

國際金融參考資料

第六十四輯

中央銀行經濟研究處編印

中華民國 101 年 12 月

國際金融參考資料

第六十四輯

目 錄



1. 最適通貨區域理論及其對歐洲債務危機的啟示
— 兼論布魯塞爾共識..... 彭 德 明..... 1

2. 全球金融危機後中國大陸房市發展
— 兼論官方之因應措施及其影響..... 盧世勳、劉雨芬..... 27

3. 主要國家當前產業政策評析..... 簡汝嫻、高超洋
劉雨芬、廖幸嫻..... 52
林鈺洺、鄭雅蔚

4. 西班牙房地產泡沫破滅與銀行業危機之關聯
— 兼論歐盟援助西班牙銀行業計畫之評析..... 鄭 雅 蔚..... 76

5. 總體審慎政策與實務：近年的台灣經驗..... 黃 富 櫻..... 92



版權所有，未經同意，請勿轉載。

最適通貨區域理論及其對歐洲債務 危機的啟示 — 兼論布魯塞爾共識

彭 德 明

一、前 言

最適通貨區域理論(theory of optimum currency areas)是一套始自於 Mundell (1961)的論述體系(註 1)，其後歷經超過半個世紀的演變與發展，主要係以探討建立共同通貨區(common currency areas)所應具備的經濟或金融條件，以及必要的制度或機制以彌補條件不足等為其內涵，使通貨區內的國家比較不需要仰賴各自的貨幣與匯率政策。在此情況下，所建立的共同通貨區為最適通貨區(optimum currency areas)。

歐洲貨幣整合的構想則最早始自 1970 年(註 2)，其後於 1989 年正式提出建構歐洲經濟暨貨幣聯盟(European Economic and

Monetary Union，以下簡稱歐元區)的完整計畫(註 3)，且於 1991 年以之建立馬斯垂克條約(Treaty of Maastricht on European Union)(註 4)。

表面上，歐元區與最適通貨區域理論的關係並不深遠。例如，當時歐洲共同體所發表的「單一市場、單一貨幣」報告(Emerson et al. 1990)認為，尚無恰當的理論足以評估建立共同通貨區的利益與成本。更重要的是，歐洲官方對於歐元區乃至於歐洲聯盟建構、管理與發展的思考與論述體系，是以新自由主義(neoliberalism)為依歸、古典學派/貨幣學派為原則的布魯塞爾共識(Brussels Consensus)

(註 1) Friedman (1953)即已討論共同使用單一貨幣的條件，但沒有使用最適通貨區的字眼，且因主張浮動匯率，較受他人忽略。一般係認可 Mundell 為最適通貨區域理論的創始者，而的確也是 Mundell 的貢獻開創了一個新的研究領域。

(註 2) Commission of the European Communities (1970)，一般稱之為 Werner Report。

(註 3) Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989)，一般稱之為 Delors Report。

(註 4) 歐洲聯盟(European Union)與歐洲經濟暨貨幣聯盟(歐元區)有關，但並不相同。目前歐洲聯盟由歐洲 27 國組成，而歐元區則由其中的 17 國所組成。欲加入歐元區的國家，除須為歐洲聯盟的會員國外，也必須符合馬斯垂克條約中的聚合條件(convergent criteria)。

(註 5)。該共識的影響無遠弗屆，馬斯垂克條約與穩定暨成長協定(Stability and Growth Pact)等皆以之為基礎而建立；即便在歐洲危機十分緊急的期間，歐洲仍於 2012 年 3 月間通過財政協定(Fiscal Compact)(註 6)，也是布魯塞爾共識的產物。

雖然沒有歐洲官方立場的支持，但最適通貨區域理論一直是許多經濟學家用以探討與檢證歐洲問題的分析架構，這是因為不論在建立歐元區之前與之後，歐洲地區經常遇上各種經濟問題，長期以來，也一直處於高失業與成長動能不足的情境，布魯塞爾共識不能夠有效解釋或因應這些問題。一如 Mongelli (2008)指出，如果沒有最適通貨區域理論，多年來恐怕不會看到這麼有系統地檢視歐元區各種問題，其重要性可見一斑。

最適通貨區域理論也可以對歐洲債務危機有所啟示。歐洲危機自 2009 年 10 月爆發之後至今，已經延燒三年，出現許多檢討聲浪，其中不少的聲音或多或少隱含以該理論的若干觀點為基礎，也有人認為最適通貨區域理論失靈。但能夠較為完整地從最適通貨

區域理論檢討者，並不多見，即便明白表示從該理論出發，也或多集中於一、二家(例如，De Grauwe 的系列文章)，或散見於若干時論(例如，Krugman)。

本文目的在於有系統地勾勒最適通貨區域理論的主要論點與內容，並以此為基礎探討對歐洲債務危機啟示，或有助於瞭解歐洲的問題。此外，就歐元區的各種議題而言，布魯塞爾共識與最適通貨區域理論是相競爭的思考架構。因此本文也從布魯塞爾共識的角度切入，探討歐元區國家之間紛爭的根源，以有助於對歐洲危機乃至於國際政治經濟的瞭解。

本文以下各節安排如下。第二節討論共同通貨區的意義以及最適通貨區域理論的主要內容。該節首先界定共同通貨區的意義以及討論共同通貨區的利益與成本，以確定指涉與討論的範圍。從理則學的觀點來看，該理論所提示的標準或條件，其實有不少只是充分條件，也因如此，條件的個數過多，莫衷一是，令人難以適從，也容易產生所有條件都必須達成的錯覺(註 7)。有鑑於此，本文

(註 5) 新自由主義在經濟上主張經濟金融自由化、自由貿易與市場開放等，而此處的古典學派/貨幣學派為廣義的涵義，包括古典學派(classical school)、貨幣學派(monetarism)以及理性預期(rational expectation)與實質景氣循環學派(real business cycle theory)等所形成的新興古典學派(new classical economics)等的經濟思想體系。

(註 6) 正式名稱為 Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union。

(註 7) 例如，天下雨會使地面潮濕。天下雨是使得地面潮濕的充分條件，但欲使地面潮濕，不一定非天下雨不可。同樣的道理，區域內各國工資與物價具有彈性是構成最適通貨區的條件之一，但最適通貨區的境界不必然需要此一條件才能達成，而事實上舉世各國也難以達成工資與物價彈性的情境。又如，在時論中經常出現共同通貨區中各國經濟結構必須相似的主張，也是一種充分條件。以美國為例，可視為由 50 個「國家」組成的共同通貨區，也是經濟學家評斷美國以外其他地區是否是最適通貨區的基準。雖然美國各州經濟結構與情勢，相差甚大，但仍然長期存續，主要是以必要的制度與調整機制彌補先天條件不足。

將該理論的主要內容重新分類並予以層次化，區分為基本的核心原則以及制度改革或調整機制兩大類，後者又進一步區分為經濟整合、金融整合、財政整合與政治整合等四類分別討論，以收清晰思考之效。此外，最適通貨區域理論的內生性觀點(endogeneity of optimum currency areas)為近 10 多年來的發展，有別於傳統的觀點，有其重要性與影響力，置於第二節後予以討論。

第三節則是對歐洲債務危機的啟示，首先探討歐洲債務危機的本質與成因，本文採取流量失衡引發存量危機的角度，從國際收支經常帳出發，討論歐元區內部總體經濟持續失衡，導致主權債務危機與銀行危機，繼而探討歐洲危機的涵義、最適通貨區域理論的啟示、最適通貨區理論不足之處等議題。

第四節從布魯塞爾共識的角度切入，探討現今歐元區國家之間的爭議，既反映古典

學派陣營與凱因斯學派陣營之間長遠的爭辯(註 8)，也反映了國際間先進國家與新興經濟體政策思維的差異，可以說是一場既是學術陣營之間，也是國際政治上的代理戰爭。第五節為結論。

最後，由於最適通貨區域理論本身也不斷地成長與擴充，所包含的層面十分廣泛，在一篇文章中進行全面性的討論，並非易事，也容易使內容過度延伸，致偏離主題。在選材的原則上，本文係配合對歐洲危機的啟示，捨棄若干關聯程度較低的論點(於相關地方說明)。因此本文非屬綜覽性質，有關的回顧與綜覽文獻，可參閱 Broz (2005)、De Grauwe and Mongelli (2005)、Mongelli (2002)等。De Grauwe (2009)則屬於導論性質的書籍，以較為淺顯的文字，討論最適通貨區域理論與歐元區。

二、共同通貨區的意義及最適通貨區域理論的主要內容

(一) 共同通貨區的意義及其利益與成本

共同通貨區一般係指兩個或兩個以上的國家共同使用單一貨幣。由於共同通貨區等於是將成員國間的「匯率」設定為固定的比率，在本質上係一種十分嚴格的區域內固定

匯率制度，因此也可以延伸至包括區域內某些國家共同實施固定匯率，或甚至是美元化(dollarization)的國家(註 9)。

在共同使用同一貨幣的定義下，共同通貨區的會員國失去匯率與貨幣主權，而以區

(註 8) 此處的凱因斯學派陣營亦為廣義的涵義，係指凱因斯學派(Keynesianism)、新凱因斯學派(neo Keynesianism)與新興凱因斯學派(new Keynesianism)。

(註 9) Gandolfo (1987)即將透過固定匯率制度所成立之通貨區視為最低形式(minimal form)的共同通貨區，而共同使用單一貨幣的制度為最大形式(maximum form)的共同通貨區。

域中央銀行執行貨幣與匯率政策。至於在嚴格固定匯率下定義的共同通貨區，成員國無法輕易調整匯率政策，但保有貨幣主權，惟因屬於固定匯率機制，且若區域內資本自由移動，則根據 Mundell 的「不可能的三位一體」(the impossible trinity)定理，成員國也會失去貨幣政策的自主性。除非例外，本文所指的共同通貨區，為兩個或兩個以上國家共同使用單一貨幣以及具備區域中央銀行的區域。又在本文中，共同通貨區與貨幣統一、貨幣聯盟、貨幣整合等意義視為相同。

區域內成員國共同使用單一貨幣，有其利益與成本(Mongelli 2002)。在利益方面：

- 消除區域內匯率的變動，可促進區域內的經濟活動。
- 各國使用相同的貨幣，可提高商品與服務價格的透明度。
- 單一貨幣在更廣泛的地區流通，可產生規模經濟效益。
- 區域中央銀行統一負責貨幣政策，可望促進區域內物價穩定。
- 可參與更廣大的金融市場，更能滿足各部門的資金需求等等。

但是共同使用單一貨幣也有其成本：

- 在共同通貨區下，成員國失去貨幣與匯率主權，既無法動用貨幣政策，也無法自行調整匯率水準以因應國內景氣過熱或經濟衰退等經濟問題，或者用以隔絕國外的經濟干擾。
- 如果成員國之間沒有協調的經濟政策，一國的政策會對他國造成不必要的影響；如果過於浮濫，則造成更大的負擔。

(二) 最適通貨區域理論的主要內容

由於共同通貨區有其成本存在，在理想上，最好能夠符合特定的經濟金融標準或條件，以降低成員國失去貨幣與匯率主權所造成的問題。一般而言，能夠符合該等經濟金融標準或條件的共同通貨區，稱之為最適通貨區。對於這些標準或條件以及有關的制度或機制的討論，成為最適通貨區域理論的主要內容。但理想境界並不能夠輕易達成，因此如何建立必要的制度或機制以彌補條件不足的問題，使通貨區內的國家比較不需要仰賴各自的貨幣與匯率政策，也是最適通貨區域理論經常觸及的議題。

最適通貨區域理論發展歷程已超過 50 年，累積了許多的文獻(註 10)，而且包含的層面相當廣泛，內容也十分繁複，各種標準

(註 10)一開始最適通貨區域理論乃是有關匯率制度的抉擇。Mundell (1997)曾自述研究最適通貨區最初的動機，認為不應將浮動匯率視為放諸四海而皆準的制度，不同匯率制度的抉擇應有不同的先決條件。隨著最適通貨區域理論的發展，早期經濟學家心目中的共同或最適通貨區，意義差異頗大。Tavlas (1993)區分為匯率聯盟(exchange rate union)、偽匯率聯盟(pseudo exchange rate union)、貨幣整合(monetary integration)與貨幣統一(monetary unification)等 4 個概念。本文使用的共同通貨區概念相當於 Tavlas 定義下的貨幣統一。

或條件其實有不少只是充分條件而已，但數量過多，令人難以適從（註 11），也容易產生各種條件皆必須達成的錯覺。此外，歐元區已在 1999 年建立，如果仍完全以前提條件做為討論的形式，在文義邏輯上，並非十分合適。

有鑑於此，本文將該理論的主要內容簡化為基本的核心原則以及制度改革與調整機制兩大層次，後者又再分類為經濟整合、金融整合、財政整合與政治整合等加以說明。此外，1997 年後，最適通貨區域理論的內生性觀點及其涵義也頗受重視，也一併討論於后。無可避免，經此一調整與重新分類之後，其他若干重要但與本文主旨較無直接關聯的論點，難以涵蓋在內（註 12）。

1. 基本的核心原則

經濟體系無時不刻遭受到各種經濟衝擊，並因而形成景氣循環（參閱專題一各種不同的經濟衝擊）。原則上，如果區域內成員國所面對的是對稱的衝擊（symmetric shocks），該等國家適合成立共同通貨區。對稱的衝擊係指經濟衝擊對區域內所有國家影響方向與程度相似，例如，各國皆面臨類似的需求減緩。在有對稱的衝擊情況下，區域中央銀行可以以統一的貨幣政策進行調節，個別國家就比較不需要仰賴自身的貨幣或匯率政策。

此外，各國的財政政策因應對稱衝擊的方向也會十分相似，不致於對其他成員國造成負面的影響。

另一方面，如果衝擊對各國經濟影響的方向與程度差異太大，則為不對稱的衝擊（asymmetric shocks）。例如，區域內有的國家需求增加，使得景氣過熱，另有些國家則為需求下降，造成經濟衰退。在有不對稱的衝擊情況下，由於各國面臨的情況不一，既對區域中央銀行執行貨幣政策造成兩難，而若各國財政政策自行其事，也會對其他國家產生負面的影響。

至於檢驗對稱或不對稱衝擊的基本方法，一般而言，如果區域內國家所面對的衝擊相關或相似的程度較高，或者是各國景氣循環同步的程度（synchronization of business cycle）較高，表示所面對的衝擊主要為對稱的衝擊。這一類文獻多稱之為景氣循環同步程度的文獻，因此衝擊相關或相似的程度以及景氣循環同步的程度兩者經常交互使用。

不過，各文獻檢證的內容因研究方法不同，而有所差異。有的直接探討潛在會員國之間景氣循環同步的程度，但本質上檢證的其實是衝擊的結果，而不是衝擊本身。有的則從源頭著手，著重於潛在會員國需求或供

（註 11）Tavlas (1994) 認為最適通貨區域理論的標準條件過多，很容易造成沒有具體結論（problem of inconclusiveness）與缺乏一致性（problem of inconsistency）兩大問題。

（註 12）有關貨幣政策與匯率政策有效性的討論，即為一例。如果區域內各國的貨幣政策與匯率政策對經濟調整不太具有效果，自然而然這些國家建立共同通貨區，較為無損。這在最適通貨區域理論中，是相當重要的議題，但此一議題與是否應該建立共同通貨區的關聯性較高，而本文則主要探討該理論對已經存在的共同通貨區（即歐元區）之啟示，因此予以捨棄。有關貨幣與匯率政策有效性等議題之探討，可參閱 Mongelli (2005)。

專題一 各種不同的經濟衝擊

經濟衝擊係指經濟金融事件發生對經濟體系造成影響。從一個國家的角度來看，衝擊可有多種型態，以下根據 Patterson and Amati (1998)的分類簡略說明：

●一時性與永久性的衝擊(temporary and permanent shocks)

根據衝擊效果的長短，可將衝擊區分為一時性與永久性的衝擊。假如面對的是一時性的衝擊，可以採取各種總體經濟政策抵銷衝擊的影響，而若衝擊係屬於永久性的衝擊，則原則上應該採取結構改革，但也有例外。

●特定國家與特定產業的衝擊(country specific and industry specific shocks)

特定國家的衝擊係源自於區域內特定的國家，例如，其中一個國家的經濟減緩；特定產業的衝擊不是以特定國家為範圍，而係源自於區域內特定的產業，例如，區域內各國的汽車產業景氣不佳。

●實質面與金融面的衝擊(real and financial shocks)

某些衝擊係來自於經濟的實質面，例如，消費需求降低，這一類的衝擊為實質面的衝擊。實質面的衝擊又可分為(實質)需求面與供給面的衝擊。若衝擊源自於金融面，例如，貨幣供給成長減緩，則為金融面的衝擊。

●外生與政策的衝擊(exogenous and policy-induced shocks)

外生的衝擊為一國政府本身無法直接控制的衝擊。例如，國際能源價格上漲對能源不足的國家而言，既是供給面的衝擊，也是外生的衝擊。政策的衝擊則係指一國實施特定政策所造成的衝擊。

上述的分類是從單一國家的角度來看，但是每一種衝擊及其不同組合也經常會造成跨國影響，因而產生對稱與不對稱的衝擊。對稱的衝擊係指經濟衝擊對區域內所有國家影響方向與程度相似；若衝擊對各國經濟影響的方向與程度差異太大，則為不對稱的衝擊。不對稱的衝擊又可區分為循環性與結構性的衝擊(cyclical and structural asymmetry)，主要差別在於跨國衝擊影響效果的長短。

理想上，我們可根據不同的衝擊及其組合以分析對稱與不對稱的衝擊。不過，在實務上的困難度頗大，尤其是區域內跨國的分析，並非易事。

給面等衝擊相關的程度。更為近期的文獻則不但區分詳細區別各種衝擊的跨國影響，也探討即使是面對共同的衝擊，是否也會對不同國家產生不同的影響等(註 13)。

雖然各實證文獻的研究方法並不一致，但相同的地方則是認可衝擊相似的程度以及對衝擊反應的程度等所代表對稱或不對稱衝擊的觀念。或許因為如此，Mongelli (2002)將衝擊相似的程度稱之為包含一切的特性(catch-all property)或最上層的特性(meta property)，以顯示在最適通貨區域理論中的重要地位。為數眾多的實證結果顯示，歐元區面對的不對稱衝擊已經下降，但與美國相較，仍有一段距離，難稱最適通貨區。

2. 制度改革或調整機制

對稱的衝擊畢竟可遇不可求，即使是一國之內，不同地區也經常面對來自其他地區的不對稱衝擊，遑論國與國之間。如果區域內不同國家間經常面對不對稱的衝擊，可進行必要的制度改革或建立調整機制，降低不對稱衝擊的程度，並促使各國經濟趨於一致，以有助於走向最適通貨區。此外，即使區域內國家面對的是共同的衝擊，也有可能對各國造成不對稱的衝擊。例如，國際能源價格變動是共同的衝擊，但因經濟結構的差異而產生方向或程度不同的影響，造成不對

稱的衝擊(Peersman 2007)，並進而反饋至區域內其他國家，這也說明了制度改革與調整機制的重要性。

(1) 經濟整合

●工資與價格彈性

如果區域內國家的工資或物價具有彈性，則各國即使面對了不對稱的衝擊，仍然可以透過工資或物價的相應調整，使得經濟達成新的均衡。換句話說，若能透過商品市場與勞動市場改革，以強化經濟體系的內部自我調整機制，可以降低一國使用貨幣與匯率政策的必要性。

●生產因素自由移動

即使工資與物價不具有彈性，在面對不對稱的衝擊下，若勞動力可以跨國自由移動，可以代替工資與物價彈性應有的自動調整機制，使得經濟達成新的均衡。例如，經濟衰退的國家，會產生失業問題，若允許勞動跨國移動至勞動短缺的國家，可降低失業，也使勞動短缺的國家獲得所需要的勞動力。這是Mundell (1961)的分析重點之一。由於勞動與資本皆為生產因素，因此整個原則可延伸為促進生產因素跨國自由移動。Mundell的貢獻並不只是大家耳熟能詳的勞動自由移動，可參閱專題二 Mundell 對最適通貨區域理論的貢獻。

(註 13)這一類的文獻為數相當眾多，包括早期的 Bayoumi and Eichengreen (1992)、Boone (1997)、Artis and Zhang (1995)、Bayoumi and Eichengreen(1992)，乃至於更為近期的 Camacho et al. (2008)、Darvas and Szapáry (2008)、De Haan et al. (2008)、Gruben et al. (2002)、Peersman (2007)等。

專題二 Mundell 對最適通貨區域理論的貢獻

Mundell (1961)開創一個新的研究領域，但由於該文的論述較為複雜，也因當時寫作傳統影響，文義較為晦澀，以致於不少人所認知的生產因素自由移動，實透過他文所理解。但他的貢獻並不僅於此，茲簡要說明於后。

假設有 A 與 B 兩個國家，都生產同種商品。若對 A 國產品的需求增加而對 B 國產品的需求減少，則在此情況下，A 國出現通貨膨脹壓力，而 B 國則為失業增加。如果兩國的工資與物價僵性，但生產因素可以自由移動，B 國的勞動力移往 A 國，A 國的生產增加，通貨膨脹壓力降低，而 B 國則因為部分勞動力移出，使得勞動的超額供給減少，失業的壓力也隨之下降。

從上述簡單的說明，可以得到以下三個基本論點：

- * 對稱與不對稱的衝擊：前例所提及的 A 國需求增加而 B 國需求減少之需求面變化，屬於不對稱的衝擊。若兩國面臨的是對稱的衝擊，可透過共同的貨幣政策以矯正需求失衡，並不需要調整匯率或採取浮動匯率制度以隔絕衝擊。Mundell 在該文中所隱含的對稱或不對稱衝擊觀點，日後成為最適通貨區域理論十分重要的基礎。
- * 工資與物價彈性：Mundell 在文中假設工資與物價僵性，但如果兩國的工資與物價具有彈性，則即使兩國面對不對稱的衝擊，仍然可以透過工資或物價的相應調整，達成新的均衡。但這一點不能歸諸於 Mundell，Friedman (1953)即曾討論工資與物價彈性的重要性。
- * 勞動自由移動：即使兩國面對不對稱的衝擊（例如，上述 A 與 B 國的例子），而且工資與物價也不具有彈性，只要勞動可自由移動，可以代替工資與物價彈性應有的自動調整機制，使得兩國經濟達成新的均衡。

Mundell 的論點可包含以下兩個涵義：

- * 該三個條件具有層次性，不必然必須同時滿足。首要考慮是對稱的衝擊，如果未能滿足，則可透過促進勞動市場彈性或生產因素自由移動等改進。
- * 如果國家之間面對不對稱的衝擊，可以透過必要的制度改革，促使各國經濟趨同，以達成最適通貨區域所需要的條件。

Mundell (1973)又進一步提出新的論述，日後也產生相當的影響力。Mundell 在該文提出透過金融整合以共同分擔風險(risk sharing)：成員國可透過外匯資產互相支援，而民間部門也可分散持有區域內跨國資產以保障所得。

Mundell(1961)與 Mundell(1973)的論點差異甚大。根據 McKinnon(2004)，如果根據 Mundell (1961)的論點，由於勞動自由移動在區域的會員國間較難真正實現，因此最適通貨區的範圍不會太大；但若根據 Mundell (1973)的論點，即使國家間差異較大，只要區域內允許資金在跨國間自由移動，就可以降低不對稱的衝擊，因此可允許範圍較大的最適通貨區。

但勞動自由移動並非易事，即使歐洲聯盟已有正式法律，促使區域內勞動跨國移動，但 Bartz and Fuchs-Schündeln (2012)對歐洲聯盟 15 國的實證顯示，勞動的移動大致上仍侷限在各國的國境之內，其中語言差異是造成勞動跨國自由移動障礙的最大因素。

●商品市場整合

如果各國具有相似的生產結構，會共同面臨較高程度的對稱衝擊，因而適合成立共同通貨區。嚴格而言，此一條件並未真正出現在最適通貨區域理論的文獻當中。不過，Tavlas (1993)認為 Mundell (1961)的分析中，即已論及此一條件。

此外，Kenen (1969)認為，產品或出口種類多樣化的國家，比較能夠吸收外部衝擊，不致於因為單一產品出口衰退，而影響到國內的經濟，因此這些國家適合成立共同通貨區。

綜合以上論點，從改革與調整的角度來看，區域內國家若能進行必要的商品市場整合，以促使生產結構趨於一致，並具有產品多樣化特性，有助於使共同通貨區轉變為最適通貨區(註 14)。

●貿易整合

如果國與國之間的貿易密集度高，可以

促進這些國家之間景氣循環同步的程度，有助於共同通貨區。一般而言，國家之間的貿易與開放程度有關，McKinnon (1963)主張，假如各國的貿易財部門比重較大，也就是對外開放的程度較大，採取固定匯率或加入共同通貨區將較為有利。如果一國非貿易財部門的比重較高，也就是封閉的程度較高，匯率變動所造成的影響會侷限於較小的貿易財部門，有如「尾巴搖狗」(wag the dog)，對整體經濟的影響不致於太大。在此情況下，採取浮動匯率較為有利。從這個論點來看，如果開放程度不夠，可以透過促進區域內貿易的整合，以提高開放程度，並促進區域內國家之間的貿易活動。Frankel and Rose (1997)則進一步認為，成立了共同通貨區，本身就可以促進區域內貿易，並使得各國的景氣循環更趨於一致。

(2)金融整合

金融整合對建立最適通貨區的重要性在於兩個層面：一方面，從國際收支的觀點，金融整合可融通收支失衡，使資金由過剩的區域流向不足的區域(Ingram 1962, 1973)。另一方面，Mundell (1973)認為金融整合可促進民間部門跨國資產多元化(portfolio diversification)，彌補不對稱的衝擊所造成的

(註 14)通貨膨脹齊一也曾是最適通貨區域理論所探討的重點。Fleming (1971)認為，如果各國通貨膨脹率的差異程度不大，通常也代表這些國家間貿易條件的變動較為穩定，有助於經常帳保持均衡狀態，就比較不需要以匯率調整經常帳收支，在這個情況下，這些國家適合成立共同通貨區。但是這個條件較具有爭議性，如果會員國的經濟體質與結構差異過大，理應允許不同的通貨膨脹率，以利內部調整(內部升值或貶值)。

所得下降，具有風險共同分擔(risk sharing)的意義，因此即使在面對不對稱衝擊的情況下，也可以成立共同通貨區。

Mundell 也提及透過匯集外匯資產(reserve pooling)以相互支援、集體承擔的功能。不過，後續有關金融整合與最適通貨區域理論的論述，主要係側重民間資產多元化所提供的風險共同分擔功能，使得金融整合對共同通貨區的意義較侷限在民間部門的保險機制。

(3)財政整合

財政政策有兩項主要功能：穩定(stabilization)的功能與重分配(redistribution)的功能(註 15)，前者係指短期的經濟穩定機制，包括協助特定國家因應不對稱的衝擊或者是促進整個區域因應共同的衝擊，而後者則著眼於改善經濟結構與所得分配等問題，以促進政治與社會的凝聚力。

Kenen (1969)最早提出財政整合的必要性，認為一個共同通貨區應具備財政移轉機制，使資源能由經濟情況較佳的地方移轉至較為艱困的地區(註 16)。在此意義下的財政整合，是一種公共保險機制，目的是協助特定國家因應不對稱的衝擊。

(註 15)還有另一個功能是配置(reallocation)的功能，以提供足夠的公共財。

(註 16)有趣的是，雖然 Kenen 是首先提出財政整合論點的經濟學家，但 Kenen (2005)認為財政聯盟固然有用，並不是那麼有效。該篇文章隱含使用李嘉圖恒等(Ricardian Equivalence)定理的觀點，認為如果政府支出的增加是以發行債務融通，則由於民間部門會預期未來政府會增稅以償還債務，因而當期的民間支出不會增加，抵銷了政府財政移轉機制的效果。這與多年來，許多最適通貨區域理論學者似較重視財政整合，卻較少探討產品多樣化的情況，大異其趣。

(註 17)此處所指的會員國係指當時歐洲 9 個會員國，包括德國、法國、英國、義大利、荷蘭、比利時、愛爾蘭、盧森堡與丹麥。

1970 年代探討財政整合對建立最適通貨區的重要性，厥為 Commission of the European Communities (1977)(一般稱之為 MacDougall Report)。該篇報告認為當時歐洲共同體所具有的財政力量僅約為會員國 GDP 總額的 1% (註 17)，不足以因應不對稱的衝擊，因而認為歐洲應財政聯邦化，主張長期間歐洲共同體的預算應達到 GDP 的 20% 至 25%，以降低區域內不對稱的衝擊並促進歐洲國家所得趨於一致。

Sala-i-Martin and Sachs (1991)的實證研究顯示，在經濟情況不好的時候，透過財政移轉機制，美國的聯邦財政體制可吸收三分之一至二分之一的經濟衝擊，顯示財政移轉機制的重要性。

此項實證結果隨後受到 von Hagen (1992)、Fatás (1998)等的挑戰，認為實證結果過於偏高。Mélitz, J. and F. Zumer (2001)在綜覽相關文獻後，認為 Sala-i-Martin and Sachs 的實證係將美國聯邦政府的穩定(stabilization)效果與所得重分配(redistribution)效果一起估計。如果是分開估計，則分別約為 16% 與 20% 左右。

一般而言，不贊成歐元區應建立財政聯

盟的學者，認為財政穩定的效果並非很高，因此成本與效益差距太大，而各國的財政體系已足以肩負對抗不對稱衝擊。另一方面，主張共同通貨區應進行財政整合的文獻則十分注重財政移轉機制以對抗不對稱風險。另有文獻認為財政聯盟可促進政治凝聚、所得重分配、反景氣循環、強化財政法則等多方面的功能，而不只是限於短期經濟穩定(例如 Darvas 2012)。從這些不同觀點來看，真正的議題應該是財政整合的程度與範圍。

(4)政治整合

共同通貨區如果能夠走向財政整合，即表示讓度相當程度的國家主權予超國家區域政治機構，因此財政整合其實就代表踏入了政治整合。政治整合對於建立共同通貨區的重要性，很早即在最適通貨區域理論的若干文獻中出現。例如，Harberler (1970)認為成員國對於政策立場與政策偏好應該要相似。Tower and Willet (1976)也認為，各國必須對各自的經濟政策目標有所取捨。這些論點已經提示了政治整合的必要性。Mintz (1970)則認為，建立共同通貨區所需要的經濟金融條件，並不會比建立共同市場(common market)所需要的條件更為嚴格，真正重要的條件其

實是政治決心(註 18)。

許多主張共同通貨區最終應走向政治聯盟的學者，係將政治整合的必要性與各國經濟政策聯繫在一起。例如，De Grauwe (2006, 2009)認為，政治整合可建立統一的預算政策，以遂行財政移轉機制，並且可消弭各國政策所帶來的不對稱衝擊。

De Grauwe (2009)也認為，共同歸屬感是促使各國建立共同通貨區與政治聯盟不可或缺的因素，因此稱之為遺漏的深沉變數(omitted deep variable)：容易被眾人忽略，卻十分重要的因素。

3. 內生性與外生性觀點

一般而言，最適通貨區域理論的基本任務在於找出建立共同通貨區應該有的標準或條件，以做為建立最適通貨區域的準則。但 Frankel and Rose (1996, 1997)從相反的角度觀察，認為至少有一部分的標準或條件其實是相互關聯的。例如，國與國之間的貿易關係愈密切，景氣循環同步的程度也更為一致。因此，即使有些國家之間彼此的貿易關係或許不是十分緊密，但若成立了共同通貨區，可以促進區域內貿易，並因而使得各國的景氣循環更趨於一致(註 19)。

(註 18)轉引自 Cohen (1993)對 Mintz (1970)的引述。

(註 19)Rose 與 Frankel 的結果隱含一個重要的假設：區域內國家之間的貿易關係與景氣循環同步的程度是否呈現正向關係，決定於該區域的貿易型態。具體而言，國際貿易的型態可分為產業間貿易(inter-industry trade)與產業內貿易(intra-industry trade)兩大類。

如果區域內會員國之間主要為產業間貿易，且產業間貿易流量所占貿易比重擴大，則會形成各國專業分工的現象，容易拉大各會員國經濟結構差距，並使得景氣循環同步的程度降低，因此不利於共同通貨區。但如果區域內會員國之間的產業內貿易流量所占比重較大，則各國經濟可趨於接近，因而促進景氣循環同步的程度，有利於共同通貨區。

這個觀點引申出一個重要的涵義：是否在事前符合必要的標準或條件，並不是那麼重要，若區域內國家能夠有志一同，著手建立共同通貨區，則隨後誘發的經貿動能，最終會使得共同通貨區趨向於最適通貨區。這種觀點稱為最適通貨區域理論的內生性觀點 (endogeneity of optimum currency areas)，使分析的重點由以往的「單一市場、單一貨幣」轉變成為「單一貨幣、單一市場」的順序，強調建立共同通貨區之後，就有助於走向最適通貨區。

後續的研究也延伸至其他領域，根據 De Grauwe and Mongelli (2005) 的綜覽性論文，最適通貨區域的內生性議題包括建立共同通貨區對促進貿易、促進金融整合、促進共同面對對稱的衝擊、促進商品與勞動市場彈性化等四個領域。在檢視各種數據與實證文獻

後，De Grauwe and Mongelli (2005)、Mongelli (2008) 等認為歐元區成立後，有助於使走向最適通貨區，但仍有不足的地方。

由於內生性觀點認為建立共同通貨區本身即有助於達成最適通貨區的境界，因此非常容易低估共同通貨區的成本面的因素，也因而會低估經濟金融條件或其他制度條件配合的重要性。此外，內生性觀點所隱含的趨向於最適通貨區過程，可能需要花費相當長的時間。或許因為如此，Mongelli (2008) 提出最適通貨區的外生性觀點 (exogeneity of optimum currency areas)，認為固然建立共同通貨區，有助於走向最適通貨區，但仍然不能忽略制度改革力量以及誘發的市場力量，對於促使共同通貨區走向最適通貨區的重要性 (註 20)。最後，本節將主要內容彙總於以下表一，俾便參考。

三、對歐洲債務危機的啟示

(一) 從流量失衡至存量危機

歐洲債務危機在本質上是流量失衡導致存量危機。歐元區整體來看，雖然經常帳餘額對 GDP 比率接近平衡，但主要國家中，僅德國與荷蘭為經常帳順差國家，其他不少國家，尤其是問題國家的經常帳出現持續性的

逆差。經常帳持續逆差代表資本帳順差，代表這些國家不斷向外借款，以融通經常帳逆差。

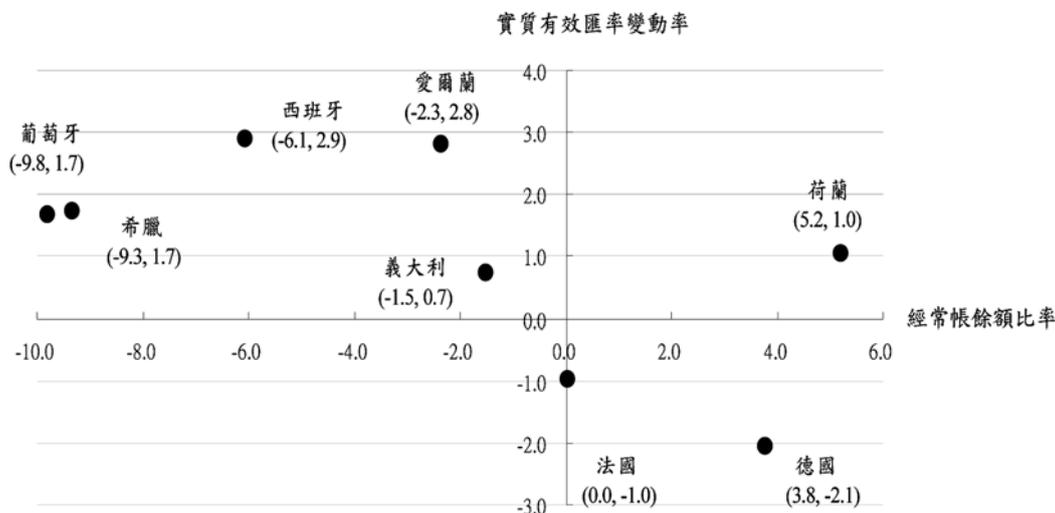
在經常帳持續逆差的情況下，有的問題國家政府部門向外舉債偏高，形成主權債務危機，如希臘與義大利；有的問題國家銀行

(註 20) 以美國為例，根據 Rockoff (2000) 的分析，美國貨幣聯盟雖在 1788 年美國憲法正式實施而成立，但在其後的 140 年間，地方上的經濟衝擊會影響金融與農產品市場，造成地區性的銀行準備流失或國際收支逆差，進而產生大小程度不等的銀行危機。一直到 1930 年代，跨區域的財政移轉機制、存款保險機制、最後貸款者制度等建立後，美國才能稱之為最適通貨區。其中，1907 年因銀行危機而成立全國貨幣委員會以及 1913 年成立聯邦準備體系為重要關鍵。

表 1 最適通貨區域理論之主要內容

名稱	主要內容
基本的核心原則	<ul style="list-style-type: none"> ● 如果區域內成員國所經常面對的是對稱的衝擊，區域中央銀行可以以統一的貨幣政策進行調節，個別國家就比較不需要仰賴自身的貨幣或匯率政策，該等國家適合成立共同通貨區。 ● 對稱的衝擊係指經濟衝擊對區域內所有國家影響方向與程度相似。如果經濟衝擊對各國經濟影響的方向與程度差異太大，則為不對稱的衝擊。
制度改革或調整機制	經濟整合、金融整合、財政整合、政治整合
經濟整合	<ul style="list-style-type: none"> ● 勞動市場彈性化 各國即使面對了不對稱的衝擊，如果工資或物價具有彈性，能夠相應調整，仍然可使經濟達成新的均衡。 ● 生產因素自由移動 即使工資與物價不具有彈性，在面對不對稱衝擊的情況下，若生產因素可以跨國自由移動，仍可使得經濟達成新的均衡。 ● 商品市場整合 區域內國家若能促使生產結構趨於一致，並具有產品多樣化特性，可吸收衝擊，並有助於轉變為最適通貨區。 ● 區域貿易整合 假如各國對外開放程度以及區域內貿易密集度大，區域內國家較能經常面對對稱的衝擊。
金融整合	<ul style="list-style-type: none"> ● 融通收支失衡 金融整合可使資金由過剩區域流向不足區域，融通收支失衡。 ● 風險共同分擔 官方部門匯集外匯資產與民間部門跨國資產多元化，可吸收不對稱的衝擊，降低對個人所得下降的影響。
財政整合	<ul style="list-style-type: none"> ● 經濟穩定的機制 透過財政移轉機制，遇有不對稱的衝擊時，可將資源由經濟情況較佳的地區移轉至較為艱困的地區，等於是提供公共保險。 ● 重分配的機制 常態式的重分配使得各國經濟能夠趨於一致，並降低貨幣聯盟的成本，有助於促進政治凝聚。
政治整合	<ul style="list-style-type: none"> ● 統一的預算政策 建立統一的預算政策，以遂行財政移轉機制，並可消弭各國政策不一或各自為政所帶來政策上的不對稱衝擊。 ● 政治決心與共同歸屬感 以政治決心建立政治聯盟才是長期存續真正重要的條件，而共同歸屬感則是建立共同通貨區與政治聯盟不可或缺的因素。
內生性觀點	<ul style="list-style-type: none"> ● 單一貨幣就可形成單一市場 區域內國家可不計條件，先行建立共同通貨區，隨後誘發的經貿力量等動能，最終會使得共同通貨區趨向於最適通貨區。 ● 內生性觀點的缺點 容易低估共同通貨區的成本，也易於忽略經濟金融條件或其他制度配合的重要性。 趨向於最適通貨區的過程，可能需要相當長的時間。

