

政策創新，引導投資， 點火新經濟

——兼談國家級投資公司角色

中信金融管理學院教授 陳錦稷*

壹、前言：貨幣政策寬鬆，民間投資保守

貳、新經濟模式引導產業創新

參、健全資本市場，強化產業籌資功能

肆、政府政策引導民間投資

伍、結論與建議

摘要

本國銀行存款比放款多了十兆元，寬鬆貨幣政策，低利環境，投資意願依然保守。臺灣經濟當前投資不足，缺乏成長、創新的動能。政府應該要整合資源，推出符合產業發展與升級轉型所需的政策，以政策創新，引導民間投資，點火新經濟，才能創造薪資成長動能。

而經濟發展過程應該要對在地就業與國民生活品質的提升有所助益，著重「跨世代的前瞻規劃」、「植國力發展根基」與「創造在地經濟活」三個面向，與「創新、就業與分配」為核心思維的「臺灣經濟發展新模式」緊密結合。

* 陳錦稷為中信金融管理學院教授、臺灣金控獨立董事。

政府有必要以相關政策作為觸媒，發揮點火新經濟功能。「五＋二」創新研發計畫，引導民間資金往重點產業投資。預計募資 100 億的「國家級投資公司」台杉資本更有扶植新創產業，為產業引進海外技術與人才，鏈結國際的政策期許。期待政策創新，提升民間投資動能，來點火新經濟，進而推升薪資成長。

壹、前言：貨幣政策寬鬆，民間投資保守

央行資料顯示，2016 年底止，全體本國銀行存款餘額達 36 兆餘元，放款餘額僅 26 兆餘元，存款比放款多了將近十兆元，存放比僅有 72.96%，為近十年新低。同時全體上市櫃公司自有現金部位也達 8.8 兆餘元，但因景氣榮枯與當前經濟環境仍有遲疑，對土地廠房與設備投資裹足不前。顯見民間資金充沛，卻因投資保守而去化無路。

如何創造投資機會，引導民間資金投入，是經濟問題的關鍵。擴大投資才能提升經濟成長動能，實體獲利與民間所得才會增加，內需消費才有進一步擴張的可能。有效擴大民間投資，不但是景氣榮枯關鍵，更是金融發展的重要課題。

貨幣政策寬鬆的低利環境下，投資意願依然保守，欠缺政策觸媒發揮點火功能，政府提出能引導民間投資的政策。「五＋二」創新研發計畫，引導民間資金往重點產業投資，值得期待。加上募資金額達 100 億元的「國家級投資公司」台杉資本的設立，協助產業鏈結國際，為產業引進海外技術與人才，這些政策創新的視野與政策細節的架構，相信能有效提升民間投資。

以「前瞻基礎建設計畫」為例，放眼未來所需的公共建設，或產業所需的基礎設施，擴大政府部門財政支出之於，也能吸引民間投資，共同帶動總體經濟成長，政策目標明確、可行。其中綠能建設，前景看好，扮演「帶動公民營企業投資」的動力。綠能建設的離岸風電興建資金需求龐大，風險甚高，資金取得不易，此時若能檢討金融管制，引導民間資金投入公共建設，自然能創造就業與分配的經濟效果。至於如何引導民間資金導入公共建設，讓公共建設吸引民間投資參與，金融就是關鍵。這正是「引導國民儲蓄投入實體經濟，以金融支援民生經濟發展」的政策體現。

政府的產業發展政策必須要幫企業尋找興利方向與投資標的，引導民間資金導入公共建設，不但可填補政府資金缺口，更能讓公共建設有效率地提供。另一方面政府政策不能只重視表面的業績數據，如果只是吸引海外資金回流，在臺灣炒房、炒地，反而排擠實質投資與民間消費，對實體經濟發展有害，更將產生擴大貧富差距等外部成本。

貳、新經濟模式引導產業創新

從 2008 全球金融海嘯之後，國際景氣長期走緩，各大央行雖然祭出量化寬鬆（QE, Quantitative Easing）政策，維持貨幣政策與金融體系的流動性，但雖然市場利率持續低迷，過剩的資金卻苦無出路。我國央行雖然也以寬鬆貨幣政策的低利率來提振景氣，國內資金卻無處宣洩。缺乏實體投資機會的游資只好往資本市場流竄，推升股價、房價及金融資產價格。

