



中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



107.9.27

壹、本次理事會政策考量因素

一、國內因素

(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		
		2018年1-8月	2018年全年	2019年全年	
國內機構	中央銀行 (2018/9/6)	1.64 (CPI) 1.44 (核心CPI**)	1.50*(CPI)	1.05(CPI)	
	主計總處 (2018/8/17)		1.28(核心CPI**)	1.00(核心CPI**)	
	元大寶華 (2018/9/26)		1.52	0.93	
	中經院 (2018/7/18)		1.59	1.15	
國外機構	ADB (2018/9/26)			1.65	1.43
	Goldman Sachs (2018/9/25)			1.40	1.30
	Credit Suisse (2018/9/20)			1.40	0.90
	BoA Merrill Lynch (2018/9/25)			1.40	1.60
	Nomura (2018/9/21)			1.50	1.20
	Barclays Capital (2018/9/21)			1.50	1.30
	UBS (2018/9/24)			1.50	1.50
	IHS Markit (2018/9/18)			1.55	1.35
	HSBC (2018/9/25)		1.58	1.43	
	Citi (2018/9/14)		1.60	1.40	
	Morgan Stanley (2018/9/12)		1.60	1.60	
	EIU (2018/9/17)		1.60	1.10	
Deutsche Bank (2018/9/7)		1.70	1.40		
			1.70	1.20	

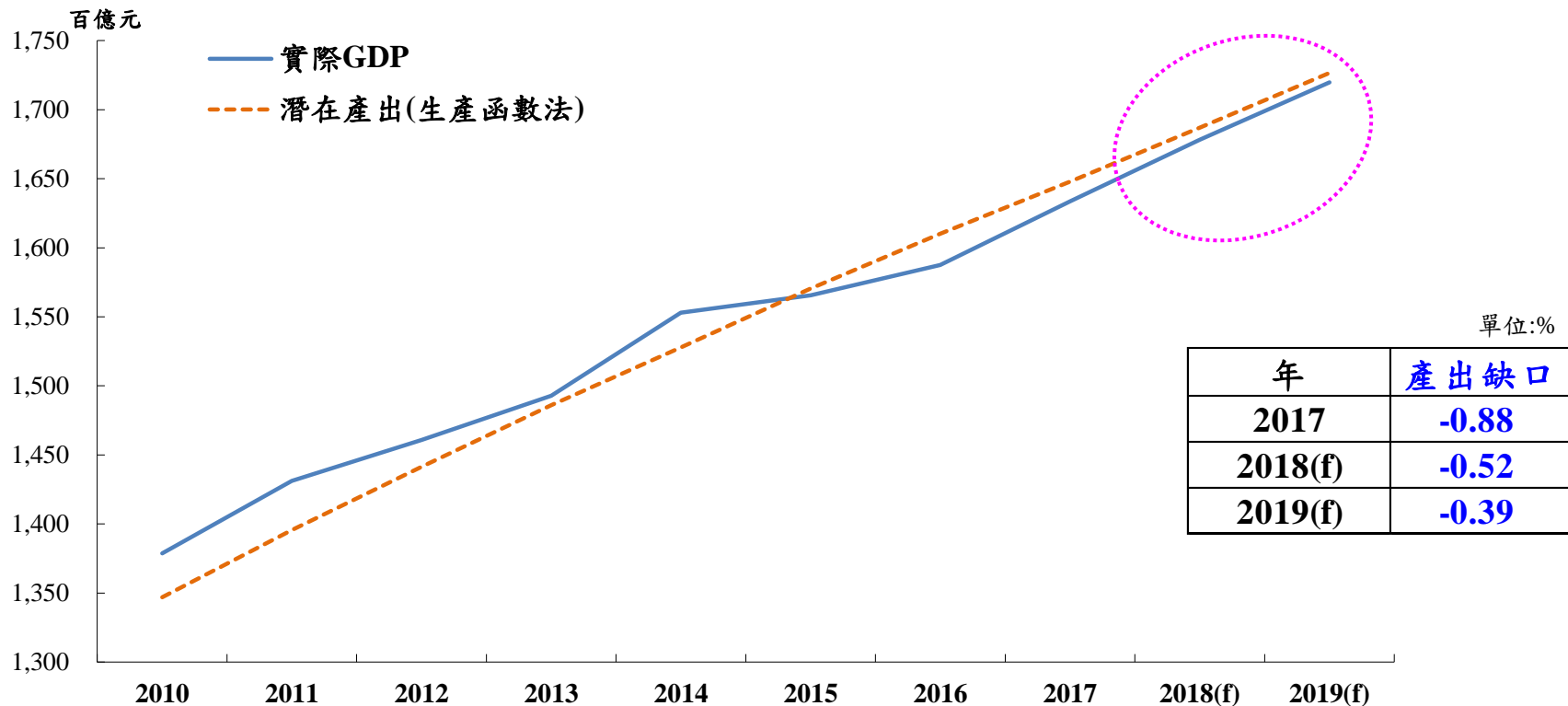
國內機構預測中位數
2018年、2019年
1.56%、1.10%

國外機構預測中位數
2018年、2019年
1.55%、1.35%

*若剔除菸稅因素，央行估計2018年CPI年增率為1.10%。

**核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

(二) 2018~2019年負的產出缺口持續縮小，通膨壓力尚屬和緩



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: 央行依生產函數法自行估算

(三)與主要國家比較，台灣名目及實質利率居中

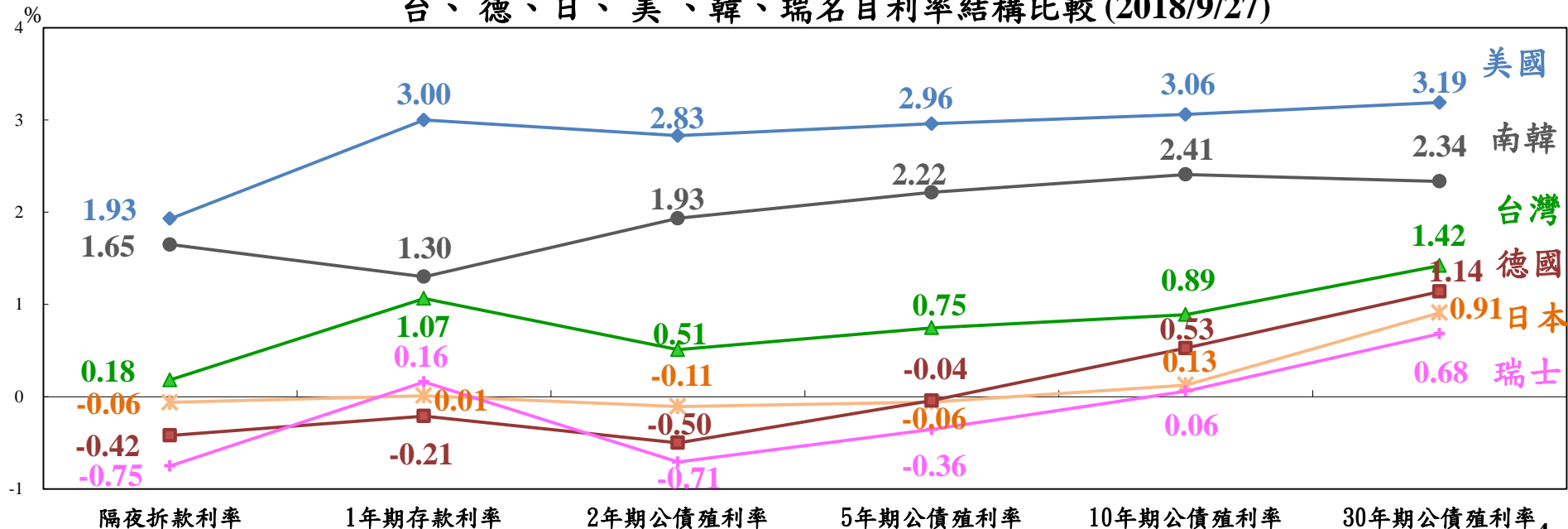
1.台灣長短期名目利率高於德、日、瑞士，利率水準居中

(1)美國聯準會：持續升息。

(2)ECB：今年10月起減少購債規模並於年底結束購債、低利率至少維持至明年夏季

日本央行：維持寬鬆貨幣政策不變。

台、德、日、美、韓、瑞名目利率結構比較 (2018/9/27)



資料來源：Bloomberg、中央銀行、證券櫃檯買賣中心、日本央行、美國聯準會、美國財政部、瑞士央行

2.台灣實質利率亦居中

主要經濟體實質利率比較表

單位:%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2018年9月27日)	(2) CPI年增率* (2018年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
馬來西亞	2.950	1.04	1.910
印尼	4.750	3.21	1.540
美國	3.000	2.53	0.470
泰國	1.500	1.30	0.200
南韓	1.300	1.49	-0.190
新加坡	0.400	0.77	-0.370
台灣	1.065	1.50	-0.435
中國大陸	1.500	2.21	-0.710
瑞士	0.160	1.01	-0.850
日本	0.011	0.93	-0.919
英國	1.080	2.55	-1.470
歐元區	-0.210	1.75	-1.960
香港	0.050	2.33	-2.280
菲律賓	0.500	5.17	-4.670

