



中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



106.9.21

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1-8月	2017年全年	2018年全年
國內機構	主計總處 (2017/8/18)	0.72 (CPI) 0.97 (核心CPI*)	0.66	0.87
	中央銀行 (2017/9/5)		0.80(CPI)	1.12(CPI)
	元大寶華 (2017/6/28)		1.04(核心CPI*)	1.13(核心CPI*)
	台經院 (2017/7/25)		1.00	n.a.
	中經院 (2017/7/18)		1.05	n.a.
國外機構	Nomura (2017/9/15)		1.12	1.36
	Barclays Capital (2017/9/15)		0.70	1.30
	Deutsche Bank (2017/9/8)		0.80	1.50
	Citi (2017/8/23)		0.80	1.50
	IHS Markit (2017/9/15)		0.80	1.80
	DBS (2017/9/15)		0.89	1.18
	BoA Merrill Lynch (2017/9/15)		0.90	1.00
	UBS (2017/9/14)		0.90	1.20
	Standard Chartered (2017/9/15)		0.90	1.20
	Goldman Sachs (2017/9/16)		1.00	1.30
	ADB (2017/7/20)	1.10	1.20	
	Morgan Stanley (2017/9/14)	1.10	1.60	
	HSBC (2017/8/11)	1.20	1.30	
	Goldman Sachs (2017/9/16)	1.40	1.80	

國內機構預測中位數
2017年、2018年
1.00%、1.12%

國外機構預測中位數
2017年、2018年
0.9%、1.3%

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

(二)台灣目前實質利率水準已為正數

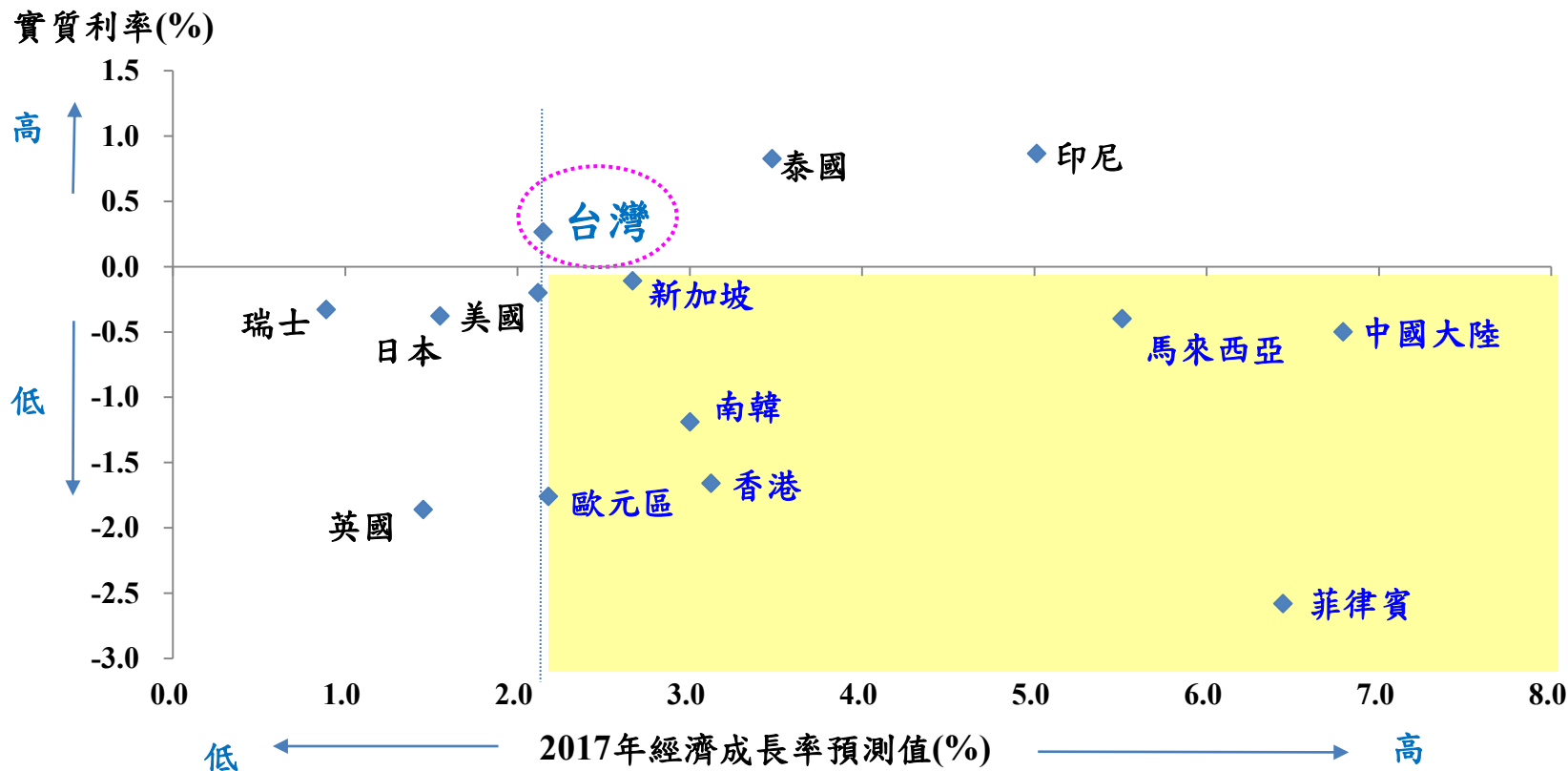
主要經濟體實質利率及經濟成長率比較表

單位:%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2017年9月21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*
印尼	4.750	3.88	0.870	5.0
泰國	1.500	0.67	0.830	3.5
台灣	1.065	0.80	0.265	2.15
新加坡	0.250	0.36	-0.110	2.7
美國	1.770	1.97	-0.200	2.1
瑞士	0.160	0.49	-0.330	0.9
日本	0.012	0.39	-0.378	1.6
馬來西亞	2.850	3.25	-0.400	5.5
中國大陸	1.500	2.00	-0.500	6.8
南韓	1.000	2.19	-1.190	3.0
香港	0.050	1.71	-1.660	3.1
歐元區	-0.250	1.51	-1.760	2.2
英國	0.750	2.61	-1.860	1.5
菲律賓	0.500	3.08	-2.580	6.4

