

貳、潛在影響金融部門之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟情勢

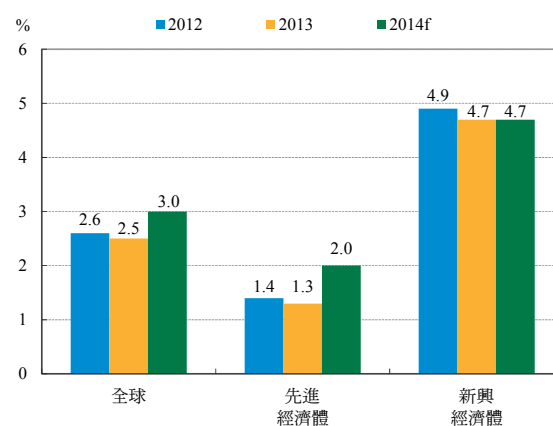
1. 全球經濟成長略緩

2013年全球景氣緩步復甦，其中美國由於財政緊縮，成長力道減弱；歐元區因歐債危機舒緩，衰退幅度縮小；日本在「安倍經濟學」之激勵下，成長動能續增；中國大陸則因經濟結構漸轉型，成長持平；而新興經濟體則受美國量化寬鬆貨幣政策(QE)退場疑慮，以及全球對大宗商品需求疲弱之影響，成長動能減弱。

2014年以來，美國就業市場持續穩定復甦，推升消費力道，加以歐元區經過連續2年的衰退後，經濟可望回復成長，先進經濟體將成為帶動全球經濟持續復甦的主要動力。Global Insight預測⁸ 2014年全球經濟成長率為3.0%，高於2013年之2.5%；其中先進經濟體成長率由2013年之1.3%大幅升至2.0%；新興經濟體成長率則持平於4.7%，成長步伐放緩(圖2-1)。

美國QE退場之後續外溢效應、中國大陸經濟成長減速，以及日本調升消費稅稅率恐不利民間消費等，均為影響2014年全球經濟之不確定因素。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2014f 為 Global Insight 預測值。
資料來源：Global Insight (2014/4/15)。

⁸ 同註1。

(1) 先進經濟體成長動能增強

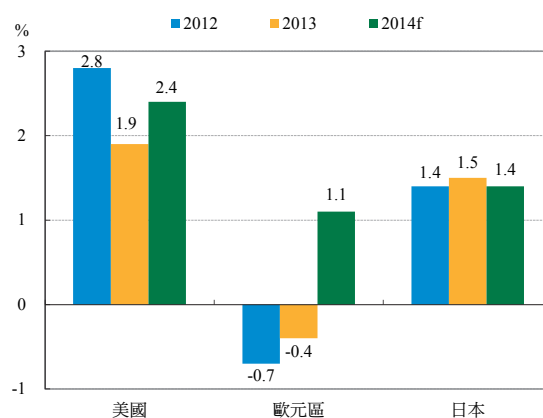
- 美國經濟持續復甦，房市升溫，就業市場續改善

2013年美國房地產市場復甦，帶動消費支出成長，製造業回流促使民間投資上升，惟受自動減支機制啟動，降低政府支出之影響，全年經濟成長率由2012年之2.8%降至1.9%。2014年以來，就業市場持續改善，加上財政緊縮影響減緩，以及房地產市場持續升溫，可望激勵經濟持續復甦。Global Insight預測2014年美國經濟成長率為2.4%，高於2013年水準(圖2-2)。

2013年美國失業率由2012年之8.1%降至7.4%，2014年初因房地產市場復甦及能源部門蓬勃發展，失業率持續下降。Global Insight預測2014年失業率將續降至6.5%(圖2-3)。

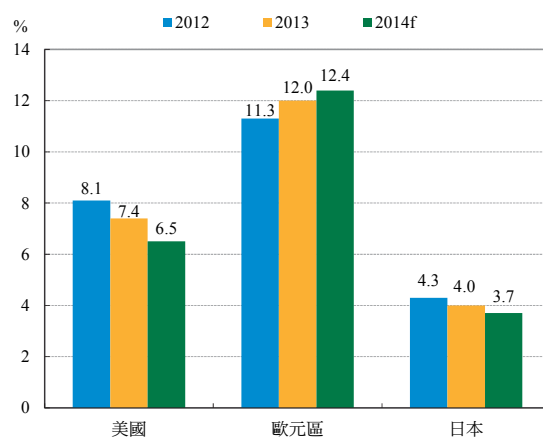
2013財政年度美國財政赤字雖縮小至6,800億美元，惟政府債務餘額對GDP比率仍上升。歐巴馬總統在2013年底簽署預算協議，明定未來兩年財政支出將增加620億美元，儘管新增加的支出將透過減少赤字措施加以彌補，國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)仍估計2014年美國政府債務餘額對GDP比率將續升至105.7%⁹(圖2-4)。

圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2014f 為 Global Insight 預測值。
資料來源：各官方網站、Global Insight (2014/4/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



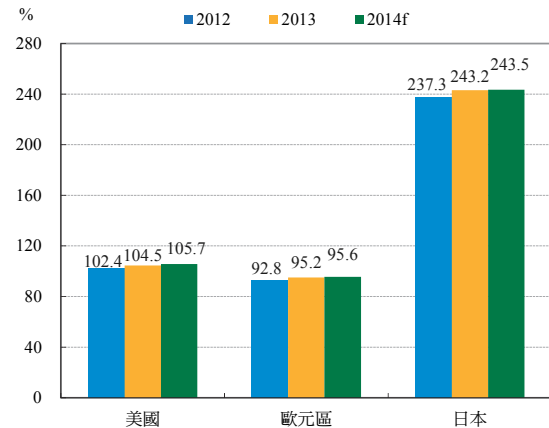
註：2014f 為 Global Insight 預測值。
資料來源：各官方網站、Global Insight (2014/4/15)。

⁹ IMF (2014), *Fiscal Monitor*, April.

- 歐元區逐漸走出債務危機陰霾

受惠於主權債務危機舒緩、出口成長，復以區域內消費回升，2013年歐元區經濟由2012年之衰退0.7%縮小至衰退0.4%。由於預期通膨將維持低點，加以歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)持續實施寬鬆貨幣政策，有助支持民間消費及激勵企業投資，Global Insight預測2014年經濟將轉為成長1.1%(圖2-2)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2014年為預測數。

資料來源：IMF (2014), *Fiscal Monitor*, April.

2013年歐元區失業率高達12.0%，再創歷史新高，嚴重之青年失業問題未見改善，西班牙及希臘青年失業率均逾50%。Global Insight預測2014年失業率將續升至12.4%(圖2-3)。

IMF預測2014年歐元區政府債務餘額對GDP比率將持續上升至95.6%(圖2-4)，其中希臘持續削減政府支出，愛爾蘭則已擺脫國際紓困計畫，預期兩國政府債務餘額對GDP比率可望於2015年出現最近7年以來首度下降¹⁰。

- 日本安倍內閣振興經濟之三大政策帶動經濟成長

2013年日本在安倍新內閣採行「量質兼備寬鬆貨幣政策」、「擴張性財政政策」及「吸引企業投資的成長戰略」，打擊通貨緊縮及刺激景氣下，全年經濟成長率達1.5%。2014年政府加快實施5.5兆日圓之經濟刺激方案，加上企業業績大幅改善，設備投資轉趨積極，可望維持成長動能，Global Insight預測2014年日本經濟成長率為1.4%，略低於2013年水準(圖2-2)；在景氣持續復甦帶動就業人數大增情形下，預測2014年失業率將續降至3.7%(圖2-3)。

