

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

106.6.22

前 言

鑑於通膨率減緩是全球性現象，且台灣有其經濟特質及制度性因素，爰為文說明通膨率相對較低且穩定的原因，並從學理與實證探討薪資成長與物價的關係，所謂「物價穩定有礙薪資調升」之說，有待商榷。

本行一向重視各方的建言與溝通，歷來貨幣政策透明化程度亦相當高。為使貨幣政策決策程序更加制度化，將自本次理監事會起公布會議議事錄摘要，供各界參閱。

本年全球經濟可望溫和復甦，惟美國升息、Fed 將縮減資產負債表，加上英國脫歐談判、貿易保護主義威脅及地緣政治緊張等，均為全球經濟面臨的風險，本行將密切注意相關情勢的發展。

此外，年初以來，外資大量流入致新台幣升值，惟幅度與波動度並未較過去擴大；新台幣名目有效匯率指數呈雙向變動，所謂「阻升不阻貶」等說法與事實不符。本行維持匯率穩定的立場，過去如此，現在也是如此。

再者，由央行印鈔直接支應政府支出，即直升機撒錢政策，可能帶來高度通膨、破壞財政紀律、傷害央行獨立性不利經濟成長等風險，且目前並無任何國家採行，爰予簡介，以資釋疑。

本行肩負維持物價與金融穩定，並協助促進經濟成長的職責，須密切關注國內外經濟金融情勢發展，以達成法定經營目標。茲就上述議題深入分析說明，彙集成冊，提供各界參考。

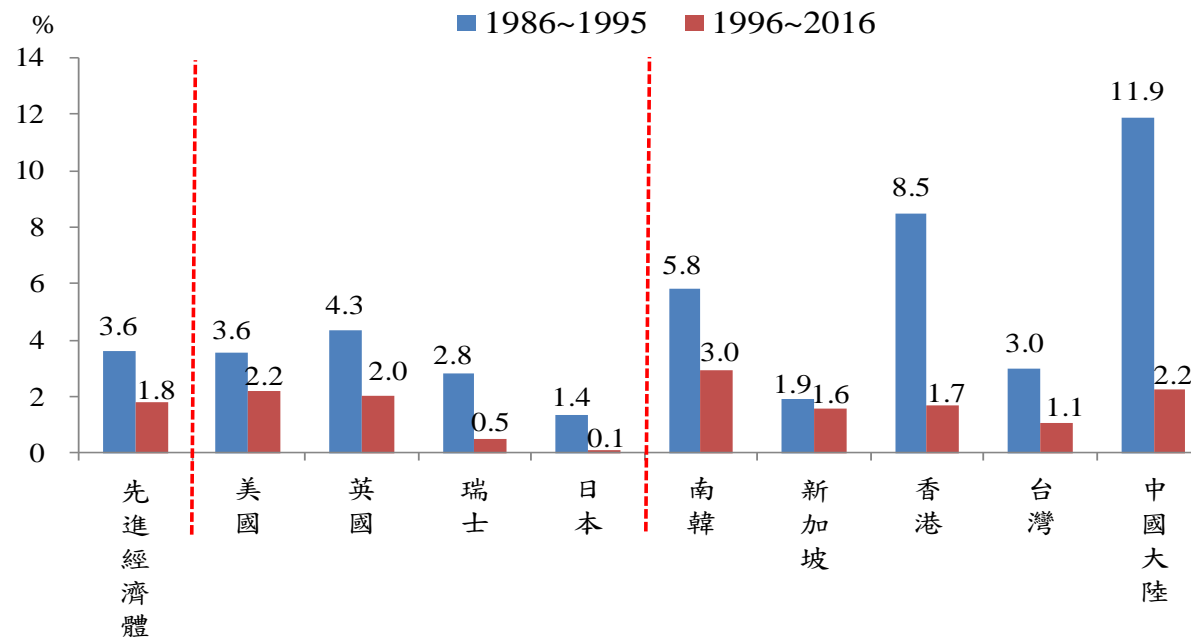
目 次

一、台灣通膨率減緩並趨於穩定的原因	1
二、薪資成長與物價關係之說明	15
三、本行貨幣政策透明化之說明－兼論公布貨幣政策會議議事錄摘要	22
四、國際經濟金融情勢展望－本年全球經濟成長可望自上年低點回升，惟仍面臨下行風險	29
五、論新台幣匯率	47
六、直升機撒錢的政策風險極高	67

一、台灣通膨率減緩並趨於穩定的原因

1990 年代中期以來，由於生產自動化、商品高科技化、經貿全球化與自由化程度加深，加以主要國家通膨預期降低，全球通膨率減緩¹(詳附錄 1)，台灣亦然(圖 1)。

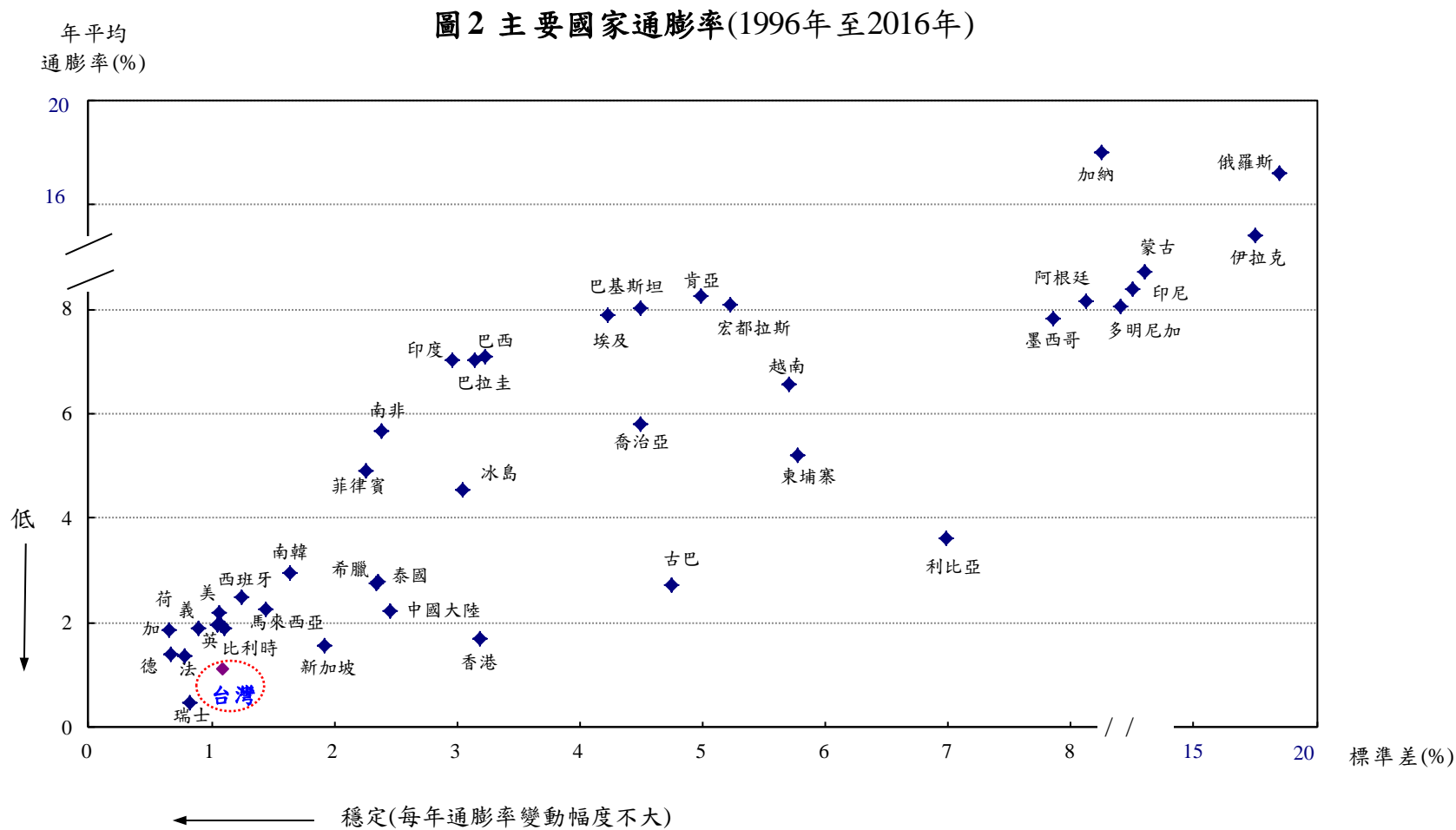
圖 1 主要經濟體平均每年 CPI 年增率



資料來源：IMF

¹ 詳 IMF (2016), “Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy,” *World Economic Outlook* Chapter 3, Oct. ; Gregor Schwerhoff & Mouhamadou Sy (2014) “The Non-Monetary Side of the Global Disinflation,” *Open Economies Review*, Springer, vol. 25(2), pp. 337-371, Apr. °

與主要國家比較，台灣通膨率長期維持在相對低而穩定(low and stable)的水準；1996 年至 2016 年平均**通膨率**為**1.09%**，通膨率波動幅度之**標準差**亦僅**1.02%**(圖 2)。

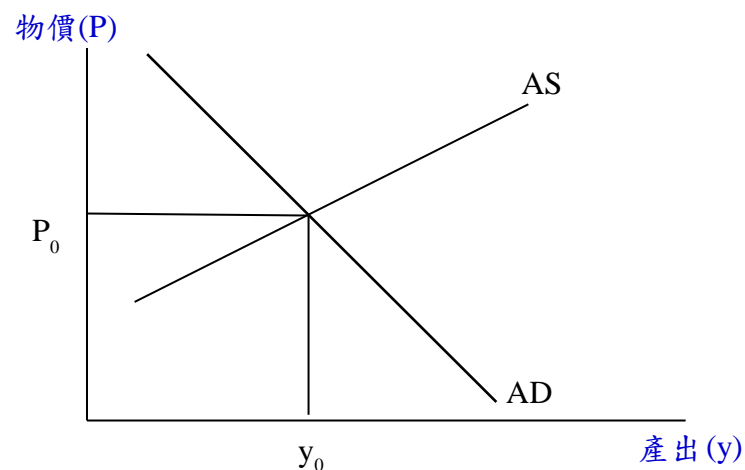


資料來源：IHS Global Insight，經本文計算整理

(一)台灣物價易受進口原物料行情及天候影響，短期呈現較大波動

理論上，物價係由一國經濟體系的總供給(AS)與總需求(AD)共同決定，如圖 3，AS 與 AD 決定了均衡物價(P_0)及產出(y_0)；惟台灣屬**小型開放經濟體**，物價易受進口原物料行情及天候影響，短期呈現較大波動。

圖 3 AS 與 AD 決定物價



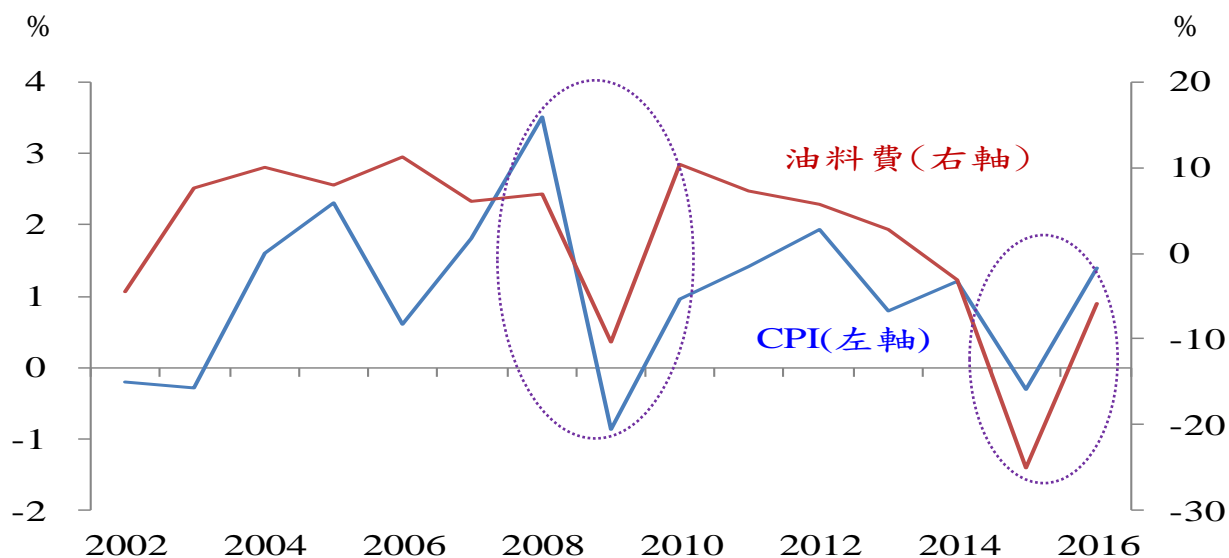
- 在**供給面**，例如薪資、租金(地租、房租)及原物料等生產成本所引起的物價變動，稱為**成本推動**(cost push)*。
- 在**需求面**，例如財富、所得、景氣、貨幣數量、政府支出及預期心理等所引起的物價變動，則稱為**需求拉動**(demand pull)。

*：影響 AS 的因素除生產成本外，尚包括生產力、預期物價等其他因素。

1. 台灣屬小型開放經濟體，加以天然資源缺乏，生產所需主要原物料大多仰賴進口，尤其**原油**、燃氣等能源幾乎完全靠進口，物價變動深受國際商品及原物料行情影響²。

—例如，2002年起，國內油品價格調整深受國際油價變動影響³，占CPI權重達3.5%之油料費變動往往主導CPI年增率的走勢(圖4)。

圖4 CPI與油料費年增率



資料來源：主計總處

² 進口物價指數按用途別分類，**農工原料**、資本用品及消費用品**權重**分別占 **78.12%**、13.05%及 8.83%。根據 Granger 因果關係檢定結果顯示，在樣本期間(1986M1~2016M12)下，進口物價月增率顯著 Granger 領先 CPI 月增率。

³ 台灣「石油管理法」於 2001 年 10 月正式公布實施後，邁入油品全面自由化的新里程。

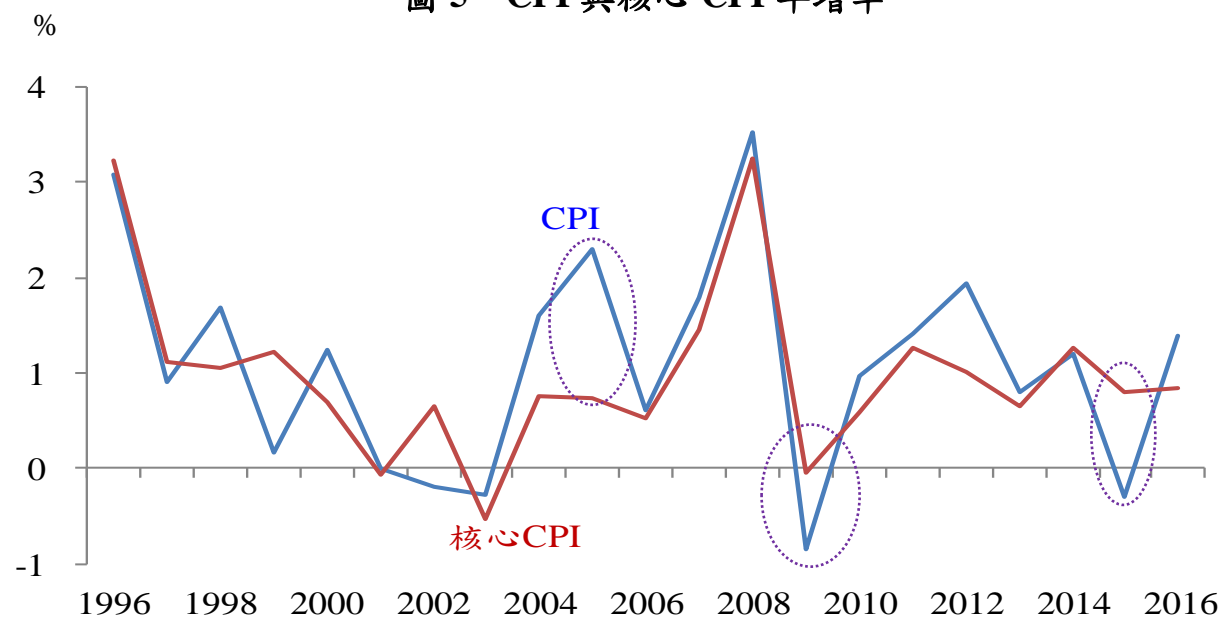
2. 台灣屬海島型氣候，6月至10月夏季期間常有**颱風、豪雨**發生，蔬果生產易受影響，導致供應量不足，市場價格波動大。

—2016年初，天候酷寒亦造成蔬果大量減產，蔬果價格大幅上揚。

3. 蔬果(占CPI 4.23%)與能源(占CPI 6.75%)價格的大部分變動非央行所能控制，**剔除蔬果及能源之CPI**(即核心CPI)波動幅度較CPI小(圖5)，**成為央行執行貨幣政策的重要參考指標之一**。

—**核心CPI**年增率較**CPI**年增率**穩定**(1996~2016年標準差為0.92%，較CPI之1.02%小)，平均數為0.97%，亦低於CPI之1.09%。

圖5 CPI與核心CPI年增率



資料來源：主計總處

(二)供給面成本普呈下降、需求面成長明顯放緩，係台灣通膨率減緩主因

如上所述，影響物價變動有供給面與需求面的因素，尤其台灣在供給面有完善的健保制度，學雜費、交通費及水電費等(占 CPI 權重為 16.62%)相對他國低廉，有助民眾貨幣所得購買力的維持，是社會安定的力量⁴。

1. 供給面成本普呈下降，抑低通膨率

國內進口物價平穩，市場加速開放競爭⁵，加以薪資成長明顯減緩，且不及勞動生產力的成長，致單位產出勞動成本轉呈下降⁶。益以學雜費與醫療健保部分負擔等費率漲幅減緩，以及機動調降重要民生物資之關稅、貨物稅，另房租趨穩，均有助於物價穩定。

(1)攸關基本民生之醫療、水電等費率漲幅減緩

運輸費、水費、電費、學雜費及醫療健保部分負擔等費率(占 CPI 權重達 16.62%)，對 CPI 年增率貢獻由 1986~1995 年平均之 0.56 個百分點降至 1996~2016 年平均之 0.14 個百分點，降幅 0.42 個百分點，在上述兩段期間對 CPI 年增率下降 1.89 個百分點貢獻逾 22%(表 1)。

⁴ 英國媒體《BUSINESS INSIDER》公布委託網路調查公司，針對來自 174 個國家、1 萬 4,300 位生活在 191 個國家或地區的外籍人士，在休閒、個人幸福度、旅行與運輸、健康與福祉、安全與保障等層面進行調查，評選出前 21 個宜居國家，台灣位居榜首，主因醫療品質佳與負擔得起的消費(affordability)。詳見 2017 年 1 月 30 日 BUSINESS INSIDER 網站資料。

⁵ 2000 年代以來，台灣為因應加入 WTO，除了持續調降進口關稅稅率之外，國內市場更加速開放競爭。例如，通信、油品及農畜產品市場的開放競爭，加上網際網路的快速發展，進入市場的障礙大幅降低，且物價訊息的傳播暢行無阻，管銷成本大幅下降。

⁶ 工業部門單位產出勞動成本年增率由 1986~1995 年平均之 3.38% 降至 1996~2016 年平均之 -1.63%。

表 1 基本民生費率

年增率(%)

項目	學雜費	運輸費	通訊費	醫療費用	水價	電價	合計	CPI年增率
占CPI權重(%)	4.97	2.24	3.49	3.36	0.36	2.20	16.62	
1986~1995年平均	7.98	4.19	-0.86	3.41	3.92	-1.52		
1996~2016年平均	2.15 ↓	1.13 ↓	-2.01 ↓	2.28 ↓	0.71 ↓	-0.01 ↑		
對CPI年增率貢獻(百分點)								
1986~1995年平均 (1)	0.40	0.09	-0.03	0.12	0.01	-0.03	0.56	2.98
1996~2016年平均 (2)	0.11	0.03	-0.07	0.08	0.00	0.00	0.14	1.09
增減=(2)-(1)	-0.29	-0.07	-0.04	-0.04	-0.01	0.03	-0.42	-1.89

資料來源：主計總處、本文整理估算

(2)進口物價平穩

台灣屬小型開放經濟體，物價變動深受國際商品及原物料行情影響；以美元計價之進口物價、進口消費用品價格年增率分別由 1986~1995 年平均之 2.62%、2.96% 降至 1996~2016 年平均之 0.29%、-0.03%(表 2)。

表 2 進口物價(美元計價)年增率(%)

	進口物價	進口消費用品價格
1986~1995年平均	2.62	2.96
1996~2016年平均	0.29 ↓	-0.03 ↓

註：進口物價包括進口消費用品、資本用品及原物料價格。

資料來源：主計總處

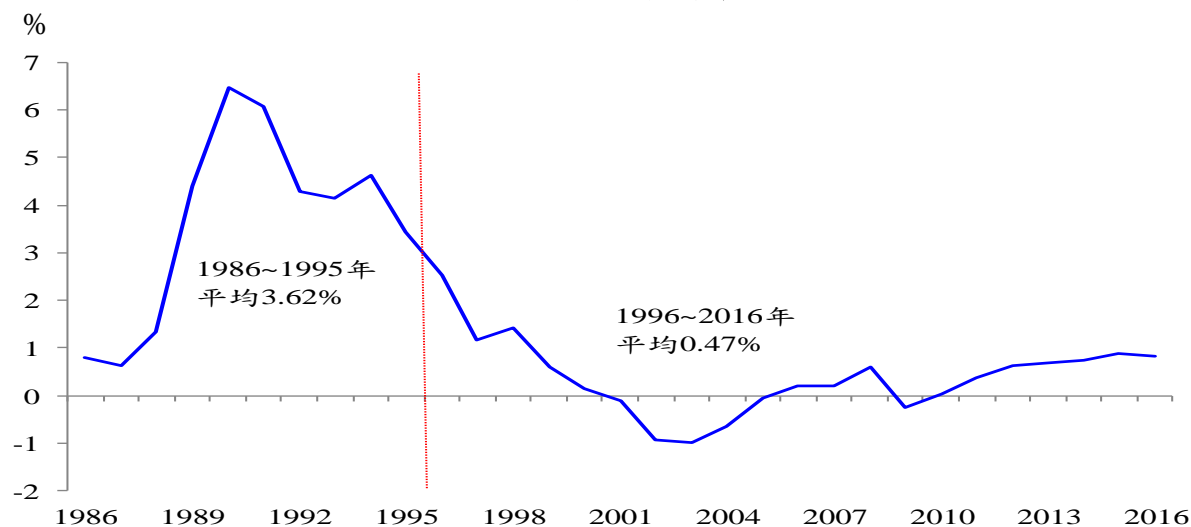
(3) 薪資成長下滑

薪資成長下滑可能直接影響通膨率，例如，工業及服務業平均薪資年增率由 1986~1995 年平均之 9.78% 降至 1996~2016 年平均之 1.56%，同期間 CPI 之住宅維修服務、個人服務年增率分別由 11.42%、5.26% 降至 0.12%、1.20%⁷。