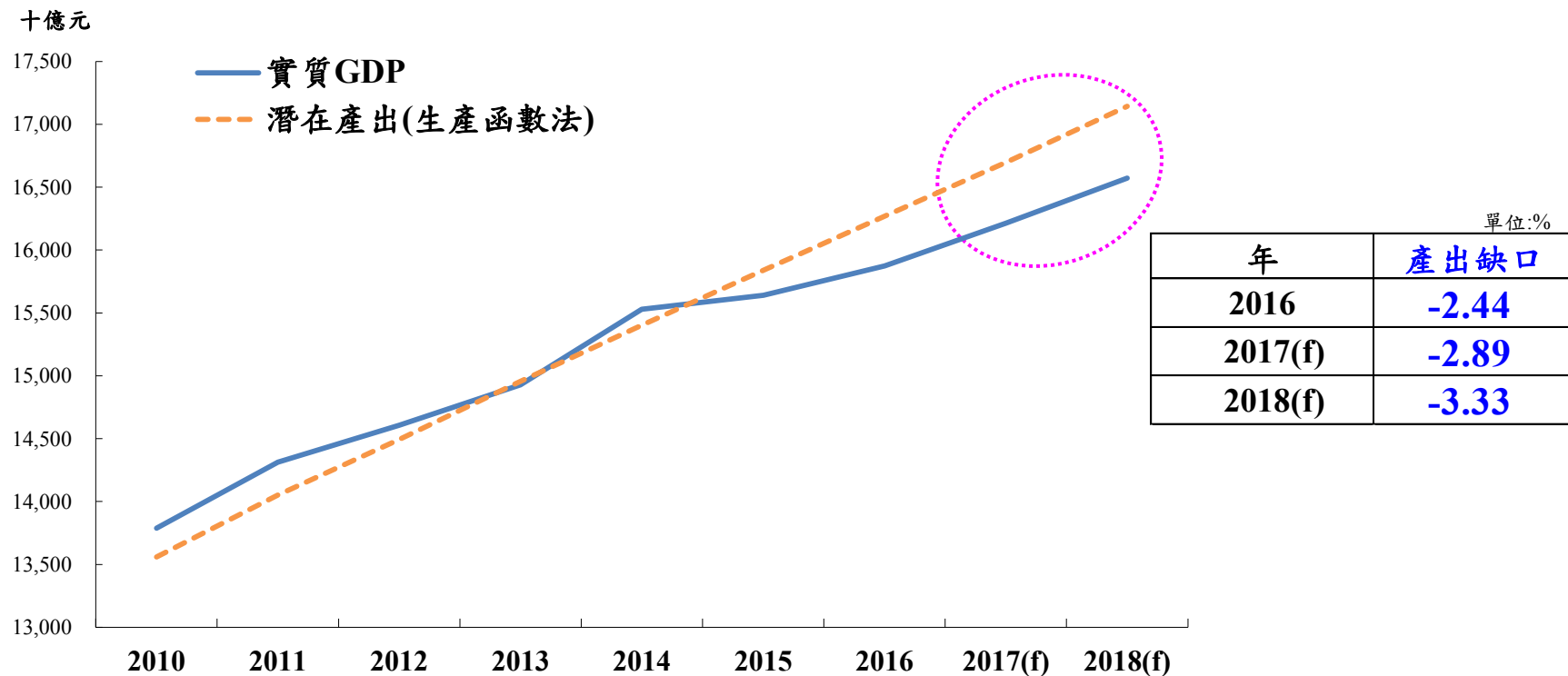
*:台灣: CPI年增率及經濟成長率係央行預測值；其他國家:IHS Markit(2017/9/15)預測值。

一部分國家經濟成長率高於台灣，但實質利率卻相對較低，且為負值。



註：1. 實質利率為1年期定存利率(2017/9/21)扣除CPI年增率(2017年預測值)，台灣為本國五大銀行之一年期定期存款機動利率。
2. 2017年各國經濟成長率與CPI年增率為 IHS Markit 2017年 9月15日預測值；台灣CPI年增率及經濟成長率係央行預測值。

(三) 2017~2018年為負的產出缺口



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

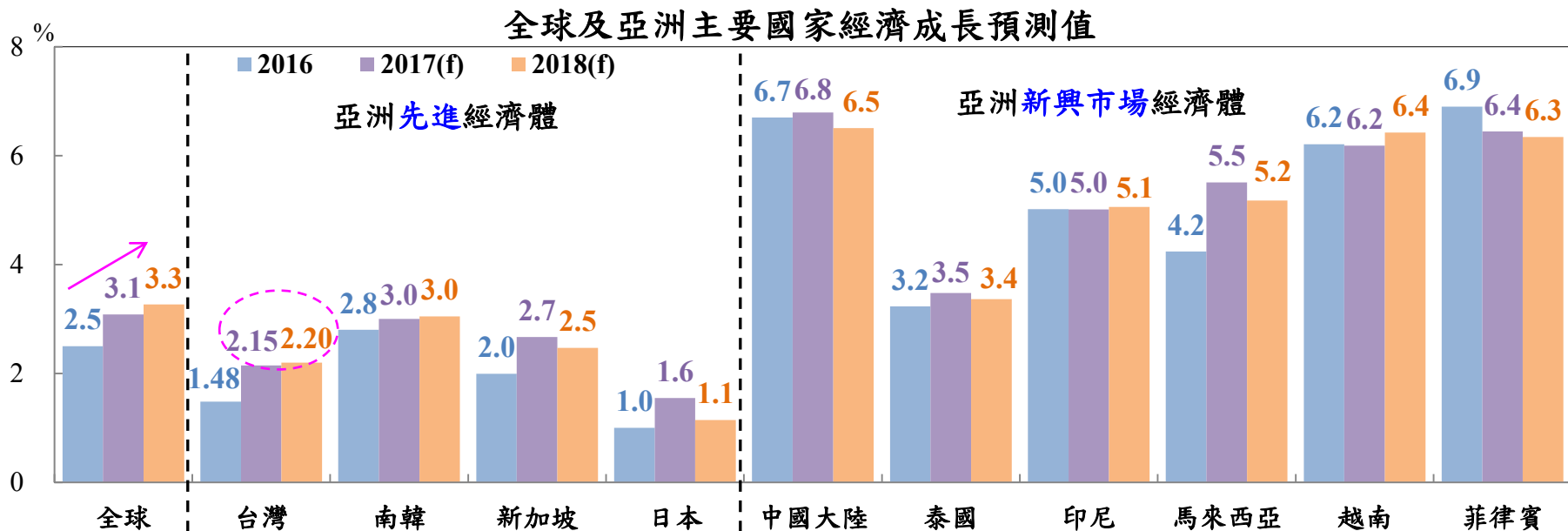
3. f: 預測值

資料來源: 央行自行估算

二、近年台灣經濟成長相對亞洲主要先進國家和緩原因之分析

(一)台灣經濟成長力道和緩，低於全球、南韓及新加坡

— 亞洲新興市場經濟體係驅動全球經濟成長主力。



註:亞洲先進經濟體，包括台灣、南韓、新加坡、日本、澳洲、紐西蘭、香港共7個經濟體；亞洲新興市場經濟體包括中國大陸、泰國、印尼、馬來西亞、越南、菲律賓、孟加拉、印度、巴基斯坦、斯里蘭卡共10個經濟體。

資料來源：經濟成長實際值: IHS Markit (2017/9/15)、各國官方資料庫;經濟成長預測值(f):台灣-央行，全球及其他國家-IHS Markit (2017/9/15)

(二)供給面分析：台灣潛在產出成長率低於韓、星

— 主要反映國內投資長期不振，其次為勞動投入成長較緩。

台、韓、星潛在產出與經濟成長率

單位：%

	2017(f)~2018(f)年平均	
	潛在產出成長率*	經濟成長率
台灣	2.6	2.2
南韓	2.8	3.0
新加坡	3.3	2.6

*: 台灣係採用生產函數法，
其他國家因資料(如資本存量)取得不易，採HP濾波法估計。

資料來源：潛在產出:本處經研處估計
經濟成長:央行、IHS Markit (2017/9/15)

台、韓、星經濟成長貢獻來源 (2012~2014年平均)

