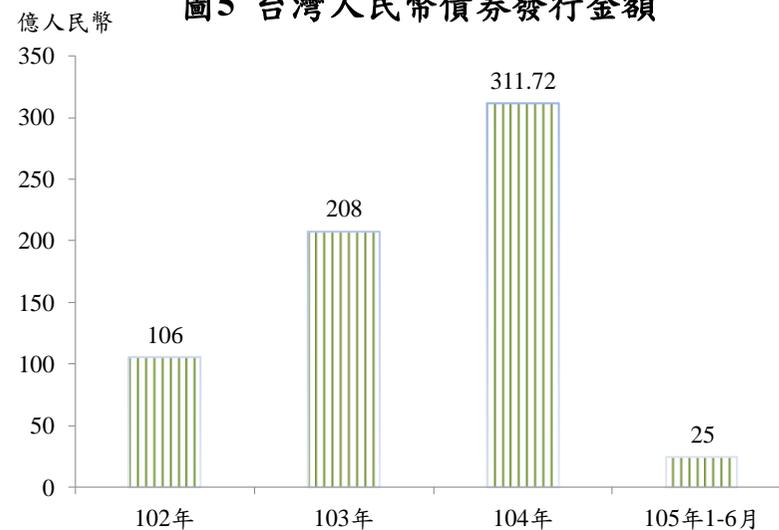
圖4 台灣人民幣外匯交易金額



6. 台灣之人民幣債券發行量為全球第 2 位

- (1)自 102 年 2 月至 105 年 6 月 15 日止，境內外機構在台灣發行之人民幣債券金額達 **650.72 億人民幣**，**為全球第 2 位**。
- (2)境外發行機構涵蓋美國、中國大陸、日本、德國、法國、愛爾蘭、澳大利亞、南韓及馬來西亞等國。

圖5 台灣人民幣債券發行金額

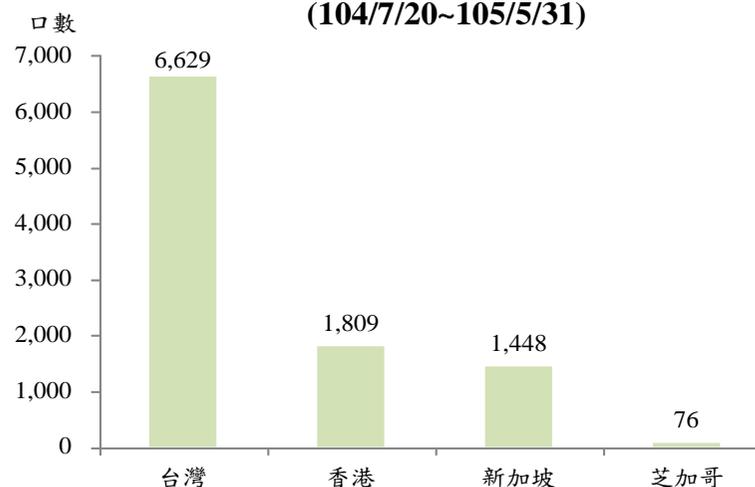


7. 台灣之人民幣期貨交易量位居全球之冠

(1)人民幣匯率期貨是台灣第一個匯率期貨商品，為兼顧國際與國內交易人偏好及產品差異化，同時推出「小型美元兌人民幣期貨」(RTF)與「美元兌人民幣期貨」(RHF)。

(2)自 104 年 7 月 20 日上市至 105 年 5 月底，日均交易量為 6,629 口，**超越香港、新加坡及芝加哥，為全球之冠。**

圖6 各主要人民幣期貨市場日均量
(104/7/20~105/5/31)



(六)本行督導建置外幣結算平台，推動人民幣業務的發展

1. 102 年 9 月外幣結算平台開辦「境內」及「跨境」(包括兩岸)人民幣匯款業務，除時效更為快速、讓**資金在大陸及全球的調度更順暢外**，亦可**降低企業及個人之匯款成本**；其中每筆人民幣匯費由新台幣 900~1,880 元，降為**500~1,120 元**。
2. 持續擴增外幣結算平台功能，包括款對款同步交割(PvP)，外幣債、票券之款券同步交割(DvP)機制，以減少交割風險，**提升台灣整體金融支付系統之安全與效率**。

(七)本行將持續關注人民幣業務的發展

1. 未來台灣發展人民幣業務之關鍵因素

- (1)中國大陸推動人民幣國際化與金融改革之進程。
- (2)台灣各金融機構能否提供更多元化之產品與服務，以因應企業之貿易需求及資金調度管理，並提供國人適切之投資管道。
- (3)積極加強與其他離岸市場之連結程度，擴大人民幣「境外循環」之資金流動與交易規模。

2. 本行仍將持續推動與中國大陸方面洽簽 SWAP

- (1)台灣國際收支健全，外匯存底雄厚，相關金融基礎設施完善，且台灣人民幣市場資金流動性充足，兩岸未簽署 SWAP 實質上不會影響台灣人民幣業務的發展。
- (2)雖然兩岸簽署 SWAP 象徵意義大於實質意義，本行已做好應有的準備，並仍將適時向人民銀行表達洽簽 SWAP 之意願，惟仍需視中國大陸官方的態度。

二、國際間對資本移動自由化觀點的省思

—IMF 從誇大資本移動效益，到近期正視資本移動風險的重大轉變

(一)前言

1940 年代肇劃 IMF 設立的經濟學者 Keynes 及 White 體認到資本自由移動的危險，因此兩人原擬的 IMF 協定 (Articles of Agreement) 責成各國須加強合作，來強化資本管制(capital control)措施的效果，以有效抑制潛在不穩定、投機性的資本移動；然而，有力的紐約銀行家在最後一刻介入，削弱管制的提議¹。

1980 年代起，**新自由主義(neoliberalism)**躍升為全球主流思維，並融入對開發中及新興市場國家的政策建議，也就是「**華盛頓共識**」(Washington Consensus)；資本帳自由化被視為一國發展路途上必然的一步，且利益大於成本，各國應欣然接受。

然而，**2008 年全球金融危機**說明，**資本移動自由化的效益被過度誇大**。這場危機也讓一向鼓吹資本移動自由化的 **IMF**，**轉而正視**不受約束的**資本自由移動之危險性**，改口**承認資本管制的效益**；IMF 終於回歸 Keynes 與 White 當初所秉持的關鍵宗旨。

本(2016)年 6 月，IMF 研究部門副主管 Jonathan Ostry 及幾位經濟學家聯名撰文，簡要回顧 IMF 對資本自由移動觀點的長期演變。本文整理相關報告重點²，俾提供參考。

¹ IMF 學者援引歷史文獻 Helleiner, Eric (1994), *States and the Re-Emergence of International Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, New York。

² 主要整理自 IMF《金融與發展》雜誌(Finance & Development)2016 年 6 月號：(1) Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani, and Davide Furceri (2016), “Neoliberalism: Oversold?”。(2) Ghosh, Atish Rex and Mahvash Saeed Qureshi (2016), “Guilt by Association,”。(3) Loungani, Prakash (2016), “People in Economics – Rebel with a Cause”。

(二)在新自由主義的大旗下，鼓動新興市場國家朝資本帳自由化前進

1. 新自由主義崛起，鼓吹資本帳自由化

- (1)1950 年代及 1960 年代，新自由主義(neoliberalism)開始立基於學術界；1970 年代開始影響先進國家的政策，多國政府開始撤除限制資本跨境移動的措施，邁向資本帳自由化或金融全球化(financial globalization)。
- (2)1980 年代起，新自由主義躍升為全球主流思維，並融入對開發中及新興市場國家的政策建議—「華盛頓共識」(Washington Consensus)；在「華盛頓共識」之下，新興市場解除資本流出入管制，朝向資本帳自由化前進，成為主流趨勢。

2. 新自由主義吹捧資本帳自由化的效益

- (1)支持資本帳自由化所持的觀點是，資本跨越全球的自由移動，能為一國及全球經濟帶來重要利益。例如：
 - 資本移動能協助一國的金融體系，變得更具競爭力、發展得更成熟。
 - 就全球層面而言，**資本移動能達成更佳的資本配置**，進而**促進更高的經濟成長**，並協助緩和國與國之間經濟失衡的調整過程。
- (2)1997 年 10 月 IMF 在香港舉行的年會上，提出一國應朝向資本帳完全自由化方向推進的理由；當時擔任 IMF 第一副執行長的 Stanley Fischer 指出：
 - 資本帳自由化是一國發展路途上必然的一步，可**確保一國居民及政府能以有利的條件進行借款**，而隨著先進金融科技的推出，國內金融市場會變得更有效率，進而能更有**效率地配置儲蓄與投資**。
 - 資本帳自由化雖會增加經濟體面對市場情緒擺盪的脆弱性，但開放資本帳的潛在利益大於成本。

(三)資本帳自由化所允諾的成長利益並不明確，但負面代價卻顯而易見

1. 經濟金融動盪加劇

(1)資本帳自由化與經濟成長的關係錯綜複雜：

- 若干型式的資本流入，如**外人直接投資**，會帶來技術移轉或人力資本，因而可**促進長期成長**。
- 其他型式的資本流入，如證券投資、銀行信貸或債權投資，尤其是投機性**熱錢**，既**不能提振長期成長**，也無法讓一國與其交易對手分攤風險。

(2)資本帳自由化允諾的利益，在實證上未獲明確支持，但以**加大經濟波動及危機頻率**來看，代價則相當明顯。

- 在 1980~2014 年間，50 多個新興市場經濟體共計遭遇約 150 起**國際資本大舉湧入的事件**，這些事件約有 **20%** 是以**金融危機收場**，且許多危機是伴隨著大規模的產出減少。

(3)**IMF 特別推崇**³，在新自由主義主宰的 1990 年代，**哈佛大學教授 Dani Rodrik** 即**預見國際資本不受約束跨境自由移動的危險**。

- Rodrik 警告，國際資本大舉湧入接著急遽撤離的循環(boom-and-bust cycle)，不該被看成是國際資本移動的串場情節(sideshow)，也不該被視為微不足道的小瑕疵，而是主軸故事(mainstory)。
- Rodrik 質疑，任何有關長期間資本會移動到最需要它的國家，進而帶來利益的說法，此種情況更常出現在教科書，而不是現實世界。

2. 所得分配不均擴大

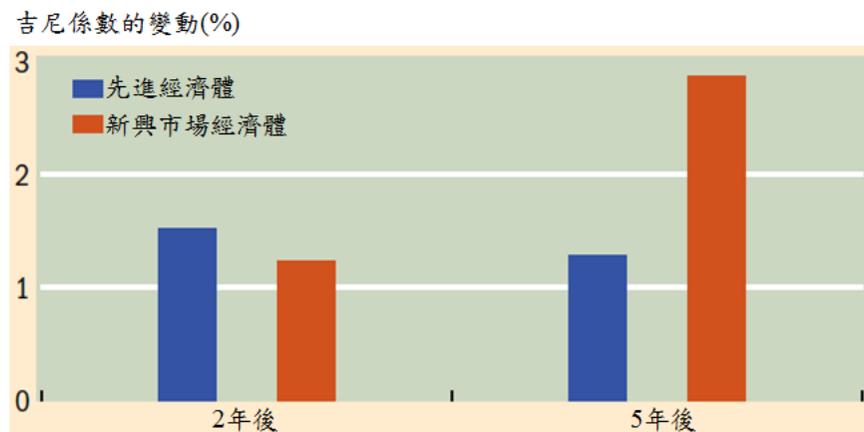
(1)資本帳自由化後，無論在先進或新興市場經濟體，吉尼係數(Gini coefficient)⁴皆上升：(見圖 1)

³ Loungani, Prakash (2016), "People in Economics – Rebel with a Cause," *Finance & Development*, IMF, Jun.。Prakash Loungani 為 IMF 研究部門顧問。

⁴ 吉尼係數為國際間用以衡量所得分配不均程度的指標，以 0~100% 來衡量，0 代表一國總所得由所有人民平均分享，100% 則代表一國總所得由 1 人獨享，不均程度最為嚴重。

- 就 2 年後短期衝擊來看，先進及新興市場經濟體的吉尼係數皆增加逾 1%，兩者遭受的不均衝擊程度相似。
- 就 5 年後中期衝擊來看，新興市場經濟體的吉尼係數增加近 3%，所得分配不均程度更加惡化。

圖 1 資本帳自由化後所得分配不均惡化



資料來源: Furceri, Davide, and Prakash Loungani (2016), “Opening up to Inequity,” *Finance & Development*, IMF, Mar.

(2) 資本帳自由化的理論好處在實際上變了調：

- 理論上，資本帳自由化應擴大一國國內借款人取得資本的來源。
- 實際上，在許多國家，金融機構未能提供廣泛的服務，眾多民眾無法取得信用；在金融深度及金融包容性 (financial inclusion) 皆不夠下，資本帳自由化會讓富人更易取得資本，而對富人較為有利。

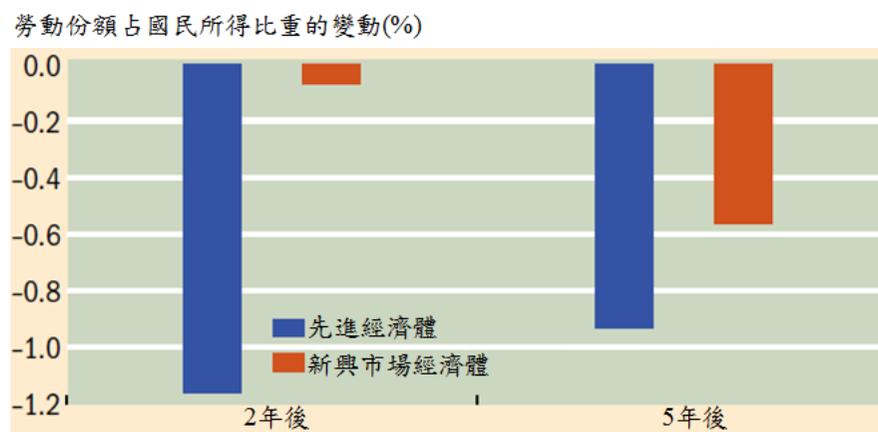
(3) 資本帳自由化侵蝕勞工的議價能力，讓勞動者的所得份額縮水：(見圖 2)

- 在教科書的完全競爭模型中，每種生產要素(資本及勞動)都能根據各自對利潤的貢獻，獲得公平的報酬。
- 較接近現實世界的卻是不完全競爭模型，經濟大餅的劃分不僅是根據資本與勞動對利潤的相對貢獻，還會根

據兩者的**相對議價能力**。

- **Rodrik** 在 1997 年即指出，生產要素中的資本較易移動，**資本帳自由化會讓競爭環境傾向有利於資本**。由於**企業可移往海外營運**，**勞工的議價能力被侵蝕**，勞工也因此**喪失部分的所得份額**。
- 實證結果顯示，自資本帳自由化後，勞動所得份額明顯減少。以中期衝擊來看，先進經濟體減少 1 個百分點，新興市場則減少 0.6 個百分點。

圖 2 資本帳自由化後勞動所得份額減少



資料來源：同圖 1。

(四)當前全球主流思維：應審慎進行資本帳自由化、管理資本移動所潛藏的風險

1. 全球主流思維回歸 Keynes 及 White 所秉持的關鍵宗旨

- (1) 愈來愈多證據顯示，資本帳自由化的成本遠高於利益，特別是短期資本移動尤然，這促使前 **IMF 副執行長**，現為 **Fed 副主席的 Stanley Fischer** 近年轉而直言「短期國際資本移動有帶來什麼有益的用途嗎？」

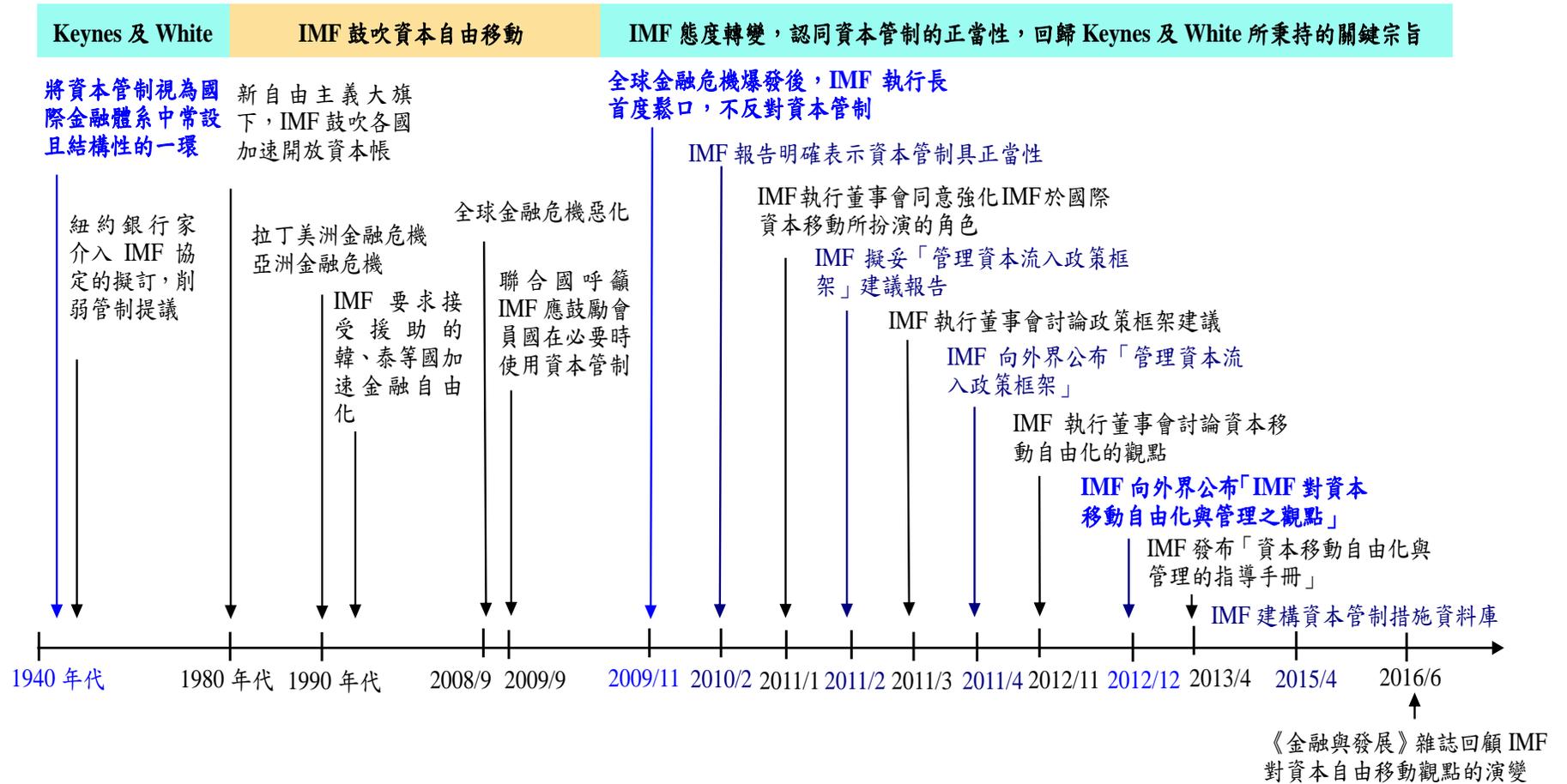
- (2)今日，各國決策者益加贊同以管制措施，來限制可能導致或加重金融危機的短期資本移動。在此，資本管制雖然並非唯一可用的工具，匯率政策及審慎政策亦可協助，但資本管制是處理相關風險的有力工具。
- (3)今日，IMF 對資本帳自由化的觀點亦已改變，從昔日認為資本管制幾乎總是造成不良後果的觀點，變得更加認同以資本管制來處理不穩定的資本移動，回歸 Keynes 及 White 所秉持的關鍵宗旨(見圖 3)。

2. IMF 坦承資本移動完全自由化並非總是妥適的最終目標，一國應審慎進行資本帳自由化

- (1)IMF 自 2010 年 2 月正式承認資本管制的正當性(legitimate)後，陸續發布一系列報告⁵，以現實世界的情況為指引，持續探討資本移動的成本效益，並據此調整其對資本移動限制措施的觀點。
- (2)2012 年 12 月，IMF 綜合 2010~2012 年間相關政策報告之結論及執行董事會的討論結果，發布「**IMF 對資本移動自由化與管理之觀點**」政策報告，更清楚的闡釋 IMF 對資本移動自由的觀點：
- 資本移動自由化除具效益外，**資本移動的起伏波動**亦會帶來**金融穩定風險**，特別是對**資本流入規模相對國內市場而言過大的國家**尤然。
 - 若一國的金融發展及制度發展已到達某種程度或跨越某種門檻，資本移動自由化的利益較高、風險較低。
 - 資本移動自由化的步驟、時間及順序須妥善規劃，俾確保自由化所帶來的利益超過成本。
 - 全面長期限限制資本移動的國家**，較可能在**有序推動之下**，**自進一步的自由化中獲益**；然而，不能因此冒然推定，資本移動完全自由化在所有時間、對所有國家，都是一個妥適的目標。
 - 迅速的資本湧入，或是破壞性的資本外流，都會帶來政策挑戰。須採取妥適因應對策者，包括資本移動的接收國，以及釋出資本的來源國。

⁵ 主要包括：(1)2010 年 2 月 19 日「資本流入：管制的角色」政策建議報告，明確表示資本管制是正當的政策工具。(2)2011 年 2 月 14 日「管理資本流入政策框架」政策建議報告，框架所建議的因應對策包括總體經濟政策、審慎措施，以及資本移動管理措施(capital flow management measures, CFMs)。(3)2011 年 11 月公布 IMF 執行董事會所討論的內部研究報告「一國政策影響資本移動的多種面向」。

圖 3 IMF 從鼓吹資本自由移動到回歸認同資本管制的演變



3. 資本管制雖益發受到認同，但仍無法擺脫新自由主義之下的污名化

- (1) 資本管制雖然在近年來益發受到認同，尤其是流入管制，大量實證證據及許多理論研究都顯示，流入管制具備有效管理與資本流入有關風險的能力，有助於提升福祉，但資本流入管制仍飽受懷疑的眼光及疑慮。
- (2) 這種對資本流入管制出自內心的反對，尤為令人訝異，因為這些措施在 20 世紀下半葉，堪稱是先進經濟體致力於管理熱錢移動所不可或缺的工具，彼等經常運用資本管制來抑制投機性流入。



