



# 中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



106.6.22

# 目次

- 一、本次理事會政策考量觀點 .....2
- 二、台灣通膨率減緩並趨於穩定的原因 .....8
- 三、薪資成長與物價關係 .....14
- 四、論新台幣匯率 .....18
- 五、美國財政部匯率政策報告，其格式並未增加一欄..32
- 六、美國Fed縮減資產負債表之說明 ..... 34
- 七、直升機撒錢的政策風險極高 .....37

# 一、本次理事會政策考量觀點

## (一) 台灣當前通膨壓力及通膨展望溫和

單位:%

		當前通膨壓力	通膨展望
		2017年1-5月	2017年全年
國內機構	主計總處 (2017/5/26)	0.60 (CPI) 0.97 (核心CPI*)	0.95
	中央銀行 (2017/6/6)		1.07 (CPI)
	元大寶華 (2017/3/29)		1.11(核心CPI*)
	台經院 (2017/4/25)		1.20
	中經院 (2017/4/19)		1.20
國外機構	Nomura (2017/6/16)		0.70
	Morgan Stanley (2017/6/15)		1.10
	Deutsche Bank (2017/6/9)		1.10
	DBS (2017/6/20)		1.20
	IHS Global Insight (2017/6/15)		1.24
	Barclays Capital (2017/6/16)		1.30
	HSBC (2017/6/16)		1.30
	UBS (2017/6/20)		1.30
	ADB (2017/4/6)		1.30
	Goldman Sachs (2017/6/22)		1.40
	BoA Merrill Lynch (2017/6/16)	1.40	
	IMF (2017/5/9)	1.40	
	Standard Chartered (2017/6/9)	1.60	
Citi (2017/5/24)	1.60		

國內機構  
預測中位數 1.20

國外機構  
預測中位數 1.30

\*:核心CPI (core CPI), 係指扣除蔬果及能源後之消費者物價指數。

## (二)相較主要國家，台灣目前實質利率水準尚稱允當

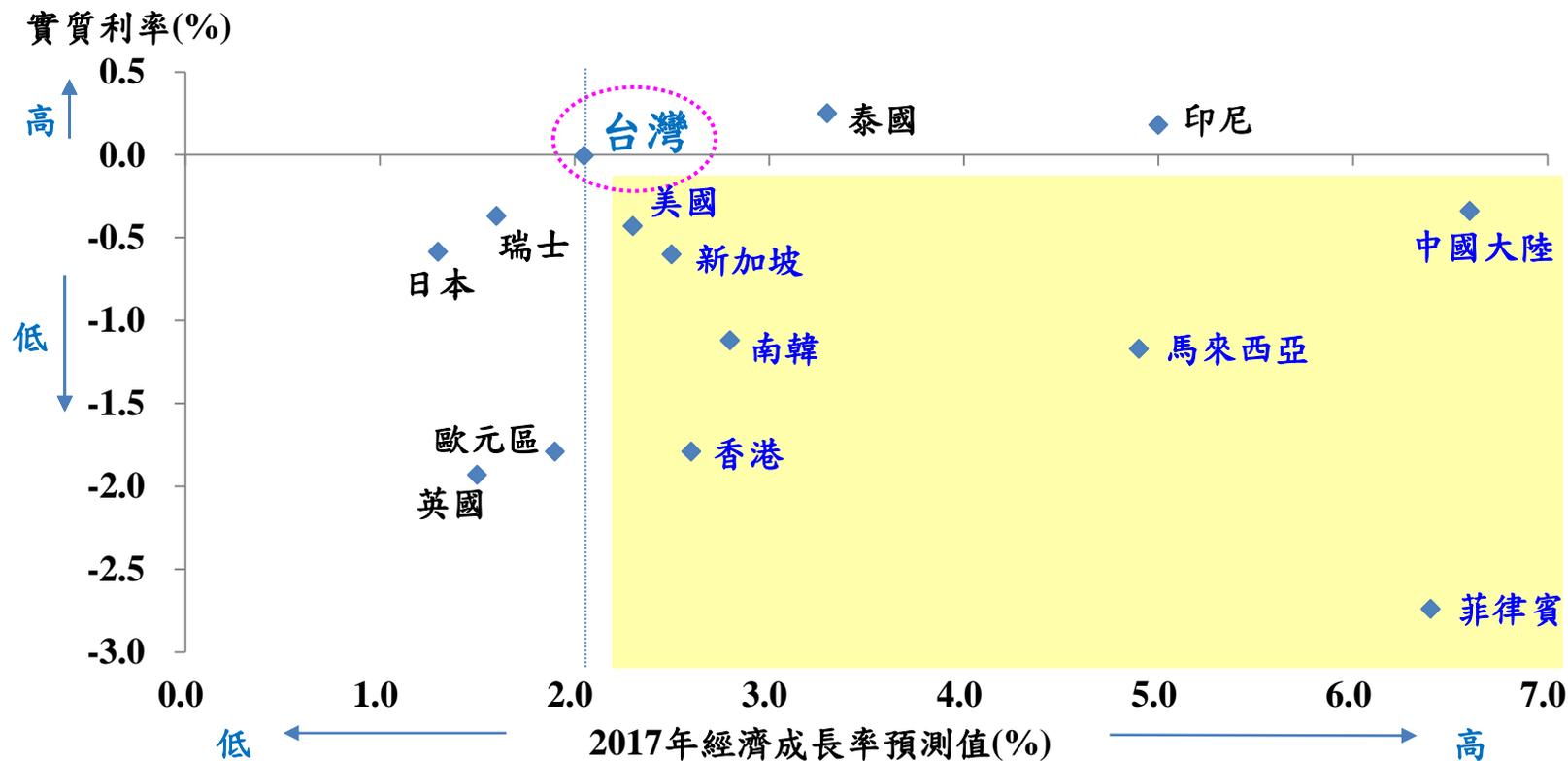
### 主要經濟體實質利率及經濟成長率比較表

單位:%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2017年6月22日)	(2) CPI年增率* (2017年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率	2017年經濟成長率 預測值*
泰國	1.500	1.25	0.250	3.3
印尼	4.750	4.57	0.180	5.0
台灣	1.065 (機動)	1.07	-0.005	2.05
中國大陸	1.500	1.84	-0.340	6.6
瑞士	0.160	0.53	-0.370	1.6
美國	1.760	2.19	-0.430	2.3
日本	0.014	0.60	-0.586	1.3
新加坡	0.250	0.85	-0.600	2.5
南韓	1.000	2.12	-1.120	2.8
馬來西亞	2.850	4.02	-1.170	4.9
香港	0.050	1.84	-1.790	2.6
歐元區	-0.100	1.69	-1.790	1.9
英國	0.800	2.73	-1.930	1.5
菲律賓	0.500	3.24	-2.740	6.4

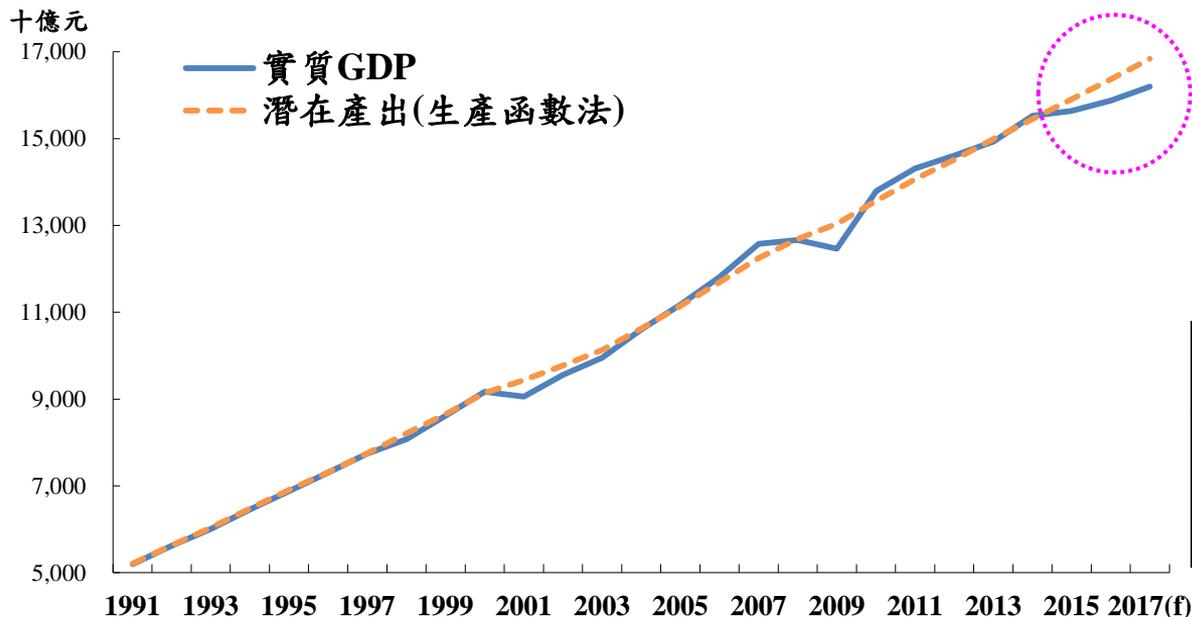
\*:為 IHS Global Insight 2017年6月15日之預測值；台灣CPI年增率係本行預測值，經濟成長率係主計總處預測值。

一與主要國家之實質利率比較，多數國家為負值；其中，部分國家經濟成長率高於台灣，但實質利率卻相對較低。



註：實質利率為1年期定存利率(2017年6月22日)扣除CPI年增率(2017年預測值)。2017年各國經濟成長率與CPI年增率預測值為 IHS Global Insight 2017年 6月15日預測值；台灣CPI年增率係本行預測值，經濟成長率係主計總處預測值。

### (三) 2015~2017年負的產出缺口持續擴大



單位:%

年	產出缺口
2015	-1.68
2016	-3.04
2017(f)	-3.81

單位:%

年	實質GDP 成長率	潛在GDP 成長率
1991~2000	6.71	6.61
2001~2017(f)	3.45	3.66
2017(f)	2.05	2.88