台灣實質利率

今年:因通膨率升高,致負利率
略擴大。

明年:預期通膨率下降,負利率
情況將改善。

*台灣: CPI年增率係央行預測值; 其他經濟體: CPI年增率為IHS Markit(2018/9/18)預測值。

二、國際因素：美國之外，主要央行貨幣政策立場仍屬寬鬆

(一) Fed升息、縮表

1. 因經濟活動及勞動市場持續強勁、通膨接近2%目標，
聯邦資金利率目標區間調升為2%至2.25%。
2. 今年10月起，每月最高資產縮減規模由400億美元提高至500億美元。
3. 主席Powell表示，仍維持漸進升息立場。

(二) 歐洲央行雖減少購債，惟仍維持低利率水準

1. 今年10至12月購債規模由300億歐元降至150億歐元，若通膨展望符合預期，
將於12月底停止購債計畫。
2. 政策利率維持在現行水準，至少到明年夏季。

(三) 日本央行維持寬鬆貨幣政策不變

1. 政策利率不變，持續執行購買公債計畫(每年約80兆日圓)。
2. 為儘早達成2%通膨目標，並考量2019年10月提高消費稅對經濟及物價將造成不確定性衝擊，極低的長短期利率水準將維持較長一段期間。

(四) 中國人民銀行維持政策利率不變，採資金定向增量策略

1. 中國大陸經濟成長下行風險升高，且部分實體經濟面臨信用緊縮，故調降部分銀行人民幣存款準備率。
2. 7月迄今，6次透過「中期借貸便利」工具釋金。

貳、外界關心之議題

- 一、國內經濟與物價情勢
- 二、國際經濟金融情勢及展望
- 三、主要國家P2P借貸之發展經驗與借鏡
- 四、對銀行辦理以房養老貸款之看法
- 五、雷曼兄弟破產滿10週年後，懸而未決之問題與衍生的新挑戰
- 六、當代貨幣政策面臨的挑戰

一、國內經濟與物價情勢 — 經濟穩定成長，通膨尚屬溫和

(一) 內需為驅動今、明兩年經濟成長的主力

1. 外需：今年下半年及明年淨外需貢獻明顯低於今年上半年。

— 受中美貿易爭端升溫等影響，國際機構預期今、明年全球經濟成長將減緩、全球貿易量成長率亦下滑*。

今、明年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

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	
				消費	投資					
2018年(f)	2.73	3.02	1.35	0.69	0.44	0.22	0.32	-0.29	2.22	2.51
上半年	3.20	2.00	1.47	0.08	0.84	-0.02	-0.37	1.20	3.96	2.76
下半年(f)	2.30	3.97	1.24	1.26	0.07	0.44	0.95	-1.68	0.60	2.28
2019年(f)	2.48	2.15	1.32	0.47	0.01	0.42	-0.07	0.33	2.01	1.67

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：中央銀行

* IHS Markit預測今、明兩年全球經濟成長率將由2017年之3.3%分別降至3.2%及3.1%；

IMF預測今、明兩年全球貿易量成長率將由2017年之5.1%分別降至4.8%及4.5%。

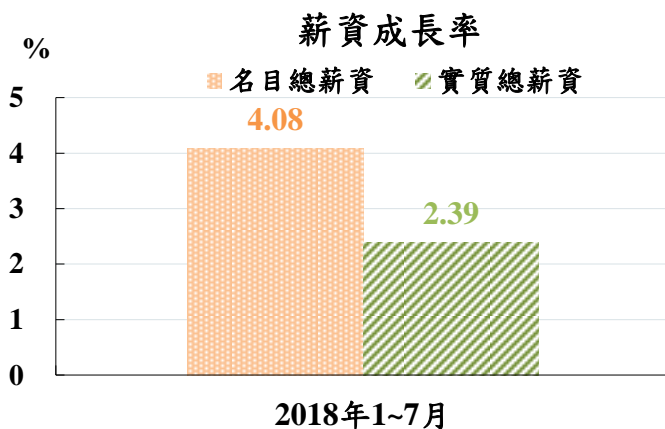
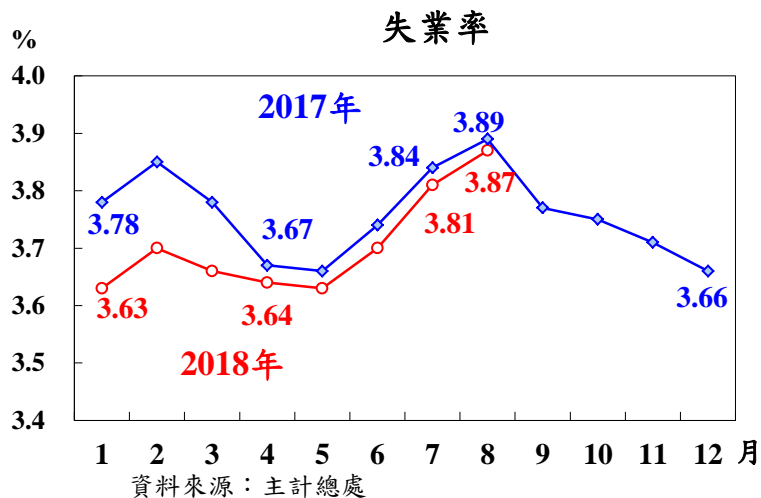
2.內需:

(1) 民間消費為內需成長主力:

- 勞動市場改善：近月就業人數增加、今年1~8月失業率均較上年同月低。
- 薪資明顯成長：今年1~7月名目總薪資年增4.08%，實質總薪資亦成長逾2%。
- 今年現金股利發放創新高:上市櫃公司將發放現金股息逾1.5兆元，年增逾10%。

(2) 民間投資穩定成長：半導體廠商續擴充產能，帶動機器設備投資增加。

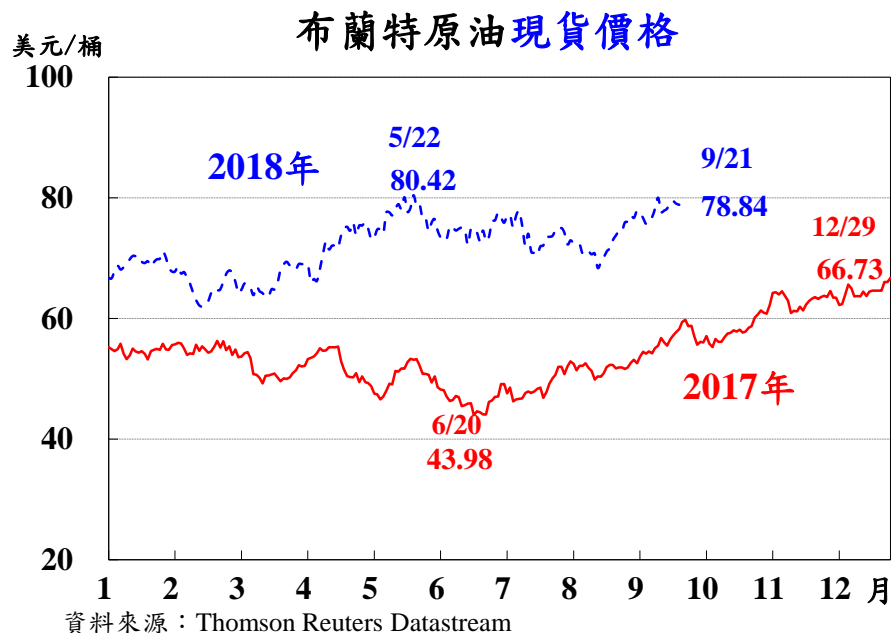
(3) 政府投資明顯擴增：前瞻基礎建設計畫積極執行、科技預算增加。



資料來源：主計總處

(二)當前物價情勢及展望

- 1.因地緣政治風險升高、今年11月起美國恢復對伊朗經濟制裁，
2018年國際油價漲勢強勁，油價平均預測值相對2017年漲幅逾**34%**，
 預測**2019年油價漲幅減緩至3.3%**。