在布列敦森林制度(Bretton Woods system)早期，資本管制被廣泛採行，先進經濟體採行的情況多過新興市場經濟體。例如，1967 年美國總統的經濟報告強調，資本管制是正當的，因資本移動不會讓世界稀少資源達到最適分配，其移動是反映國與國之間的貨幣政策、稅負、金融結構及經濟循環趨勢的差異。美國銀行家協會也在 1968 年被迫承認，資本自由移動具可觀效益的論據是薄弱的，因多數這類移動是投機性、非生產性及避稅性質的。

- (3) IMF 學者在鑽研大量歷史文獻後指出，資本流入管制被污名化，主要歸咎於下列因素：

- 資本流入管制與流出管制被視為解不開的連結。由於資本流出管制通常與獨裁專制體制、失靈的總體經濟政策及金融危機更有關連，資本流入管制因而受到株連(guilt by association)。
- 隨著新自由主義的崛起與盛行，傳統上被視為微調經濟工具的資本管制，在 1970 年代之後開始聲名狼藉。

(五)IMF 對資本移動的省思獲得廣泛迴響

1. IMF 回歸其擘劃者 Keynes 及 White 當初所秉持的關鍵宗旨，在國際間引發廣泛迴響，尤其獲得學界的高度肯定。例如：

(1)當時擔任 IMF 首席經濟學家的 Olivier Blanchard⁶：「IMF 回歸 IMF 創立宗旨」。

(2)諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman⁷：「IMF 在理智上富有令人驚訝的彈性」。

(3)哈佛大學經濟學教授 Dani Rodrik⁸：「IMF 面對現實」。

(4)波士頓大學教授 Kevin Gallagher⁹：「IMF 往正確方向邁進」。

2. 《金融時報》則立即發表措辭嚴厲的批判，突顯其背後金主跨國金融機構的不安¹⁰。

以跨國金融機構為最大廣告及公關服務客戶的英國財金媒體《金融時報》，在 IMF《金融與發展》雜誌本年 6 月號出刊後，立即發表措辭嚴厲的社論批評：

—「新自由主義」已成為缺乏實證論證能力的魯莽激進人士，用來批評所有錯誤的對象。然而，當令人尊敬的國際機構也附和這些嘈雜批評時，才是對我們的智慧之最大侮辱。

—攻擊新自由主義會讓世界各地專制政權有藉口動用國家力量，使民眾屈從於無效率的經濟政策及極端不平等，因此是相當危險的。

3. 本年 6 月 2 日，IMF 首席經濟學家 Maurice Obstfeld 被問及《金融與發展》雜誌 6 月號所引發的反應時表示，

⁶ Blanchard, Olivier and Jonathan D. Ostry (2012), “The Multilateral Approach to Capital Controls,” *VoxEU*, Dec. 11。

⁷ Krugman, Paul (2012), “The IMF and Capital Controls,” *The Opinion Pages: The Conscience of a Liberal, The New York Times*, Dec. 4。

⁸ Rodrik, Dani (2012), “Global Capital Rules,” *Project Syndicate*, Dec. 13。

⁹ Gallagher, Kevin P. (2012), “The IMF’s Half Step,” *Project-Syndicate*, Dec. 5。

¹⁰ FT View (2016), “A Misplaced Mea Culpa for Neoliberalism,” *Financial Times*, May 30。

基於 IMF 的國際影響力，**IMF 跟隨世界脈動的演進**，根據最新情勢**不斷重新檢視總體經濟思維與政策方針**，理所當然且至關重要¹¹；這是證明**IMF 致力於從經驗中學習，並隨之調整思維的好案例**。

4. 中央研究院院士**朱雲漢先生肯定 IMF 思維的轉變，批評既得利益的反撲**

- 朱雲漢援引 IMF 《金融與發展》雜誌的「新自由主義被過度吹捧？」乙文指出，不少新自由主義政策的好處比想像中少，成本卻比想像中高，就跨國資本自由移動來看，短期的熱錢移動，只會提高金融危機、甚至貨幣危機的發生機會，而危機過後更會造成貧富不均，所以**有些情況下，有必要實施資本帳管制**。
- 對於《金融時報》嚴厲批判勇於檢討的 IMF，**朱雲漢則表示¹²，不難理解《金融時報》的主筆會如此氣急敗壞**，因為這份影響力極大的報紙，其最大廣告與公關服務客戶就是跨國銀行、投資機構與信託基金；**這些金融機構的巨大獲利，都拜 IMF 過去在全球推行資本自由移動政策之賜**。
- **朱雲漢院士指出**，要撼動既得利益並不容易，IMF 思維的轉向，雖未必馬上預告春天的到來，但**對長期以來對資本完全自由移動抱持疑慮的央行總裁彭淮南而言，是值得歡迎的遲來正義**。

¹¹ IMF (2016), “Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF,” *IMF Survey*, Jun. 2。

¹² 朱雲漢(2016),「IMF 內部開砲 反思新自由主義」,《天下雜誌》,第 599 期,6 月。

參、總體經濟相關議題

一、全球經濟長期成長停滯對台灣經濟之影響

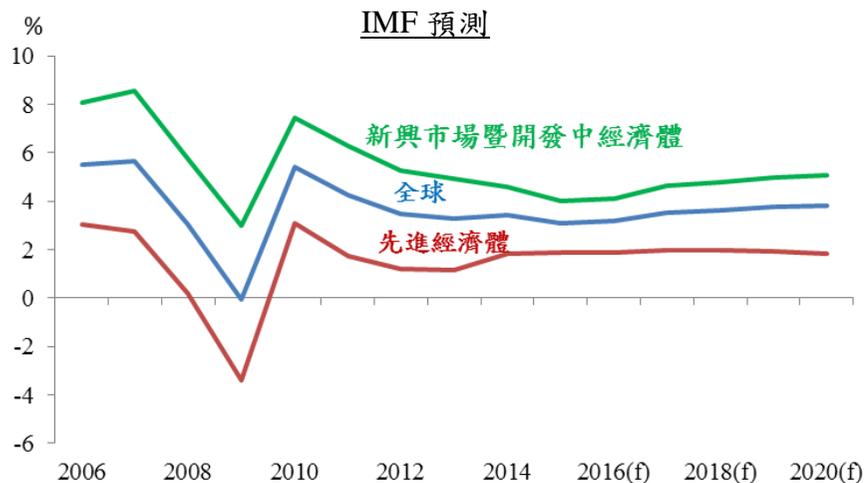
(一)全球經濟呈 L 型成長，恐陷入長期停滯

1. 2011 年後，全球經濟成長疲弱，長期展望恐不樂觀

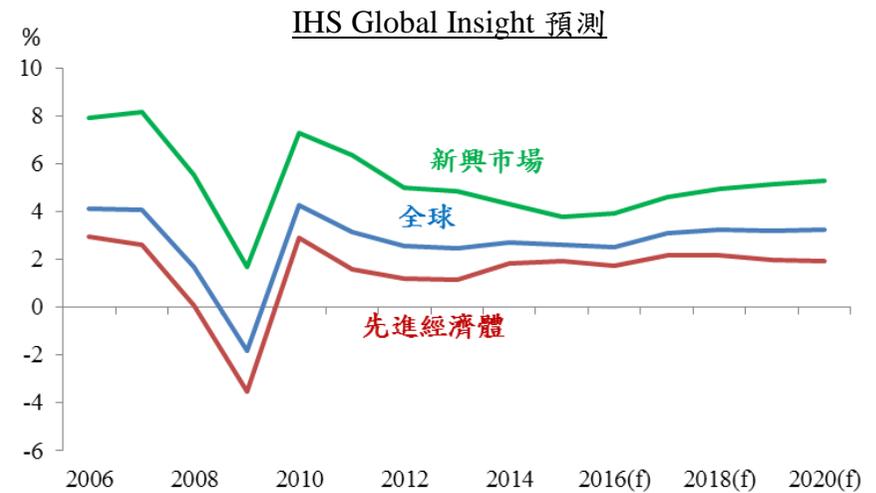
(1)2008 年全球金融危機引發經濟大衰退(Great Recession)；2010 年全球經濟雖一度強勁成長，2011 年後復甦力道轉呈疲弱，呈現 L 型經濟成長(圖 1)。

(2)IMF 及 Global Insight 均預測，全球經濟復甦力道若持續疲弱，2011 年至 2020 年全球恐呈「長期停滯」(secular stagnation)。

圖 1 全球實質 GDP 成長率



資料來源：IMF (2016), *World Economic Outlook*, Apr.



資料來源：IHS Global Insight (2016/6/15)

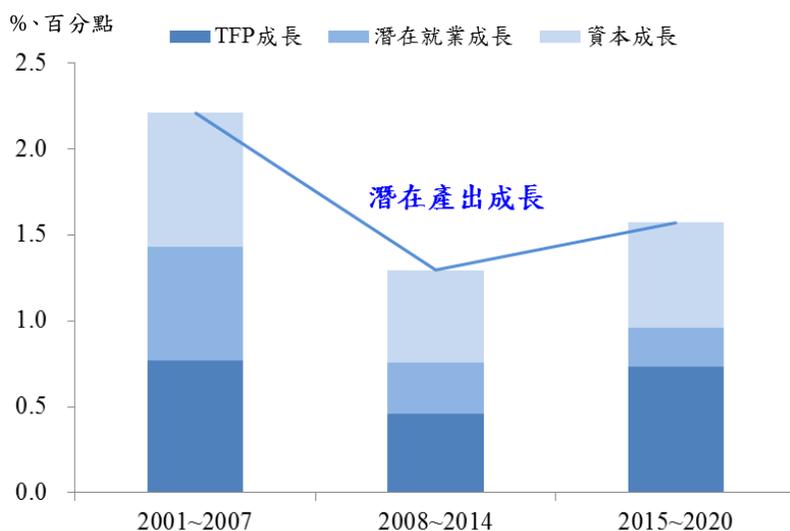
2. 全球經濟呈 L 型成長之原因

(1)從**供給面**來看，**總要素生產力(TFP)¹**及**潛在就業²**成長下滑，致潛在產出不易回復至全球金融危機前水準。

—全球金融危機後(2008~2014 年)，反映**技術進步**之總要素生產力**成長減緩**，加以**人口結構老化**，使潛在就業成長下滑，且**先進經濟體之資本成長減緩**，致全球潛在產出成長趨緩。

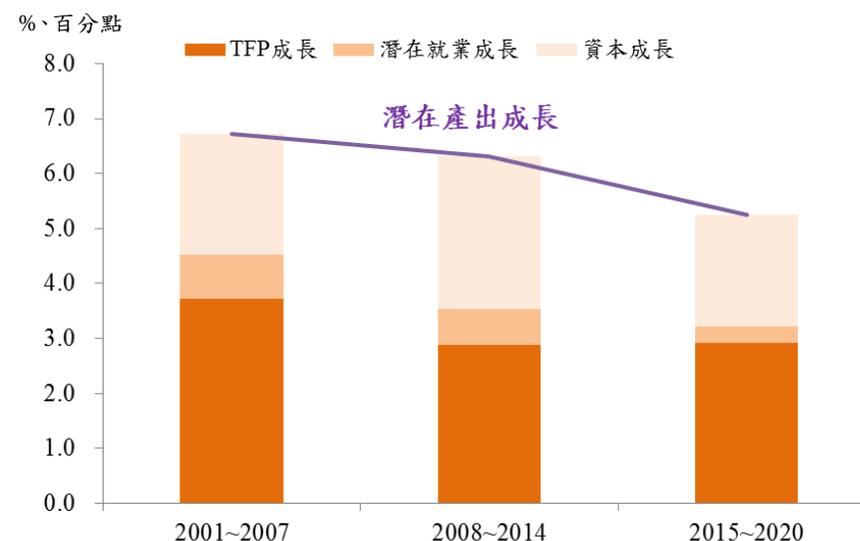
—**IMF(2015)預測³**，至**2020 年前**，**先進及新興市場經濟體**之潛在產出成長，均**難回復至全球金融危機前水準**(圖 2、圖 3)。

圖 2 先進經濟體潛在產出成長



資料來源：IMF (2015)

圖 3 新興市場經濟體潛在產出成長



資料來源：IMF (2015)

¹ 總要素生產力成長係指，產出成長無法以生產要素投入量(勞動力與資本)成長解釋之部分，主要衡量一國技術進步與經濟效率提升之指標。

² 依據 IMF(2015)的定義，潛在就業為充分就業下的總就業量。

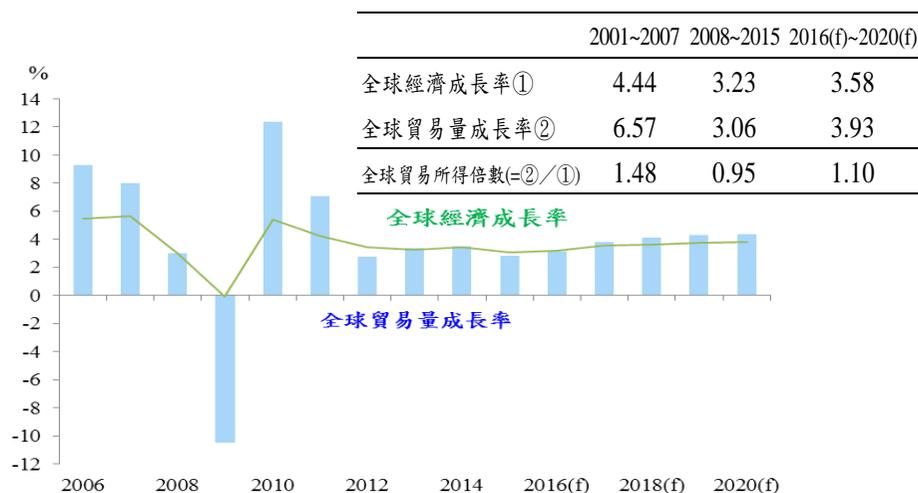
³ IMF (2015), “Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output,” *World Economic Outlook*, Apr.。

(2)從需求面來看，全球投資、消費需求不足，貿易成長減緩，難以帶動經濟成長。

—就全球貿易量來看，全球金融危機後，其成長大幅下降，IMF 預測未來貿易成長平疲將呈常態(圖 4)。全球貿易成長減緩，除因全球經濟走疲，不利消費及投資之短期循環因素外，長期結構性因素更具解釋力⁴(圖 5)。主要結構性因素：

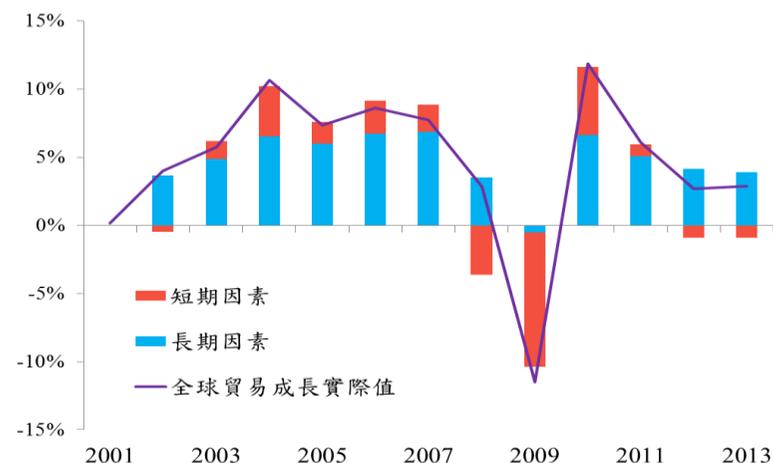
- 中國大陸生產供應鏈在地化，以國內產品投入取代國外零組件之進口。
- 美國製造業回流美國本土、自動化生產等科技進步，使已開發經濟體減少對新興經濟體之倚賴⁵。
- 全球需求組合改變，部分經濟體(尤其是中國大陸)漸由投資轉向低進口內涵的民間消費與政府支出。
- 全球貿易保護主義升高，紛採貿易管制⁶，部分經濟體(尤其是中國大陸)要求在地生產，弱化與貿易的連結。

圖 4 全球經濟成長及貿易量成長率



資料來源：IMF (2016), *World Economic Outlook*, Apr.

圖 5 長短期因素對全球貿易成長之貢獻



資料來源：Constantinescu, Cristina et al. (2015)

⁴ Constantinescu, Cristina et al. (2015), “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?” *IMF Working Paper*, WP/15/6, Jan.。

⁵ Tilton, Andrew et al. (2015), “EM Adjustment Is Now Advanced but Growth Challenges Remain,” *Goldman Sachs EM Macro Themes*, Nov. 13。

⁶ 貿易管制包括在地化生產、當地採購、關稅等。WTO 指出，2015 年 10 月中至 2016 年 5 月，G20 新增 145 項貿易管制措施，平均每月新增 21 項，為 2009 年以來最高；自 2008 年至 2016 年 5 月中，G20 總計採取 1,583 項貿易管制措施，現存 1,196 項。另 Global Trade Alert 指出，2008 年 11 月起，全球已實施 343 項在地化生產措施，371 項國家採購規定涵蓋當地採購的要求。

—近年全球**科技硬體需求**趨於**飽和**，亞洲**科技循環**轉**疲弱**，也拖累亞洲主要國家。

- 2000 年以來，**科技產業**帶動**亞洲經濟成長**與**區域內貿易**⁷。亞洲密集的科技供應鏈，中國大陸、日本、南韓及**台灣**位居要角，其中**台灣經濟成長**高度仰賴**科技業出口**⁸。
- **2012 年起**，全球**智慧型手機需求**走緩，加以 PC 需求持續不振，**亞洲科技產出成長**趨於**停滯**，亞洲主要國家經濟均受到全球科技景氣疲弱的負面衝擊。由於**新科技硬體**尚未形成主流，且**新增需求**主要來自**軟體及服務**，不利以**硬體製造**為主的**台灣科技業**，致所受衝擊尤大(圖 6)。

圖 6 亞洲科技產出自 2012 年起走緩



資料來源：Kwon, Goohoon et al. (2016)

⁷ 亞洲科技業平均每年推升亞洲經濟成長 1.1 個百分點；而亞洲密集的科技供應鏈，約占亞洲區域內貿易的 1/3。科技業包含硬體製造及 ICT 服務，根據 OECD 分類，硬體製造係指電子及光學設備(ISIC#26)；軟體出版(ISIC#58~60)、通訊(ISIC#61)，以及資訊科技及其他資訊服務(ISIC#62~63)則歸類為 ICT 服務。

⁸ Kwon, Goohoon et al. (2016), “Faltering Asian Tech-Cycle—Another Growth Leg Might Be Weakening in North Asia,” *Goldman Sachs Asia Economics Analyst*, May 13。

3. 全球經濟長期停滯，金融市場風險上升且波動恐加劇

全球經濟成長停滯，各國**貨幣政策分歧**，導致匯率波動、國際熱錢流竄，易**推升**金融市場**恐慌情緒**；加以國際重大事件頻傳，**未來金融市場風險上升且波動恐加劇**(圖 7)。

- **英國**公投決定**脫歐**，歐盟面臨分裂危機，資金將流向美元、黃金及日圓等資產尋求避險，未來全球**股匯市震盪**難免。
- **Fed**下一輪**升息**臆測可能造成**匯率過度波動**；歐、日等負利率政策將導致銀行獲利下滑現象惡化。
- 新興市場部分經濟體成長減緩，增加**金融風險脆弱性**，可能導致該等國家**主權債務之信用評等遭調降**，引發金融危機。

圖 7 VIX 恐慌指數



註：VIX 係 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對 S&P 500 指數期貨未來 30 天波動程度之預期。VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：CBOE

(二) 中國大陸經濟放緩與再平衡的外溢效應，對亞洲及台灣衝擊較大

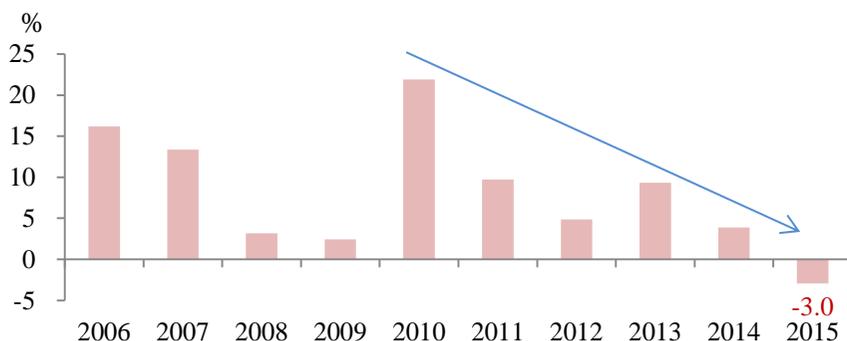
1. 2015 年全球貿易成長減緩，主要來自中國大陸之負貢獻

(1) **2015 年全球貿易量成長率**由 2014 年之 3.5% 降至 2.8%。美國與歐元區對全球進口貿易仍為正貢獻，惟亞洲呈負貢獻，其中**中國大陸之負貢獻**大⁹。