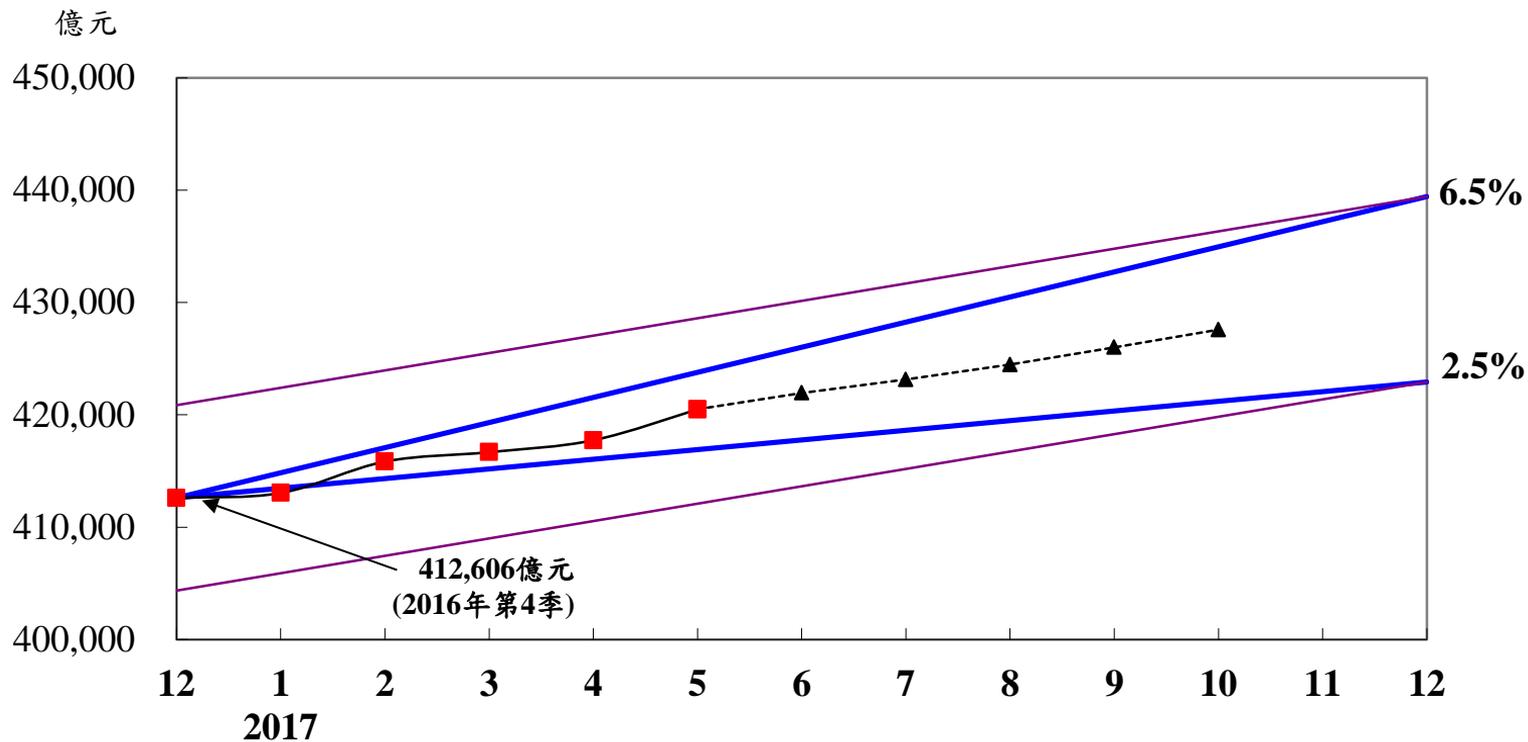
註: 1. 潛在產出係指一國充分利用所有生產要素, 所能生產的最大產量, 亦即生產要素充分就業情況下所能生產的產出。

2. 產出缺口(%) =  $100\% \times (\text{實質GDP} - \text{潛在產出}) / \text{潛在產出}$ 。

3. f: 預測值

資料來源: 主計總處(實質GDP)、央行自行估算(潛在產出)