¹⁰ 同註9。

為實施「擴張性財政政策」，日本政府增加預算投入地方公共建設，致2013年政府債務餘額對GDP比率攀升至243.2%。儘管2014年4月起消費稅率由5%調升為8%，有助舒緩政府債務負擔，惟因未來政策不確定性仍高，致財政風險未減¹¹。IMF預測2014年日本政府債務餘額對GDP比率將略升至243.5%¹² (圖2-4)。

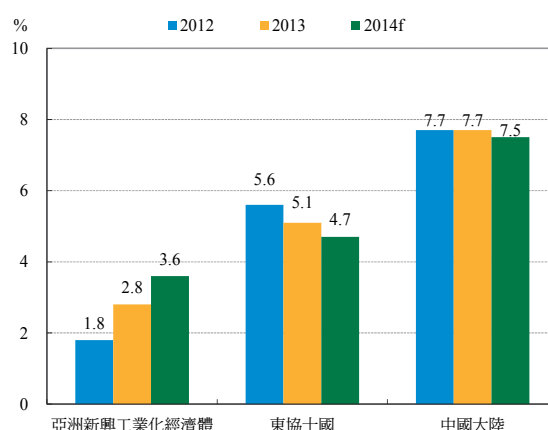
臺灣經濟與日本經濟的情況迥異，且近年本行在維持物價穩定的前提下，已提供有助於臺灣總體經濟發展的寬鬆貨幣情勢。因此，臺灣無須仿效近期日本採行之「量質兼備寬鬆貨幣政策」(專欄1)。

(2) 亞洲新興經濟體經濟成長步伐放緩

2013年部分亞洲新興經濟體受美國釋出QE可能退場訊息之衝擊，資金流出，加以全球對大宗商品需求不振，致經濟成長放緩。其中亞洲新興工業化經濟體雖然出口復甦仍緩，惟在部分經濟體政府提出激勵措施之帶動下，成長率由2012年之1.8%升至2.8%。而泰國政局紛擾不安，印尼由於大宗商品價格下跌衝擊出口，及利率攀高抑制投資，致兩國經濟成長均走低，影響所及，東協十國成長率由2012年之5.6%降至5.1%。中國大陸則受經濟結構調整與改革之影響，經濟成長率與2012年同為7.7%(圖2-5)。

Global Insight預測2014年亞洲新興工業化經濟體經濟成長率將持續升至3.6%，東協十國續降至4.7%，中國大陸則走緩至7.5%(圖2-5)。另預測2014年亞洲新興工業化經濟體失業率與

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2014f 為 Global Insight 預測值。
2. 亞洲新興工業化經濟體包括臺灣、香港、新加坡及南韓。
3. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。
資料來源：各官方網站、Global Insight (2014/4/15)。

¹¹ 主要疑慮來自日本能否於2015年順利實施第二階段之消費稅稅率調升方案，將稅率由8%增至10%，以及2015年以後，能否執行預定之中期財政政策等。

¹² 同註9。

2013年同為3.3%，東協十國將由2013年之4.6%略升至4.7%，中國大陸則由2013年之4.1%略降至4.0%(圖2-6)。

2. 全球通膨尚溫和

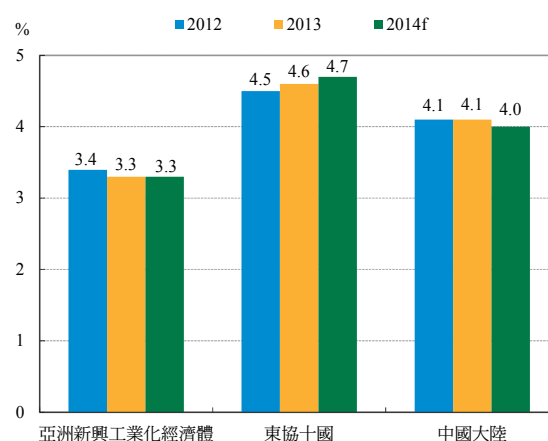
2013年國際油價一度因中東情勢緊張而走升，惟國際穀物價格受惠於黃豆、小麥及玉米等豐收，持續走低。2013年全球通膨較2012年緩和，消費者物價指數(CPI)年增率由3.2%降至3.0%，其中，先進經濟體CPI年增率較2012年低，新興經濟體則略高(圖2-7)。

2014年初以來，北美酷寒及巴西天旱影響農作物生產，加以市場擔憂烏克蘭緊張情勢恐衝擊穀物出口，國際穀物價格攀高；而國際油價則隨伊朗原油供應回升，及烏克蘭緊張情勢之起伏，於區間震盪。Global Insight預測2014年全球CPI年增率為3.1%，略高於2013年之3.0%，惟日本由0.4%彈升至3.0%，主要係調高消費稅稅率所致(圖2-7)。

3. 多數經濟體續採寬鬆貨幣政策，惟美國開始縮減購買債券規模

2013年5月以來，主要先進經濟體續採寬鬆貨幣政策；繼澳洲於5月調降現金利率目標1碼後，歐元區亦先後於同月及11月分別調降主要再融通操作利率1碼至歷史新低之0.25%，反映歐元區復甦有停滯之虞；美國Fed仍維持聯邦資金利率目標區間於0%-0.25%，英國、日本及加拿大亦維持政策利率不變。

圖 2-6 亞洲新興經濟體失業率



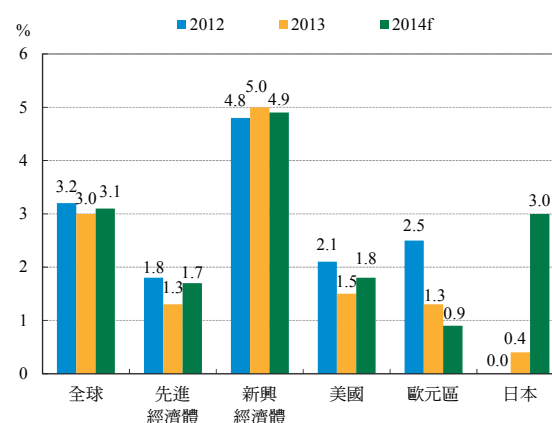
註：1. 2014f 為 Global Insight 預測值。

2. 亞洲新興工業化經濟體包括臺灣、香港、新加坡及南韓。

3. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：各官方網站、Global Insight (2014/4/15)。

圖 2-7 全球物價指數年增率

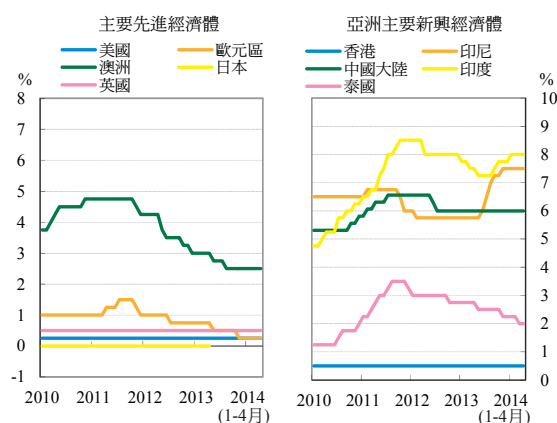


註：2014f 為 Global Insight 預測值。

資料來源：各官方網站、Global Insight (2014/4/15)。

亞洲新興經濟體方面，2013年11月間，泰國為刺激經濟，宣布第二度降息，調降1天期附買回利率1碼至2.25%；印尼為支撐匯價、對抗通膨及減緩經常帳逆差擴大，五度升息；印度為因應通貨貶值，通膨升溫，於同年上半年三度降息後，9月起陸續調升附買回利率至8.0%(表2-1)；中國大陸則維持金融機構一年期放款基準利率不變(圖2-8)。

