

9 月 29 日央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

105.9.29

前 言

本行執行貨幣政策，須綜合考量國內外經濟金融情勢，妥適運用政策工具，以達成維持物價與金融穩定，並協助促進經濟成長之法定經營目標。

本年以來，全球經濟成長持續下滑、中國大陸經濟放緩、英國脫歐及美國年底可能升息等，均影響全球經濟前景；本行爰持續密切注意國際最新經濟情勢動向，以及前述不確定因素之後續發展。在各國面對低成長困境、寬鬆貨幣政策效果已近極限之情況下，國際間一再疾呼，應搭配採行財政政策及結構性改革的政策組合；諸多建議，值得省思。

國內方面，當前經濟雖緩步復甦，惟仍存在下行風險；爰就影響景氣復甦之因素及未來展望，予以評估研析，以供決策參據。另近期旅行收入成長幅度減緩、台股成交值減少，以及中國大陸經濟再平衡概況、其外溢效果與金融風險等各界關注問題，均分別撰文分析探討。

再者，經由提高勞動所得，增加政府移轉支出，將有助進一步改善國內所得分配；國際間採行所得政策，以提升工資、帶動經濟成長之經驗，亦可供借鏡。

茲就上述相關議題深入分析說明，彙集成冊，提供參考，希望有助各界瞭解。

目 次

一、當前國際經濟情勢分析	1
二、國際間認為貨幣政策效果已近極限，亟須採財政政策及結構性改革的政策組合	15
三、當前國內經濟情勢分析	36
四、近年我國旅行收入變動之原因與影響分析	46
五、台股交易結構改變，宜提高企業競爭力，以利台股長期健全發展	54
六、適時採行所得政策，提高勞動所得，並增加移轉支出，以改善所得分配 附件：近年日、韓、星之所得政策	61
七、簡介中國大陸經濟再平衡、金融風險及其外溢效果	77

一、當前國際經濟情勢分析

本(2016)年初以來，**先進經濟體經濟成長放緩**，**新興市場經濟體景氣平疲**，加以貿易保護主義興起，全球貿易量成長下滑，致各國多受困於低成長陷阱，**本年全球經濟成長預測值頻遭下修**，多數經濟體採行寬鬆貨幣政策，提振景氣。

在全球寬鬆貨幣環境下，充沛資金大舉流入股票及債券市場，造成股債價格同時上漲，形成**金融面背離基本面**，且**風險性及避險性資產價格齊漲**之異常現象，加大金融體系風險。

另鑑於**中國大陸經濟轉型之外溢效應**衝擊他國，**英國公投脫歐後續發展影響全球經濟前景**，**美國 Fed 年底前升息可能性增強**擴大金融市場波動等，增添全球經濟復甦之隱憂。本文爰分析近期國際經濟情勢之演變及未來展望，以供本行研擬貨幣政策之參考。

(一)全球經濟成長持續下滑，世界貿易低迷恐將持續，影響景氣前景

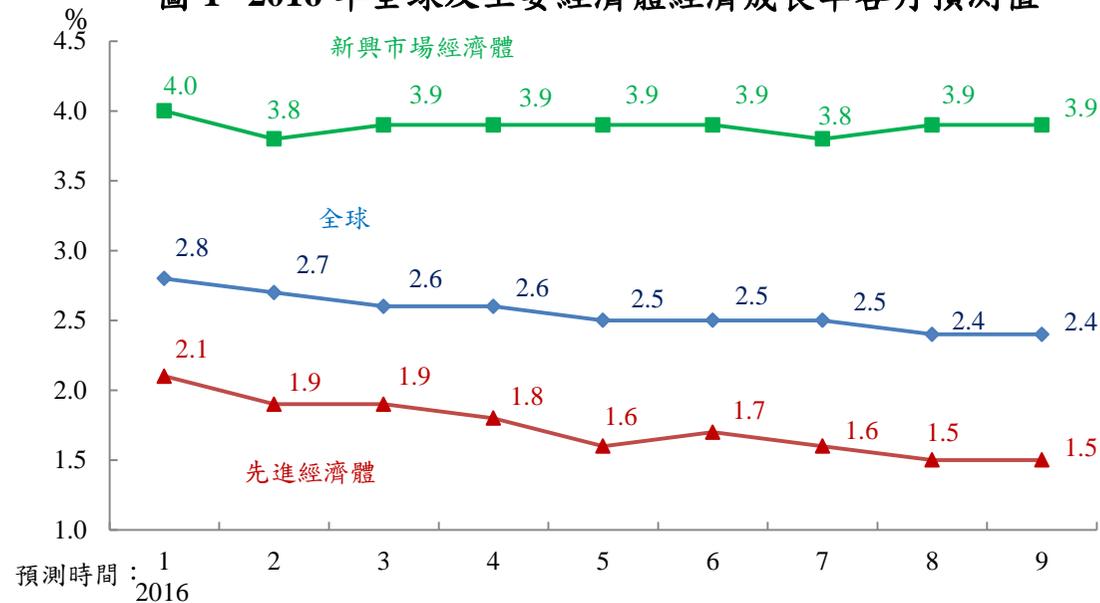
1. 全球經濟前景依然疲弱，惟下半年可望略優於上半年

(1)本年全球經濟成長持續下修，復甦動能低於上年

一本年初以來，**先進經濟體經濟成長放緩**，**新興市場經濟體景氣平疲**，加以**英國公投脫歐**及**美國 Fed 升息未定**，國際金融市場動盪，**全球經濟成長預測值持續下修**(見圖 1)。

一本年 9 月 IHS Global Insight 將**本年全球經濟成長預測值**降至 **2.4%**，低於上(2015)年之 2.7%，其中**先進經濟體成長預測**下修至 **1.5%**，低於上年之 2.1%，**新興市場經濟體成長率**則維持於 **3.9%**，與上年持平(見圖 1、表 1)。

圖 1 2016 年全球及主要經濟體經濟成長率各月預測值

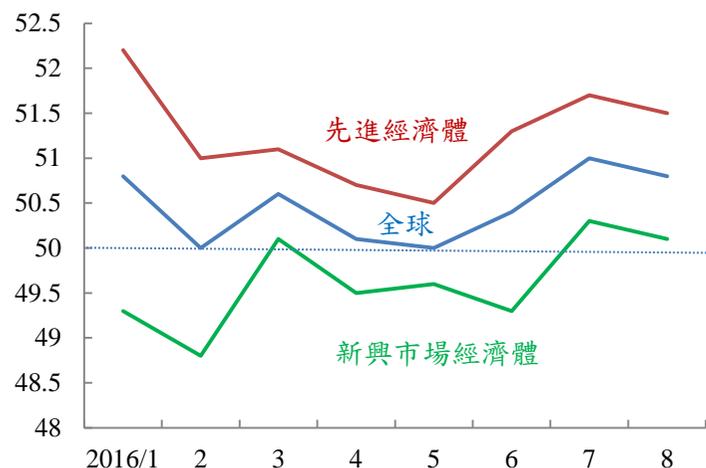


資料來源：IHS Global Insight

(2) 本年下半年全球經濟成長可望略優於上半年

- 近月**全球**、先進及新興市場經濟體之製造業採購經理人指數(**PMI**)均緩步復甦(見圖 2)，並呈現擴張，顯示**企業對經濟前景漸趨樂觀**。
- IHS Global Insight 展望本年**下半年**先進經濟體及新興市場經濟體之成長將**優於上半年**(見表 1)。
 - ✓ 本年**下半年美國**因就業及房地產市場持續改善，推升民間消費成長；**日本**受惠於貨幣及財政政策支持，**經濟成長可望走揚**。
 - ✓ **歐元區**受英國公投脫歐後續**發展**不確定性高拖累，**中國大陸**因投資下滑及出口疲軟，**經濟成長**恐均呈**下滑**。

圖 2 全球及主要經濟體製造業 PMI



註：高於 50 代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於 50 則表示看壞的比例較高，即製造業收縮。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

表 1 全球及主要經濟體經濟成長率(年增率)

	2015	2016f	%			
			Q1	Q2	Q3f	Q4f
全球	2.7	2.4 (2.4)	2.3	2.4	2.4	2.6
先進經濟體	2.1	1.5 (1.5)	1.5	1.5	1.5	1.7
美國	2.6	1.5 (1.6) ↓	1.6	1.2	1.5	1.8
歐元區	1.7	1.6 (1.5) ↑	1.7	1.6	1.6	1.4
日本	0.5	0.6 (0.5) ↑	0.2	0.8	0.4	1.0
新興市場經濟體	3.9	3.9 (3.9)	3.7	3.8	3.9	4.1
中國大陸	6.9	6.6 (6.6)	6.7	6.7	6.5	6.5
東協 10 國	4.5	4.5 (4.5)	4.5	4.7	4.7	4.4

註：1. 經濟成長率為與上年同期比較之年增率，粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. f 代表預測值，()內數字為上次預測值(2016/8/15)。

3. ↑、↓ 分別表示與上次預測值相較上調、下調。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Global Insight(2016/9/15)

2. 全球經濟疲弱、中國大陸經濟轉型、保護主義抬頭導致全球貿易量成長下滑

(1) 上年全球貿易量成長率降至 2.6%，OECD 預測 **2015~2017 年平均**亦僅成長 **2.6%**¹(見圖 3)，低於全球金融危機前水準，將影響各國外需擴張，尤以亞洲經濟體所受衝擊較大。

(2) 全球**貿易成長減緩**，主因**全球經濟疲弱**、**中國大陸經濟轉型**所致，而**貿易自由化減速**及近期**貿易保護主義抬頭**亦造成負面影響²。

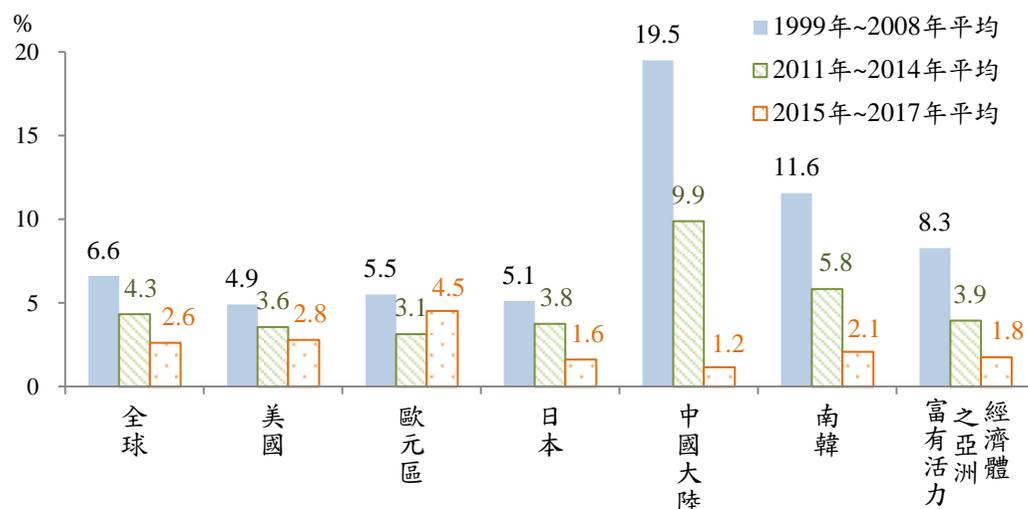
— 全球經濟疲弱，降低各國投資誘因，導致**全球投資成長減緩**，進而影響全球貿易成長。

¹ 2016 年、2017 年全球貿易量成長率預測值分別為 2.1%、3.2%。

² IMF (2016), “Global Prospects and Policy Challenges,” IMF Background Paper for the G20 Leaders’ Summit, Sep. 4-5。

- **中國大陸經濟轉型及再平衡**過程引發投資等經濟活動趨弱、貿易成長下滑，亞洲經濟體因生產鏈與中國大陸鏈結較深，所受衝擊較大。
- 近年貿易自由化減速，2002年**全球實施臨時性貿易壁壘之商品**比重達高峰後一度下滑，惟**2014年起**又見**顯著上升**之勢(見圖4)；另上年10月至本年5月間，WTO成員國平均每月新增22項貿易管制措施，高於以往平均15項之水準，並係2011年以來最高³。
- 過去20年，多數先進經濟體10%最富裕人口的所得成長40%，而最貧困人口的所得成長則極為緩慢，**所得差距加大**，助長**反全球化及保護主義抬頭**⁴。

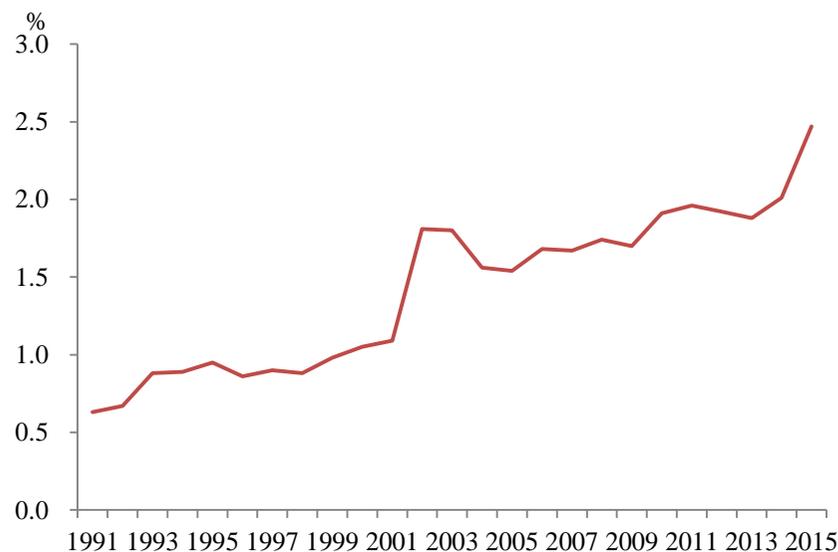
圖3 全球貿易量成長率



註：包含商品貿易及服務貿易。歐元區包括15國；富有活力亞洲經濟體(dynamic Asian economies)係包含台灣、香港、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：OECD(2016/6)

圖4 全球實施臨時性貿易壁壘之商品比重



資料來源：WTO(2016/6)

³ Talley, Ian (2016), "Trade Protectionism Risks Deeper Global-Growth Funk, IMF Warns," *The Wall Street Journal*, Sep. 6。

⁴ IMF (2016), "Global Prospects and Policy Challenges," IMF Background Paper for the G20 Leaders' Summit, Sep. 4-5。

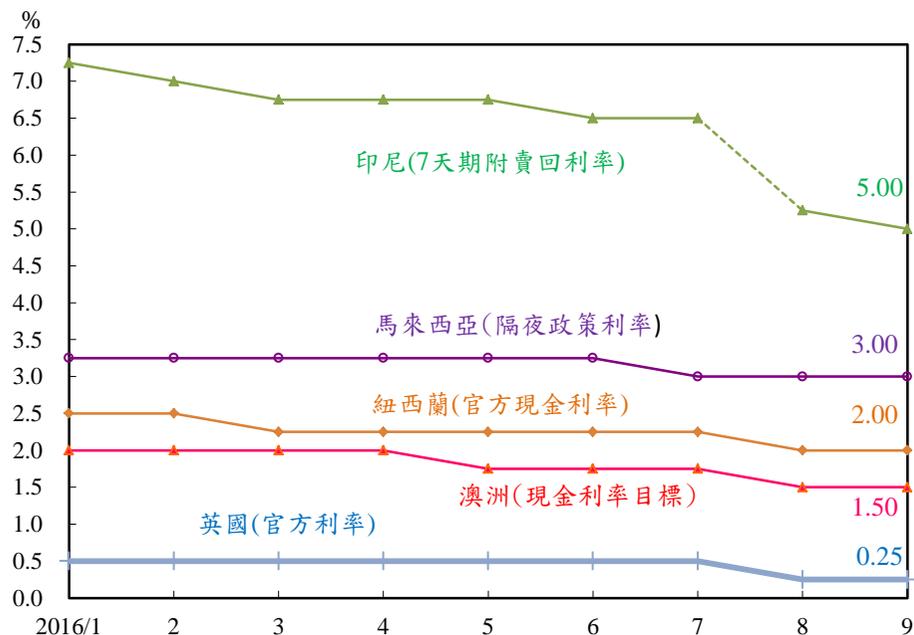
(二)多數國家維持寬鬆貨幣及採擴張性財政政策，IMF呼籲各國應配合結構改革，並推動自由貿易

為提振景氣，特別是緩和英國公投脫歐所帶來的衝擊，多數國家維持寬鬆貨幣，並積極搭配擴張性財政政策，以提振內需。惟若美國於年底升息，全球貨幣政策恐再現分歧。

1. 各國多採貨幣寬鬆，一旦美國升息，全球貨幣政策恐再現分歧

- (1)為激勵景氣，本年7月以來，馬來西亞、澳洲、紐西蘭及印尼等國央行相繼降息(見圖5)。
- (2)另英國央行為緩和公投脫歐衝擊，本年8月初調降政策利率至0.25%之歷史新低，為7年來首度降息，且提高公債購買規模600億英鎊至4,350億英鎊，另將購買100億英鎊的公司債。全球主要經濟體央行之政策利率多已降至低點(見表2)。
- (3)日本央行則於本年9月21日宣布將實施增加控制殖利率曲線之量質兼備寬鬆貨幣政策，透過購買長期公債，使10年期公債殖利率維持於當前之零水準附近，並承諾將擴大貨幣基數，直至核心CPI年增率升至2%目標以上，展現持續寬鬆之決心。
- (4)本年9月21日美國Fed雖未升息，惟主席Yellen於貨幣政策會議後表示，因勞動市場仍有改善空間，且通膨仍低，因此維持利率不變；如果勞動市場持續改善且無新風險，大部分與會成員支持本年底前升息1次。一旦美國於年底升息，由於歐元區及日本仍需寬鬆貨幣，以提振景氣，全球貨幣政策恐再出現分歧。

圖 5 本年下半年以來降息之主要經濟體政策利率



註：印尼自本年 8 月 19 日啟用利率走廊架構，基準利率改採 7 天期附賣回利率，8 月 19 日前為 BI Rate。

資料來源：各經濟體官方網站

表 2 本年下半年以來政策利率不變之主要經濟體政策利率

國家	目前利率(%)	上次變動日期
美國*	0.25~0.50 (聯邦資金利率目標)	2015/12/16
歐元區**	0.00 (主要再融通操作利率)	2016/3/16
日本***	0.00~0.10 (無擔保隔夜拆款利率)	2013/4/4
中國大陸	4.35 (1 年期放款基準利率)	2015/10/24
南韓	1.25 (基準利率)	2016/6/9
泰國	1.50 (1 天期附買回利率)	2015/4/29

註：* Fed 續將目前所持債券之到期本金進行再投資，另藉維持長期債券部位於相當水準，維持寬鬆金融情勢。

** 歐洲央行每月購債 800 億歐元，將持續至 2017 年 3 月，並實施負利率政策，目前存款利率為-0.4%。

*** 日本央行將持續以每年增加約 80 兆日圓的速度購買公債，同時維持金融機構新增超額準備適用-0.1%之利率不變。

資料來源：各經濟體官方網站

2. 日、韓等國推動大規模財政政策

除寬鬆貨幣政策外，諸多國家搭配**推出擴張性財政政策**，以期有效提振經濟。

(1)本年以來，**南韓兩度**推出**振興經濟方案**，規模共**53.2 兆韓元**⁵，用於**擴大投資**，支持企業重整及激勵地方經濟等。

⁵ 南韓於本年 2 月、7 月推出振興經濟方案之規模分別為 25.2 兆韓元、28 兆韓元。

- (2) 本年 8 月初日本內閣會議通過 28.1 兆日圓之經濟對策方案，投入興建基礎設施、震災重建、改善人口老化結構，以及協助小型企業及地方建設。
- (3) 中國大陸面對經濟成長動能不足，積極發展基礎建設，擴增公共投資，本年以來已批准公路、橋樑及機場等大型建設計畫約 5,800 億人民幣。
- (4) 德國及法國明(2017)年計劃減稅，主要先進經濟體逐漸將增加公共支出列為主流政策。
- 法國明年將削減所得稅 10 億歐元、調降中小企業企業稅等⁶；德國在明年 9 月大選後，約有 150 億歐元的減稅空間，並計劃自明年初啟動減稅⁷。
 - 美國兩黨總統候選人皆主張擴大基礎建設支出，英國、德國亦將跟進。

3. IMF、G20 皆呼籲各國貨幣政策應結合財政政策及結構改革，並撤銷貿易壁壘，以提升需求

為避免全球經濟落入低成長陷阱，IMF、G20 皆呼籲各國貨幣政策應結合財政政策及結構性改革，以提振需求⁸。

- (1) 增加財政政策支持：對於貨幣政策操作已達或接近低利率底限之經濟體，單靠貨幣政策難以有效提振需求，應加強擴張性財政政策；具財政空間之經濟體，宜增加公共投資及更新基礎設施。
- (2) 將結構性改革列為優先總體經濟政策：諸如加強改善投資環境、強化勞動參與等，以排除妨礙成長之障礙，並加快改革進程，且依各自發展程度及所處經濟週期，確定改革之優先順序。
- (3) 促進貿易自由化：各國應努力撤銷貿易壁壘，除降低關稅以外，尚應促進法規監理方面之合作，減少針對外人直接投資之政策障礙，以及消弭服務貿易與電子商務之障礙等。

⁶ Deen, Mark and Gregory Viscusi (2016), "France to Cut Income Taxes by Further 1 Billion Euros in 2017," *Bloomberg*, Sep. 6。

⁷ Martin, Michelle and Madeline Chambers (2016), "Germany's Schaeuble Sees Scope for 15 Billion Euro in Tax Cuts after 2017 Vote," *Reuters*, Sep. 6。

⁸ Lagarde, Christine (2016), "We Need Forceful Policies to Avoid the Low-Growth Trap," *IMFdirect*, Sep. 1；IMF (2016), "Global Prospects and Policy Challenges," IMF Background Paper for the G20 Leaders' Summit, Sep. 4-5；G20 (2016), "Leaders' Communique Hangzhou Summit," Sep. 4-5。

(4) **支持經濟弱勢者**：政策制定者應**強調包容性成長**(inclusive growth)⁹，**追求成長的果實能由全民共享**，而非由少數人所壟斷，並透過**職業再訓練與促進人力移動**之支持措施，對遭受全球化負面影響之經濟弱勢者提供協助。

(三)受惠於充沛資金，全球股匯債價格普遍上升

全球充沛之**資金大舉流入風險性及避險性資產**，帶動**股匯債價格齊漲**。本年6月英國公投脫歐一度造成國際金融市場波動，嗣後在全球維持寬鬆貨幣環境下逐步回穩。惟本年8月底以來，隨美國Fed升息預期之變化，金融市場波動再度擴大。

1. 全球資金寬鬆，帶動股價上漲

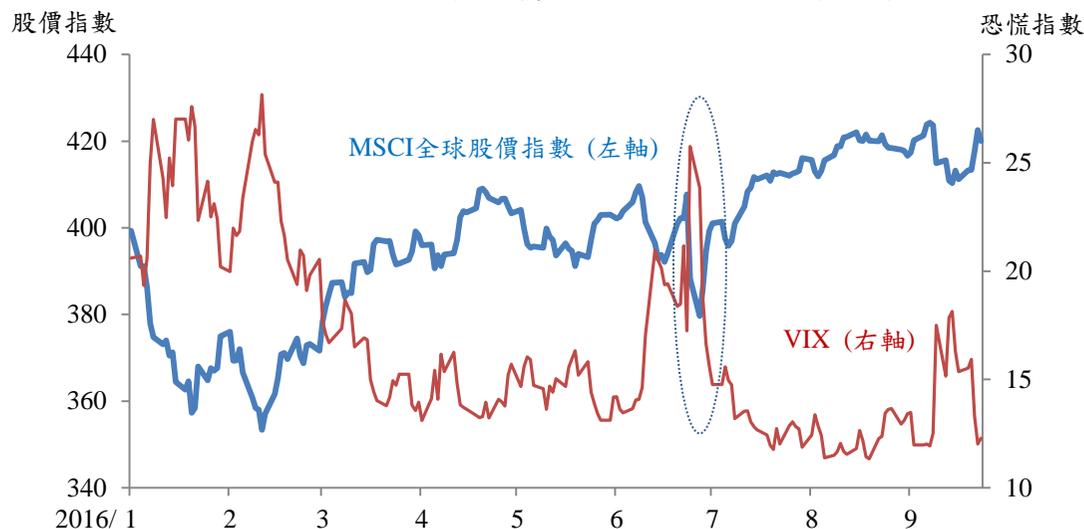
(1)在各國**低利率與貨幣寬鬆環境**下，全球市場充斥低廉資金，致投資者追逐風險性資產，**推高全球股價**。

(2)本年6月下旬英國公投脫歐，雖一度造成金融市場恐慌情緒上升，惟隨著多國央行宣示貨幣寬鬆，恐慌情緒迅即緩解，全球股市回穩。

(3)本年9月上旬以來，包括舊金山及波士頓Fed總裁等官員陸續表示美國經濟已好轉，認為升息應屬合理，恐慌指數及全球股市波動度擴大；9月21日Fed決定暫緩升息，恐慌指數下滑，股價回穩。9月23日MSCI**全球股價指數**較上年底**上漲5.2%**(見圖6)。

⁹ 包容性成長係指社會各個階層均能在經濟成長過程中獲得均等機會，並分享成長果實。

圖 6 MSCI 全球股價指數及恐慌指數(VIX)



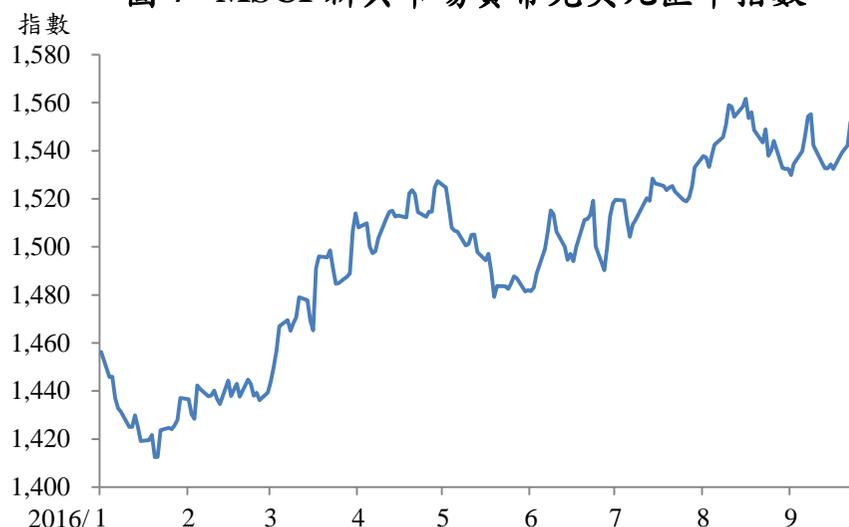
註：VIX 係 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對 S&P 500 指數期貨未來 30 天波動程度之預期。VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：CBOE、Thomson Reuters Datastream

2. 資金回流致新興市場貨幣震盪走升，英鎊受英國脫歐影響重貶，日圓則因避險需求大幅升值

- (1) 因 Fed 放緩升息步伐，資金再度回流新興市場，本年 3 月以來，新興市場貨幣指數震盪走升；8 月下旬以來，隨 Fed 升息預期之強弱變化而波動，9 月 23 日較去年底上升 6.5% (見圖 7)。
- (2) 英國公投脫歐致其經濟前景不確定性大增，引發資金大舉流出英國，英鎊重挫，歐元亦受到牽累而走貶；日圓則因金融市場動盪，投資者平倉以日圓為融資貨幣的利差交易(carry trade)，以及日本央行未擴大寬鬆政策，大幅走升。9 月 23 日與去年底比較，英鎊對美元貶值 12.07%，歐元及日圓對美元則分別升值 3.28% 及 19.15% (見圖 8)。

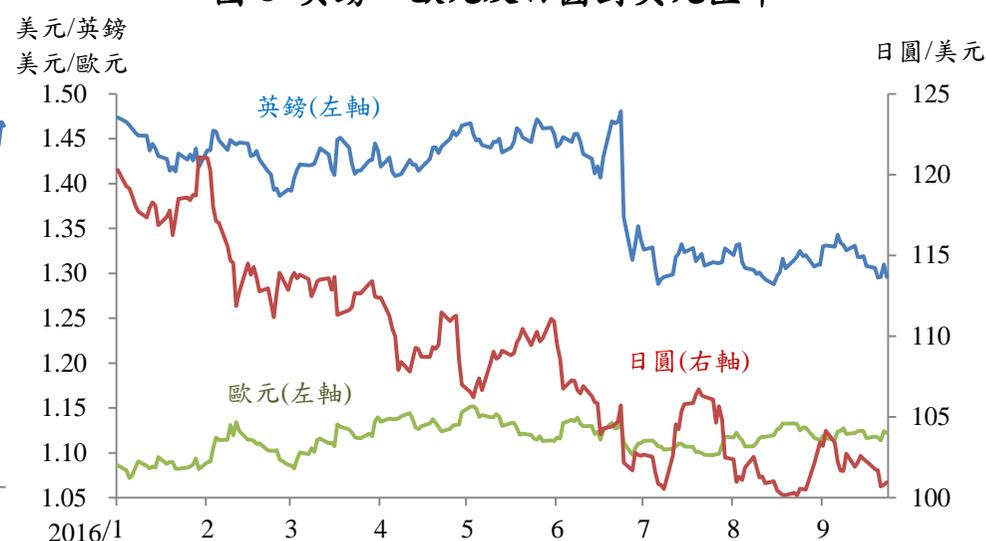
圖 7 MSCI 新興市場貨幣兌美元匯率指數



註：MSCI 新興市場貨幣包含南韓、台灣、中國大陸、巴西、俄羅斯等 23 個經濟體貨幣。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 8 英鎊、歐元及日圓對美元匯率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

3. 國際債券價格走高，主要國家 10 年期公債殖利率下滑，近期回升後再下滑

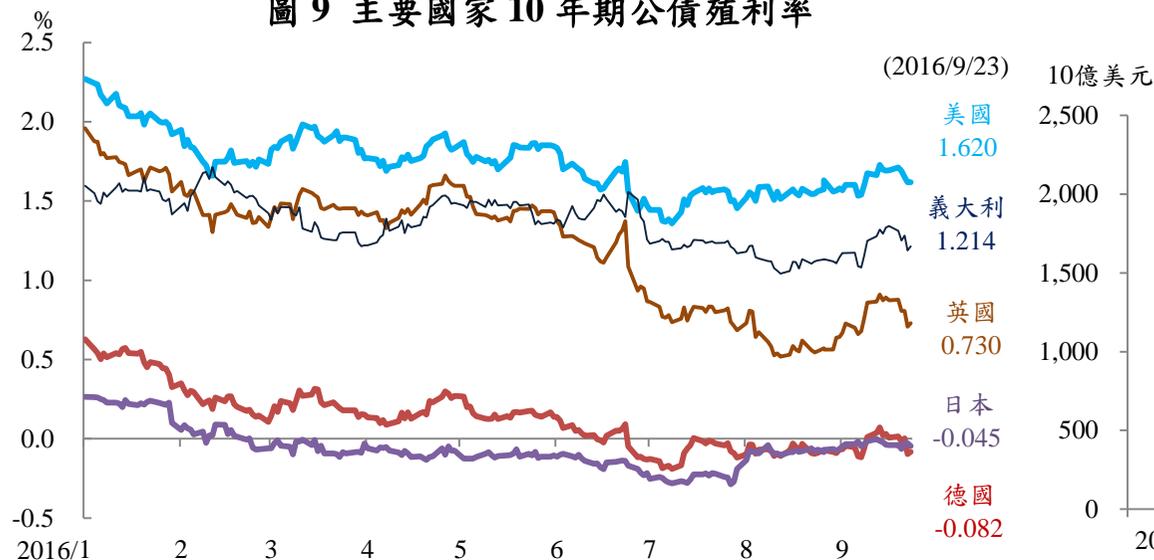
由於多數主要經濟體維持**寬鬆貨幣**政策，帶動**公債殖利率走低**。英國公投脫歐後，一度造成全球金融市場劇烈動盪，資金轉進安全性資產，致主要國家**公債殖利率進一步下滑**。

(1)7 月底日本央行未如市場預期增加公債收購金額，致日本公債殖利率反彈¹⁰，加以**9 月初歐洲央行按兵不動**，及**9 月 21 日日本央行僅宣布控制殖利率曲線(使其較目前水準陡峭)**之新政策架構，亦未進一步擴大寬鬆，致**德日等國公債殖利率彈升**；惟隨後因**Fed 決議維持利率不變**，帶動主要國家**公債殖利率下滑**，使得近日德、日之 10 年期公債殖利率仍為負值(見圖 9)。

¹⁰ Rosenthal, Rachel and Hiroyuki Kachi (2016), "Japan's Government Bond Yields Hit Five-Month Highs," *The Wall Street Journal*, Sep. 2。