主要國家與問題國家之經常帳餘額與實質匯率(2000 至 2009 年平均)



註：此處之實質有效匯率為各國對其他16個會員國之實質價位。

資料來源：Eurostat。

表 2 2009 年年底問題國家對外債務餘額

	一般政府		中央銀行		一般銀行		其他部門		合計	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
葡萄牙	1408	25.7	338	6.2	2688	49.0	1051	19.2	5485	100.0
愛爾蘭	1083	4.7	771	3.3	9524	41.0	11836	51.0	23214	100.0
義大利	11388	43.9	5	0.0	8675	33.4	5882	22.7	25950	100.0
希臘	3093	53.2	706	12.1	1626	28.0	392	6.7	5817	100.0
西班牙	4304	16.9	596	2.3	11250	44.2	9311	36.6	25460	100.0
合計	21276	24.8	2416	2.8	33761	39.3	28472	33.1	85925	100.0

單位：億美元、%

資料來源：Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub，轉引自彭德明、方耀(2012)。

部門不斷向外借款，形成銀行危機，如愛爾蘭與西班牙(參閱表 2 問題國家對外債務餘額)。問題國家既無法使用貨幣與匯率政策自行調整國內的經濟金融問題，政府債務又偏高，無力採取財政政策，又因同在歐元的屋簷下，對外債務係以歐元計價，一旦無法清償債務的時候，就會產生外溢效果，影響到其他的國家，形成難以收拾的問題。歐洲債

務危機其實是國際收支危機、主權債務危機與銀行危機三症併發，交錯影響的結果(林吉甫與彭德明 2012、彭淮南 2012、彭德明與方耀 2010、Merler and Pisani-Ferry 2012 等)。

(二) 最適通貨區域理論的啟示

問題國家的經常帳持續逆差，具有兩個涵義：

1. 實質面：國內需求與單位勞動成本偏高

問題國家經常帳持續逆差，反映了國內需求(包括政府部門支出)偏高，必須透過進口以彌補供給不足。國內需求偏高固然可以墊高經濟成長，但也使得工資上升，就算是各國生產力差異不大，也會使得單位勞動成本增加，以致於以單位勞動成本為基礎所編製的實質有效匯率指數上升，乃使得問題國家的出口競爭力不如其他國家。

De Grauwe (2010, 2011)則從政策與制度的角度出發，認為各國單位勞動成本產生差異，反映了各國工資政策的差異與結構改革速度不同。在各國工資政策差異方面，自1999年以來，德國即推動工資調節政策(wage moderation policy)，勞資與政府三方協議使得德國名目工資下降，而相對上歐元區許多國家的名目工資則上升，尤其是問題國家的名目工資。在結構改革速度方面，歐元區國家的結構改革(包括勞動市場改革、商品市場自由化等)由各國決定，但有的國家撤除勞動保護，有的國家則沒有採取同樣的政策，使得結構改革速度不一，也造成各國單位勞動成本無法趨於一致。De Grauwe (2011)認為各國競爭力差異(divergent movements in competitive position)導致各國就業與產出差異(divergent movements in employment and outputs)，皆為不對稱的衝擊，以其對影響方向與程度，因不同的國家而有差異。

2. 金融面：國際資本持續流入、引發資產泡沫

持續性的經常帳逆差代表資本帳出現順差，國際資金不斷流入問題國家。但資本帳逆差只代表資本流入淨額(net capital inflow)，也就是資本流入減去資本流出之差額，如果從資本流入毛額(gross capital inflow)的角度來看，流入問題國家的國際資金規模只會更高。

問題國家的國內需求本就偏高，更由於龐大的國際資本由核心國家持續流入問題國家，乃造成部分問題國家銀行信用膨脹與資產價格偏高等現象。如果沒有良好的金融監理機制以及健全的總體經濟政策，資產泡沫必然發生，而在危機爆發後，則發生資本外逃的現象，國際資本迅速撤離，造成金融逆轉(Kar 2011、Krugman 2012)。問題國家中，愛爾蘭與西班牙都是十分明顯的例子。Krugman (2012)乃認為，這些國家所產生的資產價格膨脹及其對就業與產出的影響，在本質上也是不對稱的衝擊。

筆者認為，歐洲危機背後隱含兩大問題：

●先天不足、後天又失調

歐元區不論在成立之初以及其後的期間，一直都不是最適通貨區，過去眾多的實證與資料分析文獻即已不斷顯示此點。先天上，各國經濟結構與制度組織的差異本就很大，無論是從實質面或金融面來看，歐元區國家經常面對不對稱的衝擊，該等衝擊並非一朝一夕，而是長年不斷累積，使得歐元區國家的差異程度持續擴大。

先天已經不足，後天也未能彌補。平心

而論，過去歐元區一直致力於結構改革（註 21），但結果並不如意。Allard and Everaert (2010)指出，自 1980 年以來，歐元區平均每人落於美國、北歐與日本 GDP，主要原因在於勞動低度使用以及生產力降低，而歐元區國家之間也出現結構改革差距(structural reform gap)，尤以南歐國家落後其他成員國為最。

結構改革對長期經濟成長相當重要，但即使各國採取結構改革，也會受到政策偏好、內涵不一與資金投入多寡的影響，而產生不一樣的效果(例如某些國家可能過於注重就業增加，但冗員充斥，未能促進生產力)。Allard and Everaert (2012)指出，從過去的經驗來看，如果結構改革是由歐洲聯盟由上而下驅動，成效不錯(例如，單一市場計畫 Single Market Programme)；如果是交由各國處理，仰賴同儕壓力改進，而歐洲聯盟本身只進行軟性的協調(soft coordination)，則成效不佳(例如里斯本策略)。

此一研究顯示，在考慮各國的情況下，歐洲的改革必須建立機制調和各國的政策偏

好，或甚至透過財政移轉機制，以強化各國改革的誘因，這是屬於財政整合乃至於政治整合的範疇，也是最適通貨區域理論的重點。

●防火觀念不足、滅火機制缺乏

從長期的角度來看，即使是單一國家或經濟體也會遭遇嚴重的經濟金融問題。但歐元區卻缺乏防火的觀念，平日主要係依賴歐洲中央銀行與各國的財政政策消除經濟衝擊。但統一的貨幣政策不能消除不對稱的衝擊，而問題國家長期過度支出，不斷造成政策面的不對稱衝擊，已無防火可言。

歐洲危機爆發之前，並沒有任何的滅火機制可言，危機爆發後近 7 個月才建立紓困機制（註 22）。由於認為問題國家必須負起責任，因而要求財政紀律與結構調整，甚至在危機十分緊急的情況下，仍然通過泛歐的財政協定。在作法上，相當於將危機視為是流動性危機(liquidity crisis)，而非破產危機(insolvency crisis)。

但財政紀律與結構調整等充其量只能算是事前的防火機制，流動性紓困資金也只能暫時控制火勢，並非真正的滅火措施。有如

(註 21) 例如，歐洲聯盟於 2000 年啟動里斯本策略(Lisbon Strategy)，目的為提升生產力並促進經濟成長，以在 2010 年使歐洲成為全球最具有競爭力的經濟體。歐洲執委會也公布廣泛經濟政策指導原則(Broad Economic Policies Guideline)與就業指導原則(Employment Guideline)，並要求各成員國推動國家改革方案(National Reform Programmes)等等，可參考歐盟執委會(European Commission)的結構改革與歐盟政策(Analyzing Structural Reforms and EU Policies)網頁。

(註 22) 歐洲債務危機起於 2009 年 10 月所爆發的希臘危機。次年 2 月，歐洲各國領袖方達成協助希臘渡過債務危機的協議。5 月 2 日，歐盟、國際貨幣基金與希臘達成總金額 1,100 億歐元的紓困方案協議。同月 10 日，歐盟決議建立總額達 7,500 億歐元紓困方案，包括金額 600 億歐元且針對歐洲聯盟成員國的歐洲金融穩定機制(European Financial Stability Mechanism, EFSM)以及金額 6,900 億歐元且針對歐元區成員國的歐洲金融穩定基金(European Financial Stability Facility, EFSF)。兩種皆為暫時性的融通制度，屆期後預定將由歐洲穩定機制(European Stability Mechanism)接替。

一棟住滿住戶的高樓大廈，其中數家失火，其他住戶卻要求正在失火的家庭加強防火觀念以及節省用水量以便救火。這種以防火來滅火的作法難以解決問題，忽略問題國家(或其問題機構)真正所面對的，是已經失去償還債務能力，而不是暫時的流動性短缺。過度的財政緊縮又使得問題國家經濟情勢惡化，更加無力償債，也一直使得實質借款利率高於經濟成長率，財政緊縮以利還債的效果必然不彰(彭德明、方耀 2010)。

最適通貨區域理論的啟示之一，即在於共同通貨區最少必須走向財政整合，平日即應建立必要的財政移轉機制，可將資源由經濟情況較佳的國家移轉至情況不佳的國家，而在危機當中，也必須能夠對問題國家伸出援手，抑制危機擴大。

總結前述的討論，最適通貨區域理論在解釋歐洲債務危機有其優越之處，其對稱與不對稱衝擊的觀點，有助於探尋區域內國家層次的衝擊，對整個區域所產生的負面影響，尤其是對於來自經濟實質面的不對稱衝擊，更是多所著墨。該理論所經常探討的財政整合與政治整合等的議題，也提示了共同通貨區長期存續的重要因素。

由於最適通貨區域理論不是金融危機理論，因此對於歐洲危機的解決，理論本身並沒有明顯的政策優先順序。但大體而言，最

適通貨區域理論的經濟學家主張歐元區必須走向財政整合與政治整合(註 23)，尤其是凱因斯學派陣營的學者，更是如此。不過，歐元區北方先進國家(如德國、荷蘭與瑞典)並不認同此一觀點，而是以布魯塞爾共識為思考架構，將置於下一節探討。

本小節結束前，不妨引述 Frankel (1999) 的論點，為共同通貨區最後應走向政治整合下個註腳。Frankel 在該篇論文指出：

雖然在理論上，最適通貨區的範圍，不必然限於政治體的疆界，但在實務上，兩者的範圍幾乎永遠相同。

Frankel 指出共同通貨區所必須面對的現實：如果兩個或兩個以上國家共同使用單一貨幣，最終這些國家必須進行政治整合，方可望使共同單一貨幣長期存續。即使認為歐元區國家差異太大，應將體質衰弱的國家逐出後重整，重整後的歐元區也仍然必須進行政治整合，無所逃於天地之間，否則終究還是會回到各國使用各自貨幣的情況。不論歐洲政治如何紛亂雜陳，難以形成一致意見，或者是即使忽然出現奇蹟，得以躲過危機，歐洲仍然不能寄望不透過政治整合就可以一直維持歐元區於不墜，那會是更不切實際的幻想。

(三) 最適通貨區域理論不足之處

最適通貨區域理論並非萬能，也有不足

(註 23)主要的例外為最適通貨區域理論對歐洲聯盟所達成的銀行聯盟協議，幾乎沒有著墨(見本節第三小節的討論)，但如果將問題銀行紓困的來源視為財政整合的一部分，則差異會縮小。

的地方，茲略予檢討於后。

● 忽略共同通貨區利益與成本之間的聯結關係

最適通貨區域理論係對建立共同通貨區的利益與成本分開處理，然後予以比較，尤其現代理論認為若利益大於成本，就適合建立共同通貨區，有別於傳統理論強調成本面的因素。

但建立共同通貨區後，固然使得區域內國家能夠參與更廣大的金融市場，以滿足各部門的資金需求，部分區域內國家也得以低利不斷對外舉債，引進大量的資本流入，形成不對稱的衝擊，因而提高了共同通貨區的成本。易言之，利益與成本之間有著聯結的關係，而這也是該理論始料未及之處。

● 忽略資金自由移動的負面影響與金融穩定的重要性

最適通貨區域理論強調金融整合提供民間保險機制，透過跨國資產之持有多元化，使區域內國家得以共同分擔風險。欲達到此一功能，必須使得資金在跨國間能夠自由移動。

但該理論疏於理解區域內資本自由移動，尤其是短期資本移動，也會產生不對稱衝擊的負面影響，也因此對於金融監理機制

與金融穩定的重要性，幾乎沒有探討。但問題國家因總體經濟失衡所導致的資金持續大量流入以及危機發生後資本大量外逃，的確對區域經濟金融的穩定造成很大的問題。

● 最適通貨區域理論為一般性的理論

最適通貨區域理論探討一般情況下所應具備的條件或制度機制，但它本身不是經濟或金融危機理論，尚不足以直接預視嚴重的泛區域經濟金融問題，也沒有觸及金融資產價格的尾部風險(tail risk)會對各個國家帶來共同的衝擊，並因各國經濟情況不一，而形成不同程度的不對稱衝擊，再反饋至其他國家。Krugman(2012)認為，歐洲的問題是「最適通貨區的復仇」(revenge of the optimum currency area)：歐元區忽略了最適通貨區域理論所提示的原則，現在這個理論回來復仇了，也指出，如果這個理論有什麼錯誤的話，那就是低估了共同使用單一貨幣所產生的問題。

當然，該點實難以歸咎於最適通貨區域理論，因為它本就不是以分析經濟或金融危機為目的。但似也說明了，或也需要參考有關的經濟或金融危機理論以及過去成功解決危機的案例，以便對歐洲危機應採行的政策優先順序有更深刻的瞭解。

四、歐洲危機與布魯塞爾共識

(一) 歐元區的南北戰爭

歐洲危機觸發了不同國家間重大的歧異

與紛爭，歐元區北方先進國家(如德國、瑞典與荷蘭)認為問題國家過去的經濟政策不當，

應承擔責任，確實實踐財政紀律以及進行深層結構改革，並以之做為紓困條件，以避免問題國家產生不努力履行財政責任的道德風險(moral hazard)問題。

但財政政策過於緊縮使得問題國家陷入極大的經濟困境，問題國家認為，先進國家不應以過於嚴苛的紓困條件壓迫他們接受，此舉無異於飲鴆止渴，難以真正解決問題。隱隱然間，兩方呈現「南北戰爭」的態勢，而這也是使得歐洲危機一直拖延，無法有效解決的重要原因。

歐洲危機所顯現國家之間的爭議，其實既反映了古典學派陣營與凱因斯學派陣營之間長遠的爭辯，也反映了國際間先進國家與新興經濟體政策思維的差異，可以說是一場既是學術陣營，也是國際政治的代理戰爭。以下從先進國家所主張布魯塞爾共識與華盛頓共識的角度探討。

(二) 布魯塞爾共識

歐元區北方先進國家的主張，其背後的政治經濟思維實來自於布魯塞爾共識。該共識的名稱與內容的流傳已有一段時間，但在2003年方以布魯塞爾-法蘭克福共識(Brussels-Frankfurt Consensus)的名稱出現於官方的研究報告(Sapir et al 2003)，因此一般又稱該共識

為布魯塞爾-法蘭克福共識(註24)。由於此一共識源自於華盛頓共識，也有人稱之為布魯塞爾-法蘭克福-華盛頓共識(註25)，或者乾脆直接稱之為柏林-華盛頓共識(Berlin-Washington Consensus)，以彰顯德國方面與華盛頓共識龐大的影響力(註26)。

布魯塞爾共識一直是歐洲地區先進國家決策者與部分經濟學家建構、管理與發展歐元區乃至於歐洲聯盟的思考架構，其影響無遠弗屆。馬斯垂克條約與穩定暨成長協定皆以該共識為基礎而建立，即便在歐洲危機期間，歐洲仍於2012年3月間通過財政協定，也是布魯塞爾共識的產物。根據 Tamborini (2003)，布魯塞爾共識的理論背景包括：

- 經濟衝擊所造成的短期產出與就業的變動，在潛在或長期產出與就業的水準上下波動。
- 短期間經濟衝擊會帶來數量變動的原因，不外是市場組織有缺陷、訊息傳遞不夠充分、或者是經濟單位改變價格的誘因不足。
- 財政與貨幣政策可改變總需求，但無法永久改變潛在產出與結構性失業水準，真正的效果是使得通貨膨脹率高於基本的通貨膨脹率(註27)。

基於上述的理論架構，布魯塞爾共識下

(註24)例如，Sapir et al. (2003)與 De Grauwe (2006)。

(註25)例如，Fitoussi and Saraceno (2004)。

(註26)Fitoussi and Saraceno (2012)。

(註27)原作者所使用的字眼為core inflation，實際上指的是與潛在產出一致的長期通貨膨脹率，與經濟統計界定的核心通貨膨脹意義不同，故此處以基本的通貨膨脹名之。

的政策建議包括：

- 決策者應將產出與通貨膨脹的波動降至最低的程度，而不是去改變潛在的產出與基本通膨。
- 獨立的區域中央銀行以及限制各國的財政，有助於促進總體經濟穩定。獨立的央行可以因應對稱的衝擊，各國財政制度所具有的自動穩定機制就可以因應不對稱的衝擊，歷史也顯示，只要各國政府預算有盈餘或接近平衡，那麼該自動穩定機制足以因應經濟衝擊。
- 歐洲國家的財政紀律不足，因此共同通貨區應建立獨立的區域中央銀行，並以財政法則(馬斯垂克條約、穩定暨成長協定等)限制各國的政府預算。

De Grauwe (2006)對布魯塞爾共識也有類似的看法，該共識的主要論點包括：

- 結構改革可以增加彈性，並進而降低不對稱的衝擊，以及促進歐元區長期存續。
- 穩定暨成長協定足以使得各國的財政政策處理不對稱的衝擊。只要各國能夠根據該協定維持中期預算平衡，就有足夠的彈性因應短期經濟衰退。
- 歐洲中央銀行有足夠的能力去促進總體經濟穩定，並不需要統一的泛歐預算政策去穩定總體經濟。

基於這些論點，布魯塞爾共識乃主張，歐洲的機構及其治理方法，已經足以維持歐元區的長期存續，不需要創造超國家的政府

機構。因此，De Grauwe 認為，歐洲政治深受布魯塞爾共識的影響，成為官方立場，因而使得歐洲政治整合的程度相當不足。

De Grauwe 也指出，上述共識乃立基於貨幣學派與實質景氣循環學派。其中貨幣學派認為，如果中央銀行過於強調調節經濟，最後會導致通貨膨脹。因此其職責是在於穩定物價，並經此而穩定經濟循環；實質景氣循環學派則認為造成景氣循環的衝擊來源為供給面的技術衝擊與勞動偏好改變，中央銀行難以改變該等衝擊。最佳的策略為維持物價穩定，使得這一類的衝擊降至最低的程度。

De Grauwe 則主張凱因斯學派陣營的觀點：許多經濟衝擊其實係源自於需求面，尤其是一波又一波來自於消費與投資的動物本能(animal spirits)，往往悲觀情緒與樂觀心態交替出現，足以產生自我兌現預言(self-fulfilling prophesy)，不斷地造成景氣循環。區域中央銀行無法透過物價穩定消除需求面的衝擊，必須建立統一的財政預算政策以控制景氣循環，也就是歐元區必須走向政治整合。

因此歐元區國家之間的紛爭，可以從古典學派與凱因斯學派陣營之間的爭辯去理解，有如兩大學派的代理戰爭。

(三) 華盛頓共識

布魯塞爾共識系出華盛頓共識，皆以新自由主義為依歸，兩者有許多相似的地方。若稱歐元區是華盛頓共識在歐洲的實驗品，並不為過(Fitoussi and Saraceno 2004)。

華盛頓共識一詞首見於 Williamson (1989)，係於 1980 年代初期，以美國華府為總部的機構(包括美國財政部、國際貨幣基金與世界銀行等)所共同形成對拉丁美洲的政策看法，後來逐漸擴散成為對發展中國家與新興經濟體的共同政策觀點。華盛頓共識主要內容為財政紀律與改革、各種經濟金融自由化(包括資本自由移動)、浮動匯率制度、國營事業民營化等(註 28)。

Williamson 首創此一名詞，他本人也認同此一共識。但對新興經濟體而言，則是先進國家加諸其價值與信念體系於其上的代名詞。例如，1997 至 1998 年亞洲金融危機爆發後，受國際貨幣基金援助的南韓與印尼等，必須接受財政改革、資本帳自由化、結構調整、緊縮性的貨幣政策(以抑制資本流出)等紓困條件，這些措施背後的根源即為華盛頓共識，也因而引起許多埋怨，認為條件過於嚴苛，且沒有真正瞭解亞洲金融危機的成因，即遽下猛藥。

再回到 1980 年代初期發生的拉丁美洲債務危機，當時債務國必須應國際機構等之要求，進行嚴格的緊縮政策，政策處方也與華盛頓共識十分相似，也一樣使得拉丁美洲經濟進一步遭受打擊，債務負擔更加沉重，一

直拖延至 1989 年美國政府提出布雷迪方案(Brady Plan)後，才獲得真正的解決(註 29)。

近年來，華盛頓共識似略見消退。例如，全球金融危機後，世界銀行方面的主張即與國際貨幣基金及美國財政部有異，而國際貨幣基金也調整了其對資本管制的態度。不過，它仍具有相當的影響力。以 2008 至 2009 年全球金融危機為例，危機發生後，美國方面認為新興經濟體壓低本國貨幣幣值、累積外匯存底，造成全球不平衡問題，亦須對危機負責；而資本自由移動的問題未能在 G20 會議中討論，實也與美國等先進國家的態度有關。

如果參考過去發生的爭議，不難理解今日歐洲國家間的爭執，其實也反映了國際間先進國家與新興經濟體之間的爭議，可以說是必然發生。從這個角度來看，歐元區國家對解決方案之爭所造成的不確定性，恐仍將延續一段相當的時日。

很明顯地，最適通貨區域理論若干核心主張，與布魯塞爾共識的差異頗大。不過，相對於布魯塞爾共識具有強烈的學術陣營色彩，從最適通貨區域理論長遠的發展過程來看，並沒有執著於特定的學派。例如，一般將早期傳統的最適通貨區域理論視為是偏向

(註 28)更為廣義的華盛頓共識尚包括美國對中東的外交政策。

(註 29)拉丁美洲債務危機於 1982 年正式爆發之後，曾歷經兩個階段的努力，但都歸於失敗，主要原因在於解決問題的作法不當。1989 年美國政府提出布雷迪方案(Brady Plan)，是為第三階段。該方案的基本原則為透過債務協商、債務重整與債務保證等方式，協助債務國渡過難關，才獲得顯著的進展。該項成功的作法在本質上相當於共同承擔債務，但在歐洲危機中，歐洲北方國家一直以違反歐洲憲法為由，反對該等作法。

於凱因斯學派的思考架構，而晚期的內生性觀點，則有學者認為回歸了市場均衡學派的觀點，而與凱因斯傳統有別(Cesarano 2006)。可以確定的是，主張最適通貨區域理論的學者，不一定屬於凱因斯學派陣營，但反對布魯塞爾共識者，會以最適通貨區域理論做為檢驗與辯論的基礎，這是因為最適通貨區域理論與布魯塞爾共識有別，尤其是財政整合與政治整合方面的議題。

平心而論，德國與北歐國家所主張的論點並非不可，但是其立場主要適用於平常時期。在危機時期首要工作應該是滅火，並斟酌的要求問題國家進行結構調整與財政改革，

以避免危機一再浮現。

或許歐洲方面也已看出問題所在，因此歐盟方面於 2012 年 6 月達成協議，責成歐洲央行建立單一的銀行監理機制，並在該機制確立後，可透過現有的歐洲紓困機制注資銀行，並購買成員國的主權債券。此外，歐洲央行於 9 月 6 日宣布直接貨幣交易(Outright Monetary Transactions, OMT)計畫，將在次級市場無限額購買 1 至 3 年期之歐元區主權債券。該項政策宣布以後，西班牙及義大利公債殖利率已明顯下滑，具有提振市場信心，降低問題國家債務違約的可能性已大大地降低。

五、結 論

本文從最適通貨區域理論出發，探討該理論對歐洲危機的啟示，並兼及影響歐元區發展至鉅的布魯塞爾共識。

最適通貨區域理論主要係以探討建立共同通貨區應具備的經濟或金融條件，以及必要的制度或機制以彌補條件不足等為其內涵，使通貨區內的國家比較不需要仰賴各自的貨幣與匯率政策。該理論的對稱與不對稱衝擊的觀點，有助於探尋區域內國家層次的衝擊，對整個區域所產生的負面影響。至於財政整合與政治整合等方面的議題，也提示了共同通貨區長期存續的重要因素。

對照最適通貨區域理論與歐洲債務危

機，歐元區雖然已成立 13 年，仍有許多應進行改革並加強整合的地方，但並未做到，主要原因在於歐元本身所帶來的利益過於龐大，以致於掩蓋了潛在的成本，長年累積而終致釀成危機。

筆者認為，問題國家固然難辭其咎，但危機發生後，部分國家過於堅持布魯塞爾共識的基本原則，不但沒有解決問題，反而使得危機擴大。歐元是主要的國際貨幣，歐元區長期不安，揮之不去，會一直產生負面的外部效果，不斷影響全球的經濟金融。歐洲國家實應儘速解決危機，以消除其負面影響，這是歐洲國家的責任與義務。

至於歐元區最終的走向，筆者認為，如果兩個或兩個以上國家共同使用單一貨幣，最終必須進行政治整合，方可望使共同單一貨幣長期存續。即使認為歐元區國家差異太大，應將體質衰弱的國家逐出後重整，重整後也仍然必須進行政治整合。歐洲不能寄望不透過政治整合就可以一直維持歐元區於不墜，那會是更不切實際的幻想。

參考文獻

- 林吉甫、彭德明 (2012)，總體經濟不平衡造成歐洲危機，中央銀行，未發表之手稿。
- 彭淮南 (2012)，「政治決心是解決歐洲債務危機的關鍵」，中央銀行網站。
- 彭德明、方耀 (2010)，「歐洲主權債務危機與歐元區的未來」，國際金融參考資料，第 60 輯，頁 1-26。
- Allard, C. and L. Everaert (2010), "Lifting Euro Area Growth: Priorities for Structural Reforms and Governance," *IMF Working Paper* No. SPN/10/19, International Monetary Fund.
- Artis, M. (2003), "Is There a European Business Cycle?" *CESifo Working Paper* No. 1053, Center for Economic Studies, University of Munich.
- Artis, M. and W. Zhang (1995), "International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle?" *CEPR Discussion Paper* No. 1191, Centre for Economic Policy Research.
- Bartz, K. and N. Fuchs-Schündeln (2012), "The Role of Borders, Languages, and Currencies as Obstacles to Labor Market Integration," *European Economic Review* 56, 1148-1163.
- Bayoumi, T. and B. Eichengreen (1992), "Shocking Aspects of European Monetary Unification," *NBER Working Paper Series* No. 3949, National Bureau of Economic Research.
- Boone, L. (1997), "Symmetry and Asymmetry of Supply and Demand Shocks in the European Union," *CEPII Working Paper* No. 1997-03, Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales.
- Broz, T. (2005), "The Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Review," *Privredna Kretanja i Ekonomska Politika* Vol 15 No. 104, 53-78.
- Baldwin, R. (2006), "The Euro's Trade Effects," *ECB working Paper* No. 594, European Central Bank.
- Camacho, M., G. Quirás, and L. Saiz (2008), "Do European Business Cycles Look Like One", *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 32, 2165-2190.
- Cesarano, F. (2006), "Optimum Currency Areas: A Policy Review," *BNL Quarterly Review*, Vol. LIX, No. 239, 317-32.
- Ching, S. and M. Devereux (2000), "Risk Sharing and the Theory of Optimal Currency Areas: A Re-examination of Mundell 1973," *HKIMR Working Papers* 08, Hong Kong Institute for Monetary Research.
- Cohen, B. (1993), "Beyond EMU: The Problem of Sustainability," in B. Eichengreen and J. Frieden (eds.) *The Political Economy of European Monetary Unification*.
- Commission of the European Communities (1970), *Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community*, Commission of the European Communities.
- Commission of the European Communities (1977), *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration*, Commission of the European Communities.
- Commission of the European Communities (1990), "One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union," *European Economy*, No. 44, Commission of the European Communities.

- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, European Council.
- Corden, W. (1972), "Monetary Integration," *Essays in International Finance* No. 93, International Finance Section, Princeton University.
- Darvas, Z. (2010), "Fiscal Federalism in Crisis: Lessons for Europe from the US," *Bruegel Policy Contribution* 2010/07, Bruegel.
- Darvas, Z. and G. Szapáry (2008), "Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU" , *Open Economy Review*, Vol. 19, pp. 1-19.
- De Haan, J., R. Inklaar and R. Jong-A-Pin (2008), "Will Business Cycle in the Euro Area Converge? A Critical Survey of Empirical Research" , *Journal of Economic Surveys*, 22-22, 234-273.
- De Grauwe, P. (2006), "What Have We Learnt about Monetary Integration since the Maastricht Treaty?" *Journal of Common Market Studies*, 44-4, 711-730.
- De Grauwe, P. (2009), *Economics of Monetary Union*, 8th edition, Oxford University Press.
- De Grauwe, P. (2010), "The Financial Crisis and the Future of the Eurozone," *Bruges European Economic Policy Briefings* No. 21, Department of European Economic Studies, College of Europe.
- De Grauwe, P. (2011), "The Governance of a Fragile Eurozone," *CEPS Working Document* No. 346, Centre for European Policies Studies.
- De Grauwe, P. and Mongelli F. P. (2005), "Endogeneities of Optimum Currency Areas: What Brings Countries Sharing A Single Currency Together?" *ECB Working Paper Series* No. 468, European Central Bank.
- Emerson, M., D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry, and H. Reichenbach (1990), "One Market, One money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of forming an Economic and monetary Union," *European Economy* No. 44, Commission of the European Communities.
- Fatás, A. (1998), "Does EMU Need a Fiscal Federation?" *Economic Policy* 26, 163-203.
- Friedman, M. (1953), "The Case for flexible Exchange Rates," in M. Friedman (eds.) *Essays in Positive Economics*, Chicago, 157-203.
- Fidrmuc, J. (2001), "The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria, Intra-industry Trade and EMU Enlargement," *BOFIT Discussion Papers* No. 8, Bank of Finland Institute for Economics in Transition.
- Fitoussi, J. and F. Saraceno (2004), "The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus: Old and New Tradeoffs in Economics," *Observatoire Français des Conjonctures Économiques* No. 2004-2, Centre de recherche en Économie (OFCE) Sciences Économiques.
- Fitoussi, J. and F. Saraceno (2012), "European Economic Governance: The Berlin-Washington Consensus," *Observatoire Français des Conjonctures Économiques* No. 2012-20, Centre de recherche en Économie (OFCE) Sciences Économiques.
- Frankel, J. (1999), "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times," *Essays in International Finance* No. 215, Princeton University.
- Frankel, J. and A. Rose (1996), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria," *CERP Discussion Papers* No. 1473, Centre for Economic Policy Research.
- Frankel, J. and A. Rose (1997), "Is EMU More Justifiable Ex Post than Ex Ante?" *European Economic Review* 41, 753-760.
- Gandolfo, G. (1987), *International Economics: Book II International Monetary Economics and Open-Economy Macroeconomics*, Springer-Verlag, Berlin.
- Glick, R. and A. rose (2002), "Does A Currency Union Reflect Trade? The Time Series Evidence," *European Economic Review* 46-6, 1125-1151.
- Gruben, W., J. Koo, and E. Millis (2002), "How Much Does International Trade Affect Business Cycle Synchronization," *FRB*

- Dallas Working Paper* 0203, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Harberler, G. (1970), "The International Monetary system: Some Recent Developments and Discussions," in G. Halm (eds.) *Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates*, 115-123.
- Imbs, J. (2003), "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization," *IMF Working Paper* WP/03/81, International Monetary Fund.
- Ingram, J.C. 1962. *Regional Payment Mechanisms: The Case of Puerto Rico*. University of North Carolina Press, Chapel Hill.
- Ingram, J. (1969), "Comment: The Currency Area Problem" , in R. Mundell and A. Swoboda (eds.) *Monetary Problems of The International Economy*, The University of Chicago Press, 95-100.
- Ingram, J. (1973), "The Case for European Monetary Integration" , *Essays in International Finance* 98, Princeton University.
- Kar, D. (2011), "Asymmetric Shocks and Other Woes of the Eurozone," Task Force on Financial Integrity & Economic Development.
- Kenen, P. (1969) "The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View," in R. Mundell and A. Swoboda (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*, *The University of Chicago Press*, 41-59.
- Kenen, P. (2003), "Five Years of the ECB," *Centre Piece Summer*, London School of Economics.
- Kenen, P. (2005), "What Can We Learn from the Theory of Optimum Currency Areas," in HM Treasury (eds.) *Submissions on EMU from Leading Academics*, HM Treasury, United Kingdom, 147-160.
- Krugman, P. (2012), "Revenge of the Optimum Currency Area," *New York Times*, June 24.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas," *American Economic Review* 53, 717-725.
- McKinnon, R. (2004), "Optimum currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II," *Journal of Common Market Studies*, 42-4, 689-715.
- Méltitz, J. and F. Zumer (2001), "Regional Redistribution and Stabilization by the Center in Canada, France, the UK, and the US: A Reassessment and New Tests," *Journal of Public Economics* 1, 1-24.
- Merler, S. and J. Pisani-Ferry (2012), "Sudden Stops in the Euro Area," *Bruegel Policy Contribution* 2012/06, Bruegel.
- Mintz, N. (1970), *Monetary Union and Economic Integration*, Graduate School of Business Administration, New York University.
- Mongelli, F. (2002), "New Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us?" *ECB Working Paper Series* No. 138, European Central Bank.
- Mongelli, F. (2008), "European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory," *European Economy Economic Papers*, No. 302, European Commissions.
- Mourlon-Druol, E. (2011), *The Euro Crisis: A Historical Perspective*, Academia.edu.
- Mundell, R. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, 51, 657-664.
- Mundell, R. A. (1973), "Uncommon Arguments for Common Currency," in H. G. Johnson and A. K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 114-132.
- Mundell, R. (1997), "Updating the Agenda for Monetary Reform," in M. Blejer, J. A. Frankel, L. Leiderman, and A. Razin (eds.) *Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments*, International Monetary Fund, 29-50.
- Patterson, B. and S. Amati (1998), "Adjustment to Asymmetric Shocks," *Economic Affairs Series Working Paper* Econ-104, European Parliament.
- Peersman, G. (2007), "The Relative Importance of Symmetric and Asymmetric Shocks: the Case of United Kingdom and Euro Area," *Oesterreichische Nationalbank Working Paper* No. 136, Oesterreichische Nationalbank.
- Sala-i-Martin, X. and J. Sachs (1991), "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States," *NBER Working Paper* No. 3855, National Bureau of Economic Research.

- Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Viñals, and H. Wallace (2003), *An Agenda for a Growing Europe: Making the EU Economic System Deliver: Report of an Independent High-level Study Group Established on the Initiative of the President of the European Commission*, Brussels, European Commission.
- Shin, K. and Y. Wang (2003), "Trade Integration and Business Cycle Synchronization in East Asia," *KIEP Working Paper* 03-01, Korean Institute for International Economic Policy.
- Tamborini, R. (2003), "The Brussels Consensus on Macroeconomic Stabilization Policies in the EMU: A Critical Assessment," paper presented at *1st EUI Alumni Conference: Governing EMU: Political, Economic, Legal and Historical perspectives*, Jointly organised with the European University Institute.
- Tavlas, G. (1993), "The New Theory of Optimum Currency Areas," *The World Economy*, 16-6, 663-685.
- Tavlas, G. (1994), "The Theory of Monetary Integration," *Open Economies Review* 5-2, 211-230.
- Tower, E., and T. Willett (1976), "The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility," *Special Papers in International Economics*, No. 11. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Tvrdon, M. and G. Cieslarova (2012), "Labor Market Policies: Empirical Evidence from the European Union," *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, No. 44, 139-147.
- von Hagen, J. (1992) "Fiscal Arrangements in a Monetary Union - Some Evidence From the US," in D. Fair and C. de Boissieux (eds.), *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, Deventer: Kluwer Academic Publishers, 337 - 359.
- Williamson, J. (1989), "What Washington Means by Policy Reform," in J. Williamson (eds.) *Latin American Readjustment: How Much has Happened*, Institute for International Economics.