布蘭特原油價格預測

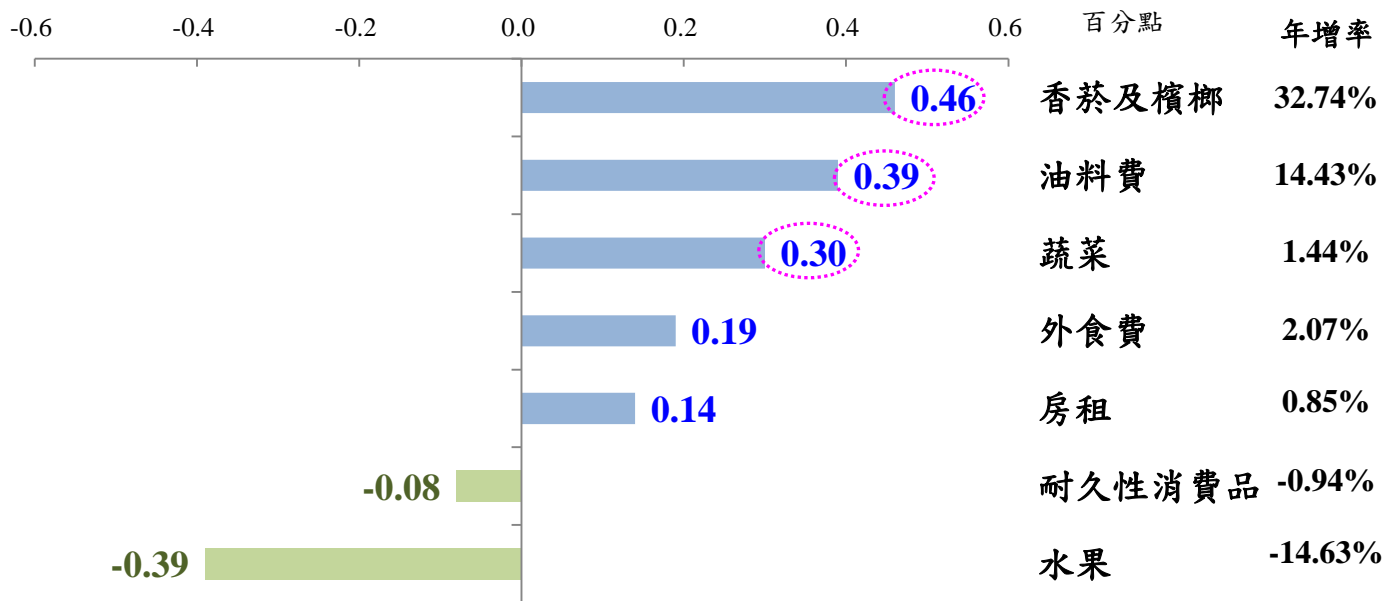
單位：美元/桶

預測機構	2017年 實際值	2018年 預測值	2019年 預測值
EIA(9/11)	54.3	72.8	73.7
EIU(9/19)		73.2	72.3
IHS Markit(9/18)		72.7	79.9
平均		72.9	75.3
漲幅(%)		34.3	3.3

資料來源：Thomson Reuters Datastream、經濟學人智庫(EIU)、
 美國能源資訊署(EIA)、IHS Markit

2. 1至8月平均CPI年增率為1.64%，主因香菸、油料費及蔬菜等價格上漲。

2018年1~8月影響CPI年增率主要項目



資料來源：主計總處

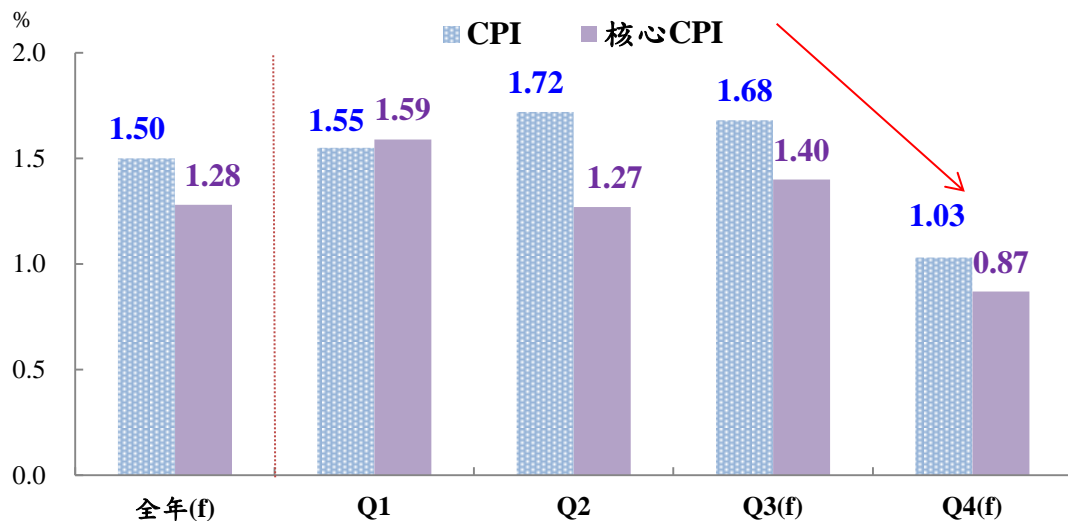
3.今年下半年CPI漲幅可望趨緩，明年將低於今年，通膨展望溫和。

(1)今年9月以後菸稅調高之遞延效應逐漸消退，通膨率可望趨緩。

(2)預期明年國際油價波動不大、菸稅調高效應消失，

明年CPI、核心CPI年增率分別為**1.05%**、**1.00%**。

央行對2018年CPI及核心CPI年增率之預測



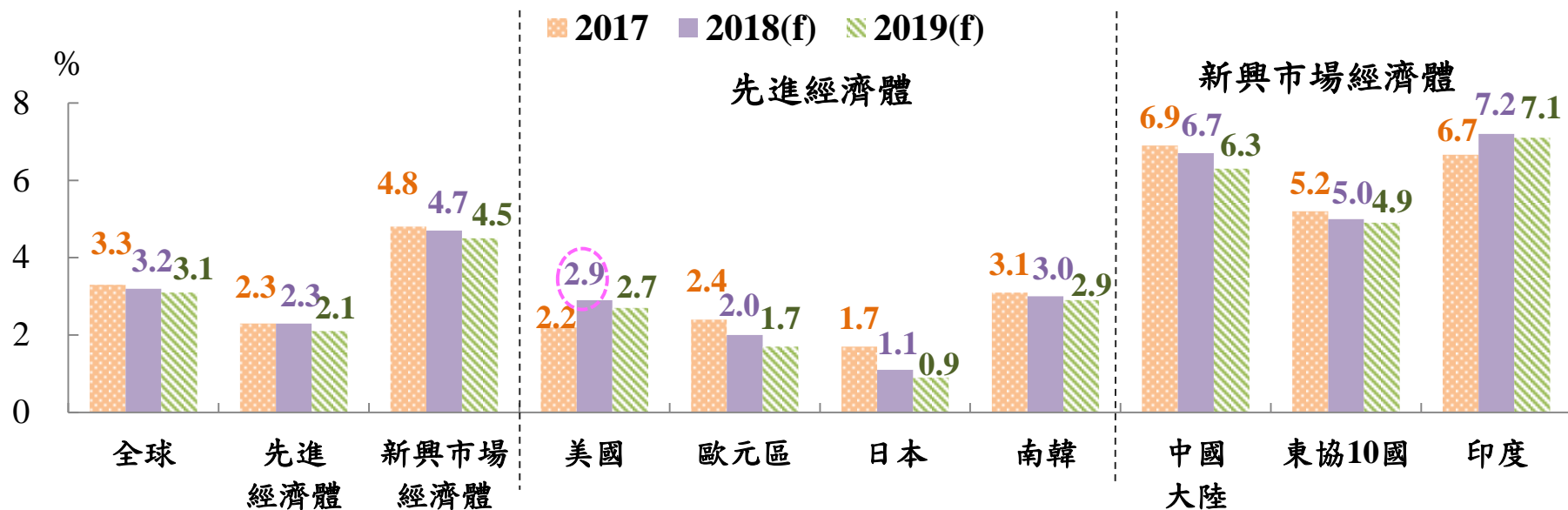
	<u>2018</u>	<u>2019</u>
CPI	1.50	1.05↓
核心CPI	1.28	1.00↓

資料來源：中央銀行

二、國際經濟金融情勢及展望

(一)今年美國經濟因內需強勁加速成長，
歐元區、日本及中國大陸成長放緩

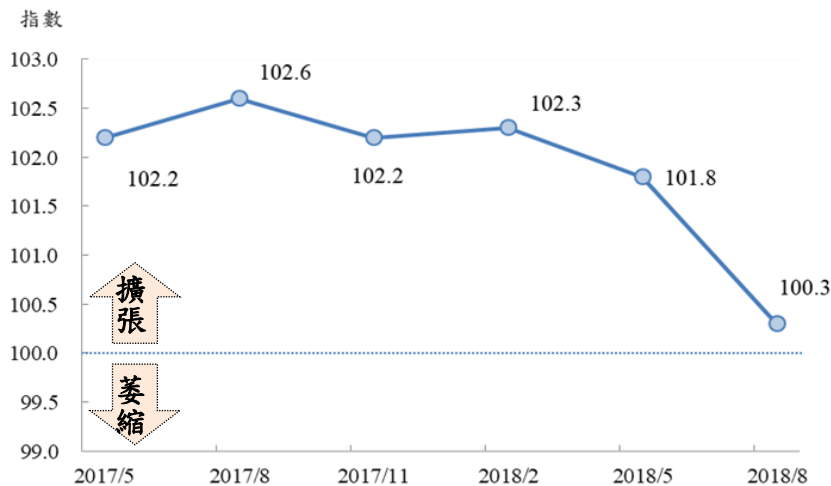
(二)明年受全球貿易摩擦持續影響，主要經濟體景氣恐皆降溫



註：印度每年經濟成長率係財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。
資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/9/18)

