中央銀行季刊

第43卷第2期

中央銀行編印中華民國110年6月

中央銀行季刊

第43卷 第2期

中央銀行編印中華民國110年6月

中央銀行季刊

目錄 第43卷 第2期

#

守	工工					
	中央銀行理監事聯席會議決議	,	t :	銀	行	1
論	著與分析					
	探討經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數之影響楊	ī	佳		侑	5
經	濟金融動態					
	國內經濟金融情勢(民國110年第1季)					
	總體經濟	一內	經	濟	科	33
	國際收支	際	收	支	科	43
	貨幣與信用	融	統	計	科	51
	金融市場金	: 融 際				59
	國際經濟金融情勢(民國110年第1季)	際	經	濟	科	79
經	濟金融日誌					
	國內經濟金融日誌(民國110年4月至6月)	一內	經	濟	科	107
	國際經濟金融日誌(民國110年4月至6月) 國	際	經	濟	科	113

中央銀行理監事聯席會議決議

(110年6月17日發布)

一、國際經濟金融情勢

本(2021)年3月本行理事會會議以來, 美、歐等經濟體因新冠肺炎疫情受到控 制,已逐漸放寬相關管制措施,並在維 持寬鬆性貨幣政策與擴張性財政政策支 持下,全球經貿活動持續增溫,國際原 油等原物料價格亦伴隨走高。由於全球 需求明顯上升,加以上(2020)年基期較 低,國際機構預期本年全球經濟成長率 將強勁反彈, 誦膨升溫。 近期美國誦膨 發展及Fed貨幣政策動向,引發市場高 度關注,增添國際金融市場的波動。 本年全球經濟展望仍面臨疫情反覆、病 毒變異及各地疫苗接種進度不一等不確 定性,加以全球資產價格居高及全球債 務規模龐大等金融脆弱性,主要央行未 來政策走向,以及美中關係變化與氣候 變遷風險,均為影響全球經濟金融前景 之變數。

二、國內經濟金融情勢

(一) 本年第1季, 隨全球經濟復甦, 科 技及傳產貨品需求熱絡,台灣出口 及製造業生產大幅成長,民間投資 擴增,民間消費回溫,經濟成長增 谏;勞動市場情勢穩定,失業率下 降。惟5月中旬起,國內疫情轉趨

嚴峻,防疫管制措施升級,衝擊內 需服務業,企業減班休息人數增 加,民間消費明顯降溫;出口則仍 持續強勁成長,企業亦續投資,預 期第2季經濟成長略緩。

展望下半年,全球景氣持續復甦, 可望支撐台灣出口及民間投資穩健 成長,加以政府擴大紓困方案以減 緩疫情衝擊,且若國內疫情受控, 民間消費將漸回穩,均有助經濟成 長。本行預估下半年經濟成長率將 低於 上半年,全年經濟成長率預測 值為5.08%(詳附表1)。

(二) 年初以來,國際原油價格上揚,帶 動國內油料費大漲, 月因基期較 低,消費者物價指數(CPI)年增率走 升,至5月為2.48%,不含蔬果及能 源之核心CPI年增率則為1.58%。本 年1至5月平均CPI年增率為1.39%, 核心CPI年增率則為1.13%,漲幅均 屬溫和。預估國內誦膨率高點將落 在第2季,主要係屬基期偏低之短 期現象:下半年,涌膨率可望緩步 回降,本行預測全年CPI及核心CPI 年增率分別為1.60%及1.11%(詳附 表2)。

(三) 近月銀行超額準備維持約500億元 至600餘億元水準,貨幣總計數M2 年增率由第1季之8.96%降為4月之 8.83%; 長短期利率小幅波動, 金 融情勢尚屬寬鬆。

> 因應疫情衝擊,本行於上年4月開 辦中小企業貸款專案融通,迄今金 融機構受理總戶數達22.3萬戶、受 理申貸金額3.262億元。本年4月底 全體銀行對中小企業放款年增率達 13.46%,全體銀行放款年增率為 7.32% •

5月中旬國內疫情升溫,本行於本 (6)月4日提高專案融通額度1,000億 元,增至4,000億元,並延長企業申 貸期限至本年12月31日,企業新申 貸案件適用本專案優惠利率之期限 得至明(2022)年6月30日,以及放寬 貸款申請條件,持續協助中小企業 度過本次疫情難關。

三、本行全體理事一致同意維持政策利率不 變

綜合國內外經濟金融情勢,考量全球經 濟增溫,惟前景仍面臨諸多風險,主 要經濟體均維持寬鬆貨幣政策,並續推 大規模財政激勵方案;當前國內通膨走 升應屬短期現象,預期本年通膨仍屬溫 和;雖然近期國內疫情影響消費動能, 惟在出口及民間投資成長支撐下,本年 國內經濟仍將穩健成長,本行理事會認 為維持政策利率不變,賡續當前寬鬆貨 幣政策,有助物價穩定與金融穩定,並 支持經濟成長。

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1.125%、1.5% 及3.375%。

未來本行將密切關注疫情後續發展、主 要經濟體貨幣政策動向、全球原物料及 金融情勢變化、國際政經情勢演變等對 國內經濟金融與物價情勢之影響,適時 採行妥適貨幣政策,以達成本行法定職 責。

四、本行於上年12月及本年3月兩度調整選 擇性信用管制措施,目前銀行辦理受限 貸款成數均較規範前下降。本年4月底 全體銀行購屋貸款年增率略增,建築貸 款年增率則續降;不動產貸款相關逾放 比率仍低,銀行授信風險控管尚屬良 好。

健全國內房地產市場須多管齊下,各部 會已陸續推動多項健全房市措施; 加以 本年7月1日起將實施「房地合一稅2.0」 及「實價登錄2.0」,有助降低房市投機 炒作。本行將密切關注房地產市場發展 及金融機構不動產授信風險控管情形, 並持續檢視本行選擇性信用管制措施之 執行成效,適時檢討調整措施。

五、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決

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,但若有不規則因素(如短期資金大 定之虞時,本行將本於職責維持外匯市 場秩序。

附表1 主要機構對本年台灣經濟成長率預測值

單位:%

	預測機構	2021年(f)
	中央銀行(2021/6/17)	5.08
131 古松	主計總處(2021/6/4)	5.46
國內機構	台經院(2021/4/23)	5.03
	中經院(2021/4/21)	4.80
	Citi(2021/6/15)	6.00
	Deutsche Bank(2021/6/15)	5.50
	EIU(2021/6/15)	6.20
	Goldman Sachs(2021/6/15)	6.32
	HSBC(2021/6/15)	5.00
	IHS Markit(2021/6/15)	5.83
國外機構	UBS(2021/6/15)	5.95
四/ 17 1	Barclays Capital(2021/6/11)	6.10
	BofA Merrill Lynch(2021/6/11)	4.80
	J.P. Morgan(2021/6/11)	7.00
	Standard Chartered(2021/6/11)	4.40
	Credit Suisse(2021/6/10)	6.80
	Morgan Stanley(2021/6/8)	6.60
	平均數	5.70

單位:%

	預測機構	2021年(f)
	中央銀行(2021/6/17)	1.60 (CPI) 1.11 (核心CPI*)
國內機構	主計總處(2021/6/4)	1.72
	台經院(2021/4/23)	1.30
	中經院(2021/4/21)	1.31
	Citi(2021/6/15)	1.50
	Deutsche Bank(2021/6/15)	1.60
	EIU(2021/6/15)	1.60
	Goldman Sachs(2021/6/15)	1.58
	HSBC(2021/6/15)	1.50
	IHS Markit(2021/6/15)	1.73
民力級性	UBS(2021/6/15)	1.45
國外機構	Barclays Capital(2021/6/11)	1.50
	BofA Merrill Lynch(2021/6/11)	1.40
	J.P. Morgan(2021/6/11)	1.70
	Standard Chartered(2021/6/11)	1.20
	Credit Suisse(2021/6/10)	1.70
	Morgan Stanley(2021/6/8)	1.60
	平均數	1.53

^{*}核心CPI (core CPI),係指扣除蔬果及能源後之CPI。

探討經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數之影響*

楊佳侑**

摘 要

全球金融海嘯引發各國政府相繼採行寬鬆性貨幣政策,導致多數先進經濟體的政策利率貼近零利率底線(zero lower bound, ZLB),並大幅限縮貨幣當局未來的政策操作空間。為預防下一波的經濟衰退,眾多專家及學者紛紛呼籲各國政府採納擴張性財政政策,特別是政府支出,是否能有效刺激經濟成長仍持分歧。爰此,本文將以1971-2016年期間共47個經濟體的追蹤資料為樣本,並使用近似向量自我迴歸模型,探討經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數的影響。相較於過去實證研究,本文的樣本較為多元,資料涵蓋24個先進經濟體與23個新興及開發中經濟體,且各國的經濟結構特徵皆有差別,適合用於探討財政乘數的跨國差異。本文的主要實證結果顯示,貿易開放度或政府債務水準愈高,政府消費乘數愈低;此外,在不同景氣狀態下,政府消費衝擊對經濟成長具有不對稱效果。

^{*} 本文初稿完成於民國109年4月,110年2月修正完稿。本文感謝兩位匿名審稿人與中央銀行陳副總裁南光、林處長宗耀、蔡局長烱民、吳處長懿娟、林參事淑華、徐副研究員婉容、俞助理研究員欣榮及其他經濟研究處同仁給予之寶貴意見。本文觀點為作者個人意見,與服務單位無關,若有任何疏漏或錯誤,概由作者負責。

^{**} 作者為中央銀行經濟研究處副研究員。

壹、前 言

全球金融海嘯期間,各國政府陸續採行 寬鬆性貨幣政策,透過降低長、短期利率或 大規模收購資產等傳統與非傳統方式,穩定 金融市場、支撐經濟成長及維持物價穩定。 綜觀國際主要先進經濟體,大多數國家的政 策利率目前已貼近零利率底線(zero lower bound, ZLB),甚至有部分國家深陷負利率 的困境。有鑑於此,不少經濟學家及政策制 定者擔憂,若全球經濟體再次遭遇負面衝 擊,貨幣當局恐缺乏足夠的貨幣政策操作空 間,以因應未來經濟再次衰退。

事實上,近年來地緣政治紛擾、貿易爭端加劇及國際需求減緩等不利因素恐抑制全球經濟成長,多位學者、專家及國際組織紛紛呼籲政府以擴張性財政政策,防範全球經濟遲緩造成的負面衝擊。在此背景下,財政政策相關的研究如雨後春筍般蓬勃發展,其中,財政乘數的大小更是經濟學家多年來激烈爭論的議題之一。

根據Ramey(2011b)及Batini et al.(2014)彙整多方實證研究的結果發現, 政府藉由財政支出提振經濟成長的效果有限,財政支出乘數多半低於1,亦即財政支出每增加1元,產出僅提升不到1元。不過, 在特殊情況或經濟結構改變的影響下,財政支出乘數有可能高於1或甚至達2以上,例如,政策利率接近ZLB或是經濟處於衰退之

期間,財政支出對產出的影響效果可能增強。

目前為止,不論是理論或是實證方面, 皆無既定的財政乘數數值,其大小主要取決 於國家的結構特徵、經濟情勢及政策制度。 此外,過去文獻對新興經濟體和發展中國家 的財政乘數著墨甚少,以致缺乏充足的跨國 比較分析。對政策制定者而言,掌握當前財 政政策之效果刻不容緩,多面向的跨國比較 可能有助未來政府進行政策擬定及衝擊影響 評估。

爰此,本文以1971-2016年期間共47個經濟體的追蹤資料為樣本,探討經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數之影響^{註1}。相較於過去實證研究,本文的樣本較為多元,資料涵蓋24個先進經濟體與23個新興及開發中經濟體,且各國的貿易開放度和政府債務水準皆有差異,對於財政乘數的跨國差異分析具有重要價值。

其次,作為少數同時探討結構特徵及景氣循環因素的實證研究,本文試圖結合Ilzetzki et al. (2013)和Auerbach and Gorodnichenko (2012;2013)的研究方法,惟在模型選擇上,使用較為彈性的近似向量自我迴歸模型 (near-VAR),並將平滑轉換(smooth transition)函數及交互作用項加入迴歸式,以突顯政府消費衝擊對經濟成長在

不同情境下的動態影響。

本研究的實證結果顯示,平均當期政府 消費乘數為0.4至0.6,長期政府消費乘數則 平均在0.7至2.5之間,證明政府消費對短期 經濟成長的效果有限。另外,各國經濟結構 的不同也反映在政府消費乘數上的差異:貿 易開放度對政府消費乘數為負影響,亦即貿 易開放度愈高,政府消費乘數愈低;政府債 務水準對政府消費乘數同為負影響,如政府 債務水準升高,政府消費乘數將下降。本研

究亦發現,在不同景氣狀態下,政府消費衝 擊對長期經濟成長具有不對稱效果,景氣蕭 條期的長期政府消費乘數高於繁榮期2倍以 F .