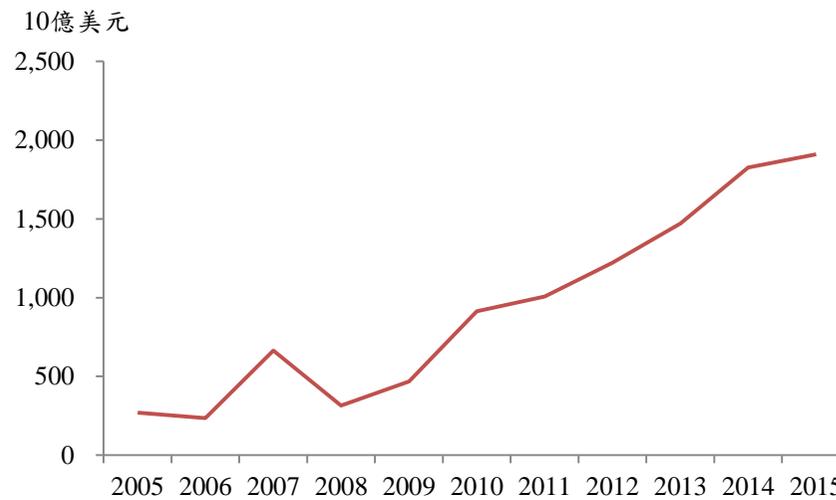
(2)全球投資人為追求較高收益，大幅買進新興市場公債，上年**新興市場公債新發行額接近歷史新高**(見圖 10)。

圖 9 主要國家 10 年期公債殖利率



資料來源：各經濟體官方網站、Bloomberg

圖 10 新興市場公債新發行額



資料來源：Bloomberg

(四)大宗商品價格上揚，全球通膨回溫

本年初以來，大宗商品價格在供過於求壓力趨緩下，價格自低點回升，進而推升全球通膨回溫。

1. 油價因供給趨緊而上漲

- (1)美國**原油產量下滑**，加以**部分產油區災禍頻傳**，致國際油價自 1 月之低點**反彈**，6 月一度升至每桶 50 美元之高點，之後震盪走跌。
- (2)近期產油國有望再啟動凍產協商，加以**俄羅斯與沙烏地阿拉伯協議合作穩定油市**，油價**回升**，並於每桶 40~50 美元區間震盪，9 月 23 日布蘭特原油現貨價格為每桶 46.99 美元，較去年底大漲 29.0%(見圖 11)。

2. 整體國際商品價格走升

(1) 本年上半年穀物價格亦呈逐步上揚，下半年以來則轉為下跌，主因氣候合宜盛產。

(2) 在能源、工業金屬及貴金屬等價格上漲帶動下，**整體國際商品價格**呈**上升**走勢，9月23日RJ/CRB期貨價格指數較上年底上漲3.9%(見圖12)。

圖 11 布蘭特原油現貨價格

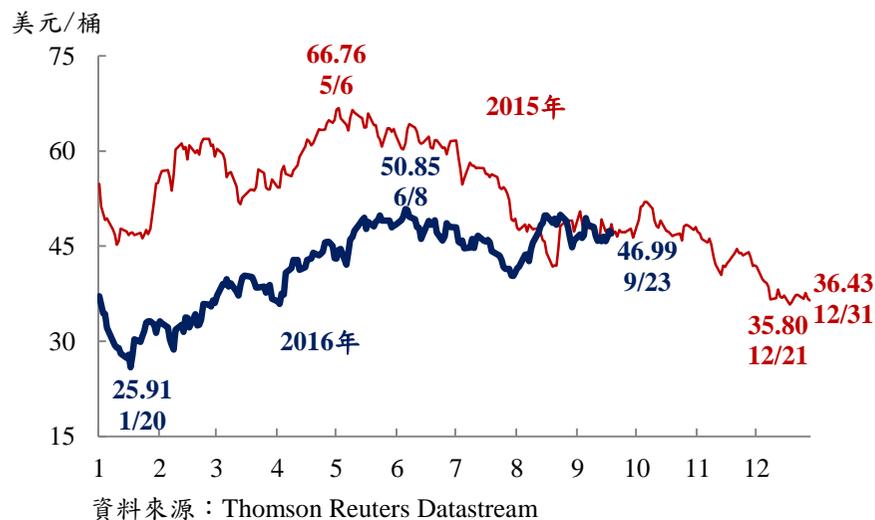
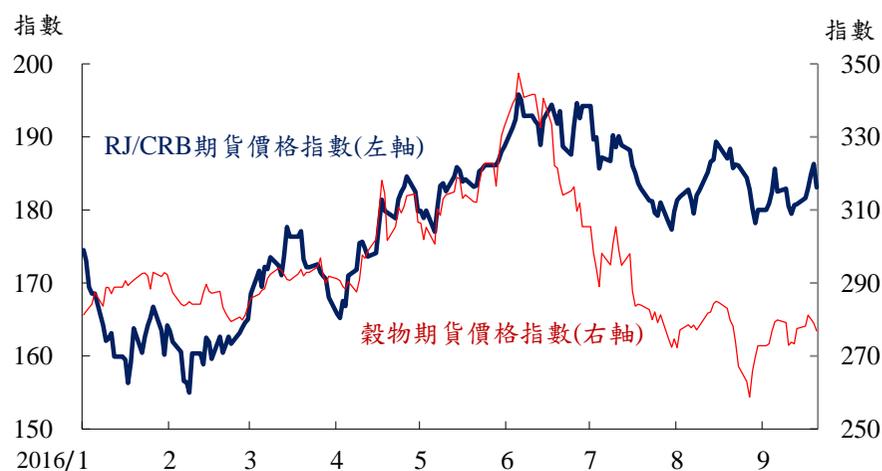


圖 12 RJ/CRB 期貨價格指數



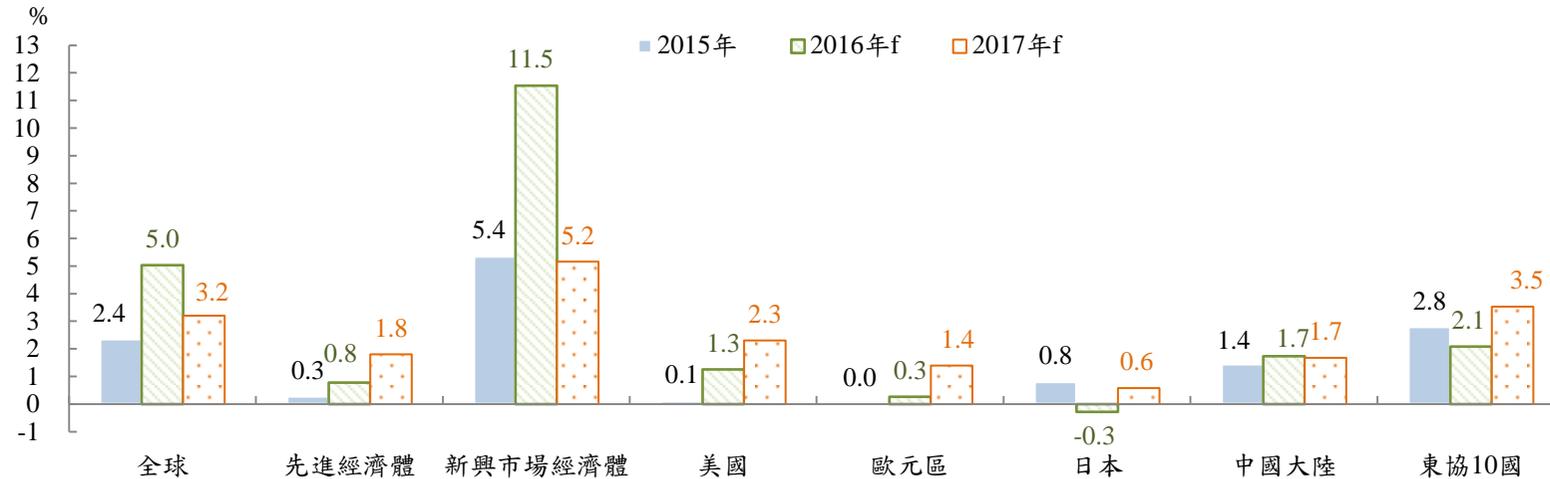
註：RJ/CRB 期貨價格指數由 19 項商品組成，可分為能源、軟性商品、穀物、工業用金屬、貴金屬及牲畜等 6 大類。其中能源類包括西德州中級原油、熱燃油、無鉛汽油及天然氣等 4 項商品；穀物類包括玉米、大豆及小麥等 3 項商品；工業用金屬類則包括鋁、銅及鎳等 3 項商品。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

3. 全球通膨回升，惟主要先進經濟體多仍低緩

由於**大宗商品價格**漸次**回升**，**新興市場**經濟體**通膨增溫**，本年**全球通膨**將由上年之 2.4% **升至 5.0%**；惟**先進經濟體**因**需求不振**，**通膨**多仍**低緩**，日本則再度面臨通縮陰霾(見圖 13)。

圖 13 各經濟體 CPI 年增率



註：f 表示預測值。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Global Insight (2016/9/15)

(五) 中國大陸經濟轉型、英國公投脫歐及美國 Fed 年底前升息可能性增強，增添全球經濟前景之隱憂

中國大陸經濟轉型所引發之外溢效應、英國公投脫歐之後續發展及美國 Fed 年底前升息可能性增強，均增添全球經濟前景之隱憂。

1. 中國大陸再平衡過程衝擊大宗商品價格及全球經濟

(1) 中國大陸經濟正處於由投資轉向消費、從外需轉向內需的轉型過程，成長逐步放緩。

(2) 中國大陸再平衡最終將對全球經濟有所助益，惟其轉型過程產生之外溢效應，將透過貿易、大宗商品價格及金融市場等管道，影響其他國家經濟，尤其是出口依賴中國大陸需求之亞洲經濟體，惟持續期間長短不確定¹¹。

¹¹ Hong, Gee Hee et al. (2016), "China and Asia in Global Trade Slowdown," *IMF Working Paper*, WP/16/105, May。

2. 英國脫歐後續發展對本身及全球經濟前景之影響未明

- (1)英國決定脫歐對本身經濟前景之影響未見明朗，本年第3季企業**信心明顯低落**¹²，惟近期公布之**製造業 PMI**、新接訂單等多項指標**尚屬樂觀**，致9月英國央行貨幣政策會議決議維持政策利率不變。
- (2)英國尚需就未來關係與歐盟經歷漫長談判，根據IMF評估，**若雙方談判進展不順利**，則今、明兩年**全球經濟成長率將較談判順利**情況分別**低**0.3個百分點、0.6個百分點¹³。

3. 美國 Fed 年底前升息可能性增強恐擴大金融市場波動

- (1)Fed 主席 Yellen 於本年9月21日貨幣政策會議後表示，**如果勞動市場持續改善且無新風險**，大部分與會成員支持**本年底前升息1次**。9月23日聯邦資金利率期貨預測，年底前升息機率為55.4%。
- (2)Fed 於本年仍有2次貨幣政策會議，隨後會議時間逼近，升息預期強弱愈易受相關訊息影響。一旦**Fed 於年底升息**，在歐元區及日本仍需維持寬鬆貨幣下，主要經濟體**貨幣政策**恐再出現**分歧**，並擴大**金融市場波動**(見表3)。

表3 全球經濟面臨之隱憂

中國大陸經濟結構轉型	英國公投脫歐	美國 Fed 年底前升息可能性增強
<ul style="list-style-type: none">● 由「投資、外需」向「消費、內需」轉型，成長放緩● 外溢效應將透過生產鏈等管道影響他國，亞洲所受負面衝擊最大	<ul style="list-style-type: none">● 企業信心明顯低落● 英國與歐盟若談判進展不順利，全球經濟將大幅下滑	<ul style="list-style-type: none">● Fed 於年底前升息預期提高，惟仍具不確定性● Fed 升息恐使全球貨幣政策再度分歧

¹² 7月底英國工業聯合會公布第3季「企業樂觀指數」從第2季的-5降至-47，見 Financial Times (2016), “UK Business Confidence Drops to Lowest since Financial Crisis after Brexit – CBI,” *Financial Times*, Jul. 25。

¹³ IMF (2016), “Uncertainty in the Aftermath of the U.K. Referendum,” *World Economic Outlook Update*, Jul. 19。

二、國際間認為貨幣政策效果已近極限，亟須採財政政策及結構性改革的政策組合

2008 年全球金融危機以來，主要國家的復甦力道有限，彼等央行被迫從調降利率等傳統性貨幣政策，轉向實施各種非傳統性貨幣政策，如量化寬鬆(quantitative easing, QE)、負利率政策(negative interest rate policy)等措施因應。

非傳統性貨幣政策在壓低中長期利率、推升資產價格及促貶匯價上，具些許成效，但主要國家的經濟成長與通膨率仍處於低檔，主因在於民間對資金的需求疲弱。**非傳統性貨幣政策**雖能解決金融市場困境、避免嚴重的經濟衰退與通縮，卻**無法帶來強勁的成長與達成法定的通膨目標**，且衍生許多經濟金融面的副作用。

因此，若干論者主張，在解決全球低成長及低通膨的問題上，或許可以考慮更為強烈的手段—採「**直升機撒錢**」(helicopter money)策略，也就是由央行創造貨幣，融通政府支出或減稅，以保證能擴大總合需求；然而，一般咸認，**向來充滿爭議的「直升機撒錢」策略**，在實際執行時，**不見得能帶來理論上的激勵成效**，還有諸多缺點。

本文主要說明當前國際間的普遍共識是，**央行採寬鬆性貨幣政策支撐經濟成長的能力已接近極限、貨幣政策明顯負擔過重，振興經濟措施的重心，應移往財政政策與結構性改革等**的政策組合，才能突破目前的經濟低成長困境。

(一)全球金融危機後，主要央行先後實施 QE 與負利率政策

1. 主要央行非傳統性貨幣政策的實施情形

2008 年底 Fed 在政策利率降至零的情形下，啟動量化寬鬆措施，營造更寬鬆的貨幣政策環境(表 1)；此舉使得部份央行起而效尤。當美國逐漸走出景氣衰退，ECB 與 BoJ 卻仍深陷力抗通縮之困境，以致進而採行負利率政策(表 1)；瑞典、丹麥、瑞士受 ECB 政策外溢效果影響，為避免本國貨幣因熱錢流入大幅升值，被迫實施負利率政策。

表 1 主要央行非傳統貨幣政策實施情形*

	量化寬鬆(QE) ¹		負利率(NIRP)(2014 年以來) ²	
	宣布日期	迄今買入金額	宣布日期	目前利率水準
美國	2008/11	約 3.96 兆美元	未採用	未採用
歐元區	2015/3	約 1.27 兆歐元 ³	2014/6/5	-0.40%
瑞典	2015/2	約 2,622 億克朗	2014/7/9	-1.25%
丹麥	未採用	未採用	2014/9/8	-0.65%
瑞士	未採用	未採用	2014/12/18	-0.75%
日本	2013/4	250 兆日圓	2016/1/29	-0.10%
英國	2009/3	3,877 億英鎊 ⁴	未採用	未採用

* 有關主要國家央行非傳統性貨幣政策的實施細節，請參閱附錄。

¹ 美國係 3 次 QE 總買入金額；歐元區係 2015 年 3 月宣布 QE 迄今買入金額；日本為 2013 年 4 月宣布 QQE 迄今買入金額；瑞典除於 2015 年 10 月 27 日擴大 QE 規模外，2016 年 4 月 20 日再次擴大 QE 規模，預計至 2016 年 12 月共將買入約 2,450 億克朗。

² 瑞典及丹麥分別於 2009 年及 2012 年時即曾實施負利率政策，但當時負利率之幅度不大(最低分別為-0.25%及-0.20%)。

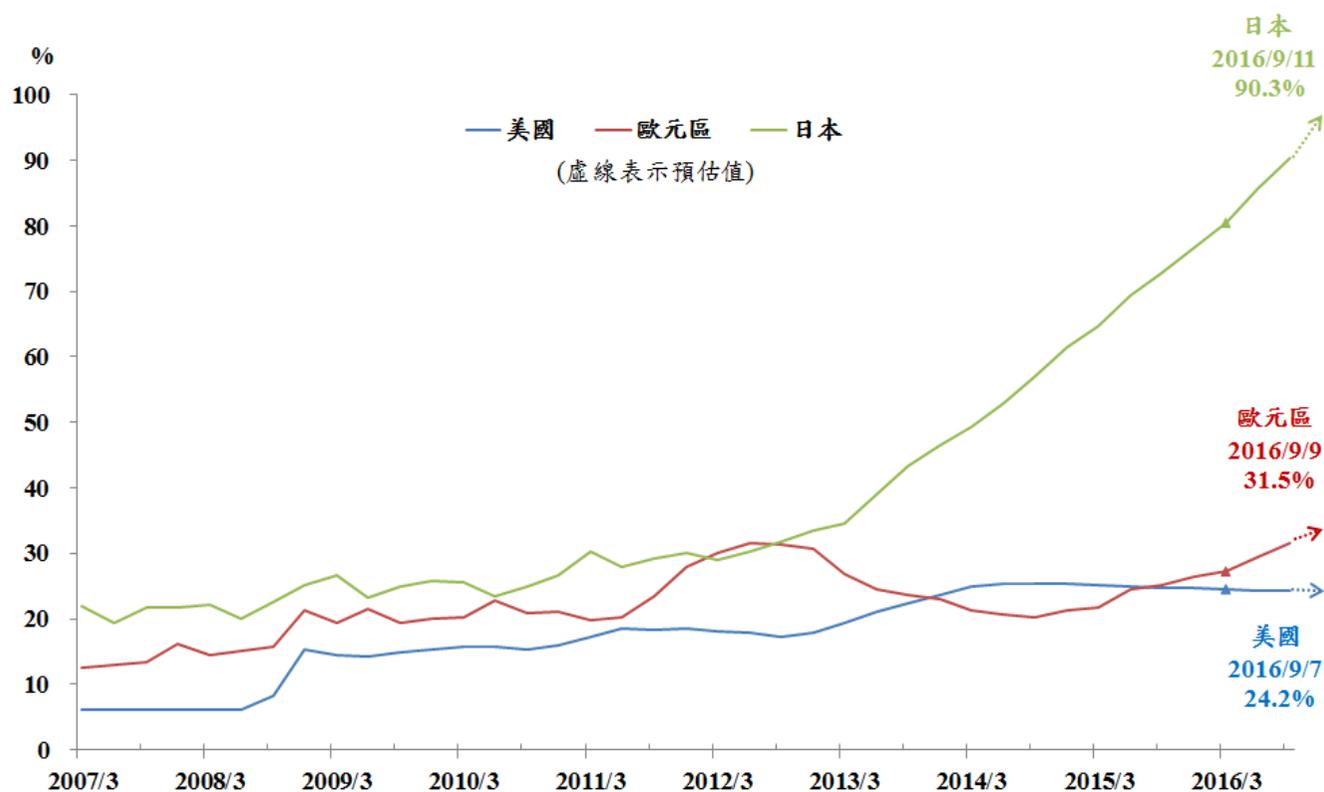
³ 歐元區 QE 迄今買入金額統計至 2016 年 9 月 16 日。目前為每月購買 800 億歐元歐債，至少持續至 2017 年 3 月底，預估總購買金額約 1.74 兆歐元。

⁴ BoE 於 2016 年 8 月 4 日為因應英國脫歐影響，將原公債購買規模，由 3,750 億英鎊增加至 4,350 億英鎊，另再購買 100 億英鎊公司債。

2. 美、歐、日央行的資產負債表因採行 QE 而大幅擴張

Fed、ECB 與 BoJ 等央行執行 QE 使得資產負債表顯著膨脹。其中，BoJ 擴張速度最快，資產負債表規模相對 GDP 比率已達 90.3%，遠高於 Fed 之 24.2% 及 ECB 之 31.5% (圖 1)。未來 QE 一旦退場，恐引發市場大幅波動風險。

圖 1 美、歐、日央行資產負債表規模相對 GDP 比率*



* Fed、ECB 及 BoJ 資產負債表規模分別為 2016 年 9 月 7 日、2016 年 9 月 9 日及 2016 年 9 月 11 日資料；美國、歐元區及日本 GDP 為 2016Q2 資料。

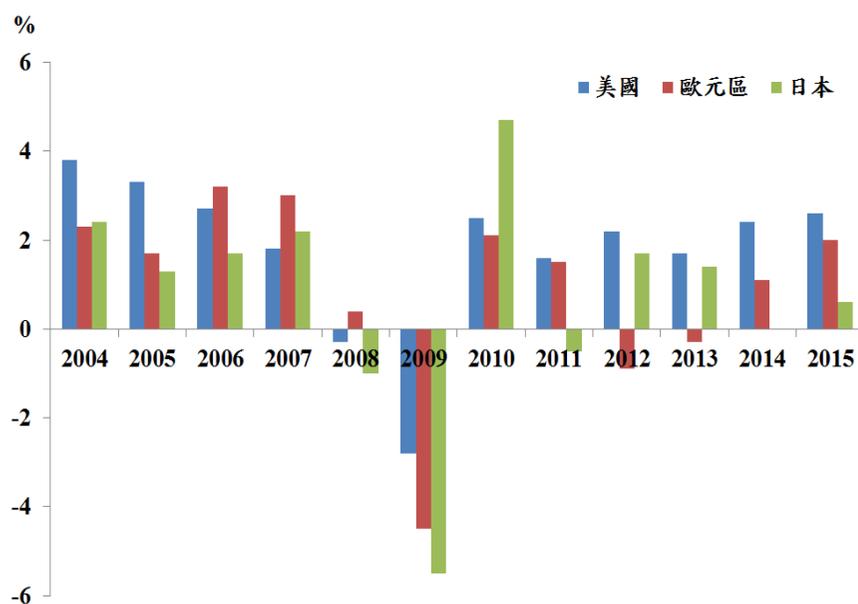
資料來源：Fed、ECB、BoJ

3. 非傳統性貨幣政策的效果相對有限

(1) 主要國家實施非傳統性貨幣政策對激勵經濟成效不明確

- 雖然**先進國家央行採行非傳統性貨幣政策**，以因應此次景氣衰退，但經濟數據顯示，**此次景氣復甦以來**，該等經濟體**平均 GDP 成長率較 2008 年全球金融危機前為低**。
- 先進國家物價成長率並未因採非傳統性貨幣政策而重回通膨目標值。即便 ECB 與 BoJ 接連**實施負利率政策**，並未有效提升歐元區或日本之市場**預期通膨率**。

圖 2 美、歐、日 GDP 年增率



資料來源：Bloomberg

圖 3 美、歐、日通膨預期



資料來源：Bloomberg

— 實施 QE 與負利率政策或可達到壓抑匯率、推升金融資產價格之效果，惟非傳統貨幣政策能否透過壓抑借貸成本，進而有效激勵實體經濟成長，仍有待觀察。各經濟體實施非傳統貨幣政策後效果如下(表 2)：

- ✓ 從實施 QE 到採行負利率政策前：匯率多受到抑制、股市皆上揚、信貸成長(歐元區除外)、房價走高；惟通膨預期僅美國上升，歐元區與日本則是下滑。
- ✓ 從採行負利率政策到目前為止：匯率偏向貶值(日本除外)、主要經濟體通膨預期下滑、股市表現不一(丹麥大幅上漲)、信貸未明顯增加、房價攀升。

表 2 先進國家實施 QE 及負利率政策之相關效果*

從實施QE到採行負利率政策前						
	匯價變動(%)	通膨預期變動(bps)	股市表現(%)	銀行信貸成長率(%)	房貸成長率(%)	房價(%)
美國	2.3	159.8	135.4	15.3	4.0	10.0
歐元區	2.0	-54.0	107.1	-10.9	10.1	0.3
日本	-20.5	-37.0	38.7	6.8	7.6	6.3
從採行負利率政策到目前為止						
	匯價變動(%)	通膨預期變動(bps)	股市表現(%)	銀行信貸成長率(%)	房貸成長率(%)	房價(%)
歐元區	-17.8	-48.0	6.3	-0.2	4.4	4.6
瑞典	-2.9	6.5	3.4	3.9	17.1	22.6
丹麥	0.0	-	23.1	4.7	2.2	8.4
瑞士	9.9	-	-8.3	3.1	4.7	3.1
日本	18.0	-18.1	-3.2	0.6	1.3	2.9

* 美國匯率變動為 DXY 指數變化，瑞典、丹麥、瑞士等三國匯價變動係指該國貨幣對歐元匯率變化。歐元區之股市及債市資料係以德國為代表。各項統計資料為 2016 年 9 月 23 日可取得之最新數據。

資料來源：Bloomberg、各國官方統計網站

(2)銀行超額準備攀高、負殖利率公債規模激增

- **主要央行實施 QE**，試圖以壓低利率刺激有效需求；然**民間消費與投資意願薄弱**，加上金融監管趨嚴，導致 **QE 所釋出之流動性多沈積在銀行超額準備項下**(表 3)。
- **ECB 與 BoJ** 因面臨可購買資產數量之瓶頸，進而**採行負利率政策**。此舉除造成多國公債出現負殖利率外，負殖利率現象也延伸到中、長天期公債(表 4)。**以本(2016)年 9 月 12 日為基準，Fitch 統計全球負殖利率公債規模約 10.9 兆美元。**

表 3 美、歐、日 QE 購買規模與銀行超額準備

	QE 購買規模	銀行超額準備
Fed 2008/9~2016/9	+3.96 兆美元	+2.26 兆美元
ECB 2015/2 ~ 2016/9	+1.27 兆歐元	+0.89 兆歐元
BoJ 2013/4~2016/9	+250 兆日圓	+220 兆日圓*

*：係至 2016/7 資料。

資料來源：各央行官網

表 4 負殖利率公債出現在更多國家與更長天期

	2014/6/5 (ECB NIRP)	2016/1/29 (BoJ NIRP)	2016/6/24 (Brexit隔日)	2016/9/9	
日本	-	≤ 8 yr	≤ 15 yr	≤ 10 yr	
瑞士	≤ 3 yr	≤ 15 yr	≤ 30 yr	≤ 30 yr	
挪威	-	-	-	-	
德國	< 1 yr	≤ 7 yr	≤ 10yr	≤ 9 yr	
荷蘭	-	≤ 7 yr	≤ 8 yr	≤ 9 yr	
比利時	-	≤ 6 yr	≤ 7 yr	≤ 8 yr	
芬蘭	-	≤ 6 yr	≤ 7 yr	≤ 9 yr	
奧地利	-	≤ 6 yr	≤ 8 yr	≤ 8 yr	
法國	-	≤ 6 yr	≤ 7 yr	≤ 8 yr	
歐元區 成員國	盧森堡	-	≤ 5 yr	≤ 9 yr	≤ 10yr
斯洛伐克	-	≤ 5 yr	≤ 5 yr	≤ 8 yr	
愛爾蘭	-	≤ 4 yr	≤ 4 yr	≤ 7 yr	
義大利	-	≤ 2 yr	≤ 2 yr	≤ 3 yr	
馬爾他	-	≤ 2 yr	-	-	
拉脫維亞	-	≤ 2 yr	≤ 2 yr	≤ 5 yr	
斯洛維尼亞	-	≤ 1 yr	≤ 2 yr	≤ 4 yr	
西班牙	-	≤ 1 yr	≤ 1 yr	≤ 3 yr	
葡萄牙	-	≤ 1 yr	-	≤ 1 yr	
歐盟 成員國	瑞典	-	≤ 5 yr	≤ 5 yr	≤ 7 yr
丹麥	-	≤ 5 yr	≤ 8 yr	≤ 8 yr	
英國	-	-	-	-	

註：統計指標公債部份。≤代表含該年期以下，<則不含。歐元區成員國中，立陶宛、愛沙尼亞、賽普勒斯、希臘等國公債殖利率尚保持正數。
資料來源：Bloomberg

(3)非傳統性貨幣政策可能帶來多項副作用

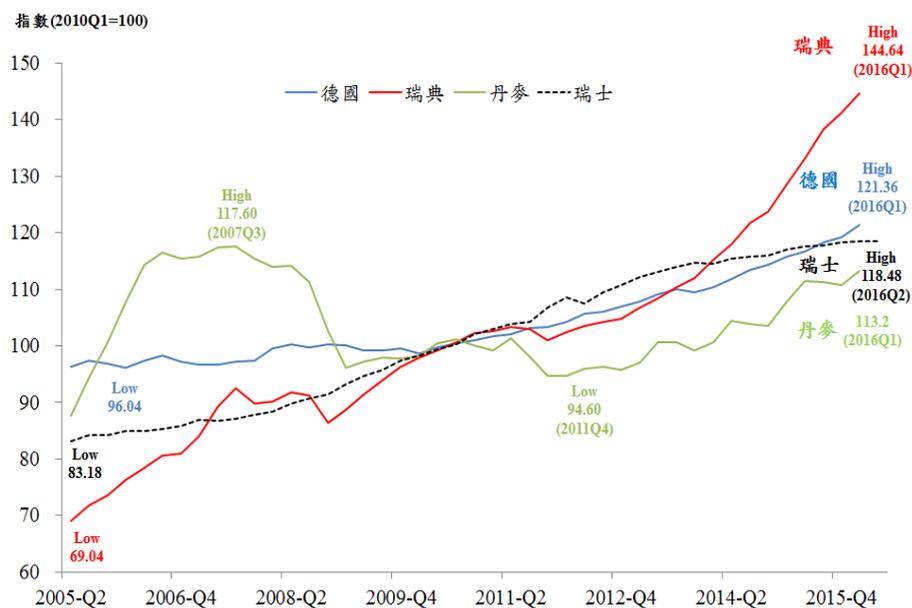
- 因擔憂ECB與BoJ之負利率政策會衝擊當地銀行業獲利，歐元區與日本之銀行股股價表現明顯不如大盤(圖4)；若此情況持續，將損及銀行中介功能。
- 保險公司及退休基金因主要央行實施非傳統性貨幣政策，承受投資報酬率劇降之壓力，未來恐面臨不足以支應理賠或退休支出之窘境。
- 主要國家過度倚重貨幣政策，忽略財政政策及結構性改革，不僅造成資產價格出現泡沫，危及金融穩定，亦對小國經濟產生負面外溢效果。數個實施負利率政策之歐洲國家皆出現房價攀高情形，尤以瑞典為最(圖5)。

圖4 銀行股價相對大盤表現



資料來源：Bloomberg

圖5 德國、瑞典、丹麥、瑞士房價



資料來源：BIS

(二)全球經濟復甦動能薄弱，若干論者建議採直升機撒錢策略；惟此手段似非明智之舉

全球金融危機以來所實施的 QE 或負利率等非傳統性貨幣政策，成效漸露疲態，未能明顯推升經濟成長。為提振經濟景氣，原本各界認為的激進措施——「直升機撒錢」策略逐漸受到重視。何謂「直升機撒錢」？本節簡單介紹此項措施及其衍生的問題。

1. 「直升機撒錢」簡介

(1) 「直升機撒錢」一詞的源起

「**直升機撒錢**」的稱謂，最早出自於諾貝爾經濟學獎得主 **Milton Friedman** 於 1969 年的論文⁵：「一架直升機飛過城鎮，從空中灑落千元美鈔，民眾急忙伸手抓住...此外，每位民眾都相信，這僅是特殊事件，以後再也不會發生。」對於這筆從天而降的財富，民眾會樂於拿去消費，因而提升整體經濟活動，推升通膨。

Friedman 教授用「**直升機撒錢**」來形容政府直接發放現金給民眾的這項行為，會推升通膨率，試圖解釋貨幣在經濟中扮演的角色；Friedman 所比喻的「直升機撒錢」畢竟是經濟理論的教學解說，現實世界並沒有國家真的用直升機從空中向民眾撒錢。

(2) 「直升機撒錢」策略的定義與性質

— 定義：通常係指央行透過創造貨幣(俗稱「印鈔票」)直接融通擴張性財政政策(大規模的公共支出或減稅)，或是由央行直接創造貨幣、發放現金給民眾，則整體支出擴大，而貨幣供給額亦將隨之永久增加，又稱為「公然的貨幣融通」(overt monetary finance)；但執行的方式可能有許多型態。

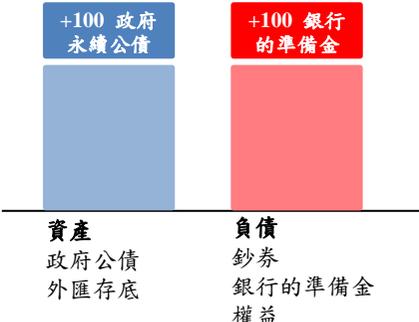
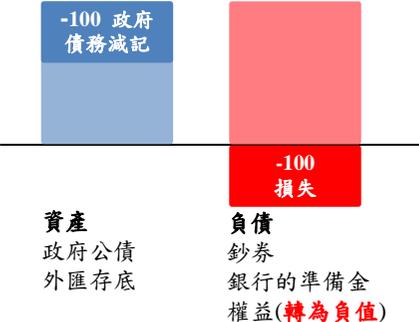
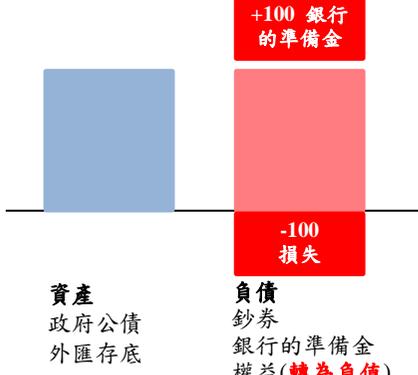
— 性質：不屬於貨幣政策的範圍，而是**擴張性財政政策**的一種；實務上的推動，通常有賴央行與財政部的合作。

