

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第 41 卷 第 3 期

中央銀行 編印

中華民國 108 年 9 月

中央銀行季刊

第41卷 第3期

中央銀行 編印

中華民國 108 年 9 月

中央銀行季刊

目錄 第41卷 第3期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
台灣資金運用的戰略思考	楊 金 龍	7
央行貨幣政策與台灣經濟發展	楊 金 龍	15

論著與分析

台灣基本通膨估值(UIG)之建構與分析	徐士勛、黃裕烈 徐之強	29
---------------------------	----------------	----

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國108年第2季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	59
國際收支	國 際 收 支 科	69
貨幣與信用	金 融 統 計 科	77
金融市場	金 融 統 計 科 國 際 收 支 科	85
國際經濟金融情勢（民國108年第2季）	國 際 經 濟 科	105

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國108年7月至9月）	國 內 經 濟 科	133
國際經濟金融日誌（民國108年7月至9月）	國 際 經 濟 科	137

中央銀行理監事聯席會議決議

(108年9月19日發布)

一、國際經濟金融情勢

本(2019)年6月本行理事會會議以來，受美中貿易衝突持續、中國大陸經濟與金融風險續升、英國脫歐紛爭陷入僵局，以及地緣政治緊張情勢等不確定性升高影響，全球景氣趨緩，貿易成長下滑；金融市場波動劇烈，國際資金流入安全性資產，致主要國家公債殖利率走低。國際機構下修本年全球經濟及貿易量成長預測，主要經濟體貨幣政策立場多趨寬鬆。

至於明(2020)年，國際貿易情勢尚未明朗、中國大陸經濟放緩、地緣政治風險仍存等諸多不確定性，將是影響全球經濟前景的重要因素。此外，主要經濟體貨幣政策動向，亦將影響國際資金移動及金融市場穩定。

二、國內經濟金融情勢

(一) 年中以來，全球經貿情勢仍緩，惟轉單效應及台商提高國內生產比重，加以基期較低，出口逐漸回溫。雖然近月失業率微升，薪資成長略緩，惟政府積極推動擴大內需政策，有助提振民間消費意願；且預期廠商增加資本支出及台商回台投資，有助民間投資穩健擴增。本

行預測本年下半年經濟成長率為2.66%，全年為2.40%(詳附表1)。

展望明年，民間消費成長持穩，政府支出增加；惟預期主要經濟體景氣降溫，國內輸出及民間投資成長將略低於本年，本行預測明年經濟成長率為2.34%。

(二) 年初以來，通膨率維持低而穩定，1至8月消費者物價指數(CPI)平均年增率為0.53%，不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為0.45%。雖然近月豪雨帶動蔬果等價格上漲，惟國際原油等原物料價格走低，預期下半年通膨溫和；本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別為0.70%及0.56%(詳附表2)。

至於明年，國內基本工資調升，將帶動外食費及相關服務類價格上揚；惟全球景氣展望和緩，國際機構預測國際油價尚低於本年，加以國內需求溫和，本行預測明年CPI及核心CPI年增率分別為0.88%及0.77%，通膨展望平穩。

(三) 本年1至7月貨幣總計數M2平均年增率為3.24%，銀行放款與投資平均年增率為4.86%，貨幣信用狀況

足以支應國內經濟活動所需。

近月全球金融市場波動加劇，跨國資金移動頻繁，惟新台幣對美元匯率維持動態穩定，且國內市場流動性充裕，長短期利率持穩，銀行超額準備維持在4百餘億元水準，金融情勢仍屬寬鬆。

三、本行理事會一致決議維持政策利率不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量當前國內通膨和緩，今明兩年產出缺口仍呈微幅負值，通膨展望穩定；國際景氣仍緩且具高度不確定性，恐影響外需表現，預期本年下半年及明年國內經濟成長力道溫和；且與主要經濟體相較，國內實質利率水準尚屬居中(詳附表3)，本行理事會認為維持政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，有助物價穩定及整體經濟金融穩健發展。

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%。

四、鑑於全球經濟金融情勢不確定性升高，本行將密切關注美中貿易爭端後續發展、主要經濟體貨幣政策動向、地緣政治情勢，以及全球金融市場變化等對國內經濟金融情勢之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行法定職責。

五、近期國際匯市波動加劇，惟新台幣對美元波動幅度相對其他國家仍屬穩定。

新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附表1 主要機構對台灣經濟成長率預測值

單位：%

預測機構		2019年(f)	2020年(f)
國內機構	中央銀行(2019/9/19)	2.40	2.34
	台大國泰(2019/9/9)	2.20	2.00
	主計總處(2019/8/16)	2.46	2.58
	台經院(2019/7/25)	2.12	n.a.
	中研院(2019/7/19)	2.01	n.a.
	中經院(2019/7/17)	2.06	2.27
	國內機構預測值平均數	2.21	2.30
國外機構	IHS Markit(2019/9/17)	1.97	1.86
	Goldman Sachs(2019/9/16)	2.20	2.10
	Standard Chartered(2019/9/16)	2.10	2.20
	JP Morgan(2019/9/16)	2.10	1.70
	HSBC(2019/9/16)	2.10	2.00
	Barclays Capital(2019/9/13)	2.40	2.30
	BofA Merrill Lynch(2019/9/13)	1.70	1.90
	Morgan Stanley(2019/9/13)	1.80	1.50
	Credit Suisse(2019/9/12)	2.00	2.20
	Citi(2019/9/12)	2.10	1.90
	Deutsche Bank(2019/9/12)	2.20	2.10
	EIU(2019/9/5)	2.40	1.70
	ADB(2019/7/18)	2.20	2.00
	國外機構預測值平均數	2.10	1.96

附表2 主要機構對台灣CPI年增率預測值

單位：%

預測機構		2019年(f)	2020年(f)
國內機構	中央銀行(2019/9/19)	0.70 (CPI) 0.56 (核心CPI*)	0.88 (CPI) 0.77 (核心CPI*)
	主計總處(2019/8/16)	0.67	0.82
	台經院(2019/7/25)	0.85	n.a.
	中研院(2019/7/19)	0.85	n.a.
	中經院(2019/7/17)	0.87	1.11
	國內機構預測值平均數	0.79	0.94
國外機構	IHS Markit(2019/9/17)	0.66	0.95
	Goldman Sachs(2019/9/16)	1.00	1.30
	Standard Chartered(2019/9/16)	1.00	1.30
	JP Morgan(2019/9/16)	1.00	1.50
	HSBC(2019/9/16)	0.50	0.90
	Barclays Capital(2019/9/13)	0.70	1.30
	BofA Merrill Lynch(2019/9/13)	0.70	1.10
	Morgan Stanley(2019/9/13)	0.90	1.20
	Credit Suisse(2019/9/12)	0.90	1.30
	Citi(2019/9/12)	0.90	1.20
	Deutsche Bank(2019/9/12)	0.70	0.80
	EIU(2019/9/5)	0.50	0.20
	ADB(2019/7/18)	1.10	1.20
	國外機構預測值平均數	0.81	1.10

* 核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

附表3 主要經濟體實質存款利率

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率* (2019年9月19日)	(2) CPI年增率** (2019年預測值)	(3)=(1)-(2) 1年期定存實質利率
馬來西亞	2.750	0.93	1.820
印尼	4.750	3.18	1.570
南韓	1.100	0.32	0.780
泰國	1.500	0.94	0.560
台灣	1.065	0.70	0.365
美國	1.980	1.82	0.160
新加坡	0.700	0.78	-0.080
瑞士	0.000	0.52	-0.520
日本	0.010	0.69	-0.680
中國大陸	1.500	2.53	-1.030
歐元區	0.050	1.31	-1.260
英國	0.700	2.00	-1.300
菲律賓	0.500	2.61	-2.110
香港	0.300	2.69	-2.390

* 台灣為本國五大銀行之1年期定期存款機動利率；其他國家主要係當地大型銀行之1年期定存利率。

** 為IHS Markit 2019年9月17日之預測值；台灣CPI年增率係本行預測值。

台灣資金運用的戰略思考*

楊金龍**

序言

吳董事長、黃院長、劉錦添教授、陳院長、陳主委、吳次長、張處長、吳處長，各位金融界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友，大家午安！

今天很高興能應台灣金融研訓院、臺大公共經濟研究中心、台灣公共議題研究協會、中華經濟研究院的邀請，參加本次「回流資金，再造產業成長契機」研討會，並以「台灣資金運用的戰略思考」為題，提供一些淺見，就教於各位。

一、台灣的國際投資部位、經常帳順差與超額儲蓄

依據本行最新統計顯示，截至上(2018)年底，台灣對外資產達2兆488.7億美元，對外負債為7,683.7億美元，對外淨債權(即國際投資部位淨資產，NIIP)達1兆2,805億美元，排名全球第5大，僅次於日本、德國、中國大陸、香港。

(一) 國外淨債權主要來自經常帳長期順差，同時反映國內的超額儲蓄

台灣國外淨債權累積主要來自經常帳長期呈現順差，而經常帳的順差則反映國內長期存在超額儲蓄，也顯示國內有效需求不足，特別是國內投資動能相對疲弱，使得資源未能完全運用於國內，而透過投資或借貸予國外部門使用。根據主計總處統計，從2009到2018年台灣平均儲蓄率為32.6%，投資率卻只有21.2%，超額儲蓄率平均達11.4%，凸顯儲蓄率偏高而投資率不足^{註1}。但值得注意的是，過去一年由於國內投資增加、資本財進口擴增，使得2018年的超額儲蓄率由2017年的14.6%降到12.0%，同期間經常帳順差對GDP比率亦降至12.2%。

(二) 超額儲蓄主要反映人口結構變化與企業投資不振

如就經常帳順差觀點，由於中國大陸與台灣分別於2001至2002年先後加入WTO，融入全球供應鏈，台灣對中國大陸貿易出超持續增加，帶動我國經常帳順差擴大。另外如果以超額儲蓄觀點分析，可從儲蓄率不斷攀升，而投資率卻呈持續下滑來說明。影響前者的因素眾多，其中一項因素與人口結構有

* 應台灣金融研訓院、臺灣大學公共經濟研究中心、台灣公共議題研究協會、中華經濟研究院邀請，於108年7月2日「回流資金，再造產業成長契機」研討會所作演講。

** 中央銀行總裁。

關；例如自1990年代後期以來，在台灣人口結構中，0-19歲及20-39歲年齡層占總人口比重開始下降，而40-64歲及65歲以上年齡層占比則快速攀升，且2000年初期以來40-64歲的占比更超越0-19歲，此期間儲蓄率也呈攀升趨勢。由於年輕人與中高齡者的消費與儲蓄行為並不相同，前者多為淨消費者而後者多為淨儲蓄者，少子化及人口老化持續推升台灣民間儲蓄率。

其次，就投資率持續下滑而言，由於全球金融危機，全球經濟出現長期停滯(secular stagnation)^{註2}現象，加以全球經濟金融的不確定性攀升，企業投資趨於保守，使得台灣企業投資率下降，並由資金需求者轉為資金供給者。國內企業超額儲蓄率甚至於2017年達到7.4%的高點，這也是台灣整體超額儲蓄擴大的重要因素之一。

企業投資不足除了影響就業市場外，也會對整體經濟及生產力帶來不利衝擊。根據經濟成長理論分析，勞動生產力要持續成長須仰賴包含創新與技術進步的總要素生產力(TFP)提升，及固定資本形成—即投資—的持續累積。但全球金融危機後，台灣企業投資率呈現下降趨勢，不利研發創新與技術進步，使總要素生產力成長偏弱，抑制了經濟與薪資成長，而台灣經濟成長率在此期間的表現，也低於全球經濟成長率的平均值。

因此，在思考台灣資金運用的戰略時，其關鍵點應在於如何促進企業投資。此外，

由於台灣製造業的固定資本形成中，內含的國外附加價值比重超過一半；這就意味著當製造業投資增加，將會帶動資本設備進口，有助縮減民間超額儲蓄，並可同時降低經常帳順差。例如，2018年由於民間投資增加，超額儲蓄率約下降2.5個百分點，同期間經常帳順差較2017年減少13.9%。因此，提振民間實質投資動能，可減緩超額儲蓄擴大，降低經常帳順差，進而促進經濟對內對外平衡發展。

二、迎接台商回流與海外資金匯回的資金浪潮

當前在各界積極思考應如何運用國人資金之際，也正適逢全球經貿環境產生兩大轉變：一是美中經貿政策調整及美中貿易衝突的全球經貿變局；另一項轉變則是全球興起反避稅風潮，各國陸續實施共同申報準則(Common Reporting Standard, CRS)；這兩因素也共同催生了當前台商回台投資與海外資金匯回的資金浪潮。今日研討會的各项討論議題，在當前台灣握有龐大國外淨資產部位及超額儲蓄的現況下，更凸顯其重要性與意義。

(一) 美中貿易衝突加速供應鏈重組，台商擴大全球布局與回台投資

首先，讓我們討論近期台商回台投資的資金浪潮。回顧1990年代以來全球供應鏈開始蓬勃發展，尤其中國大陸在2001年加入WTO後，不僅吸引大量外資直接投資，使中

中國大陸成為世界工廠，更串聯日本、南韓、台灣等經濟體，形成了東亞供應鏈。由於中國大陸生產要素成本較低，加上台灣具有語言文化優勢，台商大舉西進，逐漸形成「台灣接單、大陸生產並外銷歐美」的三角貿易形態。

到了2011年，中國大陸為了提振國內需求，進行經濟「再平衡」(rebalance)結構改革，並擴大製造業升級、進口替代的政策力道，使得紅色供應鏈崛起；同時，隨著大陸勞動成本快速上漲、環保法規趨嚴、營運成本上升，迫使台商等外企開始布局投資東協國家。另一方面，2009年美國歐巴馬總統鼓勵製造業回流，2017年川普政府更進一步透過減稅政策吸引企業投資，同時開始針對美國主要貿易對手加徵關稅。前述美中經貿政策轉變使東亞供應鏈面臨調整的壓力，台商也逐漸自中國大陸分散至其他海外生產地點。

近30年來亞洲供應鏈的發展及轉變過程中，台商一直扮演著重要且積極的角色。過去曾大量且集中投資於中國大陸，近年漸有分散生產基地的現象；但中國大陸迄今仍為台灣最大的海外生產重鎮及出口市場。如2018年中國大陸(含香港)占台灣出口比重41.2%，中國大陸占台灣對外直接投資目的地的比重為37.3%；且2018年台灣整體外銷訂單中，在中國大陸生產比重達46.7%，其中，資通訊產品在中國大陸生產比重更高達89.7%，顯示三角貿易營運模式的盛行。不

過，值得注意的是，2018年台灣國內生產比達47.9%，創5年來新高，且為2015年以來首次超過在中國大陸(含香港)生產比的46.7%，顯示受到美中貿易衝突影響，部分廠商將生產線移回國內生產。

各界多預期短期內美中貿易衝突不易獲得徹底解決，未來供應鏈可能產生分流，台商與跨國企業須考慮生產要素與貼近市場，來調整其全球布局。若廠商以中國大陸內需市場為主，多半仍以續留大陸為考量；至於以歐美市場為主的廠商或將增加非中國大陸產能，其中勞力密集與成本導向產業，將加速移往生產成本較低的國家，如越南等新南向國家；而研發及高階製造者，則將移往人力素質高且無資安疑慮的台灣、日本、南韓及美國等地。此一轉變如能帶動大量台商回台投資，對台灣經濟將帶來正面助益。

(二) 全球逐步實行「共同申報準則」(CRS)與國內推動「海外資金匯回專法」，台灣迎接海外資金回流潮

其次，全球推行反避稅政策也是影響台灣海外資金移動的重要因素。由於各國陸續實施共同申報準則，國人及台商持有海外高資產者，基於各國法規及租稅考量，開始考量調整其海外資產配置。值此時期，「境外資金匯回管理運用及課稅條例」草案在民間部門需求、立法及行政部門共同協助下應運而生。各界對如何鼓勵海外資金匯回並有效管理，以促進國內投資、並發展國內金融

市場，進而提高國內經濟動能，有極高的期望。

龐大的回流資金如能導入國內實質投資，不僅可充實政府稅收，也可增加國內產出、就業及生產力，帶動產業升級，協助薪資成長；但也必須配合完善的管理措施^{註3}，以避免回流資金流入不動產市場炒高房價，並舒緩對外匯及金融市場波動造成不利的影響^{註4}。

三、利率與匯率政策的挑戰

由於目前國內已存在龐大超額儲蓄，因此，如未能對當前回流的資金浪潮進行有效運用及管理，將會對本行的雙率政策帶來新挑戰。

(一) 全球金融危機壓低利率水準

首先，就利率政策而言，由於全球金融危機以來，全球經濟呈現長期停滯，有效需求不足，同時又因全球化所帶來的產能過剩與網路新經濟的快速發展等供給面因素影響，先進國家均面對企業實質投資動能轉弱、民間資金需求不振的問題。而人口成長趨緩、加速老化及生產力成長趨緩等結構性變動，使其實質中性利率(real neutral rate)^{註5}持續下滑；而先進經濟體央行為了提振本國內需，所實施的極寬鬆貨幣政策，限縮其因應經濟下行的能力，壓低民眾對未來通膨的預期^{註6}，也壓低了包含通膨預期在內的名目利率水準。

就台灣而言，長期以來，國內物價平穩，民眾對未來通膨預期亦相當穩定，且因國內投資不足使產出缺口常出現負值，加以先進經濟體貨幣政策的外溢效果，國內名目利率維持低檔，惟實質利率水準與主要國家相較仍屬適中。在此背景下，若國人資金大量回流且未用於實質投資而停泊於國內金融市場，將進一步壓低國內利率水準，恐將影響本行貨幣政策傳遞機制的有效運作。

(二) 資金匯回若大量且集中兌換為新台幣，新台幣將面臨升值壓力

其次，在匯率政策方面，自1990年代以來，我國逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，使目前台灣外匯市場主要參與者已從早期的進、出口商轉為跨境資本交易者^{註7}，例如，上年跨境資本交易幾乎是商品貿易收支金額的10倍。

此外，金融帳開放使得跨境資本移動已成為近年影響新台幣匯率的重要因素，且資金於短期間大量且頻繁地進出，恐使匯率偏離經濟基本面，不利國內經濟與金融穩定^{註8}。本行致力維持新台幣匯率動態穩定，旨在減緩匯率過度波動，不會也無法扭轉匯率趨勢。未來境外資金匯回若大量且集中兌換為新台幣，將使新台幣面臨升值的壓力。本行將配合海外資金匯回草案的相關配套措施，密切關注及因應其發展；例如在相關配套措施的設計中，本行已建請經濟部及財政部等，在核發許可文件時副知本行，以協助本行掌握

相關資金進出動態。

四、引導資金運用的戰略意義

從前述說明可知，台灣當前經濟發展存在一些結構性問題，如人口加速老化以及企業投資不足導致生產力成長趨緩等問題，這些問題也反映在國內超額儲蓄偏高的現象上。整體而言，台灣資金實屬充裕，因此，面對台商回流及海外資金匯回的資金浪潮，應著眼於如何引導其協助當前台灣經濟結構調整及未來發展，並降低其所衍生的風險。例如，引導資金投入國內具前瞻性及創新性的投質、協助廠商進行全球布局等，將可提升國內生產力，帶動薪資成長；另如能投資於長照等相關產業，將有助於因應當前人口高齡化問題。此外，更可利用充裕的資金，協助壯大財富管理業務，提升金融服務業生產力，以滿足國人退休理財及跨世代財富傳承的需求。一旦各項正向效益充分發揮，也將會提升所得及消費，舒緩國內名目利率水準走低的壓力，使貨幣政策傳遞機制可以有效運作，協助經濟成長。

(一) 引導資金投入國內實質投資

首先討論資金投入實質投資的意義及重要性。台灣雖享有龐大國外淨債權；惟如觀察其結構，對外或外人直接投資比重均相對較低。在我國對國外各項投資中，直接投資比重僅為17%，證券投資比重為41%；而在外國人對我國的投資中，直接投資比重為

12%，證券投資比重則為47%。因此，就資金運用而言，吸引國內外資金對國內產業進行直接投資或協助廠商對外投資，將可強化國內外生產資源的整合，應是我們可以積極努力的方向。

依本行估測，本(2019)年外需對經濟成長的貢獻可能減弱，內需將成為帶動經濟成長的主力，其中固定投資較往年扮演更重要的角色。目前政府推動投資台灣三大方案：歡迎台商回台投資方案、根留台灣企業與中小企業加速投資方案，即希望透過資本累積與深化提升生產力。在國內投資成長動能長期偏弱下，此時更應把握台商回台投資及外資來台投資的契機，將資金導入前瞻性投資，如強化網路、AI、5G、物聯網(IoTs)、金融科技等建設，進一步提高國內生產力、促進產業升級，帶動經濟及國人薪資成長。同時，面對人口老化問題，引導資金投入於銀髮或長期照護等具有長期未來性的產業，也是當前提振內需的重要政策方向。

此外，政府對前述供應鏈加速重組浪潮亦須積極因應。除了協助台商回台投資高產值產業外，以完善的資通訊產業聚落吸引外資直接投資，亦為重要的政策方向。台灣資通訊及電子產業之出口占台灣出口比重達39.6%；產出占台灣產出比重則達15.4%，產出占全球比重約4.7%。目前國際大廠，如Google、微軟、亞馬遜等已相繼在台設立研發創新中心，具有相當的示範效果。

因此，如何創造良好的投資環境，以吸引國內外企業回台或來台進行實質投資，為當前重要課題。目前，「台商回台投資方案」除協助台商回台投資外，也擴大鼓勵根留台灣的企業進行投資，就是希望能夠強化實質投資的動能，形成資本累積，使企業更有效率運用其資金在新創及高附加價值的產業^{註9}。

(二) 鼓勵跨國併購取得關鍵技術及戰略性資源，協助廠商全球布局，鞏固其全球價值鏈的地位

其次，對於廠商全球布局的需求，政府也應積極加以協助，鞏固台商在全球價值鏈的地位。由於台灣資源有限，易受土地、勞動等生產要素等資源限制而影響產出；因此，為突破生產條件限制，使廠商得以擴大經營實力，帶動生產力提升，除透過前述強化科技創新外，同時廠商也應積極發展全球戰略，進行跨國併購^{註10}，取得關鍵技術及戰略性資源，以利上、下游生產鏈整合，鞏固台灣在全球價值鏈的關鍵地位，也可在當前全球貿易衝突情勢下，突破關稅與非關稅的障礙。

以某工具機大廠為例，該集團在中國大陸營收的比重極高，但透過跨國併購整合技術資源，取得關鍵技術能力與品牌價值，進行全球布局，因此，也能透過全球產能相互支援，緩和對中加徵關稅的衝擊。

至於對一些在台灣已不具備生產成本優

勢的台商而言，政府可結合新南向政策，協助廠商瞭解當地投資環境、產業聚落及拓銷市場，鼓勵海外台商與根留台灣的企業進行生產的互補分工，有助台灣產能延伸及在區域供應鏈中發揮重要角色。

(三) 促進財富管理業務及提升金融服務業生產力

近年來，伴隨著國人儲蓄持續增加及金融帳自由化，國人的資產配置亦朝向全球化；尤其，近年國人增加購買期限較長及具節稅效果的各式保單，使得壽險公司保費收入不斷增加。然而因國內債券市場發行餘額不足，且公債發行規模小^{註11}、平均剩餘年限又小於10年，使得壽險資金在面臨資產負債期限錯配的問題下^{註12}，必須將部分資金投資海外金融商品，以改善其期限錯配問題，並兼顧投資收益、風險分散及提高流動性^{註13}，但也必須留意所衍生的市場波動及匯率風險。

另受限於國人投資理財觀念略偏保守，除保單外，國人資金也多配置在低風險的存款，收益率相對偏低；尤其，隨國內人口老化，規劃退休理財及財富傳承的需求增加，政府可與民間合作加強金融理財教育，發展財富管理業務，以因應高齡社會的來臨。

如以全球趨勢而言，財富管理業務已成為金融服務業的重點發展項目；國際大型資產管理業者憑藉規模經濟及長期實績的正向循環，占全球管理資產規模的比重持續攀升

註¹⁴。反觀國內財富管理業務相對缺乏規模經濟，且人才培育制度及產品服務多元性不足，國內業者不易與國際大型同業競爭。因此，值此海外資金回流之際，應可善用此充裕資金的理財需求，配合政府退休基金之委託經營發揮帶動效果，吸引優秀國外資產管理業者來台投資設立據點，協助導入其技術及經驗，提升國內財富管理業者的經營能力及生產力。

五、結語

長期以來，國內存在超額儲蓄，主要反映儲蓄率攀升，而投資率下滑。其中儲蓄率受人口老化影響而上升，投資率則因金融危機後的全球長期停滯及不確定性增加而下降，進而使生產力成長亦呈下滑。

近年來美中貿易衝突持續升溫，加以全球興起反避稅風潮，促成台商回流與海外資金匯回的資金浪潮。為因應當前人口老化及生產力成長疲弱等結構性問題，政府應把握此次資金回流契機，將資金引導至實質投資以促進經濟成長；同時，也應協助資金運用於銀髮或長照相關產業的投資，以因應人口老化問題。尤其如能積極引導資金運用於具前瞻性及創新性的投資，對提振產業生產力之助益更高註¹⁵，並可望帶動經濟加速成長，推升國內實質利率；且如能帶動薪資上漲，

除有助於所得提升及民間消費外，也將有助於本行利率及匯率政策的有效運作，以協助國內經濟成長。

此外，也可利用資金回台浪潮來發展金融服務業及財富管理業務，以滿足企業或個人財富傳承的需求及人口老化的退休理財需求，使龐大的民間超額儲蓄能透過更有效的資產配置來提高收益率。

誠如本次研討會舉辦目的之說明即指出「資金回台，是機會也是風險」。面對海外資金回流浪潮，如不能妥適運用，則在國內資金已十分充裕下，將會進一步壓低國內利率水準，並可能流向房市或金融性操作，不利金融穩定。目前「境外資金匯回管理運用及課稅條例」草案已規劃相關配套措施，如閉鎖期設計、分散結匯時點、原幣保留再投資使用以減少投資人反復結匯的成本，及掌握資金進出的資料，降低對外匯、金融市場的影響。

最後，政府各部會正積極合作，對海外資金回流進行有效運用及管理，以降低金融市場及不動產市場的波動風險；同時讓它對台灣經濟及金融市場所帶來的效益，達到最大，成為提升台灣經濟持續發展的重要契機。

再次感謝主辦單位的邀請。敬祝大家身體健康、萬事如意！謝謝大家！

附 註

- (註1) 2015及2017年曾因投資率下滑，使國內超額儲蓄率甚至達到14.6%。
- (註2) 長期停滯乙詞，最早係由哈佛大學經濟學家Alvin Hansen於1938年12月提出。2013年以來，前美國財政部長Lawrence Summers及諾貝爾經濟學獎得主Paul Krugman等相繼以長期停滯來描述全球金融危機後需求疲弱、低利率、低成長、低通膨的經濟狀況。請參閱中央銀行(2019)，「長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色」，央行理監事會後記者會參考資料，6月20日。
- (註3) IMF研究曾指出，國際間執行租稅特赦效果會因為政府管理能力而有差異，如有些先進國家因有良好租稅管理系統且民眾對政府信賴度高，實施租稅特赦可能有效將可增加稅收，對國內經濟帶來正面效果(參見Borgne, Eric Le and Katherine Baer(2008), “Tax Amnesties: Theory, Trends, and Some Alternatives,” *IMF Special Issues*, July 29)。
- (註4) 目前「境外資金匯回管理運用及課稅條例」規畫以導入實質投資為主，無金額限制，對自由運用和投資指定金融商品則分別定有5%及25%的上限。除實質投資事業的生產或營業用建物外，禁止購置不動產。此規劃的目的即是在當前國際經貿環境下，協助國人重新布局資金運用，引導資金進行國內實質投資，同時可促進國內資產管理業務的發展，並避免炒作國內不動產價格。
- (註5) 實質中性利率(又稱r-star)係指在充分就業下且未使通膨加速成長的實質利率(參見Williams, John (2019), “When the Facts Change...,” *Remarks at the 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Zürich, Switzerland*, May 14)。
- (註6) 參考Williams, John (2019), “When the Facts Change...,” *Remarks at the 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Zürich, Switzerland*, May 14。
- (註7) 觀察台灣的過去近30年外匯收支，與商品貿易相關的比重大致保持穩定，但外資與本國資金進出(含國人及國內廠商對外投資理財與外幣資金調度等)之跨境資本交易的比重則明顯成長。
- (註8) 對小型開放經濟體而言，前述先進經濟體實施極寬鬆的貨幣政策，在全球資本自由移動下，使得鉅額的跨境資本移動已對國內金融穩定帶來影響。
- (註9) 就目前已核准的產業別來看，以「電子零組件、伺服器、網通設備」為首，此將可發揮資通訊及電子產業的產業聚落優勢，強化吸引外資直接投資，藉由技術及人才擴散效果，促進國內先進技術研發，協助台灣產業升級。
- (註10) 跨國併購等多角化的對外直接投資，主要以調整生產線或貼近終端市場為策略核心，透過全球多元化布局，分散生產基地及經營風險、可擴大市場及銷售網絡、強化跨國產業合作及供應鏈的經營。
- (註11) 2019年5月底國內債券市場發行餘額約新台幣8.88兆(其中公債餘額不及新台幣5.5兆)，僅約壽險資產(新台幣28.25兆)的31.4%。
- (註12) 以2017年為例，壽險業負債面的保險負債平均存續期間約20至25年，而資產面的投資平均存續期間約8至10年。
- (註13) 換言之，國內部分超額儲蓄已透過金融帳開放及國人資產配置成為我國國外淨債權一部分，有助提升國人資金運用效率。
- (註14) 如2016年底，全球前20大業者之管理資產規模比重高達42.3%。
- (註15) 本行實證研究顯示，資本累積增加及貿易開放度提高有助台灣生產力的提升。參見吳俊毅、林依伶(2018)，「生產力與新台幣匯率關係之探討」，《中央銀行季刊》，第40卷第2期，p.33-70，樣本期間為1986至2016年。

央行貨幣政策與台灣經濟發展*

楊金龍**

林理事長、各位業界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友：

大家早！今天很高興能應工商協進會的邀請，以「央行貨幣政策與台灣經濟發展」為題發表專題演講，提供一些淺見，並就教於各位。

本行貨幣政策的主要目標之一，是在於提供總體經濟穩定發展的環境。多年來，本行本於職責採行妥適貨幣政策，維持相對低且穩定的通膨及匯率的動態穩定，有助確保新台幣購買力，也有利企業與經濟發展。首先，我要向各位報告，近20年來關於本行貨幣政策執行情形與台灣總體經濟的表現。

接著，我要簡要說明的是，全球化(globalization)、新科技(包含金融科技)及長期停滯^{註1}(secular stagnation)造成的全球環境變化，已為全球經濟及央行政策帶來重大影響，台灣也面臨相關經濟結構的問題。最後，我將探討在面臨當前經濟結構問題及挑戰下，本行貨幣政策、政府財政政策及產業政策如何妥適因應。

一、台灣總體經濟表現與本行貨幣政策執行情形

(一) 中央銀行落實法定經營目標

根據「中央銀行法」的規定^{註2}，本行經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內，協助經濟之發展。本行的貨幣政策就是透過利率及匯率等政策的運用，來達成上述目標。其中利率政策係考量當前國內物價，產出缺口及通膨展望等因素來訂定；匯率政策則採行管理浮動匯率制度^{註3}，維持新台幣匯率動態穩定。此外，本行也採行總體審慎政策，來維持金融穩定(例如房價穩定)。

本行貨幣政策的主要目標，在於維持總體經濟穩定與金融穩定。穩定的總體經濟與金融環境，有助於降低不確定性，並使企業與個人能聚焦於具生產性的投資決策。誠如加拿大央行指出^{註4}，維持低且穩定(low and stable inflation)，以及具可測性的通膨率，是提振大眾對貨幣價值信心、鼓勵企業長期投資、促進強勁經濟表現，以及提升生活水準

* 應中華民國工商協進會邀請，於108年7月12日該會第25屆第2次會員大會所作專題演講。

** 中央銀行總裁。

的最佳方法。

多年來，本行貨幣政策因應台灣總體經濟的發展，具有成效，受到國際信評及研究機構的肯定^{註5}。如信評機構標準普爾即指出^{註6}，台灣貨幣政策極具彈性，維持低且穩定的通膨，而且相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟與金融衝擊；另外，使台灣安然度過亞洲及全球金融危機。

(二) 近20年台灣總體經濟表現

現在，先回顧一下近20年來台灣總體經濟表現。2000年至2018年台灣經濟成長率平均為3.62%，表現仍屬穩健；若以人均GDP觀察，大抵呈上升趨勢，由2000年的14,941美元，逐步增加到上(2018)年的25,026美元。

其次，就物價穩定的表現來看，2000到2018年台灣CPI通膨率及核心通膨年增率分別為1.01%及0.85%，顯示新台幣購買力長期保持穩定。如與主要國家比較，台灣CPI通膨率確實維持低而穩定。

此外，就國際收支觀察，台灣經常帳長期呈現順差，如上年全年經常帳順差約718.7億美元，其中商品貿易順差貢獻大，約674.3億美元。2000到2018年台灣經常帳順差對GDP比率也是逐步攀升，由2000年的2.5%，上揚至2018年的12.2%，這段期間平均為8.6%^{註7}。另觀察國際投資部位，截至去年底，台灣對外資產達2兆488.7億美元，對外負債為7,683.7億美元，對外淨債權(即國際投資部位淨資產)達1兆2,805億美元，成為

全球第五大淨債權國^{註8}。經常帳順差主要反映國外淨債權持續增加，也反映出國內存在超額儲蓄的現象。

(三) 本行貨幣政策執行情況

1. 利率政策及信用市場方面

(1) 引導市場利率與調整貨幣數量，以確保國內物價及金融穩定，並充分提供經濟活動所需資金

長期以來，台灣利率與全球利率走勢相近。全球金融危機以來，全球名目利率走低，加上我國通膨率低且穩定、通膨展望平穩，國內利率也維持低檔，而與主要國家相比，我國實質利率水準仍屬適中。有關全球利率走低部分，請容我在接下來的「全球經濟結構問題與挑戰」一節再進一步說明。

就貨幣數量方面來說，由於貨幣總計數(M2)成長情形攸關經濟活動所需資金，因此本行自1990年代初期起，每年即根據GDP與CPI年增率等因素，訂定與公布M2成長目標區間，透過調節準備貨幣供給與利率，影響M2，來達成物價及金融之穩定，以支持實體經濟成長。

回顧過去，除全球金融危機期間，本行刻意維持偏寬鬆的貨幣情勢外，M2成長率多維持於目標區內，充分支應經濟成長所需；近年M2成長率不高，反映通膨率與實質GDP成長率偏低的現象。整體而言，本行透過貨幣供給與政策利率等工具，及時因應國內外經濟金融的變化，有助於物價與金融

穩定，並滿足經濟活動所需資金。

(2) 台灣金融體系以間接金融為主，健全銀行業務有助金融穩定，也有益貨幣政策傳導機制

台灣金融體系以間接金融(金融中介)為主，上年底間接金融比重高達81%，顯見銀行業在金融體系扮演的重要角色，其體質穩健有助於金融穩定，而健全銀行業務也是本行與金管會的法定職責。台灣銀行業資產品質良好，上年第四季備抵呆帳覆蓋率高達573.7%、逾期放款率僅0.2%，且獲利表現穩健，ROE與ROA分別為9.3%與0.7%。

健全銀行業務可促進銀行完善經營，進而強化金融中介功能、暢通國內信用管道，有助民間融資。台灣銀行業2000~2018年放款與投資平均年增率為4.03%，其中全體貨幣機構放款與投資以民間部門債權為主，這段期間平均比重為80%；顯示市場資金充裕，國內貨幣傳導機制順暢。

(3) 全球金融危機期間本行7度降息、實施台版量化寬鬆，並配合資本移動管理措施，維持新台幣匯率穩定，協助台灣成功度過危機

2008年全球金融危機爆發，使全球及台灣經濟均嚴重受創。為確保金融穩定並提振國內景氣，本行7度調降政策利率，短短5個月內累計降幅達2.375%。期間並採行「台版量化寬鬆」，刻意營造寬鬆的貨幣情勢，以緩解金融體系的壓力，銀行超額準備最高曾

接近1,600億元，金融業隔夜拆款利率隨之降至0.10%左右。

本行除藉由降息及提供充裕流動性等措施外，更搭配實施資本移動管理措施，維持新台幣匯率穩定，使台灣安然度過全球金融危機，經濟迅速恢復，備受國際機構肯定。關於本行在金融危機期間所採行的匯率相關措施，容我在後續介紹匯率政策時，再一併說明。

之後，隨著全球金融危機趨緩，景氣逐漸復甦，本行彈性調整貨幣政策，將銀行超額準備回降至約300億元左右、金融業隔夜拆款利率則持穩於0.38%附近，M2成長率則再度維持於目標區內。

2. 匯率政策方面

(1) 台灣貿易依存度高且經濟規模小，資本移動十分頻繁，匯率波動幅度不宜過大，適合採行管理浮動匯率制度

就匯率政策方面來說，由於台灣為小型開放經濟體，貿易依存度高^{註9}，資本移動十分頻繁，在考量匯率波動幅度不宜過大的情形下，本行自1989年4月即採行管理浮動匯率制度^{註10}。

在管理浮動匯率制度下，新台幣匯率原則上由市場供需決定，而為維持新台幣動態穩定，本行僅在必要時加以調節；但目的只在於減緩匯率過度波動，不會也無法扭轉匯率趨勢。自1998年以來，新台幣名目有效匯

率(NEER)大致維持在過去36個月移動平均值^{註11}上下5%^{註12}的範圍內。

(2) 新台幣匯率動態穩定有利市場參與者從事交易，促進國內經濟資源最適配置，同時有助央行達成法定經營目標

接下來，我想談一下維持新台幣動態穩定對台灣經濟的好處。動態穩定的匯率政策可維持外匯市場有序運作，為市場參與者營造公平合理的環境，促進匯市發揮價格發現功能，有助經濟資源獲得最適配置，又能維持本國貨幣的對外購買力，有利全民福祉。我將從個體與總體經濟的角度來進一步說明：

對個體經濟的好處包括：有助企業對外報價及經營，民眾從事跨國理財與旅遊，以及有利國外長期投資者深耕台灣市場。其次，對總體經濟的重要性而言，本行實證研究^{註13}顯示，新台幣匯率具有反通膨及反景氣循環特性，就是國內物價上漲時，新台幣匯率呈升值走勢；景氣衰退時，新台幣匯率則呈貶值走勢。這個特性有助於避免國內物價出現高通膨或通縮的現象，以及避免台灣經濟產生過熱或過冷的情形。另外，新台幣維持動態穩定也可降低匯率不確定性，有利提振民間投資，並增進台灣經濟成長；以及舒緩台灣所面對的金融衝擊，防範金融危機發生。

(3) 台灣出口價格競爭力仍優於南韓等

主要貿易對手

由於各國貿易對象不只是美國，因此，透過一國貨幣對其主要貿易對手一籃通貨的加權平均實質匯率來觀察出口價格競爭力。長期來看，韓元實質有效匯率指數(REER)波動較大，新台幣REER相對穩定。自2013年7月起，新台幣REER均低於韓元REER；自2017年6月起，台灣出口價格競爭力均優於新加坡、中國大陸及南韓等主要貿易對手國。

此外，本年以來，受到全球經濟成長動能減弱及美中貿易摩擦衝擊，亞洲主要國家出口多呈負成長。台灣出口減少3.4%，表現僅次於香港(6.4%)、中國大陸(0.4%)及泰國(-3.1%)，仍優於馬來西亞(-4.2%)、日本(-6.2%)、南韓(-8.5%)及新加坡(-9.8%)。本年6月，台灣出口已轉為正成長0.5%。

(4) 本行致力維持新台幣匯率動態穩定，協助台灣安然度過亞洲與全球金融危機

從過去國際經驗來看，金融危機常伴隨資本鉅額且快速撤離，並導致金融危機加劇。長期以來，新台幣匯率維持動態穩定，相對其他主要貨幣(如日圓、韓元、歐元及新加坡幣等)波動較小，是台灣維持金融穩定及防範金融危機的重要支柱。

舉例來說，在1998年亞洲金融危機拖累亞幣及亞股重挫，經濟大幅衰退。當時本行為遏阻投機資金炒作，決議停止DBU辦理顧客間新台幣NDF(無本金交割遠期外匯)業務^{註14}，並

進場阻貶新台幣匯率。因此，當時新台幣匯率相對穩定，台股跌幅也較小，且國內經濟仍是正成長，表現優於亞洲其他國家。

至於在2008年全球金融危機爆發那一年，雖然台灣國際收支順差263億美元，使新台幣面臨升值壓力，但當年9月起台灣因國外需求明顯萎縮，出口轉為負成長，下半年經濟成長率轉為負值，新台幣匯率無法反映經濟基本面，本行遂進場調節外匯市場供需，阻升新台幣，並搭配實施多項總體審慎措施，再度讓台灣自金融危機中全身而退。

反觀南韓，1994至1997年經常帳轉為逆差，惟外資持續流入。亞洲金融危機爆發後，1997年至1998年外資自亞洲撤出，南韓也因外資反轉流出，導致韓元大貶，隨後獲得IMF援助始度過難關。

另2008年全球金融危機時，外資大量自南韓撤出，韓元遽貶，加重外債償還負擔，國際收支逆差達564億美元，外匯存底劇減613億美元。所幸當時南韓央行因與美國Fed簽訂300億美元換匯額度(swap line)，支援該國美元流動性，加以南韓採行多項總體審慎措施，方使其經濟金融體系穩定下來並度過危機。

由以上經驗可知，為因應金融危機，維持匯率穩定至關重要。尤其我國並非IMF會員國，在發生金融危機時，無法獲得其奧援，從而更加凸顯本行維持新台幣匯率穩定的重要性。

二、全球經濟結構性問題及挑戰

接下來讓我們談談全球經濟結構性問題及挑戰。首先是，全球化、科技進步及長期停滯的問題；其次是，央行雙率政策面臨的挑戰，以及台灣經濟發展及企業面臨的結構性問題。

(一) 全球化、科技進步及長期停滯的問題

1. 受全球化、科技進步影響，全球薪資成長趨緩，各國國內所得分配不均惡化，致勞工購買力下降，有效需求下降

全球化主要是各國透過商品與服務、資本、人員的自由流動，所帶來全球高度的經濟整合(economic integration)現象。其中，企業為了降低成本、提升附加價值及競爭力，基於比較利益，結合各國生產要素，在各產業及地理區域交織形成網絡架構，進行專業分工；跨國企業是全球化浪潮的主要推波者，全球化與全球供應鏈發展相輔相成。

伴隨著全球化、技術進步出現的結構性變革，金融部門也因管制變革及金融科技(Financial Technology, FinTech)創新，出現了結構性轉變。加上人口結構老化問題，近年來全球就業市場出現明顯轉變，也使得各國低技術受雇人員受到負面衝擊。這些發展亦使許多國家均出現工資成長緩慢、勞動份額下降、所得分配不均惡化、生產力成長減

緩，以及有效需求下降等問題。

2. 全球金融危機後，全球經濟長期停滯

2008年全球金融危機爆發，引發大衰退(Great Recession)。全球經濟雖一度於2010年強勁成長，但2011年迄今，全球經濟依然處在低成長陷阱(low growth trap)中。無論是近年來經濟學家不斷提出的長期停滯，或是IMF執行長Christine Lagarde所說的新平庸(new mediocre)，都在描述全球金融危機後，全球經濟陷入投資不足、低信心、低成長、低通膨的惡性循環，導致經濟疲弱不振的困境。

關於長期停滯的成因，有些可歸因於需求面所面臨的疲弱不振，例如政府支出不足，政治、經濟、法規等前景之不確定性，缺乏投資信心，全球供應鏈改變，貿易量出現結構性下降，以及薪資成長停滯，削弱消費能力，在在使得有效需求下降；另有些可歸因於供給面因素，如人口老化加速，勞動力參與率下降，就業市場學用落差，銀行去槓桿化，民間投資欠缺資金，政府縮減公共投資，基礎建設投資出現瓶頸，缺乏重大創新，技術進步停滯等。當前全球經濟長期停滯，有效需求不足；而全球化又使各國經貿金融關係牽一髮動全身，無論政府或企業均須找到新的、因應全球經濟結構變化的策略。

(二) 央行雙率政策面臨的挑戰

1. 全球利率走低，寬鬆性貨幣政策激勵經濟成長的效果有其侷限

除了實質面經濟出現結構性轉變外，近

年來新經濟的快速發展，也使傳統經濟理論及央行貨幣政策面臨不小的挑戰。自全球金融危機以來，全球經濟出現長期停滯的現象，有效需求不足，再加上主要經濟體央行實施非傳統的量化寬鬆貨幣政策，造成全球普遍面臨低利率問題，限縮央行因應經濟下行的能力，使得各國央行貨幣政策傳遞機制弱化，也壓低了民眾對未來通膨的預期^{註15}。一般咸認，貨幣政策已無足夠的發揮空間，寬鬆性貨幣政策激勵經濟成長的效果，可能已瀕臨極限^{註16}。