## (四) 預期2017年M2將於目標區內穩定成長



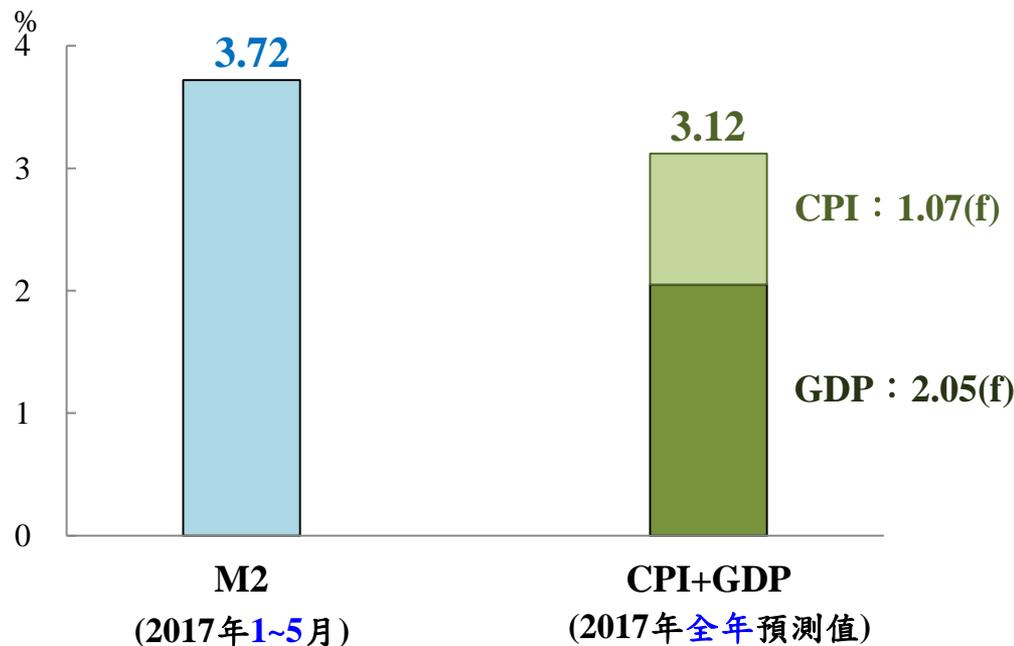
註1. M2為經過季節調整後之數字。

2. 貨幣成長目標上下限的推估係以2016年第4季(經季節調整)為基準。

3. ■表示為實際值(2016/12~2017/5)，▲表示為預測值(2017/6~2017/10)。

## (五) 金融市場流動性充裕，資金足以支應經濟活動所需

— 2017年1~5月M2成長3.72%，高於2017年全年CPI年增率與經濟成長率合計之3.12%。



註：CPI為本行預測值，GDP為主計總處預測值；f：預測值。

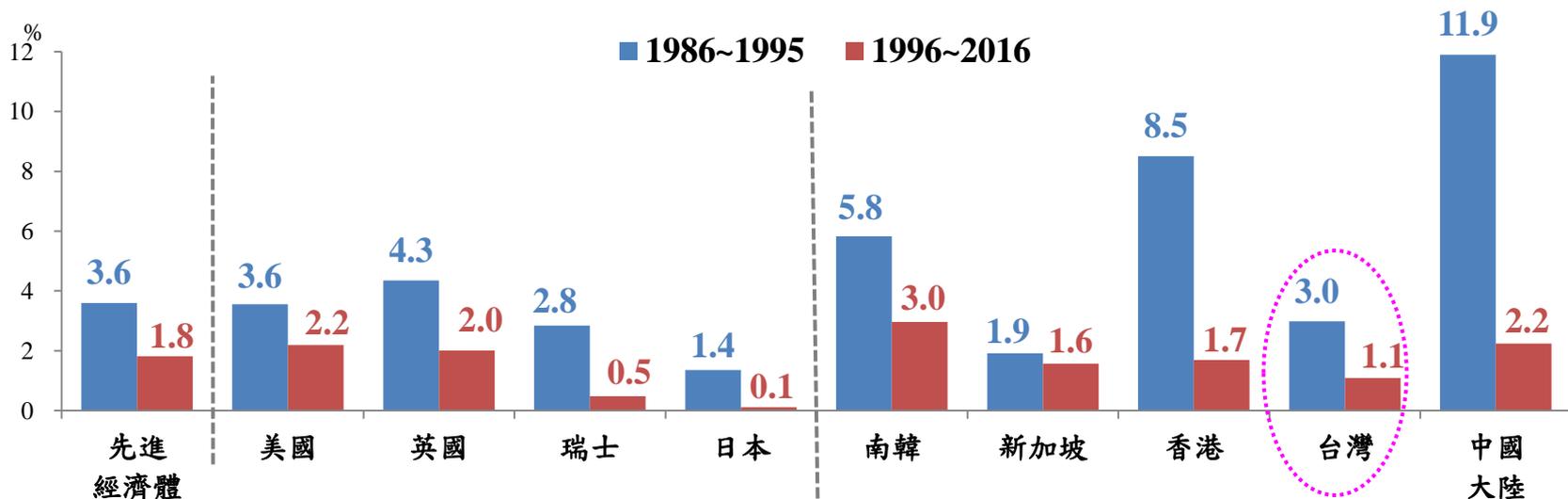
資料來源：主計總處、本行「中華民國金融統計月報」

## 二、台灣通膨率減緩並趨於穩定的原因

### (一) 全球通膨率減緩，台灣亦然

一原因：生產自動化、商品高科技化、經貿全球化與自由化程度加深、主要國家通膨預期降低，致全球通膨率減緩。

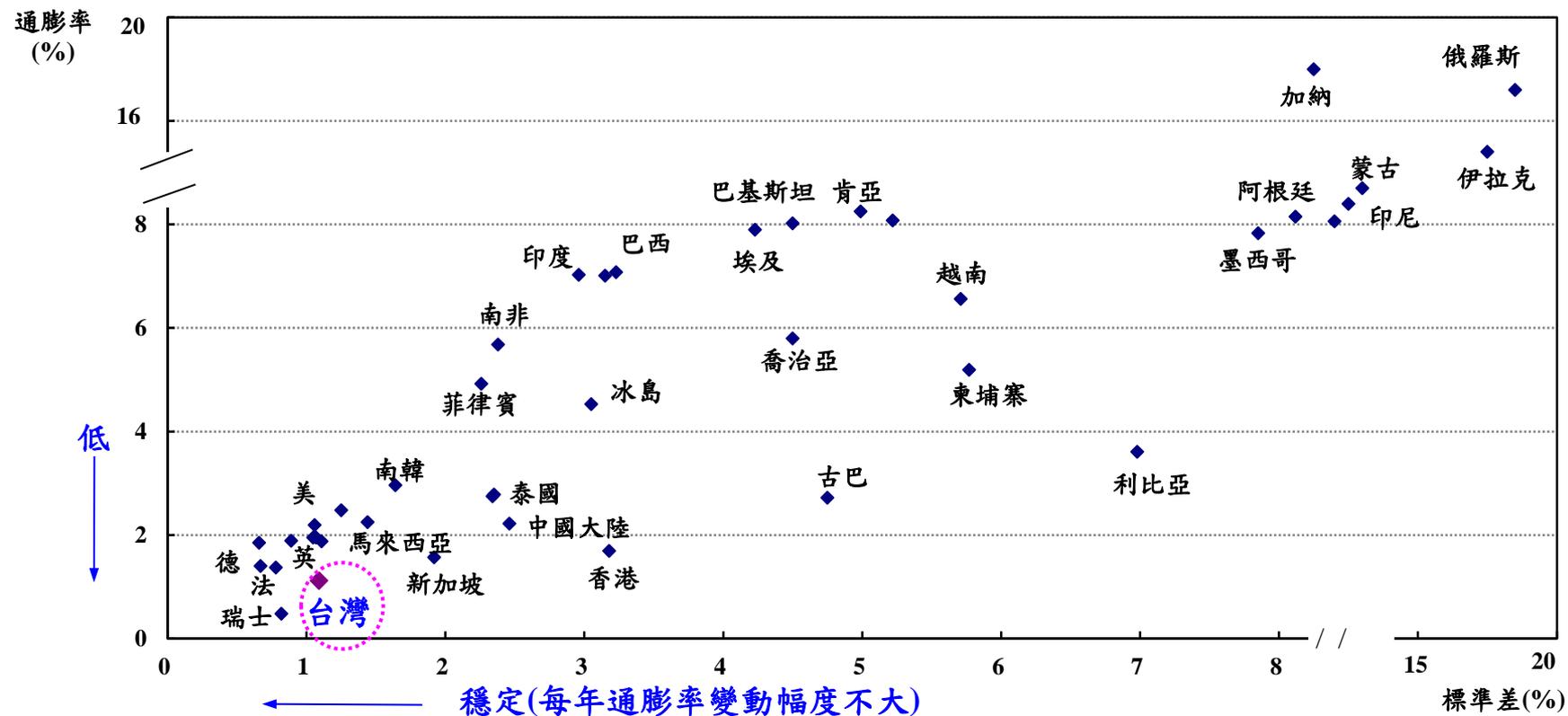
主要經濟體平均每年CPI年增率



資料來源：IMF

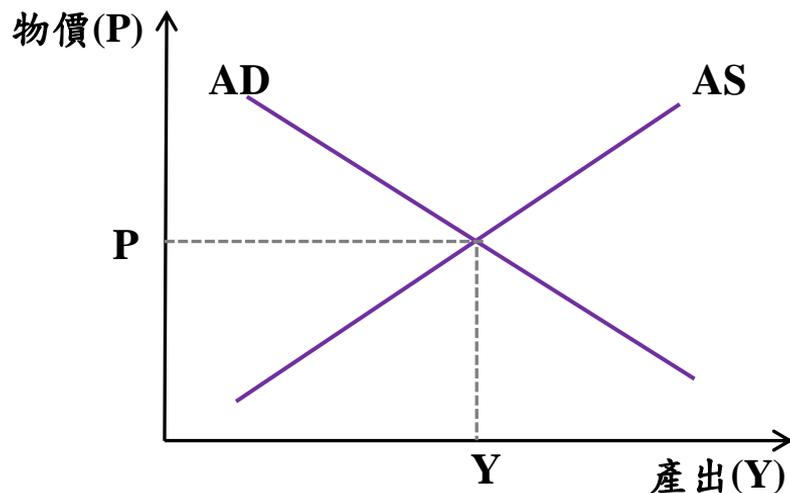
## (二) 台灣通膨率長期維持低而穩定(low and stable)

— 1996~2016年平均通膨率為1.09%，通膨率波動幅度之標準差僅1.02%。



### (三)物價由總合供給(AS)與總合需求(AD)決定

- 1.供給面：如薪資、租金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)\*。
- 2.需求面：如財富、所得、景氣、貨幣數量、政府支出及預期心理等引起的，稱為**需求拉動**(demand pull)。



央行審視通膨衝擊來源，  
採取妥適的貨幣政策，  
以維持物價穩定。

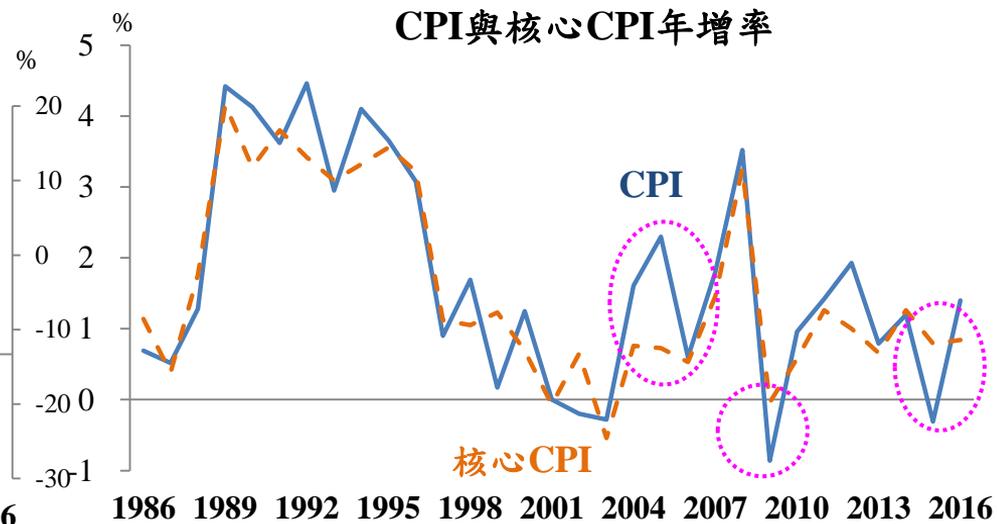
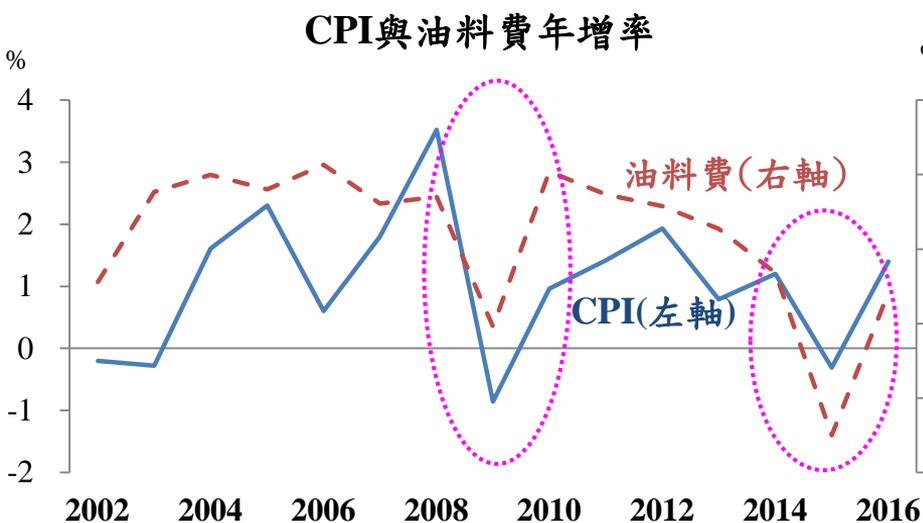
\*:影響AS曲線的因素除生產成本外，尚包括生產力、預期物價等其他因素。