本文的章節安排以第一章為前言,後續 安排則依序如次:第二章為財政乘數的理論 概述及實證研究回顧;第三章為政府消費衝 擊的認定方法、模型設定及資料來源;第四 節為研究結果與頑強性檢定;第五節為結論 與政策意涵。

貳、財政支出效果之文獻探討

一、財政乘數的理論概述

在新古典經濟模型中,財政政策對私部 門的影響取決於三項關鍵:財富效應、跨時 替代效果及賦稅扭曲(Ramey, 2011b)。假 定政府為提升財政支出,以定額稅(lumpsum taxes)作為融資方式,家計單位因預 期稅後所得現值縮減,產生負的財富效應 進而降低消費,削弱財政支出效果(Galí et al., 2007)。 反觀, 政府若採扭曲性稅制 (distortionary taxes),短期內財政支出對 經濟成長的刺激效果較佳,主因在於家計單 位預期未來稅負較高,選擇在當下稅負較低 之時期增加其勞動供給,從而產生跨期替代 效果。因此,從新古典經濟學的觀點而言, 財政乘數的大小會因政策的融涌方式及家計 單位的預期心理而改變。

據Baxter and King (1993)的動態一 般均衡模型(dynamic general equilibrium, DGE)校準結果顯示^{註2}:(1)政府若提高 扭曲性稅收,以平衡短期內的財政支出增 加,此時的財政乘數最低可達-2.5;(2) 若以赤字融通(未來使用定額稅償債)增 加財政支出,財政乘數則會提升,但仍低 於1.0;(3)如財政支出的增加為永久性, 並以當期或未來定額稅融資,預期可提升勞 動供給及穩態資本存貨(steady-state capital stock),進而帶動私部門投資,因此,短期 乘數雖低於1.0但長期乘數卻接近1.2。

不同於新古典經濟學派,凱因斯學派 使用IS-LM模型假定家計單位的消費決策 取決於當期的可支配所得,而非終生所得 (Galí et al., 2007),故「李嘉圖均等定 理」(Ricardian equivalence theorem)不適用於此。若利率維持不變,封閉式經濟體的財政乘數等於1/(1-MPC),其中,MPC 為邊際消費傾向(marginal propensity to consume);開放式經濟體的財政乘數則為1/(1-MPC+MPM),而MPM為邊際輸入傾向(marginal propensity to import),故凱因斯的財政乘數效果與MPC及MPM之間具有相當重要的關係。平均而言,凱因斯模型估計的財政乘數大多高於新古典經濟學派的估計值,估計結果通常高於1.0。

另一方面,新凱因斯模型則是將價格 僵固特性及新古典經濟學的基礎結合,因 此,該模型所估計的財政乘數較傳統凱因 斯模型為低。以Cogan et al. (2010)為例, 該研究使用Smets-Wouters的新凱因斯模 型,模擬2009年美國政府刺激方案^{註3} 對其 總體經濟的影響,此政府支出乘數較Romer and Bernstein (2009)的傳統凱因斯模型估 計值為低。由於該模型納入家計單位的預 期心理及行為變化,導致政府支出對GDP 的影響逐年遞減;政府支出乘數在政策實 施當季雖微幅高於1.0,但經過三季後便下 滑至1.0以下^{註4}。

然而,新凱因斯模型亦有例外,若名 目利率維持不變(如ZLB),政府以赤字融 通方式增加政府支出時,將導致通膨預期上 升,並促使實質利率下降,進而刺激經濟活 動;在此情境下,財政乘數效果可望高於一 般預期。Christiano et al. (2011)的模擬結果 顯示,若政府支出在利率維持12季不變的期 間內增加,乘數效果可高達2.0以上^{註5}。

二、實證研究回顧

從理論的部分可知,影響財政乘數效果的原因眾多,即便同一模型也會因假設條件的改變而產生不同結論,故實證分析具有重要的參考價值。根據Ramey(2011b)彙整的美國財政支出實證結果顯示,財政支出乘數的估計值大約在0.8至1.5之間,惟部分實證因使用具傳統凱因斯色彩的大型總體經濟模型(如Klein-Goldberger model、Brookings model等),故短期及長期財政乘數的估計值告大於2(Evan, 1969)。

相較於先進經濟體,新興經濟體(emerging market economies, EMEs)和低收入國家(low-income countries, LICs)在財政乘數方面的實證研究較少。根據Batini et al.(2014)的彙整結果顯示,EMEs及LICs的政府支出乘數平均低於先進國家,其長期效果甚至可能受限經濟結構等因素而偏低。Ilzetzki(2011)的研究結果亦顯示,高收入國家的政府支出乘數約在0.8至1.1之間;發展中國家的乘數則在0.1至0.3,且統計結果不顯著語。

同時,不少實證研究亦發現,跨國的乘 數差異可能反應了各國政策、經濟結構及 當下經濟情勢的不同。綜合過去實證研究 的結果,Batini et al. (2014)將影響財政乘數的原因大致歸納為結構性特徵(structural characteristics)及暫時性因素(temporary factors)兩大類。結構特徵泛指任何影響正常期(normal times)財政乘數之因素,其中包括貿易開放度、匯率制度及政府債務水準等;暫時性因素則大多與經濟週期及政策相關,例如貨幣政策的方向可能會影響財政乘數短暫偏離其正常值。以下列舉相關實證研究,並將影響原因彙整於表1。

(一) 結構性特徵的相關研究

結構特徵方面最具代表的文獻為Ilzetzki et al. (2013),該研究以1960-2007年共44國的季資料為樣本,分析在不同經濟結構下,政府消費衝擊對總體經濟的影響。研究結果顯示,低貿易開放經濟體的短期和長期乘數顯著為0.61及1.10;高貿易開放經濟體的短期和長期乘數期和長期乘數則皆為負(-0.08及-0.46),但不顯著。

其次,若中央政府債務占GDP高於60%,短期和長期乘數分別為-0.03及-3,惟短期乘數不顯著;中央政府債務占GDP低於60%,短期和長期乘數皆為負(-0.04及-0.36),但不顯著。相較於彈性匯率政策,採行固定匯率制度的經濟體具有較高且顯著的乘數,短期和長期乘數分別為0.15及1.40。

Karras (2012)使用1951-2007年62個經濟體的年資料估計貿易開放度對長期財政支

出乘數的影響。實證結果顯示,貿易開放度 確實對財政支出乘數有顯著的負影響,貿易 開放度(%GDP)每上升10個百分點,長期 財政支出乘數則下降5-6%。貿易開放度較 低的經濟體,如中國、美國及墨西哥等,長 期乘數約為1.3-1.5;貿易開放度較高的經濟 體,如愛爾蘭及荷蘭,長期乘數則低於1, 介於0.6-0.7之間。

Corsetti et al. (2012)則係使用 1975-2008年18個OECD經濟體的年資料,追蹤在不同情境下,總體經濟變數對財政衝擊的影響。該文的實證結果發現,採行彈性匯率制度的經濟體,其當期政府支出乘數接近0,而累積乘數(cumulative multiplier)則為-1.5;固定匯率制度經濟體的當期乘數為0.6,累積乘數為0;公共財政狀況較差^{赴7}的經濟體,其當期乘數為-0.7,累積乘數則為-0.8;金融危機期間的當期乘數為2.3,累積乘數為0.5。

(二) 暫時性因素的相關研究

近年來,許多實證研究試圖從經濟週期的角度解釋財政乘數的變化,其中,Auerbach and Gorodnichenko(2012)為最主要的代表文獻之一。該文以狀態轉換模型(regime switching model),估計在不同景氣狀態下的政府支出(消費及投資)乘數,其結果顯示,景氣擴張期的乘數為-0.3至0.8,衰退期為1.0至3.6。

其他文獻如Fazzari et al. (2015) 則係

利用門檻結構自我向量迴歸模型(threshold SVAR) 進行估計, 且同樣指出, 政府支 出乘數在產能利用率偏低的期間約為1.6, 在產能利用率較高的期間則介於0.4至0.8之 間。另外,Owyang et al. (2013) 使用local projection方法對美國及加拿大的長期季資料 進行估計,其實證結果顯示,美國的政府支 出乘數小於1,目不存在顯著性的跨景氣差 異。反觀,加拿大的政府支出乘數卻有顯著 性的跨景氣差異,景氣衰退期的乘數為1.6, 非衰退期則約為0.4。

Ramey and Zubairy (2018) 使用 1889-2015年美國軍事支出新聞作為政府支 出的工具變數,並估計該外生性衝擊對GDP 的影響。此樣本期橫跨多個戰爭及經濟衰退 時點,而估計結果顯示,政府支出乘數低於 1,目跨景氣之間的乘數差異並不顯著語。 Watanabe (2019) 亦嘗試以英國的歷史季資 料(1700~1923年)進行跨景氣比較,其乘 數在景氣衰退期大多呈現負值 19,且低於非 衰退期之乘數,惟兩者並無顯著性的差異。

針對貨幣政策調節的部分,Miyamoto et al. (2018) 使用1980-2014年的日本季資 料,估計總體經濟變數對政府支出衝擊在不 同貨幣政策期間的反應。藉由local projection 方法產生的衝擊反應結果顯示,在ZLB期 間,當期政府支出乘數為1.5,目顯著高於正 常期(非ZLB期間)的0.6。此外,ZLB期間 的累積乘數到第4季時甚至達到2.7,之後則 持續維持在1以上;反觀,正常期的累積乘 數遠低於1。

表1 影響財政乘數的可能因素

類別	因素	影響原因
結構性特徵	貿易開放度	以傳統凱因斯模型而論,假設邊際消費傾向不變,邊際輸入傾向愈低的國家, 其財政乘數愈高,主要原因係該經濟體的需求面漏損(leakage)程度較小。
	匯率制度	Mundell-Fleming模型假設在資本可自由移動之下,權衡性財政政策的衝擊會 因匯率變動的關係而減弱,甚至被完全抵銷,故匯率制度愈彈性,財政乘數愈 小。
	政府債務 水準	若政府債務明顯過高,且財政收支持續入不敷出,家計單位恐縮減消費支出, 以因應政府未來提高稅收的可能性,導致財政刺激效果受到部分抵銷 ^{註10} 。其 次,政府舉債可能導致可貸資金市場的利率上升,進而對民間消費及投資產生 排擠的效果。
暫時性因素	景氣狀態	經濟蕭條期間,民間消費及投資可能因景氣不佳減緩,致部分生產資源處於閒置狀態,此時,擴張性財政支出可填補民間需求不足之部分,刺激產出成長,但經濟若已接近最大產能(完全就業)時,擴張性財政支出對產出的影響則相對有限。
	貨幣政策	假設貨幣政策遵守泰勒法則,貨幣當局應針對擴張性財政衝擊施以緊縮政策 (調升利率),以緩解財政衝擊對產出及物價的影響。反觀,若貨幣政策受限 於「零利率底線」,擴張性財政衝擊對產出及物價的影響則較大。

資料來源:彙整自Batini et al. (2014)。

參、研究方法

一、衝擊認定方法

如何認定政府支出衝擊向來是實證研 究的難題之一,過去文獻主要以SVAR或敘 述法(narrative approach) 兩種方法^{註11} 進 行認定。SVAR認定法係參考Blanchard and Perotti(2002)的假設,預先認定財政支出 可能受制於決策依據不足及執行落後等因 素,以致政策制定者無法對當下的經濟情勢 做出立即且合適的判斷。基於此推論,各期 政府支出大部分係根據以往的趨勢做推估, 而超出此預期節圍的變化則視為政府支出衝 擊註12。

另一方法為Ramey and Shapiro (1998) 採行的敘述法,其作法係依據美國財政報告 或軍事事件(如戰爭)等資訊,捕捉政府 支出的預期外衝擊。此方法的優勢在於其政 策衝擊變數較不易受總體經濟因素干擾,多 半是因預期外之事件造成政府支出產生大幅 變化,近似純外生性衝擊 (pure exogenous shock)。除此之外,亦有部分實證文獻, 如Ramey(2011a),進一步利用VAR模型分 析戰爭期間的資料,以提升政府支出乘數的 估計準確性。

Ramey and Shapiro (1998) 的衝擊認定 方法雖具有參考價值,但以特殊事件或文字 訊息產生的外生性衝擊資料不易取得,故難 以延伸應用在本文的跨國分析面向。礙於資

料上的限制,本文採用Blanchard and Perotti (2002)的衝擊認定方法,但估計方法則是 使用較為彈性的near-VAR模型^{註13}。傳統VAR 模型雖為較常見的估計方法,惟此模型受限 於其線性結構,不易於分析不同情境下的財 政乘數,故過去文獻大多需將樣本拆分成多 個子樣本,再各別以VAR進行估計。鑒於本 研究探討的影響因素較多,若將樣本拆分為 多個子樣本,其樣本內可用於分析的資料就 愈少,因而採用near-VAR模型,並將各條迴 歸式分開估計註14。

二、模型設定

為避免估計結果產生內生性問題,本文 先以經濟成長及其他變數解釋政府消費變 數,並將此迴歸式的殘差項視為政府消費衝 擊,再代入經濟成長的迴歸式,以估計政府 消費乘數。在第一步驟中,本文假定政府消 費變數可被自身落後期 註15、經濟成長及政府 債務等變數解釋,並納入國家及時間固定效 果。第一條迴歸式為最小平方法之固定效果 模型,其公式如下:

$$g_{i,t} = v_i + \tau_t + \sum_{j=1}^{J} \left[\delta_j g_{i,t-j} + \tau_j y_{i,t-j} + \varphi_j debt_{i,t-j} \right] + u_{i,t}^g$$
(1a)

其中,下標i為國家別、t為時間,而i為落後期; g 為實質政府消費變化占GDP之

比重; y 為實質GDP成長率; deht 為一般政 府債務占GDP之比重;ν及τ分別為國家和 時間固定效果;殘差項 (u^g) 為政府消費衝 墼。

由式(1a)可知,本文假設政府消費 變數不被當期經濟成長所解釋,此為過去 實證研究中常見的短期限制條件註16。明顯 地,此限制條件的兩個疑慮為:(1)自動 財政機制可能導致政府消費隨當期景氣循環 自動調節,以穩定經濟情勢;(2)政府可 能採取權衡性財政政策 (discretionary fiscal policy),有計畫性地運用政府消費因應景 氣循環。因此,經濟成長對財政政策存在當 期影響的可能。