2. 當代貨幣政策面臨的挑戰

有關貨幣政策的傳遞管道或執行層面，隨著全球化與科技進步的發展，也存在幾個值得關注的議題和挑戰。首先，貨幣政策模型設定仰賴失業率、通膨率等重要指標；然而，近年來研究發現，失業率與通膨率間的抵換關係弱化，加上經濟與市場結構的快速變動，愈來愈難以掌握或選取適切的貨幣政策指標。

其次，人口結構老化，意味著相較於年輕人，年長者通常握有更多資產或常為債權人，借款需求較少，對利率高低及信用鬆緊較不敏感，減弱利率、信用等貨幣政策主要傳遞管道的重要性，影響貨幣政策的效力。

再者，大企業的市場力量增加，影響商品及服務的訂價與通膨趨勢；加上網路零售的競爭，使價格調整頻率增加，挑戰了主流經濟學派在價格僵固性的假設前提下、短期

貨幣政策具有實質效果的理論，這也增加了央行決策的困難度。

此外，非銀行金融、虛擬通貨、P2P借貸及群眾募資等新型金融蓬勃發展，這些金融與支付系統的創新，讓民間的融資來源不再侷限於傳統的銀行放款，可能影響傳統銀行在金融體系所扮演的角色，從而使央行對貨幣供給、利率及通膨率的控制能力下滑，影響貨幣政策的傳遞管道；同時也可能造成金融主管機關監理難題，影響金融穩定。例如：臉書近期宣布計畫發行臉書幣(Libra)，引起各國央行擔憂Libra的出現，可能削弱決策者控制通膨與維持金融穩定的能力；目前美國國會及Fed主席Jerome Powell皆對此表達疑慮並建議暫緩發行，顯示面對新型態的金融商品或交易，尚待金融監理單位更完整的評估與考量。

3. 匯率政策的挑戰

在匯率政策的部分，目前台灣外匯市場主要參與者已從早期的進、出口商轉為跨境資本交易者。觀察我國過去近30年外匯收支，與商品貿易相關部分大致保持穩定，但隨著逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，除大幅開放外資進入國內證券市場外，也放寬本國資金海外投資，使得外資與本國資金進出之跨境資本交易，包括國人及國內廠商對外投資理財與外幣資金調度等，明顯成長，上年跨境資本交易幾乎是商品貿易收支金額的10倍。

在跨境資本交易中，短期外資進出國內匯市金額占整體銀行間外匯交易比重高；其進出匯市頻繁、鉅額且集中，已成為影響我國匯市動向的主要因素。從2017年初到本年6月底，投資台灣股市的外資共8千多戶，其資金進出金額占銀行間外匯交易比重高達57.75%。其中資金頻繁進出的前20戶，其進出金額占全體外資資金進出總額的45%。2005年以來，外資淨匯入與新台幣對美元升值的相關係數為0.57，使得新台幣匯率容易產生過度波動(overshooting)的現象偏離經濟基本面，不利國內經濟與金融穩定。

(三) 台灣經濟發展及企業面臨的結構性問題

1. 台灣易受全球長期停滯、需求不足及全球價值鏈轉變的影響

全球金融危機後，全球經濟陷入長期停滯，貿易成長動能減緩，台灣經濟也受到衝擊，而全球新經濟金融發展及結構轉變也對台灣經濟發展帶來重大挑戰；例如，近年來國內面臨著投資不振、生產力成長減緩、薪資成長停滯，以及人口加速老化等結構性問題。

台灣為小型開放經濟體，商品與服務輸出入對GDP比率高達147%。在國內資源稟賦及國內市場均有限的情況下，全球化是必然的道路，也會深度參與全球價值鏈。台灣雖在全球化的過程中，提高國際競爭力，但也因此深受國際經貿變化的影響，尤其全球

經濟長期停滯成為新常態下，更衝擊我們的經濟成長動能。

另一方面，台商生產全球化的過程中，我們與亞洲各國的關係愈趨緊密。尤其在中國大陸逐漸成為世界工廠及東亞供應鏈的重心之後，因其生產要素成本較低且兩岸語文相通，使得台灣外銷訂單之生產及商品出口市場均相當集中於中國大陸，二者比重均逾4成。此外，受限於FTA洽簽尚未有突破性的進展，出口產品集中於資訊科技協定(ITA)下的零關稅之電子資通訊產品。在大家努力下，台灣已在東亞供應鏈占有一席之地；但就現在的出口結構來說，使台灣很容易受中國大陸市場的經貿環境及全球科技業的景氣消長所影響。

近年來，中國大陸積極調整經濟結構，發展以內需為主的經濟成長模式，並鼓勵進口替代，提高產品零組件與中間財在境內產出的比重，降低對中間財的進口需求。然而，中間財是台灣出口的最大宗，占出口比重高達3/4，因此，前述轉變對台灣的影响不容忽視；同時，中國大陸勞動成本與營運成本快速上漲、環保法規趨嚴，加以近期的美中貿易摩擦，使台商面臨調整供應鏈的壓力，相信各位先進都有深刻的感受。

2. 國內投資率下降，生產力成長減弱

全球經濟長期停滯也對國內的經濟及投資帶來非常大的影響。比較全球金融危機後(2011~2018年)與危機前(2003~2007年)的經

濟成長率可發現，台灣平均經濟成長率下降3.12個百分點，其中，來自淨外需的貢獻減少了2.06個百分點，顯示台灣經濟成長動能已經受到全球景氣下滑及中國大陸經濟結構轉型所影響。同時，內需貢獻也下滑1.06個百分點；其中，以投資貢獻減少0.67個百分點最大。尤其在全球金融危機後，全球景氣能見度不高，民間投資的貢獻更下滑了0.77個百分點，企業也在2009年起由資金需求者轉為淨儲蓄者，且代表技術進步的總要素生產力(TFP)平均年增率也由危機前的0.81%下滑至0.19%。

台灣經濟成長率在此期間的表現也低於全球平均值，如觀察台灣經濟成長來源的貢獻，無論代表技術進步的TFP、資本投入及勞動投入的貢獻都下降，不利產出成長。

3. 人口結構變化不利勞動生產力、消費能力及有效需求成長

台灣生育率面臨長期下滑，根據聯合國估計，2015至2020年台灣生育率為1.15人，不及全球平均2.47人的一半，居全球倒數第二。尤其根據國發會估計，台灣已在上年邁入高齡社會，預計將於2026年邁入超高齡社會，凸顯了台灣人口老化的問題嚴重^{註17}。

此外，由於高等教育快速擴張、學用落差與青年就學年齡延長，較晚投入就業市場，使台灣15-24歲青年勞動力參與率較歐美國家為低。至於中高齡者則過早退離勞動市場，55歲以上中高齡者勞動力參與率相對

低於其他國家，致整體勞參率偏低，將不利潛在產出。

另一方面，由於台灣工作年齡人口減少，也使得工作所得人口萎縮，不利消費能力及有效需求成長。0至19歲多為淨消費者，而40至64歲多為淨儲蓄者；少子化及人口老化不利有效需求成長，使台灣家庭部門儲蓄率維持高水準。值得注意的是，2008年全球金融危機後，企業由資金需求者轉為供給者，使台灣國民儲蓄率加速攀升。

三、妥適因應經濟結構問題，協助經濟成長

在探討全球及台灣經濟面臨的結構性問題後，現在我們進入最後一個主題，也就是本行、政府其他部門及企業應當如何妥適因應新經濟的結構轉變，以協助台灣經濟發展。

(一) 本行貨幣政策與時俱進

1. 因應經濟不確定性升高，貨幣政策指標可靠性降低

面對全球化快速發展，經濟結構和金融環境的變化與不確定性擴大的環境下，過去重要的經濟金融指標可靠性降低，未來貨幣政策的決策更須取決於數據(data-dependent)。本行將持續透過大數據分析等新技術的協助，即時檢視範圍更廣的經濟指標，以協助本行更有效地預測與分析經濟金融狀況及政策執行。

2. 因應資本快速移動，本行適時運用資本移動管理工具及總體審慎政策，維護市場秩序

另一方面，為了因應金融自由化以及國際資金快速且頻繁的移動，新台幣匯率變動常受到國際美元強弱、市場預期心理及外匯買賣投機行為等非經濟基本面因素影響，不利於經濟金融穩定。因此，本行將繼續採行管理浮動匯率制度，適時運用資本移動管理工具及總體審慎政策，維護市場秩序。例如：本年5月因資金集中鉅額流出，6月則因資金集中鉅額匯入，都導致外匯市場波動較大，本行為了維持市場秩序，基於職責進場調節，以減緩匯率過度波動。此外，為了掌握資金移動趨勢，本行已建置外匯統計分析資訊系統，研析我國外匯市場運作及收支變動，以掌握短、中、長期資金進出狀況。

3. 因應新金融科技的發展，本行加強金融科技相關研究

因應新金融科技的發展，本行成立「數位金融研究小組」，下設「央行數位貨幣(CBDC)研究計畫專案小組」與「金融科技工作小組」^{註18}，密切關注金融科技及虛擬貨幣發展，以適時掌握金融創新所帶來的風險與機會。

此外，本行也督促財金公司建構行動支付基礎設施^{註19}，確保安全且有效率的支付系統，維持金融體系穩定。再者，適切調整網路銀行管理機制，包括：(1)因應網路銀行資

金波動度較高之特性，加強監控非營業時間流動性變化；(2)因應網路全日交易的跨行支付需求，放寬本行對銀行開立之「跨行專戶」日終餘額抵充存款準備金上限；(3)因應純網銀設立，本行訂定純網銀申請為外匯指定銀行之資格條件，並將對純網銀申辦外匯業務辦理實地查核，確認其能有效遵循並落實外匯法規。

同時，我們也在研議應用新科技於本行業務，輔以監理科技(SupTech)，即時掌握金融機構的營運狀況，強化總體審慎政策的成效。

(二) 搭配擴張性財政政策以協助經濟成長

一般認為，當前全球經濟面臨有效需求不足，尤其在去槓桿化盛行的情況下，使貨幣政策的效果更不易傳遞至實體經濟，顯示貨幣政策有其侷限性。另一方面，在低通膨、低利率時期，擴張性財政政策不會產生排擠效果、財政乘數較大，更應善用擴張性財政政策。

鑑於台灣的財政空間相當寬裕，財政政策應可扮演更積極的角色^{註20}。目前，我們政府債務餘額對GDP比率較低，根據財政部統計，2019年中央政府1年以上公共債務未償餘額相對前3年平均名目GDP為31.5%，離中央政府法定舉債上限的40.6%，還有9.1個百分點(約當新台幣1.4兆元)的舉債空間；而本年總預算舉債占整體歲出總額的4.5%，

距離法定上限的15%，尚有10.5個百分點的空間。因此，在國家發展與財政穩健之前提下，善用財政空間將可挹注經濟成長動能；倘若能與結構性改革政策搭配，其成效將會更大。

(三) 促進產業升級或轉型，提升產品附加價值

面對全球性的投資不足、生產力成長趨緩及勞動市場轉變等經濟結構問題，除貨幣與財政政策的搭配外，更須採行積極的產業政策並進行結構性改革來提升經濟發展，尤其可配合當前國際經貿情勢變遷，促進台灣產業升級或轉型。例如，目前，政府積極推動投資台灣三大方案，除可協助台商回台投資外，也擴大鼓勵根留台灣的企業進行投資，就是希望能強化實質投資動能，形成資本累積，使企業更有效率運用其資金在新創及高附加價值的產業。目前台商回台投資相當踴躍，截至本年7月4日止，將帶來超過4,346億元投資，其中，以「電子零組件、伺服器、網通設備」為大宗，其次為自行車與車用零組件、工具機。

在當前經貿政策的推行下，已持續吸引台商回台進行高階製造與研發，同時也吸引國際大廠加碼對台投資。台灣卓越的科技硬體實力，有助我國廠商爭取全球物聯網及AI的商機，且藉由數位投資及Fintech的應用，企業將可提升生產力，增進產業升級，同時可協助解決勞動力不足等相關問題。政府已

透過租稅獎勵來鼓勵創新^{註21}，以強化國內升級轉型動能，如產創條例修正，對智慧製造、5G研發等給予租稅優惠。

另外，由於台灣資源有限，易受土地、勞動等生產要素等資源限制而影響產出，為了突破生產條件限制，企業可透過跨國併購^{註22}，取得關鍵技術及戰略性資源，整合上、下游生產鏈，鞏固台灣在全球價值鏈的關鍵地位，也可在當前全球貿易衝突情勢下，突破關稅與非關稅的障礙。以某工具機大廠為例，該集團在中國大陸營收的比重極高，但透過跨國併購整合技術資源，取得關鍵技術能力與品牌價值，進行全球布局，因此，也能透過全球產能相互支援，緩和當前美中貿易爭端的衝擊。

如何創造良好的投資環境，吸引國內外企業回台或來台進行實質投資，也是當前政府的重要課題。政府除積極協助解決土地、水、電、勞工及人才等問題外，在就業市場上，更重視如何提升勞動力參與率、縮短學用落差及強化人才培育等問題；同時也透過中小企業信保基金，強化信用機制，來促進中小企業經營及投資。

此外，另由於台灣FTA洽簽進度落後，不利廠商出口，政府宜積極洽簽FTA、投資保障協定，以及強化新南向政策並積極爭取加入「跨太平洋夥伴全面進步協定」(CPTPP)。

除上述政策協助外，政府可搭配改革

政策(如稅制改革、強化社會福利及教育改革)，來創造「創新、成長與分配良性循環」的成長模式，藉由創新帶動成長，進而提高就業與改善所得分配。由於工資為總合需求的主要來源，工資成長如能追隨勞動生產力成長，將可創造足夠的內需，進而創造經濟成長的良性循環^{註23}。另外，為因應人口老化等結構問題，也可引導資金投資長照產業，或發展金融服務業及財富管理業務，滿足銀髮族長照、退休理財及跨世代財富傳承等需求，並同時提升金融業生產力。

四、結語

近20年來本行維持相對低且穩定的通膨，加以匯率穩定，維持新台幣購買力，有利於企業與經濟發展。但全球金融危機以來，台灣存在國內投資不足、生產力成長下滑、薪資成長停滯，以及人口老化、少子化等結構性問題。

鑑於貨幣政策有其侷限性，除須搭配擴張性財政政策來協助經濟發展外，尚需採結構性改革來共同解決這些結構性問題；此外，企業也應善用自動化、數位化等新科技，以促進產業升級或轉型，協助企業提升生產力、減緩人力短缺的問題，從而促使企業的產出及市占率增加，並創造一些新興行業的工作，帶來更多工作機會。

藉此機會，我也期盼在員工生產力提升的前提下，企業應為員工合理加薪，俾激勵

員工努力工作、提高工作滿意度與生產力，從而提升公司價值；另一方面，薪資成長若能追隨勞動生產力成長，將創造足夠的內需，並促使企業提高 強生產力的資本投資，從而創造經濟成長的良性循環。

本行將持續致力於達成法定經營目標，維持對內對外購買力及金融穩定，協助台灣

經濟持續成長。本行向來十分注意和外界保持良好的溝通，未來也將持續強化這方面的工作，以增進外界對本行的瞭解和信任，以確保政策的有效施行。希望各位前輩與先進繼續給予本行支持及指教！

最後，再次感謝貴會的邀請。敬祝大家身體健康、萬事如意！謝謝大家！

附 註

- (註1) 長期停滯乙詞，最早係由哈佛大學經濟學家Alvin Hansen於1938年12月提出。2013年以來，前美國財政部長Lawrence Summers及諾貝爾經濟學獎得主Paul Krugman等相繼以長期停滯來描述全球金融危機後需求疲弱、低利率、低成長、低通膨的經濟狀況。請參閱中央銀行(2019)，「長期停滯的成因與對策—財政政策須扮演積極角色」，央行理監事會後記者會參考資料，6月20日。
- (註2) 中央銀行法第2條。
- (註3) 主要考量我國資本移動近乎完全自由化，台灣貿易依存度高，匯率波動不宜過大，同時為保有若干程度的貨幣政策自主性，以因應國內外經濟金融衝擊。自1989年4月起，本行採行較具彈性的管理浮動匯率制度。
- (註4) Bank of Canada (2012), “Inflation and Price Stability,” *Backgrounders*, Bank of Canada, Apr.
- (註5) 如標準普爾、穆迪及惠譽分別給予台灣長期信評為AA-、Aa3及AA-。
- (註6) Yin, Rain and Kim Eng Tan(2019), “Summary: Taiwan,” *S&P Global Ratings*, May 3; Chou, Eva, Raymond Hsu and Joe Lin (2018), “2018 Taiwan Credit Outlook: The Strengthening Global Economy Supports Generally Improving Domestic Credit Profiles,” *S&P Global Ratings*, Jan. 21。
- (註7) 台灣經常帳順差對GDP比率曾於2017年創下14.5%的高點。
- (註8) 僅次於日本、德國、中國大陸、香港，排名全球第5大。
- (註9) 2018年台灣貿易依存度(輸出入總額/GDP)較南韓、中國大陸、日本、美國等國高。
- (註10) 台灣早期先後歷經匯率制度多次改變，從1958年確立單一固定匯率制度，到1979年央行改採機動匯率制度，並正式建立外匯市場。在匯率走向自由化的過程當中，央行亦逐漸放寬外匯管制。1987年央行大幅放寬外匯管制後，台灣進入外匯收支自由化時期。另自1990年代我國逐步鬆綁跨境資本移動管理措施，如1991年我國政府開放符合條件之「外國專業投資機構」(QFII)在核准額度內投資國內證券；後又於2003年9月廢除QFII制度，對外資改採登記制，使其投資國內證券不再有額度限制。此期間中，政府也陸續開放國人海外投資，使得資金雙向進出更加自由。
- (註11) 根據國發會資料，從1954年11月至2016年2月台灣共有14次景氣循環，一次景氣循環平均約為53個月；惟前8次景氣循環期間變化比較大，介於22至112個月，且近年台灣產業結構改變，台灣從1996年3月以後每一景氣循環期間較穩定，介於33至49個月，平均約為3年(約當36個月)。
- (註12) 假設新台幣NEER變動呈常態分布(normal distribution)，5%區間約當1.50倍標準差，前述移動平均上下5%區間值約可涵蓋新台幣NEER的86.64%變動情形。另依據歷史經驗，將區間值設定為上下5%，可提供當前新台幣NEER合適的彈性空間，並避免區間值設定過大或過小而無法反映新台幣匯率長期趨勢的情況。
- (註13) 參見林依伶、張志揚與陳佩玕(2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析—兼論與主要亞洲國家之比較」，中央銀行季刊，第35卷第1期，頁35-62。本文引用該研究，惟已更新樣本期間為1994年第1季至2018年第4季。
- (註14) 1998年5月25日本行停止DBU辦理顧客間新台幣NDF(無本金交割遠期外匯)業務。
- (註15) 參考Williams, John (2019), “When the Facts Change...,” *Remarks at the 9th High-Level Conference on the International Monetary System*, Zürich, Switzerland, May 14。
- (註16) Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari and Joe Seydl (2015), “Preventing Secular Stagnation From Becoming the ‘New Normal’: Why the Time of One-Armed Economic Policy Is Gone,” *Citi Research*, Jun. 2; Morgan Stanley (2019), “The Case for Active Fiscal Policy,” *Morgan Stanley Research*, Apr.19; Schneider, Howard and Balazs Koranyi (2015), “From Heroes to Bystanders? Central Banks’ Growth Challenge,” *Reuters*, Oct.1; Borio, Claudio (2015), “BIS Quarterly Review September 2015-Media Briefing,” *Remarks at the Media Briefing*, Sep. 11.亦有論者認為，主要國家央行寬鬆性貨幣政策的效果不

斷遞減，且在零利率底限下，貨幣政策的成效更是有限。或許是基於這樣的悲觀信念，極端的「現代貨幣理論」(Modern Monetary Theory, MMT)才會在近期快速興起；MMT主張利率政策無效，力倡由財政政策扮演主導角色，以央行資金來支應政府支出，若通膨率未失控，則毋須擔憂赤字問題；然而，主要央行官員與主流經濟學家均不認同MMT，認為MMT的論點十分危險。

- (註17) 2015至2020年台灣生育率僅高於南韓之1.11人。2018年台灣65歲以上人口的比重超過14%，到了2026年該比重將超過20%，預計2065年該比重將高達41.2%。此外，台灣由高齡社會轉為超高齡社會時間僅花了8年，較日本(11年)、美國(15年)、法國(29年)及英國(51年)更快(詳國發會(2018)，「中華民國人口推估(2018至2065年)」，6月)。
- (註18) 「數位金融研究小組」成立於民國105年2月，並於民國108年5月重新調整小組架構，下設「央行數位貨幣(CBDC)研究計畫專案小組」，負責CBDC、區塊鏈與電子支付等業務研究，以及「金融科技工作小組」，負責人工智慧、大數據及監理科技(SupTech)等相關業務研究。
- (註19) 自106年起本行督促財金公司偕同金融機構推出QR Code共通支付標準，提供轉帳、繳費、繳稅及消費扣款等多元服務，便利民眾日常支付；並促請財金公司建構跨機構共用平台，非銀行機構可加入該平台並採用QR Code共通支付標準，讓非銀行機構與金融機構間交易訊息得以互通，便利商家及消費者採取多元的支付選擇。
- (註20) 國際信評機構Moody's認為，台灣有充裕的財政空間，應善用財政政策支持經濟成長(參見Moody's Analytics (2018), "Fiscal Space: An Alternative, Economic Fundamentals based Measures of the Risk of Sovereign Debt Default," *Moody's Analytics*, May)。
- (註21) 鼓勵新科技所帶來的新機會及應用，對自然資源稀少的台灣而言，亦有助緩和目前台灣所面臨的五缺問題。
- (註22) 跨國併購等多角化的對外直接投資，主要以調整生產線或貼近終端市場為策略核心，透過全球多元化布局，分散生產基地及經營風險、可擴大市場及銷售網絡、強化跨國產業合作及供應鏈的經營。
- (註23) 此即近年來國際機構經常建議各國追求的「工資帶動型成長策略」(Wage-led Growth Strategy)，如IMF、國際勞工組織(ILO)、聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)等。工資帶動型成長策略的意義在於使工資成長與勞動生產力能更緊密結合，來創造經濟成長的良性循環；例如，可透過努力提升經濟轉型與升級所需要的教育與技能水準，來提升勞動生產力，讓企業經營者樂於主動提高勞工薪資；政府可透過教育投資，讓教育資源培養出社會真正需要的各種人才，讓勞工可學以致用；而勞工亦可藉由職業訓練，獲取就業能力，或在就業後提升勞動生產力。

台灣基本通膨估值(UIG)之建構與分析*

徐士勛 黃裕烈 徐之強**

摘 要

此研究所建構的基本通膨估值 (Underlying Inflation Gauge, UIG)係參考紐約聯邦準備銀行之方法，藉由進階計量模型的設計與建構，同時採用多種面向變數的橫斷面與時間序列訊息。我們建構兩套可行的UIG，一為僅以物價各分類相關變數為主的UIG(Price Only)，另一則為多納入了非物價直接相關的總體與金融資料的UIG(ALL)。根據所考量的期間資料，本研究結果發現UIG(Price Only) 是較適合用來衡量我國各期通貨膨脹率的中長期變動態勢的指標，該指標不僅與既有常用的方法(如核心通膨與運用 HP-filter 所建構的通貨膨脹率)具一定程度的相關性；更進一步，UIG(Price Only)指標具有單向領先通貨膨脹率的特性並具有相對良好的預測績效等，顯示UIG(Price Only)指標確實有助了解當前或未來通貨膨脹率的變化。此外，此研究也提供以UIG(Price Only) 為基礎的轉折點判定可供參考，以協助決策者判讀中長期通膨的趨勢變化與可能週期。由於多數的政策除了具有政策效果的遞延性外，決策者考量貨幣或財政政策施作的時機也必須依賴通膨的中長期態勢的研判，因此，UIG(Price Only) 的建構恰提供了可輔助傳統研判方式的另一套物價變動判讀方式。簡而言之，我們認為，我國專屬UIG建構的最大貢獻在於，在政策制訂者原依賴基本通膨而進行決策的架構或範疇中，UIG(Price Only) 能提供決策者過濾短期波動後的中長期通貨膨脹率波動態勢，協助了解當前通膨率的變化是否為短期波動，進而做出更為適宜的政策研判，達成物價穩定的央行經營目標。

* 本文係摘錄自中央銀行委託研究計畫報告。所有論點皆屬作者意見，不代表中央銀行及作者服務單位之立場。文中的任何錯誤皆由作者負責。作者特別感謝林馨怡教授、葉錦徽教授、中央銀行林處長宗耀、林副處長淑華、吳副處長懿娟、蔡副處長炯民、廖研究員俊男、張副研究員天惠、鄭副研究員漢亮、吳副研究員俊毅與計量科同仁對本計畫所提供的寶貴意見、指正與協助。

** 徐士勛為政治大學經濟學系副教授，黃裕烈為清華大學計量財務金融學系教授，徐之強為中央大學經濟學系教授。

壹、緒 論

近幾十年來，由於全世界經濟結構的轉變以及國家發展政策的逐漸轉型與升級，我國也已由開發中國家的高速成長階段邁向已開發國家的穩定溫和成長階段。在當前發展階段下，我國中央銀行(以下簡稱為央行)的「貨幣政策」擬定之終極目標當前也明訂為「物價穩定」、「金融健全」以及「經濟成長」。由於貨幣政策在執行後一般需要一定的時間方能檢視其成效，因此，針對如何達成終極目標，央行在實際操作上將以逐期檢視「貨幣總計數M2」成長率(此為貨幣政策之中間目標變數)是否達到事前訂定的合適目標區間為主。依當下及未來經濟態勢，央行運用合適的短期貨幣政策操作工具(如公開市場操作、準備金制度與貼現窗口制度等)有效調控各期中間目標變數，而逐步引導至實現最終目標。無疑地，當下與針對未來物價水準的趨勢預測會是影響貨幣政策操作的重要考量之一。其中，如何濾除短期的波動影響並對當下物價水準的中長期趨勢進行研判，就是相當重要且關鍵的課題，也是此研究的首要標的。

一、消費者物價指數與核心消費者物價指數

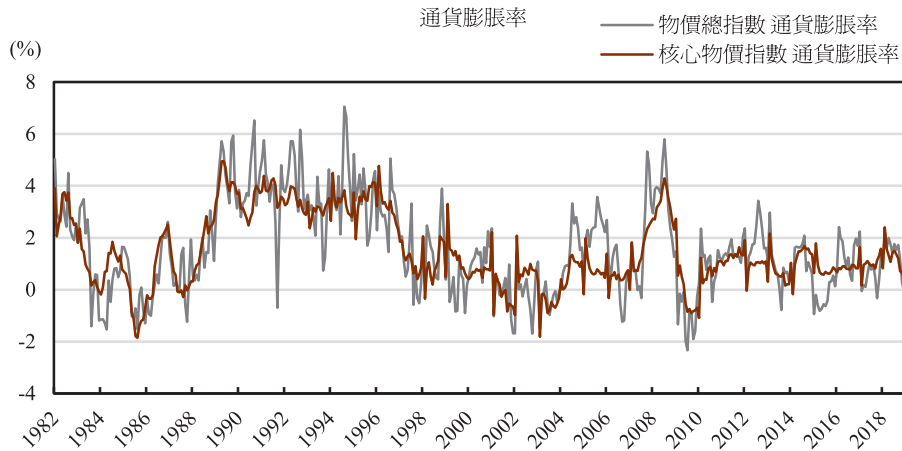
我國與大部分國家相仿，一般皆以「消費者物價指數(consumer price index, CPI)」

作為物價水準的衡量，而「通貨膨脹率(inflation rate)」則泛指消費者物價指數的年增率(Y-O-Y growth rate)。消費者物價指數主要由行政院主計總處每個月進行各商品價格調查與統計後編製，因此是月頻率的資料。由於物價指數編製涵蓋了大範圍的各類商品價格，因此指數波動除了會受到貨幣政策的影響外，一般也會即時反應短期事件(如颱風、地震等天災)的衝擊，也可能受到循環性的季節性因素(如各類年節或假期效應等)的影響。因此，各國政府或央行在評析各項貨幣政策對應的施作環境或預測時，多以濾除掉短期價格波動較劇烈的項目後的「核心消費者物價指數，core consumer price index, core CPI」為主，其對應的年增率我們也簡稱為「核心通膨」。^{註1}我國的「核心消費者物價指數」是以扣除新鮮蔬果及能源(燃氣、電費、油料費)項目後而對應計算之消費者物價指數。

圖1呈現兩資料之時間序列走勢圖。由圖中我們可以發現，一般通膨率與核心通膨率大致呈現相同走勢，惟一般通膨率的波動幅度較大，核心通膨率的波動幅度則較小。其中，台灣通貨膨脹率大多為正，其值在1990年至1995年間維持在相對較高水準，隨後便逐漸下跌，直到2007年至2008年間又有相當大的漲幅；2010年後。整體而言，台灣

的通膨率則多維持在 0% 至 2% 之間。

圖1 消費者物價指數對應的通貨膨脹率與核心通膨的時間趨勢圖



資料來源：中華民國統計資訊網，資料期間為1981年1月至2018年12月。

大致而言，以「核心消費者物價指數」作為政策施作的參考變數，因為其刪除了大部分事先認定受到短期劇烈波動的商品價格，因而較能呈現平穩的長期趨勢，確實具有一定的合理性。但是，為了讓指數編列能跨期比較，這些事先被排除的項目必須固定；亦即，此核心物價架構在物價短期波動來源與影響範圍皆不隨時間改變的關鍵假設上。再者，這些被事先剔除的項目商品價格，其實也包含了物價變動的長期趨勢訊息，但這些有用資訊也直接被「核心消費者物價指數」摒棄不用。

另一方面，文獻上有也許多利用統計上的平滑方法、移動平均法和中位數等的調整減緩特定月份的影響以估計不受短期事件干擾的基本通膨，亦即希望從每月發佈的通

膨衡量指標中找到「持續性」的成分。一般而言，這些調整方法一般存在一些限制或假設：第一，總價格指數的短暫變動來源被認定在一段時間內將維持不變；第二，僅考量橫斷面的資料訊息，而可能忽略變數資料隨時間推移的潛在訊息。第三，核心通膨一般為每月更新一次，當通膨趨勢變動有較大的不確定性時(如金融危機)，較低的資料更新頻率恐無法充分的利用當下的有用訊息(如每日更新的利率、匯率等直接反映市場價格的資訊)。基於上述這些原因，也促使各國研究人員建構其他可輔助核心通膨以衡量基本通膨中長期趨勢的指標，以期能達到更佳的可可靠性與相對即時性。另一方面，除了直接針對總價格指數進行拆解外，文獻研究上也常以經濟理論或多變量的計量模型估計潛

在通膨中長期趨勢，如飛利浦曲線模型或結構向量自我迴歸模型等。然而，這些常用的模型除可能具有適用性限制外，也多建構在少量的特定價格或相關總體變數上，其結果除了受變數資料的選擇也可能被特定參數的設定影響，因此不容易得到具穩健性的推論。

二、基本通貨膨脹率

據此，此研究仿效紐約聯邦準備銀行(New York Fed)的分析方法(Amstad et al., 2017)，利用 Forni et al. (2000, 2005) 所提出之一般化動態因子模型(generalized dynamic factor model)與頻域(frequency domain)上的頻譜分析(spectral analysis)方法，搭配如 Altissimo et al. (2001) 和 Cristadoro et al. (2005) 的拆解法，從眾多物價相關的月頻率資料中萃取出代表中長期趨勢的「基本通貨膨脹率(underlying inflation)」，以作為央行擬定貨幣政策時參考。大致而言，文獻上認為UIG的特點如下：第一、能分辨通膨的變化肇始於雜訊的短期波動，還是整體價格的中長期趨勢變動。當經濟處於平穩時，UIG對於通膨中的雜訊應當較無反應，然而，當經濟受到「持續性」的衝擊時，UIG對於經濟惡化的情況將較為敏感。第二、UIG的穩定性來自於使用大量的資料以及只專注於通膨的「中長期」持續「共同成分」。第三、在動態因子模型的架構下，合併資料橫斷面

及時間序列兩種維度的大量資訊，並且能視最新資料取得程度而更新估算，如此將較能有效研判通膨的中長期趨勢的變化。第四、將經濟、金融相關變數資料序列納入將使得UIG能較為有效的反映出總體經濟金融趨勢對於物價的影響；例如New York Fed(Amstad et al., 2017)所建構的UIG顯示，當金融危機發生時UIG會快速反應通膨趨勢呈現急遽衰退，此特性有助於決策者(政策制定者或投資人)對於趨勢變化的研判。第五、目前的文獻研究大致顯示，相較於傳統倚賴的核心通膨，UIG可能具有更好的通膨預測能力。相關文獻對於UIG優點的分析討論，可進一步參閱Amstad and Potter (2009)、Amstad et al. (2014) 與 Amstad et al. (2017)。

值得一提的是，在分析大量資料的文獻研究上，研究者也常直接從時域(time domain)的角度建構所謂的「動態因子模型」(如 Stock and Watson, 1999, 2002, 2016)以捕捉變數間的共同波動，估計上一般多運用主成分分析法(principal component analysis)或最大概似估計法(maximum likelihood estimation)。然而，由於這些模型的建構與估計都僅從時域的角度進行分析，因此所得到的共同因子，並無法直接將其區分為中長期趨勢或短期波動。相較之下，此研究所採用的估計方法，透過頻域的轉換可以直接將代表不同頻率的中長期趨勢與短期波動從資料中分離出來，因此較為合適用來估計代

表中長期趨勢的「基本通貨膨脹率」。在類似的架構下，目前文獻上已經有學者或研究機構建構「基本通貨膨脹率」的對象國家包含加拿大(Khan et al., 2013)、中國(Amstad et al., 2014)、歐元區(Cristadoro et al., 2005)、日本(Hiromichi and Takashi, 2017)、瑞士(Amstad and Fischer, 2009)與美國(Amstad and Potter, 2009; Amstad et al., 2014; Amstad et al., 2017)等國；我國目前則尚未有相關的學術研究。除了上述的各國文獻外，如何利用動態因子模型、運用時域及頻域分析的關連從巨量資料中拆解中長期趨勢的方法，也可參考徐士勛(2019)學術文稿的整理與論述。

在後續的章節中，我們將說明此研究參考 Amstad et al. (2017) 而蒐集整理台灣對應

的物價相關資料，並據以建立我國的基本通貨膨脹率估值(underlying inflation gauge, UIG)。我們估算了兩套可行的 UIG，一套為純粹使用物價指數相關資料所建構，我們稱之為 UIG(Price Only)，另一套則額外納入與物價波動有關的總體財金變數，我們稱之為 UIG(ALL)。之後，我們分析所估算 UIG 與一般常用之核心通膨，並比較其於所觀察樣本期間的異同。此外，針對消費者物價指數，我們將透過葛蘭傑因果關係檢定(Granger Causality Test)分析 UIG 是否具有預測未來物價指數波動的能力；同時，我們也建構了對應的衝擊反應分析並在考量的擬真樣本外區間(pseudo out-of-sample period)中驗證 UIG 的樣本外預測能力。

貳、計量模型設定與估計

我們將在此說明此研究對應的計量模型設定、後續的估計以及 UIG 的建構。其中，一般化動態因子模型的設定與估計主要以 Forni et al. (2000, 2005) 的研究為依據，關於動態因子的短中長期估計與拆解步驟則大致以 Altissimo et al. (2001) 的研究為依據，所有詳細說明與步驟也可參閱徐士勛(2019)的學術文稿。

令 $\mathbf{y}_t = (y_{1,t} \ y_{2,t} \ \cdots \ y_{N,t})'$ 表示在時點 t 的 N 個與通貨膨脹率的波動有關的變數， $t = 1, \dots, T$ 。其中，為方便表示，我們令第

一個變數 $y_{1,t}$ 為月頻率的(可觀察)的通貨膨脹率。我們假設此通貨膨脹率可以進一步分解成兩部分：

$$y_{1,t} = y_{1,t}^* + e_{1,t},$$

式中， $y_{1,t}^*$ 表示中長期無法觀察的基本通貨膨脹率，而 $e_{1,t}$ 則為受其他因子(如短期波動干擾、季節性與衡量誤差等)的影響而背離基本通貨膨脹率的部分。在此研究中，我們將同時藉助其他相關變數 $y_{2,t}, \dots, y_{N,t}$ 中所包含與 $y_{1,t}^*$ 共同的相關資訊以達成上述的拆解。

一、一般化動態因子模型

一般化動態因子模型(generalized dynamic factor model)假設這 N 個與通貨膨脹率的波動有關的變數在第 t 期的實際值受到 $\bar{q}$ 個共同因子 $f_{q,t}$ ($q = 1, \dots, \bar{q}$) 的當期以及落後 $\bar{R}$ 期資訊的影響，因此模型可以表示成：

$$y_{i,t} = \sum_{q=1}^{\bar{q}} \sum_{k=0}^{\bar{R}} \delta_{i,q,k} f_{q,t-k} + \xi_{i,t} = \chi_{i,t} + \xi_{i,t},$$

$$i = 1, \dots, N, \quad (1)$$

式中， $\chi_{i,t}$ 表示第 i 個變數受到當期以及落後 $\bar{R}$ 期共同因子的總和影響，而 $\xi_{i,t}$ 則衡量該變數背離此共同因子總和影響的自我干擾部分。在後續的分析中，我們將以 $\chi_t = (\chi_{1,t} \chi_{2,t} \dots \chi_{N,t})'$ 及 $\xi_t = (\xi_{1,t} \xi_{2,t} \dots \xi_{N,t})'$ 兩向量表示在第 t 期這 N 個變數對應的共同因子波動與自我干擾項，則模型 (1) 可以表示成

$$y_t = \chi_t + \xi_t;$$

此外，為了能同時認定無法觀察的 χ_t 與 ξ_t ，我們也假設它們具正交性(orthogonality)。在一般的時域分析上，我們定義 $\Gamma_k = \text{Cov}(y_t, y_{t-k})$ 為 y_t 與 y_{t-k} 的自我共變異數矩陣(auto-covariance matrix)；類似地，我們也可定義 $\Gamma_k^\chi = \text{Cov}(\chi_t, \chi_{t-k})$ 與 $\Gamma_k^\xi = \text{Cov}(\xi_t, \xi_{t-k})$ 。根據定義式， $\Gamma_k = \Gamma_k^\chi + \Gamma_k^\xi$ ； $k = 0$ 時， Γ_0 、 Γ_0^χ 與 Γ_0^ξ 則分別為 y_t 、 χ_t 與 ξ_t 對應的同期自我共變異數矩陣。

另一方面，當我們令 $f_t = (f_{1,t} f_{2,t} \dots f_{\bar{q},t})'$ 為 $\bar{q} \times 1$ 向量， $F_t = (f_t' f_{t-1}' \dots f_{t-\bar{R}}')'$ 為將所有的因子 $f_{q,t-k}$, $q = 1, \dots, \bar{q}$, $k = 0, \dots, \bar{R}$ ，堆疊起來成 $\bar{r} \times 1$ 的向量，其中 $\bar{r} = \bar{q}(\bar{R} + 1)$ 。則一般化動態因子模型 (1) 也可以表示成特殊對應的，具有 $\bar{r}$ 個共同因子的靜態因子模型(static factor model)：

$$y_t = \Delta F_t + \xi_t \quad (2)$$

式中的 Δ 由模型 (1) 中的對應 $\delta_{i,q,k}$ 所組成，為一 $N \times \bar{r}$ 的矩陣。先不論估計與認定的問題，即使有不同的表現式，一般化動態因子模型 (1) 中的共同因子與此特殊靜態因子模型 (2) 的共同因子所建構的資訊空間理論上是一致的，亦即都包含了 y_t 中相同的共同資訊；這樣的特性也將讓我們在無法個別認定每一個共同因子的情況下，仍得以利用資料 y_t 估計所有因子所建構的資訊空間。後續我們將利用動態因子模型設定與靜態因子模型之間的對應關係，再透過頻譜分析下頻率的選擇，將 χ_t 進一步拆解成中長期波動 χ_t^{LR} 以及短期波動 χ_t^{SR} 兩部分，亦即 $\chi_t = \chi_t^{LR} + \chi_t^{SR}$ 。

二、基本通膨估值的定義

根據 Cristadoro et al. (2005)， $\chi_{i,t}$ 可進一步透過頻域上的頻譜分析將其拆解成中長期波動 $\chi_{i,t}^{LR}$ 以及短期波動 $\chi_{i,t}^{SR}$ 兩部分，亦即 $\chi_{i,t} = \chi_{i,t}^{LR} + \chi_{i,t}^{SR}$ 。綜合這些模型假設，針對此

研究的分析標的一通貨膨脹率 $x_{1,t}$ ，我們可以表示成

$$\begin{aligned} y_{1,t} &= y_{1,t}^* + e_{1,t} = \chi_{1,t}^{LR} + \chi_{1,t}^{SR} + \xi_{1,t}, \\ y_{1,t}^* &= \chi_{1,t}^{LR}, \\ e_{1,t} &= \chi_{1,t}^{SR} + \xi_{1,t}. \end{aligned}$$

因此，我們將月頻率的基本通貨膨脹率定義成 $x_{1,t}^* = \chi_{1,t}^{LR}$ ，而對應的估計值 $\widehat{\chi}_{1,t}^{LR}$ 則稱為基本通膨估值。

值得注意的是，在這模型的架構下，有3個主要的參數需要設定：共同因子個數 $\bar{q}$ 、落後期數 $\bar{K}$ 、以及中長期波動 $\chi_{1,t}^{LR}$ 與短期波動 $\chi_{1,t}^{SR}$ 的切分頻率(cut-off frequency) τ 。在此計畫中，我們將依循 Amstad et al. (2017) 的設定，在僅考量物價指數相關變數時，令 $\bar{q} = 1$ ；而在納入相關總體變數的擴充資料後，將以 $\bar{q} = 2$ 進行分析。此外，在頻域分析中認定中長期波動 $\chi_{1,t}^{LR}$ 與短期波動 $\chi_{1,t}^{SR}$ 的切分頻率 $\tau = \pi/6$ ，小於此切分頻率的波動認定為中長期波動，反之則為短期波動。^{註2} 由於此切分頻率對應於一般的時域上恰為1年，因此共同因子落後期數的對應設定也將訂為 $\bar{K} = 12$ 。

三、計量模型估計

上述一般化動態因子模型的估計主要以 Forni et al. (2005) 的研究為依據；概念上而言，第 i 個變數受到 $\bar{q}$ 個共同因子 $f_{q,t} (q = 1, \dots, \bar{q})$ 的當期以及落後 $\bar{K}$ 期資訊的總和影響 ($x_{i,t}$) 的估計可以藉由當期所有觀察值 y_t 推估。在共變異數矩陣於時域分析與頻域分析中的傅立葉轉換關係下，我們即可藉由三個階段逐步建構基本通膨估值UIG $\widehat{\chi}_{1,t}^{LR}$ 。首先，透過時域與頻域分析間的轉換，我們可估計出 Γ_k^χ 與 Γ_k^ξ 兩組自我共變異數矩陣，以及 Γ_k^χ 所對應的中長期 (令為 $\Gamma_k^{\chi^{LR}}$) 以及短期兩部分 (令為 $\Gamma_k^{\chi^{SR}}$)。^{註3} 之後，我們再利用文獻上的一般化主成分 (generalized principal components) 分析法，透過 Γ_k^χ 與 Γ_k^ξ 的估計，建構模型 (2) 中所有靜態因子所對應的資訊空間，並可得到在極小化干擾與共同波動比例 (idiosyncratic-common variance ratio) 原則下的 y_t 最適線性組合，此即為共同波動部分 χ_t 的估計。最後，再藉由切分頻率設定，透過 $\Gamma_k^{\chi^{LR}}$ 的估計，將 χ_t 中代表中長期波動的部分拆解出來，以作為基本通膨估值UIG $\widehat{\chi}_{1,t}^{LR}$ 。各階段的詳細步驟與說明可參閱 Altissimo et al. (2001) 或徐士勛 (2019) 等相關的學術文稿。

參、我國對應資料與處理

由於物價水準以及研判趨勢用的核心通膨都是月頻率的資料，為了後續的比較分

析，我們所考量的資料設定原則為：(1) UIG 的建構基礎為月頻率序列，但最近一期的估

算可依各筆資料實際發佈日不同而進行對應的估測更新；^{註4} (2) 不納入季頻率甚至是年頻率等相對低頻的資料；(3) 模型中所使用的每筆資料的起始點需相同，但結束時點可依實際資料發佈情況而不同。此外，由於此研究應是我國第一個針對UIG的嚴謹學術研究，在沒有太多國內可參考的研究基礎下，我們將採取穩健的建構原則；亦即，變數的選取主要參考Amstad et al. (2017)，並從我國與物價指數直接相關以及間接相關的總體金融資料中，挑選合適的變數。再者，為了後續的更新維護，此研究的所有資料來源統一為「台灣經濟新報資料庫(TEJ database)」。

一、資料說明

在台灣資料的選取上，我們主要以消費者物價各指數為基礎，參考 Amstad et al. (2017) 所使用的數列資料，再擴充我國與消費者物價間接相關的數列資料；根據資料的性質，我們將所有變數分為五大項類別：與消費者物價直接相關變數(Price，編號1~64)、實質面變數(Real Variable，編號1~18)、勞動市場變數(Labor，編號1~5)、貨幣面變數(Money，編號1~5)及金融面變數(Financial，編號1~29)，總共121個序列資料。其中，資料最早自1971年1月開始，至2018年12月結束，皆為月頻率的資料型式。我們在附錄A的表格中，整理了我國各資料的詳細變數名稱、分類編號、每月的發布時