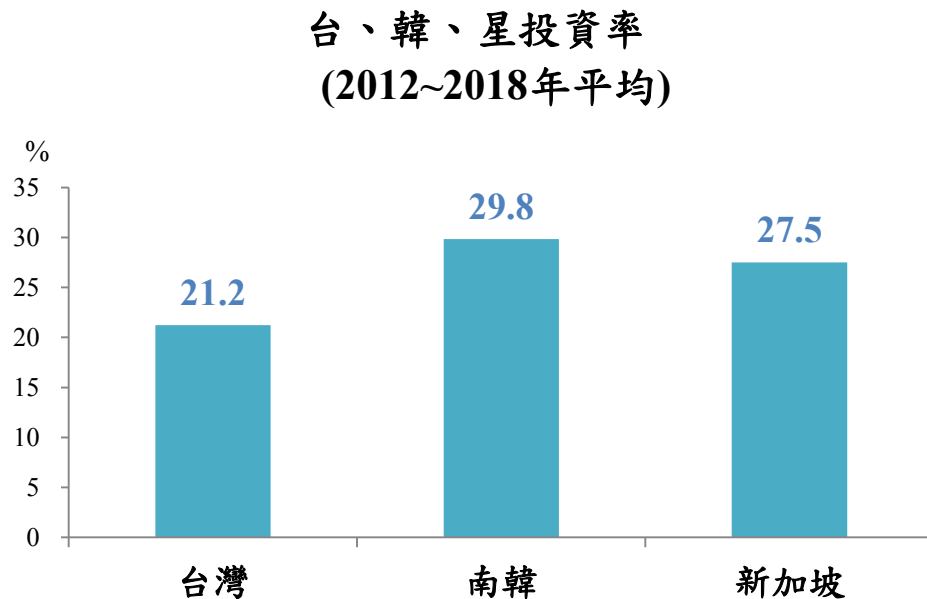
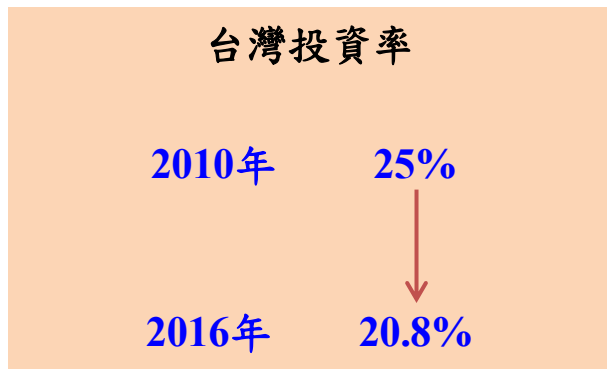
	投入要素貢獻(百分點)			經濟成長率(%) (Y)
	資本(K)	勞動(L)	TFP	
台灣	1.1	0.7	0.9	2.7
南韓	1.9	0.9	0.1	2.8
新加坡	2.9	1.3	-0.4	3.8

註: TFP(Total Factor Productivity)係總要素生產力。

資料來源：亞洲生產力組織(Asian Productivity Organization, APO), APO
Productivity Database 2016

1. 台灣投資率較低：

—投資占GDP比重平均僅21%，低於南韓及新加坡。



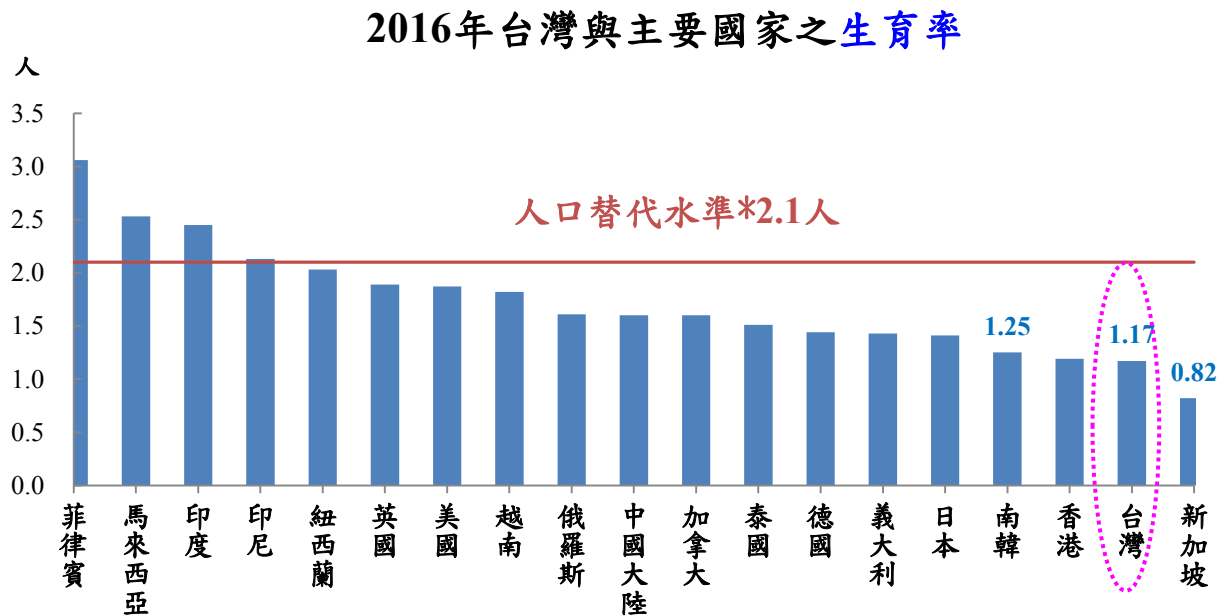
註:此處投資率係各國投資占GDP比重。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (April 2017)

2. 勞參率相對較低：

(1) 生育率低。

— 生育率低於人口替代水準，不利未來人口成長，且較新加坡以外的主要國家低。



*:每位婦女生育2.1個子女，才能維持長期人口數不增不減。

(2) 人口老化。

— 邁向高齡化社會，工作年齡人口比重將大幅下降，降幅與南韓相當。

(3) 晚進早退。

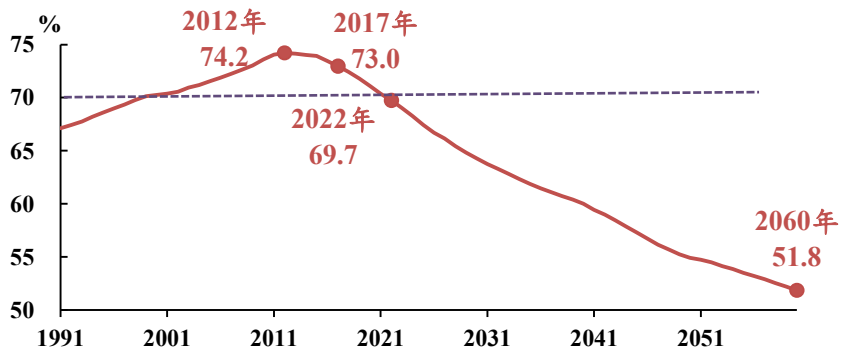
— 青少年選擇繼續升學與中高齡提早退出勞動市場。

主要經濟體工作年齡人口*比重預測值

單位：%，百分點

	南韓	台灣	新加坡	香港	日本
2017年(f)(1)	73.1	73.0	72.2	72.0	59.9
2060年(f)(2)	50.1	51.8	55.3	57.4	51.6
降幅 (2)-(1)	23.0↓	21.2↓	16.9↓	14.6↓	8.3↓

台灣工作年齡人口比重



註1: 人口紅利可定義為，工作年齡人口占總人口比重高於70%，依此定義台灣人口紅利將於2022年起消失。

註2*: 係指15~64歲人口。

2016年台、韓、星各年齡層勞參率

單位：%

	台灣	南韓	新加坡
15~19歲	8.6	8.9	15.3
20~24歲	53.5	51.6	62.3
25~29歲	92.2	76.7	90.3
30~34歲	90.2	77.7	90.8
35~39歲	84.7	76.5	89.7
40~44歲	85.2	79.9	88.2
45~49歲	81.7	82	86.3
50~54歲	71.4	79.4	81.4
55~59歲	55.7	72.8	75.8
60~64歲	36.4	61.5	62.8
65歲以上	8.6	31.5	26.5
平均	58.8	62.8	68.0