(本文完稿於 101 年 11 月，作者為本行經研處研究員)

全球金融危機後中國大陸房市發展 — 兼論官方之因應措施及其影響

盧世勳、劉雨芬

摘要

全球金融危機後，中國大陸房市泡沫形成；在大陸當局採取冷卻房市措施後，房價已大幅回跌。惟亦導致房地產投資大幅下滑，金融體系信用風險上升以及資金緊俏等不利影響。

本文探討大陸房價高漲之背景，發現大陸都市化發展迅速、經濟高度成長，民眾購買力提升，對房地產需求快速擴張，以致自2007年初起，房價漲幅擴大。尤其2009年大陸為因應全球金融危機衝擊，推出大規模經濟振興方案及持續性寬鬆貨幣政策，加上投機炒作，更加速房價的上漲。

至於此期間，大陸房價是否有泡沫化，茲依據國際間普遍使用之房價所得比、房價租金比及空屋率等三項指標研判，大陸房價確有泡沫形成疑慮，主要發現如下：

- 一、房價所得比：北京、上海等主要城市2010年房價所得比多逾10倍，遠高於開發中國家之2.5至6倍之間。
- 二、房價租金比：2009年，北京、深圳、上

海等大城市的租金房價比普遍降至4%以下(低於大陸國土資源部認定之門檻值4.5%)。

- 三、空屋率：2011年3月大陸7省過去5年內完工住宅的平均空屋率達20%，豪宅及郊區別墅的空屋率則高達60%至90%。

儘管大陸房價存在泡沫疑慮，惟仍侷限於一些主要的一線城市，以及福州、寧波等部分二線城市。

針對房市過熱現象，大陸國務院自2010年3月起，陸續推出一系列抑制房價高漲之嚴厲措施，成效顯著，70大城市平均房價年增率已自2010年4月12.8%之高點，下滑至2012年5月之-1.5%。

由於大陸自2011年以來經濟明顯降溫，加上房地產投資占其GDP比重高達10%以上。若房市持續低迷，恐嚴重衝擊其經濟成長，尤其地方政府與中小企業因積極涉入房地產投資，導致借款金額快速攀升，更加重

金融體系風險，並危及社會安定，因此自 2011 年以來，大陸官方陸續採行包括：寬鬆貨幣政策、允許地方政府發債、支援小型企業之金融財稅措施，以及擴大保障性住房政策等四項主要因應措施，以支撐景氣，並舒

緩房市降溫對各經濟層面帶來之負面影響。

由於大陸經濟基本面尚佳，預期經濟可望軟著陸，因此預期大陸房市冷卻措施短期內不致轉向，惟將視整體經濟金融之情勢而調整房價調控力道。

壹、前言

2007 年起大陸房價漲幅擴大，之後因全球金融危機而一度重挫，惟自 2009 年起，因大陸推出大規模經濟振興方案及持續性寬鬆貨幣政策，導致過剩流動性推動房價大幅回升。

依房價所得比、房價租金比及空屋率等三項指標，顯示大陸房市泡沫已形成。因此，中國人民銀行自 2010 年起採取持續性貨幣緊縮政策，國務院亦自同年 3 月起，陸續推出一系列抑制房價高漲措施，並大量興建保障性住房。

2011 年下半年以來，因歐美債務問題嚴重，致全球景氣降溫而使大陸經濟明顯放緩，加上大陸當局冷卻房市過速，造成房地產景氣大幅下滑，除拖累經濟成長外，亦引

發中小企業倒閉潮、地方政府債務問題嚴重及銀行授信風險上升等負面效應。

大陸房地產投資占全體固定資產投資逾 20%，且與水泥、鋼鐵、家具等相關產業之產值合計約占全體 GDP 之 25%。因此，若房價重挫，恐對未來大陸經濟軟著陸增添不小變數。

兩岸經貿關係密切，互動頻繁，因此大陸房市之現況及未來可能之發展，值得吾人密切關注。本文首先說明全球金融危機後大陸房價高漲之背景，並研判房價泡沫是否形成，進而探討大陸抑制房價高漲及因應房價下跌所產生負面效應之措施，最後提出其未來可能的發展。

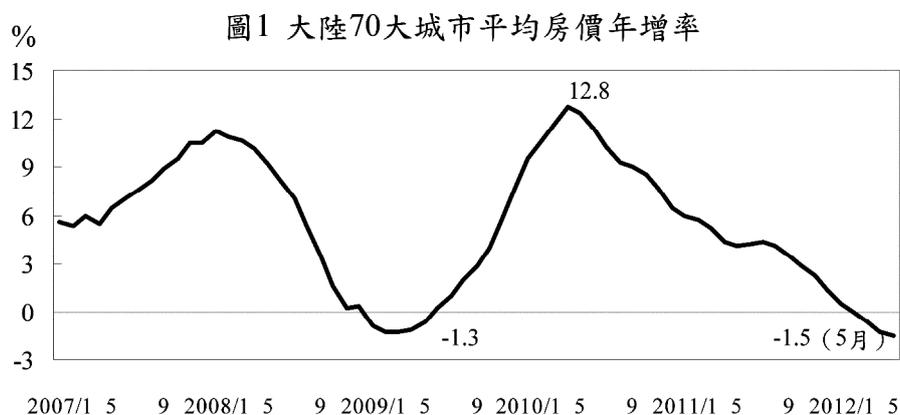
貳、大陸房價高漲之背景

2007 年起大陸房價漲幅擴大，2008 年則因全球金融危機，房價一度重挫。惟自 2009 年起，由於大陸政府推出之經濟振興方案，以及寬鬆貨幣政策，房價漲勢更加凌厲。2010 年 4 月大陸 70 大城市平均房價年增率達

12.8% 之高峰（見圖 1）。

造成大陸高房價之原因，除了長期存在之結構性因素外，尚包括全球金融危機期間之政策因素。

一、結構性因素：都市化及所得快速增加



註：2011年後之數據係路透依大陸統計局公布之數據推算。

資料來源：中國國家統計局網站（2012）及Thomson Reuters。

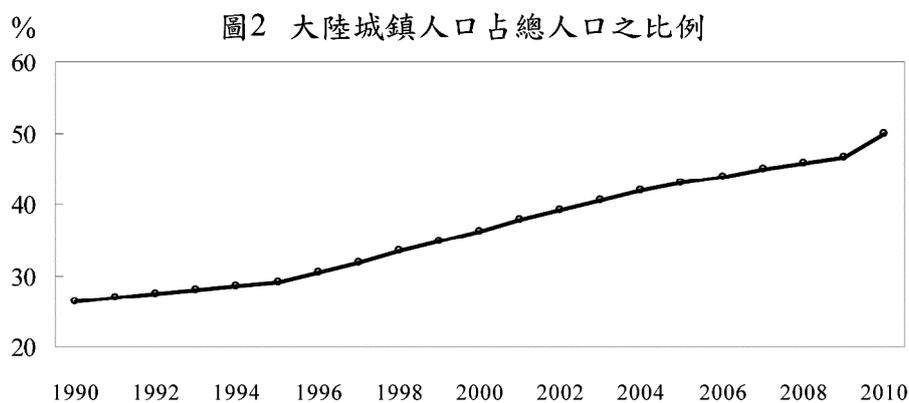
（一）都市化及所得擴張快速

自1990年代以來，大陸加速都市化的發展，大批農村人口湧入都市，城鎮人口占總人口比例由1990年之26.4%升至2010年之49.9%，顯示都市化發展迅速（見圖2）。

此外，因大陸1980至2011年平均經濟成長率高達10.0%，使每人可支配所得逐年擴增（見圖3）。

（二）土地取得成本高

由於大陸土地成本占房價之比率高，致土地價格對房價有絕對影響力。大陸地方政府擁有城市市區土地所有權，即使農村及城市郊區的土地為農民集體所有，但農民無權出售土地所有權。部分地方政府徵收農地，支付農民土地補償金遠低於向地產開發商索取出讓土地供渠等開發之費用，將土地作為



資料來源：中國統計年鑑（2011）。

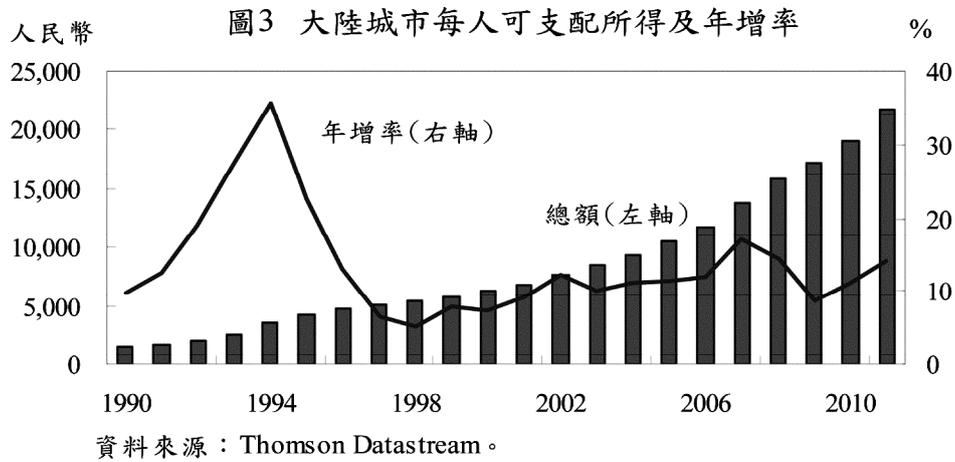


表1 2001年以來監測城市綜合地價與商品房價格及成長率

年	商住綜合地價 (元/平方米)	地價成長率 (%)	商品房價格 (元/平方米)	房價成長率 (%)
2001	1,315	-	2,170	-
2002	1,340	6.0	2,250	3.7
2003	1,663	6.3	2,359	4.8
2004	1,697	7.9	2,778	17.8
2005	2,070	5.3	3,168	14.0
2006	2,280	7.0	3,367	6.3
2007	2,613	14.9	3,864	14.8
2008	3,664	0.6	3,877	0.3
2009	4,053	7.3	4,695	21.1
2010	4,488	10.8	5,029	7.1

資料來源：中國國土資源部網站（2011）。

其重要的財政收入來源，並藉此帶動其他相關行業的發展。

大抵在 5% 以上，2007 及 2010 年成長率更高達兩位數，帶動房價同步上揚（見表

2001 年以來，大陸商住綜合地價成長率 1）。

二、政策因素：寬鬆貨幣政策引發投資及投機盛行

(一) 銀行信貸快速擴張，過剩流動性湧入房市

為因應全球金融危機，大陸自 2008 年 9 月起採行持續性寬鬆貨幣政策，並推出 4 兆人民幣振興經濟方案。

在寬鬆貨幣及財政政策下，2009 年至 2010 年初 M2 年增率及銀行放款年增率大幅

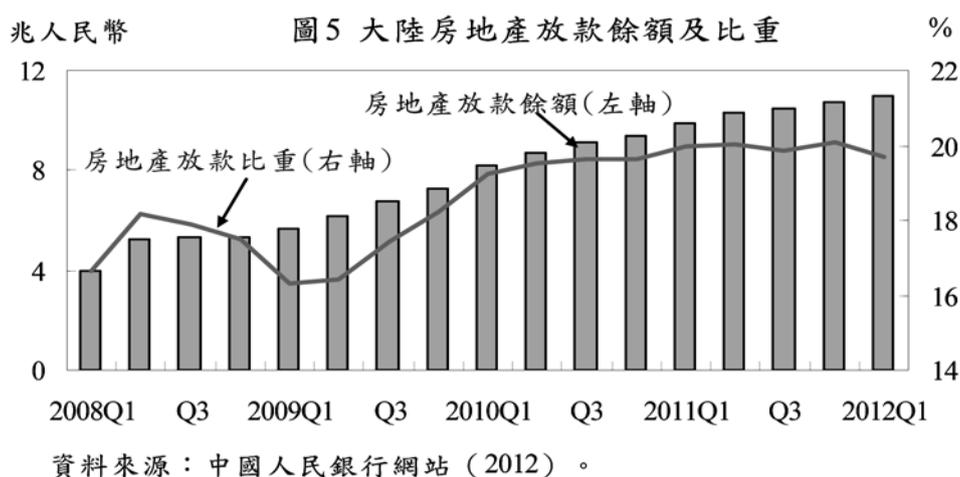
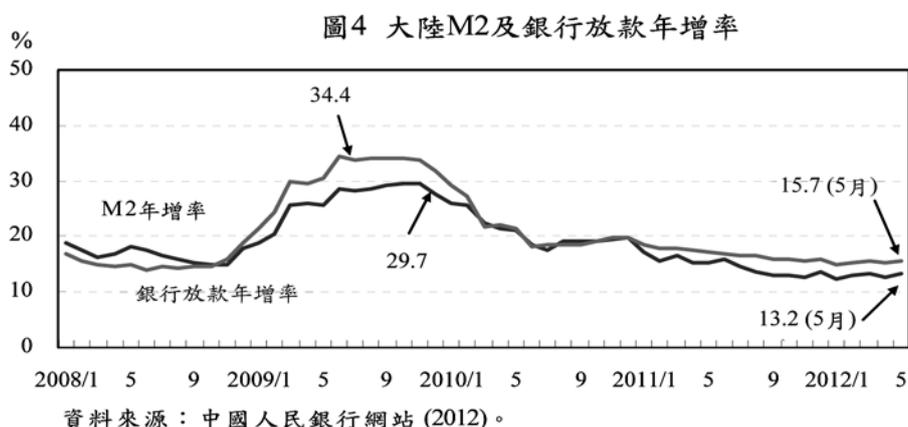
擴張（見圖 4），其中對房地產放款規模大幅成長，2010 年底房地產放款占全體放款之比重達 22.3%（見圖 5），導致房價大幅上升。

(二) 投資及投機炒作盛行

投資大陸房地產市場之資金除來自國有企業、地方政府成立之融資平台（註 1）外，尚有中小企業及一般民眾。

1、中小企業

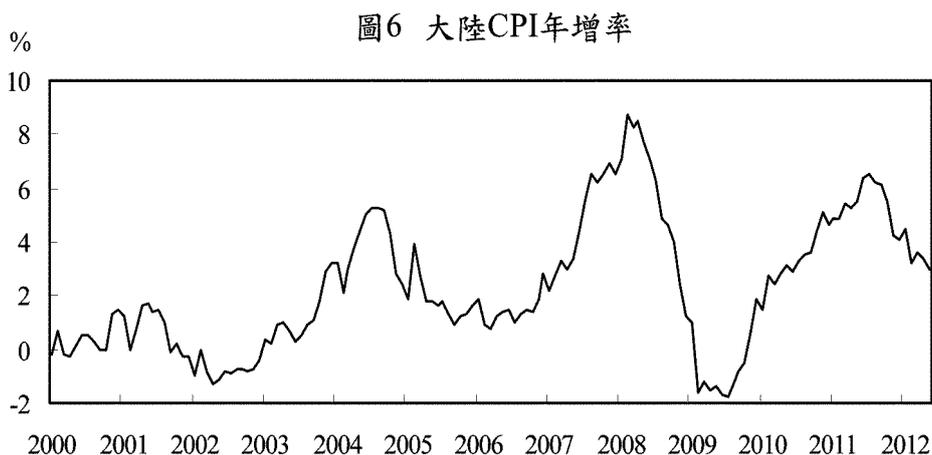
近年因原物料、勞動成本上升導致中小



（註 1）大陸地方政府因受限於預算法規定，無法發行公債及直接向銀行融資，乃提供土地、資金等方式設立公司，稱為地方融資平台，負責地方政府之投資及籌資業務。

企業經營利潤微薄（平均毛利率低於 5%），2008 年因全球金融危機影響一度下滑，2009 年部分中小企業投資房地產，以謀取更高的利潤（註 2）。2009 年下半年起恢復凌厲漲勢（見圖 6）。因通膨高漲，導致實質利率已為負數

2、一般民眾（見表 2），為避免購買力下降，一般民眾紛紛投入房地產市場。大陸通膨率自 2003 年以來開始走升，



資料來源：Thomson Datastream。

表 2 大陸官方利率一覽表

	1 年期法定放款基準利率 (1)	1 年期法定儲蓄存款基準利率 (2)	CPI 年增率 (3)	實質利率 (2) - (3)
2005	5.58	2.25	1.8	0.45
2006	6.12	2.52	1.7	0.82
2007	7.47	4.14	4.8	-0.66
2008	5.31	2.25	5.9	-3.65
2009	5.31	2.25	-0.7	2.95
2010	5.81	2.75	3.3	-0.55
2011	6.56	3.50	5.4	-1.90

資料來源：中國人民銀行（2012）及中國國家統計局（2012）。

(註 2) 見新華網（2012）。

3、地方政府積極投入房地產開發

大陸地方政府為配合振興經濟方案，經由地方融資平台向銀行借入大量款項及發行城投債(註3)，大舉投入基礎建設及相關之房地產(見圖7)。地方政府除透過融資平台開發房地產外，亦鼓勵民間地產開發商開發房地產，以增加稅收。

影響所及，近年來地產開發商投資總規模亦大幅擴增，其中住宅及商業用不動產投資規模均同步擴增。2011年地產開發商投資規模由2003年之1.0兆人民幣，擴增至6.2兆人民幣，其中住宅投資更高達4.4兆人民幣(見圖8)。

圖7 地方融資平台運作流程

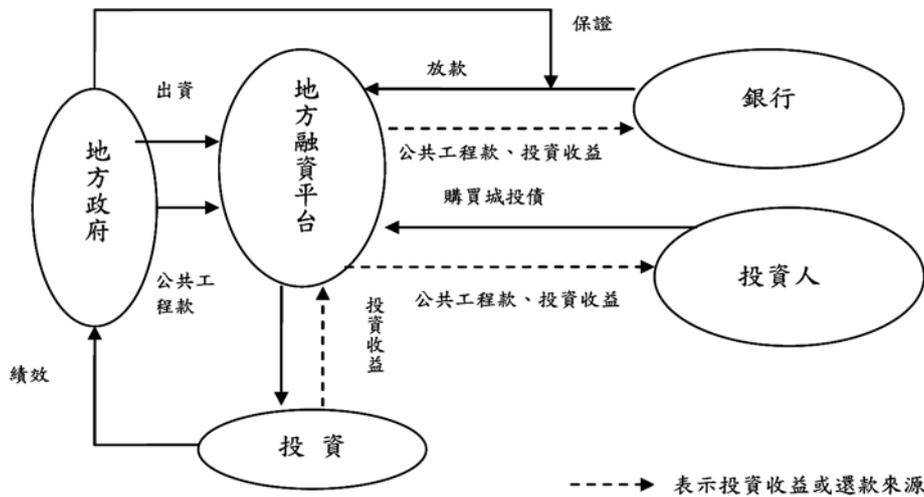
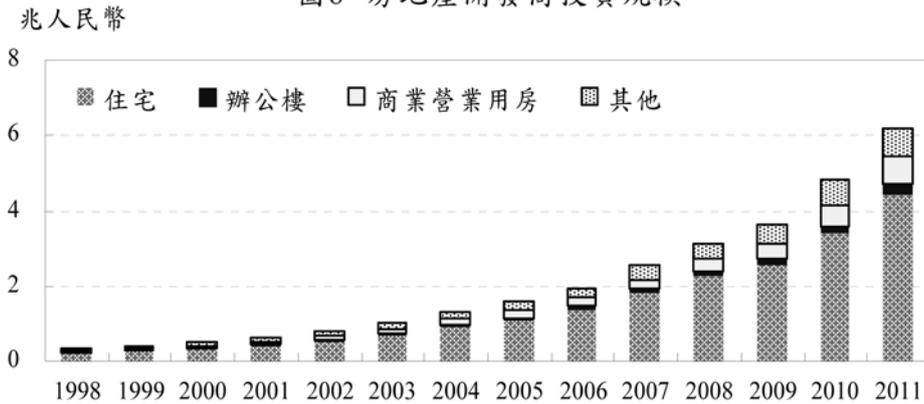


圖8 房地產開發商投資規模



資料來源：Thomson Datastream。

(註3) 專指地方融資平台發行之債券。

參、大陸房市泡沫風險評估

2009年下半年起，大陸房價不斷攀升，是否會步1980年代日本之後塵，有房市泡沫之虞？學者不乏廣泛討論。以下擬先介紹房市泡沫化定義及一般常使用之衡量泡沫化指標，再依衡量指標檢視大陸房市。

一、房市泡沫化之定義及衡量指標

1990年Joseph E. Stiglitz曾為泡沫下一個定義：若今天價格的上漲，純粹只是因為投資者預期明天的售價會更高，亦即基本面的因素已無法合理解釋高漲的價格時，泡沫就存在了（註4）。

泡沫的特點之一是價格哄抬至完全脫離基本面之高價。例如人們因預期未來房價將持續上漲而競相購屋，自然會推升房價。當未來房價將快速上漲之預期成為購屋的主要推動力，且不斷推升房價時，房市泡沫就存在了。

房價快速上漲並不代表泡沫一定存在，必須先確認房價是否脫離基本面上漲。一般常藉由國際間普遍使用之房價所得比、房價租金比、空屋率等三項指標來評估房價是否合理。

二、大陸部分主要城市有房市泡沫化疑慮

以下將分別就上述三項指標檢視大陸房

市是否有泡沫存在？

（一）房價所得比

房價所得比是用來說明住宅成本與家戶所得之間的關係，並衡量一個特定地區民眾購屋的負擔。房價所得比是國際上用來衡量房地產泡沫最常見的指標之一。房價所得比過高會降低民眾之購買力，不利民間消費及經濟成長。根據世界銀行的調查資料，已開發國家房價所得比約介於1.8至5.5倍之間，開發中國家則介於2.5至6倍之間（註5）。在大陸主要城市的房價所得比多逾10倍，特別是在北京、上海及深圳等一線城市，其比例更達12倍以上（見圖9）。

（二）房價租金比

房價租金比係指房價相對租金的比值。房價租金比是不動產投資收益最具敏感的判斷指標，亦是衡量房地產泡沫的重要指標。

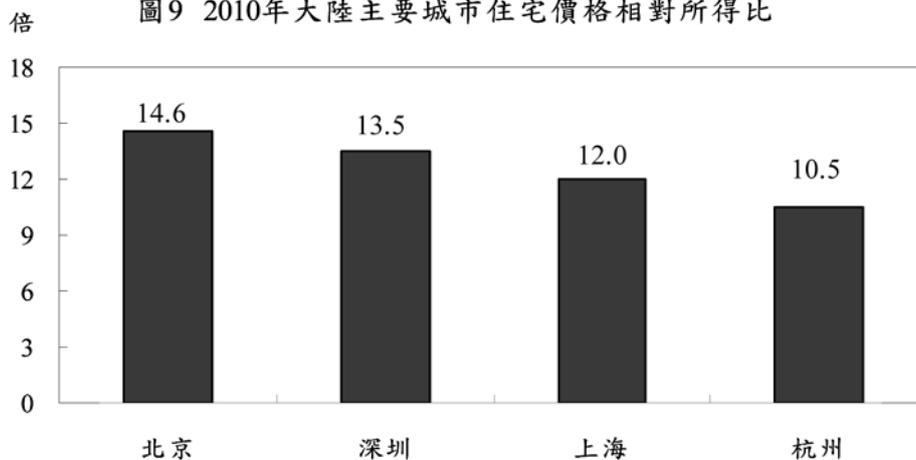
根據大陸國土資源部公布之「中國城市地價狀況2009」，首度提出類似房價租金比的概念。該報告以租金房價比，即1年租金相對房價的比率來分析大陸房地產市場之泡沫情形。若該比值低於4.5%（相當於回收期間超過22年），則說明該地區的房價存在泡沫。

近5年來，由於供需失衡導致房價上漲

（註4）見Stiglitz（1990）。

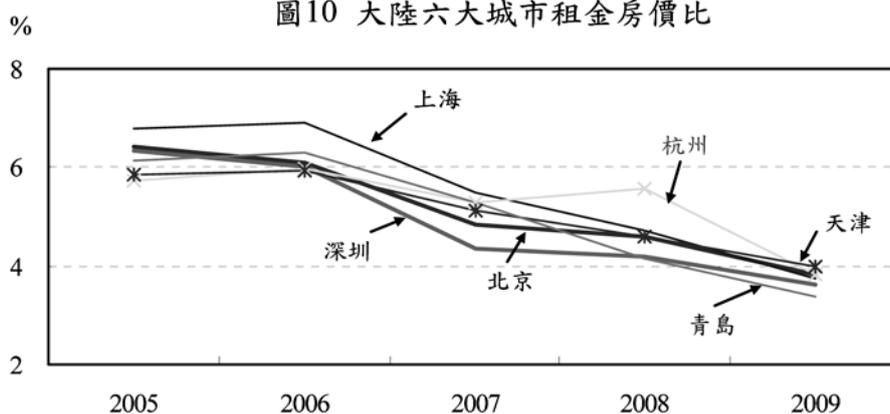
（註5）1992年世界銀行在進行中國大陸住房制度改革研究時，提出之看法，之後多數研究報告或文獻皆引用此種說法。見World Bank（1992）。

圖9 2010年大陸主要城市住宅價格相對所得比



註：深圳及杭州為2009年之資料，住宅價格以每人30平方米計算。
資料來源：Thomson Datastream及中國統計年鑑（2011）。

圖10 大陸六大城市租金房價比



資料來源：中國國土資源部（2010）。

率相對高於租金上漲率，導致北京、深圳、上海、杭州、天津及青島等 6 個城市的租金房價比持續下降，至 2009 年均低於 4%（見圖 10）。租金房價比尚低於 4.16% 的 5 年以上個人房貸利率，說明住宅長期投資者的租金報酬率偏低，明顯偏離理性投資者的正常投資報酬率。

（三）空屋率

空屋率（註 6）係一個衡量房地產市場真實需求的程度。儘管大陸國家統計局自 2010 年 9 月起已著手統計大陸空屋率，惟迄今資料仍未公布。大陸社科院則表示，2010 年大陸空屋數達 6,450 萬戶，足夠容納大陸三分之一的城市人口。另 2011 年 3 月大陸 7 個省分

（註 6）係指空置的房屋面積占房屋總面積的比率。

之新屋空屋數約 1,300 萬戶(註 7)，顯示過去 5 年內完工住宅的平均空屋率達 20%，豪宅及郊區別墅的空屋率估計高達 60% 至 90%。上海及北京的空屋率估計亦高達 30% 至 50% (註 8)。空屋率過高意味住房用於居住的比例過低，用於投資或投機的比例則過高，造成社會資源的浪費。

(四) 綜合評估：主要一線及部分二線城市有泡沫之虞
經由以上三項指標之研判，全球金融危

機後，大陸房價高漲已有泡沫形成之疑慮；惟侷限於部分主要城市，尤其是北京、上海及深圳等一線城市，以及福州及寧波等部分二線城市。

此外，與日本 1980 年代房市泡沫化比較，兩國雖在高房價形成背景方面，有類似之處，惟在經濟、金融發展過程，及政府因應高房價之態度方面，則截然不同(見表 3 及附錄一)。因此，一般認為大陸將不致重蹈日本之覆轍。

表 3 全球金融危機後中國大陸房價高漲與 1980 年代之日本比較

	1980 年代之日本	2009 年以來之大陸
類 似 之 處		
1、高國民儲蓄率	30%至 35%	54% (2010 年)
2、寬鬆貨幣政策，流動性擴增	廣場協議後，連續 5 次調降官方利率，基準貼放利率降至 2.5% 之低點後，維持至 1989 年 5 月。	2008 年 9 月至 12 月間，計 5 次降息及 4 次調降存款準備率。
3、房地產價格急漲	6 大城市 1990 年平均地價為 1981 年之 3.8 倍，其中商業用地價高達 5.5 倍，住宅用地價則為 3.2 倍。	2010 年 4 月 70 大城市平均房價年增率達 12.8% 之歷史新高。
相 異 之 處		
1、經濟發展程度迥異，房價上漲結構不同	城鄉差距小，房價上漲主要因商業用不動產投機需求大所致。	城鄉差距大，房價上漲主要因住宅用不動產需求大，另都市化支撐房價，可降低泡沫破滅風險。
2、金融自由化程度不同	資本帳交易完全自由化，對於外資炒作房地產之管控趨於困難。	金融資本帳未完全開放，外資投資房地產受限，減輕外資炒作大陸房地產之程度。
3、政府處理房價高漲之態度不同	廣場協議後，日圓強勁升值，降低利率來拯救出口產業。	對房價高漲抱持高度警戒，並陸續採取相關因應措施。

(註 7) 見 Financial Times (2011)。

(註 8) 2009 年美國公寓空屋率創 8% 之新高，即被認為係房地產嚴重的警訊。

肆、大陸官方因應房市過熱之措施及其負面影響

一、冷卻房市措施

針對近年來大陸房市過熱現象，除人民銀行自 2010 年至 2011 年 7 月止，5 次調高銀行存放款基準利率、12 次調高存款準備率（見圖 11）外，大陸國務院亦自 2010 年 3 月起，陸續推出包括要求非經營房產業之國有企業退出房地產市場、調高第 2 戶住宅自備款比率、暫停提供購買第 3 戶（含）以上住宅之放款，以及加強對房地產開發業購地及融資之監管等一系列抑制房價高漲之嚴厲措施（見表 4）。

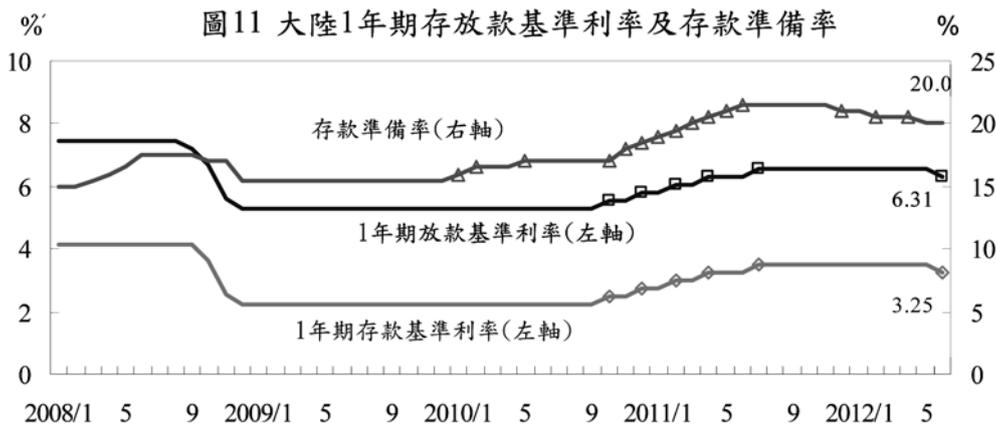
在一系列之抑制房價高漲措施中，以 2011 年 1 月之「新國八條」調控力道最強，其與 2010 年 9 月之「新國五條」最大差異在於，除進一步緊縮購屋信貸及加稅外，並新

增限購措施；因內容涵蓋限購、限貸、稅制、保障性住房、監督問責等五大重點，對抑制高房價成效顯著。

除從需求面抑制房價外，大陸當局亦自 2009 年起大量興建保障性住房，其中 2009、2010 及 2011 年分別興建 500 萬、590 萬及 1,000 萬戶，2012 年預計將不低於 700 萬戶，以充分供應市場所需。

二、冷卻房市措施之成效

受冷卻房市措施影響，70 大城市平均房價年增率自 2010 年 4 月之 12.8%，一路下滑至 2012 年 5 月之 -1.5%（見圖 1）。其中，主要一線及二線城市，新建住宅價格指數年增率亦自 2010 年下半年以來漲幅縮小，2012 年起部分城市新建住宅價格亦轉呈負成長（見



*2008年9月起，大型與中小型金融機構不同，圖中數據係指前者。

資料來源：Thomson Datastream。

表 4 2010 年以來大陸採取抑制房價高漲措施

日期	措施	
	種類	主要內容
2010.3.18	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 國有資產監督管理委員會要求 78 家非經營房產業之中央國有企業退出房地產市場。
2010.4.14	限貸	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 首次購屋且建地面積在 90 平方米（約 27 坪）以上之自備款比率不得低於 30%。 ➢ 購買第 2 戶住宅自備款比率由原先之 40% 提高至 50%，放款利率不得低於基準利率之 1.1 倍。 ➢ 實施更嚴格之差別化住宅信貸政策。
	保障性住房	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 增加住宅建地之供給。
	稅制	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加快研擬制定個人住宅課稅政策。
2010.4.17 (新國十條)	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加強對房地產開發業購地及融資之監管。
	限貸	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 對住宅價格過高、漲幅過快、供給不足的地區，銀行得依風險狀況，暫停提供購買第 3 戶（含）以上住宅放款。 ➢ 對無法提供 1 年以上當地納稅證明，或社會保險繳納證明的非本地居民，銀行得暫停住宅放款。
	保障性住房	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加速興建公共租賃住宅，中央以資金支援。
2010.9.29 (新國五條)	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加強房地產用地及建設管理： <ul style="list-style-type: none"> ✓ 加強國土資源與住房城鄉建設（含房地產市場、規劃、住宅保障）等各主管機關之合作與協調。 ✓ 優先保障中小型住宅用地需求，並簡化相關審核流程，以加速釋出住宅供給。主要措施包括： <ul style="list-style-type: none"> ● 確保興建中小型住宅（即大陸之保障性住房、棚戶區^註改造住房和中小套型普通商品住房等）用地，達住宅用地供應總量之 70% 以上。 ● 在高房價地區，擴增中小型限價住宅用地數量。 ● 明定興建中小型住宅用地不得興建大面積住宅。 ● 加強清查土地閒置情況；明定購地後審核與興建時限，未來經核可興建者應於 1 年內動工，3 年內完工；並明文訂定企業購地後無故閒置 1 年以上，或土地開發利用未依土地轉讓契約之約定條件者，取消其參與土地標售資格。 ● 擴大對囤地、炒作等相關違規事宜之罰則。

	<p>限貸</p>	<p>➢ 強化差異化房貸政策：</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 對貸款購買商品房，房貸成數上限調降至 70%。 ✓ 對貸款購買第 2 戶住宅家庭，嚴格執行既有規定，即房貸成數上限為 50%、貸款利率不低於基準利率 1.1 倍；對購買第 3 戶（含）以上住宅者，以及無法提供 1 年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明之非本地居民，暫停新承做購置住宅放款。 ✓ 民眾禁止以消費性貸款用於購置住宅。 <p>➢ 土地與建築貸款部分：對有土地閒置、改變土地用途和性質、未按期開竣工、囤屋惜售等違法違規記錄之房地產開發商，各商業銀行不得對其辦理新建築貸款和貸款展期。</p>
	<p>稅制</p>	<p>➢ 落實差異化稅負政策，提高交易成本，放寬社會住宅優惠措施：</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 調整契稅與個人所得稅優惠措施： <ul style="list-style-type: none"> ● 契稅：家庭首購自用住宅者，減半徵收；若首購住宅小於 90 平方米以下，調降契稅稅率至 1%。 ● 個人所得稅：取消對 1 年內重購自用住宅者之所得稅減免。 ✓ 建築營運面：對配合興建與管理社會住宅者，提供 3 年稅負減免優惠： <ul style="list-style-type: none"> ● 對公租房（即社會住宅）及其建設用地，減免城鎮土地使用稅。 ● 對興建社會住宅所涉業務，免徵印花稅。 ● 對購買住宅作為社會住宅用途者，免徵契稅與印花稅；相關之租賃契約免徵印花稅。 ● 企業等團體捐贈房屋作為社會住宅用途，且增值額未超過扣除項目金額 20% 者，免徵土地增值稅。 ● 前項捐贈支出在年度利潤總額 12% 以內部分，得納入應納稅所得額之扣除額。 ● 對出租社會住宅收取之租金收入，免徵營業稅、房產稅。

2011.1.27 (新國八條)	監督問責	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 進一步落實地方政府責任：2011 年各城市人民政府要合理確定該地區年度新建住房價格控制目標，並於第 1 季向社會公布。 ➢ 嚴格住房用地供應管理：加強對企業土地市場准入資格及資金來源的審查，參加土地競買的單位或個人，必須說明資金來源並提供相關證明。 ➢ 落實住房保障和穩定房價工作的約談問責機制：未如期確定並公布該地區年度新建住房價格控制目標、新建住房漲幅超過年度控制目標或沒有完成保障性安居工程目標任務的地方政府，要向國務院做報告，有關部門則根據規定對相關負責人進行問責。 ➢ 堅持及強化輿論引導：對製造、散布虛假消息者，追究有關當事人的責任。
	限貸	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 強化差別住房信貸政策：對貸款購買第 2 戶住房之家庭，首付款比例不低於 60%，貸款利率不低於基準利率的 1.1 倍。
	保障性住房	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 加大保障性安居工程建設力度：加強保障性住房管理，健全准入退出機制，切實做到公開、公平、公正。
	稅制	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 調整完善相關稅收政策，加強稅收徵管。 ✓ 規定個人購買住房不到 5 年就轉手交易者，統一按銷售收入金額徵稅（之前採買賣差價徵收）。 ✓ 對定價明顯超過周邊房價水平之房地產開發項目，進行土地增值稅清算與稽查。
	限購	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 從嚴制定及執行住房限購措施：已有 1 戶住房的當地戶及家庭，或有當地一定年限納稅證明或社會保險繳納證明的非當地戶籍家庭，只能購買 1 戶住房，對擁有 2 戶住房（含）以上者，則不得購置住房。

註：棚戶區係指平房密度大、使用年限久、基礎設施差及環境衛生髒亂之區域。

資料來源：整理自中國國務院網站（2011）。

圖 12、13）。

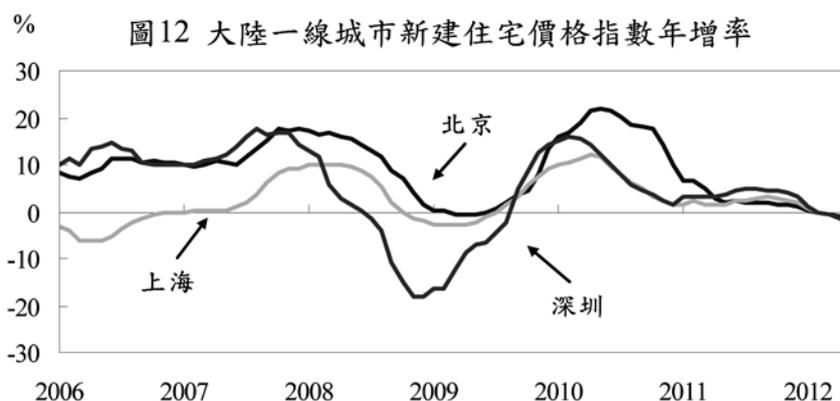
大陸房地產降溫，房價逐步向下調整後，不僅可避免未來房地產泡沫破裂，且可將過度集中於房地產行業之資金及人力等資

源引導至服務業及高科技等產業，有助提升

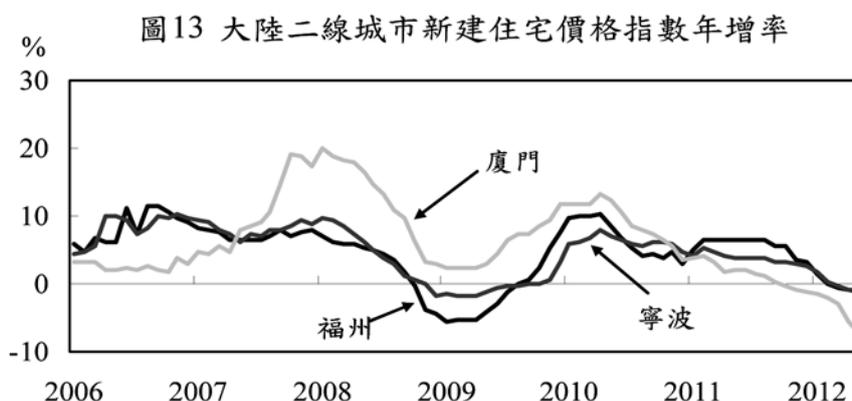
大陸競爭力及長期經濟發展。

三、房市降溫後產生之負面影響

因中小企業及地方政府對房地產投資及



資料來源：Thomson Datastream。



資料來源：Thomson Datastream。

投機炒作涉入非淺，當房市降溫後該等部門受到不小衝擊，加上 2011 年下半年起，歐債危機升高，全球景氣走緩並波及大陸，亦進一步加深房市降溫後產生之不利影響。這些負面影響可歸納為以下幾點：

(一) 拖累整體固定投資，進而影響經濟成長

由於大陸房地產投資占固定投資逾 20%，

房價大跌，重創房地產投資，進而拖累整體固定投資（註 9）。而固定投資占大陸 GDP 之比重又往往高達 50% 以上，若固定投資成長減速，勢將不利其經濟成長。

(二) 導致房地產開發商經營困難

標準普爾（Standard & Poor's）指出，鑑於 2012 年大陸房地產銷售前景之不確定性加重開發商的流動性壓力，因此對其評等維持

（註 9）見英國金融時報中文網（2011）。

負向，預期 2012 年大陸房價約將下跌 10% (註 10)。

據銀監會統計，截至 2011 年第 2 季止，上市房地產開發商的總資產為 1.73 兆人民幣，但總負債高達 1.24 兆人民幣，負債比率達 71.3%，創 10 年來新高。一旦房價跌勢加重時，開發商將面臨一波併購或倒閉潮 (註 11)。

(三) 導致中小企業倒閉與民間融資斷鏈的惡性循環

1、中小企業面臨倒閉潮

房市降溫，導致多數中小企業投資房地產失利，無力償還借款，拖累擔保公司及其他互保企業等，融資利率飆升，融資管道中斷，引發企業倒閉潮的惡性循環。

2、民間融資斷鏈引發銀行信用危機及社會不安

由於中小企業本業經營利潤微薄，而投資房地產獲利大又快，致部分企業轉而炒作房地產，但由於不易自金融體系取得貸款，多轉而求助於民間借貸業者，導致民間借貸盛行。

大陸當局冷卻房市政策，導致中小企業

投資房地產失利，無力償還借款。由於民間借貸涉及關係人甚多，以溫州為例，民間借貸市場規模 1,100 億人民幣，其中約有 89% 之家庭及個人，以及 60% 之企業參與，且來自銀行之資金約占 30% (註 12)，違約風險上升恐引發銀行信用危機及社會不安。