(三)近期貿易自由化受阻，全球貿易展望趨緩

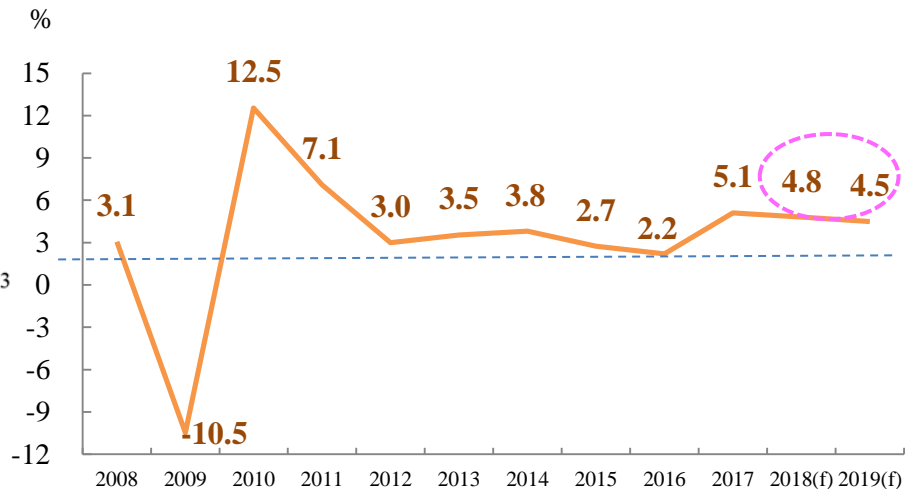
WTO全球貿易展望指標



註：WTOI為全球商品貿易情勢之領先指標，係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(如出口訂單、國際空運量等)合併之單一綜合指標。

資料來源：World Trade Outlook Indicator News Archive, WTO

全球貿易量成長率



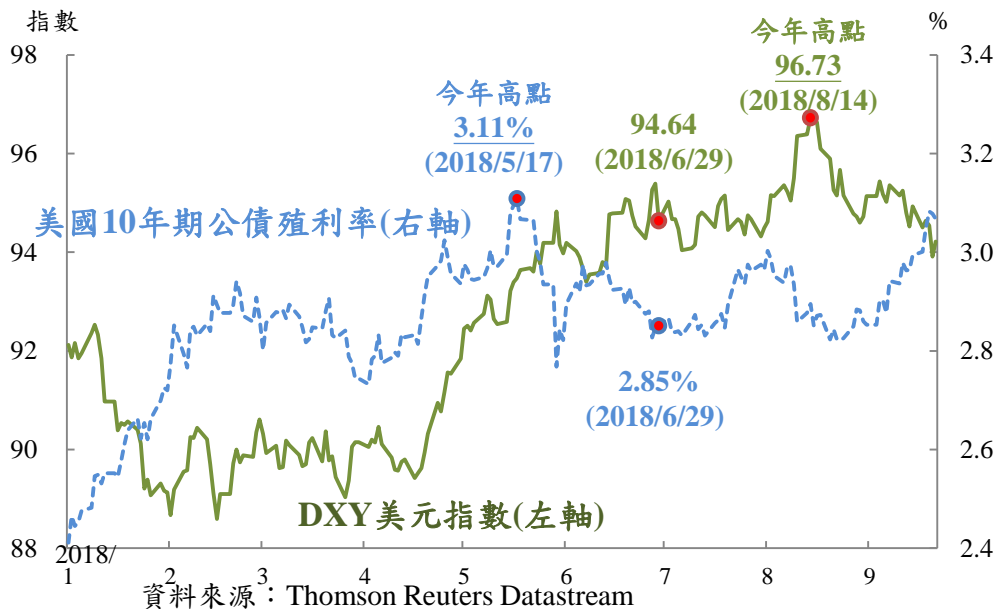
註：包含商品及服務貿易；f表示預測值。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2018/4/17)、IMF World Economic Outlook Update (2018/7/16)

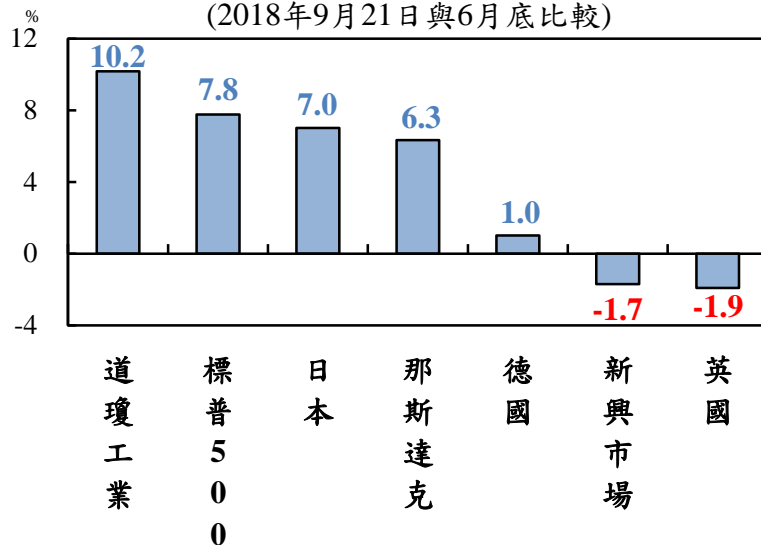
(四)近期美元指數自高點下滑，美債殖利率回升，美股表現優

1. 8月中旬美元指數受土耳其匯率危機影響升至今年高點，嗣隨土國情勢止穩後下滑。
2. 美國經濟數據表現良好、薪資成長加快，美國10年期公債殖利率回升，9月下旬升破3.0%。美股表現優於全球主要股市。

美國10年期公債殖利率與美元指數變動



全球主要股價指數漲跌幅
(2018年9月21日與6月底比較)



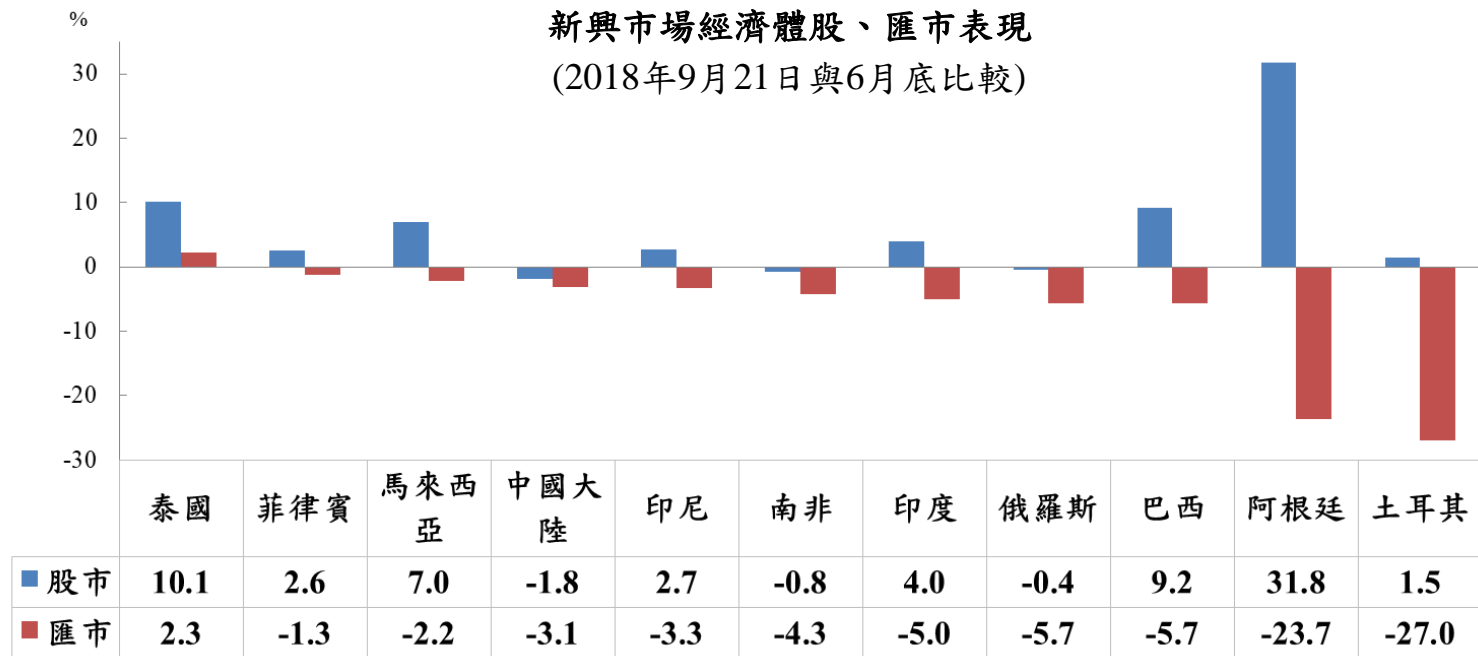
註：新興市場取MSCI編製之新興市場指數。
資料來源：Thomson Reuters Datastream