(4) 房租平穩

由於失業率攀升，薪資成長下滑，租屋需求成長減緩，加以空屋數漸次增加⁸，**房租**(占 CPI 權重達 18.22%) 年增率由 1986~1995 年平均之 **3.62%** 降至 1996~2016 年平均之 **0.47%**(圖 6)，估計對 CPI 年增率貢獻由 0.66 個百分點降至 0.09 個百分點，**降幅 0.57 個百分點**。

圖 6 房租年增率



資料來源：主計總處

⁷ 住宅維修服務含水電工、油漆工、水泥工及木工等工資，個人服務則含保母費及其他個人照顧費。

⁸ 依據台電用電不足底度推估之住宅用空屋數，2016 年平均與 2000 年平均比較增加 17.37%。

2. 需求面成長明顯放緩，抑制拉升物價之力道

失業率攀升，薪資成長下滑，家庭可支配所得增幅因而銳減。加以生育率走低，致人口成長趨緩，經濟成長亦減緩，均抑制民間消費需求成長(表 3)，不易拉升物價。

表 3 影響通膨率下滑之需求面因素

單位：%

	失業率	家庭可支配所得年增率	經濟成長率	民間消費年增率
1986~1995 年平均	2.29	13.01	8.41	12.21
1996~2016 年平均	4.03 ↑	2.83 ↓	4.10 ↓	4.15 ↓

註：家庭可支配所得資料至 2015 年。

資料來源：主計總處

— 央行通常在需求面因素造成物價大幅上漲時，才會採取緊縮政策穩定物價(詳附錄 2)；若遇需求面疲弱，造成物價持續下跌，有通貨緊縮風險之虞時，則會採取極度寬鬆貨幣措施，防範通貨緊縮發生。

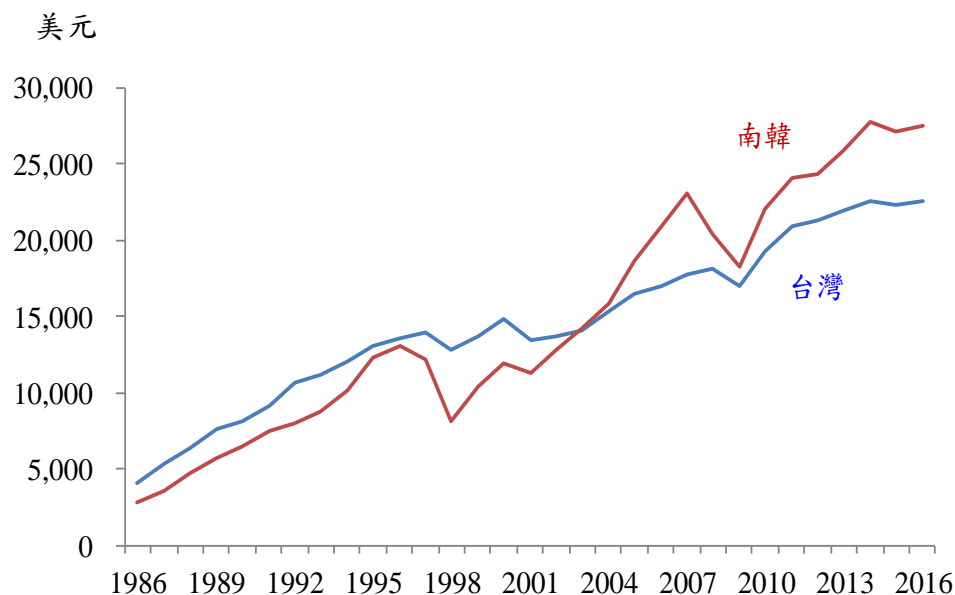
(三) 台灣通膨率相對低而穩定，有助於維持民眾購買力

台灣通膨率長期維持在相對低而穩定的水準，有助於促進長期經濟持續成長，維持民眾購買力⁹；例如，台灣物價長期較南韓平穩，致以購買力平價(PPP)計價的平均每人 GDP，台灣高於南韓。

⁹ 美國哥倫比亞大學教授 Frederic Mishkin 認為，維持低且穩定，以及具可預測性的通膨率，有利於長期經濟成長。詳參 Mishkin, Frederic(2007), *Monetary Policy Strategy*, MIT Press, p.490。加拿大央行則指出，經驗顯示維持低且穩定，以及具可預測性的通膨率，是提振大眾對貨幣價值信心、促進強勁經濟表現，以及提昇生活水準的最佳方法。詳參 Bank of Canada (2012), “Backgrounders: Monetary Policy,” Bank of Canada, Apr.。

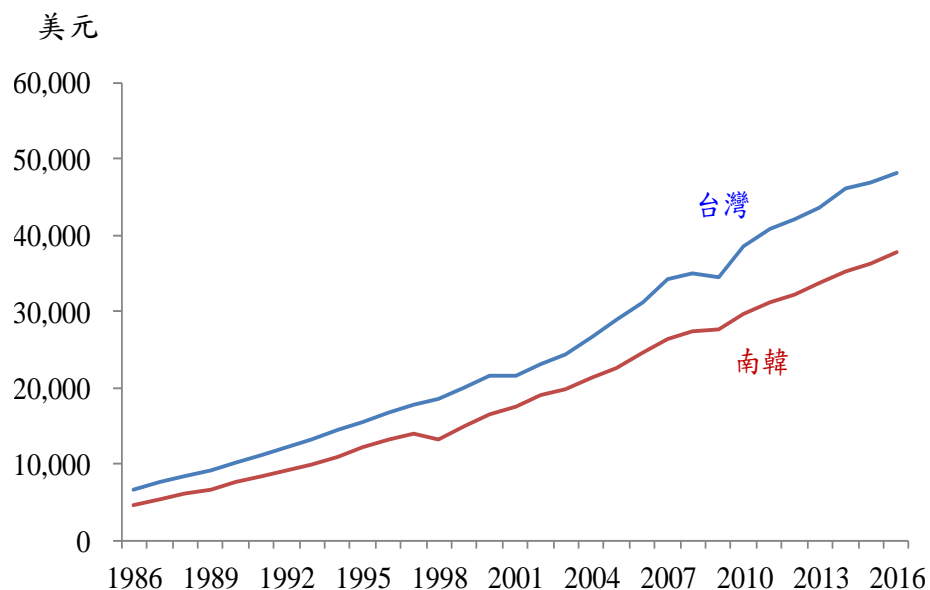
1. 以美元計價之人均名目 GDP，南韓高於台灣(圖 7)；但考量相對物價水準後，以 PPP 計價之人均 GDP，台灣高於南韓(圖 8)，表示台灣的實質購買力較南韓高。

圖 7 人均名目 GDP



資料來源：IMF World Economic Outlook (2017/4)、主計總處

圖 8 PPP 人均 GDP



資料來源：IMF World Economic Outlook (2017/4)

2. 以 2016 年為例，台灣物價水準分別為美國之 47%及南韓之 64%(表 4)，亦即美國及南韓物價水準分別為台灣的 2.1 倍及 1.6 倍，顯見台灣物價水準相對較低¹⁰。

¹⁰ 國際間常將各國 PPP 除以其貨幣兌美元匯率，予以標準化後，得到「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，其中 2016 年台灣物價水準為美國之 47%，南韓則為美國之 73%，故經換算台灣物價水準為南韓之 64%。相關分析詳見 2014 年 12 月 18 日與 2016 年 6 月 30 日「央行理監事會後記者會參考資料」。

表 4 台灣與南韓之人均 GDP (2016 年)

	台灣	南韓
相對美國物價水準指數	47%	73%
人均名目 GDP	22,540 美元	27,539 美元
PPP 人均 GDP	48,095 美元	37,740 美元

資料來源：IMF World Economic Outlook (2017/4)、主計總處

(四)結論：通膨率減緩屬全球性現象，台灣通膨率低而穩定亦與基本民生相關費率漲幅減緩有關

1. 1990 年代中期以來，通膨率減緩屬全球性現象，台灣亦然，且相對低而穩定。尤其，在需求面，成長明顯放緩，加以央行審視通膨衝擊來源，採取妥適的貨幣政策；在供給面，成本普呈下降，加上攸關基本民生之醫療、水電等費率漲幅減緩，使得台灣通膨率長期低而穩定。
2. 台灣通膨率相對主要國家低而穩定，有助於維持社會大眾持有貨幣的購買力。
— 台灣物價長期較南韓平穩，致以 PPP 計價的平均每人 GDP，台灣高於南韓。

附錄 1 全球通膨率減緩主因

1990 年代中期以來，由於生產自動化、商品高科技化、經貿全球化與自由化程度加深，加以主要國家通膨預期降低，全球通膨率減緩。

1. 生產**自動化**、商品**高科技化**，單位產出勞動成本走低

(1) 隨著科技的高度發展，資訊電子產品大量生產，再伴隨資訊、通訊技術之運用，改變傳統生產型態，廠商自動化生產情形日益普遍，使得勞動生產力持續提高，進而促使單位產出勞動成本走低，創造物價下跌的空間。

(2) **產品高科技化**，帶來產品**生命週期縮短**，加速價格下滑。

— 例如，高科技化的 3C(資訊、通訊及消費性電子)產品日新月異，市場競爭激烈，促使廠商加速新產品研發，產品演進速度加快，生命週期縮短，產品價格呈長期走跌趨勢¹¹。

2. 經貿**全球化**與**自由化**，產能過剩抑制通膨

1990 年代，蘇聯及東歐等**社會主義國家**紛紛**轉向市場經濟**，使其產能與生產力大幅提升；中國大陸亦致力改革開放，以低生產成本吸引各國前往投資，成為全球製造基地。這些新興國家大幅擴增產能，甚至造成供給過剩，而產品以**低價銷往全球**，成為國際性物價平穩的重要推手¹²。

¹¹ 例如，2016 年與 1995 年比較，台灣的電腦及其週邊設備、通訊傳播設備躉售價格跌幅分別達 83.49%、69.95%。

¹² 1995 年世界貿易組織(WTO)成立後，關稅持續調降或豁免，進口商品價格下跌，且因貿易障礙減少，藉由擴大對外貿易，有利於產業結構調整，發揮規模經濟效果，降低廠商生產成本。

—IMF(2006)指出，**全球化**在 1997~2005 年對通膨有重大影響，估計使**先進經濟體**的**通膨率**平均**每年降低 0.25 個百分點**¹³。

3. 主要國家**通膨預期**降低

主要國家多致力於穩定通膨，尤其自 1990 年代以來，紐西蘭、英國、加拿大、澳大利亞及瑞典等許多國家央行紛紛改採**釘住通膨目標機制**(inflation targeting)，以對抗通膨，有助**降低通膨預期**，**通膨率**減緩¹⁴。

¹³ 詳參 IMF (2006), “How Has Globalization Affected Inflation?” *World Economic Outlook* Chapter 3, Apr.。國際文獻亦咸認全球閒置資源(全球產出缺口為負)能減輕國內的通膨壓力，但對此種現象能持續多久，則有不同的看法，有些文獻認為能長期抑制物價，詳參 Borio, Claudio and Andrew Filardo (2007), “Globalization and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation,” *BIS Working Papers*, No. 227。

¹⁴ IMF 指出，在 1995 年許多國家央行紛紛**採行釘住通膨目標機制**後，**通膨預期**下降，**通膨率**減緩；詳參 IMF (2013), “The Dog That Didn’t Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?” *World Economic Outlook* Chapter 3, Apr.。IMF (2016)亦實證分析，2011 年以來，各經濟體之通膨率逐漸下滑，主因循環性失業、進口物價(美元計價)下跌與通膨預期降低所致；詳參 IMF (2016), “Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy,” *World Economic Outlook* Chapter 3, Oct.。

附錄 2 央行審視通膨衝擊來源，採取妥適貨幣政策維持物價穩定

1. 影響一國物價變動的因素很多，對於需求拉動的物價大幅上漲(如 AD 移至 AD')，央行可用緊縮性政策減緩(如 AD' 移回 AD) (圖 9)。
2. 對於供給面因素造成的物價大幅波動(如 AS 移至 AS')，若採緊縮貨幣措施(如 AD 移至 AD')，會付出昂貴的代價，即產出會進一步下降(由 y_1 減少至 y_2) (圖 10)，宜以供給面措施因應，例如：
 - (1) 每當颱風、豪雨等天候因素造成蔬果等農產品減產，農委會採農產品價格穩定措施。
 - (2) 2008 年國際油價高漲之際，財政部減徵汽油、柴油貨物稅，降低油品成本。

圖 9 需求面衝擊與緊縮性政策

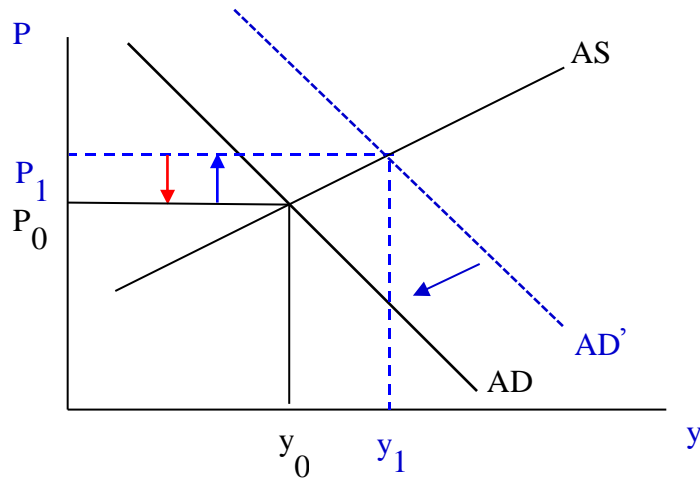
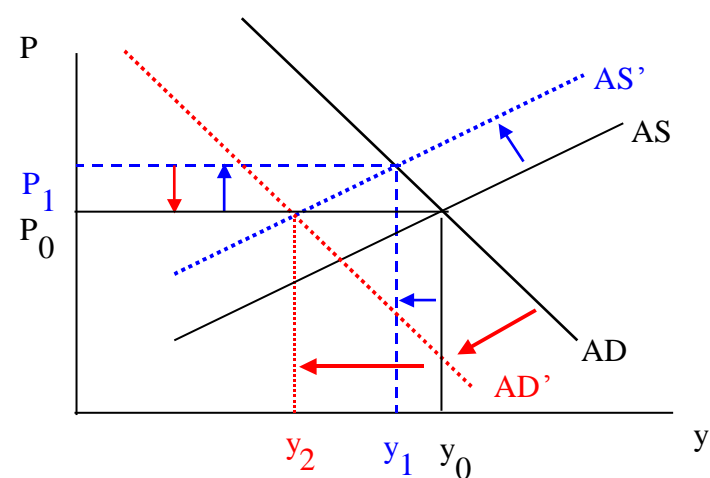


圖 10 供給面衝擊與緊縮性政策



二、薪資成長與物價關係之說明

過去外界對台灣薪資與物價關係有諸多看法，本行曾對此提出說明¹；近期外界再次針對「低物價與低薪資」議題多所討論，為避免造成誤解，本文爰透過學理角度與實證結果釐清兩者關係，說明物價對薪資成長並無顯著影響。

(一)民眾關心實質薪資，若名目薪資與物價同幅上漲，則實質薪資不變

—薪資有兩種，一種為名目薪資，另一種為實質薪資，後者反映前者之購買力。

—實質薪資 = $\frac{\text{名目薪資}}{\text{物價}}$ 。若名目薪資調升1倍，物價亦上漲1倍，則實質薪資未變。

(二)影響物價有許多因素，薪資為其中之一

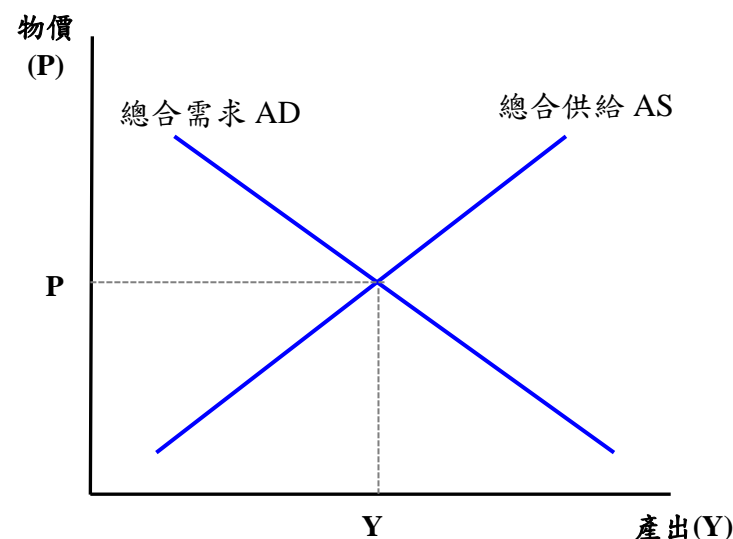
1. 物價由總供需(AD、AS)決定，假定其他情況不變，薪資上揚將推升物價上漲。

(1)總供需因素之變動，均可能影響物價(圖 1)。

—影響總需求(AD)：如①產出缺口為正；②景氣佳或股價上漲等，提高消費需求；③貨幣數量成長，皆會促使物價上漲。

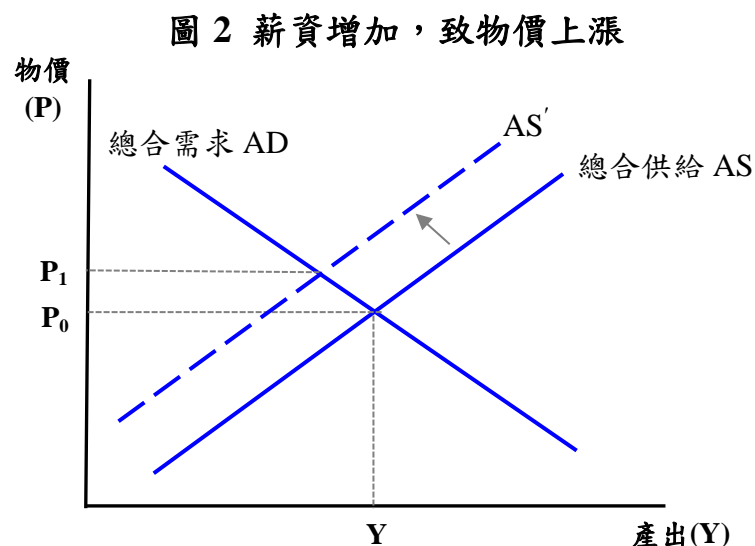
—影響總供給(AS)：如①原物料價格上升、薪資上升，致物價上升；②生產力提高，則物價下滑。

圖 1 物價的決定因素



¹ 詳見 105 年 6 月 30 日央行理監事會後記者會參考資料(頁 66-73)。

(2)薪資上漲，廠商**成本增加**，致**AS左移**，將引發**成本推動型(cost push)的物價上漲**；即**薪資上升為因，物價上漲為果**(圖 2)。



(三)「**薪資按物價調整**」與「**工會力量**」要求按物價漲幅來調整薪資，恐將導致**通膨失控**，**實質薪資也不一定增加**

1. **薪資按物價調整** (wage indexation)，物價上漲會導致薪資的增加，薪資上升會再推升物價，如此反覆進行，將造成「**薪資-物價盤旋上升**」(wage-price spiral)；除有導致**通膨失控**的風險外，**實質薪資也不一定增加**²。
2. **工會力量龐大**，名目薪資依工會要求按物價漲幅調整，但廠商若考慮將成本轉嫁至物價上，則**實質薪資可能不會增加**。

² 歐盟基金會(Eurofound)、OECD 及 IMF 等國際組織認為薪資按物價調整(或稱薪資指數化)限制一國的競爭力及經濟成長，引燃一國的**通膨壓力**，導致自我持續不斷的**通膨盤旋上升**。丹麥、法國、義大利、荷蘭等國家於 1980、1990 年代取消薪資指數化，以控制通膨，詳見 Erkes, S. (2011), "Time to End Automatic Wage Indexation?" Eurofound, Aug. 5；Mongourdin-Denoix, S. and F. Wolf (2010), "Wage indexation in the European Union," Eurofound: Background Paper, Mar. 15。高頻率的**薪資指數化**(如每月調整)，將促使通膨快速盤旋上升，變成**惡性通膨**(hyperinflation)，詳見 Gordon, Robert J. (2009), Macroeconomics, Pearson, 11th edition, p.302。

3. ECB 認為³，以**通膨帶動薪資上漲**，恐導致**物價盤旋上漲**，**非明智之舉**。

(四)從實證結果或過去資料顯示，薪資會影響物價，反之物價對薪資則無顯著影響

1. 因果關係檢定(Granger Causality test)結果發現，**薪資上升會顯著影響通膨**；反之，**通膨預期並不顯著影響薪資上漲** (表 1)。

表 1 Granger 因果關係檢定

虛無假設			P-value	說明
經常性薪資年增率	不 Granger 影響	通膨預期*	0.03	薪資成長 會 「Granger 影響」通膨預期
通膨預期*	不 Granger 影響	經常性薪資年增率	0.53	通膨預期 不會 「Granger 影響」薪資成長

說明：1. 模型與解釋變數同林依伶等(2017)乙文，本表僅呈現經常性薪資年增率與通膨預期之因果關係檢定結果。檢定時落後期數為 1 期，樣本期間為 2001 年 1 月至 2015 年 12 月(由於非薪資報酬資料僅至 2015 年)，變數處理方式詳見林依伶、蕭宇翔與張天惠(2017)，「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」，中央銀行季刊，第 39 卷第 1 期，頁 5-48。

2. *：此處係以**未來 1 期通膨率衡量通膨預期**，另嘗試以**當期通膨**、AR 模型之通膨預測值及 APCF(Asia Pacific Consensus Forecasts)調查資料來衡量通膨預期，估計結果皆一致。