(2) **IMF 實證研究顯示**¹⁰，**中國大陸進口量成長率下降**(圖 8)，主要受下列 4 項因素影響：

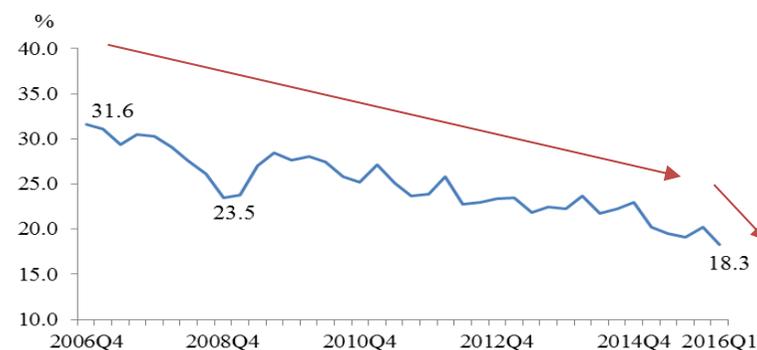
需求 量 變動	全球需求下滑	中國大陸扮演 全球價值鏈 的關鍵 下游 角色(downstream leg)，最終出口國(已開發與新興市場)需求下滑，降低中國大陸出口與生產相關的進口量。
	中國大陸進口需求下降	中國大陸經濟成長率自全球金融危機前之雙位數，降至 2015 年之 6.9%，進口需求隨之滑落。
需求結構 變動	中國大陸再平衡(rebalancing)轉型	中國大陸由 出口及投資 導向，轉為 進口密集度較低 的 消費 導向。
	中國大陸在地生產(on-shoring)增加	中國大陸技術提升， 帶動 資本財與 中間財 在地生產，產生 進口替代 效應。其 加工貿易進口 (processing imports)占 總出口 比重 持續 下滑， 2015 年 有 加速 下滑現象(圖 9)。

圖 8 中國大陸進口數量年增率



資料來源：中國大陸通關統計、Datastream

圖 9 中國大陸加工貿易進口占總出口比重下滑



資料來源：Datastream

⁹ Hong, Gee Hee et al. (2016), "China and Asia in Global Trade Slowdown," *IMF Working Paper*, WP/16/105, May。

¹⁰ Hong, Gee Hee et al. (2016)。

2. 中國大陸再平衡策略，短期帶來負面效應，中期因效果顯現，經濟成長拉回後轉持平

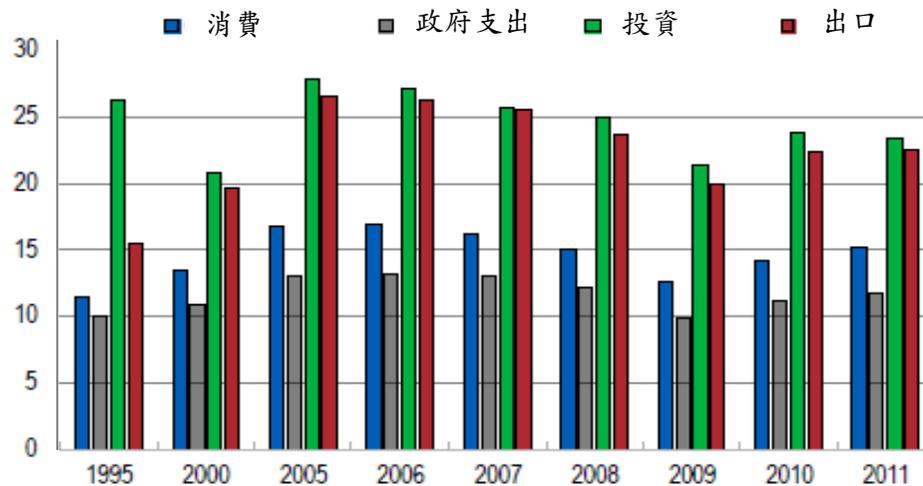
(1) 中國大陸為因應**產能過剩**及全球**需求下滑**，推動**再平衡**策略。

—再平衡策略包括：外部再平衡(由**出口轉內需**)、內部再平衡(需求面由**投資轉消費**、生產面由進口及投資密集之**製造業**，轉內需導向之**服務業**)。

—中國大陸之**投資與出口的進口密集度**(import-intensive)，**遠高於消費**(圖 10)，因此由**投資轉消費**之再平衡策略，**降低中國大陸進口**。

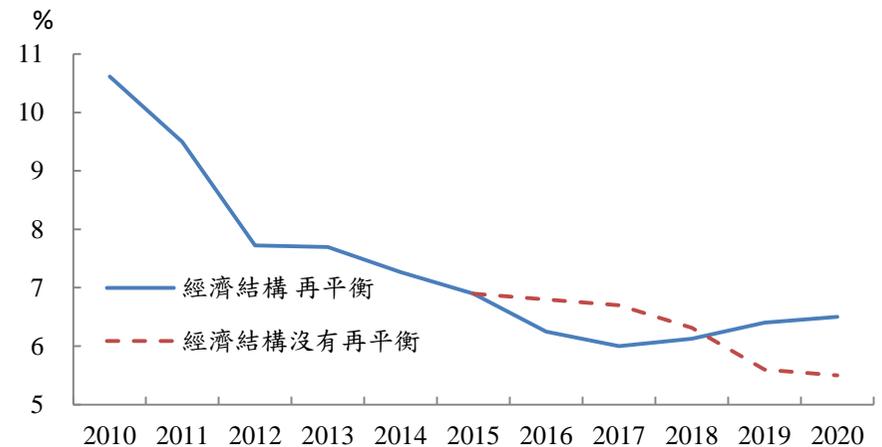
(2) IMF 預估¹¹，中國大陸若未採結構性改革，至 2020 年經濟成長將一路下滑(圖 11 紅虛線)；採由**投資轉消費**之**再平衡政策**後，**短期(2014~2017 年)經濟成長仍下滑**¹²，惟**中期(2018 年)效果顯現**後，可望**小幅拉升**(圖 11 藍線)。

圖 10 中國大陸 GDP 組成項的進口密集度



資料來源：Hong, Gee Hee et al. (2016)

圖 11 中國大陸經濟再平衡對其經濟成長影響



資料來源：Hong, Gee Hee et al. (2016)

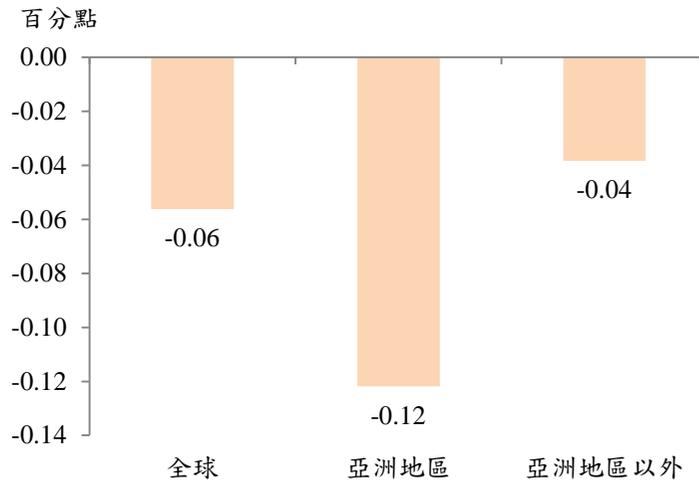
¹¹ IMF 模擬中期中國大陸經濟結構再平衡之境與未再平衡相較，對其經濟成長的影響。詳 Hong, Gee Hee et al. (2016), "China and Asia in Global Trade Slowdown," *IMF Working Paper*, WP/16/105, May。

¹² 主要係因短期間，消費對經濟成長貢獻，尚未能彌補投資之減緩。

3. 中國大陸經濟走緩與再平衡，對亞洲之衝擊最大

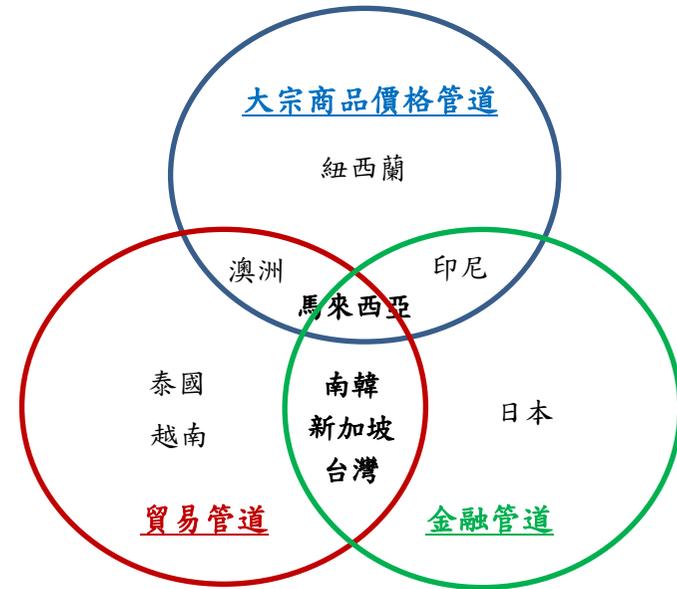
- (1)IMF 評估¹³中國大陸再平衡政策效果對各經濟區域 GDP 的影響，其已拉低全球 GDP 成長近 0.06 個百分點，其中亞洲地區下滑 0.12 個百分點，所受衝擊最大(圖 12)。
- (2)中國大陸經濟放緩與再平衡的過程，對亞洲經濟體之外溢效應主要透過貿易、大宗商品價格及金融等三個管道。其中，台灣、南韓及新加坡則以貿易及金融衝擊為主(圖 13)，又以台灣所受影響最大。

圖 12 以「歷史情境」推估中國大陸再平衡政策對各經濟區域 GDP 的影響



資料來源：IMF (2016)

圖 13 中國大陸經濟轉型影響亞洲經濟體經濟成長之管道



資料來源：IMF (2016)

¹³ 2011~2015 年(再平衡)期間與 2001~2007 年(未採再平衡)期間比較，中國大陸 GDP 約下降 3 個百分點，假設同期間採反事實模擬分析，在無「再平衡政策」下，消費與投資亦應同步下降 3 個百分點；但事實上，在兩段期間，中國大陸消費成長 0.1 個百分點，投資下降 5.5 個百分點；基於假設，再平衡政策使消費增加 3.1 個百分點，投資減少 2.5 個百分點。根據前述歷史情境，推估再平衡政策對各區域 GDP 的影響。詳 IMF (2016), "Asia and Pacific: Building on Asia's Strengths during Turbulent Times," *Regional Economic Outlook*, Apr. 16。

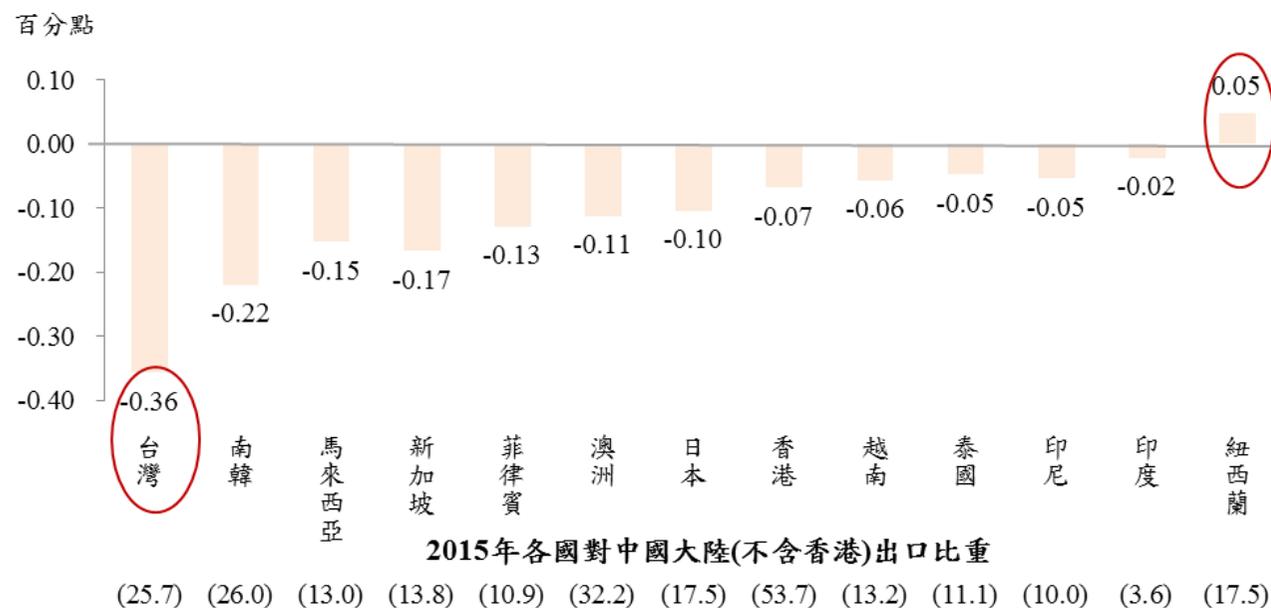
4. 台灣出口與中國大陸投資活動連結緊密，受其經濟轉型之負面衝擊最大

(1)IMF 研究¹⁴顯示，中國大陸因再平衡而減少資本財進口需求，與其貿易及投資連結緊密之經濟體將受創較深。

(2)台灣出口主要支應中國大陸之投資需求，致所受負面衝擊，明顯大於其他亞洲經濟體(圖 14)。

(3)相對下，紐西蘭出口與中國大陸最終消費連結較深，反受益其轉型後之消費需求成長(圖 14)。

圖 14 以「歷史情境」推估中國大陸經濟轉型對亞洲經濟體經濟成長的影響



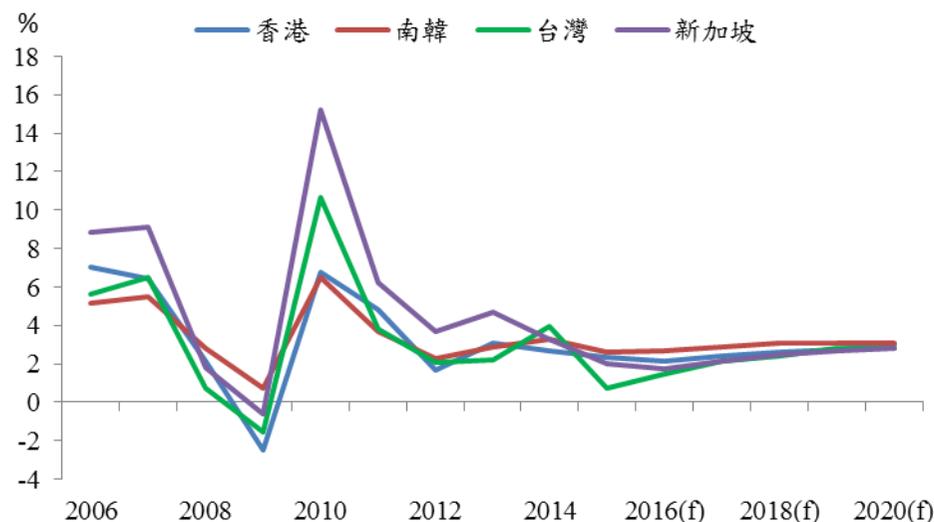
資料來源：IMF (2016)、IMF DOTS 資料庫

¹⁴ 同前一註解方法，惟此處係推估再平衡政策對各國 GDP 的影響。IMF (2016), “Asia and Pacific: Building on Asia's Strengths during Turbulent Times,” *Regional Economic Outlook*, Apr. 16。

(三)受全球經濟平疲影響，多數國家經濟成長恐亦平緩

1. 在全球及中國大陸經濟成長俱呈 L 型下，**亞洲四小龍**經濟成長恐亦平緩(圖 15)。

圖 15 亞洲四小龍實質 GDP 成長率



資料來源：IMF (2016), *World Economic Outlook*, Apr.

2. **各國因應平疲的外需**，多採取貨幣政策與財政政策搭配以**提振內需**，並進行**結構改革**來創造新成長動能。

一如**南韓、新加坡、日本等亞洲鄰國**，除維持**寬鬆貨幣政策**外，亦採行**擴張性財政政策**，提出**振興經濟方案**，以促進投資與消費；此外，致力於**產業升級**，或**提升勞動力參與率**，來確保產業競爭力及經濟長期成長。

(四)台灣經濟面臨循環及結構性問題，侷限成長動能

近年台灣經濟成長減緩，主要與全球經濟減緩之循環性因素有關；然亦受台灣自身的長期結構性因素影響¹⁵：

- 產業轉型緩慢，創新不足，致附加價值率偏低。
- 投資環境惡化，致投資長期不振。
- 人口結構老化，致勞動力供給下滑。

根據本行經研處內部研究結果，近年台灣經濟成長減緩，受循環性因素之影響略大於結構性因素之影響¹⁶。

表 1 台灣 2003~2007 年與 2012~2016 年平均經濟成長率變化之拆解

單位：％、百分點

	生產函數法			HP 濾波法		
	經濟成長率	潛在產出成長率	景氣循環波動	經濟成長率	潛在產出成長率	景氣循環波動
2003~2007 年平均 (1) (全球金融危機前)	5.64	4.61	1.03	5.64	4.41	1.23
2012~2016 年平均 (2) (全球金融危機後)	1.98	3.24	-1.25	1.98	2.86	-0.87
(2)-(1)	-3.66	-1.38(38%) 結構性因素	-2.28(62%) 循環性因素	-3.66	-1.56(43%) 結構性因素	-2.10(57%) 循環性因素

註：括弧內數值為結構性或循環性因素解釋經濟成長率變化的比重。

資料來源：主計總處 2016 年 5 月 27 日發布之國民所得統計與預測，以及蕭宇翔、廖俊男(2016)。

¹⁵ Felipe and Wei(2016)指出亞洲國家的潛在產出成長減速，主因面臨 3 種結構性因素：勞動力成長速度趨緩、資本累積動能減速、中國大陸經濟成長趨緩。詳 Felipe, Jesus and Shang-Jin Wei (2016), "Structural Reforms Key to Raising Asia's Potential Growth," *Op-Eds and Opinion*, Asian Development Bank, Jun. 1。

¹⁶ 詳蕭宇翔、廖俊男(2016),「台灣經濟成長減緩之結構性與循環性因素拆解」,央行經研處,6月23日。其參考 de Souza(2014)作法(de Souza, Lucio Vinhas (2014), "Structural and Cyclical Components in Emerging Markets' Growth Slowdown", Moody's Investors Service), 將經濟成長率變化分解為結構性(structural)與循環性(cyclical)因素。潛在產出成長率下滑，顯示面臨結構性問題；實際經濟成長率與潛在產出成長率間的差距，則反映景氣循環波動。

1. 來自國際景氣循環影響

台灣是小型開放經濟體，對外貿易依存度高(表 2)。由於全球經濟至 2020 年可能呈長期成長停滯，台灣未來經濟成長恐亦平緩；且隨全球貿易成長疲軟，台灣出口年增率已低於經濟成長率(圖 16)，出口作為台灣經濟引擎角色已弱化。

表 2 2015 年各國 GDP 相對規模及貿易依存度

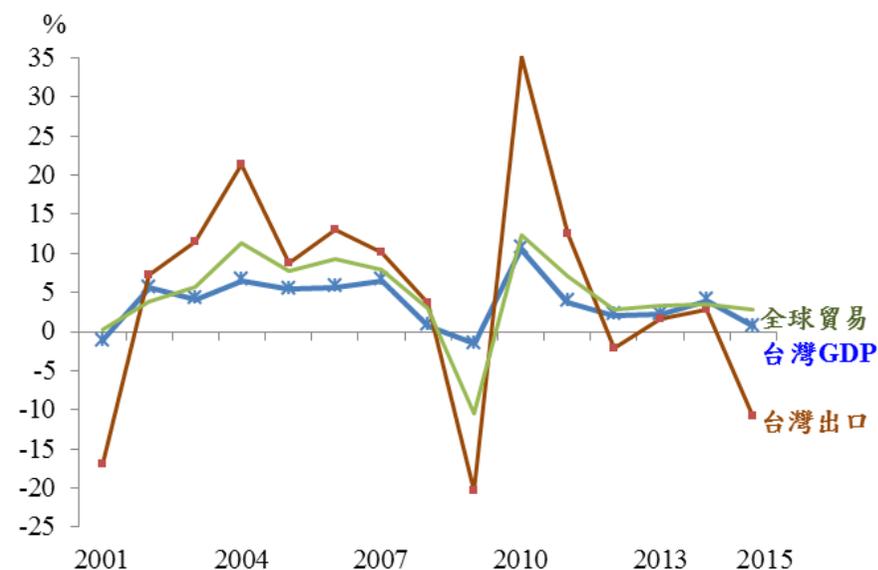
單位：%

	台灣	南韓	日本	中國大陸	美國
各國 GDP 相對台灣規模(倍)	1.0	2.6	7.9	20.6	34.3
輸出/GDP	64.6	46.9	19.0	22.6	12.4
輸入/GDP	51.6	39.3	19.5	19.0	15.4
輸出入/GDP	116.2	86.2	38.5	41.6	27.8

註：輸出入及 GDP 均為名目值。台灣輸出入係來自國民所得資料，其他國家來自 BOP 資料。

資料來源：主計總處、各國 BOP 統計、IHS Global Insight (2016/6/15)

圖 16 全球貿易成長率、台灣出口年增率及 GDP 成長率



資料來源：IMF、主計總處、財政部通關統計

2. 影響經濟成長供給面之結構性因素

近十餘年台灣產出成長大幅減緩，總要素生產力(TFP)、資本投入，以及勞動投入之貢獻均顯著下滑(表 3)。此反映台灣產業轉型緩慢、投資環境惡化，人口老化之結構性問題，已影響長期產出成長。

表 3 台灣經濟成長來源之貢獻
(生產要素投入面)

單位：%、百分點

	產出成長率 =(1)+(2)+(3)	TFP	資本投入	勞動投入
		(1)	(2)	(3)
1981~1990年	7.90	2.96	3.79	1.15
1991~2000年	6.49	1.97	3.88	0.64
2001~2013年	3.75	1.33	2.09	0.33



反映台灣供給面
之結構性問題

創新
不足

投資
不振

勞動力
下滑

資料來源：APO Productivity Database (2015/9/30)

表 4 2014 年台灣及美、日
製造業附加價值率

單位：%

	台灣	美國	日本
製造業附加價值率	24.8	34.0	29.7

資料來源：主計總處國情通報統計(105年1月4日)

