

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

108.3.21

前 言

本(2019)年初以來，全球景氣趨緩，貿易動能減弱，通膨預期溫和；主要經濟體貨幣政策立場轉向寬鬆，國際金融市場回穩；預期本年國內經濟將溫和成長，通膨展望穩定，惟仍面臨美中貿易談判結果、中國大陸經濟放緩及地緣政治衝突等諸多風險。

鑑於美中貿易爭端係影響全球經濟金融最大之因素，爰彙整相關協商之主要議題與最新進展，以及後續對全球貿易、產業供應鏈及台灣經濟之可能影響，供各界參考。

其次，伴隨美中貿易衝突影響，上(2018)年以來，中國大陸經濟成長逐季走緩。為因應此一變局，其政府陸續採行擴張性貨幣及財政政策。由於外溢效果勢必衝擊全球經濟，本行將持續觀察其經濟下行之影響。

美中貿易摩擦加速全球供應鏈重組，我政府把握台商轉移生產基地之契機，積極採取行動，協助其投入國內實質投資，型塑新創技術供應鏈聚落。一方面既可紓解長期以來超額儲蓄累積之問題，縮減經常帳順差；另一方面亦可經由投資成長增加就業，提高生產力，並帶動薪資調升及經濟發展。

此外，根據國際清算銀行調查，大多數央行認為發行央行數位通貨之可能性不高；IMF 則建議發展透過手機、網路及 ATM 等設備之快捷支付，作為替代選項，可同樣滿足民眾支付需求。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟成長之職責，須密切關注國內外經濟金融情勢與重大議題之發展。茲探討上述議題，彙集成冊，以供各界參考。

目 次

一、本年全球經濟成長及通膨展望分析	1
二、本年國內經濟成長及通膨展望分析	18
三、美中貿易談判之最新發展	29
四、中國大陸經濟現況分析	46
五、美中貿易衝突台商回台實質投資的意義	62
六、央行發行數位通貨之國際趨勢	74

一、本年全球經濟成長及通膨展望分析

自上(2018)年 12 月本行理事會會議以來，全球貿易及製造業活動降溫，惟在主要經濟體貨幣政策趨鴿派，美中貿易談判朝向正面發展等因素激勵下，金融市場回穩。未來美國貿易政策不確定性仍高，中國大陸經濟景氣恐下滑，英國脫歐期限擬延後，發展變數仍大，加以地緣政治風險等因素，均可能影響全球經濟前景。

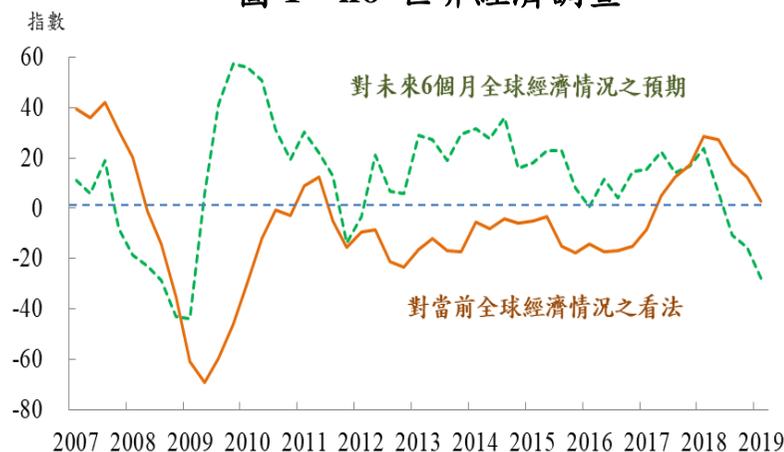
(一)全球景氣趨緩，貿易動能減弱

1. 近期經濟展望偏負面

德國 ifo 經濟研究院本(2019)年第 1 季之世界經濟調查(World Economic Survey)¹顯示，全球多數經濟學家對未來 6 個月之景氣持負面看法，而對目前景氣之樂觀程度也已轉弱(圖 1)。

全球及美、歐、日、中之製造業採購經理人指數(PMI)自上年下半年即呈下行趨勢；本年 2 月歐、日、中製造業 PMI 均低於 50 榮枯線，美國 PMI 雖高於 50，惟已降至 54.2 之 2016 年 11 月以來低點(圖 2)。

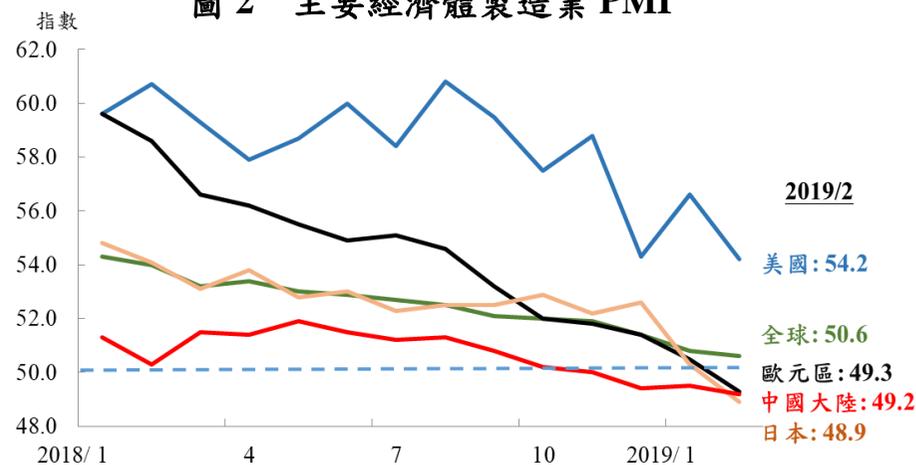
圖 1 ifo 世界經濟調查



註：正值表示對全球經濟持正向看法，負值表示持負向看法，0 則表示持平。

資料來源：ifo (2019), World Economic Survey, Vol.18, No. 1, Feb.

圖 2 主要經濟體製造業 PMI



註：美國為 ISM PMI，中國大陸為官方 PMI，其餘經濟體為 IHS Markit PMI。

資料來源：Thomson Reuters Datastream、Bloomberg

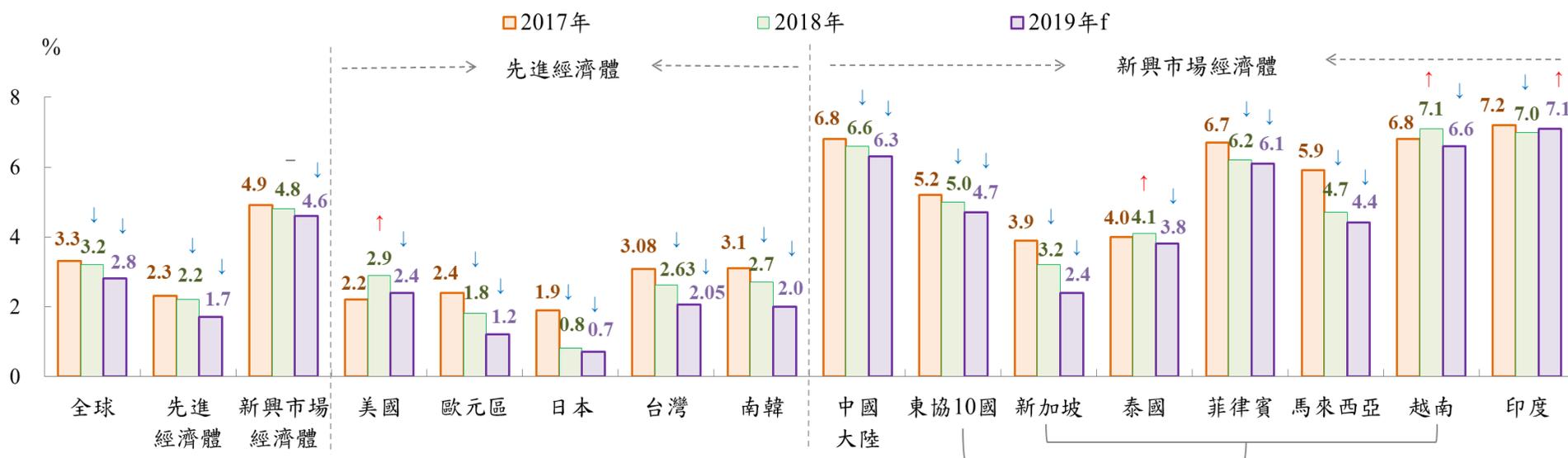
¹ ifo 每季訪問逾 100 國、逾千位經濟學家，根據渠等對各國當前及未來 6 個月之景氣看法，再依各國經濟規模加權後計算。

2. 本年主要經濟體經濟成長恐多放緩，貿易政策不確定性為主因

全球經濟成長自上年第3季後走緩，**本年在全球貿易政策不確定等因素持續下，IHS Markit 預測全球經濟成長率由上年之3.2%降至2.8%**，先進經濟體及新興市場經濟體成長率亦低於上年(圖3)。

本年以來**主要國際機構**如國際貨幣基金(IMF)與經濟合作暨發展組織(OECD)亦陸續**調降全球經濟成長預期**，**主要下行風險**均指向**貿易政策不確定性與金融情勢變動**²。IMF指出，**主要經濟體應盡速解決貿易衝突**，各國宜聚焦防止經濟成長再減速、增強金融韌性及提升潛在產出成長。

圖3 IHS Markit 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



註：1. ↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。
 2. 印度為財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。
 資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2019/3/15)

² 參考 IMF (2019), "A Weakening Global Expansion," World Economic Outlook Update, Jan. 21; OECD (2019), "OECD Interim Economic Outlook," Mar. 6。

茲就與台灣經貿關係密切之經濟體，析述其經濟情況如下：

美國	<ul style="list-style-type: none">● 上年第 4 季民間消費成長略降溫，以及住宅投資續衰退，經濟成長率(與上季比，換算成年率)降為 2.6%；惟全年在政府實施減稅及擴大財政支出等政策激勵下，經濟成長率由 2017 年之 2.2% 大幅升至 2.9%。● 本年就業市場穩健有助支撐民間消費動能，惟經貿政策不確定性恐影響企業信心，且聯邦政府年初一度停擺，短暫衝擊經濟表現，加以財政激勵效益可能逐漸消退，預測本年經濟成長率降至 2.4%(圖 3)。
歐元區	<ul style="list-style-type: none">● 上年第 4 季因美中貿易衝突持續及全球製造業產出下滑，不利歐元區出口，加以法國黃背心運動及義大利因財政預算案與歐盟發生紛爭，而 9 月起歐盟新實施之汽車排放測試規範亦影響汽車生產，經濟成長率降為 1.1%；全年經濟成長率由 2017 年之 2.4% 降至 1.8%。● 本年貿易保護主義仍將阻礙經濟擴張，加以英國脫歐僵局未解，預測本年經濟成長率恐放緩至 1.2%(圖 3)。
日本	<ul style="list-style-type: none">● 上年第 4 季因受豪雨、強颱及地震等天災衝擊之企業設備投資及民間消費恢復成長，經濟成長率(與上季比，換算成年率)回升至 1.9%；惟全年仍由 2017 年之 1.9% 降至 0.8%。● 本年因勞動市場緊俏有利企業擴增自動化設備投資，加以災後重建之相關營建需求增加，可望推升固定投資，然而全球經濟減速不利輸出，且 10 月消費稅稅率將自 8% 調高至 10%雖有提前消費效應，惟仍恐衝擊消費信心，預測本年經濟成長率略降至 0.7%(圖 3)。
南韓	<ul style="list-style-type: none">● 上年第 4 季在政府擴大公共支出帶動下，經濟成長率升至 3.1%；惟全年經濟成長率由 2017 年之 3.1% 降至 2.7%。● 本年政府仍將持續擴張性財政政策，惟全球經濟成長減速及 IT 產業成長放緩恐影響出口，加以營建投資恐因政府抑制房市過熱措施而持續衰退，預測本年經濟成長率續降至 2.0%(圖 3)。

<p>中國大陸</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 上年第 4 季經濟成長率降至 6.4%，為 2009 年第 1 季以來最低，主因消費及投資成長均下滑所致，全年經濟成長率由 2017 年之 6.8% 降至 6.6%，創 28 年來新低。 ● 本年 2 月官方 PMI 為 49.2，係連續第 3 個月低於 50 之榮枯線，顯示製造業景氣持續走弱。由於內需偏弱，加以全球經濟成長動能下滑、美國加徵關稅恐影響出口及內需，預測本年經濟成長率續降至 6.3%(圖 3)。
<p>東協 10 國</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 上年第 4 季泰國及菲律賓受內需帶動、馬來西亞因出口加速成長、越南受惠於製造業強勁成長，經濟成長優於第 3 季，印尼則持平，惟全年東協 10 國則普遍受中國大陸景氣降溫影響，經濟成長率由 2017 年之 5.2% 降至 5.0%。 ● 在中國大陸經濟恐續放緩下，預測本年東協 10 國經濟成長率降至 4.7%(圖 3)。
<p>印度</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 上年第 4 季由於投資及出口成長下滑，經濟成長率降至 6.6%，全年(財政年度)由 2017 年之 7.2% 則降至 7.0%。 ● 本年財政與貨幣政策將偏向寬鬆以提升內需，預測本年經濟成長率略升至 7.1%(圖 3)。

資料來源：整理自各經濟體官方網站、IHS Markit 及相關報導

3. 全球貿易成長動能減弱

主要經濟體間之貿易情勢緊張，致全球貿易成長動能減弱，世界貿易組織(WTO)編製之全球貿易展望指標(World Trade Outlook Indicator, WTOI)³自上年初以來持續下滑，近期降至2010年3月以來新低，且低於平均趨勢，其中包括出口訂單、國際空運量及汽車生產與銷售量等多項評估指標均走緩(圖4)。

貿易障礙恐降低企業對投資、生產及出口之意願，國際機構預測本年全球貿易量成長率約在3.6%~4.0%之間，大多低於上年(表1)。

圖4 WTO全球貿易展望指標



註：指數100為平均趨勢值，高於100代表未來1季之全球貿易量將擴張，低於100則代表將萎縮。

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

表1 全球貿易量成長率

機構	發布日期	2017	2018	2019f
World Bank	2019/1/9	5.4	3.8	3.6↓
IMF	2019/1/21	5.3	4.0	4.0—
UN	2019/1/21	5.3	3.8	3.7↓

註：包含商品及服務貿易；f表示預測值；↑、↓及—分別表示較前1年上升、下降及持平。

資料來源：World Bank (2019), “Global Outlook: Darkening Skies,” Global Economic Prospects, Chapter 1, Jan. 8; IMF (2019), “A Weakening Global Expansion,” World Economic Outlook Update, Jan. 21; United Nations (2019), “World Economic Situation and Prospects 2019,” Jan. 21

³ WTOI為全球商品貿易情勢之即時(real time)觀察指標，係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指標，預估未來一季全球貿易趨勢變化。

(二)國際商品價格漲跌互見，全球通膨預期略降

1. 近期油價大幅反彈，惟預測本年油價低於上年

本年初以來，油價自低點大幅反彈(圖 5)，主因：(1)石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯等產油國之減產生效；(2)美國制裁委內瑞拉石油大廠；(3)市場樂觀預期美中貿易談判結果。

由於美國油產將持續增加，且可能抵銷 OPEC 等國之減產效應，加以全球經濟成長趨緩恐降低油需，主要機構對本年布蘭特原油價格預測值平均為每桶 65.8 美元，低於上年實際值之 71.0 美元(表 2)。



資料來源：Thomson Reuters Datastream

表 2 布蘭特原油價格預測值

預測機構	預測日期	美元/桶	
		2018 年平均 預測值	2019 年 預測值
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2019/2/13	71.0	66.0
美國能源資訊(EIA)	2019/3/12		62.8
IHS Markit	2019/3/15		68.7
平均預測值			65.8

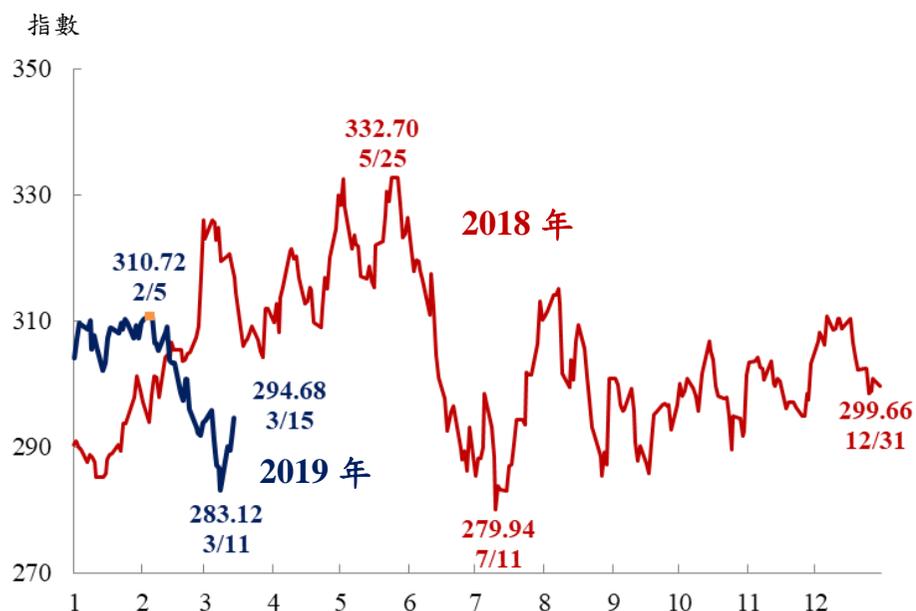
資料來源：Thomson Reuters Datastream、經濟學人智庫(EIU)、美國能源資訊署(EIA)、IHS Markit

2. 近期穀價下跌，基本金屬價格反彈

本年初以來，穀物期貨價格震盪走跌，3月中旬一度跌至上年7月底以來新低(圖6)，主因：(1)美國穀物出口數據不佳；(2)巴西黃豆收成較預期為快；(3)美國農業部多上修本年美國及全球穀物期末庫存預估；(4)美中尚未簽訂貿易協議引起市場擔憂。

基本金屬價格則自年初之低點反彈(圖7)，主因：(1)中國大陸推出激勵景氣措施及促進汽車消費措施，可望帶動需求；(2)市場樂觀看待美中貿易談判；(3)倫敦金屬交易所鎳、銅及鋅等金屬庫存降低；(4)中國大陸季節性需求高峰將屆。

圖6 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數



註：Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米期貨合約價格計算而得，凡距到期日6個月內之期貨合約，皆涵蓋在編製範圍。
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖7 Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數



註：Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數(Bloomberg Base Metals 3-Month Price Commodity Index)係根據倫敦金屬交易所之鋁(權重45%)、銅(25%)、鋅(15%)、鉛(12%)、鎳(2%)及錫(1%)距到期日3個月期貨合約價格計算。

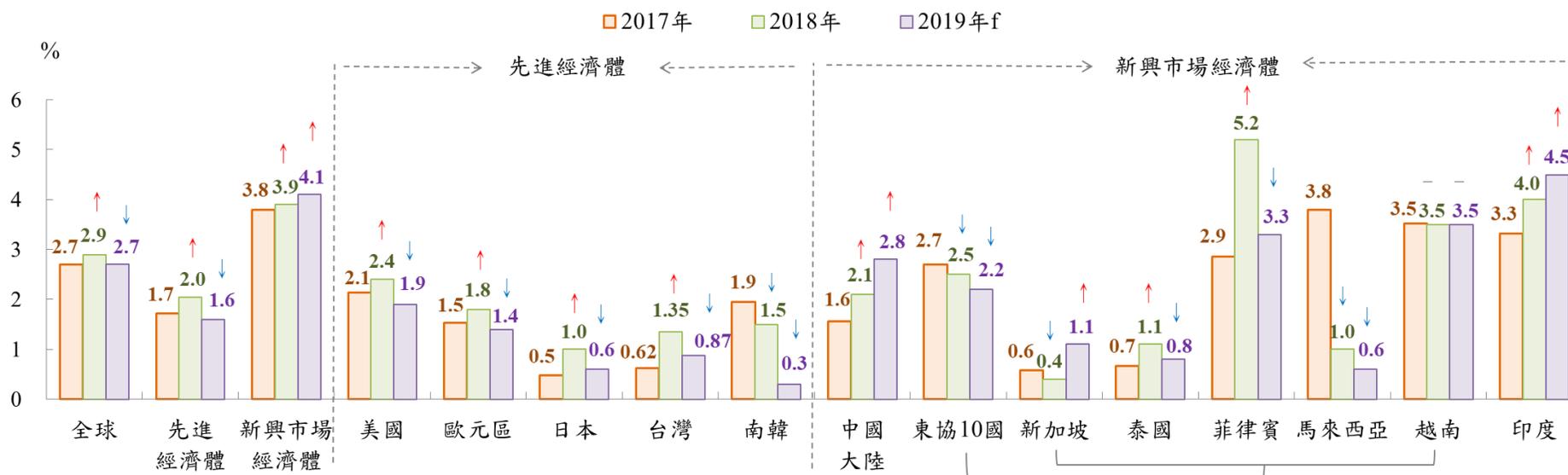
資料來源：Bloomberg

3. 本年全球通膨預期溫和

上年全球通膨率由 2017 年之 2.7% 升至 2.9%，除反映國際油價上漲之影響外，美、歐等先進經濟體之薪資漲幅擴大，及部分新興市場經濟體貨幣貶值引發輸入性通膨亦是主因。

本年全球經濟成長動能可能減弱，且國際油價可能低於上年，全球通膨率預測值降至 2.7% (圖 8)，先進經濟體降至 1.6%，美國、歐元區及日本之通膨率預測值分別為 1.9%、1.4% 及 0.6%，均低於上年；新興市場經濟體通膨率預測值則略升至 4.1%，中國大陸則升至 2.8%。

圖 8 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值。

2. ↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。

3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

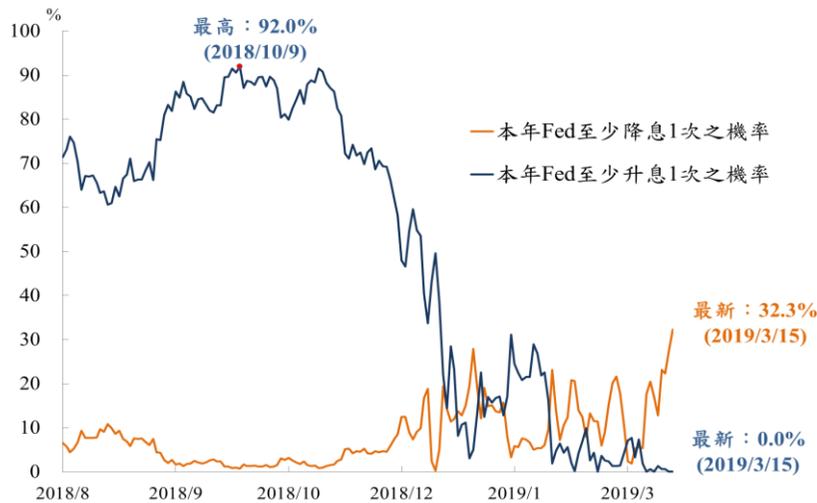
資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2019/3/15)

(三)主要央行貨幣政策立場轉趨鴿派

1. 美國：聯準會(Fed)對升息將保持耐心，本年將停止縮表政策

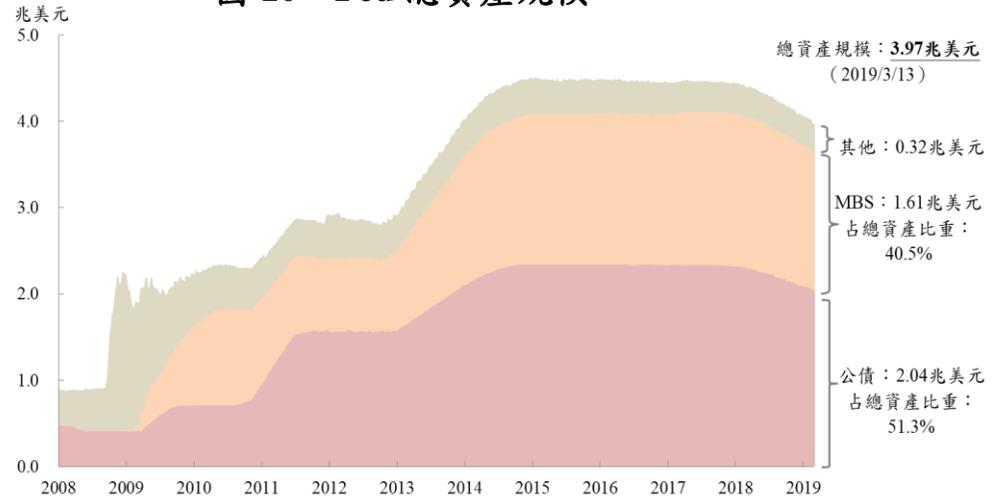
- 本年1月30日，聯邦公開市場委員會(FOMC)決議維持聯邦資金利率目標區間於2.25%~2.50%不變，並表示鑑於全球經濟、金融發展以及通膨壓力減緩，對調整聯邦資金利率目標區間之決策將保持耐心。
- 本年以來市場對美國年底前升息之預期明顯減弱，降息預期則升高，聯邦資金利率期貨(Fed funds futures)顯示，3月15日預期本年底前至少升息1次之機率降至0.0%，至少降息1次之機率則升至32.3%(圖9)。
- Fed目前仍持續縮減總資產規模(圖10)，惟主席Powell於2月下旬的國會聽證會上表示，Fed將於本年停止資產負債表正常化進程，屆時資產負債表規模相對美國GDP比率將約為16%~17%(即約當3.3~3.6兆美元)⁴，顯示Fed縮減資產負債表計畫可能較原先預估提早結束，且縮減後之資產規模較原先估計為大⁵。

圖9 Fed本年底前利率調整之機率



資料來源：Bloomberg

圖10 Fed總資產規模



資料來源：Thomson Reuters Datastream

⁴ Powell表示，準備金需求係決定最終資產負債表規模的指標，Fed可能在銀行準備金需求略高於1兆美元時，停止資產負債表正常化進程(目前準備金為1.6兆美元)；理由在於Fed欲確保不會失去對聯邦資金利率的控制力(Fed的資產規模已由2017年之4.5兆美元降至目前約4兆美元，目前Fed的縮減速度為每月最多500億美元)。

⁵ Powell曾於2017年11月底表示，縮減資產負債表可能持續3~4年期間，最終規模可能縮減至2.5~3.0兆美元。

2. 歐元區：歐洲央行(ECB)維持政策利率不變，啟動新一輪 TLTRO

- 本年 3 月 7 日之貨幣政策會議維持主要再融通操作(main refinancing operations)利率、邊際放款(marginal lending facility)利率及存款(deposit facility)利率分別於 0.00%、0.25%及-0.40%不變(圖 11)，且修改前瞻性指引，將原本至少維持利率不變至本年夏季，改為至少到本年底。
- 為維持信用環境寬鬆及貨幣政策傳遞順暢，將於本年 9 月啟動新一輪兩年期定向長期再融通操作(Targeted Long-Term Refinancing Operation, TLTRO)，每季操作 1 次，操作時間至 2021 年 3 月止，銀行可借款上限為本年 2 月 28 日合格貸款餘額之 30%。
- 資產購買計畫到期債券之本金再投資將持續至 ECB 開始升息後一段時間。

3. 日本：日本央行(BoJ)維持寬鬆貨幣政策不變，必要時將採取額外的寬鬆措施

- 本年 3 月 15 日貨幣政策會議表示，由於國外經濟成長減速影響日本出口及工業生產，加以 10 月消費稅率提高將使經濟及物價之不確定性增加，強調仍將維持目前極低之長短期利率水準一段期間，因此將短期政策利率維持於 -0.10%不變(圖 11)，另為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0%左右，將持續執行購買公債計畫。
- 另 BoJ 黑田總裁於 1 月政策會議記者會表示，由於國外經濟下行風險加劇，必要時將採取額外的寬鬆措施。

4. 中國大陸：中國人民銀行維持貨幣政策適度寬鬆

- 本年 1 月以來，為維持「穩經濟」及「防風險」目標間之平衡，中國人民銀行維持政策利率不變(圖 11)。
- 鑑於經濟下行壓力加大，中國人民銀行分別於 1 月 15 日及 1 月 25 日全面調降存款準備率各 0.5 個百分點，並利用中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)⁶及抵押補充貸款(Pledged Supplementary Lending, PSL)⁷

⁶ MLF 之主要功能是提供符合國家政策之經濟部門中期低廉成本資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括國債、央行票據、政策性金融債、高評等信用債等優質債券。

⁷ PSL 之主要功能是提供街廓改造工程長期且成本適當的資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括高評等債券等優質資產。

等工具，維持流動性合理充裕，另提高普惠金融定向降準動態考核之小微企業貸款標準⁸，且操作定向中期借貸便利(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)⁹，鼓勵銀行放款予小微及民營企業。

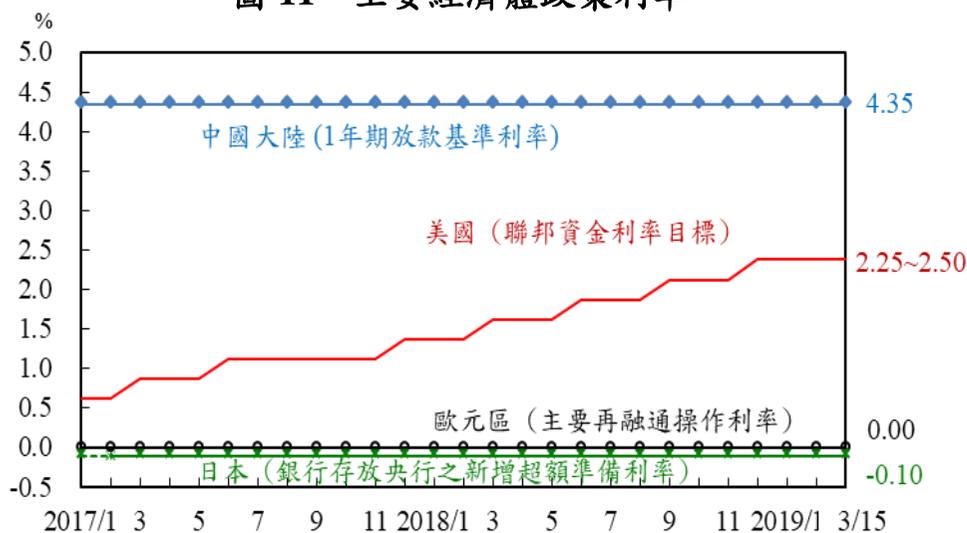
—另**中國人民銀行**為鼓勵銀行發行永續債¹⁰補充資本，以進一步為疲軟的經濟擴大信貸供給，於本年 1 月創設央行票據互換工具(Central Bank Bill Swap, CBS)，讓公開市場業務一級交易商可將持有的合格銀行發行之永續債，向中國人民銀行換入央行票據，以提高銀行永續債之流動性。