2. 國內文獻⁴亦顯示**通膨預期並未顯著影響名目薪資成長**。

³ ECB (2017), “Why are Stable Prices Important?” ECB, May 8 (<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/stableprices.en.html>)。

⁴ 詳見林依伶、蕭宇翔與張天惠(2017)，「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」，中央銀行季刊，第 39 卷第 1 期，頁 5-48。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。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。

3. 過去資料顯示，名目薪資成長自 2001 年後大幅減緩，而通膨長期溫和且穩定，兩者並無一致的變化關係。

(1)1981-1990 年為**薪資高度成長期**，剔除物價上漲因素後，實質薪資亦呈大幅成長。

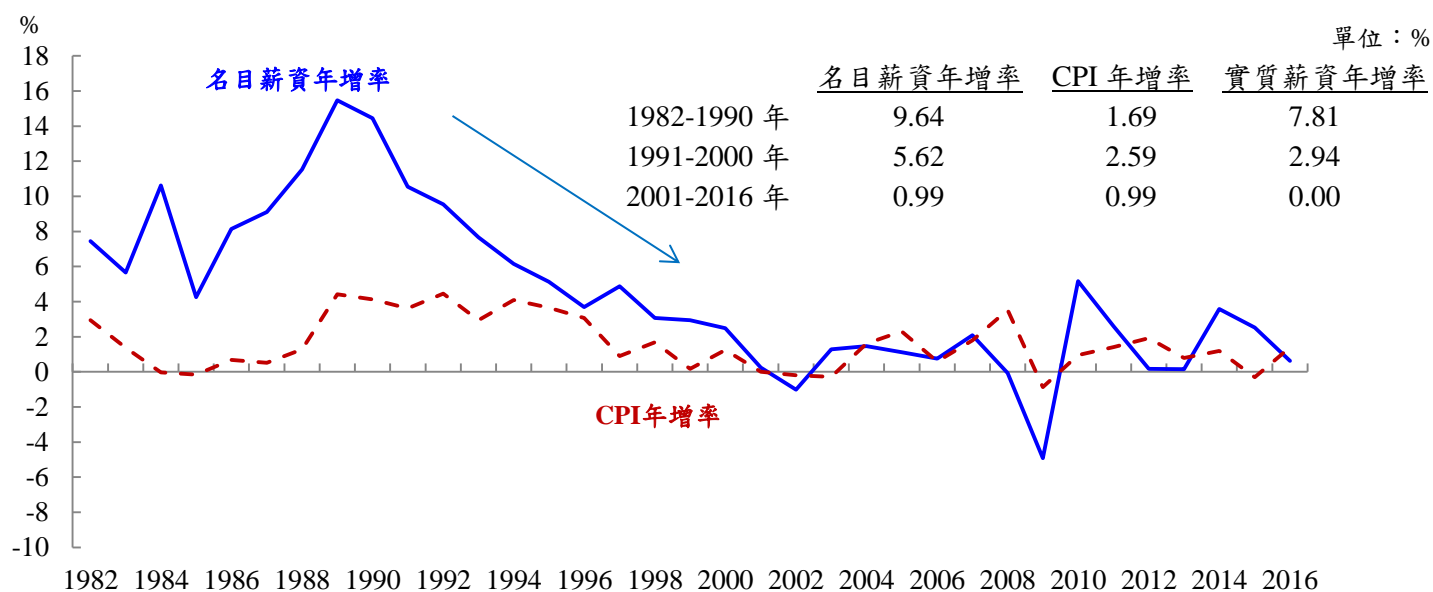
1990 年代，雖然名目薪資成長趨緩，惟仍大於通膨率；

2001 年以後，名目薪資成長則**大幅下降**(圖 3)。

(2)**通膨長期皆屬溫和**，而名目與實質薪資成長在 90 年代後趨緩，顯見**物價應與薪資成長並無長期一致**的關係。

4. 從上述可知，外界所謂「物價穩定有礙薪資調升」之說法有待商榷。

圖 3 名目薪資與 CPI 年增率走勢



資料來源：主計總處

(五)台灣物價相對溫和穩定，有助於維持民眾購買力

1. 台灣物價穩定的主因，在供給面成本下降、需求面成長放緩。

(1)以供給面因素來看，相較他國，台灣有**完善的健保制度**，且**學雜費、交通費及水、電費**等相對低廉，**供給面成本較低**，抑低通膨率，有助民眾購買力的維持，是社會安定的力量。

(2)**需求面成長放緩**(如經濟成長走緩、薪資成長下滑等)，抑制物價之拉升力道(詳見「一、台灣通膨率減緩並趨於穩定的原因」)。

2. **穩定物價之重要性**：物價穩定有利經濟持續成長(sustainable growth)，有助維持民眾的實質購買力，提升人民生活福祉。

(1)加拿大央行指出⁵，經驗顯示，維持**低且穩定**(low and stable)，以及**具可測性**的通膨率，是提振大眾對貨幣價值信心、提振經濟，以及提升生活水準的最佳方法。

(2)Frederic Mishkin 教授⁶亦認為，維持低且穩定，以及具可測性的通膨率，有利於長期經濟成長。

(3)台灣物價長期低且穩定，通膨預期亦低且波動不大，顯見並未侵蝕民眾的實質購買力。因此，**提升名目薪資成長為當前要務**，只要薪資成長高於通膨率，實質薪資即能成長，便能恢復經濟成長的良性循環。

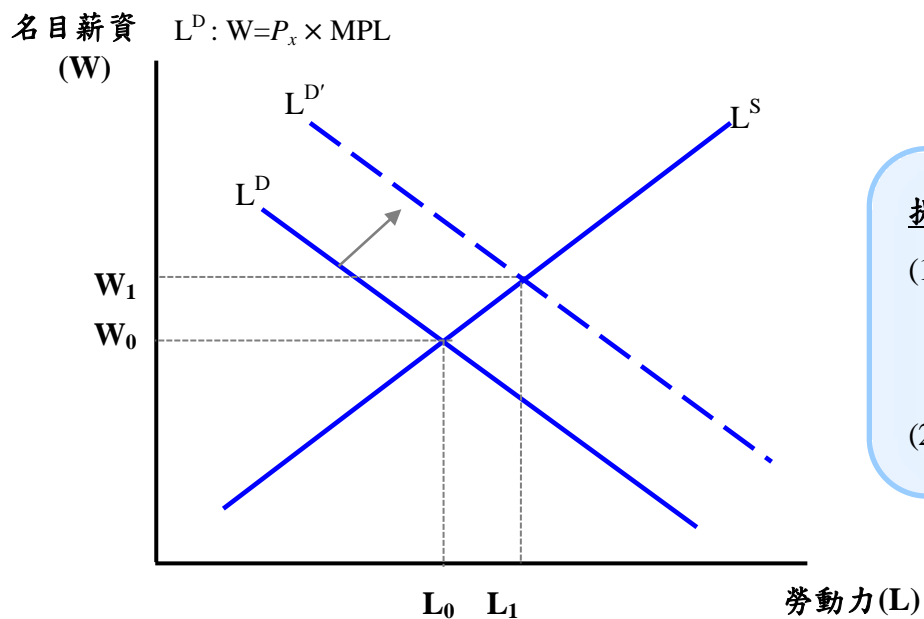
⁵ 詳見 Bank of Canada (2012), “Backgrounders: Monetary Policy,” Bank of Canada, Apr.。

⁶ 詳見 Mishkin, F. (2007), *Monetary Policy Strategy*, MIT Press, pp. 490。

(六)提高勞動生產力、提高產品附加價值與提振總需求(或促進投資)，才是提升薪資之正途

1. 均衡薪資係由勞動供給與需求決定；勞動生產力、產品附加價值與總需求上升，致 L^D 右移，名目薪資提高(圖4)。

圖4 勞動生產力、產品附加價值與總需求上升，薪資提高



提高薪資之重要因素：

- (1) 勞動生產力上升 ($MPL \uparrow$) 與生產附加價值較高之商品(如生產涼鞋轉為生產腳踏車)，致產品價格上漲 ($P_x \uparrow$)，將使 L^D 右移
- (2) 促進投資，增加總需求，使 L^D 右移

2. 實證結果顯示，**勞動生產力與總需求**提高(失業率下降)，顯著影響薪資成長。

(1)本行實證結果顯示⁷，勞動生產力成長下滑、失業率增加、工會力量薄弱、高等教育擴張、非薪資報酬提高等因素，才是造成台灣薪資成長低緩的原因。

(2)其他國內文獻(如林慈芳(2011)、蕭蕙誼(2014)等)亦說明**勞動生產力成長下降與失業率上升**有礙薪資的成長(表 2)。

表 2 國內文獻

文獻	影響薪資成長之主要因素	
	正向因素	負向因素
林依伶等(2017)	勞動生產力 、工會力量、公務員調薪	失業率 、高等教育擴張、非薪資報酬增加
蕭蕙誼(2014)	勞動生產力	失業率
林慈芳(2011)	勞動生產力	失業率

資料來源：1. 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

2. 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

⁷ 詳見林依伶、蕭宇翔與張天惠(2017)，「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」，中央銀行季刊，第 39 卷第 1 期，頁 5-48。

三、本行貨幣政策透明化之說明－兼論公布貨幣政策會議議事錄摘要

近年隨經濟金融情勢劇烈變化，各界對央行貨幣政策透明化(transparency)之期許日增。藉由貨幣政策適度透明化，不僅可促進貨幣政策有效性，並可提升央行獨立性(independence)、權責化(accountability)及公信力(credibility)。

本行歷來致力貨幣政策透明化，相對其他亞洲國家而言，透明化程度亦相當高。為使各界更瞭解貨幣政策決策過程，且利社會大眾正確理解本行貨幣政策意涵，本行將自本次理監事會起，於6週後公布會議議事錄摘要(minutes)，使決策程序更加透明化且制度化。

(一)主要國家央行貨幣政策決策透明之內涵比較

近年主要國家央行貨幣政策決策透明化之內涵，包括：(1)召開貨幣政策決策會議；(2)發布新聞稿；(3)召開新聞記者會；(4)公布議事錄摘要等方式(表1)。本節旨在比較分析主要國家央行貨幣政策決策透明化之程度。

1. 召開貨幣政策決策會議

各國因國情不同，貨幣政策決策會議每年召開次數在2次至8次間。目前美國、英國、日本及南韓每年均8次，台灣、瑞士及中國大陸每年4次，新加坡則為2次。

表 1 主要國家央行貨幣政策決策透明化之比較

項目 \ 國家	美國	英國	日本	南韓	馬來西亞	台灣	瑞士	中國大陸	新加坡
貨幣政策決策會議每年召開次數	8	8	8	8	6	至少 4	4	4	2
發布新聞稿	○	○	○	○	○	○	○	○	○
(公布投票紀錄)	○	○	○	X	X	○	X	X	X
召開新聞記者會	○ (2011年4月 始定期召 開,1年4次)	○	○	○	X	○ (自1991年起 即召開)	○ (1年2次)	○	X
公布議事錄摘要 (minutes)	○ 3週後	○ 次日	○ 經下次會議 確認後3個 工作天	○ 6-7週後	X	○ 6週後	X	X	X
(公布投票紀錄)	○	○	○	○	X	○	X	X	X
公布議事錄 (transcript)	○ 5年後	○ 8年後	○ 10年後	X	X	X	X	X	X

註：1. ○代表有；X代表無。

2. 美國 2011 年 4 月始每年召開 4 次新聞記者會，2013 年起則定期於 3、6、9 及 12 月召開。

3. 除英國於次日發布新聞稿及召開新聞記者會外，其餘國家均為當日。

4. 日本於決策會議後約 10 日內先行公布決策會議之意見摘要(summary of opinions at the monetary policy meeting)。

5. 台灣依「中央銀行法」及「中央銀行理事會會議規則」之規定，於必要時得召開臨時理事會及常務理事會。2000 年 12 月~2001 年 12 月，1 年內召開 5 次例行理事會，6 次臨時理事會與 4 次常務理事會，共計 15 次；2008 年 9 月~2009 年 2 月，6 個月內召開 2 次例行理事會及 6 次常務理事會，共計 8 次。

6. 瑞士僅 6 及 12 月召開新聞記者會。

為擬定妥適之貨幣政策，央行需充分掌握資訊，分析國內外經濟情勢，並經妥善全盤評估後，採行最適決策。基於決策品質之考量，貨幣政策決策會議召開次數並非愈多愈好；因此，近兩年英國、日本及南韓等國央行之開會次數，均呈減少趨勢(表 2)。

表 2 主要國家央行每年貨幣政策決策會議次數

	原先開會次數	目前開會次數	開始減少之年度
英國	12	8	2016
日本	14	8	2016
南韓	12	8	2017

資料來源：英國、日本及南韓央行網站

2. 發布新聞稿，並召開新聞記者會

多數國家央行於**決策會議後立即發布新聞稿**，據以說明決策內容；並**召開新聞記者會**，說明決策內容並接受記者詢問。**美國每年雖召開 8 次會議，惟僅舉辦 4 次記者會**，且遲至 2011 年 4 月始定期舉辦；瑞士雖每年召開 4 次會議，亦僅舉辦 2 次記者會。

3. 公布議事錄摘要

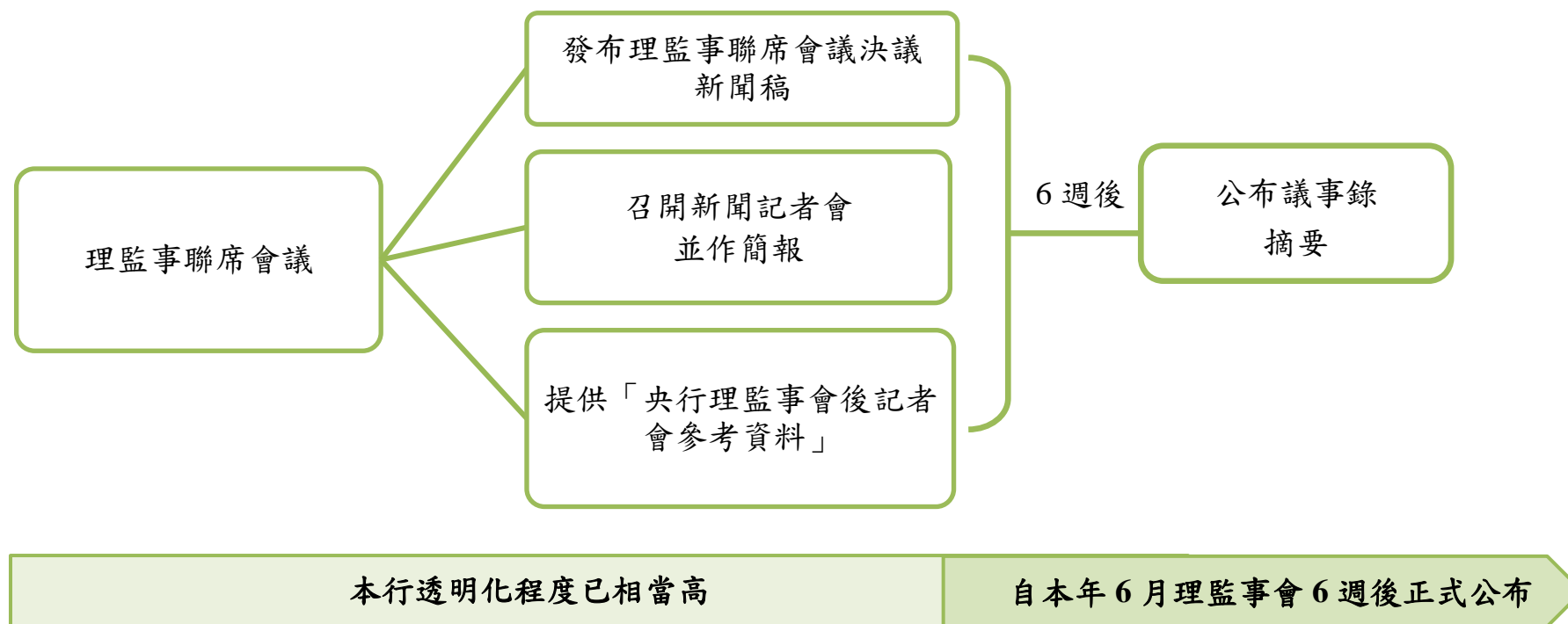
僅部分國家央行公布議事錄摘要，內容大抵包括：(1)對國內外經濟金融情勢之分析報告；(2)決策成員對貨幣政策之討論；(3)決策成員對貨幣政策提案之表決結果。

(二)本行將公布理監事聯席會議議事錄摘要，使貨幣政策決策更加透明化

從上節之國際比較結果得知，**本行之貨幣政策決策已相當透明化**。除理事會召開次數具彈性，會後發布之決議新聞稿內容豐富，並已含有部分議事錄摘要性質，且早自 1991 年起即召開新聞記者會，近年更製作新聞記者會簡報，提供「央行理監事會後記者會參考資料」。

為使決策更加透明化且制度化，**自本次理監事會起，本行將於 6 週後公布會議議事錄摘要**(圖 1)，供各界參閱。

圖 1 本行貨幣政策決策透明化流程



1. 除例行理事會外，本行於緊急期間可召開臨時理事會及常務理事會，具相當彈性

目前本行理事會1年召開4次例行會議，且依「中央銀行法」及「中央銀行理事會會議規則」之規定，於必要時得召開臨時理事會及常務理事會，本行曾於緊急期間多次召開，具相當彈性且運作良好(表3)。

表3 本行理事會於緊急期間之運作情形

理事會 \ 期間	美國網路科技泡沫破滅及 911 事件 (2000 年 12 月~2001 年 12 月)	全球金融危機 (2008 年 9 月~2009 年 2 月)
例行理事會	5	2
臨時理事會	6	0
常務理事會	4	6
合計	15	8

資料來源：本行

2. 發布之理監事聯席會議決議新聞稿內容豐富，且早自 1991 年起即召開新聞記者會

(1)與其他國家相較，本行理監事會決議新聞稿包含國內外經濟情勢分析、貨幣政策考量因素及決議，涵蓋內容較為豐富，且含有部分議事錄摘要性質，有助社會大眾充分瞭解本行貨幣政策方向。

(2)早自 1991 年起，本行在理監事會結束後立即舉行記者會，由總裁接受記者直接提問，在各國透明化行動中，實屬創舉。近年本行總裁在記者會中，另輔以充分之背景簡報，說明貨幣政策考量因素，以及對當前重大經濟金融議題之看法及建議，有助各界瞭解本行貨幣決策所關注之廣泛總體經濟層面。

3. 提供「央行理監事會後記者會參考資料」回應各界關心之議題，為全球獨見

本行對理監事會決策背景，以及各界關心之國際經濟金融發展與當前重大議題，撰擬各季「央行理監事會後記者會參考資料」，彙編成冊，內容翔實豐富、論述嚴謹，並與理監事會決議新聞稿、新聞記者會簡報即時同步登載於本行網站。自2014年12月迄今，共已編撰14冊，廣受各界佳評，已是政府、民間及學界廣為引用及討論之題材。

4. 本次理監事會起公布議事錄摘要，使決策更加透明化且制度化

上述理監事會決議新聞稿雖已涵蓋部分議事錄摘要性質，惟為使決策更加透明化且制度化，經上(2016)年12月22日第19屆理事會第8次理監事聯席會議決議，自本年6月起，於理監事聯席會議召開後6週，公布議事錄摘要。內容包含與貨幣政策有關之案由、議程、決議內容、出席會議成員名單及具名表決結果等，廣供參閱。

(三)本行持續致力業務及財務透明化，並與各界溝通

1. 每年兩次於立法院會期，向財政委員會提出「中央銀行業務報告」

(1)每年立法院上下兩個會期期間，本行均向財政委員會提出「中央銀行業務報告」，由總裁親自說明國際經濟金融情勢、國內經濟情勢現況及展望、國內金融情勢、貨幣政策之執行，以及外匯政策與管理等主要業務；並接受委員提問答詢，此亦係本行與各界溝通，進行政策說明重要管道之一。

(2)經常就立法院各委員會所提當前經濟金融議題，提出專題報告(例如上年以來，提出「英國脫歐公投結果對我外交、經貿之影響、挑戰及因應」及「台灣電子支付之發展」等)。

2. 加強業務透明化與對外溝通

- (1) 本行召開例行記者會發布新聞稿或參考資料，對當前貨幣政策操作、外匯市場交易、金融監理、公債標售、鈔券發行等所管業務，予以詳細說明。當外界對本行政策之相關議題有所疑慮時，為避免造成誤導，本行均即時主動召開記者會或發布新聞稿，予以釐清。
- (2) 對重大特殊政策或措施，例如：不動產針對性審慎措施、外幣結算平台、兩岸貨幣清算機制等，均以召開記者會、說明會，或發布新聞稿等方式解說政策內容。
- (3) 總裁、副總裁及各局處室首長不定期就相關議題，以深入淺出方式，向媒體說明本行立場，以增進與社會大眾之溝通。
- (4) 定期公布貨幣金融、國際收支、國際投資部位及資金流量等相關統計，並出版季刊、年報及金融穩定報告等刊物，展現本行研究與業務執行之成果，廣供社會大眾參閱。

3. 依政府之規定揭露財務報表

- (1) 本行依政府資訊公開原則，揭露資產負債表等財務報表。
- (2) 每年決算後，依行政院主計總處規定，除將內容極為詳盡之決算書分送行政院、主計總處、財政部及審計部，並上網公告「資產負債表」、「損益表」、「盈虧撥補表」及「現金流量表」；而每月結算後，亦將月報分送主計總處、財政部及審計部，並上網公告「資產負債表」及「損益表」。

(四) 本行將持續研議加強政策透明化之各項措施

本行將自本次理監事會起公布會議議事錄摘要，日後亦將不斷透過本行網站揭示相關訊息，俾利各界獲得即時、完整且正確之資訊；民眾提出之政策建言，本行亦立即回應，並將寶貴意見作為政策參考。未來本行將持續研議加強政策透明化之各項措施，以提高本行公信力及貨幣政策有效性。

四、國際經濟金融情勢展望—本年全球經濟成長可望自上年低點回升，惟仍面臨下行風險

本(2017)年初以來，全球貿易活動漸趨改善，主要經濟體製造業溫和擴張，新興市場經濟體經濟加速成長，歐洲民粹主義降溫，美國與中國大陸貿易談判獲得初步合作成果，舒緩貿易戰疑慮，全球景氣轉趨樂觀。