首先, Corsetti et al. (2012) 指出, 自動財政機制的「穩定因子」(automatic stabilizer) 大多為稅收調節和移轉性支付 (如失業救濟金),政府消費較不易受景氣 循環而自動調節。其次,針對第二點疑慮, Blanchard and Perotti (2002) 則表示,政府 一般無法在短期內因實質產出衝擊而快速調 整政府支出(消費及投資),其原因有二: (1)財政當局可能受限於即時資料的不 足,以致無法掌握當下的經濟情勢;(2) 政府支出從預算編列到實際執行需要較長的 時間 註17,難以在短時間內立即通過預算審核 並執行註18。

然而,不同於Blanchard and Perotti (2002) 及Ilzetzki et al. (2013),本文係 以年資料為樣本,恐造成衝擊認定的條件無 法成立。為檢驗年資料是否符合此衝擊特定 條件, Born and Müller (2012) 曾利用不同 頻率的資料進行比對,其實證結果顯示,年 資料所產生之財政衝擊項與季資料之結果並 無顯著性的差異,目衝擊反應結果亦相當一 致。Beetsma et al. (2009) 則係使用依時加 總程序法(temporal aggregation procedure) 進行驗證, 並獲得同樣結論。基此, 本文認 為將式(1a)的殘差項作為政府消費衝擊應 屬合理,不至於造成後續估計之偏誤。

在第二步驟中,政府消費衝擊項 (\hat{q}^g) 被當作解釋變數放入經濟成長的迴歸式,公 式則呈現如下:

$$y_{i,t} = \omega_i + \mu_t + \sum_{j=1}^{J} \alpha_j y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{J} m_{j,i,t} \hat{u}_{i,t-j}^g + \varepsilon_{i,t}.$$
 (1b)

其中, ω_i 為國家固定效果; μ_t 為時間固定效 果; α_i 及 m_i 為待估係數。此迴歸式與Hall (2009) 及Barro and Redlick (2011) 的模 型相似,其優點之一在於估計係數 m_i 可直 接視為政府消費乘數,不需另行轉換註19。 藉由此動態追蹤迴歸估計式 (dynamic panel regression),本文可估計各國的政府消費變 化對經濟成長之當期衝擊效果 (m_{0i}) ,以 及長期效果($\frac{\sum_{j=0}^{J} m_{j,i}}{1-\sum_{i=1}^{J} \alpha_i}$)。

值得一提的是,加入固定效果的動態縱 横迴歸估計式可能因迴歸因子 $(y_{i,t-1} - \bar{y}_i)$

與誤差項($\varepsilon_{i,t} - \bar{\varepsilon}_i$)存在相關性,導致估計係數產生偏誤。因此,本文參採Anderson and Hsiao(1981)的建議,使用一階差分消除國家固定效果,再以適當的工具變數估計應變數之落後期^{± 20},並將估計量代入一階差分估計式,其公式呈現如下:

$$\Delta y_{i,t} = \mu_t + \sum_{j=1}^{J} \alpha_j \widehat{\Delta y}_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{J} m_{j,i,t} \Delta \widehat{u}_{i,t-j}^g + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$
(2)

由於政府消費乘數可能會因結構因素或 景氣狀態而不同,故本文將以兩種方式檢視 不同情境下的乘數變化。首先,本文嘗試將 全樣本按二分法拆為兩個子樣本,再以式 (2)個別估計兩組子樣本的乘數,並比較 兩者的估計結果。其次則係使用交互作用項 及平滑轉換函數,直接對全樣本進行估計, 再根據係數結果估算政府消費乘數。

為了直接對全樣本進行估計,本研究將 政府消費乘數分解為 $m_{j,i,t} = \beta_{0,j} + \beta_{1,j} X_{i,t-j}$,其中, $X_{i,t-j}$ 為各國的結構特徵變數。假 設 $\beta_{1,j} = 0$,表示乘數不受經濟結構因素影 響;如 $\beta_{1,j} \neq 0$,乘數則隨著經濟結構因素 改變。因考量在不同景氣狀態下,政府消費 對經濟成長亦可能有不對稱效果,本文將式 (2) 改寫如下:

$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{J} \beta_{0,j}^{s} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \sum_{j=1}^{J} \alpha_{j}^{s} \widehat{\Delta y}_{i,t-j} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right)$$

$$\times \left[\sum_{j=0}^{J} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \sum_{j=1}^{J} \alpha_{j}^{B} \widehat{\Delta y}_{i,t-j} \right]$$

$$+ \sum_{j=0}^{J} \beta_{1,j} X_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}$$
(3)

其中, $z_{i,t}$ 為衡量景氣狀態的指標^{計21},而 S和 B分別代表景氣蕭條期及繁榮期,景氣若處於蕭條期,政府消費乘數為 $m_{j,i,t}^S = \beta_{0,j}^S + \beta_{1,j} X_{i,t-j}$;反之,繁榮期的政府消費乘數為 $m_{i,i,t}^B = \beta_{0,j}^B + \beta_{1,j} X_{i,t-j}$ 。

由於景氣狀態可在蕭條及繁榮期之間轉換,因此本文採取過去實證研究的作法,以轉換函數 $F(z_{i,t})$ 估算景氣處於蕭條期的機率,其公式為:

$$F(z_{i,t}) = \frac{\exp(-\gamma z_{i,t})}{1 + \exp(-\gamma z_{i,t})} \cdot \mathbb{1} \gamma > 0.$$
(4)

其中,γ為平滑參數,代表一經濟體在景氣蕭條與繁榮期之間轉換的速度,若數值越接近0,模型越趨於線性估計式之設定。鑒於衡量景氣狀態的指標眾多,過去文獻曾嘗試以不同經濟變數取代,以測試研究結果的穩定性。例如,Auerbach and Gorodnichenko(2013)嘗試以Hodrick-Prescott濾法(HP filter)去除總體變數的長期趨勢,取代GDP成長的移動平均作為衡量景氣狀態的指標。根據該文獻結果顯示,政府支出對經濟成長在不同景氣狀態下的不對稱效果仍相當顯著^{註22}。Ramey and Zubairy(2018)則係以失業率6.5%為門檻,決定景

氣是否處於疲弱期(slack)^{註23}。

綜觀過去文獻,最為普遍的方法仍是以HP filter估計之產出缺口當作衡量景氣狀態的指標,因此本文將以此作為 $z_{i,t}$ 變數 $^{\pm 24}$,並進一步標準化該變數。在參數設定方面,本文參考Auerbach and Gorodnichenko(2012)將 γ 設為1.5,蕭條期設為 $F(z_{i,t}) > 0.8$,依此約有20%的樣本處於蕭條期。

三、資料來源

本文的年資料涵蓋47個經濟體(24個先 進經濟體、23個新興及開發中經濟體),樣 本期間大多為1971至2016年,惟少數國家因 政府債務資料不足,故樣本期較短,但仍維 持在40年以上(參表2)。各國總體經濟變 數主要取自世界銀行的World Development Indicators及國際貨幣基金的Fiscal Monitor資 料庫,臺灣資料則是以行政院主計總處公布 之數據為主,並另從財政部統計資料庫收集 政府債務的相關資料。

本研究的樣本囊括不同經濟發展程度的國家,且樣本期的長度充足,應適合用以探討經濟結構及景氣對政府消費乘數的影響。在經濟成長面,平均成長最低的國家為希臘(1.68%),最高為韓國(7.06%);在政府消費變化占GDP的比重部分,平均變化比重最低的國家為美國(0.28%);最高為布吉納法索(1.20%)。

依據資料的完整性及取得容易度,本文的經濟結構特徵將以貿易開放度及政府債務水準兩項因素為探討範圍,貿易開放度係以輸出入加總占GDP之指數衡量,新加坡為貿易開放度最高之國家(342.16%),美國為貿易開放度最低之國家(21.22%)。政府債務水準則係以一般政府毛債務占GDP比重計算^{並25},剛果共和國的平均政府債務占比最低(9.84%)。

表2 各國總體資料平均值及經濟結構特徵

	衣2 合國総腹其科半均阻及經濟結構付银							
國家	編號	經濟成長率	政府消費變化 (% of GDP)	貿易開放度	政府債務水準 (% of GDP)			
阿爾及利亞	1	(%) 3.67	0.73	(% of GDP) 58.35	47.36			
澳洲	2	3.14	0.63	35.26	22.99			
奥地利	3	2.34	0.65	76.29	54.34			
比利時	4	2.16	0.49	123.75	94.55			
貝南	5	3.77	0.49	52.82	44.65			
玻利維亞	6	3.24	0.38	56.35	79.65			
布吉納法索	7	4.69	1.20	37.90	33.90			
喀麥隆	8	4.05	0.48	48.69	41.55			
加拿大	9	2.77	0.48	58.62	71.85			
智利	10	4.10	0.46	54.70	46.85			
哥倫比亞	11	3.97	0.48	32.94	30.81			
	12	4.27						
剛果共和國			1.18	116.20	116.73			
丹麥 多明尼加共和國	13	1.86	0.49	75.70 60.71	42.22			
	14	5.11 5.24	0.40	60.71	31.43			
埃及 芬蘭	15		0.64	49.21	90.03 29.75			
	16	2.45	0.64	62.49				
法國	17	2.19	0.59	47.08	47.75			
加彭	18	3.79	0.69	93.21	50.88			
德國	19	2.00	0.41	54.00	48.70			
希臘	20	1.68	0.40	44.42	81.66			
瓜地馬拉	21	3.54	0.37	48.20	26.76			
印度	22	5.63	0.65	25.36	58.34			
伊朗	23	2.59	0.22	42.67	22.27			
愛爾蘭	24	5.00	0.85	131.58	64.54			
義大利	25	1.75	0.35	44.10	91.09			
日本	26	2.52	0.51	23.67	112.31			
肯亞	27	4.75	0.69	57.47	41.50			
韓國	28	7.06	0.99	64.74	19.53			
盧森堡	29	3.73	0.61	230.81	9.84			
馬來西亞	30	6.37	0.79	144.11	52.97			
墨西哥	31	3.34	0.45	40.37	42.64			
摩洛哥	32	4.38	1.00	58.37	67.69			
荷蘭	33	2.28	0.60	112.82	58.12			
紐西蘭	34	2.52	0.46	56.21	42.98			
挪威	35	2.95	0.64	71.96	36.45			
巴拉圭	36	4.72	0.46	66.82	27.27			
菲律賓	37	4.14	0.46	67.02	45.43			
葡萄牙	38	2.50	0.59	60.13	57.27			
新加坡	39	7.04	0.66	342.16	79.87			
西班牙	40	2.59	0.55	43.87	44.20			
斯里蘭卡	41	4.91	0.31	66.47	79.38			
瑞典	42	2.15	0.50	68.13	51.89			
臺灣	43	6.77	1.17	100.19	25.61			
泰國	44	5.60	0.82	85.22	34.81			
多哥	45	3.15	0.36	88.68	84.16			
英國	46	2.26	0.38	51.48	50.11			
美國	47	2.81	0.28	21.22	61.09			

註:部分國家的政府債務(% of GDP)樣本期較短,例如,、哥倫比亞(1972-2016年)、盧森堡(1974-2016年)、臺灣 (1976-2016年)。

肆、研究結果

一、不同情境下的政府消費乘數

若不考慮結構特徵及景氣循環等 因素,式(2)所估計之平均當期政 府消費乘數 (m_0) 為 0.41 ,長期乘數 $([m_0 + m_1]/[(1 - \alpha_1)])$ 為0.80,並將此視為 基準結果 註26。接著,本文採二分法依序以貿 易開放度、政府債務水準及景氣循環因素將 全樣本拆分為二,並再次以式(2)個別估 計兩組樣本的乘數,其結果如表3所示。

20 有用規制如此的有具术数								
	基準結果	貿易	開放度	政府值	責務水準	景氣	私狀態	
	基毕和木	高	低	高	低	繁榮期	蕭條期	
	0.41 ***	0.30 ***	0.69 ***	0.27 ***	0.58 ***	0.28 ***	0.74 ***	
m_0	(0.06)	(0.07)	(0.11)	(0.07)	(0.10)	(0.06)	(0.16)	
m_1	0.16 ***	0.04	0.51 ***	0.01	0.43 ***	0.04	0.29 *	
	(0.06)	(0.07)	(0.11)	(0.07)	(0.10)	(0.06)	(0.15)	
	0.29 ***	0.26 ***	0.33 ***	0.21 ***	0.35 ***	0.12 ***	0.24 **	
$lpha_1$	(0.04)	(0.05)	(0.06)	(0.06)	(0.05)	(0.04)	(0.11)	
$\frac{m_0 + m_1}{1 - \alpha_1}$	0.80 ***	0.46 ***	1.77 ***	0.36 ***	1.55 ***	0.36 ***	1.37 ***	
	(0.14)	(0.16)	(0.30)	(0.15)	(0.28)	(0.11)	(0.42)	
\overline{N}	2,209	1,099	1,110	783	1,426	1,765	444	

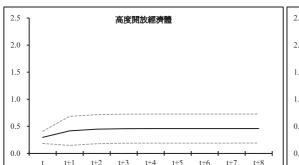
表3 不同情培下的政府消費乘數

註:模型以AIC選定最適落後期為1期,並使用delta method估計長期政府消費乘數的標準差; *、**、***分別代表在 10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

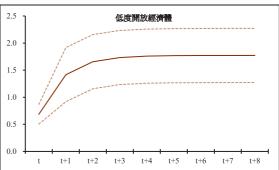
(一) 貿易開放程度

在貿易開放度的部分,本研究以其樣 本中間值58%為門檻,區分高度及低度開放 經濟體,並比較兩組樣本的平均政府消費 乘數。結果顯示(參圖1),貿易開放程度 較高的經濟體,其當期乘數為0.30,長期乘