間、起始時間以及該變數對應 Amstad et al. (2017) 中的變數名稱，以供參考。

首先，我國資料與Amstad et al. (2017) 中的變數資料分佈兩者皆以消費者物價指數直接相關的價格變數佔比最大，在Amstad et al. (2017) 中佔了 71.2%，在我國資料中則佔了52.9%。兩者次大項的類別變數則是金融面的相關變數，分別佔了 15.9% 與 24.0%。而Amstad et al. (2017) 中最少的類別變數為貨幣面的變數(1.4%)，我國資料中最少的類別變數則為貨幣面與勞動面的變數(皆為4.1%)。再者，我國的 121 筆與物價直接或間接相關的月頻率資料中，因為政府資料編製與建構的關係，起始時間略有不同，因此會影響欲分析期間所能涵蓋的變數範圍。大致而言，1991年之後，除了部分實質面變數與金融面變數外，大部分的資料都已經開始編製。其中，消費者物價相關變數中的細項分類有 4筆從 1991 年1月起才編製；如「台灣-CPI-基本分類-交通及通訊類」從 1981 年1月就編製，但其中的一細項「台灣-CPI-基本分類-其他交通服務費」則於1991年1月才編製。另一方面，實質(Real Variables)的變數，包含台灣進出口額年增率與台灣製造業PMI 調查指標等變數，其中前項於 2002 年1月起編製，後者遲至 2011 年 10 月才編製。綜合這些資料長度的考量下，後續的實證分析，我們將先以 1991 年1月為資料的統一的起始月份。

二、資料處理方式

根據理論上的設定以及文獻上常用於估計因子模型的處理方式，原始資料需經過適當的轉換方能使用。大致而言，納入因子模型的資料需要去除季節性的波動、需要為定態(stationary)，最後還需要進行標準化以去除度量單位的影響。值得說明的是，因為所考量的變數序列較多，同時為了日後資料的更新與維護，我們在處理資料與轉換時，就不根據個別變數量身訂做專屬的轉換與處理方式，而以目前相關文獻上的幾大模式或方式處理。以下，我們將說明處理各項主要原則與方式；每筆資料的詳細處理方式請見附錄A所示。

(一) 季節調整

我們的季調方法主要根據美國人口普查局(United States Census Bureau)所發布的X-13ARIMA-SEATS方法來進行季節調整。部分未能以X-13ARIMA-SEATS方法進行季調者，則以分解序列的方式進行季調；亦即，我們將序列資料分解為季節項、趨勢項及隨機項，最後再扣除季節項的影響以達成季節調整的效果。

(二) 轉換成定態

為確保季節調整後之資料序列皆為定態，部分序列資料(Price 1~64、Real Variables 2、3、15~18、Labor 2、5、Money 1~5、Financials 2~8、10、11、15、17~29)將先取年差分後，再除以前年水準值之絕對值計算，以得到序列資料的YoY年成長率。另一部分序列資料(Real Variables 1、4~14、Labor 1、3、4、Financials 1、9、12~14、16)則以年差分的方式進行轉換，以得到與去年同期相比的YoY變動。最後，再將經過轉換的序列資料以Augmented Dickey-Fuller (ADF)檢定的方式進行單根檢定，我們直接以「有趨勢項」及「有趨勢項與常數項」之兩種模型進行單根檢定，其最適落後期數則以Akaike information criterion(AIC)選定。若轉換過後的序列還具有單根，則我們會再將其進行一階差分，以盡量使資料成為定態。後續的分析，我們將以此轉換後的追蹤資料進行動態因子以及UIG的估計。

(三) 標準化轉換

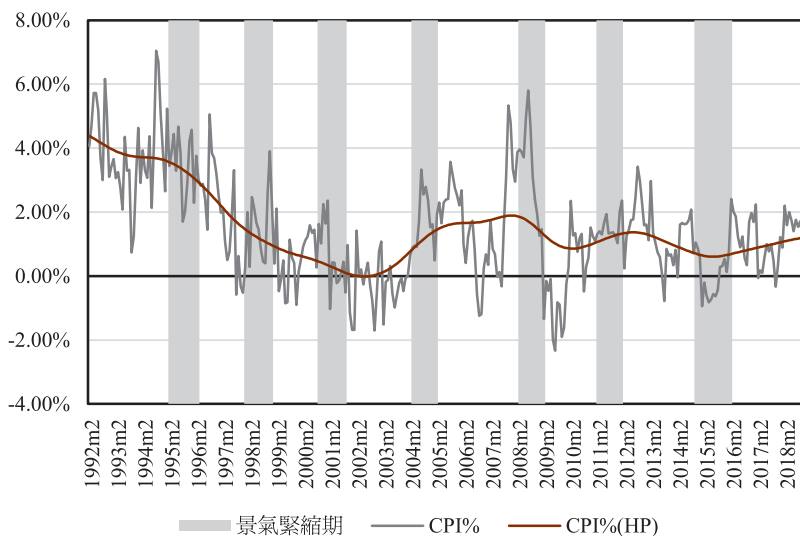
經過這些調整與轉換後，最後我們必須再將每筆資料進行標準化轉換，扣除各自的均數後，再除以各自對應的標準差；亦即，最終進入模型估計的每筆資料都是均數為0標準差為1的數列。

肆、UIG的建構結果與分析

在此節中，我們首先將說明所建構的兩套 UIG 所使用的資料範疇以及估算的結果；其中，僅以物價相關指數建構的估算稱為 UIG(Price Only)，而多納入相關的總體與金融資料而建構的估算稱為 UIG(ALL)，兩者的估算起始期間分別為 1992年2月以及 1998年2月。之後，我們再針對這兩筆估算的UIG進行相關的統計分析與比較，我們比較的對象為以消費者物價指數建構的通貨膨脹率 (CPI%)，核心通膨(Core CPI%) 以及運用 HP-filter 所建構的通貨膨脹率(稱為 CPI%(HP))。^{註5} 在進行後續結果之前，我們先以下圖2呈現 CPI%(HP) 以及主計總處所公

布的通貨膨脹率在1992年2月之後的趨勢概況。由圖中可以看出CPI%(HP) 的波動相對平滑，從1992年的 4% 一路下滑至 2002 年底約為 0%，之後再上漲，最高點為全球金融危機期間(約為1.8%)。從2015年起，呈現微幅上揚的趨勢但也大約在 1% 以下波動。雖然經HP-filter 平滑化後的通貨膨脹率不論在學術文獻或實際操作上，仍常被用來代表通貨膨脹率的(長期)趨勢，但是其背後所謂的(長期)趨勢並沒有精確的週期對應設定。同時，CPI%(HP) 也僅利用了通貨膨脹率單一物價指數的資訊，而忽略了不同面向指數間對於趨勢的異同資訊。

圖2 通貨膨脹率與CPI%(HP)的時間趨勢



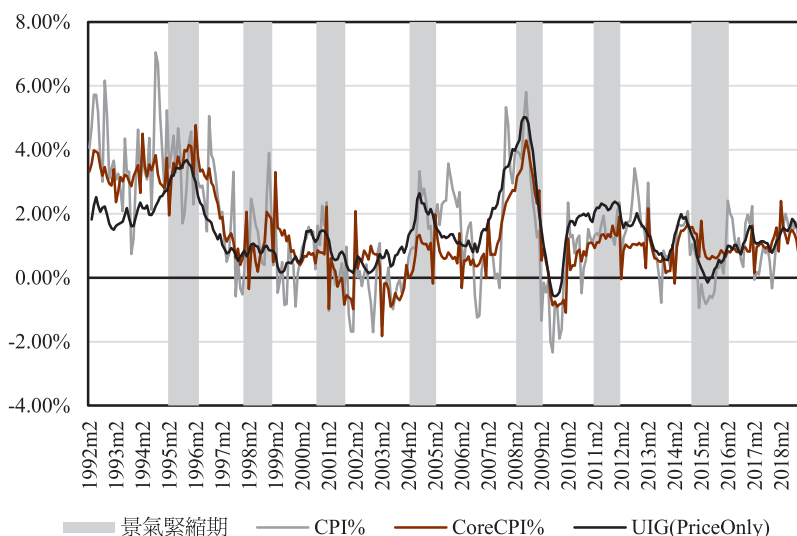
資料來源：本研究自行整理；景氣緊縮期取自國家發展委員會之台灣歷次景氣循環峰谷日期。

一、UIG(Price Only) 與 UIG(ALL) 的建構

首先，針對以64個物價指數為主而建構的 UIG(Price Only)，其所考量的資料起迄期間為1992年2月至2018年12月，共 323 筆月資料。我們將所建構出的基本通膨估值 UIG(Price Only) 與通貨膨脹率(CPI%) 及核心通膨(Core CPI%) 的時間趨勢圖繪製於圖3

中。由圖中可以大致看出，UIG(Price Only) 與核心通膨(Core CPI%) 的走勢些許類似，且都比通貨膨脹率 (CPI%) 平滑些。其中，UIG(Price Only) 的最高點 (5.02%) 發生在2008年7月，最低點 (-0.55%) 發生於2009年9月，此波段變化判斷可能是受到全球金融危機後續影響所致。

圖3 UIG(Price Only)、CPI% 及Core CPI% 的時間趨勢圖

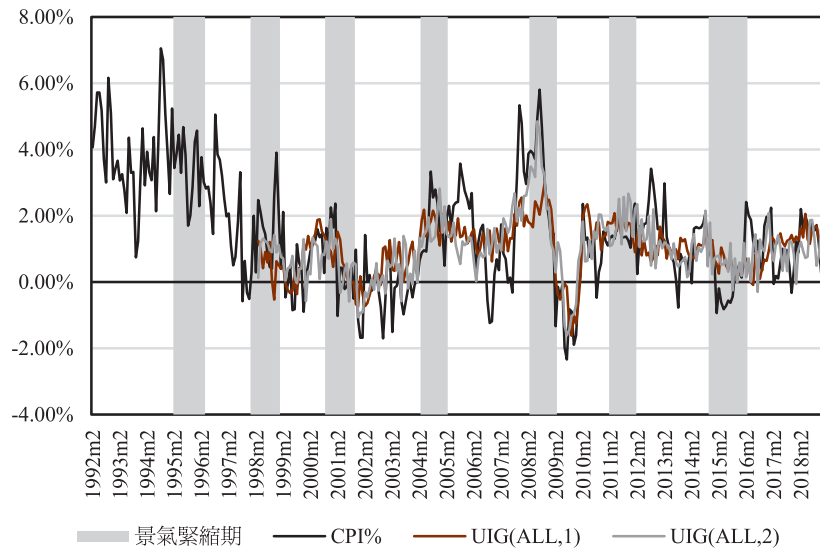


資料來源：本研究自行整理；景氣緊縮期取自國家發展委員會之台灣歷次景氣循環峰谷日期。

至於納入更多的總體與金融相關變數而建構的UIG(ALL)，因為有些資料的起始公布時間較晚，因此權衡之下，我們含物價相關變數總共選取106個變數，以1998年2月當作所考慮追蹤資料的起點，資料結束時點仍為2018年12月，共251筆月資料。

依據前述的介紹，在此資料下的共同動態因子個數文獻上一般設為2，但為了方便比較，我們也建構了僅考慮1個共同因子個數下的結果；前者所估算的基本通膨稱為UIG(ALL,2)而後者則為UIG(ALL, 1)。相對應的時間趨勢圖如下圖4所示。

圖4 UIG(ALL,1)、UIG(ALL,2) 與通貨膨脹率(CPI%) 的時間趨勢圖

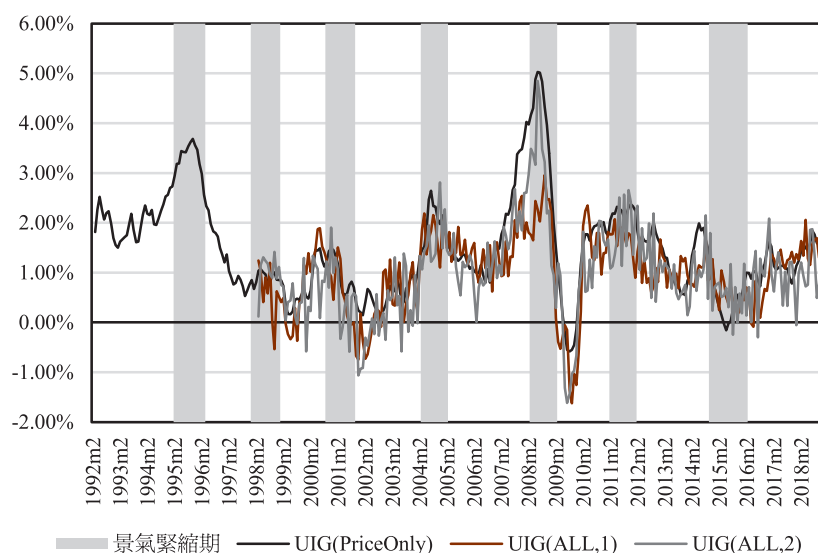


資料來源：本研究自行整理；景氣緊縮期取自國家發展委員會之台灣歷次景氣循環峰谷日期。

當多納入總體與金融相關變數於追蹤資料後，由圖中可以發現，文獻上建議以兩個動態因子而建構的 UIG(ALL,2) 相較於僅以一個因子的 UIG(ALL,1) 波動更為劇烈，但大致都捕捉了通貨膨脹率的類似趨勢。我們於圖5中也進一步比較了UIG(Price Only) 和 UIG(ALL, 1) 與UIG(ALL,2) 之間的差異。由圖中可發現，針對基本通膨，相較於第一套資料的估算 UIG(Price Only)，納入總體與金融相關資料的第二套估算UIG(ALL, 1) 與

UIG(ALL,2)的在趨勢的上下波動都相對劇烈些。我們認為這可能反映了我國資料的特色與我國央行在穩定物價上的持續努力與堅持，亦即，相較於低而穩定的物價指數波動，我國其餘非物價直接相關的總體變數等在所觀察期間呈現的共同波動相對較為劇烈，因此納入這些資料後所建構的UIG(ALL, 1) 與UIG(ALL,2)也必然反映出這些共同特性。

圖5 UIG(Price Only)、UIG(ALL,1) 與UIG(ALL,2) 時間趨勢圖



資料來源：本研究自行整理；景氣緊縮期取自國家發展委員會之台灣歷次景氣循環峰谷日期。

二、相關指標的進階統計性質比較

我們在此小節中，將進一步分析所估算的UIG(Price Only)、UIG(ALL,1) 及 UIG(ALL,2)與通貨膨脹率 (CPI%)，核心通

膨(Core CPI%) 以及運用 HP-filter 所建構的通貨膨脹率CPI%(HP) 的統計性質。

(一) 相關係數

首先，我們於下表1中呈現各指標數列間的相關性。

表1 各指標的相關係數

	CPI%	Core CPI%	CPI%(HP)	UIG(Price Only)	UIG(ALL,1)	UIG(ALL,2)
CPI%	1.000					
Core CPI%	0.713	1.000				
CPI%(HP)	0.517	0.452	1.000			
UIG(Price Only)	0.736	0.702	0.609	1.000		
UIG(ALL,1)	0.558	0.470	0.517	0.720	1.000	
UIG(ALL,2)	0.630	0.622	0.569	0.821	0.628	1.000

資料來源：本研究自行整理。

由表中可以發現，在所有指標中，UIG(Price Only) 與通貨膨脹率 (CPI%)的相關性最高，達 0.736；至於多納入總體與金融相關變數的UIG(ALL,1) 及UIG(ALL,2) 則因為波動太過劇烈與CPI% 的相關性皆未達 0.65。而另兩個常用的指標，CPI%(HP) 也因為太過平滑因此與CPI% 相關係數為最低，僅 0.517。相較之下，另一常用的核心通膨(Core CPI%)，與CPI% 相關係數也達 0.713，僅遜於 UIG(Price Only)。由於要作為合適衡量基本通膨的指標，基本上仍須與通貨膨脹率 (CPI%)具有一定的相關性，因此，我們認為，從相關係數的分析來看，UIG(Price Only) 與 Core CPI% 應是相對合適的可能選擇。

(二) 葛蘭傑因果關係檢定(Granger Causality Test)

為了進一步驗證資料觀察期間各指標

與通貨膨脹率 (CPI%) 間的可能領先與落後關係，我們將藉由雙變量自我迴歸模型下的葛蘭傑因果關係檢定來判斷。首先，我們考慮的 5組雙變量模型自我迴歸模型，分別是 CPI% vs. Core CPI%，CPI% vs. CPI%(HP)，CPI% vs. UIG(Price Only)，CPI% vs. UIG(ALL,1) 與CPI% vs. UIG(ALL,2)；其中，我們以 SIC選取各模型最適的落後期數，各模型依序分別為 VAR(2)、VAR(4)、VAR(2)、VAR(1) 以及VAR(2)。5組對應的雙向葛蘭傑因果關係檢定結果如下表2所示。由表中的檢定結果可以發現，僅Core CPI% 與UIG(Price Only) 具有單向領先CPI% 的特性，其餘指標與CPI% 都是雙向領先的關係。因此，我們認為，從葛蘭傑因果關係檢定的分析來看，UIG(Price Only) 與 Core CPI% 應是相對合適衡量基本通膨的可能指標，其具有顯著單向領先通貨膨脹率的特性。

表2 葛蘭傑因果關係檢定結果

被解釋變數	去除解釋變數	χ^2 統計量	自由度	P-value值
CPI%	Core CPI%	23.036	2	0.000***
Core CPI%	CPI%	0.779	2	0.678
CPI%	CPI%(HP)	102.072	4	0.000***
CPI%(HP)	CPI%	5.57 E+12	4	0.000***
CPI%	UIG(Price Only)	73.556	2	0.000***
UIG(Price Only)	CPI%	3.190	2	0.203
CPI%	UIG(ALL,1)	6.915	1	0.009***
UIG(ALL,1)	CPI%	12.320	1	0.000***
CPI%	UIG(ALL,2)	20.765	2	0.000***
UIG(ALL,2)	CPI%	9.825	2	0.007***
UIG(Price Only)	Core CPI%	4.613	4	0.329
Core CPI%	UIG(Price Only)	73.089	4	0.000***

資料來源：本研究自行整理。

註：VAR方式的Granger Causality test，係Block Exogeneity Wald test，以 χ^2 統計量加以判定。***、** 以及 * 分別代表 1%、5% 以及 10%顯著。

此外，在此架構下，我們也建構Core CPI% vs. UIG(Price Only) 的雙變量自我迴歸模型(其最適落後期數為4期)，並將其對應的雙向葛蘭傑因果關係檢定結列於表2中的最後一欄中。從結果可以清楚發現，UIG(Price Only) 單向顯著地領先Core CPI%。因此，綜合這些結果，我們認為從葛蘭傑因果關係檢定的角度判別，UIG(Price Only) 是最合適衡量基本通膨的可能指標。

(三) VAR模型對應的樣本外預測

在上述 VAR模型對應的樣本外預測表現方面，所設定的擬真樣本外期間為 2010年1月至 2018年12月(共9年)，目標變數都為 1個月後的通貨膨脹率預測。比較基準模型為通貨膨脹率自我迴歸模型 AR(2)，而兩個預測模型則為前一小節的 CPI% vs. Core CPI% 以及CPI% vs. UIG(Price Only) 兩組雙變量模

型自我迴歸模型，預測績效的比較以文獻上常用的Root Mean Squared Error (RMSE) 及 Mean Absolute Error(MAE) 兩指標為主，若指標越小，表示樣本外預測績效越好。相關的結果如下表3所示，由表中結果可以看出，在這樣的架構下，UIG(Price Only) 與 CPI% 所建構的雙變量自我迴歸模型，相較於單變量的CPI% 自我迴歸模型，在預測績效上表現更好，同時也優於 (Core CPI%) 與 CPI% 的雙變量模型預測以及 UIG(ALL,1) 與 CPI% 和UIG(ALL, 2) 與 CPI% 對應的雙變量模型預測。^{註6} 此外，Diebold-Mariano (DM) 檢定也證實，唯一只有UIG(Price Only) 與 CPI% 所建構的雙變量自我迴歸模型，在10%的顯著水準下，顯著優於單變量的CPI% 自我迴歸模型的預測。

表3 樣本外預測比較

	RMSE	MAE
AR(2) for CPI%	0.006856	0.004991
VAR(2) of CPI% and Core CPI%	0.006646	0.004889
VAR(2) of CPI% and UIG(Price Only)	0.006041**	0.004439*
VAR(1) of CPI% and UIG(ALL,1)	0.006908	0.005057
VAR(2) of CPI% and UIG(ALL,2)	0.006636	0.004771

資料來源：本研究自行整理。
註：RMSE 以及 MAE 數值上方的*號表示 DM 檢定的顯著性，***、** 以及 * 分別代表 1%、5% 以及 10%顯著。DM 檢定的虛無假設為所考慮模型的預測績效與 CPI% 的AR(2) 模型一樣好，對立假設則為 CPI% 的AR(2) 模型預測績效較差。

整體而言，綜合相關係數分析、葛蘭傑因果關係檢定以及樣本外的預測表現，我們認為在目前的架構下，以UIG(Price Only) 來作為衡量基本通膨的指標最為合適；UIG(Price Only) 與通貨膨脹率的相關性最高、單向顯著領先通貨膨脹率，同時也可額外提供通貨膨脹率的未來訊息以增進通貨膨脹率的預測。據此，我們認為UIG(Price Only) 具有相對良好的各項性質，因此可作為我國第一個基本通膨估值以輔助決策參考。我們在後續各小節將進一步分析UIG(Price Only) 的統計性質，以讓我們能對其有更全面的瞭解。

三、UIG(Price Only) 的統計性質

(一) 基本統計量

首先，我們進一步分析UIG(Price Only)

的基本統計量。根據表4的敘述統計結果，UIG(Price Only)之平均數為1.482%、中位數為1.360%、標準差為0.989%、全距為5.600%、最大值為5.020%、最小值則為-0.580%。比較表4通貨膨脹率的敘述統計結果，亦如我們所預期，UIG(Price Only)的標準差與全距均小於通貨膨脹率(標準差為1.786%、全距為9.390%)。另外，兩序列的偏度係數皆判定為右偏(其偏度係數為正)，表示出現較為極端的通貨膨脹情況略大於通貨緊縮。進一步對照圖3所呈現消費者物價指數對應的通貨膨脹率與UIG(Price Only) 之時間序列走勢圖，我們可發現UIG(Price Only)的估計結果與一般通膨率在整體的走勢上大致相符，惟UIG(Price Only)的波動幅度較小，一般通膨率的波動幅度則較大。

表4 消費者物價指數對應的通貨膨脹率與UIG(Price Only)

	通貨膨脹率(%)	UIG(Price Only)
平均數	1.597	1.482
中位數	1.405	1.360
標準差	1.786	0.989
變異數	3.190	0.978
峰度	-0.203	0.981
偏度	0.454	1.402
全距	9.390	5.600
最小值	-2.340	-0.580
最大值	7.050	5.020

資料來源：本研究自行整理。

(二) 對應的轉折點認定

由於原始通膨的組成涵蓋了短期影響物價波動的影響，可以想見，若直接藉由通膨本身數列的轉折點進行情勢研判，則將可能因為受到短期波動干擾而造成政策施行的迷失。相對地，UIG(Price Only) 所代表的正是通膨的中長期變動的估算，若能

認定UIG(Price Only) 對應的轉折點將有助於決策者分析當下情勢而提升決策品質與施行時機。因此，根據所估算出的 UIG(Price Only)，我們進一步輔以文獻上常用的 Harding and Pagan (2002) 的方式認定其對應的轉折點，^{註7} 所認定的結果如下表5所示：

表5 UIG(Price Only)的高峰谷底認定

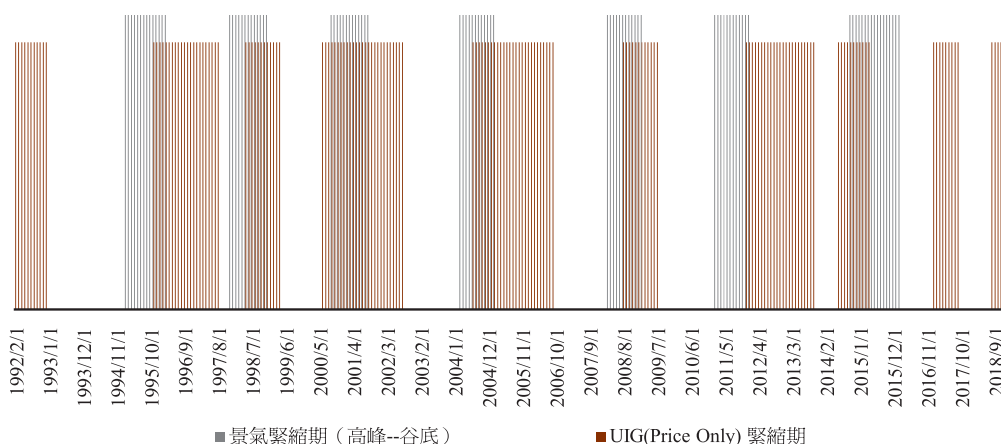
谷底	高峰
1993年1月	1995年10月
1997年9月	1998年4月
1999年5月	2000年6月
2002年8月	2004年7月
2006年9月	2008年7月
2009年8月	2011年11月
2013年11月	2014年5月
2015年5月	2016年12月
2017年10月	2018年7月

資料來源：本研究自行整理。

根據表5，UIG(Price Only)在1992年至2018年的資料期間內，共經歷了8次完整的循環(谷底－高峰－谷底)。其中，UIG(Price Only)最長的擴張期發生在1993年1月至1995年10月，共歷時34個月；相對的，最長的緊縮期則分別發生在2000年6月至2002年8月與2004年7月至2006年9月，兩期皆是歷時27個月。若將表7的結果對照國家發展委員會之台灣歷次景氣循環峰谷日期，^{註8} 如下圖6，我們可以發現，UIG(Price Only)的緊縮期(高

峰－谷底)約略與台灣景氣的緊縮期有所重疊；惟大致而言，UIG(Price Only)緊縮期的發生是落後於景氣循環的緊縮期，並會在景氣循環進入擴張期後的幾個月才結束。根據陳淑玲與黃裕烈(2014)對總體變數之領先、同時與落後性質之認定與其證實結果，CPI的循環大約落後景氣循環5個月，其與我們所認定的UIG(Price Only)緊縮期結果的落後於景氣循環的現象大致相符。

圖6 景氣緊縮期與UIG(Price Only)緊縮期

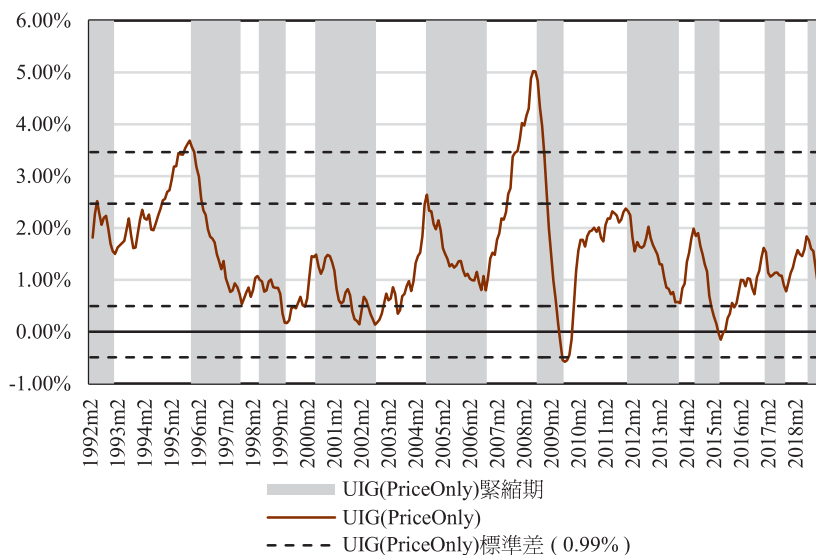


資料來源：本研究自行整理；景氣緊縮期取自國家發展委員會之台灣歷次景氣循環峰谷日期。

另一方面，我們也於圖7呈現UIG(Price Only)的時間序列走勢圖與其緊縮期之認定結果，其中虛線表示的是UIG(Price Only)序列的標準差(0.99%)與兩倍標準差(1.98%)區間。UIG(Price Only)的最大值發生在2008年6月為5.02%，最小值則發生在2009年8月

為-0.58%。由圖中我們可以發現，UIG(Price Only)大多為正值，其同樣約在1990年至1995年間維持在較高水準，隨後便逐漸下跌；直到2007年至2008年間又有相當大的漲幅，隨後又於2009年間大幅的下跌。2010年後，UIG(Price Only)則多維持在0%至2%之間。

圖7 UIG(Price Only)與其緊縮期之時間趨勢圖



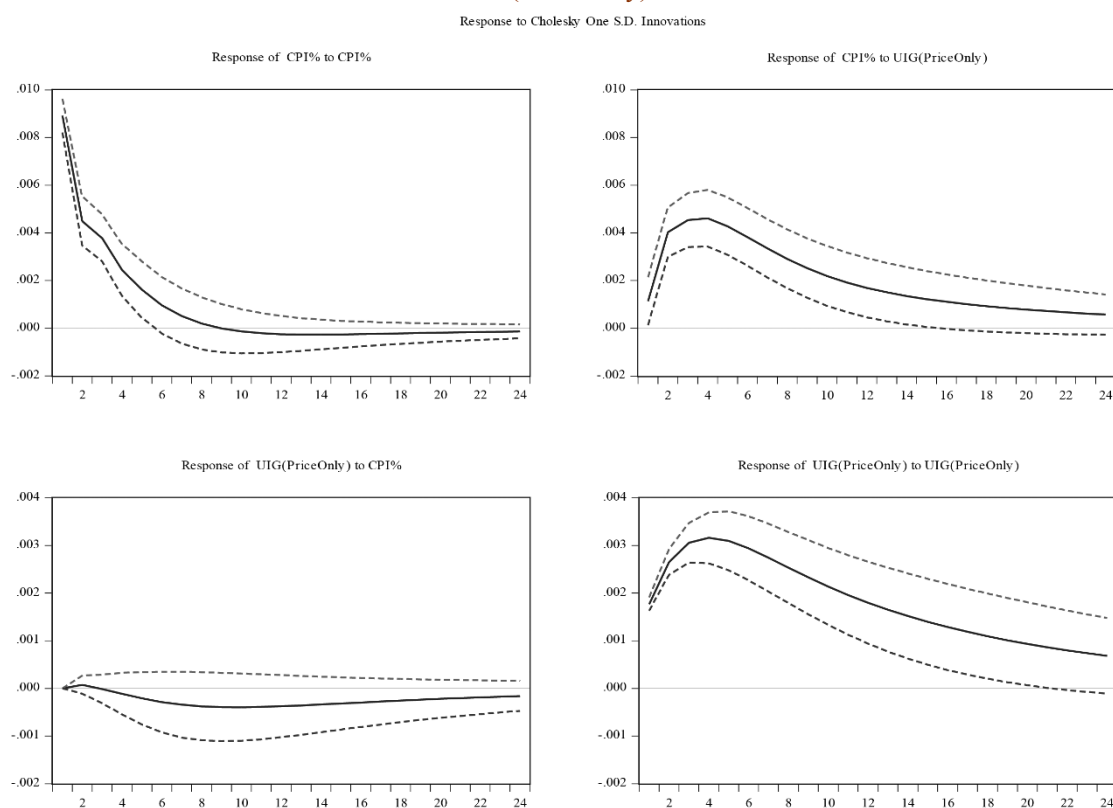
資料來源：本研究自行整理。

(三) VAR模型對應的衝擊反應分析

根據第肆章第二節 UIG(Price Only) 與通貨膨脹率 (CPI%) 建構的 VAR(2) 模型，以及單向的葛蘭傑因果關係檢定結果，我們於圖8中進一步呈現Cholesky衝擊反應與

95% 的信賴區間。由圖8的結果可以看到，UIG(Price Only) 當期一單位標準差的干擾，對於未來12個月的通貨膨脹率都有顯著的正向影響，其對未來通貨膨脹率的顯著影響期間甚至長於通貨膨脹率本身的干擾影響。

圖8 CPI% vs. UIG(Price Only) 的衝擊反應分析



資料來源：本研究自行整理。

伍、結論與討論

在此研究中，我們完成了台灣第一個基本通膨估值的建構。綜合了一連串的統計與計量模型建構與分析後，我們認為單純以物價指數相關資料建構的 UIG(Price Only) 是目前較為合適用來衡量基本通膨中長期趨勢的

指標，其(1)與通貨膨脹率有最高的相關性；(2)具有顯著單向領先通貨膨脹率的特性；(3)衝擊反應分析與擬真的樣本外預測證實其能顯著影響或包含未來通貨膨脹率的訊息；(4)容易更新維護。

藉由此研究的分析結果，我們可以清楚看到，UIG的建構，並不直接與貨幣政策或是精進預測連結，而是透過統計與計量模型將代表通貨膨脹率中長期趨勢的基本通膨拆解出來。由於多數的貨幣政策除了具有政策效果的遞延性外，決策者考量政策施作的時機也必須依賴當下通膨的中長期態勢的研判，因此，UIG(Price Only)的建構恰提供了可能優於傳統研判方式的另一套估算方式。除了以UIG(Price Only)為基礎的轉折點可供參考以協助決策者判讀中長期通膨趨勢外，衝擊反應函數分析也呈現了當下的非預期 UIG 的衝擊如何顯著影響未來12個月的CPI%的變動幅度。因此，我們認為，此UIG的建構對貨幣政策意涵的最大的影響在於，在政策制訂者原依賴基本通膨而進行決策的架構或範疇中，UIG(Price Only)能更清楚估算中長期趨勢進而能提升決策者的決策品質。此外，藉由UIG(Price Only)以及UIG(ALL)的表現差距，以及與國外文獻結果的差異，我們也間接證實我國央行在穩定物價上的結論：「長期而言，我國通膨率較主要國家低而穩定(low and stable)。」。^{註9}因此，我們不必然得到和其他國家在建構UIG時一樣的結論。此外，我們也認為，此研究成果其實也間接支持了我國央行過往確實努力「因應總體經濟金融情勢變化，彈性調整貨幣政策，運用各項政策工具，以達成維持物價穩定之經營目標。」，這部分的成效或

許也與其他國家不同。

簡而言之，根據「中央銀行法」，央行經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及在上述目標範圍內協助經濟成長。其中，維護對內幣值穩定即為維持國內物價水準的穩定。據此，我們更應了解當下各期代表中長期通貨膨脹率的UIG，此將有助我們研判中長期變動是否遵循維持物價穩定之經營目標。UIG的建構方式係參考紐約聯邦準備銀行之方法，本研究結果發現UIG(Price Only)指標不僅與既有常用的方法(如核心通膨與運用HP-filter所建構的通貨膨脹率)具一定程度的相關性；更進一步，藉由進階計量模型的設計與建構，UIG(Price Only)指標能同時提供多種面向變數的橫斷面與時間序列訊息。另一方面，本研究透過進階統計性質分析了解UIG(Price Only)指標與通貨膨脹率之關係，實證結果證明UIG(Price Only)指標具有單向領先通貨膨脹率的特性，與UIG(Price Only)指標擁有相對良好的預測績效等，表示UIG(Price Only)指標確實有助了解當前或未來通貨膨脹率的變化。綜合上述，UIG(Price Only)的建構對貨幣政策擬定的協助在於，提供決策者過濾短期波動後的中長期通貨膨脹率，協助了解當前通膨率的變化是否為短期波動，做出適宜的政策研判，達成物價穩定的央行經營目標。

附 註

- (註1) 此時，相對應的年成長率就稱為「核心通貨膨脹率」，或簡稱為「核心通膨」。
- (註2) 當切分頻率選為 $\pi/6$ 時，因為 $2\pi/(\pi/6)=12$ ，所以在月資料的架構下，所對應的週期恰為 12 個月(即 1 年)。因此，當所考慮的頻率比 $\pi/6$ 小時，其對應的週期都將超過 1 年。
- (註3) 值得一提的是，一般化動態因子的估計，若沒有搭配後續投影至靜態因子空間與平滑化等步驟，則只能估計 χ_t 、 Γ_k^x 與 Γ_k^ε 兩組自我共變異數矩陣以及中長期 Γ_k^{xLR} 和短期 Γ_k^{xSR} 兩的共變異矩陣，並無法直接將 χ_t 進一步拆解成中長期波動 χ_t^{LR} 以及短期波動 χ_t^{SR} 兩部分。
- (註4) 因應部分實際資料發佈的落後特性，針對某一目標月份的 UIG 估算，實務上需等次月後，部分資料發佈後才可能進行估測。但由於不同資料在次月的發佈日並不同，因此我們可以根據新發佈的資料依序進行更新目標月份的 UIG 估算。
- (註5) 此部分以 Eviews 的 Hodrick-Prescott Filter 套件完成，其中，參數 Lambda 的值設定為 14400。
- (註6) 在類似的架構下，我們也比較了 UIG(Price Only) 是否對增進 Core CPI% 的預測有助益。透過 BIC 選取對應雙變量 VAR 模型最適合的落後期數後，則不論是 RMSE 或是 MAE 兩種預測誤差評估，單獨使用 CoreCPI% 的 RMSE 或是 MAE 都高於多納入 UIG(Price Only) 變數的模型預測結果。因此，納入 UIG(Price Only) 對於 CoreCPI% 未來預測是可能提供助益的。
- (註7) 此部分的認定我們透過 Eviews 中的 BBQ 套件完成，其各對應的參數設定為：Turn Phase = 5 表示月頻率資料，Minimum Phase = 6 表示每一階段的持續性最少 6 個月，Minimum Cycle = 5 表示觀察期間至少認定出 5 個循環，Threshold = 0.05 表示允許最大的高峰谷底差距下的例外原則。
- (註8) 請參考國家發展委員會網站，https://www.ndc.gov.tw/Content_List.aspx?n=EB8094238F87553B。
- (註9) 此摘錄自我國央行於中華民國中央銀行全球資訊網中的主動公開政府資訊中關於「穩定物價」的內容陳述，參考網址為：https://www.cbc.gov.tw/lp.asp?ctNode=990&CtUnit=544&BaseDSD=7&mp=1&fbclid=IwAR07pXJdR1IX6Q2b692TF1qByyUhqCa6bZ-PULfbSyMe0-jnAHJNw_t5yi8

參考文獻

中文文獻

徐士勛 2019. 「以動態因子模型解構巨量資料的中長期波動」，學術文稿。

陳淑玲與黃裕烈 2014. 「總體變數之領先、同時與落後性質之認定與指標構成項目之選取—LARS方法的運用」，*台灣經濟預測與政策*，44(2): 133-170。

英文文獻

Altissimo, F., A. Bassanetti, R. Cristadoro, M. Forni, M. Lippi, L. Reichlin, and G. Veronese. 2001. "EuroCOIN: A Real-Time Coincident Indicator for the Euro Area Business Cycle." *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper*, no. 3108.

Amstad, M and A.M. Fischer. 2009. "Are Weekly Inflation Forecasts Informative?" *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(2): 237-252.

Amstad, M. and S. Potter. 2009. "Real Time Underlying Inflation Gauge for Monetary Policymakers," *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 420.

Amstad, M., Y. Huan, and G. Ma. 2014. "Developing an Underlying Inflation Gauge for China." *BIS Working Papers*, no. 465.

Amstad, M., S. Potter and R. Rich. 2017. "The New York Fed Staff Underlying Inflation Gauge (UIG)." *FRBNY Economic Policy Review*(December).

Cristadoro, R., M. Forni, L. Reichlin, and G. Veronese. 2005. "A Core Inflation Indicator for the Euro Area." *Journal of Money, Credit, and Banking* 37, no. 3 (June): 539–60.

Forni, M., M. Hallin, M. Lippi, and L. Reichlin. 2000. "The Generalized Dynamic-Factor Model: Identification and Estimation." *The Review of Economics and Statistics* 82, no. 4 (November): 540–54.

Forni, M., M. Hallin, M. Lippi, and L. Reichlin. 2005. "The Generalized Dynamic Factor Model: One-Sided Estimation and Forecasting." *Journal of the American Statistical Association* 100, no. 471 (September): 830–40.

Hiromichi S. and S. Takashi. 2017. "In Search of the "Underlying" Inflation Rate." *Japan Economic Analysis* Issue no. 77.

Khan, M., L. Morel and P. Sabourin. 2013. "The Common Component of CPI: An Alternative Measure of Underlying Inflation for Canada," *Bank of Canada Working Paper*, No. 2013-35.

Harding, D. and A. Pagan. 2002. "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation", *Journal of Monetary Economics* 49, no.2 (March): 365-381.

Stock, J. H., and M. W. Watson. 1999. "Forecasting Inflation." *Journal of Monetary Economics* 44, no. 2 (October): 293–335.

Stock, J. H., and M. W. Watson. 2002. "Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors." *Journal of the American Statistical Association* 97, no. 460 (December): 1167–79.

Stock, J. H., and M. W. Watson. 2016. "Core Inflation and Trend Inflation." *The Review of Economics and Statistics* 98, no. 4 (October): 770–84.