⁵ Friedman, Milton (1969), "The Optimum Quantity of Money, and Other Essays," Aldine Publishing Company。

(3) 「直升機撒錢」策略的實施時機

- 當一國債台高築、經濟陷入衰退且有通縮風險，而利率處於零利率底限(zero lower bound)時、困於流動性陷阱(liquidity trap)中的經濟體，民間需求對利率變化的敏感度可能極低，即便央行試圖再降低資金成本，提振總合需求的效果亦非常有限，貨幣政策有失靈之虞。
- 此時，若能推出擴張性財政政策，則能發揮強力效果，惟債台高築的政府常不願再舉債支出；因此，可憑空創造貨幣的央行，若能永久增加貨幣存量，融通政府的支出或減稅，或是直接發錢給民眾，則可提高總合需求。

(4) 「直升機撒錢」策略付諸實施的可能型態⁶

	央行直接撥款給政府	央行減記持有的政府債務	直接發放現金給個人
作法	<p>— 央行將資金匯入財政部在央行的帳戶，或購買財政部發行的零息永續公債。</p>	<p>— 央行直接減記或免除持有的政府債務，給予財政部更多赤字支出的空間；或是購買殖利率為負的公債，亦有類似效果。</p>	<p>— 最激進的方式；財政部的角色完全消失。</p> <p>— 央行創造貨幣、直接撥款給個人，宛若「人民的QE」(people's QE)。</p>
對央行資產負債表的影響	<p>— 貨幣基數「永遠」增加。</p> <p>— 當升息啟動時，央行須對銀行的準備金付息，但央行購買的零息公債收不到利息，導致央行虧損。</p>  <p>資產：政府公債、外匯存底 負債：鈔券、銀行的準備金、權益</p>	<p>— 央行資產端的規模，將隨減記的規模等幅下降。</p> <p>— 央行資產負債表的權益轉為負值。</p>  <p>資產：政府公債、外匯存底 負債：鈔券、銀行的準備金、權益(轉為負債)</p>	<p>— 央行的負債增加。</p> <p>— 若央行沒有取得相對應的資產，則資產負債表的權益轉為負債。</p>  <p>資產：政府公債、外匯存底 負債：鈔券、銀行的準備金、權益(轉為負債)</p>

⁶ Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016), “Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing,” *Special Report*, Deutsche Bank Research, Apr. 15。

(5) 「直升機撒錢」策略的爭議

儘管前 Fed 主席 Ben Bernanke、前英國金融服務管理局主席 Adair Turner、紐約大學教授 Nouriel Roubini 等人，均支持以「直升機撒錢」策略，充當提振經濟的非常手段⁷，一般咸認，「直升機撒錢」策略非但過於激進，且帶來諸多問題，實務上不可行(見表 5)。

— 傷害央行的獨立性與可信度

「直升機撒錢」策略**本質上是財政政策**，但有賴央行與財政當局的密切合作，過程中不免**傷害央行的獨立性**；此外，央行可能產生財務虧損，喪失財務上的獨立性，導致央行的可信度下降；因此，各國央行一向將「直升機撒錢」策略視為禁忌。

— 政府延宕改革；央行淪為政府的提款機，引發惡性通膨

政府誤以為是免費午餐(free lunch)、濫用「直升機撒錢」策略，延宕必要的結構性改革。過去一些國家採「直升機撒錢」策略的案例顯示，最終結局常以惡性通膨(hyperinflation)告終⁸，主因政府難以抗拒持續使用此項策略的誘惑，不斷指揮央行印鈔融通財政赤字。

⁷ Bernanke, Ben (2016), “What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money,” The Brookings Institution, Retrieved May 5 ; Ip, Greg (2016), “The Time and Place for ‘Helicopter Money’,” *The Wall Street Journal*, Mar. 21 ; Roubini, Nouriel (2016), “Unconventional Monetary Policy on Stilts,” *Project Syndicate*, Apr. 1。

⁸ Federal Reserve Board (2016), “Transcript of Chair Yellen’s Press Conference,” Federal Reserve Board, Jun. 15。

表 5 經濟學者與央行官員對「直升機撒錢」策略存在疑慮

提出「直升機撒錢」概念的 Milton Friedman	理性的消費者若不相信未來的所得會發生變化，可能會將這筆意外之財存起來，或是僅消費部分，導致「直升機撒錢」策略能創造的實質需求有限。
BoE 總裁 Mark Carney ⁹	「直升機撒錢」策略會導致央行的業主權益為負值，而對銀行準備金付息終將成為沉重負擔，此一措施恐以龐式騙局(Ponzi scheme)告終。
BoJ 總裁黑田東彥 ¹⁰	「直升機撒錢」策略會使負責財政政策的國會與制訂貨幣政策的央行，兩者間的責任界線變模糊；BoJ 不打算實施。
ECB 總裁 Mario Draghi ¹¹	雖曾表示「直升機撒錢」策略是有意思的概念，但表示 ECB 尚未研究「直升機撒錢」策略，這在操作、法律與制度層面上，都困難重重。
IMF ¹²	警告 BoJ 勿採取激進政策，如公然將政府債務貨幣化，這恐引發負面的信心反應，導致穩定度風險的升高。
IMF 前首席經濟學家 Olivier Blanchard ¹³	「直升機撒錢」策略是個騙局，只是以其他方式實施的擴張性財政政策；當利率為零時，政府的支出係以債務或貨幣融通，沒有太大差異。
前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing ¹⁴	實施「直升機撒錢」策略等於宣告貨幣政策破產；央行一旦開啟印鈔機，就無法再取得掌控權。
BIS 經濟暨金融部門主管 Claudio Borio ¹⁵	「直升機撒錢」策略在簡化的模型中可能是正確的，但在現實生活中卻不是。 「直升機撒錢」策略的結局常是財政支配(fiscal dominance)，遲早會傷害貨幣的價值，導致大眾對貨幣當局信心喪失殆盡，即便有效，亦會付出慘重代價

⁹ Martin, Will (2016), "Carney: Helicopter Money Has the Potential to Lead to 'a Compounded Ponzi Scheme'," *Business Insider*, Apr. 19。

¹⁰ Hilsenrath, Jon and Takashi Nakamichi (2016), "BoJ's Kuroda Signals Yen Strength Could Prompt More Easing," *The Wall Street Journal*, Apr. 19。

¹¹ ECB (2016), "Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)," ECB: Press Conference, Apr. 21。

¹² Central Banking Newsdesk (2016), "IMF Staff Warn BoJ against Unconventional Monetary Policies," *Central Banking*, Jun. 20。

¹³ Evans-Pritchard, Ambrose (2016), "Olivier Blanchard Eyes Ugly 'End Game' for Japan on Debt Spiral," *Telegraph*, Apr. 11。

¹⁴ EIR (2016), "Former ECB Chief Economist: Helicopter Money Means Bankruptcy," *EIR News Service*, Mar. 23。

¹⁵ Borio, Claudio and Piti Disyatat (2016), "'Helicopter Money' - Reality Bites," BIS: Management Speeches, Sep. 4。

(三)國際間大抵認為貨幣政策的效果已瀕臨極限，亟需財政政策及結構性改革等的配合

1. 寬鬆性貨幣政策的效果已瀕臨極限，進一步寬鬆恐對金融體系、央行獨立性等形成不利影響

(1)UNCTAD 指出¹⁶，貨幣政策已達極限，無法支持可持續的經濟復甦。

- 先進經濟體採行的非傳統性貨幣政策(包括大規模資產購買計畫及負利率)，未能重振實質投資與創造就業，反而助長金融投機行為及金融泡沫，擴大所得分配不均，以及間接地促成未創造就業的失業型成長(jobless growth)。
- 過度仰仗寬鬆性貨幣政策及低廉信用來激勵經濟復甦的作法，加重了開發中國家的民間企業投資對利潤比(investment-to-profit ratio)下滑的情況，恐不利長期經濟成長。

(2)BIS 指出¹⁷，過度寬鬆的貨幣政策已衝擊銀行獲利、扭曲金融決策、加劇金融不穩定。

- 前所未有的低利率與資產購買計畫，導致超過 8 兆美元的公債殖利率落入負值；在此情形下，銀行的獲利與韌性(resilience)均受衝擊，進而影響其提供放款，以及在證券市場擔任造市者(market-maker)的能力。
- 在史無前例的低利率環境下，投資者為追尋報酬，傾向於購買風險性較高的資產，以維持獲利；在金融資產價格偏高、全球經濟前景與貨幣政策效力未明的情況下，未來資產價格可能急遽反轉向下，加劇金融市場動盪。

(3)諾貝爾經濟學獎得主 Christopher A. Sims 指出¹⁸，龐大的央行資產負債表規模，恐不利央行獨立性。

- 大規模央行資產負債表會伴隨著付息(interest-bearing)負債的增加，以及央行資產、負債風險特性錯配程度的擴大；這會產生以市價計算的央行淨值大幅變動的風險，甚至可能使市價淨值落入負值。
- 此種情況將招致政治批評，包括央行管理不當、僭越職權、涉足財政政策領域的質疑等，恐威脅央行獨立性。

¹⁶ UNCTAD (2016), *Trade and Development Report – Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*, United Nations Conference on Trade and Development, Sep. 21. ; UNCTAD (2016), “UNCTAD Warns on Limits of Monetary Policy, Calls for Stronger Focus on Fiscal Policy,” *UNCTAD News*, Sep. 15.

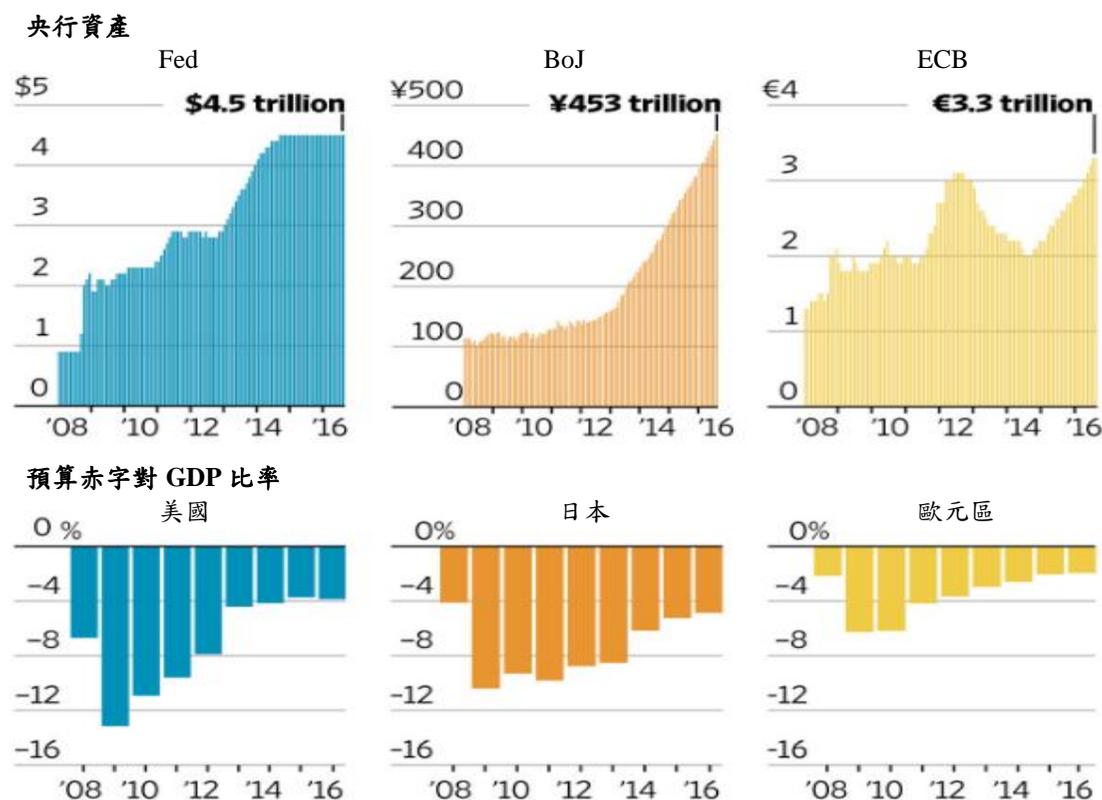
¹⁷ BIS (2016), *BIS 86th Annual Report*, Jun.。

¹⁸ Sims, Christopher A. (2016), “Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence,” Luncheon Address at Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Aug. 26.

2. 全球金融危機後，主要央行大幅擴張資產負債表的同時，政府卻在擰節支出

在零利率底限時，央行無法單靠一己之力來大幅推升支出或通膨；Fed 主席 Janet Yellen 於本年 6 月指出¹⁹，在擔憂成長極度疲弱或可能發生通縮的非常時期，財政及貨幣當局不應相互抵觸，而應讓兩種政策相輔相成。例如，Fed、BoJ 及 ECB 的資產負債表大幅擴張，但同時，彼等政府預算赤字對 GDP 的比率卻告縮減(見圖 6)。

圖 6 全球金融危機後，主要央行大幅擴張資產負債表的同時，政府卻在擰節支出



資料來源：St. Louis Fed、IMF

¹⁹ Fairless, Tom (2016), "Central Banks' Prized Independence May Be a Hindrance in Managing Inflation," *The Wall Street Journal*, Sep. 11。

3. 貨幣政策負擔過重，亟需擴張性財政政策等之搭配，以引領經濟邁向更平衡的成長

(1) **BIS** 首席經濟學家 Claudio **Borio** 表示²⁰，愈來愈多證據顯示，央行的寬鬆性貨幣政策顯然負擔過重，且為時過久；更為平衡的政策組合，攸關全球經濟能否邁向更為穩健、平衡與可持續的擴張(a more robust, balanced and sustainable expansion)。

(2) **IMF** 執行長 **Lagarde**²¹ 表示，先進經濟體不能再以貨幣政策作為唯一的選項；彼等需訴諸財政政策與結構性改革，以支撐總合需求與提振成長潛能。至於新興市場與開發中經濟體，則應將經濟重新導向新的成長來源。

(3) **UNCTAD** 指出²²，現在亟需的是擴張性財政政策來扮演主要角色。無論在先進或開發中國家，解決問題的正確方法都在於支持性的財政政策，以及穩定的匯率(視情況需要可允許匯率低估、但不是高估)，這攸關能否創造穩定且擴張型的經濟情勢；其中，大規模基礎設施支出是扮演串起所有環節的重要角色。

(4) **OECD** 表示²³，成員國宜運用財政政策等措施，以提振成長，並減少對央行之依賴。

—目前各國央行之貨幣政策負擔過重，且已扭曲金融市場；**OECD** 呼籲成員國運用財政政策、結構性改革及貿易政策，採取更強而有力的集體行動，以提振成長，並減少對央行之依賴。

—低利率使各國政府擁有更多財政空間，可投資於人力資本及基礎建設，以提升短期需求、長期產出及包容性。主要先進經濟體若共同集體行動提高公共投資，預計較各國單獨行動之情境，對 GDP 第 1 年之影響程度將增加一半。

(5) 隨著各項寬鬆性貨幣政策工具已達極限，各國政府開始不約而同悄悄提高財政激勵力道。已開發國家包括日本、美國及英國，本年政府預算赤字都較往年來得大，此為本次經濟衰退結束以來，已開發國家首次增加財政支出，

²⁰ Tetlow, Gemma and Thomas Hale (2016), “Markets Too Dependent on Central Banks,” *Financial Times*, Sep. 18。

²¹ Lagarde, Christine (2016), “The Case for a Global Policy Upgrade,” Speech at Farewell Symposium for Christian Noyer, Banque de France, Paris, Jan. 12。

²² 同註 16。

²³ **OECD** (2016), *OECD Interim Economic Outlook*, **OECD**, Sep. 21。

以激勵經濟成長²⁴。

4. 國際組織建議，各國政府應速採三管齊下的政策搭配，才能有效推升經濟成長

(1)近來，IMF、UNCTAD、OECD 等國際組織皆一再警示²⁵，單靠寬鬆性貨幣政策無法有效突破目前的低成長困境，並一再疾呼，各國應速採積極的三管齊下(three-pronged)的政策搭配(policy mix)，結合財政政策、貨幣政策及結構性改革，才能有效推升經濟成長。

(2)G20 領袖於本年 9 月重申²⁶，將動員所有的政策工具，包括財政政策、貨幣政策及結構性改革，以實現強勁、可持續、平衡，以及成長果實可讓全民共享的具包容性(inclusive)之經濟成長。

(3)三管齊下的政策搭配：支持性的**貨幣政策**、主動積極的**財政政策**、有助長短期成長的**結構性改革**。

— 支持性的貨幣政策

G20²⁷：貨幣政策應繼續支持經濟活動，維持物價穩定，與央行的職責保持一致，但單靠貨幣政策無法實現平衡的經濟成長。

IMF²⁸：產出缺口為負，且通膨處於低檔的經濟體，貨幣政策應維持寬鬆，以支持需求；近年來，支持需求的任務大多責付央行，貨幣政策支撐需求的壓力過重，且已接近極限，這意味著財政政策須扮演更重要角色。

UNCTAD、OECD²⁹：維持寬鬆性貨幣政策，以支持需求，並亟需擴張性財政政策及有助長短期成長的結構性改革，才能打破低成長困境。

²⁴ IP, GREG (2016), “Fiscal Policy Makes a Quiet Turn Toward Stimulus,” *The Wall Street Journal*, Sep. 14。

²⁵ UNCTAD (2016), *Trade and Development Report – Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*, UNCTAD, Sep. 21；OECD (2016), “Global Growth Warning: Weak Trade, Financial Distortions,” *OECD Interim Economic Outlook*, Sep. 21；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；OECD (2016), “OECD Economic Outlook,” Volume 2016, Issue 1, Jun. 1。

²⁶ G20 (2016), “G20 Leaders’ Communique Hangzhou Summit 4-5 Sep. 2016,” released on Sep. 6。

²⁷ 同註 26。

²⁸ Lagarde, Christine (2016), “We Need Forceful Policies to Avoid the Low-Growth Trap,” *IMFdirect*, Sep. 1。

²⁹ UNCTAD (2016), *Trade and Development Report – Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*, United Nations Conference on Trade and Development, Sep. 21；OECD (2016), “Global Growth Warning: Weak Trade, Financial Distortions,” *OECD Interim Economic Outlook*, Sep. 21。

— 主動積極的財政政策(基礎設施支出須扮演串起政策搭配所有環節的重要角色)

G20：各國應靈活運用財政政策，以讓賦稅政策及財政支出更有益於成長，例如優先支持高品質投資。

UNCTAD：達成穩定且可持續的經濟成長，需要擴張性財政政策擔任先鋒；其中，大規模基礎設施支出須是扮演串起政策搭配所有環節的重要角色。

IMF：各國應致力於友善的財政政策，包括有效率的基礎設施支出，當前尤其是提升公共投資及提高基礎設施品質的最佳時機。

OECD：許多國家仍有採擴張性財政政策的空間，可透過公共投資來加強經濟活動，尤其是應將更多公共支出用在對成長友善、財政乘數高的方案或活動，例如軟硬體基礎設施：數位、能源及運輸、教育及創新。

— 有助長短期成長的結構性改革

✓ IMF、OECD、G20 等國際組織不斷呼籲各國須加速發動全球成長的引擎，以扭轉低成長的趨勢；其中，移除妨礙經濟強勁成長的障礙、促使資源有效重新配置、可提高一國潛在成長的結構性改革，尤應扮演重要角色。

✓ IMF、OECD、G20 等建議³⁰，由於結構性改革涵蓋多種不同領域，各國安排結構性改革的效益與優先順序，須與一國的經濟發展程度有關，並應考量當前全球經濟疲弱的現實，優先採行除了能提振生產力及促進就業外，還能激勵短期國內需求的改革措施：

例如，對於實際產出低於潛在產出的國家而言，應將能支持短期及長期經濟成長的結構性改革列為優先項目，尤以能提高生產力的基礎建設投資最為優先。

推動醫療照護、退休金制度改革，可創造未來的財政空間，也是不容延宕的財政結構性改革項目。

其他如提高勞動力參與率的勞動市場改革，提升產業附加價值的科技與創新改革，也都是新興市場、先進經濟體的重要結構性改革項目

³⁰ IMF (2016), “Priorities for Structural Reforms in G20 Countries,” IMF: Staff Background Paper for the G20 Surveillance Note, Jul. 22 ; OECD (2016), *OECD Economic Outlook*, Volume 2016, Issue 1, Jun. 1 .

附錄

(一)主要央行 QE 的實施情形

1. 美、歐、日執行 QE 過程

(1) Fed 採行 QE 過程

自 2008 年 11 月 Fed 主席 Bernanke 宣布首輪 QE 後，分別再於 2010 年與 2012 年實施第二、三輪 QE，合計三次 QE 之資產購買總規模為 3.96 兆美元(附表 1)。

附表 1 Fed 採行 QE 歷程

單位：美元

方 案		QE1	QE2	QE3	QE3 延展	QE3 縮減	QE 總計
實施期間		2008/11 宣布 2009/3 加碼 2010/3 結束	2010/11 宣布 2011/6 結束	2012/9 宣布 無預定結束日	2013/1 加碼 無預定結束日	2014/1 起減碼 預定 10 月底 結束	
購買有價 證券種類 及規模	Agency Debt	1,750 億	—				
	Agency MBS	1.25 兆		每月 400 億	每月 400 億	逐次減少 50 億	
	公債	3,000 億	6,000 億		每月 450 億	逐次減少 50 億	
釋出資金總規模		1.725 兆	6,000 億	1,600 億	1.02 兆	4,500 億	3.96 兆

資料來源：Fed

1.63 兆

(2) ECB 採行 QE 過程

2009 年與 2010 年 ECB 為因應全球金融危機與歐債問題，曾實施小規模資產購買計畫(CBPP1、2 與 SMP)；直至 2015 年 3 月，ECB 總裁 Draghi 才開始進行大規模 QE。從 2015 年 3 月至本(2016)年 9 月 9 日止，**ECB 資產購買總規模約為 1.2 兆歐元**(附表 2)。

附表 2 ECB 採行 QE 歷程

單位：歐元

政策項目	CBPP 1、2 ³¹	SMP ³²	QE			
			CBPP 3	ABSPP ³³	PSPP ³⁴	CSPP ³⁵
起始日期	2009/7	2010/5	2014/10	2014/11	2015/3	2016/6
結束日期	2012/10	2012/9	2015/3 併入 QE ³⁶		2017/3	2017/3
政策規模	764 億	2,195 億	每月購買 600 億歐元，本年 4 月起增加至每月 800 億歐元，總金額約 1.74 兆歐元			
目前餘額	239 億	1,084 億	1,930 億	203 億	10,343 億	256 億

資料來源：ECB

³¹ CBPP(Covered Bond Purchase Program)：ECB 於初、次級市場購買由歐元區金融機構所發行、歐元計價的擔保債券。

³² SMP(Securities Markets Program)：ECB 於次級市場購買符合 Eurosystem 擔保資格的歐元區主權債券。

³³ ABSPP(Asset-Backed Securities Purchase Program)：ECB 於初、次級市場購買由歐元區金融機構所發行、歐元計價具優先償債順位及保證的中層券次資產抵押證券。

³⁴ PSPP(Public Sector Purchase Program)：ECB 於次級市場購買歐元區各國之公債與機構債，為 QE 之主要購買項目。

³⁵ CSPP(Corporate Sector Purchase Program)：2016 年 6 月起新增購買歐元區投資等級非金融公司債。

³⁶ CBPP3、ABSPP 已併入 QE，其政策規模隨 ECB 持續執行 QE 而成長。

(3) BoJ 採行 QE 過程

為配合日本首相安倍晉三所提出之三箭政策，BoJ 總裁黑田東彥於 2013 年 4 月 4 日推出量質兼備寬鬆(quantitative and qualitative easing, QQE)措施。由於 2014 年 4 月日本調升消費稅(從 5% 至 8%)明顯衝擊該國經濟，BoJ 於當年 10 月 31 日擴大 QQE 規模。截至本年 9 月 9 日，**BoJ 資產購買總規模約為 250 兆日圓**(附表 3)。

附表 3 BoJ 採行 QE 歷程

目標/資產	2013.4.4 公布 (QQE)	2014.10.31 公布 (QQE 2.0)	2016.9.21 公布 (QQE 2.0 修正) ³⁷
貨幣基數 ³⁸	每年增加 60~70 兆日圓	每年增加 80 兆日圓	仍持續增加，惟隨殖利率曲線操作而變動
長期公債(JGB)	每年增購 50 兆日圓	每年增購 80 兆日圓	每年增約購 80 兆日圓
指數股票型基金(ETF)	每年增購 1 兆日圓	每年增購約 6 兆日圓 ³⁹	每年增購約 6 兆日圓
不動產投資信託(J-REIT)	每年增購 300 億日圓	每年增購 900 億日圓	每年增購 900 億日圓
商業本票(CP)	持有餘額 2.2 兆日圓	維持不變	維持不變
公司債	持有餘額 3.2 兆日圓	維持不變	維持不變

資料來源：BoJ

³⁷ 2016 年 9 月 21 日 BoJ 針對 QQE 2.0 計畫增加下列新措施：(1)殖利率曲線控制；含持續購買 JGB 以使 10 年期公債殖利率維持在目前的 0% 附近，並移除原買入債券之平均存續期間(介於 7~12 年)之限制、(2)ETF 購買規模維持不變，其中 2.7 兆日圓專責購買追蹤東證指數(TOPIX)之 ETF、(3)承諾將持續擴張貨幣基數更長的時間，直至通膨率回升並持穩在 2% 以上。

³⁸ BoJ 之存款(current account deposits in the Bank of Japan)總和。

³⁹ 2014 年 10 月 31 日原公布 ETF 每年增購 3.0 兆日圓，2016 年 4 月 28 日及 2016 年 7 月 29 日各增加年購買規模至 3.3 兆日圓及約 6 兆日圓。

(二)主要央行負利率的實施情形

1. 採行負利率政策之央行

ECB 於 2014 年 6 月 5 日採行負利率政策後，瑞典、丹麥與瑞士等國承受大量資本流入，當地貨幣面臨升值壓力，故三國相繼推出負利率政策(附表 4)。BoJ 於本年 1 月 29 日亦出乎市場預期，推出負利率政策。目前上述 5 家央行之負利率水準，以瑞典之-1.25%最低(附圖 1)。

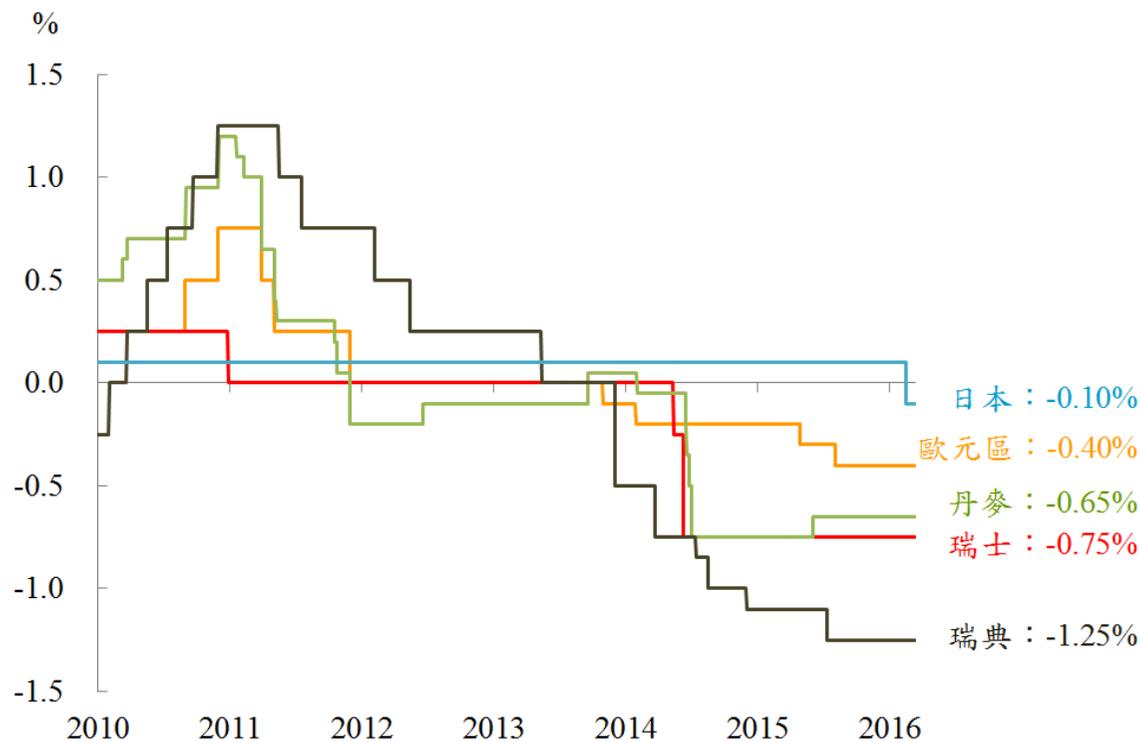
附表 4 負利率政策之實施情形

經濟體	利率水準	實施日期*
歐元區	-0.40%	2014/6/5
日本	-0.10%	2016/1/29
瑞典	-1.25%	2014/7/9
丹麥	-0.65%	2014/9/8
瑞士	-0.75%	2014/12/18

*係指 2014 年 ECB 採行負利率政策以來之實施日期。

資料來源：各央行官網

附圖 1 銀行業存放於實施負利率政策央行之存款利率



資料來源：Bloomberg

2. 目前負利率政策實施作法

- (1)上述 5 家央行針對金融機構存放於央行之存款帳戶採行負利率政策，惟各央行對此帳戶餘額適用負利率部份所作之規定並不相同(附表 5)，主要差異在於是否允許**特定金額之超額準備**(存款)得不適用負利率(單/多層制)。
- (2)央行選擇多層制負利率機制主要是為，減輕銀行因負利率政策而承擔之額外成本，以及預留未來政策可操作空間。

附表 5 各央行實施負利率政策作法

		指標利率	說明
單層制	歐元區	Deposit rate : -0.4% Main refinancing rate: 0% Marginal lending rate: 0.25%	<ul style="list-style-type: none"> 金融機構存放於 ECB 之存款，除了法定準備金適用 0% 利率，超過部分皆適用 deposit rate : -0.4%。
	瑞典	Deposit rate : -1.25% Repo rate: -0.5% Marginal lending rate: 0.25%	<ul style="list-style-type: none"> 金融機構存放於瑞典央行之存款適用 deposit rate : -1.25%。 瑞典央行另以公開市場操作(fine-tuning operations)吸收銀行超額流動性，此部分適用 -0.5% 利率。
雙/三層制 (允許特定 金額之超額 準備無須適 用負利率)	日本	Policy-Rate Balance : -0.1% Macro Add-on Balance : 0% Basic Balance : 0.1%	<ul style="list-style-type: none"> 將銀行存放於 BOJ 之存款利率分為三層。 Basic Balance 適用 0.1% 利率，macro add-on balance 適用 0% 利率；超過前兩層加總之存款適用 policy-rate balance 之 -0.1% 利率。
	瑞士	Deposit rate : -0.75% (3-month LIBOR 的目標區間 為 -1.25%~-0.25%)	<ul style="list-style-type: none"> 負利率之計息門檻係以 2014 年 10 月 20 日至 2014 年 11 月 19 日提存期之法定最低準備金乘以 20 倍計算。 超過此門檻之部份須適用 deposit rate : -0.75%。
	丹麥	Certificates of deposit : -0.65% Current-account rate : 0% Lending rate : 0.05%	<ul style="list-style-type: none"> 丹麥央行對每家銀行之 current-account 給予上限額度。 超過此上限額度之存款方須適用 certificates of deposit 之 -0.65% 利率。

資料來源：各央行官網

三、當前國內經濟情勢分析

近年全球貿易及投資續疲，**全球經濟受困於低成長陷阱**。自上(104)年第 2 季起，**台灣經濟動能明顯減緩**。政府採行**寬鬆性貨幣政策及擴張性財政政策**，並輔以**結構性改革因應**，以**提振國內景氣**。

本(105)年 8 月**主計總處上修本年經濟成長率預測**，**景氣對策信號**亦出現 17 個月以來**首次綠燈**，國內經濟出現回溫跡象；惟觀察**多數機構對本年看法仍保守**，**明年展望復甦力道亦屬溫和**，顯示未來景氣復甦可能存有隱憂。本文爰分析影響經濟復甦之因素，並說明妥適運用政策組合，以促進台灣經濟成長。

(一)雖上半年經濟成長略優於預期，惟下半年不確定性因素仍多，多數機構對本年看法保守

1. 主計總處上修本年經濟成長預測，主要係上修上半年經濟成長率

(1)因**上半年民間消費、政府消費及輸出略優於預期**，主計總處**上調本年經濟成長預測值至 1.22%**(表 1)，而**下半年各季則與上次預測結果相近**(圖 1)。