5. 其餘經濟體貨幣政策立場趨於審慎

—本年 2 月 6 日**印度央行**考量通膨走緩，**調降政策利率** 1 碼至 6.25%(圖 12)。

—其餘經濟體多維持政策利率不變。

圖 11 主要經濟體政策利率



註：美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數繪製折線圖。

資料來源：各經濟體官方網站

圖 12 其他經濟體政策利率



資料來源：各經濟體官方網站

⁸ 由單戶授信 500 萬人民幣調整為 1,000 萬人民幣。

⁹ TMLF 係針對放款予小微及民營企業的金融機構提供更多資金支持，操作期限為 1 年，到期可續做 2 次，實際使用期限可達 3 年，並給予利率優惠，操作利率為 3.15%，較 MLF 利率低 15 個基點。

¹⁰ 永續債係指在特定條件下可永遠存續的債券，可賦予發行人在到期前對債券進行續期的權利。

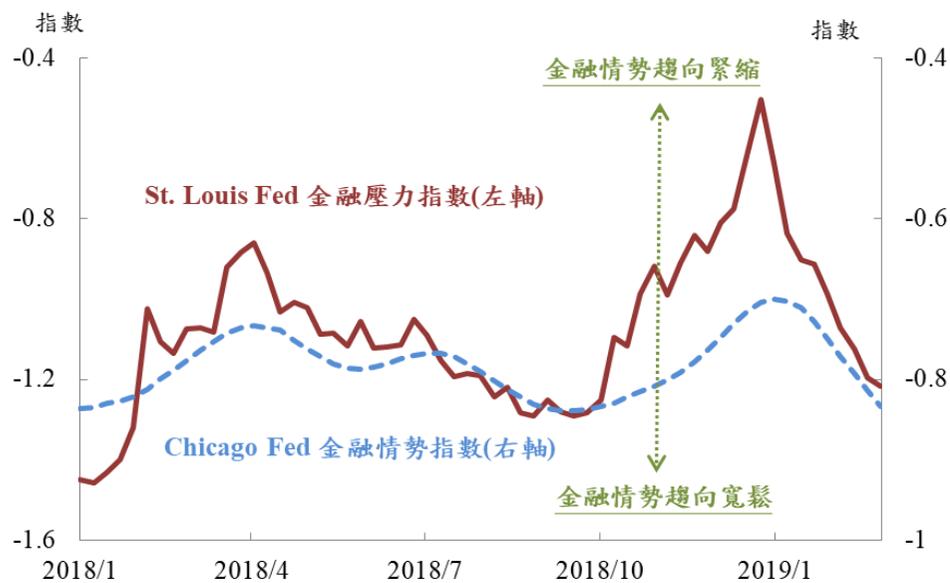
(四)國際金融市場回穩

1. 本年初全球股市自上年底之低點回升

本年初以來，**Fed 貨幣政策轉趨鴿派**，加以**美中貿易談判朝向正面發展**，美國**金融緊縮情勢大幅改善**(圖 13)。

主要國家股市亦自上年底低點回升，**中國大陸股市**另受 MSCI 提高中國大陸 A 股在其編製指數中之**權重影響**，本年以來**漲幅最大**(圖 14)。

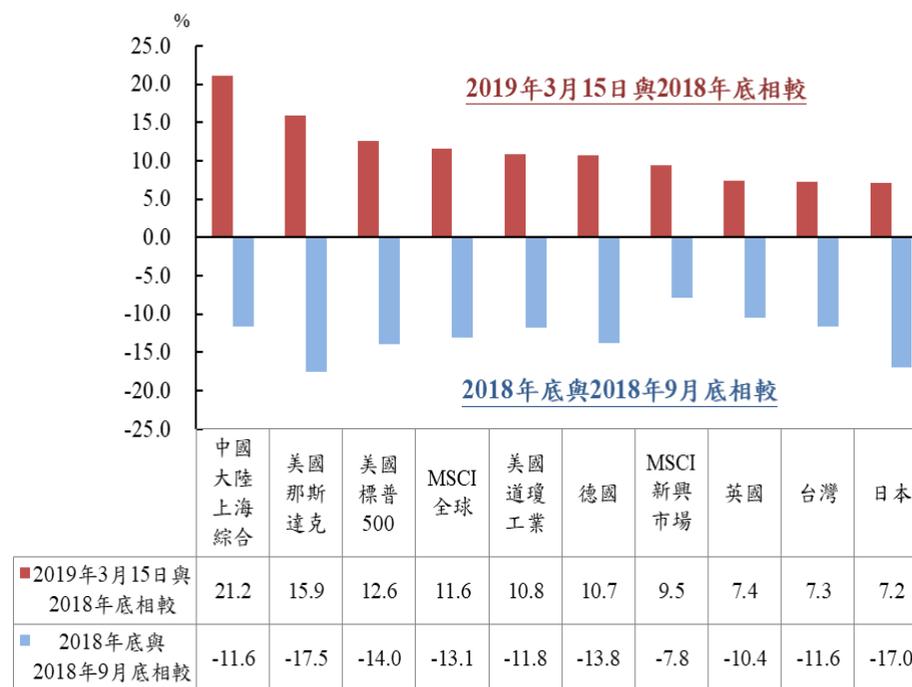
圖 13 美國金融壓力與金融情勢指數變動



註：St. Louis Fed 金融壓力指數(Financial Stress Index)係以公債殖利率、信用利差、股價指數、恐慌指數(VIX)等金融市場變數編製；Chicago Fed 金融情勢指數(Financial Conditions Index)除金融市場變數外另包含企業、消費者信貸條件等實體經濟變數。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 14 全球主要股價指數漲跌幅



資料來源：Thomson Reuters Datastream

2. 先進經濟體與新興市場經濟體匯價表現分歧

本年初以來，Fed 編製之**先進經濟體美元指數**¹¹震盪走高，顯示**美元相對先進經濟體貨幣走強**，主因**歐元區、日本等先進經濟體經濟疲弱**，且**ECB 與 BoJ 等亦隨 Fed 調整政策立場趨向鴿派**，**歐元與日圓對美元趨貶**所致，**英鎊**則因**市場預期英國將延後脫歐時程而升值**(圖 15、16)。

新興市場美元指數則呈**震盪下滑**走勢，顯示**美元相對新興市場貨幣走弱**，主因**美中恢復貿易談判且可能達成協議**，**人民幣止貶回升**，其餘多數**新興市場經濟體貨幣亦對美元走強**(圖 15、16)。

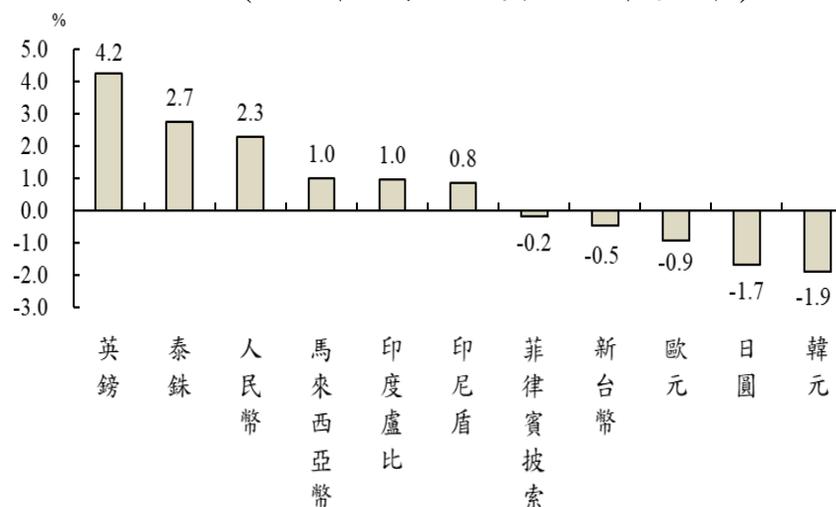
圖 15 先進經濟體與新興市場美元指數走勢



資料來源：Thomson Reuters Datastream 轉引自 Fed 官網

圖 16 主要經濟體貨幣對美元升貶幅

(2019 年 3 月 15 日與 2018 年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

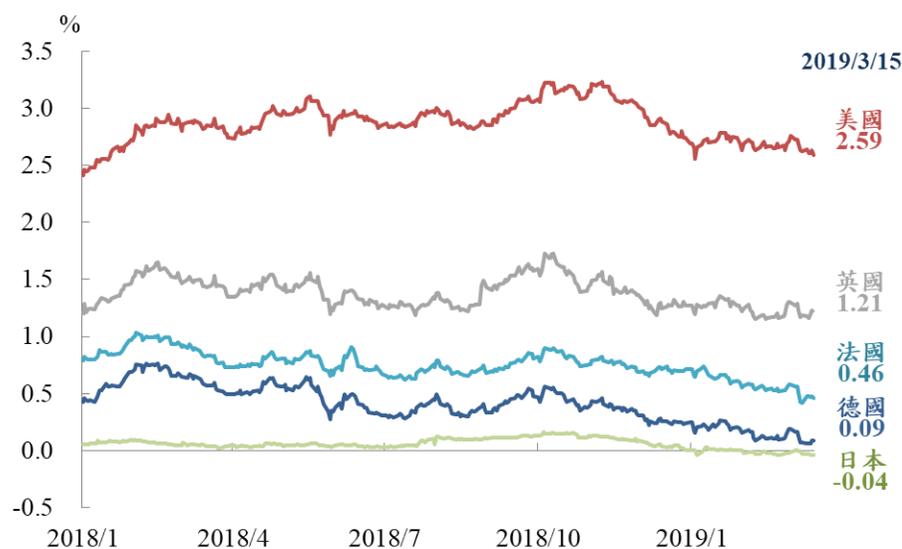
¹¹ Fed 依美國與貿易對手國之商品及服務貿易之重要性，編製先進經濟體(Advanced Foreign Economies, AFE)美元指數、新興市場(Emerging Market Economies, EME)美元指數與廣義美元指數(broad dollar index)。先進經濟體美元指數由歐元(38.5%)、加拿大幣(28.1%)、日圓(13.2%)、英鎊(10.6%)、瑞士法郎(5.5%)、澳幣(3.0%)與瑞典克朗(1.1%)等 7 大經濟體貨幣組成；新興市場美元指數由 19 國貨幣組成，主要為人民幣(31.3%)、墨西哥披索(25.7%)、韓元(6.6%)、印度盧比(5.3%)、巴西里爾(3.9%)、新台幣(3.8%)與新加坡幣(3.1%)，其餘國家貨幣權重小於 3%；廣義美元指數則由上述所有國家貨幣組成。詳 Fed (2019), “Revisions to the Federal Reserve Dollar Indexes,” Jan. 15。

3. 主要國家 10 年期公債殖利率下滑

本年初以來，主要央行貨幣政策轉趨鴿派，復以主要國際機構如 IMF 與 OECD 等紛紛調降全球經濟成長率預測，主要國家 10 年期公債殖利率呈下降趨勢；近期美國該利率已降至 2.60% 左右之 2018 年 1 月以來新低，德、法降至 2016 年以來低點，英國受脫歐進程不確定性升高影響亦走低，日本則降至負值(圖 17)。

美國長期利率走低，惟 2015 年 Fed 啟動升息循環致短期利率仍維持高點，長短期利差縮減，10 年期與 3 個月期利差縮減幅度最大，顯示美國殖利率曲線更加平坦化¹²(圖 18)。

圖 17 主要國家 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 18 美國長短期公債殖利率利差



資料來源：Thomson Reuters Datastream

¹² 相關分析參見中央銀行(2018)，「美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵」，12 月 20 日央行理監事會後記者會參考資料。

(五)全球經濟面臨諸多風險

未來主要經濟體貿易政策之不確定性仍高、中國大陸經濟放緩幅度大於預期，以及英國脫歐之不確定性與地緣政治衝突，均恐進一步衝擊全球經濟成長(圖 19)，宜密切關注相關情勢後續發展。

圖 19 影響全球經濟前景之風險

貿易政策不確定性仍高

- 美中貿易談判進入最後階段，美國展延 3 月 2 日起對中國大陸調升關稅之期限，惟最終協議仍待川普總統及中國大陸國家主席習近平簽署。
- 未來美國與歐盟及日本將分別展開貿易談判，預期汽車關稅將成為重要議題。美國若對進口汽車加徵關稅，恐造成另一波貿易紛爭。

中國大陸經濟放緩幅度大於預期

- 美國加徵關稅造成之負面影響漸顯現，未來投資、消費、出口均恐走弱。
- 經濟成長加速放緩或金融市場不穩定之外溢效應，影響全球經濟成長及大宗商品市場至鉅。

英國脫歐之不確定性與地緣政治衝突

- 英國脫歐發展變數仍大。
- 委內瑞拉爆發政治危機可能影響原油供給；北韓及南亞之地緣政治衝突風險仍存。

1. 貿易政策不確定性仍高

本年以來美中進行數輪貿易談判，主要議題包括美方關切的中國大陸強制外企技術轉移、智慧財產權保護、服務業與農業之非關稅壁壘、匯率及政府對國有企業補貼等方面。近期談判已進入最後階段，美國展延3月2日起對中國大陸調升關稅之期限，惟最終協議仍待川普總統及中國大陸國家主席習近平簽署。

另本年2月17日美國商務部於提交汽車進口對美國國家安全影響之調查報告，川普總統將於90天期限內決定是否對進口汽車及零件加徵關稅。未來美國與歐盟及日本將分別展開貿易談判，預期汽車關稅將成為重要議題，未來若美國決定加徵汽車相關商品進口關稅，可能引起貿易夥伴採取報復措施¹³，恐造成另一波貿易紛爭。

此外，本年3月初美國貿易代表署表示，計劃取消給予印度和土耳其之貿易優惠待遇¹⁴；近期美國貿易政策傾向以雙邊談判尋求解決，而非依循傳統多邊的WTO貿易爭端解決機制，未來主要經濟體間之貿易摩擦不確定性仍將持續影響全球經濟情勢¹⁵。

2. 中國大陸經濟放緩幅度大於預期

上年中國大陸經濟成長率逐季下滑，全年成長率降至6.6%之28年新低。預期在全球需求放緩及美國加徵關稅之威脅下，未來投資、消費、出口均恐走弱。加以整體債務攀升，企業債務違約增加，影子銀行及P2P網貸問題頻傳，金融風險亦上升。

中國大陸為全球第2大經濟體，其經濟成長加速放緩或金融市場動盪產生之負面外溢效應，將影響全球經濟成長、金融穩定及大宗商品市場甚鉅。OECD估計，倘若中國大陸2年間之需求成長率每年下降2個百分點，第1年

¹³ 歐盟執委會公關部副部長 Margaritis Schinas 表示，一旦美國對歐洲車加徵進口關稅，歐盟將迅速採取行動回應，詳 Chazan, Guy (2019), "EU Threatens Retaliation If US Imposes Punitive Car Tariffs," *Financial Times*, Feb. 18。

¹⁴ 詳 Mauldin, William (2019), "U.S. to Trim Trade Privileges for India, Turkey," *Wall Street Journal*, Mar. 5。

¹⁵ 詳 Beattie, Alan (2019), "US Bullying Approach to Trade Deals Undermines Global Rule Book," *Financial Times*, Mar. 4。

之影響將使全球經濟成長率削減約 0.5 個百分點，東亞、日本及大宗商品生產國之經濟與出口所受衝擊將較嚴重¹⁶。

3. 英國脫歐之不確定性與地緣政治風險仍存

本年 3 月中旬英國國會表決通過將本年 3 月 29 日之脫歐期限延後，並否決舉辦第 2 次脫歐公投，惟延後脫歐須經歐盟其他 27 個成員國同意，且愛爾蘭邊境問題仍為爭議之主要癥結，脫歐發展變數仍大。此外，本年 5 月歐洲議會將改選，歐盟執委會與歐盟理事會主席等重要職位亦將改選，英國脫歐陷僵局及部分成員國之疑歐派勢力崛起，可能影響選舉結果，增添歐洲政經情勢之不確定性。

委內瑞拉因政權問題引發經濟及社會動盪，美國於本年初數度宣布對渠實施新經濟制裁，且上年 11 月美國給予部分國家可自伊朗購油之豁免期將於本年 5 月到期，均恐影響油供及國際油價變動。另本年 2 月底「川金會」未能達成協議，北韓重啟核武疑慮再起，而本年泰國、印尼與印度等均將舉行大選，近期印度及巴基斯坦邊境亦爆發武裝衝突，地緣政治風險仍存。

¹⁶ 詳 OECD (2019), “OECD Interim Economic Outlook,” Mar. 6。

二、本年國內經濟成長及通膨展望分析

全球經濟及貿易量成長放緩，恐抑制本(2019)年台灣內外需表現。惟半導體業者維持製程領先，增加機器設備投資，以及政府擴大公共投資等政策持續進行，公私部門**投資動能可望續擴增**；加以薪資穩定成長及政府推出激勵消費措施下，民間**消費動能與上(2018)年相當**，本行預測**本年經濟成長預測值為 2.13%**。

另一方面，由於上年蔬果盛產價跌，本年蔬果等食物類價格漲幅可能較大，加以基本工資調升，將帶動薪資及外食費等上揚；惟因**菸稅調高效應消失**，以及本年**國際油價跌幅預期擴大**，**全年 CPI 年增率預測值為 0.91%**，通膨展望溫和。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)國內經濟溫和成長

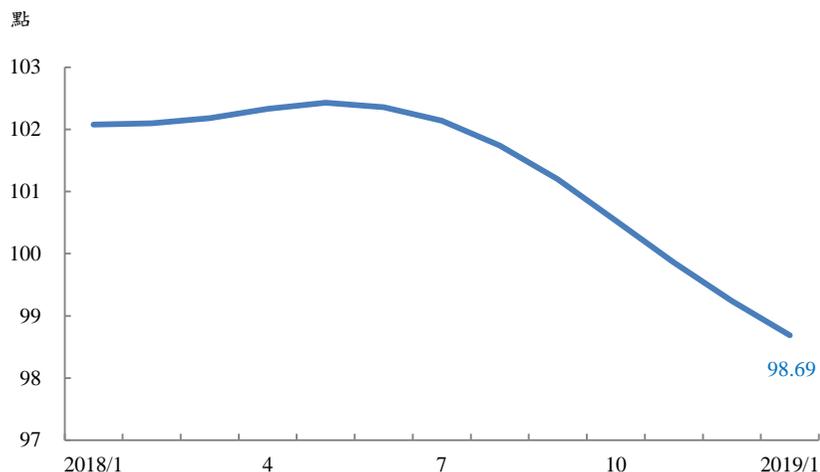
1. 本年台灣經濟成長溫和，內需續為經濟成長主力

(1)**景氣動能轉緩**，廠商對未來**景氣展望仍有待持續觀察**。

—由於近期**全球需求趨疲**，抑制出口動能，本年1月景氣領先指標不含趨勢指數連續第8個月下滑，顯示未來**國內景氣動能可能持續走緩**(圖1)。

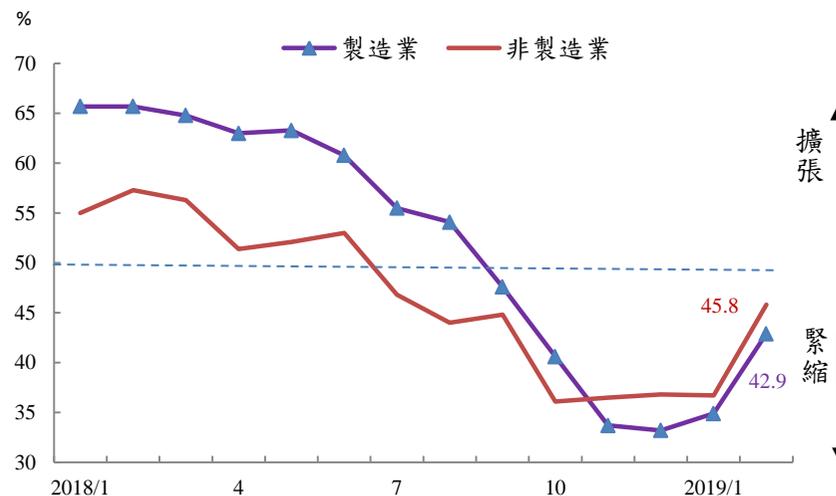
—根據台灣採購經理人之調查結果，製造業**廠商**對未來六個月**景氣看法**雖連續6個月低於榮枯線，惟2月已明顯改善，後續走向有待持續觀察(圖2)。

圖 1 景氣領先指標走勢



資料來源：國家發展委員會

圖 2 製造業及非製造業業者對未來六個月景氣看法



資料來源：國家發展委員會

(2)根據本行預測，本年公私部門投資可望優於上年¹，加以民間消費動能持穩，內需續為經濟成長主力(貢獻 1.75 個百分點)，而淨外需貢獻由負轉正(貢獻 0.38 個百分點)，經濟成長率為 2.13%(表 1)。

表 1 上年及本年台灣經濟成長率及 GDP 各組成項目貢獻度之比較

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	政府支出 (c)		存貨變動 (d)	淨外需 (e)			
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入		
2018 年	2.63	2.81	1.08	0.24	0.68	0.49	0.19	0.80	-0.18	2.38	2.55
2019 年	2.13	1.75	1.12	0.60	0.42	-0.01	0.43	-0.39	0.38	1.39	1.00

註：*包含政府及公營事業投資。

資料來源：主計總處(2018 年實際數)、中央銀行(2019 年預測數)

¹ 其中，公共投資(政府及公營事業投資)對經濟成長貢獻達 0.43 個百分點，創 2010 年以來新高。

2. 民間消費動能溫和，民間投資持續成長

(1) 薪資成長穩定及政府激勵消費措施下，民間消費動能平穩。

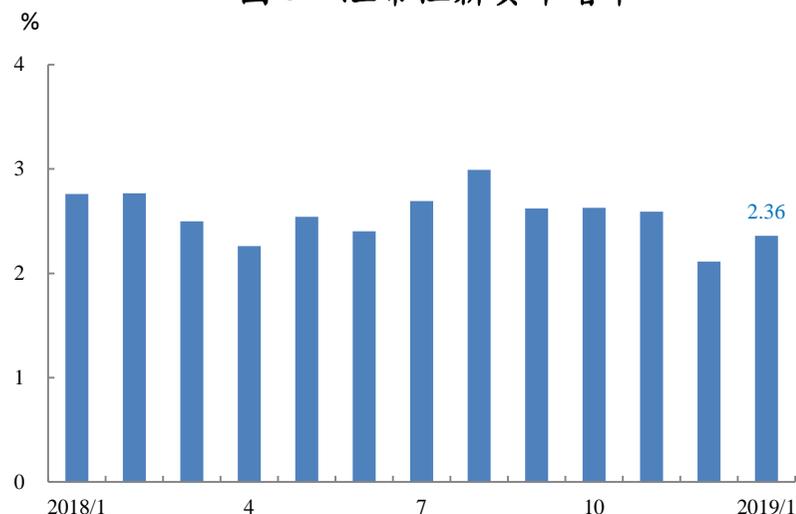
— 上年上市櫃公司獲利成長，有助本年現金股利發放與員工薪資調高，加以基本工資調漲效應(圖 3)，可望維繫民間消費動能。

— 政府補助住宅及服務業汰舊換新節能電器²、促進國內旅遊³等激勵消費措施，有助提高民間消費意願。

— 惟全球景氣趨緩，恐影響廠商未來人力僱用意願⁴，加以年金改革效應持續影響，民間消費成長力道恐受限。

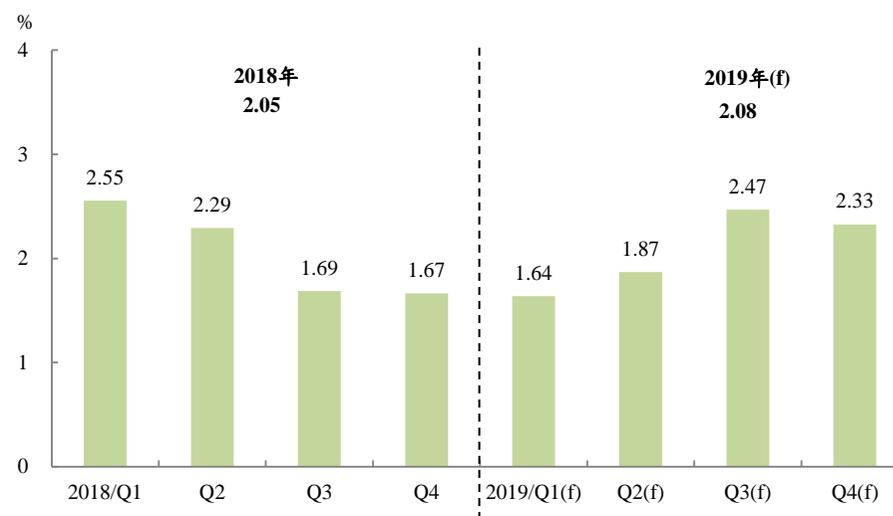
— 綜合上述因素後，本行預測本年民間消費成長率為 2.08% (圖 4)，與上年相當。

圖 3 經常性薪資年增率



資料來源：主計總處

圖 4 民間消費成長率



註：f 表預測數。

資料來源：主計總處(2018 年實際數)、中央銀行(2019 年預測數)

² 經濟部本年推出住宅節能冷氣及冰箱汰舊換新補助。

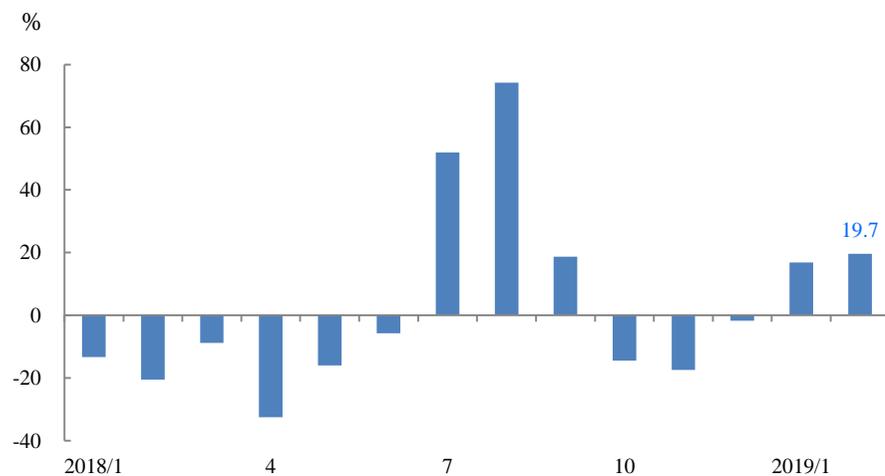
³ 如 1 月推出「擴大國旅觀光暖冬遊住宿優惠活動專案」；另 4~6 月將實施「春遊專案」，包含自由行旅客住宿優惠，團體旅遊住宿優惠；此外，各縣市可自行提案活動優惠，台鐵與高鐵亦有交通優惠。

⁴ 根據勞動部「108 年第 1 次人力需求調查」結果顯示，本年 4 月底較 1 月底事業單位人力需求淨增加 34.9 千人，低於上年同期的 37.4 千人。

(2)半導體業者維持製程領先及政府改善投資環境等政策，可望維繫**民間投資動能**。

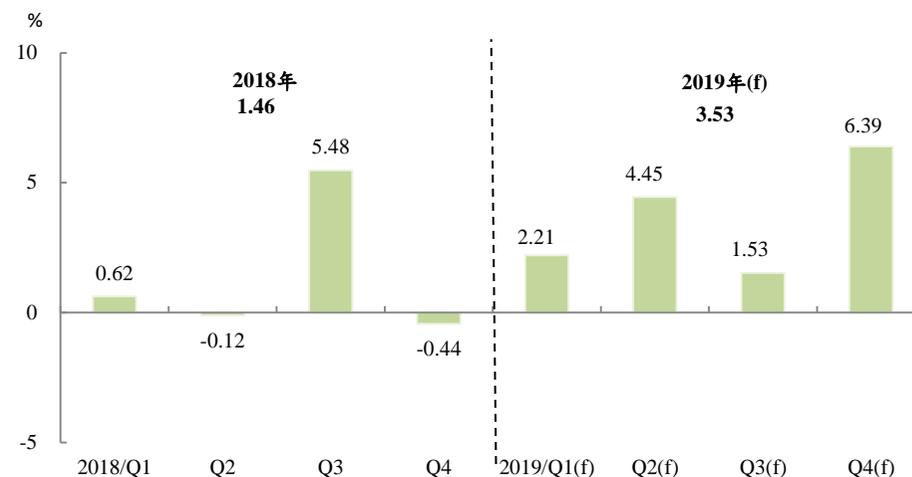
- 全球需求放緩**，廠商對於未來**景氣看法續審慎**，製造業 PMI 指數續低於榮枯線，恐使部分廠商資本支出計畫轉趨保守。
- 惟主要**半導體**及相關供應鏈業者**維持製程領先**，將帶動相關資本設備及研發投資成長(圖 5)；以及**5G 之發展與離岸風電投資**持續進行，則可望提升相關業者投資意願。
- 政府積極**改善投資環境**，持續推動**前瞻基礎建設計畫**⁵與**吸引台商回台投資**⁶，加以社會住宅興建、都市更新、危老屋重建、產業創新計畫等**續執行**，可望帶動公、私部門投資動能擴增。
- 綜合上述因素後，本行預測本年**民間投資成長率為 3.53%**(圖 6)，較上年為高。

圖 5 半導體設備進口年增率(以美元計價)



資料來源：財政部海關統計資料

圖 6 民間投資成長率



註：f 表預測數。

資料來源：主計總處(2018 年實際數)、中央銀行(2019 年預測數)