美國經濟學家明斯基（Hyman Minsky）認為，金融市場具有內生不穩定性，景氣繁榮階段會帶來過度樂觀的市場氛圍，導致過高的負債推升過高的投資。景氣循環週期處於擴張階段時，投資者往往以過高的財務槓桿，推升資產價格快速上漲。一旦投資者現金流量吃緊，無法償還債務時，必須降價拋售投資標的，導致資產價格系統性爆跌，產生大規模違約，經濟體系所隱含風險將突然全面暴露。這時將出現「明斯基時刻」（Minsky Moment）。

缺乏實體經濟支撐之下，過高的金融資產價格，不無泡沫化的危險。未來隨著美國聯準會縮表去化資產負債表上的金融商品、歐洲與日本等各大央行的 QE 政策也即將退場，未來若經濟基本面無法有效支撐價格過高的金融資產，金融資產價格很可能隨著資金潮退去而出現重挫，爆發資產泡沫化的金融危機。

資金去化的問題，還是要回到「如何創造投資機會」來找解答。經濟要能成長，實體獲利、所得增加，未來的均衡利率才可能提高。貨幣寬鬆營造了低利率的環境，但資金卻無法導入實體經濟的投資。必須以政策為觸媒來點火，「前瞻基礎建設計畫」採取擴大財政支出方式，以投資未來需要的公共建設，建設下一代產業發展需要的基礎設施，是一個擴大有效需求的好方法。政府的產業發展政策更必

須要幫企業尋找興利方向與可以發展的未來標的，台杉公司扮演國家級投資公司角色，便是以政府的政策創投角色，引導民間資金投資於新創事業，引導產業結構轉型。

全球化時代，變動的世界經貿秩序之下，鑲嵌在國際供應鏈之中的臺灣製造業存在著不少的隱憂與挑戰。臺灣產業以代工生產模式，追求效率極致的發展模式，為持續降低成本只好將生產線外移。相對之下，留在國內的產業，發展次一世代產業的投資動能明顯不足。欠缺產業升級轉行動能的結果，當然出現薪資成長停滯的惡性循環。除了嚴肅思考過去經濟發展模式的不足之外，更要掌握世界經濟新局勢，才能掌握未來產業的發展方向。包括：歐洲的工業 4.0、綠能科技的興起、人工智慧（AI）與物聯網（IOT）在工業生產與最終消費產品的應用、數位經濟跨領域時代即將來臨。

當前的政府不能只是幫既有的產業解決「五缺」所導致的投資不足問題。五缺最早出現在「2015 年全國工業總會白皮書」，工總理事長許勝雄當時痛批，臺灣投資環境充斥五缺，導致國內投資蕭條。當年央行理監事會後也建議要「改善國內投資環境，排除投資障礙，宜加速解決國內投資之五缺困境」。

政府把促進投資，創造就業，作為經濟政策目標。祭出產創條例修法，或是增加閒置工業區土地「強制拍賣」機制，希望能解決廠商的五缺問題。這個政策方向無非是希望將水、電、工、地、和人才等生產要素能投入生產活動。但解決「五缺」問題的對策，往往只有侷限於降低成本，擴大供給的舊經濟思維。這些作法或許迎合製造業長期以來最拿手的擴大生產與降低成本的傳統模式。但臺灣畢竟資源稀少，政府以扭曲價格機制方式，降低生產要素成本的結果，當經營者努力擴張產能，增加生產要素投入時，最後還是會再次感到「五缺」。

這個壓低價格，擴增生產要素投入，來驅動經濟成長的舊經濟思維，只會讓臺灣繼續走向低附加價值和低薪資的老路。政府長期以來帶頭壓低成本，增加生產要素投入的政策思維，導致產業發展出現當前的五缺困境。藉由區段徵收等都市計畫手段，提供廉價工業區土地，又放任囤積炒作工業用地，導致缺地；壓低電價，放任高耗能產業大量消耗用電，導致缺電；水價過低，耗水產業缺乏節制用水誘因，

導致缺水；工資過低，勞動保障不足，導致缺工，政府又擴大引進外勞，壓低整體薪資水準，國內勞動投入意願更低；薪資水準偏低，產業不思轉型，專業能力無法發揮，導致高階白領人才的外流，當然缺人才。

臺灣的產業技術與企業能力並非不如人，但政策長期以來壓低要素價格的做法，走到目前附加價值偏低與生產要素五缺的產業困境，形成節儉的矛盾。要解決這些問題不能再侷限於要素驅動（Factor-driven）或是效率驅動（Efficiency-driven）的舊經濟思維。