(三)需求面分析：台灣經濟成長率低於潛在產出成長率，顯示有效需求不足

—上半年：民間投資及政府支出表現較差。

—下半年起：輸出受基期因素影響，對經濟成長之貢獻將趨緩且低於南韓及新加坡。

2017~2018年台、韓、星經濟成長預測值與GDP組成項目貢獻度

單位：%;百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)				淨外需貢獻			
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	政府支出* (4)	存貨變動** (5)	(6)	輸出	(-)輸入	
2017 上半年									
台灣	2.4	1.6	1.1	0.2	-0.1	0.4	0.8	3.8	3.0
南韓	2.8	4.9	1.1	2.8	0.6	0.5	-2.1	0.8	2.9
新加坡	2.7	2.4	-0.1	-1.4	0.5	3.4	0.3	8.2	7.9
2017(f)~2018(f)									
台灣	2.2	1.6	1.0	0.3	0.2	0.1	0.5	2.2	1.7
南韓	3.0	3.5	1.2		2.3		-0.5	3.5	4.0
新加坡	2.6	0.9	0.4		0.5		1.7	8.1	6.4

*:含政府消費、公營事業投資及政府投資。

**：含統計誤差。

資料來源：2017年上半年：各國官方資料庫；2017(f)~2018(f)：台灣-央行，其他國家-IHS Markit (2017/9/15)

1.民間投資成長有待提升：

(1)五缺(尤其是限電危機)、環評問題，阻礙國人及外人來台投資(FDI)。

— 1~7月投審會核准之僑外投資金額負成長27.4%，陸資亦負成長4.7%。

(2)美國倡導「美國優先」，吸引國內大型企業赴美投資；中國大陸對台灣磁吸效應可能擴大。

— 1~7月投審會核備國內企業對美國投資金額成長67.5%。

(3)服務業發展較緩慢，對新經濟(人工智慧、金融科技(Fintech))的投資不易提升。

台、韓民間投資年增率(%)

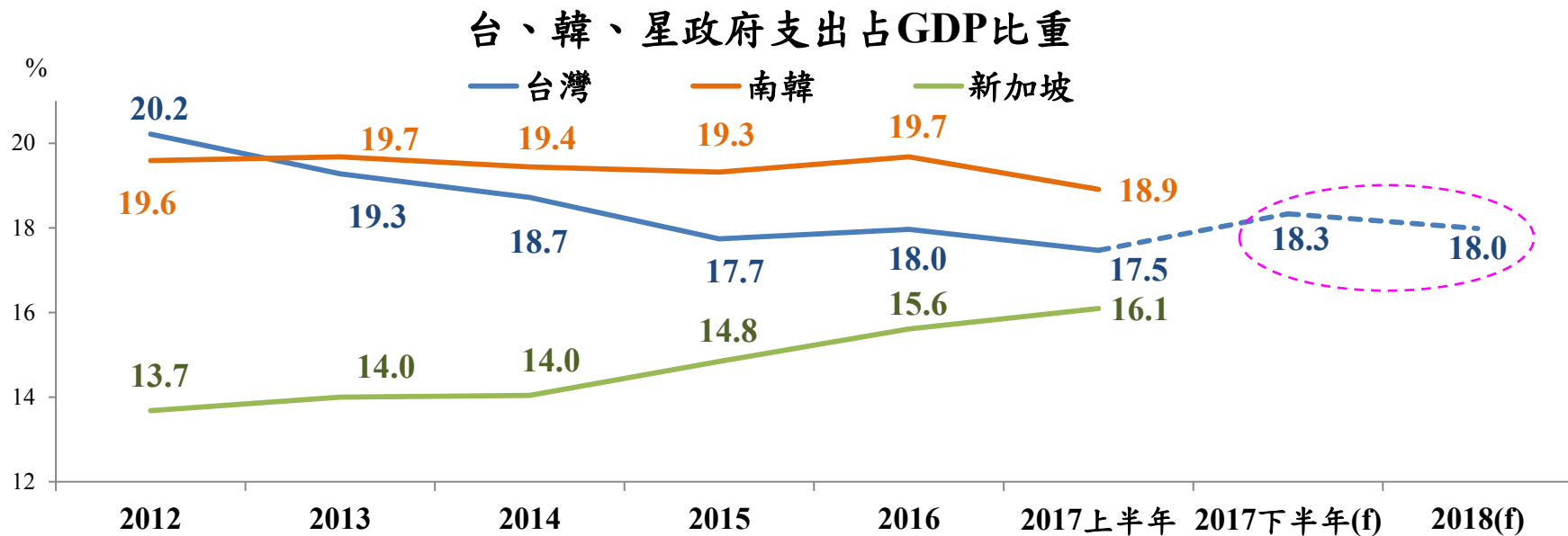
	2017 年上半年	2017 年 Q1	2017 年 Q2
台灣	1.3	3.5	-1.0
南韓	10.8	11.5	10.3

2. 政府支出貢獻有限：

(1) 台灣政府支出規模相對不大。

(2) 南韓政府持續採擴張性財政政策及促進就業方案。

(3) 新加坡政府提出標靶式(targeted approach)激勵政策*。



*：包含企業所得稅退稅、協助企業創新、國際化及加薪、投資基礎建設、支援家庭、確保財政長期持續等，以激勵經濟成長。

3. 民間消費溫和成長

$$GDP = C + I + G + (X - M)$$

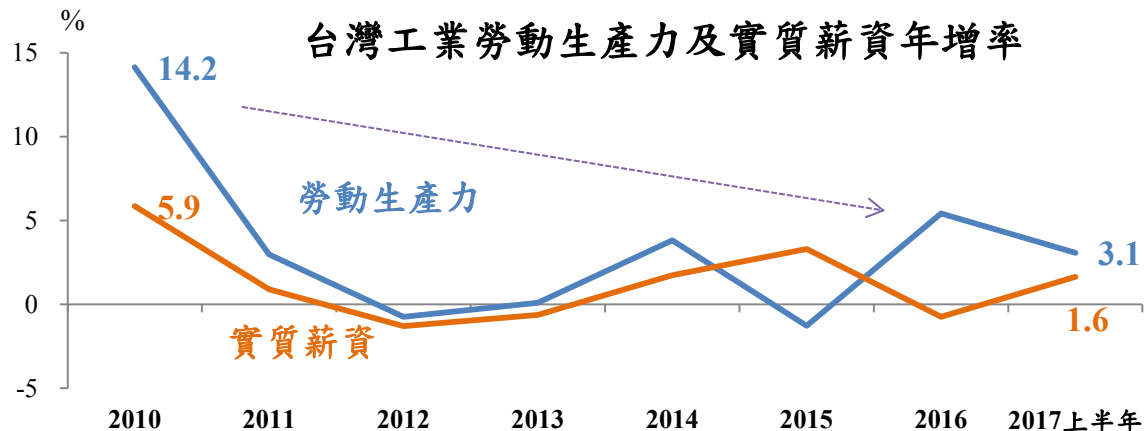
C：民間消費；I：民間投資；G：政府支出；X：輸出；M：輸入

- (1) 海外消費增加，使民間消費(C)上升，惟輸入(M)亦增加，C被M抵銷：無助經濟成長，且亦難發揮產業關聯效果。
- (2) 實質薪資成長緩慢：主因勞動生產力成長下滑、投資不振。