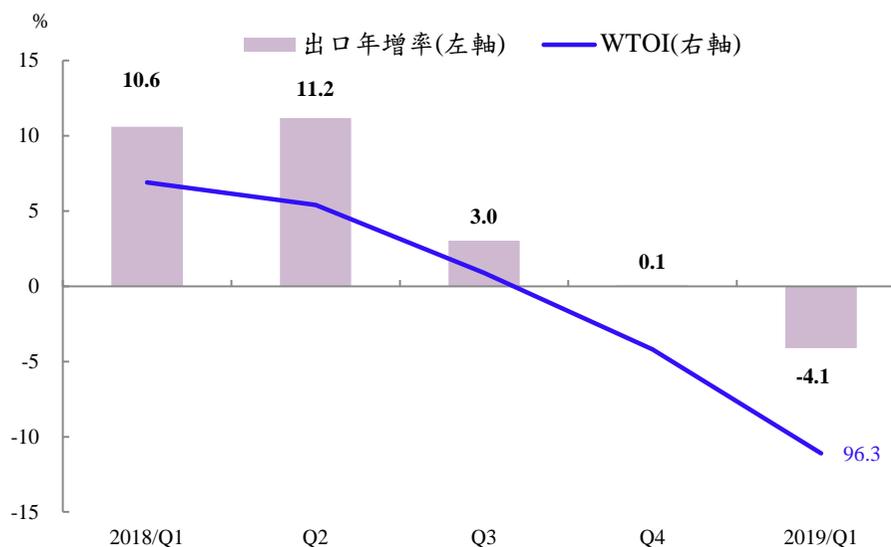
⁵ 本年前瞻基礎建設計畫共編列 1,047 億元。

⁶ 行政院推動「歡迎台商回台投資行動方案」，實施期程為 3 年(2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日)，以企業需求為導向，提供客製化單一窗口服務，積極協助台商回台投資。

3. 全球經貿活動趨緩及上年基期較高影響，輸出成長溫和

- (1)人工智慧、5G 通訊技術等**新興應用商機持續擴展**，可望支撐台灣相關產業供應鏈之出口動能。
- (2)美中貿易談判朝正向發展，惟主要經濟體貿易爭端依舊，加以歐元區經濟成長疲軟、中國大陸經濟續降溫，主要國際機構**下調全球經濟成長率**⁷，及第 1 季 WTO **全球貿易展望指標(WTOI)續下滑**，恐不利出口動能(圖 7)。
- (3)除前項不利因素外，考量智慧型手機等**行動通訊產品買氣鈍化**、**全球半導體需求成長減緩**，以及上年比較**基期墊高**，本行預測本年**輸出成長率為 2.08%**(圖 8)，低於上年。

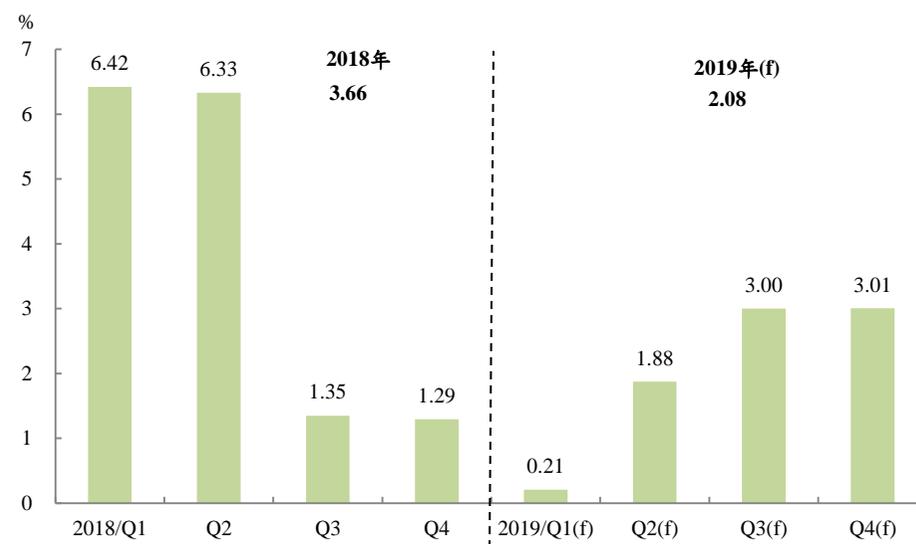
圖 7 出口年增率(以美元計價)*及 WTOI



*：2019 年第 1 季僅含 1~2 月之資料。

資料來源：財政部海關統計資料、世界貿易組織(WTO)

圖 8 輸出成長率



註：f 表預測數。

資料來源：主計總處(2018 年實際數)、中央銀行(2019 年預測數)

⁷ 1 月 IMF 預測本年全球經濟成長率為 3.5%，較其上次公布預測值低 0.2 個百分點；3 月 OECD 預測本年全球經濟成長率為 3.3%，較其上次公布預測值下修 0.2 個百分點。

4. 本年國內外不確定因素仍多，主要機構下調台灣經濟成長預測

(1) 影響本年台灣經濟成長之不確定因素仍多：

- 美國經濟趨緩、中國大陸經濟持續降溫及歐元區經濟成長放緩，恐使**全球需求疲弱**，衝擊包含台灣在內的亞洲經濟體出口表現。
- 美中貿易談判雖朝正向發展，惟美國可能以國安為由，針對進口汽車與零件課徵最高 25% 關稅，增添**全球經貿不確定性**。
- 美國 **Fed** 在本年底前再次升息機率低，並擬提前在本年結束**縮表計畫**，將牽動全球股匯債市波動。
- 歐洲政經情勢紛擾(如英國脫歐擬延後，發展變數仍大；5 月歐洲議會大選等)、中東區域衝突、委內瑞拉政局動盪等**地緣政治風險**，恐影響全球經濟成長與金融穩定。
- 前瞻基礎建設計畫等擴大內需政策之執行成效及台商回台投資投入實體經濟之情況，將左右本年投資成長，進而影響國內經濟表現。

(2) 由於**全球經濟、貿易成長趨緩**與地緣政治風險猶存，可能**影響我國出口**以及廠商與民眾對未來經濟前景信心，致台灣內外需趨緩。因此，國內外**主要機構下調**本年台灣**經濟成長率**，預測值介於 2.00% 至 2.27% 之間，**平均為 2.11%**(表 2)。

表 2 本年初以來國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (公布日期)	台經院 (1/25)	主計總處 (2/13)	Barclays (3/8)	Nomura (3/8)	Goldman Sachs (3/11)	BoA Merrill Lynch (3/11)	IHS Markit (3/15)	平均值 (不含 央行)	央行 (3/21)
預測值	2.12 (↓0.08)	2.27 (↓0.14)	2.10 (↓0.20)	2.00 (↓0.30)	2.20 (↓0.10)	2.00 (↓0.01)	2.05 (↓0.10)	2.11	2.13 (↓0.20)

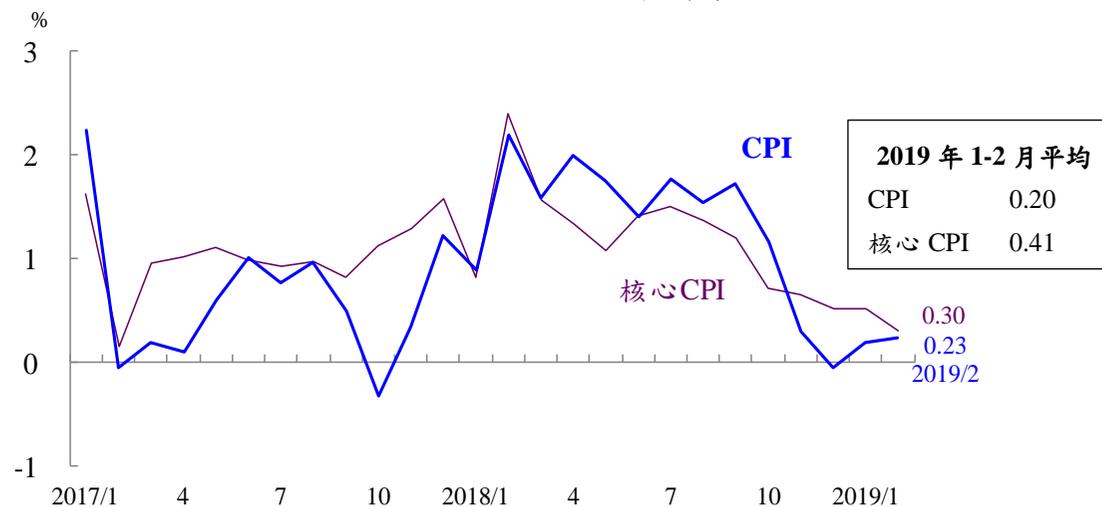
註：括弧內數值係與 12 月央行理事會期間預測值比較之修正百分點(其中，主計總處、台經院係與上年 11 月比較)。

(二)當前物價穩定，通膨展望溫和

本年初以來，雖部分餐飲業者陸續調高產品售價，惟因國際油價較上年同期下跌，加以天候良好，蔬菜盛產價格大跌，通膨率維持低檔，根據主計總處統計，1至2月消費者物價指數(CPI)年增率為**0.20%**；不含蔬果及能源之**核心CPI**年增率則為**0.41%**(圖9)。

鑑於**國際油價跌幅預期擴大**，本行將**本年CPI年增率預測**值由上年12月理事會議之1.05%，下修為**0.91%**；其中，**第1季CPI年增率**預估為**0.22%**，係2015年第4季以來單季最低，惟**第2季起可望走高**，**通膨展望相當溫和**。年初以來，IHS Markit、主計總處等機構亦陸續下修台灣本年CPI年增率預測值。

圖9 CPI與核心CPI年增率



資料來源：主計總處

1. 本年 1 至 2 月通膨率維持低檔，主因蔬菜盛產價跌

(1)主要上漲項目：本年 1 至 2 月平均 CPI 年增率為 0.20%，主因**房租**緩步上漲 0.93%，**外食費**則反映相關食材成本調漲 1.66%，加以適逢旅遊旺季，旅遊團費調漲，致**教養娛樂服務費**上漲 1.01%，三者合計使 CPI 年增率**上升約 0.37 個百分點**。

(2)主要下跌項目：本年初天候穩定，1 至 2 月**蔬菜**價格**下跌 13.24%**，加以**通訊費**調降及**耐久性消費品**價跌，三者**合計**使 CPI 年增率**下降 0.40 個百分點**，抵銷 CPI 部分漲幅(表 3)。

表 3 影響本年 1 至 2 月 CPI 年增率主要項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	0.20	0.20
房租	146	0.93	0.14
外食費	78	1.66	0.13
教養娛樂服務	96	1.01	0.10
蛋類	2	19.80	0.05
水果	24	2.13	0.04
醫療費用	21	1.85	0.04
合計			0.50
蔬菜	14	-13.24	-0.15
通訊費	27	-4.81	-0.13
耐久性消費品	107	-1.11	-0.12
成衣	33	-1.97	-0.07
油料費	27	-2.27	-0.07
合計			-0.54
其他			0.24

資料來源：主計總處

(3) 國際油價下跌，亦構成國內通膨率下滑壓力。

- 一年初以來，由於石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯等產油國減產成效顯著，加以沙烏地阿拉伯擬擴大減產，2月21日布蘭特(Brent)油價曾升至每桶**66.91**美元，惟1至2月平均油價仍低於上年同期，國內油料費反映下跌2.27%⁸。
- 2月下旬起，因美國原油產量再創新高，加以川普總統抨擊OPEC減產推升油價，國際油價回檔盤整；3月中旬，OPEC表示擴大抑制生產計畫，加以美國原油庫存下降及下修原油產量預測，油價轉呈上升(圖10)。
- 預期美國持續增產原油，恐將抵銷OPEC與俄羅斯等產油國之減產效果，加以全球經濟成長趨緩，可能降低原油需求，主要機構預測本年油價平均為**65.8**美元，低於上年(表4)，跌幅為-7.32%，構成國內通膨率下滑壓力。



表 4 布蘭特原油價格預測

		美元/桶	
預測機構	預測日期	2018年 平均值	2019年 預測值
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2019/2/13		66.0
美國能源資訊(EIA)	2019/3/12		62.8
IHS Markit	2019/3/15	71.0	68.7
平均預測值			65.8

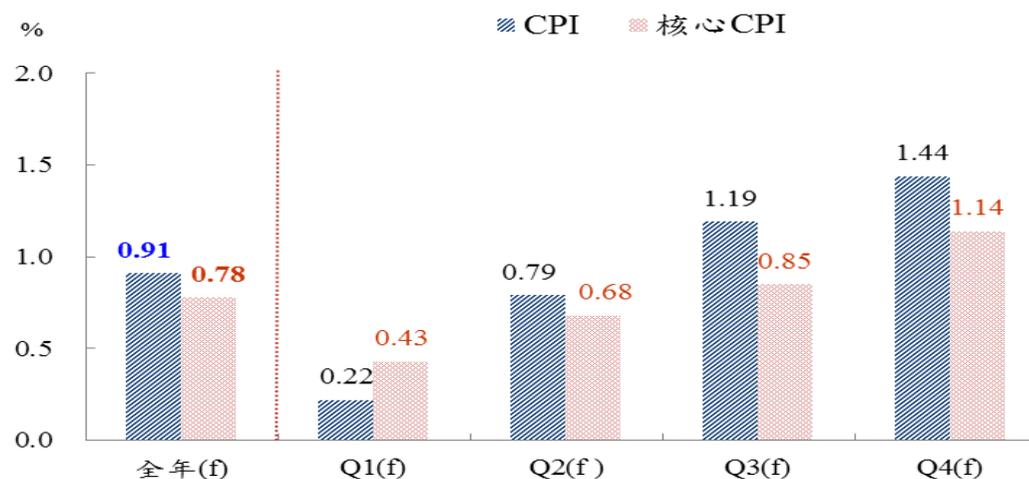
資料來源：Thomson Reuters Datastream、經濟學人智庫(EIU)、美國能源資訊署(EIA)、IHS Markit

⁸ 根據中油公司國內汽、柴油浮動油價調整機制作業原則，各週調整後 92 無鉛汽油、超級柴油零售價換算稅前批售價格，以亞鄰競爭國(日本、韓國、香港、新加坡)當週稅前價之最低價做為浮動油價調整的上限。國內油價調整不能高於鄰國最低價條件，限縮國內油價調漲幅度。

2. 本年國內通膨展望平穩

- (1) 上年天候良好，蔬果盛產價跌，比較基期較低，本年蔬果等食物類價格漲幅可能較大，加以基本工資調升，將帶動薪資、外食費及相關服務類價格上揚；惟預期**本年國際油價低於上年**，加以**國內需求溫和**，以及**菸稅調高效應消失**，通膨展望平穩。
- (2) 由於**國際油價跌幅預期擴大**，加以國內電價決議不調漲⁹，本行將**本年CPI年增率預測**值由上次理事會之1.05%，**下修為0.91%**；其中，**第1季CPI年增率**預估為**0.22%**，係2015年第4季以來單季最低，惟**第2季起可望走高**(圖11)。

圖 11 本行對本年CPI及核心CPI年增率之預測



資料來源：中央銀行

⁹ 國際油價跌幅預期由上年12月理事會議時之-1.68%擴大至-7.32%；本年3月18日經濟部電價費率審議會決議4月電價不調整。

(3)年初以來，**IHS Markit**、**主計總處**等機構陸續下修台灣本年 **CPI 年增率預測值**¹⁰，至介於 0.73%~1.39%，平均值為 1.05%(圖 12)。**Consensus** 發布之本年台灣 CPI 通膨率預測數平均值亦由上年 11 月之 1.4%降為 **0.8%**(圖 13)。

圖 12 主要機構對台灣本年 CPI 年增率之預測

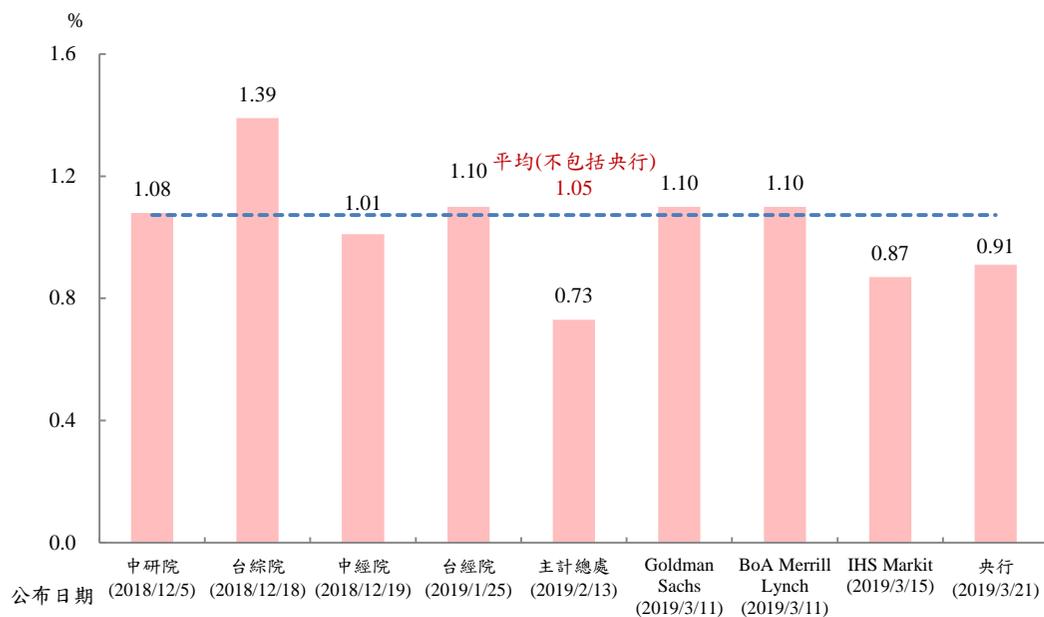
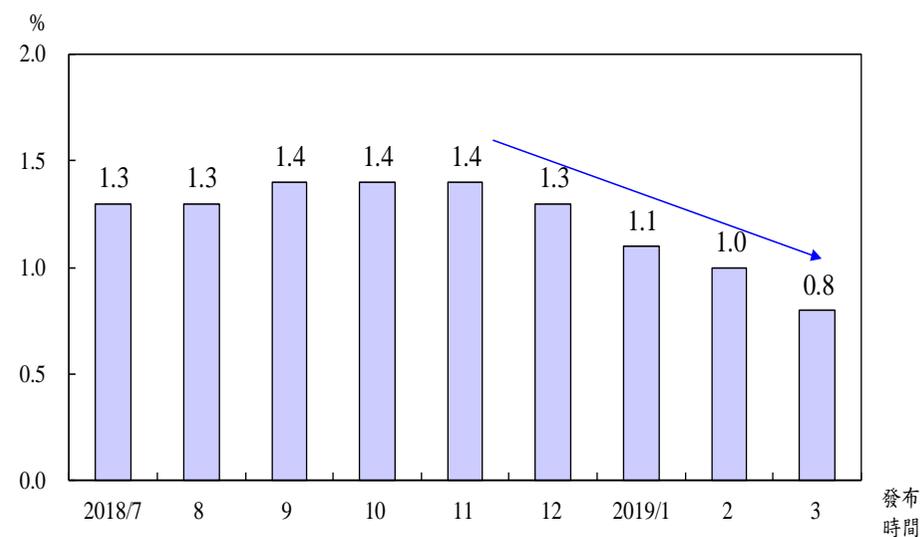


圖 13 專業預測機構對台灣本年通膨率之預測值*



*：係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

¹⁰ IHS Markit 由上年 12 月之 1.28%下修至 0.87%、主計總處則由上年 11 月之 0.96%下修至 0.73%。

三、美中貿易談判之最新發展

中國大陸受惠於全球化而崛起，並成為美國最大的商品貿易入超來源國，另積極布局「**中國製造 2025**」，引發**美國各界的高度危機感**，埋下美中經貿衝突的遠因。上(2018)年 4 月迄今，**美國對中國大陸進口商品**陸續採取**加徵關稅措施**，導致**美中貿易衝突加劇**及全球經濟展望**不確定性升高**。

上年底 G20「川習會」後，美中貿易協商代表已進行多次磋商，中方先後就**雙邊貿易失衡**、**結構性問題**及**人民幣匯率**等議題，向美方釋出善意，且雙方有意**再度舉行「川習會」**以敲定相關經貿協議。若美中貿易談判順利達成協議，後續**對全球貿易往來與產業供應鏈或將產生明顯影響**，故宜密切留意。外界多認為，即使美中貿易談判取得成果，由於雙方仍存在根本上的利益矛盾，致**美中強權競爭恐將持續延燒**。

以下本文謹先簡介美中貿易衝突的根源，彙整上年底 G20「川習會」後美中貿易協商主要議題及進展，簡要分析倘若美中貿易談判達成協議，後續對全球貿易、產業供應鏈及台灣經濟之可能影響，並探討未來美中仍可能面臨「**修昔底德陷阱**」(**The Thucydides Trap**)的原因，供外界參考。

(一)美中貿易衝突源於「美對中商品貿易持續入超」與「中國製造 2025 威脅美國科技強權地位」

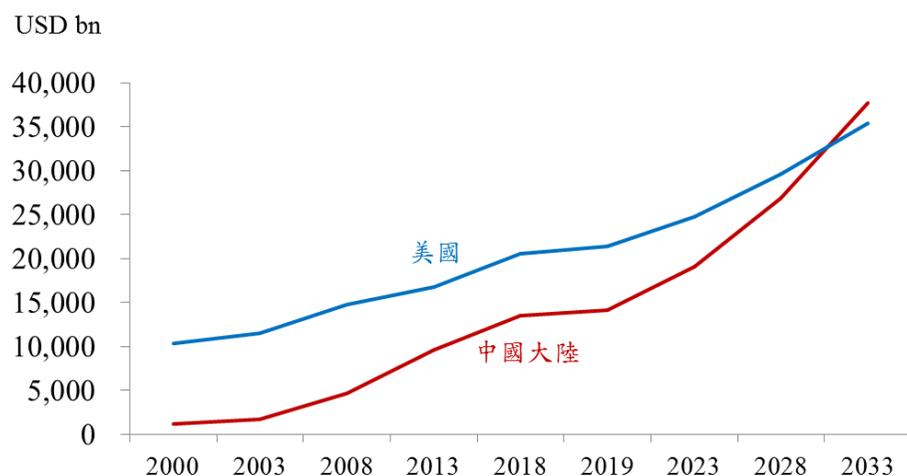
1. 中國大陸受惠於全球化而崛起，且成為美國最大的商品貿易入超來源國

(1)2001 年中國大陸正式加入世界貿易組織(WTO)，並在**全球化**的推進過程中，逐步成為世界工廠，之後更在 2009 年取代德國，成為全球**第 1 大出口國**，並於 2010 年超越日本，成為名目 GDP 僅次於美國的**第 2 大經濟體**(圖 1)。

(2)當前中國大陸已成為美國商品貿易入超的最大來源國，根據最新統計，上年美國近 8,800 億美元的入超中，對中國大陸入超金額為**4,191.6 億美元(2017 年為 3,755.8 億美元)**，占了**47.7%(2017 年為 47.2%)**，其入超金額及占比分別較 2017 年增加**435.8 億美元及 0.5 個百分點**(圖 2)。

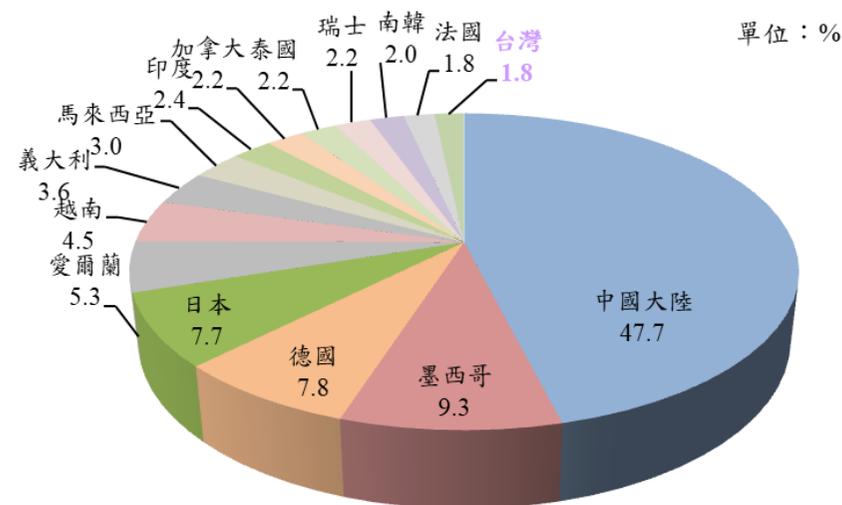
(3)全球化促使主要產業形成**跨國生產供應鏈**，以致許多勞力密集或低附加價值產品不在美國生產，**美國製造業就業因而大幅流失**；反觀**中國大陸製造業就業人數**自 2001 年加入 WTO 以來，**持續攀升**(次頁圖 3)。

圖 1 中國大陸及美國名目 GDP 預測走勢



資料來源：CEBR (2018), "World Economic League Table 2019," Dec. 26

圖 2 2018 年美國前 15 大入超國

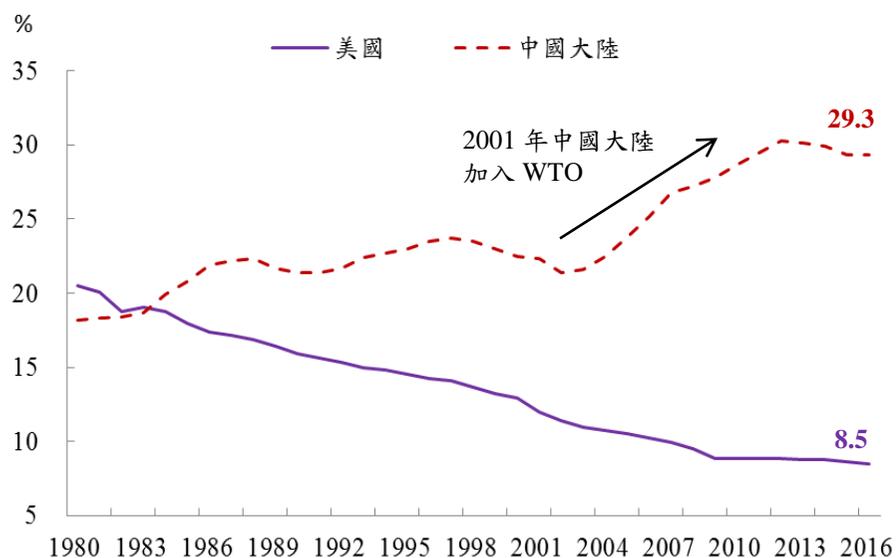


資料來源：美國商務部

2. 美國認為「中國製造 2025」是不公平競爭之產業政策，恐威脅其科技強權地位

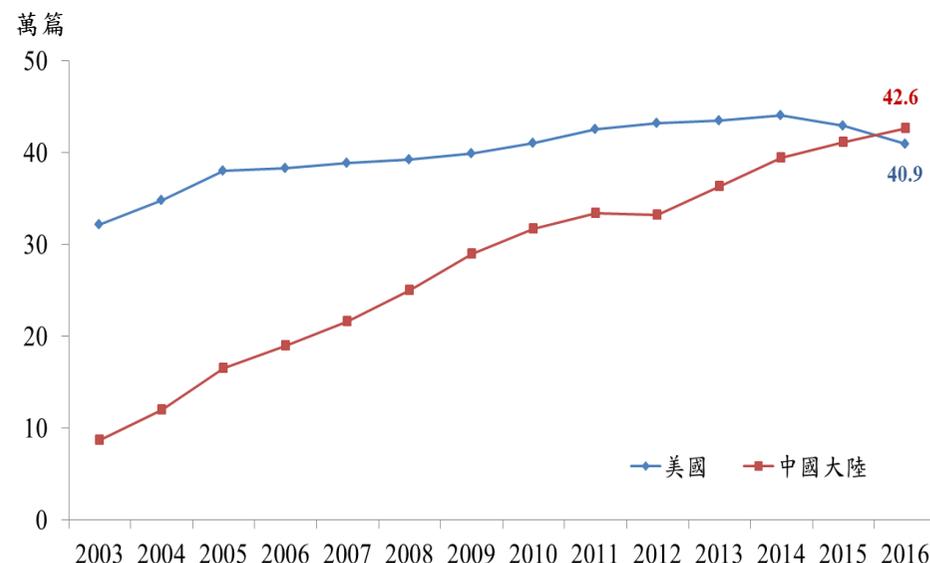
- (1)近年來中國大陸在科技領域進展快速，對美國構成不小的競爭壓力；如 2016 年中國大陸在學術期刊上發表的科學和工程論文數量已超越美國¹(圖 4)。
- (2)此外，川普政府認為，現行 WTO 貿易體制無法規範中國大陸不公平競爭的行為，例如，限制外資投資比例，強迫美商技術移轉換取進入中國大陸市場，並透過政策支持陸企在美投資，獲取尖端科技，或藉由網路竊取美商營業秘密等，有利先進科技加速發展，進而對美國經濟及國家安全造成威脅。
- (3)特別是「中國製造 2025」以成為與美國平起平坐的全球製造強國為目標，更令美國感到擔憂，致過去一年多來美國已針對中國大陸啟動多次貿易制裁手段，希望放緩其發展尖端製造業的步調。

圖 3 美國及中國大陸製造業就業人數比重



資料來源：美國商務部、中國國家統計局

圖 4 美國及中國大陸科學和工程論文發表數量



資料來源：Science and Engineering Indicators

¹ 劉遵義院士曾指出，中國大陸在學術期刊上發表的科學和工程論文數量已超越美國，惟文章被各界引用次數仍遠低於美國，特別是排名前百分之 1 的頂尖期刊(參見 Lau, Lawrence J.(2018), The China-U.S. Trade War and Future Economic Relations, The Chinese University Press, Dec. 18)。

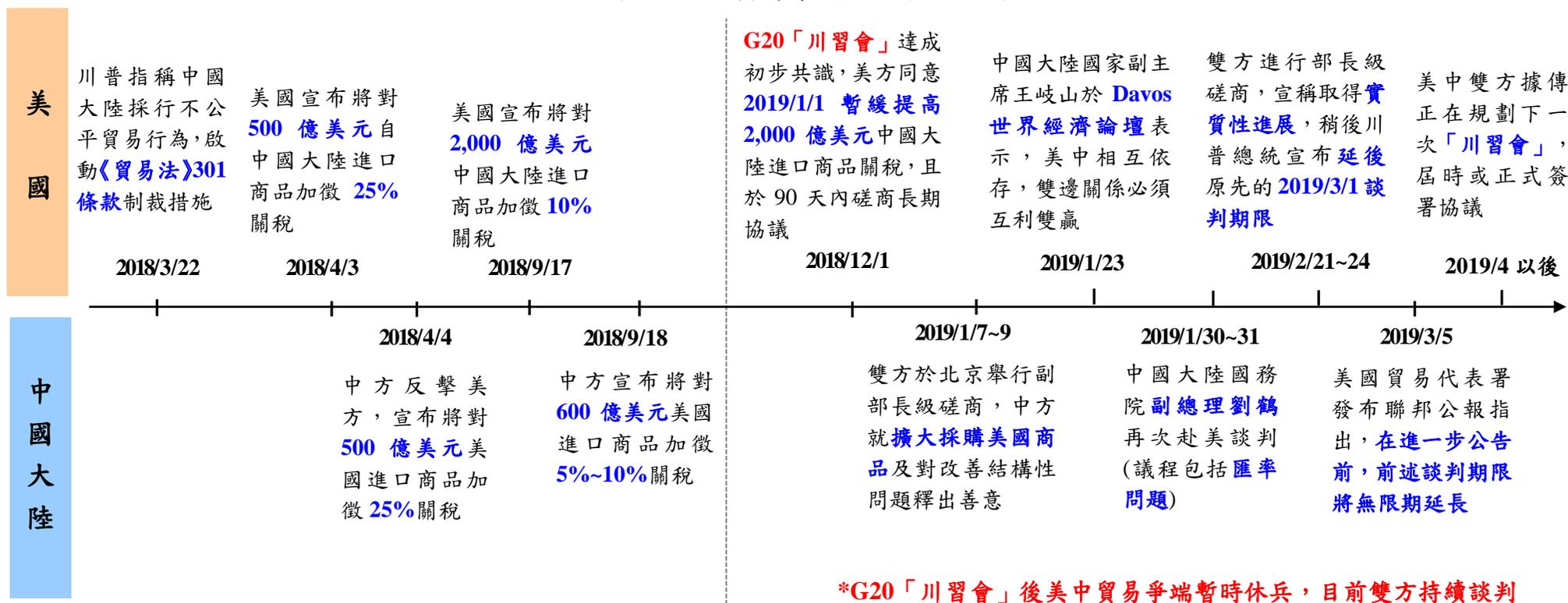
(二)目前中方已就貿易失衡與部分結構性議題，向美方釋出欲和解之善意

1. 「川習會」後，美中進行密集貿易談判，且雙方均釋出希望儘快簽署協議之訊息

(1)上年4月起美中貿易衝突升溫，雙方曾多次相互祭出加徵關稅等措施(圖5)，惟自該年**12月1日**美中於**G20「川習會」達成初步共識**後，中方願就關鍵性議題再度進行談判，美方則表示在90日內暫不擴大對中國大陸之關稅制裁。

(2)本(2019)年3月5日美國貿易代表署**確認將無限期暫緩對中提高進口關稅**；報導稱美中雙方正在籌備下一次「川習會」，屆時或由雙方領導正式簽署協議。

圖5 美中貿易爭端歷程(2018/3~)



*G20「川習會」後美中貿易爭端暫時休兵，目前雙方持續談判

資料來源：彙整媒體新聞報導

2. 在美中經濟放緩與明年美國大選等壓力下，預料雙方將先就貿易失衡等歧見不大議題，達成協議

(1)美國總統川普挑起美中貿易衝突，反使目前**美國**本身承擔**大部分加徵關稅成本**且中方反制措施**不利美國出口**，另美國將於**2020年11月舉行總統大選**，對於目前正面臨內外交迫困境的川普總統，**亟需振奮民心的政績**；至於**中國大陸**面臨內部經濟成長放緩與金融不穩定風險升溫的嚴峻考驗，亦**不願加劇美中貿易衝突**（參見附表1 美中雙方對於簽署貿易協議的現實考量）。

(2)外界推測，目前美中雙方似**已對貿易失衡等歧見不大的議題達成共識**，惟目前尚待中方能否在**部分結構性問題及執行機制等議題上做出更大的讓步**，以促成下次「川習會」正式簽署協議（參見附表2 美方要求中方改進項目與中方可能的讓步內容）

①本年1月31日白宮發布新聞稿²，對外公布**7項**要求中方**進行結構性改革**議題，另督促中方**削減對美鉅額出超**（附表2左欄）。

②對於美中**可能簽署的協議內容**，目前主要研究機構³研判如下（中方可能的讓步程度見附表2右欄）：

—未來美中協議可望在雙邊貿易失衡議題上獲得重大突破（即**中方承諾將於6年內消除對美鉅額貿易出超**），惟在結構性問題與人民幣匯率等議題上，中方或僅做出適度讓步。

—美國首席貿易代表 Robert Lighthizer 近期表示⁴，美中若達成協議，**將正式取消進一步提高對2,000億美元自中國大陸進口商品加徵關稅計畫**（由**10%調高至25%**）；主要研究機構推測，**美方可能保留現行對中方加徵之關稅至2020年**，以確保中國大陸落實協議。

² The White House (2019), "Statement of the United States Regarding China Talks," *The White House Statements and Releases*, Jan. 31.