#### (四)台灣物價易受進口價格及天候影響

1.台灣屬小型開放經濟體，物價深受國際原物料行情影響。

—油料費大幅變動時，主導CPI年增率的走勢。

2.CPI年增率易受天候(颱風、豪雨)影響波動較大，核心CPI年增率較穩定。



## (五) 制度面因素抑制物價漲幅

一 完善的健保制度，且學雜費、交通及水電費相對各國低廉。

1996~2016年基本民生費率對CPI年增率貢獻，較過去下降0.42個百分點。

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 ↑		

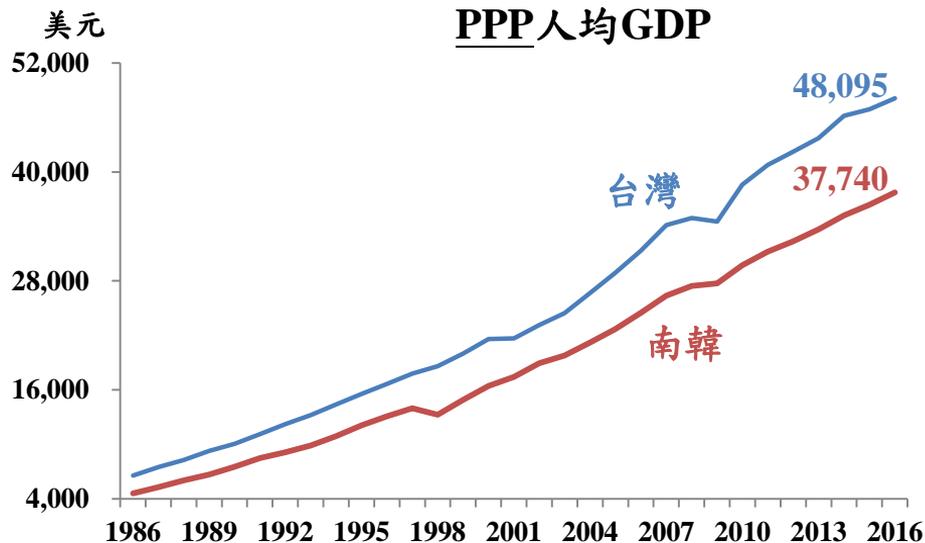
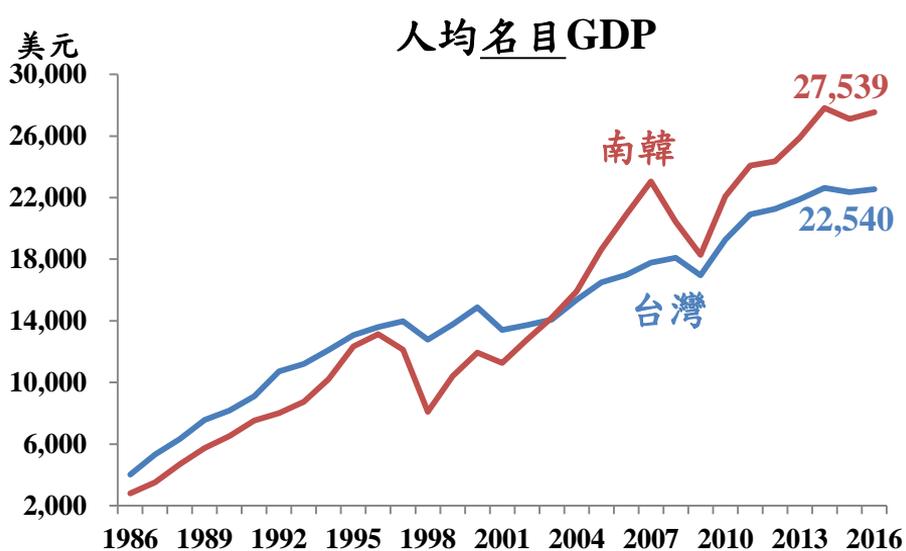
對CPI年增率貢獻(百分點)

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
(2)-(1)	-0.29	-0.07	-0.04	-0.04	-0.01	0.03	-0.42	-1.89

約可解釋  
22%(-0.42/-1.89)

## (六)台灣物價漲幅低而穩定，有助維持民眾實質購買力

- 2016年台灣物價水準分別為美國的47%及南韓的64%\*。
- 2016年以美元計價之人均名目GDP，南韓高於台灣；但考量相對物價水準後，以PPP計價(Purchasing Power Parity)之人均GDP，台灣高於南韓。



\*:國際間常將各國PPP除以其貨幣兌美元匯率，以得到「物價水準指數」(Price Level Index, PLI)，此表示，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%。

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

### 三、薪資成長與物價關係

(一)民眾關心**實質薪資**，當名目薪資與物價同幅上漲，實質薪資不變

1.薪資有兩種：

(1)名目薪資

(2)**實質薪資** =  $\frac{\text{名目薪資}}{\text{物價}}$

2.當**名目薪資調升1倍**，**物價亦上漲1倍**，則**實質薪資未變**。

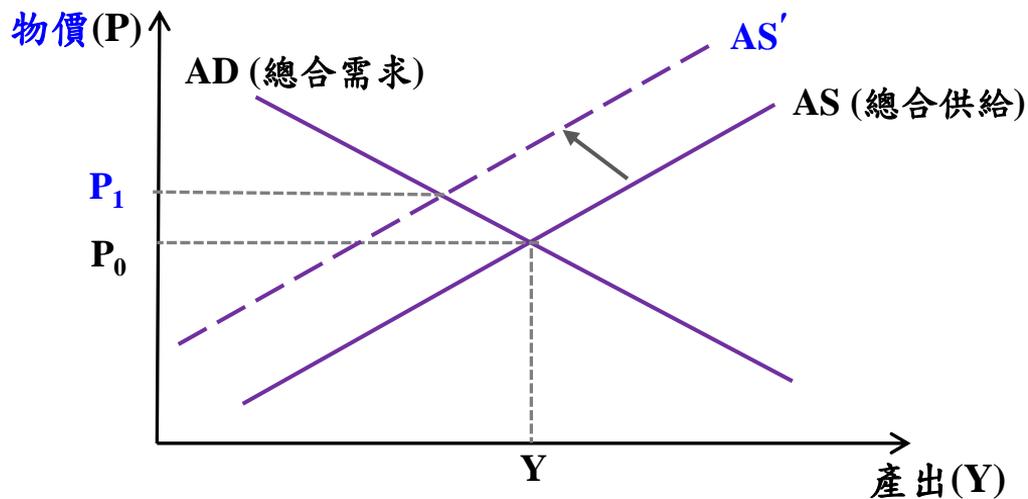
3.民眾關心的是**實質薪資(實質購買力)**。

## (二) 薪資上升為因，物價上漲為果

1. 薪資上漲，廠商成本增加

=> AS 左移 AS'，

=> 物價由  $P_0$  上升至  $P_1$ ，為成本推動型(cost push)的物價上漲。



2. 根據物價漲幅調整薪資，可能導致通膨失控，且實質薪資也不會增加。

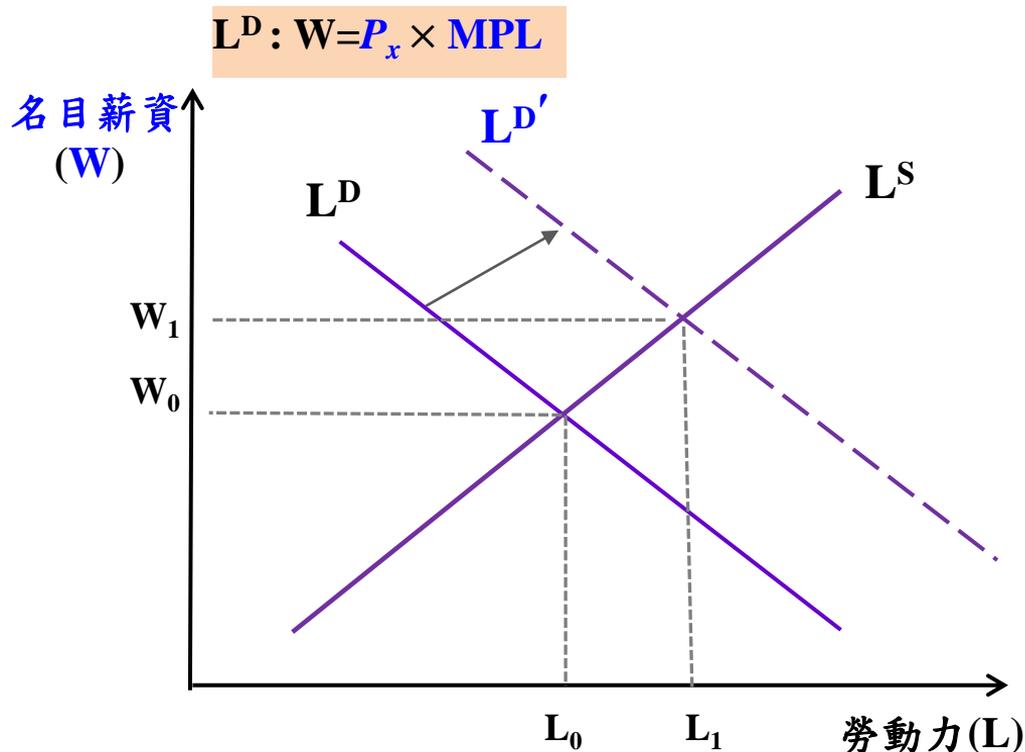
- (1) 若薪資按物價漲幅調整 (wage indexation)，物價上漲會帶動薪資上升，薪資上升會再次推升物價，如此反覆進行，將造成「薪資-物價盤旋上升」(wage-price spiral)現象。
- (2) 若工會力量龐大，薪資依工會要求按物價漲幅調整，但廠商若將成本轉嫁至物價，則實質薪資可能不會增加。

3. 實證結果顯示，所謂「物價穩定有礙薪資調升」說法有待商榷。

- (1) 根據物價與薪資因果關係檢定：薪資上升會顯著影響通膨，  
通膨或通膨預期對薪資影響則不明顯。
- (2) 國內文獻：通膨或通膨預期對名目薪資成長的影響亦不明顯。

### (三) 薪資由勞動供給( $L^S$ )與需求( $L^D$ )決定

— 勞動生產力、產品附加價值與總需求上升，帶動薪資成長才是正途。



- (1) 勞動生產力上升( $MPL \uparrow$ )、  
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。

## 四、論新台幣匯率

### (一)新台幣匯率制度

—本行自1989年4月起，採**管理浮動匯率制度**(managed floating regime)。

### (二)本行**匯率政策立場一致**，**過去如此，現在如此**。

1.原則上，**新台幣匯率由外匯市場供需決定**，若有不規則因素與季節因素，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。