表 1 105 年經濟成長率預測值比較

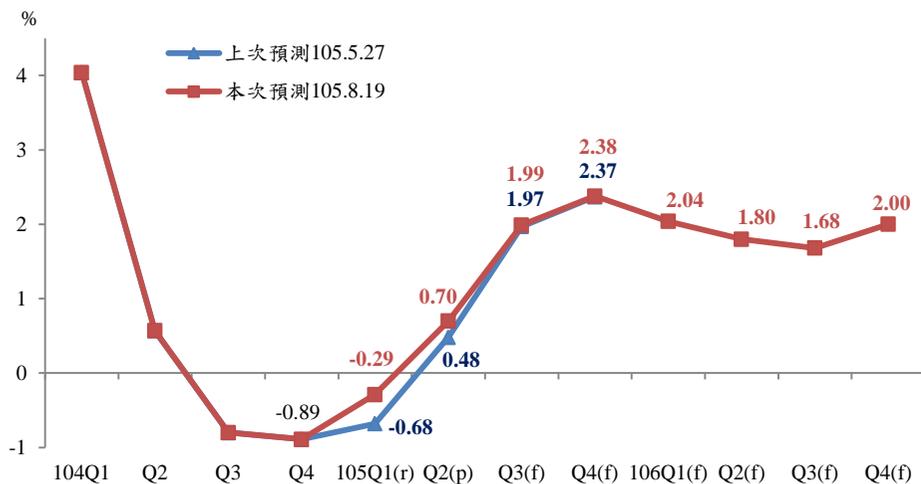
單位：%

	105 年		
	全年	上半年	下半年
105.8.19 預測(1)	1.22	0.21	2.19
105.5.27 預測(2)	1.06	-0.09	2.17
差距=(1)-(2)	0.16	0.30	0.02

資料來源：主計總處

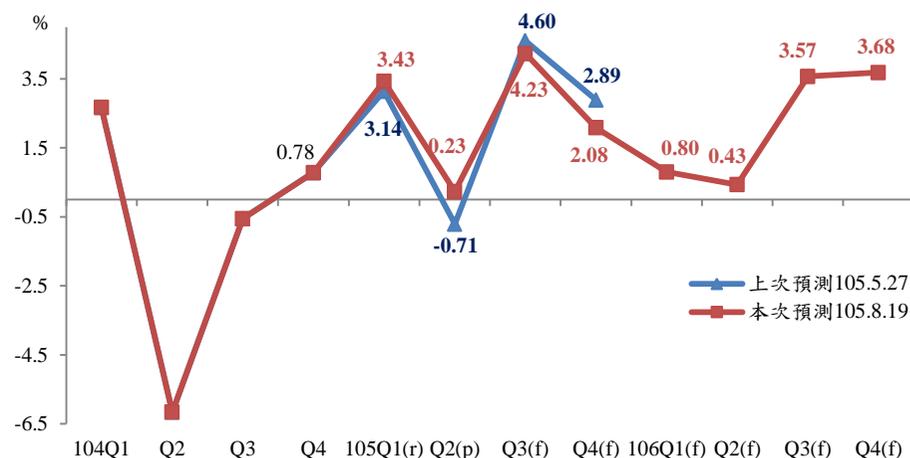
(2)觀察季調後的實質 GDP 對上季折成年率(saar)-經濟成長率走勢，上年第 3 季仍為負，而第 4 季轉正，且持續至明(106)年第 4 季(圖 2)；因此，以季調後實質 GDP 水準值來看，**上年第 3 季為谷底**，第 4 季以後呈上升趨勢。

圖 1 台灣經濟成長率
(與上年同季比較, yoy)



註：r 表修正數；p 表初估數；f 表預測數。
資料來源：主計總處

圖 2 台灣經濟成長率
(季調後數值與前季比較, 化為年率, saar)



註：r 表修正數；p 表初估數；f 表預測數。
資料來源：主計總處

2. 近期國內外經濟情勢並無重大改善，多數機構對本年下半年經濟預測未轉為樂觀，全年平均值約為 1.0%

雖主計總處上修本年經濟成長預測值，惟國外機構在主計總處上修成長預測值之後，平均預測值仍約在 1.0% (表 2)，且無論從景氣燈號、外需及內需各方面觀察，亦均顯示台灣下半年景氣復甦仍有隱憂¹，茲分析如下：

(1)7 月景氣對策信號雖好轉，但景氣綜合判斷分數為綠燈下限，且工業生產指數、製造業銷售量指數、非農業部門

¹ 主計總處下半年預測僅上修 0.02 個百分點，主要上調投資成長貢獻 0.06 個百分點，而淨外需貢獻反而減少 0.03 個百分點。

就業人數及海關出口值等 4 子項維持黃藍燈，未來國內景氣變化仍須持續觀察。

(2) 下半年外需復甦之不利因素：

- 全球景氣成長步調滯緩(尤其中國大陸需求放緩及部分產業產能過剩)，IHS Global Insight 下修本年全球經濟成長預測；加以 IMF 繼 7 月下修本年全球經濟成長預測值後，10 月可能持續下修²，且 WTO 7 月預估全球商品貿易動能可能持續偏弱至本年第 3 季，顯示下半年我國出口動能擴增恐有限。
- 本年以來，陸客來台人次減少，影響國內運輸業、零售業、住宿服務業之營運，且不利旅行、國際客運服務輸出成長。

(3) 下半年內需復甦之不利因素：

- 本年 1-7 月國內平均薪資呈負成長，將制約下半年民間消費成長力道。
- 7-8 月國內失業率連續 2 個月逾 4%，且第 4 季廠商增聘意願為 8 年來同期最低，恐阻礙民眾消費意願。
- 7-8 月消費者信心未明顯改善，且勞資爭議未解，不利企業投資，恐有礙內需提升。

表 2 國內外機構對台灣 GDP 成長率之預測

單位：%

	105年	106年
國內機構平均	0.91	1.63
主計總處(105/8/19)	1.22	1.88
台大國泰產學團隊(105/9/20)	0.80	1.20
台經院(105/7/25)	0.77	n.a.
中經院(105/7/19)	0.84	1.80
元大寶華經研院(105/6/23)	0.90	n.a.
台綜院(105/6/17)	0.92	n.a.
國外機構平均	0.98	1.74
IHS Global Insight(105/9/15)	1.16	1.84
Barclays Capital(105/9/16)	0.90	1.70
JP Morgan(105/9/16)	1.10	2.10
Goldman Sachs(105/9/12)	1.10	2.00
BoA Merrill Lynch(105/9/9)	0.80	1.50
HSBC(105/9/9)	1.10	1.70
Standard Chartered(105/9/9)	0.70	1.40
Citi(105/8/24)	0.80	1.60
DBS(105/8/19)	0.90	1.80
Credit Suisse(105/8/16)	1.20	1.80

² IMF 總裁 Lagarde 於本年 8 月 31 日接受路透社專訪表示，因需求疲弱、貿易和投資下滑，以及財富、所得不均程度提高等原因而看壞經濟前景，IMF 可能在下次(2016 年 10 月)世界經濟展望報告下修 2016 年全球經濟成長率預測值。

(二)國際景氣下行風險仍高，益以國內經濟結構問題，明年國內經濟將緩步復甦，各機構普遍預測在1.7%左右，高於本年(表 2)。

1. 外需展望：**明年全球經濟成長較本年增溫**，7 月 IMF 預測明年經濟成長率及全球貿易量成長率分別為 3.4%及 3.9%(本年則為 3.1%及 2.7%)，且 9 月 IHS Global Insight 預測明年經濟成長率為 2.8%(本年 2.4%)，將有助**支撐我國出口動能**。
2. 內需展望：
 - (1)民間消費方面，**明年 1 月起，基本工資月薪、時薪調漲**(月薪調高至 21,009 元，漲幅 5%；時薪調高至 133 元，漲幅 5.6%)，民眾消費信心將逐漸上揚；**惟本年景氣復甦力道仍緩**，可能**影響明年企業調薪與招募意願**，不利民間消費擴增。
 - (2)民間投資方面，機械設備投資在**半導體業者及相關供應鏈業者**擴充產能需求帶動下，可望有較佳成長表現，加以政府亦積極推動創新產業計畫，六都**社會住宅陸續動工**興建，可望**激勵民間投資成長**，惟若國內投資環境無明顯改善且勞資爭議仍未解，恐將抑制民間投資動能。
3. 影響明年台灣經濟成長之**不確定因素仍多**；且**國內經濟結構性問題仍存**，**短期內將限縮台灣經濟成長動能**。
 - (1)**國際下行風險仍高**，如**全球貿易保護主義抬頭**、**英國脫歐後續發展**干擾全球經濟前景、**美國升息**時點不確定恐引發**全球金融市場波動**、**中國大陸經濟轉型**過程可能衝擊大宗商品價格與全球經濟之**外溢效應**、國際政治經濟風險等，均將影響台灣經濟表現。
 - (2)**國內經濟**仍面臨許多**結構性問題**，如**出口之全球競爭力下滑**；產業偏重製造業、服務業生產力下滑、**尚未建立驅動成長之新產業**；**人口快速老化**、工作年齡人口減少等，致**台灣經濟成長動能仍不易明顯提升**。

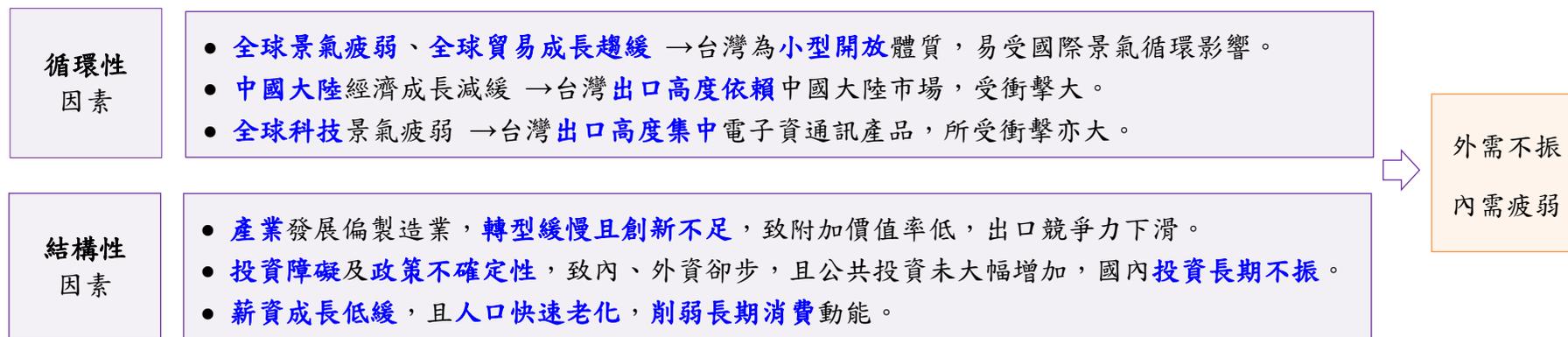
(三)妥適運用貨幣政策、財政政策與結構性改革，促進台灣經濟成長

1. 近年台灣經濟成長走緩，反映景氣循環及結構性問題(表 3)，亟須積極以貨幣政策、財政政策及結構性改革之政策組合因應。

(1)依據本行研究，全球金融危機後，台灣經濟成長走弱，受循環性因素之影響略大於結構性因素之影響³，惟兩者皆須擬定對策妥適因應。

(2)當前全球經濟前景依然疲弱⁴，尤其美國景氣循環進入擴張後期⁵，中國大陸未來 5 年經濟成長率將盤旋於 6.5%⁶，歐洲經濟可能因英國脫歐的不確定性而降溫，台灣在外需不振下，經濟成長率亦恐難明顯回升，亟須積極因應。

表 3 近年台灣經濟動能減緩原因－循環性與結構性因素



³ 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 105 年 6 月 30 日「央行理監事會後記者會參考資料」第 48~65 頁分析。

⁴ IMF 於本年 9 月 G20 領袖高峰會中，警示全球經濟前景依然疲弱，呼籲 G20 更強力採取行動。IMF (2016), “Global Prospects and Policy Challenges,” IMF Background Paper for the G20 Leaders’ Summit, Sep. 4~5。

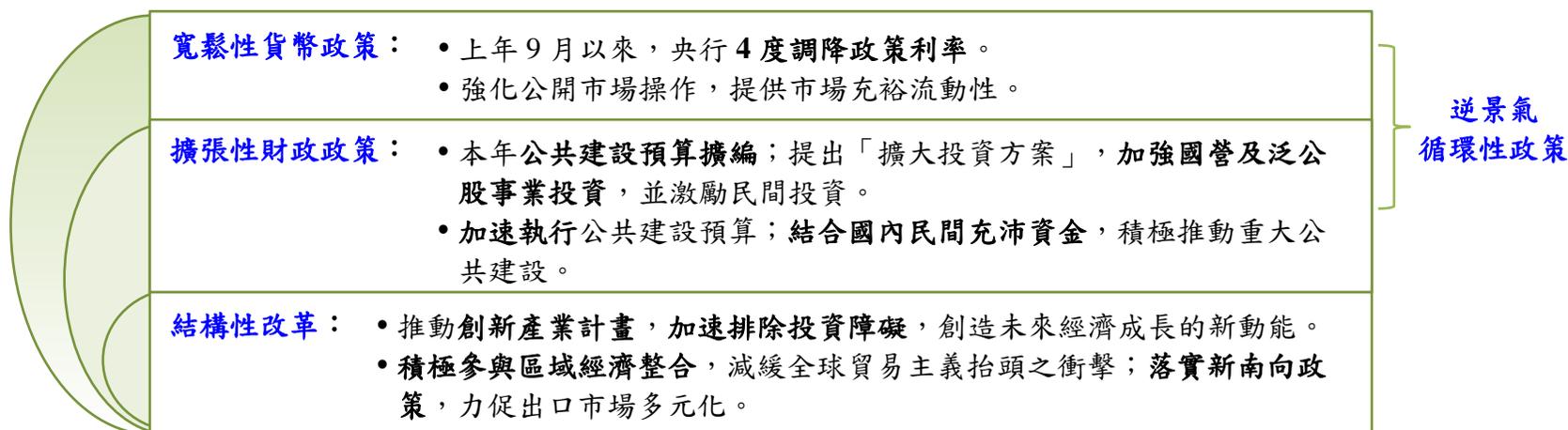
⁵ 多種跡象顯示美國的景氣循環可能進入擴張後期，包括企業獲利面臨挑戰、信用情勢惡化(企業倒帳率上揚)、就業成長減緩，且貨幣政策緊縮；經濟體在景氣走緩階段，一旦面臨衝擊(如英國脫歐之外溢效應)，尤其危險。詳 Zentner, Ellen (2016), “Late Cycle Woes,” US Economics Summer Outlook, Morgan Stanley, Jul. 17。

⁶ Higgins, Patrick, Tao Zha, and Karen Zhong (2016), “Forecasting China’s Economic Growth and Inflation,” NBER Working Paper, No. 22402, Jul.。

(3)當前政府已採行寬鬆性貨幣政策及擴張性財政政策，提振國內景氣(圖 3)；並積極推動創新產業計畫、新南向政策等結構性改革措施。

為加速突破當前經濟動能不足之處境，短期宜優先推動基礎建設，選擇乘數效果較大，與民眾生活較密切的重大公共建設作為示範計畫，以提振民眾信心。中長期間，持續推動創新產業，創造未來經濟成長新動能；並積極參與區域經濟整合，以緩和全球貿易保護主義抬頭之衝擊。

圖 3 三管齊下，因應台灣循環性及結構性經濟問題



2. 持續寬鬆性貨幣政策，協助提振國內景氣；搭配彈性匯率政策及總體審慎政策，維持金融穩定

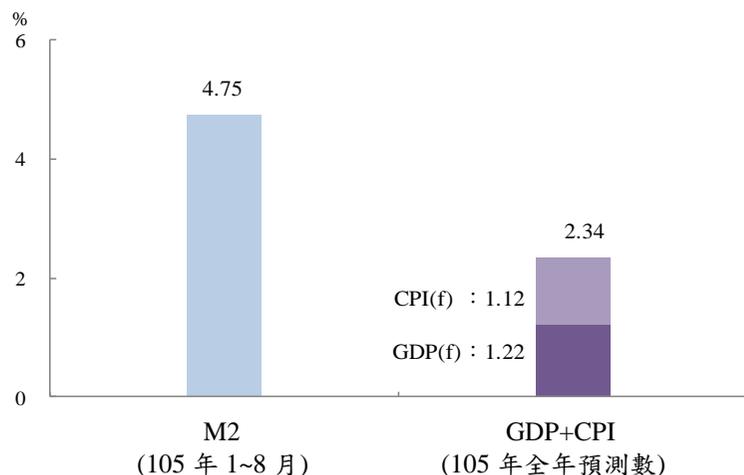
(1)央行採寬鬆性貨幣政策，以激勵經濟成長。

— 上年9月以來，本行4度調降政策利率，累計降幅0.5個百分點，目前重貼現率為1.375%。

— 本行強化公開市場操作，提供市場充裕流動性，金融機構超額準備自上年8月之300億元增至本年8月之459億元。

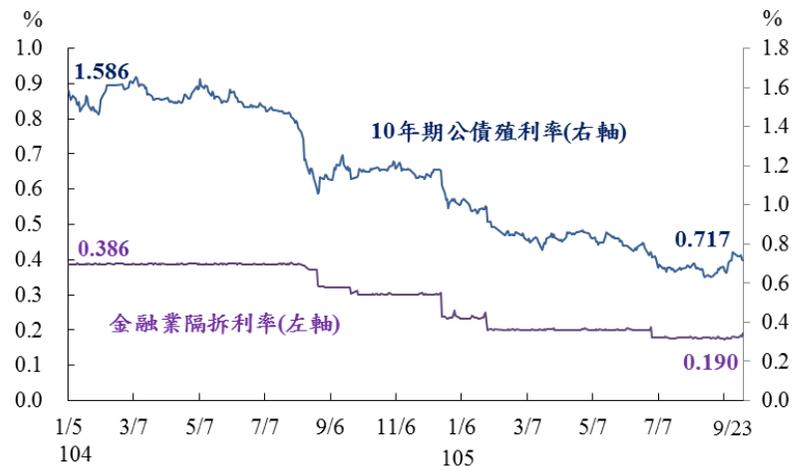
— **資金寬鬆且利率低**：本年 1 至 8 月平均 **M2 年增率為 4.75%**，高於本年經濟成長率加計 CPI 年增率預測數之總和 2.34%(圖 4)，顯示市場資金仍屬寬鬆。**金融業隔夜拆款利率維持低檔**，至 9 月 23 日為 0.190%；**10 年期指標公債殖利率則降至 0.717%**(圖 5)。

圖 4 M2 年增率、CPI 年增率與經濟成長率



資料來源：主計總處、中央銀行

圖 5 長短期利率



資料來源：中央銀行

(2)近年**金融市場波動加劇**，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。

— 新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有**不規則因素**(如短期資金大量進出)與**季節因素**，導致匯率過度波動與失序變動，而有不利的於經濟與金融穩定之虞時，央行會**維持外匯市場秩序**。

3. **加速執行公共建設預算**；結合國內民間充沛資金，積極推動重大公共建設

(1)**本年政府已採擴張性財政政策**，宜加速執行，及早發揮財政乘數效果。

— **本年公共建設預算**⁷較上年增加**6.0%**，而1億元以上公共建設全年可支用預算3,571億元，至7月底已執行1,493億元，尚餘2,078億元，宜**加速執行，及早發揮財政乘數效果**。

— 本年**8月25日**行政院會通過「**擴大投資方案**」，將**加強國營及泛公股事業投資**基礎設施及新興產業(總經費3,400億元)、**優化投資環境、激發民間投資、推動數位創新**等措施，以提振國內景氣。

(2)加強推動**公私部門夥伴關係**(public-private partnership, **PPP**)⁸，將**民間充沛資金導入公共建設**。

— 長期以來台灣投資率明顯下滑，儲蓄率則上升，致累積龐大**超額儲蓄**，國內**民間資金充沛**。當前政府務須加強推動公私部門夥伴關係(PPP)，將民間充沛資金導入公共建設，以減輕財政負擔，也創造就業。

— 為善用民間儲蓄投入公共建設，可鼓勵**具自償性的公共建設公司化**⁹(仿效桃園機場公司、台灣港務公司)，或**上市**(如台灣高鐵公司)，**自行發債或增資**；並推動**公共建設預期收入證券化**，以利參與廠商投入資金加速回收，再投資新案。

(3)配合建構優質生活環境及結構轉型，積極推動**策略性基礎建設**，**兼收短、中長期經濟效益**。

— 因應少子化與高齡化趨勢，並建構優質的生活環境，台灣需要**加速基礎建設投資**，且**納入防災、綠能及數位環境**概念。

- **加強公共工程養護**，如老舊水庫及橋樑重建或維護、機場整建等。
- **汰換自來水管線**，以降低漏水率；**擴大下水道建設**，防治淹水。
- **活化閒置公有空間(建物)**，增置**社區型長照設施**、興建**社會住宅**。
- **推動公辦都更**，改善住宅高齡化問題。
- **加速完備資通訊基礎建設**，強化資訊安全，打造數位環境。

⁷ 包含總預算、特別預算以及特種基金。

⁸ 聯合國和世界銀行等國際組織推動，透過公部門與民間機構的合作模式，提供基礎公共設施，並促進經濟發展。

⁹ 如日本政府當年為建設大阪關西(Kansai)國際機場，即成立專責公司，發行公司債籌資，進行建設投資。

4. 致力結構性改革，積極推動產業創新，加速排除投資障礙，創造未來經濟成長的新動能

(1)積極推動**創新產業計畫**¹⁰，**多元化經濟成長動能**。

- 政府已通過「**智慧機械**」、「**亞洲·矽谷**」產業計畫，且將啟動「**扶植生技產業十年計畫**」，並加緊推動「**綠能科技**」及「**國防航太**」等創新產業，可望集結產學研，合力厚植台灣未來經濟發展根基。
- 台灣**服務業**雖占 GDP 比重高(104 年達 63%)，惟長期以來**生產力成長率多低於製造業**¹¹，致部分服務業呈現低薪¹²；宜**提振服務業**，**結合軟、硬體及服務**，朝全球價值鏈兩端(上游的研發設計，以及下游的行銷服務)發展，以**提高附加價值**，亦可**分散全球景氣停滯對製造業出口之衝擊**。
- 國發基金攜手創投**，扮演創新引資的積極角色；**加速執行產業創新轉型基金**，挹注產業轉型能量。

(2)積極**排除投資障礙**，並**厚植人才資源**，營造良好投資環境。

- 積極**開發新能源(綠能)**，也要加速火力**電廠汰舊換新**，以穩定供電；**發展能源技術服務業**(Energy Services Company, ESCO)，協助提升能源使用效率。
- 多元化水資源開發**，如廢污水再生、海水淡化，以滿足產業及民生需求。
- 儘速**修訂產創條例**，促進**產業用地有效利用**，以利投資。
- 提升環評效率**，並加速推動**循環經濟**(如建立**高值材料循環專區**)，兼顧**環境永續與經濟發展**。
- 人才為產業競爭力之關鍵，針對**外籍專業人才**，政府研擬「**完善我國留才環境方案**」，以擴大留才攬才。

¹⁰ 創新產業計畫包含**五大創新產業**與**新農業**及**循環經濟**等，106 年度預算共編列 462 億元。

¹¹ 92~104 年之**製造業**及**服務業**平均產值勞動生產力年增率分別為**5.77%**與**2.06%**。

¹² 根據主計總處「104 年人力運用調查統計」，104 年 5 月受僱就業者每月主要工作之收入 3 萬元以下者(逾 3 百萬人)：其中服務業之住宿及餐飲業、支援服務業及批發零售業三者占比為 33%。

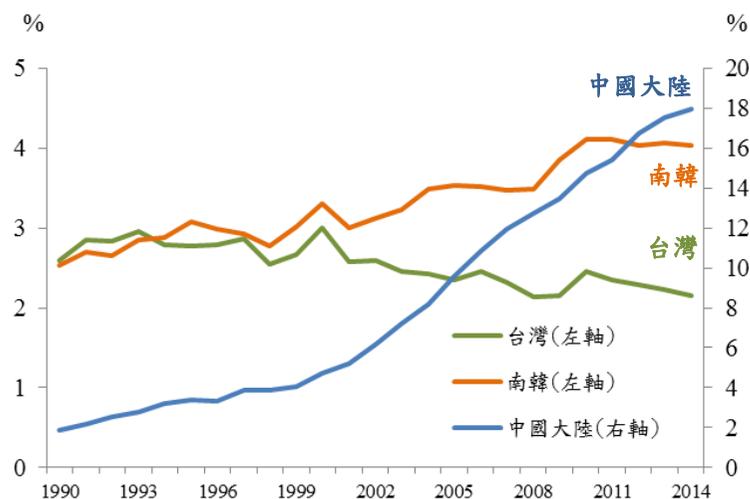
5. 積極參與區域經濟整合，減緩全球貿易主義抬頭之衝擊；落實新南向政策，力促出口市場多元化

- (1) 台灣為高度開放的小型經濟體，外需係振興經濟成長的重要關鍵。IMF(2016)指出近期全球貿易保護主義抬頭，不利全球貿易成長¹³，台灣務須積極加入區域經濟整合，洽簽自由貿易協定(FTA)，減緩全球貿易主義抬頭之衝擊。
- (2) 落實新南向政策¹⁴，擴大與美、歐經貿合作，促進台灣出口多元化，降低中國大陸經濟走緩且供應鏈自主化之負面外溢衝擊。

— 近年我國製造品出口全球市占率持續下滑(圖 6)，主要與國內製造業全球化布局致海外生產比重提高、中國大陸供應鏈自主化，對中間財進口需求下降等因素有關。

— 加入區域整合，得以降低關稅及非關稅貿易障礙、維持全球價值鏈之地位，並可改善投資環境，吸引外人來台投資¹⁵，協助製造業升級及帶動創新產業，提升我國出口及經濟長期競爭力。

圖 6 台灣與主要貿易競爭對手國之製造品出口之全球市占率



資料來源：WTO

¹³ IMF 指出，2012~2015 年間多數國家商品與服務進口成長減緩，主因投資等經濟活動疲弱、貿易自由化速度減慢及近期保護主義抬頭。詳 IMF (2016), "Global Prospects and Policy Challenges," IMF Background Paper for the G20 Leaders' Summit, Sep. 4~5。

¹⁴ 本年 9 月 5 日政府啟動「新南向政策推動計畫」，將從「經貿合作」、「人才交流」、「資源共享」，與「區域鏈結」四大面向著手。

¹⁵ 依據聯合國「2016 年世界投資報告」，2015 年新加坡及南韓的外資直接投資金額，分別是台灣的 27 倍與 2 倍。

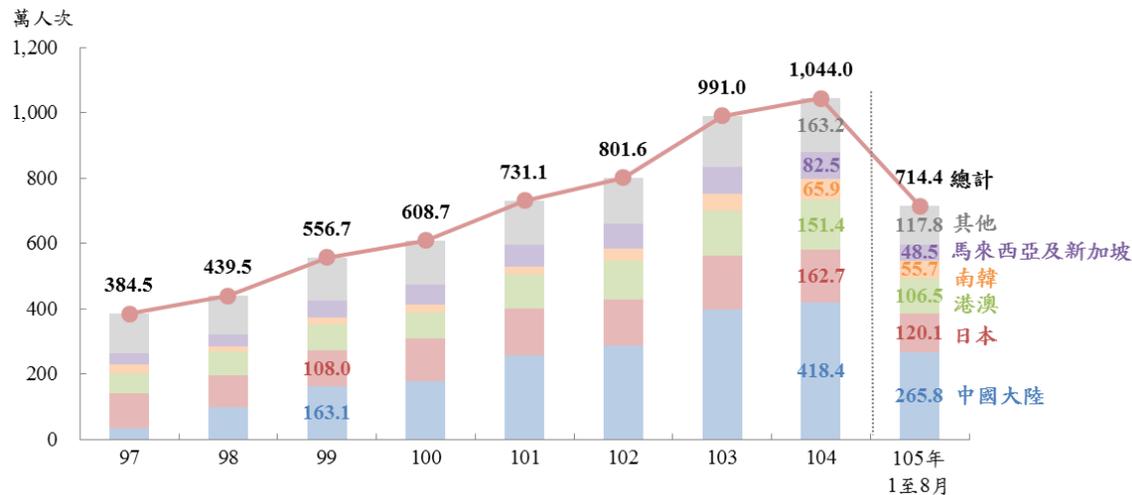
四、近年我國旅行收入變動之原因與影響分析

近年受惠於陸客來台人次逐年創新高，台灣旅行收入明顯成長。惟本(105)年5月以來，陸客來台成長減緩，且平均每人每日消費額持續下降，影響未來我國服務貿易收入及經濟表現；而其他國家旅客來台人次續增，預期可降低陸客減少的衝擊。本文將分析近年來台旅客人次及消費額的變化對我國旅行收入與經濟的影響，並說明陸客減少的因應策略。

(一)開放陸客來台觀光後，來台人次成長，為台灣最大客源

1. **97年開放陸客來台觀光後**，隨中國大陸經濟快速成長，陸客出國消費能力提高，來台人次大幅增加，**帶動整體旅客來台人次成長**，99年起超越日客，成為**台灣最大客源**(圖1)。

圖1 歷年來台旅客人次

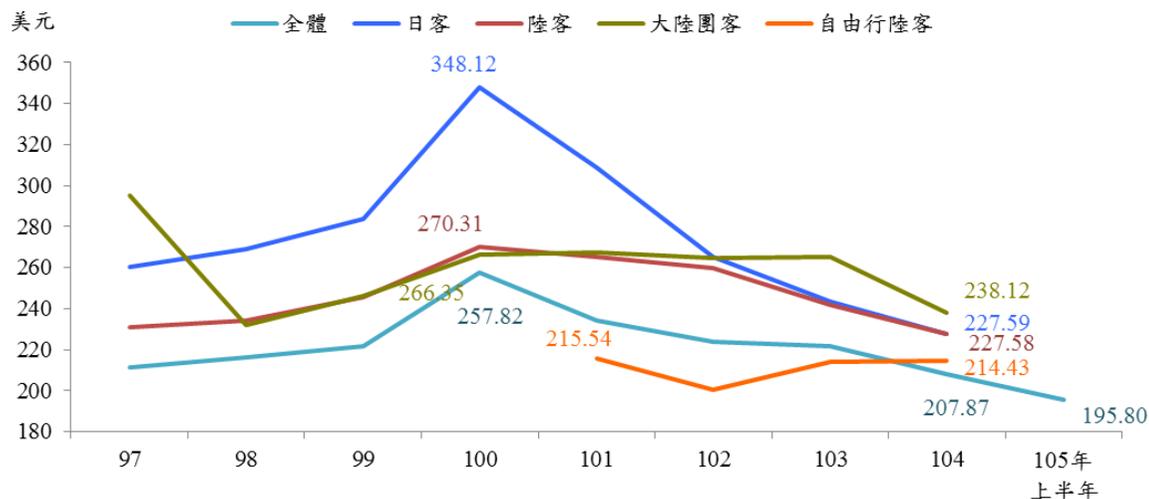


資料來源：觀光局

2. 大陸團客的日消費額居來台旅客之冠，消費動向左右台灣旅行收入。

- 陸客及日客為台灣前兩大客源，每人每日消費額均高於全體旅客，尤以大陸團客最高(圖 2)，故其來台人次及消費動向對台灣旅行收入的影響較大。
- 100 年起，受陸客¹及日客²來台消費下降影響，全體來台旅客每人每日消費額隨之明顯下滑。
- 本年上半年來台旅客每人每日消費額續降至 195.8 美元³，為 97 年以來新低，可能與高消費之大陸團客減少，來台旅客結構改變有關。