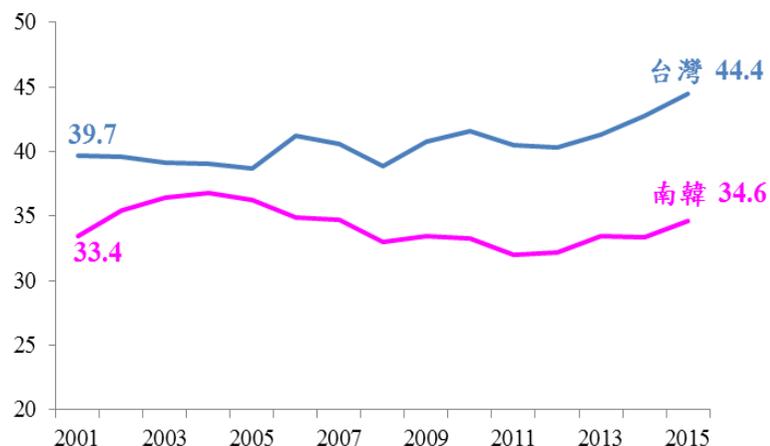
(1) 產業發展偏重製造業，轉型緩慢，致附加價值率低

- 相較於日本、美國，台灣製造業附加價值占 GDP 比重高，惟附加價值率較低(表 4)，凸顯升級轉型之迫切性。
- 由出口結構來看，台灣偏向 ICT 以及中間財產品，宜朝多元化發展。

- 台灣洽簽 FTA 落後，出口集中於資訊科技協定(ITA)零關稅產品，商品集中係數高於南韓(圖 17)。近年全球科技景氣疲弱，台灣出口所受衝擊大於南韓(表 5)。
- 台灣出口高度依賴中國大陸市場¹⁷，致地理集中係數高於南韓(圖 18)，受中國大陸經濟走緩衝擊較大(表 6)。近年中國大陸結構轉型及在地生產，對中間財進口需求下降。台灣對中國大陸出口中間財比重達 78.8%，高於日、韓，致台灣出口隨中國進口走跌，顯示深受中國大陸轉型影響(圖 19、圖 20)。

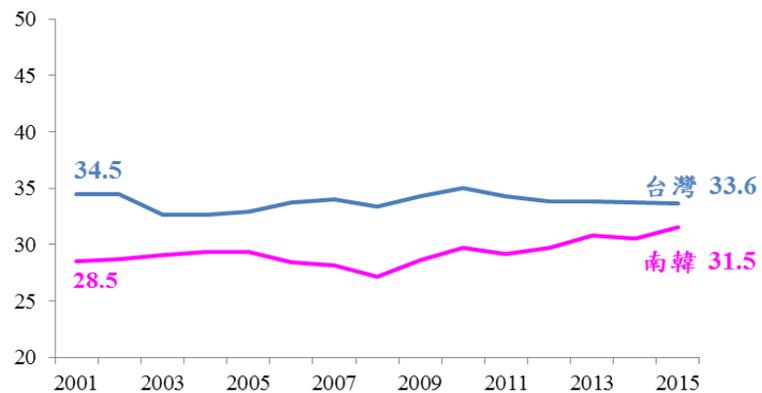
¹⁷ 經濟體之地理位置越相近，通常經貿往來亦越密切。如加拿大、墨西哥對美國之出口比重均逾 7 成，遠高於台、韓對中國大陸出口比重。台灣與中國大陸貿易往來密切，並非特例。

圖 17 台灣及南韓商品集中係數



資料來源：International Trade Centre 資料庫

圖 18 台灣及南韓地理集中係數



資料來源：International Trade Centre 資料庫

表 5 2015 年台灣及南韓主要產品出口情況

	台灣			南韓		
	比重 (%)	年增率 (%)	貢獻度 (百分點)	比重 (%)	年增率 (%)	貢獻度 (百分點)
總出口	-	-10.9	-10.9	-	-8.0	-8.0
光學器材	5.8	-22.5	-1.5	6.2	-9.4	-0.6
電子資通訊產品	42.1	-4.3	-1.7	26.3	0.1	0.02
			共-3.2			共-0.58

2015 年台灣出口成長率-10.9%，電子資通訊產品(HS85)及光學器材(HS90~HS92)合計對總出口的負貢獻約占三分之一；南韓出口成長率-8.0%，該等產品的負貢獻則不及十分之一。

資料來源：財政部通關統計、KITA

表 6 2015 年台灣及南韓對主要地區出口情況

	台灣			南韓		
	比重 (%)	年增率 (%)	貢獻度 (百分點)	比重 (%)	年增率 (%)	貢獻度 (百分點)
總出口	-	-10.9	-10.9	-	-8.0	-8.0
中國大陸(含香港)	39.4	-12.4	-5.0	31.8	-2.9	-0.9

2015 年台灣出口成長率-10.9%，中國大陸市場對總出口的負貢獻占二分之一；南韓出口成長率-8.0%，中國大陸市場之負貢獻僅約占十分之一。

資料來源：財政部通關統計、KITA

圖 19 台、日、韓出口中間財比重
(2015 年)

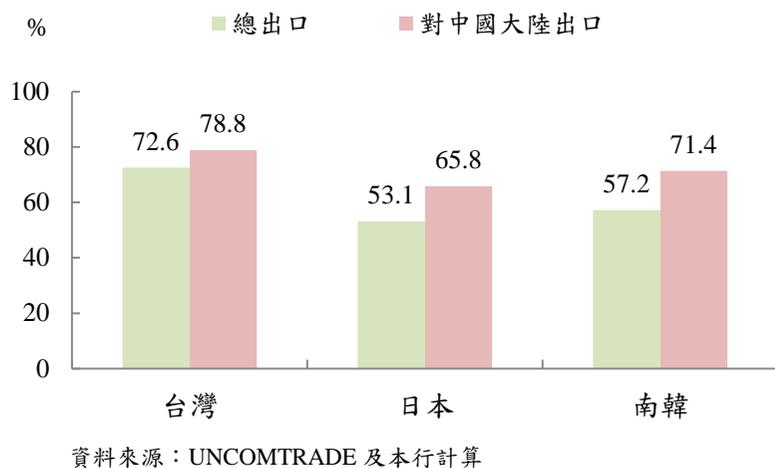
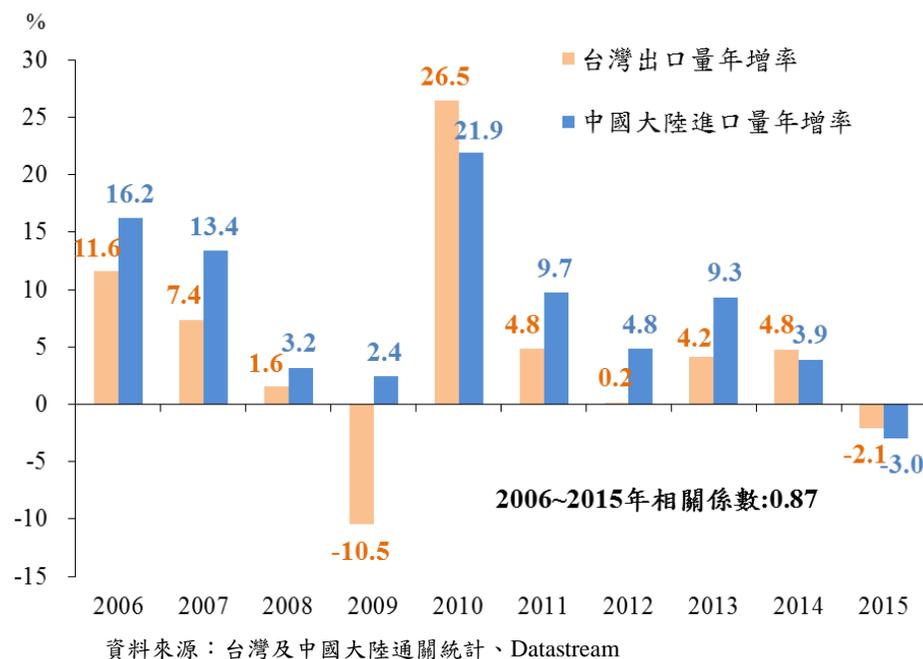


圖 20 中國大陸進口量與台灣出口量年增率



(2) 五缺困境及政策不確定性，致內、外資卻步，且公共投資未大幅增加，不利資本累積

- 缺水、缺電、缺工、缺地、缺人才的「五缺」困境、環評耗時，以及政策不確定性¹⁸，均阻礙企業投資。
- 2001 年以來，除 2009 年因應全球金融危機而擴大政府投資¹⁹外，政府與公營事業投資多呈負成長。

¹⁸ 法國央行研究顯示，投資大幅衰退之因素中，解釋力最高(超過 80% 的負貢獻)為預期需求不足，其次為不確定性(約 17% 的負貢獻)。詳 Bussière M., L. Ferrara and J. Milovich (2015), "Explaining the Recent Slump in Investment: the Role of Expected Demand and Uncertainty," *Banque de France Working papers*, No. 571。

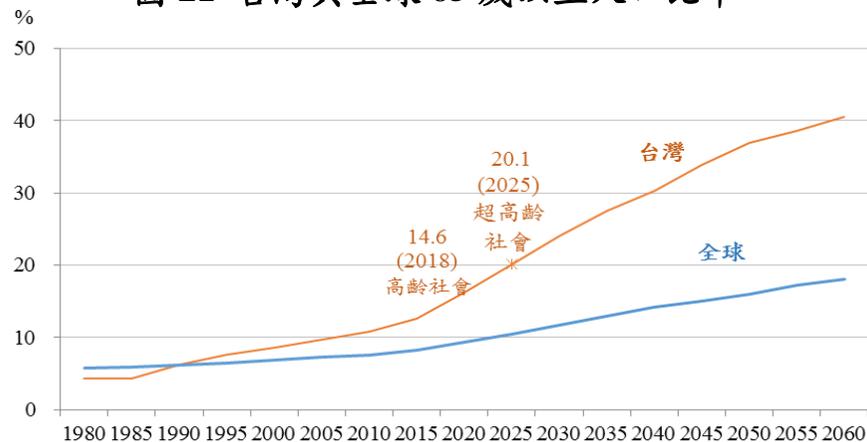
台灣中央政府與地方政府政策不一致，往往令民間投資無所遵循，如雲林縣禁止廠商用生煤及石油焦，而環保署宣告其無效。

¹⁹ 4 年(2009~2012 年)5,000 億元振興經濟擴大公共建設特別預算(實際投入約為 4,763 億元)。

(3)人口快速老化，且中高齡早退，勞動力不足，影響產出成長

- 台灣生育率偏低²⁰，人口老化速度較全球快(圖 21)。
- 2016 年起，台灣工作年齡人口每年平均減少 18 萬人²¹，且中高齡提早退出勞動市場²²，將引發勞動力不足。
- 人口老化快速使勞動力縮減，削弱國內消費動能，亦影響資本累積及創新能力。此外，扶老比攀升，社福支出增加，恐排擠其他經建支出，亦不利長期經濟成長。

圖 21 台灣與全球 65 歲以上人口比率



資料來源：United Nations、內政部、國發會

(五)建議：搭配貨幣政策、財政政策及結構性改革之綜合性政策，突破當前經濟困局

全球經濟未來 3~4 年間恐續呈 L 型復甦，台灣因對外貿易依存度高，經濟成長恐亦難明顯提升，亟須積極因應。鑑於國際組織咸認，當前欲提振經濟，務須搭配貨幣政策、財政政策及結構性改革，台灣亦然；惟結構改革需要時間發揮成效，而寬鬆貨幣政策效果有其侷限，宜善用財政空間，多發揮財政政策角色。

1. 短期宜先提振國內景氣，且優先協助排解既有產業之經營或投資問題

(1) 結構性改革勢在必行，惟考量台灣近年經濟成長率下滑，受國際景氣循環因素影響較大²³，短期仍須先提振國

²⁰ 台灣生育率長期下滑，近年自低點回升，2015 年台灣婦女平均生育率回升至 1.18 人。惟與主要經濟體比較，在全球 224 個經濟體中排名第 222 名，僅高於新加坡之 0.81 人與澳門之 0.94 人，生育率仍偏低。

²¹ 根據國發會 2014 年 8 月「中華民國人口推估(103 年至 150 年)」報告之中推估值。

²² 2014 年台灣平均退休年齡為 57.8 歲，遠低於 2009~2014 年 OECD 國家平均之 64.6 歲。

²³ 相較於全球金融危機前 5 年(2003~2007 年)，近 5 年(2012~2016 年)台灣平均經濟成長率下滑 3.66 個百分點，其中結構性因素可解釋約 40% 的經濟成長率下滑；循環性因素可解釋 60%。詳蕭宇翔、廖俊男(2016)。

內景氣。

(2) 考量既有產業對台灣經濟成長已奠定良好基礎，對其遭遇經營或投資困難，宜優先協助排解，使其競爭力不致流失；兼以培植新興產業，當可逐步穩健的推動長期結構轉型，促進經濟永續成長。

2. 持續寬鬆性貨幣政策，搭配總體審慎政策維持金融穩定

(1) 央行採取寬鬆性貨幣政策，協助提振國內景氣。

— 上年 9 月以來，央行三度調降政策利率各半碼，目前重貼現率為 1.5%。

— 價低：台灣長短期利率低於多數國家，有利企業籌資。本年 6 月 24 日金融業隔夜拆款利率為 0.200%，10 年期公債殖利率為 0.781%。

— 量多：M2 持續成長，本年 1 至 5 月貨幣總計數 M2 平均年增率為 4.88%，銀行放款與投資平均年增率 4.11%，均遠高於本年經濟成長率預測值 1.06%，市場資金足敷經濟活動所需。

(2) 近年全球經濟長期成長停滯，以及國際重大事件頻傳(如英國脫歐)，加劇金融市場波動。遇劇烈外部衝擊導致資產價格或匯率大幅波動時，央行將保持匯率彈性，且適時採取妥適之總體審慎措施，以維持金融穩定。

3. 擴張性財政政策激勵國內需求

(1) 本年政府已採擴張性財政政策²⁴，宜加速執行，及早發揮財政乘數效果。明年可善用餘裕之財政空間²⁵，配置在可激勵短期國內需求項目，或提振長期生產力的相關建設上。

(2) 為建構優質生活環境，台灣需要公共工程養護、增置長照設施、興建社會住宅與公辦都更等基礎建設投資。

²⁴ 2016 年公共建設預算較上年增加 10.7%。明年原則歲出零成長，惟公共建設仍會適度成長。

²⁵ 2017 年中央政府債務餘額將不得超過前 3 年名目 GDP 成長率(3.69%)，以 2016 年底債務餘額預算數 54,659 億元推算，尚有約 2,000 億元之舉債空間可資運用。

4. 致力推動結構性改革，創造經濟新成長動能

(1) 積極排除投資障礙，並厚植人才資源

- 政府宜結合民間資金，積極開發新能源(綠能)及水資源；儘速修訂產創條例，促使產業用地有效利用，以利投資。
- 人才為產業競爭力之關鍵，宜放寬對引進外籍專業人才的限制，以吸引國際尖端人才。

(2) 以需求引領創新，以創新驅動升級，打造新的經濟發展模式

- 鼓勵企業重視市場需求，以購併、國際合作取得技術、品牌及通路；並結合軟、硬體及服務，提高附加價值。
- 加速執行千億元的產業創新轉型基金，挹注產業轉型能量。
- 完善創新創業環境，強化工研院創新創業功能²⁶，鼓勵企業家精神²⁷，創造新就業機會。

(3) 力促出口多元化，積極參與區域經濟整合

- 推展新南向政策及擴大與美、歐經貿合作²⁸，促進台灣出口多元化。
- 台灣因高度參與全球價值鏈，須積極加入區域經濟整合，以保有一席之地。

(4) 適度延後法定退休年齡，並強化中高齡職業訓練，以提高勞動力參與率

- 延後年金請領年齡，緩解中高齡早退之誘因。
- 強化中高齡職業訓練，以提高勞動力參與率，填補勞動力缺口。

²⁶ 近年工研院致力創新創業，2011~2014 年衍生 33 家新創事業，挹注產業成長新動能。

²⁷ 有關企業家精神之介紹，請參見 104 年 9 月 24 日「央行理監事會後記者會參考資料」。

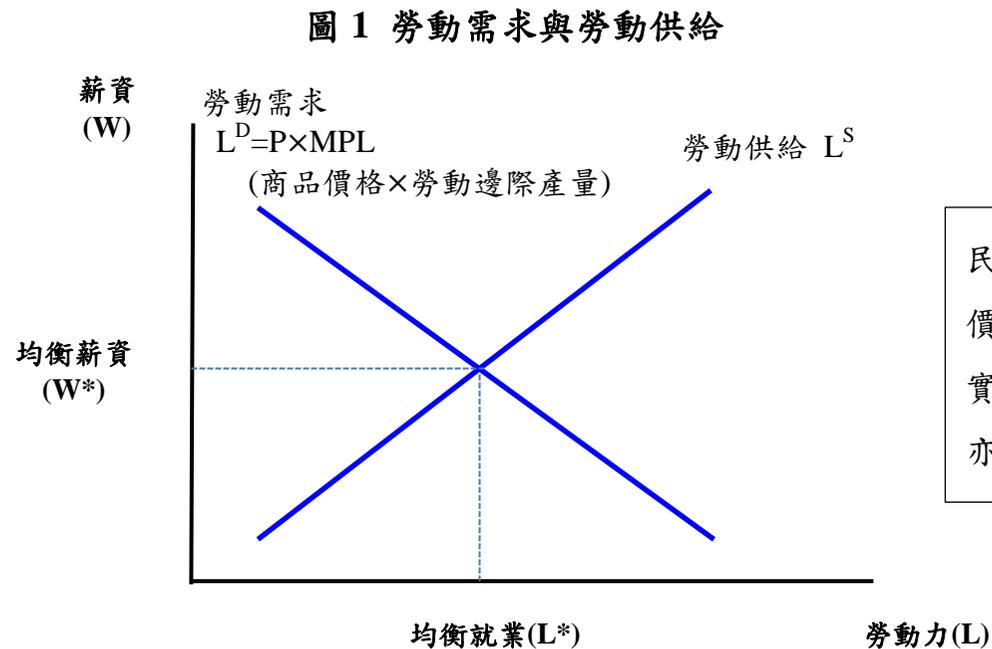
²⁸ 歐盟積極推動創新夥伴計畫，投入綠能、智慧城市等領域，與台灣未來發展方向一致，可擴大雙方合作及經貿往來。

二、國內通膨與薪資成長關係之說明

國內部分人士主張適度通膨才能提高薪資，藉以留住人才，提升國家競爭力，並提高經濟成長。本文由名目薪資決定因素、國內外文獻與本行實證結果，說明影響國內薪資成長¹的主要因素為勞動生產力、失業率等，與通膨無顯著關係，並提出提升薪資成長之對策，以供參考。

(一)薪資的決定

1. 均衡薪資由勞動需求與供給共同決定



民眾關心的是實質薪資，以物價上漲帶動名目薪資上漲，則實質薪資未變，民眾之購買力亦未增加。

¹ 以下分析如未特別說明，薪資均指「名目」薪資。

2. 影響均衡薪資變動之可能因素

表 1 影響勞動需求與供給之因素及其對薪資影響方向

影響勞動需求與供給之因素 ¹	對薪資影響之理論預期方向
1. 勞動邊際產量(或勞動生產力)	正向
2. 產業附加價值	正向
3. 全球化(或貿易開放)	不確定 ²
4. 非薪資報酬	負向
5. 基本工資	不確定 ³
6. 高等教育擴張	負向
7. 引進外勞	不確定 ²
8. 通膨預期	正向
9. 失業率	負向
10. 公務員調薪	正向
11. 工會力量	正向

註：1. 本表僅列本行實證時，所考慮之變數(詳附錄)，未含其他影響薪資之因素，如租稅等。

2. 全球化、引進外勞對薪資成長具正反兩面效果，包括：

替代效果—拉低國內低技術勞工之薪資。

規模效果(產出效果)—企業生產成本下降，使產出增加，提高國內高技術勞工之薪資。

3. 提升基本工資時，雖可提高低薪者薪資，惟亦增加企業對低薪者之僱用成本(除本薪外，勞健保費及退休金支出的負擔亦加重)，致廠商負擔加重而降低調薪意願，故不一定能使整體平均薪資上升。

(二)國內外文獻

各國實證結果顯示，通膨對美國薪資成長雖有正向影響，惟效果減弱²，對日本、德國及台灣薪資成長則無明顯影響(見表 2)。

—近年美、日物價已不似 1990 年代前呈高通膨且波動大，故企業調薪較不會考量物價變動。

表 2 各國實證結果

文獻	國家	樣本期間	通膨對薪資成長之影響 ^註	其他變數對薪資成長之影響
Gallegati et al.(2011)	美國	1948 年第 1 季~ 2009 年第 2 季	1993 年以前：○ 1993 年以後：×	1993 年前：勞動生產力(正向)、失業率(負向)； 1993 年後：除失業率(負向)，其餘變數呈不顯著
Muto and Shintani(2014)	美國 日本	1980 年第 1 季~ 2013 年第 2 季	美國：○ 日本：×	美國：失業率(負向) 日本：失業率(負向)
Goldman Sachs(2015)	德國	2005~2014 年	×	薪資走勢主要反映經濟基本面 (失業率及勞動生產力)
林慈芳(2011)	台灣	1985~2009 年	×	失業率(負向)、勞動生產力(正向)
蕭蕙誼(2014)		1981 年 1 月~ 2013 年 12 月	×	失業率(負向)、勞動生產力(正向)

註：「×」表示物價對薪資無影響或負向影響；「○」表示通膨對薪資成長有正向影響。

資料來源：1. Gallegati, M., J. B. Ramsey, and W. Semmler (2011), "The US Wage Phillips Curve across Frequencies and over Time," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 73(4), 489-508。

2. Muto, I. and K. Shintani (2014), "An Empirical Study on the New Keynesian Wage Phillips Curve: Japan and the US," *Bank of Japan Working Paper Series*, No.14-E-4, Feb.。

3. Goldman Sachs (2015), "Assessing Inflation Expectations: A Look at German Wage Dynamics," *European Economics Analyst*, Issue No: 15/04, Jan. 29。

4. 林慈芳(2011)，「工資與經濟成長之分析：全球趨勢與臺灣實證」，國發會研究報告。

5. 蕭蕙誼(2014)，「探討失業率、物價及勞動生產力如何影響台灣的薪資水準」，國立交通大學碩士論文。

² 1990 年代以來，美國物價已不似過去呈現高且波動大的通膨，因此企業調薪較不會考量物價變動。此外，Kuroda and Yamamoto (2007)指出，美國在 1970~1990 年 40%~60%的勞工薪資合約考量 Cost of Living Agreement，惟此比例於 1990 年後下滑至 30%以下，故而通膨對薪資成長的影響降低。