台灣旅行支出占GDP比重

2010年 2.1%

2016年 3.1%



4. 輸出成長恐趨緩：

台灣出口市場、商品集中於中國大陸、電子資通訊程度相對較高，致易受衝擊。

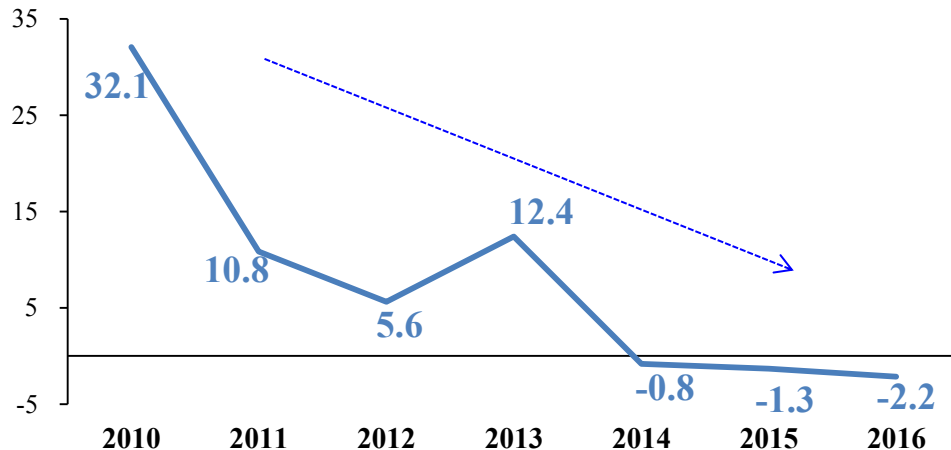
(1) 中國大陸供應鏈在地化：

一隨中國大陸持續採取進口替代政策，減少進口中間財，不利未來台灣出口成長。

2016年台、韓、星出口市場與產品集中度(%)