(五)部分新興市場經濟體匯價加速下跌

1. 土耳其因獲卡達金援承諾，且央行升息幅度高於預期；

阿根廷央行大幅升息，且IMF可望加速撥付紓困貸款，兩國股市回升。

2. 中國大陸因美中貿易摩擦、國內經濟存在下行壓力，股匯市表現受影響。



資料來源：Thomson Reuters Datastream

(六)國際經濟金融不確定因素

美國貿易政策 不確定性風險

- 美中貿易摩擦升溫，美國對中國大陸加徵關稅規模擴大，中國大陸採取反制措施。
- 美國與加拿大、歐盟、日本等國進行貿易談判。

新興市場 金融風險

- 美元計價債券餘額大幅攀升。
- 美元流動性下降與美元升值，恐導致新興市場金融情勢惡化。

中國大陸經濟 金融風險

- 美中貿易摩擦不利製造業投資及出口成長，經濟成長下行風險大增。
- 非金融部門債務攀升，債券、貸款違約情況惡化，P2P借貸平臺倒閉事件頻傳，衝擊金融穩定。

地緣政治風險

- 英國明年3月底脫歐期限逼近，今年9月21日歐盟領袖否決英首相提出之脫歐方案，脫歐協議談判陷僵局。
- 美國重啟對伊朗經濟制裁。

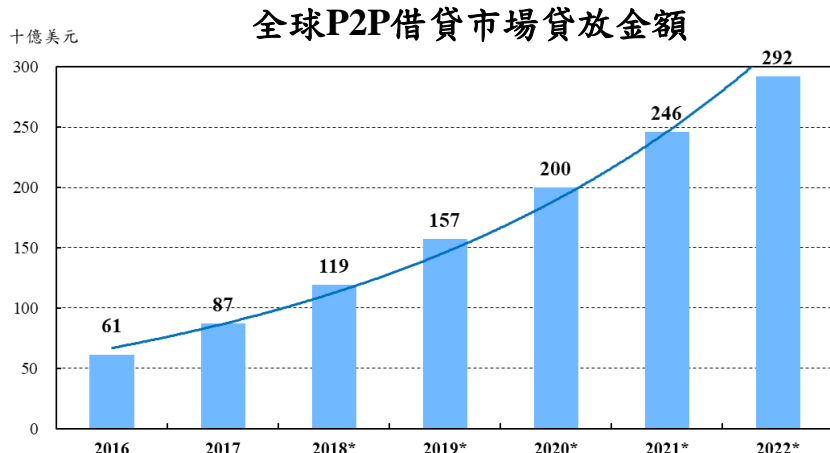
三、主要國家P2P借貸之發展經驗與借鏡

(一) P2P借貸的概念

透過網路平臺中介，將提供者的資金貸放給需求者的一種小額借貸模式。

(二) P2P借貸之國際發展現況及營運模式

1. 在金融科技發展帶動下，國際間P2P借貸快速發展，2017年全球P2P貸款金額達**870億美元**，但僅相當於全球銀行放款67.36兆美元之**0.13%**，**規模尚小**。
2. P2P借貸平臺大致有五種營運模式，其中**保證收益模式**僅存於**中國大陸**。



*為預估數。

資料來源：Statista (2018)、Harding Loevner (2018)

P2P借貸平臺之五種營運模式

傳統模式

• 僅提供訊息中介，不涉及資金貸放

公證模式

• 與銀行合作，由銀行貸款後出售

保證收益模式

• 平臺提供本息保證

資負債模式

• 平臺以自有資金貸放再出售給投資人

發票交易/
應收帳款承購

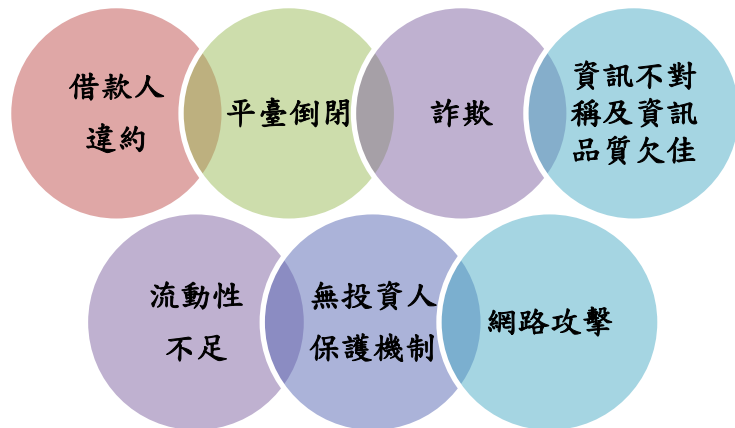
• 平臺憑商業發票/應收帳款貸放

資料來源：CGFS & FSB (2017)

(三) P2P借貸之可能風險與監理重點

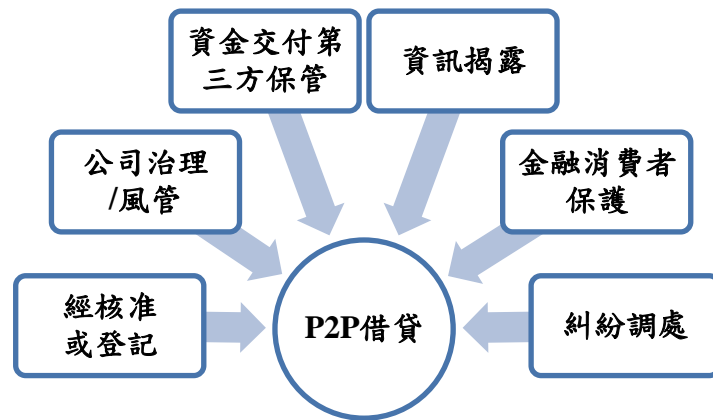
1. P2P借貸發展雖有其效益，但亦帶來違約、平臺倒閉、詐欺、資訊不對稱、流動性不足、無投資人保護機制、網路攻擊等風險，應適當監理以降低風險。
2. 各國對P2P借貸之監理重點，包括應核准或登記、公司治理與風管、資金交付第三方保管、資訊揭露、金融消費者保護及糾紛調處。

P2P借貸之可能風險



資料來源：本行整理

P2P借貸之監理重點

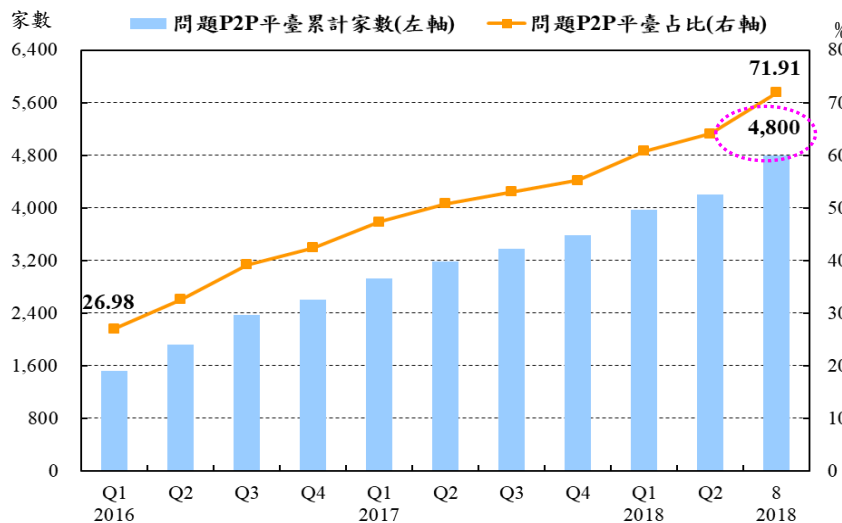


資料來源：本行整理

(四) 中國大陸P2P借貸平臺出現倒閉潮並衍生問題

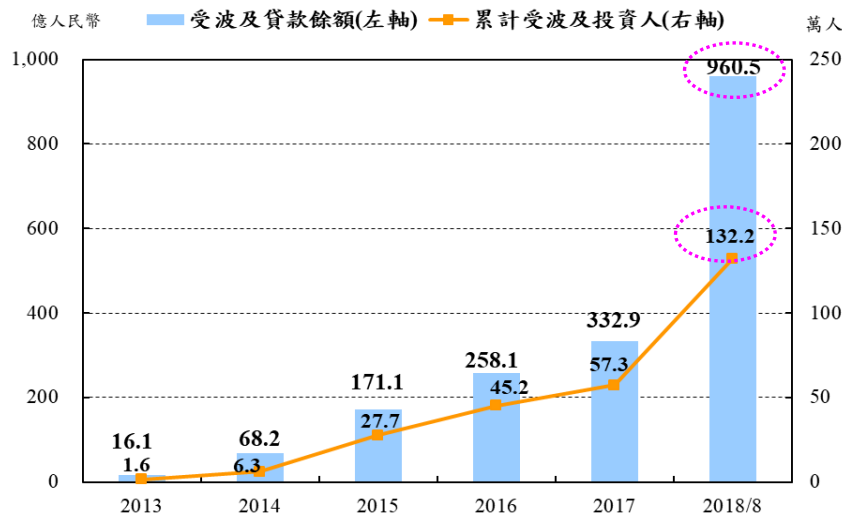
1. 中國大陸P2P借貸平臺因未適度監管而倒閉頻傳，2018年8月底問題平臺大增至**4,800家**，受波及投資人達**132萬人**，問題貸款金額近**961億人民幣**。
2. 眾多問題平臺倒閉可能引發**市場恐慌情緒**，且投資人頻赴主管機關進行**金融維權抗爭**，影響社會安定。