近期金融市場平穩，惟政策不確定性升高，仍有擴大金融市場波動之虞；且 Fed 於 6 月再度升息，並期望自本年開始縮減資產負債表規模，全球金融環境恐趨緊；而貿易保護主義威脅仍在，加以英國脫歐談判及地緣政治風險，均將影響經濟前景。本文爰分析當前國際經濟金融情勢展望及可能面對之風險，以供各界參考。

(一)年初以來全球貿易轉趨活絡，全年貿易量成長可望優於上年

由於大宗商品價格自(2016)年初之低點回升，產業活動持續復甦，本年 1 至 3 月，全球商品貿易量較上年同期成長 3.9%¹。本年 5 月中旬，美國與中國大陸貿易談判獲得初步合作成果，舒緩貿易戰疑慮。主要國際機構預測，在以下因素持續激勵下，本年全球貿易量成長將優於上年(表 1)：

1. 貿易便捷化有助增進貿易活動

本年 2 月 WTO 「貿易便捷化協定」(Trade Facilitation Agreement)生效，透過簡化通關程序及確保收費合理性等措施，預期降低成員國貿易成本(trade costs)平均約 14.3%，帶動全球貿易額每年增加約 1 兆美元²。

2. 大宗商品價格轉強可望帶動投資及貿易

大宗商品價格回升促使多數商品出口國貿易漸趨活絡，可望帶動投資增加，進一步促進進口成長。

¹ 參見 CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis 網站。

² 參見 WTO (2017), “WTO’s Trade Facilitation Agreement Enters into Force,” News, Feb. 22。

3. 中國大陸經濟成長可望有序放緩及其他新興亞洲國家需求升溫，推升貿易成長

中國大陸經濟成長放緩速度略減，且其**財政擴張政策將支撐內需**，推升民間投資與貿易。另**新興亞洲國家需求升溫**，例如菲律賓及泰國**擴大基礎建設投資**，印尼及馬來西亞**受益於商品價格上揚帶動需求**，均促使全球出口成長。

表 1 主要國際機構對全球貿易量成長率之預測

%

國際機構	計算基準	發布日期	2016	2017 ^f	2018 ^f
WTO	商品貿易量	2017/4/12	1.3	1.8~3.6 ↑	2.1~4.0 ↑
IMF	商品及服務 之貿易量	2017/4/18	2.2	3.8 ↑	3.9 ↑
United Nations		2017/5/16	1.9	2.8 ↑	3.2 ↑
OECD		2017/6/8	2.4	4.6 ↑	3.8 ↓

註：↑(↓)表示與前一年相較上升(下降)，f 代表預測值。

資料來源：WTO、OECD、IMF、United Nations

(二)近期製造業雖略為走緩，惟續呈擴張走勢

本年以來全球製造業景氣持續呈現擴張，近期採購經理人指數(PMI)雖略走緩，惟仍於榮枯線之上。

1. 先進經濟體製造業 PMI 平穩維持於近期高點(圖 1)

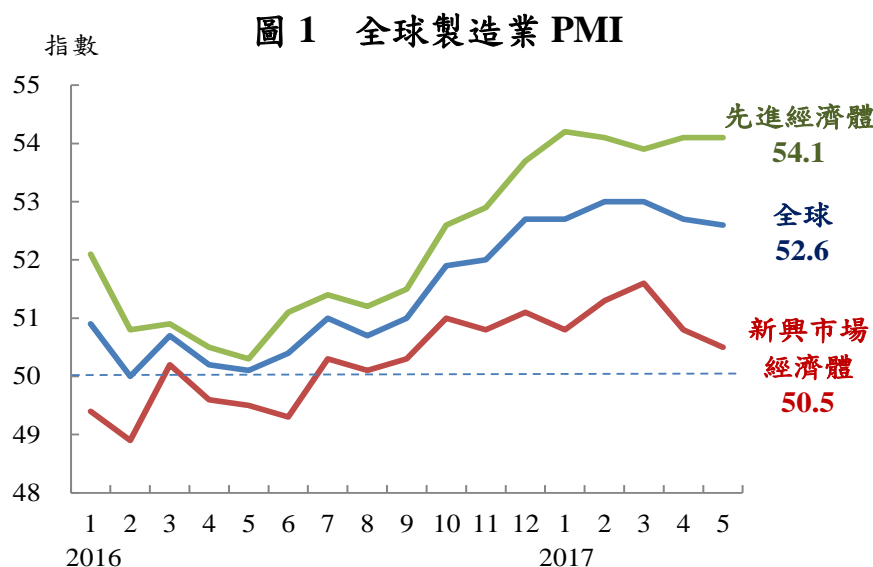
歐元區：受惠於需求持續增溫，**本年以來製造業 PMI 逐步上揚，5 月指數更創 6 年新高**(圖 2)；

美國：年初製造業 PMI 表現強勁，嗣因新訂單及聘僱減少而滑落，惟**5 月仍高達 54.9**，顯示**製造業仍穩健**；

日本：在**企業信心增強支撐**下，製造業 PMI **大抵呈上揚走勢**，已**連續 9 個月擴張**。

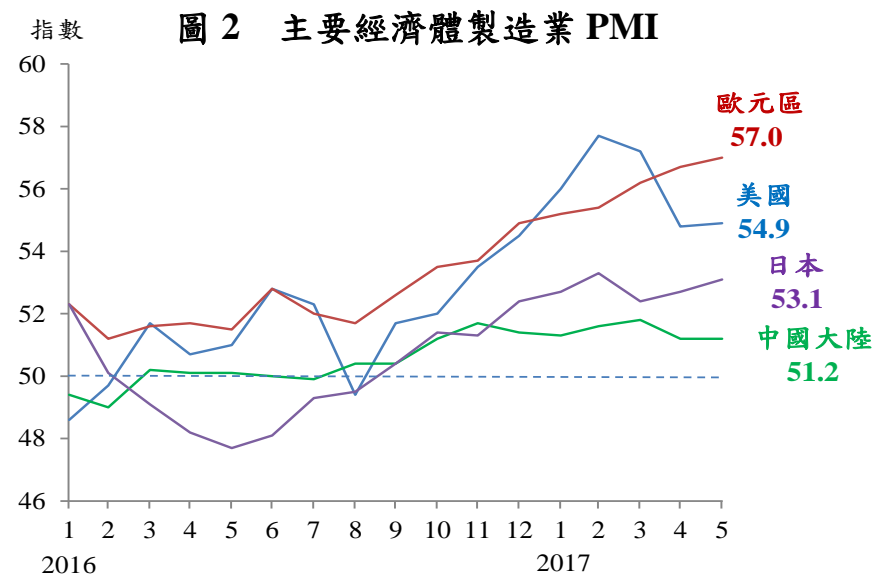
2. 新興市場經濟體製造業 PMI 於本年 3 月後略降，惟仍高於 50 之榮枯線(圖 1)

中國大陸：製造業 PMI 於本年初緩步上升後，4 月因生產及新訂單下滑略降，惟仍**維持溫和擴張**(圖 2)。



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，即製造業緊縮。

資料來源：Thomson Reuters Datastream



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，即製造業緊縮。

資料來源：Bloomberg

(三)在先進及新興市場經濟體成長加速帶動下，本年全球經濟成長率可望由上年之低點升至 3.0%

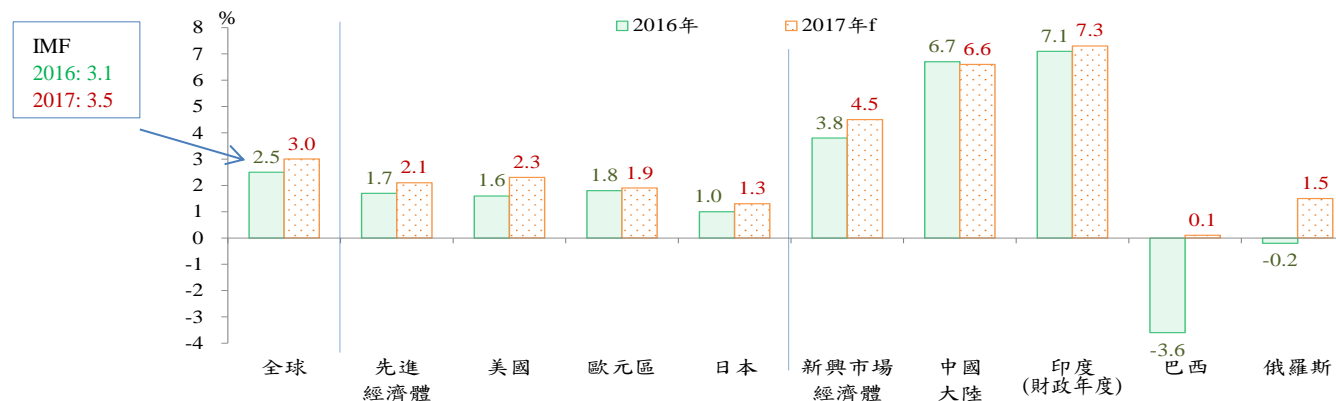
本年第 1 季全球景氣溫和復甦，隨著**製造業及貿易活動漸趨活絡**、**大宗商品價格回穩**，預期帶動先進及新興市場經濟體景氣於下半年持續升溫，**全年全球經濟成長可望自金融危機以來之低點上升**。

1. 預測本年先進經濟體經濟成長由上年之 1.7% 穩健升至 2.1%(圖 3)

先進經濟體由於產出缺口逐漸縮小，投資及出口回穩，失業率續降，下半年經濟可望持續溫和復甦。

- (1)美國：私部門投資增加，能源產業資本支出觸底回升，勞動市場穩健復甦有助支撐下半年消費動能，加以預期之財政政策激勵，第 2 季起經濟可望加速成長，全年表現可望優於上年。
- (2)歐元區：民粹主義降溫，且受惠於全球貿易復甦及寬鬆貨幣政策，出口增溫，失業率續降，經濟成長動能穩健，惟核心通膨及通膨預期仍低於歐洲央行目標，預期下半年經濟成長持平，全年略高於上年。
- (3)日本：出口走強，企業獲利提升及籌備 2020 年東京奧運，帶動資本支出增加，有助下半年經濟持續復甦，雖薪資成長及消費仍疲弱，預測全年經濟成長仍將優於上年。

圖 3 IHS Global Insight 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



f：為預測值；IHS Global Insight 係以美元計價之名目 GDP 計算權重，IMF 則以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的 2011 年調查版本之 PPP 計價之 GDP 計算權重。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Global Insight (2017/6/15)、IMF (2017/4/18)

2. 預測本年新興市場經濟體經濟成長由上年之 3.8% 加速升至 4.5% (圖 3)

因大宗商品價格回穩，提振新興市場經濟體出口、投資、工業活動及經濟信心，可望帶動下半年新興市場經濟體景氣升溫，本年經濟將較上年加速成長。

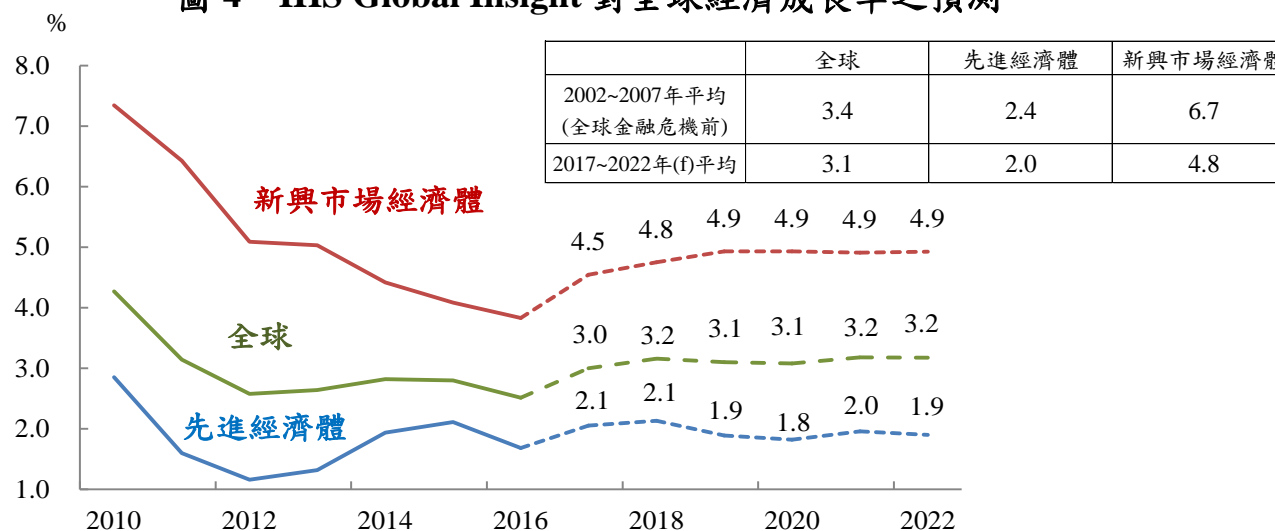
(1) 中國大陸：雖政策支持之基礎建設投資不斷擴張，彌補私部門之投資不足，惟受金融風險控管措施、房市下修與經濟轉型等影響，預期經濟成長逐季下滑，本年成長恐略低於上年。

(2) 商品出口國：如巴西及俄羅斯受惠於大宗商品價格上漲，經濟動能將於下半年續增，本年經濟可望由上年之衰退轉為成長。

3. 本年全球經濟成長可望由上年之 2.5% 升至 3.0%，長期而言仍僅維持低速成長 (圖 4)

在先進及新興市場經濟體景氣同步升溫帶動下，本年下半年全球經濟成長率可望略優於上半年，全年成長 3.0%，優於上年的 2.5%；但以長期趨勢而言，尚難擺脫低速成長。

圖 4 IHS Global Insight 對全球經濟成長率之預測



f：預測值。

資料來源：IHS Global Insight (2017/6/15)

(四)國際油價震盪走跌，預期本年全球通膨尚溫和

1. OPEC 凍產協議再延 9 個月，惟美國增產，致國際油價下跌(圖 5)

本年以來石油輸出國組織(OPEC)雖實施凍產，惟不敵美國及未參與凍產之產油國增產，布蘭特原油現貨價格走低。雖 5 月下旬 OPEC 宣布延長凍產至明年 3 月底，惟美國持續增產及原油庫存仍高，致 6 月中旬油價跌至每桶 45.47 美元之本年新低。

2. 本年先進經濟體通膨可望溫和上升，新興市場經濟體則自高點下滑

經濟復甦及大宗商品價格回升，預期帶動先進經濟體通膨溫和上升；部分新興經濟體則因幣值回升及政府政策調控，高通膨現象可望大為緩解。全球下半年通膨率預期較上半年略升，全年為 3.2%，低於上年之 4.0%(圖 6)。

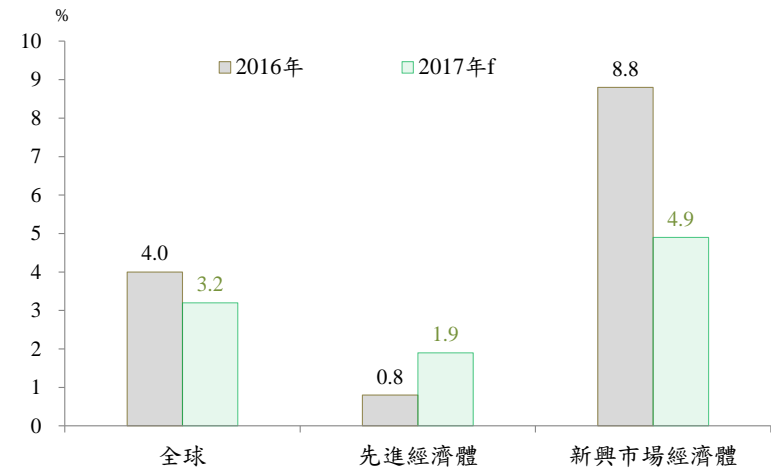
圖 5 布蘭特原油現貨價格



f：預測值。

資料來源：Thomson Reuters Datastream、美國能源資訊署(EIA)、The Economist Intelligence Unit (EIU)、IHS Global Insight(GI)

圖 6 IHS Global Insight 對全球通膨率之預測



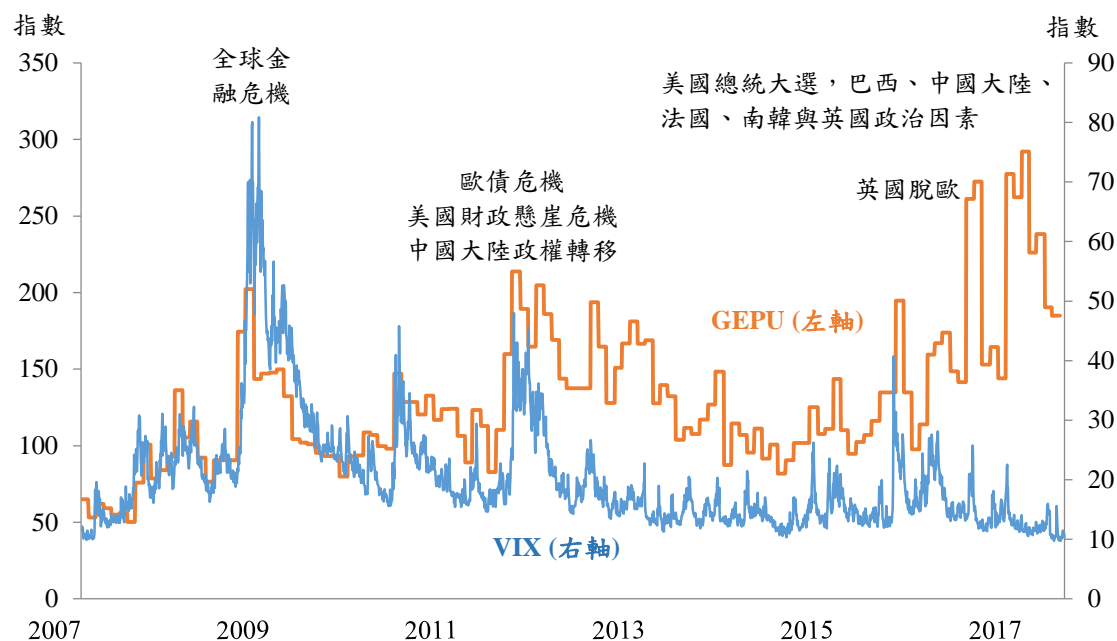
f：預測值。

資料來源：IHS Global Insight (2017/6/15)

(五)近期金融市場表現平穩，惟全球政策不確定性上升恐影響未來金融市場穩定

本年以來**恐慌指數(VIX)**大致處於低點，而**全球政策不確定指數(Global Economic Policy Uncertainty Index, GEPU)**則仍居高(圖 7)，呈現不尋常之分歧現象，一旦產生突發性之政策風險，恐導致金融市場大幅波動。

圖 7 全球政策不確定指數(GEPU)及恐慌指數(VIX)



- 註：1. GEPU 係 Baker 等三位學者針對美國、英國、中國大陸、印度、日本與南韓等 18 國之主要新聞媒體的數位新聞資料進行文字探勘(text mining)，檢視每月有關經濟政策不確定性報導的文章數量，所建構而成，指數上揚代表政策不確定性升高。
2. 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、policyuncertainty.com

1. 年初歐、美政治波動帶動恐慌指數一度升高，目前已降至低點

本年初以來，**荷、法舉行大選**，民粹主義聲勢高漲影響選情，**以及美國總統川普面臨政治紛爭**，一度帶動恐慌指數走高，惟自 5 月下旬後，**隨歐、美政經情勢回穩**，恐慌指數再度下滑，於 6 月初跌至 1993 年以來新低，目前仍處於低點。

2. 本年全球政策不確定指數仍較歷年為高

全球政策不確定指數自上年以來明顯上揚，**本年亦可能面臨主要經濟體政策調整**，例如未來**美國貨幣政策正常化步調與財政擴張之幅度**，**歐元區及日本之貨幣政策是否趨緊**，或中國大陸等**新興市場經濟體之政策路徑變化**等。

3. 突發政策風險可能導致資產價格波動及資金成本上揚，引發金融動盪

目前全球面臨恐慌指數降低，但政策不確定指數仍高之不尋常分歧現象。**主要央行的貨幣政策分歧**，可能**提高金融市場波動**，且一旦產生**突發之政策風險**，例如美國貨幣政策正常化腳步加快，或歐、日貨幣政策提前趨緊，將使**資金成本突然上升**，造成新興市場資金流入減緩甚或流出，恐引發股、匯、債市劇烈波動。另新興市場以美元計價之債務不斷累積，**若美元再度升值**，將使**外匯避險不完全之企業遭受損失**，造成金融市場動盪。

(六)全球金融環境恐趨緊，英國脫歐談判及地緣政治緊張等均為未來全球經濟面臨之風險

本年全球經濟前景雖轉趨樂觀，惟因政策不確定性仍高，包括**金融緊縮壓力提高**、**貿易保護主義抬頭**及**地緣政治緊張升溫**等風險，均威脅全球經濟前景。

影響金融穩定之風險

- 6月 Fed 再度升息，並期望自本年開始縮減資產負債表規模，恐使全球面臨金融緊縮，新興市場經濟體之壓力尤其沉重。
- 美國政府計劃鬆綁金融管制，恐誘使企業承受過高風險。
- 中國大陸債務大增，主權債信評等遭降，金融風險升高。

威脅貿易復甦之風險

- 貿易保護主義抬頭，貿易壁壘升高，恐讓原本脆弱的貿易復甦偏離軌道，致因跨國合作而產生之利益消失。
- 若貿易夥伴以相同方式報復，引發貿易戰爭，將不利全球經濟發展。

有礙地緣政治穩定之風險

- 英國首相梅伊所屬之保守黨，於國會大選中未取得過半席次，增添脫歐談判變數。
- 敘利亞內戰、北韓試射飛彈、歐洲地區恐攻事件頻傳及中東地區多國與卡達斷交，緊張情勢升溫。

1. 美國 Fed 縮減資產負債表、美國政府鬆綁金融法規及中國大陸債務風險均恐影響金融穩定

(1) Fed 期望自本年開始縮減資產負債表規模，恐使全球面臨金融緊縮之壓力

本年6月 **Fed** 再度調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點至 1%~1.25%，並**期望自本年開始縮減資產負債表規模**，藉由**減少持有債券之到期本金再投資**，**逐步降低資產規模**，**初步設定每月最多減少金額為 100 億美元**，之後**每 3 個月調高 100 億美元**，直至每月減少金額達 500 億美元後，將維持於該水準，惟確切執行時點尚待討論，**Fed 主席 Yellen 指出「可能很快」(relatively soon)開始執行**。由於**縮減資產負債表具有實質升息效果**，預估 **Fed**