	台灣	南韓	新加坡
對中國大陸 (含香港)出口比重	40.1	31.7	25.6
電子及資通訊 出口比重	44.3	27.1	34.8

中國大陸進口中間財年增率



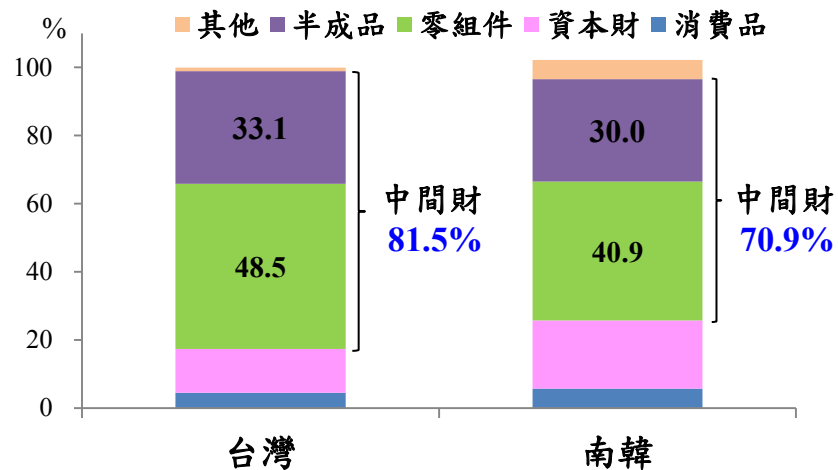
(2) 台灣出口至中國大陸逾80%為中間財：

若未來美對中國大陸實施貿易制裁，台灣所受的衝擊可能大於南韓。

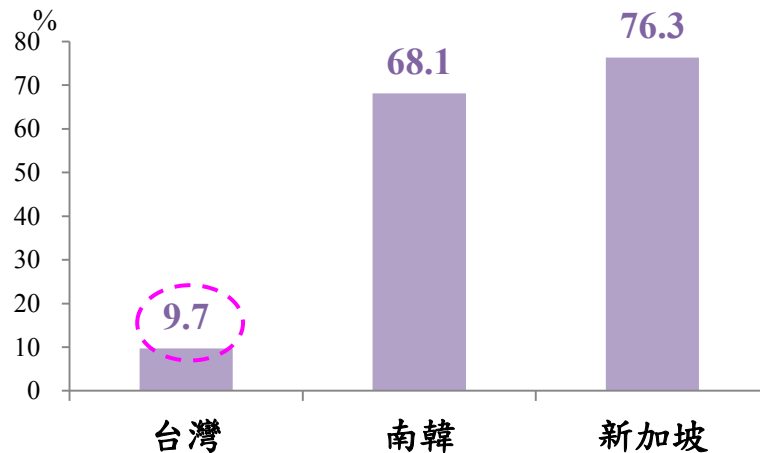
(3) 全球區域經濟整合進度落後：

2016年台灣FTA覆蓋率不及10%，遠低於南韓、新加坡。

2016年台、韓對中國大陸的出口結構



2016年台、韓、星對已簽署生效FTA國家之進出口占其總進出口值之比重



(四)對策

1.促進潛在產出成長：

(1)提振投資：

加速解決五缺困境、提升環評效率。

(2)帶動技術進步：

鼓勵企業增加研發支出，厚植軟體應用實力。

(3)鼓勵生育且提高女性勞參率：

增設公共托育機構，提高幼兒托育補貼。

(4)提高青年、中高齡勞參率：

推動與就業接軌之職前訓練，適度延後退休年齡，加強中高齡職業訓練。

2.持續採行擴張性財政政策：

推動高品質之基礎建設可提高生產力，增加有效需求，帶動經濟成長。

3.提高民間消費：

(1)促進實質薪資、就業成長：

提振總需求(如促進投資)，進而創造就業及帶動薪資成長，達成包容性成長 (inclusive growth)。

—公務員調薪，帶動民間部門加薪。

(2)提高民眾國內旅遊意願：

政府宜協助觀光產業提高國際競爭力，改善旅遊景點的軟硬體設施。

4.提振外需動能：

(1)促進出口市場及產品多元化：

務須加入區域經濟整合，積極推動新南向政策，以開拓新市場，將餅做大。

(2)持續推動產業轉型升級及具高附加價值的服務輸出(如觀光醫療)：

朝關鍵技術及差異化發展，以促進產業在供應鏈之升級。

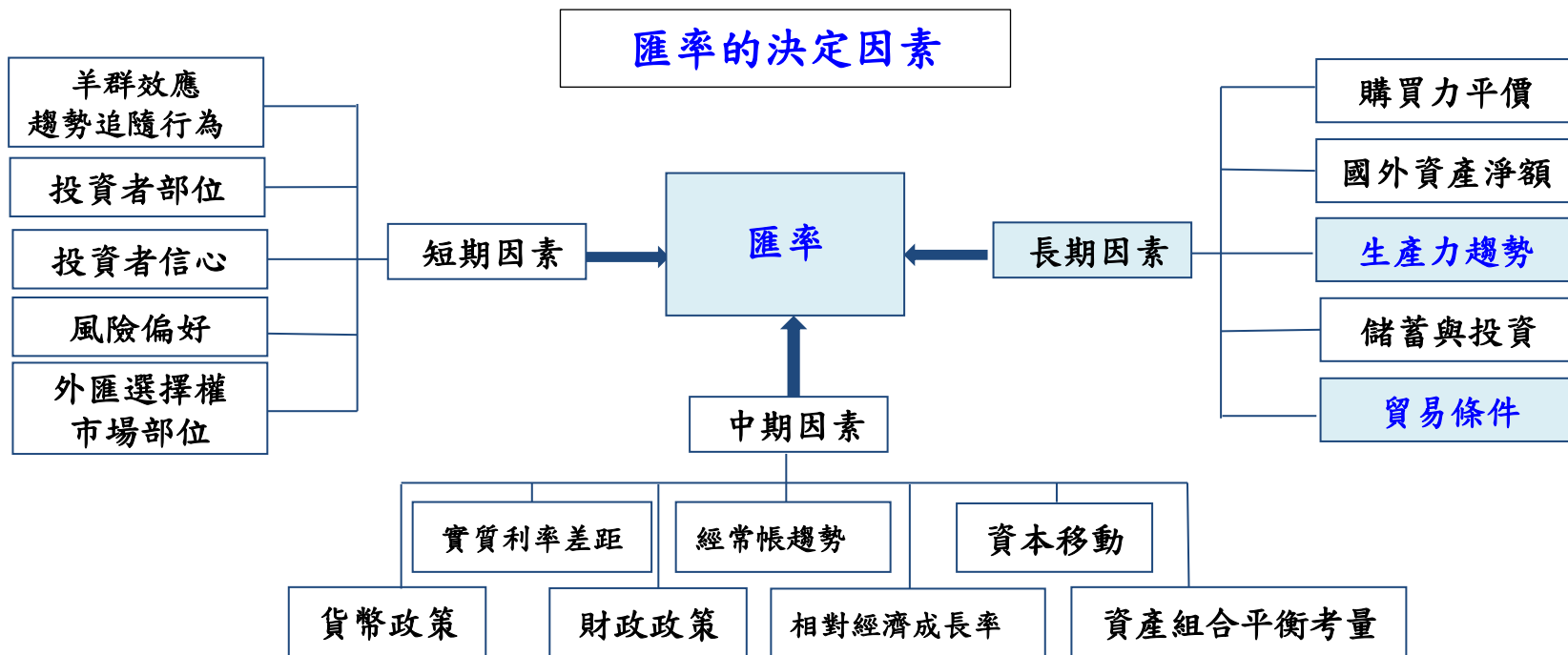
三、匯率與產業升級的關係

(一)藉貨幣升值可促使產業升級？

1. 某些人士主張藉貨幣升值促使產業升級，在理論、實證上都得不到支持。

2. 學理上，產業升級 (因) → 生產力上升 → 貨幣升值 (果)。

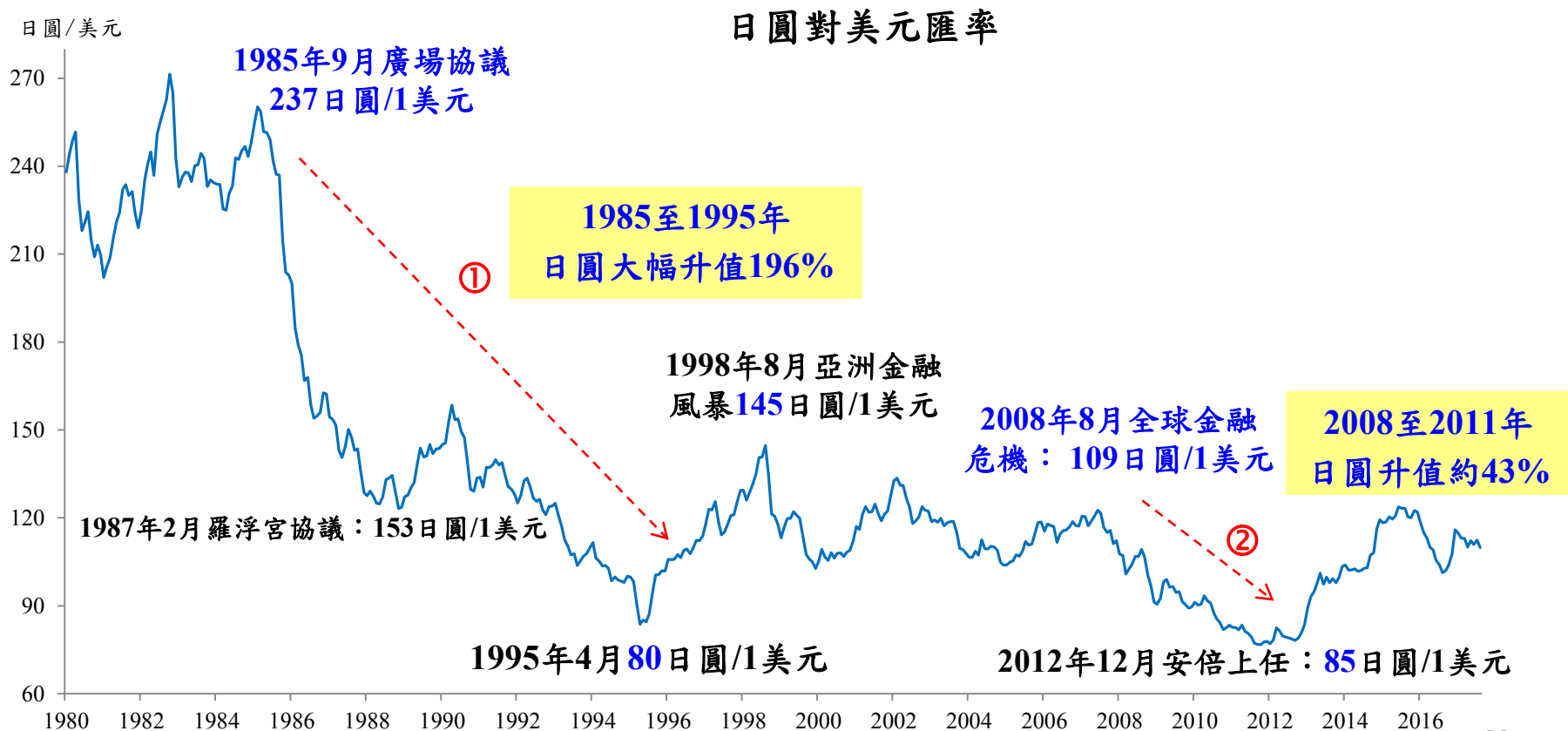
3. 生產力為影響匯率的重要長期因素，生產力提升可帶動匯率升值



資料來源：Rosenberg, M. and D. Folkerts-Landau (2002), "The Deutsche Bank Guide to Exchange-Rate Determination: A Survey of Exchange-Rate Forecasting Models and Strategies", Deutsche Bank.