³ Politi, James (2019), "What Shape could a US-China Trade Agreement Take?," *The Financial Times*, Feb. 26; Hatzius, Jan (2019), "What a US-China Trade Deal Might Look Like," *Goldman Sachs Economics Research*, Mar. 3; Hongbin Qu et al. (2019), "China-US Trade Talk," *HSBC Global Research*, Feb. 25; Hongbin Qu et al. (2018), "The Art of Compromise," *HSBC Global Research*, Dec. 7; Hongbin Qu et al. (2018), "China in 2019," *HSBC Global Research*, Nov. 22.

⁴ Rappeport, Alan (2019), "Lighthizer Casts Doubts on China Trade Talks as 'Major Issues' Go Unresolved," *The New York Times*, Mar. 12; Politi, James (2019), "US and China Settle on Trade Enforcement Process," *The Financial Times*, Feb. 28.

—目前美中對貿易協商執行機制似存在明顯分歧⁵，特別是若中方產業違反貿易協議被美方認定為不公平貿易時，雖雙方同意派代表協商申訴案，惟中方拒絕「美方可逕自採行單邊且等比例的懲罰」的美方提案。

(3)川普政府釋出美中雙方領導人或於近期會面訊息，惟正式簽署貿易協議仍存有變數

—美國白宮經濟顧問 Larry Kudlow 指出⁶，美中雙方皆希望近期結束這場貿易衝突，目前正密集溝通。

—Lighthizer 表示，美中可望在幾周內達成協議，惟「川習會」時間尚未確定，美國駐中國大陸大使 Terry Branstad 指出，美中雙方目前不認為能很快達成貿易協議⁷；近期報導指出，「川習會」可能延至 6 月舉行。

⁵ Lighthizer 於國會聽證指出，鑑於中國大陸過去的不良紀錄，對於如何確保中方落實貿易協議的方式，至關重要。儘管目前中方似同意雙方舉行不同層級的例行性會面，以檢視中方落實貿易協議的程度，惟相關細節尚待敲定(參見 Politi, James (2019), “US and China Settle on Trade Enforcement Process,” *The Financial Times*, Feb. 28)。

⁶ Belvedere, Matthew J. (2019), “‘We have Them over a Barrel’ — Larry Kudlow Says tough US Tariffs Give Trump an Edge in China Trade Talks,” *CNBC*, Mar. 8.

⁷ Prentice, Chris (2019), “Deal or No Deal, U.S.-China Trade Talks may Finish in Weeks: Lighthizer,” *Reuters*, Mar. 12; Wei, Lingling, Jeremy Page and Bob Davis (2019), “U.S.-China Trade Talks Hit a Bump,” *The Wall Street Journal*, Mar. 8; Murphy, Mike (2019), “Proposed Trump-Xi Summit to End Trade War May Be Pushed Back to June: Report,” *Market Watch*, Mar. 17.

(三)須密切留意若美中達成協議對全球貿易與供應鏈之影響

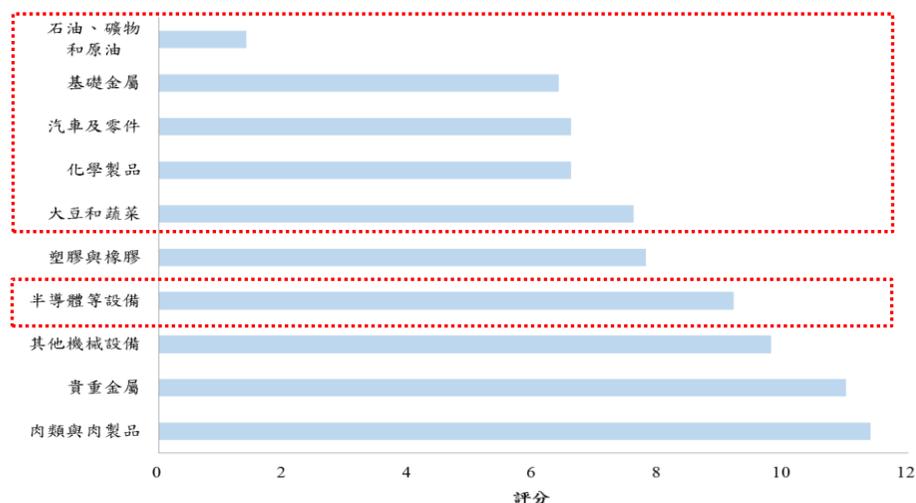
1. 一旦中國大陸從美國大量進口商品，替代效應或將衝擊部分原中方進口國之經濟

(1)倘若中國大陸承諾於**6年內透過擴大對美採購金額，使其對美貿易出超縮減至零**，因短期內當地需求不易大增，致中方恐須**刪減原先向他國採購的商品**，進而波及相關國家出口表現。

(2)研究機構⁸以**美國出口產品特性**及其他**雙方政經考量因素**進行分析，指出**特定商品與經濟體**將明顯受到中國大陸對美增購之影響：

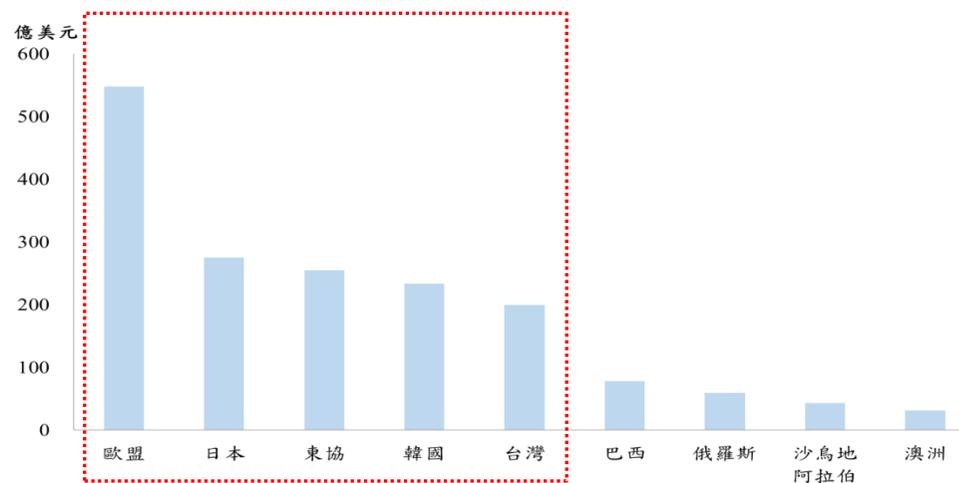
- 可能擴大對美採購產品(可能性由高至低)：**石油、礦物和原油、基礎金屬、汽車及零件、化學製品及大豆與蔬菜**等(圖6)。
- 可能受影響經濟體：**歐盟(548億美元)、日本(275億美元)、東協(255億美元)、韓國(233億美元)及台灣(199億美元)**(圖7)。

圖6 中國大陸可能擴大對美採購之產品*



*：評分越低表示，越可能成為中國大陸擴大對美採購的品項。
資料來源：Goldman Sachs

圖7 中方擴大對美採購可能排擠原供應的出口經濟體及金額*



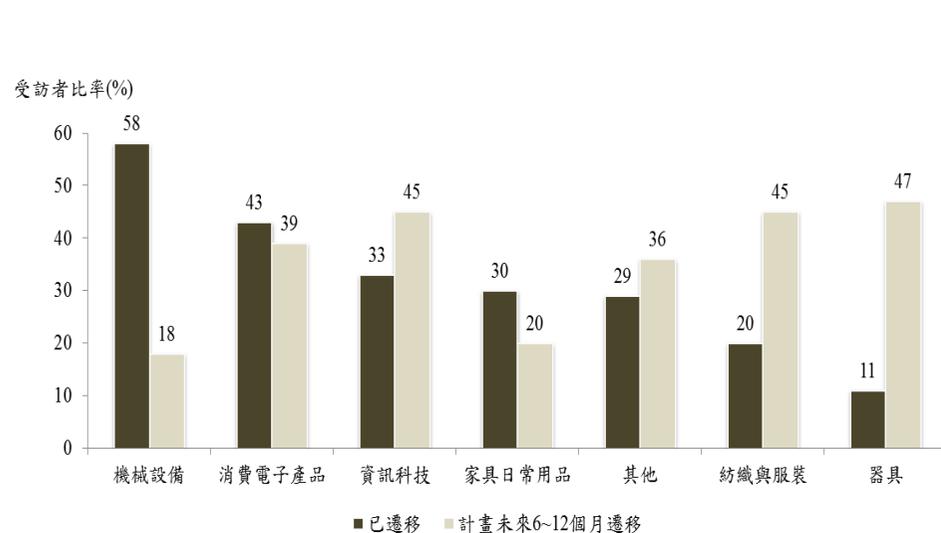
*：此處係假設中國大陸擴大對美國採購之產品與原先向他國採購商品屬於**完全替代**；分類碼係以國際商品統一分類代碼(Harmonized System Code, HS Code)前2位數為依據。
資料來源：Barclays

⁸ 中方擴大對美採購產品之5大評估標準為：(1)美國對中國大陸出口產品比重，相對於美方占全球出口比重，**差距越大**，越可能增加進口；(2)中國大陸進口成長率，**成長越多**，越可能增加進口；(3)政治考量，**川普總統票倉州的主要產業**，越可能增加進口；(4)產品替代複雜度，**越簡單(替代程度高)**，越可能增加進口；(5)中國大陸國營企業所占比重，其**占比越大**越容易增加進口(參見 Hatzius, Jan et al.(2019), "What a US-China Trade Deal Might Look Like," *Goldman Sachs Economics Research*, Mar. 3; Zhu, Eric et al.(2019), "China-US trade: Not A Deal for Everyone," *Barclays Economics Research*, Feb. 21)。

2. 美中如陷入長期政經對抗，恐加速全球供應鏈重心從中國大陸移至鄰近國家

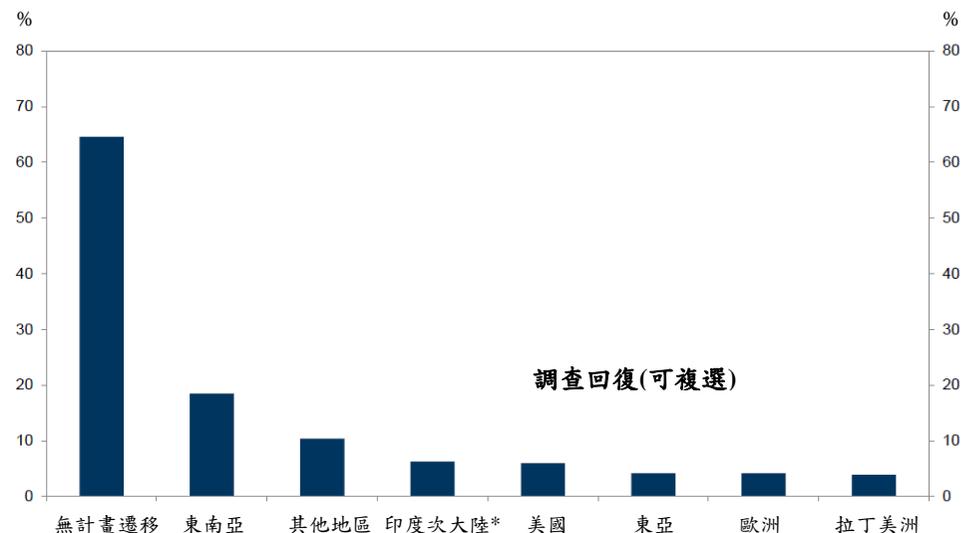
- (1)近年中國大陸的勞動成本明顯攀升，加上當地環保意識抬頭等其他因素，使得**中方原有的製造優勢逐漸消逝**，以致部分企業已陸續將其亞洲生產基地自中國大陸移出⁹。
- (2)根據研究機構調查，上年美中貿易衝突升溫，**加速前述企業自中國大陸移出的態勢**；其中，機械設備廠商已遷移的比重高達**58%**¹⁰(圖 8)。
- (3)中國大陸美國商會統計，已有**超過 3 成的在陸美商**有意遷移在當地的生產基地，並以**鄰近國家**，如東南亞與印度等地，**為其遷移首選**(圖 9)。

圖 8 在陸製造業者遷移生產基地意向



資料來源：UBS

圖 9 美國企業遷移中國大陸生產基地意願調查



*：印度、孟加拉、巴基斯坦、斯里蘭卡

資料來源：中國大陸美國商會

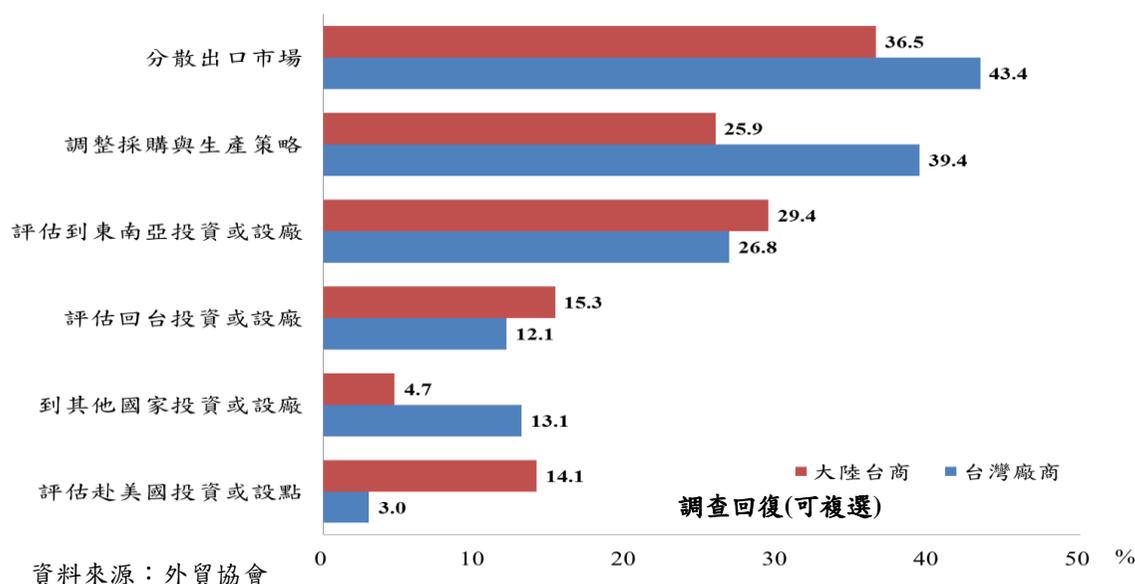
⁹ 統計 2011~2016 年美國跨國企業在中國大陸設立的製造業，其平均報酬率為 7.7%，反觀在 ASEAN-4(除新加坡與越南)的平均報酬率則高達 11.6%(參見 Kit, Wei Zheng (2019), "Supply Chain Shifts to ASEAN: Taking Off?," Citi Research, Feb. 13)。

¹⁰ UBS 針對 200 家在中國大陸從事製造業的財務長進行訪查(參見 Zeng, Li (2019), "Away from China? To Where?," UBS Global Research, Jan. 15)。

3. 美中和談避免貿易衝突擴大，惟台灣仍須審慎因應可能的轉單效應及供應鏈重組

- (1) 台灣的貿易開放程度高(輸出入/GDP 為 147%)、全球價值鏈參與度亦深(56.8%)，加以美中皆是我國主要出口市場(比重分別為 12%與 41%)，若兩國貿易衝突能儘早和解，將有利全球貿易及經濟成長，台灣出口可望受惠。
- (2) 惟中方若承諾增購美國產品，可能對台灣出口至中國大陸產品產生排擠效應。研究指出¹¹，如果中國大陸擴大對美進口，在台灣出口品項中，半導體產品可能受到最大的影響。
- (3) 即使美中簽署貿易協議機率大增，未來兩大強權的政經摩擦仍是企業關注的不確定性。據調查，無論台灣廠商或大陸台商，已有相當大比例採取因應策略，包括分散出口市場、調整採購與生產策略及移轉生產基地(圖 10)。對此，行政院已推出各項輔導措施，積極協助廠商因應可能的長期變局。

圖 10 台灣廠商與大陸台商採行之因應策略



¹¹ 雖然該研究估計台灣半導體出口將深受影響，惟提醒讀者其分析存在數項缺陷，如美國晶片廠商可能不願過度依賴中國市場，或應中方要求於當地設廠；美國晶片廠商擴大產能非一朝一夕可達成，同時存在週期性及營運風險；亞洲晶片廠商亦可能設法將部分生產轉移到美國境內。(參見 Kwon, Gooheon and Choi, Irene (2019), "Implications of A Potential US-China Chip Deal—Our First Take," *Goldman Sachs*, Feb. 19 及 Wei, Maggie (2019), "Which Economies Could Lose From A China-US Purchase Agreement?" *Goldman Sachs*, Mar.11)

(四)各界多認為兩國仍存在長期政經角力的問題

1. 美元作為核心國際準備貨幣與美中經濟制度的差異，使得美中存在根本上的利益矛盾

(1)美元作為核心國際準備貨幣，為國際金融體系帶來之難題：

- 美元作為核心國際準備貨幣除可替美國挹注為數可觀的鑄幣稅¹²等收入外，美國 Fed 多半僅依國內經濟情勢，調整貨幣政策鬆緊，惟他國卻常因此承受其政策的外溢效果¹³。
- 在以美元為主的國際貨幣體系下，美國為提供全球流動性，必須面對經常帳長期逆差的難題¹⁴，但其卻常藉由單邊的關稅制裁或匯率施壓，要求特定國家改善對美貿易出超情形¹⁵。
- 中國大陸重要官員及多位知名的國際金融經濟學者皆曾表示¹⁶，建立多元的國際貨幣體系，有助改善全球經貿失衡，並穩定國際金融體系運作。

¹² 鑄幣稅為券幣所換取商品價值與貨幣生產成本之間的差額。若一國的貨幣既為國家貨幣，也為國際貨幣，不但形同對國內「課徵」鑄幣稅，也會產生國際鑄幣稅。由於貨幣的生產成本很低，幾近於無息資金，就有如發行國際貨幣的國家向其它國家課稅。根據 Dobbs et al. (2009)的估計，每年美元的鑄幣稅利益約為 100 億美元(參見 Dobbs, R., D. Skilling, W. Hu, S. Lund, J. Manyika, and C. Roxburgh (2009), “An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness,” Discussion Paper, the McKinsey Global Institute)。

¹³ 1971 年美國時任財政部長 John Connally 曾不諱言：「美元是我們的通貨，但卻是你們的問題」(the dollar “is our currency, but your problem”), 回應當時歐洲多位財長對美元供給過多之擔憂。

¹⁴ 美國經濟學家 Robert Triffin 在其《黃金與美元危機—自由兌換的未來》一書中，探討美元作為核心國際準備貨幣的兩難局面，後人稱之為「特里芬難題」(Triffin Dilemma)。隨著全球經濟擴張，對美元流動性與美元的需求也隨之增加。若美國長期保持經常帳逆差，並透過發行美元債務融通，雖然可以滿足全球流動性的需求，但最終將引發對美元的信心危機；而倘若美國欲維持收支平衡，則全球流動性必將不足，因此以美元為主的貨幣制度存在根本的矛盾，不利於全球金融穩定。

¹⁵ 諾貝爾獎經濟學得主 Joseph E. Stiglitz 及哈佛大學教授 Martin Feldstein 等人均指出，降低美國龐大經常帳逆差的根本之道，在於美國民眾應該減少消費及投資，並增加儲蓄(參見 Stiglitz, Joseph E.(2018), “The US is at Risk of Losing a Trade War with China,” *Project Syndicate*, Jul. 30; Feldstein, Martin (2014), “End the Currency Manipulation Debate,” *Financial Times*, May 15; Roach, Stephen (2016), “The Achilles’ Heel of Trumponomics,” *Project Syndicate*, Nov. 24)。

¹⁶ Dwyer, Graham (2011), “IMF Survey: Panel Calls for Greater Asian Role in International System,” IMF, May 5；周小川(2009), 「關於改革國際貨幣體系之思考」, 中國人民銀行, 3 月 23 日；Cohen, Benjamin J. (2009), “The Future of Reserve Currencies,” IMF: *Financial & Development*, Vol. 46, No3, Sep；Eichengreen, Barry (2005), “Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition,” *NBER Working Papers* 11336, May；Rey, Hélène(2017), “The Global Financial System, the Real Rate of Interest and a Long History of Boom-Bust Cycles,” *BIS Andrew Crockett Memorial Lecture*, Jul. 3。

(2)美中不同經濟制度所引發的爭議：

- 相對於美國的市場經濟體制，中國大陸為**保護國內產業及市場**，使其**免於進口品的競爭**，而加強**國內產業保護及扶植國營企業**，並限制外資大舉進入國內市場。美方認為，中國大陸的「**產業政策**」造成**不公平的競爭**，**必須調整**，並要求中方應開放市場。
- **中國大陸採行國家資本主義**，以政府力量推動經濟成長，加以**中方亟欲跳脫「中等所得陷阱」**¹⁷，高度重視**產業升級**，並全力推動**新興高科技產業及國防工業**，特別是積極自其他國家(包含美國)**取得關鍵技術和智慧財產權**，此舉將**威脅**美國扮演長期**科技領先者**的角色。短期內，兩國**恐不易**在如何解決結構性問題**取得突破性進展**。

2. 美中新舊強權面臨可能的「修昔底德陷阱」，雖難以在短期內化解，惟仍有合作互補空間

(1) **中國大陸**受惠於全球化過程而**崛起**，其政經實力的擴大，引發美國各界的**高度危機感**。2015年哈佛甘迺迪政府學院教授Graham Allison所提出的「**修昔底德陷阱**」觀點¹⁸，再度為各界所關注。

(2) 回顧歷史，美國亦曾以類似手段打壓崛起國家，以日本為例：

- 1980年代日本躍居全球第2大經濟體，當時各界多認為該國似已迎頭趕上美國¹⁹，因此當時美國透過「**廣場協議**」(Plaza Accord)促使日圓等主要貨幣對美元大幅升值。
- 另美國**對日本採行多項貿易制裁措施**，藉以「**痛擊日本**」(Japan-bashing)，期使美國產業恢復競爭力及原本的市場占有率。

(3) 近年來由於中國大陸崛起，使美中兩國**由合作轉為競爭**，恐面臨「**修昔底德陷阱**」，例如：中方提出「**一帶一路**」倡議後，美方即提出「**印太戰略**」予以反制。

¹⁷ 根據中國大陸官方統計資料，2018年當地人均GDP為9,900美元，尚未跨越世界銀行所設定的1萬美元中等所得門檻；惟近期北京大學經濟學教授蘇劍認為，中國大陸人均GDP被低估，實際人均GDP可能超過1.2萬美元，中方已成功跳脫「中等所得陷阱」。

¹⁸ Graham Allison引用西方著名史學家修昔底德分析古希臘強權對峙的觀點，指出當一個崛起強權威脅到國際社會上既有的統治強權時，最有可能的結果就是雙方發生戰爭，並將之稱為「修昔底德陷阱」(參見Allison, Graham (2015), "The Thucydides Trap: Are the U.S. and China Headed for War?" *The Atlantic*, Sep. 24)。

¹⁹ 當時現象亦可由當年哈佛大學教授傅高義(Ezra Vogel)知名著作「日本第一」廣為流傳，可略知其一二。

(4)中研院劉遵義院士、彼得森國際研究所(PIIE)主席 Adam Posen 等著名國際經濟學者多認為，**經濟及科技競爭將成為美中關係的常態，雙方惟有尋求合作互補模式，方能避免衝突擴大。**

— 劉遵義院士指出²⁰，美中長期將處於競爭關係，美中貿易衝突是兩國對於經濟與技術支配地位潛在競爭的表徵；惟**兩國經濟高度互補**，應竭力透過**經濟合作創造雙贏結果**，**避免貿易戰的雙輸局面**。

✓ **美國影響力隨著中國大陸崛起而逐漸降低**，是美國民眾與共和、民主兩黨的共識，美國圍堵中國大陸的措施並非自川普政府才開始，如歐巴馬時代提出的「重返亞洲」與 TPP 等措施即具有相同目的。

✓ 然而，中國大陸的**經濟及技術與美國仍存在相當大的落差**，中國大陸人均 GDP **最快至 21 世紀末才能追趕上美國**，美國應毋須太過擔憂。

✓ 由於美中兩國**經濟發展階段不同**而所需相異，且兩者**先天條件具有高度不同的比較優勢**(如美國人口遠少於中國大陸，卻擁有中國大陸缺乏的自然資源與可耕地)，因此**經濟高度互補的美國與中國大陸**，可**透過合作獲取龐大潛在利益，創造雙贏結果**。

— Posen 等人認為²¹，美中雙方**較以往擁有更多的經濟基本利益**，若雙方**依照與時俱進的國際規則進行互動**，將能**創造雙贏局面**。

✓ 美中貿易衝突的**成本遠高於衝突利益**，**開放國際貿易有助於避免雙方目前所面臨經濟放緩的現況**；兩國透過**經濟整合可大幅改善經濟效率與提升就業**，更有助於**緩解兩國經濟與政治緊張關係**。

✓ 美國要求中方對美減少貿易逆差並非合理或有效的目標，因中國大陸不像過去擁有鉅額貿易順差，**治本之方應是美國增加國內儲蓄**。

²⁰ Lau, Lawrence (2018), "The China-U.S. Trade War and Future Economic Relations," *The Chinese University Press*, Dec.

²¹ Jiming, Ha and Posen, Adam (2019), "Part II-19-1 US-China Economic Relations: From Conflict to Solutions," *Peterson Institute for International Economics*, Jan.