數為0.46,衝擊反應結果皆為顯著註27。反 觀,低貿易開放經濟體的當期和長期乘數分 別為0.69及1.77,約為高貿易開放經濟體的 2.3~3.8倍。此實證結果與理論一致,貿易開 放程度愈高,政府消費乘數則愈低。



不同貿易開放程度下的政府消費乘數



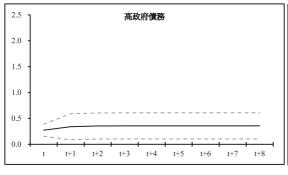
註:乘數數值於t+2期後趨於長期乘數數值;虛線為90%信賴區間。

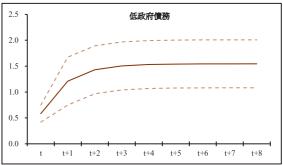
(二) 政府債務水準

債務方面則係以歐盟《馬斯垂克條約》 之財政門檻值60%,區分高債務及低債務經 濟體,並比較兩組樣本的政府消費乘數。如 圖2所示,政府債務較高的經濟體,其當期 和長期乘數分別為0.27及0.36,衝擊反應結

果皆為顯著。另一方面,財政空間較為充裕 的經濟體,當期乘數顯著為0.58,長期乘數 則顯著為1.55;低債務經濟體的政府消費乘 數約為高債務經濟體的2.1~4.3倍。該估計結 果仍與預期一致,政府債務負擔愈低,政府 消費對經濟成長的影響效果愈佳。

圖2 不同政府債務水準下政府消費乘數



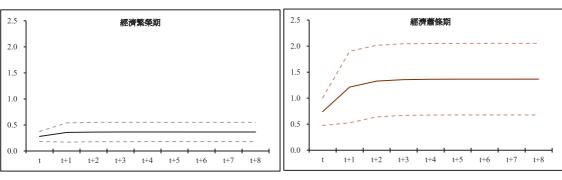


註:乘數數值於t+2期後趨於長期乘數數值;虛線為90%信賴區間。

(三)景氣狀態

衝擊反應結果顯示(參圖3),政府消 費衝擊對經濟成長具有明顯的非對稱效果。 在繁榮期間,政府消費衝擊對當期經濟成 長的影響為0.28,對長期經濟成長的影響 為0.36;在蕭條期間,政府消費衝擊對當 期經濟成長的影響為0.74,對長期經濟成 長的影響為1.37。跨景氣之間存在顯著性 的差異,蕭條期的政府消費乘數為繁榮期 的2.6~3.8倍左右,該實證結果與Auerbach and Gorodnichenko (2012) 及Fazzari et al. (2015) 等研究結果較為一致。

圖3 不同景氣狀態下的政府消費乘數



註:乘數數值於t+2期後趨於長期乘數數值;虛線為90%信賴區間。

二、政府消費乘數估計結果

為進一步探討各國之間的政府消費乘 數差異,本文將貿易開放度及政府債務水 準兩個連續變數以交互作用項的方法代入式 (3),並依此估計經濟結構特徵對政府消 費乘數的影響。

	I	Eq.1_	I	Eq.2	_Eq.3_		
	繁榮期(B)	蕭條期(S)	繁榮期(B)	蕭條期(S)	繁榮期(B)	蕭條期(S)	
$\beta_{0,0}^{B \text{ or } S}$	0.63 ***	0.64 ***	0.59 ***	0.58 ***	0.63 ***	0.62 ***	
$P_{0,0}$	(0.15)	(0.16)	(0.11)	(0.13)	(0.15)	(0.16)	
oB or S	0.34 **	1.30 ***	0.31 ***	1.25 ***	0.36 **	1.29 ***	
$eta_{0,1}^{B ext{ or }S}$	(0.15)	(0.18)	(0.11)	(0.16)	(0.15)	(0.18)	
oT	-0.24 *	-0.24 *			-0.07	-0.07	
$eta_{1,0}^T$	(0.13)	(0.13)			(0.16)	(0.16)	
οT	-0.29 **	-0.29 **			-0.07	-0.07	
$eta_{1,1}^T$	(0.13)	(0.13)			(0.16)	(0.16)	
aD.			-0.16 **	-0.16 **	-0.13	-0.13	
$eta_{2,0}^D$			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)	
a.D.			-0.20 ***	-0.20 ***	-0.17 **	-0.17 **	
$eta^D_{2,1}$			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)	
R or S	0.26 ***	0.30 ***	0.26 ***	0.30 ***	0.26 ***	0.30 ***	
$\alpha_1^{B ext{ or } S}$	(0.04)	(0.08)	(0.04)	(0.08)	(0.04)	(0.08)	
$\frac{\beta_{0,0}^{B \text{ or } S} + \beta_{0,1}^{B \text{ or } S}}{1 - \alpha_{1}^{B \text{ or } S}}$	1.33 ***	2.77 ***	1.22 ***	2.61 ***	1.34 ***	2.72 ***	
$1 - \alpha_1^{B \text{ or } S}$	(0.35)	(0.49)	(0.26)	(0.42)	(0.35)	(0.48)	
$eta_{1,0}^T + eta_{1,1}^T$	-0.72 **	-0.76 **			-0.19	-0.20	
$\frac{\beta_{1,0}^T + \beta_{1,1}^T}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$	(0.30)	(0.33)			(0.39)	(0.41)	
$\frac{\beta_{2,0}^D + \beta_{2,1}^D}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$			-0.48 ***	-0.50 ***	-0.42 **	-0.44 **	
$1 - \alpha_1^B \text{ or } S$			(0.15)	(0.17)	(0.20)	(0.22)	

表4 結構特徵及景氣狀態對政府消費乘數之估計影響

註:模型以AIC選定最適落後期為1期,並使用delta method估計長期政府消費乘數的標準差;*、**、***分別代表在 10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

Eq.1:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \overline{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \overline{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{T} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

Eq.2:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \left(1 - F(z_{i,t})\right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{B} \widehat{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \sum_{i=0}^{1} \beta_{0,i}^{D} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

$$\begin{split} \text{Eq.3}: \Delta y_{i,t} &= F \Big(z_{i,t} \Big) \times \Big[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1} \Big] + \Big(1 - F \Big(z_{i,t} \Big) \Big) \times \Big[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1} \Big] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{D} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \sum_{j=0}^{1} \beta_{2,j}^{D} debt_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}. \end{split}$$

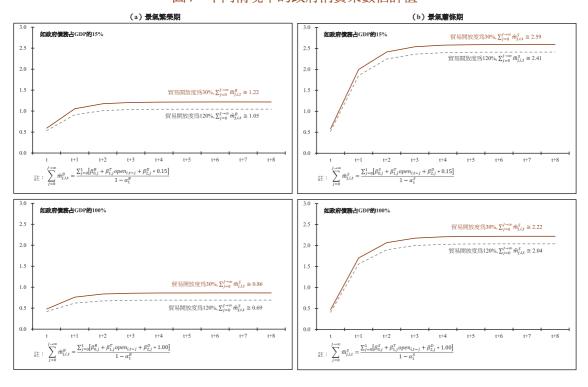
表4的Eq.1-3為結構特徵對乘數之影響。 貿易開放度對政府消費乘數的影響效果為 負:貿易開放度每上升10%,長期乘數下降 約0.02~0.08。政府債務水準對政府消費乘 數的負影響較為顯著:若政府債務水準提 高10%,長期乘數則減少約0.04~0.05。其 次,雖然當期政府消費乘數在繁榮及蕭條 期皆約為0.60,但長期乘數則有顯著的跨景 氣差異。結果顯示,繁榮期的長期乘數為 1.2~1.4, 而蕭條期的長期乘數為2.6~2.8; 相較之下,蕭條期的乘數高於繁榮期2倍以 F .

圖4根據Eq.3的係數,刻畫政府消費衝 擊對產出的動態影響,其中,左欄為景氣繁 榮期,右欄為景氣蕭條期。如圖所示,t期為 當期產出對政府消費衝擊的反應,t+8期則 代表長期效果。為觀察政府消費乘數的變化 及差異,本節以結構特徵變數的10及90百分 位數進行情境設定,並估算各個情境的乘數 估計值。

首先,假設政府債務水準不變,貿易開 放度由30%上升至120%,當期乘數估計下 降0.06,長期乘數則減少約0.18。其次,若 貿易開放度維持不變,政府債務水準由15% 提升至100%,當期乘數預計降低0.11,長期 乘數下降約0.36。最後,在跨景氣之間,當 期乘數並無明顯差異,惟長期乘數之差異較 大,蕭條期高於繁榮期1.35以上。

大致上,結構特徵變數對政府消費乘 數的影響皆如預期,貿易開放度或政府債 務水準愈高(低),政府消費乘數就愈低 (高);此外,相較於景氣繁榮期,若一經 濟體於蕭條期採行擴張性政府消費政策,其 政策對產出的長期影響較佳。

圖4 不同情境下的政府消費乘數估計值



	貿易開放度	政府債務水準	國家
1	高	高	荷蘭、新加坡、愛爾蘭、比利時、奧地利
2	低	高	德國、葡萄牙、加拿大、希臘、西班牙、法國、英國、義大利、斯里蘭 卡、印度、埃及、日本、美國
3	高	低	盧森堡、剛果共和國、馬來西亞、泰國、台灣、多哥、丹麥、韓國
4	低	低	瑞典、加彭、芬蘭、玻利維亞、巴拉圭、墨西哥、挪威、菲律賓、智 利、貝南、阿爾及利亞、多明尼加共和國、瓜地馬拉、紐西蘭、喀麥 隆、布吉納法索、肯亞、伊朗、澳洲、哥倫比亞、摩洛哥

表5 經濟體按貿易開放度及政府債務水準分類

表5係依據樣本內各國的貿易開放度及 政府債務水準分為4組,再以Eq.3的係數估 算政府消費乘數的平均範圍(參表6) 註28。 第一類為貿易開放度及政府債務皆偏高之經 長期政府消費乘數為0.8~2.1。 濟體,如新加坡、愛爾蘭及比利時,其當期

乘數約為0.4,長期乘數為0.7~2.1;第二類 為低貿易開放度及高政府債務經濟體,如日 本、美國、及義大利,其當期乘數亦為0.4,

次0 由为1次次为1次/11内负不数时1一万和国						
		貿易開放度				
		高	低			
	高	當期乘數:0.4	當期乘數:0.4			
功应债效		長期乘數: 0.7~2.1	長期乘數: 0.8~2.1			
政府債務	低	當期乘數:0.5	當期乘數: 0.6			
	JEY.	長期乘數:10~23	長期乘數:11~25			

表6 當期及長期政府消費乘數的平均節圍

註:貿易開放度和政府債務的門檻值分別為58%及60%。

第三類為高貿易開放度及低政府債務經 濟體,如台灣、韓國及泰國,其當期政府消 費乘數為0.5,長期乘數為1.0~2.3;第四類 為貿易開放度及政府債務皆偏低之經濟體, 如澳洲、紐西蘭及哥倫比亞,其當期乘數為 0.6,長期乘數為1.1~2.5。

三、頑強性檢定

為確保本研究的結果係為穩健,以下將 分別針對模型設定及變數處理方法,進行 頑強性檢定。首先,本文改以Arellano and

Bond (1991) 差分動態GMM追蹤資料估計 法,驗證上述估計結果是否具一致性;其 次,因各國的蕭條期占比不同,嘗試以產出 缺口衡量方法區別一經濟體的繁榮期及蕭條 期;最後,使用Hamilton(1998)提出之景 氣循環替代估計法,檢視政府消費乘數在不 同景氣狀態下是否仍有所差異。

(一) 使用Arellano-Bond估計式

根據過去文獻指出,若實證研究對動態 追蹤資料模型(dynamic panel data, DPD)加

入個體固定效果,可能面臨估計結果不具一 致性的問題,其原因在於組內模型(within model) 當中的迴歸因子 $(y_{i,t-1} - \bar{y}_i)$ 與誤 差項 $(\varepsilon_{i,t} - \bar{\varepsilon}_i)$ 存在相關性。即便使用工具 變數估計式,落後期 $(y_{i,t-j})$ 依舊與 $\bar{\epsilon}_i$ 存在 相關性,但如果係在一階差分模型當中加入 適當的落後期作為工具變數,估計結果則具 有一致性。

為此,本文在實證模型的部分使用了 Anderson-Hsiao的工具變數估計法,但相 較於Arellano-Bond的GMM估計方法,工具 變數法產生的漸進變異數較高,故本文以 Arellano-Bond重新估計政府消費乘數,並進 行結果比較。如表7所示,貿易開放度及政 府債務對政府消費乘數仍為負影響,亦即貿 易開放度及政府債務愈高(低),政府消費 乘數愈小(大)。在不同景氣狀態下,蕭條 期的長期乘數高於繁榮期,兩者相差2倍以 F .