當前需要的是強化公共政策與公司治理的創新，讓經營者發揮「企業家精神」，帶入創新驅動（innovation-driven）的經濟發展新模式。唯有更好的公共政策，更精進的管理模式，才有產業創新的環境。發展新產業和新生產方法，讓同樣的生產要素投入，產生更高的附加價值，才會有新的經濟成長動能。

政府政策應該要有創新驅動經濟的新思維，推動公私部門治理改革（governance reforms）的創新。增加資金運用管道，導入民間資金參與公共建設，將超額儲蓄導入國內投資。善用既有的國發基金，與新創立的台杉資本扮演國家級投資公司的角色，發揮支援新創產業的功能，支持產業的創新發展。只有創新的經濟思維，才能帶動產業轉型，增加投資意願。

叁、健全資本市場，強化產業籌資功能

政府政策不應過度依賴租稅政策，更不能只是把減稅當作政策工具！賦稅改革應全盤規劃，不宜破壞整體稅制的健全。稅改更不要改錯方向，例如短期減稅措施，流於只有利資本遊戲的租稅減免措施，反而對長期經濟健全發展沒什麼好處。

不是當沖短線進出降證交稅減半課徵，就能解決股票市場的問題。而且長期持有租稅成本較高，租稅政策反而對投資行為產生了扭曲效果。當沖降稅只是短期安慰劑，只有頻繁短線進出才會有感，對資本市場幫助有限。

健全資本市場發展，借鏡投資銀行經驗，讓綜合證券業者發揮直接金融功能，引導資金投入新創事業與產業轉型需求，落實以金融支援實體經濟發展的政策思

維，才是根本之道。尤其是低利率的寬鬆貨幣政策環境下，實體經濟投資仍然不振。檢視金融不中介（financial disintermediation）問題所在，才能引導資金投資新興產業與重點產業。唯有金融業成功引導民間資金，配合政府「五+二」重點產業政策的「火種」，共同點火，才是促成創新驅動產業發展的新經濟模式。

而民間游資充斥，過剩的資金卻導不進實體投資。政府應有相關引導民間投資的政策方向，例如「五+二」的創新產業研發計畫，吸引國內游資與帶有新技術含量的外資投入，才能讓過剩的資金導入實體投資，改善整體經濟。不僅在產業面，包括軟、硬體設施，以政策視野與政策架構引導民間投資。

當前資本市場的問題，也是政策檢討的重心。近年來直接金融持續萎縮，影響新創產業籌資，也不利於產業併購與升級轉型需求。根據央行資料，直接金融相對於間接金融之存量比例，由 2005 年底的 25.65%，持續萎縮到 2017 年 10 月底僅剩 19.84%。直接金融萎縮對產業發展產生不良影響。銀行扮演間接金融中介功能，吸收大眾存款，將資金貸給需求者，賺取微薄利差。其資金去路首重現金流，適合定期償還本息的成熟型產業；相對之下，股權投資、風險資本與證券產業扮演直接金融功能，輔導產業上市（櫃）、發行公司債或證券化商品，媒合資金供需雙方。直接金融才能將資金導入新創事業與企業併購，促進產業升級轉型發展。

證券成交量持續低迷，固然會影響企業上市、櫃（IPO）掛牌，與增資發行新股（SPO）意願，影響資本市場籌資功能，不利企業升級轉型，對實體經濟發展產生負面影響。今年 IPO 與 SPO 市況不佳，正是資本市場問題縮影。上市櫃業務萎縮，及台股成交量高低，影響證承銷與經紀業務，券商面臨產業瓶頸。隨投資管道多元、電子下單盛行，金融科技 E 化等，產業發展趨勢，縱使券商投入大量成本建置資訊系統，證券經紀業務仍面臨殺價競爭。

其實證券產業興衰的關鍵係於資本市場未來發展走向，在資產管理、投資業務、企業併購、風險資本的創業投資（Venture Capital）、私募股權（Private Equity）投資、資產證券化等業務，應借鏡歐美投資銀行（investment bank）發展經驗，才是我國資本市場長遠發展方向。政策上應鼓勵大型綜合券商轉型為投資銀行，才能提供實體經濟產業發展所需之金融服務。

大型綜合證券商效法投資銀行專業，與銀行發揮間接金融角色互為雙翼，才能健全籌資功能，完備資本市場。重振直接金融功能，提供企業資金與策略發展的財務建議，成為產業升級轉型推手。金融要支援民生經濟發展，券商如何發展投資銀行業務是關鍵。