圖 2 來台旅客每人每日消費額持續下降



資料來源：觀光局、本行自行估算

¹ 102 年起，台灣推動優質團及中國大陸實施旅遊法與禁奢條款均對購物有所規範，大陸團客購物支出下降，禁奢條款亦影響高消費陸客來台人次及支出。

² 日本經濟不振及日圓走貶，100 年以來，來台日客每人每日消費額明顯減少。

³ 根據國際收支旅行收入及來台旅客人次與停留夜數資料估算。

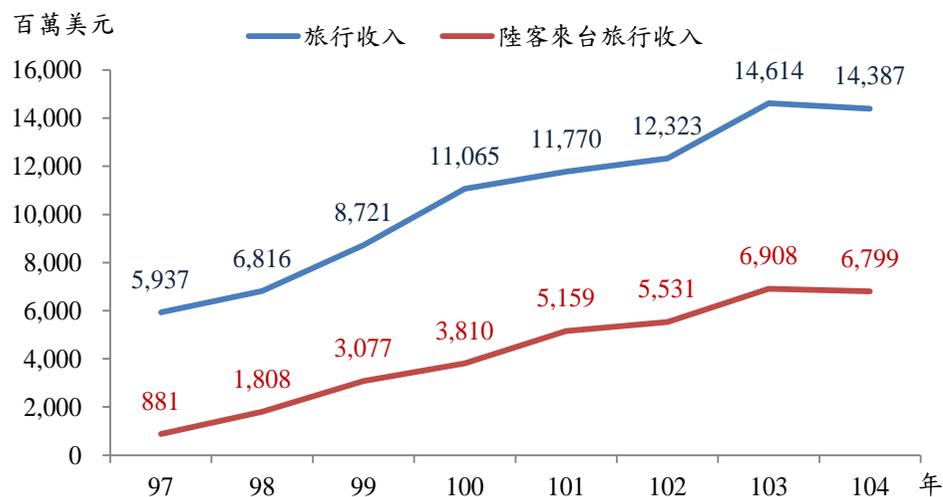
(二)亞洲國家旅行收入受陸客增減的影響甚大

1. 陸客來台人次大幅成長，且消費金額高，台灣旅行收入屢創新高。

— 隨著陸客來台人次大幅成長，旅行收入亦屢創新高；惟 104 年因來台人次成長幅度趨緩，且平均每人每日消費額下滑，致旅行收入減少(圖 3)。

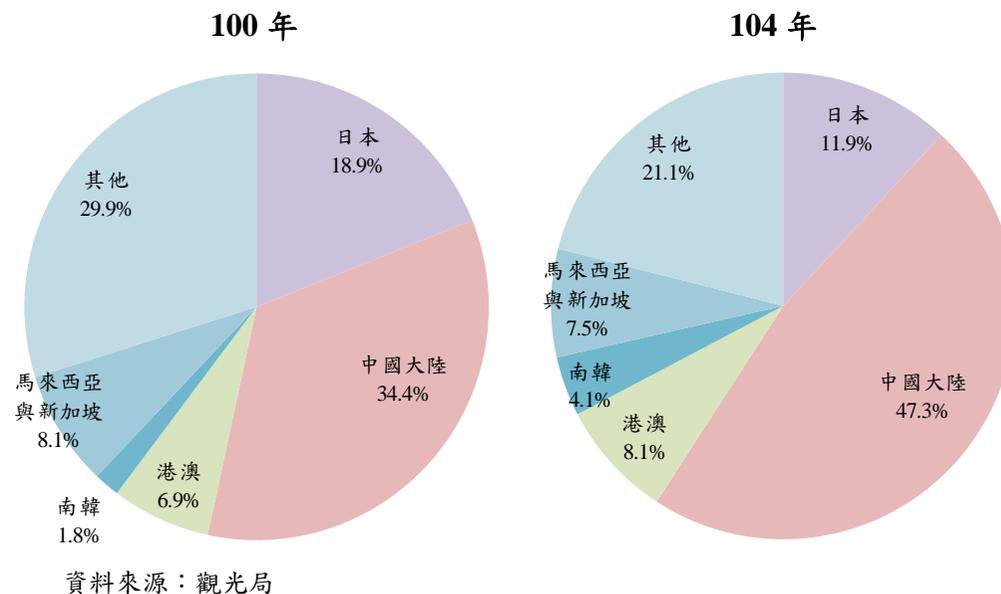
— 陸客每人每日消費金額高，且來台人次多，占我國旅行收入比重由 100 年的 34.4% 提高至 104 年的 47.3%(圖 4)。

圖 3 台灣旅行收入持續成長



資料來源：觀光局

圖 4 台灣自主要國家旅行收入比重

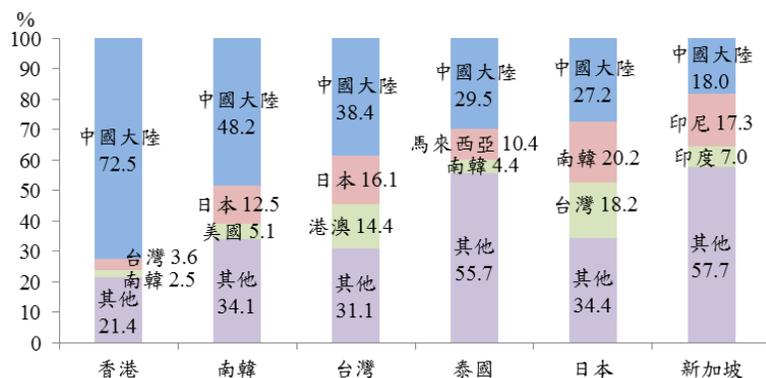


資料來源：觀光局

2. 陸客已成為多數亞洲國家的最大客源，對各國旅行收入的影響力提高。

- 近年商品出口不振及環保意識抬頭，各國積極發展觀光業。陸客消費力高及人數眾多，各國皆極力開拓，成為主要客源。
- 105年1至7月陸客占各國全體旅客的比重，以香港的72.5%最高，其次為南韓的48.2%及台灣的38.4%(圖5)。陸客對亞洲各國旅行收入的影響力提高，本年1至7月陸客人次增幅較大者，全體旅客人次增幅多較大。
- 本年上半年，日本、南韓與泰國旅行收入維持正成長，主因各國積極推動觀光有成，或基期較低所致(圖6)。台灣則因陸客增幅趨緩，且來台旅客每人每日消費額下降，旅行收入減少。

圖5 105年1至7月抵達各國旅客比重



全體年增率	-7.4	34.3	7.9	11.9	26.7	12.5
陸客年增率	-10.6	45.4	0.4	20.5	38.2	55.2

資料來源：各國觀光局

圖6 各國旅行收入年增率



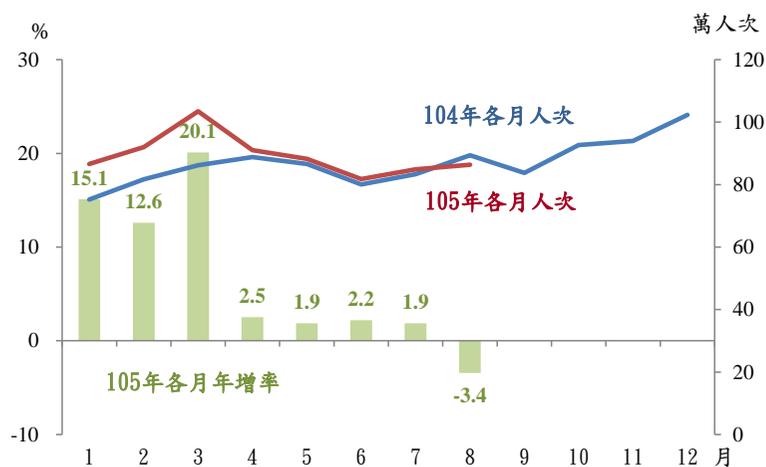
資料來源：各國央行

(三)未來我國旅行收入恐難維持過去成長幅度，對經濟成長貢獻減弱

1. 本年5月以來，陸客來台人次大減，致8月全體旅客人次轉為負成長。

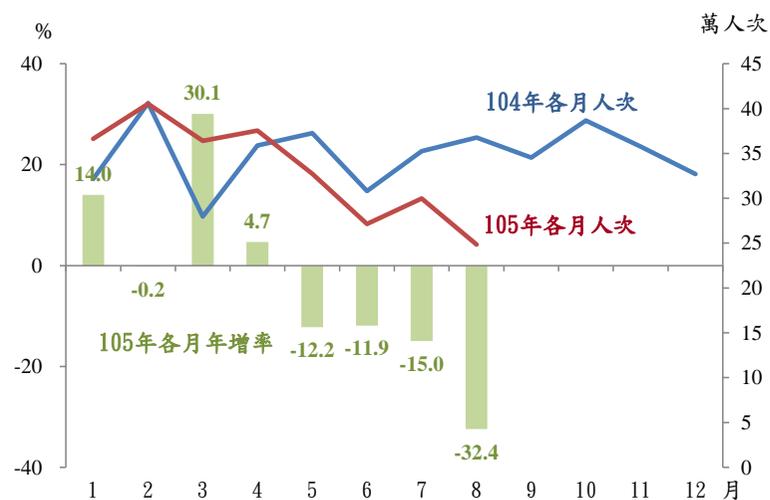
—5月起，陸客來台人次減少，全體旅客人次增幅明顯縮小；8月陸客來台人次減幅擴大，全體旅客人次轉為負成長(圖7、圖8)。

圖7 來台旅客人次及年增率-全體旅客



資料來源：觀光局

圖8 來台旅客人次及年增率-陸客



資料來源：觀光局

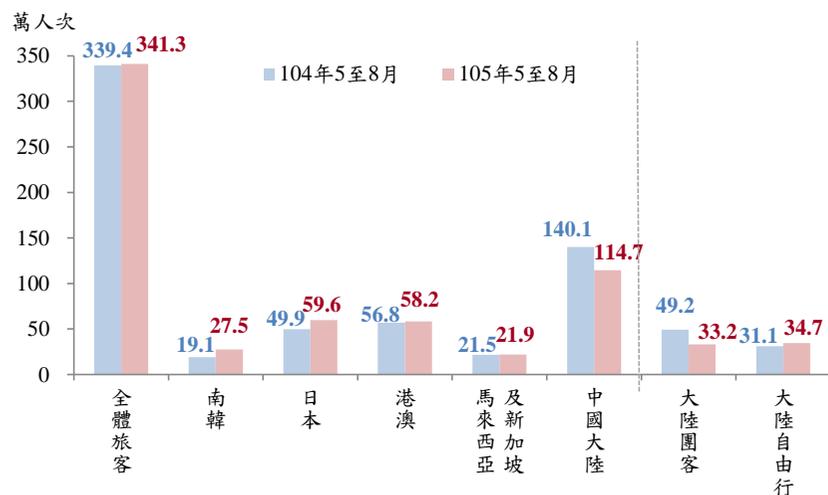
2. 本年5至8月大陸團客減少較多，未來我國旅行收入恐難維持過去成長幅度。

— 本年**5至8月**來台旅客雖維持正成長，惟陸客來台人次減少25.4萬人次，其中**消費金額較高之大陸團客人次減少16.0萬人次**⁴(圖9)，**減幅達32.5%**(圖10)。

— 他國旅客來台人次增加27.3萬人次，其中**南韓及日本旅客分別大增44.2%及19.5%**，分別增加**8.4萬及9.7萬人次**。

圖9 主要國家旅客來台人次比較

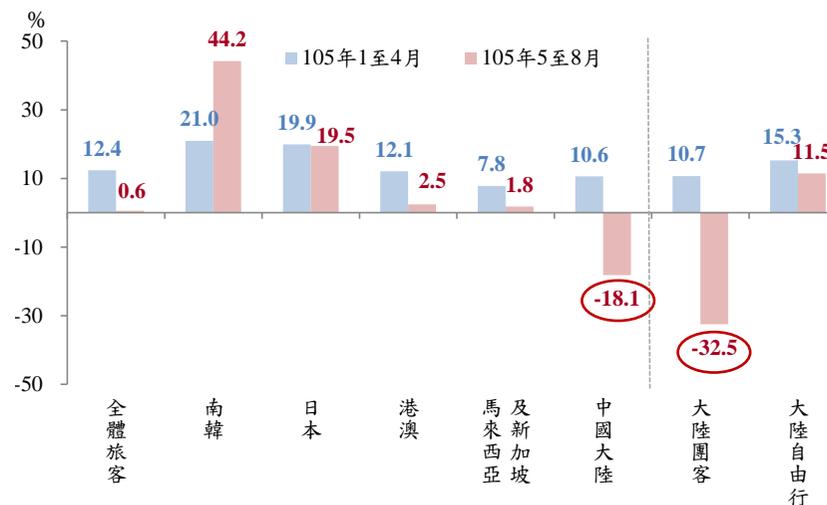
(105年5至8月與上年同期比較)



註：105年5至8月大陸團客與自由行年增率係5至7月資料。
資料來源：觀光局及移民署

圖10 主要國家旅客來台人次年增率

(105年1至4月與5至8月分別與上年同期比較)



註：105年5至8月大陸團客與自由行年增率係5至7月資料。
資料來源：觀光局及移民署

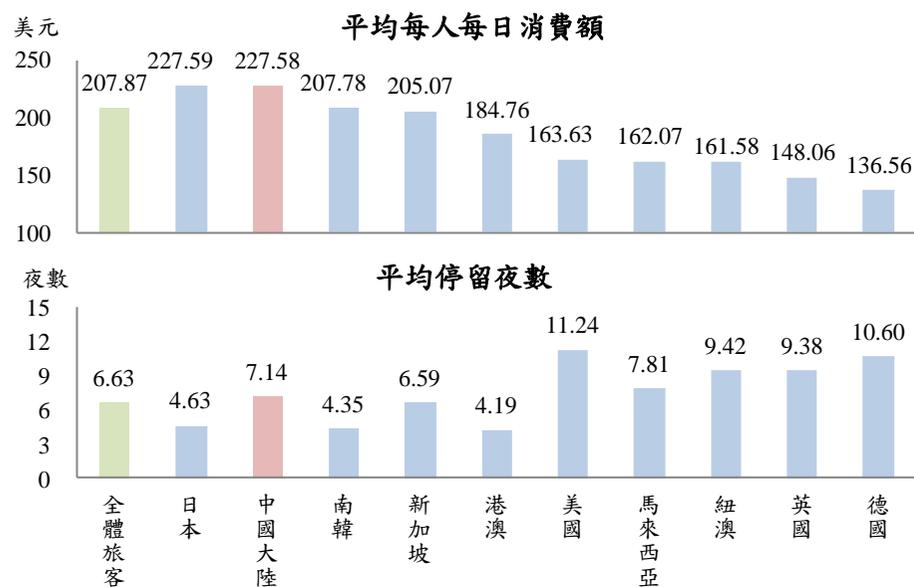
⁴ 105年5至8月大陸團客資料為該年5至7月的資料，預估若加計8月資料，減少程度可能擴大。

一陸客每人每日消費額較高，且停留夜數大於亞洲主要國家旅客(圖 11)，他國旅客增加所能填補陸客旅行收入減少空間恐有限。

3. 旅宿及航空運輸等行業受陸客縮減的衝擊較大。

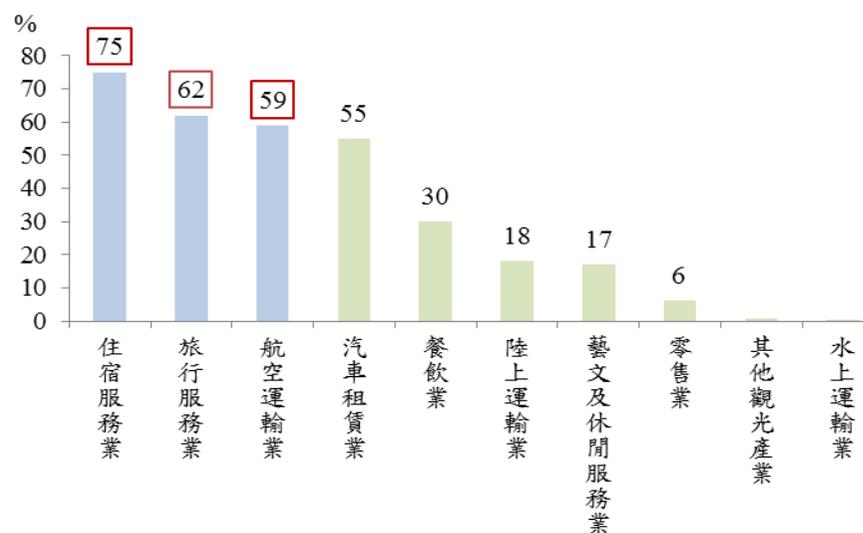
一國內住宿服務業、旅行服務業及航空運輸業提供的服務中，分別有 75%、62% 及 59% 的比重⁵是供旅客使用(圖 12)，對旅行活動的依賴度較高，因此該產業受陸客縮減的衝擊較大。

圖 11 104 年來台旅客平均消費額及停留夜數



資料來源：觀光局

圖 12 我國觀光產業之觀光比重



資料來源：觀光局「編製 102 年台灣地區觀光衛星帳及修正歷年(98-101 年)觀光衛星帳」期末報告初稿，105 年

⁵ 根據觀光衛星帳，觀光產業之觀光比重係指各觀光產業的總供給中，銷售給旅客的比重。前述銷售包括國人國內旅行、外人來台旅行及國人因出國旅行而在國內消費的部份。

(四)結論：政府已提出因應策略，業者亦應進行結構調整並轉型

1. 由於本年陸客來台人次成長減少，加上全體來台旅客每人每日消費額持續減少，預期未來旅行收入恐難持續大幅成長；其他國家來台旅客雖有成長，惟每人每日平均消費金額不及陸客，不易填補陸客減少所造成的旅行收入減少。
2. 陸客減少之衝擊集中於與大陸團客相關之運輸、導遊及旅宿業者。為減少衝擊，政府已提出「開拓多元市場」、「協助產業轉型」、「擴大國內旅遊」、「創新產品穩固陸客」等4大因應策略，且將挹注經費，積極推動⁶。
3. 政府正推動擴大國人國內旅遊方案⁷，以利較難轉營他國客源之業者⁸；除透過政策鼓勵在台消費外，更宜提升旅遊環境與品質。
4. 業者亦應趁此進行結構上的調整，試著轉型、朝多元化經營，配合國際旅客增加的趨勢，研發新產品，進行網路變革，成為網路旅行社(online travel agents, OTA)，深耕永續發展的旅遊環境。
5. 本年以來，陸客雖呈減少，但如日本、南韓、東南亞等他國旅客卻是增加，若可深耕拓展其他客源，將可降低陸團減少的衝擊，並健全我國觀光產業發展。

⁶ 詳觀光局 105 年 9 月 12 日「因應陸客衝擊 觀光轉型契機」新聞稿。

⁷ 根據聯合報 105 年 9 月 22 日報導，行政院推動擴大國內旅遊方案，預定 10 月啟動，未來 2 天 1 夜以上旅行團將獲補助。

⁸ 例如，新新聞 1541 期第 27 頁指出，新增加的日韓旅客多以自由行居多，團客增加不多，遊覽車業者較其他觀光業者更不易轉型。

五、台股交易結構改變，宜提高企業競爭力，以利台股長期健全發展

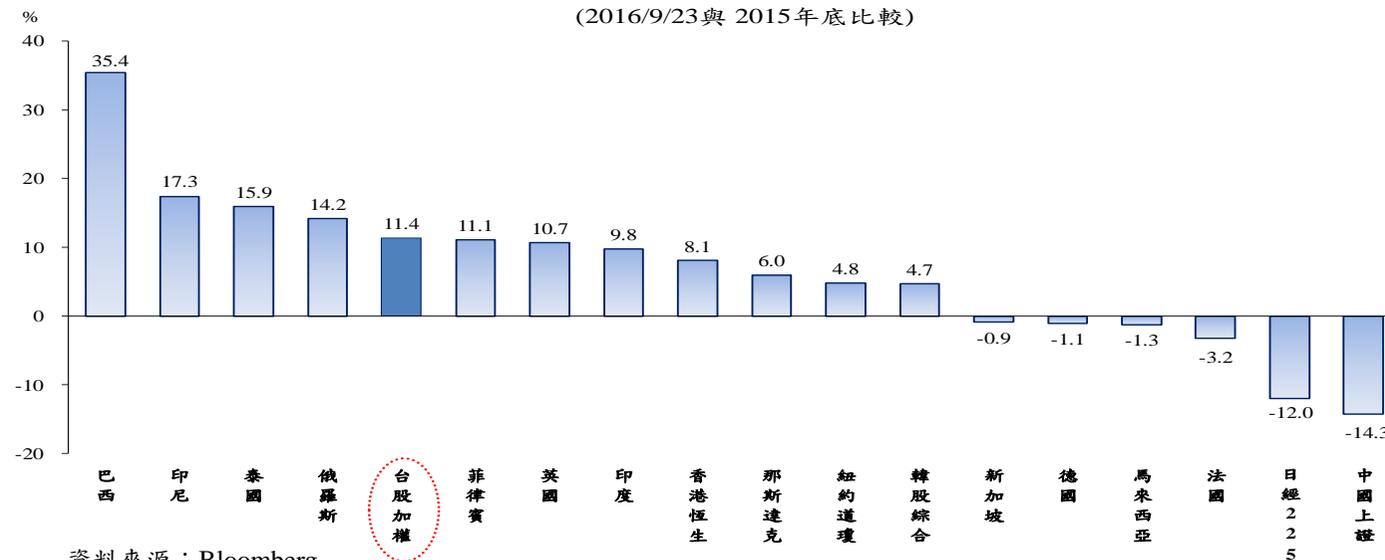
近年國際景氣復甦動向不明，國內外經濟基本面疲弱，導致股市投資人觀望。主要國家股市成交值¹多呈萎縮；台股交易則出現現貨市場周轉率下滑，期貨市場蓬勃發展的結構變化，值得關注。為促進台股長期健全發展，應加強既有上市櫃公司之競爭力，並持續引進優良企業在台發行上市，以利吸引國內外資金，增進台股動能。

(一)本年以來，主要國家股價多呈上漲，成交值多呈下滑

1. 在全球資金寬鬆環境下，本(2016)年以來，主要國家股市多呈上漲，台股表現居中。日本及中國大陸分別因外資大幅賣超及去(2015)年漲多之影響，致本年股價跌幅較深(圖 1)。

圖 1 主要國家股市漲跌

(2016/9/23與 2015年底比較)



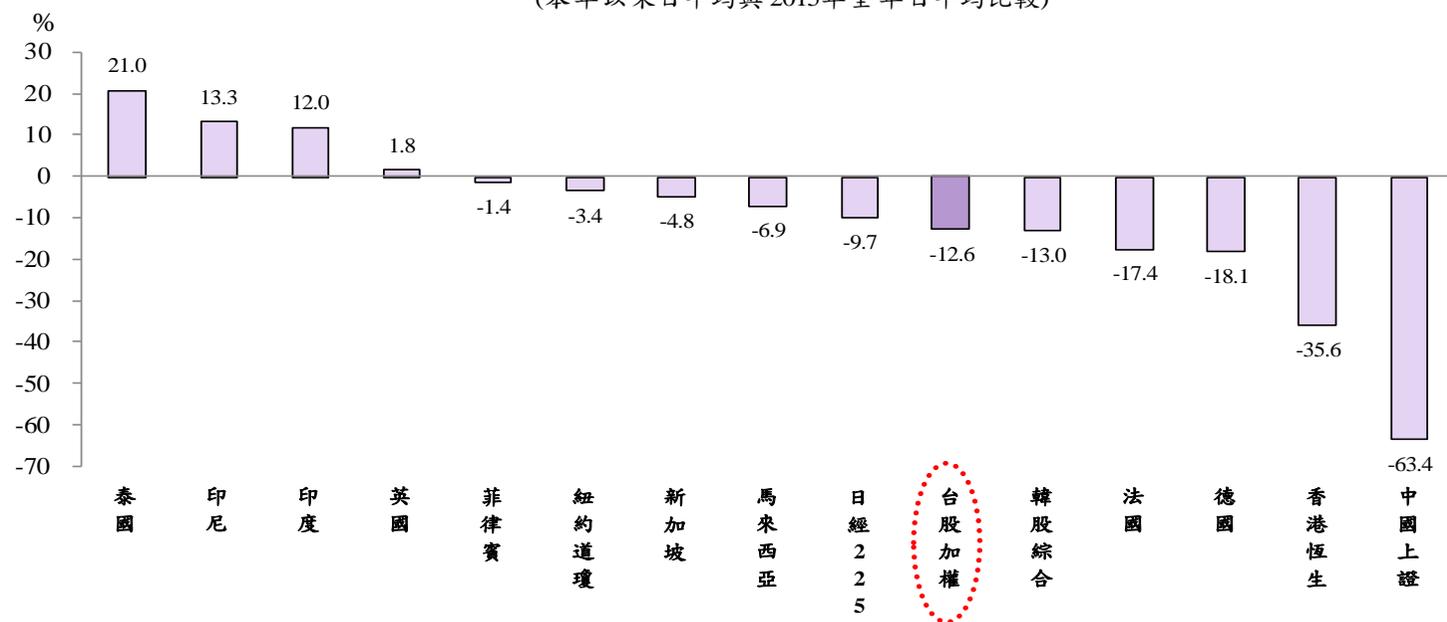
¹ 成交值=成交價×成交量，成交量為股票在某一期間內成交數量(股數)之合計數。

2. **成交值**方面，主要國家股市**多呈減少**，其中以中國上證減幅 63.4%最大，台灣減幅 12.6%居中(圖 2)。

一由於全球處於**低利率環境**，投資人偏好長期持有**股息殖利率高之績優股票**，產生**閉鎖(lock-in)效應**，形成許多國家股價上揚，股市成交值卻縮減之現象。

圖 2 主要國家股市日平均成交值變化

(本年以來日平均與 2015 年全年日平均比較)



註：本年以來係計算至 9 月 23 日。

資料來源：Bloomberg

(二)近十年全球主要股市成交值增減趨勢分歧

近年主要股市成交值變化趨勢不一，2012 年以來²平均成交值與 2006~2011 年期間比較：

1. 台、美、德、星、韓等股市成交值萎縮。

(1)美國與德國平均成交值減少約 3 成。

(2)亞洲國家中，台灣縮減 29% 最多，新加坡及南韓亦分別減少 22% 及 4%。

2. 日、中、港在政策激勵帶動下，成交值上升，其中上海股市成交值**成長幅度** 118% 最大。

(1)日本自 2012 年起，受惠於安倍首相 QQE 政策、日圓貶值吸引外資流入等因素影響，股市成交值提升。

(2)中國大陸積極**開放市場**(如滬港通)，激勵股市成交值明顯擴增。

(3)香港亦受惠於**滬港通**，成交值約增加 3%。

表 1 近十年主要國家股市成交值變化

單位：各國幣值 10 億元、%

	德國	美國紐約	台灣	新加坡	南韓	香港	日本	上海
2006~2011 平均 (A)	1,634	21,983	27,825	388	1,780,312	11,274	500,353	23,807
2012~2016H1 平均 (B)	1,143	15,458	19,632	301	1,713,214	11,565	554,865	51,916
變動幅度(B)/(A)	-30.0	-29.7	-29.4	-22.4	-3.8	2.6	10.9	118.1

註：台灣為證交所資料；德國含德意志交易所及法蘭克福交易所；日本含東京交易所、大阪交易所(兩者於 2013 年合併)及 Jasdaq (2010 年併入大阪交易所)資料；香港、南韓、新加坡分別含創業板、Kosdaq 及 Catalyst 資料。

資料來源：世界交易所聯合會(WFE)。

² 國際資金於 2012 年之後大量流入亞洲新興市場股市，且美、歐、日、中等區域或主要國家均實施貨幣寬鬆措施，全球普遍低利率。

(三)近年台股交易發生結構性變化

1. MSCI³台指成分股周轉率及台股周轉率均逐年下滑

(1)由於 MSCI 台指成分股占台股市值及成交值比重均高⁴，MSCI 台指成分股與台股大盤走勢密切。

(2)近年全球貨幣寬鬆，國際資金大量流入收益率較高之新興市場股市，台股尤受青睞。外資加碼投資 MSCI 台指成分股，惟其周轉率⁵卻下滑(圖 3)，此因部分長期投資性質(如主權財富基金、政府退休基金等)之外資長期持有台灣績優股票，以致台股周轉率逐年下滑。

(3)近年國際主要股市周轉率亦有類似台股之現象(表 2)。

圖 3 MSCI 台指成分股月周轉率



資料來源：台灣經濟新報

表 2 主要股市成交值年周轉率

單位：%

	台灣	紐約	日本	香港	韓國	新加坡	上海
2009	178.28	158.72	119.65	78.95	241.58	67.30	228.78
2010	136.74	130.19	109.64	62.17	176.31	53.30	178.47
2011	119.87	138.46	123.74	63.64	194.19	45.91	159.51
2012	97.33	93.43	101.48	42.33	138.08	48.69	106.56
2013	82.64	83.89	152.89	43.56	112.28	48.48	148.43
2014	84.64	84.21	122.68	46.26	106.28	36.12	203.60
2015	77.55	92.51	115.42	59.25	147.54	39.15	437.87

資料來源：證期局

³ MSCI 指數係由摩根士丹利資本國際公司(Morgan Stanley Capital International)所編製的股價指數，亦稱為摩根指數或大摩指數。MSCI 依據企業財務狀況，及各國政治經濟與投資限制的改變，按季增減成分股及調整權重。係國際基金經理人作為資金配置的參考指標。

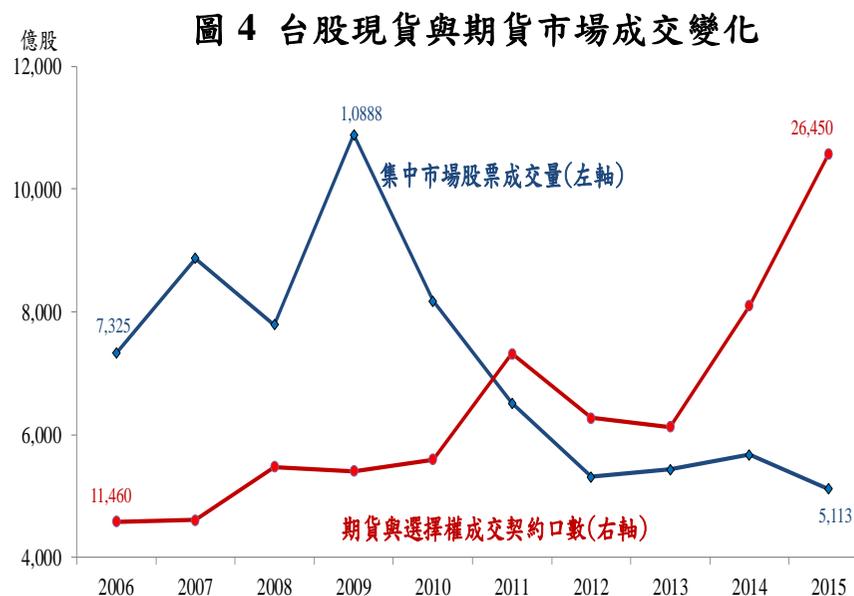
⁴ 根據 2016 年第 2 季 MSCI 指數調整結果，納入 MSCI 台指成分股的台股共計 90 檔(多為權值股)，其市值占台股總市值(含集中及櫃買市場)比重約 70%，成交值占台股總成交值比重近五成。

⁵ 周轉率=成交值/市值×100，反映股票的流動性高低。

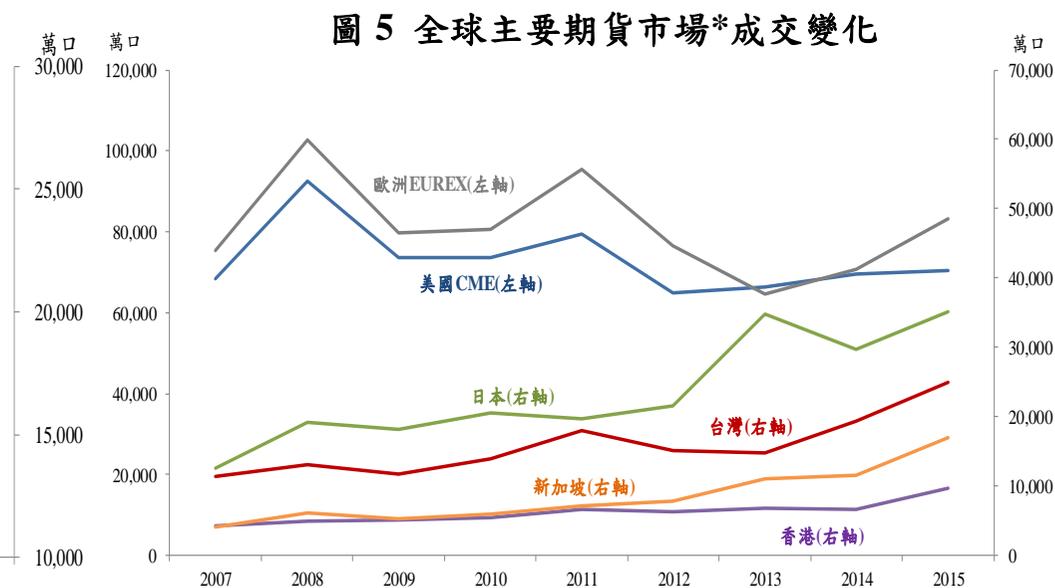
2. 台股現貨市場交易減少，期貨市場交易大幅增加

(1)近年台股受外資長期持有績優股、國內證所稅爭議等影響，**集中市場股票成交量**下滑，由2006年之7,325億股，降至2015年之5,113億股，**減幅約30%**；相對地，台股**期貨與選擇權**則蓬勃發展，成交契約口數由2006年之11,460萬口，擴增至2015年之26,450萬口之歷史新高，**成長131%**(圖4)。

(2)近年全球主要市場之期貨與選擇權成交口數均呈成長(圖5)。2015年與2007年比較，歐美增幅較緩，亞洲國家增幅顯著。



資料來源：金管會證期局



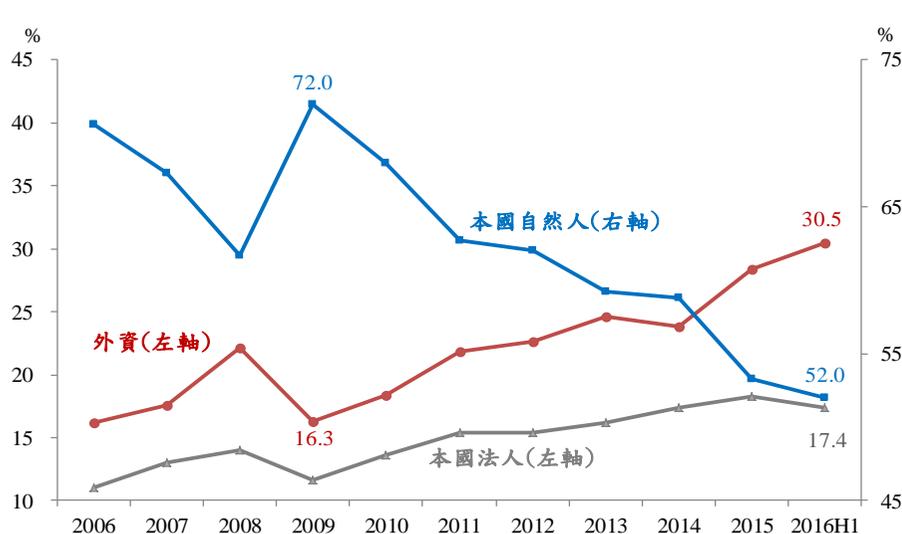
註：*包括期貨與選擇權市場。

資料來源：WFE

(3)觀察近十年台股集中市場投資人成交比重變化，外資及本國法人成交比重持續攀升，而本國自然人(散戶)之成交比重則由2009年之72%逐年降至2016年上半年之52%(圖5)，成交值則由2007年之45兆元降至2015年之24兆元(圖7)，顯示近年台股成交值下滑，主要係部分散戶減少參與台股現貨交易。