(三)本行實證結果

1. 長期資料分析結果顯示，薪資與通膨相關性大幅下降

2001年以來，薪資成長趨緩，且其走勢與CPI年增率時有分歧，可能主要受實質經濟表現影響所致。

—2008年受油價大漲影響，我國CPI年增率攀升，然而國內薪資受景氣拖累等影響，轉呈負成長0.06%(經常性薪資成長幅度則下滑)(見圖2)。

2. 靜、動態模型估計結果顯示(詳附錄)，台灣經常性薪資成長與通膨預期無明顯關係，主要受勞動生產力(正向)、失業率(負向)等因素影響

(1) 靜態模型：通膨預期對薪資成長影響不顯著或重要性最低。

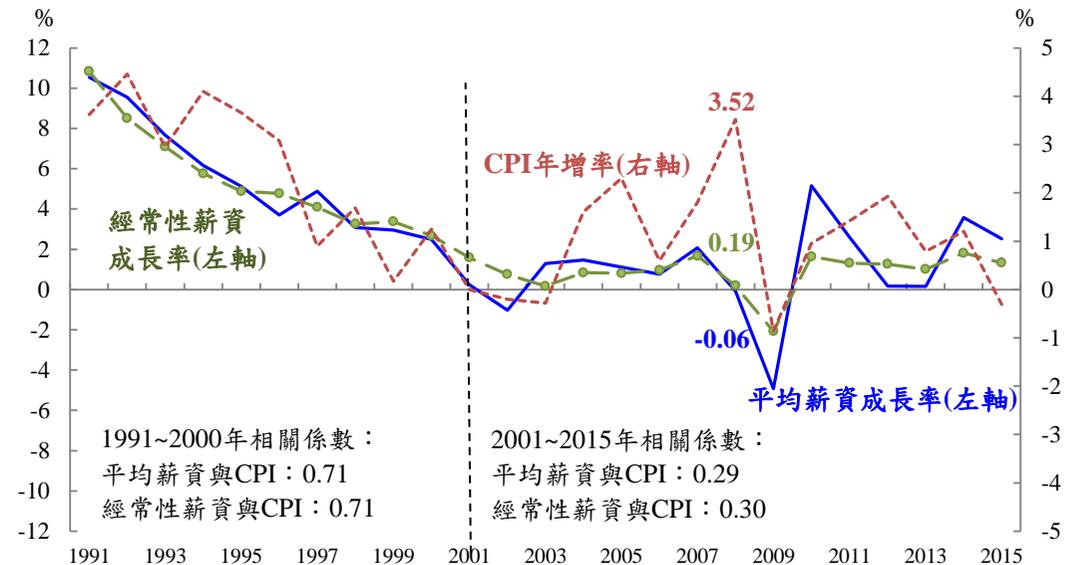
—失業率下降、勞動生產力提升、公務員調薪、外勞人數及工會力量增加，均能顯著帶動我國薪資成長。

—高等教育的擴張與非薪資報酬的增加則顯著不利薪資成長。

(2) 動態模型：通膨預期對薪資成長影響多呈不顯著

，而失業率、勞動生產力明顯影響薪資成長。

圖2 台灣薪資成長與通膨走勢



註：平均薪資=經常性薪資+非經常性薪資。

資料來源：主計總處

(四)我國通膨與薪資成長無明顯關係之主要可能原因

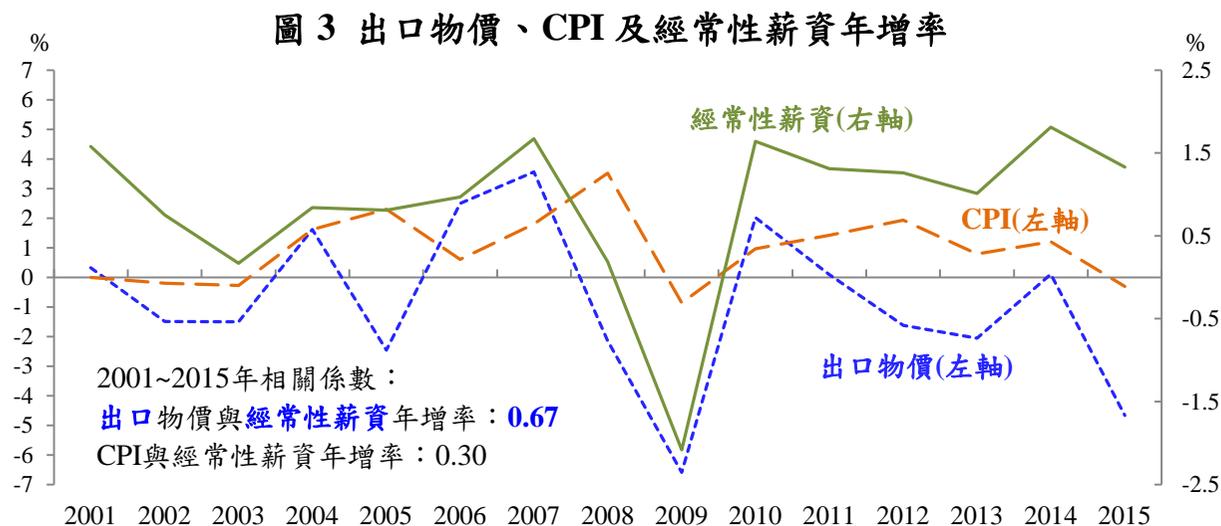
不論本行或過去台灣相關實證，通膨對我國薪資成長皆無顯著影響，因此適度通膨可帶動薪資成長之說法，似不適用台灣。以下說明通膨無法影響薪資成長之可能原因。

1. 國際競爭壓抑出口商品價格，不易提升薪資

(1)依勞動需求理論， $W=P \times MPL$ ，其中 P 應以廠商出售商品的價格來衡量，而非 CPI ³。

一若以出口物價衡量商品售價⁴，則 2001 年以來，我國出口商品受國際競爭激烈影響，價格上漲有限，甚至屢呈下跌，且出口物價年增率普遍低於 CPI 年增率(見圖 3)。

(2)國內出口價格不易提升情況下，薪資成長亦不易提升⁵。



資料來源：主計總處

³ 詳吳聰敏(2002)，「日治時期台灣實質工資率之變動」，未發表文稿。

⁴ 我國係以出口為導向的小型開放經濟體，如 2004 年起，我國輸出占 GDP 比重最高(詳林慈芳(2011))，故此處以出口物價來衡量產品價格。

⁵ 若改以未來一期之出口物價年增率作為通膨預期變數，本行實證結果顯示，出口物價年增率上升可顯著提升薪資成長。

2. 物價變動情形並非我國廠商調升薪資的主要參考因素

台灣企業多以生產力或生產績效表現、營利狀況、激勵員工士氣及留住或吸引人才，作為調升薪資的主要考量因素，較少考量物價變動情形(見表 3)。

表 3 近年台灣廠商調升薪資之考量因素

單位：%

	生產力或生產 績效表現較佳	本身營利 狀況較佳	激勵員 工士氣	留住或 吸引人才	基本工 資調整	參考同業薪資 水準或調薪情形	物價變 動情形	勞資協商 後訂定	其他
2013	53.5	39.6	40.3	37.3	17.3	18.6	18.0	6.5	0.8
2014	53.1	40.2	39.7	35.5	19.8	18.6	17.9	7.2	0.2
2015	49.9	38.7	35.7	30.2	26.6	19.0	11.6	6.8	0.1

註：表中比率為廠商調升薪資時考慮之因素中，優先參考前 3 項因素之廠商家數比率，因可複選，故比率之和大於 100%。

資料來源：主計總處「2015 年受僱員工動向調查報告」

3. 工會力量薄弱，對薪資議價能力低

台灣企業係以中小型為主，工會組織率偏低，2014 年僅為 7.3%⁶，低於美國的 11.1% 及日本的 17.5%。由於工會力量愈趨薄弱，且企業鮮少在勞資協商後調整勞工薪資，致勞工對薪資的議價能力低，即使預期未來通膨上升，卻無法要求提高薪資。

(五)提升國內薪資成長之對策

1. 採取提振景氣措施，改善勞動市場並推升勞動生產力

—採寬鬆性貨幣政策、擴張性財政政策等提振景氣措施，降低失業率，提升勞動生產力，有助提高薪資。

⁶ 係企業及產業工會之組織率(不含職業工會)，資料來源為勞動部。

2. 推動產業結構轉型，以提升產業附加價值率

— 鼓勵企業創新，**提升產業附加價值率及外銷產品價格**，並協助**傳統中小型製造業**轉型升級，以及提高服務業生產力，改善低薪困境。

3. 薪資成長應追隨勞動生產力成長，鼓勵企業利潤分享

— 實證結果顯示，台灣薪資漲幅落後勞動生產力。採行「**薪資帶動型成長策略**」，使薪資成長與勞動生產力緊密結合，**創造薪資與經濟成長的良性循環**。

— 提供企業加薪之**租稅抵減優惠**與配套措施，並對企業未用於加薪之保留盈餘加徵稅賦。

4. 改進教育的質與量，重塑多元高等教育體制；加強產學合作，擴大辦理職訓

— 檢討教育政策，讓**大學**以**培育前瞻基礎研究人才**為要務；**技職學校**則配合產業結構調整，**培育產業所需人才**。強化產學合作，縮小學用落差；並**透過職訓與終身學習課程**，提升勞動生產力，有利勞工轉職提高薪資。

5. 強化工會對薪資的談判能力

— **鼓勵勞工積極加入工會**，善用勞動三法(工會法、勞資爭議處理法、團體協約法)，強化工會對薪資議價能力。

附錄 靜態與動態模型估計結果¹

估計法 解釋變數 ³	靜態模型		動態模型			
	貝氏模型平均法 (Bayesian Model Averaging)		一般化動差 估計法 (GMM)	自我迴歸分配 落後模型 (ARDL)	向量自我 迴歸模型 (VAR)	滾動式迴歸 (樣本期間擴充為 1991~2014年)
	影響方向	重要性 ²				
預期通膨率 ⁴	多呈 不顯著	× (多為最低)	不顯著	不顯著	不顯著	多呈 不顯著 (僅於早期顯著為正)
失業率	負向	○	負向	負向	負向	負向
勞動生產力	正向	○	正向	正向	正向	正向
高等教育擴張	負向	○	負向	負向	不顯著	NA ²
企業營收	正向	△	不顯著	正向	正向	
工會力量	正向	△	正向 (多呈顯著)	不顯著	不顯著	
非薪資報酬	負向	△	負向	不顯著	不顯著	
公務員調薪	正向	△	正向	正向	NA ²	
海外生產比重	正向	△	不顯著	不顯著	不顯著	
外勞人數	正向	△	正向	不顯著	不顯著	
基本工資	不顯著	× (多為次低)	不顯著	不顯著	不顯著	

註：1. 樣本期間為 2001 年 1 月~2014 年 12 月。主計總處公布之季調後平均薪資成長率，每年 1、2 月走勢明顯受非經常性薪資波動影響，不易進行實證，故本文係以季調後經常性薪資成長率作為被解釋變數。

2. 「×」表示對解釋薪資成長之重要性低於 0.1；「△」代表重要性介於 0.1~0.9；「○」表示重要性等於 1；「NA」表示無此項估計結果。

3. 實證時，係以大學以上就業人數、企業營收、海外生產比重、簽訂團體協約家數，分別作為高等教育擴張、產業附加價值、全球化、工會力量之代理變數。此外，各變數多採用季調後資料，且除失業率(季調後)、公務員調薪之虛擬變數因不具單根而採用水準值，其餘變數均取年增率。

4. 本文採 4 種方法衡量通膨預期，包括(1)當期實際 CPI 年增率；(2)加權平均 APCF(Asia Pacific Consensus Forecasts)調查資料；(3)向前一期 CPI 年增率；(4)AR 模型預測值。

資料來源：本行經研處內部研究報告「台灣名目經常性薪資成長影響因素之實證分析—兼論通膨預期與薪資成長的關係」(2016 年 5 月)

三、「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率之意義

由於以美元人均 GDP 進行跨國比較有許多缺點，故世界銀行等國際組織以 PPP 代替市場匯率，計算可考量貨幣實質購買力之 PPP 人均 GDP，以利跨國比較。惟某些人士認為台灣「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率較其他先進國家偏高，而曲解其意涵；為免造成誤導，有必要說明該一比率反映的經濟意義。

(一)美元(名目)人均 GDP

1. 美元人均 GDP 等於名目 GDP(以新台幣表示)除以人口，再按新台幣對美元匯率(NT\$/US\$)折算以美元表示¹。
2. 衡量美元人均 GDP 存在諸多問題。
 - (1)美元人均 GDP 受各國匯率影響，但匯率本身容易受到各國政策、國際資本移動，以及投機、預期心理等因素影響而變動，以致美元人均 GDP 也會產生很大波動，難以確切比較。
 - (2)一國生產的商品與勞務，包括許多不易在國際間流通的非貿易財，其價格較不受國際貿易影響，故以單一匯率換算貨幣購買力可能失真。
 - (3)美元人均 GDP 難以考慮各國民眾生活成本(cost of living)或貨幣購買力的差異等問題，因此跨國比較容易產生扭曲。

(二) PPP 人均 GDP

1. 由於美元人均 GDP 有前述諸多缺點，聯合國自 1965 年起推動 PPP(purchasing power parity，購買力平價)國際

¹ 即美元人均 GDP = $\frac{\left(\frac{\text{名目 GDP}}{\text{人口}}\right)}{\text{匯率}}$ 。

比較計畫(International Comparison Program, ICP)，透過各地實地查價，計算各國之 PPP²。

2. 不同於市場匯率，以 **PPP 折算的兌換率** 係衡量一國在某特定時點，與基準國相同一籃子商品及服務的相對價格，即 **貨幣的相對購買力**。

— 例如：

某一年度，在美國購買 1 個漢堡需支付 4.6 美元，在台灣需新台幣 70 元，則

$$\text{PPP} = \left(\frac{\text{NT\$70}}{\text{US\$4.6}} \right) = 15.2$$

3. **國際間 PPP 的應用範圍廣泛**，例如³：

— 在某一**時點**上，各經濟體 **GDP 規模**、**物質生活水準** 或 **相對物價水準** 等經濟表現之 **跨國比較**。

— 世界銀行運用 PPP 計算 **全球貧窮線** (每人每日收入不及 1.25 美元)。

— 世界衛生組織、聯合國教科文組織利用 PPP 計算各經濟體的 **人均醫療支出**、**人均教育支出**。

— 聯合國以 PPP 計算人均所得，據以編製 **人類發展指數** (Human Development Index, HDI)⁴。

4. **PPP 人均 GDP** 等於名目 GDP (以新台幣表示) 除以人口，再 **透過 PPP 折算**⁵；IMF 與世界銀行等 **國際機構** 亦以 **PPP 計算人均 GDP**，進行 **跨國實質購買力及物質生活水準之比較**。

² 該計畫自 2005 年起，改由聯合國授權世界銀行推動，最近一次(第 8 次)係 2011 年回合。

³ 參考 World Bank (2014), Purchasing Power Parities and Real Expenditures of World Economies-Summary of Results and Findings of the 2011 International Comparison Program, Ch. 3, pp. 5-10。

⁴ 係利用零歲平均餘命(life expectancy at birth)、平均受教育年限(mean years of schooling)、預期受教育年限(expected years of schooling)及 PPP 人均國民所得毛額(GNI)等 4 項指標所彙編之指數，以反映各國在健康、知識及生活水準等各領域之發展程度。

⁵ 即 $\text{PPP 人均 GDP} = \frac{\left(\frac{\text{名目 GDP}}{\text{人口}} \right)}{\text{PPP}}$ 。

(三) PPP 之國際比較

1. 由於各國的 **PPP** 計價單位並不一致，無法直接進行 PPP 之國際比較；故國際間最常將各國 **PPP** 除以其貨幣對 **美元匯率**，經標準化後，換算以共同貨幣單位(美元)表示。
2. 此標準化的指數即 **物價水準指數**(Price Level Index, PLI)，表示 **就相同一籃子商品與服務組合，各國相對於美國的物價水準**。PLI 大於 100 表該國的物價水準高於美國，小於 100 則低於美國⁶。

—例如：

某一年度，在美國購買 1 個漢堡需支付 4.6 美元，在台灣需新台幣 70 元，而新台幣兌美元匯率為 31.9，則

$$PLI = \frac{PPP}{\text{匯率}} \times 100 = \frac{\left(\frac{NT\$70}{US\$4.6}\right)}{31.9} \times 100 = \left(\frac{NT\$70}{NT\$146.74}\right) \times 100 = 47.7$$

表示在台灣買漢堡支出 NT\$70，在美國買同樣漢堡約當支出 NT\$146.74，顯示台灣物價僅為美國的 47.7% (或較美國低 52.3%)。

3. 根據世界銀行 2011 年回合 ICP 調查結果，**台灣與部分亞洲鄰國之 PLI 小於 100**(見表 1)，表示**相對物價低於美國**。其中，該年台灣物價水準為美國之 51.27%，高於馬、印、泰等國，而低於韓、星、港及中國大陸。

⁶ 參考 Rao, D. S. Prasada (2013), “The Framework of the International Comparison Program,” in Measuring the Real Size of the World Economy: The Framework, Methodology, and Results of the International Comparison Program-ICP, Washington: World Bank, pp. 13-45。

表 1 2011 年台灣與部分亞洲鄰國之 PLI

	PPP (1)	對美元匯率 (2)	PLI =100×(1)/(2)
南韓	854.59	1,108.29	77.11
新加坡	0.89	1.258	70.75
香港	5.46	7.78	70.18
中國大陸	3.51	6.461	54.33
台灣	15.11	29.47	51.27
馬來西亞	1.46	3.06	47.71
印尼	3,606.57	8,770.43	41.12
泰國	12.37	30.49	40.57

資料來源：世界銀行 2011 年回合 ICP 調查結果

4. 「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率可化簡為匯率除以 PPP，或者是 PLI 的倒數，此仍係以美國為基準國，衡量美國相對各國物價水準的倍數。

— 以 2015 年之比率為例⁷：

➤ 台灣為 2.10，表示美國物價為台灣之 2.10 倍(或台灣物價僅為美國的 47.7%)；

➤ 瑞士、日本分別為 0.73、1.17，表示美國物價分別為瑞士、日本之 0.73、1.17 倍(或瑞士、日本物價分別為美國的 137.8%、85.4%)；

⁷ IMF (2016), *World Economic Outlook*, Apr.。

▶ 馬來西亞、泰國分別為 2.75、2.80，表示美國物價分別為馬來西亞、泰國之 2.75、2.80 倍(或馬來西亞、泰國物價分別為美國的 36.3%、35.7%)。

(四)宜正確應用 PPP

1. **GDP 以 PPP 折算之 PPP GDP，不宜用於計算跨時點之變動率**。由於每回合調查下之 PPP 係根據當年度之價格與支出計算，故**不同年間 PPP GDP 之變動**，均同時包含價與量的變化，**不同於經濟成長的概念**(係衡量經濟體「量的變化」)⁸。
2. 單獨以一國之 **PLI** 做跨時點比較之意義不大，**應將區域或全球之整體平均納入考量**，方能得到較有意義之資訊⁹。

(五)結論

台灣「PPP 人均 GDP」相對「美元人均 GDP」比率較日本、瑞士等國為高，**主要反映台灣民眾的生活成本(cost of living)相對較低**；尤其台灣**健保制度完善**，民眾**醫療費用相對較低**。此外，**油電價、學費、交通費等也相對低廉**，使民眾**實質購買力相對較高**。

⁸ 參考 World Bank (2014), Purchasing Power Parities and Real Expenditures of World Economies-Summary of Results and Findings of the 2011 International Comparison Program, Ch. 5, pp. 21-28。

⁹ 參考 McCarthy, Paul (2013), “Extrapolating PPPs and Comparing ICP Benchmark Results,” in Measuring the Real Size of the World Economy: The Framework, Methodology, and Results of the International Comparison Program-ICP, Washington: World Bank, pp. 473-505。

肆、英國脫離歐盟之可能影響

英國為「歐洲聯盟」(European Union, EU, 簡稱歐盟)之成員國，惟因政治、經濟、歷史及文化等多重因素，對歐盟政治整合與政策始終存在疑慮，加以近年歐洲主權債務危機及歐盟移民政策，導致英國人民對歐盟不滿情緒升高，英國首相 David Cameron 宣布於本(2016)年 6 月 23 日舉辦公投，由人民決定英國是否續留歐盟。

英國脫離歐盟(簡稱脫歐)除將對雙方造成重大影響，並可能透過貿易及金融等外溢效果，衝擊全球經濟及金融市場。近期美國聯準會主席 Yellen 明確指出，英國脫歐公投對全球經濟金融市場造成之不確定性，為聯準會決定暫緩升息的考慮因素之一。OECD 及 IMF 等國際機構亦將英國脫歐公投列入全球經濟成長重大風險。本篇報告分析英國脫歐公投之背景，並對脫歐與留歐之利弊、脫歐對英國、全球及台灣之可能影響、英國脫歐之程序及後續與歐盟之合作模式，以及本行之因應等議題進行簡要分析。

英國脫歐對我國之影響及本行之因應

英國脫歐短期內對我國貿易之直接衝擊有限，惟長期可能透過全球金融及貿易等外溢效果，影響國內實質經濟。

1. 英國脫歐公投結果公布後，新台幣貶值，台股下跌
2. 本國銀行對英國暴險不高
3. 我國匯市英鎊之交易量及存款餘額均低，英鎊波動對交易之影響應屬有限
4. 我國貿易所受直接衝擊有限，惟實質經濟將受外溢效果影響
5. 本行將密切注意英國脫歐之後續發展，致力維持國內金融市場之穩定