圖 2-8 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：美國為聯邦資金利率目標，澳洲為現金利率目標，英國為官方利率，歐元區為主要再融通操作利率，日本為無擔保隔夜拆款利率目標。
2. 亞洲主要新興經濟體：香港為貼現窗口基本利率，中國大陸為金融機構一年期放款基準利率，泰國為1天期附買回利率，印尼為隔夜拆款利率目標，印度為附買回利率。
3. 日本自2013年4月4日起以貨幣基數作為操作目標。
4. 資料截至2014年4月3日。
資料來源：各國或地區央行網站。

表 2-1 先進及亞洲新興經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	日期	內容
美國	2013/12	Fed決議自2014年1月起將原本每月購買400億美元之機構房貸擔保證券(Agency MBS)及450億美元之中長期公債，分別縮減為350億及400億美元。
	2014/1	Fed決議自2014年2月起將原本每月購買350億美元之機構房貸擔保證券及400億美元之中長期公債，分別縮減為300億及350億美元。
	2014/3	Fed決議自2014年4月起將每月購買的機構房貸擔保證券及中長期公債分別縮減為250億及300億美元。另修正「前瞻式指引」(forward guidance)，改以包括就業、通膨及金融情勢等廣泛數據作為利率調整之考量。
歐元區	2013/5、11	ECB兩度調降主要再融通操作利率至0.25%。
英國	2013/8	英格蘭銀行提出「前瞻式指引」，宣布在失業率降至7%之前，將不會升息，亦不會縮減量化寬鬆規模(每月3,750億英鎊)，且不排除在必要時擴大資產購買規模。
	2014/2	英國央行修正「前瞻式指引」，改以廣泛經濟指標(含閒置產能、勞動參與率、平均工時、招募員工困難度、薪資成長與非全職員工雇用情況等)作為利率調整之考量。
日本	2013/4	日本央行將貨幣政策操作目標，由無擔保隔夜拆款利率更換為貨幣基數。以貨幣基數每年約增加60-70兆日圓，作為新的操作目標，以儘速於2年內達成2%之物價穩定目標。
澳洲	2013/5、8	澳洲央行兩度調降現金利率目標至2.50%。
南韓	2013/5	南韓央行調降基準利率至2.50%。
泰國	2013/5、11	泰國央行兩度調降1天期附買回利率至2.25%。
	2014/3	泰國央行調降1天期附買回利率至2.00%。
印度	2013/1、3、5	印度央行三度調降附買回利率各1碼至7.25%。
	2013/9、10、2014/1	為因應通膨升溫，印度央行三度調升附買回利率各1碼至8.0%。
印尼	2013/6、7、8、9、11	印尼央行五度調升隔夜拆款利率目標至7.50%。

資料來源：各官方網站。

(二) 國際金融情勢

1. 國際金融市場有所改善，惟全球金融風險提高

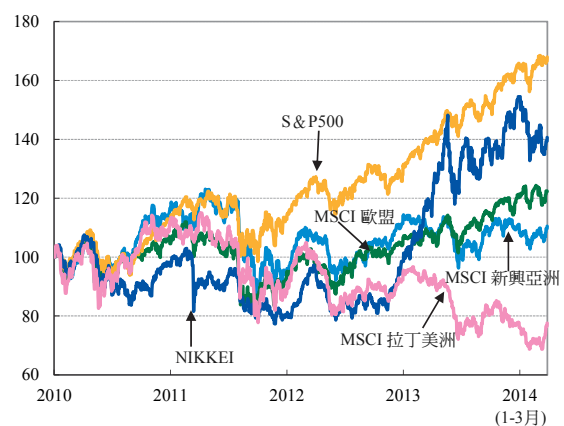
2013年上半年，受惠於各國決策者採取適當的貨幣政策及預防性措施，全球金融風險趨減，其間南北韓緊張情勢升高、中國大陸禽流感疫情擴大及美國經濟表現不佳等問題，一度引起全球股市震盪，惟其後回穩。下半年以來，主要經濟體續採寬鬆貨幣政策，加以歐元區財政狀況改善，金融市場緊張情勢緩解，惟先進經濟體調整量化寬鬆貨幣政策引發之外溢效果，使全球金融風險提高。

(1) 先進經濟體金融市場明顯改善，惟仍面臨相當風險

2013年美國Fed持續實施寬鬆貨幣政策，在長期低利率環境下，投資人為尋求更高報酬，大量資金轉向高風險資產，推升資產價格，尤以美國股市大幅走高最為明顯(圖2-9)。然而，長期實施寬鬆之貨幣政策，引發尋求高報酬之投機性交易增加、企業部門槓桿水準升高及信用市場貸放條件放寬等，將成為影響美國金融穩定之潛在風險。

日本央行(Bank of Japan, BoJ)為推動安倍內閣財經政策，2013年4月宣布實施量質兼備的寬鬆貨幣政策，成功促使日圓貶值並改變通貨緊縮預期，帶動日本股市上揚(圖2-9)。然而，5月起受美國QE可能退場消息之影響，加以市場對日本政府財政問題疑慮增加，使債券及股票市場波動加劇，日經股價指數(NIKKEI)一度單日大跌7%以上，其後震盪盤整。此外，日圓走貶恐加速國內資本外流，其外溢效果將同時衝擊新興經濟體及先進經濟體。

圖 2-9 國際股價指數表現



註：1.2010年1月1日=100

2.MSCI 歐盟指數包括歐洲經濟暨貨幣聯盟國家及英國。

資料來源：Bloomberg。

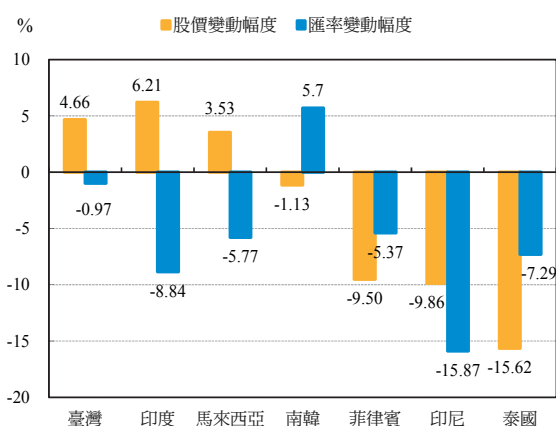
2013年歐元區續採寬鬆貨幣政策，加以各國提出各項改革措施，市場壓力暫獲紓緩，且政府、銀行及公司債券市場之融資條件多有改善，惟歐元區周邊國家的銀行仍面臨融資成本居高不下、資產品質惡化及利潤微薄等挑戰，限縮其提供信用之能力；該等國家的企業槓桿比率過高，亦面臨龐大債務壓力。

(2) 新興經濟體經濟基本面轉弱，推升金融脆弱度與風險

全球金融危機發生後，先進經濟體採行非傳統之貨幣政策及調降利率，引發國際資金大量流入新興市場，直到2013年，資金流入仍持續增加，引發許多新興市場之風險溢酬下滑及融資成本降低，並導致信用大幅擴增，尤其企業發債金額更是大幅增加。惟2013年起，部分大型新興經濟體(例如巴西、中國大陸、印度及俄羅斯等)經濟成長減緩，信用擴張無以為繼，已出現資產品質惡化、槓桿程度升高及資產價格觸頂等現象，為新興經濟體帶來多項挑戰，包括：(1)高額負債之企業及政府，將面臨利率反轉上升、獲利減少及匯率貶值之不利衝擊；(2)由於風險溢酬反轉上升，部分舉債過多之經濟體可能面臨再融資困難；(3)國際資金流入增加，使部分經濟體面臨更大之資金流出壓力，一旦發生將引發金融市場動盪。再者，與烏克蘭有關之地緣政治風險若持續上升，亦可能對全球金融市場構成新威脅。