(四) 地方政府償債能力降低

為擴大地方基礎建設，增加地方收入，大陸地方政府自 2009 年起積極投入房地產開發。隨 2009 年下半年以來房價逐步攀高，地方政府透過地方融資平台向銀行借款之餘額節節上升，2010 年底地方融資平台借款餘額高達 10.7 兆人民幣，較 2009 年底大幅擴增 44.6%，占全體銀行放款比重自 2009 年之 18.5% 增至 2010 年之 22.3% (見圖 14)。2010 年中以來，房地產降溫，地方政府投資房地產失利，加以土地出讓收入減少，致償債能力降低 (註 13)。

(五) 加重金融體系風險

2009 年以來大陸銀行業房地產放款比重節節攀升，2011 年底，房地產放款餘額為 10.7 兆人民幣，占其放款比重達 19.5% (註 14)。房市降溫，恐導致大陸銀行業房地產放

(註 10) 見 Standard & Poor's (2011)。

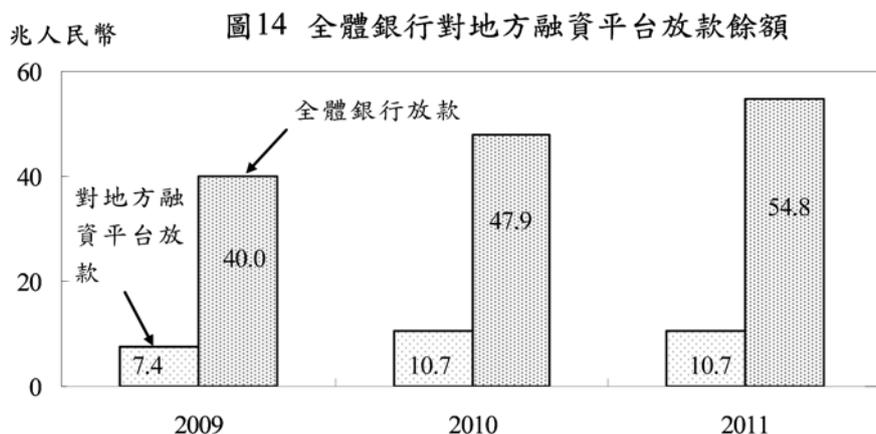
(註 11) 見中國社科院 (2011b)。

(註 12) 包括銀行自有資金 10% 及存款 20%。部分銀行本身更以信託方式發行理財產品，以高於一般放款利率的約定利率賣給投資者，所得資金再以約定利率加碼方式貸放給中小企業，從中獲取暴利，且此種交易屬「表外項目」，監理單位無法判斷其規模之大小。見中國社科院 (2011)。

(註 13) 見中國社科院 (2011a)。

(註 14) 見中國人民銀行網站 (2012)。

款抵押品質惡化，直接推升其授信風險。 能力降低、中小企業倒閉、民間融資斷鏈，
此外，房市降溫亦將導致地方政府償債 加大金融體系風險。



資料來源：中國人民銀行（2012）、新華網（2012）。

伍、未來可能發展

- 一、大陸官方積極採取措施，房價下滑之負面效應不致擴大
長趨緩，金融部門放款品質惡化，金融體系信用風險上升，大陸當局已積極採取一系列措施（見表5），將有助其金融穩定。
- 為因應房市大幅降溫，造成實質部門成

表5 房市降溫產生之負面影響及因應措施

負面影響	因應措施			
	調降存準率與基準利率	允許地方政府發債	支援小型和微型企業的金融財稅措施	擴大保障性住房政策
拖累固定投資，進而影響經濟成長	✓			✓
房地產開發商經營困難	✓			✓
中小企業倒閉與民間融資斷鏈的惡性循環	✓		✓	
地方政府償債能力降低	✓	✓		
加重金融體系風險	✓	✓	✓	

註：「✓」表示針對負面影響所採取之相關措施。

**(一) 調降存準率與基準利率，緩解實質
與金融部門之風險**

為提振房市降溫所帶來之固定資產投資減緩，激勵整體經濟活動，並紓解資金緊俏情況，中國人民銀行於 2011 年 11 月底宣布調降金融機構存款準備率 0.5 個百分點，為 3 年以來首度調降，2012 年 2 月及 5 月再分別各調降 0.5 個百分點，其中大型金融機構存款準備率降至 20.0%；並自 6 月 8 日起調降金融機構存放款基準利率，其中 1 年期存放款基準利率各降 0.25 個百分點，分別至 3.25% 及 6.31%。

利率調降後，房貸利息減輕，有助於緩解房地產投資及開發商經營、中小企業倒閉與民間融資斷鏈問題，以及地方政府償債能力等實質與金融部門之問題。

**(二) 允許地方政府發債，降低銀行放款
集中度**

大陸財政部 2011 年 10 月公布「2011 年地方政府自行發債試點辦法」，允許上海市、浙江省、廣東省及深圳市開辦地方政府自行發債試點（註 15）。該措施為地方政府增闢新的融資管道，降低其銀行債務。

2011 年地方融資平台銀行借款餘額與 2010 年相同，維持於 10.7 兆人民幣（見圖 14），且其占全體銀行放款比重亦自 2010 年

之 22.3% 降至 19.5%，顯示銀行對地方融資平台之借款集中度已有下降，有助於降低銀行信用風險。

**(三) 推出「支援小型和微型企業的金
融稅措施」，降低民間資金斷鏈風險**

為因應房市降溫後，引發之民間資金斷鏈之惡性循環，大陸國務院推出包括擴大銀行對小型微型企業（註 16）放款、增加融資管道及減免稅負等之措施（見附錄二）。

上述政策預期將能緩解當前小型微型企業資金緊俏局面，避免大規模資金斷鏈及勞工失業。近期民間借貸違約事件已漸趨平息，顯示民間資金斷鏈風險已明顯降低。

**(四) 擴大保障性住房政策，滿足民眾住
房需求**

為避免房地產炒風再起，大陸政府持續採行調控房地產之各項政策措施，目的在引導銀行資金轉向其他實質面投資，以利調整經濟體質；但為滿足民眾住房需求，另採取擴大保障性住房政策，使房地產開發商經營困難問題漸獲紓解，除可緩和房市萎縮對投資的影響，也具有加強照顧弱勢民眾住房需求之政策意涵。

**二、房市調控立場不變，未來房市恐進一步
降溫**

鑑於國內經濟成長放緩，加以銀行流動

(註 15) 2011 年 11 月 15 日上海市已成功發行 71 億人民幣地方債。

(註 16) 微型企業指員工人數不足 10 人之企業；小型企業則為員工人數介於 10-300 人之企業。

性壓力增大，2011年12月以來人民銀行陸續調降存款準備率。預期2012年隨全球經濟持續走疲，加以考量房市降溫對經濟及金融之衝擊，貨幣政策可望進一步寬鬆。

儘管大陸貨幣政策已見寬鬆，但預期大陸房市冷卻措施短期內不會轉向，加以保障性住房大量推出，未來房市恐進一步降溫。惟若房市降溫引發之經濟及金融風險加劇，或全球經濟進一步疲軟，大陸當局仍有可能減弱調控房價力道。

三、未來房市調控措施可能以財稅手段取代限購令

目前大陸調控房市措施係行政干預色彩

濃厚之「三限令」(註17)，其中限貸及限價受商業銀行及地方政府人為操控之空間較大，對房市之衝擊未若限購為大。惟限購令自2010年9月實施以來，至2011年12月初止，僅46個城市實施，其中有11個城市之限購令已於2011年12月底屆滿，使房市調控措施面臨鬆動。

限購令乃當前大陸中央調控房市最有效方法，惟就長期而言，限購令將扭曲需求結構，使房市更加依賴政策干預。

有鑑於此，大陸官方表示，限購令屬過渡性措施，未來仍將考慮以房屋稅等之財稅手段來調控房市(註18)。

陸、結 論

為避免步日本1980年代後半期房市泡沫破滅之後塵，大陸官方對房價處理始終抱持審慎態度。近期因大陸景氣明顯趨緩，加上地方政府債務及金融體系風險仍在，致使未來房市調控面臨重大挑戰。

惟相對於歐美國家，大陸外匯存底龐大及儲蓄率高，且大陸都市人口比率遠低於已開發國家，都市化之發展空間仍大，可望為

房地產提供大量需求，降低房市泡沫化的風險；加上2012年秋季大陸政權移轉前後，預期大陸當局勢必採取穩健之金融政策，以避免房價大跌及債務失控。

因此，儘管短期內大陸調控高房價之立場不致輕易改變，惟調控力道及措施則可能視經濟情勢變化而加以調整。

(註17)限貸、限價及限購。

(註18)住房和城鄉建設部長姜偉新2011年10月表示，見英國金融時報中文網(2011a)。

附錄一 全球金融危機後中國大陸房市與 1980 年代之日本比較

1985 年 9 月，七大工業國（G7）財長簽署「廣場協議」（Plaza Accord）後，日圓對美元開始急速升值。為防止因日圓大幅升值衝擊出口產業，影響經濟成長，日本政府採取持續性寬鬆貨幣政策，以及擴張性財政政策，使得原先即已資金充沛之經濟體系，因過剩資金注入非生產領域（註 1），形成巨大資產泡沫。

有鑑於資產泡沫之嚴重，1989 年 5 月起，日本央行改採緊縮性貨幣政策，復以外資因獲利而逐漸撤離日本，導致 1990 年起房價開始下挫，並引發房市泡沫破滅，銀行深受其害。至 2003 年 3 月底止，日本 7 大商業銀行之壞帳總額高達 5.6 兆日圓（約 430 億美元），日本經濟開始步入長期低迷困境。

國際間對大陸是否會重蹈 1980 年代日本房市泡沫化覆轍之疑慮升高。以下擬將大陸與 1980 年代之日本予以比較分析（參見附表）。

（一）與 1980 年代之日本類似之處

1、高國民儲蓄率

（1）日本：

長期以來，高國民儲蓄率為日本國內資

本迅速累積之主因；1980 年代日本國民儲蓄率大致介於 30% 至 35%（註 2），直至 1990 年代起，因房市泡沫破滅，整體景氣衰退而下滑，至 2010 年始降至 24%。

（2）大陸：

大陸長期以來因社會保障機制不全，國民儲蓄率始終居高，致消費疲軟。尤其自 2001 年起，儲蓄率大幅上升，2010 年底已升抵 54%，約為日本在 1980 年代時之 2 倍（見圖 1）。

高儲蓄率雖非導致房市泡沫化之唯一原因，惟意味國內資本大量累積，一旦搭配實施寬鬆貨幣政策或擴張性財政政策，則易引發房市泡沫化。

2、寬鬆貨幣政策，導致流動性擴增

（1）日本：

廣場協議後，日本採取寬鬆貨幣政策，1986 年 1 月至 1987 年 2 月間，連續 5 次調降官方利率，基準貼放利率自 5% 驟降至 2.5% 之低點後，維持至 1989 年 5 月（見圖 2）。

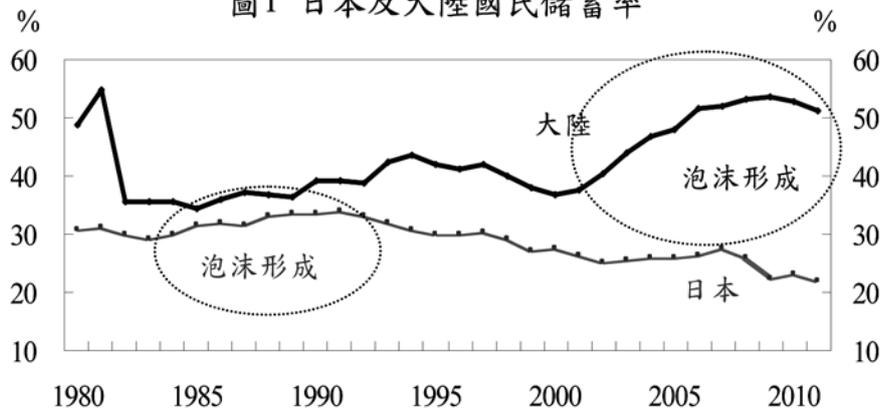
在低利率之環境下，日本流動性擴增迅速，馬歇爾 K 係數（註 3）亦逐步走高（見圖 3）。

（註 1）日本央行統計，在 1985 年到 1990 年間，日本企業共籌資 405 兆日圓，其中 36% 用於實際投資，64% 用於股票或土地投資。見李亞芬（2010）。

（註 2）見 Diaye（2010）。

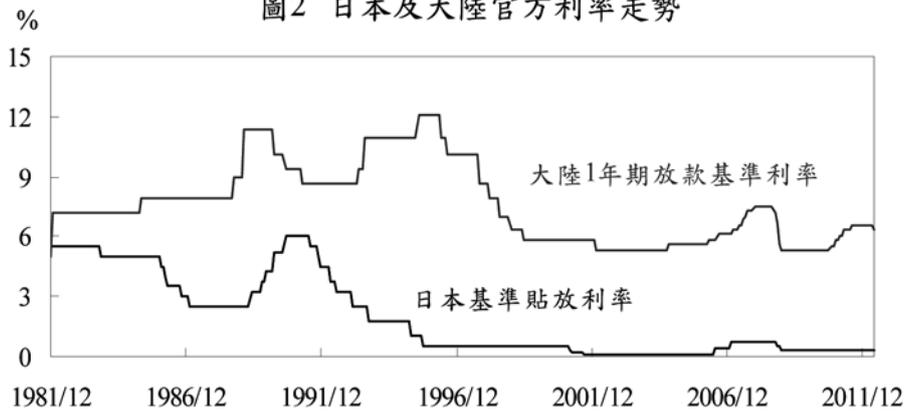
（註 3）一般計算公式為 $M2/\text{名目 GDP}$ ；日本因 M2 定義未含 CD，故以 $(M2+CD)/\text{名目 GDP}$ 計算。

圖1 日本及大陸國民儲蓄率



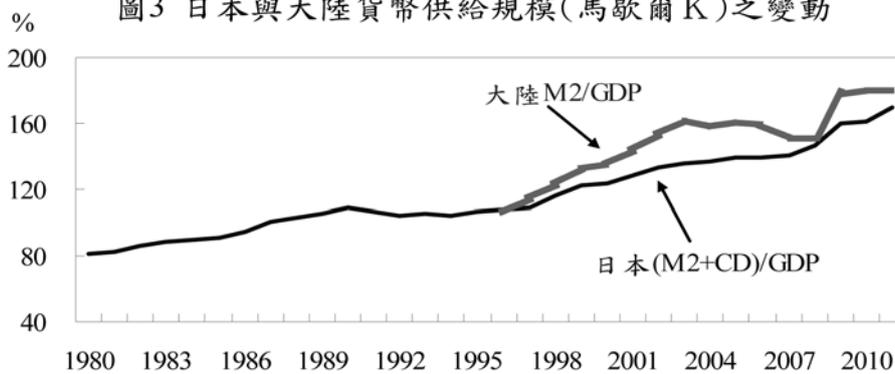
資料來源：WEO database（2012）。

圖2 日本及大陸官方利率走勢



資金來源：Thomson Datastream。

圖3 日本與大陸貨幣供給規模(馬歇爾K)之變動



資料來源：Thomson Datastream。

(2) 大陸：

為因應 2008 年全球金融危機帶來之衝擊，大陸該年 9 月至 12 月共計 5 次調降 1 年期放款基準利率，及 4 次調降存款準備率。短短 4 個月內，1 年期放款基準利率自 7.47% 降至 5.31%，降幅達 2.16 個百分點（見圖 2），而存款準備率降幅亦達 2 個百分點。在極度寬鬆之貨幣環境下，馬歇爾 K 係數亦顯著上升，並遠超出 1980 年代後期之日本（見圖 3）。

3、房地產價格急漲

(1) 日本：

1980 年起日本地價開始全面上漲，1990 年 6 大城市平均地價已漲至歷史高點，約為 1981 年之 3.8 倍，其中商業用地價為 5.5 倍，住宅用地價則為 3.2 倍（註 4）（見圖 4），地價飆漲，帶動房價全面走揚。

(2) 大陸：

2008 年受全球金融危機影響，大陸 70 大城市平均房價年增率大幅下滑，直至 2009 年 4 月在大陸政府振興經濟措施之支撐下，開始彈升，至 2010 年 4 月達歷史新高 12.8%（見圖 5）。

(二) 與 1980 年代之日本相異之處

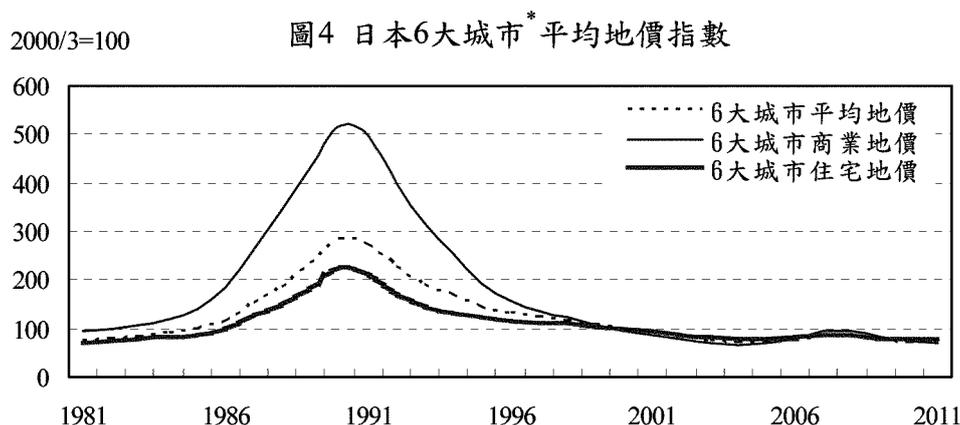
1、經濟發展程度迥異，房價上漲結構不同

(1) 日本：

1980 年代中期，日本已進入後工業化階段，城鄉差距小，國內市場處於飽和狀態，經濟發展空間縮小。房價上漲主要起因於商業用不動產投機需求高所致。

(2) 大陸：

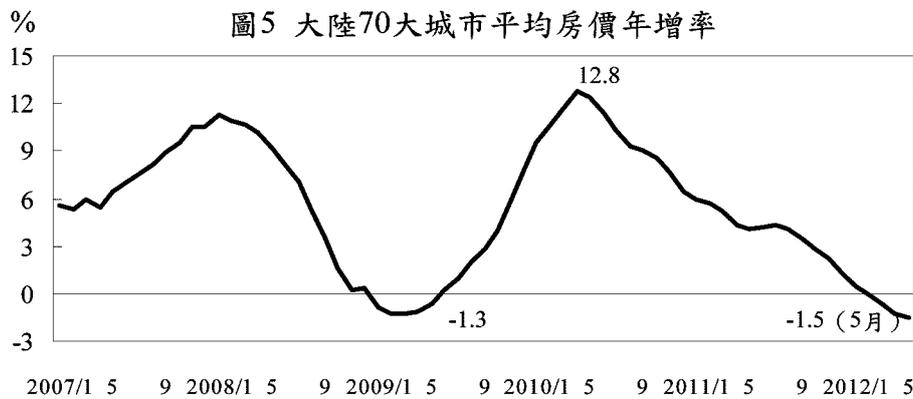
2009 年以來，大陸處於經濟快速發展階段，城鄉差距大，復以國內市場大，經濟發



*東京、名古屋、大阪、神戶、橫濱及京都。

資料來源：Thomson Datastream。

(註 4) 日本官方機構僅公布地價相關指標，並未公布房價相關指標。



註：2011年後之數據係路透依大陸統計局公布之數據推算。

資料來源：中國國家統計局網站（2012）及 Thomson Reuters。

展潛力深厚。房價上漲主要是住宅用不動產需求大，惟漲幅低於日本房市泡沫破滅前之水準，復以都市化對房價形成支撐，致降低泡沫破滅之風險。

2、金融自由化程度不同

(1) 日本：

自1985年起逐步實施利率自由化，復以日圓國際化之進展，日圓成為可自由兌換貨幣。在資本帳交易完全自由化後，對於外資炒作房地產之管控趨於困難。

(2) 大陸：

目前大陸金融資本帳尚未完全開放，外資投資房地產受限，復以人民幣尚無法自由兌換，人民幣對美元升值幅度亦遠低於1980年代日圓對美元之升值幅度。此將可大幅減輕外資炒作大陸房地產之程度。

3、政府處理房價高漲之態度不同

(1) 日本：

1980年代中後期，日本政府因擔心日圓升值對出口之衝擊，開始實施擴張性財政與寬鬆性貨幣政策。自1987年2月，日本政府數次調降官方利率，並大幅減稅與擴大公共投資，致日本企業除大肆收購海外資產，並以低利融資炒作國內房地產，導致房價高漲，引發房市泡沫化危機。

1989年6月起，日本政府雖轉而採取多次調升官方利率等緊縮措施，惟因日本長久以來，在政府過度保護下，經濟及金融體系存在不少結構性問題，致房市泡沫破滅後，景氣步入長期蕭條局面。

(2) 大陸：

因有日本房市泡沫化之前車之鑑，大陸當局對房價高漲抱持相當高之警戒，推出一系列冷卻房市措施，隨後為解決因房市降溫對各經濟層面帶來之負面影響，大陸當局亦陸續採取各種因應措施，以避免風險失控。

附錄二 「支援小型和微型企業發展的金融財稅措施」主要內容

金融措施	主要內容
擴大對小型微型企業之信貸支持	商業銀行應擴大對小型微型企業的放款，實現小型微型企業放款增速不低於全部放款平均增速，增量高於上年同期水準，並擴大對單戶授信總額 500 萬人民幣以下小型微型企業之放款
糾正金融服務不合理收費	禁止商業銀行對小型微型企業收取承諾費、財務顧問費等
擴大小型微型企業融資管道	逐步擴大小型微型企業票據、債券發行規模
放寬對小型微型企業金融服務之監管政策	對小型微型企業單一授信戶 500 萬人民幣以下之放款，可不計入存放比之計算
促進小型金融機構改革與發展	引導小型金融機構增加服務網點
促進民間借貸之健全發展	嚴禁金融從業人員參與民間借貸
准許銀行發行小型微型企業放款金融債	銀行達到銀監會要求之對小型微型企業放款標準，可申請發行金融債，並准許其籌設分支機構
財稅措施	主要內容
提高對小型微型企業稅收支持度	提高小型微型企業增值稅及營業稅免稅額，並將小型微型企業減半徵收企業所得稅政策，延長至 2015 年底
支援金融機構加強對小型微型企業之金融服務	1、金融機構向小型微型企業放款 3 年內免徵印花稅 2、將金融機構之中小企業貸款損失準備金稅前扣除政策延長至 2013 年底
擴大中小企業專項資金規模	取消及減免部分收費

資料來源：整理自中國國務院網站（2011）。

參考資料

中國人民銀行網站（2012），<http://www.pbc.gov.cn>。

____（2011 a），「2011 年第 3 季貨幣政策執行報告」，11 月。

中國國土資源部網站（2011），<http://www.mlr.gov.cn>。

中國國家統計局網站（2011），<http://www.stats.gov.cn>。

中國國務院網站（2011），<http://www.scio.gov.cn>。

中國統計出版社（2011），「2011 年中國統計年鑑」，9 月。

中國社科院（2011），「民間借貸的發展、風險與疏導」，經濟熱點分析，8 月。

- _____ (2011a), 「地方政府擴權對溫州來說迫在眉睫」, 經濟熱點分析, 10 月。
- _____ (2011b), 「中國樓市已轉向開發商面臨嚴峻考驗」, 經濟熱點分析, 10 月。
- 中國銀監會網站 (2011), <http://www.cbrc.gov.cn>。
- 日本央行網站 (2011), <http://www.boj.or.jp>。
- 李亞芬 (2010), 「日本泡沫經濟崩潰及其對中國的啟示」, 北京周報網, 4 月。
- 英國金融時報中文網 (2011), 「萬科：中國樓市已轉向」, 10 月 26 日。
- _____ (2011), 「中國房地產 2012 年入冬」, 12 月 13 日。
- 新華網 (2012), 「發展多層次金融體系規範民間融資市場」, 6 月 19 日。
- _____ (2011a), 「國務院常務會議研究確定支持小型微型企業發展政策措施」, 10 月 12 日。
- _____ (2011b), 「劉明康表態引發猜想三大信號暗示樓市拐點來臨」, 10 月 21 日。
- 詹向陽、鄒新 (2010) 「日本經濟盛極而衰對中國的啟示」, 1 月 25 日。
- Cai, Bo (2011), "The Dilemma of Real Estate Market in Mainland China," Vaasan Ammattikorkeakoulu University of Applied Sciences, May 25.
- Financial Times (2011), "Why Roubini May Be Wrong on China's Property Doom," May 12.
- Kinoshita, Tomo (2009), "What Japan's 1980s Experience Means for China," *Asia Special Report*, Nomura, October 19.
- N'Diaye, Papa (2010), "Transforming China : Insights from The Japanese Experience of The 1980s," *IMF Working Paper*, December.
- Standard & Poor's (2011), "Chinese Companies Face Toughest Test Among Asia-Pacific Property Developers," *Global Credit Portal*, October 26.
- Standard Chartered (2011), "China Property — Mid-year Review and Outlook," *Credit Research*, July 6.
- Stiglitz, Joseph E. (1990), "Symposium on Bubbles," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No.2., pp. 13-18, Spring.
- World Bank (1992), "China — Implementation Options for Urban Housing Reform," *country study*, December 31.

(本文於民國 101 年 7 月完稿，作者盧世勳先生及劉雨芬女士現為本行經濟研究處國際經濟科副研究員及三等專員。)

主要國家當前產業政策評析

簡汝嫻、高超洋、劉雨芬
廖幸嫻、林鈺洺、鄭雅蔚

摘要

近年產業政策受到各國重視，以奉行自由市場經濟之美國，亦以各種法案推動產業結構轉型。世界銀行也開始建議開發中國家政府加強對產業結構的主導。

有鑑於此，本文特以美國、歐盟、中國大陸、南韓、新加坡，及開發中國家為研究目標，分析各國的產業政策，期以提供政府推動產業政策之參考。

一、金融危機後先進國家重回產業政策路線

2008年金融危機後，由於先進國家失業率居高不下，及經濟成長低迷影響，希望重建經濟平衡，加強製造業比重，加以中國大陸及南韓在產業政策方面的成就，奉行市場自由競爭的歐美國家近年亦陸續仿效採行產業政策。

二、產業政策成功之要素

產業政策究竟該用於強化目前明星產業的競爭力，還是扶植潛力產業，尚有爭議。而成功的產業政策主要有3個要素。

(一) 產業政策與該國經濟的相對優勢愈一致，愈可能成功。

(二) 產業政策成功應是順水推舟而非強勢主導。

(三) 產業政策在政府有興趣和能力可勝任的領域，最為有效。

三、主要國家產業政策比較

縱觀主要國家當前產業政策，可看出強調永續發展的綠色經濟已成為全球未來發展重心，各國並依本身優勢而有不同發展重點，如巴西發展再生能源、歐美發展潔淨能源技術等。

金融危機後，歐美等先進國家雖轉而強調高附加價值製造業的發展，然由於向來信奉自由市場競爭的理念，產業政策不以扶植特定產業為重，而著墨於創造自由平等的競爭環境，加強創新與研發，讓產業多元化發展。

主要國家也積極推動服務貿易，如中國大陸、南韓，及新加坡致力開拓服務業市場，歐美等國並透過洽簽自由貿易協定，降低貿易障礙，積極推動服務業市場自由化。

各國產業政策之比較表

	綠色產業	高附加價值製造業	資訊通信科技業 (ICT)	生物技術及醫藥產業	天然資源相關產業	其他
美國	✓	✓	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> ■ 未著重發展特定產業。 ■ 建立正常競爭的市場環境。 ■ 透過研發創新及布建基礎建設引導產業轉型。
歐盟	✓	✓	✓			<ul style="list-style-type: none"> ■ 成員國各自發展本身優勢產業。 ■ 歐盟以建構優質產業環境為主。
中國大陸	✓	✓	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> ■ 培育七大戰略性新興產業。 ■ 大力推動服務貿易發展。
南韓	✓	✓	✓	✓		<ul style="list-style-type: none"> ■ 採取選擇重點產業後，集中發展之策略。 ■ 推動品牌差異化。 ■ 積極開拓支援製造業發展之服務業，如物流、產品設計等；及軟性服務業市場。
新加坡	✓	✓	✓	✓		強化金融、運輸及醫療等服務業之實力。
印度		✓	✓			強化基礎建設，吸引外人直接投資來推動產業發展。
印尼		✓	✓		✓	<ul style="list-style-type: none"> ■ 農用工業、運輸業及天然資源相關產業。 ■ 吸引外人直接投資來推動產業發展。
巴西	✓ (再生能源)	✓	✓			政府透過銀行提供創新機構資金。

壹、產業政策發展背景簡析

經過 2008 年金融海嘯洗禮後，主要國家政府紛紛提出不同的產業政策以因應當前挑戰，如針對降低失業率、刺激經濟成長和調整產業結構等相關的政策。

縱觀各國，可以發現近年產業政策逐漸受到重視，以美國如此奉行自由市場經濟之國家，亦以各種法案推動產業結構轉型。即

使曾經認為產業政策不適用於開發中國家的世界銀行 (World Bank) 如今也改弦易轍，開始建議開發中國家政府加強對產業結構的主導。行政院近日亦揭示產業結構調整是現階段考量的政策方向，並朝向高價值人力發展。

根據已開發國家與開發中國家的產業發

展軌跡，可以發現政府的引導是促進該國產業或經濟發展的關鍵因素，產業政策的良窳將深遠影響產業發展。

有鑑於此，本文特以美國、歐洲、中國大陸、南韓、新加坡，及開發中國家為研究目標，分析各國的產業政策，期以提供我國政府推動產業政策之參考。

一、產業政策理論背景

(一) 產業政策意涵在於以政府力量協助產業發展，透過對特定產業及企業的輔助或紓困，促使國內產業結構轉變，從而提升國家競爭力。

(二) 產業政策不局限於工業或製造業，只要是政府認為透過政策協助可促進經濟成長的部門，均可納入產業政策的範圍。

(三) 歷來許多東亞經濟體的經濟奇蹟，可歸功於成功的產業政策。就連鼓吹自由經濟的先進國家，往往也在國內扶植特定產業。

二、2008 年金融危機後，先進國家重回產業政策路線

經濟學人(註 1) 指出先進國家重新擁抱產業政策之主要原因如下：

(一) 全球經濟不振，先進國家深受失業率居高不下，以及經濟成長低迷所苦。支援產業可以保留工作機會，和幫助本地企業

對抗外國競爭者。

(二) 英美等國希望重建經濟平衡，加強製造業，並降低金融及房地產產業的比重；除傳統製造業外，潔淨能源技術也是熱門選項，幾乎所有大型經濟體都有爭取全球市占和創造「綠色」工作的計畫。

(三) 中國大陸及南韓在產業政策的成就，令先進國家起而仿效。

三、產業政策效果之評估

評估產業政策是否有效的方法，一般而言包括以下三種：

(一) 評估接受政策協助的特定產業。相關研究顯示，保護特定產業雖能提升經濟成長，卻可能導致福利淨損失 (net welfare losses)。

(二) 檢視不同產業的生產力變化，藉此了解受到政策支持的產業是否因此有所成長。多數研究顯示，政策保護措施與產業成長呈負向關係。

(三) 針對不同國家進行跨國性的比較。

四、產業政策成功之要素

產業政策被認為有助經濟成長，但究竟該用於強化目前明星產業的競爭力，還是扶植潛力產業，尚有爭議(註 2)。

綜合經濟學人報導(註 3) 與相關研究結

(註 1) The Economist (2010)。

(註 2) Lin, Justin and Ha-Joon Chang (2009)。

(註 3) 同註 1。

果，成功的產業政策主要有 3 個要素。

(一) 產業政策與該國經濟的相對優勢愈一致，就愈有可能成功

世界銀行首席經濟學家林毅夫認為，開發中國家的產業政策應先支持目前最具競爭力的產業，即勞力及資源密集產業。透過產業政策的支持，累積人力及實體資本 (physical capital)，假以時日，便能將這些資本繼續投入生產力較高的產業。

(二) 產業政策成功應是順水推舟而非強勢主導

研究指出，與其「硬性」地透過干預影

響價格，不如改善政府與產業間的協調，從而提高生產力。以產業政策的成功範例，即東亞經濟體如日本、亞洲四小龍來看，成功原因即在於採取政府與業界共同合作的橫向政策 (horizontal policies) (註 4)。

(三) 產業政策在政府有興趣和能力可勝任的領域最為有效

例如美國發展軍事技術和能源供應即有相當成效；反之，若政府僅為挽救傳統企業以保住就業，或把錢撒在對於大而不能倒的企業，則產業政策可能面臨失敗。

貳、美國產業政策評析

美國高度信奉自由市場競爭理念，無明確的產業政策。國內的主流經濟學派亦認為政府僅應為產業發展創造平等競爭的經濟和社會環境。雖然美國政府未提出具體的產業政策，但是美國仍透過各種方案在產業及部門間進行有計畫的資源配置，可謂隱性的產業政策。

一、歐巴馬政府之相關產業政策

歐巴馬 2009 年曾指出，美國政府必須對「策略性的產業做出策略性的決定」，2010 年及 2011 年先後宣示對產業研發的投入及基礎建設的支持，除提出以「5 年出口倍增」為目標的國家出口計畫、製造業促進法案，及

招商引資計畫外，2012 年 1 月商務部更針對美國經濟發展的六大隱憂，提出美國競爭與創新報告。

2012 年 1 月歐巴馬在國情咨文中更強調將以製造業為重心，要求美國企業將外包海外的工作遷回美國，獎勵在美國國內創造就業的企業。同時主張停止補貼石油業，並轉向加倍投資潔淨能源。

(一) 「國家出口計畫」：2010 年 2 月

歐巴馬在 2010 年發表國情咨文時，即宣布實施「國家出口計畫」(National Export Initiative, NEI)，立下 5 年出口增加為 2 倍與創造 200 萬工作機會的目標。

(註 4) Mauricio, Canêdo-pinhoiro, Pedro Cavalcanti Ferreira, Samuel de Abreu Pessôa, and Luiz Guilherme Schymura (2007)。

1. 為美國首次推出之泛政府出口策略，包括加強洽簽自由貿易協定、增加對貿易夥伴施壓，以撤除關稅及非關稅障礙。

2. 該計畫五大重點為：

■ 加強出口和貿易推廣；

■ 促使中小企業更易獲得融資；

■ 消除美國商品及服務出口面臨之貿易障礙；

■ 堅決執行美國貿易規則，確保各貿易夥伴履行應盡責任；

■ 制定政策，促進持續且強勁的經濟成長。

(二) 「美國製造業促進法案」：2010 年 8 月

「美國製造業促進法案」，又稱「綜合關稅法案」(Miscellaneous Tariff Bill)，針對美國國內未生產或不會造成直接競爭壓力的原料及產品，降低或暫停課徵部分進口關稅，以減輕製造商生產成本，進而提升其競爭力並帶動出口；同時，國內消費者也可享受商品價格下降的好處。

美國製造商協會(National Association of Manufacturer, NAM)預估此法案將為美國製造業提升 46 億美元的產值，並帶來將近 9 萬個就業機會。美國國會預算局(Congressional Budget Office)則預估法案生效後的未來 3 年，美國進口商將可省下 2 億 9,800 萬美元的進口關稅。

(三) 「選擇美國」計畫：2011 年 6 月

「選擇美國」(Select USA)計畫，係責成商務部吸引外國企業來美國投資，包括協助外國企業確認有利的美國稅負誘因。這是美國首次將招商引資工作提高到總統令的高度，也是首次建立具有行政約束力的跨部會工作小組。

(四) 「美國競爭與創新」報告：2012 年 1 月

美國商務部針對美國經濟發展的隱憂，提出「美國競爭與創新」(The Competitiveness and Innovative Capacity of the United States)報告，重點如下：

1. 創新是提升美國競爭力、增加居民收入、創造就業以及促進經濟長期成長的主要動力。

2. 由於政府在基礎研究、教育和基礎設施方面投資不足，影響了美國競爭力；政府在面對預算壓力時，應優先支持以上三個領域。

3. 建議增加對大學和研究機構的資金投入，延長針對私營部門研發項目的稅收優惠，以賦予企業更多創新動力。

4. 強調投資建立覆蓋更廣的電力網路，為城鄉社區提供更快捷寬頻網路的重要性。

二、美國產業政策之特色

由於美國無明確的產業政策，政府亦僅扮演輔助角色，政策重點並非針對特定產業，而以建立正常競爭的市場環境為核心，並透過研發創新及布建基礎建設引導產業轉

個別國家國家研發支出占全球比重

	2010	2011	2012
美洲	37.8%	36.9%	36.0%
美國	32.8%	32.0%	31.1%
亞洲	34.3%	35.5%	36.7%
日本	11.8%	11.4%	11.2%
中國	12.0%	13.1%	14.2%
印度	2.6%	2.8%	2.9%
歐洲	24.8%	24.5%	24.1%
其他	3.0%	3.1%	3.2%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

資料來源：Battelle, R&D Magazine (2011).