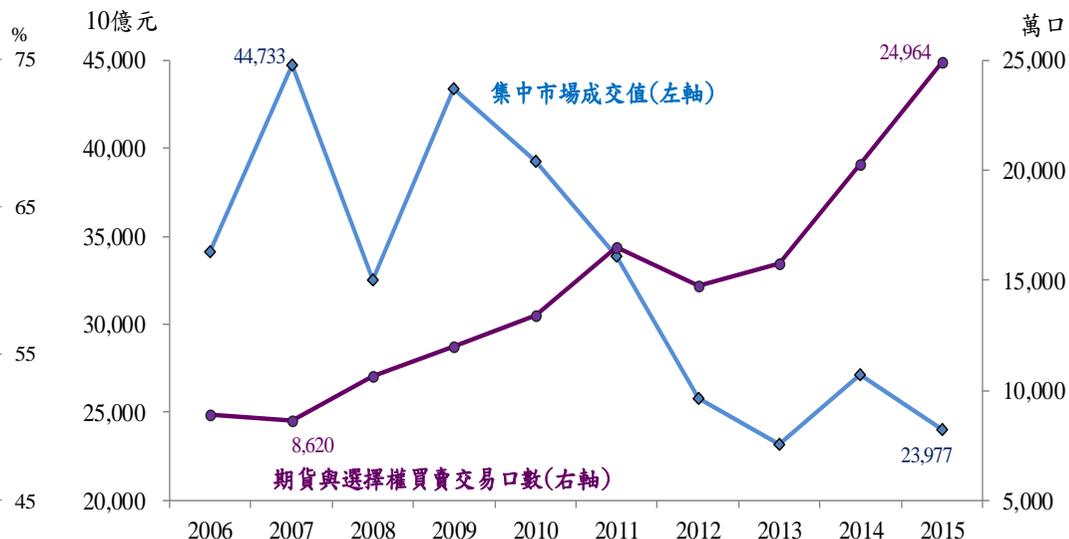
(4)由於期貨交易具成本(手續費、交易稅⁶等)較低之特性，致部分現股散戶近年轉向投資期貨與選擇權，帶動成交口數上升，至2015年達24,964萬口，較2007年成長190%(圖7)。

圖6 集中市場投資人類別成交比



資料來源：金管會證期局

圖7 散戶在台股現貨與期貨市場成交變化



註：成交值及口數均為買賣合計。

資料來源：金管會證期局

⁶ 台股證券交易稅率為千分之三，指數期貨交易稅率則僅十萬分之二。

(四)提升上市櫃公司的競爭力與家數，以利台股長期健全發展

1. 針對近年台股交易減緩現象，政府於 2015 年 2 月起推動「**證券市場揚升計畫**」⁷，復於 2016 年 8 月提出「**三力四挺專案**」，其中含括多項有關振興我國證券資本市場等因應措施⁸。
2. 股市要有優質產品才能吸引投資人。在當前國際景氣情況下，外資仍持續匯入投資台股，主要係因我國上市櫃擁有許多產業競爭力高之**績優股**，該等公司長期**獲利好**，且**股息殖利率高**，吸引外資持續投資。
3. 為吸引更多資金投資台股，提升台股量能，政府宜創造良好**投資環境**，協助強化既有上市櫃公司之**競爭力及獲利能力**，同時繼續培植及引進國內外**優質企業**(好的產品)**在台發行上市**，以利**台股長期健全發展**。
4. 期貨市場之散戶參與度增加，宜關注散戶之風險變化情形。

⁷ 內容包括 8 項策略，15 項措施，如放寬現股當沖標的範圍、放寬股市漲跌幅限制至 10%、開放股權性質群眾募資平台、鬆綁融資融券限額等。

⁸ 內容包括推動 5 大創新產業(包括物聯網、生技醫療、綠能科技、智慧機械及國防航太)上市櫃、辦理海外引資說明會、放寬保險業投資 ETF 限制、及股票計算保險業資本適足率(RBC)之規定等。

六、適時採行所得政策，提高勞動所得，並增加移轉支出，以改善所得分配

近年**全球**經濟活動趨緩，各國外需不振，貿易保護主義抬頭，**經濟低成長與所得分配不均**等問題均對政府施政造成挑戰。

本年**9月IMF¹**於**G20領袖高峰會**，呼籲各國**關注所得不均議題**。過去30年間，**先進經濟體高所得者之所得增長迅速**，惟**低所得者之所得成長停滯**；**新興經濟體亦同時面臨所得成長與所得不均擴大現象**。IMF認為**所得差距加大**，將**可能阻礙結構改革**，**致使全球整合倒退**，錯失提振經濟成長之機會。

長期以來，台灣所得分配問題同樣受到社會各界高度重視。觀察**99~104年間國內所得分配雖漸趨改善**，惟最低所得**家庭之勞動所得負成長**，且**政府社福及租稅**等措施之所得**重分配效果漸緩**，且較主要國家為低；而**近年青年所得雖有增加**，惟其**所得較低且成長緩慢**，亦不利所得分配改善。近期IMF研究建議²，日本應在安倍三箭之外，加入第四箭—**所得政策(income policy)**，以**激勵工資成長**；國際間亦倡議「**工資帶動型成長**」(wage-led growth)模式，以**創造經濟良性循環**。本文主要分析未來可**適時採行所得政策**，**提高勞動所得**，並**增加移轉支出**，以進一步**改善國內所得分配**。

(一)近年台灣所得分配不均度和緩改善

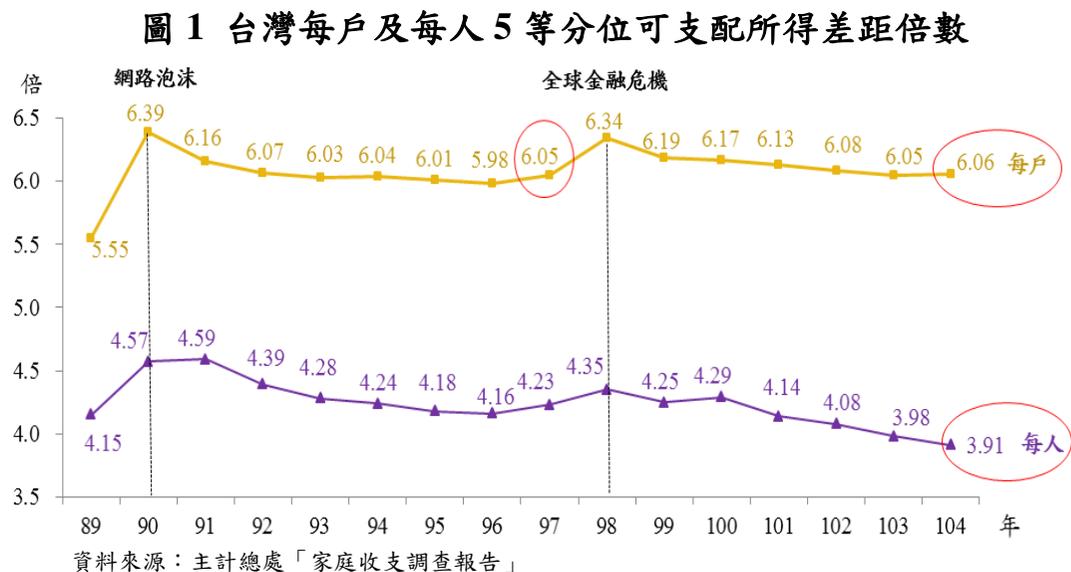
1. **98年受全球金融危機衝擊**，台灣所得分配不均度上揚；**99年起**，隨國內景氣回溫，加以政府推動各項改善所得分配措施，擴大社會救助，加強照顧弱勢，**所得分配漸趨改善**。

¹ Lagarde, Christine (2016), “We Need Forceful Policies to Avoid the Low-Growth Trap,” *IMFdirect*, Sep. 1 ; IMF (2016), “Global Prospects and Policy Challenges,” IMF Background Paper for the G20 Leaders’ Summit, Sep. 4-5。

² Arbatli, Elif, D. Botman, K. Clinton, P. Cova, V. Gaspar, Z. Jakab, D. Laxton, C. A. L. Ngouana, J. Mongardini and H. Wang (2016), “Reinflating Japan: Time to Get Unconventional?” *IMF Working Paper*, No. 16/157, Aug. 2。

(1)近年台灣 5 等分位可支配所得差距倍數多呈逐年縮小(圖 1)。

- 每戶所得差距倍數³：99 年起連續 5 年下降；104 年雖略增至 6.06 倍，惟仍接近危機前水準(97 年為 6.05 倍)。
- 剔除家戶人數變動因素之每人所得差距倍數明顯改善⁴：由 98 年之 4.35 倍降至 104 年之 3.91 倍，並創民國 70 年創編統計以來之新低。



(2) 99 年起，台灣 Gini 係數(Gini Coefficient)⁵亦多呈逐年降低，且均低於國際警戒線 0.4(圖 2)。

$$\text{Gini 係數} = \frac{\text{所得分配完全均等下之對角線與羅倫滋曲線}^6\text{所包含的弧形面積(詳下頁 ABD 面積)}}{\text{所得分配完全均等下之對角線所包含的三角形面積(詳下頁 ABC 面積)}} \times 100\%$$

³ 將全國家庭依每戶全年可支配所得由低至高排序後，再按戶數分為 5 等分，最高 20% 家庭所得除以最低 20% 家庭所得計算得之；差距倍數越大，表示所得分配越不平均。

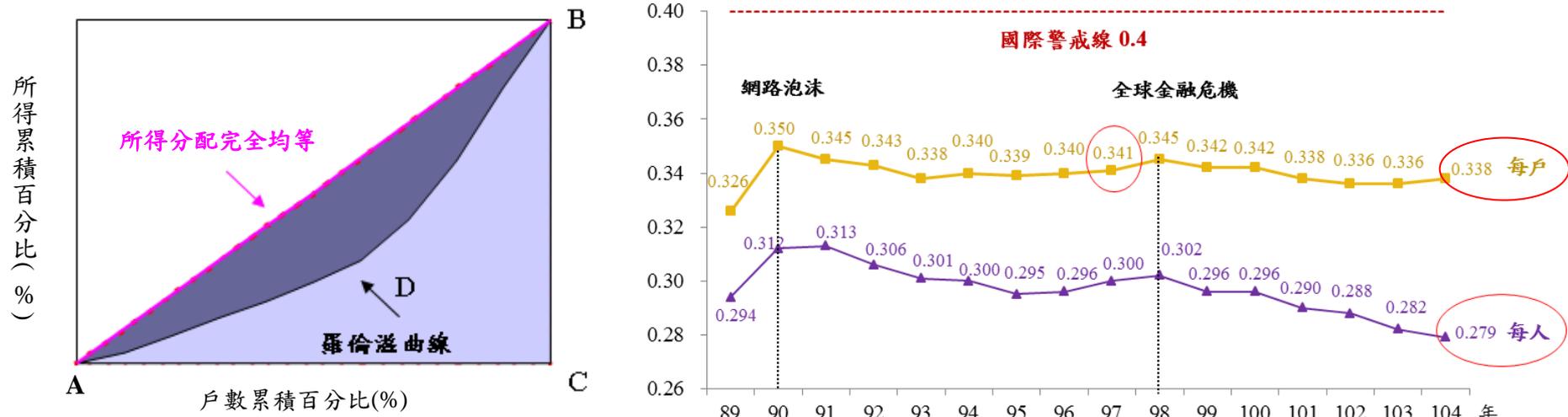
⁴ 由於高低所得家庭人數不一(104 年最高 20% 所得組每戶 4.21 人，最低 20% 所得組每戶 1.71 人)，每戶所得無法正確衡量每人可支配得。每戶所得除以各該戶人數之平均每人所得，並重新排序，較能合理反映每人購買力，亦較能反映貧富差距之真實情形。

⁵ Gini(吉尼)係數愈大，表示所得分配不均等的程度愈高；反之，係數愈小，不均等的程度則愈低。

⁶ 羅倫滋曲線係以戶數累積百分比為橫軸，所得累積百分比為縱軸之所得分配曲線。若所得分配不均時，羅倫滋曲線必是一條位於對角直線下方的弧形曲線。羅倫滋曲線與對角直線間之距離愈大，表示所得不均等程度愈高。

- 每戶可支配所得 Gini 係數：99 年起逐年緩降，**104 年雖略增至 0.338**，惟仍低於金融危機前水準(97 年為 0.341)。
- 每人可支配所得 Gini 係數：由 98 年的 0.302 降至 **104 年的 0.279**，亦創統計以來新低。

圖 2 台灣每戶及每人可支配所得 Gini 係數



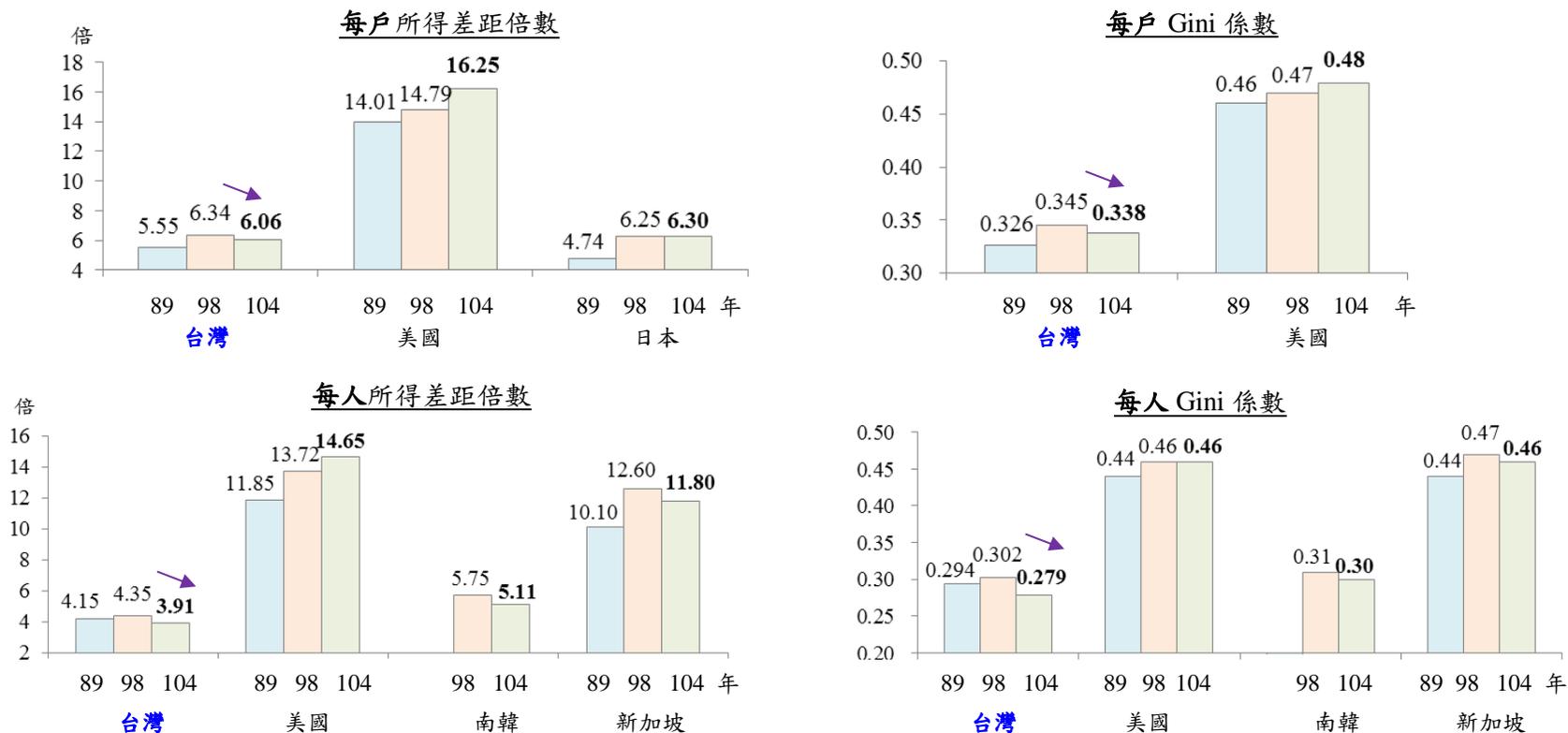
資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

2. 與主要國家比較，台灣所得分配較為平均，且近年所得改善情況較佳；高所得者集中度亦較低。

(1) 台灣所得分配不均度較美國、日本、南韓及新加坡為低，且近 6 年大致呈下降趨勢。

- 雖各國所得內涵相異，台灣所得不均度(所得差距倍數及 Gini 係數)均相對較低(圖 3)。
- 與 98 年(受全球金融危機衝擊)比較，104 年台灣所得分配改善情況亦多較其他主要國家為佳，如台灣每戶所得差距倍數降幅 0.28 倍，而美國、日本所得差距倍數反呈擴大(表 1)。

圖 3 主要經濟體所得分配不均度



資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」、U.S. Census Bureau

表 1 近年主要經濟體所得分配改善情況(與 98 年受全球金融危機衝擊比較)

年	項目	每人											
		五等分位差距倍數				吉尼係數							
		台灣	美國	南韓	新加坡	台灣	美國	南韓	新加坡				
	104與 98比較	-0.28	1.46	0.05	-0.007	0.01							

年	項目	每戶											
		五等分位差距倍數				吉尼係數							
		台灣	美國	日本	台灣	美國	南韓	新加坡	台灣	美國			
	104與 98比較	-0.44	0.93	-0.64	-0.80	-0.023	0.01	-0.01	-0.01				

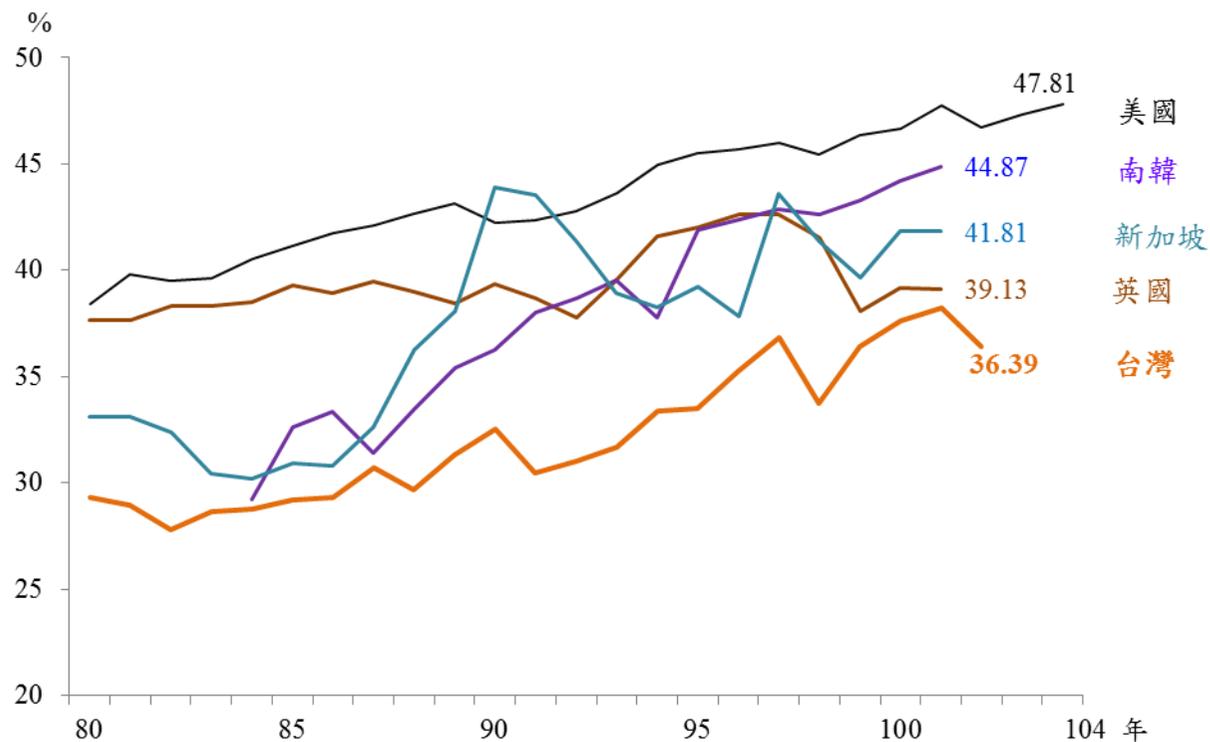
註：1. 負號代表所得分配改善，正號代表所得分配惡化。

2. 各國間所得內涵相異，不具嚴謹比較基礎。

資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」、U.S. Census Bureau

(2)若以財稅申報資料統計觀之，主要國家最高 10%所得者之所得占比，長期均呈上升趨勢。台灣所得集中於高所得者之情況則未若美國、南韓及新加坡嚴重，且近年略見緩和(圖 4)。

圖 4 主要經濟體最高 10%所得者之所得占比



註：1. 資料係由各國學者以該國財稅申報資料估算，建置於「全球財富與所得資料庫」。

2. 台灣資料公布至 102 年、美國至 104 年、其他國家至 101 年。

資料來源：全球財富與所得資料庫(The World Wealth and Income Database)

(二)台灣最低所得家庭之勞動所得負成長，不利所得分配進一步改善

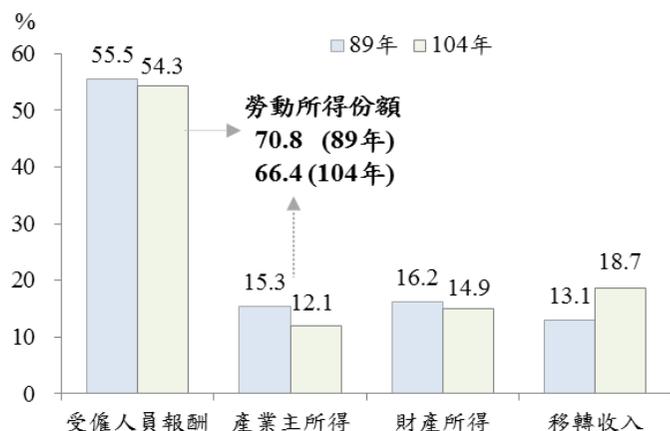
家庭所得總額來自受僱人員報酬、產業主所得、財產所得及移轉收入⁷。其中，勞動所得—包含受僱報酬(即薪資)及產業主所得之占比最高，次為移轉收入(104年分別占66%及19%，圖5)，係影響所得分配改善的關鍵。

1. 近年最低20%所得家庭之就業人數減少，致勞動所得持續下滑。

在小家庭增加與人口老化趨勢下，最低所得家庭因戶內人口減少，且經濟戶長65歲以上比率偏高(104年比率為52.5%)，致就業人數平均不到1人(104年僅0.46人)。近年勞動所得持續下滑(圖6)，不利所得分配。

2. 全球金融危機後，最低20%所得家庭之勞動所得持續減少，致勞動所得份額下滑(表2)；惟移轉收入持續增加，則有助改善所得分配。

圖5 台灣家庭所得總額之來源結構比



資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

圖6 台灣最低20%所得組家庭之所得總額來源

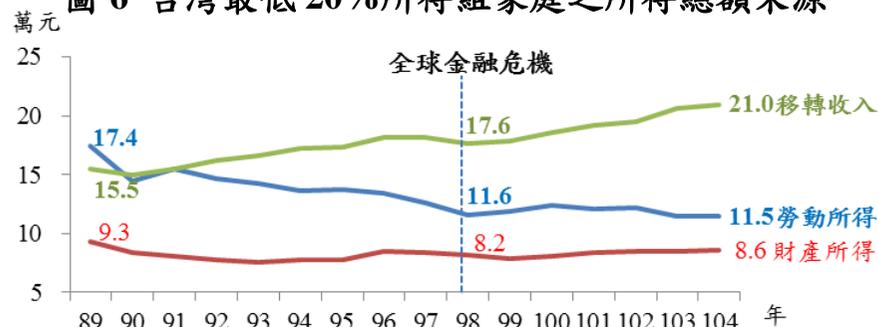


表2 台灣最低20%所得組家庭所得總額之來源結構

年	單位：%		
	勞動所得	財產所得	移轉收入
98	30.9	22.0	47.2
104	28.0	20.9	51.2
104年相較98年變動(百分點)			
	-2.9	-1.1	4.0

資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

⁷「受僱人員報酬」即薪資(含經常性與非經常性薪資)；「產業主所得」指自營農業、經營家庭非公司企業及自行執業之收入淨額；「財產所得」指利息、股利及租金等收入，並包含自用住宅及其他營建物設算租金收入(未扣除折舊費)，但不含財產交易所得；「移轉收入」包含私人贈款、政府補助、社會保險及商業保險受益等收入，另雜項收入因金額低，併計於移轉收入。

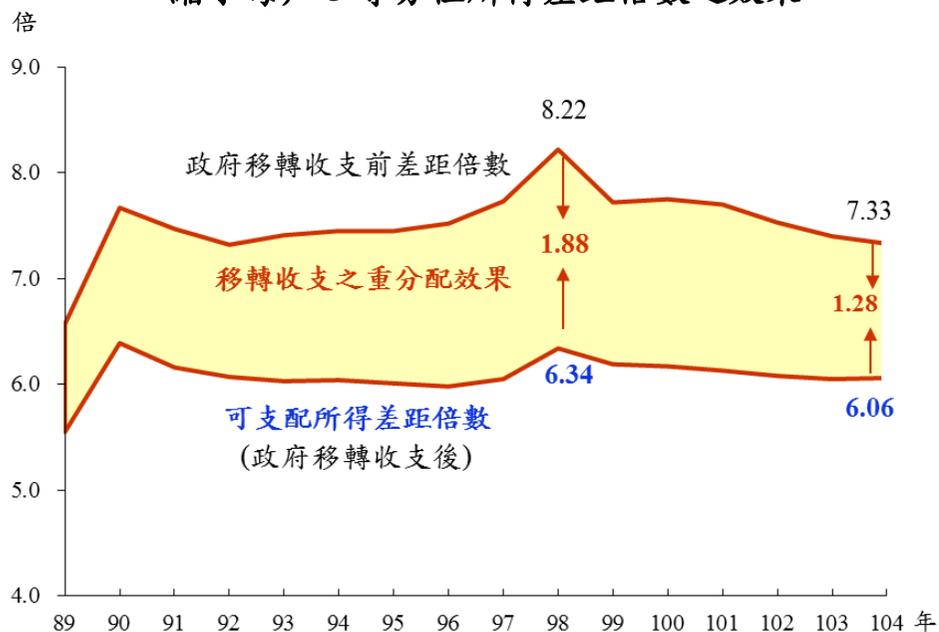
(三)政府移轉收支及實物給付，均有助縮小所得差距，惟近年效果縮減，且小於主要國家

1. 台灣之政府移轉收支有助改善所得分配，惟租稅效果較不顯著。

(1)政府移轉收支(社福及租稅措施)有助改善所得分配，如 104 年末計政府移轉收支之每戶所得差距倍數為 7.33 倍，計入政府移轉收支後則降至 6.06 倍。惟近年政府移轉支出之重分配效果趨緩，由 98 年(受全球金融危機衝擊)之 1.88 倍降至 104 年之 1.28 倍(圖 7、圖 8)。

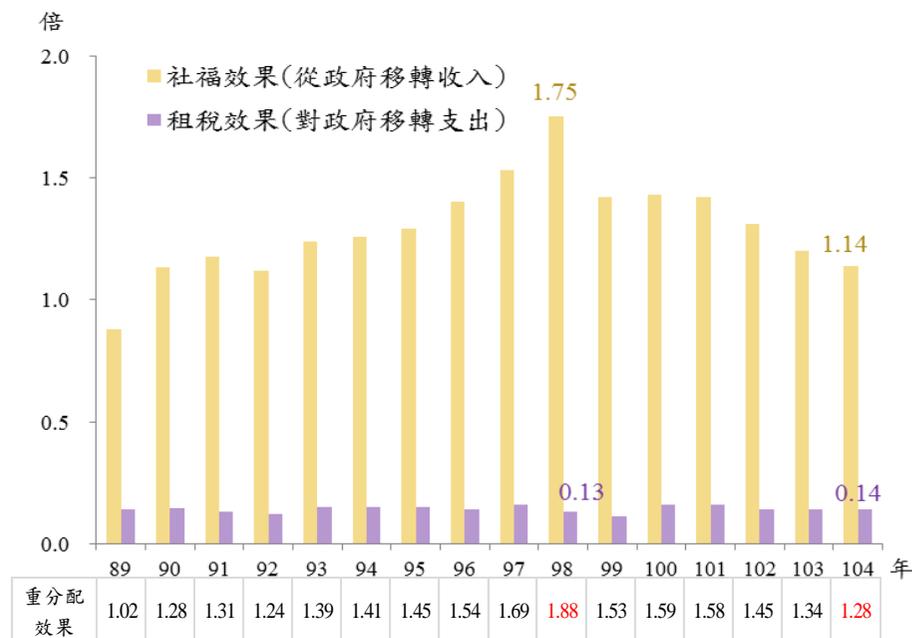
(2)政府移轉收支效果中，租稅效果向來遠低於社福補助效果，如 104 年政府移轉收支之重分配效果 1.28 倍中，1.14 倍來自政府對家庭提供之社福補助，僅 0.14 倍來自家庭對政府移轉支出之租稅效果(圖 8)。

圖 7 台灣之政府移轉收支
縮小每戶 5 等分位所得差距倍數之效果



資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

圖 8 台灣之社福與租稅措施
縮小每戶 5 等分位所得差距倍數之效果



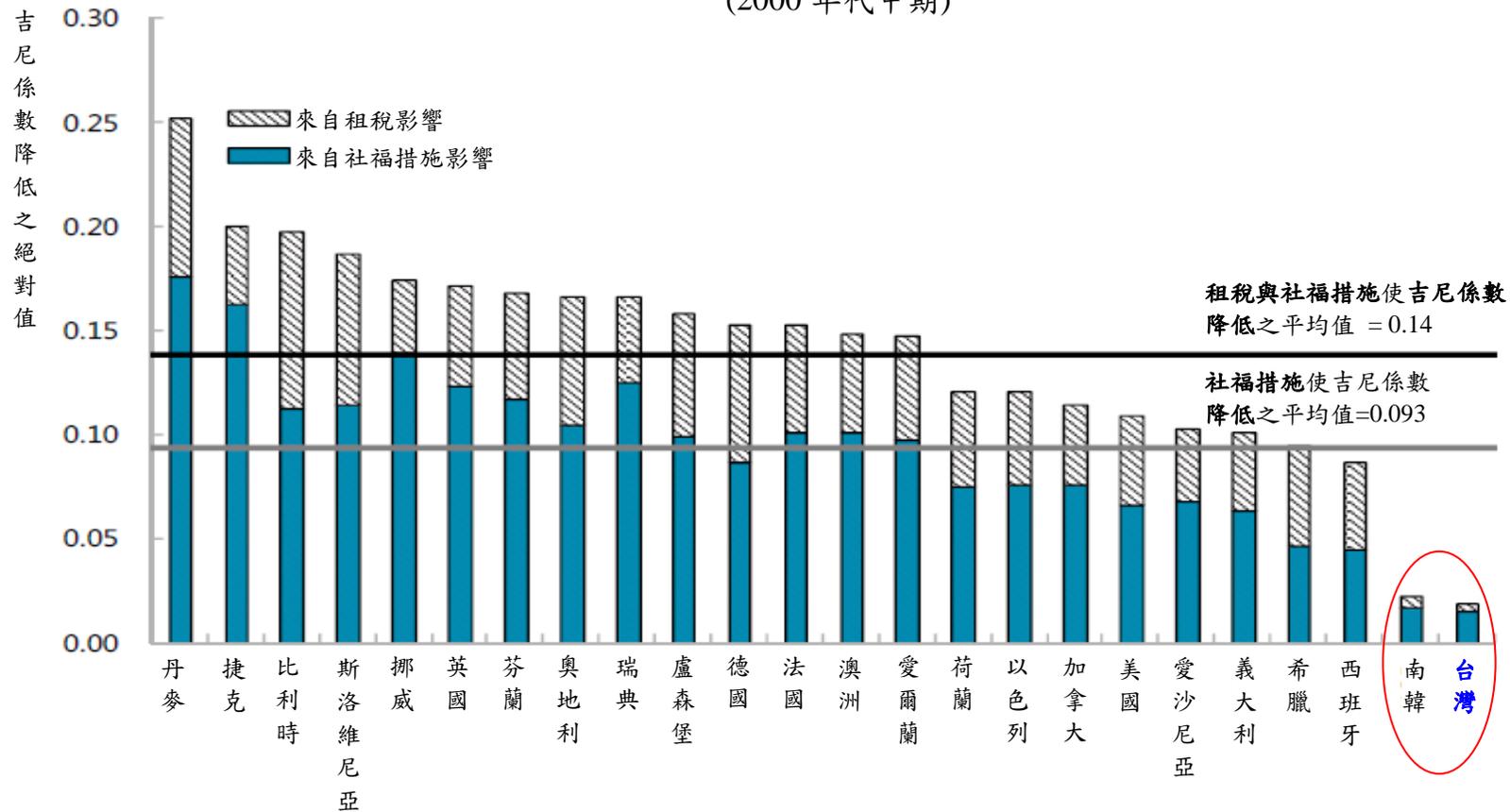
資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