先進經濟體調整量化寬鬆貨幣政策，對新興經濟體之金融市場已造成嚴重衝擊，例如2013年5月受美國Fed將縮減購債規模消息之影響，國際資金大幅回流美國，加以投資人擔憂若干新興經濟體政局動盪及金融情勢不穩，造成全球股市震盪，尤以拉丁美洲下跌最為嚴重(圖2-9)。亞洲新興經濟體例如馬來西亞、菲律賓、印尼及泰國等，股匯市亦受到不小衝擊，臺灣則因經濟基本面相對健

圖 2-10 亞洲新興經濟體股匯市變動幅度



註：本表比較 2013 年 5 月底及 2014 年 2 月底之亞洲新興經濟體股匯市變動情形。

資料來源：Datastream。

全，金融市場所受衝擊有限，韌性明顯較佳(圖2-10)。

2. 國際組織呼籲各國採取措施，以促進全球金融穩定

對於長期寬鬆貨幣政策對全球金融穩定之可能威脅，以及美國QE退場之後續外溢衝擊，IMF¹³ 及亞洲開發銀行¹⁴ 等國際組織建議各國宜採取防範措施，並提供主要政策建議(表2-2)如次：

- (1) 美國隨著QE逐步退場，市場波動度可能因流動性縮減而加劇，金融監理機關宜預作因應。
- (2) 歐元區為鞏固貨幣聯盟及降低債務水準，宜積極改善銀行資產負債結構以提振投資人信心，並推動銀行聯盟以扭轉金融市場走向分歧(financial fragmentation)¹⁵ 現象。
- (3) 新興經濟體可能面臨資本反向流出之挑戰，政策制定者應確保金融市場正常運作，並審慎監控企業槓桿程度快速攀升與銀行資產負債部位產生幣別錯配之風險。
- (4) 亞洲新興經濟體面臨全球與區域性不利威脅，宜維持物價穩定並採取審慎財政政策，以防範各種外部金融衝擊。

表 2-2 國際組織對促進金融穩定之政策建議

美、日應降低貨幣政策調整對市場之衝擊	<ul style="list-style-type: none"> • 美國宜謹慎傳達寬鬆貨幣政策之退場訊息，以降低利率波動程度，並強化對共同基金、房地產投資信託及指數股票型基金之流動性規範。 • 美國應建立降低槓桿之應變機制(contingency leverage unwinding facility)，對於大量仰賴附買回交易者，該機制可阻隔風險擴大。 • 日本除實施貨幣政策激勵措施外，並應進行結構性改革及中期性財政強化方案，以降低其政府債券的風險溢酬；並應改革債券及衍生性商品市場，以降低市場波動度。
歐元區應處理資產負債表之既有問題	<ul style="list-style-type: none"> • 應藉由可信賴的資產負債評估與壓力測試，以及可靠的資本後盾，重振投資人對歐元區銀行的信心。 • 儘速落實單一監理機制(Single Supervisory Mechanism)與單一清理機制(Single Resolution Mechanism)，並推動跨國存款保險方案，以解決歐元區金融市場走向分歧問題。 • 改善破產與債務協商之協議，以及強化企業自非銀行金融機構取得融資之管道，以解決經濟低迷國家的企業債臺高築問題。 • 持續透過ECB貨幣政策及歐洲投資銀行對企業之貸放，以強化私部門之資產負債表。

¹³ IMF (2013), *Global Financial Stability Report*, October.

¹⁴ Asian Development Bank (2014), *Asian Development Outlook 2014: Fiscal Policy for Inclusive Growth*.

¹⁵ ECB採寬鬆貨幣政策，將利率維持在歷史低檔，使核心歐元區經濟體企業得以低利率取得融資，惟周邊歐元區經濟體企業仍難以籌資。

新興經濟體應改善經濟脆弱性，並因應資本移動	<ul style="list-style-type: none"> • 新興經濟體應進行財政及監理改革，改善總體經濟脆弱性，並與主要國家之中央銀行建立換匯機制，以因應資本流出之風險。 • 部分新興經濟體應透過緊縮貨幣政策，以降低物價或匯率波動程度。 • 新興市場應加強監控本國銀行對較脆弱企業之暴險，特別是流動性欠佳或幣別錯配之銀行。 • 亞洲新興經濟體應維持物價穩定，並妥適執行財政政策，以因應外部金融衝擊。 • 中國大陸應逐步放寬對存款利率之管制，並處理道德風險問題，以抑制影子銀行體系之信用成長；並應強化對保險公司及信託基金等非銀行體系之監控與揭露。
全球應持續進行監理改革及強化市場流動性	<ul style="list-style-type: none"> • 持續強化金融監理架構，並監控提升資本標準之進程。 • 各國推動銀行監理改革措施(例如Volcker、Vickers及Liikanen等規範)過程中，應降低法規不確定性與非意圖後果(unintended consequences)對市場之衝擊。 • 強化風險權數計提、完成會計整合及導入前瞻式準備計提(forward-looking provisioning)，以提升資產負債表可靠性與透明度。 • 評估法規及交易稅提案對市場流動性之影響，並視情況調整規範；釐清可能增加市場流動性或資金提供者不確定因素之議題。 • 對銀行交易簿及運用附買回交易籌資的非銀行中介機構進行壓力測試，以監控市場流動性降低或波動度提高之可能衝擊。

資料來源：IMF (2013)、ADB (2014)。

3. 比特幣(Bitcoin)等網路虛擬貨幣機制引起國際關注

2013年初比特幣每單位價值僅約20美元，受媒體渲染與有心人士之炒作，其每單位價值在11月迅速飆漲至1200餘美元，而引起各國央行與金融監理機關的關注，特別是比特幣是否應受到監管、如何監管，以及是否會影響金融穩定或淪為非法犯罪工具等議題。大體上，現階段比特幣與實質經濟及金融市場連結性仍低，尚不至影響整體經濟與金融穩定。

由於比特幣缺乏專屬法規之交易保障機制，且具有價格波動大、易遭駭客竊取及交易平台惡意倒閉等風險，部分經濟體為保護消費者權益，並維護金融與支付系統之穩定，陸續對比特幣提出監管措施或聲明(表2-3)，其監理方式可大致歸納為四項趨勢：(1)不承認比特幣為合法貨幣；(2)將比特幣視為虛擬商品；(3)提醒消費者、投資人注意相關風險；以及(4)防範淪為洗錢等非法犯罪工具等。