綜合來說, Arellano-Bond的估計結果與 Anderson-Hsiao相近,惟顯著性因標準差偏 高而大幅下降,不過結構因素及景氣循環對 政府消費乘數的影響效果仍不變。在檢定方 面,所有模型的殘差項皆通過一階自我相關 檢定且不具有二階自我相關性;Hansen檢定 **並未拒絕過度認定假設。**

(二) 以產出缺口方法區別景氣狀態

本研究以Auerbach and Gorodnichenko (2013) 的轉換函數 $F(z_{i,t})$ 估算景氣處於蕭 條期的機率,並將平滑參數γ設為1.5,蕭條 期設為 $F(z_{i,t}) > 0.8$, 致約有20%的樣本期 處於蕭條期。此方法應用在多國分析的缺點 為,各國的蕭條期占其全樣本之比例應有差 異性,若將參數皆設為一致,恐造成估計結 果失準。然而,參數設定在文獻上並無既定 的數值,故難以針對各國逐一進行設定;此 外,部分發展中國家可能不存在官方公布或 建構的景氣指標,以致本文無從對浩參數設 定的適當性。

在此限制下,較為可行的檢定辦法則係 使用產出缺口直接對景氣狀態進行認定,如 短期GDP高於長期趨勢視為繁榮期,低於 長期趨勢則視為蕭條期,並再次將此認定方 式代入Eq.1-3重新估計。根據估計結果顯示 (參表8),政府消費乘數的跨景氣差異依 然存在,且仍以蕭條期的乘數為高,另外, 係數結果的顯著性亦微幅提升。整體而言, 依據各國經濟情勢調整參數設定不易,但以 產出缺口方法進行驗證後的結果仍與先前一 致。

	Eq.1			Eq.2	Eq.3		
	繁榮期	蕭條期	繁榮期	蕭條期	繁榮期	蕭條期	
OB or S	0.73 ***	0.88 **	0.66 ***	0.88 **	0.74 ***	0.95 **	
$eta_{0,0}^{B ext{ or }S}$	(0.28)	(0.34)	(0.26)	(0.41)	(0.27)	(0.38)	
$eta_{0,1}^{B ext{ or }S}$	0.07	1.74 ***	0.05	1.65 ***	0.10	1.69 ***	
$\rho_{0,1}$	(0.17)	(0.48)	(0.15)	(0.42)	(0.18)	(0.47)	
$eta_{1,0}^T$	-0.30	-0.30			-0.11	-0.11	
$\rho_{1,0}$	(0.26)	(0.26)			(0.34)	(0.34)	
ρT	-0.19	-0.19			-0.08	-0.08	
$eta_{1,1}^T$	(0.15)	(0.15)			(0.17)	(0.17)	
$eta^{\scriptscriptstyle D}_{2,0}$			-0.22 *	-0.22 *	-0.19	-0.19	
$\rho_{2,0}$			(0.13)	(0.13)	(0.19)	(0.19)	
o D			-0.15 **	-0.15 **	-0.12	-0.12	
$eta^{\scriptscriptstyle D}_{2,1}$			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)	
B or S	0.30 ***	-0.03	0.30 ***	-0.03	0.30 ***	-0.03	
$lpha_1^{B ext{ or } S}$	(0.03)	(0.10)	(0.03)	(0.10)	(0.03)	(0.10)	
$\frac{\beta_{0,0}^{B \text{ or } S} + \beta_{0,1}^{B \text{ or } S}}{1 - \alpha_{1}^{B \text{ or } S}}$	1.14 **	2.54 ***	1.01 ***	2.46 ***	1.20 **	2.56 ***	
$1-\alpha_1^{B \text{ or } S}$	(0.54)	(0.75)	(0.31)	(0.74)	(0.52)	(0.79)	
$\frac{\beta_{1,0}^T + \beta_{1,1}^T}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$	-0.70	-0.48			-0.26	-0.18	
$1 - \alpha_1^{B \text{ or } S}$	(0.56)	(0.38)			(0.65)	(0.45)	
$\frac{\beta_{2,0}^D + \beta_{2,1}^D}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$			-0.52 ***	-0.35 ***	-0.44	-0.30	
$1 - \alpha_1^{B \text{ or } S}$			(0.18)	(0.13)	(0.27)	(0.19)	
AR(1) test	-3.62 ***		-3.58 ***		-3.59 ***		
AR(2) test	-0.7	8	-0.7	2	-0.7	4	
Hansen test	Hansen test 45.94		45.7	6	45.6	2	

表7 經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數的影響

註:模型以AIC選定最適落後期為1期,並使用delta method估計長期政府消費乘數的標準差; *、**、***分別代表在 10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設;括弧內為穩健標準誤。

Eq.1:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{T} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

$$\begin{split} \text{Eq.2} : \Delta y_{i,t} &= F \Big(z_{i,t} \Big) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F \Big(z_{i,t} \Big) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}. \end{split}$$

Eq.3 :
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{D} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \sum_{j=0}^{1} \beta_{2,j}^{D} debt_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

	Eq.1		Eq.2		Eq.3	
	繁榮期	蕭條期	繁榮期	蕭條期	繁榮期	蕭條期
$eta^B_{0,0}$ or S	0.66 ***	0.86 ***	0.59 ***	0.77 ***	0.66 ***	0.85 ***
	(0.16)	(0.15)	(0.13)	(0.11)	(0.16)	(0.15)
$eta_{0,1}^{B ext{ or }S}$	0.58 ***	0.67 ***	0.43 ***	0.59 ***	0.55 ***	0.70 ***
	(0.15)	(0.15)	(0.11)	(0.13)	(0.15)	(0.16)
$eta_{\mathtt{1,0}}^T$	-0.38 ***	-0.38 ***		-0.13	-0.13	
	(0.13)	(0.13)			(0.16)	(0.16)
$\beta_{1,1}^T$	-0.46 ***	-0.46 ***		-0.21	-0.21	
	(0.13)	(0.13)			(0.16)	(0.16)
$eta_{2,0}^D$			-0.25 ***	-0.25 ***	-0.20 **	-0.20 **
			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)
$eta^D_{2,1}$			-0.27 ***	-0.27 ***	-0.20 **	-0.20 **
			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)
α_1^B or s	0.21 ***	0.33 ***	0.21 ***	0.32 ***	0.21 ***	0.32 ***
	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.05)
$\frac{\beta_{0,0}^{B \text{ or } S} + \beta_{0,1}^{B \text{ or } S}}{1 - \alpha_1^{B \text{ or } S}}$	1.57 ***	2.29 ***	1.30 ***	2.00 ***	1.54 ***	2.29 ***
	(0.34)	(0.41)	(0.26)	(0.31)	(0.34)	(0.41)
$\frac{\beta_{1,0}^T + \beta_{1,1}^T}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$	-1.07 ***	-1.27 ***		-0.43	-0.50	
	(0.28)	(0.34)			(0.37)	(0.43)
$\frac{\beta_{2,0}^D + \beta_{2,1}^D}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$			-0.66 ***	-0.77 ***	-0.51 ***	-0.60 ***
			(0.15)	(0.17)	(0.19)	(0.23)

表8 經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數的影響

註:模型以AIC選定最適落後期為1期,並使用delta method估計長期政府消費乘數的標準差; *、**、***分別代表在 10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

Eq.1:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \overline{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \overline{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{T} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

Eq.2:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

Eq.3 :
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \left(1 - F(z_{i,t}) \right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{B} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1} \right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{B} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \sum_{j=0}^{1} \beta_{2,j}^{D} debt_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

(三) 不同景氣狀態變數設定

Hamilton (2018) 對HP filter提出三點 質疑: (1) HP filter產生之虛假動態關係序 列(spurious dynamic relation series)毫無資 料生成過程基礎的根據; (2) 樣本端點的 估計結果與樣本中間端的結果差異甚大,且 具有虚假動態特性;(3)以統計方法估計

的平滑參數大多遠低於過去實證研究建議 之數值(如季資料通常為1600)。為此, Hamilton(2018)建議使用簡單迴歸式估計 資料的趨勢項,再將實際值扣除趨勢項以取 得循環成分,這不僅達到HP filter的目的, 亦避免HP filter產生的問題。

本文參採上述的替代方法,將實質GDP

變數放入自我迴歸估計式AR(p),並對該變 數的t+h期進行估計,公式如下 $^{\pm 29}$:

$$GDP_{t+2} = \kappa_0 + \kappa_1 GDP_t + \kappa_2 GDP_{t-1} + \eta_{t+2},$$

(5)

即可改寫為 $GDP_t = \kappa_0 + \kappa_1 GDP_{t-2}$ $+\kappa_2 GDP_{t-3} + \eta_t$,並估計產出缺口($\hat{\eta}_t =$ $GDP_{t} - \hat{\kappa}_{0} - \hat{\kappa}_{1}GDP_{t-2} - \hat{\kappa}_{2}GDP_{t-3}$) • Eq.1-3 的重新估計結果如表9所示;明顯地,整體 估計係數偏高,為先前估計結果的2倍左 右,但貿易開放度及政府債務水準對政府消 費乘數的負影響不變,且蕭條期的乘數仍較 繁榮期為高。

經濟結構特徵及景氣循環對政府消費乘數的影響

	Eq.1		_	Eq.2		_Eq.3_	
	繁榮期	蕭條期	繁榮期	蕭條期	繁榮期	蕭條期	
$eta^B_{0,0}^{\text{or }S}$	0.77 ***	1.30 ***	0.72	1.43 ***	0.77 ***	1.49 ***	
	(0.14)	(0.17)	(0.10)	(0.15)	(0.14)	(0.18)	
$eta_{0,1}^{B ext{ or } S}$	0.57 ***	1.19 ***	0.46	1.22 ***	0.56 ***	1.32 ***	
	(0.14)	(0.18)	(0.10)	(0.15)	(0.14)	(0.18)	
$\beta_{1,0}^T$	-0.58 ***	-0.58 ***		-0.10	-0.10		
	(0.13)	(0.13)			(0.16)	(0.16)	
$oldsymbol{eta}_{1,1}^T$	-0.53 ***	-0.53 ***		-0.17	-0.17		
	(0.13)	(0.13)			(0.16)	(0.16)	
$eta^D_{2,0}$			-0.48 ***	-0.48 ***	-0.44 ***	-0.44 ***	
$P_{2,0}$			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)	
$eta^{\scriptscriptstyle D}_{2,1}$			-0.35 ***	-0.35 ***	-0.29 ***	-0.29 ***	
			(0.07)	(0.07)	(0.09)	(0.09)	
$\alpha_1^{B ext{ or } S}$	0.18 ***	0.52 ***	0.17 ***	0.50 ***	0.17 ***	0.50 ***	
	(0.04)	(0.08)	(0.04)	(0.08)	(0.04)	(0.08)	
$\frac{\beta_{0,0}^{B \text{ or } S} + \beta_{0,1}^{B \text{ or } S}}{1 - \alpha_1^{B \text{ or } S}}$	1.64 ***	5.22 ***	1.42 ***	5.32 ***	1.61 ***	5.62 ***	
	(0.30)	(1.01)	(0.22)	(0.92)	(0.29)	(1.01)	
$\frac{\beta_{1,0}^T + \beta_{1,1}^T}{1 - \alpha_1^B \text{ or } S}$	-1.37 ***	-2.34 ***		-0.34	-0.56		
	(0.27)	(0.58)			(0.34)	(0.57)	
$\frac{\beta_{2,0}^{D} + \beta_{2,1}^{D}}{1 - \alpha_{1}^{B \text{ or } S}}$			-1.00 ***	-1.67 ***	-0.89 ***	-1.47 ***	
			(0.15)	(0.34)	(0.19)	(0.37)	

註:模型以AIC選定最適落後期為1期,並使用delta method估計長期政府消費乘數的標準差; *、**、***分別代表在 10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

Eq.1:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \left(1 - F(z_{i,t})\right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widetilde{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{T} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

Eq.2:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \left(1 - F(z_{i,t})\right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{B} \widehat{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

Eq.3:
$$\Delta y_{i,t} = F(z_{i,t}) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{S} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{S} \widehat{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \left(1 - F(z_{i,t})\right) \times \left[\sum_{j=0}^{1} \beta_{0,j}^{B} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \alpha_{1}^{B} \widehat{\Delta y}_{i,t-1}\right] + \sum_{j=0}^{1} \beta_{1,j}^{D} open_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \sum_{j=0}^{1} \beta_{2,j}^{D} debt_{i,t-j} \Delta \hat{u}_{i,t-j}^{g} + \mu_{t} + \Delta \varepsilon_{i,t}.$$

伍、結論與政策意涵

一、結論

全球金融海嘯發生迄今,多數經濟體為 緩解低迷的經濟成長環境,相繼採行寬鬆性 貨幣政策,但經濟成長的復甦力道卻相對緩 慢。與此同時,國際間政經情勢變化快速, 近年來地緣政治衝突不斷,加以貿易爭端事 件層出不窮,導致全球不確定性升高,進而 阻礙經濟成長的復甦。若此時全球經濟體不 幸再次掉入景氣衰退狀態,貨幣當局因受限 低政策利率環境恐缺乏足夠的貨幣政策操作 空間,屆時,擴張性財政政策可能將成為刺 激經濟成長的主要工具。

爰此,本文以1971-2016年期間共47個 經濟體的追蹤資料為樣本,探討經濟結構特 徵及景氣循環對政府消費乘數之影響。在結 構特徵因素方面,本文分別檢視貿易開放度 及政府債務水準對政府消費乘數的當期及長 期影響效果。此外,本文亦參採過去實證研 究,針對不同景氣狀態下的政策效果進行比 較,試圖掌握政府消費衝擊對經濟成長的不 對稱效果。實證結果總結如下:

- 1. 貿易開放度對政府消費乘數為負影響,亦 即貿易開放度愈高,政府消費乘數愈低。 政府債務水準對政府消費乘數同為負影 響,若政府債務水準升高,政府消費乘數 則會降低。
- 2. 在不同景氣狀態下,政府消費衝擊對長期

經濟成長具有不對稱效果,景氣蕭條期的 長期乘數高於繁榮期2倍以上。此估計結 果與Auerbach and Gorodnichenko (2013) 及Fazzari et al. (2015) 等研究結果較為一 致。