若在 2 年內資產縮減 6,750 億美元，等同升息 0.25 個百分點³(有關 Fed 縮減資產負債表之說明詳附件)；新興市場經濟體，尤其匯率釘住美元或背負大量美元計價債務的國家，恐面臨金融緊縮之壓力。

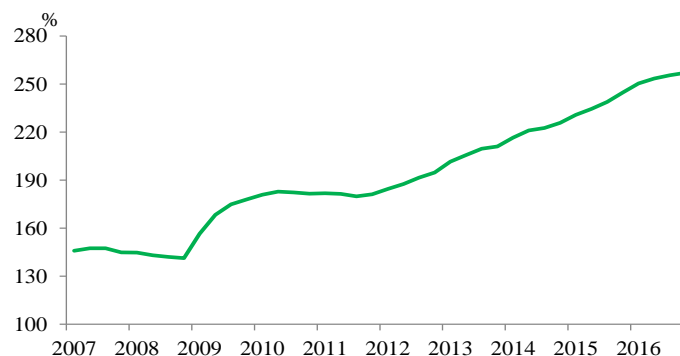
(2) 美國金融監理趨鬆，可能誘使市場承受更高風險，不利金融穩定

美國政府提出減稅和金融管制鬆綁計畫，企業持有現金將增加，若選擇購買金融資產或大舉併購等較高風險行為，取代投入生產性資本投資，恐導致企業槓桿增加，承受過高風險，提高金融危機發生風險⁴。

(3) 中國大陸債務大增，信評遭降，金融風險外溢效應恐蔓延至其他經濟體

上年第 4 季中國大陸債務已升至 GDP 之 257%⁵(圖 8)，尤以企業債務最為嚴重，為 GDP 之 166.3%，金融體系累積之脆弱性不斷增加，近期信評機構 Moody's 調降中國大陸主權債信評等。為控制金融風險，中國大陸貨幣政策由寬鬆轉趨穩健中性，並採嚴格監管措施；惟若緊縮過速，恐不利金融穩定，並可能透過外溢效果擴大至其他經濟體。

圖 8 中國大陸債務相對 GDP 比重



資料來源：BIS

³ 參見 Davig, Troy and A. Lee Smith (2017), “Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments,” *Macroeconomic Research from the Federal Reserve Bank of Kansas City*, May 10。

⁴ 參見 IMF (2017), “Getting the Policy Mix Right,” *Global Financial Stability Report*, Apr.。

⁵ 債務包含政府、家計以及非金融企業(Non-financial corporations)債務等，參見 BIS (2017), *Total Credit to the Non-Financial Sector*, Jun. 6。

2. 貿易保護主義威脅仍存，恐影響貿易復甦

近年來，國際貿易衍生所得分配不均問題，造成多數政府實施保護主義之政治壓力。長期以來，自由貿易為每年全球生產總值成長率貢獻約 1 個百分點⁶，若貿易保護主義抬頭致使貿易壁壘升高，恐讓原本脆弱的貿易復甦偏離軌道，造成因跨國合作產生之利益消失，貿易夥伴亦可能以相同方式報復，引發貿易戰爭，不利全球經濟發展。

3. 英國脫歐談判之不確定性及地緣政治等風險持續升高

(1) 英國脫歐談判面臨多項政治議題

脫歐談判於本年 6 月 19 日展開，歐盟希望優先解決雙方因分離所產生之問題，例如英國脫歐需支付之費用、公民權利以及與愛爾蘭之邊界劃分等，待達成共識後再討論未來貿易及其他面向之合作方式。而英國首相梅伊原為增強脫歐談判之民意基礎提前舉行國會大選，未料所領導的保守黨席次未過半，目前正尋求與北愛爾蘭民主統一黨(Democratic Unionist Party, DUP)籌組聯合政府，恐迫使梅伊原先之硬脫歐立場軟化，增添脫歐談判之不確定性。

(2) 地緣政治緊張情勢及部分新興市場經濟體政治風險猶存

敘利亞內戰、北韓試射飛彈、歐洲地區恐攻事件頻傳，加以中東地區以沙烏地阿拉伯為首之多國與 OPEC 成員國卡達斷交，地緣政治緊張情勢升溫，後續是否影響石油減產協議，造成大宗商品市場波動，仍需密切觀察。另拉丁美洲最大經濟體巴西，近期因政治醜聞事件擴大可能拖累經濟改革步伐，遭信評機構 Moody's 調降主權債信展望，均為影響全球經濟復甦之不確定因素。

⁶ 參見 World Bank (2017), "Chapter 1: Global Outlook – A Fragile Recovery," *Global Economic Prospects*, Jun. 4。

附件

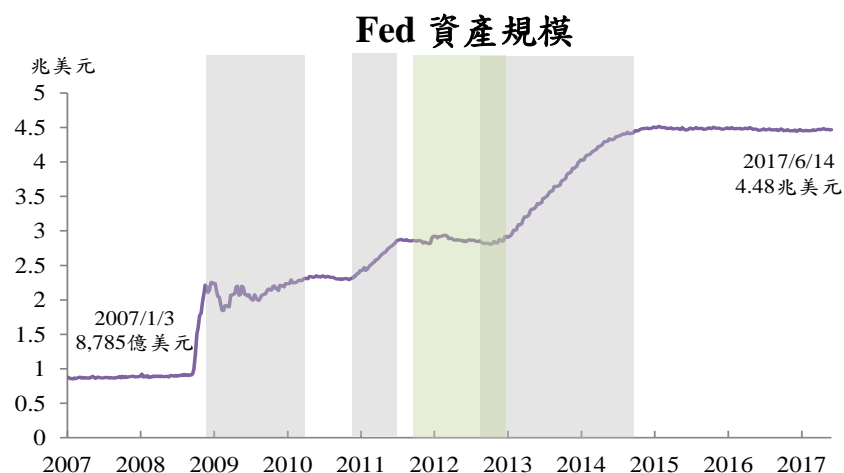
Fed 縮減資產負債表之說明

2008 年爆發全球金融危機，美國為因應經濟嚴重衰退，**Fed** 除降息外，於 2008 年底開始實施資產購買計畫(asset purchase programs)，亦即量化寬鬆(quantitative easing, QE)措施，**大規模購買中長期資產**，迄今**資產規模已膨脹 5 倍之多**。隨著美國經濟溫和擴張，**Fed** 表示，若經濟發展符合預期，期望自本年開始縮減資產負債表規模；惟確切啟動時點尚待討論，**Fed 主席 Yellen** 指出「可能很快」(relatively soon)，但未說明資產負債表正常化後之預估規模。

(一)Fed 實施3輪 QE，資產規模膨脹至近4.5兆美元

Fed 共實施 3 輪 QE，**累計資產規模達 3.98 兆美元**，嗣因經濟逐漸復甦，遂自 2013 年 12 月起逐步縮減購債規模，並於 2014 年 10 月宣布結束資產購買計畫，惟**持有債券之到期本金持續進行再投資**。

至本年 6 月 14 日止，**Fed 之資產規模已自 2007 年初約 8,785 億美元**，**膨脹至 4.48 兆美元**，其中**資產主要以美國公債 2.46 兆美元(55.1%)及機構房貸擔保證券(agency MBS) 1.78 兆美元(39.8%)為主**，合計 4.25 兆美元(94.9%)。



註：灰色陰影為實施量化寬鬆期間，綠色陰影為實施扭轉操作期間。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

(二)Fed 期望自本年開始執行資產負債表正常化，並提出初步規畫

本年 6 月聯邦公開市場委員會(FOMC)會議聲明指出，若經濟發展符合預期，將於本年開始執行資產負債表正常化計畫，藉由減少持有債券之到期本金再投資，逐步降低資產規模。並公布「政策正常化原則與計畫補充說明」，表示一旦聯邦資金利率正常化至一定程度時，可能降低政府公債及機構債券(agency securities)持有部位之方式。

1. 透過減少持有資產的到期本金再投資，以逐步降低 Fed 持有債券部位

未來到期本金只有超過逐漸調高的上限(gradually rising caps)的部分才能再投資。其中政府公債、機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)之初步上限(cap)將分別設定在每月60億及40億美元，之後在未來12個月中，每3個月分別調高60億及40億美元，直到每月上限分別達到300億及200億美元。

Fed 啟動「資產負債表正常化」之每月再投資縮減上限

單位：億美元

啟動縮減再投資	第 1~3 個月	第 4~6 個月	第 7~9 個月	第 10~12 個月	第 13 個月 (含以後)
政府公債 每月上限	60	120	180	240	300
機構債券及 MBS 每月上限	40	80	120	160	200
合計	100	200	300	400	500

註：未來到期本金只有超過上限(caps)的部分才能再投資。

資料來源：Federal Reserve (2017), “Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans,” Jun. 14

2. 維持穩定速度縮減資產規模至正常水準

一旦前述上限觸及個別最大值(respective maximum)後，將**維持於該水準**，**持續以漸進(gradual)、可預測(predictable)方式降低持有債券部位**，直到委員會研判，Fed 僅持有為了有效執行貨幣政策所需要的債券為止。

3. 未來仍不排除可能重啟本金再投資

委員會確認**改變聯邦資金利率的目標區間為調整貨幣政策的最主要工具**，惟倘若經濟展望惡化至必須調降聯邦資金利率時，亦可能重啟到期本金再投資。此外，若未來經濟情勢致使必須執行更寬鬆貨幣政策，且僅倚賴降息無法達成目的時，委員會亦可能再次運用**包含調整資產負債表的規模及組成等政策工具**。

(三)預期 Fed 資產負債表正常化後規模仍較金融危機前大

就 Fed 資產負債表的負債面而言，考量因素包括非準備金(non-reserve)負債及準備金需求。由於**FOMC 預期準備金**雖會隨資產規模縮減而下降，惟**仍將高於金融危機前之水準**；而非準備金負債成長亦將使長期資產負債表基本規模擴大。因此，預期未來 Fed **資產負債表正常化後之規模**，**將較金融危機前大**。市場多預期 Fed 將以約**3.25 年至 4.25 年實施資產負債表正常化**，而**正常化後之規模約在 2.4 兆至 3.3 兆美元之間**。

1. 準備金將隨 Fed 持有債券部位減少而下降，惟仍將高於金融危機前之水準

FOMC 於「政策正常化原則及計畫補充說明」指出，Fed 逐漸降低持有債券部位將導致準備金的供給減少，**預期準備金將下降**至明顯低於近幾年的水準，**但高於金融危機前的水準**。未來準備金之水準將反映銀行體系對準備金的需求，以及未來委員會決定如何更有效地執行貨幣政策。

2. 非準備金負債持續成長，亦將使長期資產負債表之基本規模擴大⁷

Fed 非準備金負債不斷成長⁸，總額由 2007 年初之約 8,300 億美元增加至目前約 2.1 兆美元，未來隨美國經濟持續擴張，應會進一步增加，或將**擴大長期資產負債表之基本規模**。

3. 市場預估資產負債表正常化後規模約在 2.4 兆美元至 3.3 兆美元之間

主要機構依據其假設之資產負債表正常化啟動時機與設定情境之不同，**估算 Fed 資產負債表正常化實施期間與終止規模**。其中**實施期間大多預估為 3.25 年至 4.25 年**，**終止後可能規模約在 2.4 兆美元至 3.3 兆美元**之間。

各機構對「Fed 資產負債表正常化」相關議題之看法

日期	機構	啟動時機	作法	終止時機	終止規模 (美元)
2017.4.6	NY Fed Report	2018 年中	<ul style="list-style-type: none"> ■ 逐步減少公債及 MBS 再投資 ■ 基礎情境：準備餘額 5,000 億美元 ■ 高準備金情境：1 兆美元 ■ 低準備金情境：1,000 億美元 	<ul style="list-style-type: none"> - 基礎情境：2021 年 Q4 - 高準備金情境：2020 年 Q4 - 低準備金情境：2022 年 Q4 	<ul style="list-style-type: none"> - 約 2.8 兆 - 約 3.2 兆 - 約 2.4 兆

⁷ 參見 Elio, Suzanne (2017), “What Might the Fed’s Balance Sheet Look Like in the Future?” *The Official Medium Channel of the Federal Reserve Bank of New York*, Jun. 3。

⁸ 非準備金主要項目包括流通券幣、財政部國庫帳戶(Treasury General Account, TGA)、特定金融市場系統(Designated Financial Market Utilities, DFMs)及隔夜附買回交易(Overnight Repurchase Agreement)等，其中：(1)流通券幣目前為 1.5 兆美元，幾乎為金融危機前之 2 倍；(2)財政部國庫帳戶平均餘額約為 2,500 億美元，最高時達 4,400 億美元；(3)特定金融市場系統由在 Fed 開戶並保有現金部位之結算機構組成，目前餘額已自危機前 10 億美元，增加至 850 億美元；(4)隔夜附買回交易係指 Fed 提供海外央行及國際帳戶承作附買回交易(即 foreign repo pool)，其規模從危機前之 300 億美元，增加至目前平均 2,500 億美元。

日期	機構	啟動時機	作法	終止時機	終止規模 (美元)
2017.6.14	Bank of America Merrill Lynch	2017年9月宣布 (10月執行)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 總縮減金額：約 1.55 兆美元 - 公債縮減：約 0.85 兆美元 - Agency MBS 縮減：約 0.7 兆美元 	2021 年底 (4.25 年)	略低於 3 兆
2017.6.16	Deutsche Bank	2017年9月宣布	<ul style="list-style-type: none"> ■ 總縮減金額： - 基礎情境：1.2 兆美元(準備金 1.2 兆美元) - 低準備金情境：2.1 兆美元 	<ul style="list-style-type: none"> - 基礎情境：2020 年底 - 低準備金情境：2022 年底 	<ul style="list-style-type: none"> - 約 3.3 兆 - 約 2.4 兆
2017.6.14	Goldman Sachs	2017年9月宣布 (10月執行)	總縮減金額： 1.13 兆美元	2020 年底 (3.25 年)	約 3.3 兆
2017.6.14 2017.5.25	JP Morgan	2017年9或12月	<ul style="list-style-type: none"> ■ 總縮減金額：1.4 兆美元 - 公債縮減：約 0.75 兆美元 - Agency MBS 縮減：約 0.65 兆美元 	2021 年底 (4~4.25 年)	接近 3 兆

資料來源：The Markets Group of The Federal Reserve Bank of New York (2017), "Domestic Market Operations During 2016," A Report Prepared for the Federal Open Market Committee, Apr. 6 (revised May);

Meyer, Michelle, Mark Cabana, Joseph Song and Alexander Lin (2017) "Yellen Stood Firm," US Watch, Bank of America Merrill Lynch, Jun. 14;

Zeng, Steven (2017), "Coins, Currency, and Collateral: The Fed's New Balance Sheet Dilemma," Deutsche Bank Markets Research, Jun. 16;

Hatzius, Jan et al. (2017), "June FOMC Wrap-Up: Undeterred," Goldman Sachs US Economics Research, Jun. 14;

Feroli, Michael (2017), "Yellen Stays the Course," JP Morgan Economic and Policy Research, Jun. 14;

Feroli, Michael (2017), "An Update on Our Fed Balance Sheet Projections," JP Morgan Economic Research, May 25

(四) Fed 縮減資產負債表之可能影響

若以美銀美林(Bank of America Merrill Lynch)之預估⁹，Fed 於本年 9 月宣布，並自 10 月開始縮減資產負債表，至 **2021 年底**，Fed 將**減持**資產合計約 **1.549 兆美元**，預期對金融市場造成之影響如下。

1. 約當調升聯邦資金利率之效果

若 Fed 資產縮減 **1.549 兆美元**，估計效果等同調升聯邦資金利率(fed funds rate) **0.57 個百分點至 1.55 個百分點**。

「Fed 資產負債表正常化」約當調升聯邦資金利率效果之估計

日期	機構	約當調升聯邦資金利率之效果	以資產規模縮減 1.549 兆美元推估*
2017.5.10	Kansas City Fed	若在 2 年內資產縮減 6,750 億美元 ，效果等同聯邦資金利率調高 0.25 個百分點 (1 碼)	約當調升聯邦資金利率 0.57 個百分點 (=15,490/6,750*0.25)
2017.3.18	Goldman Sachs	其效果受金融情勢影響 - 正常情境：每縮減資產負債表 1,000 億美元 ，約當升息 1.5 個基點~2 個基點 (bps) - 當金融情況較敏感時：每縮減資產負債表 2,500 億美元 ，約當調升聯邦資金利率 0.25 個百分點	- 正常情境：約當調升聯邦資金利率 0.23 個百分點~0.31 個百分點 - 當金融情況較敏感時：約當調升聯邦資金利率 1.55 個百分點

註：*根據原機構推估的效果，等幅度放大。

資料來源：Davig, Troy and A. Lee Smith (2017), "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments," *Macroeconomic Research from the Federal Reserve Bank of Kansas City*, May 10; Hatzius, Jan et al. (2017), "Balance Sheet Runoff: Sooner, Slower, Safer," *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Mar. 18

⁹ 參見 Meyer, Michelle, Mark Cabana, Joseph Song and Alexander Lin (2017) "Yellen Stood Firm," *US Watch*, Bank of America Merrill Lynch, Jun. 14。

2. 推升美國 10 年期公債殖利率

主要機構預估，Fed 縮減資產規模將**推升美國 10 年期公債殖利率**，其幅度則視**假設之 Fed 資產縮減幅度及市場反應而有不同**。

「Fed 資產負債表正常化」推升美國 10 年期公債殖利率幅度之估計

日期	機構	推估縮減資產負債表對美國 10 年期公債殖利率之影響
2017.4.6	Bank of America Merrill Lynch*	約可 推升美國 10 年期公債殖利率 0.16 個百分點 (2018 年)及 0.32 個百分點 (2019 年) (係假設 Fed 自 2018 年 1 月起以 12 個月逐步調整再投資，直至資產規模降至 3.1 兆美元~3.4 兆美元)
2017.3.29	Deutsche Bank	推估 Fed 每減少 1,000 億美元公債 部位，約可推升 10 年期公債殖利率 3 個基點~6 個基點
2017.1.26	Credit Suisse	約可 推升美國 10 年期公債殖利率 0.30 個百分點~ 0.35 個百分點 (至 2020 年) (係假設 Fed 於 2017 年底或 2018 年初起逐步減少公債與 MBS 再投資，至 2020 年資產規模約 2.5 兆美元~3.0 兆美元)

註：*依據本年初 Fed 主席 Yellen 所稱，「若本年 Fed 持有資產平均到期期限緩步下滑，將使該年美國 10 年期公債殖利率上揚 **15bps**」，進一步假設上述變動皆係聯邦準備體系之公開市場操作帳戶(System Open Market Account, SOMA)公債部位減少所致，從而推算 Fed 縮減資產負債表將各對 2018 年、2019 年美國 10 年期公債殖利率之影響。

資料來源：Cabana, Mark (2017), "FAQs on Fed Balance Sheet Reduction," *Liquid Insight*, Bank of America Merrill Lynch, Apr. 6;

Hoopper, Peter et al., (2017), "A Q&A on the US and Fed Outlook," *Global Economic Perspectives*, Deutsche Bank Research, Mar. 29;

Korapaty, Praveen, William Marshall and Jonathan Cohn (2017), "Shrinking the Fed's Balance Sheet – Space Is Limited," *Rates Strategy Focus, Credit Suisse Fixed Income Research*, Jan. 26

五、論新台幣匯率

新台幣採**管理浮動匯率制度**，原則上，匯率由外匯市場**供需決定**，但國際資金大量且快速移動，已成為新台幣匯率變動之主因。本行基於法定職責維持外匯市場秩序，在必要時採**逆風操作**(leaning against the wind)增進市場效率，維持金融穩定。本行匯率政策**過去如此**，**現在也是如此**。茲提供以下說明，以利各界瞭解。

(一)新台幣匯率制度

1. 自 1989 年 4 月起¹，本行採行**管理浮動匯率制度**(managed floating regime)。
2. 管理浮動匯率制度具有彈性，可避免固定匯率制度無法適時因應國內外經濟金融變動的缺點，又不似自由浮動匯率制度經常產生匯率過度波動而傷害經濟；而**台灣貿易依存度高且經濟規模小**，**資本移動十分頻繁**，匯率波動程度不宜過大，**適合採行管理浮動匯率制度**。

(二)本行匯率政策

1. 原則上，**新台幣匯率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**(excess volatility)或**失序變動**(disorder movements)，而不利於經濟金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。此外，本行也會衡量國內外經濟金融情形，調節外匯市場，以**緩和景氣循環波動**。
2. **匯率的動態穩定**對小型開放經濟體**至關重要**²，本行匯率政策立場一致，**過去如此**，**現在也是如此**。

¹ 參考財團法人台北外匯市場發展基金會「台灣的匯率制度與外匯管理自由化」第 27 頁，專題二。

² IMF (2010), "Chapter I: Moving to Sustainable Growth: Risks and Challenges," *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, Oct.。