型，因此，美國產業政策主要有以下幾個特色：

(一) 政府及企業大力投入研發

1. 政府大力投入研究開發

美國政府對科技研發的投入向來不遺餘力。政府研發支出占全國研發經費比重，相較於日本或其他歐洲先進國家都屬相當高的水準。

2. 以稅負優惠鼓勵企業增加研發投入

自 1981 年起，企業研發投入即可抵減一定比例的聯邦所得稅應稅收入。目前之稅負優惠於 2011 年底到期，商務部建議延長對企業之稅負優惠，以鼓勵研發投入，從表一可看出，美國整體之研發支出仍高居全球之冠。

(二) 布建完善的基礎建設

美國的基礎設施，如鐵路、道路及電力系統等都需要更新及現代化。歐巴馬在 2011 年 1 月發表國情咨文時即曾強調必須重建基

礎設施，目標為未來 25 年內，使 80% 的美國人擁有高速鐵路；未來 5 年內，使業界可向 98% 的國人提供下一代高速無線網路。

2011 年 6 月推出「21 世紀電網政策架構」

(A Policy Framework for the 21st Century Grid) 計畫，希望透過提供 2.5 億元貸款來改進農業地區的電力，降低停電的頻率和長度。

美國商務部 2012 年 1 月亦再次強調，美國需要在基礎設施建設方面增加投資，以增強國家的競爭力，並促進經濟成長。

(三) 持續洽簽自由貿易協定 (FTA) 以

消除貿易障礙

自由貿易協定有益於促進美國產品出口及保護美國利益，因此美國持續致力於與各國洽簽自由貿易協定，2010 年美國對自由貿易協定伙伴國出口額已占美國總出口額之 41%。

美國目前已與 17 個國家簽訂自由貿易協定，與南韓、哥倫比亞及巴拿馬之自由貿易協定亦於 2011 年 10 月經國會表決通過，其中，美韓自由貿易協定已於 2012 年 3 月 15 日生效。

此外，美國為「泛太平洋戰略經濟夥伴關係協議」（Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement, TPP）之主要成員，該協議號稱是「最高標準的自由貿易協定」。成員國希望 95% 之往來貨品降至零關稅，2015 年則全面免除關稅。除原本 9 個成員國外，美國積極推動該協定，日本已表達加入意願。若日本成功加入，則 TPP 成員國將涵蓋全球經濟總額的 35%。

（四）致力發展潔淨能源技術

美國近年除致力於提升製造業出口外，潔淨能源技術亦成為發展重心。歐巴馬於 2011 年 3 月 30 日提出了「安全能源未來藍圖」（Blueprint for a Secure Energy Future）計畫書，預計以 10 年的時間，減少 1/3 的石

油進口量，為了達到此一目標，除了確保替代能源和新的石化能源資源外，美國政府還將為提高能源利用率提供支援，包括：

1. 2015 年前讓 100 萬輛電動汽車駛入美國市場的計畫；
2. 設立潔淨能源標準（Clean Energy Standard）；
3. 2035 年前使美國國內 80% 的發電量來自再生能源；
4. 2012 年用於提高能源效率的技術開發預算提高為 2 倍，並把用於再生能源技術開發的金額擴大 70%。

三、小結

綜上可看出，雖然美國無明確之產業政策，然而仍持續推出各種政策以關注產業結構的升級。需要注意的是，無論是從美國當前的產業政策走向，和杜哈回合貿易談判的進展來看，美國開始關注服務產業領域的相關問題，包括要求開發中成員國開放更多的服務貿易市場等。

參、「歐洲 2020」規劃歐洲未來 10 年發展藍圖

歐盟各國的產業政策發展仍奠基在各國的優勢產業之上，個別成員國發展本身具優勢的產業，透過政策、科技創新等鞏固產業基礎，進而開拓具備競爭力的新興產業，為國家的競爭力奠基。

而整體歐盟產業政策則強調提升產業競

爭力、結構轉型以建構優質的產業環境，既是歐盟層面的指導性與協調性方針，亦是個別成員國產業政策的必要補充與指導。

歐盟理事會（European Council）繼 2000 年第 1 個 10 年計畫後，於 2010 年 6 月通過「歐洲 2020」（European 2020），為未來 10

年的成長策略定調。

一、「歐洲 2020」擘劃中長期發展策略

「歐洲 2020」包含 5 大具體目標，3 大優先發展重點，及 7 大旗艦計畫方案 (Flagship initiatives)。

(一) 5 大具體目標刺激經濟成長與就業

1. 提高 20 至 64 歲人口之就業率，由目前的 69% 提高至 2020 年的 75% 以上。

2. 改善研發環境，研發支出於 2020 年達 GDP 的 3% 水準，並發展追蹤創新新指標。

3. 溫室氣體排放量於 2020 年較 1990 年降低 20% (若情況可行下為 30%)，再生能源占最終能源消費比重增至 20%，並提高能源效率 20%。

4. 降低輟學者比例由目前的 15% 至 10%，提高 30 至 34 歲人口之高等教育比例由目前的 31% 至 40% 以上。

5. 減少貧窮線下人口數 25%，使 2,000 萬人擺脫貧困。

(二) 3 大優先發展重點，透過歐盟與國家層級的具體行動達成

1. 智慧成長 (smart growth)

■ 教育—鼓勵民眾學習，研究和更新他們的技能。

■ 研究創新—創造新的產品與服務，解決社會的挑戰。

■ 數位社會—使用通訊技術培養知識、創新與數位社會為基礎的成長。

2. 永續成長 (sustainable growth)

■ 建構更具競爭力的低碳經濟—減少溫室氣體排放，防止喪失生物多樣性。

■ 引進有效率的智慧網路；利用歐盟規模的網路，給予企業 (特別是小型製造業) 額外的競爭優勢。

■ 改善企業經營環境—特別是中小型企業，幫助消費者作明智選擇。

3. 包容性成長 (inclusive growth)

■ 提高就業率—增加更多更好的工作，特別是對婦女、青年和老人，以加強社會的凝聚力。

■ 透過職業訓練的投資，使勞工可因應工作環境變動，經濟成長的果實可公平分配。

(三) 在創新、教育、勞動等市場啟動 7 大旗艦計畫方案

1. 數位社會 (Digital agenda for Europe)

加速網際網路的速度，使家戶單位與企業享受單一單位市場的效益。

2. 創新聯盟 (Innovation Union)

改善研究創新的環境及融資取得，使創新概念可轉化為實際的商品與服務，以增加成長與就業。

3. 青年行動計畫 (Youth on the move)

提高歐洲高等教育的吸引力，提升教育體系績效，協助年輕人進入勞動市場。

4. 資源效率的歐洲 (Resource efficient Europe)

提高能源使用效率，轉變成低碳經濟，增加再生能源之使用，培養現代化交通運輸部門。

5. 全球化時代的產業政策 (An industrial policy for the globalization era)

改善企業經營環境，特別針對中小企業，支撐強大且永續的產業基地，得以在全球競爭中發展。

6. 新技能與工作計畫 (An agenda for new skills and jobs)

促進勞動力的流動，增加勞動參與率及改善勞動供需媒合，並建立現代化勞動市場。

7. 消除貧困的平台 (European platform against poverty)

提高社會與地域的凝聚力，讓社會大眾共享成長與就業之效益。

二、歐洲產業競爭力提升之發展要點

「歐洲 2020」強調需加強歐洲的吸引力，以歐洲作為投資和生產的地區。歐盟執委會 (European Commission) 每年發布「歐洲競爭力報告」與「各成員國的競爭力表現與政策」，在歐洲學期 (European semester) (註 5) 與「歐洲 2020」架構下，定期評估各成員國的競爭政策。

2000~2010 年相對主要貿易對手，歐盟 27 國單位勞動成本雖僅微幅增加 3%，但各

國差異甚大。製造業占歐盟出口的 75%，在強化歐洲產業的全球競爭力有其重要性。

根據「歐洲競爭力報告」，歐洲經濟要回到成長路徑，需要歐盟成員國統一且協調的產業政策，雖然金融與財政穩定是永續成長的必要條件，但必須伴隨結構性改革與個體經濟政策，以強化歐盟經濟競爭力與長期潛在產出。

「歐洲競爭力報告」強調未來歐洲發展重點應聚焦在以下幾點：

(一) 產業創新：藉由投入稀少資源、減少支援創新系統的分散，以及聚焦於研發計畫，使產業持續創新

歐盟 R&D 密集度 (R&D intensity) 位居美、日之後，主因個別產業部門較少研發投資。實證亦指出歐盟在研發商業應用上表現較弱。

1. 「關鍵促成技術」 (key enabling technologies) 為產業未來競爭力的基礎之一，此包括尖端原料 (advanced materials)、奈米技術、生物技術、光電技術、先進製造系統，許多成員國正積極提升以上技術。預期關鍵促成技術 (例如奈米技術) 至 2015 年將成長 50%，創造數以千計高附加價值的就業機會。

2. 服務業與產業關係亦日益密切，特別是知識密集的企業服務用作直接與間接投入

(註 5) 歐盟自 2011 年起啟動歐洲學期，針對成員國之年度財政預算方案及經濟改革計畫，提出戰略性建議。

要素，占歐盟 12 國(註 6)、15 國(註 7)出口分別為 9%、18%。技術與產業變化亦增加高階與中階技術的勞工需求，某些部門已缺乏技術勞工。

(二) 永續成長與資源效率：發展潔淨能源技術，確保能源定價公平，改善能源傳遞管道，促進資源永續與使用效率。

1. 歐盟 27 國在 1995~2009 年能源密集度(註 8)下降 27.5%，主因是能源的節省與附加價值的成長。在碳密集度(註 9)方面，歐盟國家亦取得顯著改進。

2. 非能源原物料的需求遞增，使其價格暴漲，為因應如此發展，製造業正提升原物料使用效率(例如汽車業)，並提高回收使用(例如鋼鐵、紙漿與造紙業)與研發替代材料(例如化學業)。

3. 發展生態產業和生態創新是達成歐盟氣候變化目標的關鍵因素，並提供了巨大的商機。各成員國支持環保產業的例子包括支持電動汽車市場與相關的基礎建設、整合中

小企業有關環保的商業模式、綠色公共採購。

(三) 企業經營環境：藉由減少企業的行政負擔、促進利用寬頻、能源與運輸基礎設施服務商的競爭，來改善企業經營環境。

1. 根據世界經濟論壇(World Economic Forum, WEF)指標，全球前 10 大最具競爭力的經濟體中，有 6 個為歐盟成員國(註 10)。然而其他跨國評比則顯示，歐盟的一半成員國與往年相比排名下滑，因其他國家在改善企業經商環境的進展更快。

2. 服務業指導方針(Services Directive)(註 11)的執行有助移除不合理障礙，並簡化服務的管制架構。藉由支持創新服務與執行單一市場法令，特別是服務業指導方針的徹底執行，可帶來 1,400 億歐元的經濟利益，相當於歐盟 GDP 的 1.5%。

3. 運輸與能源的基礎設施改善，對於許多成員國仍是重大挑戰。

(四) 中小企業政策：透過暢通融資管

(註 6) EU-12：係指歐盟 1993 年 11 月 1 日成立時的初始成員國，分別為比利時、希臘、盧森堡、丹麥、西班牙、荷蘭、德國、法國、葡萄牙、愛爾蘭、義大利以及英國。

(註 7) EU-15：除前述之 EU-12 外，再加上 1995 年至 2004 年 4 月底之間加入歐盟的 3 個成員國，包括奧地利、芬蘭以及瑞典。

(註 8) 能源密集度的定義為公噸油當量(tonne of oil equivalent, TOE)與毛附加價值(gross value added, GVA)的比值，衡量每單位附加價值所需耗用的能源消費量。

(註 9) 碳密集度的定義為二氧化碳的排放與經濟活動的比值，衡量每單位 GDP 所需排放的二氧化碳。

(註 10) 2011 年 9 月 7 日 WEF 公布全球競爭力評比，前 10 名分別是瑞士、新加坡、瑞典、芬蘭、美國、德國、荷蘭、丹麥、日本、英國。

(註 11) 2006 年 12 月 12 日通過法令，2009 年 12 月 28 日全體成員國必須完全實施，其主要目的為讓服務業充分發揮潛力，刪除不合理的法律與行政障礙，包括天然氣、電力市場整合、移除金融市場障礙、郵政市場自由化等，對於歐洲服務業的發展影響重大。

道、促進國際化，及減少公部門付款時間，並嚴格遵守逾期付款指令（Late Payment Directive）（註 12）來支持中小企業。

1. 為支持微型和小型企業的創立，某些成員國（註 13）已永久減少或取消公司設立的最低資本要求。

2. 受信用緊縮的影響，中小企業仍不易取得融資，但已持續改善。

3. 平均付款期間亦是影響中小企業融資的重要因素，2011 年 1 月歐盟理事會通過逾期付款指令，要求公部門需在 30 日內處理付款。公共管理當局減少延遲付款，可顯著改善企業的財務狀況，特別是中小企業。

4. 多數成員國支持中小企業的國際化，並提供資金、資訊及監管上的支援。由於歐

洲中小企業約 25% 從事出口到歐盟與非歐盟的市場，然而，其營業額來自歐盟國家卻低於 20%。

三、小結

綜上而言，在產業發展基礎上，歐盟個別國家係發展本身具優勢的產業。歐盟層級的產業政策則藉由結構性的深度變革，加強創新與研發，提高資源使用效率，改善企業經營環境，支持中小企業，來提升歐洲產業的競爭力。

透過國家層級調整各種政策，在預算緊縮的時期，可將資金槓桿化；而在歐盟層級，歐盟執委會提出「多年度財政架構」，排序優先目標，在「歐洲 2020」的藍圖下，強化對成員國的支持與監督。

肆、中國大陸十二五期間之產業政策

大陸「十二五（2011 年～2015 年）規畫」，係以科學發展為主題，以確保科學發展取得顯著進步，並在調整經濟發展結構上獲得實質性進展。主要目標包括：擴大內需、鞏固農業基礎，提升製造業核心競爭力、發展戰略性新興產業、加速發展服務業等。

根據十二五規畫，大陸科技部公布「十二五科學和技術發展規畫」，商務部公布

「十二五商務發展主要任務和重點工作」，由這些規畫可以一窺大陸十二五期間之相關產業政策。

一、「十二五科學和技術發展規畫」

（一）發展目標

基礎研究及前沿技術（註 14）研究投入持續增加，原始創新能力顯著提升，科技與經濟結合更加緊密，建立世界一流的研究機構、研究型大學，進一步壯大科技人才。

（註 12）規範商業交易中的逾期付款。

（註 13）比利時、愛沙尼亞、德國、荷蘭、拉脫維亞及盧森堡。

（註 14）前沿技術係指高技術領域中具有前瞻性、先導性和探索性的重大技術。

十二五期間科技發展之主要目標

指標	2010年	2015年
研發經費占國內生產毛額的比例(%)	1.75	2.2
每萬名就業人員的研發人力投入(人年)	33	43
國際科學論文被引用次數世界排名(名次)	8	5
每萬人擁有發明專利件數(件)	1.7	3.3
研發人員發明專利申請件數(件/百人年)	10	12
全國技術市場契約交易總額(億人民幣)	3,906	8,000
高技術產業新增價值占製造業新增價值的比重(%)	13	18
公民具備基本科學素養的比例(%)	3.27	5

(二) 戰略部署

戰略部署	
1. 加速實施國家科技重大專項	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 核心電子器件、高端通用芯片及基礎軟體產品。 ➤ 極大規模集成電路製造裝備及成套生產技術。 ➤ 新一代寬頻無線移動通信網。 ➤ 高檔數控機床與基礎製造裝備。 ➤ 大型油氣田及煤層氣開發。 ➤ 大型先進壓水及高溫氣冷堆核站。 ➤ 水污染控制與治理。 ➤ 轉基因生物新品種培育。 ➤ 重大新藥創製。 ➤ 愛滋病及病毒性肝炎等重大傳染病防治。 ➤ 其他國家科技重大專項。
2. 大力培育和發展七大戰略性新興產業	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 節能環保。 ➤ 新一代信息技術。 ➤ 生物產業。 ➤ 高端裝備製造。 ➤ 新能源。 ➤ 新材料。 ➤ 新能源汽車。 ➤ 加強農業農村科技創新。 ➤ 促進重點產業技術升級。
3. 推動重點領域核心關鍵技術突破	<ul style="list-style-type: none"> ● 加強設計技術、製造技術、基礎零組件及電子元件等方面基础性、共性技術(Generic Technology)(註15)研發。

(註 15)非專有的通用技術。

	<ul style="list-style-type: none"> ● 加速突破機械、鋼鐵、有色金屬、石化、紡織、輕工、建材等產業核心關鍵技術。 ● 加強精密加工技術及裝備。 ● 提高製造業信息化及自動化水準。 ● 加強信息產業關鍵技術及基礎軟硬體研發。 ● 加強現代交通運輸業技術。 ➤ 加速推動現代服務業科技創新。 ➤ 加強民生科技。 ➤ 建立可持續發展的能源資源環境技術體系。
--	--

二、「十二五商務發展主要任務和重點工作」

(一) 預期目標

1. 外貿發展結構明顯優化

2015 年貨物進出口達 4.8 兆美元，平均年成長 10%；服務貿易達 6,000 億美元，平均年成長 11%以上。

2. 吸收外資效益顯著增強

外資平均每年投入 1,200 億美元。

3. 「走出去」戰略加快推進

對外直接投資 5 年累計 5,600 億美元，平均年成長 17%。

(二) 主要任務及重點工作

主要任務	重點工作
1. 優化對外貿易結構	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 引導企業提升產業、技術競爭優勢。 ➤ 鞏固傳統產品出口優勢，提升勞動密集型產品質量。 ➤ 推進加工貿易轉型升級。 ➤ 實施積極主動的進口戰略，更加注重進口對總體經濟平衡及結構調整之促進。
2. 推動服務貿易發展	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 深度發掘運輸、旅遊、建築等傳統優勢服務出口潛力。 ➤ 擴大服務貿易進口。 ➤ 致力發展服務外包。
3. 提高「引進來」質量	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 推動國內產業結構升級，鼓勵外資投入現代農業、高端製造業、高新技術產業、新能源及節能環保產業。
4. 加速實施「走出去」戰略	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 引導具有比較優勢的加工製造業，赴市場需求規模較大的開發中國家建立生產基地。 ➤ 深化國際能源資源開發及加工互利合作，擴大農業國際合作。 ➤ 有序推進服務業國際投資合作，鼓勵金融、建築、旅遊、分銷、教育、中醫藥、中餐等服務領域的企業開展對外直接投資，支持金融、保險、民航、電信、物流等生產性服務業建立全球服務網絡。 ➤ 實施文化「走出去」工程。

三、小結

中國大陸十二五規畫之相關產業政策，特別重視當前全球經濟動盪所導致之全球競爭格局變化，以及產業結構深度調整對大陸

未來發展之影響，加速產業升級及結構調整，積極擴大內需，突破重點領域核心關鍵技術，並全力發展七大戰略性新興產業。

伍、南韓以國家級戰略思維建設推動綠色成長

南韓總統李明博自 2008 年就職以來，即大力宣導「綠色國家」之施政理念，希望藉由政府及民間共同推動，全力發展綠色成長產業，期能於 2020 年躋身全球第 7 大「綠色產業強國」之列，且於 2050 年躍居全球第 5 大，此可視為南韓的國家級產業戰略。

一、長期以大企業集團主導產業發展

南韓經濟以出口導向為主，1960 年代出口皮包、服飾、纖維等輕工業產品；1970 年代，被鋼鐵、機器、造船及化學工業製品所取代；1980 年代以後，科技類的電子、半導體、汽車及重化學工業製品成為出口的主流。為加速產業發展，南韓政府長期以扶植大企業集團主導生產體系為主要策略，南韓前 10 大企業集團約占總出口之 80% 以上。主要 4 大企業集團，包括三星（Samsung）、現代（Hyundai）、大宇（Daewoo）及樂喜金星（LG），旗下子公司幾乎跨足所有產業。近年，大企業集團逐漸採取分工形式，專注於不同領域之發展，例如三星深耕資訊通信科技（ICT）產業；現代專精汽車、造船及鋼

鐵；大宇集團積極發展貿易、重型機械；樂喜金星則集中發展綜合家電產品等。

二、藉「2015 年產業發展願景與策略」鞏固全球技術領導地位

南韓政府於 2006 年公布「2015 年產業發展願景與策略」，期許將南韓發展成為「全球產業分工的整合者」（Global Industry Integrator）角色，其具體之產業發展策略（註 16）如下：

（一）以新技術融合產業暨高科技製造業

以新技術融合產業暨高科技製造業，積極扶植資訊技術（IT）、生物技術（BT）、奈米技術（NT）及環境技術（ET）四項技術產業。採取選擇重點產業後，集中發展之策略，以持續確保國際技術領導者的地位，並主導新產業趨勢。

（二）主要製造業積極推動品牌差異化

主要製造業包括造船、汽車、石化、鋼鐵、纖維成衣、機械及零件素材等，加強與其他已開發國家的品牌競爭，同時維持與開發中國家的技術落差，以利搶攻市場並推動

（註 16）吳家興、陳美菊、謝學如（2008）。

在當地的促銷，來積極推動品牌差異化。

(三) 成為東亞地區「基礎建設服務業」的供應基地

發展包括環境、物流、電子商務、研發及設計等「基礎建設服務業(註 17)」，利用中國大陸快速成長所造成的環境及資源等各項需求，以中國大陸為跳板，將南韓建設成為東亞地區此等業務的供應基地。

(四) 開拓軟性服務業，成為帶動經濟成長的新動能

隨著「韓流」在亞洲地區掀起風潮，運用這種原有的軟性力量，改善相關制度，以開拓諸如創意產業(Creative Industry)、教育以及醫療等的軟性服務業，進而成為帶動經濟成長的新動能。

三、「綠色成長 5 年計畫」尋求經濟成長新動力

為有效落實綠色成長之產業戰略，南韓政府擬定「綠色成長 5 年計畫」，將於 2009 年至 2013 年的 5 年內，投入 107 兆韓元預算，透過 3 大推動策略，以及 10 大政策方向，扶植綠色產業成為帶動南韓經濟成長之主要動能。

(一) 設定高標準之溫室氣體減排目標

南韓為全球第 10 大能源消費國，為有效減少溫室氣體排放，擺脫對石油之依賴及強化能源自主，設定 2020 年溫室氣體減排目標達聯合國基準情景(BAU)之 30%，較 2005 年京都議定書生效時之排放基準量減少 4%。2010 年南韓已先針對建築、交通等非製造業制訂具體減排目標。

(二) 推動綠色科技成為新成長動力

除產業溫室氣體減量外，從可再生能源出發，改造現有生產製程、研發新低耗能技

南韓綠色成長國家策略願景

願 景	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2020 年躋身全球前 7 大「綠色成長強國」 ■ 2050 年躍居全球第 5 大「綠色產業強國」 		
	<p>因應氣候變化與能源自主</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 減少溫室氣體排放。 ■ 減少對石油之依賴及能源自主。 ■ 強化因應氣候變遷之能力。 	<p>創造新成長動力</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 開發綠色技術。 ■ 產業綠色化及扶植綠色產業。 ■ 產業結構高值化。 ■ 形成綠色經濟基礎。 	<p>改善生活品質與提升國家地位</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 營造綠色國土與交通。 ■ 生活之綠色革命。 ■ 成為全球綠色成長之模範國家。
10 大 政 策 方 向			

(註 17)南韓將支援製造業發展之服務業定義為「基礎建設服務業」，透過強化製造業之基礎建設服務措施，如物流、產品設計、環保產業技術等，促進製造業生產力之提升，成為開發中國家此等業務的供應基地。

術，以綠色科技成為新成長動力，並營造新綠色生活型態。綠色成長 5 年計畫預期投資額每年約為 GDP 的 2%，高於聯合國建議之 1%。

(三) 跨部會及國民全體參與型之國家戰略計畫

設立直屬於總統之綠色成長委員會，並和民間組織及國政企劃首席室共同研擬「綠色成長國家策略」。至於細部推動的 5 年計畫，則由各部會與地方政府之促進計畫進行連結，形成完整的綠色成長促進體系。

四、推動綠色產業之同時兼顧中小企業發展

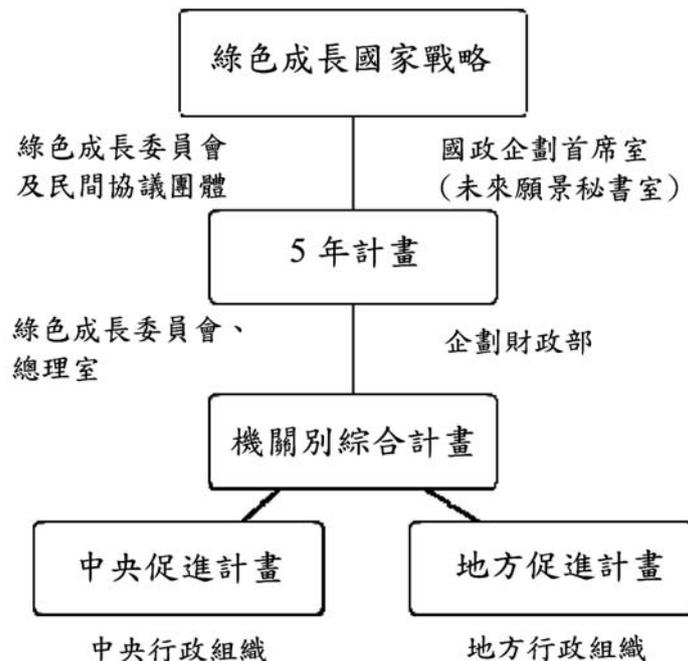
(一) 犧牲中小企業利益造就大企業集團，造成社會兩極化現象

南韓產業政策主要依賴大企業集團執行，因此造成國家資源由大企業集團壟斷的現象。以三星為例，三星之出口約占全國總出口之 22%。

南韓大企業集團在全球快速發展，同時卻運用壓低中小企業零組件供應商之供貨價格方式，以增加收益，並且經常以不合理的價格收購中小企業開發之技術，以及吸收研發人才。南韓中小型製造業之附加價值從 2003 年之 71.3%，已大幅下降至 2008 年之 37.2%，顯示中小企業之利潤持續下滑。

由於產業政策偏向大企業集團，導致民生經濟亦受制於大企業集團，造成社會的兩極化現象。被排擠的不僅是中小企業之生

「綠色成長國家戰略」執行流程



存，還有國民的就業機會。近年南韓失業率較低，係因許多工作由人力派遣及臨時工（非典型就業）所取代。人力派遣制度壓低工資及勞工福利，已導致社會貧富差距過大的社會問題（註 18）。

（二）南韓政府積極輔導中小企業發展綠色商機

南韓中小企業約雇用全國 99% 的勞工，南韓政府於推動綠色產業之同時，亦思考中小企業加入綠色成長計畫之具體步驟，並於「綠色成長基本法」第 21 條，明訂政府在促進綠色成長時，應建立大企業與中小企業的整合，促進區域均衡發展，以及補助與關心低收入階層（註 19）。南韓政府且成立「綠色中小企業創業成長支援方案」，預計 2013 年前將培養扶持 1,000 家專業材料領域中小企業加入綠色環保概念，進入綠色供應鏈體系，俾利廠商符合國際環保法規規範。並且於企

業成長之各個階段，提供創業、人力、研發，甚至進軍海外等支援方案，輔導廠商接軌綠色商品國際供應鏈，拓展南韓中小企業發展綠色商機。

五、小結

南韓政府以「全球產業分工的整合者」為目標，除了以國家之力積極扶植高科技製造業外，亦推動主要製造業的品牌差異，加強與其他已開發國家的競爭實力。而除了成為全球 IT 產業強國外，其對服務業亦多所著墨，除了發展「基礎建設服務業」及大力開拓創意產業、教育以及醫療等軟性服務業外，更將綠色產業視為國家長期產業發展策略，從中央、地方再至民間，結合政府官員、學界、產業界、市民團體、文化界等，形成全民參與型的綿密體系，以期達成全球綠色強國之目標。

陸、新加坡的產業政策

新加坡經濟策略之基本方針為允許資本自由流動及鼓勵外國投資，使世界第一流的跨國公司在新加坡投資或設立據點，以利用其技術及資金，帶動新加坡經濟成長。隨著亞洲崛起，新加坡體認到必須透過研發、創新來提昇產品競爭力與國民素質，及吸引優

秀外國人才再度強化新加坡競爭力。因此新加坡 2010 年提出的發展策略，即期望透過技術提昇、創新及生產力提昇使經濟持續成長。

一、產業發展歷程

（一）1960~1964 年：進口導向期，成立經濟發展局（EDB）推動經濟及工業之發

（註 18）金容哲(2010)。

（註 19）李堅明(2010)。

展。

(二) 1965~1979年：出口導向工業化期，實施自由貿易區制度，加入 GATT 及多邊貿易談判。

(三) 1980~1985年：產業重整期，推動第 2 期經濟計畫，解決勞工短缺及生產力低落問題，提供科技升級誘因，促進產業升級。

(四) 1986~1998年：經濟多元化期，推動跨國企業於該地建立製造業及服務業之海外營運總部，並推動「創新發展方案」。

(五) 1999年迄今：知識經濟發展期，成立「科技創業委員會」。2006年推出 2010 國家科技藍圖(註 20)，加強研發、創新及研發成果商業化，其重點如下：

1. 加強研發投入，目標在 2010 年時研發總支出相對 GDP 之比值達 3%。

2. 大力吸引國外企業將大型研發計畫移至新加坡進行(註 21)，目標為投資額超過 5,000 萬新幣的研發計畫倍增至 85 個。

3. 推動生技醫學研究、環境與水資源科技及互動與數位產業發展，預期 5 年內使總產值增至 270 億新幣，就業機會增至 8 萬個。

二、重點發展領域—生技醫藥研究、資訊通信科技

(一) 生技醫藥產業發展計畫

2000 年起，新加坡大力推動生技醫藥研究，成為繼電子、化工、工程後製造業之第 4 大支柱。2009 年生技醫藥製造業總產值高達 207 億新幣，成長幅度達 5%，且已有超過 11 家國際級製藥和生物技術公司在新加坡建設大規模生產基地，生技樞紐儼然成形。主要發展策略如下：

1. 大幅改組科技發展局與經濟發展局，使生技產業由上至下游的發展工作有系統、有效率的結合在一起。

2. 建立「生技醫藥研究與開發基金」和「生技醫藥產業投資基金」，目標在吸引 3 至 5 家世界級生技製藥公司至新加坡進行研發，及吸引 15 家生技製藥公司設立商業基地，以推動本地公司發展。

(二) 智慧國 2015 計畫 (iN2015 計畫) (註 22)

新加坡資訊通信發展管理局 2006 年起推動為期 10 年的「智慧國 2015 計畫」，期使 2015 年時，ICT 產業增加 8 萬個就業機會、ICT 加值服務業產值倍增，及 ICT 出口毛利成長 3 倍。主要發展策略如下：

1. 提昇基礎設施，建設新一代全國網路基礎設施，並開發更多全新的應用軟體與內容。2015 年將有超過 90% 的家庭，及員工超

(註 20) 行政院國家科學委員會(2010)。

(註 21) 主要以資金補助與稅負優惠吸引國外企業，著重於創新技術、擴充產能及提升服務業水準等方面，若於新加坡設立區域營運總部，國外營業所得更可連續 3 年享有 15% 之稅負優惠。

(註 22) 李修瑩(2006)。

過 10 人的機構使用寬頻網路。

2. 協助本地企業與跨國企業展開更多合作關係，強化本地企業技術並國際化，使「新加坡製造」的產品品牌具備國際競爭力。

3. 培育精通 ICT 的技術專家，及具備高度專業知識的技術戰略家，以使 ICT 整合至企業運作之中。

4. 利用 ICT 提昇教育與學習、數位媒體與娛樂、金融服務、旅遊與零售、保健與生物醫藥科學、製造與後勤以及電子政府等 7 大經濟領域，使 ICT 與日常生活及經濟發展緊密結合。

三、「新加坡永續發展藍圖」勾勒未來永續發展目標

2009 年，新加坡政府提出「新加坡永續發展藍圖」(Sustainable Singapore Blueprint) (註 23)，以「亞洲環保典範國家」為願景，設定國家永續發展策略，並隨科技發展及世界局勢演變，每 5 年總結調整藍圖目標和撥款金額。

藍圖規劃從能源效率、居住環境及廢棄物回收等幾方面著手，期望在 2030 年達成以下目標：

(一) 提高能源使用效率，能源密集度預計將較 2005 年減少 35%；

(二) 落實節能措施，全體建築物碳排放量較 2005 年減少 30%；

(三) 提升廢棄物回收率至 70%；

(四) 提升公共交通服務網，改善能源和燃油效率，發展更潔淨的綠色交通系統。

四、10 年經濟發展策略促使經濟持續成長

2010 年政府經濟戰略委員會 (Economic Strategies Committee, ESC) 公布未來 10 年經濟發展策略規畫報告書 (註 24)，期望透過技術提昇、創新及生產力提昇使經濟持續成長，主要策略包括：

(一) 提昇工作技能，加速生產力成長

新加坡各產業生產力與主要國家相比偏低，製造業與服務業的生產力僅及美、日之 55% 至 65%，為提昇生產力，其主要計畫如下：

1. 建立全國性「永續教育與訓練」

(Continuing Education and Training, CET) 體系，在 5 年內每年使超過 24 萬人接受 CET 訓練。

2. ESC 建議新加坡逐步提高外籍勞工稅，避免企業過於仰賴外籍勞工，以激勵企業提昇生產力。

3. 取消最低工資規定，改以「就業薪資補助計畫」(Workfare Income Supplement, WIS) 及「就業培訓計畫」(Workfare Training Support Scheme, WTS)，補助年長和低薪勞工，並支持渠等參加技術提昇相關訓練。

(註 23) Government of Singapore (2009)。

(註 24) Economic Strategies Committee (2010)。

(二) 深化企業能力，發展新加坡成為全球企業的重要亞洲基地

強化新加坡企業能力，並加強發展新加坡成為跨國企業及全球性中小企業的重要亞洲基地，以掌握亞洲發展機會。主要發展策略如下：

1. 2015 年前，提高新加坡的研發總支出相對 GDP 比重至 3.5%，並注重私部門研發支出之增加，以催化研發成果商業化。

2. 提供優惠促進跨國企業與新加坡中小企業合作，協助中小企業拓展海外市場，有利跨國企業根植新加坡。

3. 打造具全球競爭力之製造業，並運用更高附加價值之製造業，如醫藥器材零件及生物電子零件等，使製造業產值占全體經濟之 20% 至 25%。

五、小結

新加坡服務業占全國 GDP 2/3 以上，製

造業居次。因而新加坡政府持續鼓勵製造業發展為高附加價值之產業活動，以提高製造業占 GDP 之比重。而除了鼓勵特定製造業產業聚落發展之外，新加坡並提出「新加坡永續發展藍圖」，以「亞洲環保典範國家」為願景，設定國家永續發展策略。此外更透過簽定雙邊自由貿易協定，提高金融、運輸及醫療等專業服務業市場之自由化，以期成為東亞地區的跨國服務業樞紐。

未來新加坡發展之限制為人口成長趨緩，因而必須透過提昇生產力、技術升級及創新，使經濟得以持續成長。據此，2010 年新加坡提出未來 10 年發展策略，建立全國性之「永續教育與訓練」體系，並提高研發支出、強化研發成果商業化，促進跨國企業與本地企業合作，以掌握亞洲發展機會，並強化新加坡企業之全球競爭力。

柒、開發中國家的產業政策

開發中國家的產業政策，不外乎以 (1) 強化現有競爭力產業，或 (2) 扶植新興潛力產業為主。以近年幾個重要的新興開發中國家為例，簡述如下：

一、印度訂定五年計畫規劃未來產業發展方向

(一) 產業政策現況

印度政府近年起大力支持軟體業、紡織

業及石油業之發展，其中，軟體業已逐漸成為印度工業支柱。

1. 軟體業相關措施

■ 吸引外資。

▶ 放寬外資軟體企業進入印度的限制，外資控股可達 75% 以上，最高到 100% (註 25)。

▶ 設立軟體產業創投基金，吸引國

(註 25) Ministry of Commerce & Industry (2012)。

際創投資金與直接投資，並於 1986 年由印度財政部撥款 1 億盧比成立印度首隻創投基金，之後並每年增撥資金。目前，外資已占印度創投資金的 60% 以上，其中以軟體產業為主要投資標的的資金，約占創投總額的 20% 以上。

■ 提供軟體業出口優惠政策。

■ 政府鼓勵企業從事研發，包括提供補助與設置獎項等。結合產、學、研三方，培養科技人才。

■ 創造有利於軟體業發展的法律環境。

例如打擊盜版，保護軟體智慧財產權。

■ 推動市場自由化和民營化。

■ 政府與業界密切配合，並加強軟體產業公會等組織的作用。例如透過產業協會，幫助企業舉辦商展、研討會、及向政府反映問題等。

2. 紡織業相關措施

■ 成立紡織工業園區 (Integrated Textiles Parks)。擴大產業鏈、提高競爭力、改善投資環境、促進進口，並持續於「十一五計畫」(如下文)加強工業園區建設。

■ 「技術升級資金計畫」。印度紡織部 1999 年起實施「技術升級資金計畫」(Technology Upgradation Fund Scheme)，

補助紡織業者導入先進技術。

■ 其他措施，包括出口退稅、電費優惠等。

3. 石油業相關措施

■ 鼓勵外人及民間投資：對外資和私人企業開放油氣探勘領域，並給予稅收上的優惠；允許外資從事煉油和輸油業務，允許私人企業從事油品銷售。

■ 逐步取消政府對油品價格的管制。

(二) 五年計畫逐步訂定未來發展方向

1. 「十一五計畫 (註 26)」(11th Five Year Plan)

■ 印度自 1957 年起開始實施經濟建設的「五年計畫」。2007-2012 年的「十一五計畫」，預計預算約為 GDP 的 13.54%。內容包含農業、工業及服務業等三級產業部門的發展願景。

■ 著重減貧，以強化基礎建設為主。

■ 強調貿易自由化及吸引外人直接投資，除了少數服務業部門仍將維持 FDI 管制外，將儘可能全面開放外資投資限制。

2. 「十二五計畫 (註 27)」(12th Five Year Plan)

■ 「十二五計畫」目前尚在研擬中。

■ 初步規畫為開放基礎建設領域給民營企業及外人直接投資，其中包含建設「德里-

(註 26) Planning commission (2007)。

(註 27) Planning commission (2012)。

孟買工業走廊」計畫(註 28) (Delhi Mumbai Industrial Corridor)。

二、印尼以「國家產業發展政策」規劃新產業架構

(一) 產業政策發展歷程

1. 1981 年以前：著重進口替代產業，尤其是石油業。

2. 1982~1996 年：油價下跌，產業政策轉為強化出口業及調整產業結構。

3. 1997~2005 年：受亞洲金融風暴衝擊，印尼政府推出「產業復甦計畫」(Industrial Revitalization Program)，協助產業重新站起。

4. 2005 年迄今：實施「國家產業發展政策」(National Industrial Development Policy) (註 29)，參考先進國家產業群聚(cluster) 概念，提出新產業架構。

■ 強化基礎製造業(包括基本原料、資本財、零組件、消費財等類別)。

■ 發展三大未來主要產業，包括農用工業(agro-industry)、資通訊業、運輸業。

■ 以獎勵投資為主，尤其是吸引外人直接投資的優惠措施。

(二) 未來發展方向(註 30)：

印尼在產業發展的願景分為短期與中長期。

1. 中長期願景：2025 年成為工業強國。

2. 短期目標：在 2014 年前，加強製造業競爭力，朝向永續發展。

■ 定出 6 大優先發展產業，包含：

- ▶ 勞力密集產業(如紡織業)；
- ▶ 特定產業(如石油業)；
- ▶ 高成長產業(如汽車業、電子業)；
- ▶ 天然資源相關產業(如下游鋼鐵業)；
- ▶ 中小型產業(如工藝、寶石)；
- ▶ 資本密集產業(如造船業)。

3. 計畫以下列方式支持上述產業發展：

■ 財政性補助

- ▶ 針對某些產業或區域投資，調降所得稅率。
- ▶ 特定產業進口機器設備、原物料等，可享關稅優惠。

■ 非財政性的優惠措施

- ▶ 設置單一投資服務窗口。
- ▶ 提供製造業低利資金重置機器設備。

■ 其他措施

- ▶ 限制出口或出口課稅等措施以確保國內原物料供應無虞。
- ▶ 推出國家標準以提昇產品品質，促進公平競爭。

三、巴西以「巴西更強大」計畫提升產業生產力與競爭力

(一) 現行產業政策鼓勵創新

巴西政府體認到科學與科技的重要性，

(註 28)簡立宗(2011)。

(註 29)Ministry of Industry (2005)。

(註 30)Sagala, Arryanto (2011)。

2004年即制定「創新法」(Innovation Act)(註31)，以科技創新為主，希望帶動發展與經濟成長。該法案提出三大類獎勵優惠措施：

1. 結合產、學、研三者之力，建立及強化大學、研究機構與民間企業之合作關係。
2. 鼓勵大學及研究機構參與創新。
3. 鼓勵民間企業從事創新。

(二) 未來發展方向(註32)

巴西新任總統於2011年8月公布名為「巴西更強大」的計畫，目標是提升產業生產力與競爭力。一般認為，這個計畫也是為了協助受巴西貨幣升值所苦的製造業而提出。

1. 計畫內容主要是以企業減稅及獎勵措施，以求促進產業發展。
2. 包括以下三大類別：

■ 鼓勵創新與投資。

- ▶ 政府將透過巴西開發銀行(Brazilian Development Bank, BNDES)提供20億里爾給巴西創新機構(Brazilian Innovation Agency, FINEP)，提供創新資金。
- ▶ 現有之「投資支持計畫」(Investment Support Program, BNDES-PSI)亦將展延至2012年6月，並新納入零組件、資訊通訊技術設備、油電混合巴士等製造業。

■ 對於達到國家技術標準的製造商，提供25%的投標優惠幅度。

■ 針對車輛製造業者，提供補助及優惠措施。

■ 改善貿易政策法規，大幅增加檢查人員數量，提升檢查效率。

(三) 10年計畫持續發展替代能源(註33)

除了上述計畫外，巴西在發展綠色能源方面亦不遺餘力。巴西目前使用的燃料中約有40%以上是再生能源。新10年計畫更再度提高再生能源使用比例，預計2020年將再增加16%的再生能源使用比例，並預計在2013年前再投入約55億美元至再生能源研究。

四、小結

許多開發中國家產業政策的相關研究，均提到「東亞經驗」或「東亞模式」，探討是否可以參考、甚至複製日本及亞洲四小龍(尤其是台灣與南韓)的經濟發展成功經驗。

不過，開發中國家畢竟為數眾多，各國產業條件、基礎建設、產業結構、國家經濟實力與政府財政等情況都不相同，因此在產業政策方面，也有不同的措施與重心。目前對於產業政策的效果仍有爭議，但無論支持與反對，都肯定政府在產業政策上確實扮演著重要角色。

(註31)Lima, Araken (2011)。

(註32)Brazil government (2011)。

(註33)Empresa de Pesquisa Energética (2012)。

參考文獻

- 行政院國家科學委員會 (2010), 「中華民國科學技術白皮書 (民國 96 年至 99 年)」。
- 李修瑩 (2006), 「新加坡產業政策推動歷程與成果」, 東亞經貿投資研究季刊, 拓墾產業研究所, 第 3 季。
- 李堅明 (2010), 「韓國氣候變化對策及綠色成長基本法」, COP15 之後的國際政策與立法趨勢論壇。
- 吳家興、陳美菊、謝學如 (2008), 「日、韓產業發展之回顧與前瞻」, 經濟研究, 行政院經濟建設委員會, 第 8 期。
- 金容哲 (2010), 「審思三星」。
- 簡立宗 (2011), 「印度基礎建設的投資機會」, 工商時報, 8 月 15 日。
- Battelle, R&D Magazine (2011), “2012 Global R&D Funding Forecast,” December.
- Brazil Government (2011), “Brazil Launches Plan to Strengthen National Industrial Productivity and Competitiveness,” August 2.
- Department of Commerce (2012), “The Competitiveness and Innovative Capacity of the United States,” United States, January.
- European Commission (2011), “Industrial Policy: Reinforcing Competitiveness,” October 14.
- Economic Strategies Committee (2010), “Report of the Economic Strategies Committee, High-Skilled, Innovative Economy, Distinctive Global City,” Singapore, February.
- Empresa de Pesquisa Energética (2012), “Plano Decenal de Expansão de Energia,” Brazil, March.
- Government of India (2008), “Planning Commission, Eleventh Five Year Plan 2007-12.”
- Government of Singapore (2009), <http://app.mewr.gov.sg/web/Contents>.
- Lima, Araken (2011), “Study Program on Human Resource Development in the Field of Industrial Property,” INPI – BRAZIL, February.
- Lin, Justin and Ha-Joon Chang (2009), “DPR Debate: Should Industrial Policy in Developing Countries Conform to Comparative Advantage or Defy It? A Debate Between Justin Lin and Ha-Joon Chang,” Development Policy Review.
- Mauricio, Canêdo-pinheiro, Pedro Cavalcanti Ferreira, Samuel de Abreu Pessoa and Luiz Guilherme Schymura (2007), “Does Brazil Need An Industrial Policy?” February.
- Ministry of Commerce & Industry (2012), “Industry Policy,” India.
- Ministry of Industry (2005), “Summary of National Industrial Development Policy,” Indonesia, September.
- National Export Initiative (2010), <http://export.gov/nei/>.
- Planning Commission (2007), “Eleventh Five Year Plan (2007-2012),” India.
- Planning Commission (2012), “Faster, Sustainable and More Inclusive Growth – An Approach to the Twelfth Five Year Plan,” India.
- Sagala, Arryanto (2011), “Indonesia Industrial Policy,” Indonesia, May.
- The Economist (2010), “The Global Revival of Industrial Policy,” August.