中國大陸問題P2P借貸平臺家數



資料來源：中國大陸「網貸天眼」網站

中國大陸受問題平臺波及投資人數及貸款金額



資料來源：中國大陸「網貸之家」網站

(五)對我國P2P借貸的啟示

1. 我國傳統金融普及，P2P借貸市場規模仍小，不致於對金融穩定構成重大風險。
2. 主要國家及中國大陸發展P2P借貸經驗可供我國借鏡，以進行適度監理：
 - (1) 鼓勵平臺業者與銀行合作，以引導平臺健全經營。
 - (2) 加強對P2P借貸風險之金融教育，以保護金融消費者。
 - (3) 建立借貸平臺之資料申報機制，以掌握該市場發展狀況。
 - (4) 持續關注P2P借貸市場與監理發展，當其規模大幅成長或營運風險提高，可能有不利金融穩定之虞時，應適時採取進一步監理措施。

四、對銀行辦理以房養老貸款之看法

(一)以房養老貸款發展環境與預期效益

發展環境

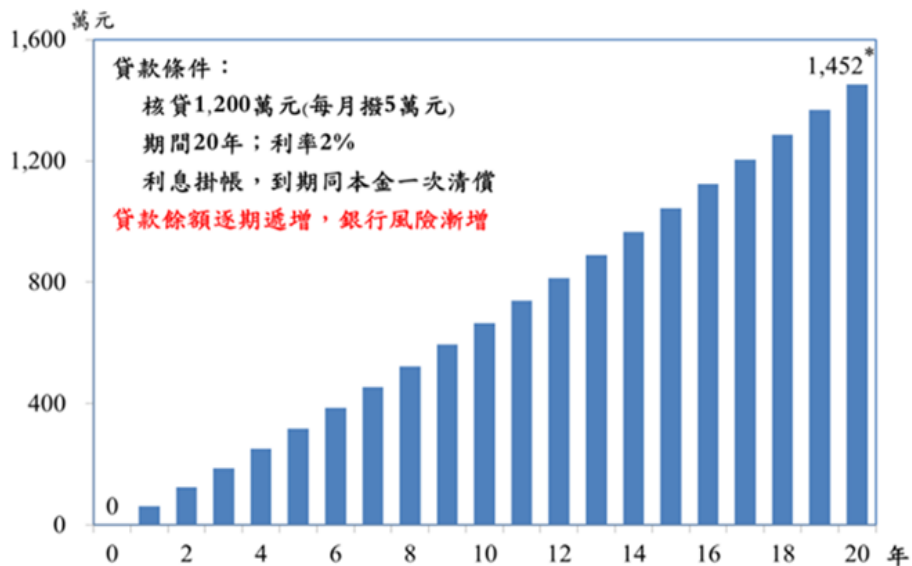
- 1.高齡化、少子化
- 2.青壯年扶養負擔重
- 3.國人自有住宅比率高
- 4.在宅老化，在家養老
傳統觀念

預期效益

- 1.活化資產運用，將房屋價值
轉換為現金流
- 2.提升銀髮族之生活品質，減輕
青壯年負擔
- 3.善用儲蓄、帶動民間消費動能
- 4.增加有效需求，刺激經濟成長

(二)以房養老貸款與傳統房貸之差異

項目	以房養老貸款	傳統房貸
借款人	限定一定年齡以上	青壯年居多
貸款到期日	不確定	確定
貸款餘額	隨時間增加而 增加	隨時間增加而 減少
主要承貸風險	長壽風險 及房屋跌價風險	信用風險 及房屋跌價風險



*包含本金1,200萬元、利息252萬元。



(三)參採美國、香港之制度經驗

- 1.貸款金額大於擔保品價值之差額部分由政府擔保。
- 2.提供專業諮詢服務，保障借款人貸款權益並減少紛爭。
- 3.借款人需支付保費，商品得以永續經營。

項目	美國 HECM計畫	香港 安老按揭計畫	台灣 商業型以房養老貸款
借款人得終身領取	有	有	無
專業諮詢機制(構)	有	有	無
政府提供擔保	有	有	無
借款人支付保費	有	有	無

(四)結論與建議

1.以房養老貸款，可達到善用儲蓄，帶動消費，以增加有效需求，刺激經濟成長等多方面效益。

2.借鏡美國、香港實施經驗，提出以下建議：

(1)政府如積極參與以房養老之制度設計，將有利於產品推動與永續發展。

(2)宜加強宣導以房養老貸款，提高國人接受度。

(2)宜建立專業諮詢機制，落實消費者保護。

(3)宜建立信用保證(保險)機制，提升銀行辦理意願。

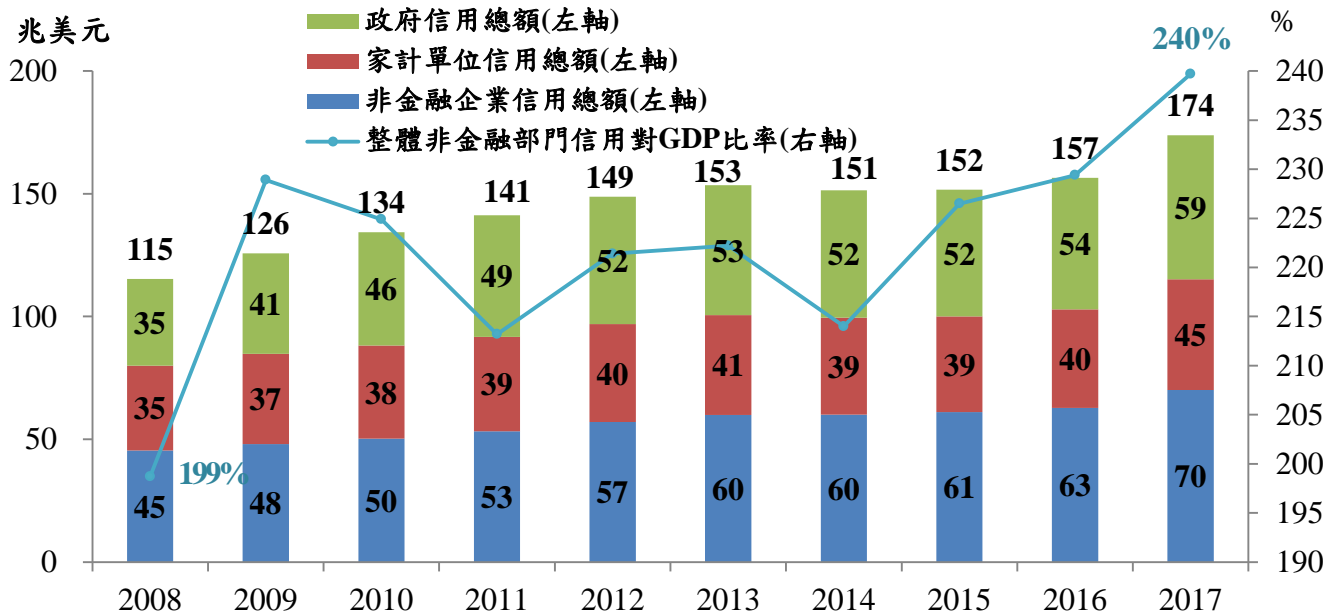
五、雷曼兄弟破產滿10週年後，懸而未決之問題與衍生的新挑戰

- 美國次貸風暴於2008年9月15日美國投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)申請破產後，擴大為全球金融危機，全球陷入嚴重經濟衰退。後續引發歐債危機等全球政經重大變化。
- 本行曾於2010年3月出版「全球金融危機專輯(增訂版)」，說明危機起因、歐美國家因應措施與金融改革，以及當時主流總體經濟理論與國際貨幣制度所存在的問題。
- 雷曼兄弟破產迄今已屆滿10年，惟仍存在尚待解決之問題與衍生的新挑戰，為撰述本文的動機。

(一) 雷曼兄弟破產滿10週年後，懸而未決之問題

1. 家計部門舉債速度放緩，惟政府與企業負債大幅增加，致整體債務風險並未顯著降低。

全球政府、家計單位與非金融企業信用總額對GDP比率

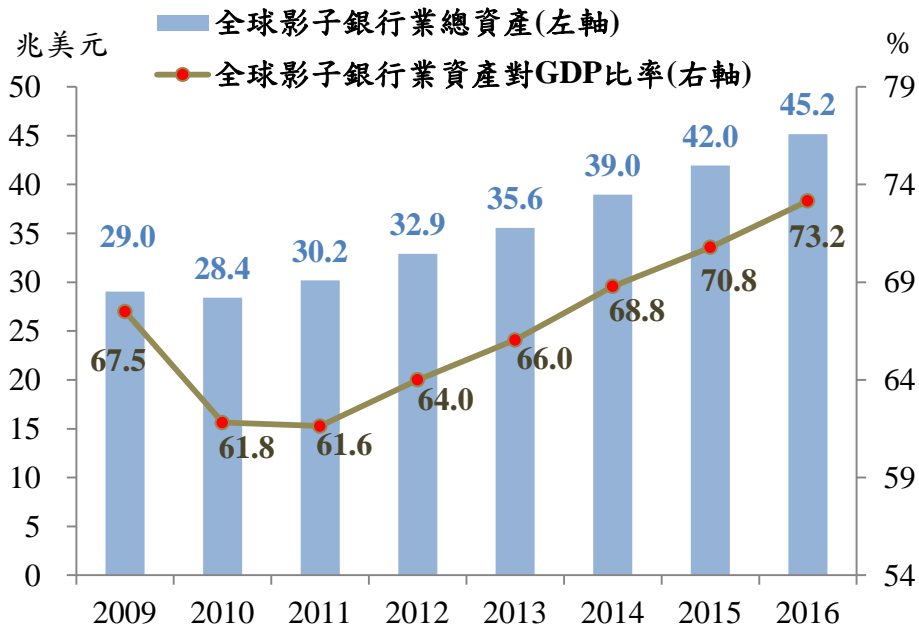


資料來源：BIS(統計44個國家)