2.維持外匯市場秩序為**中央銀行法**\***賦予央行的職責**，亦為各國央行共識。

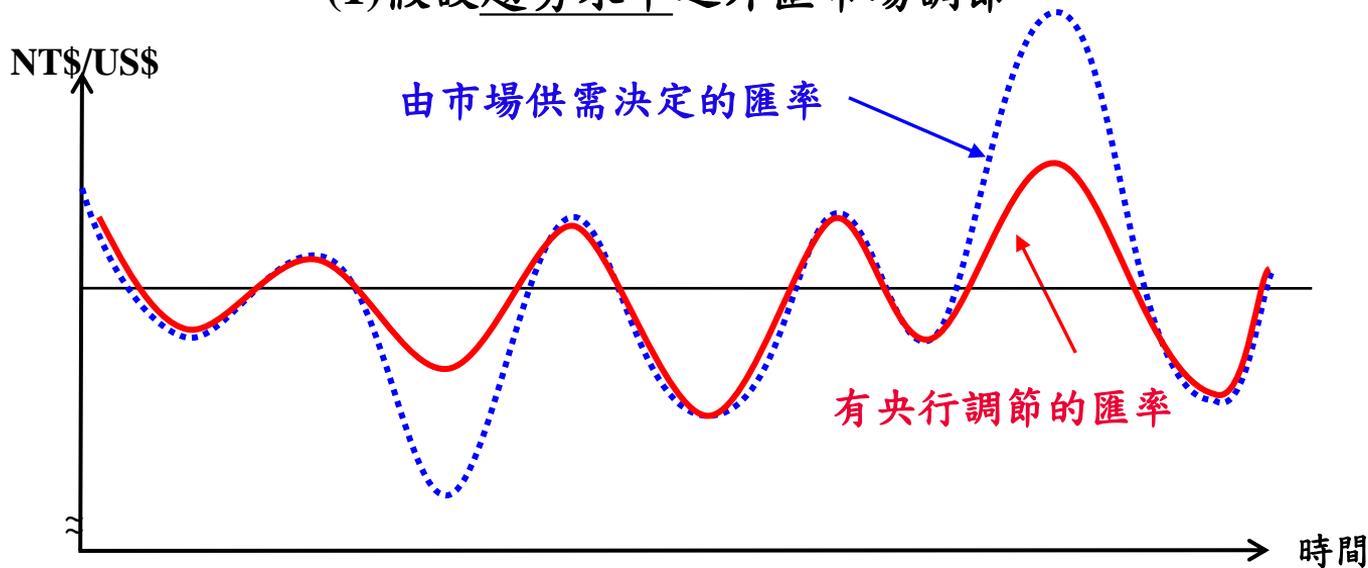
\*:(1)**第2條**規定：央行的經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、**維護對內及對外幣值之穩定**，以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展。其中，對內幣值穩定指物價穩定，而對外幣值穩定指匯率動態穩定。

(2)**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**。

3.本行於必要時採**逆風操作**(leaning against the wind)，旨在**減輕匯率波動幅度**，而非**扭轉趨勢**。

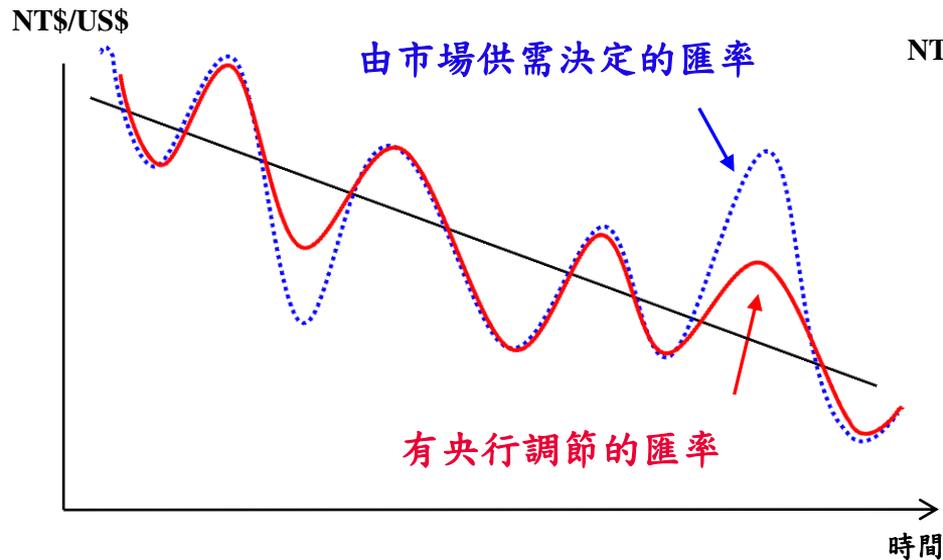
—根據**行為金融學**(Behavioral Finance)，**逆風操作**可減緩匯率過度波動，**使外匯市場更有效率**。

(1) 假設趨勢水平之外匯市場調節

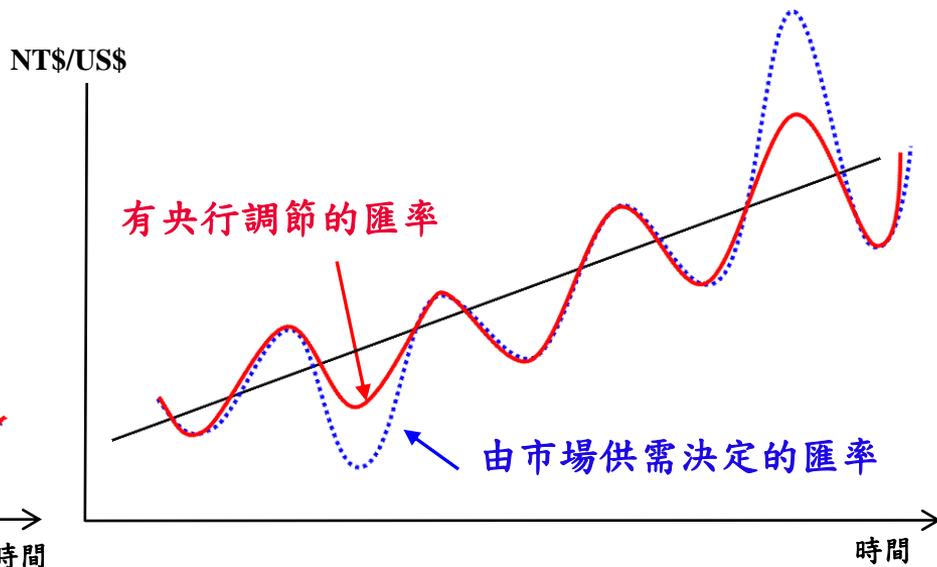


註：匯率的時間數列(O) = 趨勢值 × 循環性因素 × 季節性因素 × 不規則因素，即  $O = (\text{Trend, T}) \times (\text{Cyclical, C}) \times (\text{Seasonal, S}) \times (\text{Irregular, I})$ 。  
央行在外匯市場的調節並非扭轉匯率的長期趨勢，而是在匯率變動過大時，減緩其變動幅度，即減輕C、S及I之影響。