趨緩

2. 與國際比較，台灣及南韓採用租稅與社福措施改善所得分配不均之效果相對較小(圖 9)。

根據 IMF 研究⁸，主要國家以租稅改善所得分配不均之效果(黑斜線區塊)，均低於社福效果(藍色區塊)；且台灣之租稅效果尤低。

圖 9 主要經濟體透過租稅及社福措施來改善所得不均的效果
(2000 年代中期)



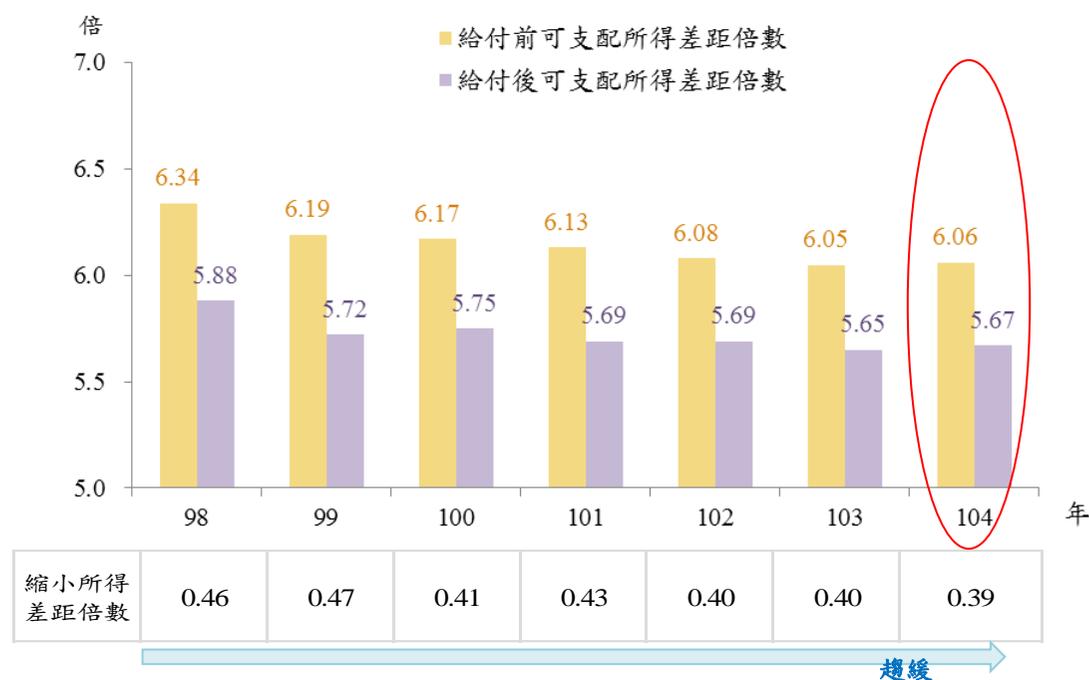
資料來源：IMF (2014)

⁸ IMF (2014), "Fiscal Policy and Income Inequality," *IMF Policy Paper*, Jan. 23。

3. 台灣之政府實物給付可進一步縮小所得差距倍數；惟近年實物給付之重分配效果亦趨緩。

- (1) 最低所得組為政府實物給付⁹之主要受益群體，故可進一步縮小所得差距。如 104 年我國政府對每戶之平均實物給付 1.1 萬元，其中最低所得組獲益 2.3 萬元，約為最高所得組 0.8 萬元之 3 倍。
- (2) 近年政府實物給付縮小每戶 5 等分位可支配所得差距倍數之效果趨緩，由 98 年之 0.46 倍降至 104 年之 0.39 倍(圖 10)。

圖 10 台灣之政府實物給付改善每戶 5 等分位所得差距之效果



資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

⁹ 為完整呈現政府各項社福措施之所得重分配效果，主計總處自 98 年起將政府實物給付及受益情形納入調查，給付項目如復康巴士、老人乘車補貼及身障者托育養護費用補助等。

(四)近年青年所得雖有增加，惟其所得較低且成長緩慢，不利所得分配改善

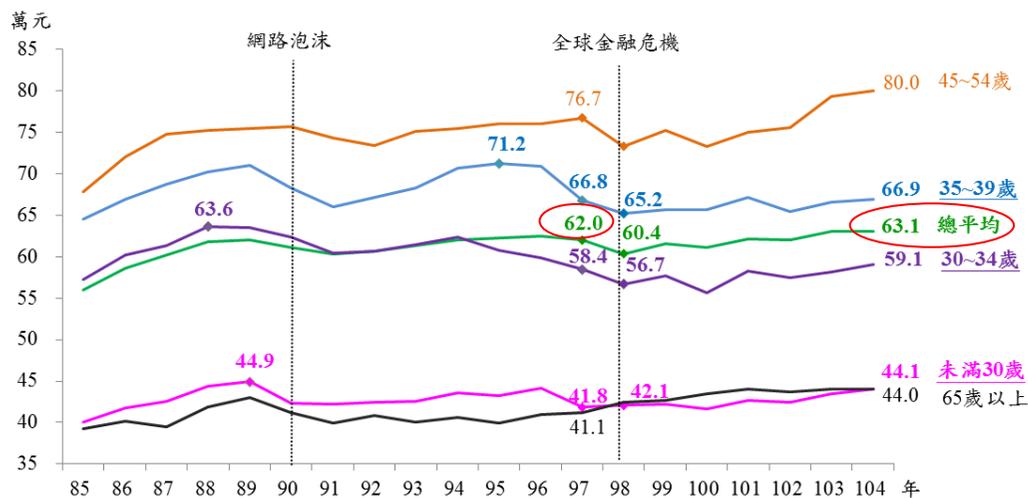
1. 98年受全球金融危機衝擊，個人所得驟減；近年隨國內景氣回溫，個人所得漸增。

(1)根據主計總處「家庭收支調查報告」，104年全國平均個人年所得為63.1萬元，高於危機前97年之62.0萬元(圖11)。

(2)就年齡組別分析，104年最高所得組為45-54歲群組；最低所得組則為65歲以上(退休族群)及未滿30歲(主要與國內高等教育普及，年輕人延後投入就業市場，工作資歷尚淺有關)(圖11、表3)。

2. 104年青年(包括未滿30歲、30~34歲與35~39歲族群)所得雖已回復危機前97年之水準，惟仍不及過去20年間曾經歷之最高水準；其他年齡族群之所得則多有成長而達新高水準。顯示青年面臨低薪且薪資成長緩慢之現象(表3)，值得關注。

圖 11 平均每人年所得—年齡組別*



註：1.*本圖僅列示最高所得之年齡組(45-54歲)、最低所得之年齡組(65歲以上)，以及青年組(包括未滿30歲、30-34歲、35-39歲)。

2. 個人所得總額來自受僱人員報酬、產業主所得、財產所得及移轉收入。

資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

表 3 平均每人年所得—年齡組別

項目	人數 (萬人)	人數 占比 (%)	98年 (萬元)	104年 (萬元)	104年與 98年比較 (萬元)	過去20年 最高所得 (萬元)	過去20年 最高所得 年度
總平均	1,445	100	60.4	63.1	2.7	63.1	104年
未滿30歲	163	11	42.1	44.1	2.0	44.9	89年
30~34歲	143	10	56.7	59.1	2.4	63.6	88年
35~39歲	158	11	65.2	66.9	1.7	71.2	95年
40~44歲	144	10	69.5	77.2	7.7	77.2	104年
45~54歲	291	20	73.3	80.0	6.7	80.0	104年
55~64歲	282	20	67.1	67.1	0.01	71.5	97年
65歲以上	263	18	42.4	44.0	1.6	44.0	104年

資料來源：主計總處「家庭收支調查報告」

(五)國際倡議採行所得政策，以提升工資帶動長期經濟成長，將有助改善所得分配

所得政策係指各種政府直接管制工資與物價之政策。過去各國於高通膨時期，主要採行工資管制與利潤管制等所得政策，以抑制物價；近年則因面對低通膨或通縮壓力，而採行提高工資之所得政策。

1. 早期國外實施所得政策之成效不一，僅對抗通縮有效

(1)失敗案例：

—所得政策施行於戰爭或**高通膨**期間，多**無法有效抑制物價**攀升，反而導致供給短缺，如 1793 年法國大革命期間；1970 年代石油危機期間，英、美、法等國採行價格與薪資成長管制(wage and price controls)。

—新加坡於 1979 年採行「**工資調整政策**」(wage correction policy)，希冀透過提高工資成長，**促進高附加價值產業生產力**，減少對廉價非技術外勞之依賴。惟實施近五年結果，生產力成長卻遠不及**勞動成本大幅增加**，反使貧富差距惡化，陷入失業增加與經濟衰退困境；論者批評此**政策倒果為因**，最後以**失敗收場**¹⁰。

(2)**成功**案例：**美國**¹¹與**法國**¹²施行所得政策，有效**終結通縮**問題。

2. 金融危機後，國際間倡議「工資帶動型成長」之所得政策

(1)近年各國採行之所得政策包括：政府提供企業提高工資之租稅誘因、調高最低工資、進行道德勸說等，尤其於金融危機後，國際間倡議「**工資帶動型成長**」(wage-led growth)模式，以創造經濟良性循環。

(2)IMF、ILO 與 UNCTAD 建議¹³，**出口導向**之新興及開發中國家應改變過去「**利潤帶動型成長**」(profit-led growth)

¹⁰ 1985 年起改採行**彈性工資**及**降稅**之一系列所得政策，包含**取消員工薪給稅**(Payroll tax)、**降低勞工技術改進捐**、**降低**雇主為員工繳納之退休儲金比率、**降低**公司稅及個人所得稅**最高稅率**等措施，經濟成長明顯回升。

¹¹ 美國於經濟大蕭條期間採行**所得政策**，**有效終結通縮**問題，1933~35 年 CPI 通膨率由負值轉為約 2% 的正值，並使工業生產指數提升 55%。

¹² 1930 年代，法國脫離金本位制度並大規模實施強制提高工資與工時限制，快速**終結通縮**，提高通膨預期，並壓低實質利率，惟產出仍然停滯。

¹³ Botman, D. and Z. Jakab (2014), “Abenomics – Time for a Push from Higher Wages,” *IMFdirect*, Mar. 20; Lavoie, M. and E. Stockhammer (2014), “Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery,” ILO (International Labour Organization), Jan., Geneva; UNCTAD (2014), “Trade and Development Report, 2014: Global Governance and Policy Space for Development,” UNCTAD, Sep. 10。

模式，轉向追求「**工資帶動型成長**」之經濟成長策略。

—「**工資帶動型成長**」模式是藉由**提高工資**提振**消費需求**，協助**經濟成長**；惟其亦**驅使廠商提升生產效率**，以維持競爭力。

—**工資成長**與**勞動生產力成長**結合，則提升工資與長期經濟成長將形成良性循環。

3. 近年為提振景氣，日、韓、星等國採行提高工資之所得政策，試圖提升經濟成長

(詳見附件：近年日、韓、星之所得政策)

(1) **日本**為提升工資成長與達成通膨目標，採行**調高最低時薪**、提供**租稅優惠**與進行**道德勸說**等所得政策。

(2) **南韓**藉由提振經濟措施、**租稅政策**、**強化工會**等，提升工資成長。

(3) **新加坡**採**加薪補貼**及**漸進式調薪獎勵**(progressive wage incentive scheme)等所得政策。

—漸進式給薪方式讓低技術、低薪者(如清潔、環保、園藝等)之**工資與生產力掛勾**，在提升工資同時，亦提升技術。

(4) **美國**採行如**調高最低時薪**、對企業保留盈餘**課稅**、**擴大勞工加班費適用範圍**與進行**道德勸說**等所得政策，以提升工資與總需求。

(5) **英國**採**提高最低時薪**與**道德勸說**，以提高工資，並縮小貧富差距。

4. 國際上可供借鏡之所得政策

(1) 調高最低工資

—Stiglitz 等學者呼籲，調升最低工資，以提升總需求與就業¹⁴；主要國家近年相繼調高最低工資¹⁵。

¹⁴ Stiglitz 等 10 位知名經濟學者於 2012 年 7 月聯名發表公開信，籲請美國政府調升最低工資；詳 Stiglitz, Joseph, et al. (2012), “Time to Raise the Minimum Wage,” EPI, July 23。

¹⁵ 如 2014 年**德國**聯邦議會通過「最低工資法」，並自 2015 年起適用最低工資每小時 8.5 歐元；**英國** 2016 年 4 月起，新增 25 歲以上最低時薪為 7.2 英鎊等。

(2)提供加薪之租稅誘因

- 推出鼓勵企業提高工資之租稅優惠，例如，日本於 2013 年起針對企業增加勞動支出，給予稅額扣抵。
- 對企業保留盈餘課稅，如南韓於 2014 年起，對握持過高未分配盈餘之企業課稅 10%；美國歐巴馬政府擬對企業累積未匯回之海外盈餘，加徵 14% 一次性稅賦，之後匯回海外盈餘稅率則在 19% 以上¹⁶。

(3)進行道德勸說

- 近年主要國家領袖(如美國總統歐巴馬、日本首相安倍晉三、前英國首相卡麥隆)皆透過道德勸說，鼓勵獲利企業提高工資。日本政府更透過設立三方委員會，直接參與雇主及工會間之協商。
- 鼓勵企業改變人力資源管理，採取更多利潤分享計畫¹⁷。

(4)改善公司治理

- 例如，日本推出 JPX 日經 400 指數改善公司治理，間接促使企業加薪。

(六)結語：適時採行所得政策，提高勞動所得，並增加移轉支出，以改善所得分配

1. 自 98 年(受全球金融危機衝擊)起，最低所得家庭之勞動所得持續減緩，且青年所得雖有增加，惟其所得較低且成長緩慢，均不利改善所得分配。為進一步改善家庭所得差距，政府宜鼓勵企業與員工共享獲利；並透過教育及職訓，提升低所得家庭與青年之就業及薪資。
2. 政府社福及租稅措施均具改善所得分配效果，惟近年社福措施縮小所得差距效果漸緩，且租稅重分配效果遠低於社福；政府宜續將有限社福資源合理分配予低所得家庭，並強化租稅負擔之重分配效果。

¹⁶ 詳“General Explanations of the Administration’s Fiscal Year 2017 Revenue Proposals Department of the Treasury,” US Department of the Treasury, Feb. 2016。

¹⁷ 前白宮經濟顧問委員會主席 Laura Tyson 援引實證研究指出，一旦勞工可直接分享企業獲利，會更積極努力，跳槽率也會降低。

附件 近年日、韓、星之所得政策

(一)日本政府為提升工資成長，採行所得政策

1. 日本為提升工資成長與達成通膨目標，推出一系列刺激工資成長政策，包含提供企業提高工資之租稅誘因、明定每年提升最低工資 3%¹⁸，以及進行道德勸說。

— **調高最低時薪**：安倍政府設定每年調高最低工資之幅度為 3%，最終目標為時薪 1,000 日圓。

2016 年 7 月，日本「中央最低工資審議會」採納政府建議，調升全國最低平均時薪 3% 至 822 日圓¹⁹；此後，將與各地方審議會協商，決定調整金額。

— 提供**租稅優惠**：提出「所得擴大促進稅制」，對加薪企業給予租稅優惠。

企業**加薪幅度**，2013、2014 年度達 2% 以上，2015 年度達 3% 以上，2016、2017 年度達 5% 以上，均**給予減稅**。

— 進行**道德勸說**：安倍首相數度召集政府、企業及勞工代表開會，籲請企業配合獲利，增加調升工資。

— **改善公司治理**：推出「JPX 日經 400 指數」，改善公司治理，間接促使企業加薪。

2. IMF(2016)²⁰指出，日本除提高最低工資外，應搭配其他政策，以提高工資，擺脫通縮。

— IMF 實證研究顯示，每年提高最低工資 3% 的計畫，將使平均工資年增 1.5%。然而日本在 2% 之通膨目標下，假設勞動生產力年增 1%，工資應年增 3%，若**僅提高最低工資**，仍**不足以使日本擺脫通縮**。

— IMF 建議日本仍須搭配其他政策，促進民間企業提高工資。如採行仿效公司治理改革之「**遵循或解釋**」機制²¹，

¹⁸ 2015 年 9 月日本政府宣布在 2023 以前，每年提高最低工資 3%，每工時工資將從 798 日圓升至 1,000 日圓。

¹⁹ JiJi (2016), "Panel Agrees to Boost Japan's Minimum Hourly Wage by ¥24," *The Japan Times*, Jul. 27。

²⁰ IMF (2016), "Minimum Wages as a Policy Tool," *IMF Country Report*, No. 16/268。

擴增加薪之租稅誘因，或以租稅懲罰作為最後手段，以及提高行政管制，使工資成長及通膨目標一致。

(二)南韓以提振經濟措施、租稅政策、強化工會等所得政策，提升工資成長

南韓政府認為國內低薪問題之主要根源為，近年經濟不振與物價較低，致企業獲利不佳，無法為員工加薪。因此，南韓政府藉由**提振經濟措施**(採取擴張性總體經濟政策、寬鬆貨幣政策與鼓勵投資)、**稅制改革**、**產業升級**、**改變勞動力結構**，以及**強化工會力量**，提升工資。近年採行之所得政策如下：

1. 調高最低時薪

— 2016 年南韓勞工最低工資由 5,580 韓元(約新台幣 162 元)調升至 6,030 韓元(約新台幣 175 元)，增幅 8.1%。

2. 運用租稅政策，提高企業加薪誘因

— 企業為員工加薪，加薪額度之 10%得扣抵稅額；大企業則為 5%。

— 實收資本額超過 500 億韓元之企業，須將一定比率之稅後盈餘用於投資、加薪及發放股利，否則將對不符規定之未分配盈餘課徵 10% 稅賦。

— 調降 14% 股利所得扣繳稅率至 9%，以提高股東股利所得。

3. 強化工會與企業溝通力量²²

— 政府規定，公司員工 2 人以上即可籌組工會，且同一公司可成立兩個不同工會，個別工會並可加入全國性工會聯盟，以爭取加薪等權益。

²¹ 由政府宣布工資成長準則，民間企業可選擇遵循該準則，否則須公開解釋原因。

²² Ministry of Employment and Labor (2011), "Guidance to Better Understanding of Korean Labor Law," FAQ, Aug. 22；南韓工會力量大，對總體政策之制訂可產生一定影響力，工會為勞工爭取工資福利等權益有重要作用，詳勞動部(2015)，「低工資對我國勞動市場的影響與政府因應策略」委託研究報告。

(三)新加坡採行加薪補貼及漸進式薪金獎勵等所得政策

1. **加薪補貼**計畫²³：政府透過直接補助，激勵企業為員工加薪。
 - 2013~2015 年政府支出約 36 億星幣(約新台幣 863 億元)，補貼企業加薪金額之 40%，讓企業為月薪不到 4,000 星幣(約新台幣 96,000 元)之員工加薪。
2. **漸進式調薪**獎勵²⁴：實施漸進式給薪方式，讓低技術、低薪者(如清潔、環保、園藝等)之**工資與生產力掛勾**，在提升工資同時，亦提升技術，並改變企業採「最低標」方式選擇外包服務業。

²³ Ministry of Finance (2013), “Wage Credit Scheme,” *Press Releases*, Government of Singapore, Feb. 28。

²⁴ 漸進式調薪獎勵計畫(Progressive Wage Incentive Scheme)詳見新加坡人力部 <http://www.mom.gov.sg/employment-practices/progressive-wage-model>。

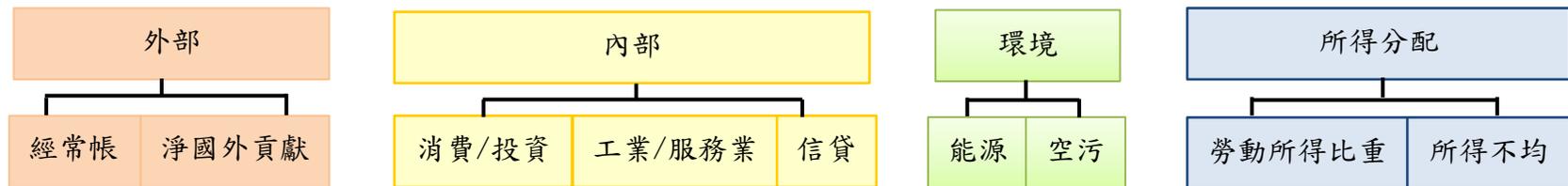
七、簡介中國大陸經濟再平衡、金融風險及其外溢效果

長期以來，中國大陸由投資、出口帶動經濟高速成長。2011 年以來實施之「**十二五規畫**」及其後之「**十三五規畫**」，**加速經濟再平衡**，以達**經濟結構轉型**之目標。由於全球景氣遲緩，中國大陸**外需與國內投資疲弱**，且**資本持續外流**，**金融風險升高**。本文爰分析中國大陸**經濟再平衡之現況**，並探討其引發之外溢效果與對全球及台灣經濟的影響。

(一)經濟再平衡概況

中國大陸經濟進入**新常態**(new normal)，須要經濟再平衡以促進可持續之成長¹(圖 1)。經濟再平衡包含 4 個面向：**外部(external)**再平衡是由出口轉為內需導向；**內部(internal)**再平衡於**需求面**是由投資驅動轉為消費驅動的成長模式，**供給面**則是從工業轉型至以服務業為主，以及降低產出之信貸依賴(credit intensity)；**環境(environmental)**再平衡為減少排碳及創造環境友善之產出；**所得分配(income distributional)**再平衡則為提升勞動所得所占比重與改善所得分配。

圖 1 中國大陸經濟再平衡項目



¹ 參考 IMF (2016), “2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China,” *IMF Country Report*, No. 16/270, Aug.。

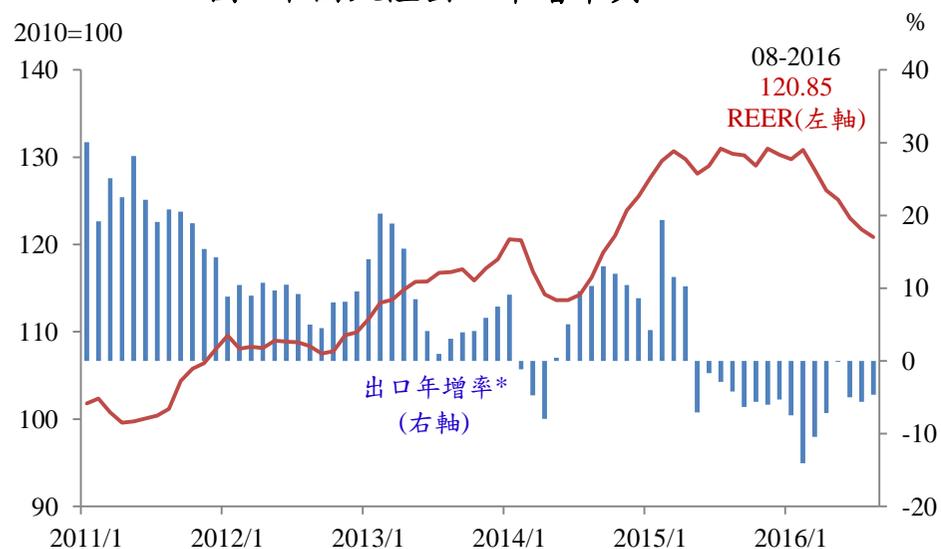
1. 外部再平衡：由出口轉為內需導向，經常帳順差減少，金融帳持續淨流出

— 外需疲軟，加以 2014 至 2015 年間**人民幣實質有效匯率升值**²，中國大陸**出口持續衰退**(圖 2)。

— 外部再平衡之下，**經濟動能由出口轉向消費**，資本財進口需求降低，**整體進口年增率下降**(圖 3)。

— 2016 年**經常帳順差**較去年同期**縮減**，主要係商品淨出口減少與旅行服務支出增加(圖 4)；2014 年下半年始，**金融帳持續淨流出**(圖 5)，中國人民銀行擴大外匯市場操作，致**外匯存底流失**(圖 6)。

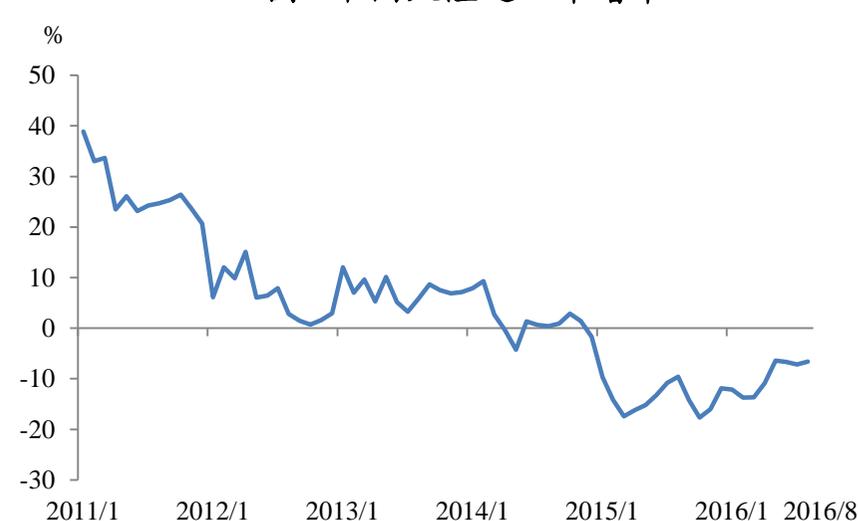
圖2 中國大陸出口年增率與REER



註：*出口年增率為 3 個月移動平均。

資料來源：BIS、中國大陸通關統計

圖3 中國大陸進口年增率

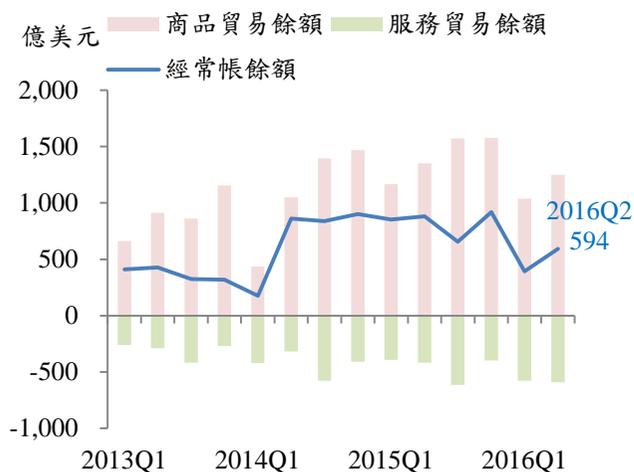


註：進口年增率為 3 個月移動平均。

資料來源：中國大陸通關統計

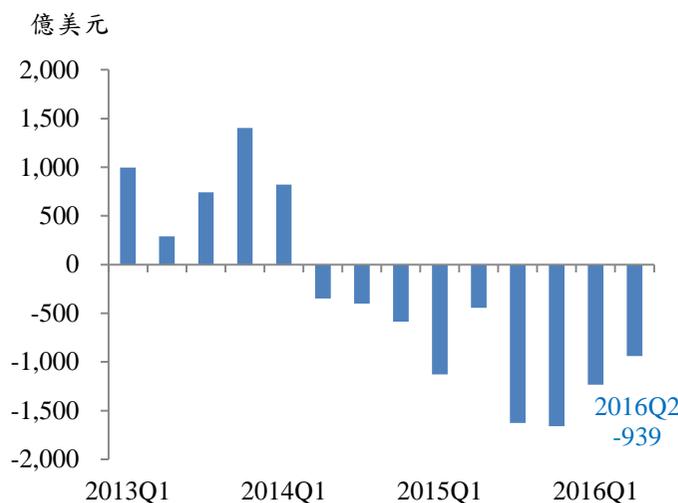
² 另根據 IMF 所計算 External Balance Assessment (EBA) 實質有效匯率指數，2015 年與 2014 年平均相較，人民幣實質有效匯率升值約 10%。

圖4 中國大陸經常帳餘額



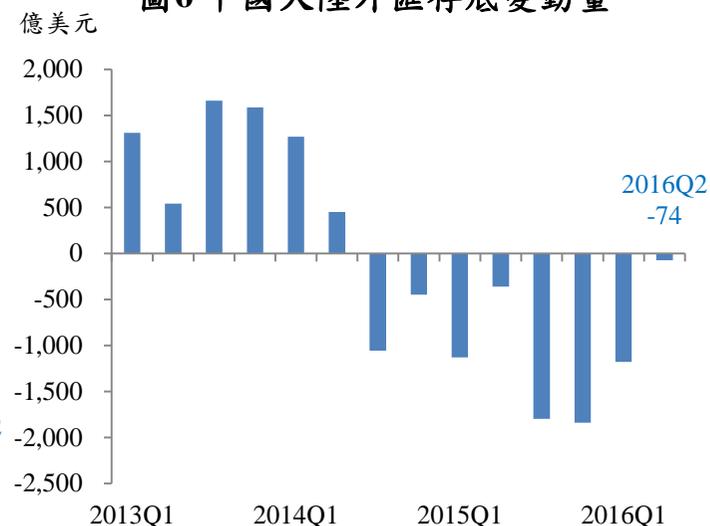
資料來源：中國大陸外匯管理局國際收支平衡表

圖5 中國大陸金融帳餘額



資料來源：中國大陸外匯管理局國際收支平衡表

圖6 中國大陸外匯存底變動量



資料來源：中國人民銀行、TEJ

2. 內部再平衡：從工業轉型至服務業，由投資驅動轉為消費驅動的成長模式

— 供給面：工業轉型服務業，服務業比重5年內上升超過6個百分點

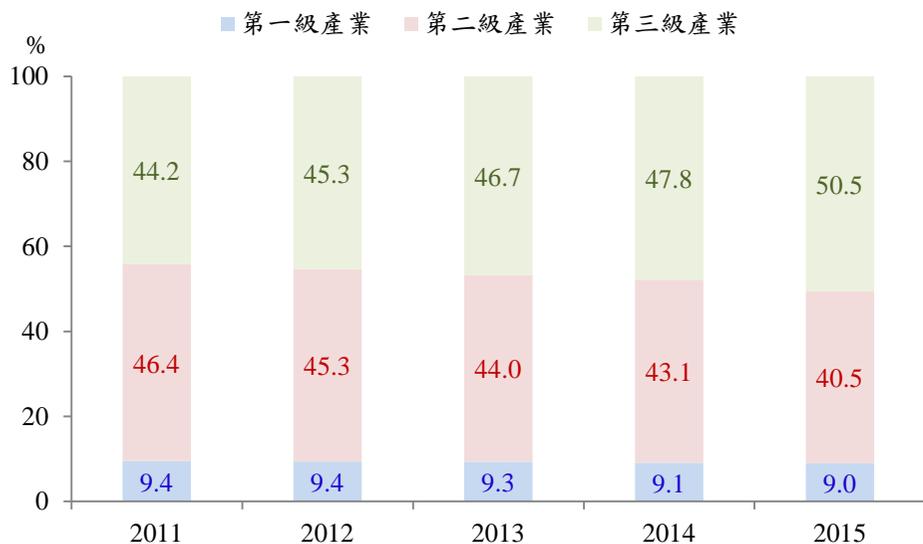
2015年以來，產業結構延續十二五規畫(2011-2015)之趨勢，工業(第二級產業)成長續緩³，占GDP比重持續下降，而服務業(第三級產業)比重上升(圖7)。

— 需求面：消費對經濟成長貢獻之比重提高近10個百分點

2015年中國大陸消費對經濟成長貢獻率達三分之二，經濟結構已由投資驅動轉型為消費帶動之成長模式(圖8)。

³ 工業生產中，產能過剩之上游產業(水泥、鋼鐵、玻璃)漸轉向消費品製造業(汽車、電腦、家電)。

圖 7 中國大陸三級產業占 GDP 比重



資料來源：中國國家統計局

圖 8 中國大陸各項需求對經濟成長之貢獻率



資料來源：Thomson Datastream

3. 環境與所得再平衡：減少排碳及創造環境友善之產出，並降低所得分配不均

—經濟成長減緩及產業結構轉型，使中國大陸**二氧化碳排放量**與其對 GDP 之密集度皆**下降**(圖 9)，預期經濟結構持續改變將降低 GDP 對碳的依賴。

—由工業轉型成服務業導向經濟，可提高家庭可支配所得及勞動所得，吉尼係數(GINI coefficient)由 2008 年的高峰逐年下降(圖 10)，**所得不均情況已略有改善**；惟中國大陸仍是全球所得不均較嚴重的國家之一⁴。