2. 影子銀行業務持續成長，大幅超越全球金融危機前的水準。

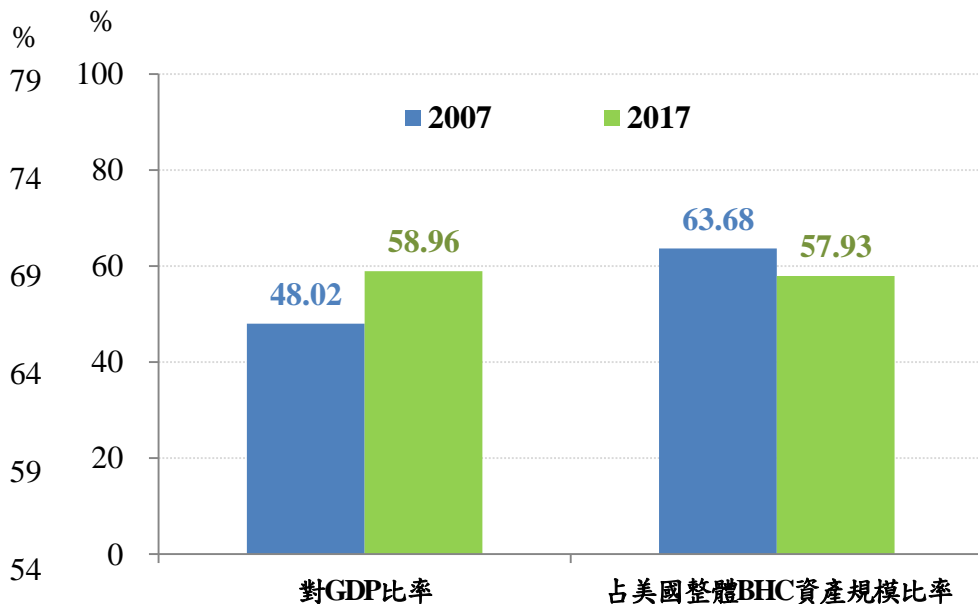
3. 大型金融機構資產規模更加膨脹，大到不能倒問題似乎仍然存在。

全球影子銀行業規模
(2009~2016年)



資料來源：FSB (統計29個經濟體，約占全球GDP之80%)

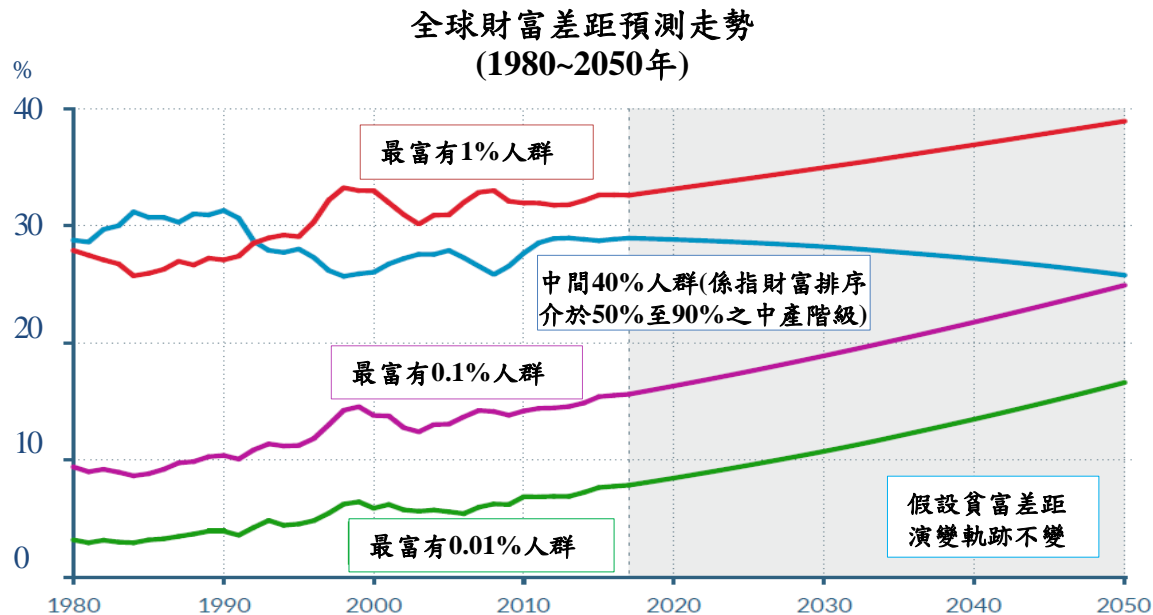
美國前10大銀行控股公司資產規模比率
(2007與2017年)



資料來源：Federal Reserve System, U.S. Bureau of Economic Analysis

(二) 雷曼兄弟破產滿10週年後衍生的新挑戰

1. 非傳統寬鬆貨幣政策推升資產價格，惡化所得分配不均現象，助長民粹主義崛起，全球貿易秩序受到挑戰。
2. 美國回頭鬆綁金融法規，引發各界對全球金融危機再現之擔憂。

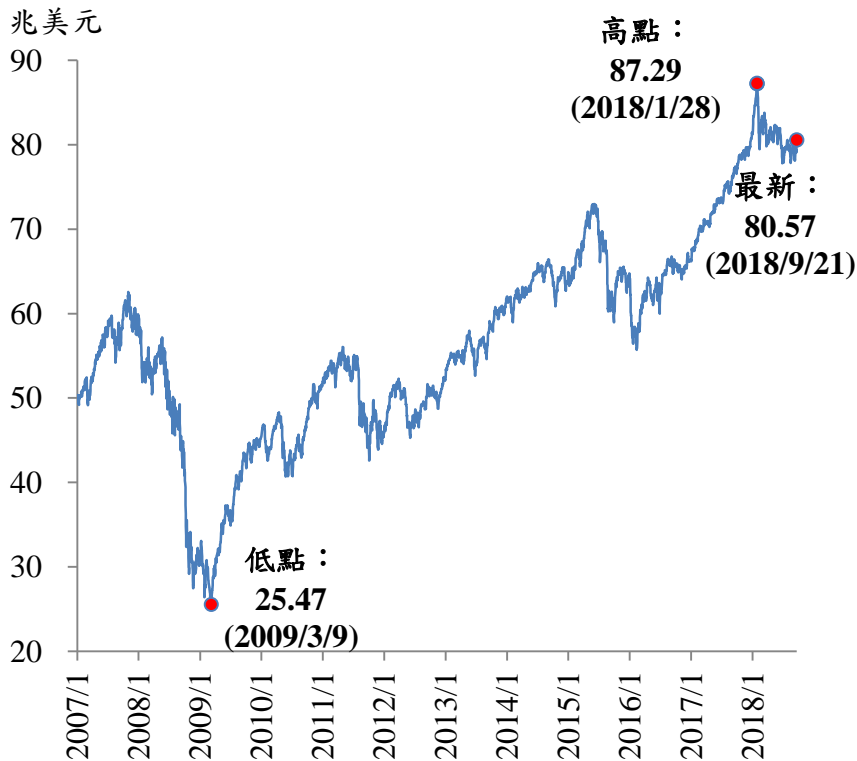


資料來源：World Inequality Lab

3. 主管機關於全球金融危機後重新審視金融產業之角色與監理，間接促使金融科技快速發展，惟須密切關注其伴隨之風險及對經濟的影響。
4. 主要經濟體過去所採行之非傳統貨幣政策，未來可能成為常態性政策工具，惟下次經濟衰退時，恐面臨工具用罄的窘境。