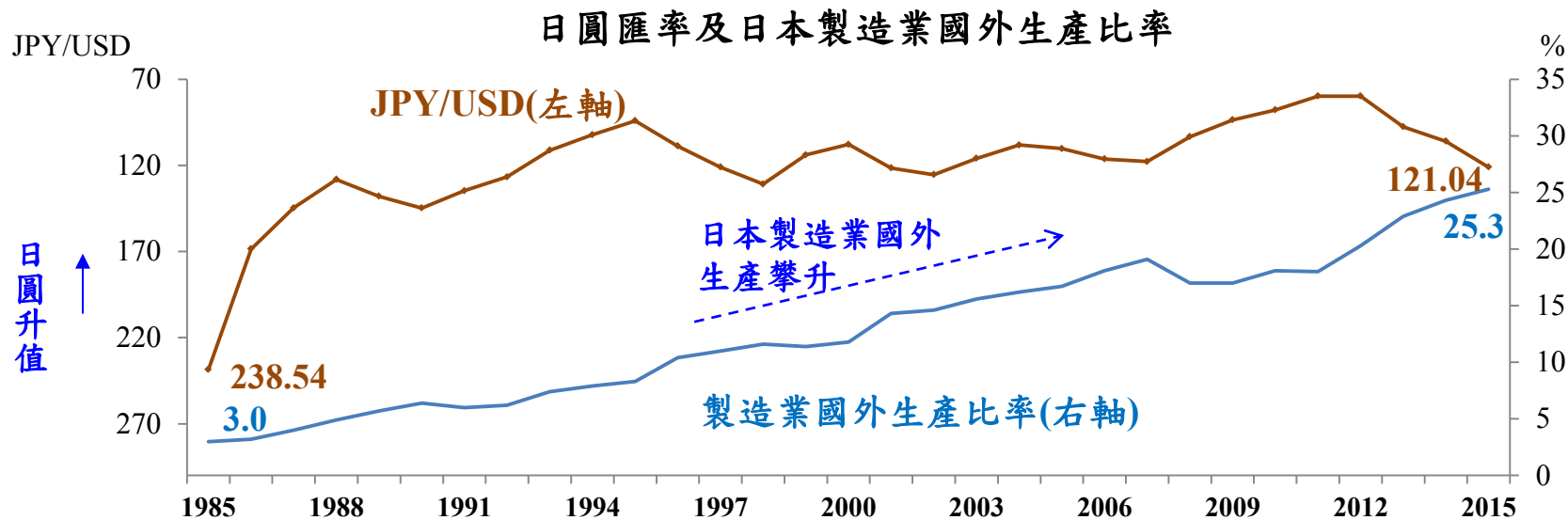
(二) 由日本經濟發展經驗說明匯率與生產力的關係

一日本經驗：日圓經歷廣場協議及金融危機兩次升值，不利生產力與經濟成長。



1. 1985年廣場協議後，日圓背離基本面大幅升值：

- IMF首席經濟學家Obstfeld(2009)指出，日本出口因此下滑，產能利用率下降，壓抑生產力成長。
- 日圓大幅升值後，日本商品失去競爭力，製造業的國外生產比率節節攀高，產業出現空洞化現象。