(本文於民國 101 年 3 月完稿, 作者簡汝嫻女士、高超洋先生、劉雨芬女士、廖幸嫻女士及鄭雅蔚女士現為本行經濟研究處國際經濟科辦事員、副研究員、三等專員、四等專員及辦事員, 林鈺洺先生為前本行經濟研究處國際經濟科辦事員)

西班牙房地產泡沫破滅與銀行業 危機之關聯

— 兼論歐盟援助西班牙銀行業計畫之評析

鄭 雅 蔚

摘 要

自 1990 年代中期起，西班牙房地產市場蓬勃發展，經濟發展快速。2008 年美國爆發次貸危機，其他國家金融機構因而抽回貸予西班牙的融資以為因應，使得西班牙房地產泡沫破滅，並重創過度依賴營建業的經濟，釀成銀行業危機，最終迫使西班牙尋求歐盟援助。

(一) 西班牙房地產泡沫形成，除了信貸擴張、消費過度及抵押貸款市場自由化等因素外，尚有其獨特的原因：

1. 人民偏好買房自住；
2. 稅賦優惠政策鼓勵購屋；
3. 國內外投資房地產需求強烈；
4. 移民快速成長推升住房需求與新屋供給；
5. 媒體推波助瀾；
6. 低利率降低借貸成本。

(二) 西班牙房地產泡沫有著房價與房屋數量同步增加的特色，泡沫破滅後，需

要更長時間之調整，並造成以下慘痛結果，導致西班牙在 2012 年成為歐元區第 4 個向歐盟求援的國家。

1. 經濟陷入 2 次衰退，可能需至 2014 年才能恢復成長；
2. 失業問題嚴重，2012 年失業率預測值高達 24.6%；
3. 銀行業壞帳大量增加，資產品質惡化；
4. 地方政府債務問題，加上救援銀行，政府財政收支快速惡化。

(三) 2012 年 5 月西班牙第 4 大銀行 Bankia，向政府請求 190 億歐元的援助，政府資金不足，加上 10 年期公債殖利率突破 7%，最終迫使西班牙向歐盟求援。

1. 2012 年 6 月，歐元區同意給予西班牙最高 1,000 億歐元的援助；
2. 在設立由 ECB 管轄的共同金融監管機構的前提下，允許歐洲穩定機制 (ESM) 直

接協助銀行進行資本重組；

3. 放棄對西班牙貸款的優先求償權，以提高民間債權人持有西班牙公債之意願；

4. 歐盟亦同意西班牙延後 1 年，至 2014 年將其財政赤字相對 GDP 的比率降至 3% 以下。

(四) 2012 年 7 月首批 300 億歐元援助金已由歐洲金融穩定基金 (EFSF) 發放予西班牙現有的銀行重組基金 (FROB)。

由於 ESM 尚未運作，且共同金融監管機構亦尚未設立，西班牙政府仍需承擔擔保責任，因而將增加其國家債務。

(五) 西班牙銀行業危機雖略為緩解，但地方政府因實施高福利政策及不當之基礎建設，積欠大量債務，中央政府難以自行解決，尋求全面紓困風險增加。

1. 2012 年 7 月瓦倫西亞地方自治區因財

政惡化向中央政府求援，莫西亞區及加泰隆尼亞地區隨即跟進；

2. 中央政府雖成立 180 億歐元援助金，緊急融通財務困難的地方政府，然而各自治區 2012 年需再融資金額卻高達 360 億歐元；

3. 若中央政府發行公債擴充援助金規模，則需面對逼近 7% 的 10 年期公債殖利率，以其財務狀況恐難自行解決地方政府融資問題。

西班牙為歐元區第 4 大經濟體，2007 年國家債務相對 GDP 比率僅 36.6%，為歐元區最低的國家之一，卻在 2012 年成為第 4 個向歐盟求援的歐元區國家，其危機之根源為房地產泡沫破裂衝擊實體經濟，致使銀行業壞帳大增引發危機，加上地方政府投資不當，造成政府財政惡化。本文主要探討西班牙房地產泡沫之原因，並介紹銀行業危機，及歐盟援助西班牙銀行業計畫。

一、房地產泡沫破滅重擊西班牙經濟

房地產市場繁榮帶動西班牙經濟成長，亦創造大量就業，但當 2008 年房地產泡沫破滅後，過度依賴建築業的西班牙經濟，亦付出經濟衰退、失業率高漲的慘痛代價。

(一) 西班牙經濟發展主要由建築業帶動

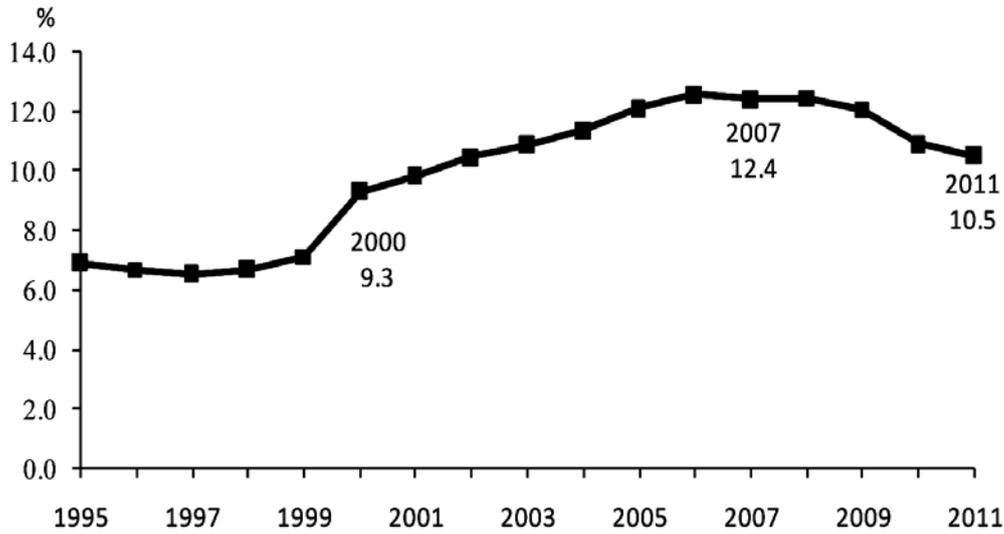
自 1990 年代中期起，西班牙經濟開始起飛，為歐洲主要經濟體中成長最快速的國

家，其經濟發展主要由建築業帶動。據統計，2000 年至 2007 年間，建築業占 GDP 比重由 9.3% 上升至 12.4% (圖 1)，營建業就業人數占總就業人數比重亦由 11.8% 上升至 13.9%，幾乎每 5 個新創造的就業機會就有 1 個由建築業創造 (註 1)。

(二) 房地產泡沫破滅使經濟陷入衰退

(註 1) 參考 Chislett (2010)。

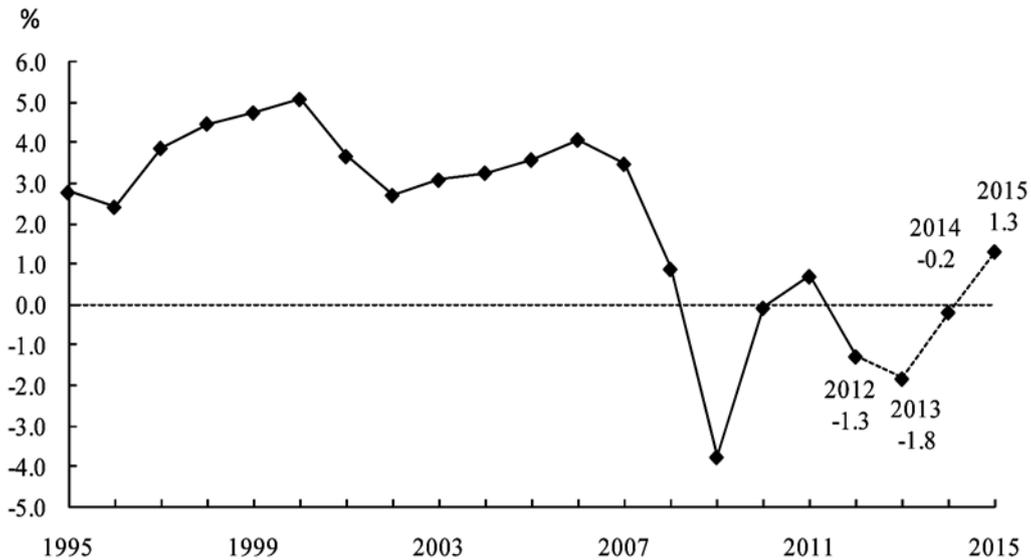
圖 1 西班牙營建業占 GDP 之比重



資料來源：Thomson Datastream。

2008 年美國次貸危機引發西班牙房地產泡沫破滅（將於下節分析），使得西班牙 2011 年第 4 季及 2012 年第 1 季 GDP 與上季比之變動率均為負 0.3%，顯示已正式步入衰退，2012 年第 2 季估計仍將負成長 0.4%，較第 1 季惡化。西班牙政府預測 2012 年及 2013

圖 2 西班牙經濟成長率



註：2012 年至 2015 年為預測值。

資料來源：Global Insight（2012 年 8 月 15 日）。

年經濟成長率分別為負 1.5% 及負 0.5%，Global Insight 之預測值則分別為負 1.3% 及負 1.8%，可能需至 2014 年以後方能恢復成長（圖 2）。

（三）失業率屢創新高

2008 年至 2012 年間建築業衰退導致 150 萬人失業，大量建築業相關從業人員遭解僱使得失業率大幅上升，2012 年第 1 季失業率達 24.4%，創下歷史新高，6 月失業率仍高達 24.8%，預計未來仍將繼續上升。全國失業人數近 570 萬人，在歐盟會員國中，西班牙的失業情況最為嚴重，且 25 歲以下青年失業率高達 52%（註 2）。西班牙政府預測 2012 年失業率為 24.6%，預測至 2015 年前，失業率都

將高達 22%，Global Insight 之預測值則均逾 24%（圖 3）。

（四）擲節政策恐使經濟更加惡化

2011 年 12 月西班牙總理 Mariano Rajoy 上任以來，為達到歐盟減赤目標，並說服投資者相信其公債之安全性，已推出 4 輪的擲節政策。最近一次係 2012 年 7 月公布之 650 億歐元、為期 2.5 年的擲節方案，內容包括削減失業補助和公務員薪資，並將增值稅由 18% 調高至 21%。但因房地產泡沫破滅導致私部門的負債比率大幅提高，在缺乏經濟刺激政策配合，失業率又居高之情況下，採行緊縮財政的方式解決私部門的失衡，很可能使經濟進一步惡化。

圖 3 西班牙失業率



註：2012 年至 2015 年為預測值。

資料來源：Global Insight（2012 年 8 月 15 日）。

(註 2) 引自 Eurostat (2012)。

(五) 逃稅與地下經濟規模龐大致稅收減少

根據歐盟統計局之資料，西班牙稅收僅占 GDP 的 31.5%，低於德國的 44.7% 及希臘的 40.9%，逃稅與龐大的地下經濟活動致稅

收偏低。西班牙財政官員工會 (Gestha) 估計西班牙地下經濟規模約為 GDP 的 25%，高達 2,400 億歐元 (註 3)。

二、西班牙房地產泡沫之成因與特色

西班牙房地產泡沫之形成，除了信貸擴張、消費過度，及抵押貸款市場自由化等與他國相同之成因外，尚有其獨特的原因及特色。

(一) 房地產泡沫成因

1. 人民偏好買房自住 (註 4)

因西班牙提供的社會福利保障有限，家庭必須累積足夠財富以因應未來所需，且有土斯有財的觀念深植人心。根據 2001 年西班牙人口普查，個人住房擁有率高達 81%，為全球住房擁有率較高的國家之一。

2. 稅賦優惠政策鼓勵購屋 (註 5)

西班牙政府給予房地產業各類補助，如減免房屋擁有者所得稅、降低住宅建設增值稅及購屋者抵押貸款利息等，其中減免所得稅使房屋成為更具投資吸引力的投資標的。西班牙政府補貼中低收入者最多 1.1 萬歐元的

房屋頭期款，大幅提高民眾購房誘因。

3. 國內外房地產投資需求強烈

2000 年至 2007 年間，西班牙全國家庭數每年僅增加 28 萬戶，但同期平均每年新增房屋 60 萬棟，顯示大部分新建房係作為西班牙或外國家庭的第二間房產 (註 6)。西班牙人認為不動產為最安全的投資標的，因土地的價值不易減損，可以抵抗通膨，使得房地產市場成為西班牙企業、家庭的投資首選。而英國及德國人喜愛至西班牙沿海地區度假，因此大量購買渡假別墅或是第二間房產，這些投資約占西班牙 GDP 的 1% (註 7)。

4. 移民快速成長推升住房需求與新屋供給 (註 8)

1998 年至 2008 年間，西班牙為解決人口老化及勞動力不足的問題，採用相對寬鬆的移民政策，外來移民占勞動人口比例從 2% 增

(註 3) 根據 Finkenzeller (2012) 所述，歐元區面額 500 元紙鈔之交易流通約有 80% 與洗錢相關，若管理得當，每年將可增加 250 億歐元之稅收。

(註 4) 參考 Hoekstra and Vakili-zad (2011)。

(註 5) 參考張德鴻 (2012)。

(註 6) 參考 Hoekstra, Saizarbitoria and Etxarri (2010)。

(註 7) 參考張健 (2010)。

(註 8) 參考 Gonzalez and Francesc (2009)。

至16%，外來移民則由100萬增至500萬人，因而大幅推升住屋需求。此外，外來移民亦為營建業提供豐沛而廉價的勞動力，促進新屋供給的增加，也是西班牙營建業蓬勃發展的關鍵因素。

5. 媒體扮演推波助瀾的角色

早在2006年，國際媒體即警告西班牙可能發生房地產泡沫（The Economist (2006)），但西班牙銀行、企業及媒體仍持續推出低廉貸款的廣告。Muller (2011) 指出，由於西班牙媒體炒作，導致房地產投機時間延長，因渠等未提供正確且充足的資訊，大眾無法瞭解西班牙的房地產市場與整體經濟情勢，而深信房地產將永無止盡的繁榮。

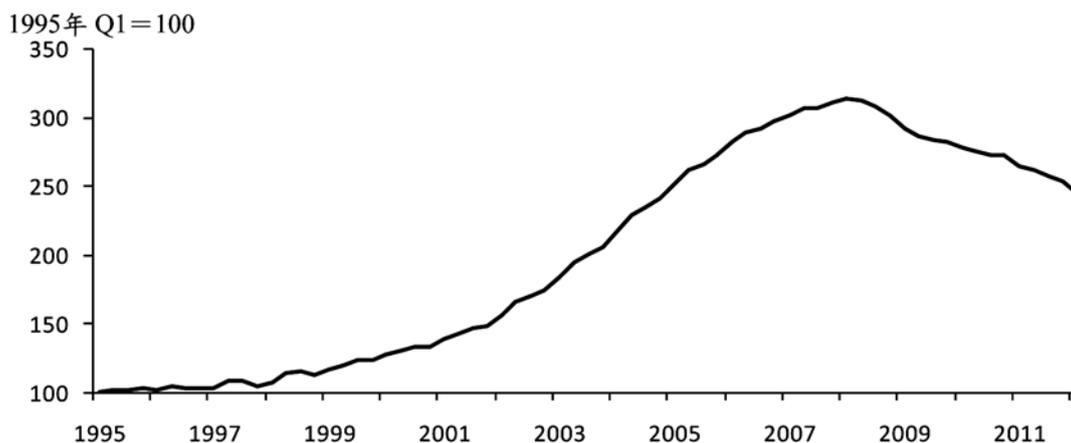
6. 低利率降低借貸成本

1999年歐元啟動後，西班牙實質利率快速下降。此外，抵押貸款市場自由化及金融機構的競爭加劇，使平均抵押貸款利率由1991年的17%，降至2004年的3.5%。長期利率急遽降低，增強消費者對未來低利率的預期，因此98%的購屋者採用機動抵押借款利率（ARMs）而非固定利率買房。金融危機爆發後，抵押貸款利率升高，加重了西班牙家庭房貸還款負擔，增加違約和銀行信用風險（註9）。

（二）房地產市場之特色為房價與房屋數量同步增加

根據OECD統計，2000年至2008年間，西班牙房價上漲150%，同期愛爾蘭房價上漲116%，歐元區平均僅上漲60%，顯示西班牙房價飆漲快速（圖4）。歐盟其他國家，如英

圖4 西班牙房價



資料來源：西班牙發展部。

(註9) 參考 Garriga (2010)。

國、荷蘭，亦曾經歷房價大幅上升之情況，但主要係供給不足所致，而西班牙則為投資需求帶動房價攀升，新增房屋數量亦同時快速增加，故有相當高的空屋數。

（三）全球金融危機導致房地產泡沫破滅

2007年美國爆發次貸危機，各國金融機構陸續抽回貸予西班牙的融資以為因應，使得西班牙過熱的房地產市場失去資金運轉動

能，陷入停滯。2008年至2012年第1季，西班牙房價下跌了22%，跌幅超過其他歐元區國家，僅愛爾蘭跌幅較西班牙大。由於西班牙空屋數量高達100萬戶，市場需要較長時間的調整。S&P指出，依目前的房價/收入比、房價/租金比來看，西班牙房價還需下跌25%，4年後才可能達到再平衡。

三、銀行業受房貸壞帳連累引發危機

房地產泡沫破滅後，與房地產相關的銀行壞帳快速增加，導致銀行業屢遭降評，財務陷入困境，亟需政府援助。

（一）銀行業房地產壞帳比率屢創新高

1. 銀行涉入房地產市場過深釀成危機

導致西班牙此次銀行業危機之成因主要是地區儲蓄銀行（caja）涉入房地產市場過深所致。房市繁榮期間，儲蓄銀行大量放款予房地產相關產業及購屋者，房地產泡沫破滅後，與房地產相關的壞帳快速增加，銀行資產品質惡化。

2. 壞帳率攀升創下歷史新高

截至2011年12月底（註10），西班牙銀行對營建業及不動產開發部門的曝險總額約3,080億歐元，其中累積之不良放款高達1,840億歐元（約占總額6成）。2012年6月銀行壞帳比率上升至9.42%，壞帳金額達

1,643.6億歐元，第1季營建業與不動產服務業壞帳率高達22.14%，創下歷史新高（圖5）。

（二）政府要求銀行業增提準備並提高房地產放款之準備率

1. 政府要求銀行增提準備

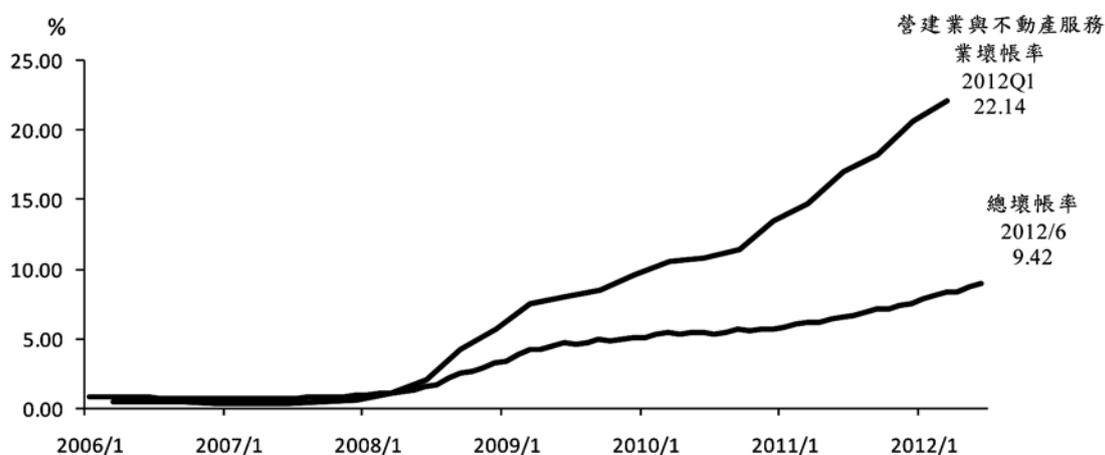
為因應營建業及不動產開發相關之不良放款增加，自2011年以來至2012年2月政府兩度要求銀行增提準備，合計需提撥約539億歐元。然而，與房地產相關之不良放款逾1,800億歐元，準備提存規模明顯不足，且若包含銀行未據實揭露的損失，無法償還的放款可能更高。

2. 政府提高銀行業房地產放款準備率

西班牙政府於2012年5月再度要求銀行業額外提撥300億歐元的房地產放款壞帳準備，並將房地產放款中逾期90天內之準備率

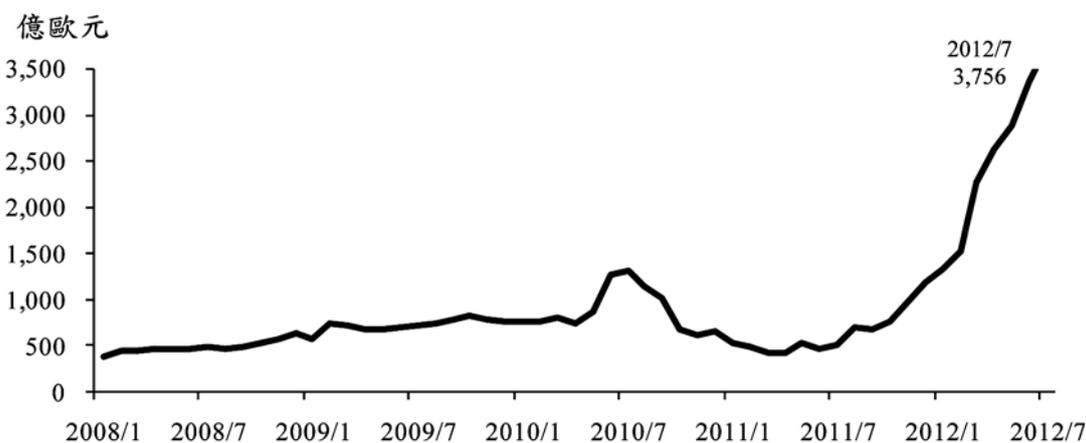
（註10）引自 Bank of Spain (2012)。

圖 5 營建業與不動產服務業及總壞帳率



註：總壞帳率每月公布；營建業與不動產服務業壞帳率每季公布。
資料來源：西班牙央行。

圖 6 西班牙銀行業向 ECB 借款淨額



資料來源：西班牙央行。

從 7% 提高至 30%，無法負擔的銀行可付費請政府提供擔保 (註 11)。

(三) 銀行體系面臨沉重資金壓力

為符合資本適足率要求，西班牙銀行亟需增資，然而自銀行間融資市場籌資實屬不

易。2012 年 7 月份西班牙銀行業向歐洲央行 (ECB) 的借款淨額大幅攀升至 3,756 億歐元 (圖 6)，且較 6 月份增加逾 11.4%，占歐元區所有銀行的 3 分之 1，顯見西班牙銀行體系面臨的資金壓力大幅上升，嚴重依賴自 ECB

(註 11) 根據 Financial Times (2012a) 的報導，西班牙政府提供保證予無法負擔提高壞帳準備的銀行，惟銀行需為此付費。

之借款，因此亟需政府資助改善資本結構。

（四）第 4 大銀行 Bankia 接受政府注資

2008 年以來，西班牙政府鼓勵小型儲蓄銀行合併，以增強其資產負債表。Bankia 即為此政策下的產物，由西班牙 7 家地區性儲蓄銀行合併而產生，存款高達 3,410 億歐元，市占率達 10%。

1. Bankia 財務惡化請求政府援助

2012 年 5 月，西班牙政府要求銀行提高資本，致使體質本就不佳的 Bankia 向政府請求援助。政府首先將 Bankia 部分國有化，但

仍無法改善其財務狀況，Bankia 再度請求政府援助 190 億歐元。西班牙政府原本計畫直接以政府債券援助 Bankia，讓 Bankia 將該債券作為抵押品，向 ECB 申請三個月期再融通，但遭 ECB 否決（註 12）。

2. 政府缺乏資金援助銀行業

由於西班牙政府已無足夠資金援助銀行業，加上 EFSF 之注資係針對政府而不得直接援助銀行，導致西班牙 10 年期公債殖利率一度突破 7%，金融市場持續動盪，迫使西班牙不得不向歐盟提出紓困要求。

四、 歐盟同意援助西班牙銀行業

西班牙於 2012 年 6 月底正式向歐盟提出紓困要求，原本期待可由 ESM 獲得注資，惟因 ECB 轄下的共同金融監管機構尚未成立，因此目前仍需由西班牙政府擔保債務，恐使其財政狀況再度惡化。

（一）西班牙銀行業需高額資金重組

2012 年 6 月 IMF 公布西班牙銀行業的壓力測試報告，結果顯示，若西班牙經濟持續萎縮，除了規模最大的兩家銀行資本較為充足以外，其他較小的銀行業總計還需增資約 400 億歐元，才能符合 Basel III 協定對資本充足率之要求，若再考量整頓債務的成本，所需資金可能更高。根據西班牙政府聘請之獨

立審查機構的壓力測試結果，在最糟情況下（註 13），西班牙銀行業最多需要 620 億歐元進行重組。

（二）歐盟同意最高以 1,000 億歐元援助西班牙銀行業

西班牙銀行業危機迫在眉睫，歐盟執委會雖於 2012 年 6 月提出解決歐盟問題銀行之歐盟金融監管提案（詳見附錄 1），惟該法案緩不濟急。而後西班牙向歐盟請求 1,000 億歐元直接協助該國銀行業進行資本重組。

1. 歐盟同意直接協助銀行進行資本重組

歐盟同意在設立 ECB 轄下的共同金融監管機構之前提下，允許將成立的 ESM（註 14），

（註 12）參考 Financial Times (2012b)。

（註 13）模擬情況為 2012 年、2013 年經濟分別衰退 4.1% 與 1.6%，房價分別下跌 20% 與 3.6%。

（註 14）ESM 預計於 2012 年 10 月底啟動。

直接協助銀行進行資本重組，以切斷銀行業與主權債務之間的惡性循環，並將放棄對西班牙貸款的優先求償權，以提高民間債權人持有西班牙公債之意願。

2. 歐盟同意西班牙延至 2014 年達成財政赤字目標

歐盟與西班牙協議，西班牙必須設立一家「壞帳銀行」，並將銀行業的核心資本適足率提高至 9%，方可獲得援助資金。歐盟亦同意西班牙延後 1 年，至 2014 年將其財政赤字相對 GDP 的比率降至 3% 以下。

(三) 銀行業援助計畫將增加政府債務

根據歐元區援助西班牙銀行業計畫（詳

見附錄 2），EFSF 已於 2012 年 7 月向西班牙銀行重組基金（Fund for Orderly Bank Restructuring, FROB）提供首批 300 億歐元援助金（註 15），惟僅為備用，不直接注入銀行，其他具體援助金額將在外部機構對西班牙銀行業進行壓力測試後方可確定。

由於 ESM 尚未運作，且歐洲共同金融監管機構需要數年才能成立，目前西班牙政府仍需承擔擔保責任，這將增加西班牙的國家債務，對目前財政狀況不佳的西班牙而言，無疑雪上加霜（西班牙與希臘、愛爾蘭、葡萄牙援助方案之不同，詳見附錄 3）。

五、地方政府債務問題加重西班牙財政負擔

2008 年後，西班牙地方自治區政府因負債沈重，亟需中央政府救援。由於銀行業是政府債務的主要債權人，銀行業危機與政府債務危機形成惡性循環，風險升高。

(一) 高福利政策及不當之基礎建設造成地方政府財政惡化

西班牙共有 17 個地方自治區，總支出約占政府支出的 4 成，擁有相當高的自主權。然而，地方政府財政運用不當，負債規模由 1984 年至 2010 年間增加約 20 倍，赤字相對 GDP 之比率由 1984 年的 2.7% 升至 13.1%。

1. 高福利政策及不當之基礎建設拖累地

方財政

由於地方政府大多實施免費醫療、教育等福利政策，使福利支出占整體預算超過 6 成；另大量興建高速公路、機場、鐵路、游泳池及文藝設施等基礎建設，不僅效益有限，甚至使地方政府積欠大量債務。

2. 中央政府難以約束地方政府達成財政赤字目標

地方政府財政收入約有 67% 來自中央政府的統籌分配款，2011 年中央政府要求各地方政府將赤字相對 GDP 之比率控制在 1.3%，最後卻高達 3.4%，達成目標的地方政府僅有

(註 15) 由於 ESM 尚未運作，因此先由 EFSF 發放首批援助金。

8個，使得中央政府無法達成將赤字相對GDP之比率控制在6%的目標。

(二) 地方政府尋求中央政府援助

2012年7月瓦倫西亞地方自治區向中央政府求援，莫西亞區隨即跟進，甚至經濟產值占全國2成的加泰隆尼亞地區亦請求援助。為協助地方政府處理財政問題，西班牙政府成立規模180億歐元之援助基金。根據西班牙國家報(El Pais)估計，各自治區負債總額約為1,400億歐元，本年需再融資金額為360億歐元，市場擔憂援助規模不足。

(三) 政府與銀行間相互依賴的關係形成惡性循環

西班牙政府公債目前超過6成由西班牙銀行業、退休基金、保險公司持有，較2011年上升50%，顯示外資對西班牙公債的需求

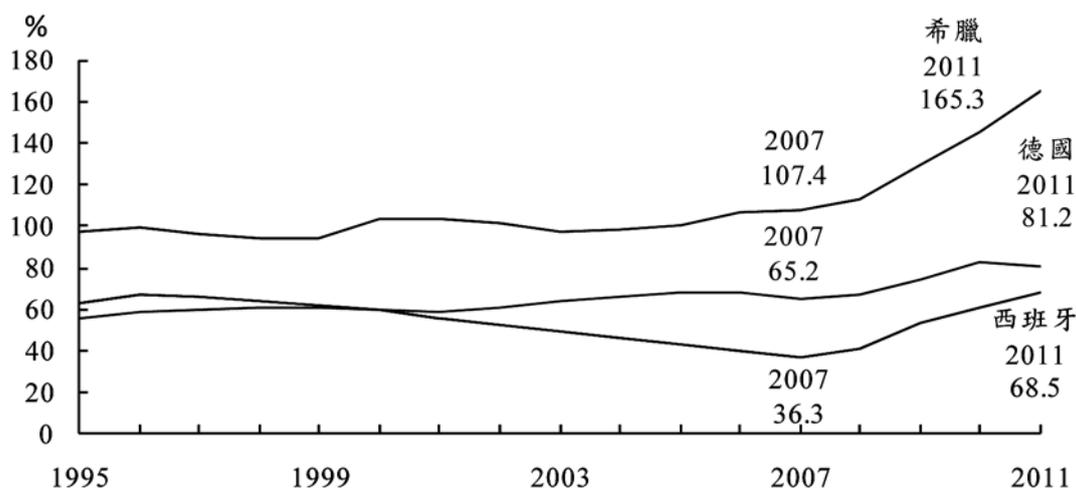
大幅下降。政府發行公債籌措資金挹注銀行，以避免銀行倒閉，而未倒閉的銀行則買入更多的政府公債。ECB提供的3年期長期再融通操作(LTRO)，雖緩解西班牙銀行籌措資金的困難，但也加深了銀行業與主權債務風險之間的關聯。隨著銀行業狀況惡化，購買政府公債的能力下降，且政府公債殖利率居高不下又屢遭降評，銀行業持有的政府公債價值大減，財務每下愈況。

(四) 經濟衰退使政府財政加速惡化

1. 2008年後西班牙財政收支逐漸惡化

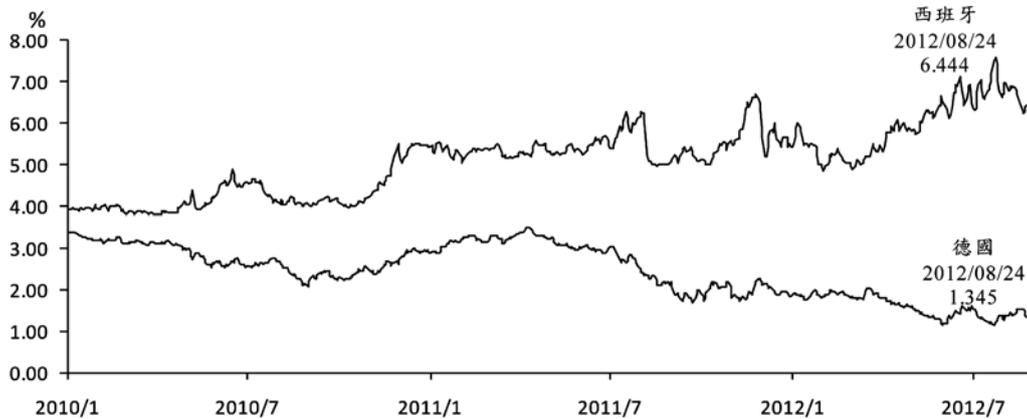
西班牙財政狀況本為歐元區中相當健康的國家，2007年政府債務相對GDP比率僅36.3% (圖7)，2008年西班牙財政收支轉為赤字，財政收支相對GDP比率為-4.1%，2009年甚至達-11.1%，政府債務伴隨惡化。

圖7 西班牙、德國及希臘之政府債務相對GDP比率



資料來源：Thomson Datastream。

圖 8 西班牙與德國 10 年期公債殖利率



資料來源：Thomson Datastream。

2. 西班牙 10 年期公債殖利率數度升破 7%
2012 年以來，因西班牙銀行業危機擴散，政府債務迅速攀升，加以經濟情勢惡化，國際信評機構已數次調降西班牙主權及銀行的長期信用評等，西班牙 10 年期公債殖利率 6 月以來數度升破 7%（圖 8），達希

臘、愛爾蘭及葡萄牙接受援助的水準。西班牙預算部長 Cristobal Montoro 表示，由公債殖利率水準可見，西班牙已被排除於國際借貸市場之外。復以資金嚴重外流，2012 年首季資金流出高達 970 億歐元，約占 GDP 的十分之一，顯示市場已對西班牙失去信心。

六、結 論

過去十幾年來，西班牙依賴營建業帶動經濟成長，為房地產市場帶來繁榮光景，儲蓄銀行亦大量放款予房地產相關產業及購屋者。然而，2008 年西班牙房地產泡沫破滅，重傷過度依賴營建業的經濟，與房地產相關的銀行壞帳快速增加。