5.先進經濟體貨幣政策逐步正常化，金融市場之低廉流動性減少，可能影響資產價格表現，且不利部分體質脆弱之新興市場經濟體。

全球股市市值自今年1月高點以來呈下降趨勢



資料來源：Bloomberg

MSCI新興市場貨幣指數及彭博新興市場債券指數隱含殖利率



資料來源：Bloomberg

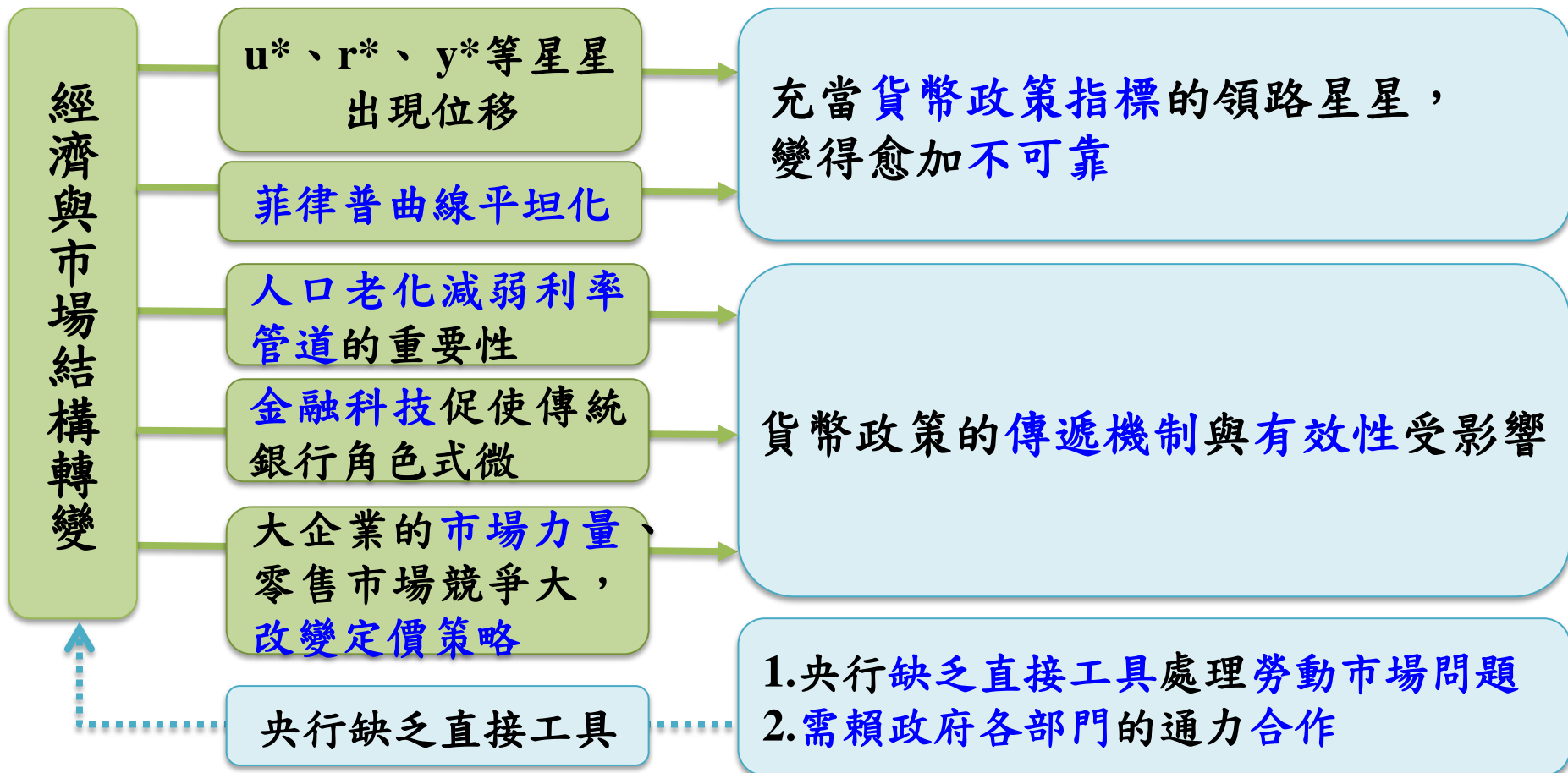
六、當代貨幣政策面臨的挑戰

(一)經濟與市場結構出現重大轉變

經濟與市場的結構性轉變

全球化	全球化與技術進步相互強化，並促成 全球價值鏈 (Global Value Chains, GVC) 興起
技術進步	
公司經營策略的金融化	經營策略聚焦在短期決策、成本管理及財務工程
大企業握有市場力量	影響訂價及供應、甚至是勞動市場
電子商務崛起	出現 拉低通膨的亞馬遜效應 (Amazon effect) ；零售價格調整頻率↑：如美國從6.5個月縮短至3.7個月
勞動市場結構改變	全球 勞動供給大幅 ↑； 工作機會極化 ； 工會式微
金融結構遽變	管制面變革(金融自由化 → 全球性的管制改革) 金融科技快速發展， 傳統銀行角色可能式微

(二) 面對結構性轉變與問題，對央行貨幣政策帶來很大的挑戰



(三)小型開放經濟體面對的挑戰更為嚴峻

小型開放經濟體須額外面對的兩大挑戰

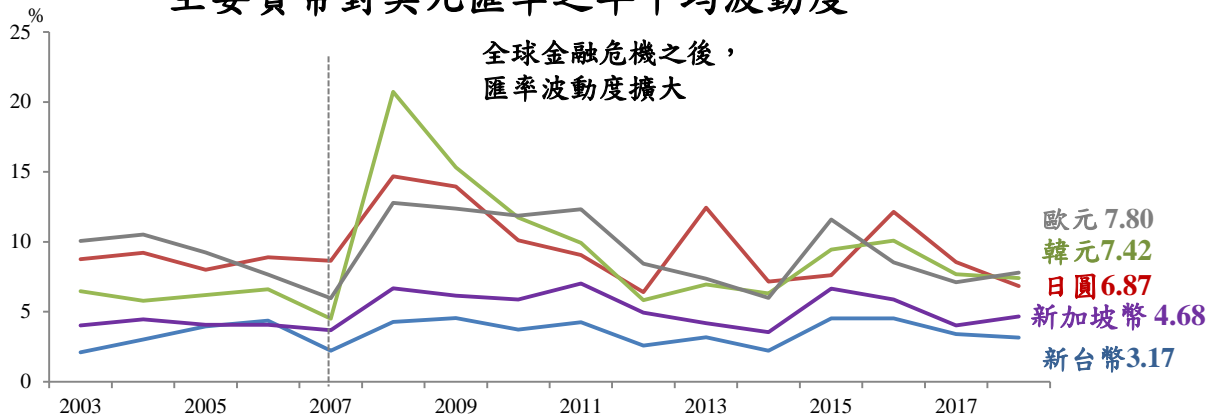
達成物價穩定的挑戰

- 易受國際商品及原物料等外來因素的短暫影響，其**通膨**多屬「**輸入性通膨**」，貨幣政策難以完全抵銷這些外來的影響
- **通膨率目標宜具彈性較佳**；如瑞士的通膨率目標，係定義為當年通膨率為正數，且低於2%

因應全球金融循環的挑戰

- **美元**是主要的**國際貨幣**，各國貿易往來大都以美元為報價通貨；且各國除本幣市場外，亦仰賴以**美元為融資通貨**
- 一旦Fed貨幣政策態勢改變，除透過**資本移動**影響各國**匯率**外，透過**美元融資角色**，亦使各國**利率**受到影響
- 影響所及，**美國金融情勢**大舉外溢至全球，導致出現全球金融情勢伴隨美國起伏的**全球金融循環(global financial cycle)**

主要貨幣對美元匯率之年平均波動度*



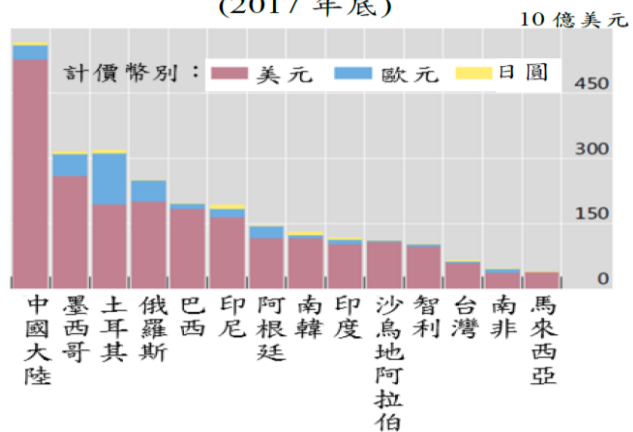
*：各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去20天期之標準差(並將其年率化)。波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。2018年平均波動度係該年1/2~9/19日資料平均。

資料來源：Bloomberg

各地區以美元計價的債務 (2000~2017年)



新興市場經濟體的外債 (2017年底)



全球金融危機為全球金融 循環的強力例證

危機期間，隨著Fed採寬鬆性貨幣政策，全球資本移動波動加大，主要貨幣對美元匯率之波動亦呈擴大。

Fed驅動全球金融循環的 最新例證

近年因Fed降息至近零、並採QE，新興市場借入大量美元信用；今年隨著Fed貨幣政策正常化，體質較差的新興國家陷入困境。

(四) 結論與對本行的啟示

1. 全球經濟與市場結構出現重大轉變，對於原已處在不確定性下的央行，貨幣政策面臨更大的挑戰。
2. 小型開放經濟體因**主要國家**的貨幣政策驅動**全球金融循環**，並透過**資本移動**等管道外溢影響，加深貨幣政策的難度。
3. 在充滿**不確定性**的年代，貨幣政策的**風險管理**與**溝通策略**格外重要。
 - (1) 小型開放經濟體宜採**管理浮動匯率制度**，且應採取**資本移動管理工具**及**總體審慎政策**；本行亦朝此一方向努力。
 - (2) 本行將善用數位科技，透過大數據分析等新技術的協助，以強化貨幣政策、總體審慎政策的風險管理。
 - (3) 本行將**加強與外界的溝通**，以增進外界對本行的瞭解與信任，俾確保政策的有效施行。
4. 本行將繼續根據「中央銀行法」所賦予本行的職責，致力於達成**物價穩定**、**金融穩定**目標，並協助經濟成長。

簡報完畢
謝謝!