附錄A 台灣消費者物價指數直接與間接資料

我們於下表列出台灣資料數列與其所對應的Amstad et al. (2017) 資料；其中台灣各數列資料皆取於TEJ台灣經濟新報資料庫。發布欄位標示該數列資料所發布的時間，其中W表示當月資料於當月下旬發布；X表示當月資料於隔月上旬發布；Y表示當月資料於隔月中旬發布；Z表示當月資料於隔月下旬發布。季調欄位標示該數列資料所採用的

季節調整方法，其中，A表示以美國人口普查局(the United States Census Bureau)所發布的X-13ARIMA-SEATS方法進行季節調整；B代表該數列資料以分解季節項之方法進行季節調整。轉換欄位則標示該數列資料於季節調整後所進行的資料轉換方式，其中，1表示將該數列轉換為成長率之計算方式，2則表示直接將數列取差分。

A.1 消費者物價相關變數(Prices)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /		Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱	
1	台灣-CPI總指數(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 1 CPI-U: All items (NSA, 1982-84=100)
2	台灣-CPI-商品性質分類-商品類(含食物)(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 10 CPI-U: Commodities (NSA, 1982-84 = 100)
3	台灣-CPI-商品性質分類-耐久性消費品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1 11 CPI-U: Durable commodities (NSA, 1982-84 = 100)
4	台灣-CPI-商品性質分類-非耐久性消費品(含食物)(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 12 CPI-U: Nondurable commodities (NSA, 1982-84 = 100)
5	台灣-CPI-商品性質分類-服務類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 13 CPI-U: Services (NSA, 1982-84 = 100)
6	台灣-CPI-商品性質分類-交通及通訊服務(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 15 CPI-U: Transportation services (NSA, 1982-84 = 100)
7	台灣-CPI-商品性質分類-雜項服務(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1 16 CPI-U: Other services (NSA, 1982-84 = 100)
8	台灣-CPI-基本分類-交通設備(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 21 CPI-U: Utilities and public transportation (NSA, 1982-84 = 100)
9	台灣-CPI-基本分類-食物類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 23 CPI-U: Food (NSA, 1982-84 = 100)
10	台灣-CPI-基本分類-穀類及其製品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 27 CPI-U: Cereals and cereal products (NSA, 1982-84 = 100)
11	台灣-CPI-基本分類-肉類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1 43 CPI-U: Meats (NSA, 1982-84 = 100)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /					Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱	
12	台灣-CPI-基本分類-肉類製品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	52	CPI-U: Other meats (NSA, 1982–84 = 100)	
13	台灣-CPI-基本分類-水產品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	57	CPI-U: Fish and seafood (NSA, 1982–84 = 100)	
						59	CPI-U: Frozen fish and seafood (NSA, 1982–84 = 100)	
14	台灣-CPI-基本分類-加工水產品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	58	CPI-U: Canned fish and seafood (NSA, 1982–84 = 100)	
15	台灣-CPI-基本分類-蛋類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	60	CPI-U: Eggs (NSA, 1982–84 = 100)	
16	台灣-CPI-基本分類-乳類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	61	CPI-U: Dairy and related products (NSA, 1982–84 = 100)	
17	台灣-CPI-基本分類-水果(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	67	CPI-U: Fresh fruits (NSA, 1982–84 = 100)	
18	台灣-CPI-基本分類-蔬菜(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	71	CPI-U: Fresh vegetables (NSA, 1982–84 = 100)	
19	台灣-CPI-基本分類-非酒精性飲料及材料(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	78	CPI-U: Nonalcoholic beverages and beverage materials (NSA, 1982–84 = 100)	
20	台灣-CPI-基本分類-食用油(2011=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	86	CPI-U: Fats and oils (NSA, 1982–84 = 100)	
21	台灣-CPI-基本分類-調理食品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	91	CPI-U: Frozen and freeze dried prepared food (NSA, 1982–84 = 100)	
22	台灣-CPI-基本分類-其他食品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	92	CPI-U: Snacks (NSA, 1982–84 = 100)	
23	台灣-CPI-基本分類-調味品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	93	CPI-U: Seasonings, condiments, sauces, spices (NSA, 1982–84 = 100)	
24	台灣-CPI-商品性質分類-外食費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1	95	CPI-U: Food away from home (NSA, 1982–84 = 100)	
25	台灣-CPI-基本分類-酒(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	96	CPI-U: Alcoholic beverages (NSA, 1982–84 = 100)	
26	台灣-CPI-基本分類-居住類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	104	CPI-U: Housing (NSA, 1982–84 = 100)	
27	台灣-CPI-基本分類-燃氣(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	115	CPI-U: Other [than fuel oil] household fuels (NSA, Dec 86 = 100)	
28	台灣-CPI-基本分類-電費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	117	CPI-U: Household electricity (NSA, 1982–84 = 100)	
29	台灣-CPI-基本分類-家庭管理費用(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1	121	CPI-U: Household furnishings and operation (NSA, 1982–84 = 100)	
30	台灣-CPI-基本分類-家庭用品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	122	CPI-U: Household furniture and bedding (NSA, 1982–84 = 100)	
31	台灣-CPI-基本分類-衣著類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	128	Apparel	
32	台灣-CPI-基本分類-男人衣著(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	129	Men's and boys' apparel	
						130	Men's apparel	

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /			Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱	
33	台灣-CPI-基本分類-女人衣著(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	135 Women's and girls' apparel 136 Women's apparel
34	台灣-CPI-基本分類-鞋類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	140 Footwear
35	台灣-CPI-基本分類-交通及通訊類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	148 Transportation
36	台灣-CPI-基本分類-交通工具(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	150 New and used vehicles 151 New vehicles
37	台灣-CPI-基本分類-油料費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	155 Motor fuel
38	台灣-CPI-基本分類-交通工具零件及維修費(2016=100)(指數)	1981/1	X	A	1	159 Motor vehicle parts and equipment
39	台灣-CPI-基本分類-運輸費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	167 CPI-U: Public transportation (NSA, 1982-84 =100)
40	台灣-CPI-基本分類-醫藥保健類(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	171 CPI-U: Medical care (NSA, 1982-84 =100)
41	台灣-CPI-基本分類-藥品及保健食品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	172 CPI-U: Medical care commodities (NSA, 1982-84 =100)
42	台灣-CPI-基本分類-醫療保健器材(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	172 CPI-U: Medical care commodities (NSA, 1982-84 =100)
43	台灣-CPI-基本分類-醫療費用(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	177 CPI-U: Medical care services (NSA, 1982-84 =100) 178 CPI-U: Professional medical care services (NSA, 1982-84 =100)
44	台灣-CPI-基本分類-娛樂費用(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	185 CPI-U: Recreation (NSA, Dec 97 = 100)
45	台灣-CPI-基本分類-娛樂服務(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	196 CPI-U: Admissions (NSA, 1982-84 = 100)
46	台灣-CPI-基本分類-教養費用(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	199 CPI-U: Education and communication (NSA, Dec 97 = 100) 200 CPI-U: Education (NSA, Dec 97 = 100)
47	台灣-CPI-基本分類-教養設備及用具(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1	201 CPI-U: Educational books and supplies (NSA, 1982-84 = 100)
48	台灣-CPI-基本分類-學雜費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1	202 CPI-U: Tuition, other school fees, and child care (NSA, 1982-84 = 100)
49	台灣-CPI-基本分類-補習及學習費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	202 CPI-U: Tuition, other school fees, and child care (NSA, 1982-84 = 100)
50	台灣-CPI-基本分類-通訊費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	206 CPI-U: Communication (NSA, Dec 97 = 100)
51	台灣-CPI-基本分類-美容及衛生用品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	216 CPI-U: Personal care products (NSA, 1982-84 = 100)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /					Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱	
52	台灣-CPI-基本分類-理容服務費(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	219	CPI-U: Miscellaneous personal services (NSA, 1982-84 = 100)	
53	台灣-WPI-內外銷及產地來源分類-依產地來源進口品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	241	Import Price Index: All imports (NSA, 2000 =100)	
54	台灣-WPI-內外銷及產地來源分類-依內外銷出口品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	242	Export Price Index: All exports (NSA, 2000 =100)	
55	台灣-WPI(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	-	-	
56	台灣-WPI-內銷品加工階段分類-最終產品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	224	PPI: Finished consumer goods (NSA, 1982 = 100)	
57	台灣-WPI-內銷品加工階段分類-非耐久用品(2016=100)(指數)	1981/1	X	A	1	229	PPI: Consumer nondurable goods less food (NSA,1982 = 100)	
58	台灣-WPI-內銷品加工階段分類-耐久用品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	230	PPI: Consumer durable goods (NSA, 1982 = 100)	
59	台灣-WPI-內銷品加工階段分類-資本用品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	B	1	231	PPI: Finished capital equipment (NSA, 1982 = 100)	
60	台灣-WPI-內銷品加工階段分類-中間產品(2016=100)-月(指數)	1981/1	X	A	1	235	PPI: Intermediate materials, supplies, and components (NSA, 1982 = 100)	
61	台灣-CPI-基本分類-公共附加費(2016=100)-月(指數)	1991/1	X	A	1	120	CPI-U: Garbage and trash collection (NSA, Dec 83 = 100)	
62	台灣-CPI-基本分類-其他交通服務費(2016=100)-月(指數)	1991/1	X	B	1	165	CPI-U: Motor vehicle maintenance and servicing (NSA, 1982-84 =100)	
63	台灣-CPI-基本分類-通訊設備(2016=100)-月(指數)	1991/1	X	A	1	212	CPI-U: Information technology, hardware, and services (NSA, Dec 1988 = 100)	
64	台灣-WPI-內銷品基本分類-食品(2016=100)-月(指數)	1991/1	X	A	1	225	PPI: Finished consumer foods (NSA, 1982 = 100)	

A.2 實質面變數(Real Variables)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱 / 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 / Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱

1	台灣-景氣對策信號綜合分數-月(分數)	1971/1	Z	A	2	-	-	
2	台灣-IPI總指數(2016=100)-月(指數)	1996/1	Z	A	1	-	-	
3	台灣-消費者信心指數-月(指數)	1999/1	W	A	1	-	-	
4	台灣-實質出口額年增率(一般貿易制)-月(%)	2002/1	X	A	2	-	-	
5	台灣-實質進口額年增率(不含復進口)(一般貿易制)-台幣-月(%)	2002/1	X	A	2	-	-	
6	台灣-新增訂單擴散指數-月(季節調整)(指數)	2011/10	X	A	2	1		ISM: Mfg: New Orders Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
7	台灣-生產擴散指數-月(季節調整)(指數)	2011/10	X	A	2	2		ISM: Mfg: Production Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
8	台灣-人力僱用擴散指數-月(季節調整)(指數)	2011/10	X	A	2	3		ISM: Mfg: Employment Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
9	台灣-供應商交貨時間擴散指數-月(指數)	2011/10	X	A	2	4		ISM: Mfg: Vendor Deliveries Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
10	台灣-現有原物料存貨擴散指數-月(指數)	2011/10	X	A	2	5		ISM: Mfg: Inventories Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
11	台灣-原物料價格指數-月(指數)	2011/10	X	A	2	6		ISM: Mfg: Prices Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
12	台灣-未完成訂單指數-月(指數)	2011/10	X	A	2	7		ISM: Mfg: Backlog of Orders Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
13	台灣-新增出口訂單指數-月(指數)	2011/10	X	A	2	8		ISM: Mfg: New Export Orders Index(NSA, 50+ = Econ Expand)
14	台灣-進口原物料數量指數-月(指數)	2011/10	X	A	2	9		ISM: Mfg: Imports Index (NSA, 50+ = Econ Expand)
15	台灣-商業服務業景氣指標-月(指數)	2012/1	X	A	1	-	-	
16	北海布蘭特原油現貨(平均)(美元桶)	1984/1	W	A	1	-	-	
17	西德州中級原油現貨(平均)(美元桶)	1984/1	W	A	1	4		Spot commodity price—West Texas Intermediate crude oil, Cushing OK
						39		Light Sweet Crude Oil Futures Price: 1st exp contract nearby settlement (EOP, \$/bbl)
18	杜拜輕原油現貨(平均)(M)(美元桶)	1989/4	W	A	1	40		Light Sweet Crude Oil Futures Price: 3 month contract settlement (EOP, \$/bbl)
						41		Light Sweet Crude Oil Futures Price: 6 month contract settlement (EOP, \$/bbl)

A.3 勞動市場變數(Labor)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱 / 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 / Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱

1	台灣-失業率-月(%)	1971/1	Z	B	2	1	Unemployment rate: 16–24 years (NSA, %)
						2	Unemployment rate: 25–34 years (NSA, %)
						3	Unemployment rate: 35–44 years (NSA, %)
						4	Unemployment rate: 45–54 years (NSA, %)
						5	Unemployment rate: 55 years and over (NSA, %)
2	台灣-失業人口數-月(千人)	1978/1	Z	A	1	18	Unemployment (NSA, thousands)
3	台灣-勞動參與率-月(%)	1980/1	Z	A	2	6	Civilian employment-population ratio: 16–24 years (NSA, ratio)
						7	Civilian employment-population ratio: 25–34 years (NSA, ratio)
						8	Civilian employment-population ratio: 35–44 years (NSA, ratio)
						9	Civilian employment-population ratio: 45–54 years (NSA, ratio)
						10	Civilian employment-population ratio: 55 years and over (NSA, ratio)
4	台灣-平均失業周數-月(週)	2003/1	Z	A	2	11	Average weeks unemployed: 16–19 years (NSA)
						12	Average weeks unemployed: 20–24 years (NSA)
						13	Average weeks unemployed: 25–34 years (NSA)
						14	Average weeks unemployed: 35–44 years (NSA)
						15	Average weeks unemployed: 45–54 years (NSA)
						16	Average weeks unemployed: 55–64 years (NSA)
						17	Average weeks unemployed: 65 years and over (NSA)
5	台灣-經常性薪資-各行業-月(台幣)	1980/1	Z	A	1	-	-

A.4 貨幣面變數(Money)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /				Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱	
1	台灣-貨幣總計數-M1B-月底-月-台幣(百萬)	1971/1	Z	A	1	1	Money stock: M1 (NSA, billions \$)
2	台灣-貨幣總計數-M2-月底-台幣-月(百萬)	1971/1	Z	A	1	2	Money stock: M2 (NSA, billions \$)
3	台灣-準備貨幣-月底-月-台幣(百萬)	1971/1	Y	A	1	3	Adjusted monetary base (NSA, millions \$)
4	台灣-金融機構-準備金-超額準備-月-台幣(百萬)	1971/1	Y	A	1	5	Adjusted nonborrowed reserves of depository institutions (NSA, millions \$)
5	台灣-金融機構-準備金-實際準備合計-月-台幣(百萬)	1987/5	Y	A	1	4	Adjusted reserves of depository institutions (NSA, millions \$)

A.5 金融面變數(Financial)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /				Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱	
1	台灣-中央銀行-重貼現率-月(%)	1971/1	W	B	2	5	Federal funds effective rate
2	台灣英鎊兌新台幣匯率月底值-美式(英鎊)	1971/1	W	A	1	18	Spot price (GBP/\$)
3	台灣瑞士法郎兌新台幣匯率月底值-美式(瑞法郎)	1971/1	W	A	1	20	Spot Price (Swiss franc/\$)
4	台灣發行量加權股價指數1966=100(指數)	1971/1	W	A	1	36	Standard and Poor' s 500 Price Earnings Ratio Index
5	台灣美元兌新台幣匯率(美元)	1971/1	W	A	1	-	-
6	台灣澳大利亞幣兌新台幣匯率月底值-美式(澳幣)	1971/1	W	A	1	-	-
7	台灣港幣兌新台幣匯率月底值-美式報價(港幣)	1971/1	W	A	1	-	-
8	台灣新加坡幣兌新台幣匯率月底值-美式(加坡元)	1973/6	W	A	1	-	-
9	台灣-貨幣市場利率-國庫券-初級市場-1-91天-月(%)	1973/10	W	B	2	6	3-month Treasury bill rate coupon equivalent
10	台灣-證券市場-股票-成交金額-月-台幣(百萬)	1976/1	W	A	1	35	New York Stock Exchange total volume
11	台灣加拿大幣兌新台幣匯率月底值-美式(加幣)	1980/1	W	A	1	-	-
12	台灣-貨幣市場利率-國庫券-初級市場-92-182天-月(%)	1981/3	W	B	2	7	6-month Treasury bill rate coupon equivalent
13	台灣-資本市場利率-政府公債-5年期-月(%)	1985/1	W	B	2	9	5-year Treasury note yield at constant maturity (% p.a.)
14	台灣-資本市場利率-政府公債-7年期-月(%)	1985/1	W	B	2	10	7-year Treasury note yield at constant maturity (% p.a.)

台灣資料編號 / 台灣資料名稱		/ 起始年月 / 發佈 / 季調 / 轉換 /					Amstad et al. (2017) / 對應資料名稱
15	台灣日圓兌新台幣匯率月底值-美式(日圓)	1986/11	W	A	1	19	Spot price (yen/\$)
16	台灣-資本市場利率-政府公債-10年期-月(%)	1987/10	W	B	2	11	10-year Treasury note yield at constant maturity (% p.a.)
17	台灣-消費者貸款-消費者貸款-信用卡循環信用餘額-月-台幣(百萬)	1988/1	W	B	1	24	Total revolving U.S. consumer credit outstanding
18	台灣-消費者貸款及建築貸款餘額-消費者貸款-汽車貸款-月-台幣(百萬)	1988/1	W	A	1	25	Total non-revolvingU.S. consumer credit outstanding
19	台灣-消費者貸款-消費者貸款-其他個人消費性貸款-月-台幣(百萬)	1988/1	W	A	1	25	Total non-revolvingU.S. consumer credit outstanding
20	台灣-消費者貸款及建築貸款餘額-消費者貸款-小計-月-台幣(百萬)	1988/1	W	A	1	30	Consumer loans in bank credit: All commercial banks (NSA, billions \$)
21	台灣-營造工程指數-營造工程總指數(2016=100)-月(指數)	1991/1	X	A	1	54	FIBER Industrial Materials Index: All Items (1990 = 100)
22	台灣歐元兌新台幣匯率月底值(歐元)	1992/1	W	A	1	17	Spot price (euro/\$) (Revised backwards)
23	台灣-全體銀行放款餘額-合計-月-台幣(百萬)	1997/1	Z	A	1	23	Bank credit: all commercial banks (NSA, billions \$)
24	台灣-全體銀行放款餘額-短期放款與透支-擔保-月-台幣(百萬)	1997/1	Z	A	1	26	Securities in bank credit: all commercial banks (NSA, billions \$)
25	台灣-全體銀行放款餘額-中長期放款-擔保-月-台幣(百萬)	1997/1	Z	A	1	26	Securities in bank credit: all commercial banks (NSA, billions \$)
26	台灣-全體銀行放款餘額-借戶部門別-政府機關-月-台幣(百萬)	1997/1	Z	A	1	27	U.S. government securities in bank credit: all commercial banks (NSA, billions \$)
27	台灣-全體銀行放款餘額-公營企業-購置不動產-月-台幣(百萬)	1997/1	Z	A	1	28	Real estate loans in bank credit: all commercial banks (NSA, billions \$)
28	台灣-全體銀行放款餘額-公營企業-製造業合計-月-台幣(百萬)	1997/1	Z	A	1	29	Commercial and Industrial loans in bank credit: All commercial banks (NSA, billions \$)
29	台灣-新台幣實質有效匯率指數(2010=100)-月(指數)	2005/4	Y	A	1	21	Board Narrow Nominal Effective Exchange Rate Index: United States
						22	Board Broad Nominal Effective Exchange Rate: United States (2000 = 100)

國內經濟金融情勢（民國108年第2季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

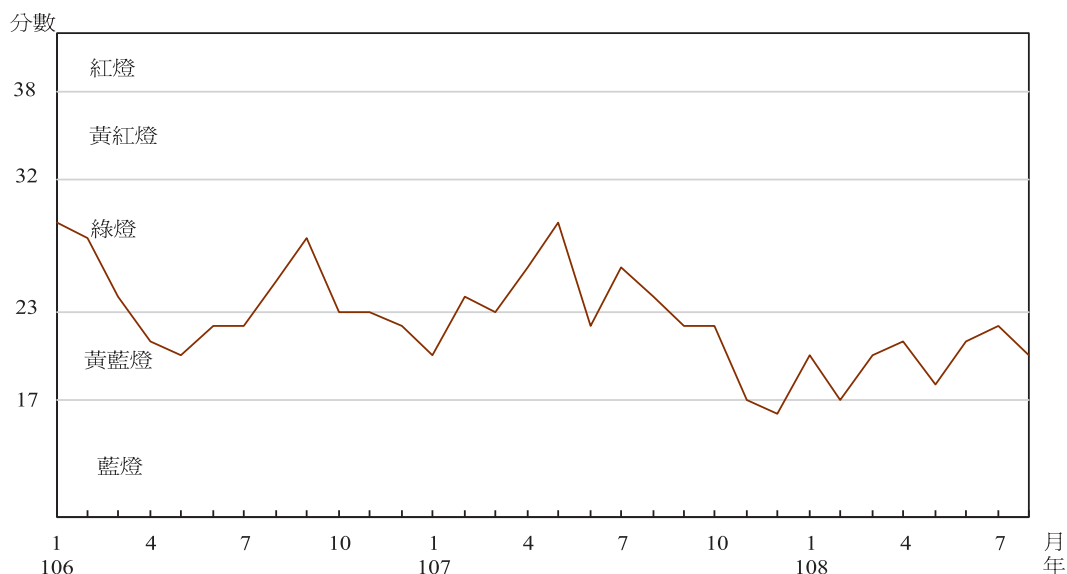
一、國內景氣和緩

由於工業生產指數、製造業銷售量與批發、零售及餐飲業營業額，以及股價指數成長均呈減緩，本(108)年8月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為20分，較上月減少2分(圖1)，續呈黃藍燈；領先指標續跌，惟同時指標續升，顯示國內景氣不確定性風險仍

高。

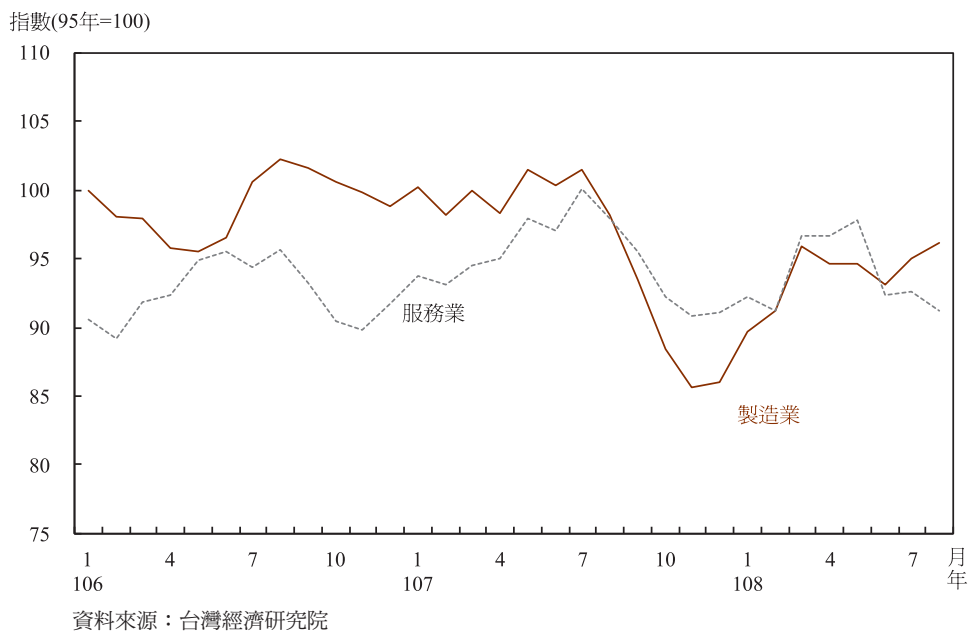
受美中貿易衝突影響，全球景氣仍有下行壓力，製造業及服務業均保守看待未來景氣，惟逢製造業傳統旺季，台經院製造業營業氣候測驗點由7月之94.98點升為8月之96.14點；服務業則逢車市淡季，營業氣候點由92.62點降為91.16點(圖2)。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會

圖2 營業氣候測驗點



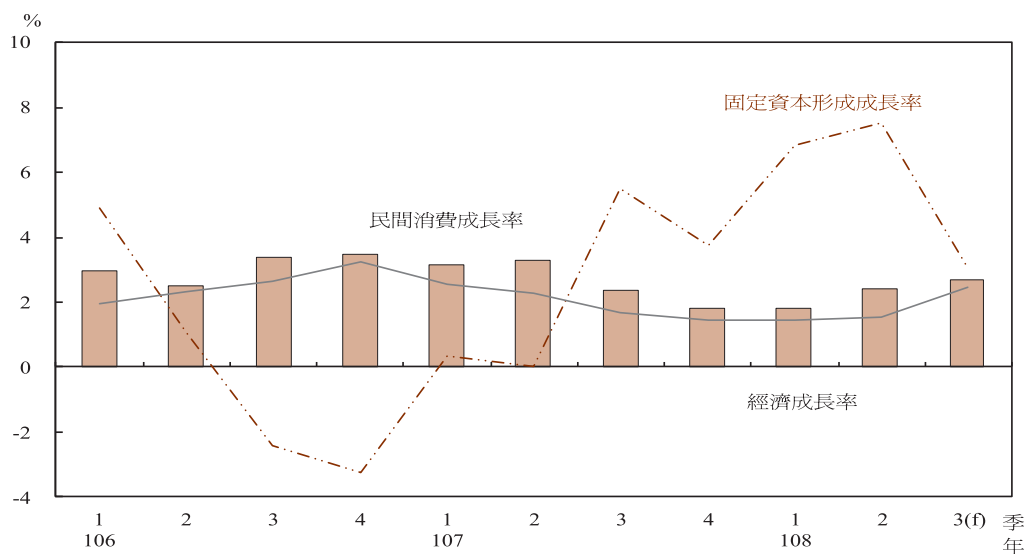
二、經濟成長將續升

本年第2季，美中貿易衝突加劇，全球經貿動能減弱，台灣出口續呈負成長，惟出口物價跌幅擴大，致實質輸出成長優於預期，加以國內半導體廠商資本支出擴增，以及運輸工具投資增加，民間投資成長升溫，經濟成長率上修為2.40%(圖3、表1)，係近4

季來新高。

展望第3季，美中貿易紛爭未解，全球經貿不確定性風險仍高，惟台商回流擴增產能及轉單效應可望延續，有助出口動能提升，加以國內半導體廠商廣續投資，以及台商回台投資逐步落實，主計總處預測經濟成長率略升為2.67%；全年則為2.46%。

圖3 經濟成長率、投資與民間消費成長率



註：f為預測數

資料來源：行政院主計總處

表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入
					民間	公營事業	政府		
106		3.08	2.54	-0.63	-0.12	-1.09	0.17	5.77	7.43
107		2.63	1.99	3.66	2.47	1.79	13.78	2.53	3.75
108 f		2.46	2.03	-0.12	5.96	5.01	8.35	10.69	3.47
107/2		3.29	2.29	5.87	0.02	-0.12	4.76	-1.44	6.33
3		2.38	1.69	-1.47	5.51	5.48	21.40	1.57	1.35
4		1.80	1.46	4.11	3.75	0.97	22.59	7.78	1.63
108/1 r		1.83	1.46	-3.30	6.85	7.04	4.43	6.60	0.87
2 p		2.40	1.55	-2.66	7.51	6.48	11.31	12.17	4.13
3 f		2.67	2.45	3.32	3.04	1.27	10.97	11.96	4.76
108年 第2季	貢獻百分點 p	2.40	0.85	-0.39	1.53	1.11	0.11	0.30	2.68
									1.94

註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數

資料來源：行政院主計總處

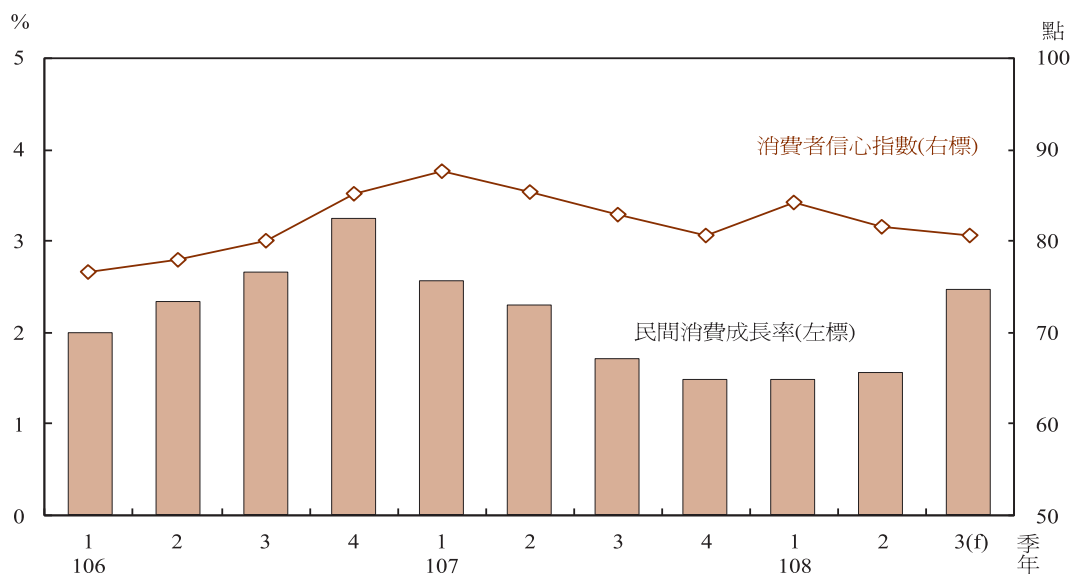
三、民間消費升溫

本年第2季，雖然股市交易持續萎縮(上市櫃股票成交值衰退21.3%)，惟零售業及餐飲業營業額分別成長3.9%及4.0%，汽車新增掛牌數亦轉呈正成長2.5%，民間消費成長率略升為1.55%(圖4、表1)。

7月初以來，全球金融市場波動加劇，

加以國內薪資成長趨緩，影響民間消費信心；惟7至8月零售業及餐飲業營業額持續穩定成長(分別年增5.7%、5.1%)，加以政府推出「擴大秋冬國民旅遊獎勵計畫」(含第二波加碼方案)，以及續推節能家電補助等激勵消費措施，主計總處預測第3季民間消費成長率續升為2.45%；全年則為2.03%。

圖4 消費者信心指數與民間消費成長率



註：f為預測數

資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

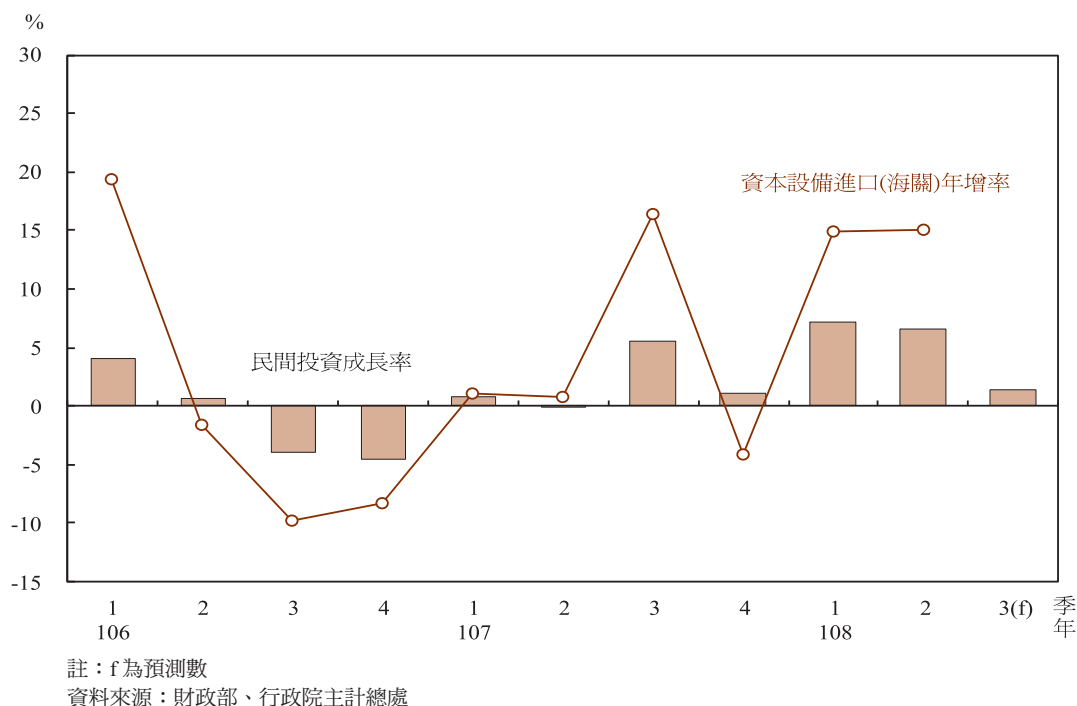
四、民間投資動能持穩

本年第2季，由於國內半導體業者擴增資本支出(以新台幣計價之資本設備進口年增20.9%)，民間機器設備投資成長17.0%，加以營業用客貨車及飛機等購置增加，民間運輸工具投資由第1季之-11.9%轉呈年增

8.0%，民間投資續成長6.48%(圖5、表1)。

由於國內半導體廠商為維持高階製程廣續投資，加以台商回台投資逐步落實，民間投資動能可望持穩，惟上年同期基期較高，主計總處預測第3季民間投資成長率回降為1.27%；全年則成長5.01%。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率



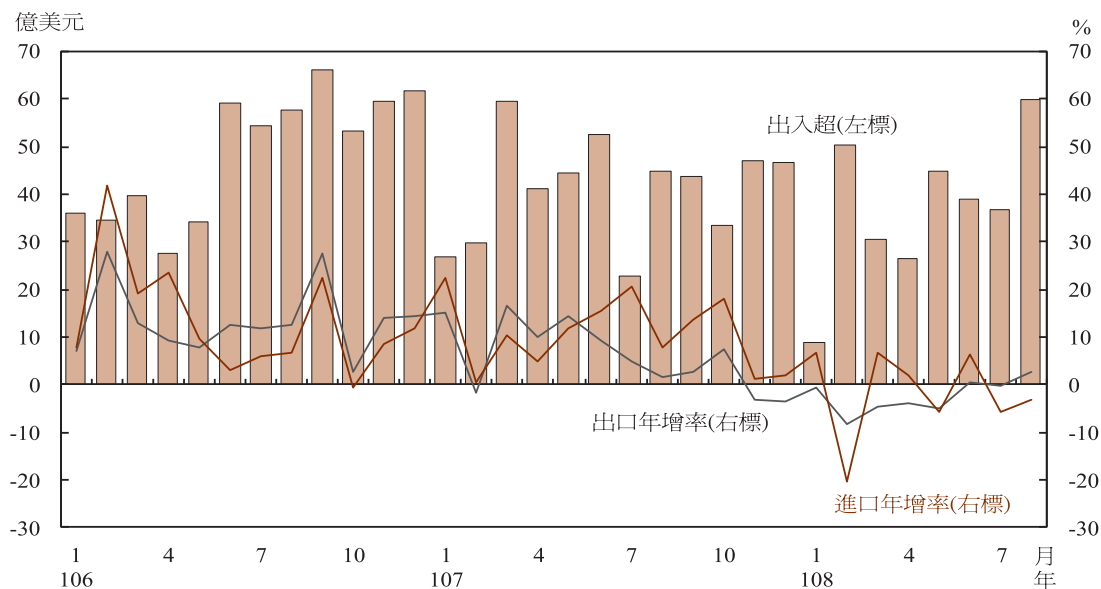
五、出口轉呈正成長

本年第2季，美中貿易戰未歇，全球景氣趨緩，加以國際原物料價格下滑，塑化製品、基本金屬及其製品、機械等需求疲軟，惟部分廠商擴大在台產能及轉單效應，資通與視聽產品大幅成長，致出口(以美元計價)減幅由第1季之-4.17%縮小至-2.70%；進口(以美元計價)則轉呈年增0.75%(圖6)，主因半導體業者持續增購資本設備(以美元計價之資本設備進口成長15.10%)；商品及服

務併計之輸出及輸入成長率分別為4.13%及3.68%(表1)。

雖然全球經濟下行風險加大，不利台灣出口成長，惟廠商回台擴增產能及轉單效應，7至8月出口恢復成長1.23%；進口則因國際原物料價格走低，年減4.46%，主計總處預測第3季輸出及輸入成長率分別為4.76%、3.48%；全年則分別為3.47%、2.90%。

圖6 進出口貿易



資料來源：財政部

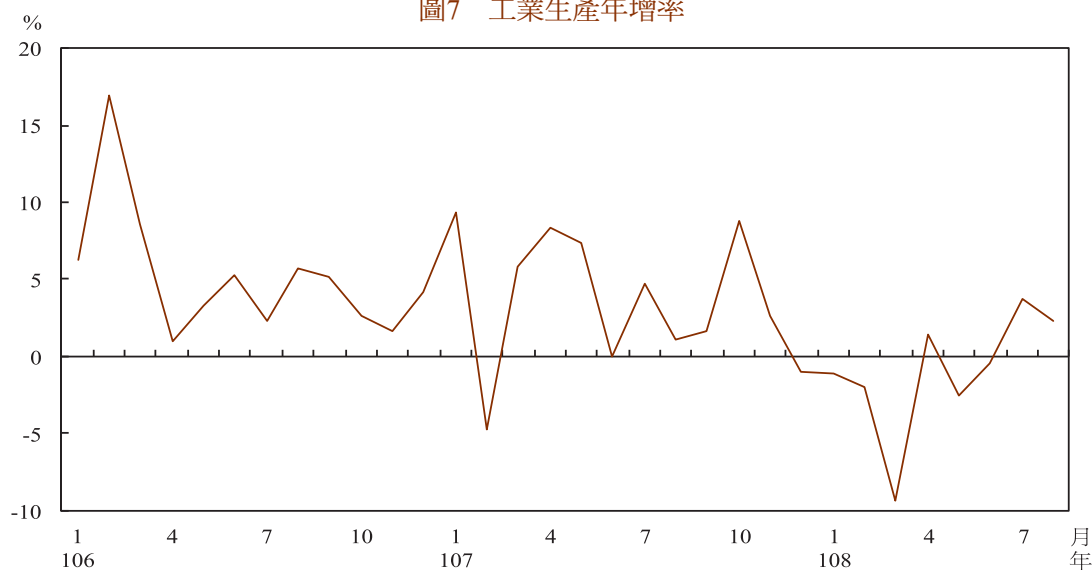
六、工業生產恢復成長

本年第2季，美中貿易紛爭持續，對機械設備及基本金屬等需求下滑而減產，惟伺服器、網通設備等業者擴增國內產線，推升電腦電子產品及光學製品業大幅成長27.73%，致工業生產減幅由第1季之-4.40%縮小至-0.61%。

嗣後美中貿易摩擦加劇，伺服器、交換

器等廠商擴大國內產能，加以積體電路業進入備貨旺季而增產，7月工業生產恢復成長，年增3.77%，8月續年增2.28%(圖7)。其中，權重最大之製造業(92.5%)增產2.11%；四大業別中，資訊電子工業增產11.97%，金屬機電、民生及化學工業則分別年減10.77%、5.61%及4.26%。

圖7 工業生產年增率



資料來源：經濟部

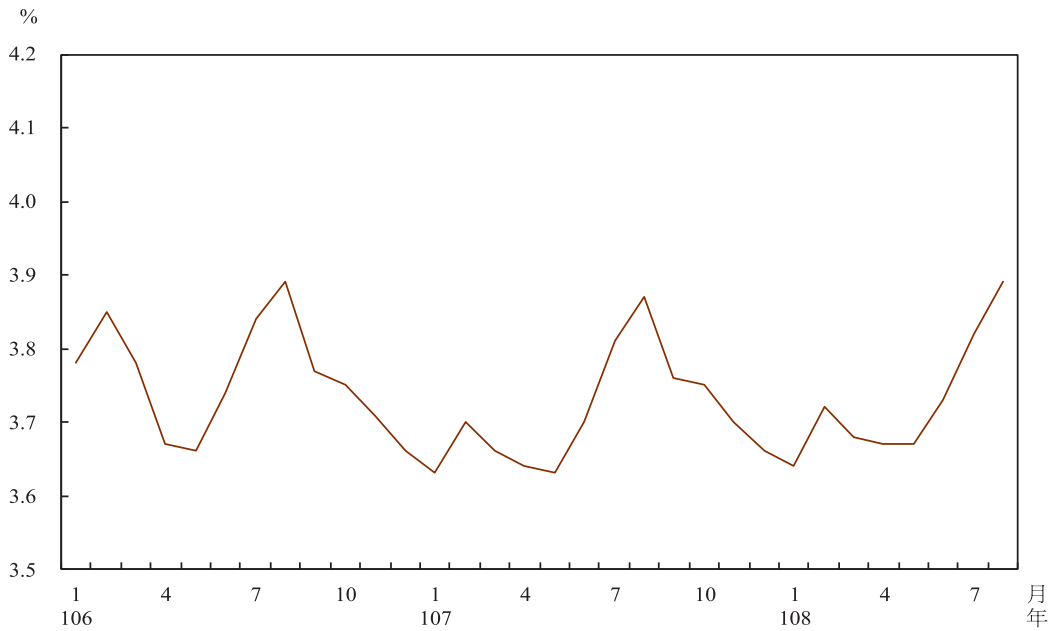
七、失業率季節性回升，薪資成長趨緩

受應屆畢業生尋職影響，本年6月起，失業率呈季節性回升，至8月為3.89%(圖8)，較上年同月增加0.02個百分點；就業人數則續緩增為1,152.6萬人(年增率為0.58%)。

7月工業及服務業受僱員工經常性薪

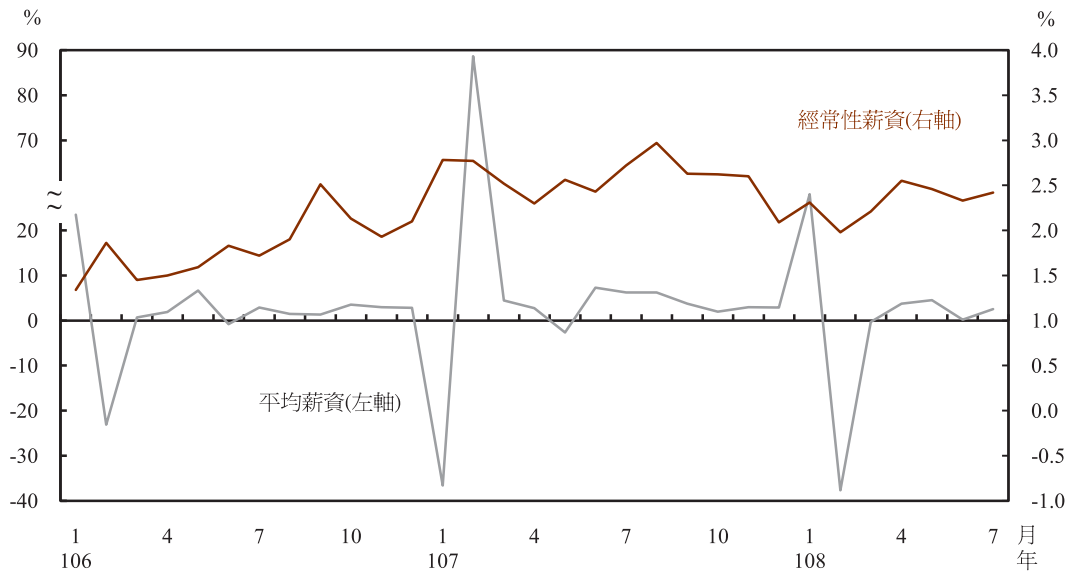
資年增率為2.42%，平均薪資年增率則為2.53%(圖9)。1至7月平均薪資年增率為1.81%，係近3年同期最低增幅；其中，經常性薪資年增率為2.32%，非經常性薪資則僅成長0.38%，主因國內景氣趨緩，企業減少發放獎金所致。

圖8 失業率



資料來源：行政院主計總處

圖9 工業及服務業平均薪資與經常性薪資年增率



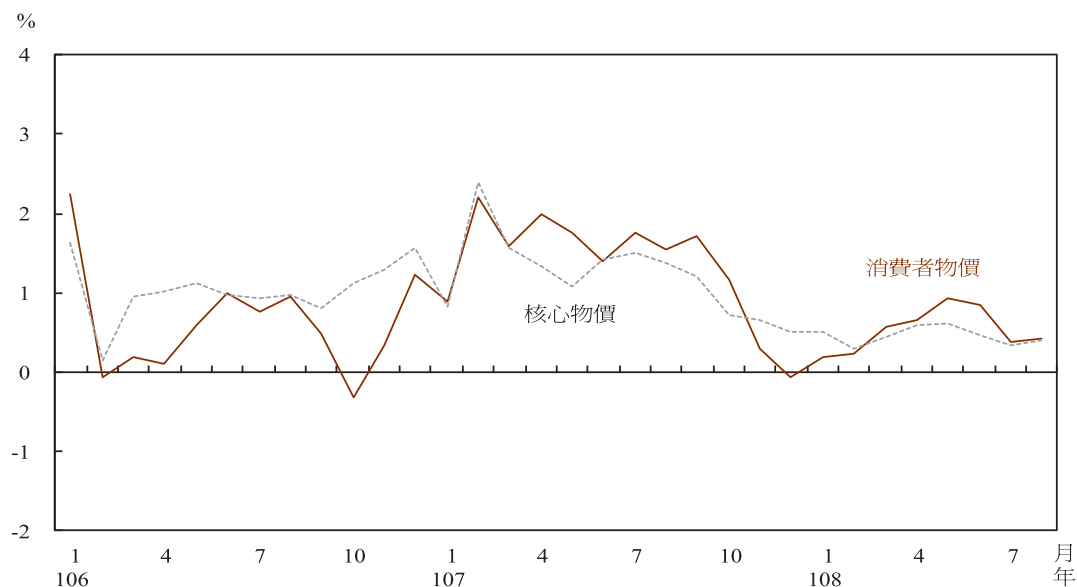
資料來源：行政院主計總處

八、CPI漲幅回降，通膨展望平穩

本年5月因蔬菜價格受天候影響走高，CPI年增率升至0.93%，係年初以來單月最大漲幅；嗣因國際油價回跌，油料費調降，加以蔬果價格漲幅減緩，CPI年增率回降，至8月為0.43%；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.39%(圖10)。

1至8月CPI年增率為0.53%，漲幅和緩，主因通訊費及油料費調降，加以耐久性消費品及成衣價跌，抵消旅遊團費調漲及房租、蔬果、外食費等價格上漲所致(表2)；核心CPI年增率則為0.45%。本行預測全年CPI年增率為0.70%。

圖10 消費者物價與核心物價年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響108年1至8月平均CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	0.53	0.53
教養娛樂服務	96	1.35	0.13
房租	146	0.91	0.13
蔬菜	14	8.15	0.12
外食費	78	1.58	0.12
水果	24	1.79	0.04
醫療費用	21	1.71	0.04
個人隨身用品	20	1.77	0.04
合計			0.62
通訊費	27	-4.27	-0.11
成衣	33	-2.02	-0.07
油料費	27	-2.00	-0.07
耐久性消費品	105	-0.47	-0.05
合計			-0.30
其他			0.21

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

今年上半年民間投資及輸出成長優於預期，經濟成長率上修為2.12%。下半年政府續推擴大內需方案，有助增添消費意願；且半導體業者持續擴充設備及提升製程，加以台商回台投資逐步落實，民間投資可望穩定成長；此外，資通訊產品產能擴增、訂單移

轉與拉貨效應持續，積體電路產品需求增加，帶動相關供應鏈產品出口成長；並考量上年同期比較基期較低，本行預測本年下半年經濟成長率為2.66%，全年則為2.40%(表3)；國內外各預測機構預測值之平均數則為2.29%。

表3 國內外預測機構預測108年經濟成長率

單位：%

預測機構 項 目	中央銀行	主計總處	國泰台大	元大寶華	IHS Markit	EIU	平均值
發布日期	108.9.19	108.8.16	108.9.9	108.9.25	108.9.17	108.9.5	
實質國內生產毛額	2.40	2.46	2.20	2.30	1.97	2.40	2.29
實質民間消費支出	1.96	2.03	--	2.02	1.88	2.10	2.00
實質政府消費支出	-0.14	-0.12	--	--	0.32	0.30	0.09
實質固定投資	5.97	5.96	--	--	4.14	5.00	5.27
實質民間投資	5.03	5.01	--	5.05	---	---	5.03
實質政府投資	10.67	10.69	--	--	---	---	10.68
實質輸出	3.56	3.47	--	3.43	3.30	3.00	3.35
實質輸入	3.00	2.90	--	2.92	3.09	2.30	2.84