(五)結論

上年4月初以來，川普政府對中國大陸進口商品採行一系列加徵關稅與圍堵中方科技發展等措施，主要是源於「**美對中商品貿易持續入超**」與「**中國製造 2025 威脅美國科技強權地位**」的兩大根本問題。然而，在美中經濟均受到兩國貿易衝突的拖累，以及雙方領導人考量自身國內政經因素下，自上年底G20「川習會」後，美中重啟高層談判、互釋善意，**雙方貿易爭端出現部分緩和跡象**。

各界多預測，美中兩國就**解決雙邊貿易失衡問題似已達成高度共識**，目前尚待中國大陸能否在**結構性問題及執行機制等結構性議題上做出更多讓步**，以促成雙方領導人再次會面，並正式簽署協議。惟**美方或將保留對中方加徵關稅的部分措施**，且視中方落實貿易協議程度來解除相關制裁；此外，美方仍可能就**關鍵科技領域對中方持續施加限制措施**。

美中貿易和談避免貿易衝突擴大，有助於全球貿易環境，但倘若中國大陸承諾消除對美鉅額貿易出超，而擴大對美採購，**或將排擠部分國家出口至中方產品**，進而衝擊相關國家經濟。另美中雙方如陷入**長期政經角力**，恐**加速全球供應鏈重心從中國大陸移至鄰近國家**。台灣是小型且高度開放經濟體、全球價值鏈參與度高，加以美中均為台灣最重要的貿易夥伴，面對未來**中方擴大對美進口**，及**跨國企業移轉生產基地**，台灣宜須**審慎因應可能的轉單效應及產業供應鏈重組**。

此外，多位知名國際經濟學者與主要研究機構皆表示，儘管近期美中雙方可能簽署貿易協議，惟美中貿易衝突僅是雙方對抗的表象，其關鍵在於，**美元作為核心國際準備貨幣與美中經濟制度的差異**，使得**兩國存在根本上的利益矛盾**，加以美國面對中國大陸的崛起，產生**高度危機感**，導致美中兩國恐陷入**新舊強權對立的「修昔底德陷阱」**。

附表 1 美中雙方對於簽署貿易協議的現實考量

美方考量	中方考量
<ul style="list-style-type: none"> ● 美國經濟成長減速 <ul style="list-style-type: none"> - 根據美國聯準會上年 12 月經濟估測，美國經濟成長率將由上年 3% 降至本年 2.3% 且持續下滑。 ● 目前對中加徵關稅之成本多由美國承擔，且中方反制措施不利美國出口²² <ul style="list-style-type: none"> - 上年川普關稅措施造成美國企業與消費者每月額外負擔 30 億美元關稅成本、每月美國實質所得減少 14 億美元，及每年相關供應鏈調整規模恐達 1,650 億美元。 - 彭博引述國際金融協會(IIF)研究估計，中方對美方的貿易報復措施，使美國出口年化損失金額達 400 億美元，大於美方對中方加徵關稅對中方出口的影響。 - 另有研究指出，上年美國消費者及生產者損失因進口成本上升，合計損失 688 億美元(約當美國 GDP 的 0.37%)，若考量關稅收益及國內生產者受益於較高的商品價格，則上年整體福祉損失約 78 億美元(約當美國 GDP 的 0.04%)。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國大陸經濟放緩，且實際狀況可能更加嚴峻²³ <ul style="list-style-type: none"> - 根據官方統計，中國大陸上年經濟成長率 6.6%，係 1990 年以來最低；本年官方經濟成長率目標降至 6%~6.5%，創歷史新低。 - 布魯金斯研究所(Brookings Institution)指出，中國大陸因操縱統計數據，估計 2008~2016 年經濟成長率平均每年虛增 1.7 個百分點。 - 美國經濟諮商會(the Conference Board)預估，中國大陸上年經濟成長率為 4.1%，本年將下滑至 3.8%。 ● 科技發展受圍堵，難以成就均富的中國夢 <ul style="list-style-type: none"> - 中國大陸領導人習近平曾於 2012 年提出中華民族偉大復興的中國夢，進而擘劃出 2020 年人均 GDP 倍增、民眾脫貧的目標。 - 美國實施的科技圍堵讓中國大陸欲透過發展科技，來達到中國夢目標受阻。

²² Amiti, Mary, Stephen J. Redding and David Weinstein (2019), "The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare," *Centre for Economic Policy Research*, Discussion Paper DP13564, Mar. 1; Donnan, Shawn and Jordan Yadoo (2019), "China Trade War Cost Tops \$40 Billion in U.S. Exports," *Bloomberg*, Mar.1; Fajgelbaum, Pablo D. et. al (2019), "The Return to Protectionism," *NBER Working Paper No. 25638*, Mar.

²³ Chen, Wei et. al (2019), "A Forensic Examination of China's National Accounts," The Brookings Institution, Mar. 7; Press Release(2018), "Global Economy Enters 2019 Strong, but Moderation Will Set In," The Conference Board, Nov. 13.

美方考量	中方考量
<ul style="list-style-type: none"> ● 美股表現不佳 <ul style="list-style-type: none"> - 川普總統將股市上漲視為重要政績之一，惟美股自上年 10 月開始下跌，直至上年 12 月底美中貿易談判露出曙光而回穩。 ● 川普政府同時面對內外交迫的困境 <ul style="list-style-type: none"> - 除中國大陸外，美國以關稅威脅作為要求進行貿易談判的手段，已引起歐、日等傳統盟邦不滿。 - 川普總統本身除面臨通俄門調查外，強硬要求美墨邊境築牆而發起的國家緊急命令，引發共和、民主兩黨議員強烈反彈，參、眾兩院皆投票反對。 - 聯合其他國家抵制中國大陸 5G 技術聯盟，正逐漸瓦解。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融不穩定風險升溫 <ul style="list-style-type: none"> - 中國大陸正處於房市泡沫化、P2P 借貸平台倒閉頻傳、地方政府融通平台債務對 GDP 比率已達警戒線、企業負債比率頻創新高，以及股匯市劇烈波動之困局。

資料來源：彙整媒體新聞報導

附表 2 美方要求中方改進項目與中方可能的讓步內容

美方要求中方改進項目	中方可能的讓步內容
<ul style="list-style-type: none"> ● 減少美對中鉅額貿易入超問題 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國大陸逐步轉型為內需型經濟體，故願大規模採購美國產品，減少對美鉅額商品貿易出超 <ul style="list-style-type: none"> - 中方提出為期 6 年、增購逾十億美元的美國產品，以解決美對中貿易入超問題²⁴。 - 中方已承諾增購 1,000 萬噸美國大豆及簽訂 180 億美元的液化天然氣合約²⁵。
<ul style="list-style-type: none"> ● 美國企業遭受中方強迫技術轉移 ● 加強對智慧財產權的保護與執法 ● 藉由網路盜取美國企業商業機密所造成的損害 	<ul style="list-style-type: none"> ● 建立完善的智慧財產權保護機制符合中國大陸經濟改革方向，有助其轉型成創新驅動的經濟體及提升國內產業競爭力 <ul style="list-style-type: none"> - 加強相關法律保護並建立爭端解決機制：近期已通過涉及強制技術移轉、智財權保障等的「外商投資法」，預計於 2020 年 1 月 1 日開始施行²⁶；本年初正式成立知識產權法庭，受理侵害智財權的上訴案件。 - 提高侵權成本：本年 3 月兩會確認，將加強智慧財產權保護、修改「知識產權法」，且建立懲罰性賠償制度，最高可處 5 倍的懲罰性賠償，係國際最嚴格標準。
<ul style="list-style-type: none"> ● 美國企業面臨許多中方的關稅和非關稅壁壘 ● 消除對美國製品、服務與農產品在中方市場的障礙和關稅限制 	<ul style="list-style-type: none"> ● 透過消除貿易壁壘擴大開放外資進入市場，能借鑑國際經驗與標準及享受外資的知識與技術外溢效果，提升國內產業競爭力，與世界接軌 <ul style="list-style-type: none"> - 上年 1 月中方放寬外資投資，市場准入由正面表列全面性轉為負面表列。 - 中國大陸國家主席習近平於上年 4 月表示願大幅放寬銀行、證券等外資持股比率，證監會於同月公布「外商投資證券公司管理辦法」，首次允許外資持股比率最高可達 51%；UBS 於上年 11 月獲准成為首家中方外資控股證券公司。

²⁴ Bloomberg News (2019), "China Offers a Path to Eliminate U.S. Trade Imbalance, Sources Say," *Bloomberg*, Jan. 18.

²⁵ Polansek, Tom and Karl Plume (2019), "China Commits to Buy 10 Mln Tonnes U.S. Soy in White House Meeting -Perdue," *Reuters*, Feb. 23; Matthews, Christopher M. (2019), "Cheniere Banks on China, as Trade Deal may Boost U.S. LNG Exports," *MarketWatch*, Mar. 4.

²⁶ 中國大陸實施三審制，一部法律案需經三次常委會會議審議後，始交付表決；《外商投資法（草案）》已經上年 12 月底首次審議、本年 1 月第二次審議，並於本年 3 月兩會期間進行三審後，於本年 3 月 15 日表決通過，「外商投資法」將取代現行外商於中國大陸投資所適用的「外資三法」。

美方要求中方改進項目	中方可能的讓步內容
<ul style="list-style-type: none"> ● 檢討政府補貼及國營企業等扭曲市場的力量所導致的產能過剩 	<ul style="list-style-type: none"> ● 減少補貼所造成的市場扭曲，有助於提供公平競爭環境、提高資源配置效率；同時亦能緩解國際間對於中方支持國營企業所造成不公平競爭之指責 <ul style="list-style-type: none"> - 上年 12 月中央經濟工作會議呼籲，應建立公平競爭的制度環境，且將深化國有企業改革，將速從治理管理轉型為資本管理，提升國有企業與民營企業的公平競爭。 - 中方表示將停止向其產業提供扭曲市場的補貼，承諾所有補貼項目都將符合 WTO 規定，惟未提供具體細節。
<ul style="list-style-type: none"> ● 檢討匯率在美中經貿關係所扮演的角色 	<ul style="list-style-type: none"> ● 人民幣匯率穩定符合當前中國大陸經濟利益，且有助人民幣國際化進展 <ul style="list-style-type: none"> - 中國人民銀行行長易綱於本年人大記者會透露，美中貿易談判就匯率政策已達成 4 大共識：尊重雙方貨幣政策的自主性、堅持市場化原則、不進行競爭性貶值及將依 IMF 標準發布統計數據；他並表示，人行目前大致已退出匯市的日常干預。 - 中國大陸總理李克強於本年政府報告中指出，將完善匯率形成機制，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。對此，外界解讀為向美方釋出善意。 - 2015 年 811 匯改與上年美中貿易衝突皆曾導致人民幣大幅貶值，致資金明顯外流引發金融市場失序，甚至危及實體經濟，中方被迫動用多項措施方扭轉該不利情勢，顯示中方當局不樂見人民幣匯率過度偏弱。

資料來源：HSBC、彙整媒體新聞報導

四、中國大陸經濟現況分析

上(2018)年以來中國大陸經濟成長逐季走緩，為防止景氣進一步下滑，其政府遂採行一系列因應對策，尤其本(2019)年3月上旬舉行之第13屆「全國人民代表大會」及「人民政治協商會議」(以下簡稱兩會)所提出之「政府工作報告」，更揭櫫具體經濟目標及改革計畫。中國大陸為全球第2大經濟體，其經濟發展影響全球經濟甚鉅，本文擬探討中國大陸經濟成長趨緩現況、其政府因應對策及其經濟成長下行對全球之可能影響，供各界參考。

(一)中國大陸面臨內、外需壓力致經濟成長走緩

上年以來，**中國大陸經濟明顯走緩**。內需方面，商品**消費及基礎設施建設投資成長減速**，外需復因**美國加徵關稅**而面臨降溫壓力，影響所及，勞動市場就業人數下滑，**未來經濟成長恐面臨進一步下行風險**。此外，中國大陸**整體債務已升至歷史高點**，加以**影子銀行業務蓬勃發展**，均**威脅金融穩定**。

1. 經濟成長持續放緩

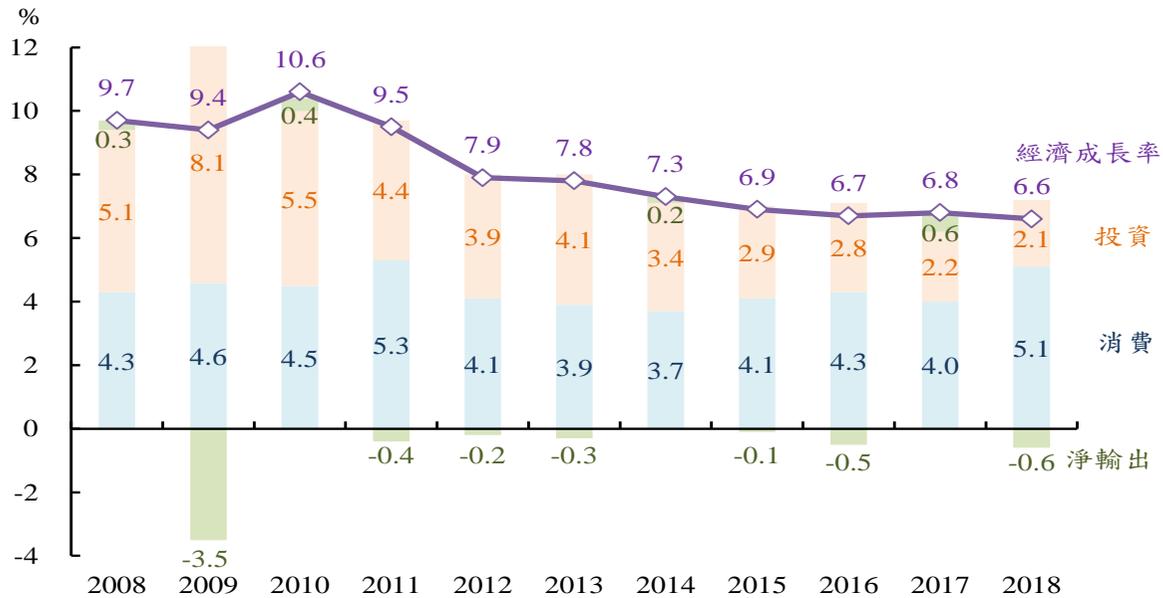
(1) 上年經濟成長率創 28 年來新低，未來面臨下行風險

2008 年全球金融危機爆發後，中國大陸推出**4 兆人民幣財政刺激方案**，透過銀行大量放款，刺激投資以支撐經濟，惟部分資金大舉流向房地產等行業，衍生**高債務、高房價及高金融風險**等問題。

為降低債務，**2015 年底政府推出去槓桿**等相關政策，導致信用緊縮、投資下滑，**加以上年下半年來美中貿易衝突加劇景氣降溫壓力**，**上年經濟成長率降至 6.6%(圖 1)之 28 年來新低**。

未來**全球需求放緩及美國加徵關稅恐衝擊出口及內需**，**中國大陸經濟成長面臨進一步下行風險**；兩會之「政府工作報告」將本年經濟成長率目標從上年之 6.5%降為 6.0%~6.5%，國際機構則預測今、明(2020)兩年經濟成長率將分別降至 6.2%及 6.1%左右(表 1)。

圖 1 經濟成長率及其主要組成項之貢獻度



資料來源：Thomson Reuters Datastream

表 1 國際機構對經濟成長率之預測

國際機構 (預測日期)	2019 年	2020 年
IMF (2019/1/21)	6.2	6.2
UN (2019/1/21)	6.3	6.2
EIU (2019/3/1)	6.3	6.1
OECD (2019/3/6)	6.2	6.0
Credit Suisse (2019/3/14)	6.2	6.0
IHS Markit (2019/3/15)	6.3	6.0
Barclays (2019/3/15)	6.2	6.0
Nomura (2019/3/15)	6.0	6.0
平均預測值	6.2	6.1

資料來源：各國際機構

(2) 相關數據亦顯示經濟呈趨緩情況

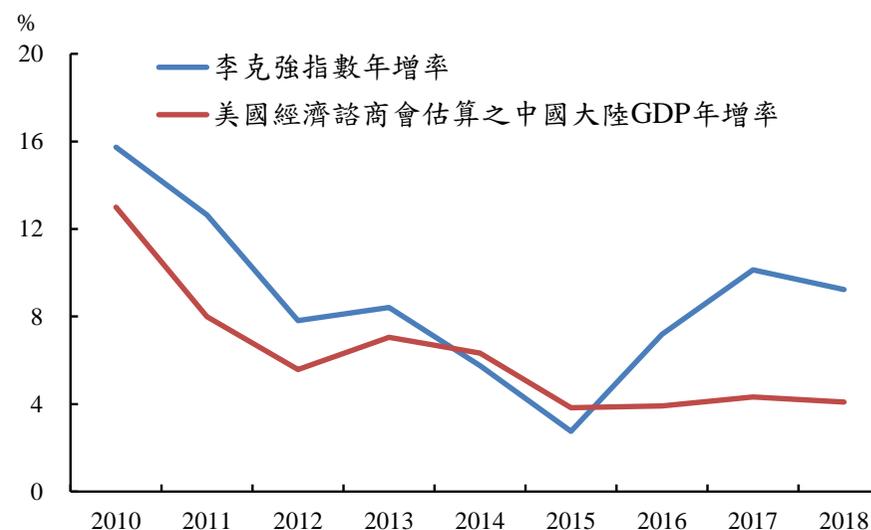
較能反映實際經濟活動之**李克強指數**年增率¹自上年5月以來呈**下降趨勢**，全年平均為9.0%，本年2月再降至8.9%，均低於2017年平均之10.1%，主因鐵路貨運量及用電量之貢獻多下降(圖2)，**李克強指數年增率降幅較官方所公布經濟成長率之降幅大**。

美國經濟諮商會(The Conference Board)所估算之中國大陸經濟成長率與李克強指數年增率呈高度正相關(相關係數0.77)(圖3)，且預測本年經濟成長率將低於上年²。

圖2 李克強指數年增率及其組成項之貢獻度



圖3 李克強指數年增率與美國估算之經濟成長率



¹ 中國大陸國務院總理李克強於2007年提及可用鐵路貨運量、用電量及銀行放款餘額等3項指標判斷經濟形勢，後由英國經濟學人(The Economist)雜誌自2010年起，將上述3項指標之年增率依序按25%、40%及35%之權重編製成李克強指數年增率，並定期公布。

² 參考The Conference Board (2019), "The Conference Board Global Economic Outlook 2019," Interim Update, Feb.。

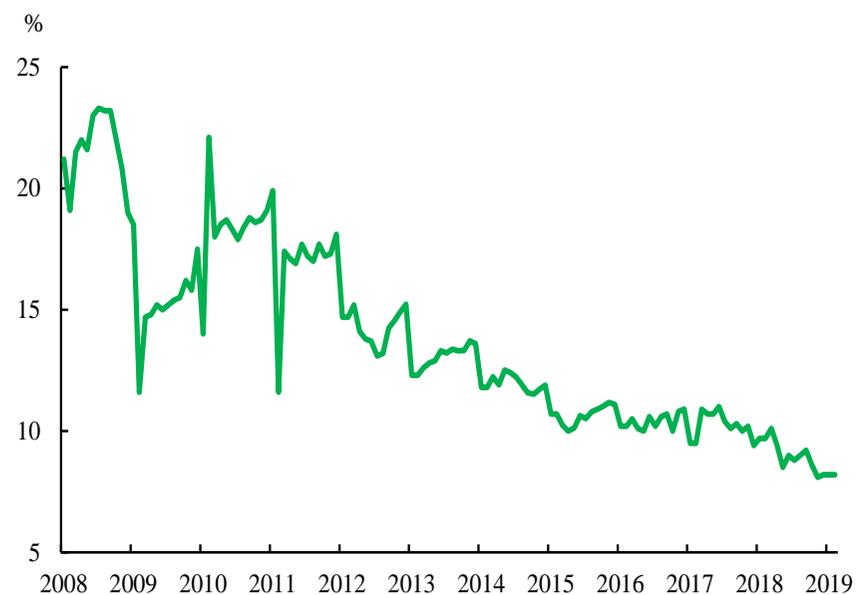
2. 內需之消費及投資成長下滑

(1) 商品消費成長持續下滑

上年消費(包含商品及服務)對經濟成長貢獻率雖達77%，惟代表商品消費變化之**消費品零售額成長率持續下滑**，本年1~2月已降至8.2%之歷史低點(圖4)，未來經濟成長走緩恐進一步衝擊消費者信心。

— **占消費品零售額比重最高之汽車銷售**，則自上年5月起持續衰退(圖5)，主因2017年底**汽車購置稅優惠結束**。

圖4 消費品零售額年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖5 汽車銷售年增率



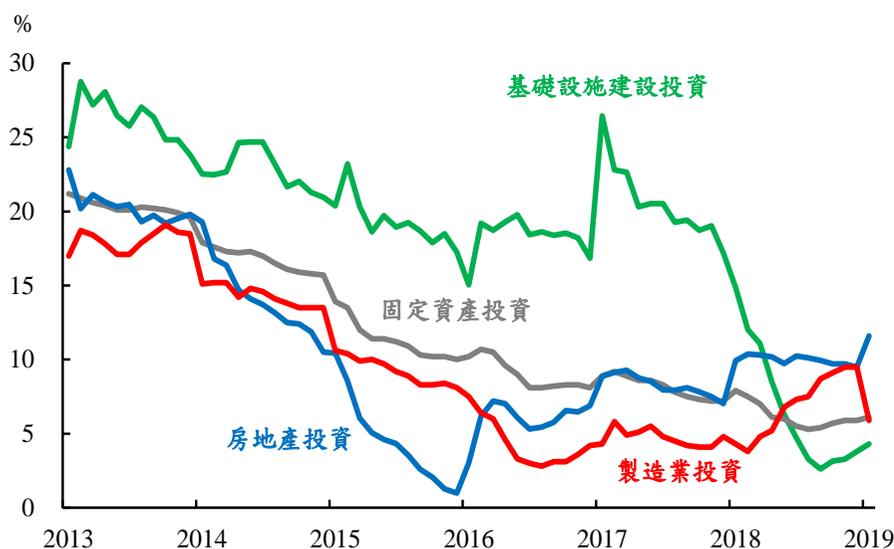
資料來源：Thomson Reuters Datastream

(2) 固定資產投資成長減速，製造業 PMI 跌破榮枯線

上年固定資產投資成長持續下降，其中以**基礎設施建設投資**成長下滑幅度最大，主係受財政政策及金融監管均趨緊，且地方政府融資受限影響；而上年初**房地產投資**加速成長，係因房市庫存偏低，供給較緊，惟在政府實施抑制房價上漲措施下**成長漸趨緩**；**製造業投資**成長加速，則是2016年及2017年重工業去產能效果顯現後之觸底反彈(圖6)。本年1~2月固定資產投資成長仍偏弱，其中基礎設施投資緩步回升，房地產投資反彈，製造業投資則下滑。

分別代表大型及中小型企業之**官方及財新製造業採購經理人指數(PMI)**，自上年5月後大抵呈下滑趨勢(圖7)，12月以來則均已**跌破榮枯線**，主因新訂單指數下滑。

圖6 固定資產投資及其相關組成項目之成長率



資料來源：中國大陸國家統計局

圖7 製造業 PMI



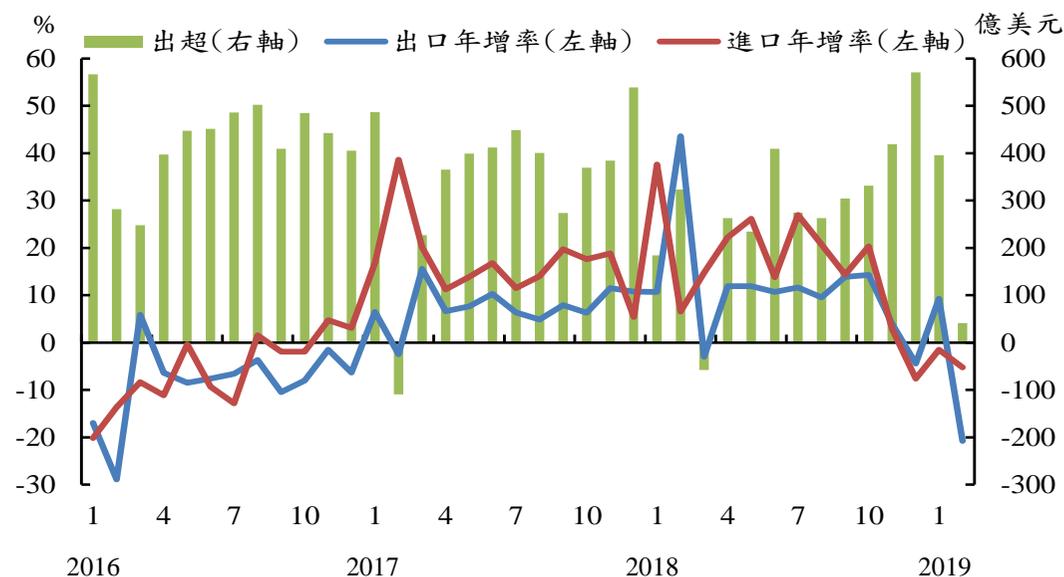
資料來源：Thomson Reuters Datastream

3. 美國加徵關稅，外需面臨降溫壓力

美國對中國大陸前兩波約2,500億美元進口產品加徵關稅已於上年生效，中國大陸企業為規避關稅而提前出口，致上年4月以來出口大抵呈現兩位數成長，惟**第4季後提前出貨效應逐漸減弱**，**本年2月出口成長率已降至-20.8%**(圖8)，顯示**外需逐漸面臨降溫壓力**。

本年以來，**美中積極進行貿易談判**，目前**已進入最後階段**，惟由於美中貿易衝突肇因於中國大陸推動「中國製造 2025」，以期成為全球製造強國，威脅美國強權地位，因此**美中競爭關係仍不易在短期內有所改善**，**兩強競爭將持續延燒**。

圖 8 進、出口年增率及貿易出超



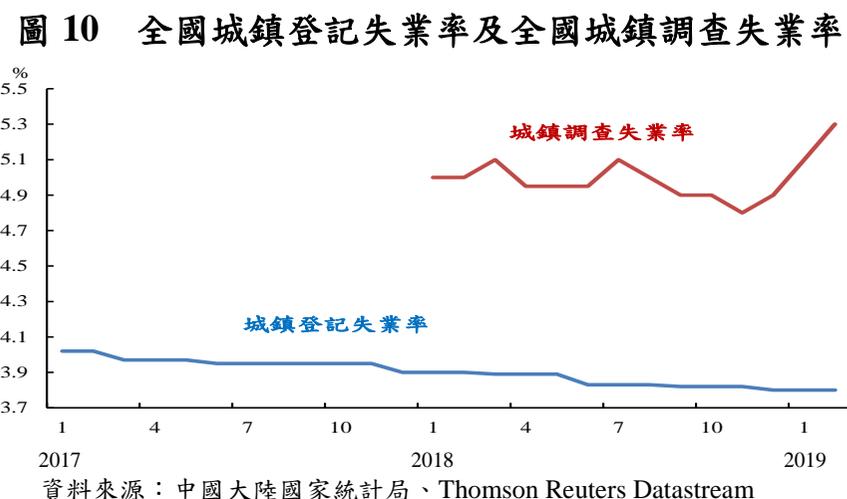
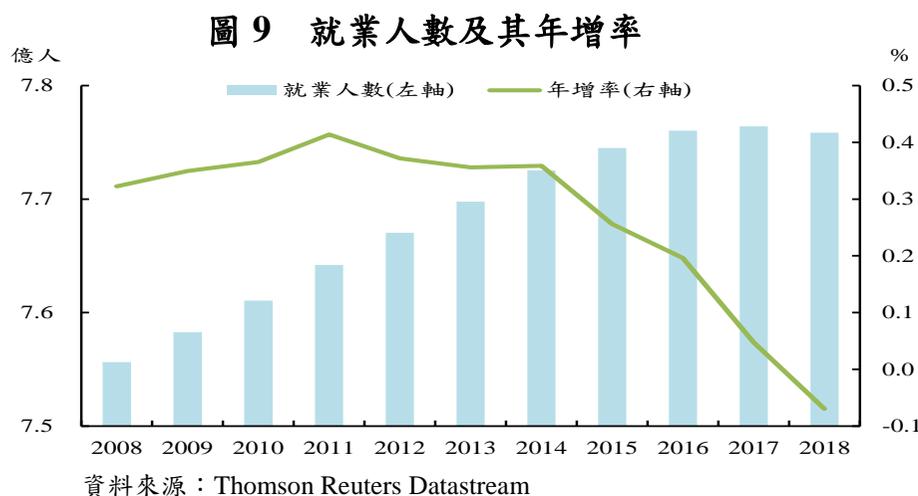
資料來源：Thomson Reuters Datastream

4. 近期企業裁員頻傳，就業人數下滑，全國城鎮調查失業率上升

由於經濟成長放緩及美中貿易衝突，科技業、房地產業及金融業**裁員頻傳**，估計已有 500 萬家企業倒閉，造成**大量失業人口**³，致**上年就業人數**較 2017 年減少 54 萬人(圖 9)，**首見衰退**局面，另上年 8 月以來製造業及非製造業 PMI 從業人員指數亦明顯走緩。

生育率下降及人口老化，導致**人口紅利漸失**，上年勞動年齡人口自 2017 年之 9.02 億人降至 8.97 億人，已連續 7 年減少，進而**使勞動成本節節上升**，**企業外移**⁴，**勞動需求亦減少**。

本年以來**全國城鎮登記失業率**仍呈**下滑趨勢**(圖 10)，**主要因部分失業人口未加入失業保險而不能領取失業給付**，致**未向官方登記失業**，以及近年**大量失業農民工自城市回鄉**⁵，亦未計入失業率。**全國城鎮調查失業率**⁶則自上年 11 月之 4.8% 低點**升至本年 2 月之 5.3%**。



³ 參考日媒 News ポストセブン (2018)，「中国で倒産 500 万件、失業 1000 万人 米中貿易戦争影響か」，12 月 23 日。

⁴ 例如近期國際大廠愛迪達(Adidas)、耐吉(Nike)均關閉在中國大陸之工廠。

⁵ 至上年 12 月初，中國大陸已有約 740 萬名農民工從城市回鄉，雖農業農村部宣稱這些人係回鄉創業，惟實際上恐為失業返鄉；參考中國大陸農業農村部(2018)，「『雙新雙創』為鄉村發展帶來蓬勃活力」及註 3 之日媒報導。