肆、政府政策引導民間投資

當前政府財經政策，應思考如何以政策創新，引導民間投資，來點火新經濟，創造薪資成長動能。總額高達八千八百億的前瞻基礎建設特別預算、「五+二」產業創新研發計畫、加速都市更新與老舊危險建築物的改建、促進保險業等民間資本投入公共建設，或是國發基金所設立的「產業創新轉型基金」與台杉資本此一國家級投資公司，在在都扮演引導民間資金投資的重要政策角色。

一、前瞻基礎建設特別預算

在經濟成長趨緩的情況下，政府應扮演擴張性刺激景氣角色，擴大公共建設支出，提振景氣及帶動需求的乘數效果，並解決公共建設不足的問題。各政府單位提報各項有利國家發展需要的基礎建設，並聚焦於綠能、數位、水資源、軌道、城鄉等建設，提前並擴大辦理將有限資源發揮最大效益。最後以前瞻基礎建設特別條例立法，編列預算上限 4,200 億元的經費支應前瞻基礎建設計畫，並以 4 年為期程。主要建設計畫包括：

- (一) 綠能建設：為完成能源轉型，必須加速風能、太陽能等再生能源投資，建設智慧電網，使供電之穩定性獲得保障。將引進民間投資，增加優質就業，帶動國內綠能科技及產業創新。
- (二) 數位建設：為因應數位經濟的到來，有必要在寬頻網路建設加強投資，增進使用連網流暢與安全，讓網路使用者人權獲得基本保障，導入智慧城鄉建設及建立學習環境，並將數位經濟帶入產業，促進臺灣經濟轉型。

- (三) 水環境建設：因應氣候變遷與國土安全之需求，提升供水穩定度及供水品質、建立供給網路、解決排水問題、改善淹水地區及創造生活親水性環境等，使我們的水環境更具防護力、抵抗力及恢復力。
- (四) 軌道建設：為推動交通轉型，因應綠色運輸趨勢，提升流通效能，縮短區域落差，亟需便捷完善之公共運輸系統。將臺鐵和高鐵路網搭配、東部鐵路雙軌化、南迴鐵路電氣化、臺鐵提速引進智慧管理及與高鐵、捷運網路連通，以發揮最大綜效。
- (五) 城鄉建設：為打造多元文化、寧適優質的城鄉環境，讓地方的在地經濟發展更活躍，包括道路品質、市鎮再生、公共服務據點增設及文化生活圈等建設，透過競爭型計畫改善城鄉建設，對地方發展具實質助益。

二、「五+二」創新產業研發計畫

新經濟模式強調「創新、就業、分配」為核心價值，並追求永續發展的經濟發展新模式。透過「連結未來、連結全球、連結在地」三大策略，希望能激發產業創新能量。當前政府所提出的「亞洲·矽谷」、「智慧機械」、「綠能科技」、「生醫產業」、「國防產業」、「新農業」及「循環經濟」等五+二產業創新計畫。希望以此作為驅動臺灣下一世代產業成長的核心，為經濟注入新的成長動能。

三、加速都市危險及老舊建築物重建

全臺灣共 825 萬棟住宅，平均屋齡高達 27.65 年，其中屋齡超過 30 年的老屋，有 355 萬棟、比重高達 43%，而屋齡超過 50 年以上的更有約 52 萬處，耐震強度堪慮，是發生震災崩塌的高危險群。

- 重建期間免徵地價稅。
- 重建後，地價稅及房屋稅減半徵收 2 年。
- 重建前合法建築物所有權人持有重建後建築物，於房屋稅減半徵收 2 年期間內未移轉者，得延長其房屋稅減半期間至喪失所有權止，但以 10 年為限。
- 容積 & 建蔽率獎勵：老危條例 § 6、7。