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

本（108）年第2季我國經常帳順差 百萬美元，央行準備資產增加2,446百萬美元
17,555百萬美元，金融帳淨資產增加13,698 （表1及圖1）。

表1 國際收支

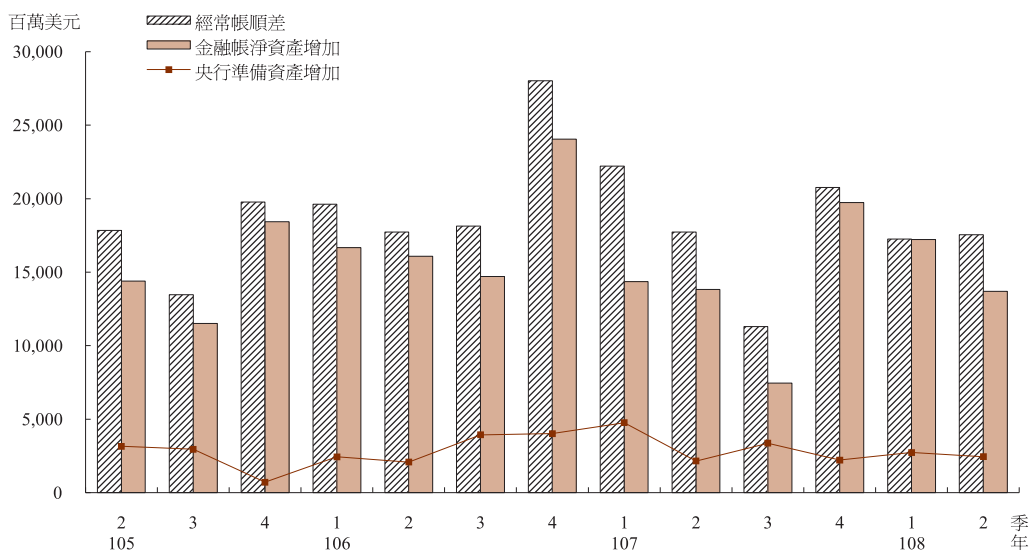
108年第2季暨107年第2季

單位：百萬美元

	(1) 108年 第2季	(2) 107年 第2季	(1)-(2)
A.經常帳	17,555	17,730	-175
商品貿易淨額	14,423	18,000	-3,577
商品：收入（出口）	82,438	90,953	-8,515
商品：支出（進口）	68,015	72,953	-4,938
服務收支淨額	-1,028	-2,191	1,163
服務：收入（輸出）	13,119	12,200	919
服務：支出（輸入）	14,147	14,391	-244
初次所得收支淨額	4,738	2,664	2,074
初次所得：收入	9,491	9,042	449
初次所得：支出	4,753	6,378	-1,625
二次所得收支淨額	-578	-743	165
二次所得：收入	2,032	1,956	76
二次所得：支出	2,610	2,699	-89
B.資本帳	7	-3	10
C.金融帳	13,698	13,831	-133
直接投資：資產	3,476	2,404	1,072
股權和投資基金	2,835	2,359	476
債務工具	641	45	596
直接投資：負債	1,250	3,156	-1,906
股權和投資基金	980	3,125	-2,145
債務工具	270	31	239
證券投資：資產	10,157	15,397	-5,240
股權和投資基金	-8,806	-2,318	-6,488
債務證券	18,963	17,715	1,248
證券投資：負債	-286	-7,697	7,411
股權和投資基金	-650	-7,087	6,437
債務證券	364	-610	974
衍生金融商品：資產	-3,714	-3,900	186
衍生金融商品：負債	-5,573	-4,364	-1,209
其他投資：資產	-6,029	1,440	-7,469
其他投資：負債	-5,199	10,415	-15,614
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	3,864	3,896	-32
D.誤差與遺漏淨額	-1,418	-1,740	322
E.準備與相關項目	2,446	2,156	290

註：正號表示經常帳及資本帳的收入、支出，以及金融資產或負債的增加；負號表示相關項目的減少。在經常帳及資本帳餘額，正號表示順差，負號表示逆差；在金融帳及準備資產餘額，正號表示淨資產的增加；負號表示淨資產的減少。

圖1 國際收支



一、經常帳

商品方面，按國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍¹予以調整）計算，本季出口82,438百萬元，較上（107）年同季減少9.4%；進口68,015百萬元，較上年同季減少6.8%。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差縮減為14,423百萬元，較上年同季減少3,577百萬元或19.9%。

服務方面，本季服務貿易逆差1,028百萬元，較上年同季減少1,163百萬元或53.1%，主要係旅行收入增加。

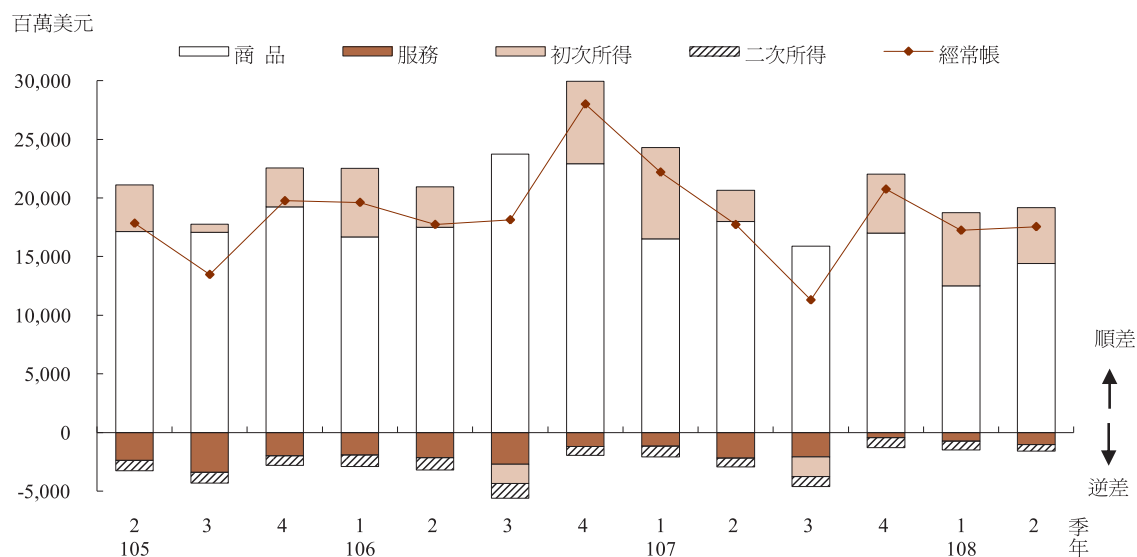
初次所得方面，本季初次所得順差4,738百萬元，較上年同季增加2,074百萬元或77.9%，主要係支付非居民直接投資所得減少。

二次所得方面，本季淨支出578百萬元，較上年同季減少165百萬元或22.2%，主要係贍家匯出款減少。

本季與上年同季比較，雖然服務貿易逆差及二次所得淨支出縮減，以及初次所得順差擴大，惟因商品貿易減額較大，致經常帳順差減為17,555百萬元，計減少175百萬元或1.0%（圖2）。

¹ 國際收支統計根據所有權移轉記錄商品貿易，貨品雖經過台灣通關，但所有權未移轉者，須自商品出進口剔除；反之，雖未經過台灣通關，但貨品所有權已移轉者，須計入商品出進口。居民國外購料，直接於國外銷售，或經委託國外加工再銷售國外，過程中貨品未經台灣通關，惟貨款由居民收付，亦包含於商品貿易中。

圖2 經常帳



二、資本帳

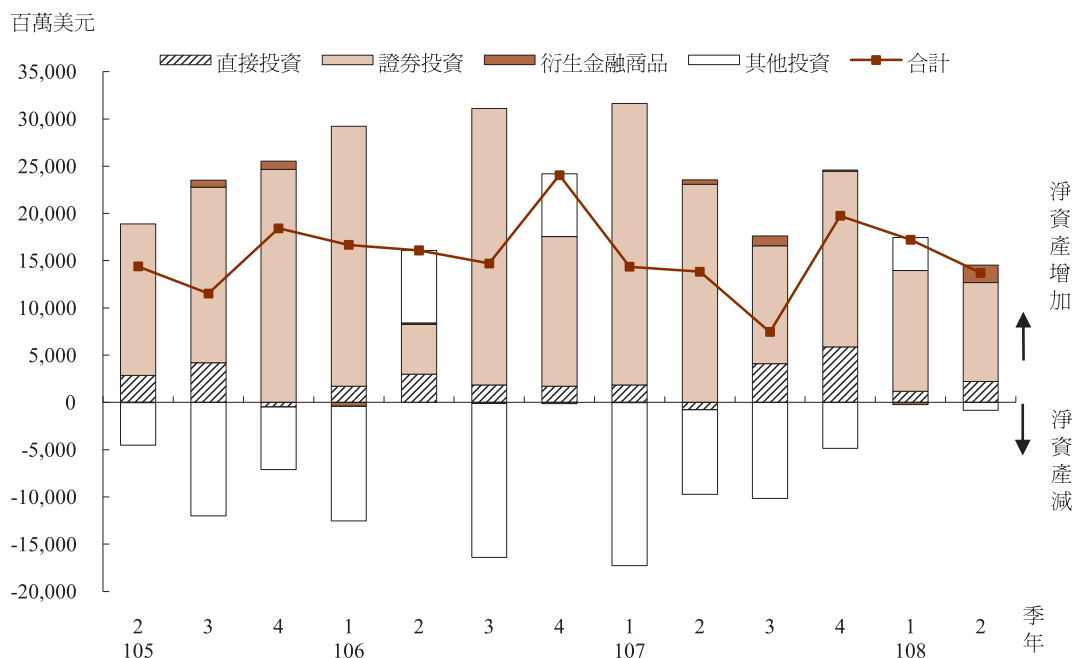
資本帳包括資本移轉（資本設備之贈與及債務之免除）與非生產性、非金融性資產交易（如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷）。本季資本帳順差7百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加13,698百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加2,226百萬美元，其中，居民對外直接投資及非居民來

台直接投資淨額分別增加3,476百萬美元及1,250百萬美元。證券投資淨資產增加10,443百萬美元，其中，居民投資國外證券淨增加10,157百萬美元，主要係國內投信基金及保險公司投資國外債券增加；非居民投資國內證券淨減少286百萬美元，主要係外資減持台股。衍生金融商品淨資產增加1,859百萬美元。其他投資淨資產減少830百萬美元，主要係銀行部門存放及拆放國外同業及聯行減少。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎計算，商品出口82,438百萬美元，較上年同季減少8,515百萬美元或9.4%，主要係全球經濟成長動能趨緩、美中貿易摩擦持續及國際原物料價格仍處低檔，通關商品出口、委外加工貿易廠商之境外商品出口及商仲貿易商品淨出口均減少。商品進口68,015百萬美元，較上年同季減少4,938百萬美元或6.8%，主要係出口衍生需求減少。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差縮減為14,423百萬美元，較上年同季減少3,577百萬美元或19.9%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易

結構與主要貿易地區別進一步分析出、進口概況。

就貿易結構而言，本季出口較上年同季減少2.6%，其中，中間產品及消費品出口分別減少4.4%及1.9%，資本財出口則因美中貿易摩擦，部分大陸台廠轉移生產線回台，使得伺服器與路由器出口增加，較上年同季增加7.7%。進口方面，雖受廠商增購半導體設備及處理器，惟礦產品、化學品、基本金屬及其製品價格下跌，進口僅較上年同季增加0.9%，其中，農工原料進口減少2.4%，資本設備及消費品進口則分別較上年同季增加16.0%及1.8%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季

對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季減少2,220百萬美元或6.5%，減額最大；其次為東協，減少1,219百萬美元；惟對美國出口增加1,549百萬美元或15.7%。進口方面，自日本進口較上年同季減少635百萬美元或5.7%，減額最大，其次自中東進口減少601百萬美元；惟自美國、歐洲及中國大陸進口則分別增加1,403百萬美元、337百萬美元及328百萬美元。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重39.1%為首，其次依序為東協、美國及歐洲，比重分別為16.7%、14.0%及9.2%。主要進口來源以中

國大陸比重20.0%最高，其次依序為日本、美國、歐洲及東協，比重分別為14.8%、13.5%、12.4%及11.9%。

二、服務

本季服務收入13,119百萬美元，較上年同季增加919百萬美元；服務支出14,147百萬美元，較上年同季減少244百萬美元。由於收入增加，支出減少，服務貿易逆差由上年同季之2,191百萬美元縮減為1,028百萬美元。茲就服務貿易主要項目之內容及變動說明如下(表2)：

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	108年第2季			107年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
服務	13,119	14,147	-1,028	12,200	14,391	-2,191	919	-244
一、加工服務	717	458	259	570	670	-100	147	-212
二、維修服務	489	233	256	631	235	396	-142	-2
三、運輸	2,582	2,987	-405	2,584	3,220	-636	-2	-233
(一)客運	664	674	-10	614	845	-231	50	-171
(二)貨運	1,815	1,236	579	1,873	1,300	573	-58	-64
(三)其他	103	1,077	-974	97	1,075	-978	6	2
四、旅行	3,960	5,112	-1,152	3,181	5,004	-1,823	779	108
五、其他服務	5,371	5,357	14	5,234	5,262	-28	137	95
(一)營建	242	365	-123	252	373	-121	-10	-8
(二)保險及退休金服務	54	218	-164	49	205	-156	5	13
(三)金融服務*	826	482	344	768	396	372	58	86
(四)智慧財產權使用費	341	868	-527	359	947	-588	-18	-79
(五)電信、電腦及資訊服務	1,013	563	450	929	459	470	84	104
(六)其他事務服務	2,696	2,677	19	2,687	2,653	34	9	24
(七)個人、文化與休閒服務	106	54	52	99	73	26	7	-19
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	93	130	-37	91	156	-65	2	-26

*金融服務包括間接衡量的金融中介服務（FISIM）。

(一) 加工服務

加工服務係指加工者對他人所屬貨品進行加工、組裝、加標籤及包裝等服務。本季加工收入717百萬美元，較上年同季增加147

百萬美元，主要係接受非居民委託之境內加工服務收入增加；加工支出458百萬美元，較上年同季減少212百萬美元，主要係委外加工貿易廠商支付國外加工費減少。由於收

入增加、支出減少，加工服務貿易轉呈順差259百萬美元。

(二) 維修服務

維修服務係指提供或接受非居民對運輸工具等貨品的修理。本季維修收入489百萬美元，較上年同季減少142百萬美元，主要係航空器維修收入下降；維修支出233百萬美元，較上年同季減少2百萬美元。由於收入減額大於支出減額，維修服務貿易順差減為256百萬美元，較上年同季減少140百萬美元。

(三) 運輸

運輸包括旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入2,582百萬美元，較上年同季略減2百萬美元，主要係國籍航空客運收入增額與貨運收入減額相抵。運輸支出2,987百萬美元，較上年同季減少233百萬美元，主要係支付外籍航空客運支出減少。由於收入減額小於支出減額，運輸服務貿易逆差減至405百萬美元，較上年同季減少231百萬美元。

(四) 旅行

本季來台旅客人次及平均每人每日消費金額均較上年同季增加，致旅行收入增為3,960百萬美元，為歷年單季新高，較上年同季增加779百萬美元。旅行支出5,112百萬美元，較上年同季增加108百萬美元，主要係國人出國平均停留夜數較上年同季增加。由於收入增額大於支出增額，旅行收支逆差減為1,152百萬美元，較上年同季減少671百萬

美元。

(五) 其他服務

其他服務包括營建、保險及退休金服務、金融服務、智慧財產權使用費、電信電腦及資訊服務、其他事務服務及個人、文化與休閒服務，以及政府服務等項目。本季其他服務收入5,371百萬美元，較上年同季增加137百萬美元，主要係電腦及資訊服務收入增加；其他服務支出5,357百萬美元，較上年同季增加95百萬美元，主要係專業與管理顧問服務(在其他事務服務項下)支出增加。由於收入增額大於支出增額，其他服務貿易由上年同季逆差28百萬美元轉為順差14百萬美元。

三、初次所得

初次所得包括薪資所得、投資所得及其他初次所得。本季初次所得收入9,491百萬美元，較上年同季增加449百萬美元，主要係國人直接投資所得增加；初次所得支出4,753百萬美元，較上年同季減少1,625百萬美元，主要係支付非居民直接投資所得減少。由於收入增加，支出減少，初次所得收支順差擴增為4,738百萬美元，較上年同季增加2,074百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入2,032百萬美元，較上年同季增加76百萬美元；支出2,610百萬美元，較上年同季減少89百萬美元。本項收入

增加及支出減少主要均係贍家匯入款及匯出的743百萬美元縮減為578百萬美元。
款變動較大；本季二次所得逆差由上年同季

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	108年第2季			107年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	9,491	4,753	4,738	9,042	6,378	2,664	449	-1,625
一、薪資所得	273	201	72	245	196	49	28	5
二、投資所得	9,171	4,466	4,705	8,756	6,107	2,649	415	-1,641
(一)直接投資	2,225	2,444	-219	1,699	3,958	-2,259	526	-1,514
(二)證券投資	778	479	299	1,143	1,025	118	-365	-546
(三)其他投資	6,168	1,543	4,625	5,914	1,124	4,790	254	419
三、其他初次所得	47	86	-39	41	75	-34	6	11
二次所得	2,032	2,610	-578	1,956	2,699	-743	76	-89

參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生金融商品與其他投資。 本季金融帳淨資產增加13,698百萬美元。茲就本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	108年第2季			107年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)-(2) 淨資產	(3) 資產	(4) 負債	(3)-(4) 淨資產	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	3,476	1,250	2,226	2,404	3,156	-752	1,072	-1,906
二、證券投資	10,157	-286	10,443	15,397	-7,697	23,094	-5,240	7,411
(一)股權和投資基金	-8,806	-650	-8,156	-2,318	-7,087	4,769	-6,488	6,437
(二)債權證券	18,963	364	18,599	17,715	-610	18,325	1,248	974
三、衍生金融商品	-3,714	-5,573	1,859	-3,900	-4,364	464	186	-1,209
四、其他投資	-6,029	-5,199	-830	1,440	10,415	-8,975	-7,469	-15,614
(一)其他股本	0	0	0	0	0	0	0	0
(二)債務工具	-6,029	-5,199	-830	1,440	10,415	-8,975	-7,469	-15,614
1.現金與存款	-5,855	-180	-5,675	-7,604	5,613	-13,217	1,749	-5,793
2.貸款/借款	1,968	-6,779	8,747	2,444	2,590	-146	-476	-9,369
3.貿易信用及預付/收款	-1,101	1,160	-2,261	-51	678	-729	-1,050	482
4.其他應收/付款	-1,041	600	-1,641	6,651	1,534	5,117	-7,692	-934
合 計	3,890	-9,808	13,698	15,341	1,510	13,831	-11,451	-11,318

註：正號表示金融資產或負債的增加；負號表示相關項目的減少。在金融帳餘額，正號表示淨資產的增加；負號表示淨資產的減少。

一、直接投資

本季直接投資淨資產增加2,226百萬美元。其中，對外直接投資淨增加3,476百萬美元，投資行業則以金融及保險業、批發及零售業、電子零組件製造業為主；非居民來台直接投資淨增加1,250百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、機械設備製造業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加10,443百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券淨增加10,157百萬美元。其中股權和投資基金淨減少8,806百萬美元，主要係保險公司及國內投信基金減持國外股權證券；債務證券淨增加18,963百萬美元，主要係國內投信基金及保險公司投資國外債務證券增加。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨減少286百萬美元。其中股權及投資基金淨減少650百萬美元，主要係外資減持國內股票；債務證券投資淨增加364百萬美元，主要係外資增持我國公債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產增加1,859百萬美元。其中，資產淨減少3,714百萬美元，主要係其他金融機構收取衍生金融商品處分利得；負債淨減少5,573百萬美元，主要係其他金融機構支付衍生金融商品處分損失。

四、其他投資

其他投資包括其他股本及債務工具，本季其他投資淨資產減少830百萬美元，主要係銀行部門存放及拆放國外同業及聯行淨減少。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加2,446百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

108年第2季，因受放款與投資成長減緩影響，M2年增率逐月下滑，至6月為3.05%；7、8月，雖外資呈現淨匯出，惟受放款與投資成長先增後減影響，M2年增率先升後降，至8月為3.35%(表1)。累計1至8月M2平均年增率為3.26%，仍在貨幣目標區內成長，市場資金維持適度寬鬆。

本行理事會考量國內外經濟金融情勢，108年第2、3季均決議維持政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，目前重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為

1.375%、1.75%及3.625%。在存放款利率方面，108年第2、3季底五大銀行一年期存款固定利率均持穩於1.039%，與108年第1季底相同；至於五大銀行平均基準放款利率則由第2季底之2.631%上升至第3季底之2.636%，主要係因一銀及華銀於7月調升基準放款利率所致。另在五大銀行新承做放款方面，自第1季底以來加權平均利率升降互見，主要受大額企業貸款與政府借款增減變動影響，至8月底為1.440%。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數		準備貨幣	全體貨幣機構存款	全體貨幣機構放款與投資	全體貨幣機構對民間部門債權
	M1B	M2				
105	6.33	4.51	5.92	3.46	3.89	4.19
106	4.65	3.75	5.04	3.38	4.82	5.97
107	5.32	3.52	5.61	2.62	5.39	5.33
107/ 8	5.21	3.42	5.71	3.24	5.49	5.97
9	5.22	3.34	5.81	3.32	5.61	6.22
10	5.31	3.39	5.51	3.06	4.97	5.36
11	5.09	3.09	5.60	3.23	5.21	5.51
12	5.69	3.07	5.92	2.62	5.39	5.33
108/ 1	6.55	3.14	7.11	2.57	5.92	5.65
2	5.97	2.92	6.46	3.00	5.48	5.45
3	6.87	3.10	5.59	3.24	5.00	4.85
4	7.65	3.71	6.38	3.51	4.97	4.95
5	7.23	3.40	6.50	3.15	4.38	4.25
6	7.35	3.05	6.32	3.23	4.04	4.24
7	7.33	3.38	5.67	2.97	4.26	4.69
8	7.53	3.35	6.40	3.18	3.95	4.30

註：M1B、M2與準備貨幣年增率係日平均資料(準備貨幣為經調整存款準備率變動因素後之資料)；其餘各項年增率則係期底資料。放款與投資之「證券投資」係以原始成本衡量。

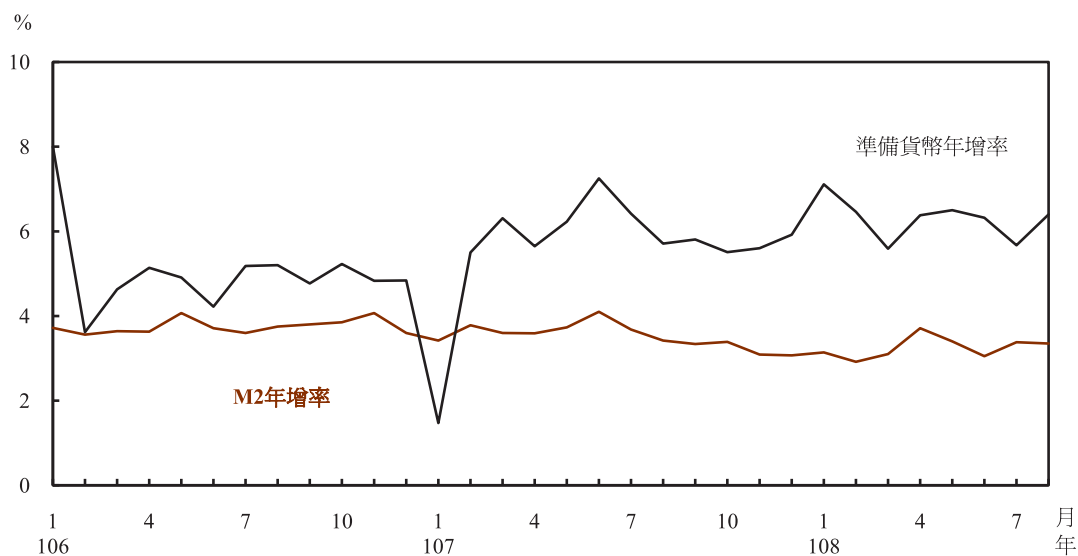
貳、準備貨幣年增率先升後降再回升

受國內景氣溫和復甦，以及活期性存款成長增加，致準備金需求上升影響，108年第2季日平均準備貨幣年增率為6.40%，高於上季之6.38%。其中，4月受活期性存款成長增加，以及外資淨匯入擴增影響，準備貨幣年增率上升為6.38%；5月準備貨幣年增率續升至6.50%；6月因放款與投資成長減少，致準備金需求下降，準備貨幣年增率下降為6.32%。至於7月受活期性存款成長減少，以及外資轉呈淨匯出影響，準備貨幣年增率下降為5.67%；

8月因活期性存款成長增加，致準備金需求上升，準備貨幣年增率升至6.40%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，108年第2季雖有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行發行定存單等緊縮因素，惟受國庫券與公債還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣水準值較上季增加。至於7月及8月，日平均準備貨幣水準值則呈先降後升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率

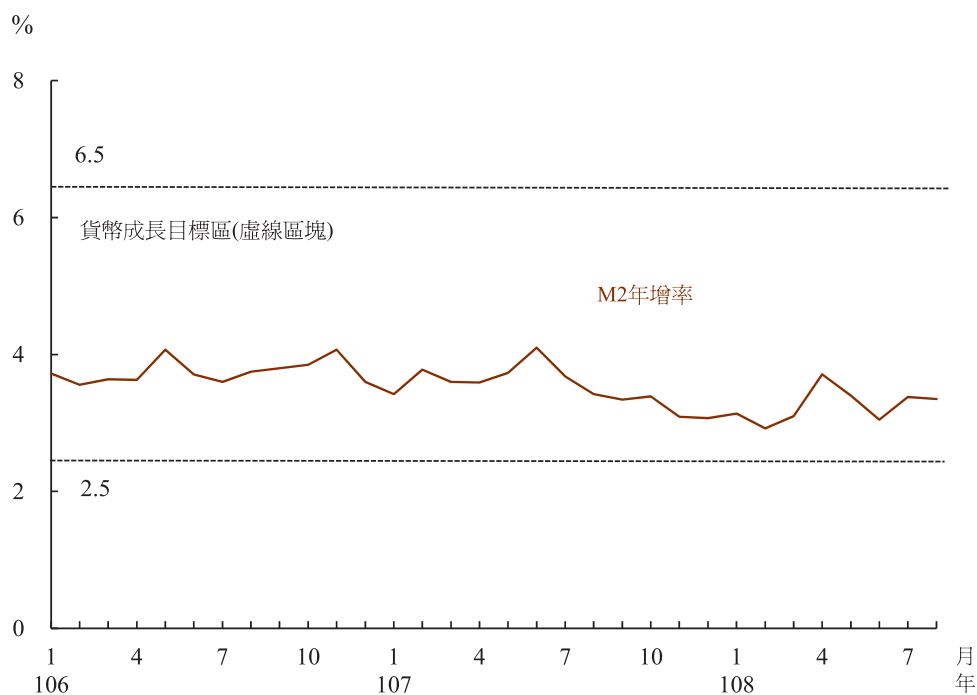


參、M2維持目標區內成長

108年第2季，因受放款與投資成長減緩影響，M2年增率逐月下滑，至6月為3.05%；7月，外資雖轉呈淨匯出，惟在放款與投資成長增加帶動下，M2年增率上揚至3.38%，8月則因外資淨匯出持續擴大，

加以放款與投資成長趨緩，M2年增率復回降至3.35%。累計1至8月M2平均年增率為3.26%，在貨幣目標區內成長(圖2)，市場資金維持適度寬鬆。

圖2 M2與貨幣成長目標區



肆、存款年增率先降後升

108年第2季底，受到部分廠商將資金轉入OBU帳戶或償還銀行借款，放款與投資成長放緩之影響，致全體貨幣機構存款年增率由上季底之3.24%微降至3.23%。7月因部分資金流入保險公司¹，加以政府償還銀行持有之公債，致7月底存款年增率續降至2.97%，而8月因部分廠商將國外貨款匯回以發放股利，致8月底存款年增率升至3.18%。

就各類存款觀察，活期性存款方面，108年第2季底年增率由上季底的7.48%增加至7.76%，主要係因部分廠商開始發放股利，民眾收到股利，加以股價指數上漲，證券劃撥存款增加，活期儲蓄存款年增率上升所致。7月活期儲蓄存款因上年實施年金改革，台銀優利定期儲蓄存款減少，部分流入活期儲蓄存款，基期較高，加以部分存款流入保險公司，造成活期儲蓄存款年增率下降，而活期存款則因部分廠商償還借款，造成活期存款年增率減少，因而導致7月底年增率減少至7.12%；惟8月因部分廠商將定期性存款轉存至活期性存款，以利資金調度及發放股利，致8月底年增率轉升至7.40%。

定期性存款方面²，108年第2季底定期性存款年增率由上季底的0.64%降至0.46%，係

因部分廠商將資金由定期性存款轉至活期性存款，以利資金調度及發放股利，加以部分廠商將資金轉入OBU帳戶或償還借款，外匯存款年增率轉呈負成長所致。7月因部分民眾收到股利後，將部分資金配置於定儲，復以部分廠商因新台幣貶值，將外幣轉換成新台幣，並暫泊於定存，以致7月底年增率升至0.59%；8月雖定期存款年增率因股利發放而轉呈負成長，惟部分廠商將國外貨款匯回較上年同期多，且外匯存款減少幅度較上年同期少，造成外匯存款負成長明顯縮小，以致8月底年增率續升至0.83%。

政府存款方面，因上年基期較高，加以政府償還借款，經理國庫存款轉呈負成長，致108年第2季底政府存款年增率由上季底的7.88%降至6.70%。7月因政府償還公債較上年同期多，經理國庫存款負成長明顯擴大，致7月底政府存款年增率降至2.04%；而8月因上年基期仍高，加以政府償還借款，經理國庫存款續呈負成長，致8月底年增率續降至0.24%。

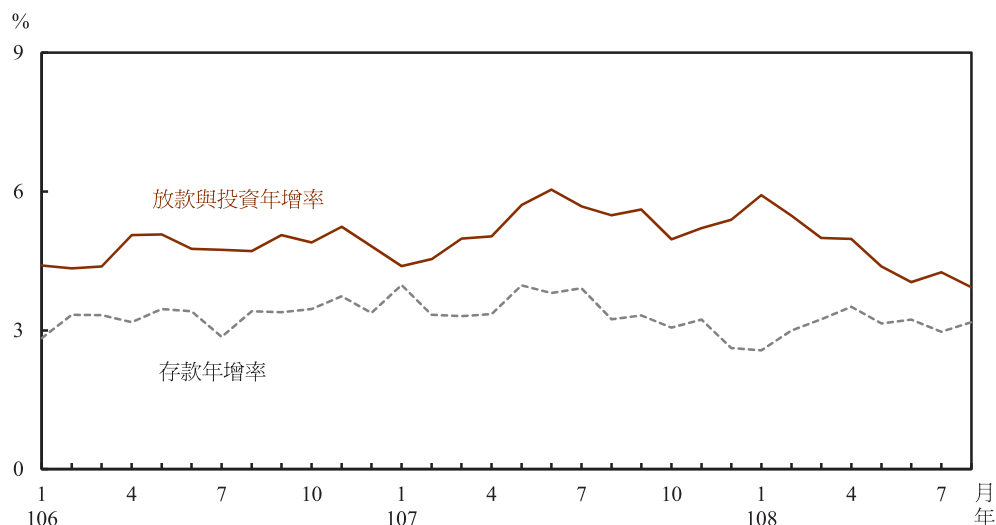
至於比重方面，以定期性存款占總存款之比重最高，惟由上季底之60.60%降為108年第2季底之60.06%；活期性存款之比重次高，

¹ 依據壽險公會資料，108年壽險公司之初年度保費收入：1至5月為5,417.40億元，1至6月為6,311.36億元，顯示6月收入為893.96億元，年增率為-10.85%。1至7月為7,263.89億元，顯示7月收入為952.53億元，年增率則轉呈正成長，為0.87%。

² 包括定期及定期儲蓄存款、外匯存款、郵政儲金、外國人新台幣存款、附買回交易餘額及貨幣市場共同基金。

由上季底之36.82%略降至36.79%；政府存款比重由2.59%升至3.15%。8月底，定期性、活期性及政府存款比重分別為59.70%、37.53%及2.78%。

圖3 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



伍、銀行放款與投資年增率下降

108年第2季底全體貨幣機構放款與投資之餘額，以成本計價，較上季底增加2,403億元，就性質別觀察，放款增加3,043億元，投資減少640億元；放款與投資年增率由上季底之5.00%降至4.04%，主要因第2季底銀行對政府及民間部門債權成長下降所致；7月底，由於銀行對民間部門債權成長上升，致放款與投資年增率回升為4.26%；8月底，由於銀行對民間部門債權成長下降，致放款與投資年增率降至3.95%(圖3)。若包含人壽保險公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，108年第2季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之3.71%下降至3.49%；7月底，

年增率回升至3.69%；8月底降至3.34%。

就放款與投資之對象別觀察，108年第2季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季底之4.85%續降至4.24%，主因某投資控股公司償還部分聯貸案款項、銀行季底對票券商拆放金額減少，加以企業償還較多外幣借款，致銀行對民間部門放款成長下降；對政府債權年增率由上季底之5.22%續降至3.17%，主因政府稅收增加，償還國庫券及公債，致對政府投資成長下降；對公營事業債權年增率由7.59%下降至3.11%，主因台電發行公司償還銀行借款，加以上年同期某公營事業金融控股公司向銀行借款增資，墊高基期，致銀行對公營事業放款成長下降。

比重方面，108年第2季底對民間部門債權比重最高，由上季底之80.83%上升至81.53%，8月底續升至81.96%；對政府債權比重次之，由上季底之15.92%下降至15.25%，8月底續降至14.89%；對公營事業債權比重由上季底之3.24%略降至3.22%，8月底續降至3.15%。

在全體銀行³對民營企業放款行業別方面，108年第2季底對民營企業放款餘額較上季底增加2,977億元，惟因美中貿易衝突，企業資金需求力道放緩，致對民營企業放款年增率下降。行業別方面，全體銀行對製造業放款增加1,694億元，其中，以對電子零組件製造業之放款金額增加661億元最多，主因晶圓代工高階製程需求增加，推升半導體廠

商之資金需求；對服務業⁴放款增加1,110億元，以對不動產業放款增加616億元最多，主因房市買氣回升，不動產業土建融資需求增加，致銀行對該行業之放款增加。108年8月底，全體銀行對民營企業放款餘額較第2季底增加1,583億元，其中，對製造業放款增加954億元，對服務業放款增加466億元。

就各業別比重而言，108年第2季底對服務業放款比重最高，自上季底之52.83%下降至52.42%，對製造業放款比重則自上季底之42.97%上升至43.34%；對營建工程業放款比重則自上季底之2.68%下降至2.59%。108年8月底對服務業放款比重較第2季底續降至52.09%，對製造業放款比重續升至43.59%，對營建工程放款比重上升至2.61%。

陸、銀行業利率持穩

108年7月以來，主要銀行存款利率持穩，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行平均利率為例，一年期存款固定利率持穩於1.039%，與第2季相同，至9月底仍維持不變。至於基準放款利率，因7月一銀及華銀調升基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由第2季底之2.631%略升至2.636%，至9月底仍維持不變。

在五大銀行新承做放款加權平均利率方

面，由108年3月的1.344%先升後降至6月之1.322%，主因新承做利率較低的大額公民營企業貸款與政府借款先減後增所致。之後加權平均利率仍受政府借款及大額公民營企業貸款增減而變化，惟7月因部分銀行調升基準放款利率，以及8月部分銀行針對優質客戶推出低利貸款專案，致平均利率先升至7月之1.459%，8月則降至1.440%，較3月上升0.096個百分點；若不含新承做的低利國庫

³ 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

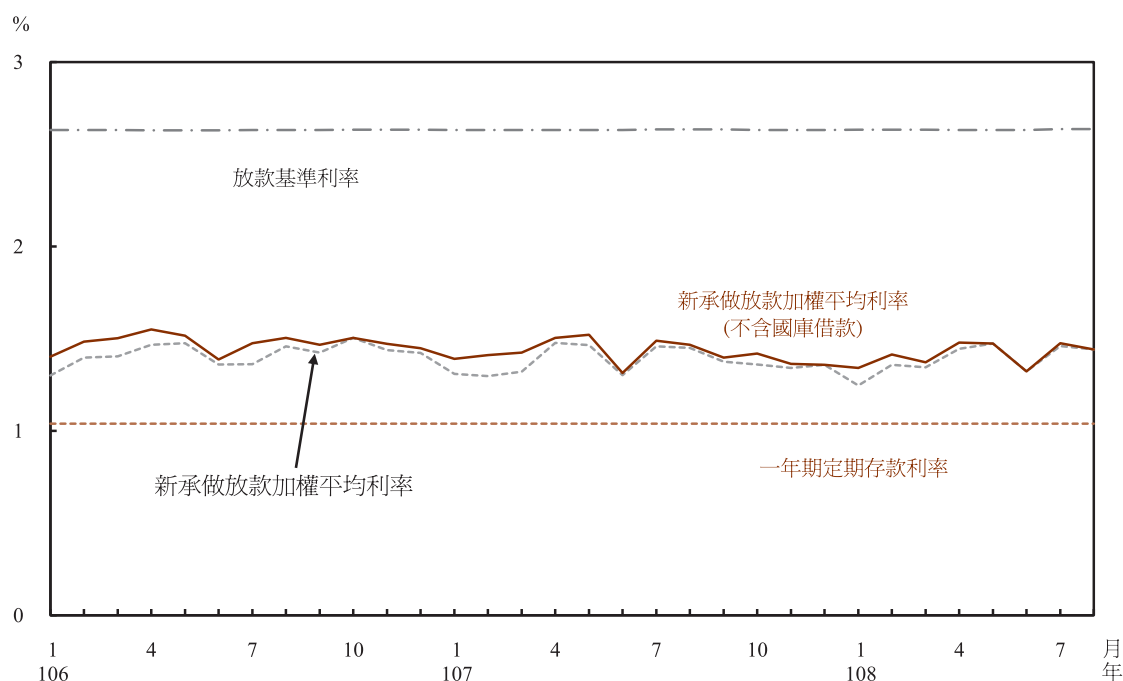
⁴ 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自108年3月的1.371%上升至8月的1.440%，較3月上升0.069個百分點(圖4)。

至於政策利率方面，本行9月理事會決議維持不變，賡續適度寬鬆貨幣政策。主要係考量當前國內通膨和緩，今明兩年產出缺

口仍呈微幅負值，通膨展望穩定，加以國際景氣仍緩且具高度不確定性，恐影響外需表現，預期本年下半年及明年國內經濟成長力道溫和，且與主要經濟體相較，國內實質利率水準尚屬居中所致。

圖4 本國五大銀行平均利率



註：五大銀行係指臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀。

金融市場

壹、貨幣市場

108年6月受稅款繳庫、端午節連假及半年報效應影響，銀行資金調度保守，致金融業隔夜拆款加權平均利率升至0.202%；7月因企業發放現金股利，銀行資金調度維持保守，惟市場資金充裕，致金融業隔夜拆款利率回降至0.185%；8月為企業發放現金股利之高峰，加以外資淨匯出擴大，銀行資金調度謹慎，惟市場資金充裕，金融業隔夜拆款加權平均利率續降至0.180%。貨幣機構7月及8月的日平均超額準備為421億元，較第2季平均之432億元下降。

考量今明兩年產出缺口仍呈微幅負值，加以國際景氣仍緩且具高度不確定性，恐影響外需表現，預期本年下半年及明年國內經濟成長力道溫和，且與主要經濟體相較，國內實質利率水準尚屬居中，在通膨展望穩定的前提下，本行9月理事會決議與6月相同，仍維持現行政策利率不變。

以下分別就108年6月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

6月受稅款繳庫等緊縮因素影響，致日平均超額準備由5月之451億元下降至439億

元。7月雖受公債及國庫券還本付息等寬鬆因素影響，惟因稅款繳庫、本行發行定存單收回市場餘裕資金等緊縮因素，加以外資轉為淨匯出，致日平均超額準備續降至409億元。8月因美中貿易衝突升溫，國際金融市場波動加劇，外資淨匯出擴大，銀行為因應短期資金移動，遂維持較高部位的超額準備，致日平均超額準備回升至433億元。

二、利率走勢

6月受稅款繳庫、端午節連假及半年報效應影響，銀行資金調度保守，致金融業隔夜拆款加權平均利率由5月0.188%略升至0.202%。之後，7月因企業發放現金股利，加以外資轉為淨匯出，銀行資金調度維持保守，惟市場資金充裕，致金融業隔拆加權平均利率回降至0.185%。8月為企業發放現金股利之高峰，加以外資淨匯出擴大，銀行資金調度仍趨謹慎，惟市場資金充裕，金融業隔拆加權平均利率略降至0.180% (表1)。

至於票券市場短期利率方面，各天期利率大抵呈現先升後降趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由5月之0.57%略升至6月之0.68%，8月回降至0.65%。次級市場利率亦由5月之0.44%略升至6月之0.56%，8月回

降至0.53%；同期間，31-90天期發行利率由 市場利率亦由5月之0.49%先升後降至8月之5月之0.65%先升後降至8月之0.70%，次級 0.57%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

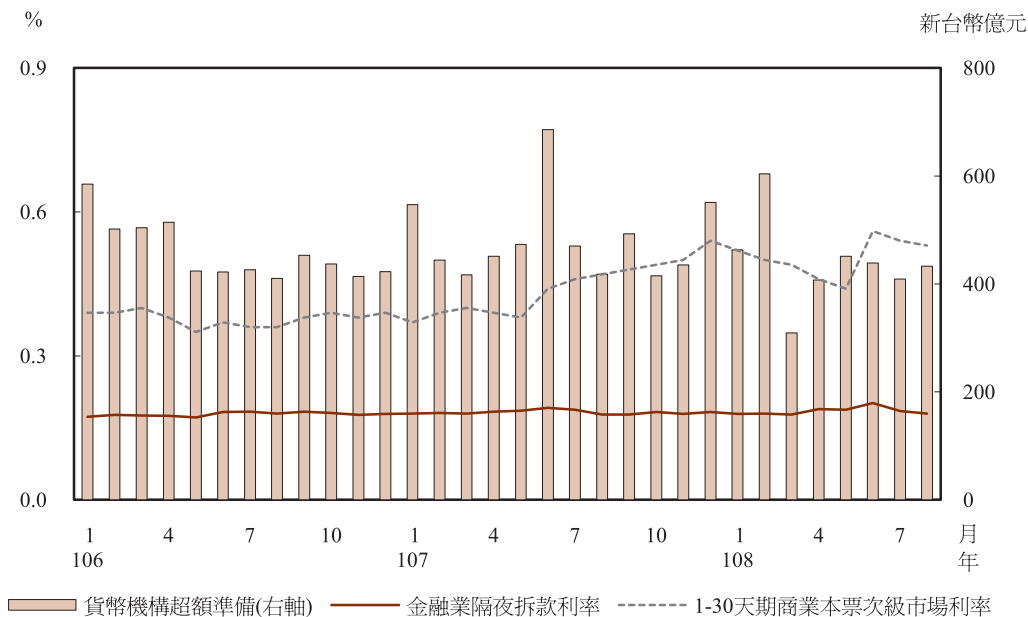


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分比率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 ^註				
		初級市場			次級市場			初級市場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
105	0.193	0.55	0.63	0.53	0.34	0.39	0.40	0.619	0.701	0.823	0.375	0.458
106	0.178	0.56	0.61	0.59	0.38	0.44	0.48	0.532	0.650	0.770	0.479	0.585
107	0.183	0.58	0.65	0.63	0.44	0.49	0.55	0.544	0.650	0.770	0.487	0.619
107/ 8	0.178	0.61	0.67	0.63	0.47	0.52	0.57	0.548	0.650	0.770	0.481	0.613
9	0.178	0.62	0.66	0.64	0.48	0.52	0.56	0.565	0.650	0.770	0.482	0.605
10	0.183	0.62	0.65	0.69	0.49	0.51	0.58	0.575	0.650	0.770	0.483	0.608
11	0.179	0.64	0.72	0.74	0.50	0.55	0.63	0.566	0.650	0.770	0.494	0.627
12	0.183	0.68	0.75	0.79	0.54	0.62	0.67	0.561	0.650	0.770	0.564	0.689
108/ 1	0.179	0.65	0.75	0.71	0.52	0.57	0.67	0.545	0.650	0.770	0.557	--
2	0.180	0.62	0.68	0.66	0.50	0.55	0.64	0.553	0.650	0.770	0.520	0.635
3	0.178	0.61	0.65	0.61	0.49	0.52	0.59	0.525	0.650	0.770	0.519	0.606
4	0.189	0.58	0.66	0.61	0.46	0.49	0.55	0.541	0.650	0.770	0.510	0.577
5	0.188	0.57	0.65	0.58	0.44	0.49	0.53	0.532	0.650	0.770	0.505	0.561
6	0.202	0.68	0.72	0.68	0.56	0.62	0.57	0.587	0.650	0.770	0.570	0.654
7	0.185	0.67	0.73	0.70	0.54	0.56	0.63	0.582	0.650	0.770	0.581	0.664
8	0.180	0.65	0.70	0.70	0.53	0.57	0.62	0.579	0.650	0.770	0.596	0.664

註：本行於90年迄今均未發行183-273天期定期存單，故將此欄資料予以隱藏。另，本行於102年8月起發行2年期定期存單。

三、票券流通餘額

第2季底票券流通餘額合計為2兆.3,109億元，較上季底減少1,684億元，其中以可轉讓定期存單(NCD)減少1,110億元為最多，主要係部分銀行審慎衡量資金情勢，到期不續發或持有NCD的企業另有資金用途，到期NCD不續做所致。其次是商業本票減少336億元，主要係因部分企業自有資金充裕，或因貨幣市場利率小幅上揚，致企業發行商業本票籌資的需求降低。之後，本年7、8月票