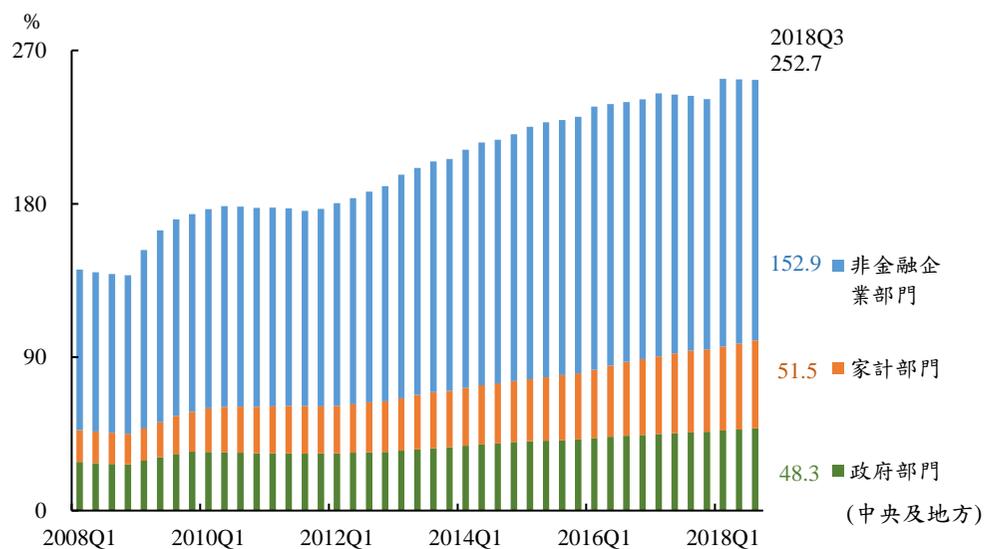
⁶ 中國大陸國家統計局自上年 1 月開始正式公布該數據。

5. 整體債務負擔沉重，影子銀行業務蓬勃發展，P2P 借貸平台面臨倒閉潮

中國大陸**整體債務大幅攀升**，**上年第3季債務相對GDP比率已達252.7%之高點**(圖11)，且**以非金融企業部門占比最大**，其中**大多為受政府擔保且盈利能力較差之國有企業債務**。近期因經濟成長趨緩及金融監管趨嚴，造成**企業債務違約大增**，致銀行對企業**貸款利率走高**，**衍生企業融資困難問題**，**特別是小微及民營企業**。

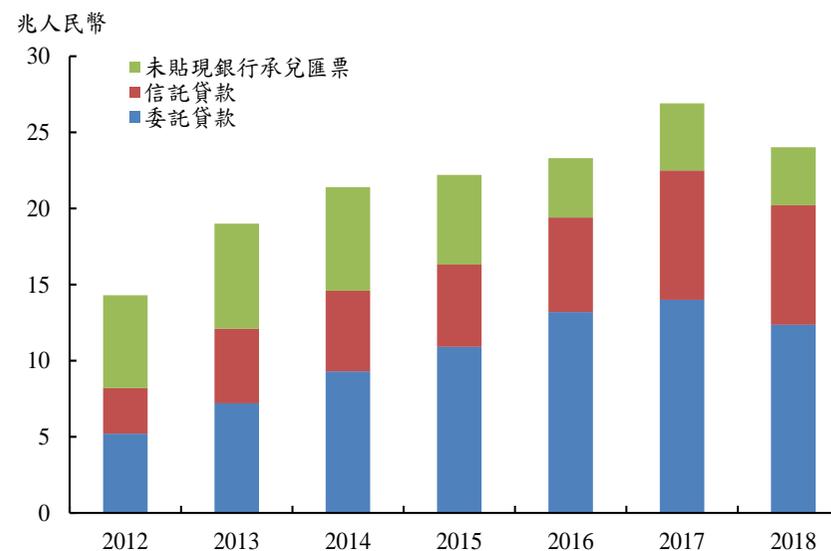
此外，**影子銀行⁷業務蓬勃發展**，2017年底核心影子銀行⁸規模增至26.9兆人民幣之歷史高點，因去槓桿政策發酵，上年底略降至24兆人民幣(圖12)。另**P2P借貸平台面臨倒閉潮**，本年2月底正常營運平台家數為1,056家，較上年初之2,282家減少逾半⁹，均恐危及金融穩定。

圖 11 部門別債務相對GDP比率



資料來源：BIS

圖 12 核心影子銀行規模



資料來源：中國人民銀行

⁷ 依金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)之定義，影子銀行係指在一般銀行體系之外，提供信用中介功能的機構及業務，且未若一般銀行受到審慎監管。

⁸ 核心影子銀行範圍係採最狹義之計算標準，涵蓋中國人民銀行發布之社會融資規模統計的委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票。

⁹ 參考中國大陸「網貸之家」網站數據。

(二) 中國大陸政府採行諸多措施以因應經濟成長下行風險

為因應經濟成長恐大幅下滑之風險，**上年以來政府陸續推出擴張性貨幣及財政政策**，以期**提振內需**，且主要以**給予民營及小微企業資金協助為主**；並與美國進行貿易談判，期以結構性改革換取協議達成，降低貿易衝突；再者將**去槓桿轉為結構性去槓桿政策**，**持續降低國有企業及地方政府債務**，**惟對面臨融資困難之民營企業債務則略放鬆**，另抑制影子銀行之步調亦稍緩。本年3月上旬**兩會**之「政府工作報告」更**提出**因應當前經濟成長下行之計畫，諸如規模達2兆人民幣之**減稅降費措施**，惟**成效尚待後續觀察**。

1. 採行寬鬆貨幣政策

上年以來，中國人民銀行實施**調降存款準備率**及**利用中期借貸便利**(Medium-term Lending Facility, MLF)等工具(附表1)，維持流動性合理充裕。另**增加再貸款及再貼現額度**，加以提高普惠金融定向降準動態考核之小微企業放款標準¹⁰，且**創設定向中期借貸便利**(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)¹¹工具，鼓勵銀行放款予民營及小微企業。另兩會之「政府工作報告」亦首次提出**適時運用存款準備率與利率**等手段，以緩解民營及小微企業融資困難及昂貴問題。

此外，為鼓勵銀行發行永續債¹²補充資本，進一步為疲軟的經濟擴大信貸供給，中國人民銀行**創設央行票據互換工具**(Central Bank Bill Swap, CBS)，讓公開市場業務一級交易商可將持有的合格銀行發行之永續債，向中國人民銀行換入央行票據，以提高銀行永續債之流動性。

¹⁰ 由單戶授信500萬人民幣提高至1,000萬人民幣。

¹¹ TMLF係針對放款予小微及民營企業的金融機構提供更多資金支持，操作期限為1年，到期可續做2次，實際使用期限可達3年，並給予利率優惠，操作利率為3.15%，較MLF利率低15個基點。

¹² 永續債係指在特定條件下可永遠存續的債券，可賦予發行人在到期前對債券進行續期的權利。

2. 實施擴張性財政政策

本年兩會「政府工作報告」推出之擴張性財政政策不同於過往推動大規模基礎設施建設，係**著重振興小微及民營企業**，除將**預算赤字相對 GDP 比率目標**由上年之 2.6% **提高至 2.8%**外，**減稅降費**(例如下調企業增值稅稅率、增加個人所得稅專項附加扣抵項目、減免社會保險費等)之規模**更創約 2 兆人民幣**之歷史新高(附表 2)。

上年利用出售土地收入、藉由公私合營專案(Public-Private Partnerships, PPP)模式引入私人資本，及發行地方政府專項債券¹³等**廣義財政資金**(表 2)，支持基礎設施建設投資。**本年計劃**持續利用**發行地方政府專項債券** 2.15 兆人民幣**等**資金來源，進行鐵路投資 8,000 億人民幣、公路水運投資 1.8 兆人民幣，以及加強新一代資訊基礎建設等。

表 2 廣義的擴張性財政措施之資金來源

項目	2018 年增額 (兆人民幣)
出售土地收入	6.50
公私合營專案	2.50
發行地方政府融資平台債券 ¹⁴	2.40
發行地方政府專項債券	1.35
發行政策性銀行債券 ¹⁵	1.00
抵押補充貸款 ¹⁶	0.69

資料來源：中國大陸相關官方網站

¹³ 專項債券係指地方政府為建設某專項工程所需資金而發行的債券，由工程的未來收益作為還債來源，不納入一般財政收支。

¹⁴ 地方政府融資平台可透過發行債券募集建設資金，相關債務不納入官方預算。

¹⁵ 由 3 家政策性銀行(國家開發銀行、中國農業發展銀行、中國進出口銀行)發行債券，主要用於支持西部大開發等大型基礎設施建設計畫。

¹⁶ 抵押補充貸款(Pledged Supplementary Lending, PSL)之主要功能係為提供街廓改造工程之長期且成本適當之資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括高評等債券等優質資產。中國人民銀行透過 PSL 向國家開發銀行等提供流動性，再由渠等對地方政府放款，以對街廓改造、重大水利工程等專案給予資金支持。

3. 與美國進行談判以緩解貿易衝突

為緩解美中貿易衝突，積極與美國進行貿易談判，目前已進入最後階段，內容可能包括結構性改革，諸如：大量購買美國農產品以縮減對美國之貿易順差、提高智慧財產權保護及遏止對美國企業之強迫技術轉移、減少產業及國有企業補貼，以及在買賣外匯方面保持透明等。並在兩會後通過「外商投資法」(自明年1月1日起施行)以擴大開放外資，惟規定可對影響國家安全之外商投資進行安全審查，引起外界關切(附表3)。

4. 由去槓桿轉為結構性去槓桿政策

去槓桿政策導致信用緊縮、投資下滑，為緩解經濟成長下行壓力，上年下半年以來政府將去槓桿轉為結構性去槓桿政策，持續降低國有企業債務，對民營企業債務則略放鬆；另嚴控地方政府舉借隱性債務，惟提高地方政府發行一般及專項債券限額，使地方政府債務透明化，俾利監管及擴大基礎設施建設投資。

5. 抑制影子銀行力道由強轉弱

由於政府大力整治影子銀行業務，企業獲得融資之管道大減，上年10月正式公布資產管理新規則¹⁷之配套實施細則¹⁸，允許銀行在過渡期自主有序進行整頓計畫等，壓縮影子銀行規模之步調稍歇。

6. 落實就業優先政策

因經濟成長放緩引發就業人數下滑，政府將穩就業列於「六穩」(穩就業、穩外貿、穩投資、穩金融、穩外資、穩預期)工作方向首位，採取措施包括：對不裁員或少裁員的參與失業保險企業，可返還其上年度繳納失業保險費的50%；以及要求國有銀行支援民營及小微企業的發展，為穩就業提供金融支援等；另兩會之「政府工作報告」將城鎮新增就業目標設在1,100萬人以上，城鎮調查失業率目標設在5.5%左右。

¹⁷ 中國人民銀行、銀保監會、證監會與國家外匯管理局(2018)，「關於規範金融機構資產管理業務的指導意見」(簡稱資產管理新規則)，4月。

¹⁸ 證監會(2018)，「證券期貨經營機構私募資產管理業務管理辦法」、「證券期貨經營機構私募資產管理計畫運作管理規定」，10月22日。

(三)中國大陸經濟成長減速對全球及台灣之影響

中國大陸經濟成長放緩之外溢效果將影響全球，台灣亦無法置身事外，惟台灣對中國大陸之金融暴險尚可控，本行將持續加以監控。

1. 中國大陸經濟成長減速將衝擊全球經濟

中國大陸為全球第 2 大經濟體，其經濟成長減緩，將透過貿易及大宗商品價格等管道重創全球經濟。

本年 3 月 OECD 估計，倘若中國大陸 2 年間之需求成長率每年下降 2 個百分點，第 1 年之影響將使全球經濟成長率削減約 0.5 個百分點¹⁹。

台灣輸往中國大陸許多中間產品是供其內需之用，占台灣出口比重約 4 成；主計總處預估，若本年中國大陸經濟成長率下降 1 個百分點，且假定其他情況不變，台灣經濟成長率將下降約 0.29 個百分點²⁰。

2. 台灣對中國大陸的金融暴險尚可控，本行將持續加以監控

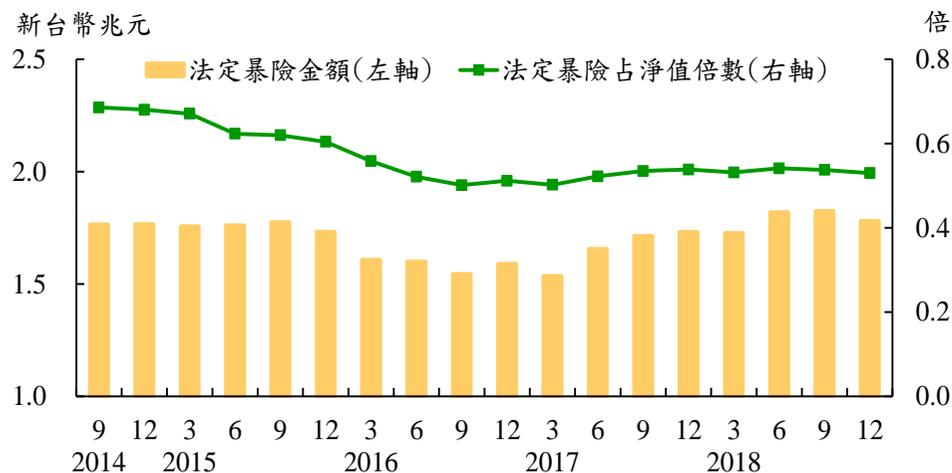
去年底本國銀行對中國大陸法定暴險金額為新台幣 1.78 兆元，為決算後淨值之 0.53 倍，未超過 1 倍之法定限額，且較 2014 年 9 月底最高之 0.69 倍縮減(圖 13)。而近年來台灣市場對人民幣需求漸減，本年 2 月底本國銀行人民幣存款餘額約 2,814 億人民幣，創近 5 年來新低(表 3)。

以上均顯示台灣對中國大陸的金融暴險尚在可控範圍內。本行將持續監控我國金融機構對中國大陸暴險情形，若有異常，必要時將移請金管會處理。

¹⁹ 參考 OECD (2019), "OECD Interim Economic Outlook," Mar. 6。

²⁰ 工商時報(2019)，「貿易戰對台衝擊僅約 0.03~0.04 個百分點」，2 月 14 日。

圖 13 本國銀行對中國大陸法定暴險金額及倍數



資料來源：金管會

表 3 本國銀行辦理人民幣業務及外匯交易概況
(2019 年 2 月底)

項目	金額(億人民幣)
存款餘額(不含可轉讓定期存單)	2,814.03
貼現及放款餘額	125.63
匯款總額	1,517.65
透過中國銀行台北分行之結算金額	3,407.00
人民幣外匯交易占總交易比率(%)	14.40

註：人民幣外匯交易占總交易比率為 1 月份資料。

資料來源：中央銀行

(四)結語

2008 年全球金融危機爆發後，中國大陸推出 4 兆人民幣財政刺激方案，惟衍生高債務、高房價及高金融風險等問題，對此，2015 年底其政府推動去槓桿政策，導致投資疲弱，上年復因美中貿易衝突等外部不確定性，加劇經濟放緩速度；另中國大陸債務負擔沉重，以企業債務問題最為嚴重，OECD 警告未來 3 年內其企業將面臨償債高峰，尤須留意²¹。為因應經濟成長大幅下滑風險，中國大陸政府遂採行一系列擴張性貨幣及財政等措施，惟效果尚待後續觀察。

中國大陸為台灣重要之貿易夥伴，台灣除宜密切監控對中國大陸之金融暴險，提高金融風險承擔能力外，尚須多元化拓展出口市場，以因應其經濟成長下行之風險。

²¹ 參考 OECD (2019), "OECD Interim Economic Outlook," Mar. 6。

附表 1 2018 年以來中國人民銀行實施之主要措施

生效日期	措施內容
2018 1/1	定向降準 0.5~1.5 個百分點，發展普惠金融
4/25	定向降準 1.0 個百分點，用於償還到期的 MLF，支持小微企業融資
7/5	定向降準 0.5 個百分點，推動企業「債轉股」，支持小微企業融資
10/15	定向降準 1.0 個百分點，用於償還到期的 MLF，支持小微及民營企業融資
10/22	增加再貸款和再貼現額度 1,500 億人民幣，提供銀行支援小微及民營企業融資的中長期低利資金
11/6	對銀行的總體審慎評估(MPA)體系新增專項指標，鼓勵銀行增加民營企業放款
12/19	創設 TMLF，定向支持銀行對小微及民營企業放款，資金可使用 3 年，利率較 MLF 利率低 15 個基點，目前為 3.15%
12/19	增加再貸款和再貼現額度 1,000 億人民幣
2019 1/2	將普惠金融定向降準動態考核之小微企業放款標準由單戶授信 500 萬人民幣提高至 1,000 萬人民幣
1/15	全面降準 0.5 個百分點，用於償還到期的 MLF 及加大對小微及民營企業支持
1/23	公告將展開 2019 年第 1 季之 TMLF 操作，對小微及民營企業信貸提供較穩定之長期資金來源，降低融資成本
1/24	創設 CBS，以支援銀行發行永續債補充資本
1/25	全面降準 0.5 個百分點，用於加大對小微及民營企業支持

資料來源：中國人民銀行

附表 2 減稅降費相關措施

	減稅	降費
2018 年	減稅約 1 兆人民幣	降費約 0.3 兆人民幣
	<ul style="list-style-type: none"> ● 1 月 1 日起，將減免徵收企業所得稅優惠政策的小微企業標準，從每年應納稅所得額 50 萬人民幣提高至 100 萬人民幣 ● 5 月 1 日起，將工業企業及商業企業之小規模納稅人標準，分別從每年銷售額 50 萬人民幣及 80 萬人民幣均提高至 500 萬人民幣，享有 3% 的增值稅(VAT)率 ● 5 月 1 日起，將製造業等增值稅稅率由 17% 降至 16%，交通運輸業、建築業等增值稅稅率由 11% 降至 10%，可為企業部門節省 2,400 億人民幣 ● 10 月 1 日起，個人所得稅免稅額由每月 3,500 人民幣提高至 5,000 人民幣，並擴大低稅率之所得級距 ● 11 月 1 日起，現行貨物為 15% 及部分 13% 的出口退稅率提高至 16%；現行貨物為 9% 退稅率升至 10% 或 13%；現行貨物為 5% 退稅率提升至 6% 或 10%；對面臨去產能任務的貨物退稅率維持不變 	<ul style="list-style-type: none"> ● 降低企業「五險一金」(養老、醫療、失業、工傷、生育等保險，以及住房公積金)繳費比率
2019 年	減稅目標約 1.4 兆人民幣	降費目標約 0.6 兆人民幣
	<ul style="list-style-type: none"> ● 1 月 1 日起，增加個人所得稅專項附加扣抵項目，例如教育費用、重症疾病醫療、住房貸款利息、住房租金及長者照護等支出 ● 4 月 1 日起，製造業等增值稅稅率由 16% 降至 13%，交通運輸業、建築業等增值稅稅率由 10% 降至 9%，原本適用增值稅率 6% 之行業維持稅率不變 ● 1 月 1 日起，將減免徵收企業所得稅優惠政策的小微企業標準，從每年應納稅所得額 100 萬人民幣提高至 300 萬人民幣 ● 1 月 15 日起，將小規模納稅人增值稅免稅額由每月銷售額 3 萬人民幣提高至 10 萬人民幣 	<ul style="list-style-type: none"> ● 5 月 1 日起，下調城鎮職工基本養老保險單位繳費比率，各地可降至 16%

資料來源：整理自中國政府網

附表 3 「外商投資法」之主要規定及外界評論

主要項目	說明
實行負面清單管理及准入前國民待遇	訂定負面清單(除清單上之不開放行業外，其他行業都向外商開放)，並對負面清單以外之外商投資給予准入前國民待遇。
建立安全審查制度	外商不得危害國家安全或損害公共利益，對影響或可能影響國家安全之外商投資將進行安全審查。
給予外商公平待遇及便利	保障外商參與政府採購時能公平競爭，政府採購亦平等對待外商於境內生產之產品及提供之服務；政府並可制定外商投資促進及便利化政策。
保護智慧財產權	保護外商智慧財產權，對侵權行為依法究責，同時禁止以行政手段強迫轉讓技術；另行政機關人員對履行職責過程中知悉之外商商業秘密不得洩漏，否則可能依法處分或追究刑事責任。
外界評論	
<ul style="list-style-type: none"> ● 條文籠統，忽略許多細節，留下過多解釋空間，可讓中國大陸當局在該法案實施後，有更多空間制定實施條例。 ● 該法規定可對影響或可能影響國家安全之外商投資進行安全審查，形同給予中國大陸當局干涉廣泛投資活動之權力。 	

資料來源：整理自中國大陸之外商投資法及相關媒體報導

五、美中貿易衝突台商回台實質投資的意義

(一)前言

美中兩國經貿政策影響全球供應鏈發展(如中國大陸以在地供應鏈替代進口及推動「中國製造 2025」、美國推動製造業回流及公平貿易政策)，近期**美中貿易衝突持續**，全球**供應鏈加速重組**。台灣的全球供應鏈參與程度較高，受美中貿易衝突及兩國經濟景氣相對變化影響，目前出口減緩，對中國大陸及美國出口出現消長。**中國大陸向為台商對外直接投資主要地區及生產重鎮**，面對**全球供應鏈重組的契機**及台商移轉生產基地的風潮，政府接續「**加速投資台灣專案會議**」，推動「**歡迎台商回台投資行動方案**」，積極**改善投資環境**，並具體**協助海外資金投入國內實質投資**。回台投資成為台商調整生產地點之重要選項。

長期以來，台灣整體外銷訂單中，逾半數在海外生產，**企業國內投資相對偏弱**，致**超額儲蓄率偏高**。近 10 年內需對台灣經濟成長率之貢獻度平均為 **1.91 個百分點**，與南韓相較，約低 0.89 個百分點(其中，固定投資之貢獻度較南韓**低近 0.5 個百分點**)。因此，**引導台商回台實質投資將可助益台灣經濟成長**。另因台灣製造業的固定資本形成中，內含國外附加價值的比重高，因此，**增進國內實質投資**，將**帶動資本設備進口**，同時**降低超額儲蓄及經常帳順差**，**使國內經濟發展更趨平衡**。

全球經貿活動走緩，本行預測今(2019)年台灣對外貿易或將減緩，內需—特別是**固定投資—為支撐今年經濟成長的關鍵**。吸引**台商回台實質投資**，將有利**國內產業鏈更為完備**，並可**提升國內勞動生產力**，促進就業，進而**帶動薪資成長**。

(二)美中貿易衝突持續，加速全球供應鏈改變

美中兩國經貿政策影響全球供應鏈發展，近期在全球貿易保護主義興起，以及美中貿易衝突等因素影響下，全球經濟不確定性及風險提高，全球供應鏈亦出現加速重組現象。

1. 全球供應鏈改變

中國大陸經濟結構再平衡與供應鏈在地化政策，以及美國推動製造業回流等因素，帶動製造業在地化風潮，使得各國全球價值鏈參與程度¹多下降，如中國大陸及美國分別由 2011 年的 38.6% 與 31.7% 降至 2015 年的 34.9% 與 35.2% (台、韓則由 62.7% 與 58.4% 分別降至 56.8% 與 51.7%)(圖 1)。



資料來源：OECD-TiVA 資料庫(2018 年 12 月公布版本)

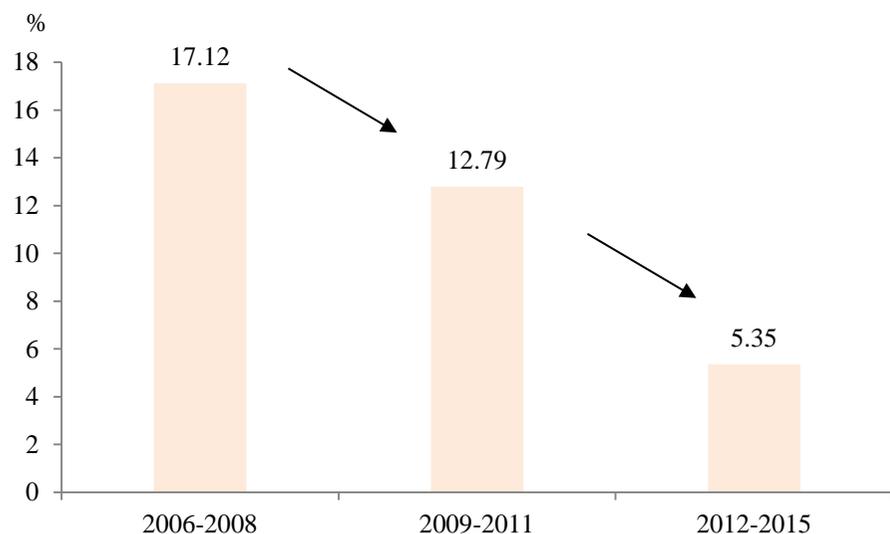
¹ 全球價值鏈參與程度係根據附加價值貿易所計算之各國在跨國供應鏈參與的程度；相關分析亦可參考 2015 年 6 月 25 日與 2017 年 3 月 23 日央行理監事會後記者會參考資料。

2. 中國大陸供應鏈在地化

(1) 中國大陸持續推動產業升級政策，**進口替代效果顯著**，**製造業進口中間財年增率**已由 2006~2008 年平均的 17.12% **下降**至 2012~2015 年的 5.35%(圖 2)。

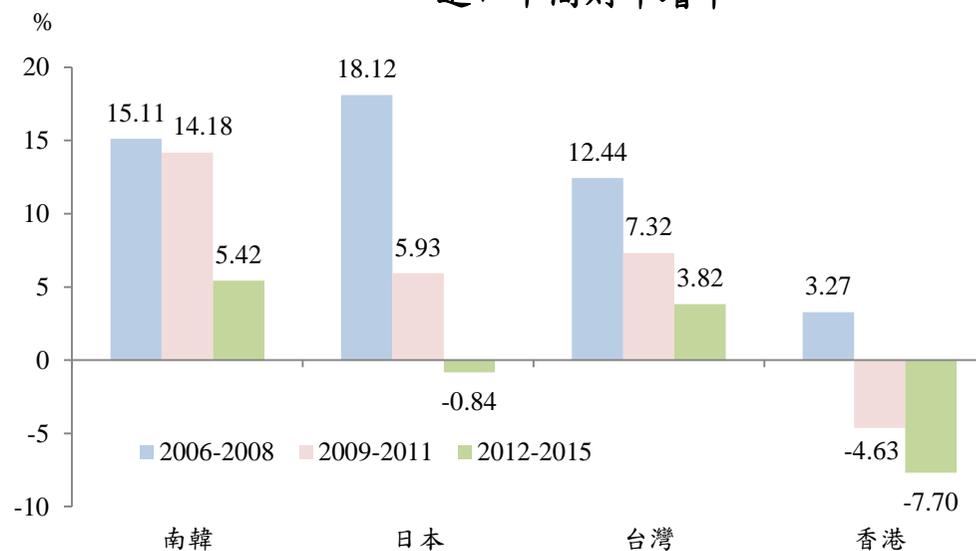
(2) 中國大陸製造業自亞洲主要經濟體進口中間財的年增率亦明顯下降，如自台灣進口中間財的年增率由 2006~2008 年平均之 12.44% 下降至 2012~2015 年的 3.82%(圖 3)。

圖2 中國大陸製造業進口中間財平均年增率



資料來源：OECD-TiVA 資料庫(2018 年 12 月公布版本)

圖3 中國大陸製造業自亞洲主要經濟體進口中間財年增率



資料來源：OECD-TiVA 資料庫(2018 年 12 月公布版本)

3. 美中貿易衝突下，台灣及美國、中國大陸對彼此出口的變化

(1) 美中均為台灣最重要的產業分工夥伴，受美中貿易衝突及兩國經濟景氣相對變化的影響，2018年下半年起，台灣出口成長率下降。今年前2月台灣出口負成長4.1%，其中，對中國大陸出口衰退8.7%較明顯；對美國出口年增率達17.7%，且增幅擴大²(表1)。

(2) 受到企業因應美中相互加徵關稅措施提前出貨效果的影響，2018年下半年中對美出口仍成長10.1%；今年1月則轉呈負成長2.8%；美對中出口則持續衰退，2018年下半年減幅達20.8%，大於上半年的10.0%(表2)。

表1 台灣出口表現

	2018 上半年			2018 下半年			2019 年 1-2 月		
	金額(億美元)	比重(%)	年增率(%)	金額(億美元)	比重(%)	年增率(%)	金額(億美元)	比重(%)	年增率(%)
全球	1,637.7	100.	10.9	1,721.4	100.0	1.5	476.9	100.0	-4.1
大陸(含香港)	670.9	41.0	14.1	712.6	41.4	-0.2	177.8	37.3	-8.7
美國	187.8	11.5	8.1	209.1	6.9	6.9	67.9	14.2	17.7

資料來源：財政部通關統計

表2 美中雙邊貿易情況

	2018 上半年			2018 下半年			2019 年 1 月*		
	金額(億美元)	比重(%)	年增率(%)	金額(億美元)	比重(%)	年增率(%)	金額(億美元)	比重(%)	年增率(%)
中對美出口	2,176.0	18.6	12.8	2,608.3	19.8	10.1	365.4	16.8	-2.8
美對中出口	529.0	7.7	-10.0	563.2	6.8	-20.8	--	--	--

*：中國大陸2019年2月進出口通關統計國家別資料尚未公布；美國尚未公布2019年1、2月進出口通關數字。

資料來源：美國及中國大陸通關統計

² 2018/7~2019/2 台灣對中國大陸出口較上年同期減少18.5億美元，主要係對其光學器材、機械與基本金屬及其製品出口減少；同期間，台灣對美國出口較上年同期增加23.7億美元，主要係對其資通與視聽產品、機械與基本金屬及其製品出口增加。

(三)海外台商分散生產地點，台商回台投資與政府的積極作為

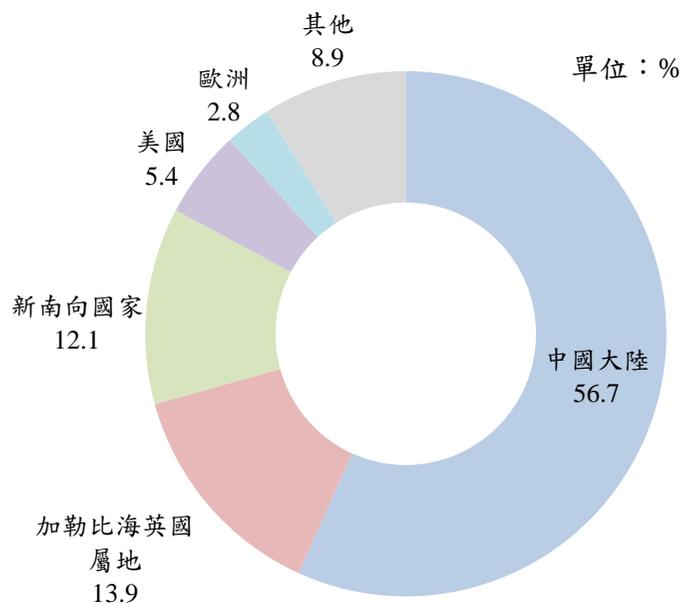
中國大陸為台商最主要對外直接投資地及生產重鎮，面對全球供應鏈重組，台商出現移轉生產基地風潮，政府正積極協助海外資金投入國內實質投資，以型塑台灣新創技術供應鏈聚落。