政府雖要求銀行增提準備，金額逾 800 億歐元，然而與房地產相關之不良放款逾 1,800 億歐元，準備提存規模仍顯不足，且銀

行業屢遭降評，面臨沉重資金壓力，亟需政府資助改善資本結構。

由於西班牙政府已無足夠資金援助銀行業，不得不於 2012 年 6 月底正式向歐盟提出紓困要求。歐盟同意最高以 1,000 億歐元援助西班牙銀行業，惟因 ECB 轄下的共同金融監管機構尚未成立，ESM 仍無法直接注資西班牙銀行，西班牙政府仍需全面承擔紓困借款的償還責任，加重政府債務負擔。

西班牙銀行業危機雖略為緩解，但地方政府因實施高福利政策及不當基礎建設，債務負擔沉重。2012年7月以來，瓦倫西亞、莫西亞及加泰隆尼亞等地方政府陸續要求中央政府提供流動性援助。然而，西班牙10年期殖利率屢破7%，顯示中央政府自身財政狀況亦相當拮据，似乎難以自行解決地方政府的融資困難，西班牙尋求全面紓困的風險增加，後續發展仍待密切觀察。

附錄1 歐盟金融監管提案簡介

政 策	內 容
預防與準備	<ul style="list-style-type: none"> * 要求銀行提出重建計畫，並鼓勵政府在危機浮現後及早介入。 * 當銀行瀕臨倒閉時，歐盟主管機關可憑藉此法介入銀行營運，強迫銀行在法律面與營運結構上進行改革，例如撤換管理階層。
問題銀行解決方案	<ul style="list-style-type: none"> * 在「預防與準備」之行動全告失敗後，展開內部紓困（bail in）。 * 援助可能引發金融系統危機的問題銀行時，本法案賦予主管機關強迫銀行債權人分擔援助成本的權力，以減記銀行債務的方式，由銀行股東或債權人自負損失。 * 除了央行的流動性援助外，其他公共資金不會用來挹注銀行，以降低納稅人的負擔與成本。 * 不致引發國際或個別國家系統性風險的問題銀行，可放手任其倒閉。 * 保障銀行倒閉時，自動提款機等基本功能仍能在歐洲各國維持正常運作。 * 為避免一國之銀行壞帳問題在歐元區擴散，應及早讓銀行資產與壞帳劃清界線，成立「過渡銀行」及「壞帳銀行」，剝離壞帳，維持銀行基本運作。
建立中央集權的金融監管制度	<ul style="list-style-type: none"> * 成立整合各國銀行體系的銀行聯盟（Banking Union），並制定適用整體歐洲銀行的法規。 * 設置共同金融監管機構，專責處理跨國銀行紓困問題。 * 設置單一存款保證組織，為歐盟所有銀行提供保證，組織形式類似「美國聯邦存款保險公司」。 * 建立國家基金，由銀行提交部分資金，或向銀行課稅，遭遇困難時可提供緊急貸款或擔保，必要時亦可提供給其他歐盟會員國。

本提案須獲歐盟部長理事會（Council of the European Union）及歐洲議會（European Parliament）核准，最快於2018年方能執行。

資料來源：取材自歐盟執委會（European Commission）於2012年6月6日之提案。

附錄 2 歐元區援助西班牙銀行業計畫簡介

內容	
發放 首批 資金	<p>* 整個援助計畫正式啟動，由 EFSF 發放首批 300 億歐元資金，僅作為緊急備用，不直接注入銀行。</p>
公布 壓力 測試 結果	<p>* 2012 年 9 月前公布由外部機構對西班牙銀行進行壓力測試之結果。根據壓力測試結果，西班牙銀行將被分為以下 4 類：</p> <p>組別 0：無資金短缺之銀行，不包含於本次計畫中。</p> <p>組別 1：有資金短缺但已由西班牙銀行重組基金（FROB）接管。</p> <p>組別 2：有資金短缺且無力自行融資之銀行。</p> <p>組別 3：有資金短缺但可自行彌補缺口之銀行。</p> <p>* 組別 1、2、3 之銀行呈交資本重組計畫，可能透過出售資產、負債管理、發行股票，以及動用國家援助計畫等方式彌補缺口。隨後西班牙政府和歐盟執委會，將評估銀行重組計畫的可行性。</p>
組別 1 和 組別 2	<p>* 對於組別 1 中已被 FROB 接管的 4 大銀行，歐盟執委會將在 2012 年 11 月前批准重組計畫。在 2012 年底之前，完成將 4 家銀行的有毒資產轉移至「壞帳銀行」的工作。</p> <p>* 組別 2 銀行需在 10 月前提交資本重組計畫，歐盟執委會將於 12 月底前批准重組計畫。所有組別 2 銀行都必須將有毒資產轉移至「壞帳銀行」。</p> <p>* 除非經過歐盟執委會允許，否則組別 1、2 的銀行不得在重組計畫獲准前，接受任何援助貸款。但前述 300 億歐元的緊急備用金為例外。</p>
組別 3*	<p>* 組別 3 的銀行若預計發行的股票金額高於風險加權資產的 2%，須同時發行可轉換證券，並必須於 12 月前完成。若預計發行的股票金額低於風險加權資產的 2%，則完成期限延至 2013 年 6 月 30 日。</p> <p>* 若銀行發行股票的計畫失敗，需提交重組計畫，透過國家援助計畫接受援助。</p>

資料來源：取材自歐元區與西班牙於 2012 年 7 月 20 日簽署之「銀行業援助瞭解備忘錄」（Memorandum of Understanding on Financial-sector Policy Conditionality）。

附錄3 西班牙與希臘、愛爾蘭、葡萄牙援助方案之不同

	西班牙	希臘、愛爾蘭、葡萄牙
危機成因	<ul style="list-style-type: none"> * 西班牙政府債務相對 GDP 比率為歐元區最低的國家之一。 * 西班牙因地區儲蓄銀行涉入房地產市場過深，近期經濟快速萎縮使房價急遽下跌，拖累銀行業。 * 經濟狀況不佳，銀行為達到國際資本要求所付出的代價沉重。 	<ul style="list-style-type: none"> * 希臘因政府過度支出而接受援助。 * 愛爾蘭亦因房價泡沫破裂拖累銀行業，惟其泡沫破裂速度較快。
監督	<ul style="list-style-type: none"> * 德國做出讓步，在設立歐洲共同金融監管機構的前提下，讓EFSF/ESM得以針對西班牙銀行業進行紓困，協助重整銀行業。 * EFSF/ESM 雖透過西班牙銀行重組基金（FROB）援助該國銀行業，但西班牙似乎無須接受 IMF、歐盟執委會及 ECB 之查核與監督。 	<ul style="list-style-type: none"> * EFSF的援助方式為全面性紓困（full-scale bailout）。 * 希臘、愛爾蘭及葡萄牙每季均須接受 IMF、歐盟執委會及 ECB 之查核與監督。
附帶條件	<ul style="list-style-type: none"> * 歐盟對西班牙銀行之重整過程附加額外條件，如對受援助銀行實地考核，並獲准僱用外部第三者協助查核。 	

資料來源：主要取材自 Financial Times (2012), “Bailout Lite: How Rescue Differs from Greece,” June 10.

參考文獻

- Bank of Spain (2012), “Financial Stability Report,” May.
- Chislett, William (2010), “The Way Forward for the Spanish Economy: More Internationalisation (WP),” Elcano Royal Institute Working Papers.
- Eurostat (2012), “Labour Markets at Regional Level,” July 24.
- Financial Times (2012a), “Spain Set to Pump Cash into Bankia,” May 10.

- Financial Times (2012b), "ECB Rejects Madrid Plan to Boost Bankia," May 29.
- Finkenzeller, Karin (2012), "Die Tricks der Spanier," Die Zeit, July 19.
- Garriga, Carlos (2010), "The Role of Construction in the Housing Boom and Bust in Spain," Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), February.
- Gonzalez, Libertad and Francesc Ortega (2009), "Immigration and Housing Booms: Evidence from Spain," Institute for the Study of Labor (IZA), Discussion Paper No. 4333, July.
- Hoekstra, J.S.C.M., I.H. Saizarbitoria and A.E. Etxarri (2010), "Recent Changes in Spanish Housing Policies: Subsidized Owner-occupancy Dwellings as a New Tenure Sector," Journal of Housing and the Built Environment, 25 (1).
- Hoekstra, Joris and Cyrus Vakili-zad (2011), "High Vacancy Rates and Rising House Prices: the Spanish Paradox," Tijdschrift Voor Economische en Sociale Geografie, February.
- Muller, Stefanie Claudia (2011), "The Real Estate Bubble in Spain Has Been Pumped Up by All of Us," Aestimatio, the Ieb International Journal of Finance, March 3.
- The Economist (2006), "Zappy Happy on the Beach," July 29.
- 張健 (2010), 「西班牙房地產泡沫破滅的教訓」, 國際資料信息, 2010 年第 6 期。
- 張德鴻 (2012), 「房地產泡沫和西班牙債務危機」, 浙商期貨有限公司。
- 經濟建設委員會 (2012), 「國際經濟情勢雙週報」, 第 1754 期, 5 月 10 日。
- 黃欣 (2012), 「投資人害怕西班牙 5 大主因, 中央左支右絀, 地方一團混亂」, 鉅亨網, 7 月 26 日。
- 任中原 (2012), 「大蓋蚊子館, 拖垮西班牙財政」, 聯合報, 6 月 11 日。

(本文於民國 101 年 9 月完稿, 作者鄭雅蔚女士現為本行經濟研究處國際經濟科辦事員)

總體審慎政策與實務：近年的台灣經驗

黃 富 櫻

摘 要

(一) 2008-2009 年全球金融危機突顯貨幣政策與金融穩定間的監理漏洞，繼而在後金融危機興起總體審慎政策維持整體金融系統穩定的主流思想。本文主要探討總體審慎政策及近年的台灣經驗，並分別由貨幣政策與個體審慎監理政策間的監理漏洞、中央銀行在金融穩定與貨幣穩定的雙元角色、中央銀行在總體審慎政策居最重要角色、及維持金融穩定需要明確的法源基礎等構面加以說明中央銀行在金融穩定與總體審慎政策的角色。

(二) 維持整體金融系統的穩定係總體審慎政策的目標。其工具包括國際規範（如 Basel III）及各國的國內規範（如貸放成數/LTV Ratio）。坦言之，總體審慎政策架構的執行與發展目前尚在初步階段，系統風險的鑑定仍在粗淺的領域，迄今亦未發展出全球可通用的標準化模式；新推出的總體審慎政策工具亦須在不同環境中加以測試，及評估是否達成期望效果；更重要的是，攸關總體審慎政策的執行面，仍欠缺主管機關等制度面的治理設計，已有制度面設計的國家則仍在學習摸索階段，亟需凝聚執行總體審慎政

策的實務經驗。

(三) 至於總體審慎的政策實務面，本文採廣義定義，以與維持金融穩定有關的貨幣政策、總體與個體審慎監理政策及財政政策等範疇說明近年的台灣經驗，特別是說明近兩年以來台灣針對不動產市場實施的限制貸放成數的總體審慎措施，以及資本移動管理措施。台灣實施前兩項總體審慎措施後，已有效維持外匯市場秩序及控管銀行信用風險，如銀行不動產抵押放款的集中度已顯著減緩。

(四) 本文亦比較分析新舊不動產審慎措施的異同。本行曾於 1989 年 2 月採行嚴峻的選擇性信用管制措施（即當前所稱的總體審慎措施），藉以抑制房市投機活動。新舊不動產審慎措施除背景因素不同外，其最顯著的差異在於，1989 年的舊措施屬全面性的一般性措施，而 2009 年以來的措施則係針對大台北都會區及若干新北市地區等特別地區的針對性措施；兩者相同處，則均使用貸放成數(LTV)的總體審慎工具，抑制房市投機炒作，維持不動產市場及總體經濟金融穩定。

一、前言

過去數年全球經濟金融面臨前所未有的艱鉅挑戰。為因應 1930 年代以來最嚴峻的金融危機與經濟衰退，各國政府積極採行寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，這些紓困措施顯然已發揮漸次穩定全球金融的政策效果，但 2010 年以來不斷延燒的歐洲主權債務危機卻成為威脅全球金融穩定的壓力新來源；同時先進經濟體緩慢復甦及新興經濟體強勁復甦的「雙速復甦」現象，則另外對先進經濟體及新興經濟體產生完全不同的政策挑戰。

2008-2009 年的金融危機顯示，全球化在景氣好的時期，各國皆雨露均霑受益無窮，但在景氣轉差，面臨危機壓力的時期，卻會因全球化使各國間的經貿關係錯綜複雜，加上跨國資本自由移動雖可使移入國受惠，但也造成不安定，最終導致問題或危機更加嚴重。Weber (2011) 稱，全球化促使全球金融體系更緊密相扣，益因全球金融體系與全球實體經濟間的相互牽連，使金融危機嚴重衝擊先進及新興經濟體，而導致起源於一國的危機會快速擴散至其他國家，具備全球化的特質，此種發展過程可以「危機全球化 (globalization of crisis)」加以稱之。

顯而易見的是，新興經濟體在危機當時及後危機時代居相當重要的穩定全球經濟的

角色。儘管如此，IMF (2011) 指出，後危機時代新興經濟體隨著經濟快速復甦，導致國內需求強勁，信用快速成長及資本大量流入，卻也使新興經濟體飽嚙全新的挑戰，面臨高槓桿操作，資產泡沫、匯率波動加劇與通貨膨脹的壓力，新興經濟體的決策者必須審慎因應，以避免發生系統風險，進而危及金融安定與經濟成長。新興經濟體面臨此種局面，大都採行較為緊縮的總體經濟政策，必要時亦採總體審慎政策，以確保金融安定。換言之，各國亦可採行總體審慎政策，藉以管理及預防資本跨國自由移動衍生的危機，特別是全球化下的新興經濟體。

本文計六章。第二章說明總體審慎政策的目標與工具，第三章介紹中央銀行在金融穩定與總體審慎政策的角色，其中說明貨幣政策與個體審慎監理政策間的系統監理漏洞、央行維持貨幣與金融穩定的雙元角色，及維持金融穩定應有明確的法源基礎。第四及第五章則分別分析台灣的經濟與金融健全指標，以及台灣的總體審慎政策實務與政策效果，特別是抑制房屋市場投機的總體審慎措施及抑制外匯投機的資本移動管理措施，該章並比較分析本行新舊不動產審慎措施的異同。最後為本文的結論。

二、總體審慎政策的目標與工具

2008-2009年的金融危機以來，「總體審慎政策」瞬間成為全球耳熟能詳、朗朗上口的術語，其定義雖不十分明確，也很難說明其真正代表的字義，但透過總體審慎政策維持整體金融體系的安定成為一種新顯學，相關的法規與監理架構改革亦成為各國的優先計劃，而確保個別金融機構穩健經營的傳統思維不再務實，不足以確保金融安定，則已獲得普遍的共識，加上貨幣政策與財政政策在確保金融安定方面有其極限，國際清算銀行（以下簡稱 BIS）遂倡議以總體審慎政策確保經濟體免於金融失衡的威脅，並已提出若干國際規範標準的金融改革，如 Basel III 新規定，以及管理大量資本流入的建議措施。儘管如此，總體審慎政策架構的執行與發展目前仍在初步階段，BIS (2011a)稱系統風險的鑑定仍在粗淺的領域，迄今亦未發展出全球可通用的標準化模式；新推出的總體審慎政策工具尚須在不同環境中加以測試，及評估是否達成期望效果；更重要的是，攸關總體審慎政策的執行面，仍欠缺主管機關等制度面的治理設計，已有制度面設計的國家則仍在學習摸索階段，亟需凝聚執行總體審慎政策的實務經驗。

（一）目標

總體審慎政策旨在改善整體金融部門的健全度與韌性，亦即利用總體審慎工具，達

到促進整體金融體系安定的明確目標，而非以個別金融機構穩健經營為目標。因此，總體審慎政策可由目標（抑制系統風險）、分析範疇（整體金融體系及與實體經濟的互動）、權力、工具與治理（法源基礎、審慎工具，以及主管機關）等加以定義（Caruana 2011a）。茲說明總體審慎政策的兩大目標如下：

1. 減緩時間縱構面的金融循環或順循環問題；
2. 解決跨部門橫構面因金融機構關係綿密的共同暴險衍生的系統風險，促使金融體系更具韌性。

（二）工具

本次金融危機已激發各國及國際組織對總體審慎政策的設計與安排的高度關切，BIS (2011a)指出 FSB、IMF 及 BIS 已合作開發完整的總體審慎政策架構，包括抑制大量資本移動的建議措施，以持續通盤監控系統風險。總體審慎政策利用總體審慎工具抑制系統風險，從而能減緩系統風險對實體經濟的不利衝擊。BIS(2010)另指出貨幣政策、財政政策及匯率政策等通常亦具促進金融穩定的政策功能，但只有能明確直接促進整體金融穩定目標之可信賴工具，才能歸類為總體審慎工具。基此，與維持金融穩定領域有關之個體審慎政策、貨幣政策及財政政策亦均可

包括在廣義的總體審慎工具範疇內。例如，許多國家在全球金融危機時採行的調降利率、量化寬鬆及信用寬鬆措施等紓困措施，皆以維持金融穩定為政策考量基礎，亦屬總體審慎政策的一環。

事實上，總體審慎政策與個體審慎政策、貨幣政策或財政政策間具有互補效果，而非替代效果，而狹義的總體審慎政策旨在解決時間縱構面及跨部門橫構面之系統風險的兩大構面問題。其中時間縱構面的工具用來減緩金融順循環的衝擊，跨部門橫構面的工具則用來降低系統風險的集中度，特別是長久以來「太大不能倒」或「太緊密關聯不能倒」的問題。

一般而言，總體審慎政策工具包括國際及國內兩種規範標準。例如，就時間縱構面的工具加以觀之，Basel III 資產風險加權計算基礎之普通股權益的逆景氣循環資本緩衝（0-2.5%）及資本保留緩衝（2.5%）、未經風險加權計算之槓桿比率、保證金規定及擔保品的折扣率、以及預期的損失準備等均可歸納為國際規範標準。至於國內的規範工具則包括貸放成數（loan-to-value, LTV）、負債對所得比率（debt-to-income）、貸款對所得比率（loan-to-income）、授信標準、以及

特定的流動性規定，其中貸放成數規定可改善金融體系的韌性，亦屬扮演金融體系的自動安定器。

就跨部門橫構面的工具加以觀察，其政策設計主要以系統重要金融機構（systemically important financial institutions, SIFIs）為重點，針對問題金融機構的更好解決機制能降低事前對緩衝資本的依賴。金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）在 2011 年 11 月 4 日公布其解決系統重要機構的政策措施，國際清算銀行巴賽爾銀行監理委員會亦同時指出全球目前有 29 家銀行（註 1）屬全球系統重要銀行（global systemically important banks, G-SIBs）。BIS 以規模、相關性、有無可隨時替代或金融機構基礎設施、全球業務及複雜度等五大範圍評估 G-SIBs，額外吸收損失之普通股權益第一類資本（Common Equity Tier 1, CET1）增提比率則以銀行的系統重要性為計算基礎，其額外資本增提比率的規定範圍為 1%--2.5%（註 2），前述規定將與 Basel III 的緩衝資本及逆景氣循環緩衝資本同步實施（2016 年 1 月至 2018 年底為緩衝期），並於 2019 年 1 月全面實施。

除了上述國際規範標準的跨部門橫構面工具外，另亦有國內規範的工具，截至目前

（註 1）包括 8 家美國金融機構（BOA, BONY Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, State Street, Wells Fargo）及 21 家美國以外的金融機構（比利時的 Belgium Bank Dexia, 義大利的 Unicredit, 西班牙的 Banco Santander, 德國的 Deutsche Bank 及 Commerzbank, 3 家日本銀行及大陸的中國銀行）。

（註 2）FSB 表示額外資本增提比率初步分 1%, 1.5%, 2%, 2.5% 等 4 個等級，依規模、風險性、及關連性而有所不同，其額外增提比率並非固定，FSB 將於每年 11 月重新檢視，並延至 2012 年 11 月作最後定案，2014 年將公布每一等級的適用標準。

各國之國內規範的實施經驗仍十分有限，有些先進國家，如美國、德國及英國，已制定各該國處理 SIFIs 及 TBTF 的解決機制；瑞士對 SIFIs 的資本緩衝規定除約為 Basel III 的兩

倍水準外，亦建議依據銀行資產負債表規模及市場佔有率的計算基礎，另增加對系統風險敏感性的資本增提規定。

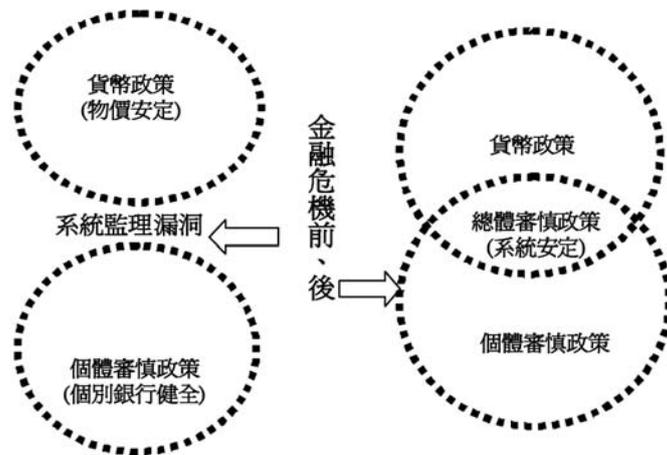
三、中央銀行在金融穩定與總體審慎政策的角色

傳統上，物價安定及金融穩定目標分別由獨立的貨幣政策及個體審慎監理政策加以達成，但 2008-2009 全球金融危機的啟示是，貨幣政策與個體審慎監理政策獨立運作以追求各自法定目標的傳統思維已不可靠，且不切實際。本章首先圖示說明貨幣政策與個體審慎監理政策間的監理漏洞，接著由央行在物價安定與金融穩定的雙元角色、央行在總體審慎政策居最重要角色、以及應有明確的金融穩定法源基礎等三大構面扼要說明央行在金融穩定與總體審慎政策的角色。

(一) 貨幣政策與個體審慎監理政策間的監理漏洞

1990 年代起盛行通貨膨脹目標化的貨幣

政策操作模式及單一獨立金融監理單位之金融監理一元化風潮。在通貨膨脹目標化機制下，貨幣政策採單一目標單一工具，以利率政策達成物價穩定目標，只以維持物價安定為貨幣政策法定目標，由央行負責。另一方面，金融監理一元化下的金融監理政策係一種個體審慎監理政策，只著墨對個別金融機構的監理規範，以促進個別金融機構穩健經營，特別是銀行體系，由獨立的金融監理單位負責。上述兩者間的整體金融系統監理部分成為無人管轄的三不管地帶，在監理套利衍生的系統風險下，成為本次金融危機的最大監理漏洞（下圖），此亦係後危機時代各國頻頻進行總體審慎監理政策改革的主要原



因（黃富櫻，2011）。

（二）中央銀行在貨幣穩定與金融穩定的雙元角色

往昔的經驗顯示，金融危機總是引發央行業務在治理與實務作業方面的重大變革，本次全球金融危機亦不例外。金融危機突顯維持物價安定不足以確保金融穩定，因此央行必須調整及克服一些史無前例的全新挑戰，並盡全力與國內外的相關主關機關進行協調與合作。在許多國家（包括新興經濟體），建構總體審慎政策的呼籲聲浪中，已浮現賦予央行新任務的發展趨勢，將貨幣政策與總體審慎政策架構在同一屋簷下應屬較有用的選項。Eichengreen 等(2011)的研究報告指出，愈來愈多的共識是，央行業務的傳統思維需要重新加以思考與檢討，物價安定與經濟金融穩定間的關係需要明確加以重新定義，渠等建議央行應超越傳統上對物價的重視，另新增明確的金融穩定目標，並在貨幣政策工具之餘，搭配總體審慎政策工具，藉以達成金融穩定目標。上述建議已明確揭示在後危機時代，央行應維持物價安定與金融穩定雙元角色的全球央行業務新方向。

（三）中央銀行在總體審慎政策居最重要角色

一般而言，許多國家的總體審慎政策採責任分工的治理模式，由多個單位共同負責，而不是由單一機關獨立負責總體審慎政

策，但全球已逐漸盛行賦予央行額外權力，主管總體審慎政策之新構思。事實上，央行在評估偵測系統風險方面居領導角色，且因擔任貨幣主管機關及最後貸款者角色，央行平素即具備經濟金融方面的專業知識，此種專業角色助益央行評估系統風險是否來自金融體系不同部門的交互影響，以及評估金融失衡對實質經濟的潛在衝擊。換言之，貨幣政策結合總體審慎政策後能產生綜效，並使貨幣政策發揮更大效力。

隨著央行在此次金融危機中的空前演出，不論操作規模、頻率均創下歷史紀錄，甚至實施量化寬鬆及信用寬鬆的非傳統貨幣政策措施，各國民眾在金融危機時對央行的期盼與期許，遠遠超過財政部或金融監理單位。因此，國際高峰論壇、研討會或研究報告在討論後危機時代維持金融穩定的總體審慎政策時，全球幾乎一致公認央行應在總體審慎架構中居最重要的角色。Squam Lake Group (2010) 強力推薦應由央行擔任總體審慎角色；Charles Goodhart, Sir John Gieve 及 Paul Mortimer-Lee 基於可最小化一國的監理缺口及能協調央行的貨幣政策與金融穩定政策之考量，一致認為央行是擔任總體審慎監理者的最佳人選 (CentralBanking.com, 2010)；Redouin (2010) 亦基於有效的貨幣政策必須有健全運作的金融體系，才能將貨幣政策措施透過貨幣政策傳遞機制，有效傳導

至實質經濟的考量，貨幣政策與金融穩定應同時置於央行屋簷下，在央行擁有雙責任後，能強化央行對金融市場的監理能力。Caruana (2010)另指出央行應在總體審慎政策中扮演最重要角色的理由如下：

1. 央行是獨一無二的機構，能在最短時間內對整體金融體系提供無限制的流動性，央行是金融體系安定的最後保證者。

2. 央行在監理支付系統健全運作方面，已居現代金融體系的軸心角色。

3. 央行平素專責分析總體經濟與金融發展趨勢。

4. 央行必須有實務上可行且與主要的貨幣政策目標一致的金融安定目標。

5. 金融泡沫一旦破滅，會不利長期物價安定與經濟穩定成長，進而影響貨幣政策傳遞機制，因此健全的金融體系對確保貨幣政策傳遞機制的有效性非常重要。

6. 以利率政策工具抑制金融失衡，恐波及其他經濟部門，央行若配備總體審慎政策，能專責維持系統安定。

總之，若由央行擔任總體審慎監理政策，即能補足貨幣政策與個體審慎監理間的監理漏洞，全球亦普遍公認央行是擔當總體審慎監理者的最佳人選，以有效維持金融穩定，惟未來央行若同時扮演總體審慎監理角色，亦可能影響央行的獨立性及公信力；另一方面，權力或責任愈大，相對的權責性

也愈大，未來如何彰顯央行在金融穩定政策的權責性，有賴制度性與組織方面的架構設計。CentralBanking.com (2010) 亦指出，Charles Goodhart 認為先進經濟體的金融監理者可能太自由化，應像新興市場經濟體採取實用的 (hands-on) 監理方式，如限制貸放成數 (loan-to - value ratio) 的規定。可以確定的是，未來先進經濟體的監理架構將轉趨嚴格，亦即先進經濟體與新興市場經濟體將較以往更趨合。

(四) 維持金融穩定需要明確的法源基礎

為能順暢執行總體審慎政策，應妥適界定總體審慎政策的法源基礎，亦即無論由那一個單位負責主管總體審慎政策，首務之舉是必須要有語意明確的法源基礎。隨著愈來愈多認為央行是維持金融穩定的最佳主管機關的共識，Carney (2009), Kim (2010), 及 Shirakawa (2010) 均指出賦予央行明確的金融穩定法源基礎有其必要性與正當性。BIS 負責金融穩定治理的研究小組所公布的報告亦公開呼籲應賦予央行明確的法源基礎，以維持金融穩定 (BIS, 2011c)。渠等指出明確的金融穩定法源基礎能降低主管業務範圍爭議的風險，並可提供央行充足的權力以因應系統風險。假設央行同時具備貨幣政策與金融穩定的法源基礎，央行即能全力以赴執行貨幣政策及金融穩定政策，從而確保物價、金融及經濟的穩定。截至目前，諸如英國、馬

來西亞及澳洲等國均完成央行法的修法作業，賦予各該國之央行明確的金融穩定法源基礎，有些國家如韓國及瑞典則已將央行法修法建議案提交國會審理中，藉以增訂新條文，賦予央行新的金融穩定法源基礎。

更重要的是，假設央行有明確的金融穩定法源基礎，則央行金融穩定職掌的清楚藍圖可進一步降低民眾對央行預期與央行實際作為間的落差風險。金融穩定的觀念雖不易界定，也不易付諸實施，但賦予央行明確金融穩定法源基礎的適當治理安排卻是相當重要的課題。總之，除非央行事先具備明確的法源基礎，否則央行無法擬定與執行金融穩定措施；央行若欠缺事前的明確法源基礎，

央行很容易在事後被責備應採措施而未採措施，亦可能在金融不穩定未實際發生金融危機時，被批評為所採措施非屬必要或代價太高。

就小型高度開放的經濟體而言，台灣長久以來體認金融自由化及國際資本自由移動會產生金融不安定的風險。正當許多國家忙於爭論應由那個主管機關負責監控系統風險及金融穩定任務時，台灣卻沒有這方面的困擾，因為促進金融穩定及維持對內及對外價格穩定係台灣央行法中央行四大目標之二，央行法第 19-31 條及 33-35 條並明訂央行達成前述目標的政策工具，其中亦包括針對性的審慎工具。

四、台灣的經濟與金融健全指標

本章將由經濟與金融健全指標勾勒 2005 年以來台灣經濟金融的發展動態。縱使全球的經濟金融復甦仍存在不確定感，但台灣的經濟金融發展卻尚屬穩健(圖 1-5 及表 1)。經濟成長率由 2009 年的負 1.93% 遽升至 2010 年的 10.88%，消費者物價指數及核心消費者物價指數年增率則均維持低穩走勢。

另就金融健全指標加以觀察，絕大多數的指標皆維持穩健變動。近數年來本國銀行的資產報酬率與淨值報酬率均漸次提高。2010 年的逾期放款比率已降至 0.61%，備抵

呆帳覆蓋率則高達 157.32%，雙雙顯示銀行維持良好的資產品質，且備抵呆帳足以覆蓋潛在損失。銀行資本亦相當充足，近數年的平均資本適足率均遠高於最低 8% 的法定規定。家計部門借款對 GDP 比率平均約 82%，應還本付息金額占可支配所得毛額比率則明顯由 2005 年的 46.97% 降至 2010 年的 36.12%。總體而言，台灣的地價指數雖漸次上升，但穩健的金融與家計部門已促使台灣經濟金融維持穩定發展。

圖 1 經濟成長率與 CPI 成長率

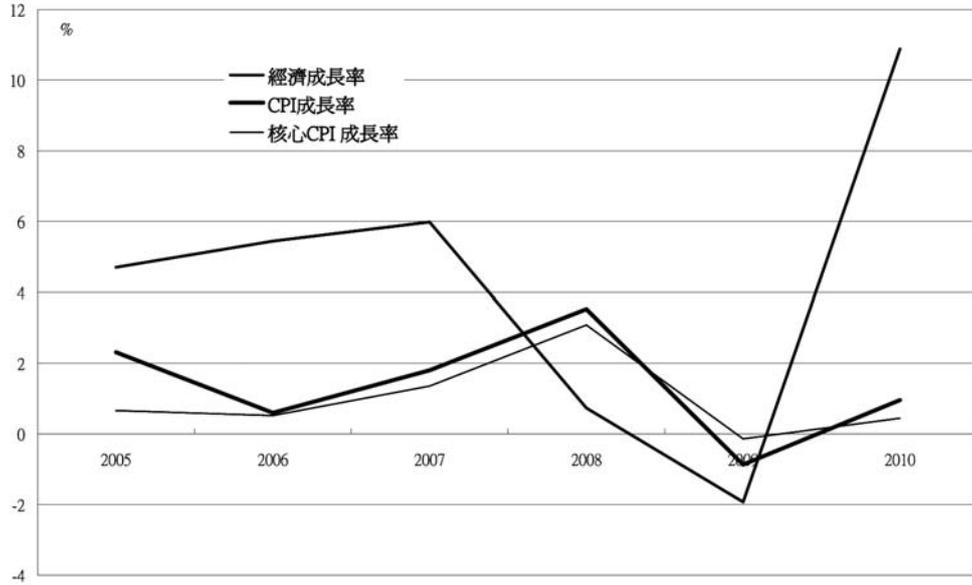


圖 2 銀行資產報酬率與淨值報酬率

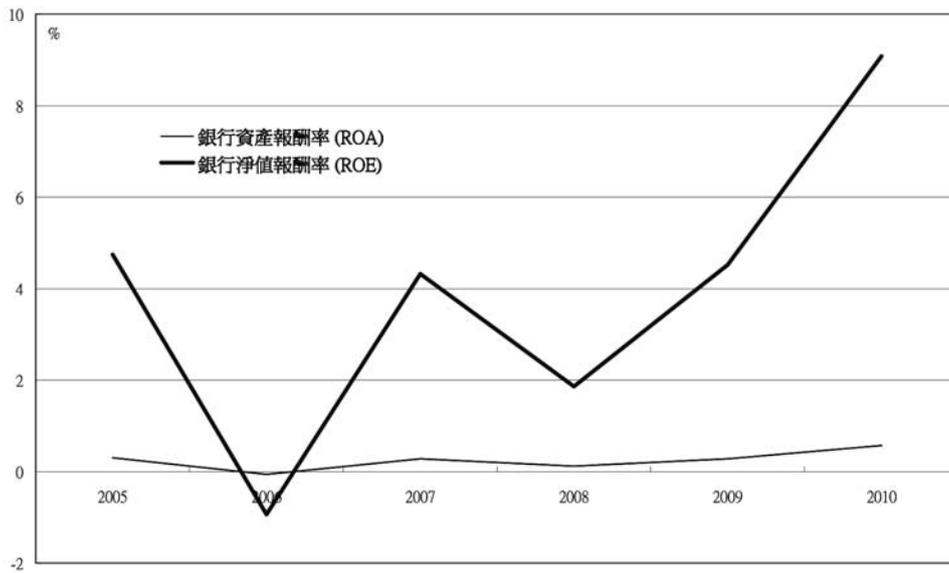


圖 3 銀行逾期放款比率與備抵呆帳覆蓋率

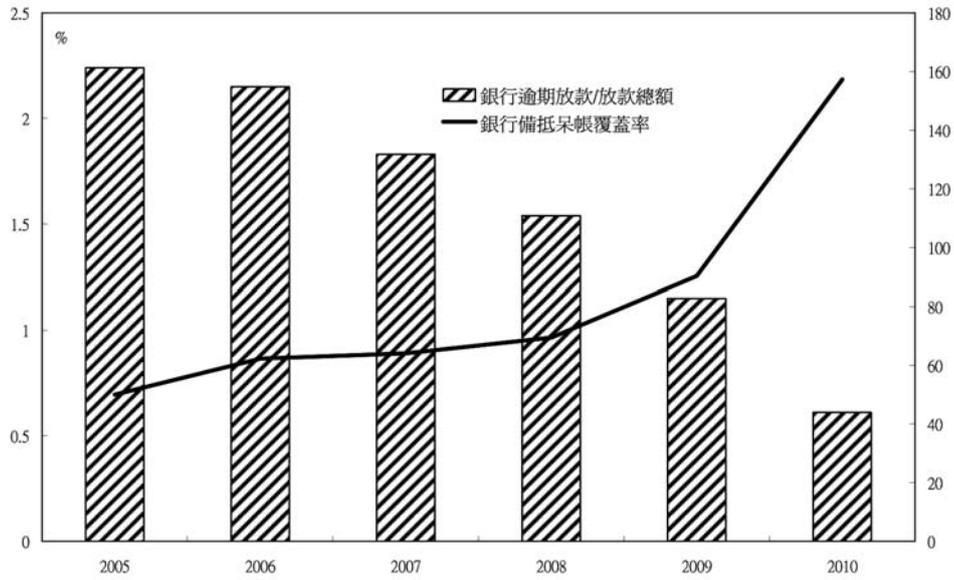


圖 4 銀行風險性資產自有資本比率

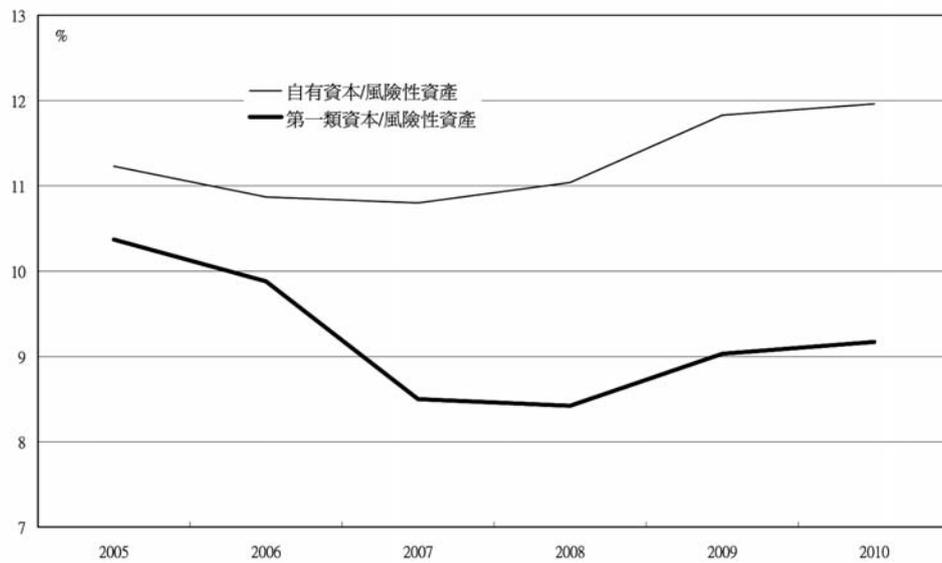


圖 5 家計部門借款/GDP 與應還本付息金額/可支配所得毛額

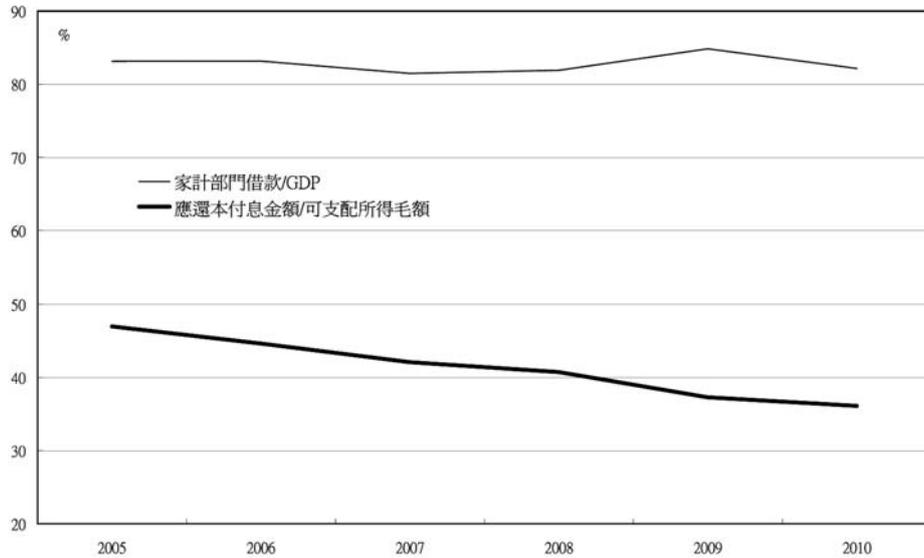


表 1 台灣的經濟與金融健全指標

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
經濟成長率	4.70	5.44	5.98	0.73	-1.93	10.88
CPI 成長率	2.31	0.60	1.80	3.53	-0.87	0.96
核心 CPI 成長率	0.66	0.52	1.35	3.08	-0.14	0.44
銀行資產報酬率 (ROA)	0.30	-0.06	0.28	0.12	0.28	0.57
銀行淨值報酬率 (ROE)	4.74	-0.94	4.32	1.86	4.52	9.08
銀行逾期放款/放款總額	2.24	2.15	1.83	1.54	1.15	0.61
銀行備抵呆帳覆蓋率	50.06	62.26	64.07	69.48	90.35	157.32
自有資本/風險性資產	11.23	10.87	10.80	11.04	11.83	11.96
第一類資本/風險性資產	10.37	9.88	8.50	8.42	9.03	9.17
家計部門借款/GDP	83.15	83.17	81.47	81.92	84.84	82.17
應還本付息金額/可支配所得毛額	46.97	44.66	42.09	40.74	37.29	36.12
地價指數	94.68	96.38	98.92	100.51	100.38	105.93