3. 維持外匯市場秩序為中央銀行法³賦予本行的職責，亦為各國央行的共識。

4. 本行於必要時採**逆風操作**，旨在**減輕匯率波動幅度，而非扭轉趨勢**。根據行為金融學(Behavioral Finance)⁴之分析，

逆風操作可**減緩匯率過度波動**，使外匯市場更有效率。

—若匯率趨勢為水平線(圖 1-1)：在匯率變動幅度過大時，央行進場調節，以減緩匯率變動幅度。

—若匯率趨勢向下或向上(圖 1-2 與 1-3)：央行**不會也沒有能力改變匯率趨勢**，僅能**減緩匯率過度波動**。

圖 1-1 假設趨勢水平之外匯市場調節

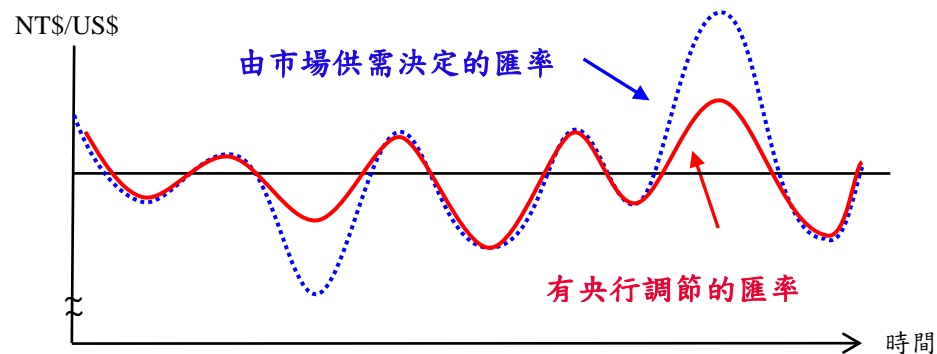


圖 1-2 假設趨勢向下之外匯市場調節

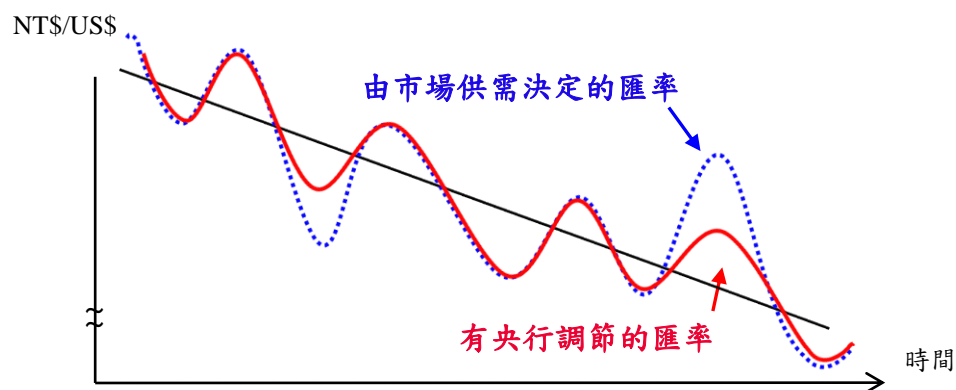
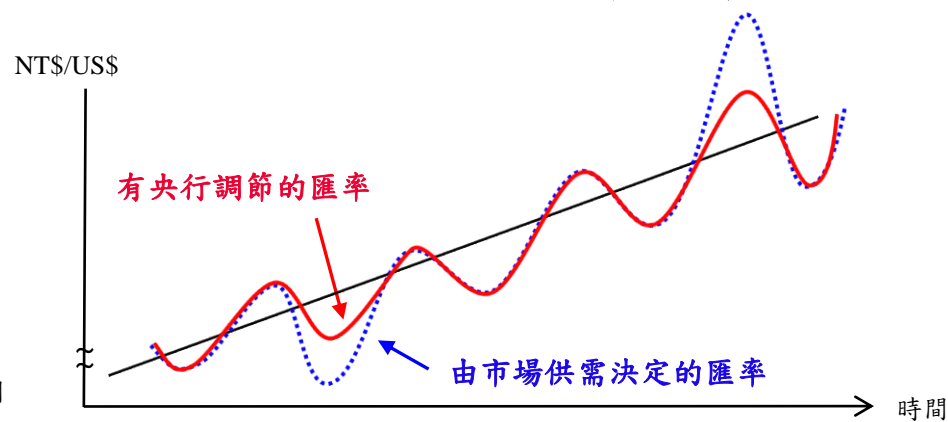


圖 1-3 假設趨勢向上之外匯市場調節



註：匯率的時間數列(O) = 趨勢值 × 循環性因素 × 季節性因素 × 不規則因素，即 $O = (\text{Trend, T}) \times (\text{Cyclical, C}) \times (\text{Seasonal, S}) \times (\text{Irregular, I})$ 。央行在外匯市場的調節**並非扭轉匯率的長期趨勢，而是在匯率變動過大時，減緩其變動幅度，即減輕 C、S 及 I 之影響**。

³ 「中央銀行法」第 2 條規定，央行的經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展。其中，對內幣值穩定指物價穩定，而對外幣值穩定指匯率動態穩定。另據，第 34 條規定，央行得視對外收支情況，調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場。

⁴ 參考 De Grauwe, Paul and Marianna Grimaldi (2006), *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press。

(三)新台幣匯率具反通膨與反景氣循環特性

1. 根據本行對於匯率反應函數(reaction function)⁵之實證研究(表 1 與附件)，亞洲主要貨幣中，**新台幣與新加坡幣**具有**反通膨**(anti-inflation)及**反景氣循環**(counter-cyclical fluctuations)特性。
2. 若國內物價漲幅偏高(如因國際原物料價格上漲)或實際產出偏高時，新台幣升值以抑制物價上漲與過熱的景氣；反之，新台幣貶值以刺激景氣。

表 1 匯率反應函數比較

	物價	經濟景氣
新台幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率貶值(O)
新加坡幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率貶值(O)
韓元	物價上漲，匯率貶值(X)	景氣衰退，匯率升值(X)
人民幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率升值(X)
日圓	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率升值(X)

註：表列(O)表示有助物價、經濟穩定；(X)表示無助物價、經濟穩定。

⁵ 參見林依伶、張志揚與陳佩玗(2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析—兼論與主要亞洲國家之比較」，中央銀行季刊，第 35 卷第 1 期，頁 35-62。(本文引用該研究，惟已**更新樣本期間為 1994 年第 1 季至 2016 年第 4 季**)。其他相關研究亦可參考：Cavoli, T. and R. S. Rajan (2007), “Managing in the Middle: Characterizing Singapore’s Exchange Rate Policy,” *Asian Economic Journal*, 21(3), 321-342；Park, Won-Am (2008), “Inflation Targeting and Exchange Rate Management in Korea,” Hongik University；Parrado, E.(2004), “Singapore’s Unique Monetary Policy: How Does It Work?” *MAS Staff Paper*, No. 31。

3. 各界對本行匯率與貨幣政策的表現給予肯定：

- (1) 吳致寧等(2011 與 2012)：不論新台幣在貶值或升值期間，央行皆採逆風向干預之貨幣政策⁶。
- (2) Cover, Hueng, and Yau(2002)：央行**貨幣政策的表現非常優異**，無法再藉由改採正式的法則來進一步提升績效⁷。
- (3) Ho and Yeh (2010)：台灣央行**貨幣政策十分有效**，對實質 **GDP 與物價具顯著影響力**⁸。
- (4) Huang and Lin(2006)、Chang (2005) 及 Chen et al.(2010)⁹：央行**貨幣政策明顯回應通膨缺口**。
- (5) 德國貝特曼基金會(Bertelsmann Stiftung)於 2016 年 2 月指出¹⁰，**台灣央行採行與經濟金融穩定的目標一致之審慎外匯政策**，帶領台灣**安然度過全球金融危機**，以及其後危機蔓延、餘波盪漾的期間。台灣央行具有**完全獨立性**(fully independent)，**利率政策亦謹慎而可靠**，為**亞洲國家中聲譽最好的央行之一**。
- (6) 國際三大信評公司(Fitch、S&P 及 Moody's)連年對本行政策給予高度評價：
 - Fitch(2013/7)：台灣對外淨資產部位強健，**央行控制通膨得宜**，表現優於大多數同級評等國家。
 - S&P(2013/8、2014/5、2015/4、2016/4、2017/4)：央行貨幣政策極具彈性(strong monetary flexibility)，貨幣管理健全(sound monetary management)，使得**通膨率低且穩定...**。**相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟及金融的衝擊**。
 - Moody's(2013/10、2014/10、2015/7)：**央行審慎的貨幣政策**及資料揭露高度透明化，**有助台灣體制架構之強健...**。**央行貨幣政策有助提升民眾對金融體系及新台幣幣值之信心**。

⁶ 吳致寧、李慶男、張志揚、林依伶、陳佩玗和林雅淇 (2011)，「再論台灣非線性利率法則」，第三十九卷第三期，《經濟論文》，307-338；以及吳致寧、黃惠君、汪建南和吳若瑋(2012)，「再探台灣匯率制度」，第 40 卷第二期，《經濟論文叢刊》，261-288。不論新台幣在貶值或升值期間，央行皆採逆風向干預之貨幣政策。

⁷ Cover, James P., James C. Hueng, and Ruey Yau (2002), "Are Policy Rules Better Than the Discretionary System in Taiwan?" *Contemporary Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, 60-71。

⁸ Ho, Tai-kuang, and Yeh, Kuo-chun (2010), "Measuring Monetary Policy in a Small Open Economy with Managed Exchange Rates: the Case of Taiwan," *Southern Economic Journal*, Vol. 76, No. 3, 811-826。

⁹ Huang, Ho-Chuan (River) and Shu-Chin Lin (2006), "Time-varying Discrete Monetary Policy Reaction Functions," *Applied Economics*, Vol.38, Iss.4, Mar. 10; Chang Hui S. (2005), "Estimating the Monetary Policy Reaction Function for Taiwan: A VAR Model," *International Journal of Applied Economics*, p. 50-61, Mar.; Chen, Nan-Kuang, Ya-Chu Kuo and Hung-Jen Wang (2010), "The Reaction Functions of the Interest Rate and Foreign Exchange Intervention—the Case of Taiwan"。

¹⁰ Bertelsmann Stiftung (2016), *Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016*, Feb.。

(四)近年來短期資本進出為國內股價及匯率的重要影響因素；本年以來，外資匯入致新台幣升值

由於外資買賣台股須轉換外幣與新台幣，因而影響新台幣匯率。當外資匯入買超台股，台股股價走揚且新台幣匯率升值；反之，當外資賣超台股，股價下跌且新台幣匯率貶值。

短期外資移動對台灣股、匯市之影響

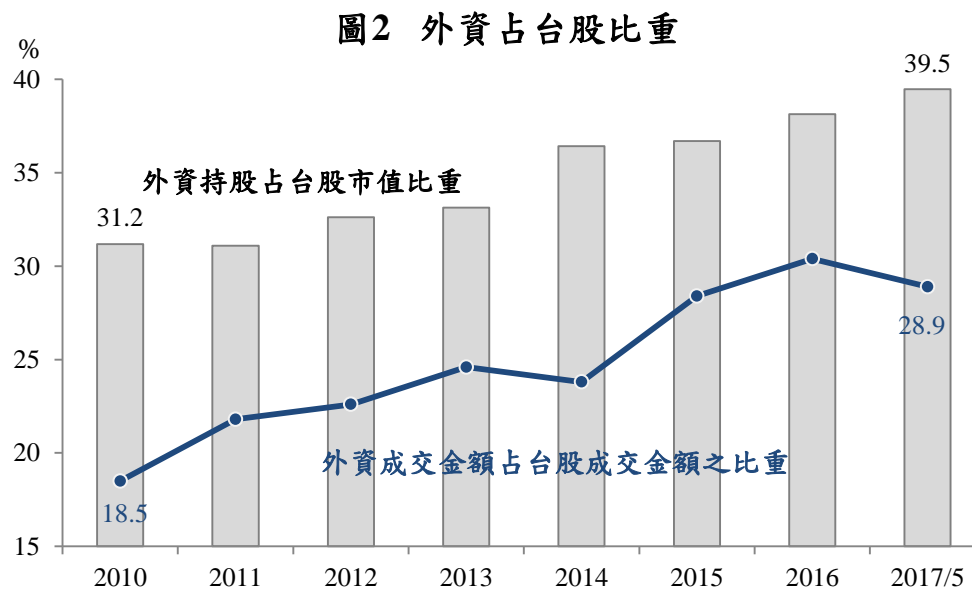
短期外資流入：外幣轉換為新台幣(買新台幣) → **新台幣升值**。
→ 買超台股 → **台股上漲**。

短期外資流出：賣超台股 → **台股下跌**。
→ 新台幣轉換為外幣(例如，買美元) → **新台幣貶值**。

1. 外資與股價

(1)近年外資持股占台股比重逐漸攀高

—2010年以來，外資占台股之交易量及存量均顯著增加，外資占台股集中市場**成交金額比重**由2010年的18.5%升至2017年5月之**28.9%**(圖2)；同期間**外資持股**占台股總市值比重則由31.2%攀升至**39.5%**之歷史新高。**外資對台股的影响益趨顯著**。



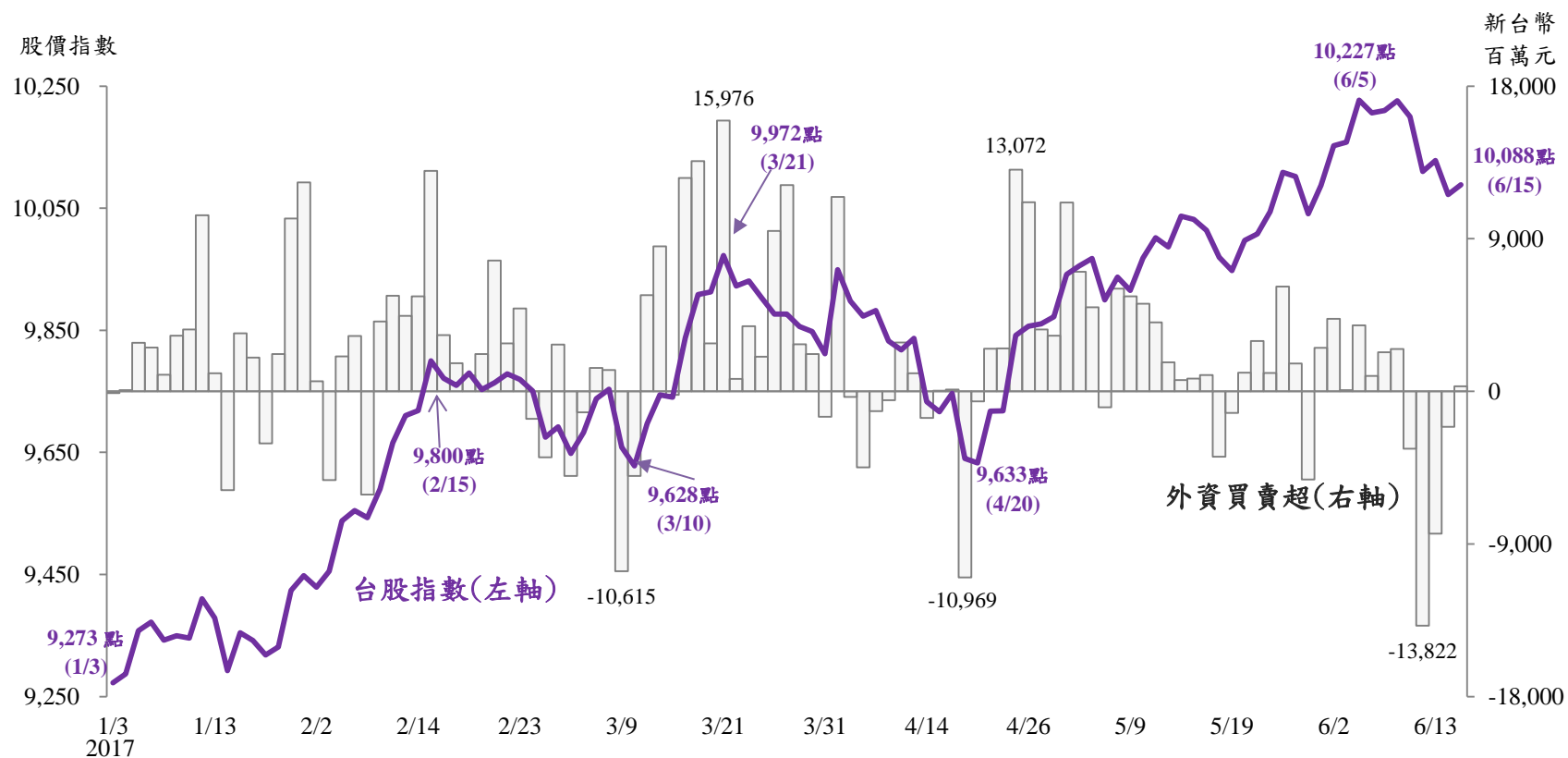
註：(1)外資持股含直接投資及證券投資，台股市值為上市櫃公司合計。

(2)外資成交金額占台股成交金額比重係以集中市場計算。

資料來源：金管會證期局

—本年以來外資大幅買超台股，積極做多權值股，推升大盤站上萬點，6月5日收盤為10,227點，創27年來新高。之後，股價指數隨外資賣超回檔下跌，至6月15日為10,088點(圖3)。

圖3 本年以來台股股價指數與外資買賣超

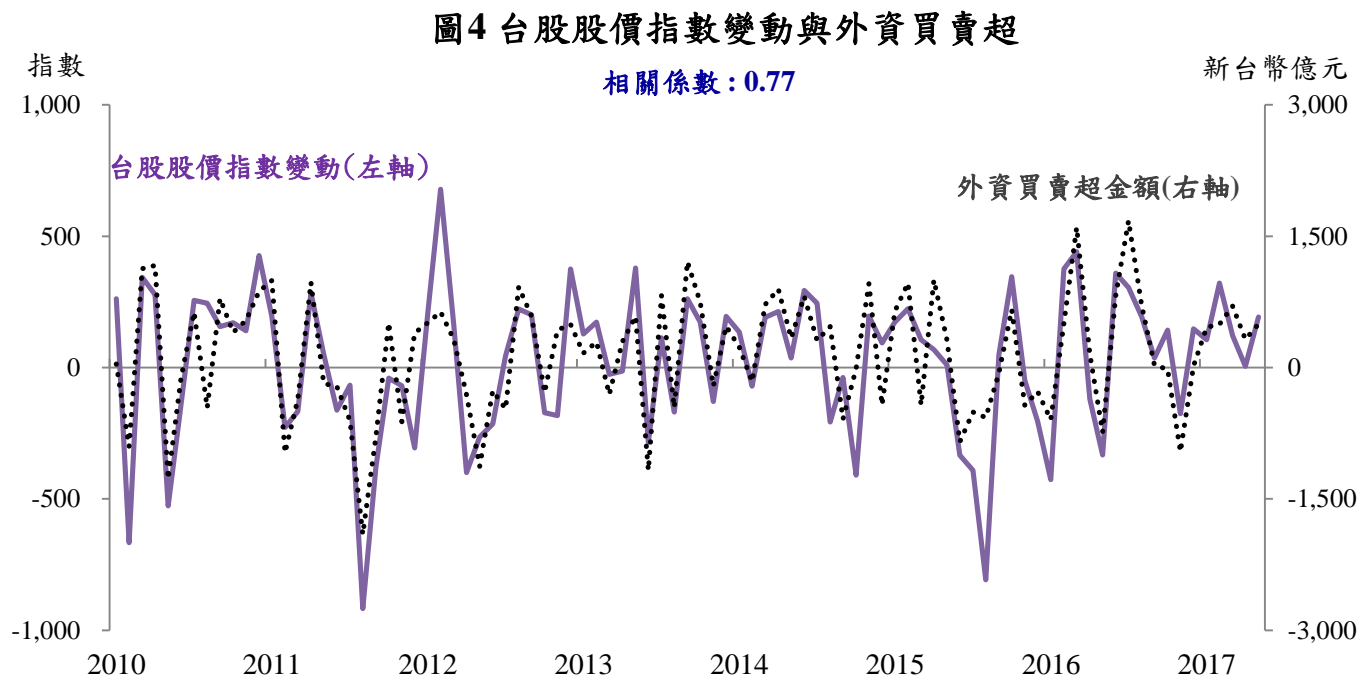


註：股價指數與外資買賣超均為集中市場資料。

資料來源：證交所

(2)外資買賣超與股價相關性

—外資買超(賣超)時，台股股價多呈上漲(下跌)，外資買賣超與台股股價變動呈**高度正相關**，相關係數高達0.77(圖4)，顯示外資動向明顯主導台股走勢¹¹。



註：股價指數與外資買賣超均為集中市場月資料。其中，股價指數變動=當期股價指數-前期股價指數。

資料來源：金融統計月報及證交所

¹¹ 本行透過結構性向量自我迴歸(Structural Vector Autoregressions, SVAR)分析發現外資買賣超係影響台股股價變動之主要解釋變數，且外資對台股之影響程度在全球金融危機之後更加提高。

(3)外資投資台股獲利甚豐

一由於我國**上市公司獲利佳**，加以**現金股利高**(表 2)，致台股受到**外資機構及主權基金**青睞，累計本年以來至 5 月底**買超**金額達 83.04 億美元，在亞洲主要股市中**居冠**(表 3)。

表 2 國內上市櫃公司盈餘及現金股利

	稅後盈餘		現金股利	
	金額 (億元)	年增率 (%)	金額 (億元)	外資獲配金額 (億元)
2015 年	18,011	-1.2	10,799	3,797
2016 年	18,306	1.6	11,428	4,053
2017 年	--	--	12,686	4,901
2017/Q1	4,289	25.2		

註：(1)現金股利資料來源為 TEJ，2015~2016 年外資獲配金額係依據證交所資料推估。

(2)外資獲配股利及持股含直接投資及證券投資。

資料來源：金管會證期局、台灣經濟新報(TEJ)、證交所

表 3 亞洲主要股市外資淨買賣超

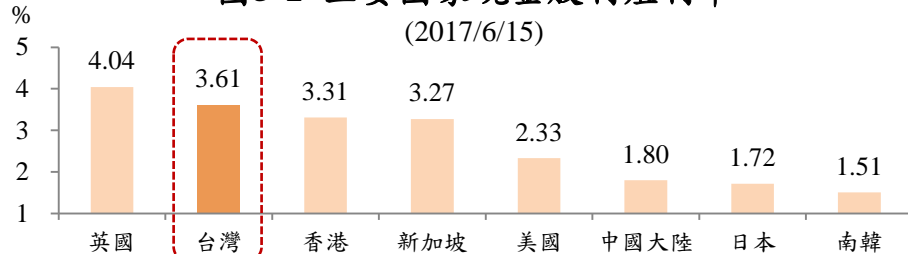
單位：百萬美元

	台灣	南韓	印尼	泰國	印度	日本
2015 年	3,384	-3,581	-1,580	-4,372	3,274	3,523
2016 年	10,956	10,480	1,259	2,241	2,903	-39,762
2017 年 1 月	1,456	1,246	-73	178	-6	587
2 月	1,617	389	-60	-107	1,564	-4,110
3 月	2,509	3,131	759	113	5,141	-14,439
4 月	1,158	952	1,050	52	-345	13,627
5 月	1,565	1,636	-48	161	1,542	6,352
2017 年 1~5 月	8,304	7,353	1,629	398	7,896	2,017

資料來源：Bloomberg

一台股**現金殖利率**在主要股市僅**次於英國**(圖 5-1)，且台灣 1 年期存款利率僅 1.039%(圖 5-2)，外資積極投資台股，除了可**領取鉅額現金股利**(表 2)，亦賺取**股價價差**，**獲利甚豐**。