1. 中國大陸長期為台商海外生產重鎮

(1)中國大陸加入 WTO 後逐漸融入全球供應鏈，並成為世界工廠。台灣對中國大陸直接投資累計比重高達 **56.7%** (圖 4)，中國大陸為台商的海外生產重鎮，且「台灣接单、中國大陸生產出貨、美國消費」**三角貿易**營運模式盛行。

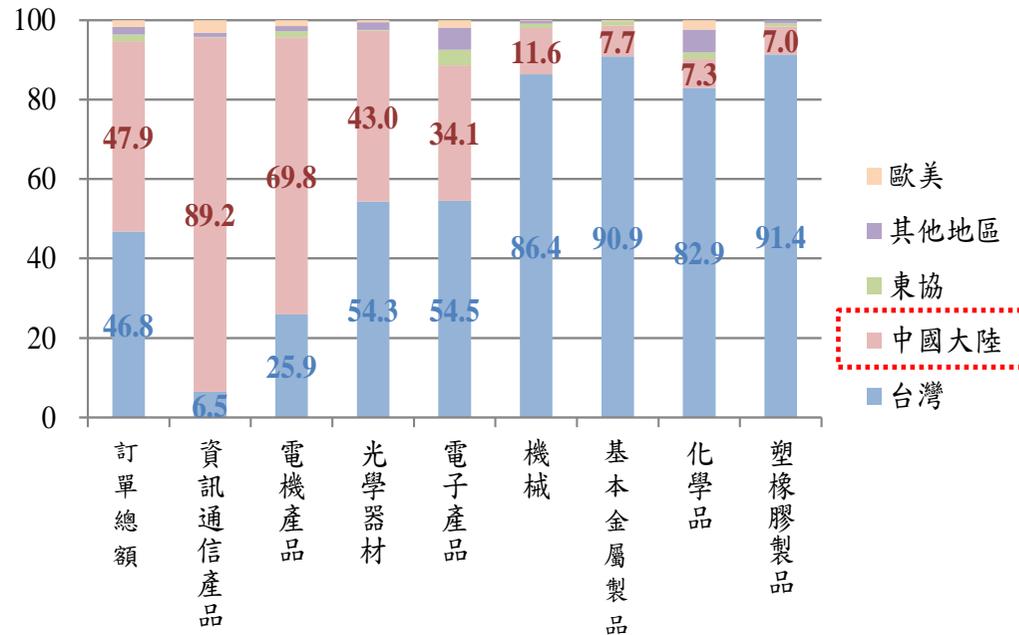
(2)台灣整體**外銷訂單**中，中國**大陸生產**比重達 **47.9%**，其中，**資通訊產品**在中國大陸生產比重更高達 **89.2%**(圖 5)。

圖 4 台灣對外直接投資主要地區(累計至 2019 年 1 月)



資料來源：經濟部投審會

圖 5 台灣外銷訂單各主要生產地比重 (2017 年)



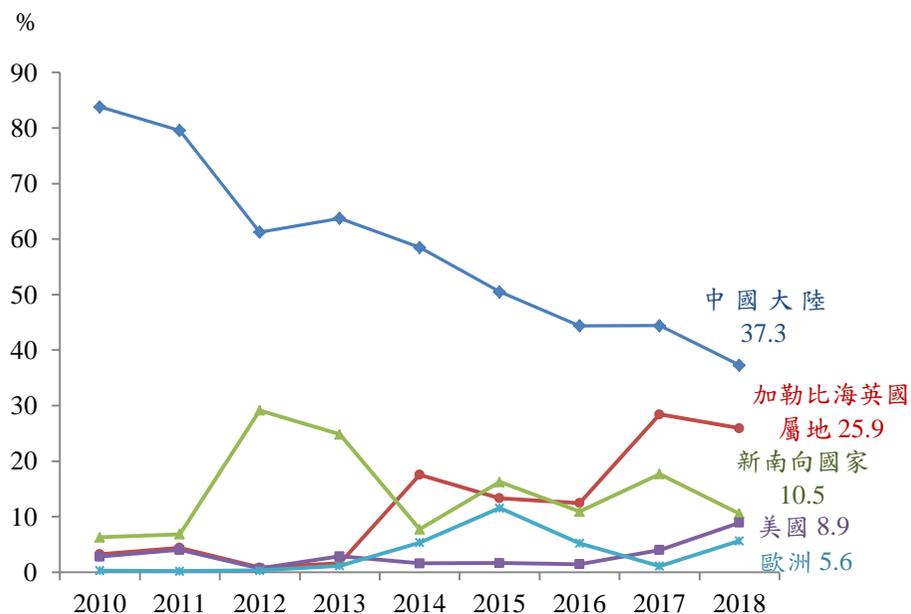
資料來源：經濟部統計處(2018 年 6 月公布外銷訂單海外生產實況調查結果)

2. 近期台商漸分散海外生產地點，回台投資亦成為台商調整生產地點之重要選項

(1)近年來，受中國大陸**經濟結構再平衡政策**及**工資成本上升**等因素影響，台灣對中國大陸投資的比重由2010年之83.8%逐年下滑至2018年之37.3%；2018年台灣對歐洲與美國的直接投資比重亦呈上升，**台商逐漸分散海外生產地點**。

(2)2017年9月至今，政府已召開27次「**加速投資台灣專案會議**」，積極排除國內投資障礙，建構友善的經營環境；並自2018年1月起推動「**歡迎台商回台投資行動方案**」，目前已有14家廠商通過資格審查，**總投資金額逾新台幣399億元**，**預期可新增國內就業人數逾4,400人**(表3)，**回台投資亦成為台商調整生產地點之重要選項**。

圖6 台灣對外直接投資主要地區別比重



資料來源：經濟部投審會

表3 已通過審查之台商回台投資案

通過資格審查廠商	投資項目	投資金額(新台幣億元)
智邦科技	網通設備	18.08
慶豐富	百葉窗、窗簾	11.43
廣達電腦	伺服器	未公布
南六企業	不織布	35
歲立機電	工具機	12
宇隆科技	車用零組件	7.83
亞旭電腦	網通產品	5.31
迅得機械	印刷電路板	9
銓寶工業	塑膠製品	12
康普材料	動力電池材料	20.5
台耀科技	銅箔基板	35.04
巨大	自行車	50
車王電子	車用零組件	25
未上市公司	--	--
合計	--	逾399

註：本表資料截止日至2019年3月14日。

資料來源：經濟部、投資台灣事務所

3. 政府的積極作為

(1)單一窗口及跨部會聯審聯繫，加速廠商實際投入生產，持續推動 5+2 產業創新領域

- 相較於國際大廠，回台投資的優質**中小企業**較需政府提供協助，可積極善用國發基金的專案貸款，且配合「**投資台灣事務所**」專案專人服務，**跨部會聯審聯繫**，將可因應貿易變局，加速廠商實際投入生產，取得商機優勢。
- 為持續增加廠商實質投資誘因，將盡速通過**產業創新條例修正案**，給予智慧製造相關產業投資抵減，吸引智慧化優質企業投入生產，以持續推動 5+2 產業創新領域。

(2)政府積極解決人力缺口問題，新經濟移民法與勞動生產力提升並進

- 回應產業對中階技術人力需求，政府已通過「**新經濟移民法**」，著眼引進外國人才、海外國人及外國中階技術人力等，**藉此補足勞動力缺口**。
- 政府修改「**外國人工作資格及審查標準**」方案，將於今年 3 月 22 日正式實施，該方案新增預核機制，對於外籍勞工與本國勞工的僱用比例保留彈性，以鼓勵廠商設置新產線時有效率進行人員配置。

(3)透過教育及在職訓練，提升本國勞動生產力

過去幾年人口老化情勢加劇、科技進步轉向自動化生產、高等教育快速擴張且存在學用落差，政府**透過教育及在職訓練**，**提升本國勞動生產力**，有利廠商評估投資台灣。

(4)積極擴展多元經貿策略

政府除致力營造更佳的投資環境外，亦**積極參與多邊及雙邊經貿合作**(如積極爭取加入 CPTPP 多邊協定)，洽簽投資保障協定，有助於廠商在全球市場上之競爭力。

(四)台灣超額儲蓄偏高，提振投資可促進經濟成長

過去台灣國內投資較弱、超額儲蓄偏高，如能提升國內實質投資，將可促進經濟成長，並有助於降低超額儲蓄及經常帳順差，使國內經濟發展更趨平衡。

1. 近年來台灣民間部門投資率偏低，超額儲蓄偏高

2009~2017 年台灣民間部門(家庭及企業)儲蓄率平均為 32.6%，投資率僅 21.24%，呈現儲蓄率居高而投資率偏低的情況，致台灣民間部門超額儲蓄率明顯大於南韓(表 4)。

表 4 2009~2017 年各部門之儲蓄率、投資率及超額儲蓄率(台韓比較)

	儲蓄率			投資率			超額儲蓄率				
	企業	政府	家庭	企業	政府	企業	政府	家庭			
台灣(A)	32.60	22.60	3.06	6.94	21.24	17.98	3.26	11.35	4.62	-0.20	6.94**
南韓(B)	34.52	20.48	7.50	6.54	30.01*	19.64	4.89	4.51	0.83	2.61	1.06
(A)-(B)	-1.92	2.13	-4.44	0.40	-8.76*	-1.66	-1.63	6.85	3.79	-2.82	5.88

註：2017 年南韓部門別數據尚未完全公布，表中數據為截至 2016 年數據計算。

*：南韓的投資率計算包含家庭部門，故不為企業及政府部門之投資率加總。

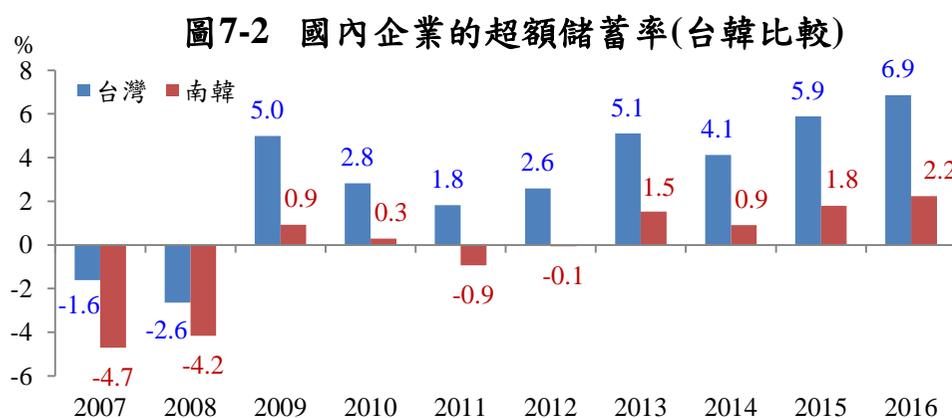
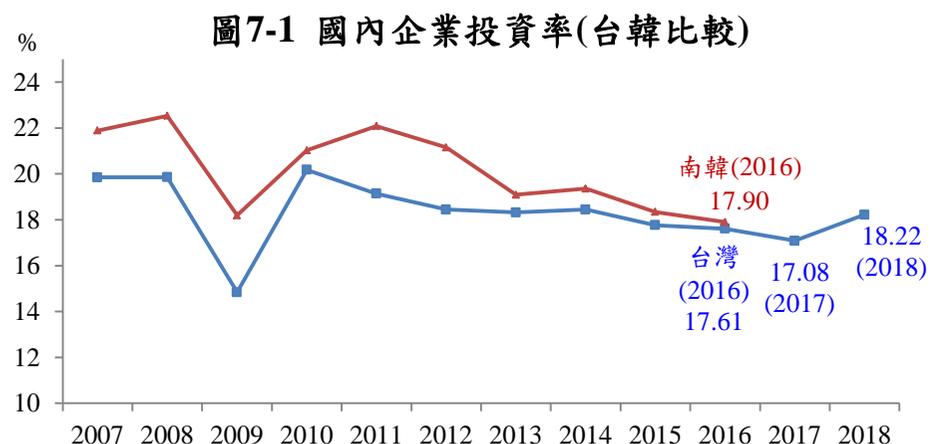
**：台灣的投資部門別並無家庭部門，故家庭部門的超額儲蓄率等於儲蓄率。

資料來源：主計總處與南韓央行

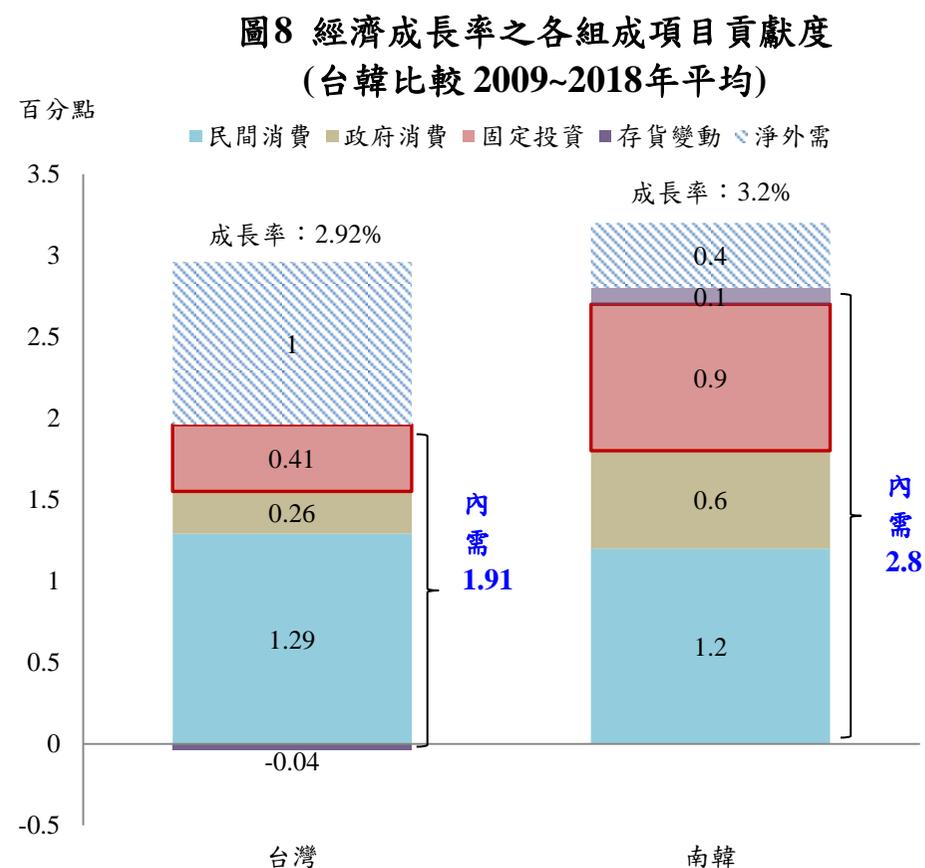
2. 台灣固定投資對經濟成長貢獻度低於南韓

(1)2008 年以來，台、韓企業投資率均呈下降趨勢(圖 7-1)，**企業漸由資金需求者轉為資金供給者，超額儲蓄率由負轉正**；惟**台灣企業超額儲蓄率明顯較南韓擴大**(圖 7-2)，不利經濟成長。

(2)以近 10 年資料而言，**內需對台灣經濟成長率之貢獻度平均為 1.91 個百分點，約較南韓少 0.89 個百分點**；其中，**固定投資之貢獻度為 0.41 個百分點，較南韓低近 0.5 個百分點**(圖 8)。



註：2017 年台灣企業的超額儲蓄率為 7.38%，南韓資料則尚未公布。
資料來源：主計總處與南韓央行



資料來源：主計總處與南韓央行

(五)引導資金投入國內實質投資，有助經濟均衡發展

1. 提振實質投資，有助經濟內外部平衡

(1)依 OECD-TiVA 資料庫最新資料，台灣製造業固定資本形成內含的國外附加價值比重超過一半(圖 9)，且製造業固定投資年增率與資本設備進口年增率的相關係數亦高達 0.98³，顯示製造業投資增加，將可帶動資本設備進口，並同時縮減超額儲蓄及經常帳順差；因此，提振國內實質投資除有助經濟成長外，亦可促進經濟內外部更為平衡。

(2)2018 年民間投資增加，帶動資本設備進口擴增，超額儲蓄率降 2.6 個百分點，經常帳順差亦較上年縮減(表 5)。上年下半年以來，全球經貿活動走緩，本行預測今年台灣經濟成長率為 2.13%，內需貢獻 1.75 個百分點；其中，固定投資貢獻度較上年增加 0.6 個百分點，為支撐經濟成長的關鍵，並有助經濟平衡發展⁴。

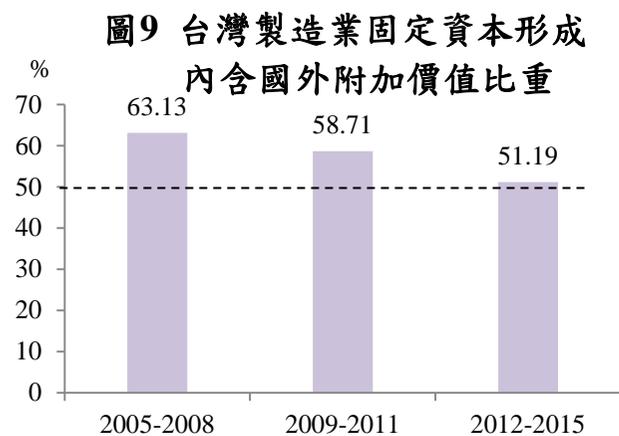


表 5 固定資本形成與超額儲蓄

	固定資本形成				資本設備 進口	超額 儲蓄率	經常帳 順差
	政府	公營事業	民間				
	(新台幣億元)				(%)	(億美元)	
2017 年(1)	35,843.6	4,739.2	1,829.9	29,274.4	12,942.0	14.6	828.4
2018 年(2)	37,312.0	4,943.7	2,111.0	30,257.3	13,059.9	12.0	682.6
(2) - (1)	+ 1,468.4	+ 204.5	+ 281.1	+ 982.8	+ 117.9	-2.6	-145.8

資料來源：OECD-TiVA 資料庫(2018 年 12 月公布版本)

資料來源：主計總處、財政部及中央銀行

³ 2009 至 2017 年製造業固定投資年增率與進口資本設備年增率之相關係數，資料來源分別為主計總處及財政部。

⁴ 主計總處預估今年投資率將續呈上升，惟因儲蓄率增幅略大於投資率增幅，致超額儲蓄率略升；且因預期油價下跌等因素，今年經常帳順差可能略微擴大。

2. 引導資金進行實質投資，有助國內產業發展，並帶動薪資成長

- (1)美國哈佛大學商學院教授 Pisano and Shih(2012)⁵指出「當一國失去製造能力時，同時也失去創新與競爭的能力」；解釋了為何近年來各國多積極推動國內製造業發展，以利產業創新。
- (2)在台灣各項產業中，ICT 的實質產出的比重與成長率皆優於其他產業(表 6)，相關產業人力素質高⁶，且台灣資安風險低，鼓勵廠商投資台灣，將可進一步型塑新創技術供應鏈聚落，發揮製造業強大的關聯效果。
- (3)面對當前全球供應鏈重組風潮，如能積極引導資金投入國內實質投資，除可完備國內產業鏈、推動關聯產業之發展外，並可提升國內勞動生產力，促進就業，進一步帶動薪資成長。

表 6 實質產出產業別比重與平均年增率

單位：%

	全體	製造業	電力及燃氣供應業	營造業	批發及零售業	運輸及倉儲業	住宿及餐飲業	資訊及通訊傳播業	金融及保險業	不動產及住宅服務業	專業、科學及技術服務業	公共行政及社會安全	補充項目：ICT 產業
2018 年各業實質產出比重	100	31.14	0.80	2.29	16.92	2.98	2.27	3.47	7.12	8.19	1.99	6.37	18.62
2009-2018 年平均年增率	2.92	5.20	4.12	0.53	2.36	2.82	3.47	3.93	3.27	2.13	1.56	0.56	8.45

註：ICT 產業係指資訊與通信科技(Information and Communication Technology)產業；其範圍包括：製造業中的電子零組件製造業、電腦電子產品及光學製品製造業，服務業中的電信業及通訊業等 4 個中業。

資料來源：主計總處

⁵ Gary P. Pisano and Willy C. Shih (2012) *Producing Prosperity: Why America Needs a Manufacturing Renaissance*, Harvard Business Review Press.

⁶ 根據瑞士洛桑管理學院 (IMD) 「2018 年 IMD 世界競爭力年報」，在 63 個受評比國家，台灣排名第 17。其中，「每千人研發人力」、「25-34 歲人口中接受大專以上教育比率」及「知識與技術密集產業附加價值占 GDP 比率」等細項分別居全球第 1、第 4 及第 5，為台灣在世界競爭力評比的優勢項目。

(六)結語

長期以來，台灣企業持續對外直接投資，海外生產比重高，而國內投資則相對偏弱，致超額儲蓄率偏高。受美中經貿政策與美中貿易衝突影響，全球供應鏈出現轉變，台商亦逐漸分散海外生產地點，回台投資成為台商調整生產地點之重要選項。政府為具體協助台商回台實質投資，除接續「加速投資台灣專案會議」並推動「歡迎台商回台投資行動方案」外，亦通過「新經濟移民法」，修訂「外國人工作資格及審查標準」方案等，解決國內投資障礙，同時設立「投資台灣事務所」專人專案「單一窗口」全程協助廠商進行實質投資。目前已有 14 家廠商回台投資通過資格審查，總投資金額逾新台幣 399 億元，預期可新增國內就業人數逾 4,400 人。

引導台商回台進行實質投資，可挹注經濟成長動能，預期今年全球經貿活動趨緩，本行預測今年台灣經濟成長率可能降至 2.13%，固定投資成長為支撐今年經濟成長的動力，尤其在全球供應鏈加速重組及美中貿易衝突等不確定性風險下，落實前瞻基礎建設並配合民間企業加速投資，更為維繫今年經濟成長動能的重要關鍵。

另一方面，由於台灣製造業固定資本形成內含的國外附加價值比重超過一半，民間投資增加可帶動資本設備進口擴增，有利超額儲蓄率下降及經常帳順差縮減。未來如能積極引導台商投入國內實質投資，除可縮減超額儲蓄及經常帳順差，有助經濟內外部平衡發展外，亦可型塑國內新創技術供應鏈聚落，發揮製造業強大的關聯效果，提升國內勞動生產力，促進就業，進一步帶動薪資成長。

六、央行發行數位通貨之國際趨勢

比特幣等虛擬通貨自 2009 年問市後曾帶動風潮，但發展過程中衍生不少問題，也促使國際間央行思考是否能應用虛擬通貨的區塊鏈或分散式帳本技術(Distributed Ledger Technology, DLT)，構建屬於數位時代的央行數位通貨(Central Bank Digital Currency, CBDC)¹，讓社會大眾能繼續選用與現金同樣無信用風險的支付工具；此外，另有少部分國家則因現金使用減少或擔心少數民間支付業者壟斷市場等特殊國情，亦積極涉獵 CBDC 之研究。近期國際清算銀行(BIS)調查²指出，大多數央行認為發行 CBDC 的可能性仍低，IMF 建議可發展快捷支付³作為替代選項，此促使先進國家近年極力發展快捷支付系統。

(一)國際間央行研究 CBDC 之背景

貨幣的型態隨著時代的進步，從早期的商品貨幣發展到中央銀行發行的鈔券及硬幣，也逐漸脫離實體的拘束，轉化為電子的形式，如商業銀行貨幣及電子貨幣等，成為民眾普遍使用的支付工具；近年受到虛擬通貨的啟發，以及為探索區塊鏈或 DLT 的應用潛力，國際間許多央行陸續投入 CBDC 的研究，惟大多數央行認為發行 CBDC 的可能性不高，僅少數央行因國情特殊，而有發行 CBDC 的想法。

1. 虛擬通貨熱潮促使央行探索發行 CBDC 之可行性

比特幣等虛擬通貨自 2009 年問市後曾帶動風潮，惟因存在技術缺陷且缺乏內含價值，價格波動劇烈，多用於投機炒作，目前鮮少被民眾作為日常支付使用。此外，在市場投機炒作的氛圍下，虛擬通貨也常成為不法人士吸金、

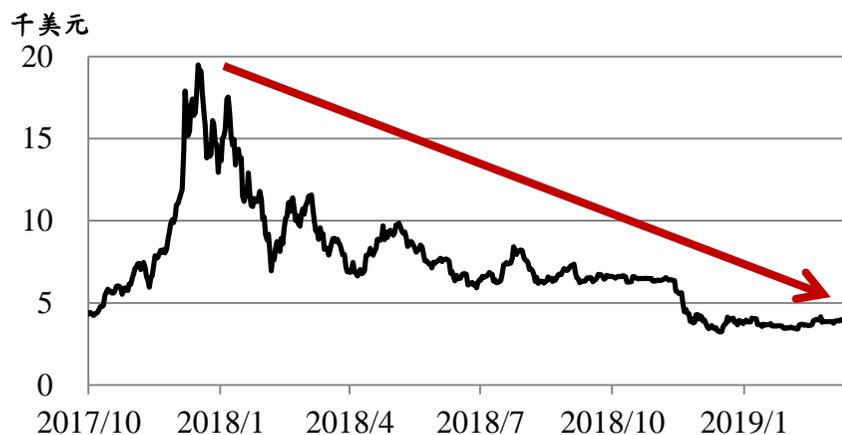
¹ 傳統中央銀行貨幣有不同的應用場域，如現金係廣為社會大眾使用，而央行存款則主要是用於銀行間支付。CBDC 作為新型態的中央銀行貨幣，亦分為供社會大眾使用的「通用型」(general purpose)及僅供銀行間使用的「批發型」(wholesale)兩類，本文的討論係以供一般民眾使用的通用型為主。有關 CBDC 類型分類，詳見中央銀行(2018)，「數位金流與虛擬通貨—央行在數位時代的角色」，9月27日央行理監事會後記者會參考資料。

² Barontini, Christian and Henry Holden (2019), "Proceeding with Caution – A Survey on Central Bank Digital Currency," *BIS Papers*, No. 101, Jan. 8.