資料來源：中央銀行出版之「金融穩定報告」，2011年5月。

五、近年台灣的總體審慎政策實務與政策效果

本章將說明台灣主要的總體審慎政策的實務作業，特別是對不動產市場的總體審慎措施，及因應短期資本流入的資本移動管理措施。最後則扼要說明前述兩種總體審慎措施的政策效果。

(一) 近年台灣的總體審慎政策實務

為因應 2008-2009 年的全球金融危機及急遽變遷的經濟金融環境，台灣近年來已採行各種總體審慎政策，以確保金融穩定，並在穩定的環境中追求經濟成長。主要政策包括(顧石望等, 2011)：

1. 貨幣政策與資本移動管理措施

(1) 貨幣政策措施

促進金融穩定係中央銀行的四大目標之一。在 2008-2009 年全球金融危機期間，本行調降政策利率，並採行多項措施以確保市場有充足的流動性，總計調降 7 次利率，總幅度高達 237.5 個基本點，已有效降低企業及個人的融資成本，並激勵民間消費與投資。反之，隨著經濟快速復甦，本行漸次調整寬鬆貨幣政策，改採調高政策利率的緊縮措施，總計調高 5 次利率，調幅達 62.5 個基本

點，並擴大長期央行定存單的發行金額，以沖銷多餘的流動性。

除了利率政策外，本行另採市場流動性措施。包括調降法定準備金比率、擴大附買回操作的範疇(註 3)。此外，本行亦參與強化中小企業信用保證基金，助益分擔銀行的信用風險，並敦促銀行持續發揮金融中介功能。

(2) 流動性監理實務

本行除採行法定流動準備率(註 4)與期差配置規定(註 5)等流動性管理工具外，另亦採行其他措施以監控金融機構的流動性發展動態。本行於 2010 年 1 月設立「金融機構流動性管理小組」，研究分析金融機構流動性的差異化管理、流動性異常監控、及流動性衡量標準等重要議題，並經由「金融監理聯繫小組」研議改革措施。另與金管會於 2009 年底成立「新巴賽爾協定持續研議工作小組」，針對 BCBS 在 2009 年 7 月發布之強化 BASEL II 規定進行研議。

(3) 對不動產市場的總體審慎政策

本行為抑制不動產市場飆漲，藉以維持

(註 3) 2008 年 9 月起本行擴大附買回操作範疇，包括擴大合格交易對手及合格擔保品的範疇，並擴大最長融通期限至 180 天，藉以充裕市場較長期的流動性，減緩金融市場可能衍生的系統流動性風險。

(註 4) 本行自 2011 年 10 月 1 日起調高法定流動準備率，由原先的 7% 調高為 10%。

(註 5) 為監控銀行資金來源與用途的期差配置情形，金管會規定銀行應按月填報新台幣資產負債的期差配置分析報告，本行則下載金管會的資料據以了解銀行的期差配置情形。依據規定，銀行一個月期新台幣資產的期差錯配缺口不得超過特定比率，其中商業銀行、工業銀行及進出口銀行的上述特定比率分別為-5%、-10%及-15%。

金融穩定，亦採取若干針對性總體審慎措施，本章第二小節將詳加說明對不動產市場的總體審慎措施。

(4) 資本移動管理措施

新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，惟若有不規則因素（如短期資金大量進出）及季節因素，導致匯率波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。特別是大量資本流入將危及新興經濟體金融體系的安定，潛在出現金融危機的風險，加深匯率波動的幅度。因此，新興經濟體大都採取資本移動管理措施，藉以有效減低資本移動對經濟金融的不利衝擊，我國亦然，本章第二小節亦將說明台灣近年來的資本移動管理措施。

2. 強化金融穩定的實務作業

(1) 編製金融健全指標

本行自 1996 年 3 月起函請本國銀行（含中華郵政公司）按季提供資料，由本行金檢處編製金融健全指標，包括核心組及建議組金融健全指標，並定期公布於本行發布之金融穩定報告。上述金融健全指標的範疇，除包本國銀行外，尚包括企業部門、家庭部門、不動產市場及金融市場。

(2) 發布金融穩定報告

本行為了解危及金融穩定的威脅、弱點與潛在風險，及持續監控金融體系與總體經

濟的發展動態，自 2008 年 6 月起發布金融穩定報告，旨在定期公布台灣金融體系的現況，並透過廣泛討論，加深市場對潛在風險的了解，及採行因應對策，以維持金融穩定。

(3) 金融體系壓力測試

金融體系壓力測試係分析總體審慎指標的一種方式，壓力測試並非用來預測金融危機，而是用來評估金融體系如何暴險在特定經濟金融震盪中，並指出影響金融體系波動的關鍵因素。2010 年 7 月金管會函請本國銀行辦理 2009 年度壓力測試，情境設定為輕微（註 6）及較嚴重（註 7）。金管會辦理銀行壓力測試的目的在於督促銀行重視壓力測試，改善當前依巴塞爾基本協定二（Basel II）第二支柱辦理壓力測試的方法，以作為銀行未來自辦壓力測試之參考。2011 年 9 月金管會另公布本國銀行以 2010 年底為基準日的壓力測試結果，在輕微及較嚴重的假設情境下，無論是平均資本適足率或第一類資本適足率均高於法定最低資本適足率的規定。金管會另表示，為使銀行能逐步發展較為精進的測試方法，第二次壓力測試未統一設定壓力情境，各銀行可依據其內部授信管理或資料庫適足性，擇定適用方法，決定其壓力情境之相關參數之估計值（如損失率及違約損失率）。值得加以說明的是，本行亦同時研擬

（註 6）模擬假設經濟衰退 1.4%，失業率 6.08%，房價下跌 10%。

（註 7）模擬假設經濟衰退 2.73%，失業率 7.39%，房價下跌 20%。

總體 (Macro) 銀行壓力測試機制 (註 8)，其建構作業目前仍在積極進行中。

3. 強化金融基礎措施與金融環境

為因應金融危機，我國於 2008 年 10 月宣佈全額存款保險機制，以增強存款人的信心及穩定金融體系。該機制最初的到期日為 2009 年 12 月底，後來延長至 2010 年 12 月底，主要係考量全球經濟金融仍續呈不穩定，且鄰國新加坡及香港亦皆延長全額存款理賠機制。就金融基礎設施而言，本行已採行 RTGS 清算交割制度，並持續追蹤檢討該制度的發展。

4. 強化金融消費者保護

(1) 新金融消費者保護法

在後危機時代，我國制定「金融消費者保護法」，開啟我國金融消費者保護的新紀元，以保障金融消費者的權利及確保金融穩定。該法於 2011 年 6 月 3 日經立法院三讀通過，並於同年 6 月 29 日制定公布，金管會應於 2011 年 12 月 31 日以前捐助成立專責之金融消費爭議處理機構，並於該機構設置金融消費者服務部門，除辦理協調金融服務業處理申訴及協助評議委員會處理評議事件之各項審查準備事宜外，並應辦理對金融服務業及金融消費者的教育宣導，以有效預防金融

消費爭議發生。

(2) 銀行帳戶管理(Know-your-customers policies)

金管會強調銀行帳戶管理的重要性，特別督促金融機構落實銀行帳戶管理，深入了解銀行的往來顧客，杜絕人頭帳戶及詐騙行危。

(3) 強化金融教育

強化金融教育能協助消費者具備作金融決策應有的認知、知識、技能與信心，進而能致力於金融穩定與促進經濟永續成長，金融教育能輔助而非替代總體審慎政策。

5. 財政政策

(1) 寬鬆財政政策

為因應全球金融危機，我國於 2008 年 9 月推出「因應景氣振興經濟方案」，以刺激消費、振興投資、加強建設、穩定金融及促進出口。該寬鬆政策包括促進民間投資、加強中小企業融資及公共建設，鼓勵消費、促進就業、辦理優惠房貸、穩定金融及拓展出口等措施。例如，就鼓勵消費而言，我國於 2008 年 12 月實施「振興經濟消費券發放特別條例」，作為刺激消費的措施之一，每人發放消費券 3,600 元，透過消費鼓勵，帶動經濟成長。

(註 8) 壓力測試一般區分為個體與總體壓力測試兩種，本行的壓力測試屬總體壓力測試。本行依據設定的壓力情境，利用銀行現有申報資料，以總體經濟模型及總體壓力測試模型進行測試，並將銀行間傳染效果及對總體經濟的可能影響納入評估，以了解整體金融體系承受衝擊之能力及對總體經濟之影響。金管會的壓力測試則屬個體壓力測試，藉以瞭解個別銀行能否承受壓力情境之衝擊，以及是否須採行因應監理措施，此種測試並不考慮銀行間的傳染效果及對總體經濟的可能影響。央行的總體壓力測試與金管會的個體壓力測試不會重複，兩者具互補功能。

(2) 緊縮財政政策

2011年6月1日起，我國針對高價位的商品與勞務，特別是房屋不動產，實施「特種貨物及勞務稅條例」，即一般俗稱的奢侈稅，非自用住宅且在購入後兩年內出售的房屋將課徵10-15%的奢侈稅，奢侈商品（如汽車、飛機、遊艇、家具、皮毛等）的稅率為10%。實施奢侈稅的目的是，達成稅負公平、健全房屋市場、抑制房價飆漲及縮小貧富差距。初估實施奢侈稅將可額外增加新台幣150億元稅收，可用來挹注社會福利支出所需資金。

(二) 不動產市場的總體審慎措施、資本移動管理措施與政策效果

1. 不動產市場的總體審慎措施

近年來台北大都會區房價漲幅較為明顯，銀行放款有過度集中之虞，不利銀行風險控管；特定房價較為明顯，民眾購屋負擔較重，房價所得比（購屋總價/家庭年所得）及貸款負擔率（每月房貸支出/家庭月所得）均高於其他地區（附錄1）。為維持金融穩定，並避免銀行資金流供房屋及土地炒作，並督促金融機構控管授信風險，以保障存款大眾權益及促進金融穩定，本行自98年10月起採取下列針對不動產市場的總體審慎措

施。

(1) 近年來針對不動產市場的主要總體審慎措施

- 採行漸進措施，控管特定地區的房貸風險

為保障民眾權益及避免借款戶承受過高風險，並加強金融機構控管不動產授信風險，本行自98年10月起採行因應施，包括(a)道德說服(b)加強統計資料蒐集分析(c)進行專案金融檢查(d)明文制訂規範，控管不動產授信風險。

- 訂定土地抵押貸款及特定地區購屋貸款規定(註9)(附錄2)

對於特定地區(台北市及新北市13個行政區)第二戶以上購屋貸款，成數降為6成，並取消寬限期(註10)。土地抵押貸款最高額度不得超過抵押土地取得成本與金融機構鑑價金額較低者之6.5成，其中1成應俟借款人動工興建後始得撥貸。

坦言之，本行並非管控不動產市場的唯一單位，如欲發揮政府政策綜效，仍有賴相關部會（如金管會、財政部及內政部等）間的協調與合作。再者，針對性審慎措施亦非管控不動產市場的唯一工具，本行雖可採利

(註9) 依據中央銀行法第28、29、31條及銀行法第37條第2項、第40條之規定，訂定「中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定」，並自99年6月25日起施行。

(註10) 修正99年6月25日施行之「中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定」為「中央銀行對金融機構辦理土地抵押貸款及特定地區購屋貸款業務規定」，自99年12月31日起實施。將購屋貸款之特定地區增加三峽、林口及淡水三區，第二戶以上購屋貸款成數由7成降為6成；增訂土地抵押貸款條件限制。

率政策抑制不動產市場的非理性榮景，惟恐波及對其他經濟部門的正常資金需求，反而對整體經濟造成非預期的不利衝擊，此即逆勢操作利率政策(lean against the wind)抑制資產泡沫妥適性，目前仍備受爭議的重要原因。職是之故，本行的針對性審慎措施係較務實的有效措施，也是落實政府「健全房屋市場方案」政策之一，相關部會亦已積極推動其他相關政策，應有助房屋市場健全發展。

(2)新舊不動產審慎措施之比較

台灣房市已歷經三大景氣循環(註 11)，但未出現明顯房價泡沫化現象(蔡曜如，2010)。其中 1987 至 1990 年期間因開放外匯管制，吸引熱錢流入，市場游資充斥，投機炒作激增，且銀行辦理空地抵押放款及對投資公司放款之審核均有欠嚴謹，影響資金正常流向，造成股價與房價快速倍增，資產價

格泡沫有明顯擴大之虞。本行爰於 1989 年 2 月 28 日採行選擇性信用管制措施(註 12)，該措施實施 7 年後方完全廢止。前述選擇性信用管制措施即當前所稱總體審慎措施，實施後股市隨之回跌，房價亦走低。

簡言之，1989 年不動產市場的審慎措施主要係考量熱錢流入、游資充斥及銀行授信欠嚴謹等背景因素，係一種全省通盤適用的一般性措施，與前一單元所述 2009 年以來控管特定地區的針對性措施迥異，2009 年第二季以來，銀行對不動產放款的集中度持續攀升，全體銀行房貸占總放款比重高達 38.3%，相對國內生產毛額比率亦達 52.0%，不利銀行風險控管；且民眾購屋負擔加重，台北大都會區的房價漲幅偏高，房價所得比及貸款負擔率均高於其他地區。2009 年第二季起採行針對性不動產審慎措施後，銀行不動產放

表 2 新舊不動產市場審慎措施的比較

	相異處	相同處
1989 年 2 月 28 日選擇性信用管制措施	全省通盤適用的一般性措施	均使用貸放成數(LTV)的總體審慎工具，抑制不動產市場的投機活動
2010 年不動產市場審慎措施	針對大台北都會區及新北市特定地區的針對性措施	

(註 11)1973 至 1974 年、1979 至 1980 年；1987 年至 1990 年；2009 年第二季以來。

(註 12)自 1989 年 3 月 1 日起，銀行辦理購地、建造及購買住宅或企業用建築、建造高爾夫球場等土地擔保放款最高貸放額度以不超過 1989 年 2 月底土地公告現值加四成為限，期限最長為 3 年；暫停辦理無擔保購地貸款、無正當使用目的之都市空地擔保放款及最近 2 年內轉手三次或三次以上之土地擔保放款；並凍結對投資公司之授信總餘額於 1989 年 2 月底水準，以抑制投機活動。

款集中度已漸次減緩，相關說明請參見本小節第 3 單元的政策效果分析。至於新舊不動產審慎措施之相同處，則均使用貸放成數 (loan-to-value ratio, LTV) 的總體審慎工具，以抑制投機活動，並維持不動產市場及整體經濟金融穩定 (表 2)。

2. 資本移動管理措施

過去 30 年台灣歷經經濟奇蹟，其中最重要的發展之一是跨境金融交易及國際資本移動快速成長。一般而言，資本移動可使移入國受惠，但亦造成不安定，且與許多國家的金融危機緊密關聯，特別是 2008-2009 年全球金融危機後之小型新興經濟體。大規模短期資本移動經常破壞新興經濟體的穩定，而先進經濟體大規模且波動無常的短期資金流入市場深度與流動性皆不足的新興經濟體市場，就好比大魚進入小池塘一樣，往往造成很大的影響，新興經濟體的規模無法吸收此等衝擊 (中央銀行, 2011)。完全無束縛的短期資本移動會導致市場過度波動，也會造成匯率失序波動，基此，全球已凝聚更多的共識，充分了解國際資本移動的成本與效益，以及如何管理資本移動。因此，應有相關措施用來抑制資本移動及外匯投機衍生的風險 (中央銀行, 2010b)。再就理論觀點而言，一國經濟無法同時達成貨幣獨立 (monetary independence)、匯率安定及資本自由移動的多重目標，各國必須在促進金融穩定及長期

經濟成長之間謀取平衡，國際資本移動其實已對總體經濟及總體審慎政策間構成重大的威脅與挑戰。

坦言之，台灣的外匯市場規模相當小，目前登記境外外國機構投資人帳戶之外資超過 1 萬家，帳戶內有資產者達 6 千多家，其中 20 餘家進出頻繁，其匯出入金額占全體外資匯出入金額的比率高達 40%，外資資金大幅進出，對台灣的外匯市場及新台幣匯率造成干擾，不利金融穩定。為抑制資本大量移動衍生不安定風險及預防外匯投機導致匯率劇烈波動，本行協同金管會在 2010 及 2011 年採行表 3 所列示的資本移動管理措施。

行重申新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，惟若有不規則因素 (如短期資金大量進出) 及季節因素，導致匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。事實上，本行主要依賴市場機制進行資本移動管理，資金進出享有完全自由，只對少數涉及新台幣兌換之金融交易進行必要的管制，藉以防杜外資炒匯嚴重衝擊匯率與金融安定，進而不利經濟發展。外資投資國內有價證券而匯入之資金，務必依結匯申報用途使用；未來本行將隨時密切注意其資金用途。

值得加以說明的是，短期資本大量流入，亦會帶動資金移入國的資產價格飆升，造成資產泡沫，因此，多數國家在採行資本

表 3 台灣的資本移動管理措施

日期	措施
2010/8	8月2日起外資從事借券交付之保證金以美元為之。
2010/11	11月11日起外資投資公債金額恢復1995年原規定，併入不得超過其淨匯入資金30%限額內管理。
2010/12	12月27日起新台幣無本金交割遠匯(NDF)與匯率選擇權之合計部位限額，由原訂不得逾總部位1/3，調降為1/5。
2011/1	1月1日起金融機構收受境外「華僑及外國人與大陸地區投資人」之新台幣活期存款餘額超過2010年12月30日餘額之增加額，按準備率90%計提準備金；未超過該日餘額部分，按25%計提準備金；源自該存款之準備金乙戶金額全部不給付利息。

移動管理措施之餘，亦同時搭配對金融機構特定業務的限制措施，如，香港、新加坡及南韓皆另採行針對不動產融資的總體審慎措施。台灣亦然，自2009年10月起採行多項不動產市場的總體審慎措施，以強化銀行不動產融資的信用風險管理。簡言之，資本移動管理措施不是管控資本流入的唯一工具，針對性的總體審慎措施在抑制資本流入助長投機需求方面，亦扮演重要的角色。

3. 政策效果

本單元主要說明不動產市場總體審慎措施與資本管制措施的政策效果。就不動產市場總體審慎措施而言，2010年中以來，銀行

授信集中現象持續改善。購置住宅貸款占總放款比重已由2010年6月底之27.60%降至2011年10月底之26.64%；同期間，特定地區新承做房貸占全體新承做房貸總額之比重亦由64.4%降至53.8%（圖6-7）。貸款成數續降，房貸利率上升，有助銀行風險控管與健全經營，並保障存款大眾權益，促進金融穩定。2009年10月以來，本行對金融機構所採行控管不動產貸款風險之各項針對性審慎措施，已積極落實政府「健全房屋市場方案」，且發揮成效。

另就資本移動管理措施加以觀察，亦已發揮相當的政策功效，例如，外資的新台幣

圖 6 購置住宅貸款占總放款比重

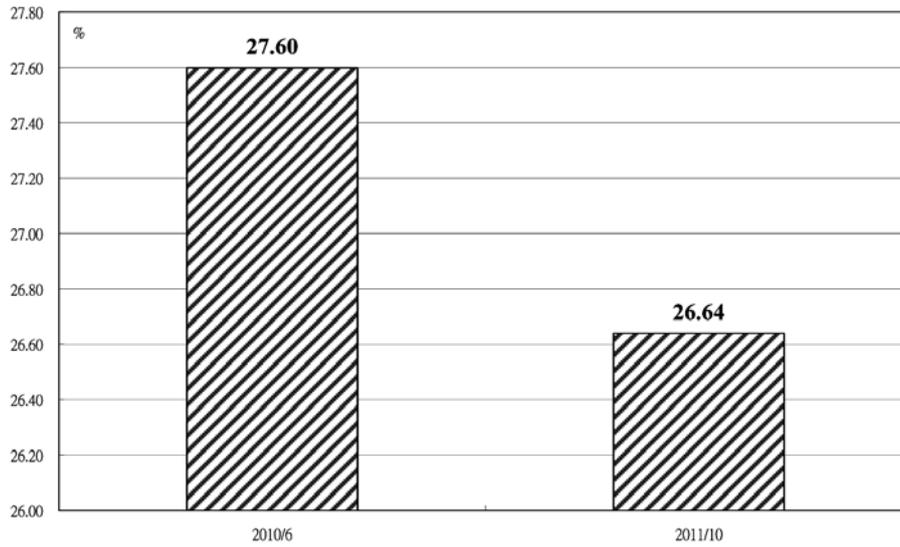
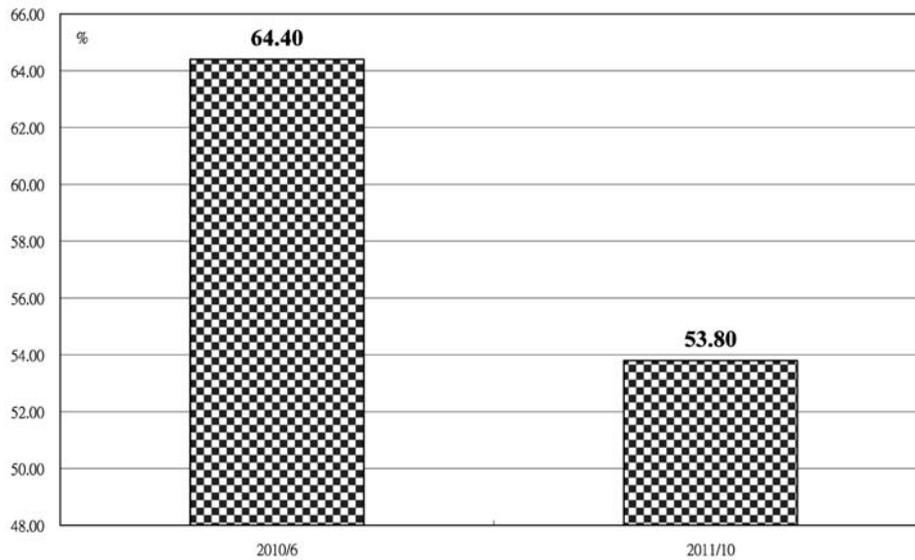


圖 7 特定地區新承做房貸占全體新承做房貸總額比重



借券交易的保證金在四個月內由新台幣 1,210 億元降為零元，外資持有的政府公債在 2010 年 11 月至 2011 年 7 月之間減少新台幣 420 億元。

未來本行將繼續執行「中央銀行對金融機構辦理土地抵押貸款及特定地區購屋貸款

業務規定」，並視實際發展狀況，採行合宜之因應措施。同時，政府各部會刻正落實推動相關政策，將有助不動產市場之健全發展。此外，本行在面臨短期資本大量流入時，亦將採行必要的資本管制措施，以維持經濟金融安定。

六、結 論

2008-2009 年的全球金融危機突顯貨幣政策與個體審慎監理政策間有一個明顯的系統風險監理漏洞，渠等分別專注物價安定及個別金融機構穩健經營的目標已不足以維持整體經濟金融的穩定發展，因此有必要建構另類政策架構，以整體金融機構與金融市場的系統安定為目標導向。換言之，後金融危機起全球逐漸浮現金融監理新思維，透過總體審慎政策維持金融穩定已成為熱門的重要議題，並獲得充分的共識。另一方面，隨著各國採取因應金融危機的極度寬鬆措施，以及金融危機後先進經濟體與新興經濟體間的「經濟雙速復甦」發展方向，導致大量資本流入收益率較高的新興經濟體，進而推升新興經濟體銀行信用擴充、資產價格上升及通貨膨脹壓力。新興經濟體普遍面臨上述情景，多數皆採行總體審慎措施，如資本移動管理措施，藉以防杜投機炒作，有效維持金融安定。坦言之，資本移動管理措施係一種

必要的最後調節措施，也是一種異常情況下較好的安全閥機制。就新興經濟體央行所採行之資本移動管理措施加以衡量，資本移動管理措施經證實是有效的措施，台灣在近數年亦成功採取總體審慎措施維持經濟金融穩定，特別是針對不動產市場及資本移動的總體審慎措施。

事實上，本行曾於 1989 年 2 月採行嚴峻的選擇性信用管制措施，藉以抑制房市投機活動。新舊不動產審慎措施除背景因素不同外，其最顯著的差異在於，1989 年的舊措施屬全面性的一般性措施，而 2009 年以來的措施則係針對大台北都會區及若干新北市地區等特別地區的針對性措施；兩者相同處，則均使用貸放成數(LTV)的總體審慎工具，抑制房市投機炒作，維持不動產市場及總體經濟金融穩定。

我們需要更努力強化系統監控及建構完善的總體審慎政策架構，包括總體審慎指

標、工具、法源基礎及治理等相關議題。Caruana (2011b)稱只單獨以總體審慎政策承擔維持金融穩定重任是一種沉重的負擔，總體審慎政策只是部分的解決方案，其央行扮演相當重要的角色。就廣義而言，舉凡與金融穩定領域有關的審慎監理政策、貨幣政策及財政政策，均可歸納為總體審慎政策，惟就實務操作而言，總體審慎監理政策、貨幣政策與財政政策間並非替代關係，而是互補效果。如，2010年本行以利率政策搭配對房市的總體審慎政策，以有效控制不動產抵押貸款市場的信用風險；又如，2008-2009年全球金融危機期間，寬鬆貨幣政策、發放消費券的財政政策及全額存款保險政策，亦同時發揮刺激消費及維持經濟金融穩定的目標。總之，在當前全球經濟金融急遽變遷的環境下，政策組合較單一工具更易發揮維持金融穩定的效果。特別是，為抑制大量短期資本移動，央行在傳統貨幣政策之餘，搭配實施對不動產市場的總體審慎措施及資本移動管理措施，對維持不動產市場及外匯市場的穩定頗有助益，進而能達成整體經濟金融穩定的目標。

維持金融穩定是一種分工的責任，有賴國內外相關主管機關的通力合作與協調，但多數人認為以單一機關承擔所有合作與協

調是最好的治理方式，更精確的說，授權單一委員會（如金融穩定政策委員會）或單一主管機關專責總體審慎政策的決策事宜。全球刻興起共識認為具備明確維持金融穩定法源基礎的央行應在總體審慎政策中居最重要角色，但欲在央行法中明確規範金融穩定目標，對央行而言，仍是一種挑戰，如，金融穩定目標通常是方向性的模糊陳述，不若貨幣政策有明確的目標；金融穩定亦不若物價安定有明確的通膨量化指標，反而不易對外界溝通。儘管如此，擴大央行的政策架構及合宜的工具組合已成為熱門的討論議題，對所有央行而言，在後危機時代如何調整貨幣政策以執行總體審慎政策的新任務，無疑是一種前所未有且無法迴避的全新挑戰。

台灣是一個小型開放經濟體，外匯市場規模亦相當小，中央銀行法第二條規定四大經營目標，促進金融穩定與維持對內對外幣值穩定，為其中兩大目標，中央銀行法第19至31條與33至35條，也明訂本行可採行的重要措施，其中包括針對性的總體審慎措施。值得加以說明的是，台灣的情況與他國不同，中央銀行與金融監督管理委員會同時具備維持金融穩定的法源基礎，雙方透過「金融監理聯繫小組」，定期集會，充分交換及溝通攸關金融穩定的議題與政策措施。

附錄 1 本行對不動產市場的總體審慎措施的主要考量因素

宣布日期	主要考量因素
2010/6/24	<p>(一) 近期全體銀行房貸（含購置住宅、房屋修繕及建築貸款）占總放款比重高達 38.3%，相對於國內生產毛額比率亦達 52.0%；新增放款復偏重在台北市及台北縣 10 個縣轄市。由於銀行放款有過度集中之虞，不利銀行風險控管。</p> <p>(二) 近年來台北大都會區房價漲幅較為明顯，民眾購屋負擔較重，房價所得比（購屋總價/家庭年所得）及貸款負擔率（每月房貸支出/家庭月所得）均高於其他地區。</p> <p>(三) 2009 年 10 月以來，本行已積極採取道德勸說，籲請銀行注意不動產相關貸款之風險控管；2010 年 3 月本行復促請銀行針對投資戶調降最高貸款成數、調高利率及取消寬限期，並辦理金融專案檢查。</p> <p>(四) 金融專案檢查結果顯示，多數金融機構均能注意房貸授信風險，惟仍有部分金融機構未能配合落實風險控管。另於專案檢查過程中，部分銀行亦迭有建議，希望明確訂定一致性的規範。</p> <p>(五) 金融機構資金主要來自社會大眾，為保障民眾權益及避免借款戶承受過高風險，並督促金融機構控制授信風險，以促進金融穩定，本行理事會認為有必要將前述道德勸說事宜，進一步予以明確規範，俾供金融機構遵循。</p> <p>本項規定，僅規範到少數的高風險貸款戶，並不影響絕大多數正常貸款案件。</p> <p>本行理事會並希望金融機構授信除注意擔保品價值之外，更宜重視借款人償債能力；業務亦宜朝多元化發展，以分散風險，穩健經營。</p> <p>(六) 政府各部會刻正戮力推動「健全房屋市場方案」，本行理事會認為本項購屋貸款規定係落實該項方案「不動產貸款風險控管面」之要求。惟促進房屋市場穩健發展，仍有賴上述方案之相關政策共同推動。</p>
2010/12/30	<p>(一) 2010 年第 3 季本行對銀行辦理特定地區購屋貸款規範雖見成效，惟 10 月以來，隨房市交易轉熱，銀行授信有擴及鄰近地區之虞。</p> <p>(二) 2010 年 9 月以來，本行已積極採取道德勸說，促請銀行加強控管土地融資風險；惟民營與公股銀行規範寬嚴不一，難以有效執行此項風險控管。因此，本行理事會認為應訂定一致性的規範，俾供金融機構遵循。</p> <p>(三) 上述措施主要係避免銀行資金流供房屋及土地炒作，並督促金融機構控管授信風險，以保障存款大眾權益及促進金融穩定。</p> <p>(四) 未來房屋市場之健全發展，仍有賴各部會落實「健全房屋市場方案」，方能達成政策目標。</p>

資料來源：中央銀行(2010)，新聞發布第 123 號及 269 號。

附錄 2 「中央銀行對金融機構辦理土地抵押貸款及 特定地區購屋貸款業務規定」之重點

壹、本規定適用範圍

- 一、本規定適用之金融機構：本國銀行、外國銀行在臺分行、信用合作社、全國農業金庫股份有限公司、農會信用部、漁會信用部、中華郵政股份有限公司及保險公司。
- 二、購屋貸款之特定地區：除原臺北市及新北市 10 個行政區(板橋、三重、中和、永和、新莊、新店、土城、蘆洲、樹林、汐止)外，新增三峽、林口、淡水等 3 區。
- 三、增訂土地抵押貸款條件限制。

貳、特定地區購屋貸款

- 一、將自然人受限戶之最高貸款成數由原規定 7 成降為 6 成：
金融機構辦理自然人之購屋貸款，其擔保品座落於特定地區者，應向金融聯合徵信中心查詢。若該借款人已有用途為「購置不動產」之貸款者：
 - (一)其新購屋貸款最高貸款成數不得高過該房屋擔保品鑑價之 6 成。
 - (二)無寬限期。
 - (三)對同一擔保品，不得另以修繕、週轉金或其他貸款名目額外增加貸款金額。
- 二、將公司法人購屋貸款納入規範，並適用前述(一)至(三)貸款條件限制規定。

參、土地抵押貸款

- 金融機構辦理借款人(公司法人及自然人)以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地(不以特定地區為限)為擔保之抵押貸款：
- 一、借款人應提出具體興建計畫。
 - 二、貸款最高額度不得超過該筆土地取得成本與鑑價較低者之 6.5 成，其中 1 成應俟動工興建始得撥貸；不得另以週轉金或其他貸款名目，額外增加貸款金額。
 - 三、票券金融公司辦理以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地為抵押之保證發行票券業務，亦比照前述兩點規定辦理。

肆：本規定生效日

本規定自 99 年 12 月 31 日生效，99 年 12 月 30 日(含)前業經金融機構核准但尚未撥款案件，得按原核貸條件辦理。資料來源：中央銀行(2010)，新聞發布第 269 號。

參考資料

中央銀行(2010a), 2010 年中央銀行年報。

中央銀行(2010b), 新聞發布第 170 號, 9 月 6 日。

中央銀行(2011), 新聞發布第 85 號, 5 月 6 日。

黃富櫻(2011), 「中央銀行在金融穩定的角色與工具」, 國際金融參考資料第 62 輯。

- 蔡曜如(2010),「資產價格泡沫問題與貨幣政策挑戰」,出國報告。
- 顧石望、林正芳、魏怡萱(2011),「金融穩定與總體審慎政策」,未發表。
- BIS (2010), 80th Annual Report, June 28.
- BIS (2011a), “Macroprudential policy tools and frameworks,” update to G20 Finance Ministers and Central Governors, February 14.
- BIS (2011b), “The future of central banking under post-crisis mandates,” BIS papers NO 55, January.
- BIS (2011c), “Central bank governance and financial stability,” A report by study group chaired by Stefan Ingves, Governor, Sveriges Riksbank, May
- Carney, Mark (2009), “Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity,” Speech delivered at the Jackson Hole, Wyoming, the Federal Reserve of Kansas City, August.
- Caruana, Jaime (2011a), “Monetary policy in a world with macroprudential policy,” Speech delivered at the SAARCFINANCE Governors’ Symposium 2011, Kerala, 11 June.
- Caruana, Jaime (2011b), “Central banking between past and future: which way forward after the crisis?,” speech delivered at the South African Reserve Bank 90th Anniversary Seminar, Pretoria, July 1.
- Caruana, Jaime (2010), “Macroprudential policy: What we have learned and where we are going,” Speech delivered at the Second Financial Stability Conference of the International Journal of Central Banking, Bank of Spain, Madrid, June 17, 2010.
- CentralBanking.com(2010), “Central banks are preferred regulators,” September 7, 2010.
- Fhirakawa, Masaaki (2010), “Future of central banks and central banking,” Speech delivered at the 2010 International Conference hosted by the Institute for Monetary Economic Studies, the Bank of Japan, May 26.
- IMF(2011), “Durable Financial Stability-Getting There from Here,” Global Financial Stability Report, April, International Monetary Fund.
- Kim (2010), “Governor’s Bank of Korea 60th Anniversary Address,” June 11.
- Redouin, Jean-Paul (2010), “Monetary and financial stability: a dual role for a central bank recent lessons,” Speech delivered at the conference of Banco Central de la Republic Argentina, September 2-3, Buenos, Aires.
- The Squam Lake Report(2010), “Fixing the Financial System,” Princeton University Press: Princeton and Oxford.

(本文完稿於 101 年 1 月,作者為本行經研處研究員)

中央銀行出版品一覽

圖書

序號	統一編號	出版單位	書(刊)名	定價
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	190
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	150
3	12029870018	發行局	臺幣·新臺幣圖鑑	3,500
4	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	400
5	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	400
6	12062810024	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(80年版)	350
7	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	500
8	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)	500
9	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)-精裝版	600
10	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan): Purposes and Functions (1992-2004)	350
11	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	500
12	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	500
13	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	600
14	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯(2003年版)《中英對照本》	1,200
15	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊(94年12月修訂版)	580
16	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊(94年12月修訂版)	450
17	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊(95年12月修訂版)《中英對照本》	1,040
18	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊(95年12月修訂版)《中英對照本》	880
19	1009801079	法務室	各國中央銀行法選譯(續編)	600
20	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)《中英對照本》	1,200
21	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹(88年12月)	贈閱
22	12072890017	秘書處	認識中央銀行(89年12月)	贈閱

23	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻 (90 年 12 月)	贈閱
24	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan) (2003/6)	贈閱
25	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台 60 週年歷年印製鈔券圖輯	1,200
26	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑 82 年至 92 年	600
27	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑 92 年至 98 年	600

期刊

序號	統一編號	出版單位	書(刊)名	出刊頻率	定價
1	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60
2	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240
3	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	半年刊	300
4	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report	半年刊	300
5	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320
6	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350
7	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100
8	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40
9	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250
10	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110
11	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250
12	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250
13	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350
14	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350
15	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300
16	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100

※※※※※※※※※※
檢 肅 貪 瀆
※※※※※※※※※※

中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第 5-64 號信箱

專線電話：02 — 23571870

傳真號碼：02 — 23571981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第 16-1 號信箱

專線電話：02 — 22157011

傳真號碼：02 — 22142636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第 224 號信箱

專線電話：03 — 3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03 — 3291412

※※※※※※※※※※
以 廉 潔 為 榮
以 貪 瀆 為 恥
※※※※※※※※※※

國際金融參考資料（第六十四輯）

編者：中央銀行
發行人：彭淮南
主編：林宗耀
編輯委員：陳一端 林淑華 李光輝 張炳耀 汪建南 黃富櫻
彭德明
行政編輯：黃富櫻
發行所：中央銀行經濟研究處
地址：10066 台北市羅斯福路 1 段 2 號第二大樓 6 樓
網址：http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/ifd/publish_ifd.asp
電話：(02) 2393-6161
總經銷商：中華民國政府出版品展售門市

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市中區中山路 6 號
電話：(04) 2226-0330
傳真：(04) 2225-8234
台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號
電話：(02) 3322-4985
傳真：(02) 3322-4983
網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號
電話：(02) 2361-7511
傳真：(02) 2361-7711
復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號
電話：(02) 2500-6600
傳真：(02) 2506-4000
網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

三、國家書店松江門市：10485 台北市中山區松江路 209 號 1 樓

電話：(02) 2518-0207
傳真：(02) 2518-0778
網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

印刷者：中央印製廠
地址：23152 新北市新店區北宜路 2 段 200 號
電話：(02) 2217-1221
創刊：中華民國 67 年 9 月
出版：中華民國 101 年 12 月
刊期頻率：半年
定價：新臺幣 300 元

著作財產權人保留對本書依法所享有之所有著作權利。
欲重製、改作、編輯或公開口述本書全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。（請洽經濟研究處，電話：2357-1781）

GPN:2006700023

ISSN:1017-9690