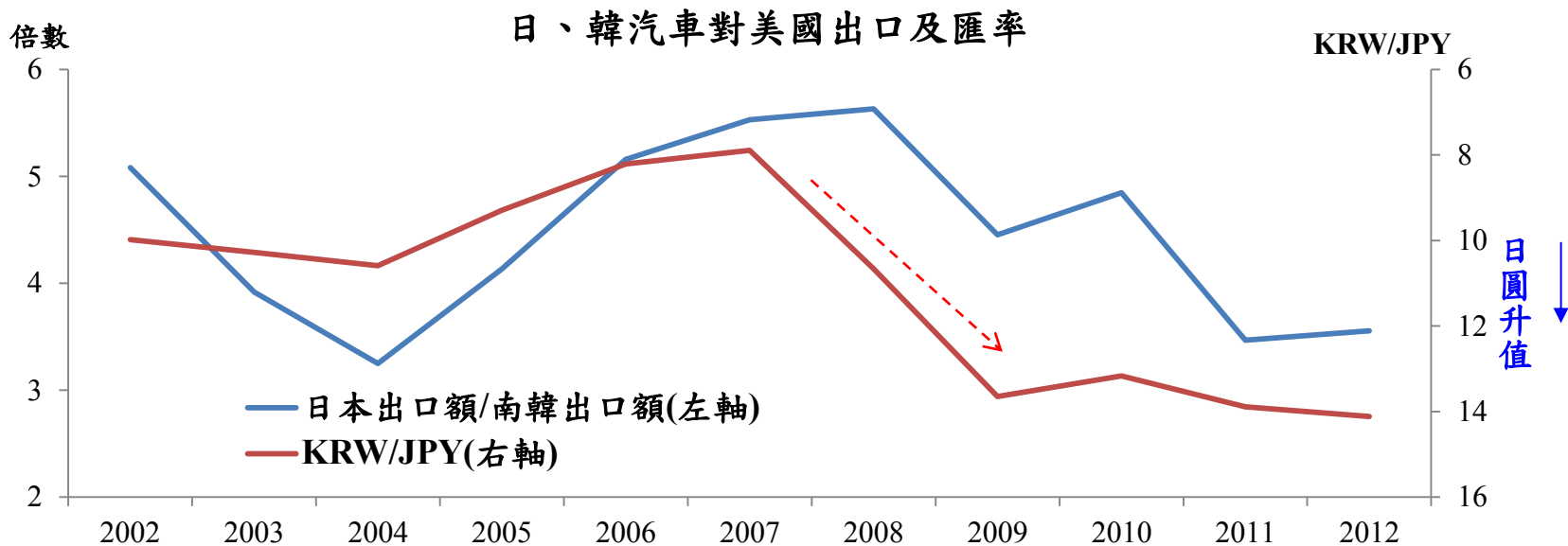


註：製造業國外生產比率為日本會計年度調查資料。
資料來源：本行網站公布之匯率及日本經濟產業省

2. 2008年全球金融危機發生，日圓因資金避險天堂強勢升值，不利產業競爭力。

(1) 2007~2009年，日圓對美元升值，而韓元因南韓金融風險攀升對美元貶值，致日圓相對韓元升值約72.9%，造成南韓商品相對日本商品在全球市場競爭力提高。

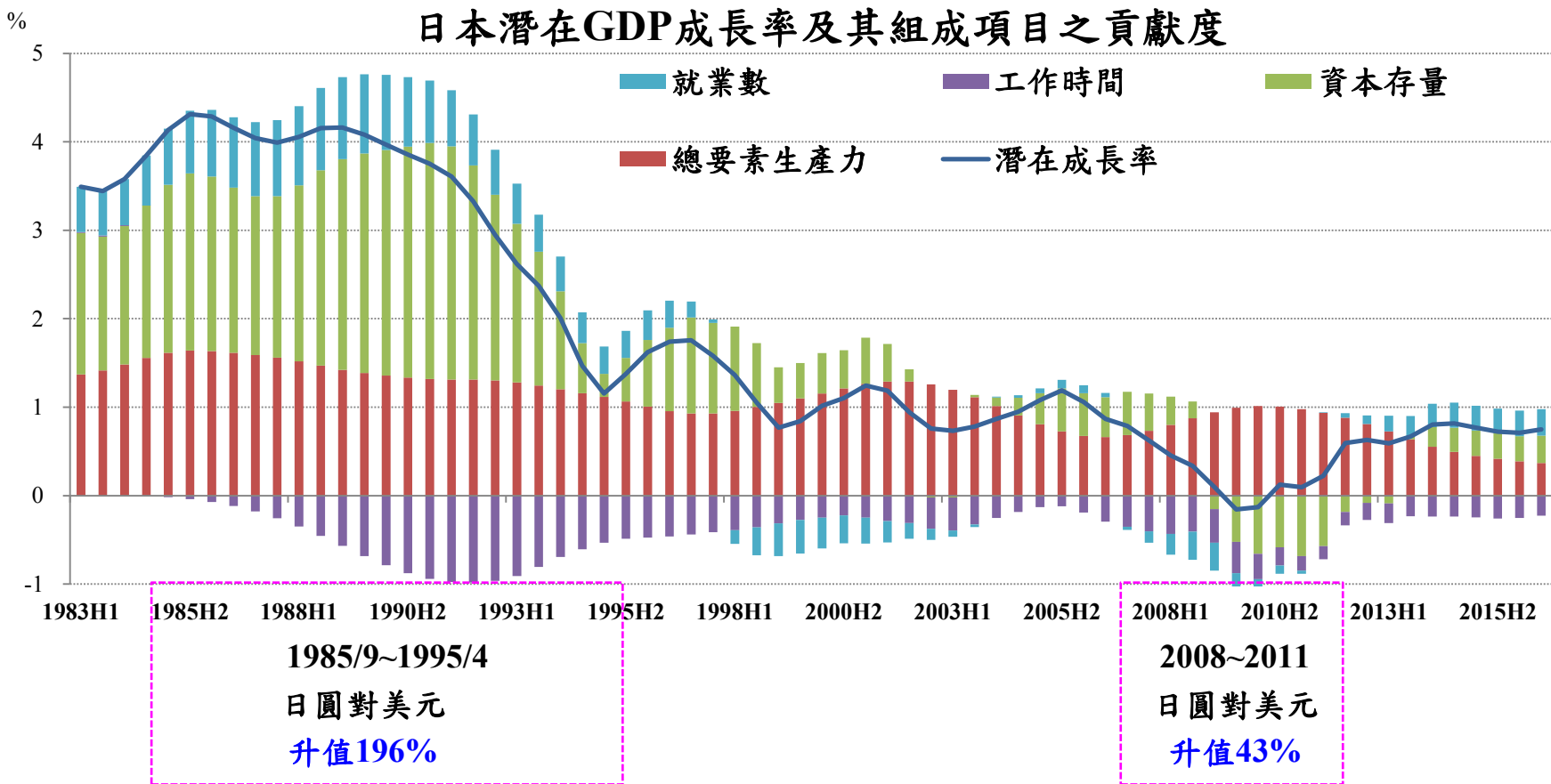
(2) 日本與南韓重疊性高之出口品競爭力下滑(如汽車業)。



註：日本相對南韓的汽車對美國出口額以倍數表示，2008至2012年間，此倍數呈現下降趨勢。

資料來源：UNCTAD、央行

3. 1985年以來，日本總要素生產力及投資呈下滑趨勢，潛在GDP成長率亦走低。



4. 日圓對美元大幅升值期間，日本產業加速外移(新台幣對美元大幅升值期間亦然)。

一 升值致出口商品價格競爭力下降，企業為尋求較低成本生產據點，縮減國內生產、增加對外投資。

日圓匯率與日本對外直接投資

年	日圓/美元	日本對外直接投資 淨流出(億美元)
1986	168.52	144.0
1987	144.64	201.0
1988	128.15	354.4
1989	137.96	462.5
2008	103.36	1,136.4
2009	93.57	736.8
2010	87.78	796.6
2011	79.81	1,168.4
2012	79.79	1,176.3
2013	97.60	1,556.8
2014	105.94	1,379.2
2015	121.04	1,364.1
2016	108.79	1,696.5

資料來源：本行網站公布之匯率、日本財務省及IMF

新台幣匯率與對外直接投資

年	新台幣對美元匯率 (NTD/USD)	台灣對外直接投資 淨流出(億美元)
1986	37.82	0.7
1987	31.77	7.1
1988	28.59	41.2
1989	26.40	69.5
1990	26.89	52.4

資料來源：中央銀行

Moving up

or

Moving out ?

(三)生產力上升帶動新台幣匯率升值，而匯率升值對生產力影響不明顯

1.台灣實證研究*分析發現：

(1)生產力上升 $\xrightarrow{\text{顯著影響}}$ 新台幣實質有效匯率(REER)升值。
 $\xleftarrow{\text{不顯著影響}}$

VAR模型之衝擊反應結果—製造業總要素生產力(TFP)及新台幣REER

	反應期數(季)				(單位:百分點)
	1季	2季	5季	6季	
製造業TFP成長率上升1個標準差 對新台幣REER變動率的影響	+0.1 (不顯著)	+0.8 (顯著)	+1.1 (顯著)	+0.9 (顯著)	
新台幣REER變動率上升1個標準差 對製造業TFP成長率的影響	+0.1 (不顯著)	-0.6 (不顯著)	-0.9 (不顯著)	-0.8 (不顯著)	

註1：製造業TFP成長率、新台幣REER變動率的1個標準差分別約為6.29%、5.83%。

註2：顯著係指在95%的信賴區間內不包含0。

*：詳吳俊毅、林依伶(2017)，「生產力與新台幣匯率關係之探討」，中央銀行經濟研究處內部研究報告。

(2)在升值期間，新台幣匯率對生產力成長無明顯影響。

(3)資本累積增加、貿易開放度提高有助提升生產力。

生產力與匯率等各項變數之實證結果

解釋變數 \ 被解釋變數	TFP(非線性模型)	勞動生產力(非線性模型)
有形資產的投資	不顯著	正向且顯著*
無形資產的投資	正向且顯著*	不顯著
貿易開放度變動	正向且顯著**	正向且顯著**
在升值期間，匯率變動的影響	不顯著	不顯著
在貶值期間，匯率變動的影響	負向且顯著*	負向且顯著*

註1：採一般動差估計法進行估計，「*」為顯著水準10%下顯著，「**」代表5%以下顯著，「***」代表1%以下顯著。

註2：有形資產係指機器設備等投資，無形資產則為研發支出等智慧財產，貿易開放度為輸出及輸入合計占GDP比重。

註3：本表僅列本行實證所考慮之變數，未含其他影響生產力之因素，如外人直接投資、公共基礎建設等。

2. 新台幣匯率反映長期經濟基本面且相對穩定。

(1) 台灣實證顯示：

- 新台幣中長期走勢大致符合經濟基本面*。
- 新台幣具有反通膨(anti-inflation)及反景氣循環(counter-cyclical fluctuations)的功能**。

(2) 與主要貨幣相較，新台幣匯率相對穩定。

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。

資料來源：林依伶、張志揚與陳佩玗(2013)

主要貨幣匯率平均波動幅度與倍數

	2012 年底 ~2017/9/15	倍數
新台幣(NTD/USD)	3.66	1.00
新加坡幣(SGD/USD)	4.93	1.35
歐元(USD/EUR)	8.16	2.23
韓元(KRW/USD)	9.77	2.67
日圓(JPY/USD)	8.18	2.23

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

*：詳陳佩玗、田慧琦(2012)，「影響中長期新台幣實質有效匯率因素的探討」，《中央銀行季刊》，34，43-84。

**：詳林依伶、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》，35，35-62。

(四)本行匯率制度

- 1.本行自1989年4月起，採**管理浮動匯率制度**(managed floating regime)。
- 2.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。
- 3.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。
- 4.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**。

*:(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**。

(五) 貨幣升值無法促進產業升級，貿易開放與有助投資創新的產業政策才是有效之道

1. 藉貨幣升值促使產業升級的論調，不管從理論或實證都得不到支持。

2. 半導體產業崛起，小欣欣豆漿店的佳話。

(1) 早期政府產業政策，成功推動高科技產業發展。

(2) 1974年，政府為推動具突破性的科技計畫，由行政院秘書長費驊請託方賢齊先生（時任電信總局局長）研究辦理。方先生當時在紐約，與美國RCA公司的潘文淵先生熱烈討論後，敲定以積體電路為計畫主體，並獲經濟部孫運璿部長支持。回台後，於當年2月7日與當時的經濟部長孫運璿、交通部長高玉樹、行政院秘書長費驊、電信總局局長方賢齊等，在台北市南陽街的小欣欣豆漿店用早餐，經方、潘兩位先生細說分明後，提出開發積體電路技術建議，在席間取得共識，為今日半導體大業緣起，小欣欣豆漿店的這段故事也傳為佳話。

註：潘文淵先生時任RCA公司研究部門主管，對台灣半導體的發展貢獻厥偉，被尊為台灣半導體之父。潘先生一生沒有領過台灣的薪水、沒有受過台灣的教育、沒有在台灣定居，卻以滿腔愛國的熱忱，替台灣寫下第一份發展積體電路技術的計畫書，這不只是熱情，而是無與倫比的使命感。工研院為了表彰潘先生的事蹟，於院內成立「潘文淵文物紀念館」，其後「潘文淵文教基金會」成立，培養更多人才。

3. 台灣實證顯示，政府如能積極排除投資障礙(如五缺困境)，帶動投資，並配合更為自由開放的貿易與產業政策，將有助生產力提升與產業升級。



謝謝!



祝各位中秋佳節快樂!