- 3. 平均當期政府消費乘數為0.4~0.6, 故政府 消費對當期經濟成長的效果有限;因各經 濟體的結構特徵及景氣狀態不同,長期政 府消費乘數約為0.7~2.5。
- 4. 貿易開放度及政府債務皆偏高之經濟體 (如新加坡、愛爾蘭及比利時)的長期乘 數為0.7~2.1;低貿易開放度及高政府債務 經濟體(如日本、美國、及義大利)的長 期乘數為0.8~2.1。
- 5. 高貿易開放度及低政府債務經濟體(如台 灣、韓國及泰國)的長期乘數為1.0~2.3; 貿易開放度及政府債務皆偏低之經濟體 (如澳洲、紐西蘭及哥倫比亞)的長期乘 數為1.1~2.5。

二、政策意涵

根據本文的研究結果顯示,開放型經濟 體因需求而漏損因素,導致政府消費對經濟 成長的影響效果被弱化,因此,該類型的經 濟體應嘗試搭配其他財政政策措施提升經濟 成長。例如,擴大投入公共建設,完善各種 基礎建設,並透過對民間企業及家庭的移轉 支出,鼓勵企業增加投資、誘發民間消費增 加, 進而帶動經濟成長。

由於過去30年來,國際供應鏈高度整 合,促進全球貿易蓬勃發展,在全球化的影 響之下,各國的貿易開放度逐步上升,這意 味著財政乘數的效果將隨之下滑。若政府期 望透過擴張性財政政策刺激經濟成長,其政 策實施力道須更勝以往,亦即政府消費及投 資金額應提高,方能達到以往同等的政策效 果。

然而,此舉恐影響一國的財政收支平 衡,故政府應密切注意預算平衡及政府債務 累積情況,避免政府債務過高而影響財政乘 數的效果。值得一提的是,財政收支情勢大 多會因景氣循環而有所變動:景氣繁榮(衰 退)時期,政府稅收將隨著個人所得及企業 營業所得上升(下降)而增加(減少),支 出則因社會補助金需求下降(增加)而減少 (上升)。因此,政府應多加善用此特性, 在經濟情勢良好的時期,保持財政預算的平 衡,或是藉此累積財政盈餘,以致經濟而臨 衰退時,政府仍有足夠的財政空間實施擴張 性財政政策。

此外,財政政策的延伸性探討不應僅侷 限於總體經濟面向,對於個體層面的影響 亦值得各方積極研究。本研究雖試圖從結構 特徵及暫時性因素的觀點解釋財政乘數之差 異,但相較近年來常見的DSGE模型,仍缺 少動態傳導的過程,故難以掌握財政政策對 經濟個體的影響,此為本研究的限制之一。 基此,未來相關研究可嘗試從個體經濟的角 度探討財政政策對總體經濟的影響,並考慮 將貨幣政策納入模型,以評估貨幣政策及財 政政策的搭配效果。

附註

- (註1) 因資料之限制,本研究的政府消費僅侷限於一般政府最終消費支出 (general government final consumption expenditure),不包含公共投資及移轉支出等。
- (註2) Baxter and King (1993) 在文中亦嘗試校準政府投資所產生的乘數效果,結果顯示,政府投資在短期內沒有增加 額外的刺激效果,但長期而言,政府投資有助於提升私部門投入要素的邊際產量,故長期財政乘數高達4.0-13.0之 間。
- (註3) 美國政府2009年所提出的財政刺激方案有相當大的部分為政府移轉(government transfer),而此類型的政府 支出在新古典經濟學及新凱因斯經濟學模型中不具刺激效果,因為家計單位的消費函數是受「恆常所得理論」 (permanent income hypothesis, PIH)及「李嘉圖均等定理」影響。
- (註4) Cogan et al. (2010) 假設政府以赤字融通增加財政支出,並預計未來徵收定額稅以償還債務,因此,稅賦制度不會 影響家計單位的勞動供給、存款及投資,造成市場扭曲。
- (註5) 相關文獻包括Eggertson (2010)、DeLong and Summers (2012)、Erceg and Lindé (2014)及Nakamura and Steinsson (2014) 等。
- (註6) 本文初步估計顯示,先進經濟體的政府消費乘數約為2.06,新興及開發中國家的乘數則約為0.76,前者為後者2倍以 上。
- (註7) 依據該文作者的定義,如政府毛債務占GDP高於100%,或政府借款淨額占GDP超過6%,皆可視為公共財政狀況較 差之經濟體。
- (註8) 該文作者亦嘗試以Blanchard and Perotti (2002)的政府支出衝擊作為工具變數,惟估計出的政府支出乘數仍低於1, 惟跨景氣之間的乘數存在顯著性差異;高失業率期間的政府支出乘數為0.7~0.8,低失業率期間的政府支出乘數為 0.3~0.4 °
- (註9) 據Watanabe (2019)的分析,英國政府支出在二戰前係以軍事為導向,且軍事人力需求在戰爭期間經常對私部門就 業產生排擠效應,造成工業生產下滑,進而減弱其對經濟成長的效果。
- (註10) Kirchner et al. (2010)表示,此因素可能係導致歐盟國家的長期政府支出乘數下滑之主因。
- (註11) 以結構式模型為主導的隨機動態一般均衡模型 (DSGE) 則有另一套可估計政府支出乘數的方式,但其模型架構較 為龐雜,故本文不多加敘述。
- (註12) Mountford and Uhlig (2009) 及Ender et al. (2011) 則是依據理論的判定,在VAR模型內使用符號限制其變數的反 應,進而認定政府支出的衝擊。
- (註13) Perotti(1999)、Corsetti et al. (2012)、Karras (2012)及Miyamoto et al. (2018)皆使用相似的方法進行估計。
- (註14) 不同於一般的系統方程式(如SUR模型),本文假設迴歸式之間殘差項的共變異數為零,並採取分開估計的方式, 而該假設為本研究方法的限制之一。
- (註15) 此迴歸式的最適落後期係以AIC選定為1期。
- (註16) 以Blanchard and Perotti (2002)為例,因財政政策存在時間落差,短期內政府無法採行權衡性政策應變,故政府支出 不被當期GDP解釋,此為模型內的短期限制。
- (註17) 大多數國家的財政預算作業係隨著其財政年度的時程逐步編審,一般而言,各年度的財政預算大約是在前一年年底 通過。美國2008~2009年的財政刺激方案為少數在短時間內快速通過編審並執行的案例,但此刺激方案內容大多以 退稅措施為主,與本文所探討的政府消費效果不同。
- (註18) Eichenbaum (2019) 亦指出,政府在經濟危機期間要設計並執行一套合適的權衡性財政政策相當困難。

- (註19) 由於經濟成長率及財政消費變化的分母同為 $GDP_{i,t-1}$, 故式 (1b) 的係數可解讀為政府消費增減所導致的產出變化 $(\frac{\Delta GDP}{\Lambda GC})$ 。如遵循Ramey and Zubairy(2018)的方法,將實質總體變數取自然對數後再進行迴歸分析,其估計之結 果則需經過轉換,方能解讀為財政乘數,詳參Ramey and Zubairy (2018)。
- (註20) 工具變數為落後2~4期之經濟成長率。
- (註21) 過去使用季頻資料的研究為降低財政政策影響同期景氣狀態,採用 t-1 期的景氣指標取代 t 期,惟本文的研究資料 為年頻率,而蕭條期平均而言較短,若以 t-1 期的指標替代當期景氣狀態似乎不符模型設定。舉例而言,若 t-1期被認定為一年短期蕭條,而 t 期已脫離蕭條期,此時若以 t - 1 期替代,t 期則將被視為蕭條期而產生估計上的失 誤。
- (註22) Auerbach and Gorodnichenko (2013) 嘗試的總體替代變數包含產出缺口(GDP取自然對數)、失業率、就業水準值 取自然對數、失業率取一階差分,以及就業水準值取一階差分;由前三者建構的指標可將景氣分為繁榮(boom) 及蕭條期(slumps),而後兩者所建構的指標為經濟增速之情勢,如擴張(expansion)和衰退期(recession)。
- (註23) 此門檻係根據美國聯準會當時所公布的政策門檻值為基準,該文作者亦嘗試以其他門檻值測試,但不影響其研究結
- (註24) 為降低政府消費影響同期景氣狀態的可能性,本文以政府消費為解釋變數對產出缺口進行迴歸,並取出殘差項當作 調整後的景氣狀態變數。
- (註25)臺灣的各級(一般)政府債務資料起始點為1996年,然中央政府債務資料可追溯至1976年。為取得較長的一般政府 債務資料,本文以迴歸插補法填補缺失資料。
- (註26) 由於長期乘數為非線性函數,本研究使用delta method中的一階泰勒展開式(one-step Taylor approximation)推估其 變異數之近似值。
- (註27) 假設政府消費乘數估計式為 $y_t=\alpha_1y_{t-1}+m_0u_t^g+m_1u_{t-1}^g+\varepsilon_t$,其中 y 為經濟成長率; u_t^g 為政府消費衝擊,則各 個時點(j)的經濟成長對政府消費衝擊之反應如下:

$$\begin{split} &\text{At} \quad j=0, \ \frac{\partial y_t}{\partial u_t^g}=m_0 \ ; \\ &\text{At} \quad j=1, \ \frac{\partial y_{t+1}}{\partial u_t^g}=\alpha_0 m_0 + m_1 \ ; \\ &\text{At} \quad j=2, \ \frac{\partial y_{t+2}}{\partial u_t^g}=\alpha_0^2 m_0 + \alpha_0 m_1 \ ; \\ & \cdot \cdot \cdot \cdot \\ &\text{At} \quad j=h, \ \frac{\partial y_{t+h}}{\partial u_t^g}=\alpha_0^h m_0 + \alpha_0^{h-1} m_1 \ \circ \\ &\text{長期乘數為} \ \frac{\sum_{j=0}^h m_j}{1-\sum_{j=1}^h \alpha_j} \ \circ \end{split}$$

- (註28) 此處將各國的貿易開放度及政府債務之近五年(2012-2016)平均代入公式。
- (註29) Hamilton (2018) 建議之季資料設定為 h=8 (向前期2年), p=4 (落後期1年)。

參考文獻

- Anderson, T. W., and C. Hsiao, 1981, "Estimation of Dynamic Models with Error Components." Journal of the American Statistical Association, 76(375), 598-606.
- Arellano, M., and S. Bond, 1991, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations." The Review of Economic Studies, 58(2), 277-297.
- Auerbach, A. J., and Y. Gorodnichenko, 2012, "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy." American Econmic Journal: Economic Policy, 4(2), 1-27.
- -, 2013, "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion." Fiscal Policy after the Financial Crisis, edited by Alberto Alesina and Francesco Giavazzi. Chicago: University of Chiago Press, 63-98.
- —, 2017, "Fiscal Multipliers in Japan." Research in Economics, 71(3), 411-421.
- Barrell, R., D. Holland, and I. Hurst, 2012, "Fiscal Consolidation: Part 2. Fiscal Multipliers and Fiscal Consolidations." OECD Economics Department Working Paper No. 933.
- Barro, R. J., 1981, "Output Effects of Government Purchases." Journal of Political Economy, 89(6), 1086-1121.
- Barro, R. J., and C. J. Redlick, 2011, "Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes." The Quarterly Journal of Economics, 126, 51-102.
- Batini, N., L. Eyraud, L. Forni, and A. Weber, 2014, "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections." IMF Working Papers 11/72, International Monetary Fund.
- Baxter, M., and R. G. King, 1993, "Fiscal Policy in General Equilibrium." American Economic Review, 83(3), 315-334.
- Beetsma, R., M. Giuliodori, and F. Klaassen, 2009, "Temporal Aggregation and SVAR Identification, with an Application to Fiscal Policy." Economics Letters, 105(3), 253-255.
- Blanchard, O., and R. Perotti, 2002, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output." The Quarterly Journal of Economics, 117(4), 1329-1368.
- Born, B., and G. Müller, 2012, "Government Spending Shocks in Quarterly and Annual Time Series." Journal of Money, Credit and Banking, 44(2-3), 507-517.
- Breitung, J., 2000, "The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data." Advances in Econometrics, 15: Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels, edited by Badi H. Baltagi, Amsterdam: JAI Press, 161-178.
- Cavallo, M., 2005, "Government Employment and the Dynamic Effects of Fiscal Policy Shocks." Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2005-16.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum, and S. Rebelo, 2011, "When Is the Government Spending Multiplier Large?" Journal of Political Economy, 119(1), 78-121.
- Cogan J. F., T. Cwik, J. B. Taylor, and V. Wieland, 2010, "New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers." Journal of Economic Dynamics and Control, 34(3), 281-295.
- Corsetti, G., A. Meier, and G. Müller, 2012, "What Determines Government Spending Multipliers?" Economic Policy, 27(72), 521-565.
- DeLong, B. J., and L. H. Summers, 2012, "Fiscal Policy in a Depressed Economy" Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 43(1), 233-297.
- Edelberg, W., M. Eichenbaum, and J. D. M. Fisher, 1999, "Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases." Reivew