圖 5-1 主要國家現金股利殖利率

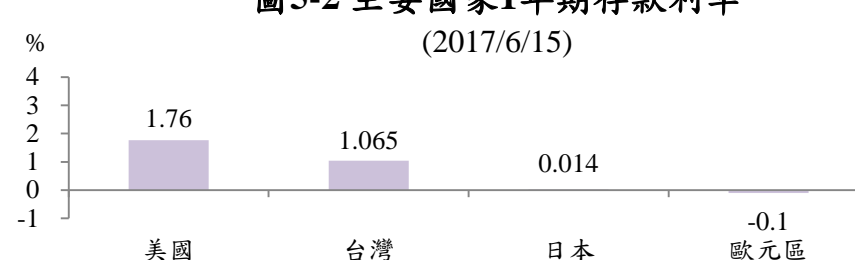


註 1：現金股利殖利率(Dividend yield rate)=過去一年發放之現金股利/當前股價。

註 2：美國為紐約道瓊指數。

資料來源：Bloomberg

圖 5-2 主要國家 1 年期存款利率

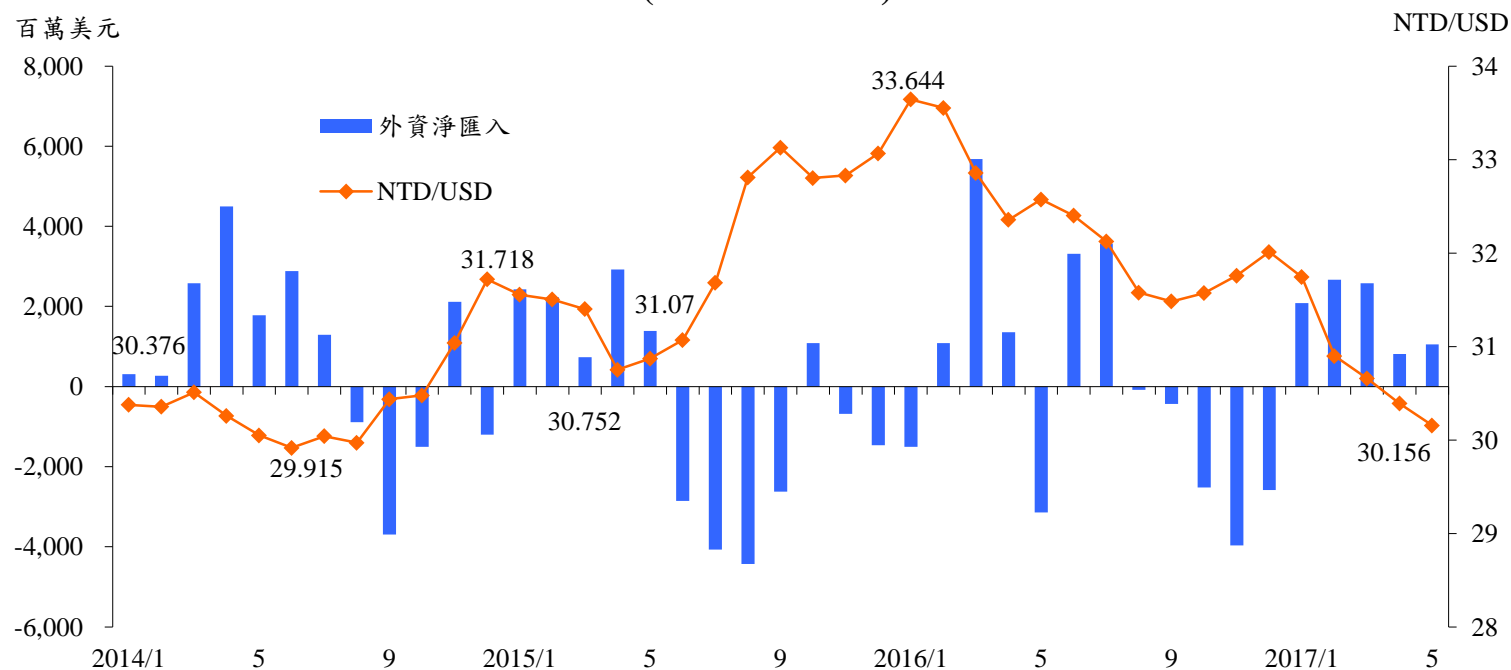


資料來源：Bloomberg

2. 短期外資進出為決定新台幣走勢的主要因素

- (1) 2017年5月全體外資資金進出占銀行間外匯交易之比率達**43.8%**，其中前**20大外資**進出金額占全體外資資金進出總額之比率為**38.7%**。
- (2) 外資的外匯交易量波動大，經常干擾外匯市場的交易價格。外資淨匯入時，美元轉換為新台幣買入台股，新台幣匯率多呈升值；外資淨匯出，賣出台股，將新台幣轉換為美元匯出，新台幣多呈貶值(圖6)。

圖6 外資淨匯入與新台幣對美元匯率
(2014/1~2017/5)



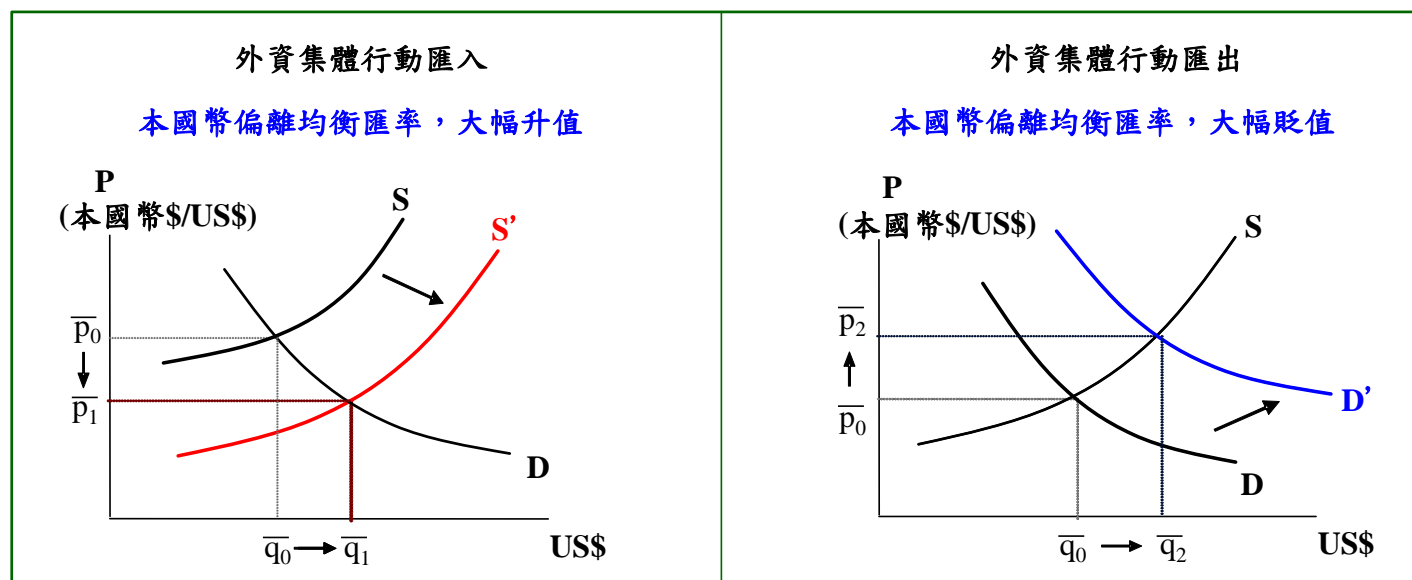
資料來源：中央銀行

(3)外匯市場中的投資人群聚行為(herding behavior)¹²，影響外匯供需，使匯率出現過度反應(overshooting)。

—外匯市場中，進行資產幣別轉換交易的外資，常受市場特定訊息影響，而集體同為買方或賣方，快速進行轉換交易；這種因動物本能(animal spirits)、不完全訊息(incomplete information)等所出現的群聚行為，常導致匯率過度反應，偏離基本面(圖 4)。

外資集體行動匯入，外匯供給量增加($S \rightarrow S'$)，本國幣升值 ($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_1$) (左圖)

外資集體行動匯出，外匯需求量增加($D \rightarrow D'$)，本國幣貶值 ($\bar{P}_0 \rightarrow \bar{P}_2$) (右圖)

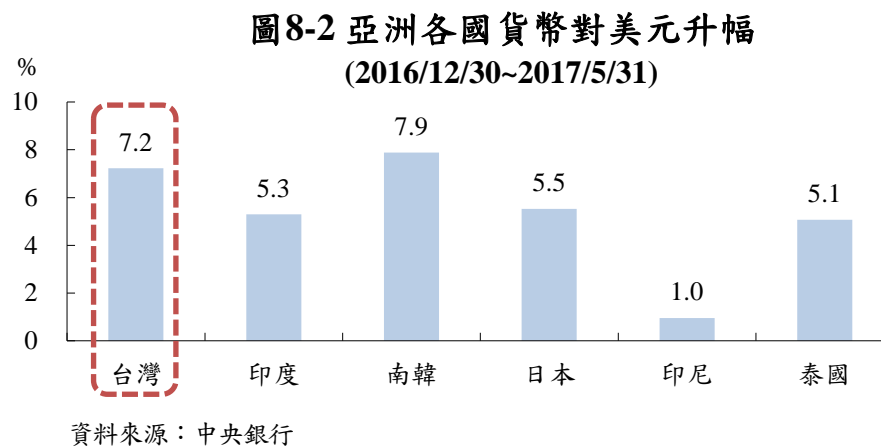
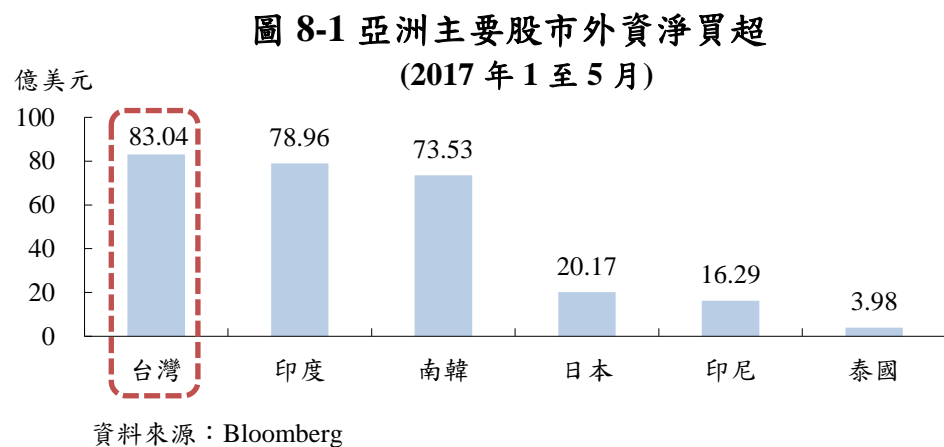


¹² Nirei, M., T. Stamatiou, and V. Sushko (2012), "Stochastic Herding in Financial Markets Evidence from Institutional Investor Equity Portfolios," *BIS Working Papers*, No 371.

3. 以**台灣、南韓、新加坡**為例，雖**基本經濟情勢各不相同**，但共同受到短期國際資本移動影響。2008年以來，新台幣、韓元及新加坡幣對美元走勢的**相關性高**(圖 7-1、圖 7-2)。



— 本年以來，**外資大量流入亞洲**，亞洲主要國家**外匯市場供給大量增加**(圖 8-1)，致亞洲貨幣普遍對美元升值(圖 8-2)¹³。



¹³ 相關資料請參見 2017 年 5 月 19 日中央銀行新聞參考資料「近期新台幣升值，主要係外資淨流入」。

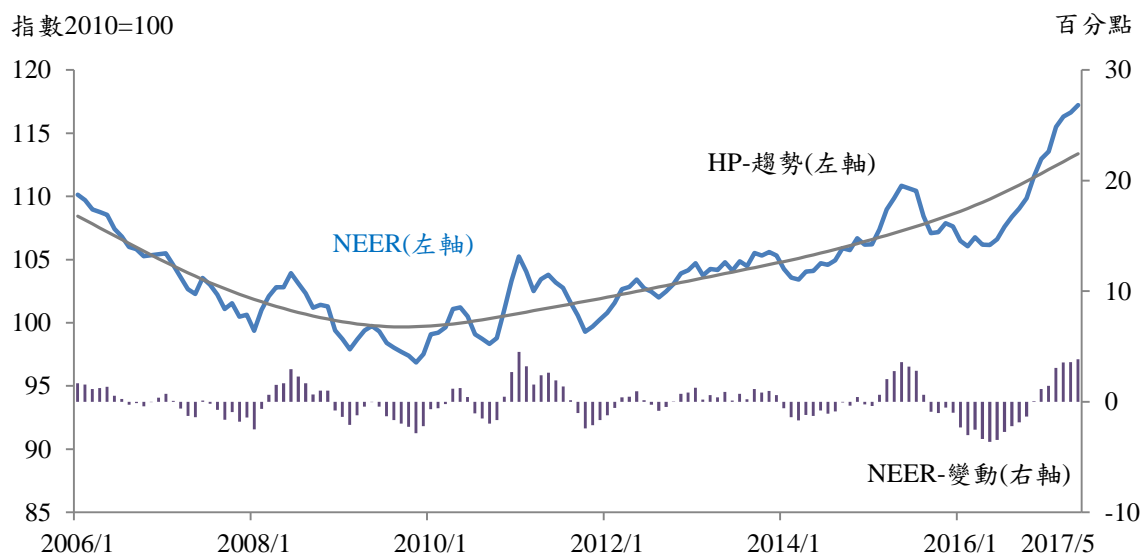
(五)新台幣匯率走勢

1. 名目有效匯率指數(Nominal Effective Exchange Rate Indices, 簡稱 NEER), 係一國貨幣對主要貿易對手國貨幣匯率 $\left(\frac{\text{外國貨幣}}{\text{本國貨幣}}\right)$ 指數的加權平均數¹⁴。

(1)新台幣名目有效匯率指數呈現**雙向變動**, 且自 2010 年以來趨勢向上, 顯示本行**未採行單向貶值或升值政策**(圖 9)。

(2)所謂央行「**阻升不阻貶**」、「**壓低匯率**」、「**長期阻升新台幣匯率**」等說法**與事實不符**。

圖9 新台幣名目有效匯率指數及其趨勢與波動



註：長期趨勢(trend)採 HP filter 計算以 HP-趨勢表示，而 NEER 實際值與長期趨勢之差距即為 NEER-變動。

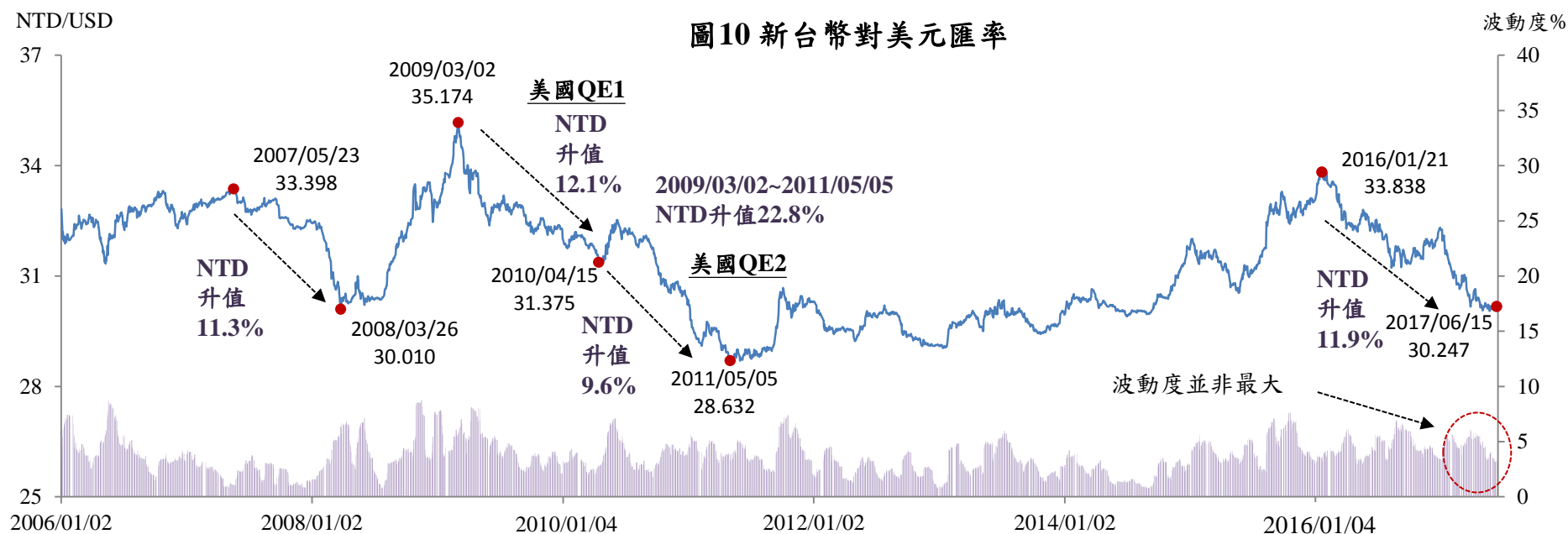
資料來源：BIS Effective exchange rate indices (Broad indices)

¹⁴ 國際清算銀行(BIS)編製 61 國貨幣之名目有效匯率指數(Broad NEER), 係一單位一國貨幣對其他 60 個主要貿易對手國貨幣的加權平均匯率指數, 以 2010 年為基期, 根據貿易資料計算權數。

2. 近期新台幣對美元波動度並未大幅擴增

(1) 新台幣匯率升貶值較大的期間多為國際金融情勢變化較為劇烈時期，例如 **2008 年全球金融危機**、**2009 至 2012 年間 3 次美國量化寬鬆政策**，以及 **2010 至 2011 年歐債危機**與 **2016 年 7 月英國脫歐公投與美國總統大選前後**等，國際金融市場波動劇烈(圖 10)。

(2) 本年以來波動度平均 4.66%，**並非歷年最大**(圖 10)。



新台幣對美元升值較大期間	2007/5~2008/3	2009/3~2011/5	2016/1~2017/5
外資淨匯入金額(億美元)	193.15	488.55	182.79
主要事件	美國次級房貸危機及 Fed 調降利率	Fed 採行量化寬鬆政策；歐元區國家主權債信危機	美國經濟復甦不穩定，英國脫歐公投及美國總統大選

註：波動度係根據匯率過去 20 天期變動率計算之標準差(並將其年率化)，波動度愈大，表示匯率變動較不穩定。

資料來源：中央銀行、證期局

(3)新台幣匯率**波動度**與其他主要貨幣相比，2015 年以來，新台幣對美元匯率波動度較小，相對穩定(表 4)。

表 4 主要貨幣匯率平均波動度

單位：%

	2015 年底~2017/6/15	倍數
新台幣(NTD/USD)	4.56	1.00
新加坡幣(SGD/USD)	5.45	1.20
歐元(USD/EUR)	8.05	1.76
韓元(KRW/USD)	9.84	2.15
日圓(YEN/USD)	11.42	2.50

註：幣別波動度係根據匯率過去 20 天期變動率計算之標準差(並將其年率化)，波動度愈大，表示該幣別之匯率變動較不穩定。
資料來源：中央銀行

(六)大國量化寬鬆產生外溢效果，有助其貨幣貶值

大國央行實施量化寬鬆(Quantitative Easing；QE)，導致該國金融市場流動性劇增；惟過多資金轉而流向其他國家，產生外溢效果(spill-over effect)，導致他國貨幣升值(即大國貨幣貶值¹⁵)，間接提升大國出口競爭力。

1. 以美國為例，美元指數在 Fed 執行 QE 期間明顯下滑(圖 11)：

- QE1 期間，美元指數曾從期間高點 89.105 跌至期間低點 74.269，**跌幅達 16.7%**。
- QE2 期間，美元指數自當時高點 81.195 降至當時低點 72.933，**跌幅約 10.2%**。
- QE3 期間，由於美國經濟相對其他地區表現強勁，以致 QE 壓低美元匯價效果不若先前；加上 2013 年 5 月 22 日時任 Fed 主席 Bernanke 的國會聽證會答覆引發 Taper Tantrum(縮減恐慌)¹⁶，美元指數難以走弱。

2. 以日本為例，安倍競選時曾暗示，一旦再任首相，將力求 BoJ 推出大規模 QE，企圖壓低日圓匯價(圖 12-1、12-2)：

- 自安倍當選自民黨黨魁，到 BoJ 採行 QQE(Quantitative and Qualitative Easing)後，日圓對美元匯價從高點 77.7 一路貶值至低點 125.22，**貶幅達 37.9%**(同期間，日圓名目有效匯率指數**下跌約 33.2%**)。
- 雖然 BoJ 數次擴大 QQE 規模，甚至於 2016 年初採行負利率政策，惟物價上漲效果不明顯，非傳統貨幣政策的效果逐漸遞減，使得日圓匯價不易續貶。

¹⁵ 經濟學家 Allen Meltzer 指出，Ben Bernanke 任內所推出的量化寬鬆政策，正確名稱是「貨幣競貶」，而日本、ECB 宣稱採用量化寬鬆，皆非誠實的名稱。參考 Central Banking Newsdesk (2016), “Meltzer Criticises Burns and Bernanke over Fed Independence,” Central Banking, May. 13。