³ 快捷支付(fast payment)係指使用者透過手機、網路及 ATM 等設備付款時，付款人可即時付款，且收款人亦可幾近即時收到並動用該筆款項。

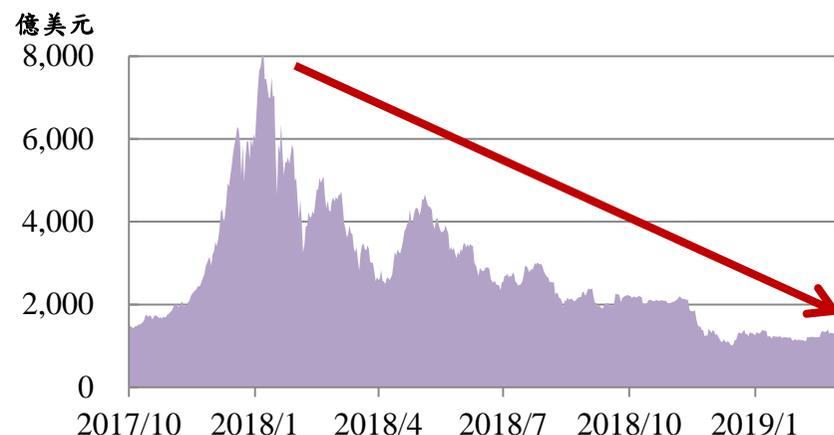
詐騙的題材，造成民眾的財產損失，也帶給社會負面的觀感。尤其是 2017 年 12 月美國核准比特幣期貨上市，為以往只能單向作多的市場，提供了反向作空的工具，也成為戳破比特幣價格泡沫的原因之一。比特幣價格從每單位約 2 萬美元一路下滑，迄今僅約 4 千美元(圖 1)，連同虛擬通貨總市值也大幅萎縮(圖 2)，印證了本行先前的擔憂與示警。

圖 1 比特幣價格走勢



資料來源：CoinMarketCap 網站(2019.3.14)

圖 2 虛擬通貨總市值走勢



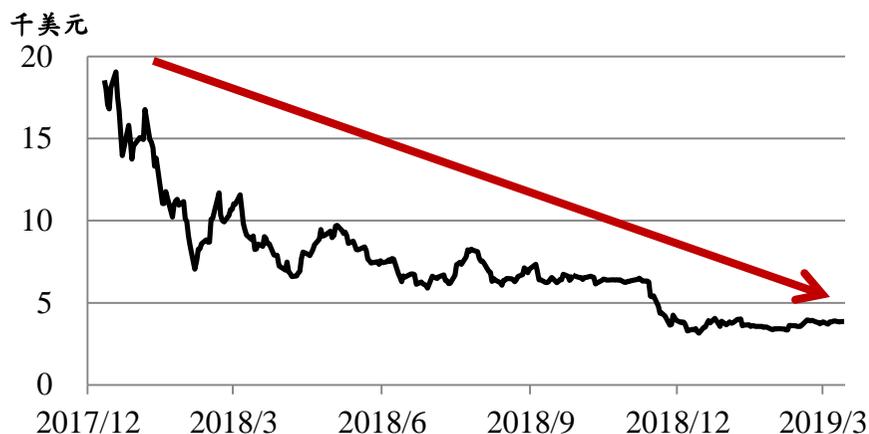
資料來源：CoinMarketCap 網站(2019.3.14)

部分業者為推廣一般大眾投資比特幣，曾數度嘗試推出比特幣 ETF，惟至今仍未獲美國政府核准，主要因比特幣交易分散於全球各地的交易所，且各地交易所未施行統一的監管標準，彼此無法共同合作監控或約束市場上不當的交易行為，使比特幣不適合作為 ETF 的投資標的；此外，虛擬通貨易受人為操控且詐欺案件頻傳，美國證券交易委員會(SEC)自 2017 年 3 月迄今，已 5 度拒絕業者提出比特幣 ETF 於交易所掛牌的申請案。

近日美國首家推出比特幣期貨的芝加哥期權交易所(CBOE)，因比特幣期貨交易的價量持續衰退(圖 3、4)，已於

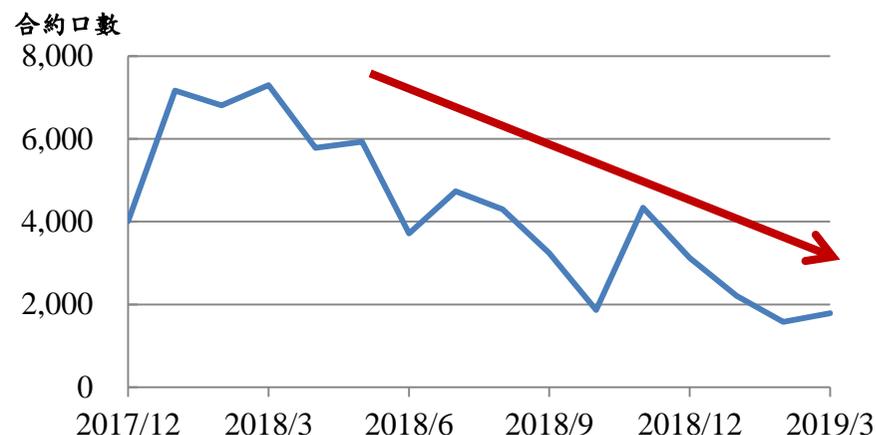
本年3月宣布將停止推出新的比特幣期貨，現有尚未到期的4、5、6月比特幣期貨將在到期後陸續退場。

圖3 CBOE 比特幣期貨價格走勢



資料來源：Thomson Reuters(2019.3.14)

圖4 CBOE 比特幣期貨日均交易量



資料來源：CBOE(2019.3.14)

雖然目前虛擬通貨發展不如預期，不過**支撐比特幣運作的 DLT 或有發展潛力**，也讓部分國家央行思考，**是否能發行供一般民眾使用的 CBDC**，惟隨著央行陸續投入資源進行相關研究後，**大多數央行認為發行 CBDC 的可能性仍低**，現階段央行研究 CBDC 的主要動機是學習相關知識(詳附錄)。

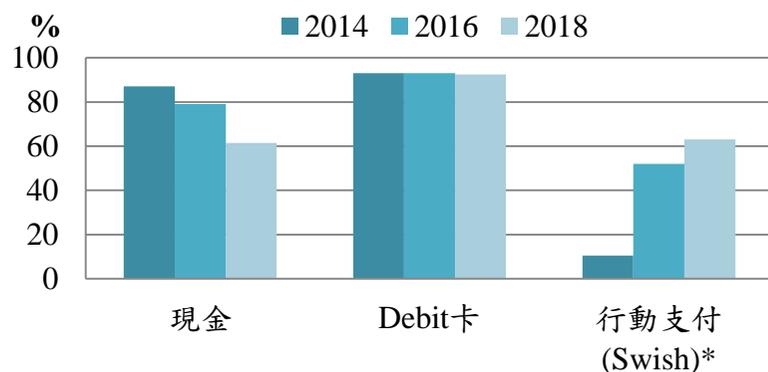
2. 為因應現金使用減少等趨勢，瑞典央行、中國人行等積極研究發行 CBDC 之可行性

(1) 瑞典因應現金使用減少及民間業者壟斷支付市場的風險

瑞典由於近年卡式支付的普及與行動支付的快速竄起，導致現金使用率持續下降。瑞典央行調查該國民眾一個月內使用過的支付工具，發現 2014 年時近 9 成的民眾有使用現金，至 2018 年時只剩 6 成，同期間行動支付則迅速成長至 6 成以上(圖 5)；瑞典現金相對 GDP 之比率也逐年下滑(圖 6)，已有半數零售業者表示未來可能不願收

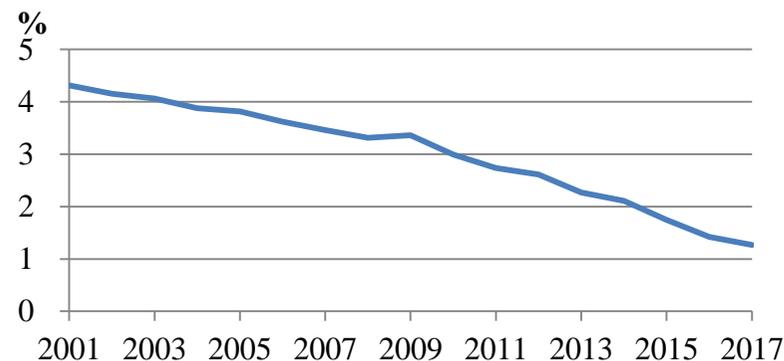
受處理成本過高的現金。

圖 5 瑞典民眾一個月內使用過的支付工具分布



*：由 6 家瑞典銀行於 2012 年共同成立之行動支付系統
資料來源：瑞典央行

圖 6 瑞典現金相對 GDP 比率



資料來源：IMF

在**瑞典現金漸趨邊緣化**之下，如果央行無法提供其他支付工具讓民眾繼續選用，則**支付市場將被少數民間業者壟斷**，可能導致市場競爭力下降、支付系統應變危機的能力減弱、弱勢族群沒有支付工具可用及**央行難以促進支付系統的安全與效率等**，最後甚至可能**侵蝕社會對該國貨幣體系的根本信任**。因此，瑞典央行除促請國會修法，確保現金不會自瑞典消失外，亦積極研究 CBDC 之發行，以確保一般大眾均能取得國家擔保的支付工具。

(2) 中國大陸強化對支付市場的管控

中國大陸的**支付寶、微信支付等行動支付使用便利**，加以**現金有偽鈔等問題**，導致**民間出現拒收現金的情形**。此外，由於**交易資料與資金流向被少數民間支付業者所掌控**，不利政府查緝洗錢、逃稅等非法活動，亦**造成金融監理、貨幣政策調節、數據分析等工作執行上的困難**。中國大陸除公開表明拒收現金違法，以免損害人民幣的法定貨幣地位外，亦透過成立「網聯平台」統一處理非銀行支付機構的金流作業。另一方面，中國人民銀行也積極展開 CBDC 的相關研究，以提供民眾安全無風險的支付工具，提升央行對貨幣供給及貨幣流通的控制力。

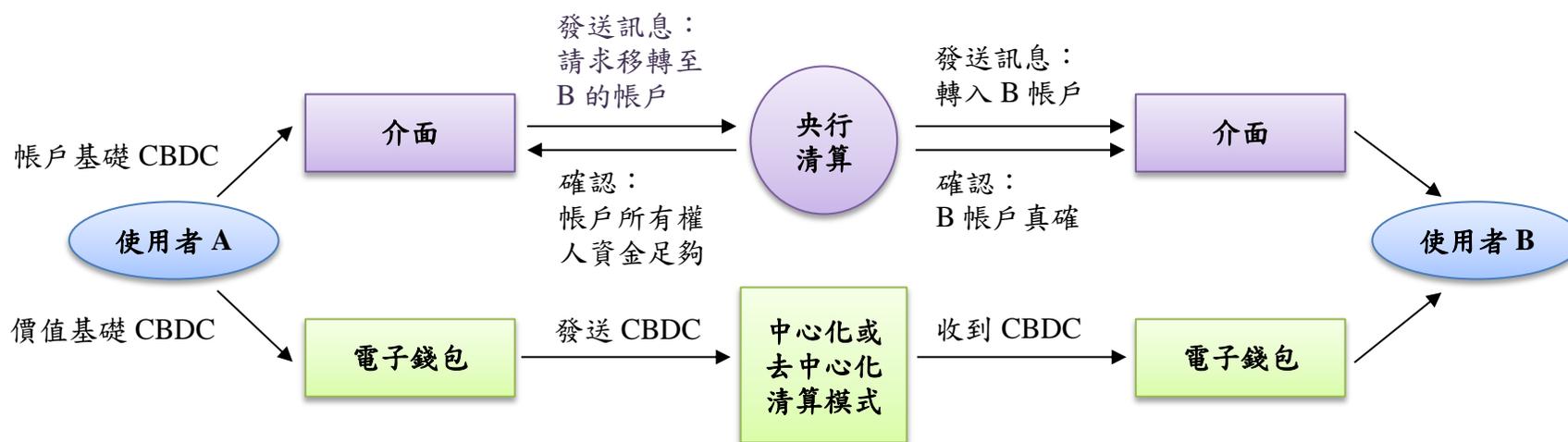
(二)CBDC 的設計及研究進展

1. CBDC 的設計

CBDC 的設計，基本上可分為「帳戶基礎」(account-based)及「價值基礎」(value-based)⁴兩種移轉機制(圖 7)：

- 帳戶基礎**：類似銀行存款的運作機制，付款人透過網頁或手機 App 登入央行帳戶，請求將資金移轉至收款人的央行帳戶，由央行核對付款人權限、帳戶餘額，以及收款人帳戶真確性後，透過央行清算系統完成款項移轉。
- 價值基礎**：係將 CBDC 儲存在電子錢包中，透過錢包內的 CBDC 直接移轉來完成支付，移轉過程中涉及之驗證及清算作業可採中心化或去中心化模式。

圖 7 帳戶基礎及價值基礎 CBDC 之移轉機制



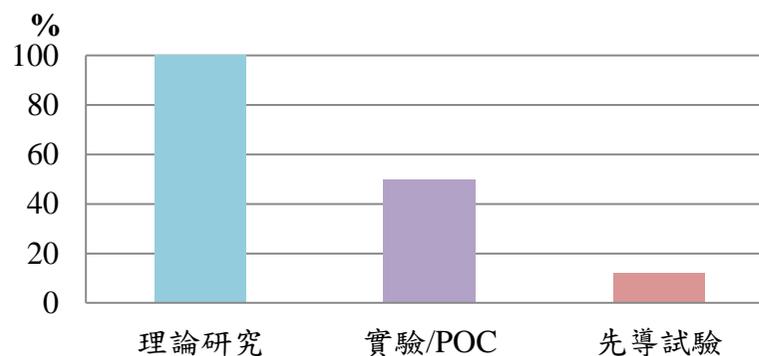
資料來源：IMF

⁴ 亦稱為代幣基礎(token-based)。

2. 國際間央行對 CBDC 的研究進展

國際間投入 CBDC 研究的央行，除理論研究外，已有半數央行開始進行試驗或概念驗證(proof of concept, POC)，以**測試技術的可行性**。惟目前先進國家中僅瑞典央行規劃先導試驗⁵(圖 8)，另中國大陸雖有較完整的研究架構，但僅完成初步試驗。

圖 8 BIS 調查各國央行研究 CBDC 的項目



資料來源：BIS

(1) 瑞典央行規劃的 e-Krona 先導試驗

因應現金使用的減少，**瑞典央行近期正規劃 CBDC「e-Krona⁶」的先導試驗**。e-Krona 可分為存放在瑞典央行帳戶的「帳戶基礎」，以及屬預付工具性質⁷的「價值基礎」等 2 種運作模式，其特性如下表所示。

⁵ 先導試驗(pilot test)為介於概念驗證及量產商轉(production)間的階段，從概念驗證的試驗模擬環境，進展到實際的應用環境，惟限縮試驗的範圍、對象、期間及功能等，為實際商轉前的小規模試作。

⁶ Sveriges Riksbank (2018), "The Riksbank's e-Krona Project – Report 2," Oct. 26.

⁷ 類似我國電子票證及網路儲值帳戶等預付工具。

e-Krona 的特性

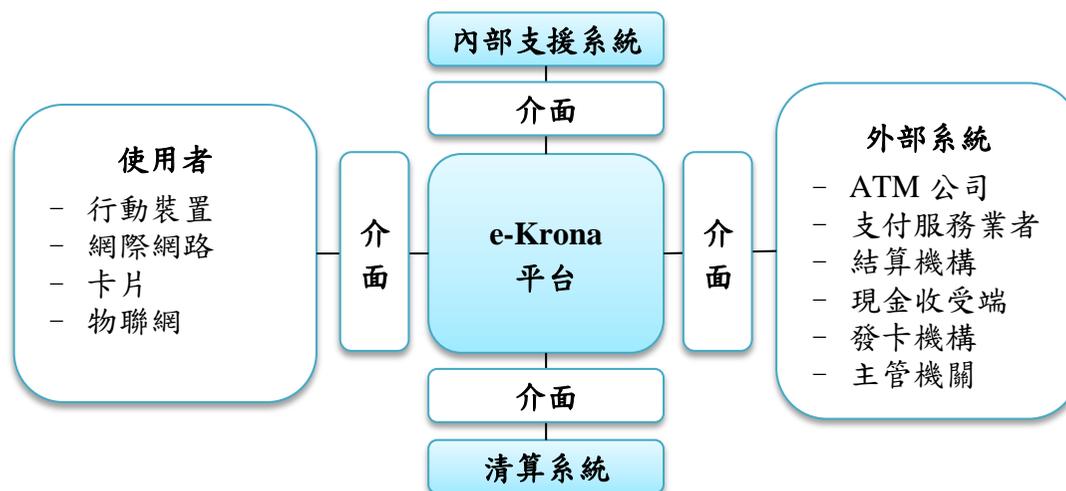
特性	帳戶基礎	價值基礎
即時支付	是	是
使用者註冊	是，由中央資料庫記錄	同左
法律地位	等同銀行存款；惟瑞典央行法不允許央行直接向大眾吸收存款	屬預付工具性質，等同電子貨幣；法律上並未禁止央行發行
是否計息	可計息	否，電子貨幣不允許計息
匿名交易	否	可，惟匿名交易僅限 250 歐元內的小額交易，以符合洗錢防制規範
交易可追蹤	可	可，惟 e-Krona 的實體預付卡若整張轉手他人，將不會留下電子軌跡，以至於無法追蹤
離線支付	可	可

資料來源：瑞典央行

若要發行帳戶基礎的 e-Krona，因瑞典央行法目前並不允許央行直接收受大眾存款，故須考量修法問題；至於價值基礎的 e-Krona 由於無須調整法規，因此該行目前規劃的先導試驗將採此運作模式。此外，該行瞭解 DLT 在實務運作上的局限，**試驗計畫不使用 DLT⁸，而是採中心化的運作機制**，透過開放式架構及標準化介面的平台(圖 9)，以利與外部系統介接，擴大服務的範圍，並納入更多的參與者，讓 e-Krona 在線上及實體店面均可使用，以利將來社會大眾能廣泛運用。

⁸ 瑞典央行認為目前的區塊鏈或 DLT 尚不成熟，尚有效能不佳、無法處理大量交易等問題，不適合用來作為發行 e-Krona 之技術。

圖 9 e-Krona 的系統設計



資料來源：瑞典央行

瑞典央行認為 e-Krona 可讓民眾在現金減少之際，得以繼續使用安全無風險的中央銀行貨幣，提高整體支付系統的穩定性，並促進普惠金融。目前瑞典央行規劃於 2019~2020 年針對 e-Krona 的預付款項、不付息及可追蹤交易等機制進行內部測試⁹，以瞭解可行的技術及所面臨的問題¹⁰；預計 2021 年後，與金融機構、支付業者及消費者合作，展開先導試驗。

(2) 中國人民銀行 CBDC 試驗研究

中國人民銀行 2017 年成立「數字貨幣研究所」，並於 2018 年發布「中央銀行數字貨幣原型系統實驗研究」報告¹¹，規劃採用央行對商業銀行、商業銀行對客戶的雙層體系，由央行負責 CBDC 的發行與驗證，商業銀行則

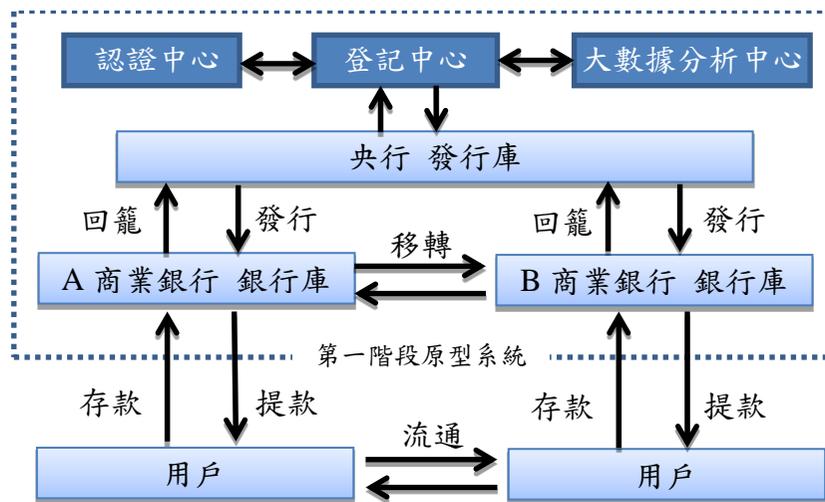
⁹ 採預付款項機制的 e-Krona，係存放於實體卡片或手機 App 中，類似瑞典法律規定的電子貨幣，不付息且具可追蹤性。

¹⁰ 例如，讓用戶可在沒有網路連線或通訊中斷情況下，仍可離線使用的技術尚待克服。

¹¹ 姚前(2018), “中央銀行數字貨幣原型系統實驗研究,” *Journal of Software*, No. 9, Sep.

負責 CBDC 於市場上的流通，並以「一幣、二庫、三中心¹²」之架構(圖 10)，循序漸進試驗。

圖 10 中國人民銀行 CBDC 運作架構



資料來源：中國人民銀行

第一階段試驗內容以登記中心¹³為重點，測試 CBDC 之發行、移轉與回籠作業，包括商業銀行以其存款準備金向央行兌換等額 CBDC、跨行移轉，以及商業銀行向央行反向進行註銷 CBDC 並換回存款準備金等，此核心系統作業並未採用 DLT，僅 CBDC 所有權紀錄會透過登記中心內之 DLT 子系統與商業銀行同步化記錄，並提供用戶在網路查詢餘額等相關資訊。

第一階段試驗對象僅涉及央行與銀行，而無用戶或商家參與，未來仍需進一步試驗，並強化系統運作效能，方能確保在技術層面上，能滿足安全及效率兩大要求。中國人民銀行數字貨幣研究所已獲得多項 CBDC 相關專利，惟目前該行並未再進一步公布下階段之試驗。

¹² 一幣係指 CBDC；二庫係指央行的發行庫及商業銀行的銀行庫；三中心係指認證中心、登記中心及大數據分析中心。

¹³ 登記中心系統內含發行登記、所有權紀錄及網站連結查詢所有權等功能。

(3)發行 CBDC 尚需釐清技術及法律上的可行性

以上瑞典及中國大陸案例顯示，實際發行 CBDC 前尚需對相關技術進行詳細的評估及試驗，例如 DLT 目前尚未成熟，應用上有其局限，因此**瑞典及中國大陸的核心系統均未採用 DLT**。另外，亦需釐清發行 CBDC 在法律上的可行性，**例如採用帳戶基礎 CBDC 涉及民眾於央行開設帳戶**，或有違各國央行法的規定，**須進一步考量修法問題**。

(三)CBDC 的局限性及其他替代選項

各國在考量**是否發行 CBDC**時，最重要的**關鍵在於能否符合社會實際的需要**，因此，IMF 認為 CBDC 作為央行發行的貨幣，基本上除需履行貨幣的三大功能¹⁴外，亦相當重視 CBDC 能否實現公共政策目標，以及是否具有足夠的吸引力，讓使用者願意使用¹⁵。然而，CBDC 實際應用上有其局限性，只適用於特定情境，未必優於其他支付工具，也不是健全支付市場發展的唯一選項，因此，除瑞典等極少數國家外，目前大多數國家並無發行的計畫。

1. CBDC 只有在特定情境下才有助於實現公共政策目標

- 當現金完全消失時，有助於央行採行負利率貨幣政策：**CBDC 發行後若能被廣泛使用並取代現金**，則未來**央行的利率政策將能更彈性運用**，甚至能突破零利率下限，有助於央行穩定物價。然而，若 CBDC 係與現金持續並存時，當央行實施負利率政策，民眾將轉為持有現金，而限制了央行採行負利率的貨幣政策效果。
- 適用於現金基礎設施欠缺的環境，並可促進普惠金融：**落後國家**或人口稀少的偏遠地區，由於缺乏現金基礎設施(如 ATM)，**現金取用不易**，**發行 CBDC 可確保每個人取得支付工具的機會均等**，**促進普惠金融**。

¹⁴ 貨幣的三大功能包括可作為價值儲藏的工具、可普遍被接受作為交易媒介、可普遍作為計價或記帳單位。

¹⁵ Mancini-Griffoli, Tommaso, M Martinez Peria, I Agur, A Ari, J Kiff, A Popescu, and C Rochon (2018), “Casting Light on Central Bank Digital Currency,” *IMF Staff Discussion Notes*, No. 18/08, Nov. 12.

- 當民間業者壟斷導致市場不具效率時，可維護消費者權益：支付系統如被民間業者壟斷，其所提供的服務往往不足且收費昂貴，並可能利用數據資料進行不公平競爭。民眾原可使用現金作為對抗民間業者壟斷的替代方案，一旦現金消失，且反托拉斯法及個資保護又不足時，則或可發行 CBDC 來維護消費者的權益。
- 當民間支付系統失靈時，可作為備援系統，提升支付體系的安全性：若現金使用減少且支付系統逐漸由民間業者掌控，可能因民間業者不願承擔網路攻擊或系統中斷造成的外部社會成本，導致資安方面的投資不足，如發行 CBDC 做為民間支付系統的備援，或有助提升支付體系的安全性。

2. CBDC 對使用者的吸引力，未必優於具快捷支付之銀行存款

IMF 比較 CBDC 及具快捷支付之銀行存款¹⁶等不同形式支付工具對使用者之吸引力，結果認為 CBDC 違約風險雖較低，且可設計成匿名使用，但使用銀行存款進行快捷支付可以享有更多元的附加服務。因此，以使用者的觀點來看，CBDC 的吸引力並未明顯優於具快捷支付功能之銀行存款。

3. 發行 CBDC 並非健全支付市場發展的唯一選項

目前尚未出現 CBDC 被廣泛採用的案例，使用者對 CBDC 有無需求，端視其如何設計，以及有無更好的替代選項。就已開發經濟體而言，發行 CBDC 可能只是因應現金消失後，讓民眾仍可擁有另一個小額匿名交易的工具；但對於金融服務滲透率低、清算技術不具效率的國家而言，較有發行 CBDC 的需求。

從央行角度來看，發行 CBDC 的好處，包括降低使用現金的社會成本、促進普惠金融；另外在民間支付業者壟斷情況下，發行 CBDC 提供民眾另一種支付工具選擇，可提升支付系統安全性並強化消費者保護。然而，各國國情不同，許多國家的現金使用率仍在增加、支付清算系統有效率、民間支付業者多元競爭無壟斷問題，因此，發展創

¹⁶ 例如以手機連結銀行存款帳戶之快捷支付方式。

新的零售快捷支付系統並予以有效監管，可作為央行發行 CBDC 之替代選項。

(四)結語

1. 虛擬通貨發展不如預期，目前國際間通用型 CBDC 之先導試驗並未使用 DLT

虛擬通貨缺乏內含價值及實質用途；不具備貨幣功能，信任機制不健全；以及存在技術缺陷，且易遭不法使用，對社會帶來負面印象等，導致目前虛擬通貨的實務應用少，與實體經濟的連結度低。虛擬通貨業者雖試圖透過 ICO、比特幣期貨及比特幣 ETF 等商業模式，打造新生態體系，期盼能擴展業務，惟目前發展未如預期。至於虛擬通貨採用的區塊鏈技術或 DLT，具有交易紀錄可同步多方儲存不易被竄改，以及可即時追蹤交易資訊流向等特性，在特定應用場景或具發展潛力，惟瑞典等國¹⁷的 CBDC 先導試驗並未採用 DLT，顯示其**技術目前尚未成熟，可能不適合應用在通用型 CBDC**。

2. 發展零售快捷支付系統並強化對支付業者的監管，亦可同樣滿足民眾的支付需求

大多數央行正著手研究 CBDC，僅少數國家為因應特殊國情，有發行 CBDC 的考量。目前認為發行效益高的國家主要為新興經濟體，因為該等國家缺乏金融支付基礎設施，發行 CBDC 不會產生基礎設施重複投資等問題，且符合新興國家普惠金融的政策方向；另瑞典等少數先進國家則是為了因應現金使用減少的趨勢，希望藉由發行 CBDC 以確保一般大眾能繼續選用由國家擔保的支付工具；惟其他**多數國家現金的使用率仍在增加**，尚無**發行 CBDC 之強烈動機**，且因其已建置電子支付基礎設施，較適合藉由強化其零售快捷支付系統，並輔以適當的監管，以維持民間支付市場**競爭與效率**，滿足民眾各項電子支付之需求。

¹⁷ 例如烏拉圭於 2018 年 4 月完成的通用型 CBDC 先導試驗「e-Peso」亦未採用 DLT。

3. 本行將持續促進我國支付系統發展，確保支付的多元便利，並關注國際間 CBDC 的研究進展

我國與多數國家相同，無現金使用減少的情形，且國內零售快捷支付系統發展較國外早並持續改善，目前民眾利用財金公司跨行金融資訊系統，隨時可進行 24 小時全年無休的即時跨行提款、轉帳服務；此外，民間提供的支付服務多元便利，具市場競爭力，監管法規也配合支付市場的發展持續調整，顯示我國尚無發行 CBDC 的迫切性。本行將繼續促進我國支付系統的健全發展，讓社會大眾均能享有多元便利的支付環境，並持續關注國際間 CBDC 的研究進展，掌握 CBDC 的發展趨勢。

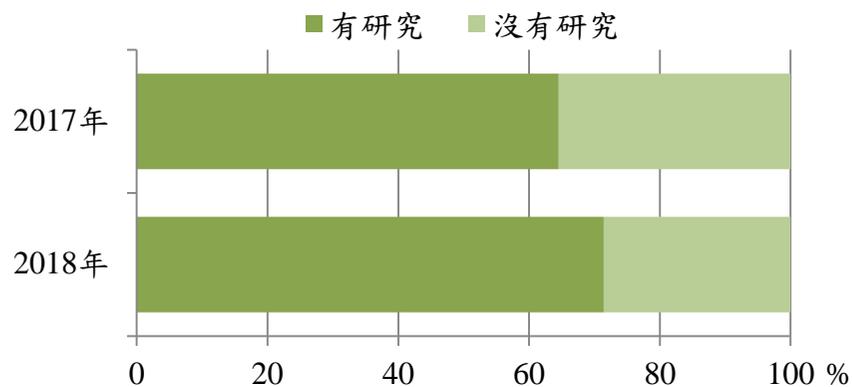
附錄 BIS 調查各國 CBDC 的研究進展¹⁸

鑒於各國國情不同，對於是否發行 CBDC 亦會有不同的考量，BIS 遂於 2018 年下半年調查全球 63 家央行¹⁹對 CBDC 的看法與研究進展，結果發現，儘管多數央行正在研究 CBDC，惟促使央行投入研究的動機主要是為了學習，僅極少數央行有發行意願。

1. 多數央行正在研究 CBDC，主要動機是學習相關知識

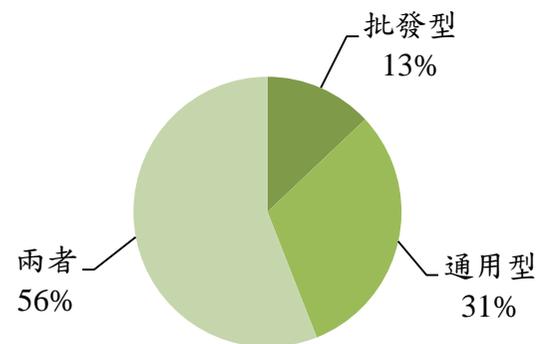
2018 年**全球約有 7 成央行在研究 CBDC**，較 2017 年微幅增加(圖 11)；有超過半數的央行同時研究通用型及批發型 CBDC²⁰，約 1/3 專注於研究通用型，只有 1/8 研究批發型(圖 12)，而央行研究的主要動機是學習相關知識。

圖 11 各國央行研究 CBDC 的比率



資料來源：BIS

圖 12 各國央行研究 CBDC 的類型分布



資料來源：BIS

¹⁸ 同註 2。

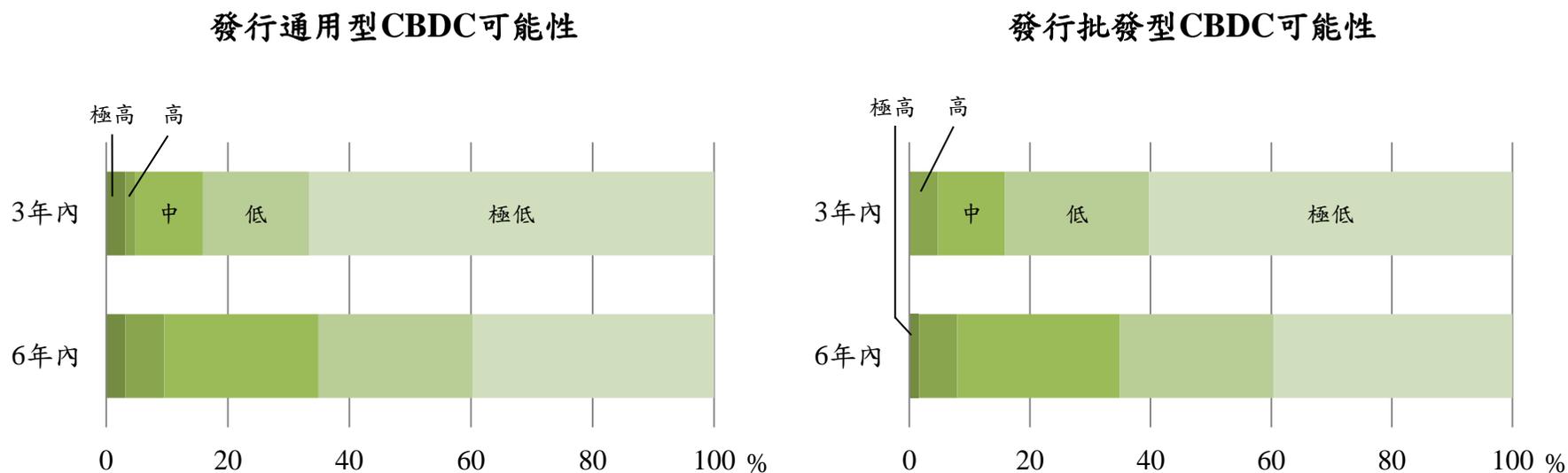
¹⁹ 調查的 63 家央行中，41 家屬新興國家，22 家屬先進國家，共涵蓋全球約 80% 人口及逾 90% 之經濟產出。

²⁰ 詳註 1。

2. 大多數央行認為發行 CBDC 的可能性尚不高

不論通用型或批發型 CBDC，超過 8 成的央行認為 3 年內發行的可能性低²¹(圖 13)，即使時間拉長為 6 年，還是有逾 6 成的央行認為發行 CBDC 的可能性仍低。

圖 13 各國央行發行 CBDC 的可能性與類型



資料來源：BIS

²¹ 詳見 BIS Committee on Payments and Market Infrastructures and Markets Committee (2018), "Central Bank Digital Currencies," Mar. 12。