- of Economic Dynamics, 2(1), 166-206.
- Eggertsson, G., 2010, "What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates?" NBER Macroeconomics Annual, 25, 59-112.
- Eichenbaum, M., 2019, "Rethinking Fiscal Policy in an Era of Low Interest Rates." *Macroeconomic Review*, Special Feature B, 18(1), 90-99.
- Eichenbaum, M., and J. D. M. Fisher, 2005, "Fiscal Policy in the Aftermath of 9/11." Journal of Money, Credit, and Banking, 37(1), 1-22.
- Enders, Z., G. J. Müller, and A. Scholl, 2011, "How Do Fiscal and Technology Shocks Affect Real Exchange Rate?: New Evidence for the United States." *Journal of International Economics*, 83(1), 53-69.
- Erceg, C. J., and J. Lindé, 2014, "Is There a Free Lunch in a Liquidity Trap?" *Journal of the European Economic Association*, 12(1), 73-107.
- Evans, M. K., 1969, "Reconstruction and Estimation of the Balanced Budget Multiplier." Review of Economics and Statistics, 51(1), 14-25.
- Fazzari, S. M., J. Morley, and I. Panovska, 2015, "State-dependent Effects of Fiscal Policy." Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics, 19(3), 285-315.
- Fisher, J. D. M., 2010, "Using Stock Returns to Identify Government Spending Shocks." Economic Journal, 120(544), 414-436.
- Galí, J., J. D. López-Salido, and J. Vallés, 2007, "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption." Journal of the European Economic Association, 5(1), 227–270.
- Gordan, R. J., and R. Krenn, 2010, "The End of the Great Depression 1939-41: Policy Contributions and Fiscal Multipliers." National Bureau of Economic Research Working Paper 16380.
- Hall, R. E., 2009, "By How Much Does GDP Rise If the Government Buys More Output?" Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 40(2), 183-249.
- Hamilton, J. D., 2018, "Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter." *Review of Economics and Statistics*, 100(5), 831-843.
- Harris, R., and E. Tzavalis, 1999, "Inference for Unit Roots in Dynamic Panels where the Time Dimension is Fixed." *Journal of Econometrics*, 91(2), 201-226.
- Ilzetzki E., E. G. Mendoza, and C. A. Végh, 2013, "How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?" *Journal of Monetary Economics*, 60(2), 239-254.
- Ilzetzki E., 2011, "Fiscal Policy and Debt Dynamics in Developing Countries." Policy Research Working Paper Series 5666, The World Bank.
- Levin, A., C.-F. Lin, and C.-S. J. Chu, 2002, "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties." *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Karras, G., 2012, "Trade Openness and the Effectiveness of Fiscal Policy: Some Empirical Evidence." *International Review of Economics*, 59(3), 303-313.
- Kirchner, M., J. Cimadomo, and S. Hauptmeier, 2010, "Transmission of Government Spending Shocks in the Euro Area: Time Variation and Driving Forces." ECB Working Paper Series 1219.
- Miyamoto, W., T. L. Nguyen, and D. Sergeyev, 2018, "Government Spending Multipliers under the Zero Lower Bound: Evidence from Japan." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 10(3), 247-277.
- Mountfod, A., and H. Uhlig, 2009, "What are the Effects of Fiscal Policy Shocks?" Journal of Applied Econometrics, 24(6), 960-992.
- Nakamura, E., and J. Steinsson, 2014, "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from US Regions." American Economic

Review, 104(3), 753-792.

Owyang, M. T., V. A. Ramey, and S. Zubairy, 2013, "Are Government Spending Multipliers Greater during Periods of Slack? Evidence from Twentieth-Century Historical Data." American Economic Review: Papers & Proceedings, 103(3), 129-134.

Perotti, R., 1999, "Fiscal Policy in Good Times and Bad." The Quarterly Journal of Economics, 114(4), 1399-1436.

Ramey, V. A., and S. Zubairy, 2018, "Government Spending Multipliers in Good Times and Bad: Evidence from US Historical Data." Journal of Political Economy, 126(2), 850-899.

Ramey, V. A., 2011a, "Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing." *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 1-50. -, 2011b, "Can Government Purchases Stimulate the Economy?" Journal of Economic Literature, 49(3), 673-685.

Ramey, V. A., and M. D. Shapiro, 1998, "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending." Carnegie Rochester Conference on Public Policy, 48, 154-194.

Romer, C. D., and J. Bernstein, 2009, "The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan."

https://www.economy.com/mark-zandi/documents/The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan.pdf

Watanabe, S., 2019, "What do British Historical Data Tell us About Government Spending Multipliers?" Economic Inquiry, 57(2), 1141-1162.

附錄-單根檢定

為避免迴歸結果產生偽關係,本文先 以不同單根檢定方法驗證主要變數是否存 在單根。如附表1所示,針對經濟成長(v) 及政府支出(g)變數的部分,不論是Levin et al. (2002), 亦或是Harris and Tsavalis

(1999)和Breitung(2000)等檢定方法皆拒 絕存在單根的虛無假設,亦即該等變數為定 態序列。另外,在經濟結構特徵的部份,貿 易開放度(open)及政府債務水準(debt) 皆為非定態序列,故無法通過單根檢定。

單根檢定 附表1

	Levin-Lin-Chu檢定	Harris-Tsavalis檢定	Breitung檢定	Im-Pesaran-Shin檢定
у	-26.63 ***	-59.64 ***	-13.26 ***	-19.68 ***
g	-33.23 ***	-87.36 ***	-13.30 ***	-23.71 ***
open	-0.33	1.50	0.90	-0.96
debt	0.73	2.40	5.31	-0.59
ug	-24.97 ***	-90.51 ***	-17.74 ***	-26.32 ***

註:1. 以上檢定方法皆事先去除橫斷面的平均值,以減低樣本內各單位之間的相互關係(Levin, Lin, and Chu, 2002)。 註:2.***、**、*分別表示在1%、5%及10%的統計顯著水準下,拒絕虛無假設。

由於並非全部的變數皆為非定態序列, 使迴歸結果產生偽關係的可能性下降,但仍 無法完全排除此疑慮。因此,本研究對迴歸 式的殘差項 (u^g) 進行單根檢定,如虛假迴

歸存在,殘差項應呈現非定態,且無法通過 單根檢定。根據檢定結果發現,迴歸式的殘 差項皆為定態序列,應可排除虛假迴歸的疑 慮。

國內經濟金融情勢(民國110年第1季)

總體經濟

膏、國內經濟情勢

一、國內景氣續穩健成長

因新興科技應用與傳產貨品需求續強, 且連續假期帶動消費,貿易、生產、銷售及 金融面指標持續擴增,110年4月國發會景氣 對策信號綜合判斷分數為41分,較上月增加 1分,燈號續呈紅燈(圖1);領先指標雖轉呈 微幅下跌,但同時指標持續上升,顯示國內 經濟仍穩健成長。

5月中旬以來,國內肺炎疫情轉趨嚴 峻,防疫管制措施升級,衝擊服務業營運, 惟疫情未造成大規模停工,對製造業生產與 投資影響有限,台經院製造業營業氣候測驗 點由4月之106.52點降至5月之105.24點,服 務業營業氣候點則由100.49點降至98.25點 (圖2)。

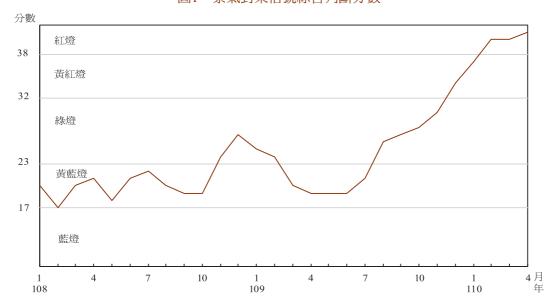


圖1 景氣對策信號綜合判斷分數

資料來源:國家發展委員會

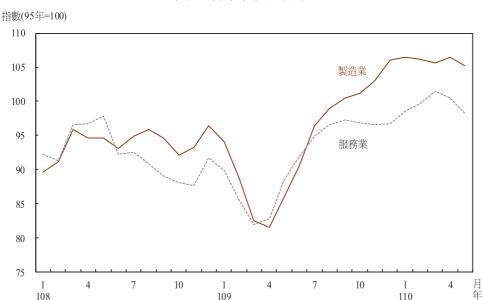


圖2 營業氣候測驗點

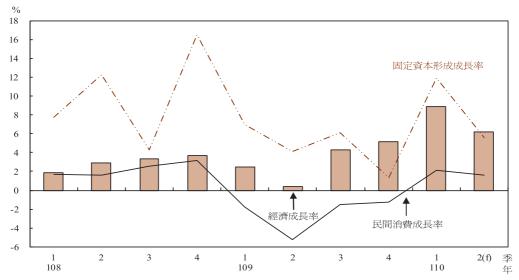
二、本年第1季經濟成長率續升,預期 第2季略緩

資料來源:台灣經濟研究院

本年第1季,隨全球景氣回溫,科技及 傳產貨品需求強勁,台灣出口成長優於預 期,以及民間投資成長大幅擴增,加以民間 消費轉呈成長,經濟成長率續升至8.92%(圖 3、表1),係99年第4季以來最高。

展望第2季,全球景氣持續復甦,科技 及傳產貨品需求仍殷,台灣出口續大幅成 長;半導體相關供應鏈持續發展高階製程, 資本設備進口擴增,民間投資可望穩健成 長;惟5月中旬起,國內疫情升溫,民眾減 少外出消費及旅遊,抑制民間消費成長。本 行預期第2季經濟成長率略降至6.21%。

圖3 經濟成長率、投資與民間消費成長率



註:f為預測數(中央銀行)

資料來源:行政院主計總處、中央銀行

表1 各項需求實質成長率

單位:%,百分點

								平 应•	
項目	經濟	民間消費	政府消費	固定資本	形成			輸出	輸入
年/季	成長率	区间伯复	以別相負		民間	公營事業	政府	押门口口	押八
108	2.96	2.26	0.67	10.17	11.00	1.75	8.35	1.31	1.09
109 r	3.12	-2.42	2.51	4.52	2.78	28.14	6.79	1.58	-3.25
110 f	5.08	2.10	2.98	7.46	8.80	6.61	-0.52	15.50	16.34
109/1	2.51	-1.74	3.20	6.95	5.62	20.42	14.73	-2.09	-3.78
2	0.35	-5.21	-0.89	4.11	1.56	46.22	5.27	-3.44	-5.35
3	4.26	-1.55	3.52	6.12	4.63	31.78	8.28	3.33	-3.55
4 r	5.15	-1.25	4.01	1.33	-0.69	18.95	2.71	7.63	-0.62
110/1 p	8.92	2.11	4.28	11.92	13.70	28.89	-8.63	21.31	15.54
2 f	6.21	1.56	3.36	5.63	7.99	-9.45	-1.75	21.43	18.04
110年第1季 貢獻百分點 p	8.92	1.04	0.57	2.85	2.81	0.25	-0.21	12.12	7.04

註:r為修正數,p為初步統計數,f為預測數(中央銀行)

資料來源:行政院主計總處、中央銀行

三、本年第1季民間消費恢復成長;惟 5月疫情轉趨嚴峻,預期第2季成 長減緩

本年第1季,各國持續邊境管制,國人 在國外消費支出續衰退86.7%,拉低民間消 費成長率逾2個百分點;惟國內景氣升溫, 消費信心增強,零售業及餐飲業營業額分別 續成長9.2%、7.4%, 益以股市交易活絡, 民

間消費成長2.11%(圖4、表1)。

5月國內疫情升溫,股市下挫、消費者 信心下滑,加以防疫管制措施升級,嚴重衝 擊旅宿、餐飲等內需服務產業,民間消費動 能降溫。由於上年基期偏低,4至5月零售業 及餐飲業營業額仍分別年增10.2%、5.4%, 本行預測第2季民間消費成長率降至1.56%。

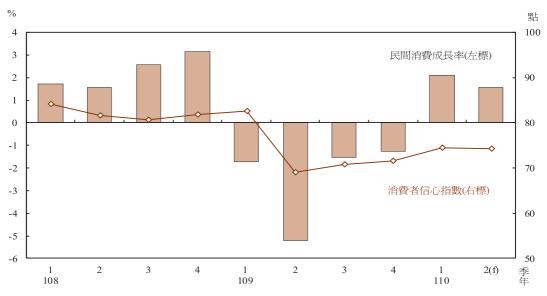


圖4 消費者信心指數與民間消費成長率

註:f為預測數(中央銀行);110年第2季消費者信心指數係4至6月平均值 資料來源:中央大學台灣經濟發展研究中心、行政院主計總處、中央銀行

四、本年第1季民間投資成長優於預 期,預期第2季續穩健成長

本年第1季,半導體設備購置擴增,加 以廠商擴廠投資,以新台幣計價之資本設備 進口成長18.3%,帶動民間機器設備投資年 增18.9%,加以營業用車及航空業者飛機購

置增加,民間運輸工具投資成長23.6%,以 及民間營建工程投資續成長15.9%,民間投 資成長率升至13.70%(圖5、表1)。

4至5月,國內半導體業者持續擴充產 能及提升製程,新台幣計價之資本設備進 口年增29.5%(圖5),加以其他產業廠商亦積 極擴充機械設備及擴廠,同期間國內製造業投資財生產指數年增12.8%,民間投資穩

健成長,本行預測第2季民間投資成長率為 799%。

% 60 50 40 資本設備進口(海關)年增率 30 20 10 民間投資年增率 0 -10 2 3 4 1 2 3 2(f)

圖5 民間投資與資本設備進口年增率

註: f為預測數(中央銀行);110年第2季資本設備進口年增率係4至5月平均值 資料來源:財政部、行政院主計總處、中央銀行

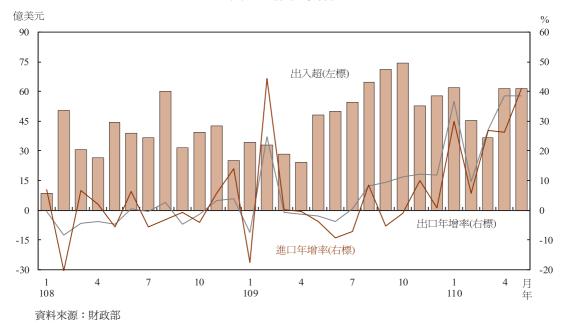
五、本年第1季出口成長優於預期,預 期第2季續大幅成長

本年第1季,全球景氣復甦,新興科技應用及遠距商機需求強勁,光學器材、資通及積體電路等產品出口大增,加以塑化、機械及基本金屬等傳產貨品出口因全球需求回升及國際原物料行情走高亦大幅成長,致出口(以美元計價)成長率續升至24.6%,係99年第1季以來新高。進口則因出口引申需