¹⁶ 市場預期 Fed 將可能很快縮減其寬鬆貨幣政策，引發全球金融市場的恐慌。

圖11 美元指數(DXY)走勢



資料來源：Bloomberg

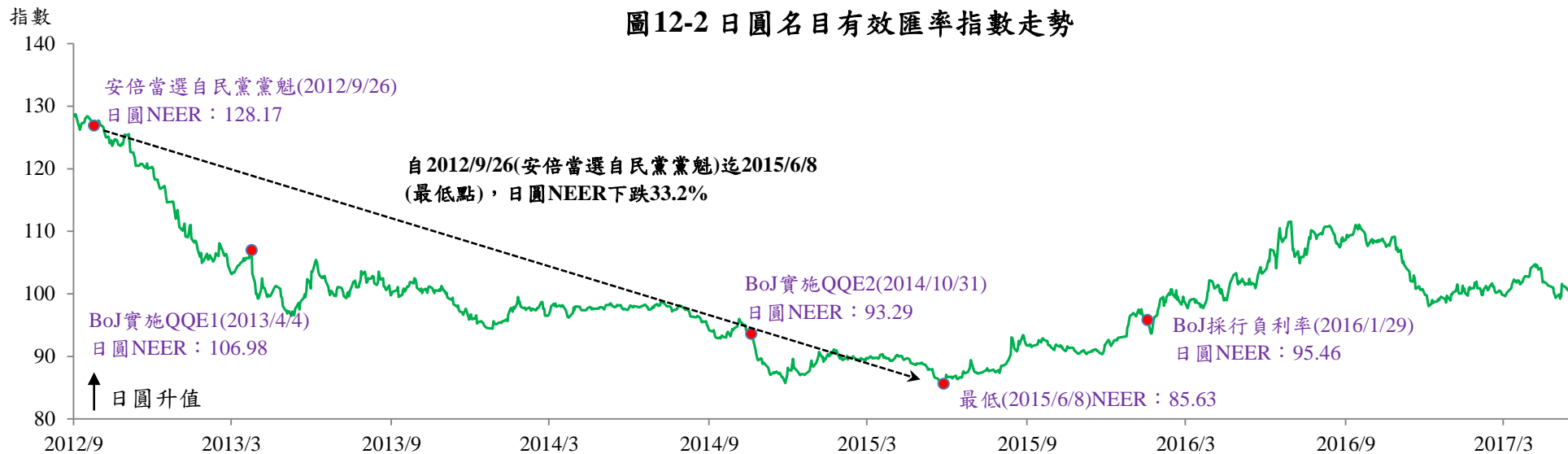
JPY/USD

圖12-1 日圓對美元匯率走勢



資料來源：Bloomberg

圖12-2 日圓名目有效匯率指數走勢

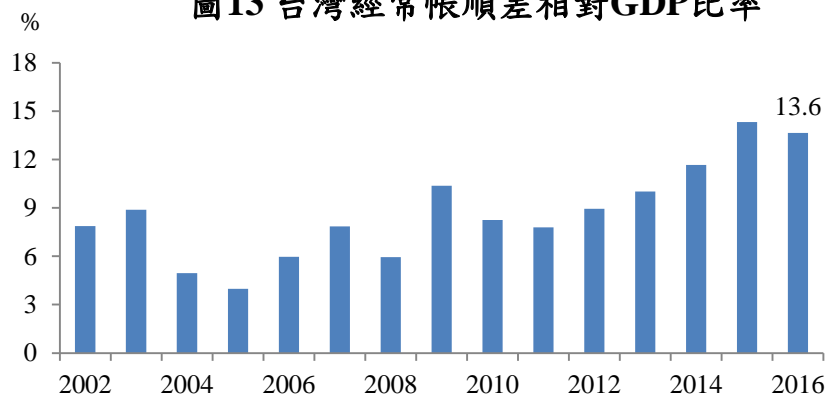


資料來源：BoJ

(七)台灣經常帳順差主要係國內超額儲蓄問題，根本解決之道在促進內需提高國內投資

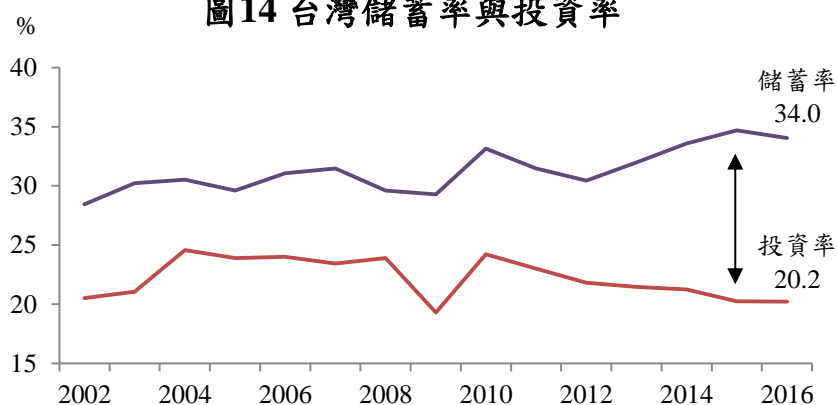
1. 台灣為小型開放經濟體，經常帳長期順差且相對 GDP 比率高¹⁷(圖 13)，主要係國內超額儲蓄的結構因素¹⁸，國內投資率持續低於儲蓄率(圖 14)，在 2011 至 2016 年間，平均儲蓄率升至 32.7%，同期間平均投資率則降至 21.3%；而投資率下降主因企業投資意願低落，根本解決之道為促進投資擴大國內需求¹⁹。
2. 台灣出口商品集中於電子資通訊產品，且跨國分工趨於精細，台灣出口內含進口價值的比重高達 43.5%，進口面將抵銷匯率變動對出口之效果。由於台灣在全球價值鏈參與度高達 67.6%，貿易出超對匯率調整的敏感程度較低²⁰。新台幣升值時，出口引申需求的進口成本亦下降，抵銷匯率升值對出口的衝擊。

圖 13 台灣經常帳順差相對GDP比率



資料來源：中央銀行

圖 14 台灣儲蓄率與投資率



資料來源：主計總處

¹⁷ 台灣內需市場及經濟規模較小，易出現經常帳順差相對 GDP 比率偏高的情況；而中國大陸、德國及日本等國經常帳順差相對 GDP 比率雖然較低，但經常帳順差金額大，為全球貿易失衡的最主要來源國。

¹⁸ 國民所得會計恆等式經常帳順差(X-M)反映民間及政府超額儲蓄之合計 $((S-I)+(T-G))$ ，相關討論參考 2017 年 3 月 23 日中央銀行理監事聯席會議會後記者會簡報資料。

¹⁹ 促進投資以擴大內需，並善用超額儲蓄，導入基礎建設，相關討論參考 2016 年 12 月 22 日中央銀行理監事聯席會議會後記者會簡報資料。

²⁰ 參考 Cheng, K., G. H. Hong, D. Seneviratne, and R. van Elkan (2016), "Rethinking the Exchange Rate Impact on Trade in a World with Global Value Chains," *International Economic Journal*, 30:2, 204-216。

(八)結論

1. 新台幣採管理浮動匯率制度，原則上，匯率由外匯市場供需決定，若有不規則變化(如短期資金大量進出)，導致匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。此一**立場**，**過去如此**，**現在也是如此**。
2. 本行於必要時採**逆風操作**，旨在**減輕匯率波動**，而**不在扭轉趨勢**。新台幣名目有效匯率指數呈雙向變動，自2010年以來趨勢向上，顯示**本行未採行單向貶值或升值政策**；所謂央行「**阻升不阻貶**」、「**壓低匯率**」、「**長期阻升新台幣匯率**」等說法**與事實不符**。本行匯率與**貨幣政策**對穩定國內經濟與金融之表現，**獲各界肯定**。
3. 近年來**國際資本移動**已為國內股價及**匯率**的**重要影響**因素，尤其全球金融海嘯之後，**大國量化寬鬆政策**的**外溢效果**，導致他國貨幣(包括**新台幣**)**升值**。
4. 本年以來，**外資大量流入**，外匯市場供給增加，致**新台幣對美元升值**；惟如**與過去相較**，新台幣對美元匯率之**波動度並未大幅擴大**，且仍**較其他主要貨幣穩定**。近期部分媒體過度誇大新台幣匯率升值幅度及波動度，恐有誤導大眾之虞。且若干人士或媒體報導對本行匯率政策常有誤解，希望藉由以上說明，有助於各界了解本行匯率政策的一貫立場。

附件：台星韓日中匯率反應函數實證結果之比較

台星韓日中匯率反應函數估計結果

$$\text{估計式： } \Delta_4 neer_t = \alpha + \beta \times pgap_t + \gamma \times ygap_t + \rho \times \Delta_4 neer_{t-1}$$

國家 \ 係數	樣本期間	通膨缺口係數 (β)	產出缺口係數 (γ)	前期項係數 (ρ)	\bar{R}^2
台灣	1994Q1-2016Q4	0.35 ** (2.23)	0.23 ** (2.41)	0.73 *** (14.63)	0.62
新加坡	1994Q1-2016Q4	0.19 ** (2.00)	0.11 * (1.98)	0.73 *** (14.32)	0.64
南韓	1994Q1-2016Q4	-2.93 *** (-10.91)	-0.33 ** (-2.24)	0.74 *** (42.73)	0.59
日本	1994Q1-2016Q4	2.96 *** (4.40)	-0.60 (-1.27)	0.85 *** (12.43)	0.67
中國大陸	1994Q1-2016Q4	0.21 ** (2.58)	-0.32 * (-1.69)	0.81 *** (12.27)	0.66

說明：1. 括號中為 t 值。

2. 估計方法係採 GMM，且採 Newey and West (1987) 型式的 HAC (Heteroskedasticity and Autocorrelation Condition) 之共變異矩陣。

3. 「*」為顯著水準 10% 下顯著，「**」為顯著水準 5% 下顯著，「***」為顯著水準 1% 下顯著。

六、直升機撒錢的政策風險極高

(一)前言

2008 年全球金融危機重創全球經濟，儘管主要國家央行迅速地調降利率至近零水準，但經濟仍未見起色；由於**傳統性貨幣政策工具瀕臨限制**，主要國家央行不得不採行所謂的**非傳統性貨幣政策**(unconventional monetary policy)；例如，泛稱為**量化寬鬆**(QE)的大規模資產購買計畫(Large-Scale Asset Purchases)，甚至是**負利率政策**等，試圖為經濟提供額外動能。

這些非傳統性貨幣政策或有助於穩定金融體系、減輕通縮風險，協助各國度過全球金融危機的難關，避免 1930 年代大蕭條(Great Depression)的慘況重現；惟先進經濟體的平均實質 GDP 成長率，仍較全球金融危機前為低；全球**經濟復甦的動能不強**，陷入了**低成長、低通膨**的困境。

為進一步激勵經濟成長，若干**論者**大膽**建議**，應採**更激烈**的**直升機撒錢**(helicopter money)策略；認為政府如能預見對未來有利的基礎建設，不妨舉債，甚至**由央行出錢、買政府發行的債券**，來**推動基礎建設**。此一論點的後半部，就是所謂的**貨幣性融通政策**(monetary financing policy)，與直升機撒錢無異。

其實，**直升機撒錢**策略的想法，**存在諸多爭議**。一般咸認，直升機撒錢並非明智之舉。若干經濟學家指出，以直升機撒錢來**提振經濟**的效果可能**不彰**，反而可能帶來**通膨大幅上升、破壞財政紀律、傷害央行獨立性**(independence)等風險。此外，實務上，**直升機撒錢**策略在**多數國家於法無據**，目前並無任何一個國家採行。

鑑於直升機撒錢策略的主張風險極高，如不加以說明，恐被誤導成免費午餐(free lunch)，因此，本文擬簡介直升機撒錢策略的想法，並彙整國際間經濟學者、央行官員的反對意見，提供各界參考。

(二)直升機撒錢構想的簡介¹

1. 直升機撒錢構想的起源

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²：「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。

2. 直升機撒錢的定義

直升機撒錢通常係指**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，交由政府發放現金給民眾，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)。

3. 直升機撒錢的可能作法³

- (1)**央行直接撥款給政府**：央行直接將資金撥給財政部，或購買財政部發行的零息永久公債。
- (2)**央行減記持有的政府債務**：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。
- (3)**直接發放現金給個人**：央行創造貨幣，直接撥款給個人，宛若「人民的 QE」(People's QE)；此為最激進的方式，財政部的角色完全消失。

4. 早年直升機撒錢日本的實際案例

1930 年代日本大藏大臣高橋是清(Takahashi Korekiyo)，曾祭出包括**貨幣性融通政策在內**的一系列對策來激勵經濟。當時係由 **BoJ 認購日本公債**，堪稱是**全球最早採直升機撒錢**策略的案例；結局是，高橋雖協助日本脫離通縮，卻因**財政失控招來殺身之禍**(見專欄)。

¹ 關於直升機撒錢構想的詳細介紹，可參見中央銀行(2016)，「9月29日央行理監事會後記者會參考資料」，中央銀行新聞參考資料，9月29日。

² Friedman, Milton (1969), "The Optimum Quantity of Money, and Other Essays," Aldine Publishing Company。

³ Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016), "Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing," *Deutsche Bank Research*, Apr. 15。

專欄：1930 年代日本大藏大臣高橋是清採行直升機撒錢策略之經過與結果*

1854 年出生於日本的高橋是清(Takahashi Korekiyo)，於 1892 年踏足政壇，擔任日本央行(BoJ)與日本財政相關職務，並多次出任內閣大藏大臣(亦即今日的財務大臣)，亦曾短暫擔任首相；他於 1931 年成功施行「高橋財政」，讓日本經濟再度復甦，被譽為日本的凱因斯。

77 歲的高橋於 1931 年出任日本大藏大臣時，正值日本歷經 1923 年關東大地震與 1927 年金融危機的重創，以及隨後全球大蕭條(Great Depression)陷入嚴重通縮的「昭和恐慌」；高橋乃祭出一系列大膽創新的財政與貨幣政策，來激勵消費：

- 1、廢除金本位制度：廢除金本位制度後 2 年，日圓對美元貶值逾 50%，日本出口復甦。
- 2、寬鬆性貨幣政策：調降日本官方貼現率達 3 個百分點，日本通縮隨即被溫和通膨取代。
- 3、貨幣性融通政策：擴大財政支出，1932 年 11 月更啟動由 BoJ 認購預算缺口所發行的日本公債；與 1931 年相比，1932 年日本政府支出對 GDP 比率上升 5 個百分點。

「高橋財政」施行後，雖成功帶領日本走出通縮，但實施貨幣性融通政策的後遺症逐漸發酵；日本政府不僅面臨龐大的償債壓力，還須承受軍方不斷擴大預算的要求。1934 年 7 月，日本內閣改組，高橋去職，繼任者藤井真信以恢復平衡預算為目標，卻遭到軍方的強力抵抗，加以病情加劇，因而辭職；高橋於 1934 年 11 月復出。

高橋再任大藏大臣後，日本財政逐漸失控，償債危機一觸即發，而高橋以健全財政為施政目標，與當時軍方劍拔弩張。1936 年 2 月 26 日，日本爆發政變，數位青年軍官率領士兵分別前往東京各地對主要內閣成員展開刺殺，高橋於東京寓所被刺身亡；該事件則被日本稱為「二二六事件」。

隨著高橋逝世，軍方勢力取得上風，以印鈔融通不斷膨脹的軍費支出，導致通膨率飆升、連年居高不下。有鑑於此，日本於 1947 年立法規定，禁止 BoJ 直接承購政府債券。

* 主要取材自 Miller, Rich and Enda Curran (2016), “Helicopter Cash Clues Lie in Life and Death of Japanese Viscount,” *Bloomberg*, Jul. 19; Chancellor, Edward (2013), “The Ghost of Takahashi Haunts Abenomics,” *Financial Times*, Mar. 12。

(三)直升機撒錢是頗具爭議性的非傳統性財政政策，仍僅止於討論層面，目前沒有國家採行

1. 直升機撒錢存在爭議，其成效有限，且可能引發諸多風險

(1) **直升機撒錢**不屬於貨幣政策的範圍，而是**擴張性財政政策**的一種，**英國學者**將之稱為**非傳統性財政政策**⁴。實務上，直升機撒錢會**破壞財政紀律**，故**大多為各國法律所禁止**，且**即使修法仍有賴央行與財政部的合作**。

(2) 直升機撒錢的最大問題在於，起初認為是權宜之計，但免費印鈔機一旦開啟後就無法停止。

— **政客食髓知味、便宜行事，延宕必要的改革**，施壓央行持續印鈔，讓短期的過渡手段演變為常態措施；央行難以捍衛其**獨立性**，淪為政府的提款機；加以債務不斷累積，央行過往維持物價穩定的可信度(credibility)破產，最終**引發惡性通膨**(hyperinflation)與本國匯價劇貶等嚴重問題。

— 因此，一般咸認直升機撒錢策略**過於激進**，實務上不可行；**各國央行一向亦將直升機撒錢策略視為禁忌**。

(3) **Fed 近期研究**指出⁵，以**直升機撒錢協助經濟走出停滯**，**效果恐不如預期**，且**通膨大幅上升的風險增加**。

— 新凱因斯模型假設，經濟個體完全瞭解央行與財政部將聯手實施直升機撒錢的計畫，且認為這具有可信度；在此一假設下，直升機撒錢係能提振產出與通膨的強力工具，政府支出乘數約為正常財政擴張下的5倍。

— 然而，此一假設不符合實際情況；現實狀況是，經濟個體常無法瞭解新政策機制的內涵，或認為央行對於新機制的實施決心不明。此外，BIS 經濟暨金融部門主管 Claudio Borio 亦指出⁶，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。

— Fed 的研究人員根據實際情況調整模型後，發現貨幣性融通方案對於產出的提振程度可能很小，主要的影響將是通膨的大幅上揚，直升機撒錢這項工具的威力會大幅減弱。

(4) 事實上，許多**經濟學者、央行官員**，均**對直升機撒錢策略存有疑慮**(表 1)；彼等認為，直升機撒錢激勵經濟成長的效果可能相當有限，且可能引發**通膨上揚、損及央行財務狀況與獨立性、財政紀律蕩然無存、傷害大眾對央行的信心**等風險，此外，其亦**涉及法律與制度層面等問題**，實務上恐窒礙難行。

⁴ Skidelsky, Robert (2016), “Helicopter Money Is in the Air,” *Project Syndicate*, Sep. 22。

⁵ English, William B., Christopher J. Erceg, and David Lopez-Salido (2017), “Money-Financed Fiscal Programs: A Cautionary Tale,” Board of Governors of the Federal Reserve System: *Finance and Economics Discussion Series* 2017-060, Jun.。

⁶ Borio, Claudio and Piti Disyatat (2016), “‘Helicopter Money’ - Reality Bites,” BIS: Management Speeches, Sep. 4。

表 1 經濟學者與央行官員對直升機撒錢策略存在疑慮

提振經濟的成效有限，可能導致惡性通膨	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。
	Fed 研究 ⁷	考量實際情況、調整新凱因斯模型後，直升機撒錢這項工具的威力大幅減弱，對產出的提振很有限，主要的影響反而是通膨的大幅上揚。
	Fed ⁸	過去一些國家採直升機撒錢策略的經驗顯示，最終結局常是惡性通膨，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。
損及央行財務狀況與獨立性	BoE 總裁 Mark Carney ⁹	直升機撒錢策略，會導致央行資產負債表上的權益為負值，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。
	前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing ¹⁰	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。
財政紀律蕩然無存	BoJ 總裁黑田東彥 ¹¹	直升機撒錢策略使財政政策與貨幣政策的責任界線變模糊；BoJ 不打算實施。
	IMF 前首席經濟學家 Olivier Blanchard ¹²	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。
傷害大眾對央行的信心，不利經濟穩定	IMF ¹³	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。
	BIS 經濟暨金融部門主管 Claudio Borio ¹⁴	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；此一措施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。
實務執行不易	ECB 總裁 Mario Draghi ¹⁵	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。

⁷ 同註 6。

⁸ Federal Reserve Board (2016), "Transcript of Chair Yellen's Press Conference," Federal Reserve Board, Jun. 15。

⁹ Martin, Will (2016), "CARNEY: Helicopter money has the potential to lead to 'a compounded ponzi scheme'," *Business Insider*, Apr. 19。

¹⁰ EIR (2016), "Former ECB Chief Economist: Helicopter Money Means Bankruptcy," *EIR News Service*, Mar. 23。

¹¹ Hilsenrath, Jon and Takashi Nakamichi (2016), "BoJ's Kuroda Signals Yen Strength Could Prompt More Easing," *The Wall Street Journal*, Apr. 19。

¹² Evans-Pritchard, Ambrose (2016), "Olivier Blanchard Eyes Ugly 'End Game' for Japan on Debt Spiral," *Telegraph*, Apr. 11。

¹³ Central Banking Newsdesk (2016), "IMF Staff Warn BoJ against Unconventional Monetary Policies," *Central Banking*, Jun. 20。

¹⁴ 同註 6。

¹⁵ ECB (2016), "Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)," ECB, Apr. 21。

2. 直升機撒錢策略在多數國家都於法無據，且目前並無任何國家採行

直升機撒錢策略目前僅止於學界討論，目前沒有任一國家採行直升機撒錢策略，且相關法律原則上大多禁止央行的貨幣性融通(表 2)。

表 2 主要國家央行有關直升機撒錢策略的法律限制

	美國	歐元區	英國	日本	台灣
相關法規	美國「聯邦準備法」	<ul style="list-style-type: none"> • 歐盟「里斯本條約」 • 歐盟「歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例」 	<ul style="list-style-type: none"> • 歐盟「里斯本條約」 • 英國「英格蘭銀行法」 	<ul style="list-style-type: none"> • 日本「公共財政法」 • 日本「日本央行法」 	<ul style="list-style-type: none"> • 台灣「中央政府建設公債及借款條例」 • 台灣「中央銀行法」
央行在次級市場購買公債，搭配財政激勵措施	合法	合法	合法	合法	合法
央行藉由在初級市場購買公債或透支機制，以直接提供政府融通	<ul style="list-style-type: none"> • 美國「聯邦準備法」第 14 條禁止。 • 美國國會可放寬此限制。 	<ul style="list-style-type: none"> • 歐盟「里斯本條約」第 123 條禁止。 	<ul style="list-style-type: none"> • 英國國內法規並未禁止。 • 仍受歐盟條約的約束。 	<ul style="list-style-type: none"> • 日本「公共財政法」第 5 條禁止。 • 日本國會可允許例外。 	<ul style="list-style-type: none"> • 台灣「中央政府建設公債及借款條例」第 9-1 條禁止。 • 行政院送經立法院決議允許者，不在此限。

資料來源：1. Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016), “Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing,” *Deutsche Bank Research*, Apr. 15。

2. 台灣資料係根據「中央政府建設公債及借款條例」與「中央銀行法」。

(四)結論

1. 直升機撒錢為不負責任的想法，可能使整體經濟、社會付出高昂代價

以史為鑑，儘管實施直升機撒錢的初衷良善，但最終可能貽害無窮；而由國際間大多數經濟學者與央行官員的觀點可知，直升機撒錢策略並非免費午餐，其可能帶來惡性通膨、損害央行獨立性、破壞財政紀律、不利經濟穩定等嚴重風險，代價相當高昂。

2. 事實上，直升機撒錢策略在多數國家(包括台灣)都於法無據

究諸實際，直升機撒錢策略在多數國家都於法無據；台灣現行法律，亦未賦予財政部與央行可採行直升機撒錢策略的權力。

3. 國內資金充沛，宜引導民間資金在國內進行實質投資

相較於歐美，台灣的貨幣政策適度寬鬆，市場資金充沛；目前所缺少的，不是沒有廉價資金可供運用，而是如何引導這些閒置資金在國內進行實質投資；因此，疏通投資管道與改善投資環境，方為提振經濟的根本之道。