表 2-3 各國對比特幣之監管措施或聲明

國別	監管措施或聲明
臺灣	本行及金管會聲明比特幣非合法貨幣，不具法償效力，並呼籲社會大眾必須注意接受、交易或持有比特幣之相關風險。金融機構如辦理涉及比特幣之相關業務，本行及金管會將分別依據中央銀行法(第2、13條)、金管會組織法(第1、2條)之職權，於適當時機，依據相關法令採取必要之措施。(2013/12)
泰國	泰國政府表示，因缺乏適用法規，在其境內買賣比特幣視為非法，故拒絕比特幣商的營業申請。(2013/7)
德國	德國財政部承認其為記帳單位(unit of account)。(2013/8)
美國	美國財政部金融犯罪執法網絡(FinCEN)針對虛擬貨幣發布處理準則，將虛擬貨幣納入洗錢防制監管。(2013/3)
	美國參議院針對比特幣召開聽證會，對外發表下列看法：(1)在創新與可能被濫用間取得平衡相當困難；(2)嚴苛或過多的法規將阻礙創新；(3)虛擬貨幣概念仍是相當新的發展，對於消費者與投資者而言，仍屬高風險；(4)現階段洗錢防制法及相關規定已足以規範並遏止相關犯罪活動。(2013/11)
	美國警方以涉嫌利用比特幣洗錢，逮捕Bitcoin Foundation的創始人之一Charlie Shrem。Shrem涉嫌利用紐約比特幣交易平台(BitInstant)，售出比特幣予「絲路」(Silk Road)網站使用者進行違法交易。BitInstant網站已停止服務；「絲路」網站則於2013年10月3日遭FBI查緝關閉。(2014/1)
中國大陸	中國人民銀行、工業和信息化部、銀監會、證監會及保監會等五部會聯合發布「關於防範比特幣風險的通知」，主要內容為：(1)比特幣不是貨幣；(2)禁止中國金融機構和支付系統辦理比特幣業務；(3)加強對比特幣網站的管理，並防範潛在洗錢風險；(4)未禁止民眾在風險自負的前提下持有比特幣。(2013/12)
法國	法國央行表示比特幣是高度投機的商品。(2013/12)
英國	英國央行發言人表示，目前比特幣發展，短期內不會對貨幣或金融穩定目標產生任何實質影響。(2013/12)
南韓	南韓央行官員表示不會承認比特幣是合法貨幣。(2013/12)
歐洲銀行業管理局	發布聲明提醒消費者務必瞭解虛擬貨幣不受法律保障，注意其交易風險如交易平台倒閉及非法使用風險、電子錢包被駭風險、兌換風險等。(2013/12)
挪威	挪威不承認比特幣為法償貨幣，但將研擬課徵交易資本利得稅。(2013/12)
丹麥	丹麥金融監理局研擬將比特幣納入監理，以保護消費者。(2013/12)
印尼	印尼央行總裁表示比特幣不是合法貨幣，在境內使用比特幣，違反印尼規範流通貨幣的相關法令。(2013/12)
印度	印度央行聲明比特幣非由政府所發行之法定貨幣，提醒民眾注意其潛在風險(如財務風險、法規風險及消費者保護與交易安全等)。(2013/12)
芬蘭	芬蘭央行表示，比特幣並非官方認定之「合法貨幣」或「支付工具」，而應視為商品，民眾可自由持有，惟須自行承擔風險。另除擬課徵資本利得稅，並將針對挖礦者所取得之比特幣課徵所得稅。(2014/1)
俄羅斯	俄羅斯當局發布聲明，該國法律規定的盧布是唯一的官方貨幣，引進任何其他貨幣替代品均為非法行為，個人或公司法人都不得使用。(2014/2)

資料來源：整理自官方網站聲明或媒體報導。

(三) 中國大陸經濟金融情勢

1. 經濟成長力道放緩

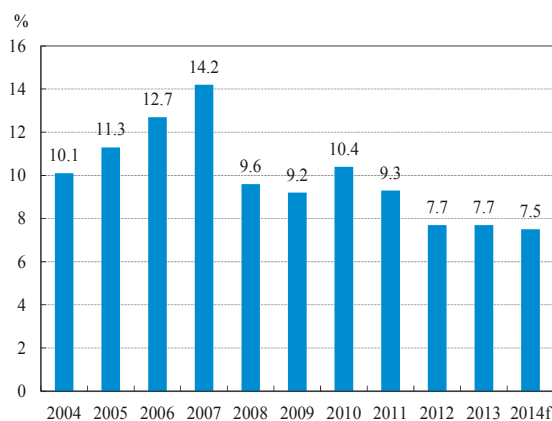
2013年以來，因中國大陸降低基礎建設投資，加以產能過剩產業¹⁶ 縮減產能，第1、2季經濟成長率分別降至7.7%及7.5%。7月下旬國務院推出一系列「穩增長」措施¹⁷，推升第3季成長率至7.8%，全年則成長7.7%，與2012年持平(圖2-11)。

雖然推動經濟轉型改以內需主導模式之結構性改革，可能提高景氣走緩風險(專欄2)，惟「穩增長」措施及政府逐漸增加社會保障支出，將有利民間消費。2014年3月人大政協兩會將2014年經濟成長目標訂為7.5%，與Global Insight預測2014年經濟成長率相同(圖2-11)。

2. 物價平穩，房市漲幅略減

因國際原物料價格及國內食品類價格平穩，2013年中國大陸CPI年增率為2.6%，低於設定之3.5%調控目標。2014年2月CPI續降至2.0%，創13個月來新低，3月略回升至2.4%，Global Insight預測2014年CPI年增率將降至2.0%。另2014年3月生產者物價指數(Producer Price Index, PPI)年增率為-2.3%，已連續25個月負成長，亦顯示經濟成長動能趨弱(圖2-12)。

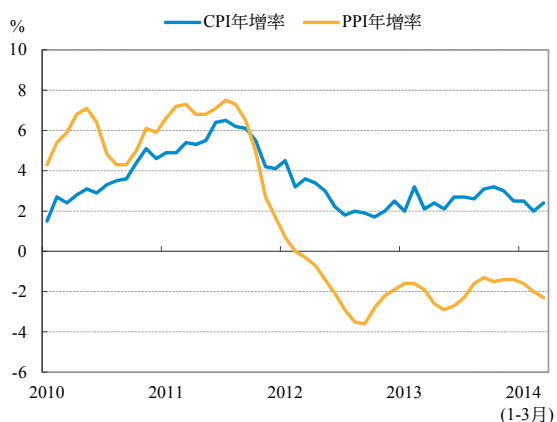
圖 2-11 中國大陸經濟成長率



註：2014f 係 Global Insight 預測值。

資料來源：中國國家統計局、Global Insight (2014/4/15)。

圖 2-12 中國大陸通膨率



資料來源：中國國家統計局。

¹⁶ 同註2。

¹⁷ 包括暫免徵收部分小型企業增值稅及營業稅、促進貿易便利化推動進出口穩定發展措施、加速中西部鐵路及城市基礎建設等。

2014年3月70大城市平均房價年增率7.7%，已連續15個月正成長，惟漲幅趨緩；月增率連續22個月正成長，漲幅亦下滑(圖2-13)。為因應房價升溫，中國大陸自2013年2月起採行一系列抑制高房價措施¹⁸，之後因考量若過度壓抑房市，恐削弱經濟成長動能¹⁹，增加經濟下行風險，因此並未有進一步調控措施。2013年11月中國共產黨第18屆三中全會決議未來將以財政及土地為優先改革目標，以增加土地及住宅供給。

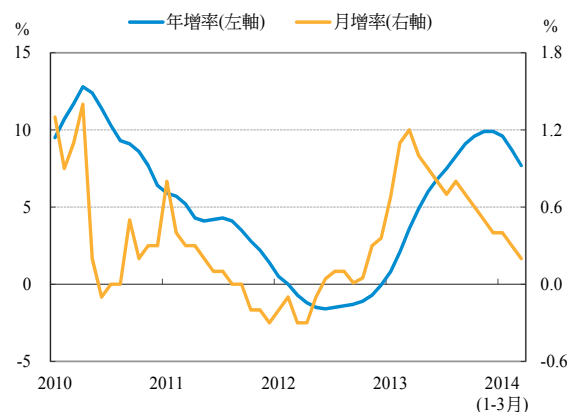
3. 社會融資規模創新高，表外融資增溫

2013年廣義貨幣供給M2年增率雖自年初之15.9%，降至年底之13.6%，惟仍高於全年13%之目標。此外，全體社會融資規模²⁰亦創新高，其中代表影子銀行體系²¹一部分之表外融資規模快速擴大，2013

年新增表外融資占當年度新增全體社會融資規模17.3兆人民幣之31.2%，遠高於2012年之23.2% (圖2-14)，顯示影子銀行規模快速成長。

為有效防範影子銀行風險，並引導其健全發展，中國大陸國務院2013年107號文已明確定義影子銀行的範疇²²，並要求各有關機關應落實責任分工、建立完善監管機制、強化風險控管及儘速提出相關配套措施。中國大陸金融監理機關已陸續強化對理財產品、信託業務、融資性擔保與小額貸款公司等影子銀行之