一、英國脫歐之源起

1950 年代歐洲整合初期(參見附錄)，英國婉拒參與，1961 年英國首次申請加入「歐洲經濟共同體」(European Economic Community, EEC)，惟 1963 年及 1969 年遭當時法國總統戴高樂(Charles de Gaulle)兩度否決。在戴高樂下台後，**1973 年英國始加入「歐洲共同體」**(European Community, EC)¹。**1993 年含英國在內之 EC 12 個成員國**，依「馬斯垂克條約」(Treaty of Maastricht)**共同成立「歐洲聯盟」**(EU，現有 28 個成員國)，**惟英國始終與其他成員國保持距離，且未加入申根區²或歐元區。**

(一)英國對歐盟政治整合與政策長期存有疑慮

1. 對歐盟政治整合持懷疑態度

英國對於其他歐盟成員國在創建單一貨幣區後，續朝向建立政治聯盟，政治一體化邁進，始終抱持高度懷疑態度。對英國而言，加入歐盟係基於政經分離、區域合作及與國際市場相互為用之原則，其目的在透過歐盟追求自身經濟利益，對歐盟推動的政治整合無法接受，**不願向歐盟讓渡主權和立法權。**

2. 歐盟開放移民政策與歐債危機，引發英國人民不滿

長期以來，英國一直不願被歐盟法令束縛。近年來，**隨歐盟開放政策，數百萬東歐移民大量湧入英國，排擠工作機會及占用社會資源，加上敘利亞難民危機爆發，以及歐債問題不斷，英國人民對歐盟不滿情緒逐漸高漲。**

¹ 1967 年「歐洲經濟共同體」(European Economic Community, EEC)、「歐洲煤鋼共同體」(European Coal and Steel Community, ECSC)及「歐洲原子能共同體」(European Atomic Energy Community, EAEC)三者整合為「歐洲共同體」(EC)。

² 申根區係 1995 年為履行在盧森堡申根地區簽署之「申根公約」(Schengen Agreement)而成立，目的為取消公約成員國間的邊境管制，因此持有任一成員國有效身分證或申根簽證者，得以在所有成員國境內自由移動，目前申根區成員有 26 國。

(二) 本次係英國第二度以公投決定是否續留歐盟

1975 年英國曾就是否續留 EC 舉行第 1 次公投，當時續留陣營以 67% 支持率獲勝。近年來，多位政治人物及團體認為，由於歐盟對成員國控制日益增加，要求再次舉辦公投。首相 Cameron 為吸引選票並平息其保守黨內部分人士之脫歐主張，於 2013 年競選期間表示若保守黨勝選將舉行脫歐公投。

2015 年 5 月首相 Cameron 信守競選承諾，開始推動脫歐公投議案，隨後並向歐盟提出多項改革要求。本年 2 月，歐盟同意英國在歐盟享有「特殊地位」、限縮移民福利及在經濟主權等議題上有更多彈性的改革要求，惟英國政府仍宣布將於 6 月 23 日就是否脫離歐盟舉行公投³。

(三) 首相 Cameron 將公投作為政治手段，激化黨內及國內分裂，恐成歷史罪人⁴

近日 The New York Times 指出，許多人認為本次公投是一場完全不必要的擲骰子賭注。起初只是首相 Cameron 為平息黨內紛爭而採取的低風險計謀，最後卻演變為造成毒害的全民公投，甚至連自己的閣員也批評他腐蝕政治信任與說謊。學者亦認為脫歐公投係首相 Cameron 之政治手段，將危及其政治生涯。倫敦政經學院教授 Tony Travers 指出，首相 Cameron 舉辦脫歐公投的動機，主要是基於黨內考量而非為國家著想。倫敦瑪麗皇后大學(Queen Mary University of London)教授 Tim Bale 認為，倘若留歐派輸了，首相 Cameron 將因政策失算而含辱下台。

此次公投不僅造成保守黨內訌加劇，且在脫歐陣營聲勢壯大，雙方激烈攻防下，激化英國社會之仇外、種族主義、本土意識，以及對穆斯林和移民的仇恨，致國內嚴重分裂，亦可能重創英國經濟，甚至影響未來英國走向。

英國 Financial Times 專欄作家 Martin Wolf 亦表示，本次公投是其有生以來所見英國政府最不負責任之行為⁵。不論公投結果為何，首相 Cameron 之政治生涯均岌岌可危，且可能成為英國之歷史罪人。

³ 本年 6 月 17 日俄羅斯總理 Vladimir Putin 表示，英國舉辦脫歐公投，可能係欲藉此恫嚇歐洲。在眾多反對英國脫歐國家中，唯有俄羅斯被認為暗地裡支持脫歐，主要係英國脫歐勢將削弱歐盟氣勢，對其具政治上利益。

⁴ Erlanger, Steven and Stephen Castle (2016), "In Brexit Vote, David Cameron Faces Problem of His Own Making," *The New York Times*, June 21。

⁵ Wolf, Martin (2016), "The Self-Inflicted Dangers of the EU Referendum," *Financial Times*, May 27。

(四)脫歐及留歐陣營勢力相當

英國、美國及法國等國家之領袖與 IMF 均呼籲英國選民考量經濟、就業及金融等利益，選擇留歐；而前倫敦市長與部分閣員等則主張脫歐，認為此舉才能讓英國重新取得國家主權與邊境移民政策等之決定權。

留歐派支持者	
身分	意見
英國財政大臣 George Osborne	脫歐將使英國產生 300 億英鎊財政缺口，未來將提高所得稅和遺產稅，並減少醫療和教育開支。
英國前首相 John Major 與 Tony Blair	脫歐將危害英國的團結，引發蘇格蘭重啟獨立議題，並可能對北愛爾蘭情勢造成動盪。
IMF 執行長 Christine Lagarde	脫歐將對英國經濟造成負面衝擊，外溢效應恐影響全球經濟。
歐盟理事會主席 Donald Tusk	脫歐可能造成歐盟與西方文明解體。
美國總統 Barack Obama	英國若脫歐，與美國談判貿易協定須排在歐盟之後。
美國聯準會主席 Janet Yellen	脫歐可能影響全球金融市場與經濟。
德國總理 Angela Merkel	呼籲英國留歐才能發揮更大影響力。
德國財政部長 Wolfgang Schauble	英國若脫歐，將失去重新協商之退路。
法國總統 Francois Hollande	脫歐將使英國在移民、金融方面承受極大衝擊。
法國經濟部長 Emmanuel Macron	英國若脫歐，將變成孤立的邊境小國。

脫歐派支持者	
身分	意見
前倫敦市長 Boris Johnson	歐盟的作為正損害英國主權，且首相 Cameron 與歐盟達成之改革協議並未能使歐盟進行根本性改革，主張脫歐公投是一生一次的機會。
英國獨立黨黨魁 Nigel Farage	鼓勵選民推翻德國主宰的歐盟，英國脫歐將造成骨牌效應，丹麥、荷蘭、瑞典和奧地利亦將陸續離開，歐盟將會瓦解。
英國司法大臣 Michael Gove	歐盟成員國不斷增加，恐導致上百萬人移入英國，政府將無法控制邊境，移民很可能會拖垮英國的大眾醫療系統。
前英國就業與退休保障大臣 Iain Duncan Smith	留歐將使恐怖攻擊事件更可能在英國發生，邊境開放使英國無法檢查與控制過境者。
英國文化大臣 John Whittingdale	若未脫歐，除非英國加強邊界管制，否則調漲最低工資可能導致更多移民赴英。
英國下議院領袖 Chris Grayling	若繼續留在未進行重大改革之歐盟，對英國而言將是災難。
美國共和黨總統提名人 Donald Trump	脫歐讓英國避免歐盟的官僚作風和移民政策。

資料來源：整理自 Sabur, Rozina (2016), "Who Wants to Leave the European Union?" *The Telegraph*, June 20; Sabur, Rozina (2016), "Who Wants to Stay in the European Union?" *The Telegraph*, May 19 及相關媒體報導

二、英國脫歐與留歐之利弊觀點

(一)英國脫歐之利弊觀點

脫歐派認為，英國若離開歐盟，在貿易、財政、立法及金融自由度等方面，均將有更好的發展；留歐派人士則指出，脫歐恐使英國貿易成本上升，且有損投資成長、金融地位與政治穩定性。

英國脫歐之利	
貿易自由度提高	英國將與歐盟重新協商新的合作關係， 無須受歐盟法規約束 。
可運用經費增加	英國 無須再每年繳交71億英鎊予歐盟 ，此筆經費可用於科學研究與新興產業。
取得法規自主權	將使英國重獲對勞動法規、醫療保健及國家安全等措施之自主權。
移民政策自由度增加	英國不須完全配合歐盟之移民政策， 可改變代價高昂且失控之移民制度 。
國際地位上升	英國在歐盟內影響力甚微。脫歐後可重新在國際取得地位，並能在自由貿易與國際合作發揮較大影響力。
金融自由度提高	歐盟法規較為繁複，脫歐意味倫敦金融業將更有彈性，有助提高競爭力。

英國脫歐之弊	
貿易成本上升	可能危及英國與主要貿易夥伴之關係，使英國 面臨高關稅壁壘與勞務移動限制 。
外人投資減少	失去歐盟之連結或將使外資進駐之興趣大減，在英國設廠之大企業亦可能撤離。
金融地位滑落	倫敦國際金融中心地位恐遭法蘭克福或巴黎取代 ，金融業在英國之部署亦將做出調整。
政治不穩	親歐的 蘇格蘭恐藉機爭取獨立 ，導致英國分裂。
貿易規模縮減	將使與歐盟之貿易規模大幅萎縮。
勞動力下滑	可能使英國加重移民控管，恐造成勞動力挹注不足，傷害經濟成長。
英國省下之預算貢獻將被 GDP 之損失抵銷	脫歐雖可減少對歐盟預算之支付，但 只要脫歐對英國造成逾1%的 GDP 損失 ，其所節省的財政支出好處，將 被財政收入之減少抵銷 。
可能仍須受歐盟法規之限制	智庫 Open Europe 估計， 脫歐後若得以廢除相關法規，最多可省下大約128億英鎊 ，惟英國不見得能廢除相關之歐盟法規，尤其 若要繼續與歐盟往來 ，恐須效法挪威或瑞士，既要在 法規上與歐盟接軌 ，又 無法對法規內容有決定權 。

資料來源：主要參考 The Economist (2015), "A Background Guide to 'Brexit' from the European Union," October 19; IMF (2016), "Country Report-United Kingdom: Selected Issues," June 17; HM Treasury (2016), "HM Treasury Analysis: The Long-Term Economic Impact of EU Membership and the Alternatives," April

(二)英國留歐之利弊觀點

留歐派強調，歐盟成員國身分使英國獲得貿易與市場之便利，而外來移民不僅未排擠人民就業機會，反而有助填補就業市場空缺，促進經濟發展。脫歐派則宣稱，留歐將加重英國之財政負擔，並需承擔歐元區之經濟風險與移民問題。

英國留歐之利	
維持較佳貿易條件	英國對歐盟出口占總出口比重約5成，續留歐盟可免出口關稅，貿易條件較佳。
提高家庭所得	雖須貢獻歐盟預算，惟若歐盟實施首相 Cameron 提出之經濟改革後，留歐之好處將可使英國 GDP 成長4%，相當使每一英國家庭多收入2,800英鎊。
享受法規標準化之便利	多數歐盟法規已整合為單一之歐洲標準，減少作業程序並使企業獲益。
補充就業人力	外來移民有助增加勞動力，對人均 GDP 有正向助益，且為公共福利貢獻更多稅收。
保有在歐盟及國際機構之影響力	英國可與歐盟全體成員國之代表共同合作，提高在國際機構之影響力。

英國留歐之弊	
需提撥額外之歐盟預算	歐盟可能增加預算，以因應過往開銷及持續增加的移民及難民，將使英國需額外支付24億歐元的預算負擔。
承擔歐洲經濟成長停滯風險	英國留歐將必須面對並處理歐元區經濟成長停滯等問題。
面臨移民危機	歐盟之人口自由移動原則，恐對英國邊境安全造成嚴重威脅。

資料來源：主要參考 The Economist (2016), "In, Out, Find a Fib to Shout," March 5; The Economist (2015), "A Background Guide to 'Brexit' from the European Union," October 19; HM Treasury (2016), "HM Treasury Analysis: The Long-Term Economic Impact of EU Membership and the Alternatives," April

三、脫歐對英國經濟與金融之不利影響

英國脫歐可能透過貿易及投資等管道衝擊經濟成長，且迫使英國須重新安排與歐盟合作之替代模式，該協商過程可能耗費數年，致英國經濟不確定性升高，進一步損及消費及投資，並影響其國際金融地位與內部政治穩定。

(一)經濟成長恐因貿易及投資等負面衝擊而下滑

英國脫歐可能使貿易壁壘提高，加上投資及就業下滑，英國財政部預估英國短期 GDP 恐減少 3.6%~6.0%，各國國際機構預估之減少幅度約為 1%~6%。長期則視脫歐後英國與歐盟之合作模式選定而有不同結果。

1. 短期內英國 GDP 減少 1%~6%

- (1)貿易規模萎縮：英國脫歐後將無法繼續享有單一市場優惠，未來將須與其他經濟體重啟貿易談判，恐致貿易規模萎縮，貿易成本上升。
- (2)投資及就業機會減少：脫歐導致進入歐盟市場之管道限縮，亦可能降低外人投資意願，在資本累積減緩與資源重新配置下，供給面成長可能減速，且企業招聘減少恐致勞工喪失就業機會，失業率上揚⁶。
- (3)不動產風險提高：投資下滑恐進一步衝擊商業不動產部門，且人口流動趨緩之長期影響及不動產價格下跌造成之消費者信心滑落，將不利於住宅部門及營建業⁷。
- (4)主權評等恐遭降級，外部融資成本升高：英國 2015 年經常帳逆差高達 1,480 億美元，全球排名第 2，相當於 GDP 的 5.2%。脫歐後勢將面臨鉅額資金外移及匯率大幅波動，而其目前保有之 AAA 最高級國家評等，恐難逃調降 1 級以上之結果⁸。經濟成長面臨下行風險，英鎊亦將面臨貶值壓力，且恐推升通膨。

⁶ 例如日本有逾 1,300 家企業在英國聘用超過 14 萬人，汽車廠在英國設廠主要是為了出口至其他歐盟國家。一旦英國脫歐，部分日本企業可能考慮將總部移往歐洲其他國家。

⁷ S&P (2016), "Brexit and the Risks for U.K. Real Estate," April 7.

⁸ S&P (2016), "Brexit Would Spell the End of the UK's AAA Rating," May 20.

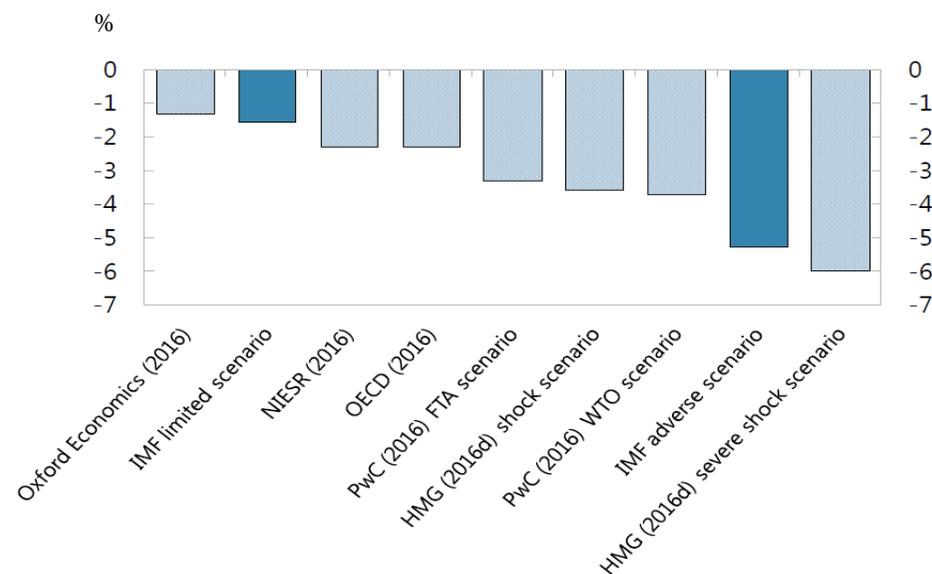
英國財政部估計，英國脫歐 2 年內可能導致 GDP 減少 3.6%~6.0%。多數國際機構預估減少幅度約 1%~6%，其中 IMF 以兩種模擬情境進行評估⁹，並指出包括產出及就業均可能受到重大負面衝擊，且不確定性持續越久，越不利於英國之貿易協商，短期及中期成本將更高。

英國財政部估計脫歐對英國經濟 2 年內之影響

	一般情況	嚴重情況
GDP (%)	-3.6	-6.0
通膨率 (百分點)	+2.3	+2.7
失業率 (百分點)	+1.6	+2.4
失業人數 (萬人)	+52	+82
平均實質薪資 (%)	-2.8	-4.0
住宅價格 (%)	-10	-18
英鎊匯率指數 (%)	-12	-15
公部門淨借入金額 (億英鎊)	+240	+390

資料來源：HM Treasury (2016), "HM Treasury Analysis: the Immediate Economic Impact of Leaving the EU," April

各機構估計英國脫歐短期對 GDP 之影響



註：除 HMG 以 2017~2018 財政年度為估計期間外，其他機構為 2018 年全年。
資料來源：IMF (2016), "Country Report-United Kingdom: Selected Issues," June 17

2. 長期經濟效應視脫歐後英國與歐盟之合作模式而異

各機構預估脫歐對英國之長期影響，主要係基於對英國與歐盟最終選定之合作模式不同，各層面衝擊程度及英國政府政策調整速度等假設不同，看法各異。英國財政部就脫歐後與歐盟合作方式之其中 3 種情境，模擬出脫

⁹ IMF 分別設定有限(limited)及不利(adverse)情境，其中有限情境係假設英國脫歐後，能獲得類似挪威與其他歐洲經濟體之經貿關係模式，不確定性較低；不利情境則假設英國脫歐後無法與歐盟達成新的貿易協定，且受制於 WTO 的貿易條款，而必須與個別經濟體經歷漫長協商，對 GDP 之衝擊較大。

歐 15 年後 GDP 減少幅度可能擴大至 3.8%~7.5%。另 Minford(2016)等少數機構則假設在貿易談判順利完成，並獲益於歐盟法規免除之情況下，可能提升其 GDP。

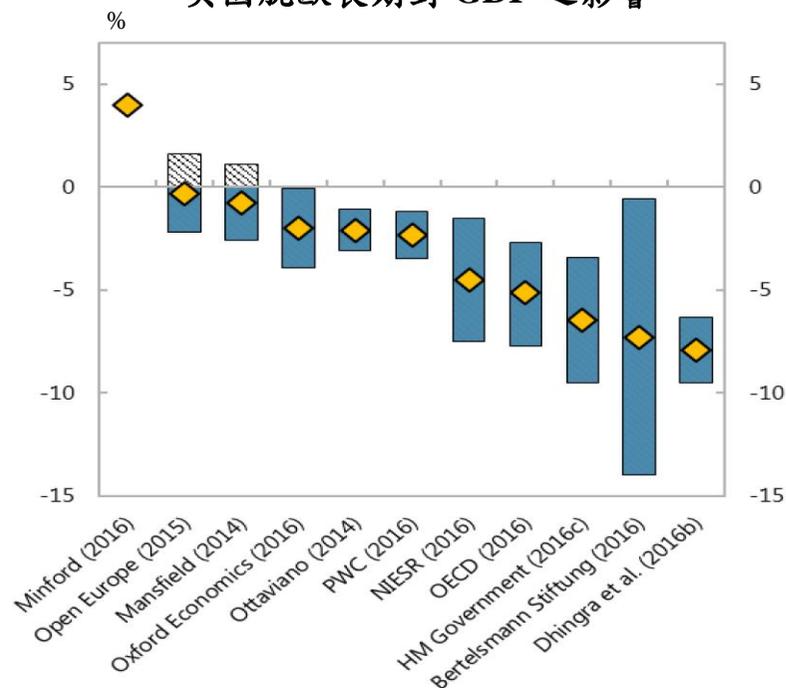
英國財政部估計脫歐對英國經濟 15 年後之影響

	EEA 成員國	與歐盟簽訂 FTA	與歐盟未簽訂特殊協定 (WTO 成員國)
GDP (%)	-3.8	-6.2	-7.5
人均 GDP (英鎊)	-1,100	-1,800	-2,100



資料來源：HM Treasury (2016), "HM Treasury Analysis: The Long-Term Economic Impact of EU Membership and the Alternatives," April

英國脫歐長期對 GDP 之影響



註：藍色部分為可能變化範圍，黃色方塊為可能變化之中間值。

資料來源：IMF (2016), "Country Report-United Kingdom: Selected Issues," June 17

(二) 需靠增稅及刪減公共支出以化解脫歐對經濟之衝擊

脫歐對英國經濟的衝擊或將迫使英國政府重新調整支出計畫，致退休金及醫療支出減少，如健保、教育及國防支出可能縮減 2%，退休金支出亦將面臨類似減幅。近期英國財政大臣 **George Osborne** 則警告，若脫歐，需 300 億英鎊緊急預算化解經濟衝擊，可能透過調高稅率及刪減公共支出籌資。

(三)喪失「牌照通行權」恐傷害金融業發展，使倫敦失去全球主要金融中心地位

金融產業創造英國約 8%的國民所得，為其經濟重要部分。目前英國因享有歐洲單一市場「牌照通行權」(passporting rights)，金融業者只要在歐盟其中一個成員國獲得牌照，便可在歐盟各國掛牌執業。倘若脫歐，英國銀行與投資公司將喪失此權利，預計將使英國金融交易每年減少 670 億~920 億英鎊，並導致 7 萬~10 萬人失業¹⁰。

(四)不利英鎊作為國際準備貨幣之地位，並加重債務負擔

英國經濟成長下滑及英鎊弱勢可能使各國央行將英鎊資產轉換為其他幣別資產，一旦全球央行外匯存底中持有英鎊資產比率低於 3%，英國對外籌資成本可能上揚，在目前外債對 GDP 比率高達 412%下，恐衝擊其金融穩定¹¹。

(五)保護主義色彩加重，並引發國內其他地區仿效要求舉行獨立公投

英國未來保守黨內閣組成將更偏向「疑歐主義」(euroscepticism)陣營，國內政治環境亦將更加對立。英國可能轉變為更保守、保護主義色彩更重，且對移民管制更嚴密之國家。