## (2) 假設趨勢向下之外匯市場調節



## (3) 假設趨勢向上之外匯市場調節



### (三)近年短期資本進出為國內股價及匯率的重要影響因素

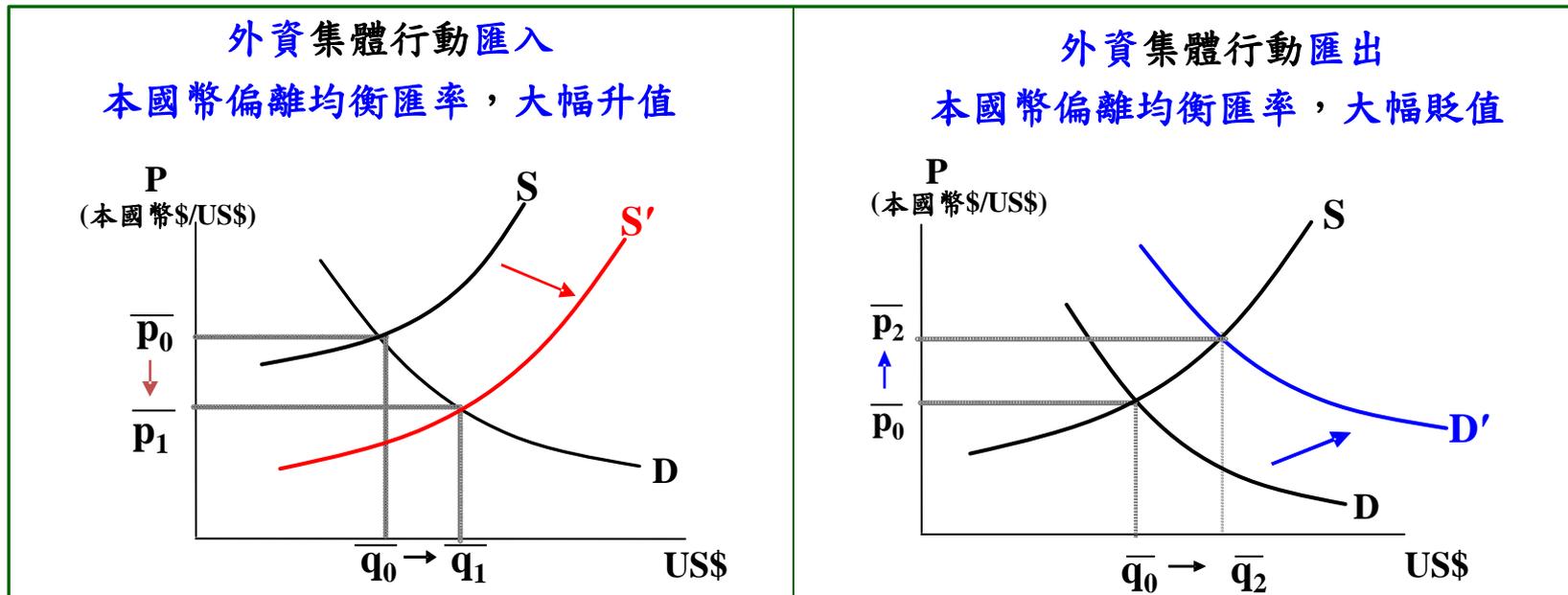
—本年以來，外資匯入，致新台幣升值

1.外資買賣台股須轉換外幣與新台幣，因而影響新台幣匯率。

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(如買美元) → 新台幣貶值。

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

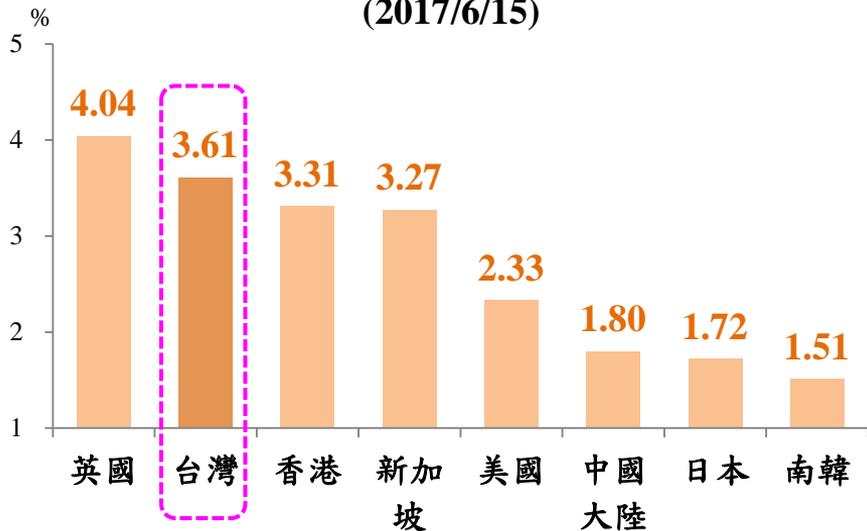


### 3.外資投資台股獲利甚豐。

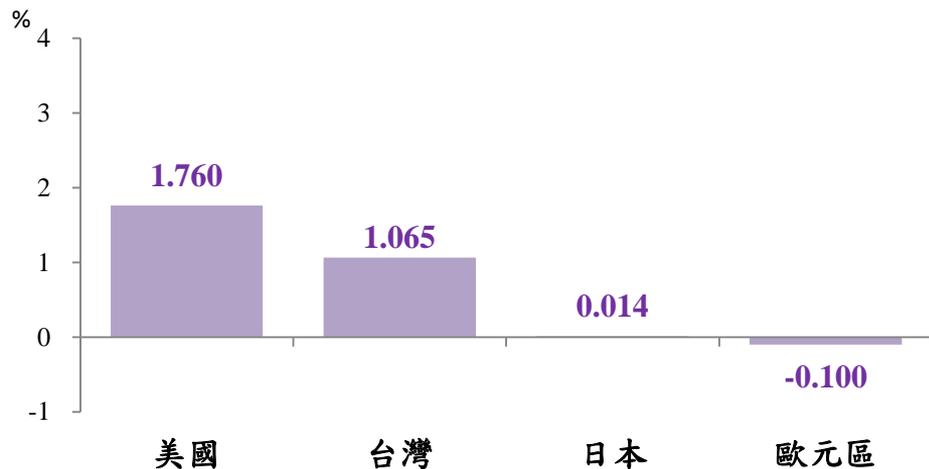
—台股現金殖利率在主要股市僅次於英國，且1年期存款利率僅1.065%，

外資積極投資台股，除可領取鉅額現金股利，亦賺取股價價差，獲利甚豐。

主要國家現金股利殖利率  
(2017/6/15)



主要國家1年期存款利率  
(2017/6/22)