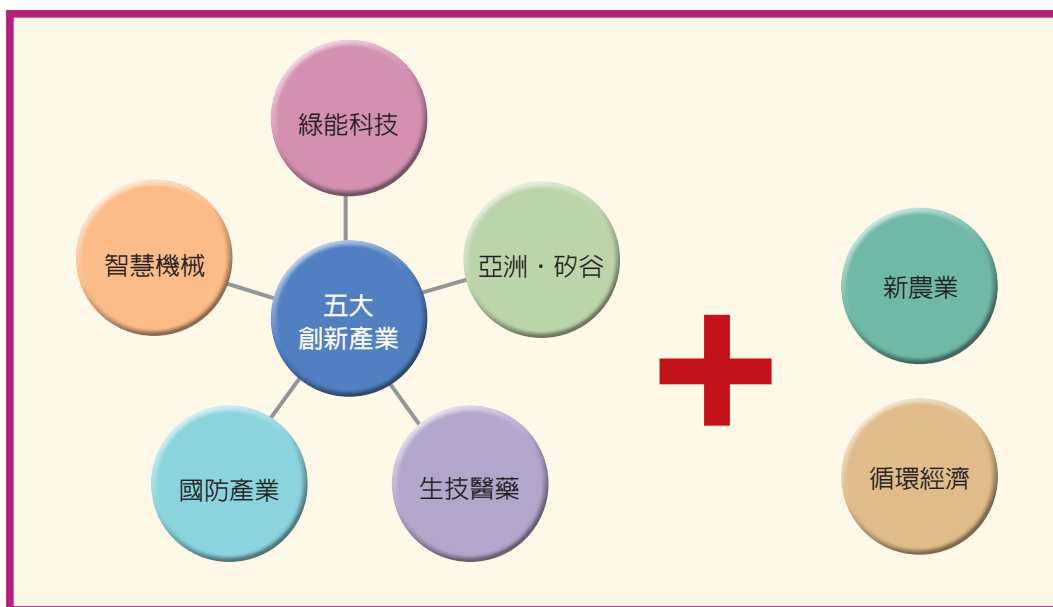


圖 「五+二」創新產業

四、促進民間參與公共建設，促參法規定之金融協助措施

- (一) 金融機構或特種基金得提供民間機構中長期貸款供公共建設資金融通
- (二) 金融機構對民間機構配合政策提供重大交通建設之授信，可不受銀行法相關規定限制
- (三) 參與建設之民間機構得公開發行新股，不受公司法相關規定限制
- (四) 民間機構經依法辦理股票公開發行得發行指定用途公司債支應公共建設資金，不受公司法相關規定限制
- (五) 公共建設興建與營運期間受天然災變致重大損害，金融機構或特種基金得提供重大天然災害復舊貸款

五、開放保險業參與公共建設

- (一) 引導保險業參與行政院推動的公共建設投資，並達成持續擴大保險業的資金運用管道、提升保險業資金運用效率及投資收益等相關政策目標，金管會在法規制度面已鬆綁並積極鼓勵保險業資金投入國內公共建設。

(二) 金管會自 99 年起已多次修正「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」，保險業資金辦理公共建設之同一被投資對象實收資本額之比例，由原先 10%，逐步放寬至 45%，並再放寬保險業得專案報金管會核准不受該 45%限制。

- 公開發行公司：不逾單一公司實收資本額 10%、保險資金 5%；整體股票與公司債合計不逾保險資金 35%。
- 創投：單一公司可投資創投資金的 25%以內。
- 非公開發行公司：專案運用、公共及社會福利事業，單一公司 10%以內，若是公共事業則可逾 45%；總投資金額不逾保險資金 10%。

(三) 金管會逐步放寬符合一定條件之保險業投資依促參法辦理之案件，且對同一對象投資總額在「新台幣 50 億元及保險業業主權益 10%以下」者，得採事後查核，無須事先報金管會核准。

(四) 但由於保險業資金主要來自於保戶，其資金運用除需考量安全性、收益性、流動性外，亦需兼顧社會公共性。準此，保險法第 146 條之 5 的修正案已開放保險業投資公共建設得擔任董監事，惟席次不得超過全體董監事三分之一且不得指派人員獲聘為經理人，期望能有助於提高保險業參與國內公共建設投資之意願及投資金額，提振實體經濟發展。

(五) 引導保險業資金投資：保險資金挺創新產業方式。

(六) 金管會「獎勵本國銀行辦理新創重點產業放款方案」：鼓勵銀行與 7 大新創重點產業建立長期夥伴關係，以協助新創重點產業取得營運資金。

六、國發基金設立「產業創新轉型基金」匡列新台幣1,000億元

國發基金匡列新臺幣 1,000 億元，設立「產業創新轉型基金」，與民間資金共同投資參與企業的合併、收購、分割，希望有助於企業創新轉型。預計投資計畫希望能有效引導民間資金共同參與產業結構調整，促進企業轉型升級。帶動我國產業升級，創造就業機會，扮演投資點火角色。