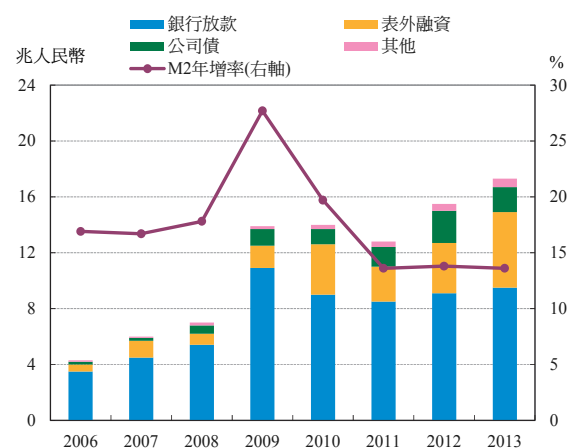
圖 2-13 中國大陸70大城市平均房價上漲率



註：2011年起之數據係 Thomson Reuters 依中國國家統計局公布之數據推算。

資料來源：中國國家統計局、Thomson Reuters。

圖 2-14 中國大陸全體社會融資規模及M2年增率



資料來源：中國人民銀行。

¹⁸ 包括出售自有住房課徵20%個人所得稅，以及提高第2戶住房放款之自備款比例與放款利率等房價調控措施。

¹⁹ 中國大陸房地產投資占固定投資比重約20%，而固定投資占國內生產毛額比重近50%。

²⁰ 同註3。

²¹ 同註4。

²² 同註4。

監理，其後續發展仍宜密切關注。

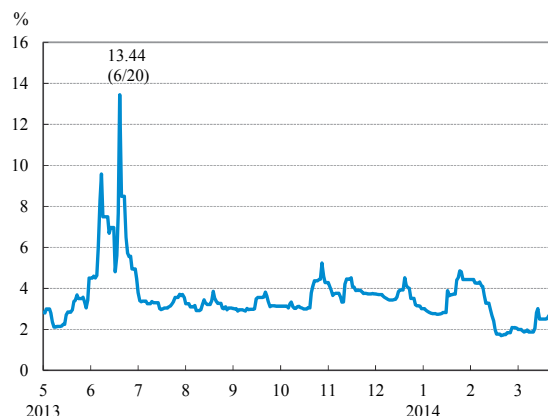
4. 地方政府債務龐大，因應措施陸續推出

中國審計署於2013年12月公布全國各級政府債務審計結果，其中地方政府整體債務自2012年底之15.9兆人民幣升至2013年6月底之17.9兆人民幣，相對GDP比率逾30%，顯示地方政府債務大幅擴大。為降低債務風險集中於銀行業，2014年1月金融監理機關准許地方政府發行債券籌資，政府並嚴格控制地方債務之資金用途等，以及實施地方政府債務風險預警機制，採取差別化分層監管，以有效監理債務風險。

5. 積極推動去槓桿化與縮減產能政策，預期將續採審慎之貨幣政策

2013年6月下旬銀行間流動性嚴重短缺，致上海銀行間隔夜拆款利率大幅攀升，之後在中國人民銀行透過附買回操作方式²³及短期流動性調節工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)釋出資金後逐步回跌(圖2-15)。在中國大陸政府積極推動去槓桿化與縮減產能政策，加以房市泡沫化風險仍高、影子銀行業務規模及地方政府債務持續擴大下，預期短期內中國人民銀行將續採審慎之貨幣政策。

圖 2-15 上海銀行間隔夜拆放利率



資料來源：中國全國銀行間同業拆借中心。

²³ 美國Fed及本行透過附買回操作釋出資金，所稱「附買回」係以交易對手立場而言。相同操作方式，中國人民銀行稱為逆回購操作，係以中國人民銀行立場而言。

專欄1：臺灣無須仿效日本採行量質兼備寬鬆貨幣政策

2000年代初期日本央行(BoJ)開始執行量化寬鬆貨幣政策(QE)。2004年日本經濟復甦，消費者物價指數(CPI)年增率亦略有改善；惟BoJ過早於2006年結束QE，加上2008年爆發全球金融危機，致2009年起經濟再度陷入通縮困境，2010年10月BoJ再次啟動QE。2012年12月安倍晉三就任首相後，BoJ總裁黑田東彥於2013年4月上任之首次貨幣政策會議宣布，為儘早於2年內達成2%物價穩定目標(price stability target)，實施新的「量質兼備寬鬆貨幣政策」。本專欄探討日本「量質兼備寬鬆貨幣政策」之內容、影響，以及目前臺灣無須仿效日本之理由。

一、日本「量質兼備寬鬆貨幣政策」之內容及影響

BoJ本次寬鬆貨幣之目的，係期望藉由強力宣示2年內核心CPI(剔除生鮮食品)年增率升至2%之目標，大幅改變市場之通膨預期，並降低長期利率，以及支撐資產價格，促進投資及消費。

(一)「量質兼備寬鬆貨幣政策」之內容

1. 名目利率已接近於零，轉而控制貨幣基數

以貨幣基數每年增加60-70兆日圓的速度，作為新的操作目標。貨幣基數餘額2年內將擴大為原規模的2倍，2014年底將達270兆日圓。

2. 擴大買入長期公債，促使長期利率下降

每年增加長期公債持有餘額50兆日圓，2年內持有餘額擴大為原規模的2倍；買入標的將涵蓋40年期公債，平均到期年限由目前略短於3年延長至7年。

3. 買入指數股票型基金及不動產投資信託，影響資產價格之風險溢酬

每年分別增加指數股票型基金及不動產投資信託之持有餘額 1兆日圓及300億日圓。藉由擴大收購金融工具以激勵股市及不動產，推升資產價格，提高國內需求及物價。

(二)「量質兼備寬鬆貨幣政策」之影響

實施初期，市場普遍認為BoJ之目標簡單易懂。而且，買入長期公債、指數股票型基金及不動產投資信託等風險性資產之金額，遠超過市場預期，已達震撼市場之效果。截至2013年底，其主要影響及風險如下：

1. 拉高預期通膨率

BoJ期望藉由訂定通膨目標，來拉高預期通膨率，以降低實質利率，激勵民間投

資及消費。2013年核心CPI年增率已上揚0.4%，為5年來首度呈現上揚。

2. 日圓走貶、日股走升及長期利率下滑

2013年日圓貶值18%，日經股價指數大漲57%，10年期指標公債殖利率穩定維持於0.6-0.8%之較低水準。

3. 未來之風險

- (1) 若企業未能同時調高勞工薪資，在通膨逐漸升溫下，勞工實質薪資反而下滑，加以2014年4月消費稅稅率由5%調升至8%，恐嚴重打擊消費者信心，不利民間消費。
- (2) BoJ持有公債之到期年限拉長，將影響退場時間。且未來若順利脫離通縮困境，當利率反轉上揚時，BoJ對超額準備之付息負擔將增加，恐影響財務之健全性。

二、臺灣適度寬鬆的貨幣環境不亞於日本的量化寬鬆

臺灣經濟與日本經濟的情況迥異，名目利率未如日本已降至零。而且，近年本行在維持物價穩定的前提，以及實際產出低於潛在產出的情況下，已提供有助於臺灣總體經濟發展的寬鬆貨幣情勢，無須仿效近期日本採行之「量質兼備寬鬆貨幣政策」。