券流通餘額續降，8月底流通餘額合計為2兆2,577億元，較第2季底減少532億元(表2)。其中以國庫券減少1,000億元為最多，係因配合國庫資金調度需要，償還金額較多所致。其次是可轉讓定期存單減少305億元，主要係部分銀行衡量資金情勢，到期不續發或持有NCD的企業另有資金用途，到期NCD不續做所致。至於商業本票則增加776億元，主要係票券市場短期利率走高後回降，但仍屬低檔，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資所致。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合 計			國 庫 券			市 庫 券			商 業 本 票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘 額	發行額	償還額	餘 額	發行額	償還額	餘 額	發行額	償還額	餘 額	發行額	償還額	餘 額	發行額	償還額	餘 額
105	127,785	125,828	18,735	2,173	2,174	900	0	0	0	113,713	112,379	14,801	183	177	41	11,716	11,098	2,994
106	148,785	145,975	21,545	2,200	2,850	250	0	0	0	130,778	128,489	17,090	194	193	42	15,613	14,443	4,164
107	149,719	149,033	22,231	1,600	1,550	300	0	0	0	129,650	129,134	17,606	185	186	40	18,285	18,163	4,285
107/ 8	12,889	13,298	22,740	0	350	900	0	0	0	11,401	10,943	18,007	17	15	40	1,471	1,990	3,793
9	11,386	11,641	22,486	0	0	900	0	0	0	10,351	10,406	17,952	14	12	42	1,021	1,223	3,592
10	12,200	12,791	21,896	0	600	300	0	0	0	10,499	10,773	17,678	15	20	37	1,686	1,398	3,880
11	12,637	12,181	22,352	0	0	300	0	0	0	11,282	10,883	18,078	15	15	37	1,341	1,284	3,937
12	10,844	10,965	22,231	0	0	300	0	0	0	9,162	9,634	17,606	14	12	40	1,668	1,320	4,285
108/ 1	13,817	12,888	23,159	890	300	890	0	0	0	11,563	11,091	18,077	15	18	37	1,349	1,479	4,155
2	10,567	9,655	24,071	650	0	1,540	0	0	0	9,272	8,712	18,637	11	12	37	633	932	3,857
3	13,497	12,775	24,793	300	0	1,840	0	0	0	11,897	11,396	19,139	11	15	33	1,289	1,364	3,781
4	13,166	12,751	25,208	650	590	1,900	0	0	0	11,852	11,222	19,769	14	13	34	650	926	3,505
5	12,158	12,727	24,638	0	0	1,900	0	0	0	11,556	11,616	19,708	11	12	33	591	1,099	2,997
6	9,578	11,108	23,109	0	300	1,600	0	0	0	8,799	9,705	18,802	12	10	35	768	1,093	2,671
7	12,885	13,200	22,794	0	650	950	0	0	0	12,121	11,868	19,055	12	16	31	753	667	2,757
8	12,532	12,749	22,577	0	350	600	0	0	0	11,974	11,451	19,578	12	10	33	547	938	2,366

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

貳、債券市場

108年第2季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債800億元，較上季減少500億元；公司債方面，發行規模為1,673億元，較上季增加1,395億元，主要因國內市場利率處於低檔，企業為鎖定中長期資金成本增發公司債所致；金融債券方面，國內銀行發債總額為474億元，較上季增加222億元，主要因銀行為充實資本及強化財務結構增加發行次順位金融債券所致；至於國際債券方面，108年第2季外國機構在台發行總額折合新台幣為1,815億元，較上季減少819億元，主要因基期較高所致。

債券流通市場方面，108年第2季債券交易量為15兆789億元，較上季增加2,775億元或1.87%。

以下就發行市場與流通市場分別加以說明：

一、發行市場

(一) 中央政府公債

108年第2季中央政府發行甲類建設公債800億元，較上季減少500億元或38.46%，發行年期有10年及30年期。就行業得標比重觀察，本季平均以銀行業得標比重38.00%為最高，其次為證券業的37.25%，再次為保險業的18.44%，至於票券業平均只標得6.31%。累計至108年第2季底，中央政府公債發行餘額為5兆4,577億元，較上季底增加111億元或0.20%，至108年8月底發行餘額則為5兆4,477億元。

表3 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標 利率(%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
※108甲3	108.04.19	10	250	0.742	41.40	24.80	13.80	20.00
108甲5	108.05.17	30	250	1.125	10.80	57.20	0.00	32.00
108甲6	108.06.26	10	300	0.690	57.84	31.00	5.33	5.83

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

108年第2季高雄市政府發行直轄市政府公債150億元。108年8月底發行餘額為489億

元，其中，台北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分別為0.09億元及489億元。

表4 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合 計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化受益證券		外國債券		國際債券	
	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額
105	25,221	114,984	5,635	55,423	-	631	2,860	18,983	1,401	12,095	50	143	30	98	15,246	27,610
106	21,221	125,753	4,000	55,948	-	416	3,857	19,378	1,895	12,273	-	114	77	145	11,392	37,480
107	19,139	134,617	3,473	55,586	148	439	4,123	20,226	2,287	13,171	-	50	71	151	9,037	44,993
107/ 8	764	134,692	250	55,822	-	416	255	20,178	75	13,095	-	63	9	139	175	44,980
9	959	134,356	400	55,422	-	416	317	20,290	199	13,129	-	62	6	141	37	44,897
10	830	134,043	250	55,136	148	439	202	20,236	38	13,026	-	60	10	148	183	44,998
11	977	134,330	400	55,236	-	439	310	20,325	199	13,072	-	50	4	145	64	45,063
12	851	134,617	350	55,586	-	439	240	20,226	223	13,171	-	50	8	151	31	44,993
108/ 1	1,105	134,155	550	54,916	-	439	173	20,230	80	13,093	-	50	2	144	300	45,282
2	608	134,156	300	54,816	-	439	70	20,122	25	13,118	-	50	-	140	213	45,471
3	2,752	135,868	450	54,466	-	439	35	20,031	147	13,235	-	50	-	135	2,120	47,512
4	1,412	136,529	250	54,356	-	439	531	20,483	90	13,152	-	50	15	149	526	47,900
5	1,593	137,675	250	54,606	-	439	493	20,681	16	13,112	-	50	14	161	820	48,626
6	1,936	138,346	300	54,577	150	489	649	20,900	368	13,354	-	50	-	156	469	48,820
7	1,354	138,642	250	54,227	-	489	411	21,028	111	13,443	-	50	-	143	582	49,261
8	1,299	139,348	250	54,477	-	489	298	20,841	110	13,492	-	50	-	138	641	49,860

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國金融統計月報」
- (2) 金管會銀行局「資產證券化案件統計表」
- (3) 中華民國證券櫃檯買賣中心

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

(三) 公司債

108年第2季公司債發行總額為1,673億元，較上季增加1,395億元或502.46%，主要因國內市場利率處於低檔，企業為鎖定中長

期資金成本，增加發行公司債所致。108年第2季前六大發債公司為國泰金、台電、台泥、日月光、國泰人壽及和碩，合計發債金額為802億元，占發行總額47.95%；就債券

發行期限觀察，以5年期券占50.75%為最大宗，其次為7年期券的19.40%。截至108年第2季底，公司債發行餘額為2兆900億元，較上季底增加869億元或4.34%，至108年8月底發行餘額為2兆841億元。

(四) 金融債券

金融債券係指本國銀行、外國及大陸銀行在台分行發行以新台幣或外幣計價之債券。108年第2季有14家本國銀行發行金融債券，總金額為474億元，較上季增加222億元或87.73%。其中，新台幣計價之金融債券，以次順位債券為主，發行金額為468億元，發行目的主要為充實資本及強化財務結構。發行期間主要為5年期、7年期及無到期日，分別占19.62%、11.10%及53.63%。

美元計價之金融債券，以主順位債券為主，發行金額為6億元，占總發行金額1.30%，發行目的主要為鎖定中長期美元資金成本，以支應外幣中長期放款，發行期間為5年期。累計至108年第2季底，金融債券發行餘額為1兆3,354億元，較上季底增加118億元或0.89%，至108年8月底發行餘額則增至1兆3,492億元。

(五) 資產證券化受益證券

108年第2季資產證券化受益證券商品無新案發行，季底發行餘額為50億元，至108年8月底發行餘額為50億元。

(六) 外國債券及國際債券

外國債券係指外國機構在台發行以新台幣

計價之公司債，目前流通在外之外國債券，均為在台第一上市櫃之境外公司所發行之公司債。108年第2季外國債券發行總額為29億元，較上季增加27億元，累計至108年第2季底，外國債券發行餘額為156億元，較上季底增加21億元。至108年8月底發行餘額增為新台幣138億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。108年第2季國際債券發行總額折合新台幣為1,815億元，較上季減少819億元或31.09%，主要係因上季卡達政府來台發行60億美元的公債，致基期較高。就國際債券發行幣別觀察，美元、人民幣、南非幣及澳幣債券發行總額折合新台幣分別為1,674億元、73億元、36億元及33億元，占國際債券總發行額分別為92.23%、4.01%、1.97%及1.80%。累計至108年第2季底，國際債券發行餘額折合新台幣為4兆8,820億元，較上季底增加1,308億元或2.75%。至108年8月底發行餘額增為新台幣4兆9,860億元。

二、流通市場

108年第2季因美國降息，加以國內市場資金仍屬寬鬆，10年期指標公債殖利率由108年第1季平均的0.82%，下降至108年第2季平均的0.73%。108年7月及8月平均殖利率分別為0.67%及0.65%。

108年第2季國內整體債市交易金額為15兆789億元，較上季增加2,775億元或

1.87%，主要因上季工作天數較少，基期較低所致。其中，買賣斷交易減少5,071億元或14.79%，附條件交易增加7,846億元或6.90%。若就交易比重觀察，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之23.16%下降至當季之19.37%，附條件交易金額占交易總額比重由上季之76.84%上升至當季之80.63%。若就各類債券交易來看，108年第2季以政府

公債交易比重占62.25%為最高，交易金額為9兆3,867億元，其次依序為公司債4兆7,741億元、金融債券6,689億元、國際債券2,116億元、外國債券346億元及資產證券化受益證券30億元。108年7月至8月債券交易金額為10兆1,718億元，較上年同期減少1兆6,195億元或13.73%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

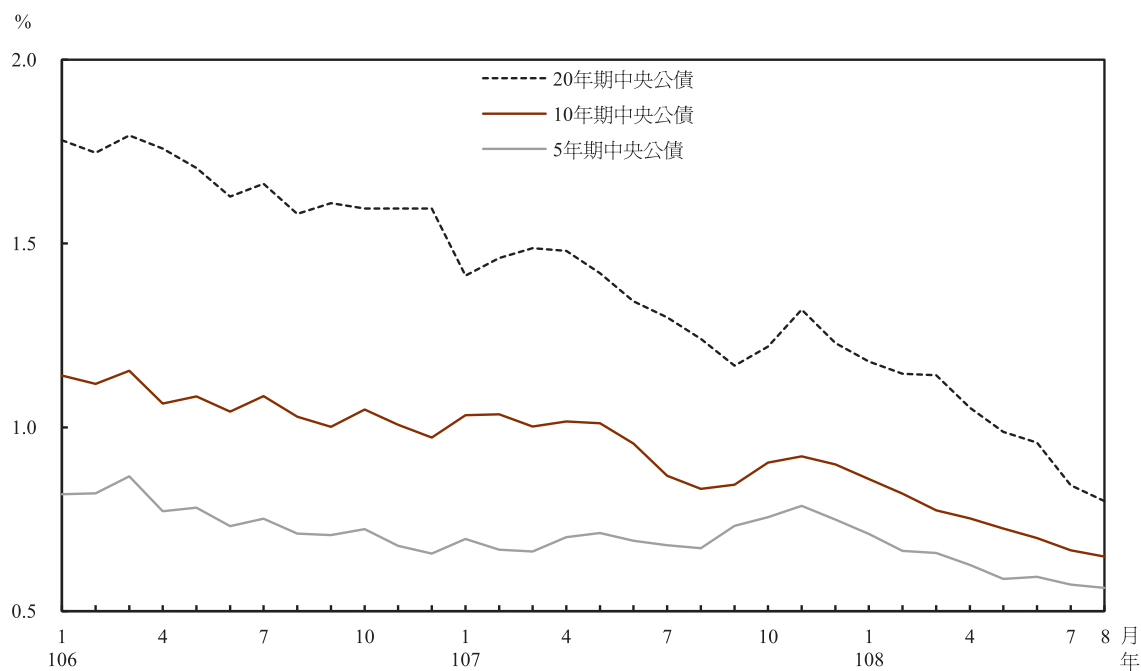


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

單位：新台幣億元

年 / 月	總成交金額	買 賣 斷		附條件交易	
		金 額	比重 (%)	金 額	比重 (%)
105	668,179	145,737	21.8	522,443	78.2
106	615,835	125,386	20.4	490,449	79.6
107	648,221	115,348	17.8	532,873	82.2
107/ 8	59,333	10,235	17.3	49,098	82.7
9	50,472	8,517	16.9	41,956	83.1
10	56,836	10,668	18.8	46,168	81.2
11	51,963	8,514	16.4	43,449	83.6
12	48,611	8,553	17.6	40,058	82.4
108/ 1	54,537	12,498	22.9	42,039	77.1
2	38,826	9,562	24.6	29,263	75.4
3	54,652	12,219	22.4	42,432	77.6
4	52,619	9,535	18.1	43,084	81.9
5	55,246	10,786	19.5	44,460	80.5
6	42,924	8,887	20.7	34,037	79.3
7	51,355	8,168	15.9	43,187	84.1
8	50,364	9,382	18.6	40,982	81.4

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

表6 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合 計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券	國際債券
			普通	可轉換				
105	668,179	452,435	165,467	6,553	23,769	194	294	19,468
106	615,835	395,320	172,021	8,872	22,958	217	579	15,868
107	648,221	423,698	175,532	9,831	26,653	125	885	11,497
107/ 8	59,333	38,977	16,167	882	2,569	12	70	656
9	50,472	33,038	13,965	785	2,162	-	47	475
10	56,836	37,636	15,223	887	2,343	12	141	595
11	51,963	33,329	15,148	764	2,075	12	58	578
12	48,611	29,669	15,284	984	2,101	12	68	492
108/ 1	54,537	35,029	15,619	801	2,364	12	68	644
2	38,826	25,809	10,169	654	1,650	10	49	485
3	54,652	36,214	14,425	1,036	2,157	12	65	742
4	52,619	34,244	14,758	851	2,158	10	105	494
5	55,246	34,496	16,425	934	2,395	14	142	839
6	42,924	25,128	13,901	872	2,136	6	100	783
7	51,355	31,025	15,913	969	2,487	8	199	754
8	50,364	30,948	15,047	921	2,397	8	90	953

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

108年4月以來，在美中貿易摩擦明顯降溫、美國Fed升息步調放緩、資金重回新興市場、全球股市反彈走升、外資買超台股等利多因素帶動下，台股震盪走升至5月3日之波段新高11,096點。其後，川普發文揚言對中國出口到美國的 2千億美元商品加徵25%關稅，以及針對華為下禁令，使得貿易衝突再起，加上中國對美亦採取強硬關稅報復，致戰火愈演愈烈，台股隨全球股市下挫至5月29日之10,302點。之後，因美中貿易戰暫時緩和、美股續創新高，台股隨之走升至7月23日之10,947點。嗣因美國總統川普8月初突然宣布對中國課徵3,000億美元進口商品10%關稅，再度使全球股市重挫，加以香港爆發反送中事件，外資大幅賣超新興市場股市，台股跌至8月15日之10,327點。復隨美國再延長華為禁令、國內官股券商買盤支撐，台股震盪走升，至8月底為10,618點，較3月底略跌0.22%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

108年4月份股市持續走高，4月底加權指數較上月底上漲3.07%。此期間主要利多因素包括：1.美中貿易談判愈趨樂觀；2.主要經濟體製造業PMI走揚；3.國際股市持續走升，美股屢創新高；4.外資買超台股；5.台積電與大立光法說會均釋出佳音。

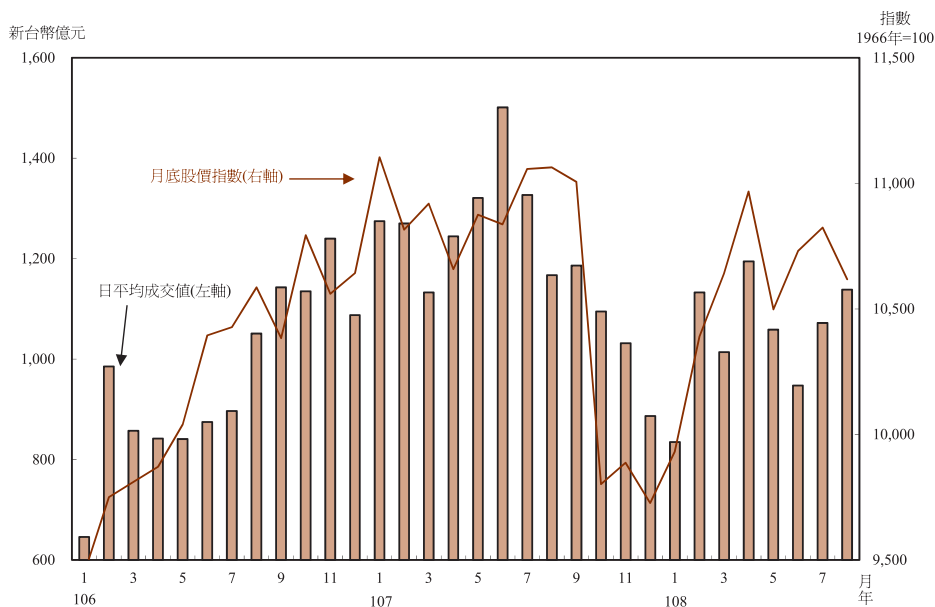
108年5月份股市下挫，5月底加權指數較上月底下跌4.28%。此期間主要利空因素包括：1.美中貿易衝突升溫，雙方互相報復加徵關稅，致全球主要股市大跌；2.川普打壓華為，影響台灣相關供應鏈，外資賣超電子權值股；3.MSCI調降台股權重。

108年6月份股市震盪走升，6月底加權指數較上月底上漲2.21%。此期間主要利多因素包括：1.美中貿易戰緊張局勢緩解；2.全球主要央行寬鬆政策，國際股市普遍走揚；3.外資回流買進金融及電子權值股；4.投信季底作帳。

108年7月份股市緩升，7月底加權指數較上月底上漲0.87%。此期間主要利多因素包括：1.美中貿易情勢朝正面發展；2.美國Fed宣布降息一碼；3.日韓貿易戰開打，台廠蘋果、華為智慧型手機相關供應鏈因而受惠。

108年8月份股市先跌後升，8月底加權指數較上月底下跌1.90%。8月1日至15日股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.美國總統川普突然宣布對中國課徵3,000億美元進口商品10%關稅，全球股市重挫；2.香港爆發反送中事件；3.外資大幅賣超新興市場股市。8月16日至30日股市走升，此期間主要利多因素包括：1.美國再度延長華為禁令90天至11月19日；2.國內官股券商買盤支撐。

圖3 集中市場價量變動趨勢



二、各類股股價指數變動

108年4月多數類股上漲。其中，汽車類股因新車改款熱賣，營收大幅成長，帶動股價大漲12.63%居冠；紡織纖維類股在新產能開出，出貨量增加下，股價續漲4.80%居次；電子類在美中美貿易談判愈趨樂觀及美股持續走高帶動下，股價上漲4.74%。玻璃陶瓷類股因市場景氣下滑，拉貨動能降低，致營收下滑，股價下跌8.38%最多；貿易百貨類股仍受淡季影響，股價續跌3.90%次之。

108年5月類股漲跌各半。由於貿易戰火加劇及美國發出華為禁令，電子類股及電機機械類股遭到外資大幅賣超，股價分別大跌8.24%及7.80%，並拖累大盤指數重挫；造紙類股因國際紙漿價格走跌，股價下跌

6.05%。不受貿易戰衝擊的食品類股，在冷飲旺季到來下，股價大漲9.00%居冠；汽車類股續漲6.84%次之；水泥類股在主要大廠獲利表現優異下，股價上漲4.33%；建材營造類股則拜貿易戰促使台商回流建廠、購宅之賜，帶動股價上漲4.18%。

108年6月多數類股上漲。其中，水泥類股續漲6.18%居冠；觀光類股受惠於暑假旅遊旺季來臨，股價上漲4.32%居次；電子類股在外資回流買進電子權值股激勵下，股價上漲3.10%。電器電纜類股因國際銅及鎳價走弱，致產品需求及廠商營收不如預期，股價下跌4.52%最多；油電燃氣類股受國際原油價格走跌拖累，股價下跌4.32%次之。

108年7月多數類股下跌。其中，塑膠類股受到中國大陸產能供過於求，塑化產品

報價走跌，股價下跌9.27%最多；水泥類股則因前幾月漲多，股價拉回，下跌6.32%次之；紡織纖維類股由於國內紡織上中游廠訂單出貨量減少，拖累股價下跌5.68%。電子類股則受惠於中國大陸去美化政策，對手機IC設計與製造供應鏈大廠(如台積電、聯發科)訂單需求增加，延續上月多頭走勢，股價上漲4.25%居冠。

108年8月除橡膠類股上漲外，其餘類股

均下跌。其中，油電燃氣類股因國際原油價格續處低檔，股價下跌7.69%最多；觀光類股受到中國官方限縮陸客來台旅遊之衝擊，股價下跌6.30%次之；塑膠類股股價續跌5.58%；航運類股因主要公司(如中航、萬海)遭外資大量賣超，股價下跌5.55%。橡膠類股由於將迎來9月的輪胎消費旺季，成為唯一上漲的類股，漲幅為2.44%。

表7 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
108年3月底	10,641.0	430.3	1,252.0	149.6	1,721.6	296.1	565.9	177.2	50.1	36.6	199.1
108年4月底	10,967.7	450.6	1,277.5	153.5	1,723.3	296.7	593.1	181.7	49.2	33.6	198.9
108年5月底	10,498.5	413.5	1,285.3	160.1	1,878.5	292.5	584.7	167.5	48.0	33.6	186.8
108年6月底	10,730.8	426.3	1,311.5	170.0	1,921.8	292.5	584.6	169.6	45.8	34.0	189.4
108年7月底	10,823.8	444.4	1,297.1	159.2	1,886.9	265.4	551.4	171.1	46.4	33.4	187.7
108年8月底	10,618.1	443.1	1,259.0	153.3	1,799.1	250.6	528.1	162.7	44.2	32.2	182.3
108年4月底 與上月底比%	+3.07	+4.74	+2.04	+2.58	+0.10	+0.20	+4.80	+2.51	-1.68	-8.38	-0.09
108年5月底 與上月底比%	-4.28	-8.24	+0.61	+4.33	+9.00	-1.39	-1.40	-7.80	-2.52	-0.03	-6.05
108年6月底 與上月底比%	+2.21	+3.10	+2.04	+6.18	+2.31	-0.00	-0.03	+1.28	-4.52	+1.19	+1.35
108年7月底 與上月底比%	+0.87	+4.25	-1.10	-6.32	-1.82	-9.27	-5.68	+0.84	+1.40	-1.77	-0.90
108年8月底 與上月底比%	-1.90	-0.30	-2.94	-3.76	-4.66	-5.58	-4.22	-4.89	-4.89	-3.51	-2.83

類股名稱 日期	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
108年3月底	110.1	256.7	251.9	285.8	65.4	105.2	244.8	146.2	108.0	63.1	274.6
108年4月底	108.4	258.8	283.7	282.5	67.1	104.4	235.2	145.1	107.5	61.2	281.0
108年5月底	106.6	253.0	303.1	294.3	68.8	103.1	239.7	146.9	109.1	63.1	271.8
108年6月底	108.7	252.9	304.0	299.7	70.2	107.6	244.7	140.4	108.6	64.2	283.8
108年7月底	105.5	254.4	291.8	287.4	70.8	106.7	242.3	134.8	106.6	64.6	284.5
108年8月底	100.6	260.6	285.6	283.0	66.9	100.0	238.6	124.4	102.2	63.4	278.5
108年4月底 與上月底比%	-1.53	+0.80	+12.63	-1.14	+2.60	-0.70	-3.90	-0.75	-0.46	-2.95	+2.34
108年5月底 與上月底比%	-1.65	-2.22	+6.84	+4.18	+2.46	-1.24	+1.90	+1.25	+1.48	+2.96	-3.30
108年6月底 與上月底比%	+2.00	-0.07	+0.28	+1.82	+2.01	+4.32	+2.08	-4.44	-0.46	+1.84	+4.43
108年7月底 與上月底比%	-2.93	+0.60	-4.00	-4.09	+0.87	-0.86	-0.98	-3.97	-1.78	+0.59	+0.24
108年8月底 與上月底比%	-4.71	+2.44	-2.12	-1.54	-5.55	-6.30	-1.54	-7.69	-4.20	-1.81	-2.12

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，108年4月及6月由於美中貿易摩擦降溫，外資買超台股。5月、7月及8月則因貿易戰火加劇，外資撤離，賣超台股。

投信法人方面，108年4月及5月在指數處於高檔或因應投資人贖回壓力下，投信法人

減碼賣超台股，6月至8月則連續買超台股。

此外，自營商採取較短線操作策略，通常在股市行情上揚時買超台股，而在股市下跌時出現賣超。108年4月及6月因台股走升，自營商買超；5月台股雖下跌，惟自營商進行換股操作，仍呈買超。7月及8月則因自營商避險操作或調節持股部位，賣超台股。

表8 集中市場機構投資人買賣超

單位：新台幣億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
106年全年	1,552	-335	114	1,331
107年全年	-3,551	-15	-994	-4,560
107年 8月	328	92	-235	185
9月	659	-9	-18	632
10月	-1,430	-77	-123	-1,630
11月	104	11	-91	24
12月	-669	-5	-174	-848
108年 1月	370	24	208	602
2月	647	-19	119	747
3月	17	4	47	68
4月	544	-43	172	673
5月	-1,449	-9	95	-1,363
6月	394	54	101	549
7月	-127	38	-32	-121
8月	-1,213	53	-6	-1,166

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 108年4月30日，包含8檔追蹤台股指數及2檔追蹤陸股指數的ETN(指數投資證券)，首度在證交所及櫃買中心掛牌交易。
- (二) 108年4月30日，金管會放寬證券投資信託事業符合主管機關所定條件者，運用ETF連結基金所投資之

ETF(主基金)得不以國內成分證券ETF為限。

- (三) 108年8月15日，金管會訂定「境外資金匯回金融投資管理運用辦法」，規定境外匯回資金成立的信託專戶或證券全權委託專戶，所從事金融投資之範圍，以下列為限：
 - 1、國內有價證券；
 - 2、在我國期貨交易所進行之證券相關期貨、選擇權交易；
 - 3、國內保險商品。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

本（108）年第2季新台幣對美元匯率最低為5月31日之31.612元，最高為4月1日之30.801元，差距為0.811元。季底新台幣對美元匯率為31.072元，較第1季底貶值0.8%，同期間對日圓與歐元貶值3.6%、2.1%，對人民幣及韓元則分別升值1.4%、0.9%。

本季（本年第3季）底與上季（本年第2季）底比較，新台幣對歐元、韓元、人民幣、日圓與美元升值（圖4），致對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價（以貿易資料計算權數）升值2.2%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：8月1日美國總統川普宣布，將增加對中國大陸約3,000億美元進口品加徵10%關稅，分兩批自9月1月及12月15日起實施；8月5日人民幣對美元匯率貶破7，帶動亞洲新興市場貨幣走貶，新台幣對美元匯率貶至本季低點31.628元。9月上旬，美中雙方同意於10月初恢復會談，貿易衝突情勢略緩；9月17日FOMC調降聯邦資金目標利率1碼，為7月30日以來二度降息，新台幣對美元匯率回升。本季底新台幣對美元匯率為31.042元，較6月底升值0.1%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值0.2%。

新台幣對歐元匯率：7月25日ECB總裁Draghi於利率決策會議後表示，全球經濟與貿易疲弱，使得歐元區經濟前景不樂觀；9月12日ECB宣布降息並重啟債券購買計畫，存款利率由-0.4%下調至-0.5%，預計自11月1日開始，每月購買200億歐元債券，直至達到通膨目標；9月下旬公布之歐元區製造業PMI 45.6，為近7年來低點。本季新台幣對歐元匯率大致走升，8月初因美中貿易衝突升溫而回貶，其後仍持續走升。本季底新台幣對歐元匯率為33.892元，較上季底升值4.4%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值0.8%。

新台幣對日圓匯率：8月份美中貿易摩擦加劇，避險需求致日圓走升，9月份情勢略緩，新台幣對日圓匯率回升至7月份水準。本季底新台幣對日圓匯率升至0.2879元，較上季底升值0.3%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值2.5%。

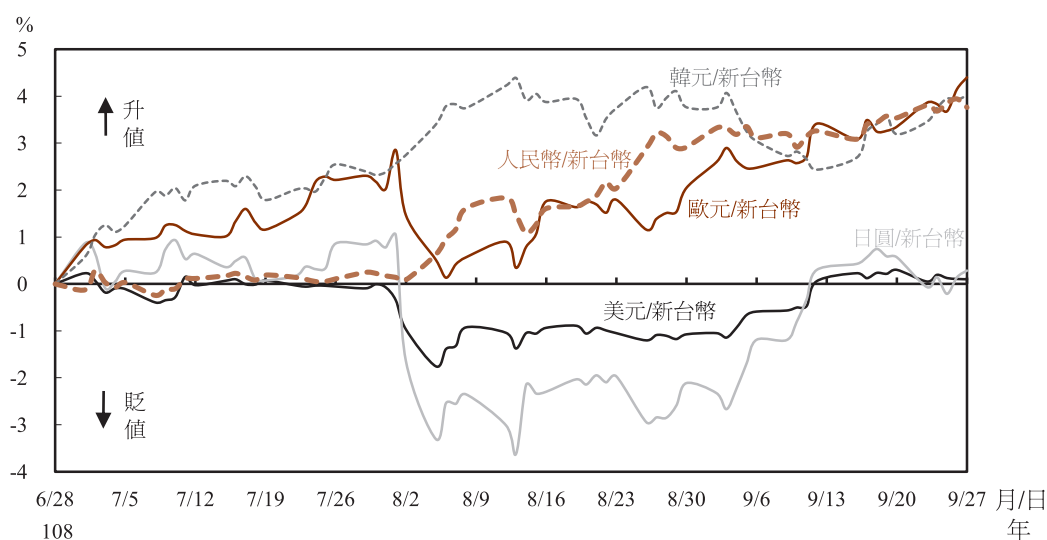
新台幣對人民幣匯率：8月份美中貿易衝突擴大，人民幣對美元匯率貶破7，新台幣對人民幣匯率持續走升，9月26日新台幣對人民幣匯率升至4.3525元本季高點。本季底新台幣對人民幣匯率為4.3601元，較上季底升值3.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值2.5%。

新台幣對韓元匯率：7月18日南韓央行

調降政策利率1碼至1.5%，並下修全年經濟成長預測；受美中貿易衝突、中國大陸經濟成長趨緩與記憶體晶片市況不佳等因素影響，南韓出口連續衰退，不利韓元走

勢，8月13日新台幣對韓元匯率升至本季高點0.0258元。本季底新台幣對韓元匯率為0.0259元，較上季底升值4.0%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值2.1%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與108/6/28比較)



二、外匯市場交易

本年5月至7月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為20,896.4億美元，較上期（本年2月至4月，以下同）增加15.1%，日平均交易淨額為326.5億美元。其中，OBU外匯交易淨額為2,212.0億美元，較上期增加27.2%，占外匯市場交易比重10.6%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為10,192.7億美元，較上期增加10.5%；即期交易居次，交易量為8,206.5億美元，較上期增加19.9%；占外匯市場交易比重分別為48.8%及39.3%。遠匯交易居第三，交易量為1,749.9億美元，占8.4%，較上期增加21.0%。匯率選擇權居第四，交易量為589.0億美元，占2.8%，較上期增加11.7%（表9及圖5）。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

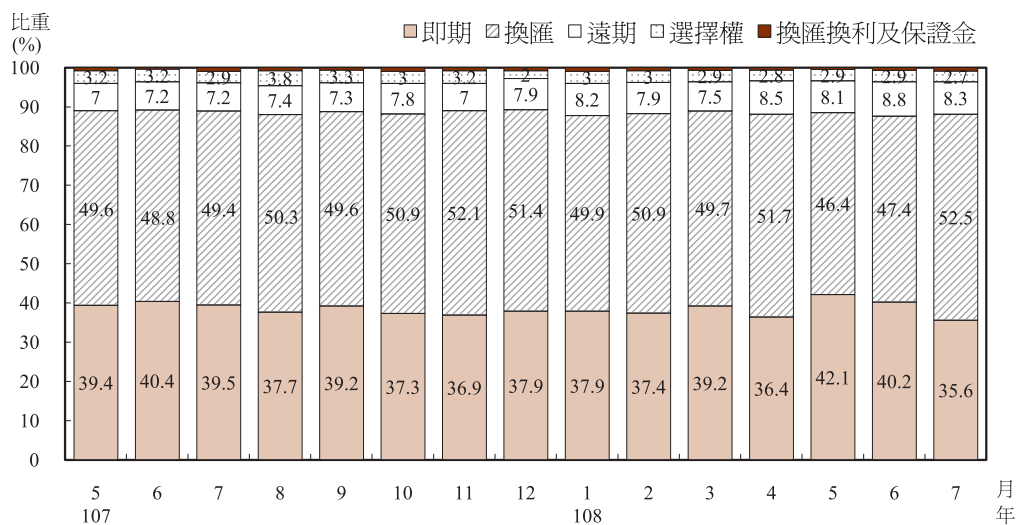
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	國內銀行 間新台幣 對外幣	遠期	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²	保證金 交易	換匯換利	選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均 交易淨額
105	2,780,002	3,430,524	1,130,460	477,036	35,128	17,437	50,109	358,694	7,113,802	852,912	28,918
106	2,826,236	3,550,558	1,241,359	423,119	28,857	12,402	43,934	242,537	7,098,786	646,369	28,624
107	3,111,414	3,992,873	1,361,832	567,790	29,278	7,876	58,354	249,254	7,987,560	731,895	32,079
107/ 5	285,811	359,486	120,864	50,405	2,971	603	5,294	23,250	724,850	68,923	32,948
6	280,126	338,727	109,501	49,719	2,774	584	2,166	22,458	693,779	67,385	34,689
7	276,879	346,644	119,983	50,832	2,359	563	6,658	20,358	701,934	71,061	31,906
8	269,974	361,136	116,007	53,199	2,099	545	4,917	26,902	716,674	71,324	31,160
9	237,775	300,757	97,053	44,240	1,916	469	3,219	20,142	606,602	60,433	31,926
10	254,194	346,173	123,397	53,397	2,401	693	6,345	20,769	681,571	57,374	30,980
11	237,476	335,523	118,405	45,040	2,052	616	4,521	20,362	643,538	57,269	29,252
12	226,502	307,126	109,024	47,503	2,110	597	4,353	12,017	598,098	54,144	28,481
108/ 1	284,320	373,964	139,240	61,150	2,943	779	7,505	22,126	749,844	70,844	32,602
2	187,752	255,968	83,168	39,606	1,715	594	3,295	15,179	502,393	49,705	33,493
3	263,673	334,862	102,536	50,396	1,934	944	3,926	19,456	673,258	65,066	33,663
4	232,938	331,264	109,588	54,661	2,107	774	2,756	18,080	640,474	59,174	32,024
5	310,913	342,712	111,917	60,127	4,200	499	3,553	21,122	738,925	80,955	33,588
6	256,817	303,364	95,357	56,106	2,438	561	4,102	18,405	639,356	75,034	33,650
7	252,924	373,194	120,332	58,759	2,703	363	6,750	19,373	711,363	65,208	30,929

註：1. 本表各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外，與匯率有關之衍生金融商品交易均列於此表。

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

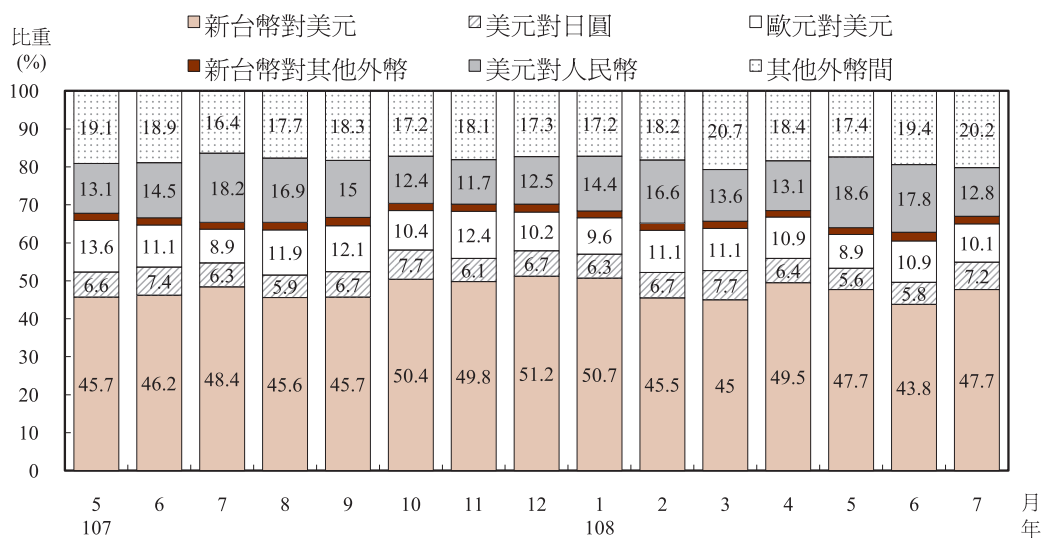
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，本年5月至7月的交易比重為46.5%，較上期減少0.2個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅2.0%；外幣間的交易比重為51.5%，其中美元對人民幣交易比重

為16.4%，較上期增加2.1個百分點；歐元對美元交易比重為9.9%，較上期減少1.1個百分點；美元對日圓交易比重為6.2%，較上期減少0.8個百分點；其他外幣間交易比重為19.0%，較上期減少0.2個百分點(圖6)。

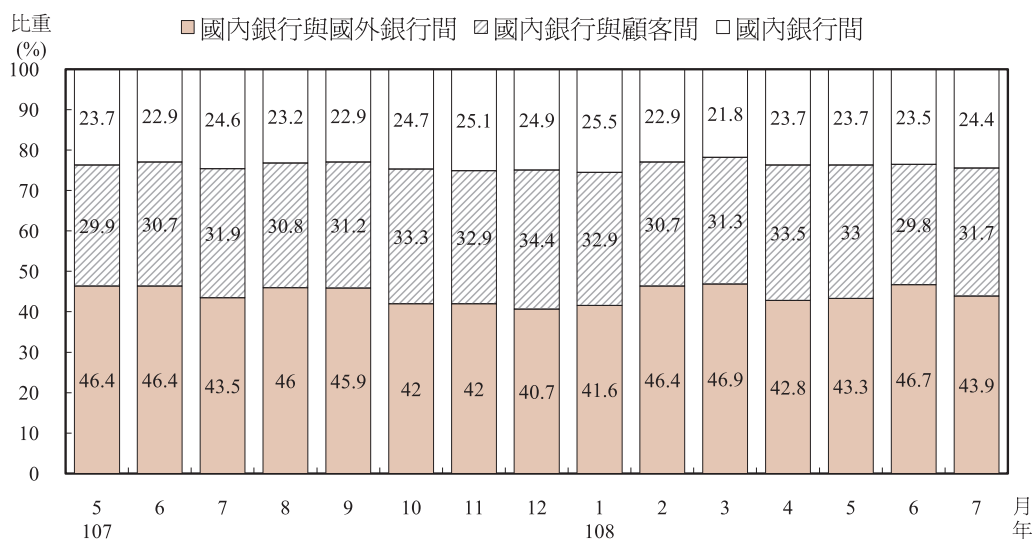
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，本年5月至7月交易比重為44.5%，較上期減少0.8個百分點；國內銀行

與顧客間交易比重為31.6%，較上期減少0.3百分點；國內銀行間交易比重為23.9%，較上期增加1.1個百分點(圖7)。

圖7 外匯交易-按交易對象別



三、銀行間換匯及外幣拆款交易

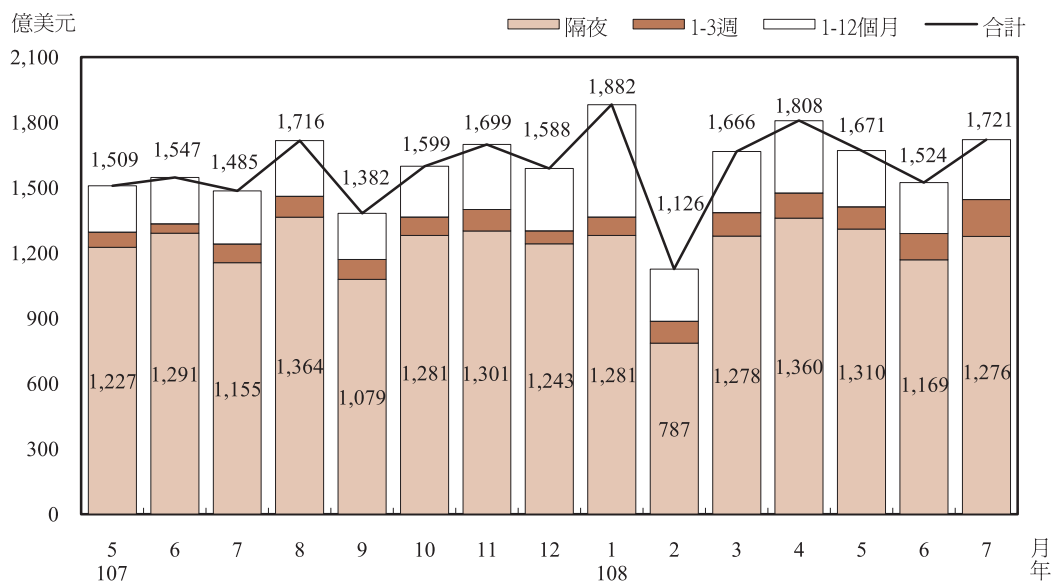
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

新台幣與外幣換匯交易方面（表9），本年5月換匯交易量為1,119.2億美元，較上月增加2.1%，主要係5月到期金額較4月多，以及部分銀行因稅款繳庫因素，積極透過換匯交易取得新台幣資金。6月交易量953.6億美元，較上月減少14.8%，主要受市場觀望Fed降息預期及美中貿易紛爭影響，銀行間資金調度趨於保守。7月交易量1,203.3億美元，較上月增加26.2%，主要係壽險業等顧

客之到期金額較高，多展期續作，加以市場對7月底美國降息幅度之預期不同，銀行資金調度頻繁。

銀行間外幣拆款市場交易方面（圖8），本年5月外幣拆款交易量為1,671.2億美元，較上月減少7.6%，主要係美國經濟數據轉弱及美中貿易爭端等不利因素，市場預期Fed降息可能性上升，資金較為寬鬆，銀行減少拆借。6月交易量1,524.3億美元，較上月減少8.8%，主要係市場預期Fed降息機率增加與靜觀美中貿易協商進展，資金操作轉為保守。7月交易量1,721.0億美元，較上月增加12.9%，主要係市場觀望7月底Fed降息幅度，增加隔夜資金拆借因應。

圖8 外幣拆款市場月交易量



四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

本年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為588.8億美元，較上期增加20.4%。其中，以外幣利率期貨278.8億美元

最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的47.4%，較上期減少17.5個百分點；外幣換利交易居次為234億美元，所占比重為39.7%，較上期增加9.7個百分點（表10）。

表10 匯率以外涉及外幣之衍生金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣換利	外幣遠期利率協議	外幣利率選擇權	外幣利率期貨	商品價格交換與選擇權	股價交換與選擇權	信用衍生商品	合計
105	41,952	120	5,743	51,222	3,053	145	933	103,168
106	49,453	0	11,412	116,911	2,802	121	857	181,556
107	78,848	0	25,974	149,310	3,524	403	2,861	260,920
107/ 5	8,007	0	1,239	16,921	335	56	233	26,791
6	6,540	0	195	13,440	394	26	258	20,853
7	4,447	0	193	7,325	316	24	394	12,699
8	4,502	0	121	8,087	380	8	199	13,297
9	5,393	0	959	7,854	333	3	156	14,697
10	5,508	0	2,231	8,525	273	5	256	16,798
11	7,904	0	749	8,070	281	0	242	17,246
12	7,766	0	1,364	7,675	247	7	209	17,268
108/ 1	8,984	0	121	12,269	429	14	86	21,901
2	2,664	0	198	8,367	241	7	103	11,580
3	8,357	0	328	14,368	378	12	191	23,634
4	3,669	0	716	8,995	271	16	16	13,682
5	6,230	0	1,853	10,164	391	17	94	18,749
6	6,005	0	2,823	13,159	334	7	101	22,428
7	11,169	0	1,445	4,557	408	74	50	17,702

五、外匯自由化與外匯管理

為持續落實自由化、國際化既定政策，以及促進外匯業務健全發展，本行持續同意指定銀行採事後報備方式，函報開辦新種外匯業務及衍生外匯商品業務等。

配合「境外資金匯回管理運用及課稅條例」(下稱本條例)及相關子法於108年8月15日施行，自當日起銀行業辦理個人或營利事業依本條例匯回境外資金及其管理運用，所涉外匯資金進出及結匯申報事宜，辦理說明如下：

- (一) 銀行業依照本條例、財政部「境外資金匯回管理運用及課稅作業辦法」、經濟部「境外資金匯回投資產業辦法」及金融監督管理委員會「境外資金匯回金融投資管理運用辦法」等規定，受理個人或營利事業經財政部各地區國稅局核准開立之「外匯存款專戶」，該專戶相關結匯申報事宜，屬「外匯收支或交易申報辦法」第5條第5款所稱之匯款。