七、國家級投資公司，預計募資新台幣100億元

我國產業以中小企業為主體，要能鏈結國際，引進海外技術與人才，促成大型投資案，並協助企業競逐全球市場，亟需由政府主動整合民間力量，特成立國家級投資公司，並命名為「台杉資本」扮演「尋找、開創、整合、促成」投資之平台角色，並搭配「五+二」產業及新南向政策，積極協助企業進行國內投資與海外市場拓展。希望能協助我國企業取得發展所需資金，並透過產業、技術、財務、行銷等協助，厚植國內企業國際競爭力並促進國內投資。帶動國內投資能量，提升經濟成長動能，驅動產業成長，並為經濟注入活水。

國發基金投資國家級投資公司 40% 股權，未來並將參與國家級投資公司募集之「五+二」產業創新投資基金。國家級投資公司資本額 2.5 億元，預計募集「五+二」產業創新投資基金，募資規模將達 100 億元以上，而國發基金投資比例以 40% 為上限，每檔基金投資不超過新台幣 20 億元。

採公私合營的方式（原則上國發基金占 4 成，民間資金占 6 成，但政府仍具有經營主導權，以利推動相關政策）。國發基金係「被動」等待業者申請獎勵，而國家級投資公司則是「主動」尋找國內外標的。國家級投資公司將採民營企業組織型態運作，遴聘民間專業投資人士組成經營團隊，以發揮民間企業運作彈性，並借重民間專業投資能量，而國發基金將扮演大股東監督者角色，以確保公司營運符合國家產業政策方向及公司治理規範。

伍、結論與建議

細數臺灣經濟的發展過程，歷經了威權政治轉型之後的經濟自由化、加入 GATT、WTO 等市場開放的國際化，再到目前面臨全球化生產分工零細與國際供應鏈整合的時代趨勢，臺灣經濟的發展可以說充分發揮效率與彈性的絕佳特性。

臺灣經濟已經是成為全球供應鏈不可或缺的一環。2005 年 5 月 16 日的美國商業週刊（Business Week），以「Why Taiwan Matters？」為題，指出世界經濟沒有臺灣將無法運作。臺灣從台北內湖到新竹科學園區的中山高速公路沿線上，聚

集了全球最重要的 ICT 相關零件、供應廠商與企業營運總部。這個科技走廊連結了擁有巨大市場及數位動力的美國，與扮演世界工廠的中國。臺灣的 ICT 產業雖然歷經中國紅色供應鏈的威脅，但仍持續成長茁壯。去（2016）年臺灣電子電機業貿易出口總額達 1,331 億美元，電子零組件出口值更創下歷史新高點，達 928.3 億美元。

但習慣於全球化代工生產，並追求生產效率極致的經濟發展模式，也面臨產業持續外移，國內投資動能不足，導致薪資成長停滯的惡性循環。當前的經濟政策應該重新思考，經濟發展的過程不應過度消耗環境資源，也應揚棄大量標準化生產的既有經濟模式。

新的經濟發展的過程應該要對在地就業，與國民生活品質的提升有所助益。也就是以「人」為本的經濟發展新思維。這個經濟發展的新模式，著重「跨世代的前瞻規劃」、「植國力發展根基」與「創造在地經濟活力三個面向，與「創新、就業與分配」為核心思維的「臺灣經濟發展新模式」緊密結合。臺灣經濟當前投資不足，缺乏成長、創新的動能。政府應該要整合資源，推出符合產業發展與升級轉型所需的政策，以政策創新，引導民間投資，點火新經濟，才能創造薪資成長動能。🌐

參考文獻

1. 陳錦稷，〈中國金融系統性風險的關鍵時刻〉，新新聞，2017/11/01。
<https://www.new7.com.tw/NewsView.aspx?i=TXT20171101145630IYU>
2. 陳錦稷，〈金管會主委的疑惑〉，新新聞，2017/10/12。
<https://www.new7.com.tw/talk/talkView.aspx?i=TXT20171005121424SHV>
3. 陳錦稷，〈當沖降稅只是短期安慰劑〉，新新聞，2017/12/13。
<https://www.new7.com.tw/NewsView.aspx?i=TXT20171213144230VAJ>
4. 中央銀行，〈理監事會後記者會參考資料〉，2016/06/30。
<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/67251337471.pdf>
5. 壹觀點，〈金融首要任務：引導資金投入實體經濟〉，《壹週刊》。