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。

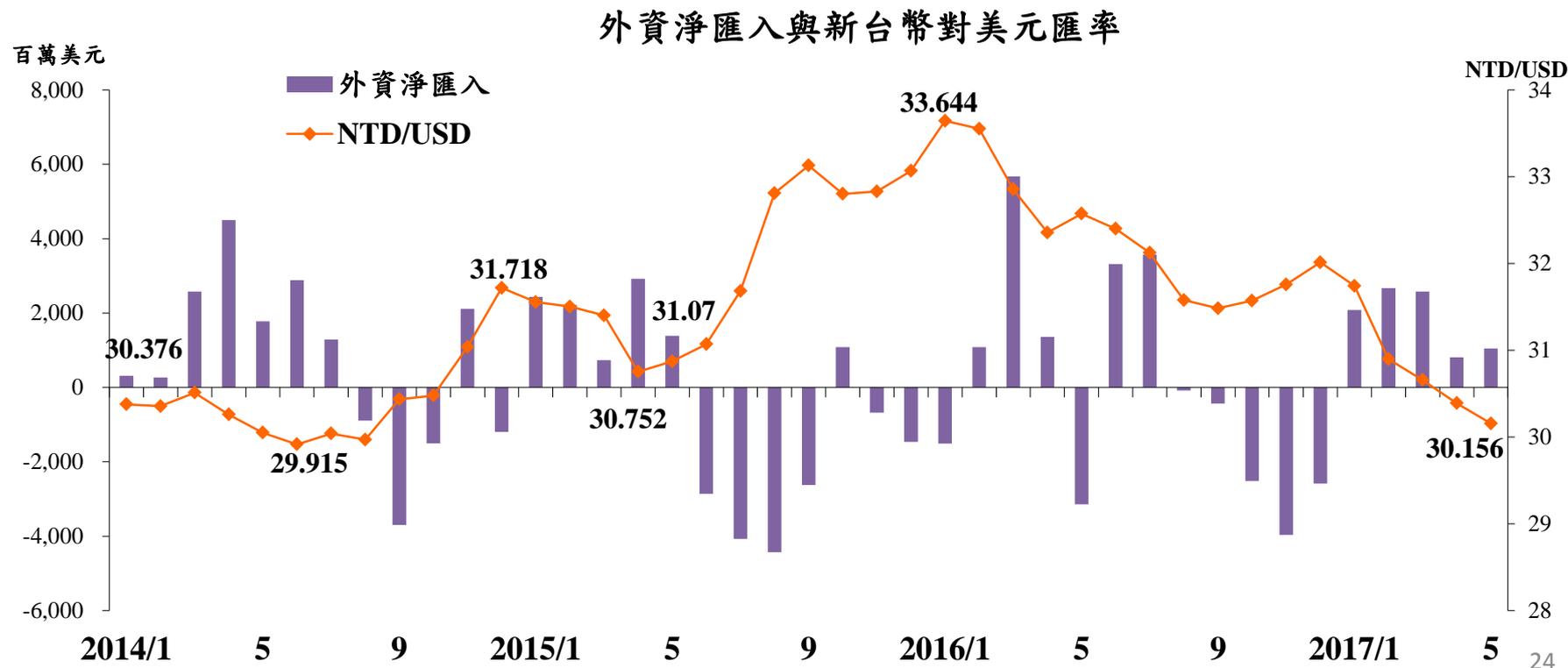
資料來源：Bloomberg

資料來源：Bloomberg

#### 4. 外資的外匯交易量波動大，其短期進出為決定新台幣走勢的主要因素。

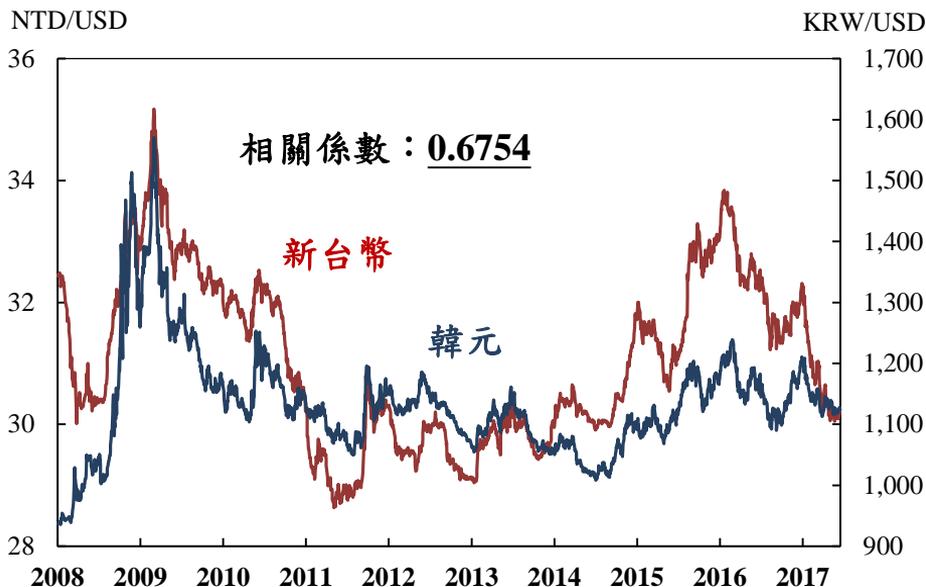
一 本年5月全體外資資金進出占銀行間外匯交易之比率達**43.8%**，

且前**20大外資**占全體外資資金進出總額之比率為**38.7%**。



5. 台灣、南韓、新加坡，基本經濟情勢雖各不相同，但因共同受到短期國際資本移動影響，致2008年以來，新台幣、韓元及新加坡幣對美元走勢的相關性高。

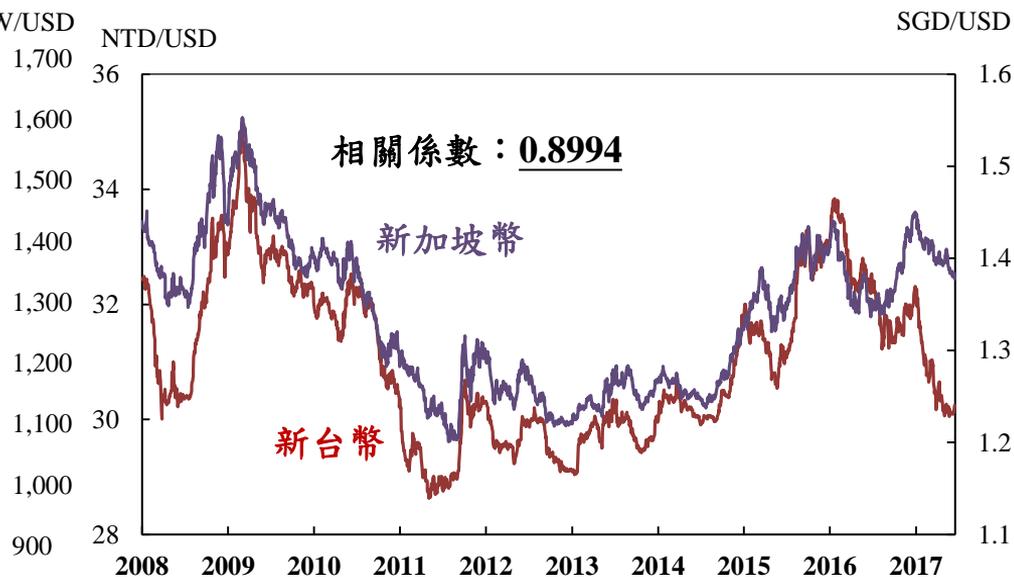
新台幣、韓元對美元匯率



註：資料期間為2008年1月3日至2017年6月15日。

資料來源：中央銀行

新台幣、新加坡幣對美元匯率



註：資料期間為2008年1月3日至2017年6月15日。

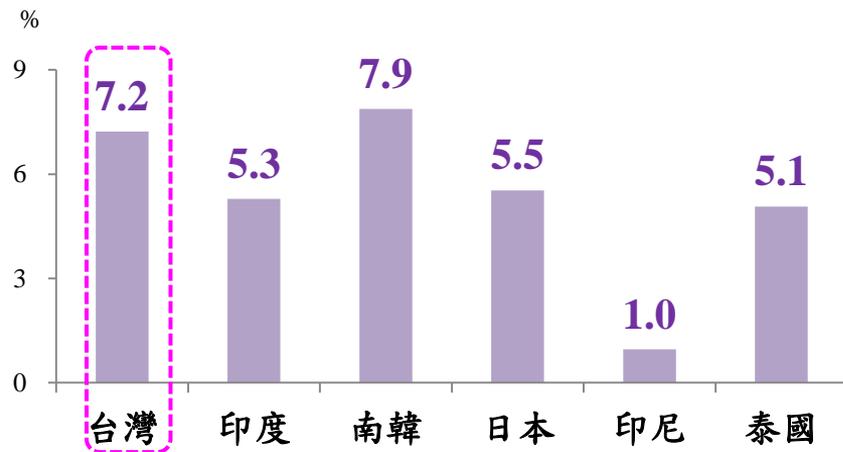
資料來源：中央銀行

— 本年以來，外資大量流入亞洲，致亞洲主要國家外匯市場供給大量增加、  
亞洲貨幣普遍對美元升值。

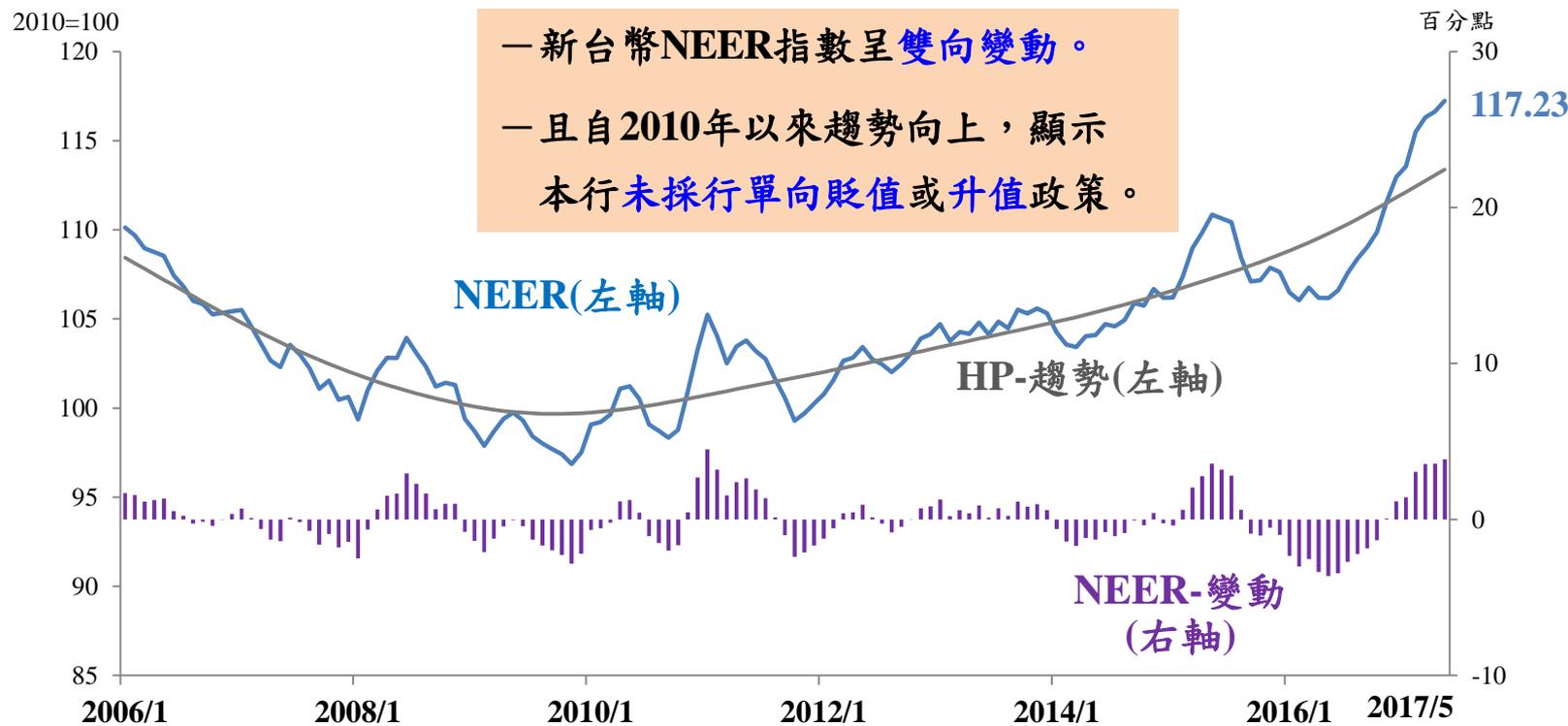
亞洲主要股市外資淨買超  
(2017年1至5月)



亞洲各國貨幣對美元升幅  
(2016/12/30~2017/5/31)



(四)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，皆與事實不符



註：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指數的加權平均數。  
2. 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。

—近期新台幣對美元波動度並未大幅擴增。

(1) 本年以來平均波動度為4.66%，並非歷年最大。



## (2) 新台幣匯率波動度較其他主要貨幣相對穩定。

主要貨幣匯率平均波動度(%)

	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

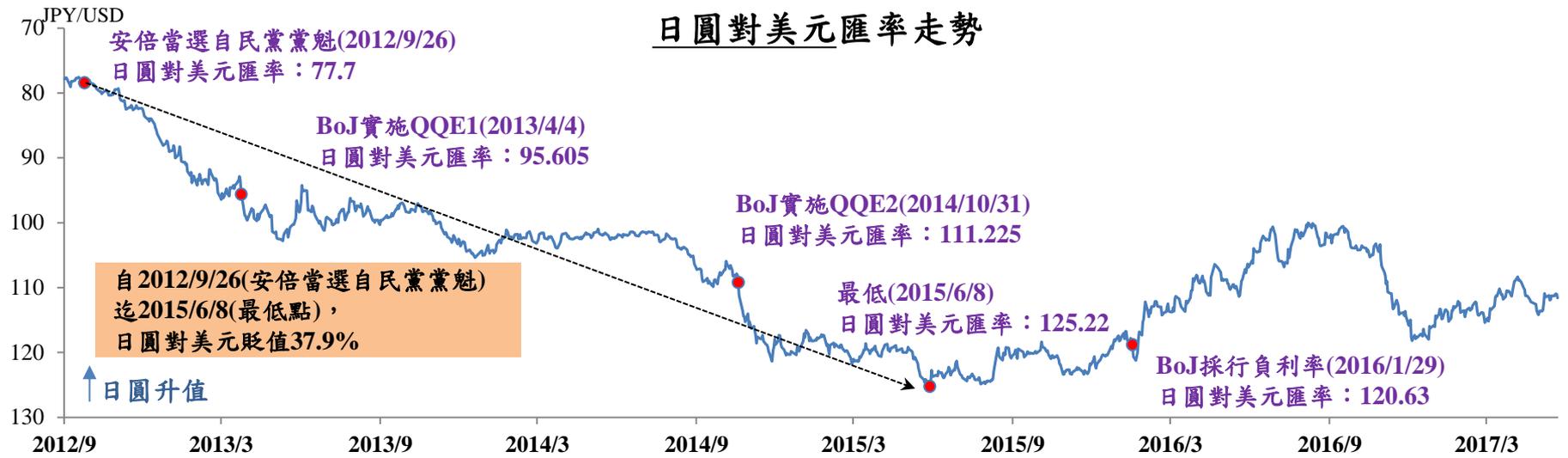
## (五)大國透過量化寬鬆，有助其貨幣貶值

—大國實施QE，使過多資金流向其他國家，產生外溢效果(spill-over effect)，致他國貨幣升值(即大國貨幣貶值)。

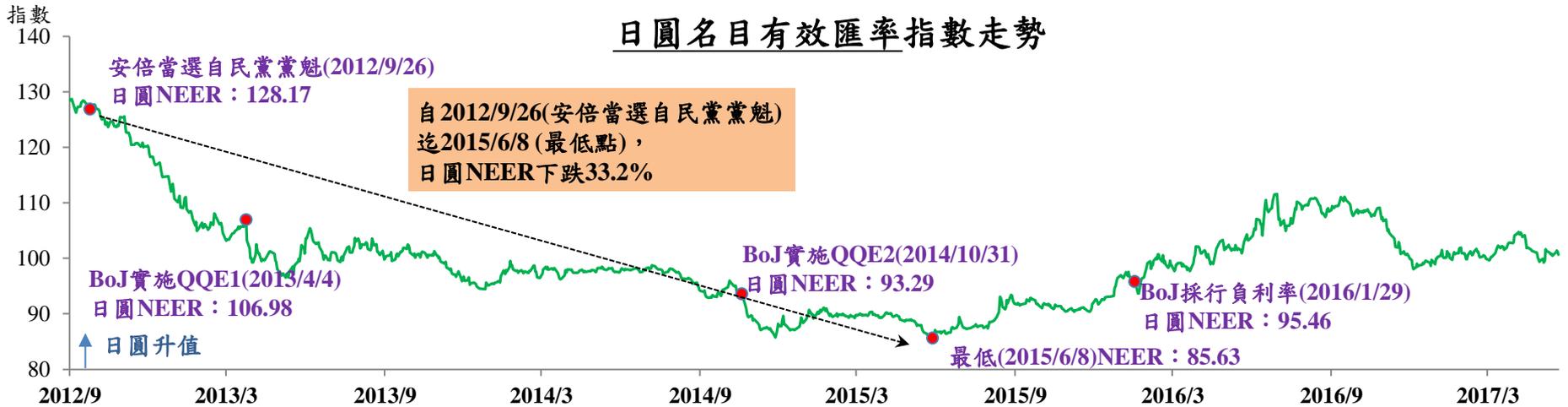
### 美元DXY指數走勢



## 日圓對美元匯率走勢



## 日圓名目有效匯率指數走勢



## 五、美國財政部匯率政策報告，其格式並未增加一欄 —2017年4月的格式與2016年10月及2016年4月完全相同

- (一)美國均以相同標準審視前12大貿易夥伴，2017年4月的報告未新增欄位，也未特別針對台灣(項目與格式詳見下頁)。
- (二)美國匯率政策報告指出，此資料係其財政部自行推估，干預規模受假設的收益率影響大\*。
- (三)2017年4月的報告，美國12個主要貿易對手國中，只有台灣達到指標門檻項數減少，由原先兩項減為一項。