- (二) 銀行業應依相關應確認文件之規定辦理；已依規定確認文件者，其結匯金額無須查詢，且不計入申報義務人當年累積結匯金額；銀行業應於相關核准文件上加註結匯金額及日期並簽章，同時注意累計結匯金額不得超過相關證明文件及主管機關核准之範圍。
- (三) 依本條例第6條第2項規定於期限屆滿後自外匯存款專戶、信託或證券全權委託專戶分年提取之資金、第12條所稱收益，以及未依本條例規定運用而進出各專戶者，涉及資金進出及結匯申報事宜，仍依現行「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」規定辦理。
- (四) 前述各項結匯如每筆金額達等值500萬美元以上時，受理銀行應就結匯金額及日期先行以電話告知本行外匯局。
- (五) 銀行業辦理本案相關匯款及外匯資料處理系統之傳送，應依資金來源及運用詳實填報匯款性質。

國際經濟金融情勢（民國108年第2季）

壹、概述

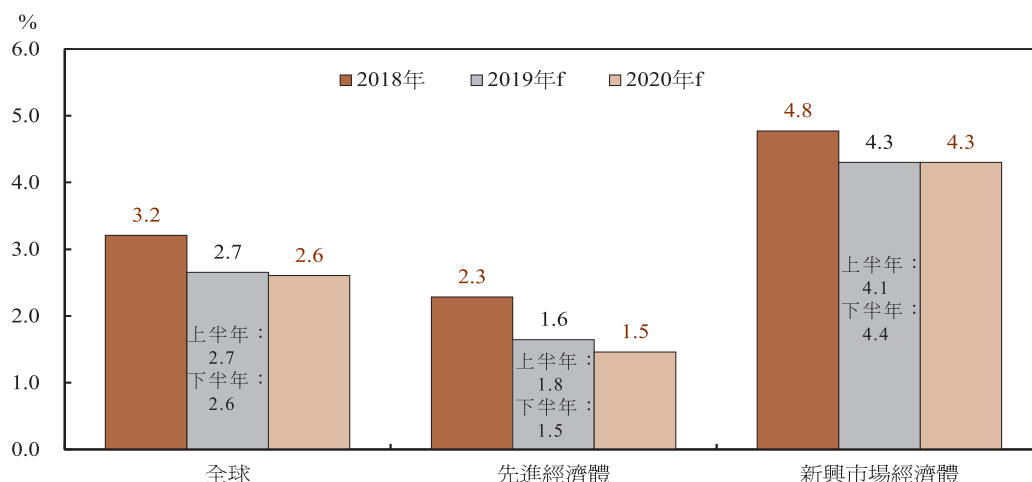
一、第2季全球景氣略降溫，預期本年下半年及明年持穩

本(2019)年第2季，主要經濟體表現多不如預期，惟部分經濟體在政府支出增加帶動下，景氣回溫，IHS Markit預估該季全球經濟成長率為2.6%，略低於第1季之2.7%。

由於美中貿易衝突升溫、英國脫歐發展，以及香港反對「逃犯條例」修訂草案(又稱反送中)抗爭等地緣政治緊張引發之諸

多不確定性，衝擊消費及投資信心，不利全球經濟成長，IHS Markit預測本年第3季全球經濟成長率為2.6%，與第2季持平，下半年為2.6%，略低於上半年之2.7%，全年及明(2020)年則分別為2.7%及2.6%，均低於上(2018)年之3.2%(圖1、表1)。7月IMF預測本年全球貿易量成長率將由上年之3.7%降至2.5%，明年則回升為3.7%(圖2)。

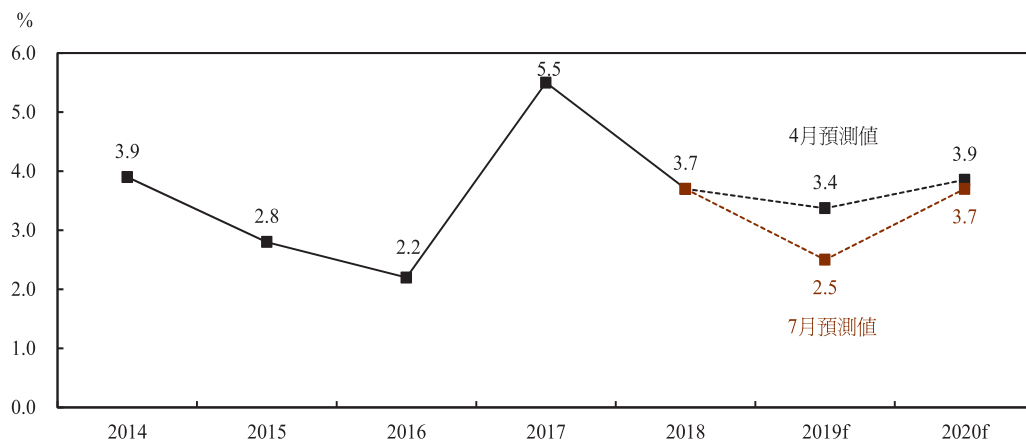
圖1 全球經濟成長率



註：f表示預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/9/17)

圖2 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2019/4/9)、IMF World Economic Outlook Update (2019/7/23)

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2018年	2019年		2020年	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	3.6 (3.2)	3.2	2.7	3.5	2.6
先進經濟體	2.2 (2.3)	1.9	1.6	1.7	1.5
OECD國家	2.3 (2.3)	1.8	1.6	1.8	1.5
美國	2.9	2.6	2.3	1.9	2.1
日本	0.8	0.9	0.9	0.4	0.3
德國	1.5	0.7	0.5	1.7	0.6
英國	1.4	1.3	1.0	1.4	0.5
歐元區	1.9	1.3	1.1	1.6	0.9
台灣	2.63	2.5	2.0	2.5	1.9
香港	3.0	2.7	0.2	3.0	1.2
新加坡	3.1	2.3	0.5	2.4	1.1
南韓	2.7	2.6	1.7	2.8	1.9
東協五國	5.2	5.0	—	5.1	—
泰國	4.1	3.5	3.0	3.5	3.2
馬來西亞	4.7	4.7	4.6	4.8	4.4
菲律賓	6.2	6.5	5.9	6.6	6.1
印尼	5.2	5.2	5.0	5.2	5.1
越南	7.1	6.5	6.6	6.5	6.6
中國大陸	6.6	6.2	6.2	6.0	5.7
印度	6.8	7.0	6.1	7.2	6.3
新興市場暨開發中經濟體	4.5	4.1	—	4.7	—

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2018年區域經濟體為IMF資料，OECD國家為OECD資料，括弧內數字均為IHS Markit資料；各國為官方資料，其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。

3. 2019、2020年(1)為IMF資料，僅OECD國家為OECD資料，(2)為IHS Markit資料；其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。

4. IMF與IHS Markit 計算全球經濟成長率方式不同，IMF以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的2011年調查版本之PPP計價GDP計算全球各經濟體權重，IHS Markit則以美元計價之名目GDP計算權重。

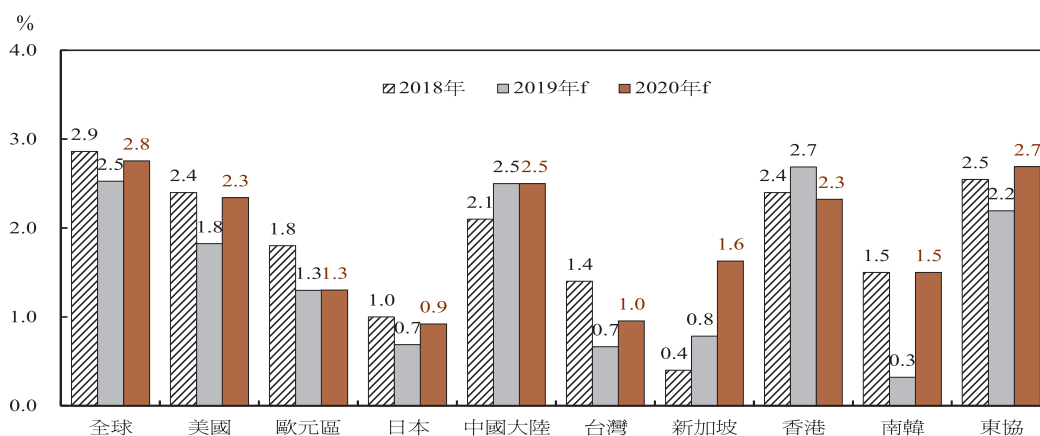
資料來源：IMF (2019), “World Economic Outlook Update,” Jul. 23、IMF (2019), “World Economic Outlook,” Apr. 9、OECD (2019), “OECD Economic Outlook,” May 21、IHS Markit (2019/9/17)

二、本年下半年及明年全球通膨率預測值均低於上年

本年7月以來，由於美中製造業疲軟及貿易衝突升溫，國際油價下跌，IHS Markit

預測第3季全球通膨率由第2季之2.6%降至2.4%，下半年則由上半年之2.4%略升為2.5%，全年為2.5%，明年則略升至2.8%，均低於上年之2.9%(圖3)。

圖3 主要經濟體通膨率



註：f表示預測值。

資料來源：各國官方資料、IHS Markit (2019/9/17)

三、主要央行貨幣政策立場更趨寬鬆，亞太地區央行多降息

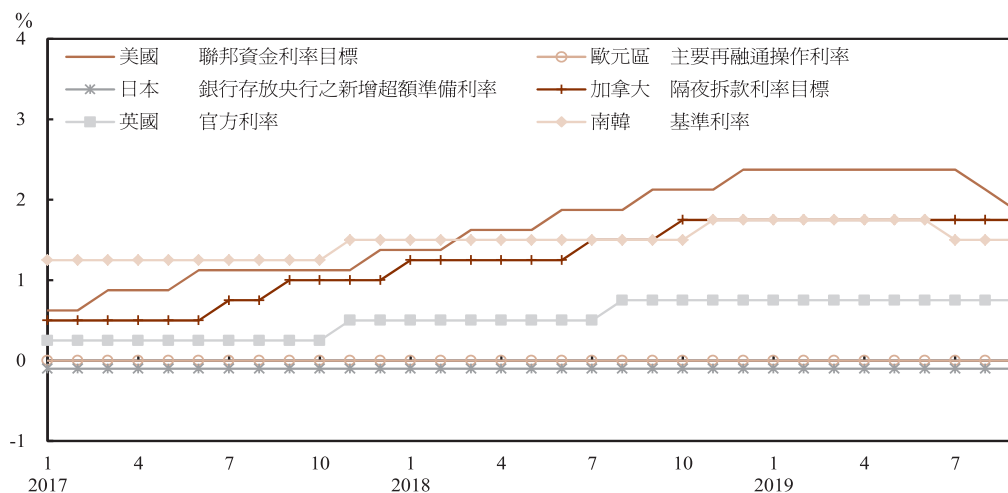
本年7月以來，美國聯準會(Fed)兩度調降聯邦資金利率目標區間各1碼至1.75%~2.00%，且8月起已停止縮減資產負債表。歐洲央行(ECB)調降存款利率(deposit rate)0.10個百分點至-0.50%，並將重啟資產購買計畫。日本央行(BoJ)強調將維持目前極低之長、短期利率水準至少至明年春季。中國人民銀行則透過公開市場操作等工具、改革放款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR)形成機制，以及全面及定向降準，引導銀行

擴大對實體經濟的支援(圖4、圖5)。

此外，為激勵經濟成長，本年7~9月，亞太地區央行多調降政策利率，包括澳洲、南韓、泰國及越南均降息1碼，分別至1.00%、1.50%、1.50%及6.00%，印尼降息3次各1碼至5.25%，紐西蘭1次降息2碼至1.00%，印度降息0.35個百分點至5.40%，菲律賓降息2次各1碼至4.00%，香港跟隨美國降息，至2.25%(圖4、圖5)。

然挪威鑑於經濟成長穩健，升息1碼至1.50%；其餘經濟體則多維持政策利率不變。

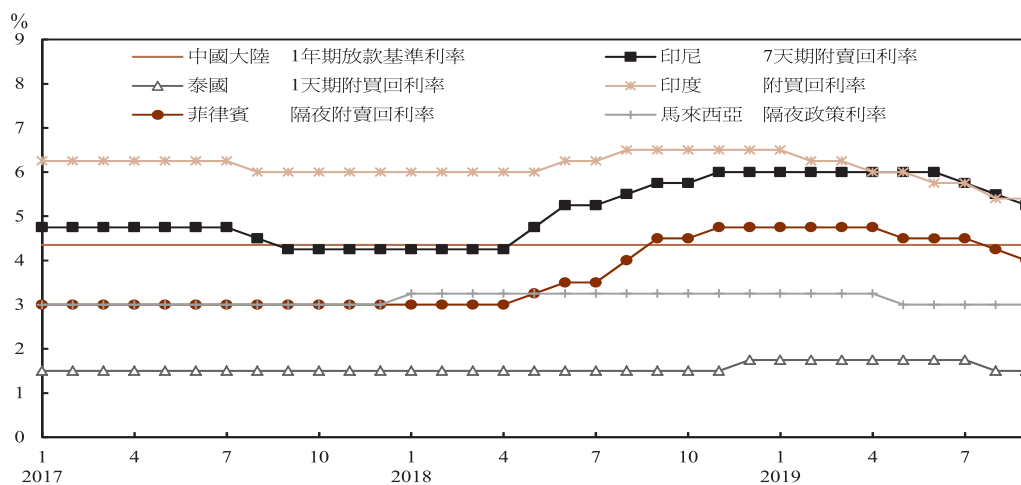
圖4 先進經濟體政策利率



註：美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：各國官方資料

圖5 亞洲新興經濟體政策利率



資料來源：各國官方資料

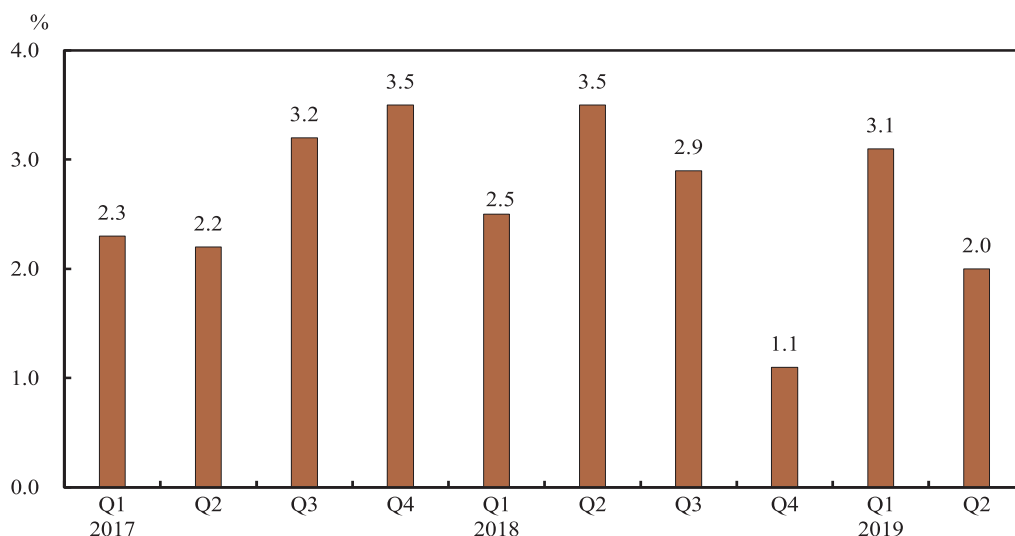
貳、美國經濟成長趨緩，預期通膨率下滑，Fed降息並結束縮表

一、第2季經濟成長率下滑，預期下半年及明年趨溫和

本年第2季，由於民間投資及輸出均轉

呈衰退，抵銷民間消費及政府消費之強勁成長，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之3.1%減緩至2.0%(圖6、表2)。

圖6 美國經濟成長率



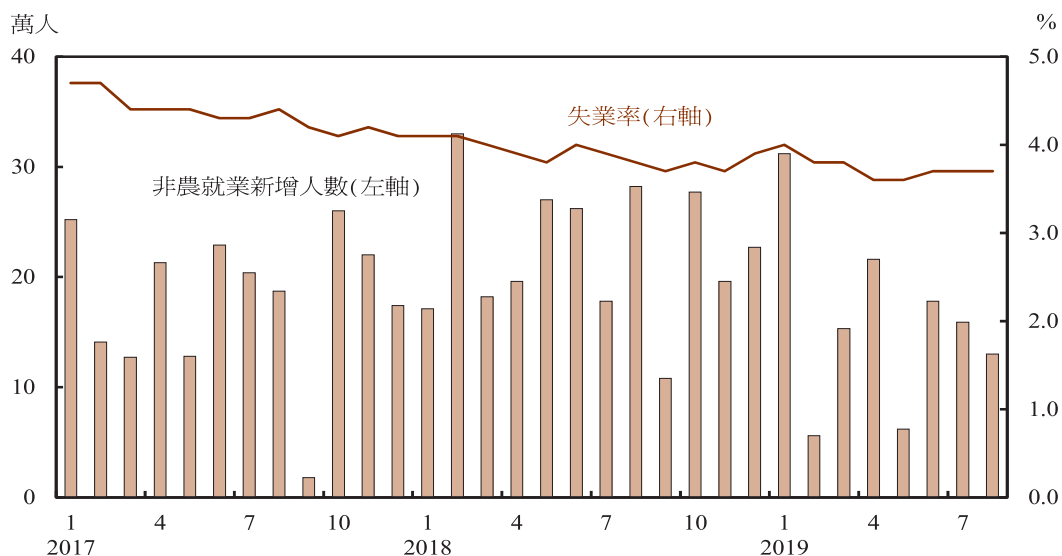
資料來源：Bureau of Economic Analysis

就業市場穩健復甦，本年7~8月非農就業平均新增14.5萬人，略低於第2季之15.2萬人；平均時薪年增3.3%，略高於第2季之3.1%；失業率連續3個月持平於3.7%(圖7、表2)。

雖然就業與薪資穩健成長，民間消費動能強勁；惟近期製造業擴張力道減緩，與中

國大陸貿易衝突升溫，雖有望重啟協商，但貿易不確定性已衝擊企業信心與貿易活動，加以財政激勵效果漸消退，預期本年下半年經濟溫和成長。IHS Markit預測本年經濟成長率由上年之2.9%降至2.3%，明年再降至2.1%(表1)；Fed對本年及明年經濟成長率預測值分別為2.1%~2.3%及1.8%~2.1%。

圖7 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics

表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	核心消費者 物價指數 (1982-84=100)	消費者 物價指數 (1982-84=100)	生產者 物價指數 (2009/11=100)	貿易餘額 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2016	1.6	4.9	-2.0	2.2	1.3	0.4	-735,327
2017	2.4	4.4	2.3	1.9	2.1	2.3	-793,411
2018	2.9	3.9	3.9	2.1	2.4	2.9	-874,814
2018/ 8		3.8	5.3	2.2	2.7	3.0	-75,271
9	2.9	3.7	5.4	2.2	2.3	2.8	-76,235
10		3.8	4.1	2.1	2.5	3.2	-76,148
11		3.7	4.1	2.2	2.2	2.7	-72,913
12	1.1	3.9	3.8	2.2	1.9	2.6	-79,790
2019/ 1		4.0	3.6	2.2	1.6	1.9	-71,918
2		3.8	2.7	2.1	1.5	1.8	-69,877
3	3.1	3.8	2.3	2.0	1.9	2.0	-71,804
4		3.6	0.7	2.1	2.0	2.4	-70,931
5		3.6	1.8	2.0	1.8	1.9	-74,802
6	2.0	3.7	1.1	2.1	1.6	1.6	-74,177
7		3.7	0.5	2.2	1.8	1.7	-72,456
8		3.7	0.4	2.4	1.7	1.8	

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statistics

二、近期通膨略升溫，惟預期全年通膨率略低於上年

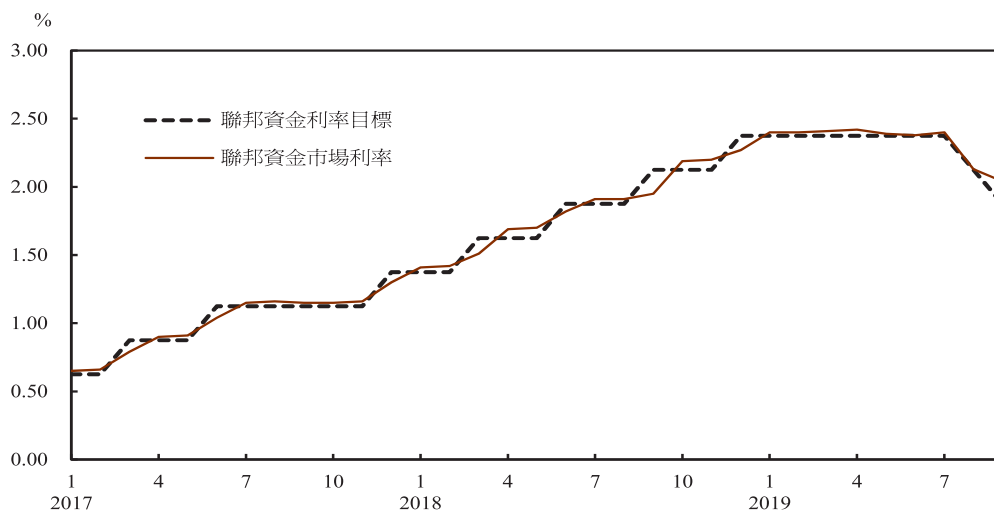
本年7~8月消費者物價指數(CPI)年增率為1.8%，與第2季持平；扣除食品與能源之核心CPI年增率由第2季之2.1%升至2.3%(表2)，主因醫療服務價格上揚。IHS Markit預測本年下半年CPI年增率為1.9%，全年由上年之2.4%降至1.8%，明年則回升至2.3%(圖3)。

三、Fed兩度降息，並提前於8月結束縮減資產負債表

聯邦公開市場委員會(FOMC)鑑於國際情勢發展對經濟前景之影響，以及通膨壓力低緩，於本年7月及9月決議調降聯邦資金利率目標區間各1碼至1.75%~2.00%(圖8)。

另FOMC於本年7月底決議，自8月起停止縮減資產負債表，較原規劃時間提前兩個月。9月18日Fed主席Powell表示，將評估恢復資產負債表擴增之妥適時間，此一時間可能較先前預期早；此外，未來政策利率若再降至有效底限(0%~0.25%)，可能考慮實施大規模資產購買或前瞻性指引，而非負利率政策。

圖8 美國聯邦資金利率目標與市場利率



註：美國聯邦資金利率目標為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：Refinitiv Datastream

參、歐元區經濟前景不佳，預期通膨率下降，ECB調降存款利率

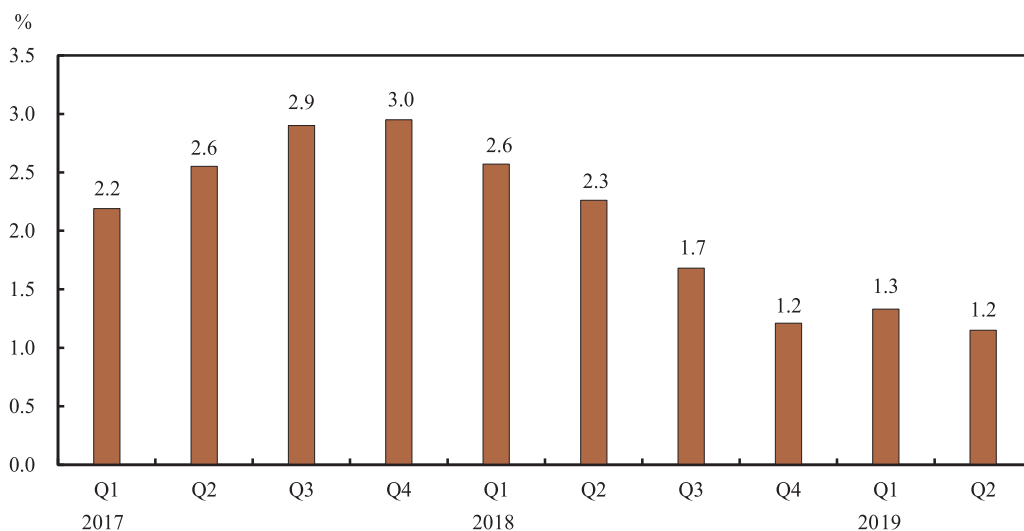
一、第2季經濟成長率略降，預期下半年及明年景氣續降溫

本年第2季，受全球貿易爭端加劇、英國脫歐不確定性及部分成員國政局動盪等影響，歐元區經濟成長率由第1季之1.3%降至1.2%(圖9、表3)；其中，德國經濟成長率大幅降至0.4%，主因製造業及出口表現不佳；法國則在內需支撐下，經濟成長率略升至

1.4%；義大利則因政局動盪，經濟陷入萎縮。

歐元區經濟信心持續下滑，其中又以工業信心衰退最明顯，本年第2季已跌落至長期平均值之下，反映企業對經濟前景看法趨悲觀。IHS Markit預測本年下半年經濟成長率低於上半年，全年則由上年之1.9%降至1.1%，明年續降至0.9%(表1)。

圖9 歐元區經濟成長率

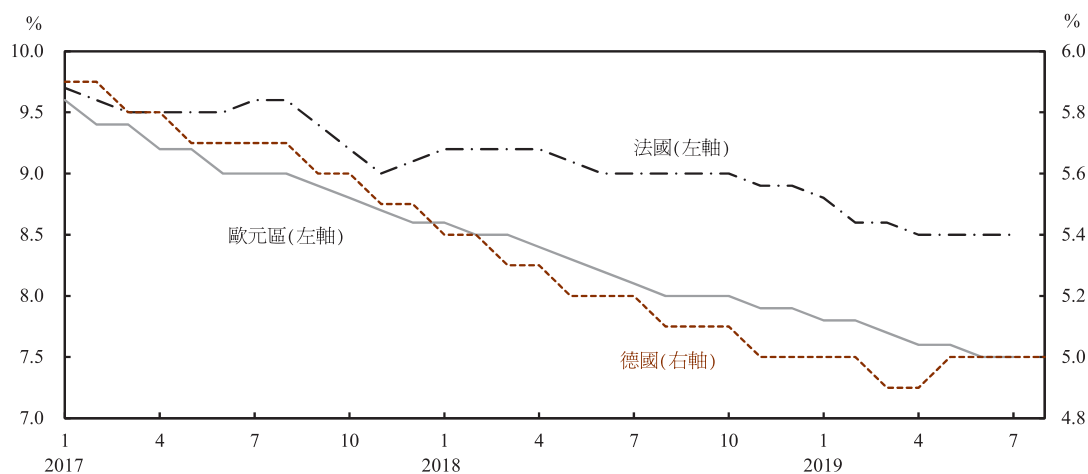


資料來源：Eurostat、Refinitiv Datastream

勞動市場仍屬穩健，歐元區本年7月失業率為7.5%，低於第2季之7.6%；德國8月失

業率為5.0%，與第2季持平；法國7月失業率為8.5%，與第2季持平(圖10)。

圖10 歐元區失業率



資料來源：Eurostat、Refinitiv Datastream

表3 歐元區重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 (不含營建業) %	調和消費者物價指數 (HICP)年增率 (2015=100) %	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易餘額 (百萬歐元)
2016	1.9	10.0	1.6	0.2	0.3	-1.3	272,370
2017	2.5	9.1	2.9	1.5	7.1	9.9	241,675
2018	1.9	8.2	0.9	1.8	3.8	6.7	194,339
2018/ 8		8.0	0.9	2.1	5.6	8.7	11,978
9	1.7	8.0	0.6	2.1	-0.5	7.9	12,092
10		8.0	1.1	2.3	11.1	14.9	14,073
11		7.9	-2.9	1.9	2.2	5.5	18,697
12	1.2	7.9	-4.2	1.5	-2.1	2.7	16,991
2019/ 1		7.8	-0.6	1.4	2.6	3.5	1,620
2		7.8	-0.2	1.5	6.3	5.6	18,825
3	1.3	7.7	-0.8	1.4	3.5	6.2	23,190
4		7.6	-0.7	1.7	5.3	6.8	15,620
5		7.6	-0.9	1.2	7.1	5.1	21,736
6	1.2	7.5	-2.4	1.3	-4.9	-4.2	20,347
7		7.5	-2.0	1.0	6.2	2.3	24,790
8				1.0			

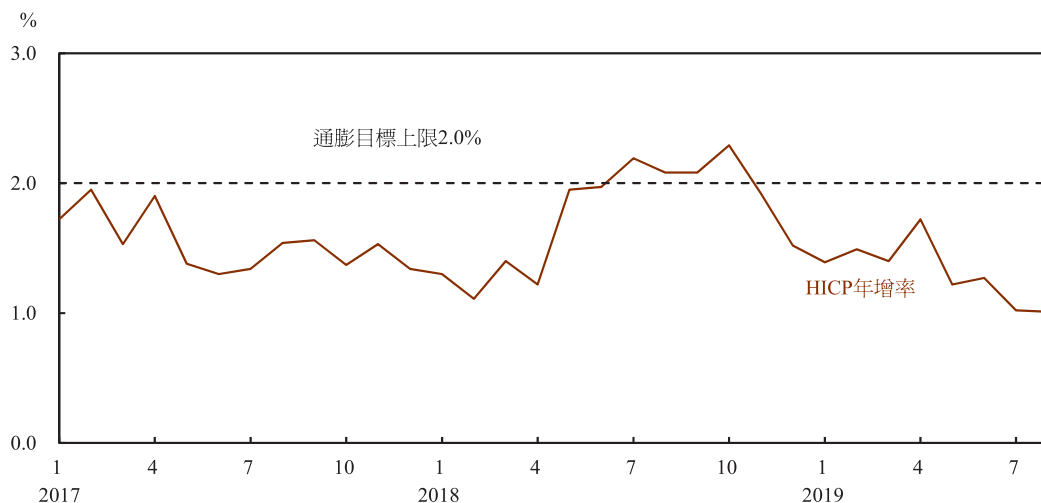
資料來源：ECB、Eurostat、Refinitiv Datastream

二、近期通膨率下降，預測本年下半年及明年均低於上年

因能源價格下跌，本年7~8月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率僅1.0%，低於第2季之1.4%(表3、圖11)；扣除能源及

未加工食品之核心HICP年增率亦由第2季之1.2%降至1.1%。IHS Markit預測本年下半年通膨率為1.2%，全年則由上年之1.8%降至1.3%，明年則持平於1.3%(圖3)。

圖11 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



資料來源：Refinitiv Datastream

三、ECB調降存款利率，重啟資產購買計畫，實施兩層準備金給息制度

本年9月12日，ECB貨幣政策會議宣布調降存款利率0.10個百分點至-0.50%，維持主要再融通操作利率及邊際放款利率分別於0.00%及0.25%不變(表4)，且預期將維持政策利率於目前或更低水準，直至通膨展望穩健趨近且低於2%；並將於11月1日重啟資產

購買計畫，每月購債額度為200億歐元，預期購債計畫將持續至升息前。

另為支持歐元區內以銀行為主的貨幣政策傳遞管道，將自本年10月30日起導入兩層準備金給息制度(two-tier system for reserve remuneration)，銀行的部分超額準備金將免除適用負存款利率。

表4 ECB之政策利率

單位：%

名稱	實施日期				
	2014/6/11	2014/9/10	2015/12/9	2016/3/16	2019/9/12
主要再融通 操作利率	0.15	0.05	0.05	0.00	0.00
存款利率	-0.10	-0.20	-0.30	-0.40	-0.50
邊際放款利率	0.40	0.30	0.30	0.25	0.25

註：存款利率為ECB支付銀行存放央行之隔夜存款(即超額準備金)利率，該利率自2014年6月以來均為負值。

資料來源：ECB

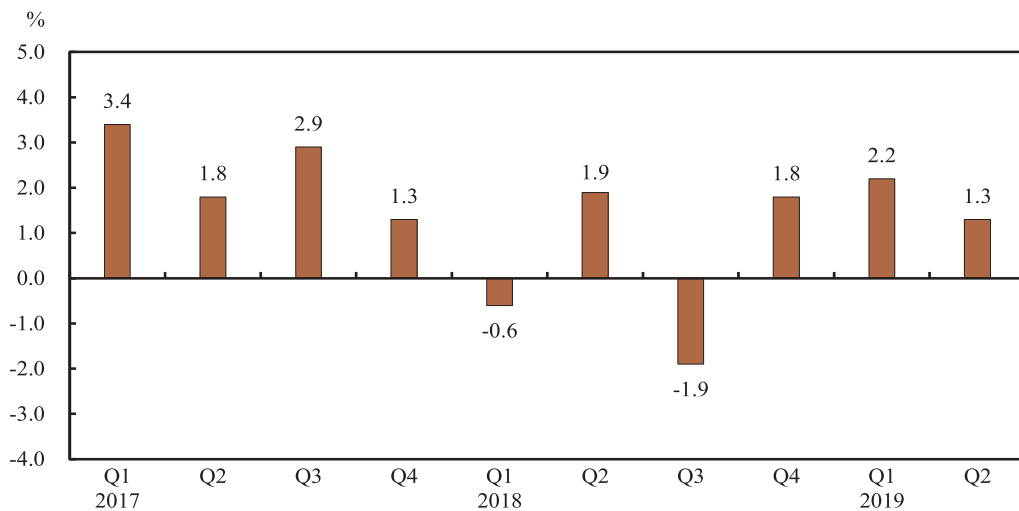
肆、日本經濟放緩，通膨降溫，BoJ維持目前極低之利率水準

一、第2季經濟成長下滑，預期下半年及明年續降溫

雖然民間消費在黃金週10天連假效應下強勁成長，公共投資表現亦佳，惟受美中貿易衝突加劇影響，輸出連續兩季負成長，本年第2季經濟成長率(與上季比，換算成年率)由上季之2.2%降至1.3%(圖12、表5)。

由於全球經濟趨緩減緩外需動能，加以本年10月調高消費稅稅率將衝擊消費信心，IHS Markit預測本年下半年經濟成長率低於上半年，惟全年由上年之0.8%略升至0.9%；明年則因企業投資信心惡化及東京奧運相關公共投資告一段落，預期大幅降至0.3%(表1)。

圖12 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

本年7~8月以日圓計價之出口年增率雖由第2季之-5.6%略升至-4.8%(表5)，惟已連續9個月負成長；其中對美國成長2.0%，對中國大陸則持續衰退10.7%，主因半導體製造設備出口大幅衰退所致。

本年7~8月失業率由第2季之2.4%續降至2.2%(表5)，係1992年10月以來之低點，求才求職比率亦維持在1.59倍之較高水準，顯示勞動市場持續緊俏，尤以建設、醫療及照護等相關產業之缺工問題最為嚴重。

表5 日本重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2015=100)		企業物價指數 (2015=100)	出口 (日圓計價)	進口 (日圓計價)	貿易餘額 (億日圓)
				年增率 %	扣除生鮮食品 年增率 %	年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2016	0.6	3.1	0.0	-0.1	-0.3	-3.5	-7.4	-15.8	39,938
2017	1.9	2.8	3.1	0.5	0.5	2.3	11.8	14.1	29,072
2018	0.8	2.4	1.0	1.0	0.9	2.6	4.1	9.7	-12,246
2018/ 8		2.4	0.6	1.3	0.9	3.1	6.5	15.4	-4,481
9	-1.9	2.4	-2.5	1.2	1.0	3.0	-1.4	7.1	1,241
10		2.4	4.2	1.4	1.0	3.0	8.2	20.0	-4,563
11		2.5	1.9	0.8	0.9	2.3	0.1	12.5	-7,391
12	1.8	2.4	-2.0	0.3	0.7	1.4	-3.9	1.9	-557
2019/ 1		2.5	0.7	0.2	0.8	0.5	-8.4	-0.8	-14,177
2		2.3	-1.1	0.2	0.7	0.9	-1.2	-6.5	3,316
3	2.2	2.5	-4.3	0.5	0.8	1.3	-2.4	1.2	5,227
4		2.4	-1.1	0.9	0.9	1.3	-2.4	6.5	535
5		2.4	-2.1	0.7	0.8	0.7	-7.8	-1.4	-9,702
6	1.3	2.3	-3.8	0.7	0.6	-0.2	-6.6	-5.2	5,875
7		2.2	0.7	0.5	0.6	-0.6	-1.6	-1.2	-2,507
8		2.2	-4.7	0.3	0.5	-0.9	-8.2	-12.0	-1,363

資料來源：日本內閣府、總務省統計局、經濟產業省、BoJ、Refinitiv Datastream

二、預測本年下半年及全年通膨率低於上年，明年則略回升

受能源價格下跌及手機通信費率下降等影響，本年7~8月CPI年增率由第2季之0.8%降至0.4%，扣除生鮮食品之核心CPI年增率亦由0.8%降至0.5%，企業物價指數(PPI)年增率由第2季之0.6%降至-0.7%(表5)。IHS Markit預測本年下半年及全年CPI年增率分別為0.9%及0.7%，均低於上年之1.0%，明年則略回升至0.9%(圖3)。

三、BoJ將維持目前極低之利率水準至少至明年春季

本年9月19日，BoJ貨幣政策會議宣布維持短期政策利率於-0.10%不變，且為促使長期利率目標(10年期公債殖利率)維持於0%左右，將持續執行購買公債計畫。鑑於全球經濟成長放緩，以及本年10月消費稅稅率調高對國內經濟及物價影響之不確定性增加，BoJ強調將維持目前極低之長、短期利率水準至少至明年春季；並表示若通膨喪失朝向2%目標之動能，將毫不遲疑地進一步寬鬆貨幣。

伍、南韓經濟仍疲，通膨降溫，南韓央行降息

一、第2季景氣回升，預期下半年放緩，明年可望回溫

本年第2季，雖然企業設備投資及營建投資持續萎縮，加以輸出雖恢復成長，動能仍疲；惟在政府支出增加帶動下，經濟成長率由上季之1.7%升至2.0%(圖13、表6)。

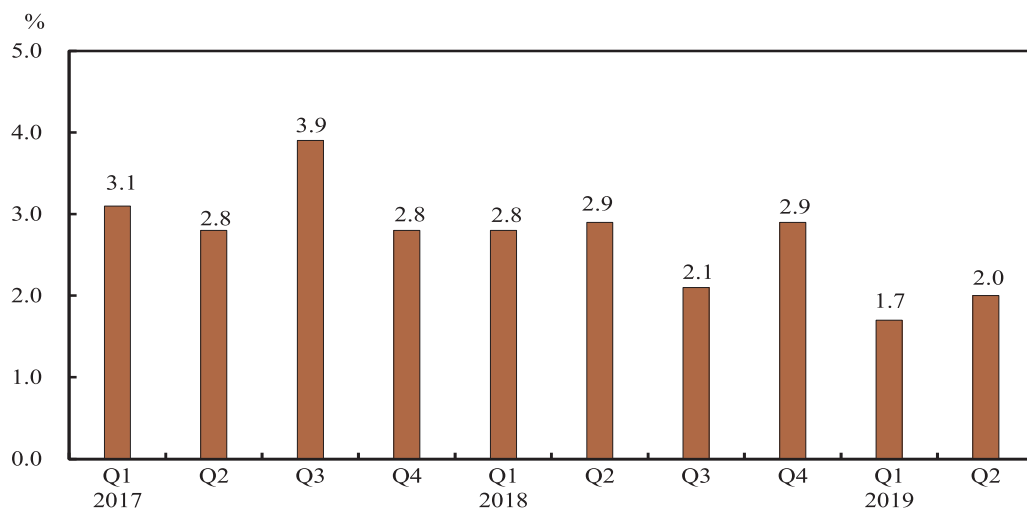
本年7~8月平均出口年增率由第2季之-8.5%續降至-12.3%(表6)，主因半導體出口大減29.4%，對中國大陸出口亦持續萎縮18.8%。

雖然本年南韓政府追加預算6.7兆韓元(約57億美元)以刺激內需，惟美中貿易衝突

加劇影響出口動能，加以日本於8月28日將南韓從享有出口審查優惠國家的「白名單」除名，南韓亦報復將日本從「白名單」中剔除，均不利IT產業復甦，進而影響企業投資。IHS Markit預測本年下半年經濟成長率低於上半年，全年由上年之2.7%降至1.7%；明年則回升至1.9%(表1)，主因政府大幅擴增政府預算以支援核心技術研發。

因醫療保健、食品及休閒等相關領域就業人數增加，本年7~8月失業率由第2季之4.1%降至3.5%(表6)。

圖13 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

表6 南韓重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2015=100)		生產者物價指數 (2015=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易餘額 (百萬美元)	
				年增率 %	扣除食品及 能源年增率 %	年增率 %				
2016	2.9	3.7	2.3	1.0	1.9	-1.8	-5.9	-6.9	89,233	
2017	3.2	3.7	2.3	1.9	1.5	3.5	15.8	17.8	95,216	
2018	2.7	3.8	1.2	1.5	1.2	1.9	5.4	11.9	69,657	
2018/ 8		4.0	3.9	1.4	1.0	2.9	8.7	9.4	6,820	
9		2.1	3.6	-7.0	2.1	1.1	2.5	-8.1	-1.6	9,617
10		3.5	12.9	2.0	1.0	2.1	22.5	28.1	6,380	
11		3.2	0.0	2.0	1.2	1.5	3.6	11.4	4,671	
12	2.9	3.4	1.2	1.3	1.1	0.9	-1.7	1.1	4,182	
2019/ 1	1.7	4.5	0.0	0.8	1.0	0.4	-6.2	-1.6	1,100	
2		4.7	-3.8	0.5	1.1	0.1	-11.3	-12.4	2,955	
3		4.3	-2.4	0.4	0.7	0.5	-8.4	-6.6	5,070	
4		4.4	0.0	0.6	0.7	0.6	-2.1	2.9	3,838	
5	2.0	4.0	0.5	0.7	0.6	0.4	-9.8	-1.9	2,102	
6		4.0	-2.7	0.7	0.7	0.1	-13.8	-10.9	3,973	
7		3.9	0.8	0.6	0.9	-0.3	-11.0	-2.7	2,403	
8		3.0		0.0	0.8	-0.6	-13.6	-4.2	1,723	

資料來源：Refinitiv Datastream

二、預測本年下半年及全年通膨率低於上年，明年則回升

本年8月CPI年增率由7月之0.6%降至0.0%，係1965年開始發布通膨數據以來最低，主因上年同期高溫致農產品價格大漲之高基期效應所致，扣除食品及能源之核心CPI年增率由7月之0.9%略降至0.8%；因農產品及製造業產品價格下跌，7~8月生產者物價指數(PPI)年增率由第2季之0.4%降至-0.5%(表6)。IHS Markit預測本年下半年CPI年增率0.0%，全年由上年之1.5%降至0.3%，明年則回升至1.5%(圖3)。

三、南韓央行調降政策利率1碼

鑑於出口及企業投資較預期疲弱，加以日本加強對南韓出口管制，本年7月18日南韓央行調降基準利率1碼至1.50%，係3年來首度降息，並強調未來仍將維持寬鬆貨幣政策立場，以適時因應美中貿易爭端、主要國家經濟與貨幣政策變化、南韓家庭債務攀升，以及地緣政治風險等不確定性因素。8月貨幣政策會議則維持政策利率不變。

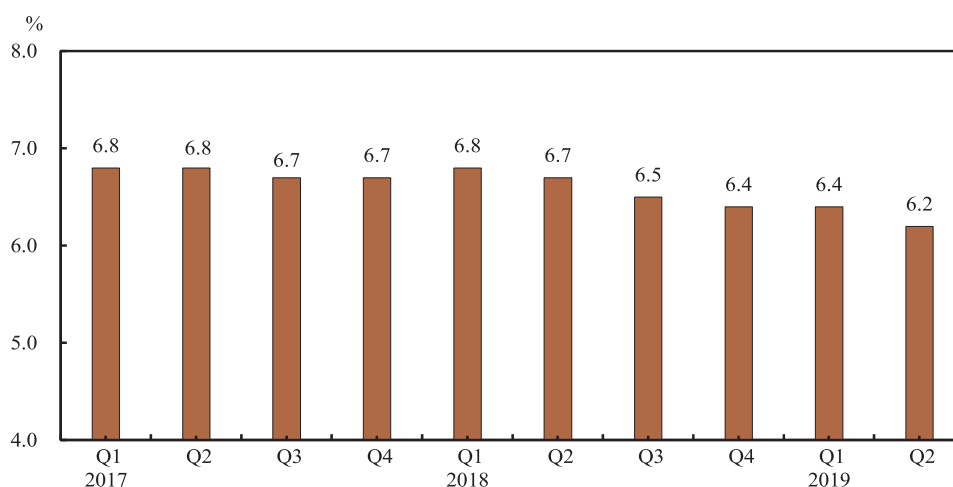
陸、中國大陸經濟降溫，惟預期通膨率上升，貨幣政策續穩健

一、第2季經濟成長放緩，預期下半年及明年持續走低

本年第2季經濟成長率由第1季之6.4%降至6.2%(圖14)，係1992年第1季以來最低，

主因民眾對經濟前景趨於悲觀，衝擊消費信心，加以外需疲弱及美中貿易摩擦，消費及淨輸出對經濟成長之貢獻減少所致。

圖14 中國大陸經濟成長率



資料來源：中國國家統計局

受出口市場多元化及美中貿易摩擦提前出貨效應之影響，本年7月出口年增率升至3.3%，其中對美國之出口減幅縮小，對歐盟之出口亦由衰退轉為成長。惟8月出口年增率轉為-1.1%，主因提前出貨效應消退及外需持續疲弱，其中對美國之出口減幅擴大最為明顯。7~8月平均出口年增率為1.2%，高於第2季之-1.0%。