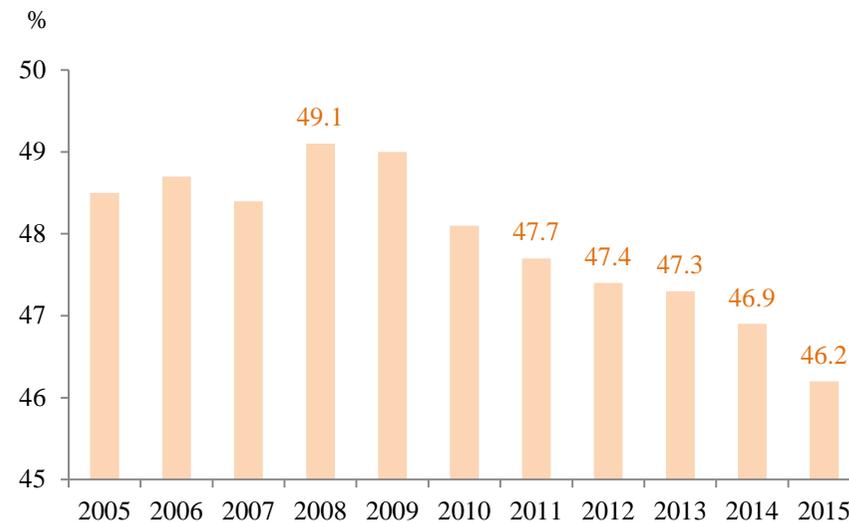
⁴ 參考 Wildau ,G. and T. Mitchell (2016), “China Income Inequality among World’s Worst,” *Financial Times*, Jan. 14。

圖9 二氧化碳排放量與其對GDP之密集度



資料來源：經濟部能源局能源知識庫

圖10 中國大陸吉尼係數



資料來源：中國國家統計局、www.statista.com

(二)經濟再平衡之外溢效果

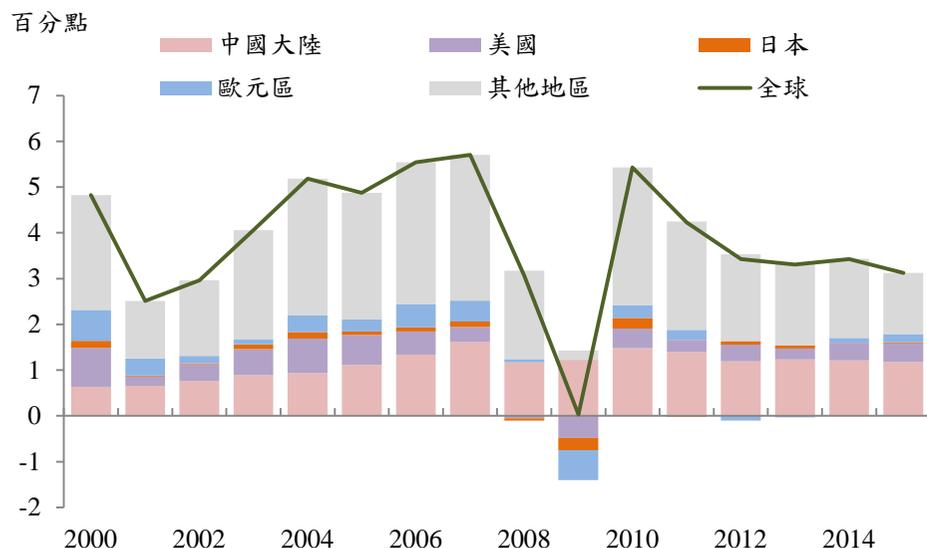
1. 中國大陸經濟再平衡影響甚大

—中國大陸是全球第3大經濟體(僅次於歐元區及美國)，雖邁入經濟轉型時期，惟仍續驅動全球經濟成長。2015年中國大陸對全球經濟成長貢獻率約達三分之一(圖 11)。

—2015年，中國大陸經濟成長趨緩，進口成長率下降，對全球進口成長之負貢獻高達-0.4⁵ (圖 12)。

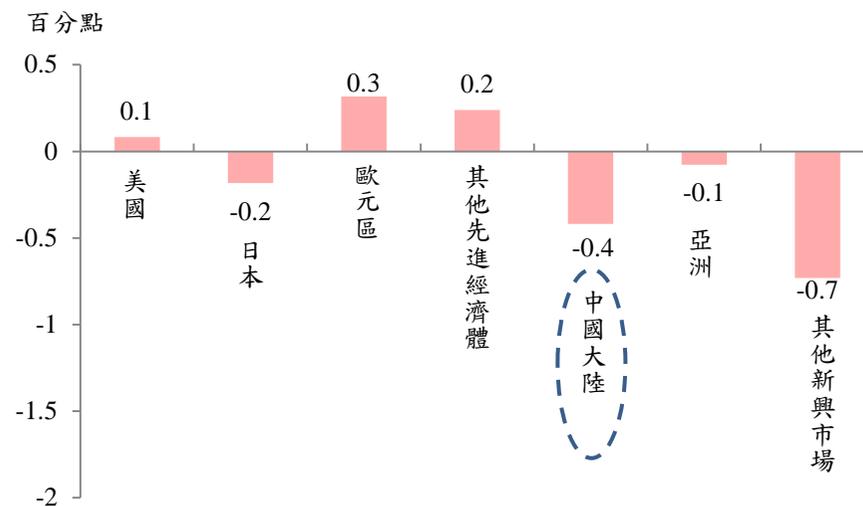
⁵ 世界銀行指出，若中國大陸的進口未衰退，2015年全球進口量的成長率可達2.1%，而不是目前所估計的1.7%。參考 Constantinescu, C., A. Mattoo, and M. Ruta (2016) “Global Trade Watch Trade Developments in 2015,” Mar.。

圖 11 各經濟體對全球經濟成長之貢獻度



資料來源：IMF (2016), “Building on Asia's Strengths during Turbulent Times,” *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.

圖 12 各地區對全球進口成長之貢獻度(2015 年)



資料來源：IMF (2016), “Building on Asia's Strengths during Turbulent Times,” *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.

2. 中國大陸貿易緊縮外溢效應擴及全球，亞洲經濟體因貿易深度連結，所受衝擊更為明顯

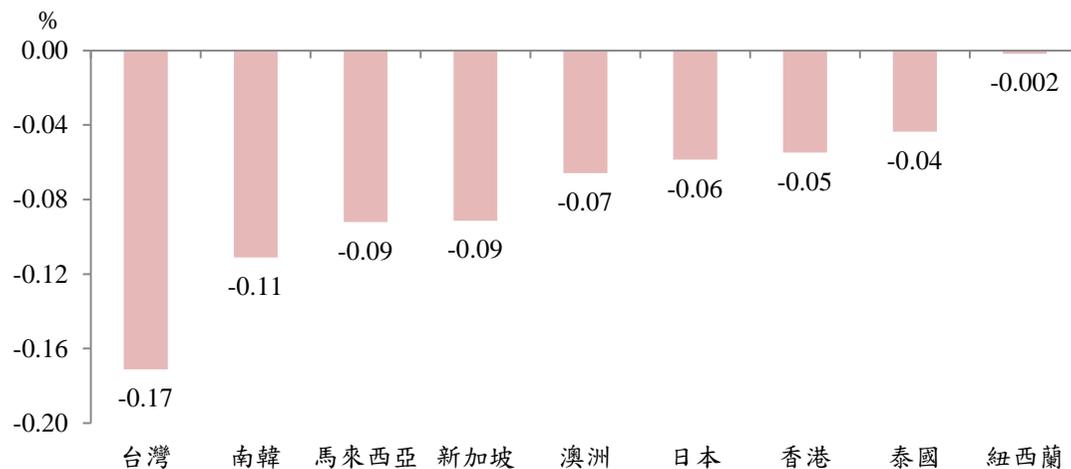
— 台灣及南韓因全球價值鏈發展，與中國大陸之貿易連結緊密，且對中國大陸投資活動參與程度高，GDP 成長下滑程度較其他亞洲經濟體嚴重，估計受中國大陸經濟下滑衝擊較大⁶ (圖 13)。

— 中國大陸經濟成長與台、韓出口相關係數高(圖 14)，致中國大陸經濟減緩影響台、韓出口表現。

⁶ 參考 IMF (2016), “2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China,” *IMF Country Report No. 16/270*, Aug.。

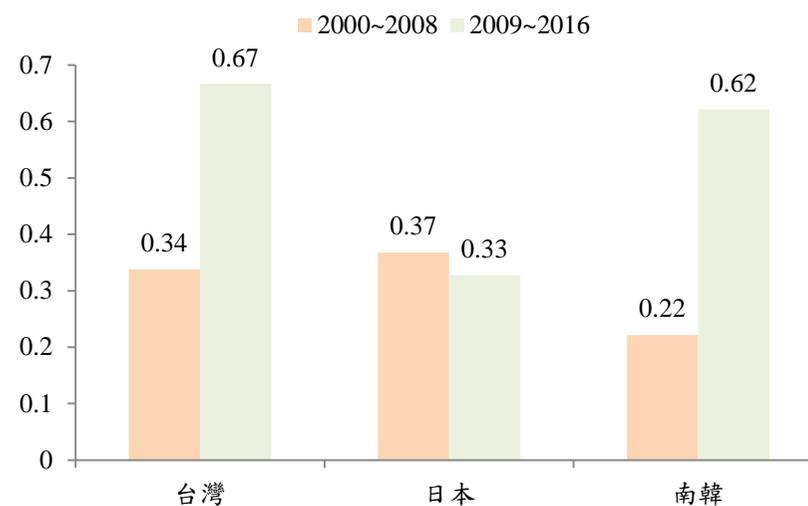
圖 13 中國大陸再平衡透過貿易管道
對亞洲各經濟體 GDP 成長之影響

(假設中國大陸消費成長 1 個百分點，且投資下滑 1 個百分點)



資料來源: IMF (2016), "Asia and Pacific: Building on Asia's Strengths during Turbulent Times," *Regional Economic Outlook*, Apr. 16.

圖 14 台、日、韓出口年增率與中國大陸
GDP 成長率之相關性



註：2016 年資料僅至第 2 季。

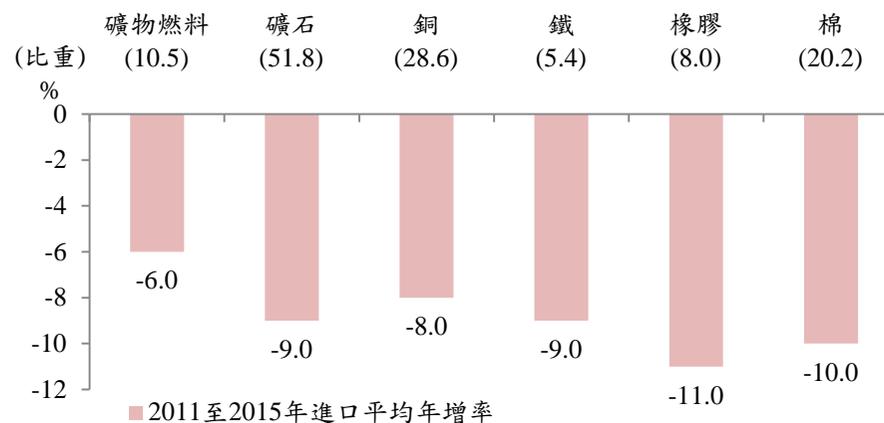
資料來源：作者依據 Global Insight 資料計算

3. 中國大陸進口需求縮減，商品出口國則面臨商品價格低迷之挑戰

— 中國大陸為多項大宗商品的主要進口國，其經濟轉型過程造成大宗商品進口需求縮減(圖 15)，恐削弱部分大宗商品需求及價格。

— 對商品出口國而言，大宗商品價格下滑較出口量減少之衝擊更為嚴重，中國大陸經濟再平衡使全球商品價格下滑，對商品淨出口國之經濟發展影響大。

圖 15 中國大陸大宗商品占全球進口比重與年增率



註：大宗商品以 HS2 位碼分類。

資料來源：International Trade Centre

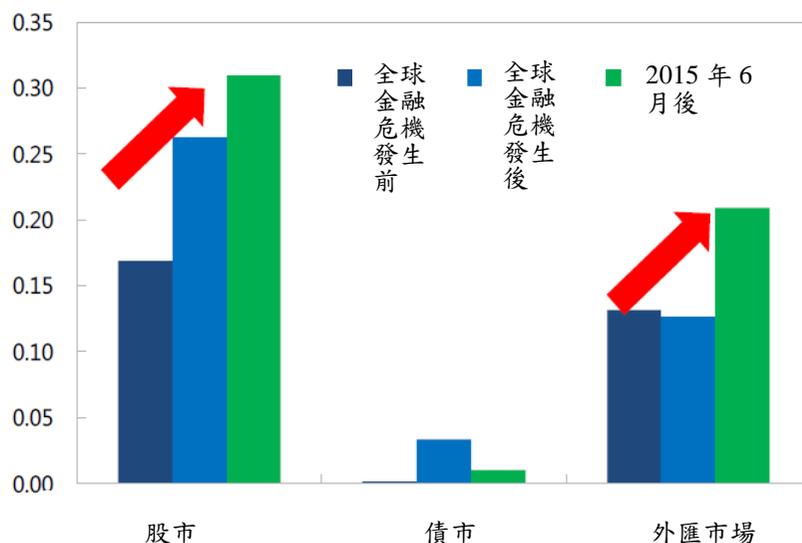
4. 亞洲地區與中國大陸之金融連結緊密，中國大陸與亞洲的股、匯市相關性進一步上升，金融外溢效應恐擴大

—近年中國大陸對全球貿易及金融市場之影響力提升，且與亞洲地區連結緊密，亞洲股、債、匯市與其金融市場波動之相關性提高⁷(圖 16)。

—2016 年 1 月初，人民幣中間價連續貶值，加以股市熔斷機制設計不當，中國大陸股價崩跌，短期間恐慌情緒蔓延全球，引發主要股市波動劇烈(圖 17)。

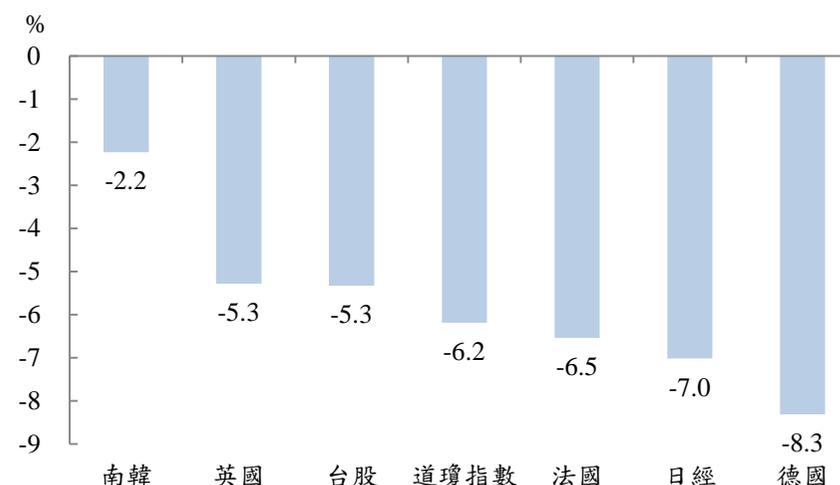
⁷ 參考 IMF (2016), “The People’s Republic of China : Selected Issues,” Aug.: S. Chang, D. He, J. Dong, and H. Wang (2016), “Regional Pull vs Global Push Factors: China and US Influence on Asia-Pacific Financial Markets,” *BIS Working Papers* No 579 ; Bloomberg (2016) “How China Is Reshaping Market Correlations in Asia” Sep. 14。

圖 16 亞洲金融市場與中國大陸之相關性



資料來源：IMF (2016), "The People's Republic of China: Selected Issues," Aug.

圖 17 國際主要股市跌幅 (2016/1/8 與 2015 年底比較)



資料來源：Thomson Reuter Datastream

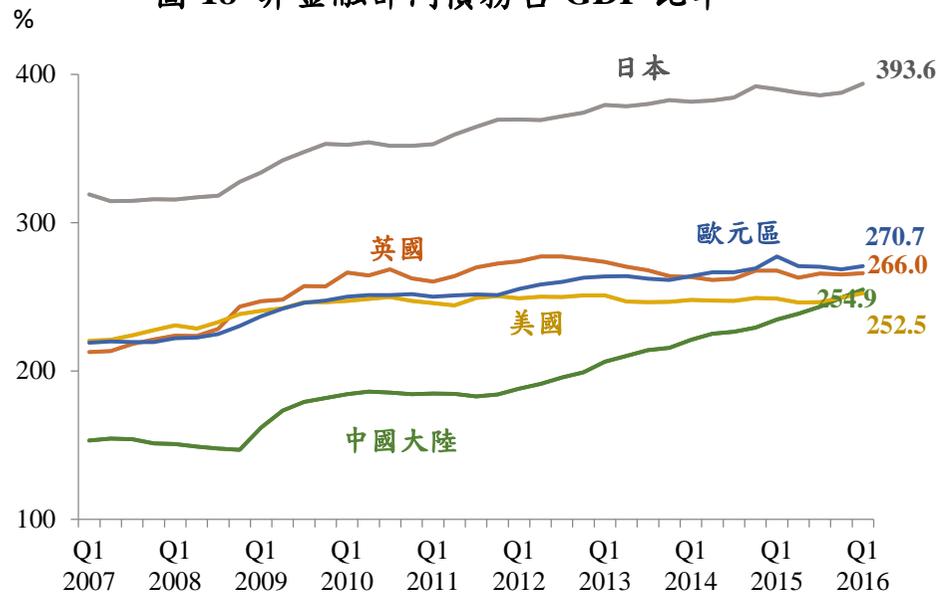
(三)債務累積快速，金融風險升溫

1. 金融脆弱性提高

—中國大陸債務累積速度快速，**債務規模**相對 GDP 比率為 254.9%，在主要國家中**雖非最高**(圖 18)，惟**債務擴張速度加快**，至本年第 1 季底，其民間非金融部門債務/GDP 比率偏離長期趨勢的程度達 30.1 個百分點，創歷史高點，**遠高於主要經濟體**(圖 19)。

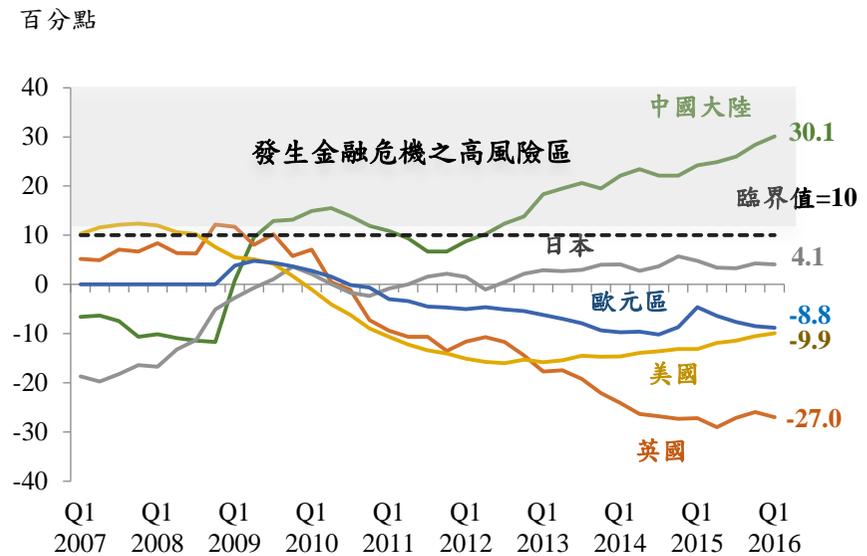
—根據 BIS 之**早期預警指標**，民間非金融部門債務/GDP 比率偏離長期趨勢的程度高於 **10 個百分點以上**，代表金融市場可能過熱。

圖 18 非金融部門債務占 GDP 比率



資料來源：BIS 資料庫

圖 19 民間非金融部門信貸/GDP 缺口*



註：*民間非金融部門信貸/GDP 之缺口為民間非金融部門信貸/GDP 的實際值與長期趨勢之偏離程度。

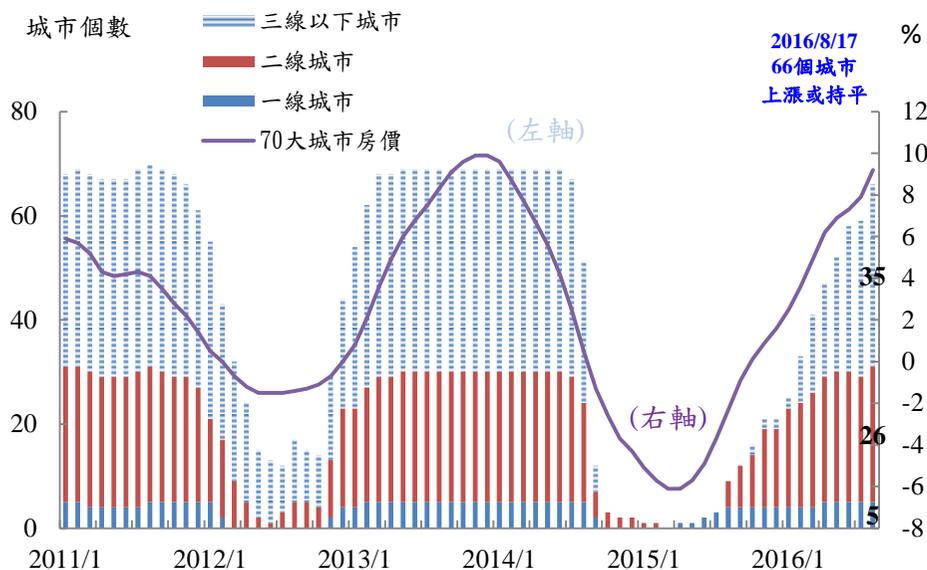
資料來源：BIS 資料庫

2. 資產價格有高估之虞

— 近期中國大陸房價攀升(圖 20)、公債殖利率下滑(圖 21)，資產價格恐有高估之疑慮，主要是因過多的民間儲蓄尋求高報酬資產，加以債務擴張及投資人提高財務槓桿操作等因素所致。

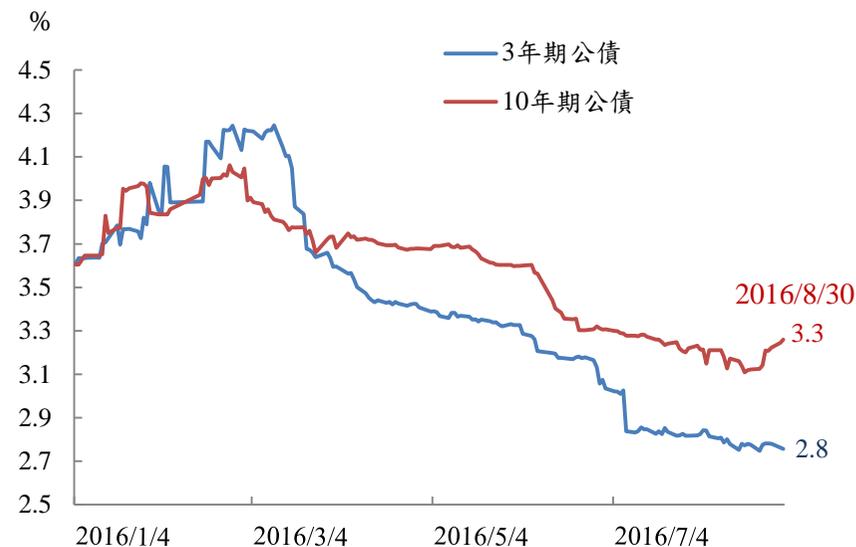
— 中國大陸房地產業庫存仍高，惟近期資金湧入購房，房價恢復正成長，漲勢已由一線城市蔓延至二、三線城市(圖 20)。2016 年 6 月，70 大城市中，66 個城市房價較同期上漲或持平，其中，三線以下城市占 35 個。

圖 20 房地產價格年增率及房價上漲或持平城市



資料來源：Thomson Reuter Datastream

圖 21 政府債券殖利率



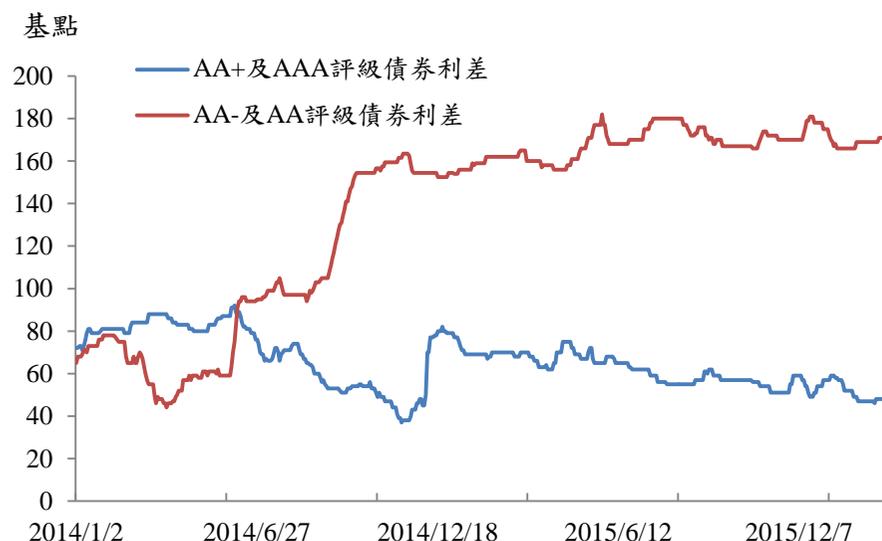
資料來源：Bloomberg

3. 企業違約風險上揚與資本外流壓力大

—中國大陸企業信用貼水因違約風險上揚而走高(圖 22)，為紓緩企業償債壓力，中國人民銀行自 2014 年下半年起採行多次降息降準措施。

—寬鬆貨幣政策引發**資本外流壓力**(圖 5)，中國大陸當局加強實施各項資本管制措施(表 1)，可能影響**人民幣國際化**進程，惟適度寬鬆貨幣政策有助紓解企業償債壓力。

圖 22 中國大陸主要信評等級債券之信用貼水



資料來源：IMF (2016), "Global Financial Stability Report: Potent Policies for a Successful Normalization," Apr.

表 1 近期中國大陸相關資本管制措施

時間	措施
2015/9 月	自 2015 年 10 月至 12 月，對境內銀聯人民幣卡在境外的 ATM 取現交易，累計不得超過等值 5 萬元人民幣。2016 年全年則不得超過等值 10 萬元人民幣。
2015/12 月	暫停機構申請新的 RQDII 相關業務。
2016/1 月	國家外匯管理局之「個人外匯業務監視系統」正式上線，要求銀行加強代客售匯業務監管，並嚴格執行購匯黑名單制度。
2016/2 月	外匯管理局對金融機構（尤其是證券、保險及第 3 方支付等非銀行機構）外匯業務展開專項檢查。

資料來源：央行整理

(四) 中長期經濟展望

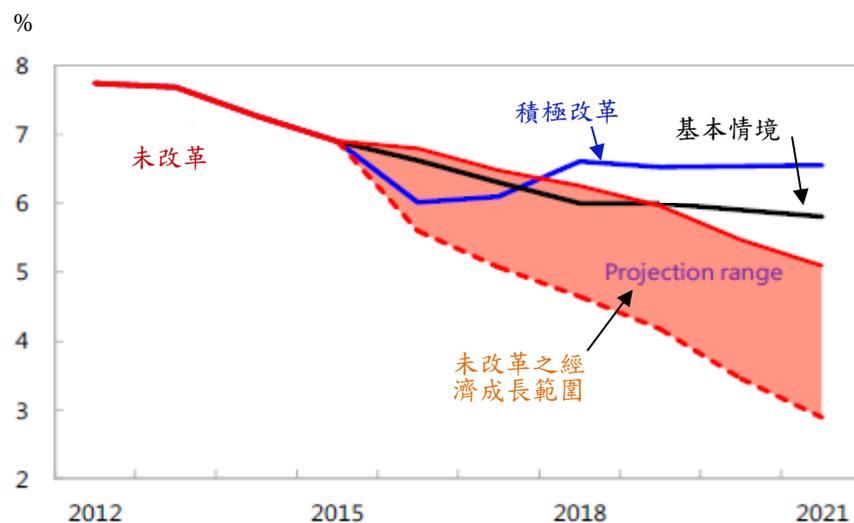
1. 中國大陸經濟短期面臨全球景氣復甦不確定性升高、國內投資減緩及金融風險升溫之下行風險，IMF、OECD 與 Global Insight 均預期中國大陸 2016 年經濟成長率將減為 **6.5%** 至 **6.6%**，2017 年則降至 **6.2%** 至 **6.3%**。
2. IMF⁸ 以 3 種情境評估中國大陸經濟成長及金融脆弱性之可能情況，未來發展端視改革情況而定(表 2)。

⁸ 參考 IMF (2016), "2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China," *IMF Country Report No. 16/270*, Aug.。

表 2 中國大陸經濟成長及金融脆弱性之評估

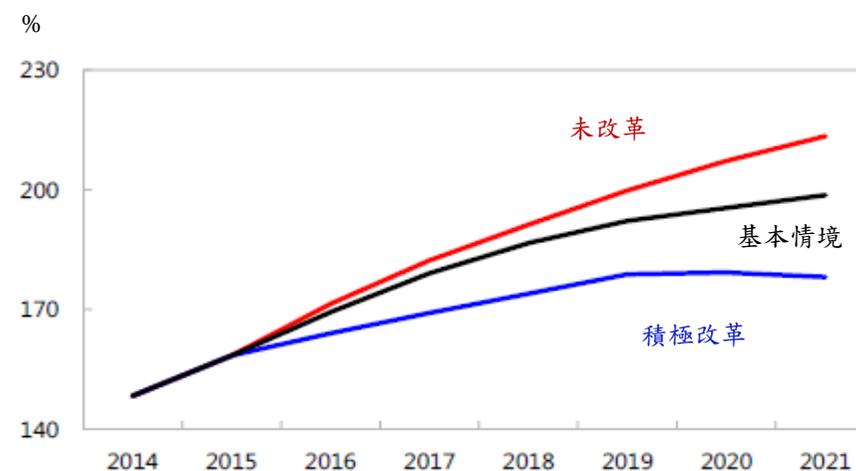
情境(說明)	經濟成長趨勢(圖 23)	金融脆弱性(圖 24)
未改革 (no-reform) (未抑制信貸成長、結構改革、國企改革)	在可能產生與未產生「破壞性的調整」之下，分別估算未改革情境經濟成長率之 下限 (lower bound)與 上限 (upper bound)，預測未改革之經濟成長範圍(projection range)。	信貸相對 GDP 比率持續 大幅 攀升，金融脆弱性顯著提升。
基本情境 (baseline) (微幅地抑制信貸成長、結構改革、國企改革)	短中期經濟成長下滑 ，2016 年為 6.6%，2017 年將降至 6.2%，2018 年後持穩約 6%。	信貸相對 GDP 比率 小幅 上升，金融脆弱性溫和上升。
積極改革 (proactive) (大力地抑制信貸成長、結構改革、國企改革)	2016 年 經濟成長降至 6% ，其後 可望復甦 ，2018 年達 6.5%。	信貸相對 GDP 比率 微幅上升後趨緩 ，金融脆弱性先升後降。

圖 23 不同情境下 GDP 成長率



資料來源：IMF (2016), “2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China,” *IMF Country Report* No. 16/270, Aug.

圖 24 不同情境下信貸相對 GDP 之比率



資料來源：IMF (2016), “2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China,” *IMF Country Report* No. 16/270, Aug.

3. 長期展望可望樂觀⁹

—外部再平衡持續改善：經濟下行風險致民間投資緩和，過度的公共投資可望減緩，IMF 預期 **2021 年固定資本形成毛額占 GDP 比重將降至 40%**。隨著投資率及國民儲蓄率同時減少，預期 **中期經常帳順差對 GDP 比率可望降至 1% 以下**。

—內部再平衡將持續：隨經濟的重心從製造業轉移至勞力密集型的服務業，使 **勞動所得占 GDP 比重上升**，預期 **民間消費占 GDP 比重** 將持續上升。且在服務業持續創造就業機會之情況下，服務業占 GDP 比重亦可望提高。

(五) 結論

自 2011 年中國大陸開始推動 **經濟再平衡**，目前有相當進展；惟全球景氣遲緩，致其外需不振及國內投資減緩，**資本持續外流**，**金融風險升高**，短期經濟成長仍具 **下行風險**；長期再平衡之效果則面臨部分領域結構改革緩慢的挑戰。中國大陸持續降低過當投資及採取資本管制措施，其 **經濟成長** 及 **金融脆弱性** 之發展將端視改革情況而定。

至於中國大陸經濟再平衡之外溢影響，短期各國可採用寬鬆貨幣政策搭配財政政策因應，**長期則須** 配合中國大陸經濟轉型之變化，**進行多元產業發展與結構調整**。

⁹ 參考 IMF (2016), “2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People’s Republic of China,” *IMF Country Report* No. 16/270, Aug.。