而蘇格蘭因持續受惠於歐盟之補助，一旦英國脫歐，恐激起蘇格蘭啟動第 2 次獨立公投，且可能直接跟歐盟談判要求獨立並加入歐盟。

另北愛爾蘭亦恐要求再行獨立公投，加深英國內部政治與社會動盪。

¹⁰ The Economist (2016), "City Blues," May 7。

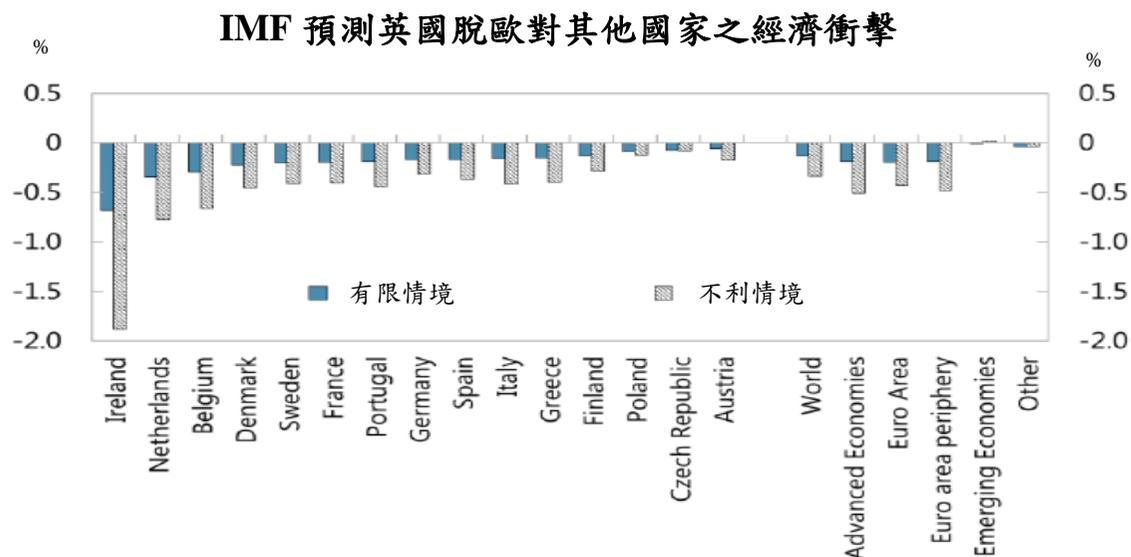
¹¹ S&P (2016), "Brexit Is a Risk to the Reserve Status of Sterling," May 25。

四、英國脫歐對全球之影響

(一)多數歐盟國家經濟成長將受到負面衝擊；亞洲對英國出口比重不高，影響較有限

英國脫歐除將對雙方造成重大影響，並可能透過貿易及金融等外溢效果，對全球經濟造成威脅。OECD(2016)預測，英國脫歐將使2018年其他歐洲經濟體產出下降約1個百分點¹²。

IMF(2016)預測，歐盟其他地區在2018年受英國脫歐影響之負面外溢效應，產出可能下降0.2%~0.5%；全球其他地區則視對英國之貿易、金融等連結深淺，以及政策空間等不同，產出下降0%~0.2%。



註：有限(limited)情境係假設不確定性較低，評估至2018年；不利(adverse)情境則假設衝擊較大，評估至2019年。

資料來源：IMF (2016), "Country Report-United Kingdom: Selected Issues," June 17

¹² OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, June 1。

國際信評機構 S&P(2016)指出，歐洲國家受衝擊較大者為：**愛爾蘭、馬爾他、賽普勒斯、瑞士、比利時、荷蘭與西班牙**。

受影響較大之歐洲國家	與英國之金融與貿易關係
愛爾蘭	與英國存在密切的 貿易與人口移動關係 ，其金融部門亦因銀行業於英國廣設分支機構，而對英國高度暴險，惟若英國脫歐，愛爾蘭反而可望受惠其 歐元區成員國身分 ， 提高與美國或其他歐盟國家之貿易往來 ，並 吸引更多 FDI 進入其金融產業 。
馬爾他	金融體系 對英國暴險金額偏高，且 出口 高度倚賴英國，成為英國脫歐之潛在受害者。
賽普勒斯	前往英國工作人口眾多，每年 自英國匯回之海外所得相當於該國 GDP 的 0.6% 。
瑞士	對英國之 直接投資部位 甚鉅，且其金融機構於英國設置眾多分支機構， 持有大量英國金融資產 ，規模相當於瑞士 2015 年 GDP 的 65%，而英國脫歐議題亦使具有避險功能的 瑞郎承受龐大的升值壓力 。
比利時	對英國 FDI 金額於歐洲國家中僅次於瑞士，主要投資於 服務業 。
荷蘭	航運與相關運輸產業 與英國緊密相連。
西班牙	對英國的投資項目主要來自其 零售銀行與電信產業 ，亦有大量人口前往英國工作。

資料來源: S&P (2016), "Who Has the Most to Lose from Brexit? The Brexit Sensitivity Index," June 9

由於**亞洲對英國出口占亞洲地區 GDP 僅 0.7%**，即使脫歐後英國進口量大幅下滑，直接造成**亞洲地區 GDP 可能僅減少 0.2%**；惟**香港對英國的服務出口占其 GDP 比重約 2.3%**，所受影響較為顯著¹³。

(二) 引發全球金融市場震盪

本年 6 月以來因脫歐民調一度領先，已出現**英鎊重貶**、全球股市重挫現象。**避險需求造成英國及德國 10 年期公債殖利率一度下跌至歷史低點**，德國 10 年期公債殖利率更首度跌至負值。**預計脫歐後恐再度造成新一波熱**

¹³ Simpson, Colin (2016), "What Brexit Would Mean for Asia's Economies," *Bloomberg*, June 2。

錢流出，英鎊可能崩跌，全球金融市場陷入動盪。歐洲央行、英國央行及瑞士央行均表示將適時供應充裕美元，英國央行亦可能降息，以緩和歐洲銀行業之不安心理。

(三)恐助長歐盟成員國「疑歐主義」之勢力，並使歐盟內部政治力量更難平衡

1. 短期影響：引發其他歐盟成員國仿效要求舉辦脫歐公投

英國脫歐將使近來因歐債危機、移民潮等問題已陷入困境的歐盟更形困窘，助長「疑歐主義」勢力，亦可能讓對歐盟具負面觀感之義大利、法國及希臘等國亦舉辦脫歐公投，使歐盟出現瓦解風險。

2. 長期影響：歐盟影響力降低，內部政治力量更難平衡

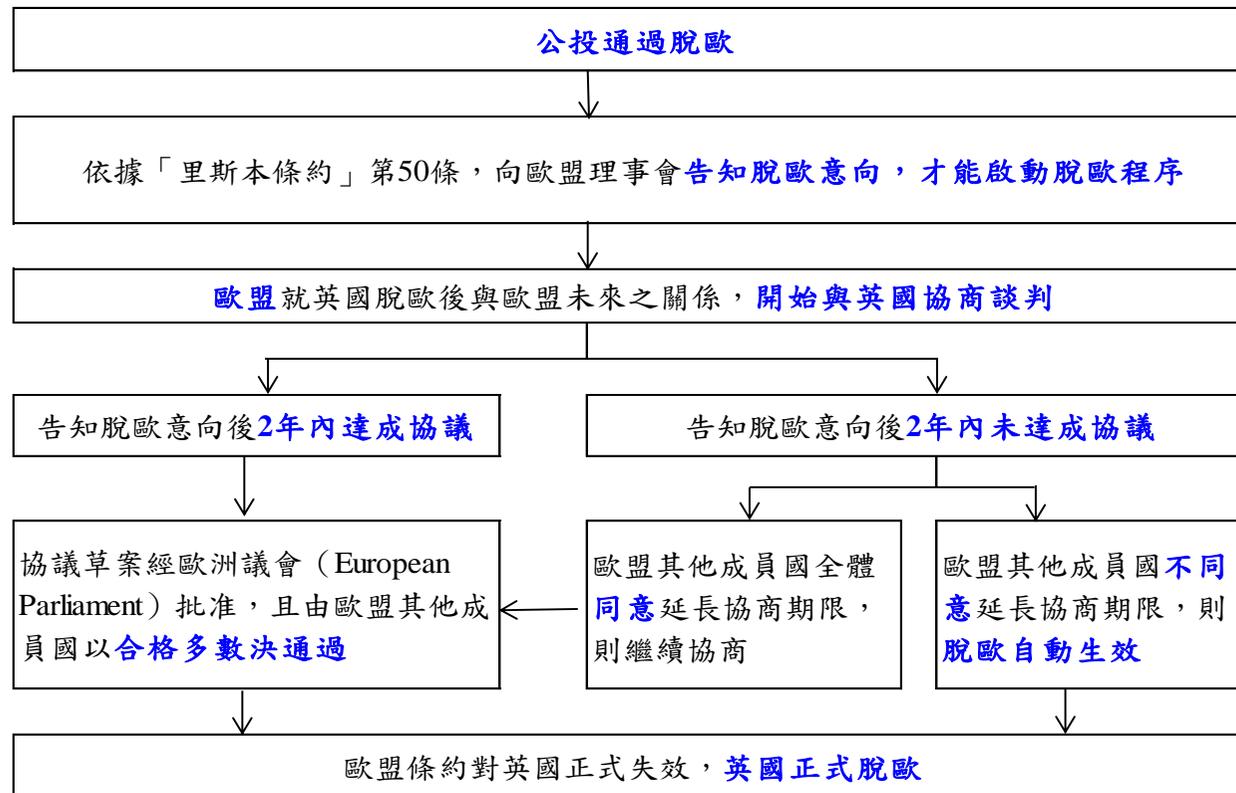
歐盟失去英國這一經濟大國，可能使其威望與影響力減低，德國恐將更強勢，內部政治力量更難平衡。在歐盟更趨保守，保護主義更盛下，繼而影響其新貿易協定之簽署，以及歐盟與美國之協商關係。

五、英國通過脫歐公投後，須依「里斯本條約」第 50 條啟動脫歐程序

(一)公投決定脫歐後，須根據「里斯本條約」第 50 條啟動脫歐程序，始能順利脫歐

英國通過脫歐公投後，須根據「里斯本條約」(Treaty of Lisbon)第 50 條規定，向歐盟理事會(European Council)告知脫歐意向，以啟動脫歐程序，透過談判協商制定新協議，始能完成脫歐程序。

英國脫歐程序



資料來源：BBC (2016), "Brexit: EU Spells out Procedure for UK to Leave," June 26

(二) 脫歐程序啟動後，將進入漫長協商過程，惟未立即影響英國為歐盟成員國之權利及義務

英國向歐盟告知脫歐意向後，歐盟將與英國進行脫歐協商談判。一旦進入談判程序，何時完成協議，無法預期。較快之情況為，2年內雙方順利達成協議；若2年內未達成協議，且其他成員國不同意延長協商期限，英國即自動脫歐，若其他成員國均同意延長協商期限，則脫歐程序將再拖延。

根據「里斯本條約」規定，英國在未完成脫歐程序之前，仍為歐盟正式成員國，除不得參與歐盟有關英國脫歐相關之討論與決定外，不因脫歐談判而改變英國之成員國權利與義務。

六、英國脫歐後與歐盟建立合作關係之方式

英國脫歐後，必須重新與歐盟談判，依據其與歐盟關係緊密程度由高至低，依序有下列幾種選擇模式。

(一)參與歐洲經濟區(European Economic Area, EEA)：挪威模式

以挪威為例，該模式仍可取得進入歐洲單一市場之權利，惟須完全遵守歐盟法規，且允許人員自由移動。原則上出口商品至歐盟仍可維持零關稅，提供金融服務亦被許可。在該模式下，仍須繳交預算給歐盟(如挪威每人所繳預算約為英國每人所繳之 80%~90%)，但無法參與許多歐盟對外貿易協定，並喪失對歐盟法規制定及其他決議之表決權。

(二)參與歐洲自由貿易聯盟(European Free Trade Association, EFTA)：瑞士模式

以瑞士為例，該模式透過與歐盟建立條約進入歐洲單一市場，允許人員自由移動，可免除特定商品關稅及配額限制，惟未開放金融服務業，且須另行協商 FTA。另須遵循歐盟法規並貢獻預算(瑞士接受申根協議、每人所繳預算約為英國每人所繳之半)，且無投票權。

(三)與歐盟建立關稅同盟：土耳其模式

以土耳其為例，該模式在歐盟境內採共同關稅、同一商業政策，但和其他國家另行簽署關稅協定。雖可免除內部關稅壁壘，惟可能僅涵蓋特定部門，未包括服務，且亦須遵守歐盟產品市場規範。

(四)與歐盟簽訂 FTA：加拿大模式

以加拿大為例，出口商品至歐盟可維持零關稅，惟可能須遵守共同標準與法規，但仍保有若干獨立性，如可限制人員移動、不須貢獻歐盟預算等。惟不包含所有商品，且若欲於歐盟成員國從事金融服務，須事先獲得許可。

(五)遵循 WTO 規範

該模式可自由制定法規，限制人員移動，且無須貢獻歐盟預算，惟須遵守 WTO 對關稅稅率之規定，與歐盟之貿易條件和其他未與歐盟簽署優惠貿易協議之國家相同，且須重新與 WTO 之 53 個已與歐盟簽署 FTA 之成員國重新談判，商品與服務貿易障礙將提高，長期可能產生非關稅壁壘，對服務貿易傷害尤深。

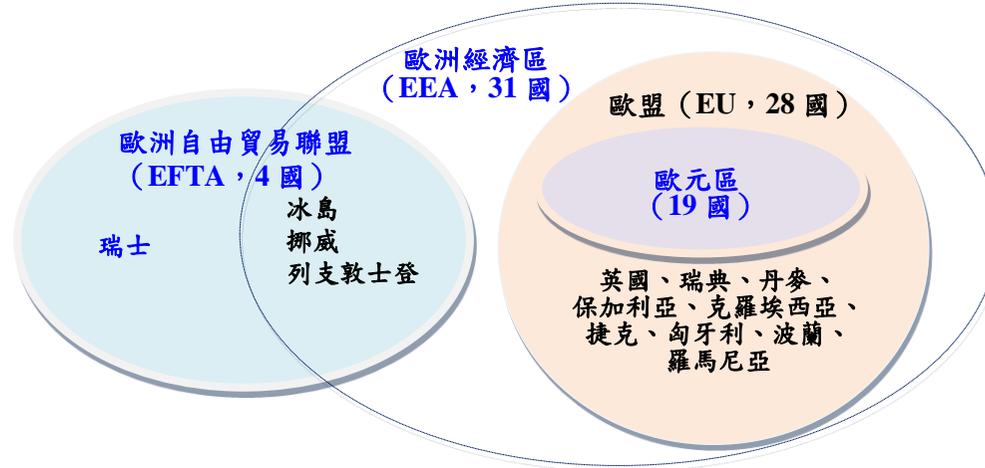
英國與歐盟關係之可能模式

		進入單一市場，從事貨物及服務的貿易									
		對歐盟法規制定具表決權	免關稅貿易	關稅同盟與對外貿易	企業經營的公平競爭環境	更緊密的聯盟關係	司法及內政	人員的自由移動	開放邊境的申根區	貢獻歐盟預算	歐元區成員
英國的歐盟會員資格現況		●	●	●	●	-	○	●	-	○	-
標準的歐盟會員資格		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
挪威(非歐盟會員的 EEA)		-	○	-	○	-	○	●	●	○	-
雙邊協議	瑞士	-	○	-	○	-	○	●	●	○	-
	土耳其	-	○	○	○	-	-	○	-	-	-
	加拿大	-	○	-	○	-	-	-	-	-	-
WTO 會員		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

關係最為緊密	●
部分關係、自願、特別協議	○
沒有關係	-

資料來源：HM Treasury (2016), “Alternatives to Membership: Possible Models for the United Kingdom outside the European Union,” March

歐洲各經濟合作組織一覽



組織名稱	總數	涵蓋國家
歐元區 (Euro Area)	19 國	奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、西班牙、希臘、賽普勒斯、斯洛維尼亞、馬爾他、斯洛伐克、愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛
歐盟 (European Union, EU)	28 國	歐元區 19 國、英國、瑞典、丹麥、保加利亞、克羅埃西亞、捷克、匈牙利、波蘭、羅馬尼亞
歐洲經濟區 (European Economic Area, EEA)	31 國	歐盟 28 國、冰島、挪威、列支敦士登
歐洲自由貿易聯盟 (European Free Trade Association, EFTA)	4 國	瑞士、冰島、挪威、列支敦士登

一般認為，英國可能採用挪威模式、瑞士模式，或土耳其模式，惟**實務上歐盟可能僅會提供類似挪威模式或加拿大模式**，而**加拿大模式未涵蓋所有貿易**，未消除非關稅障礙，且**幾乎排除全部的金融服務貿易**，而且還可能**耗費數年協商**，對英國恐較為不利。而在**WTO 的規範下與歐盟進行貿易**，大多數經濟學者認為，對英國經濟的**傷害將為最大**¹⁴。

¹⁴ The Economist (2016), “After the Vote, Chaos,” *The Economist*, June 25; The Economist (2016), “A Tragic Split,” *The Economist*, June 24; McBride, James (2016), “The Debate Over ‘Brexit’” *Council on Foreign Relations*, April 22。

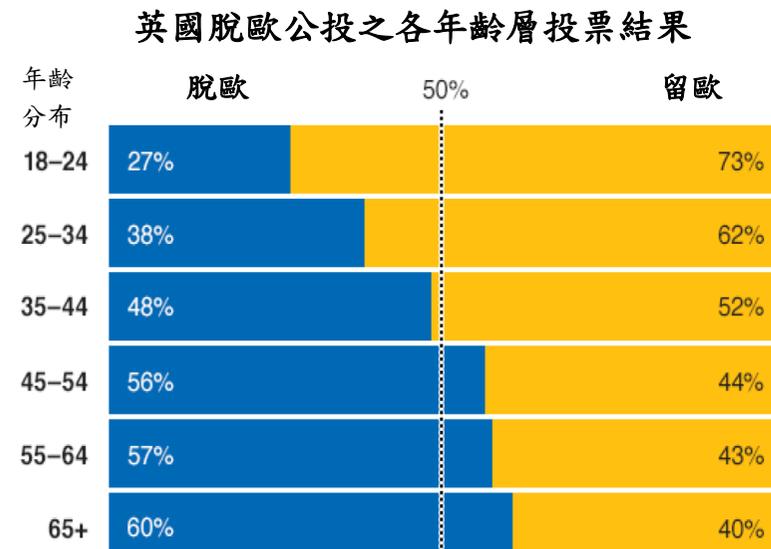
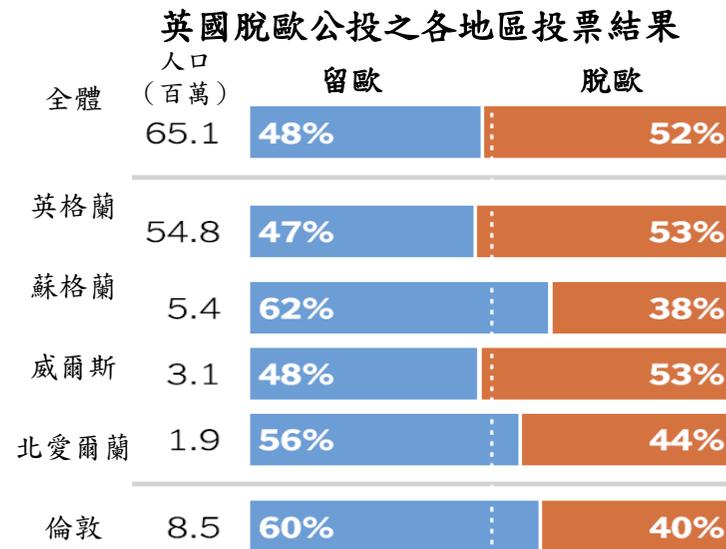
七、英國公投結果脫歐派勝出

(一)脫歐派以 51.9%得票率勝出，顯示地區性差異與年齡層之代溝

英國脫歐公投結果，**總投票率為 72.2%**。留歐派得票數為 16,141,241 票，**得票率 48.1%**；脫歐派得票數為 17,410,742 票，**得票率為 51.9%**，**脫歐派勝出**。

1. 支持留歐比例較高地區：蘇格蘭、北愛爾蘭及倫敦

調查顯示，**蘇格蘭、北愛爾蘭及倫敦選擇留歐**之比例明顯較高，其中**蘇格蘭**的親歐傳統，加上持續**受惠歐盟補助**，使選民相信留歐利益大於脫歐；**北愛爾蘭**因與鄰國**愛爾蘭**接壤，雙方**人員與貿易往來密切**，而愛爾蘭為歐盟成員國，對北愛爾蘭而言，繼續**留在歐盟較為有利**。



資料來源：Aisch, Gregor, Adam Pearce and Karl Russell (2016), "How Britain Voted in the E.U. Referendum," *The New York Times*, June 24; Kelly, Jon (2016), "Brexit: How Much of a Generation Gap Is There?" *BBC*, June 24

2. 年輕選民多選擇留歐，年長選民則多支持脫歐

以年齡層觀察，**年輕人選擇留歐**之比例較高，**年長者**則較**偏向脫歐**，主要因許多**年長選民**懷念過去的英國，相信脫離歐洲的英國會更強盛；**年輕選民**則較能接受多元文化，享受能在歐盟各國工作與旅行的自由，且認為脫歐將使英國未來面臨許多不確定性。

(二)脫歐派以節省預算及限制移民等主張獲取人民支持

一般認為，脫歐派勝出之主要原因如下¹⁵：

1. 留歐派提出脫歐帶來之經濟負面影響，引起人民反感

留歐陣營不斷發出警告，指出脫歐將對經濟帶來負面影響，包括 IMF、OECD 等機構均表示英國脫歐將造成失業率上升，以及英鎊下跌等衝擊，**逐漸引起英國人民反感**，並決定不再理會該項恐嚇。

2. 脫歐派以脫歐後可節省貢獻歐盟之預算吸引選民

脫歐派指出，**脫歐後將無須繳交每週 3.5 億英鎊的歐盟預算**，可轉用於健保等民生支出，由於數字龐大且容易理解，**對各年齡層選民均有極大吸引力**。

3. 脫歐派以爭取邊境控管自主權獲人民認同

移民問題為英國人民持續關注之問題，**脫歐派藉由英國人民對於移民問題的擔憂，以爭取邊境控管自主權等主張獲得人民之認同**。

¹⁵ BBC (2016), “Eight Reasons Leave Won the UK’s Referendum on the EU,” June 24。

(三)英國脫歐之後續發展不確定性仍高

1. 英國首相 Cameron 辭職，何時啟動脫歐程序仍不確定

英國首相 **Cameron** 於脫歐公投通過後宣布，將於本年 10 月辭去首相一職，並表示將由新首相負責啟動脫歐程序，歐盟已要求英國儘快啟動脫歐程序。2 年內英國與歐盟能否就新關係達成共識，仍充滿高度不確定性。歐盟理事會主席 **Donald Tusk** 則表示，英國除需重新與歐盟談判新的協議，且須經由其他 27 個成員國表決同意，可能要花上 5~7 年時間。

2. 英國民眾連署就脫歐議題再度舉行公投

公投結果宣布後至 6 月 27 日止，已有逾 360 萬名英國民眾連署就脫歐議題再度舉行公投，訴求為英國政府應考慮在總投票率低於 75%，獲勝方得票率低於 60% 之情況下，舉行二次脫歐公投¹⁶。然而，BBC 指出，英國舉行二次公投之機率可能為零，主要係因法令無法溯及既往，若要設立公投之門檻，須於公投前確立，並讓所有選民了解相關規則¹⁷。

3. 英國國會具有公投法案之最終裁量權

工黨資深國會議員 **David Lammy** 指出，公投結果基本上僅具諮詢意義，並不具法律約束力，國會仍具有最終裁量權，無須依據或採納公投結果，**Lammy** 主張國會推翻公投脫歐之決定。

4. 蘇格蘭政府考慮於議會否決英國脫歐案，並舉行脫離英國獨立之公投

蘇格蘭地區支持留歐比例較高，蘇格蘭首席大臣 **Nicola Sturgeon** 於公投後表示，將採取一切必要措施，以確

¹⁶ Millward, David (2016), "Petition for EU Referendum Re-Run Hits 3.6 Million as David Lammy MP Calls for Parliament to Block Brexit," *The Telegraph*, June 27.