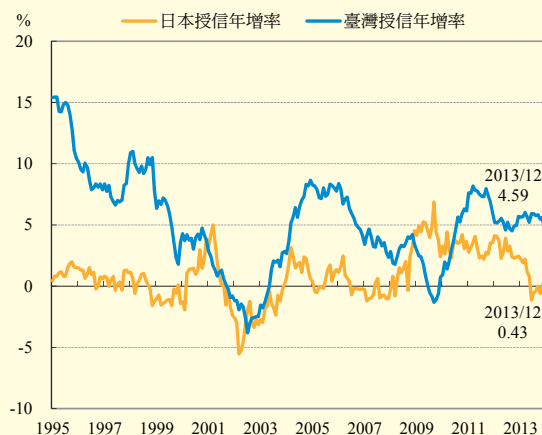
(一) 全球金融危機期間臺灣已實施「臺版的量化寬鬆貨幣政策」

為促進金融穩定並提振景氣，本行於全球金融危機期間，7度調降重貼現率，由2008年9月25日之3.625%降至2009年2月19日之1.25%，累計降幅達2.375%，金融業隔夜拆款利率隨之降至0.10%左右，並維持銀行超額準備最高曾接近1,600億元，採行堪稱「臺版的量化寬鬆貨幣政策」。

(二) 臺灣未曾出現通縮問題，且無信用緊縮現象

1. 日本通縮近15年，CPI年增率平均為-0.2%；臺灣物價平穩，過去15年CPI年增率穩定於1%左右。
2. 臺灣資金充裕，1995年以來銀行業授信平均年增率5.2%；日本則僅0.9%(圖A1-1)。
3. 臺灣積極對中小企業放款，2009年至2013年平均年增率8.2%，日本則為-1.3%。

圖A1-1 臺灣及日本銀行業授信年增率



註：2009年全球金融危機期間，日本央行買入大量債券，拉高其授信年增率。

資料來源：本行經研處、BoJ。

(三) M2維持適當成長，足以支應經濟活動所需

1. 本行根據經濟成長率與CPI年增率等訂定M2成長目標區，近年M2年增率接近GDP成長率與CPI年增率之加總(表A1-1)。
2. 近年M2年增率均落在成長目標區內，控制合宜，足以支應各項經濟活動所需資金。

表 A1-1 M2年增率 ≈ 實質GDP成長率+ CPI年增率

年平均	GDP成長率 (a)	CPI年增率 (b)	GDP成長率+CPI年增率 (a)+(b)	M2年增率
1995-2013	4.19	1.28	5.47	6.28
2001-2013	3.62	1.05	4.67	5.09
2003-2013	3.95	1.25	5.20	5.18
2008-2013	2.91	1.29	4.20	4.91

資料來源：行政院主計總處。

(四) 大國實施QE才有帶動本國貨幣貶值的效果

1. 日本為全球第3大經濟體，且日圓為國際交易的主要貨幣之一，日本採行大規模QE可帶動日圓貶值，臺灣則不具備此等條件。
2. 日本雖採QE促使日圓貶值，也可能被美國QE的外溢效應抵銷部分效果。

(五) 日圓貶值係修正過去因投資人避險需求導致的匯價高估現象

1. 日圓實質有效匯率指數目前仍高於金融海嘯前的低點(圖A1-2)。
2. 日本自311東北大地震之後，大量進口能源導致商品貿易逆差屢創新高，加速日圓貶勢。
3. 目前新臺幣實質有效匯率指數尚低於韓元與人民幣，出口價格仍具競爭力(圖A1-3)。

圖A1-2 日圓實質有效匯率指數



註：1. 本項指數係國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)根據 27 個經濟體之通貨資料，並考量物價相對變動之影響，以計算個別貨幣對一籃子貨幣之加權平均匯率。

2. 2010 年=100

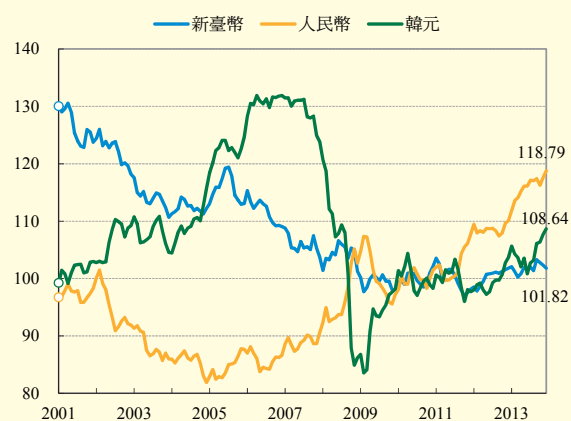
資料來源：BIS。

三、結語

過去20年，日本歷經「失落的20年」，平均經濟成長率僅0.89%，臺灣經濟則穩定成長，平均維持4%以上之成長率，且物價

平穩。而且，臺灣於全球金融危機期間即採「臺版的量化寬鬆貨幣政策」，目前貨幣情勢亦維持適度寬鬆，有助於總體經濟發展，因此無須仿效日本採行「量質兼備寬鬆貨幣政策」。

圖A1-3 新臺幣、韓元與人民幣實質有效匯率指數



註：1. 本項指數係 BIS 根據 61 個經濟體之通貨資料，並考量物價相對變動之影響，以計算個別貨幣對一籃子貨幣的之加權平均匯率。

2. 2010 年=100

資料來源：BIS。

專欄2：中國大陸經濟轉型改以內需主導之模式及其影響

2009年以來，隨著生產成本上揚及人民幣升值，推動中國大陸經濟成長的主要動力逐漸由出口轉向投資與消費。然而，2009-2012年間的過度投資，造成許多產業生產過剩，政府必須採取抑制投資成長、提升民間消費等措施，使經濟結構轉型能實現經濟再平衡(rebalance)與永續成長。由於中國大陸是臺灣最大的投資地區與出口市場，其經濟轉型已嚴重衝擊臺灣對其出口。本專欄探討中國大陸經濟轉型模式及其對經濟成長之影響，並分析對臺灣出口之衝擊。

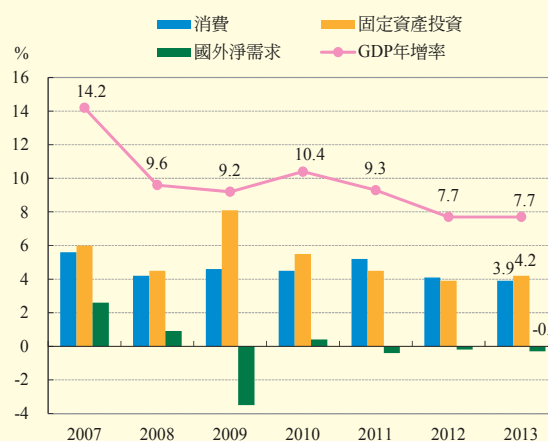
一、發展服務業促進消費，並推動產業升級

2011年至2013年中國大陸之經濟成長中，國外淨需求平均為負貢獻0.3個百分點；平均消費貢獻度超越固定資產投資¹(圖A2-1)，成為經濟成長主要來源。為提升民間消費，中國大陸於「十二五」規劃期間(2011-2015年)，將發展「生產性服務業」列為首要任務。中國商務部估計，服務業比重將提高4個百分點，產值將增加超過2兆人民幣。

各級產業方面，2012年第2季起第三級產業(服務業)成長率均穩定高於第一級(農、林、漁、牧業)及第二級產業(採礦、製造、建築業等)(圖A2-2)，且2013年第三級產業產值為26.2兆人民幣，首度超越第二級產業，在兩年內增加逾4兆人民幣，成為驅動GDP成長的重要動能。