\*: 原文為 「..., intervention estimates are therefore sensitive to the rate of return assumed to be earned on reserves.」

## 上次(2016年10月)報告

	Bilateral Goods Deficit (USD Bil., Trailing 4Q) (1)	Current Account			FX Intervention		
		Balance (% of GDP, Trailing 4Q)	3 Year Change in Balance (% of GDP)	Balance (USD, Billion; Trailing 4Q)	Net FX Purchases (% of GDP)	Net FX Purchases (\$ Bil.)	Persistent Net FX Purchases?
		(2a)	(2b)	(2c)	(3a)	(3b)	(3c)
China	356.1	2.4	0.0	260.9	-5.1%	-566	No
Germany	71.1	9.1	2.3	312.3	-	-	No
Japan	67.6	3.7	2.6	158.3	0.0%	0	No
Mexico	62.6	-2.9	-0.8	-31.7	-2.2%	-24	No
Korea	30.2	7.9	2.0	107.1	-1.8%	-24	No
Italy	28.3	2.3	1.9	42.5	-	-	No
India	24.0	-0.8	4.2	-16.0	0.3%	5	No
France	18.0	-0.5	0.4	-12.8	-	-	No
Taiwan	13.6	14.8	5.2	75.8	2.5%	13	Yes
Switzerland	12.9	10.0	-1.6	66.2	9.1%	60	Yes
Canada	11.2	-3.4	0.1	-51.1	0.0%	0	No
United Kingdom	-0.3	-5.7	-2.0	-161.2	0.0%	0	No
<b>Memo : Euro Area</b>	<b>130.5</b>	<b>3.2</b>	<b>1.3</b>	<b>380.4</b>	<b>0.0%</b>	<b>0</b>	<b>No</b>

Sources: Haver Analytics; National Authorities; U.S. Bureau of Economic Analysis; and U.S. Department of the Treasury Staff Estimates

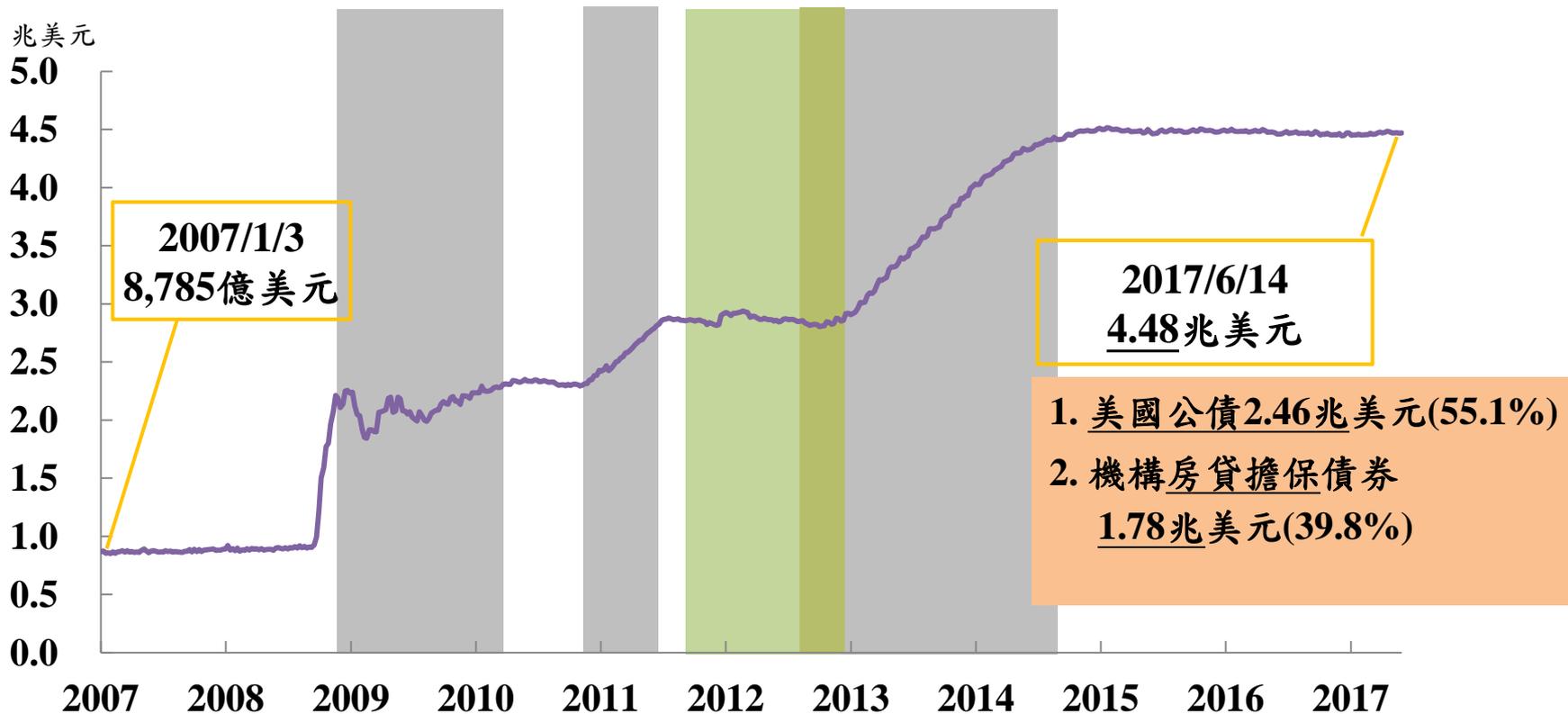
## 本次(2017年4月)報告

	Bilateral Goods Deficit (USD Bil., Trailing 4Q) (1)	Current Account			Foreign Exchange Intervention		
		Balance (% of GDP, Trailing 4Q)	3 Year Change in Balance (% of GDP)	Balance (USD Bil., Trailing 4Q)	Net FX Purchases (% of GDP)	Net FX Purchases (USD Bil.)	Net FX Purchases 8 of 12 Mos.??†
		(2a)	(2b)	(2c)	(3a)	(3b)	(3c)
China	347.0	1.8	0.2	196	-3.9	-435	No
Japan	68.9	3.8	2.9	186	0.0	0	No
Germany	64.9	8.3	1.5	286	-	-	No
Mexico	63.2	-2.7	-0.2	-28	-0.5	-6	No
Italy	28.5	2.8	1.8	51	-	-	No
Korea	27.7	7.0	0.8	99	-0.5	-7	No
India	24.3	-0.5	2.1	-11	0.4	10	No
France	15.8	-1.2	-0.3	-30	-	-	No
Switzerland	13.7	10.7	-0.8	71	10.0	66	Yes
Taiwan	13.3	13.4	3.4	71	1.8	10	Yes
Canada	11.2	-3.3	-0.1	-51	0.0	0	No
United Kingdom	-1.1	-5.1	-1.1	-138	0.0	0	No
<b>Memo : Euro Area</b>	<b>125.7</b>	<b>3.4</b>	<b>1.2</b>	<b>403</b>	<b>0.0</b>	<b>0</b>	<b>No</b>

Sources: Haver Analytics; National Authorities; U.S. Census Bureau; and U.S. Department of the Treasury Staff Estimates

# 六、美國Fed縮減資產負債表之說明

## (一) Fed資產規模已膨脹至金融危機前之5倍



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期望自本年啟動「資產負債表正常化」

### 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逐漸調高的上限(gradually rising caps)之部分才能再投資。

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

### (三)市場對Fed縮減資產負債表之預期

1. 市場預估Fed宣布時點：本年9月 (10月實施)

實施期間：約 3.25年~4.25年

縮表後規模：約 2.5兆美元~3兆美元

2. Fed縮減資產負債表對金融市場之影響：

日期	機構	約當調升聯邦資金利率之效果
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)
日期	機構	推升美國10年期公債殖利率幅度之估計
2017.3.29	Deutsche Bank	推估每減少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

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;

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

# 七、直升機撒錢的政策風險極高

## (一) 直升機撒錢的概念與風險

1. 定義：由央行印鈔票，直接支應政府支出

2. 風險：

傷害央行的獨立性、可信度  
政府延宕必要的改革

央行淪為政府的提款機  
財政紀律蕩然無存

惡性通膨  
財政失控

### 案例

日本大藏大臣高橋是清(Takahashi Korekiyo)於全球經濟大蕭條之後，日本發生「昭和恐慌」時，於1932年指示日本央行(BoJ)直接購買日本公債，堪稱全球最早曾採直升機撒錢策略的案例。

後來高橋試圖處理失控的財政，與一再要求擴大軍備預算的軍方劍拔弩張。1936年2月26日凌晨，日本爆發政變，數名軍官率領上千名士兵分頭刺殺內閣要員，高橋於睡夢中被連開數槍，當場身亡。

## (二) 直升機撒錢充滿爭議，仍僅止於討論層面，目前沒有國家採行

1. 國際間許多經濟學者與央行官員，均對直升機撒錢策略存疑，且這涉及法律與制度層面等問題，實務上恐窒礙難行；目前亦無任何國家採行。
2. 法律上，主要國家大多禁止央行採貨幣性融通。
  - 主要國家的法律均允許央行可在次級市場購買公債，搭配財政激勵措施。
  - 至於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，主要國家的法律大多禁止，除非國會允許例外。

### (三)結語

1. 直升機撒錢策略並非「免費午餐」(free lunch)。

— 可能帶來惡性通膨、損害央行獨立性、破壞財政紀律、不利經濟穩定等風險。

— 將使整體經濟、社會付出高昂代價，係不負責任的想法。

2. 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。

簡報完畢



謝謝!