¹⁷ BBC (2016), "Second EU Referendum Petition Investigated for Fraud," June 26.

保多數蘇格蘭選民支持留歐之意願受到尊重。脫歐公投所通過之法案，亦須經蘇格蘭、威爾斯及北愛爾蘭議會批准，Sturgeon 主張，為保護蘇格蘭之利益，蘇格蘭議會將考慮阻擋英國脫歐法案，而蘇格蘭極有可能舉行第 2 次脫離英國獨立之公投，因為這可能是確保蘇格蘭留在歐盟的唯一方法¹⁸。

5. 倫敦可能喪失主要金融中心地位

公投前，國際主要銀行 JPMorgan 曾指出，可能會將 4,000 個職務移出英國，惟會等到英國展開脫歐談判，銀行可執行業務之情況較為明朗後，才決定是否採取外移行動；匯豐銀行亦曾表示，可能將 1,000 名交易員職務移至巴黎¹⁹。主要因英國脫歐後，銀行將失去在英國掛牌後即可在歐盟各國執業的「牌照通行權」，因此大型銀行考慮將業務由倫敦移至都柏林、巴黎或法蘭克福等地，但目前多維持觀望態度。

¹⁸ BBC (2016), “Sturgeon Pledges to 'Protect' Scottish EU Interests,” June 25。

¹⁹ Arnold, Martin and Laura Noonan (2016), “Banks Begin Moving Some Operations out of Britain,” *Financial Times*, June 26。

八、英國脫歐公投結果造成全球金融市場劇烈動盪

(一)英國金融市場大幅波動，信評機構調降英國債信評等

英國公投決定脫歐，6月24日英鎊兌美元即呈現重挫，單日貶幅達8.05%；英國股市開盤後立即大跌，當天計下跌3.15%。6月27日金融情勢續呈震盪，英鎊一度貶至1英鎊兌1.3121美元，為1985年以來最低水準；英國股市續跌，但跌勢趨緩。累計兩日英鎊兌美元貶值11.1%，股市下跌5.62%。國際信評機構Moody's將英國經濟展望之評估從「穩定」下調至「負向」；S&P亦將英國評等自最高之「AAA」下調至「AA」，反映英國政策的可預測度及穩定性下降等風險，且外部融資條件將因脫歐而惡化；Fitch則將英國評等由「AA+」調降至「AA」。

6月24~27日英鎊兌美元變動



資料來源：Bloomberg

6月24~27日英國股市變動



資料來源：Bloomberg

(二)國際金融市場劇烈震盪，恐慌指數雖上升，惟仍遠低於 2008 年全球金融危機時之指數

1. 除日圓升值外，其餘主要貨幣貶值

6 月 24 日除日圓兌美元升值 3.85% 外，主要貨幣兌美元皆是貶值，其中，歐元兌美元貶值 2.35%。累計至 27 日，日圓計升值 4.08%，而歐元貶值 3.16%。美元指數(DXY)24 日當日上漲 2.05%，累計兩日上漲 3.22%。

6 月 24~27 日日圓兌美元變動



資料來源：Bloomberg

主要匯市變動

幣別	變動單位：%					
	6月23日	6月24日	6月27日	6/23-24	6/24-27	6/23-27
歐元	1.1385	1.1117	1.1025	-2.35	-0.83	-3.16
日圓	106.16	102.22	102.00	3.85	0.22	4.08
英鎊	1.4877	1.3679	1.3225	-8.05	-3.32	-11.10
澳幣	0.7613	0.7466	0.7330	-1.93	-1.82	-3.72
新台幣	32.190	32.502	32.533	-0.96	-0.10	-1.05
韓元	1150.2	1179.9	1182.3	-2.52	-0.20	-2.72
人民幣	6.5807	6.6218	6.6474	-0.62	-0.39	-1.00
美元指數	93.529	95.448	96.544	2.05	1.15	3.22

註：除新台幣、韓元、人民幣為當地收盤時間匯率外，其餘為紐約下午5時收盤匯率；升貶值係指各幣別對美元漲跌幅，正數表示對美元升值。美元指數係指DXY。

資料來源：Bloomberg

2. 主要股市重挫

6月24日當日主要國家股市全面下挫，其中，以日股下跌**7.92%**最為嚴重，而美國那斯達克指數跌幅為**4.12%**、德國DAX指數跌幅達**6.82%**。全球股市市值於6月24日減少**2.55兆美元**，美股減少**7,724億美元**。27日歐美股市仍呈震盪，累計兩日美國那斯達克指數跌幅達**6.43%**，而德國DAX指數則下挫**9.64%**；全球股市市值減少**3.65兆美元**，而美股市值減少**1.36兆美元**。

主要股市變動

變動單位：%

股價指數	6月23日	6月24日	6月27日	6/23-24	6/24-27	6/23-27
道瓊工業	18011.07	17400.75	17140.24	-3.39	-1.50	-4.83
S&P 500	2113.32	2037.41	2000.54	-3.59	-1.81	-5.34
那斯達克	4910.041	4707.979	4594.443	-4.12	-2.41	-6.43
德國DAX	10257.03	9557.16	9268.66	-6.82	-3.02	-9.64
英國FTSE	6338.1	6138.7	5982.2	-3.15	-2.55	-5.62
日經225	16238.35	14952.02	15309.21	-7.92	2.39	-5.72
台灣TWSE	8676.68	8476.99	8458.87	-2.30	-0.21	-2.51
台股(未除息)			8529.47		0.62	-1.70
南韓KOSPI	1986.71	1925.24	1926.85	-3.09	0.08	-3.01
上證綜合	2891.96	2854.29	2895.70	-1.30	1.45	0.13

資料來源：Bloomberg

股市市值

變動單位：百萬美元

	6月23日	6月24日	6月27日	6/23-24	6/24-27	6/23-27
全球	63,813,661	61,267,202	60,166,749	-2,546,459	-1,100,452	-3,646,911
美國	23,657,522	22,885,101	22,298,294	-772,421	-586,807	-1,359,227

資料來源：Bloomberg

3. 主要國家公債殖利率走低

英國脫歐公投結果，促使資金轉進安全性資產，主要國家 10 年期公債殖利率因而紛紛走低，累計 6 月 24 及 27 兩日，美國 10 年期公債殖利率下滑 31 個基本點，德國 10 年期公債殖利率下滑 21 個基本點，並降為負值。惟投資人擔憂歐元區邊陲國債信問題再度惡化，致此類國家公債殖利率反向走高，如義大利 10 年期公債殖利率上揚 11 個基本點。

主要債市變動

變動單位：bps

	6月23日	6月24日	6月27日	6/23-24	6/24-27	6/23-27
美國	1.7458	1.5599	1.4377	-19	-12	-31
德國	0.093	-0.047	-0.116	-14	-7	-21
英國	1.373	1.086	0.934	-29	-15	-44
日本	-0.140	-0.170	-0.190	-3	-2	-5
義大利	1.400	1.557	1.509	16	-5	11
西班牙	1.466	1.632	1.454	17	-18	-1

註：以各國10年期公債殖利率為例

資料來源：Bloomberg

4. 商品價格：黃金上漲而石油下跌

英國脫歐公投結果，因避險需求使金價攀升，累計兩日上漲 5.39%，而原油價格則因經濟前景隱憂，下跌 7.54%。

主要商品價格變動

變動單位：%

	6月23日	6月24日	6月27日	6/23-24	6/24-27	6/23-27
石油(WTI)	50.11	47.64	46.33	-4.93	-2.75	-7.54
石油(Brent)	50.91	48.41	47.16	-4.91	-2.58	-7.37
黃金	1,256.84	1,315.75	1,324.60	4.69	0.67	5.39

資料來源：Bloomberg

5. 主要央行宣布將聯手合作因應衝擊，恐慌指數雖上升，惟仍遠低於全球金融危機時之指數

英國脫歐公投結果公布後，英國央行總裁 Mark Carney 宣示備妥 2,500 億英鎊資金確保市場流動性，日本央行總裁黑田東彥亦表示，準備與美國聯準會、歐洲央行、瑞士央行、英國央行及加拿大央行等 5 大央行合作，啟用外匯互換安排機制，加上其他各國央行或財政首長亦公開喊話，表示已做好萬全準備因應市場衝擊。

恐慌指數雖上升逾 50%，惟仍遠低於 2008 年全球金融危機時之指數。



註：VIX 係 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對 S&P 500 指數期貨未來 30 天波動程度之預期。

VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：CBOE

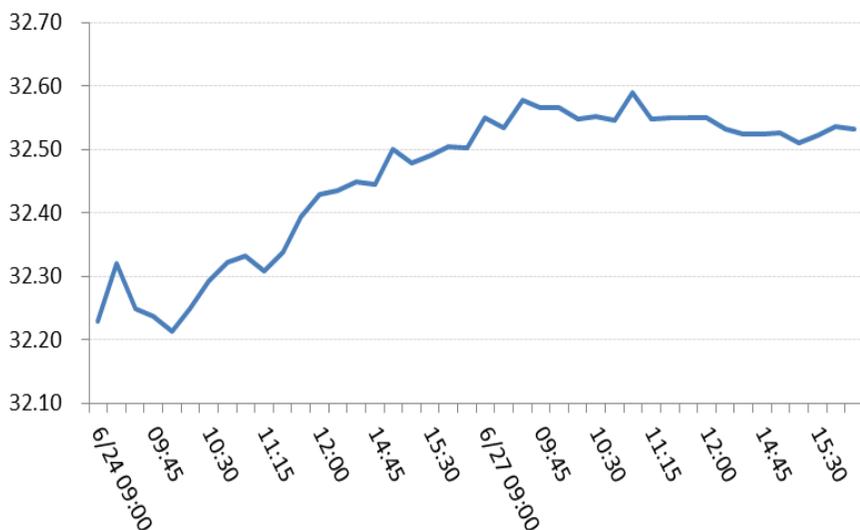
九、英國脫歐對我國之影響及本行之因應

英國脫歐短期內對我國貿易之直接衝擊有限，惟長期可能透過全球金融及貿易等外溢效果，影響國內實質經濟。

(一)英國脫歐公投結果公布後：新台幣貶值，股市下跌

脫歐結果公布後，我國股匯市所受衝擊較他國輕微，6月24日新台幣兌美元貶值0.96%，股市下跌2.3%，上市櫃公司市值共減少新台幣6,686億元。台股6月27日下跌18.1點或0.21%，若將除息影響台股之70.6點加回，實際上台股6月27日收盤上漲52.5點或0.62%。

6月24~27日新台幣兌美元變動



資料來源：台北外匯交易中心

6月24~27日台灣股市變動



股市市值

變動單位：新台幣兆元

	6月23日	6月24日	6月27日	6/23-24	6/24-27	6/23-27
台灣(除息)	28.2948	27.6262	27.5910	-0.6686	-0.0352	-0.7038
台灣(未除息)			27.7986		0.1724	-0.4962

資料來源：台灣證券交易所、櫃買中心（表內金額為上市櫃總市值）

(二)本國銀行對英國暴險不高

英國為我國銀行第6大暴險國，至本年3月底，本國銀行對英國債權之直接風險餘額為178億美元，最終風險淨額為111億美元。整體暴險部位尚屬有限。

本國銀行對歐盟國家之直接及最終風險

單位：億美元、%

歐盟 國家	直接風險						最終風險					
	2016.3.31		2015.12.31		增減		2016.3.31		2015.12.31		增減	
	金額	比重	金額	比重	金額	變動率	金額	比重	金額	比重	金額	變動率
英國	178	5.02	134	3.89	44	33.07	111	3.32	101	3.13	10	10.28
歐盟其他 27 國	555	15.62	526	15.25	29	5.67	616	18.44	533	16.59	83	15.51
合計	733	20.64	660	19.14	73	11.24	727	21.76	634	19.72	93	14.68

註：1.「直接風險」係指依直接債務人基礎統計之外國債權。

2.「最終風險」係指將外國債權依最終債務人及保證人國別重新歸類後之國家別債權金額。

3.「比重」係指該金額占全體本國銀行外國債權直接風險餘額或最終風險淨額之百分比。

(三)我國匯市英鎊之交易量及存款餘額均低，英鎊波動對交易之影響應屬有限

在台北外匯市場，英鎊對美元的交易僅占有所有外匯交易比重的3.4%；同時，各銀行的外匯存款中，英鎊的比重約0.6%。由於英鎊的交易量及存款餘額均低，英鎊大幅波動對台北外匯市場交易之影響應屬有限。

(四)我國貿易所受直接衝擊有限，惟實質經濟將受外溢效果影響

我國對英國享有貿易出超，惟因對英國貿易比重不大，2015年對英國出口及進口比重僅分別為1.4%及0.8%，故短期因貿易管道所受的直接衝擊有限。

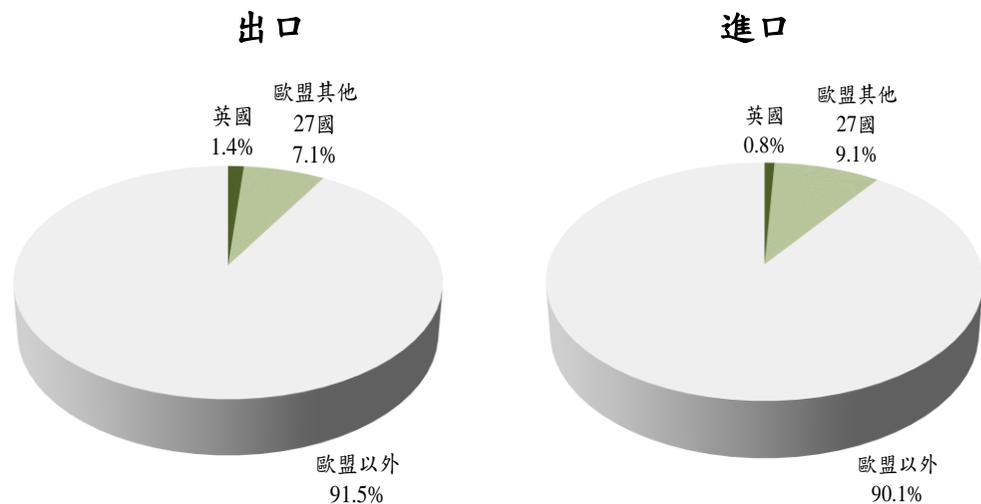
我國對英國及歐盟國家的貿易概況

單位：億美元

		2013	2014	2015
出口	英國	43.3	42.5	39.1
	歐盟其他27國	210.8	226.5	202.2
	歐盟 28國	254.1	268.9	241.2
進口	英國	19.2	19.8	19.9
	歐盟其他27國	228.5	235.4	215.2
	歐盟 28國	247.7	255.2	235.1
出入超	英國	24.1	22.6	19.1
	歐盟其他27國	-17.7	-8.9	-13.0
	歐盟 28國	6.4	13.7	6.1

資料來源：財政部通關統計

我國出進口地區別比重
(2015年)



資料來源：財政部通關統計

惟我國前 2 大出口市場—中國大陸(含香港)及美國，為歐盟前 2 大進口國；歐盟為中國大陸及美國的第 2 大出口地。英國脫歐若造成歐盟自中國大陸及美國進口減少，則將連帶影響我國對外出口表現。

綜言之，英國脫歐對我國貿易之直接衝擊有限。惟長期經由貿易、消費及投資效果，影響國內整體經濟。

歐盟、中國大陸、美國及我國的貿易關係

排名	歐盟進口		美國出口		中國大陸出口		台灣出口	
	國別	比重(%)	國別	比重(%)	國別	比重(%)	國別	比重(%)
1	中國大陸	20.3	加拿大	18.6	美國	18.0	中國大陸	25.4
2	美國	14.4	歐盟	18.1	歐盟	15.6	香港	13.6
3	俄羅斯	7.9	墨西哥	15.6	香港	14.6	美國	12.2
4	瑞士	5.9	中國大陸	7.7	日本	6.0	歐盟	8.5

註：本表計算歐盟自各國進口比重時，總進口採歐盟自「區域外」之進口。若總進口包括區域外及區域內貿易，則歐盟自中國大陸、美國、俄羅斯及瑞士進口比重分別為 7.4%、5.3%、2.9% 及 2.2%。

資料來源：Eurostat、美國 BEA、International Trade Center 及我國財政部

(五)本行將密切注意英國脫歐之後續發展，致力維持國內金融市場之穩定

本行將密切觀察英國脫歐之後續發展。若英國脫歐導致全球金融市場大幅震盪，以致新台幣匯率過度波動與失序變動，而不利於經濟與金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序；並提供充分流動性，以支應正常經濟活動所需。

附錄 歐洲經濟與貨幣整合之主要進程

組織名稱	成立時間 (生效日期)	目的
歐洲理事會(Council of Europe)	1949 年 5 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 尋求政治合作及遏止戰爭與屠殺再度爆發。 2. 歐洲理事會 10 國：比利時、丹麥、法國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、挪威、瑞典、英國。
歐洲煤鋼共同體(ECSC) (European Coal and Steel Community)	1952 年 7 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 係一個超國家的機制，共同管理成員國所生產的煤與鋼。 2. 經由跨國政治組織的建立，透過經濟機制的運作，來管理發動戰爭的重要能源物資，進而建立歐洲的和平。 3. ECSC 6 國：德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡。
歐洲經濟共同體(EEC) (European Economic Community) 歐洲原子能共同體(EAEC) (European Atomic Energy Community)	1958 年 1 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 「歐洲煤鋼共同體」依據 1957 年 3 月簽訂的羅馬條約共同成立 EEC。 2. 旨在創造一共同市場，取消關稅，促進成員國間資金、勞力、商品等自由流通。 3. 「歐洲煤鋼共同體」共同成立 EAEC，旨在將原子能進一步轉移至和平用途。 4. EEC 及 EAEC 6 國：德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡。
歐洲共同體(EC) (European Community)	1967 年 7 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 由「歐洲煤鋼共同體」、「歐洲經濟共同體」及「歐洲原子能共同體」整合而成。 2. EC 6 國：德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡。
歐洲貨幣制度(EMS) (European Monetary System)	1979 年 3 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 除英國外之 EC 成員國開始使用歐洲通貨單位(European Currency Unit, ECU)。 2. ECU 僅為一商業及金融交易之記帳單位。 3. EMS8 國：德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡、丹麥、愛爾蘭。
歐洲單一市場 (Single European Market)	1993 年 1 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 當時 EC 之 12 國依據 1987 年的「歐洲單一法案」，正式開始運作歐洲單一市場，更具體促進商品、服務、勞力和資金之自由流通。 2. 當時 EC 之 12 國：德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡、丹麥、愛爾蘭、英國、希臘、西班牙、葡萄牙。

組織名稱	成立時間 (生效日期)	目的
歐洲聯盟(簡稱歐盟, EU) (European Union)	1993 年 11 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 依據 1992 年 2 月簽署之馬斯垂克條約, 當時 EC 之 12 國共同成立 EU, 以取代 EC。 2. 馬斯垂克條約主要方針為逐步完成: 貨幣同盟、國防政策、更具威權的外交政策機制、安全政策。 3. 當時 EU 12 國: 德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡、丹麥、愛爾蘭、英國、希臘、西班牙、葡萄牙。
歐元區(Euro Area)	1999 年 1 月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 當時 EU 15 個成員國中之 11 國開始採用歐元。 2. 1999 年 1 月開始, 歐元僅作為商業及金融交易之記帳單位(2002 年歐元紙鈔與硬幣正式成為歐元區的法償貨幣)。 3. 歐元區成員國將其貨幣政策決策權移轉至歐洲央行(ECB)。 4. 1999 年採用歐元之 11 國: 德國、法國、義大利、荷蘭、比利時、盧森堡、西班牙、葡萄牙、奧地利、愛爾蘭、芬蘭。