本年8月官方製造業採購經理人指數(PMI)連續第4個月低於50榮枯線，顯示製造業景氣持續緊縮。雖然近期政府在消費、

製造業與基礎設施投資等方面實施穩成長政策，惟全球經濟下行及美中貿易衝突加劇，復以房市融資持續緊縮將衝擊房地產投資，IHS Markit預測本年下半年經濟成長率低於上半年，全年為6.2%，低於上年之6.6%，明年則續降至5.7%(表1)。

二、近月通膨率上升，本年下半年及明年預測值均高於上年

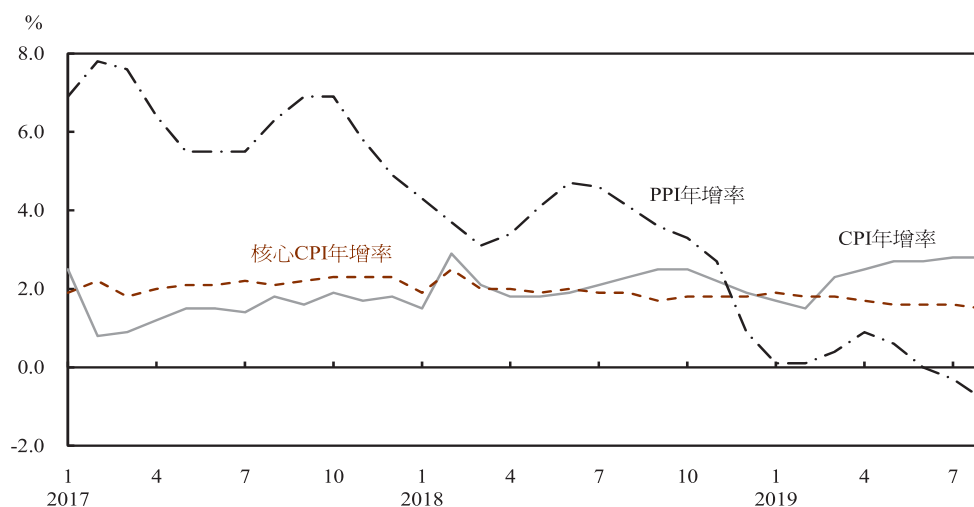
本年7~8月CPI平均年增率為2.8%，高於第2季之2.6%，主因非洲豬瘟致供給短缺使

豬肉價格上漲，推升食品價格漲幅；扣除食品及能源之核心CPI年增率為1.6%，則與第2季持平。由於國際商品價格下滑，加以工業下游需求不振，7~8月工業生產者物價指數(PPI)平均年增率由第2季之0.5%降至-0.6%，

係近3年來連續2個月為負值(圖15)。

由於豬隻供給數量處於歷史低點，豬肉價格上漲壓力仍大，IHS Markit預測本年CPI年增率由上年之2.1%升至2.5%，明年則持平於2.5%(圖3)。

圖15 中國大陸主要物價指數年增率



資料來源：中國國家統計局

三、人行推動放款利率市場化改革，並全面及定向降準

鑑於與美國貿易衝突升溫，經濟下行壓力加大，加以債務累積風險上升，在兼顧「穩成長」及「防風險」之目標下，中國人民銀行(簡稱人行)採行鬆緊適度之穩健貨幣政策，維持政策利率不變；為維持市場流動性合理充裕，利用公開市場逆回購操

作、常備借貸便利(Standing Lending Facility, SLF)¹及中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)²等工具釋出資金。

為降低中小型企業貸款利率，人行宣布自本年8月20日起實施改革放款市場報價利率(LPR)形成機制，並要求銀行放款利率應以LPR作為定價基準，而LPR不再參考官定的放款基準利率，改按1年期MLF利率加上

¹ SLF為常設性放款機制，主要功能是滿足大額流動性需求，流動性提供對象為政策性銀行和全國性商業銀行，採抵押方式，合格抵押品包括高信用評等的債券類資產及優質信貸資產等。

² MLF之主要功能是提供符合國家政策之地方政府及國有企業等部門中期低廉成本資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括國債、央行票據、政策性金融債、高評等信用債等優質債券。

若干基點的方式，且將LPR報價行家數從10家擴增至18家。

再者，為引導銀行加大對實體經濟的支援，本年9月6日人行宣布自9月16日起全面

下調金融機構存款準備率0.5個百分點；另額外對僅在省級行政區域內經營的城市商業銀行定向下調存款準備率1個百分點(10月15日及11月15日各下調0.5個百分點)。

柒、本年第2季亞洲經濟體景氣多走緩，惟通膨多趨升；預期下半年及明年經濟可望回穩，通膨溫和

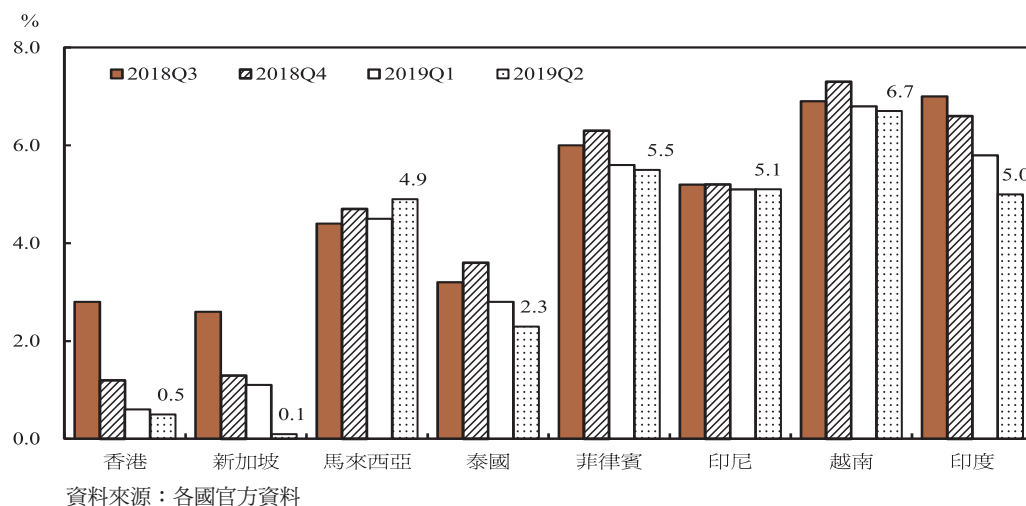
本年第2季，香港因投資大幅萎縮，新加坡因製造業衰退，經濟成長率分別降至0.5%及0.1%(圖16)，均創近10年來新低。IHS Markit預測香港及新加坡下半年經濟成長率均低於上半年，全年亦均大幅低於上年，明年則均可望回升(表1)。

至於東協五國中之泰國、菲律賓及越南，受出口、營建及農業部門表現不佳等影響，第2季經濟成長率均低於第1季；馬來西亞則在民間消費增強下，經濟加速成長；印尼與第1季持平(圖16)。IHS Markit預測下半年泰國、菲律賓及越南經濟升溫，馬來西亞

及印尼景氣略為轉緩，全年五國均低於上年；明年泰國、菲律賓及印尼成長率高於本年，越南與本年持平，馬來西亞則略低於本年(表1)。

印度第2季經濟成長率由第1季之5.8%降為5.0%(圖16)，主因民間消費、投資及出口成長持續放緩。由於經濟急遽放緩加以內需續疲，IHS Markit預測全年(財政年度)經濟成長率由上年之6.8%降至6.1%；執政黨再度執政致政策不確定性消失，加以政府採行寬鬆貨幣政策及財政激勵措施以提振內需，明年經濟成長率預測值略升至6.3%(表1)。

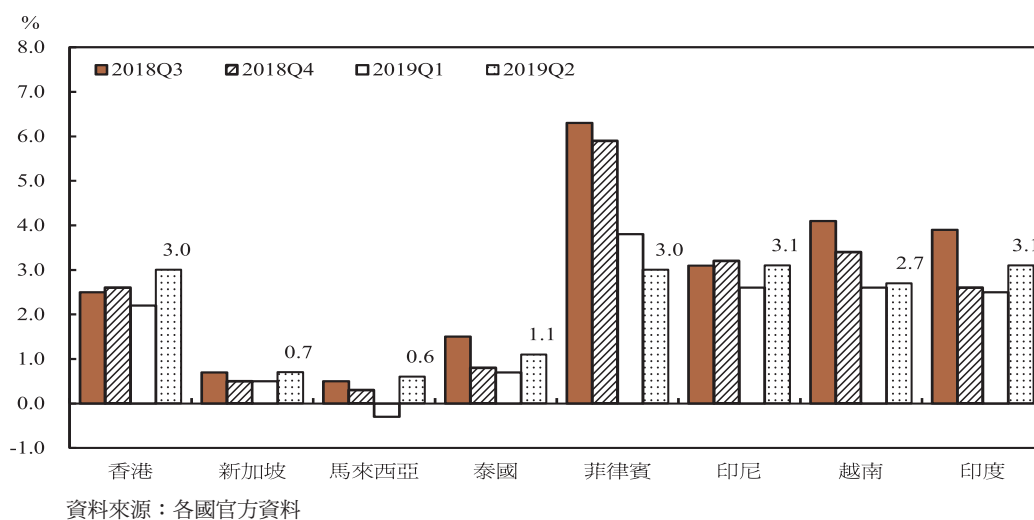
圖16 亞洲經濟體經濟成長率



物價方面，本年第2季亞洲多數經濟體下半年通膨率多高於上半年，全年則多低於CPI年增率高於第1季(圖17)，IHS Markit預測

下半年通膨率多高於上半年，全年則多低於上年，明年則多高於本年(圖3)。

圖17 亞洲經濟體CPI年增率



貨幣政策方面，為激勵經濟成長，本年7、8、9月印尼央行調降7天期附賣回利率各1碼至5.25%，8月泰國央行調降1天期附買回利率1碼至1.50%，印度央行亦調降附買回利率0.35個百分點至5.40%，8月及9月菲律賓

央行調降隔夜附賣回利率各1碼至4.00%，9月越南央行調降再融通利率1碼至6.00%，香港則跟隨美國，兩度調降貼現窗口基本利率至2.25%；其餘經濟體多維持政策利率不變。

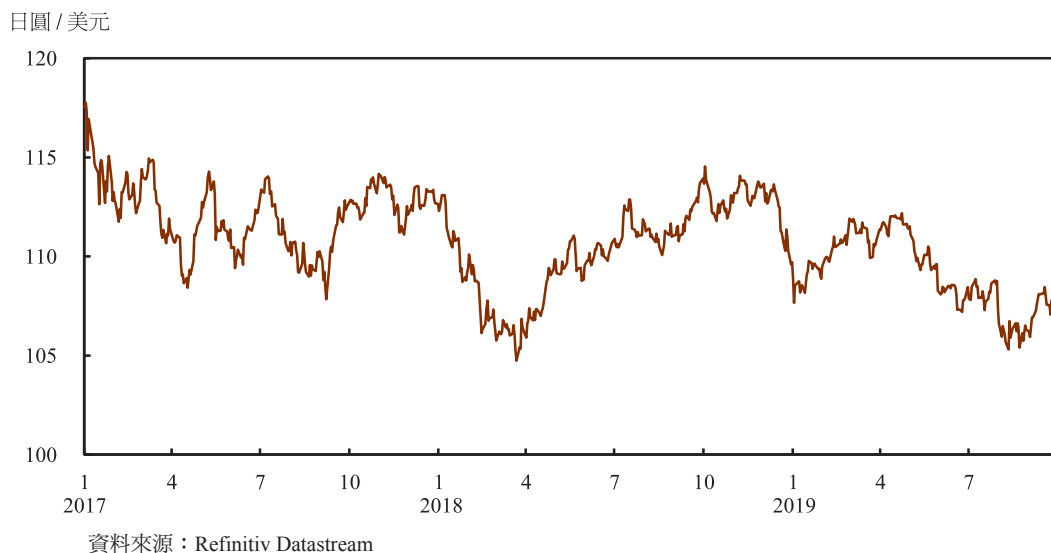
捌、日圓由升轉貶，歐元持續走弱，亞洲國家貨幣多貶值

一、日圓由升轉貶，歐元續貶

本年6月底美中領導人雖於G20峰會達成重啟貿易協商共識，惟8月美國宣布另對中國大陸3,000億美元進口商品加徵關稅，致日圓避險需求增加，日圓對美元因而走

強，8月12日一度升至1美元兌105.31日圓之上年3月來高點；9月以來美中釋出重啟談判訊息，嗣因美中可能提前達成協議，日圓轉貶，9月底為1美元兌108.08日圓，較6月底略貶0.2%(圖18)。

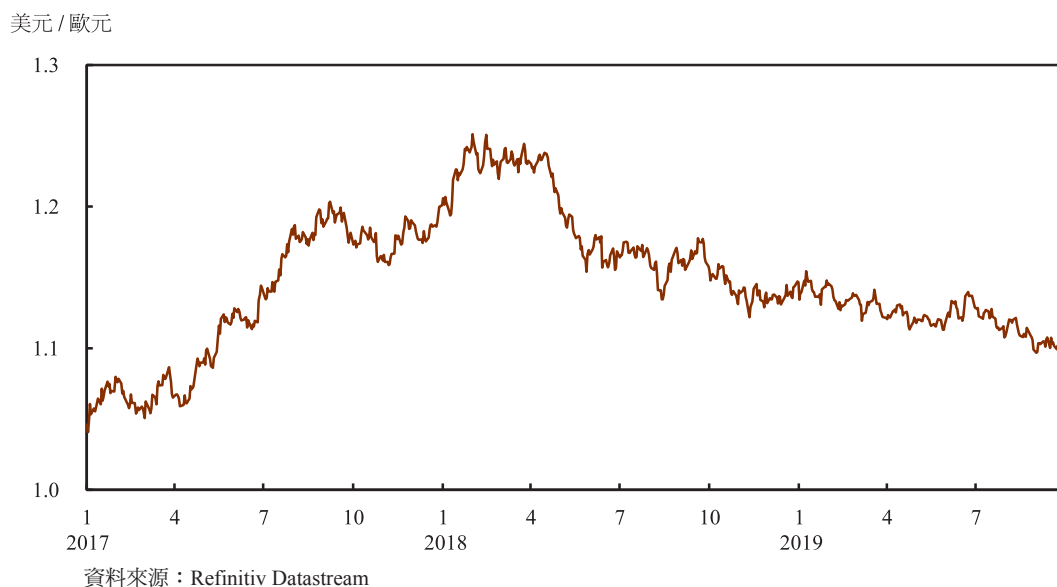
圖18 日圓匯率



本年7月以來，由於歐元區製造業與總體經濟數據表現疲弱，加以英國脫歐進程政治紛擾不斷，歐元對美元持續疲弱走勢，

9月底為1歐元兌1.09美元，較6月底重貶4.1%，且創2017年5月以來新低(圖19)。

圖19 歐元匯率

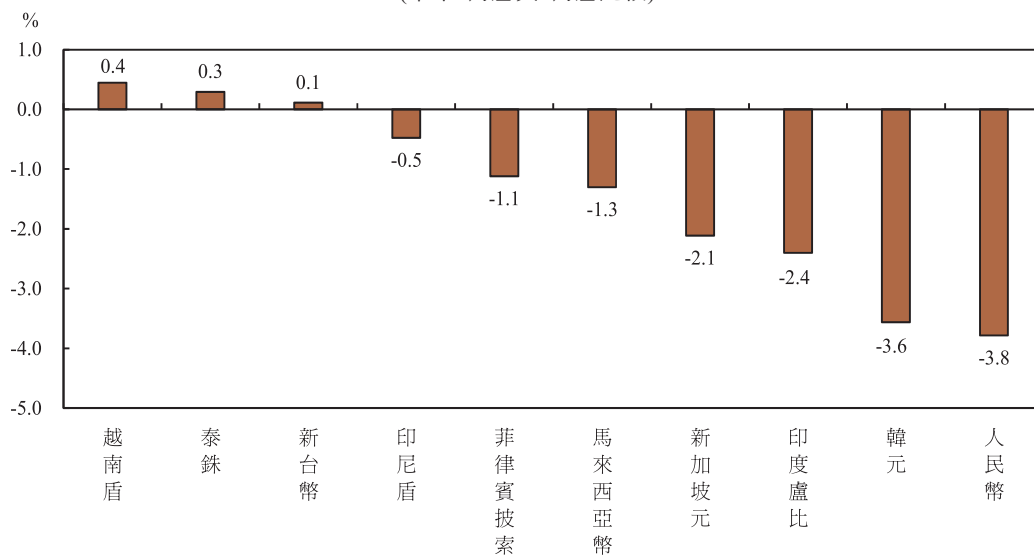


二、亞洲國家貨幣多貶值

本年7月以來，美中貿易衝突加劇，亞洲主要國家貨幣對美元多貶值。9月底與6月底相較，中國大陸因與美國紛爭不斷，人民幣對美元貶值3.8%，幅度較大，南韓則因出

口表現不佳，復以韓日發生貿易衝突，韓元貶值3.6%，越南與泰國則受益於供應鏈移轉效應，貨幣分別升值0.4%與0.3%，表現相對強勢(圖20)。

圖20 亞洲經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(本年9月底與6月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

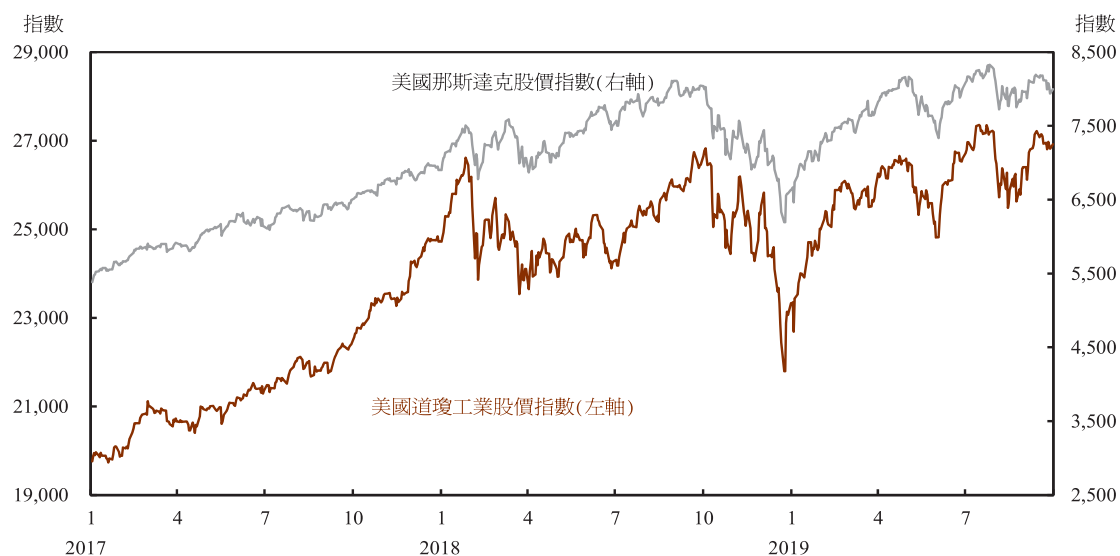
玖、全球股市震盪

一、美、歐、日股先跌後升

本年7月美、歐、日股市續於高點盤整。至8月上旬，美國宣布將再對中國大陸進口商品加徵關稅，市場避險情緒升溫，美、歐、日股市反轉下跌；9月後則在美

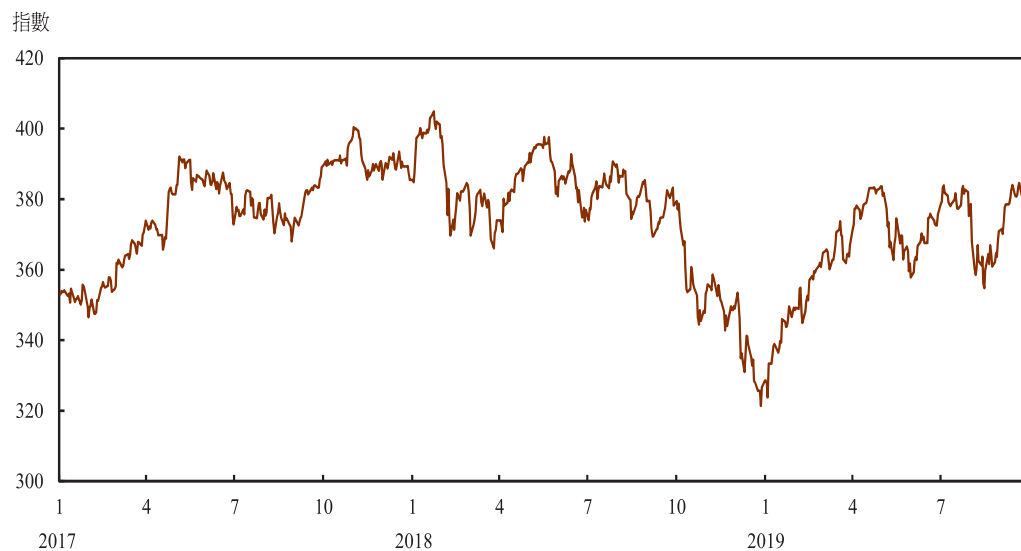
釋出重啟談判訊息而止跌回升。9月底與6月底比較，道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數分別上漲1.2%及略跌0.1%；泛歐元道瓊股價指數及日經225股價指數則分別上漲2.2%及2.3%(圖21~23)。

圖21 美國道瓊工業及那斯達克股價指數



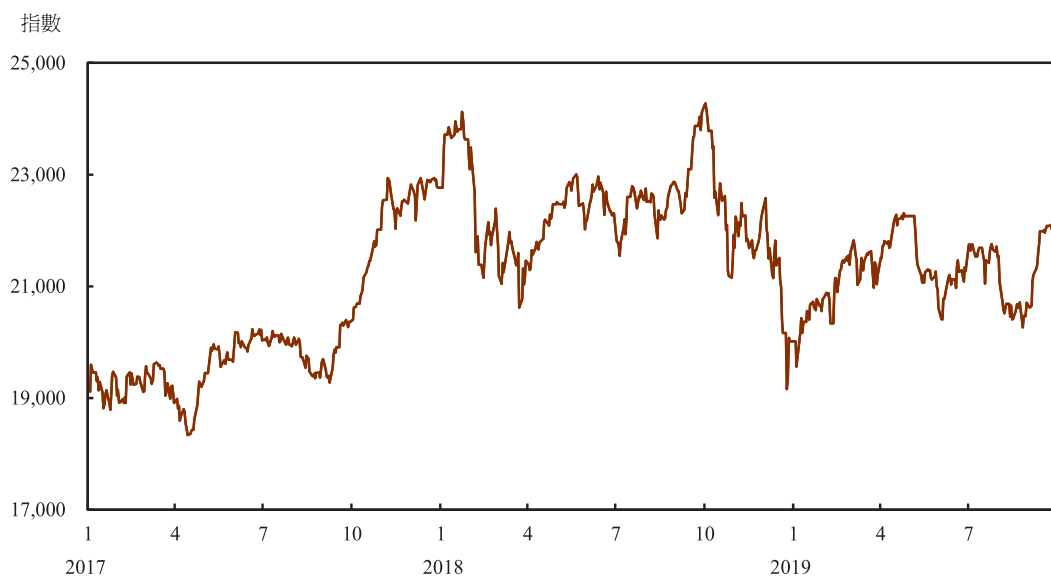
資料來源：Refinitiv Datastream

圖22 泛歐元道瓊股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖23 日經225股價指數



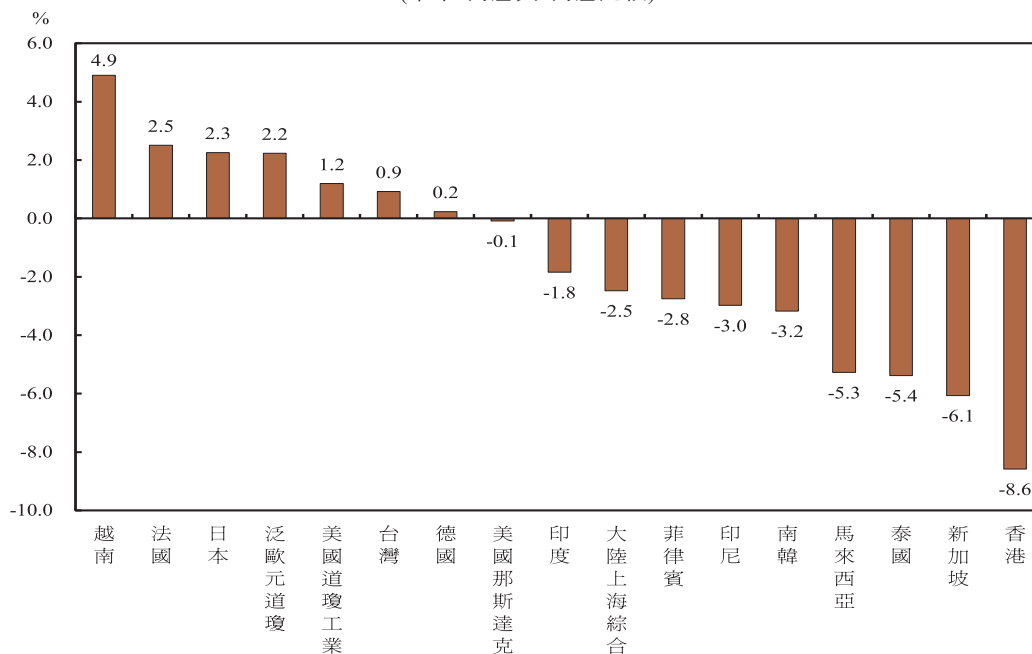
資料來源：Refinitiv Datastream

二、亞股重挫後回穩

本年7月亞股亦多於高點盤整；8月起，因美中貿易爭端加劇，亞股隨主要國家股市轉跌而普遍下挫，9月後則隨美中緊張情勢

略緩而回升。9月底與6月底比較，以越南受惠於轉單及供應鏈移轉效應，股市上漲4.9%，漲幅較大；香港則因反送中抗爭衝突，下跌8.6%，跌幅較大(圖24)。

圖24 國際股價變動幅度
(本年9月底與6月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

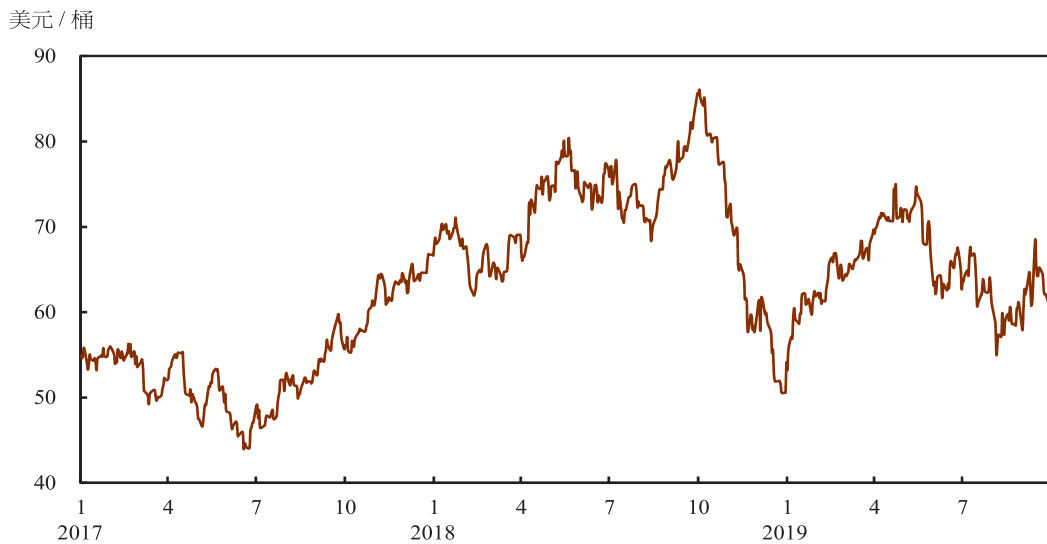
拾、油價大幅波動，穀價走低

一、近期油價回升後再下跌，預期今、明兩年油價將低於上年

本年7月以來，由於美中製造業疲弱，國際機構多下調本年下半年全球油需成長預估值，加以8月初美國宣布將再對中國大陸進口商品加徵關稅，恐不利全球油需，以及美國原油庫存轉增，油價下挫。惟8月下旬

後，因美國原油庫存降低，加以9月中旬沙烏地阿拉伯原油設施及油田遭嚴重襲擊，產量大減，致油價大幅回升，嗣因沙國已於9月下旬恢復正常產能，加以美國原油庫存轉增而下跌。9月底布蘭特原油現貨價格為每桶60.99美元，較6月底大跌9.7%(圖25)。

圖25 布蘭特原油現貨價格



由於全球經濟及油需成長恐趨緩，加以美國油產續增，主要國際機構對今、明兩年

布蘭特油價預測值平均分別為每桶64.4美元及62.9美元，均低於上年之71.0美元(表7)。

表7 布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	2018年實際值	2019年預測值	2020年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2019/9/10	71.0	63.4	62.0
IHS Markit	2019/9/17		64.9	63.8
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2019/9/18		65.0	63.0
平均			64.4	62.9

資料來源：Refinitiv Datastream、EIA、IHS Markit、EIU

二、穀價走跌後略升

本年7月初以來，美國及巴西產區天候持續改善，且8月中旬，美國農業部調高該國小麥及玉米產量預估，加以預期巴西黃豆種植面積增加，致Thomson Reuters穀物期貨價格指數下滑後於低點徘徊；9月中旬以來，美國農業部下調全球穀物產量，且中國大陸採購美國黃豆，加以月底美國農業部公

布玉米及黃豆庫存較市場預期低，致該指數回升，惟9月底仍較6月底下跌4.7%(圖26)。

三、整體國際商品價格震盪略跌

代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油等大宗商品價格波動，9月底較6月底下跌3.9%(圖26)。

圖26 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與R/J CRB期貨價格指數



資料來源：Refinitiv Datastream

國內經濟金融日誌

民國108年7月份

- 1日 △中央銀行券幣數位博物館推出「文明的推手」線上主題特展。
△立法院三讀通過「平均地權條例」修正案，將買賣案件交易資訊申報登錄義務回歸買賣雙方，並於移轉登記時一併辦理，讓實價登錄資訊更為即時正確。
△立法院三讀通過「所得稅法」修正案，修正薪資費用減除規定及增訂長期照顧特別扣除額。
- 2日 △金管會修正「電子支付機構業務管理規則」，以提升電子支付機構服務之完整性及使用者儲值電子支付帳戶之方便性，並強化電子支付機構收款使用者之風險控管。
- 3日 △因應全球經濟與租稅環境變遷，臺商匯回資金之需求，立法院三讀通過「境外資金匯回管理運用及課稅條例」，以引導資金投資實體產業、創投事業及金融市場。
△立法院三讀通過「海關進口稅則」修正案，以擴大臺巴(巴拉圭共和國)經濟合作協定效益，執行我方關稅減讓承諾等。
△金管會核定具證券性質之虛擬通貨為證券交易法所稱之有價證券。
- 8日 △金管會開放國內上市(櫃)及興櫃公司之海外控制公司得透過外籍員工集合投資專戶處理外籍員工依法讓受、認購及配發有價證券。
- 10日 △金管會修正「銀行申請兼營債券、受益證券、資產基礎證券承銷及自行買賣業務應遵循之規定」，放寬銀行兼營債券自行買賣債券之限額計算方式。
- 11日 △金管會修正「電子票證發行機構負責人兼職限制及應遵行事項準則」，放寬負責人得兼任特約機構職務等規定，以利業務推展。
- 16日 △金管會與法國金融審慎監理總署(Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, ACPR)簽署金融科技合作協議。
- 25日 △為擴大郵政儲金投資公司債之範疇，交通部、金管會及中央銀行會銜修正「郵政儲金投資債券票券管理辦法」。
△行政院核定「投資青年就業方案」，為期4年(108至111年)投入95億元經費，協助

青年就業。

- 29日 △經濟部修正「華僑及外國人投資額審定辦法」，放寬外匯投資資金必須結售為新臺幣之限制等。
- 30日 △金管會公布純網路銀行許可設立名單，包括連線商業銀行、將來商業銀行及樂天國際商業銀行等3家。
- 31日 △金管會訂定「保險業保險代理人保險經紀人與異業合作推廣附屬性保險商品業務應注意事項」，開放行動裝置保險及旅遊相關保險兩項異業合作項目。

民國108年8月份

- 5日 △金管會修正「保險業內部控制及稽核制度實施辦法」，增訂保險業配置公司治理人員及主管之規範。
- 13日 △配合「境外資金匯回管理運用及課稅條例」及相關子法於108年8月15日施行，中央銀行函令依該條例所涉外匯資金進出及結匯申報事宜。
△為鼓勵保險業創新，以提升競爭力及金融消費者權益，金管會訂定「保險業申請業務試辦作業要點」。
- 15日 △配合「境外資金匯回管理運用及課稅條例」施行，財政部、金管會及經濟部分別訂定「境外資金匯回管理運用及課稅作業辦法」、「境外資金匯回金融投資管理運用辦法」及「境外資金匯回投資產業辦法」。
△行政院核定自109年1月1日起，基本工資月薪調升至23,800元，調幅3.03%；時薪調升至158元，調幅5.33%。
- 16日 △為加速行動支付普及化，財政部修正「小規模營業人導入行動支付適用租稅優惠作業規範」，延長租稅優惠期間至114年12月31日。
△金管會函釋「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」，新增保險業得投資「國家住宅及都市更新中心」之公辦都市更新案件。
- 23日 △金管會修正「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」，放寬投資不動產收益率標準，以鼓勵保險業投資長期照護事業。
- 26日 △勞動部修正「就業保險失業者創業協助辦法」，提高就業保險失業者創業貸款之最高貸款額度及再申貸次數等。

民國108年9月份

- 5日 △內政部訂定「租賃住宅委託管理定型化契約應記載及不得記載事項」，規範房東出租房屋後，委託代管業管理房屋之法律關係，自108年12月1日生效。
- 12日 △為引進新創事業，加速產業轉型升級，經濟部修正「加工出口區區內事業申請設立審查辦法」，放寬申請設立區內事業實收資本額之限制。
- 16日 △配合「財團法人法」等法規之訂定，金管會修正「財團法人住宅地震保險基金管理辦法」。
- 18日 △為簡化政府舉辦之獎券中獎獎金扣繳作業，財政部調高中獎獎金免稅門檻為5,000元，自108年12月1日生效。
- 19日 △中央銀行理事會決議，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%不變。
△配合「財團法人法」等法規之訂定，金管會修正「財團法人保險安定基金組織及管理辦法」。
- 23日 △科技部訂定「人工智慧科研發展指引」，完善我國AI科研發展環境。
- 25日 △中央銀行修正「中央銀行公開市場操作網路連線作業要點」，自108年10月1日生效。
- 27日 △為縮短新設金融機構加入存款保險之空窗期，金管會修正「金融機構申請參加存款保險審核標準」，落實保障存款人權益。
- 30日 △金管會修正「金融機構作業委託他人處理內部作業制度及程序辦法」，增訂金融機構委託雲端服務業者應遵循規定等。

國際經濟金融日誌

民國108年7月份

- 2日 △石油輸出國組織（OPEC）及其減產盟國鑑於全球油市潛在不確定性相當大，決議延長減產協議至明（2020）年3月底。
- △澳洲央行調降現金利率目標0.25個百分點至1.00%，連續2個月調降政策利率，主要仍係為減緩全球貿易緊張及中國大陸經濟成長放緩帶來之衝擊。
- 12日 △新加坡本（2019）年第2季GDP年增率初估值僅0.1%，大幅低於第1季之1.1%，主因製造業大幅衰退；GDP與上季比換算年率初估值為-3.4%，亦大幅低於第1季之3.8%，主因製造業仍持續衰退，且營建業與服務業由成長轉為衰退。
- 16日 △中國大陸本年第2季GDP年增率為6.2%，低於第1季之6.4%，係27年來最低，主要因消費及淨輸出成長下滑所致，惟仍位於政府設定的6.0%~6.5%之全年成長目標區間內。
- 18日 △南韓央行為因應美中貿易爭端致全球經濟成長減緩，及日本加強對出口至南韓之半導體製造關鍵原料管制之衝擊，將基準利率下調0.25個百分點至1.50%，係2016年來首度降息。
- △印尼央行為提振經濟成長，將7天期附賣回利率下調0.25個百分點至5.75%，為近2年來首度降息。
- △亞洲開發銀行（Asian Development Bank, ADB）發布「亞洲發展展望補充報告」（Asian Development Outlook Supplement）指出，在美中貿易衝突持續下，開發中亞洲之經濟成長雖將放緩，惟仍維持穩健，今、明兩年經濟成長率預測值分別維持5.7%及5.6%不變。
- 23日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望更新報告」（World Economic Outlook Update）指出，美中貿易衝突持續升高，美國對中國大陸科技企業之禁令已威脅全球科技供應鏈，加以英國脫歐相關不確定性猶存，及地緣政治緊張情勢升溫影響能源價格等，致全球經濟仍持續疲軟，下修本年全球經濟成長率預測值0.1個百分點至3.2%。
- 25日 △歐洲央行（ECB）貨幣政策會議決議維持政策利率不變，且預計將維持利率在目標區間內。

前或更低的水準至少至明年上半年，到期債券本金之再投資將持續進行至首次升息後更長的時間；並責成委員會檢視各種可用之政策工具，包括如何加強利率前瞻性指引，設計準備金利率分層制度及潛在的新資產購買計畫。

△南韓本年第2季GDP年增率為2.1%，主要係由政府支出增加帶動；輸出雖恢復成長，惟動能仍疲弱，企業設備投資及營建投資則持續萎縮。

26日 △美國本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）為2.1%，低於第1季之3.1%，主要係民間投資及輸出均轉呈衰退，抵銷民間消費及政府消費之強勁成長所致。此次同時公布年度之國民所得與生產統計（NIPA）修正，修正期間自2014年第1季起迄今，各季成長率略有調整。

31日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）鑑於國際情勢發展對經濟前景之影響，及通膨壓力低緩，決議將聯邦資金利率目標區間調降0.25個百分點至2.00%~2.25%，並自8月起停止縮減資產負債表，較原先預定時程提早2個月。

△歐元區本年第2季GDP年增率初估為1.1%，低於第1季之1.2%；經季節調整後GDP季增率為0.2%，低於第1季之0.4%，主因西班牙與法國成長趨緩，義大利則降為零成長。

民國108年8月份

1日 △香港金融管理局伴隨美國降息，將基本利率調降0.25個百分點至2.50%。

5日 △美國財政部依據「1988年綜合貿易暨競爭力法」（Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988），認定中國大陸為匯率操縱國。

7日 △紐西蘭央行為避免因全球經濟成長持續減弱影響國內經濟成長，不利實現就業與通膨目標，宣布調降官方現金利率0.5個百分點至1.00%。

△泰國央行為因應通膨前景低迷、經濟成長展望不佳，宣布調降1天期附買回利率0.25個百分點至1.50%。

△印度央行因國內經濟活動持續疲軟，民間消費及投資仍低迷，加以全球經濟趨緩及貿易緊張加劇構成下行風險，宣布將附買回利率調降0.35個百分點至5.40%。

8日 △菲律賓央行鑑於國內經濟成長及通膨降溫，宣布調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至4.25%。

9日 △日本第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）為1.8%，低與第1季之2.8%，其

中民間消費在10天連假激勵下強勁成長，企業設備投資及公共投資表現亦佳，惟輸出受美中貿易衝突加劇之不利影響已連續兩季負成長。

- 13日 △新加坡第2季GDP年增率為0.1%，與初估值相同，GDP與上季比換算年率則上修0.1個百分點至-3.3%，惟製造業、營建業及服務業均呈衰退；全年GDP成長率預測區間由原預估之1.5%~2.5%大幅下調為0.0%~1.0%。
- 17日 △為降低企業的貸款利率，中國人民銀行宣布改革放款市場報價利率（Loan Prime Rate, LPR）形成機制，並自8月20日開始實施，要求銀行放款利率應以LPR作為定價基準，而LPR不再參考官定的放款基準利率，而是按照1年期中期借貸便利（Medium-term Lending Facility, MLF）利率加上若干基點的方式。
- 22日 △印尼央行為保護國內經濟免於全球經濟減緩之衝擊，宣布調降7天期附賣回利率0.25個百分點至5.50%。
- 29日 △美國本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由2.1%略下修至2.0%，主要係因民間投資及輸出較初估值減少。

民國108年9月份

- 3日 △南韓本年第2季GDP成長率由2.1%略下修至2.0%，主要係因輸出從原先初估成長1.5%下調至成長1.2%。
- 6日 △歐元區第2季GDP年增率終值1.2%，低於第1季之1.3%，季增率為0.2%，低於第1季之0.4%。
- △中國人民銀行宣布，自9月16日起全面下調金融機構存款準備率0.5個百分點；另額外對僅在省級行政區域內經營的城市商業銀行定向下調存款準備率1個百分點（分別於10月15日及11月15日各下調0.5個百分點），以引導銀行加大對實體經濟的支援。
- 9日 △日本本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由1.8%下修至1.3%，主要係因企業設備投資從原先初估成長1.5%大幅下修至成長0.2%。
- 12日 △歐洲央行（ECB）貨幣政策會議調降存款（deposit facility）利率0.10個百分點至-0.50%，維持主要再融通操作（main refinancing operations）利率與邊際放款（marginal lending facility）利率於0.00%及0.25%不變，且決議自11月1日起重啟資產購買計畫，每月購債額度為200億歐元；另自10月30日起導入兩層準備金給息

制度，銀行的部分超額準備金將免除適用負存款利率。

13日 △越南央行調降再融通利率0.25個百分點至6.00%，以支持經濟成長。

18日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）鑑於國際情勢發展對經濟前景之影響，及通膨壓力低緩，決議將聯邦資金利率目標區間調降0.25個百分點至1.75%~2.00%。

19日 △香港金融管理局伴隨美國降息，將基本利率調降0.25個百分點至2.25%。

△印尼央行為保護國內經濟免於全球經濟減緩之衝擊，宣布調降7天期附賣回利率0.25個百分點至5.25%。

△挪威央行鑑於經濟成長穩健且通膨略升，調高政策利率0.25個百分點至1.50%。

△經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD期中經濟展望報告」（OECD Interim Economic Outlook）指出，因美中貿易衝突惡化，傷害信心與投資，且使政策不確定性升高及影響金融市場的風險情緒，加以地緣政治緊張情勢升溫及沙烏地阿拉伯原油供給中斷致油價攀升等，今、明兩年全球經濟成長率預測值分別下修至2.9%、3.0%。

25日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲展望更新報告」（Asian Development Outlook Update）指出，全球貿易及投資成長趨緩，且諸多經濟體經濟成長放緩，致開發中亞洲經濟體前景偏黯淡且風險增溫，今、明兩年經濟成長率預測值分別下修至5.4%及5.5%。

26日 △菲律賓央行鑑於國內經濟放緩與通膨溫和，宣布調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至4.00%。

中央銀行出版品一覽

序號	統一編號	出版單位	刊名	出版週期	定價 (新臺幣) 每期	備註
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	圖書	190	
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	圖書	150	
3	12029870018	發行局	臺幣・新臺幣圖鑑	圖書	3,500	
4	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
5	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	年刊	300	
6	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	300	
7	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
8	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
9	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
10	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	圖書	400	
11	1009900973	金融業務檢查處	全球金融危機專輯（增訂版）	圖書	400	
12	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
13	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
14	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
15	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
16	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300	
17	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
18	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
19	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
20	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	
21	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	

22	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	500	
23	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	600	精裝
24	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
25	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
26	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
27	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	圖書	600	
28	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯(2003年 版)《中英對照本》	圖書	1,200	
29	1010203391	法務室	各國中央銀行法選譯(2013年 版)(上冊)	圖書	1,200	
30	1010203393	法務室	各國中央銀行法選譯(2013年 版)(下冊)	圖書	1,000	
31	1009801079	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)	圖書	600	
32	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》	圖書	1,200	
33	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
34	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
35	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻	圖書	贈閱	
36	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
37	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
38	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台60週年歷年印製 鈔券圖輯	圖書	1,200	
39	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	
40	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑92年至98年	圖書	600	
41	1010600376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑98年至105 年	圖書	600	



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：02-2357-1870

傳真號碼：02-2357-1981

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：02-2215-7011

傳真號碼：02-2214-2636

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



中央銀行季刊（第41卷第3期）

發行人：楊金龍
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 蔡烱民 李光輝
蔡惠美 程玉秀 彭德明 游淑雅
行政編輯：楊建業
發行所：中央銀行
地址：10066台北市羅斯福路1段2號
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw>
電話：(02) 2357-1526
電子出版品電話：(02) 2357-1714
出版年月：中華民國 108 年 9 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

一、五南文化廣場／網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台大店／地址：10091台北市中正區羅斯福路四段160號

電話：(02) 2368-3380 傳真：(02) 2368-3381

二、三民書局／網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

三、國家書店／網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

印刷者：震大打字印刷有限公司
地址：10077臺北市南昌路一段51巷7號
電話：(02) 2396-5877

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。（請洽中央銀行經濟研究處，電話：2357-1714） ◆