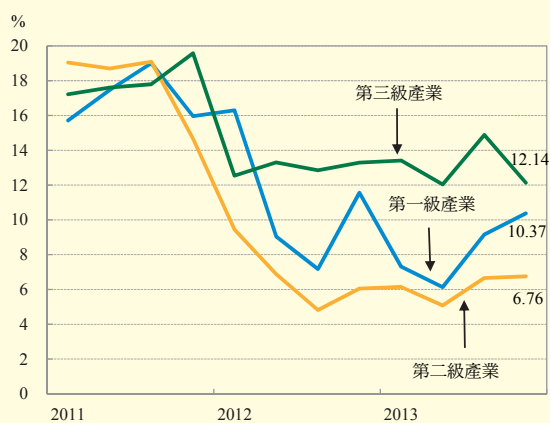
2013年11月第18屆三中全會亦宣布多項改革措施，例如金融、土地、電信及能源等部分領域將由市場決定價格，並進行財稅改革及推動城鎮化，且針對醫療、養老、電信服務及物流等服務產業進行開放，均有助提高消費。隨著服務部門在經濟之重要性增加，勞動所得占GDP比例勢將上升，服務部門的發展亦會降低消費性服務的價格，進而促進更多的消費。

圖A2-1 中國大陸經濟成長貢獻度



資料來源：中國國家統計局。

圖A2-2 中國大陸三級產業之產值成長率



註：第一級產業為農、林、漁、牧業；第二級產業為採礦、製造、建築業等；第三級產業為服務業。

資料來源：中國國家統計局。

此外，中國大陸在製造業部門亦有所調整，例如產業供應鏈漸趨在地化，以及投資項目由產業下游轉向中上游等，致其中間財產品及零組件之進口較以往減少，而低效率產業透過進口替代本國生產，使生產要素得以移至高效率產業，以推動產業升級。

二、中國大陸經濟轉型將使經濟成長走緩，惟長期可提高人均所得

2008年全球金融危機爆發後，中國大陸推出4兆人民幣振興經濟措施，雖使經濟成長回溫，卻出現實質面之產能過剩，以及金融面之流動性氾濫問題。為降低整體風險，中國大陸採取緊縮信貸成長、促使投資合理化，並淘汰過剩產能，導致經濟成長下滑，2012及2013年經濟成長放緩至7.7%。

隨經濟結構轉型及經濟規模日益擴大，近年中國大陸經濟政策不再以提高經濟成長為主，而係強調在「穩增長」與「調結構」之間尋求平衡。IMF預期中國大陸在實施改革下²，2013-2030年經濟平均每年將成長6%，且認為從所有衡量指標來看，實施結果良好。

值得注意的是，隨著勞動成本增加、經濟發展失衡、面臨資源限制及環境污染等問題，IMF指出中國大陸若未持續進行結構轉型，很可能落入中等所得陷阱，2030年人均所得最多僅及美國的25%；惟若實施改革成功，2030年人均所得可達美國的40%。

三、中國大陸經濟轉型對臺灣出口之影響

臺灣出口成長減緩之原因，除受全球景氣下滑及中國大陸經濟成長減緩之影響外，近年中國大陸經濟結構轉型，擴充本地產能及提高自製率，減少自臺灣進口，亦是重要因素。

(一) 中國大陸經濟結構轉型，加工貿易比重下降，不利臺灣中間財出口成長

中國大陸是臺灣最大的直接投資地區及出口市場，臺灣出口許多中間財至中國大陸進行後續的加工，再出口至世界各地。惟淨輸出對中國大陸經濟成長之貢獻度由正轉負，加工貿易占中國大陸出口的比重由2007年的50.7%下滑至2013年的39.0%，進口則由38.5%下降至25.5%(表A2-1)，顯示中國大陸在調整經濟結構及擴大內需的政策下，減少加工貿易，已衝擊臺灣對中國大陸中間財產品的出口成長。

表A2-1 中國大陸進出口貿易方式

單位：億美元；%

年	出口			進口		
	總值	加工貿易		總值	加工貿易	
		金額	比重		金額	比重
2007	12,180	6,177	50.7	9,558	3,684	38.5
2008	14,285	6,752	47.3	11,331	3,784	33.4
2009	12,017	5,870	48.8	10,056	3,223	32.1
2010	15,779	7,403	46.9	13,948	4,174	29.9
2011	18,986	8,354	44.0	17,435	4,698	26.9
2012	20,489	8,627	42.1	18,178	4,811	26.5
2013	22,100	8,608	39.0	19,503	4,970	25.5

資料來源：中國大陸海關統計。

(二) 近年臺灣出口成長減緩，主要係對中國大陸出口成長下滑，尤其是面板

近年中國大陸實行進口替代政策，並積極扶植本土面板及半導體等策略性產業。在市場及政策支持下，大陸品牌崛起，且本土產業鏈逐漸成形，國際及大陸品牌廠轉向陸廠代工及採購，使兩岸垂直分工式微，兩岸產業走向競爭，影響臺灣出口。

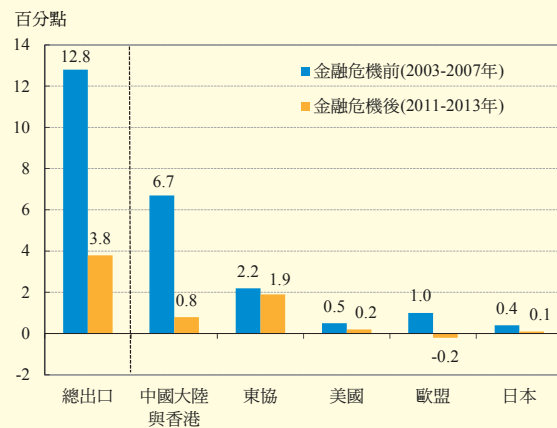
1. 對中國大陸出口成長下滑，為臺灣出口成長減緩的主因

- (1) 金融危機前(2003-2007年)，臺灣出口年增率達12.8%，危機後(2011-2013年)僅剩3.8%，降幅達9個百分點(圖A2-3)。
- (2) 臺灣對中國大陸出口比重約4成，受中國大陸經濟轉型的影響大。金融危機後中國大陸市場對臺灣總出口成長之貢獻度較危機前下降5.9個百分點(圖A2-3)，降幅大於其他地區，為臺灣出口成長減緩之主因。

2. 中國大陸推動產業升級及進口替代政策，臺灣對其主要出口產品均受衝擊

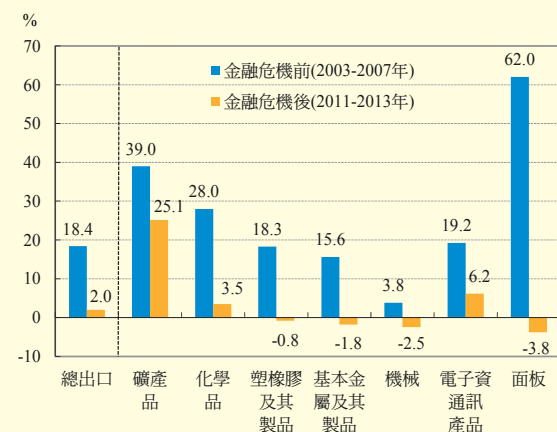
- (1) 金融危機前，臺灣對中國大陸平均出口年增率達18.4%，惟金融危機後僅及2.0%(圖A2-4)。
- (2) 礦產品、化學品、塑橡膠及其製品、基本金屬及其製品、機械、電子資通訊產品及面板為臺灣對中國大陸出口之主力產品，合計占對中國大陸出口比重達9成，其出口至中國大陸年增率均較金融危機前下滑。
- (3) 前述各類產品中，面板出口年增率由62.0%轉為-3.8%，衰退幅度最大，使國內面板業面臨嚴峻挑戰。本國銀行對國內主要面板業之授信金額仍高，宜關注其產業發展及信用風險。

圖A2-3 主要地區對臺灣出口貢獻度



資料來源：財政部通關統計。

圖A2-4 臺灣出口至中國大陸之主要產品年增率



註：本圖包括對香港出口資料。

資料來源：財政部通關統計。

註：1. 2013年因鐵路建設等基礎設施投資增加，致固定資產投資貢獻度略高於消費。

2. 參見Barnett, Steven (2013), *China's Growth: Why Less is More*, IMFdirect, Oct. 29.