求增加,以及國際原物料價格上揚,年增 21.1%(圖6)。商品及服務併計之輸出、輸入 成長率分別為21.31%、15.54%。

4至5月,全球經濟加速復甦,終端需求 升溫,科技及傳產貨品需求齊揚,出口年增 38.5%;進口則因出口引申需求增加、資本 設備採購擴增,以及國際原物料行情走揚, 亦成長33.5%。本行預測第2季輸出及輸入成 長率分別升為21.43%、18.04%(表1)。

進出口貿易 圖6

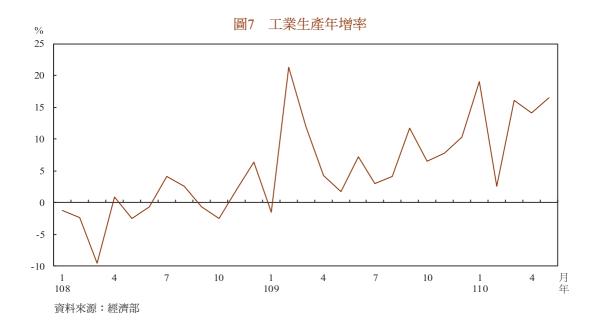


六、工業生產續成長

本年第1季,由於遠端商機及新興科技 應用需求續強,液晶面板及其組件業及積體 電路業增產,加以全球景氣好轉,終端需求 回溫,原物料行情上揚,機械設備、化學原 材料及基本金屬等傳統產業生產擴增,以及 汽車及其零件業因新車熱銷而增產,帶動工 業生產年增12.71%,連續7季成長,且係100

年第2季以來新高。

4月以來,工業生產續大幅成長、至5月 年增16.51%(圖7)。其中,權重最大之製造業 (92.0%)增產17.28%;四大業別均成長,增 幅以金屬機電工業之27.66%最大,主因鋼市 需求強勁,加以半導體、5G產業設備需求續 強; 化學工業、民生工業及資訊電子工業亦 分別增產17.17%、15.14%及14.12%。



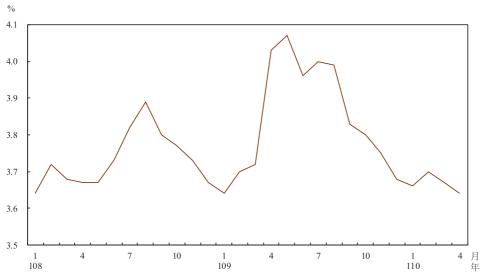
七、失業率續降,薪資溫和成長

本年以來,隨國內經濟穩健復甦,失業 率續降,至4月為3.64%(圖8),係105年以來 同月最低;就業人數緩增至1,152.4萬人,年 增0.50%。惟5月國內疫情轉趨嚴峻,減班休 息情況趨於惡化,至6月24日企業家數為987 家、人數為10,229人,以住宿及餐飲業、批

發零售業、運輸及倉儲業為主。

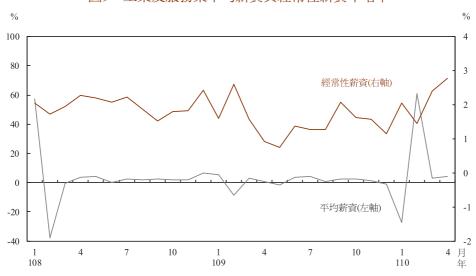
本年4月工業及服務業受僱員工平均薪 資年增4.27%,其中經常性薪資年增率為 2.77%(圖9),係89年以來同月最高。1至4月 平均全體受僱員工薪資年增2.69%,其中經 常性薪資年增率為2.16%,係近3年同期最 高。

圖8 失業率



資料來源:行政院主計總處

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漲幅擴大,惟1至5月平均漲幅 仍屬溫和

受春節落點因素影響,本年1、2月CPI 年增率波動較大;3月起,由於國際原油等 原物料行情上揚,且上年同期疫情衝擊,比 較基期較低,國內油料費大漲,加以機位供

不應求,機票價格大幅上揚, CPI年增率走 升至5月的2.48%,係102年3月以來新高;核 心CPI年增率則為1.58%(圖10)。

1至5月平均CPI年增率為1.39%,主因油 料費、機票、房租及蔬菜等價格上漲(表2); 核心CPI年增率則為1.13%,漲幅均屬溫和。

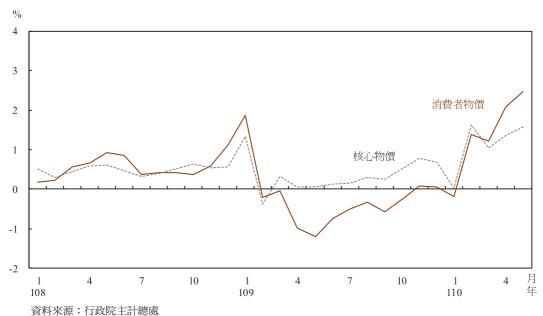


圖10 消費者物價與核心物價年增率

項目	權數	年變動率	對CPI年增率之影響
以	(千分比)	(%)	(百分點)
CPI	1000	1.39	1.39
油料費	27	15.82	0.35
運輸費	27	12.11	0.33
房租	143	0.86	0.12
蔬菜	14	8.32	0.11
成衣	37	2.88	0.10
肉類	22	2.51	0.06
外食費	99	0.60	0.06
娛樂服務	58	1.09	0.06
香菸及檳榔	20	2.50	0.05
合計			1.24
水果	20	-4.10	-0.09
通訊設備	5	-7.97	-0.04
合計			-0.13

表2 影響110年1至5月CPI年增率主要項目

資料來源:行政院主計總處

其他

貳、經濟展望

本年第1季內外需穩健擴增,帶動經濟 成長增速;惟5月中旬起,國內肺炎疫情蔓 延,抑制民間消費成長,預期第2季經濟成 長略緩。展望下半年,科技產品及傳產貨品 需求仍殷,支撐台灣出口成長;內需方面, 機器設備投資以及5G、綠能與營建工程投資

續增,預期民間投資穩健成長,加以政府追 加紓困特別預算,擴大財政支出,均有助經 濟成長。惟比較基期較高,本行預測下半年 經濟成長將低於上半年,全年經濟成長率預 測值為5.08%(表3);國內外預測機構預測值 之平均數為5.31%。

0.28

表3 國內外預測機構預測110年經濟成長率

單位:%

								中四•//
預測機構 項 目	中央銀行	主計總處	中經院	台經院	IHS Markit	EIU	國泰台大	平均值
發布日期	110.6.17	110.6.4	110.4.21	110.4.23	110.6.15	110.6.18	110.6.23	
實質國內生產毛額	5.08	5.46	4.80	5.03	5.83	6.00	5.00	5.31
實質民間消費支出	2.10	2.75	5.08	4.35	2.26	2.20		3.12
實質政府消費支出	2.98	2.97	2.07	2.07	3.16	2.50		2.63
實質固定投資	7.46	7.71	3.92	4.43	7.14	14.30		7.49
實質民間投資	8.80	9.10	4.38	5.02				6.83
實質政府投資	-0.52	-0.53	1.01	1.01				0.24
實質輸出	15.50	15.44	6.13	5.64	15.90	16.90		12.59
實質輸入	16.34	16.25	6.22	4.87	14.71	19.30		12.95

資料來源:各預測機構

國際收支

壹、概況

本(110)年第1季我國經常帳順差 百萬美元,央行準備資產增加10,542百萬美 25,961百萬美元,金融帳淨資產增加15,931 元(表1及圖1)。

表1 國際收支

110年第1季暨109年第1季

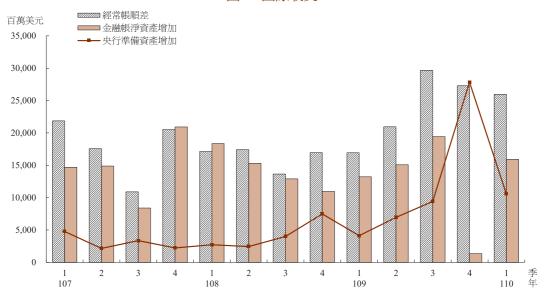
單位: 百萬美元

	(1) 110年 第1季	(2) 109年 第1季	(1)-(2)
A.經常帳	25,961	16,929	9,032
商品貿易淨額	18,750	12,425	6,325
商品:收入(出口)	97,597	74,853	22,744
商品:支出(進口)	78,847	62,428	16,419
服務收支淨額	2,825	-604	3,429
服務:收入(輸出)	11,960	11,009	951
服務:支出(輸入)	9,135	11,613	-2,478
初次所得收支淨額	4,994	5,957	-963
初次所得: 收入	7,746	9,178	-1,432
初次所得:支出	2,752	3,221	-469
二次所得收支淨額	-608	-849	241
二次所得: 收入	2,170	2,105	65
二次所得:支出	2,778	2,954	-176
B.資本帳	-4	6	-10
C.金融帳	15,931	13,215	2,716
直接投資:資產	3,475	2,735	740
股權和投資基金	2,057	2,634	-577
債務工具	1,418	101	1,317
直接投資:負債	2,379	1,361	1,018
股權和投資基金	732	1,678	-946
債務工具	1,647	-317	1,964
證券投資:資產	23,255	5,671	17,584
股權和投資基金	8,822	-2,959	11,781
債務證券	14,433	8,630	5,803
證券投資:負債	-12,489	-16,382	3,893
股權和投資基金	-12,802	-16,326	3,524
債務證券	313	-56	369
衍生金融商品:資產	-6,184	-6,106	-78
衍生金融商品:負債	-5,962	-7,210	1,248
其他投資:資產	-1,057	10,886	-11,943
其他投資:負債	19,630	22,202	-2,572
經常帳+資本帳-金融帳	10,026	3,720	6,306
D.誤差與遺漏淨額	516	408	108
E.準備與相關項目	10,542	4,128	6,414

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。







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「予以調整」計算,本季出口97,597百 萬美元,較上(109)年同季增加22,744百萬 美元或30.4%; 進口78.847百萬美元, 較上 年同季增加16,419百萬美元或26.3%。由於 出口增額大於進口增額,商品貿易順差增為 18.750百萬美元,較上年同季增加6.325百萬 美元或50.9%。

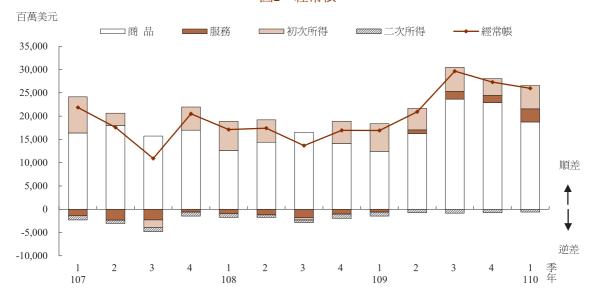
服務方面,本季服務貿易由上年同季逆 差604百萬美元轉為順差2,825百萬美元,主 要係貨運收支順差增加及旅行收支逆差縮 110

初次所得方面,本季初次所得順差4.994 百萬美元,較上年同季減少963百萬美元或 16.2%,主要係銀行國外利息所得減少。

二次所得方面,本季淨支出608百萬美 元,較上年同季減少241百萬美元或28.4%, 主要係工作者匯款及贍家匯出款減少。

本季與上年同季比較,雖然初次所得順 差減少,惟因商品貿易順差增加、服務貿易 由逆差轉為順差,加上二次所得逆差減少, 致經常帳順差增為25,961百萬美元,計增加 9,032百萬美元(圖2)。

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。



二、資本帳

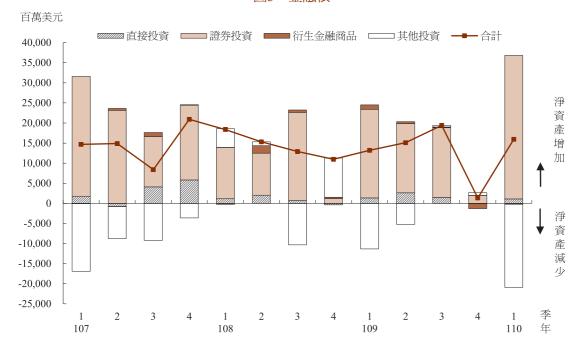
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與 及債務之免除)與非生產性、非金融性資 產交易(如商標、經銷權、網域名稱之買賣 斷)。本季資本帳逆差4百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加15,931百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加1,096百萬美元,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3,475百萬美元及2,379百萬美元。證券投資淨資產增加35,744百萬美元,其中,居民投資國外證券淨增加23,255百萬美元,主要係銀行部門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12,489百萬美元,主要係外資減持台股。衍生金融商品淨資產減少222百萬美元,主要係其他金融機構收到衍生金融商品處分利益,資產減少。其他投資淨資產減少20,687百萬美元,主要係銀行部門自國外聯行及同業引入資金。

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97,597百萬美元,較上年同季增加22,744百萬美元或30.4%,商品進口78,847百萬美元,較上年同季增加16,419百萬美元或26.3%。商品貿易順差增為18,750百萬美元,較上年同季增加6,325百萬美元或50.9%,一般商品貿易順差及商仲貿易商品淨出口均較上年同季擴增。

以下根據海關出進口貿易統計,就主要 貿易貨品及地區進一步分析出、進口概況。

就主要貿易貨品而言,本季出口較上年 同季增加24.6%,主要係受惠5G等新興科技 應用與遠距商機需求,電子零組件及資通與 視聽產品出口增額較大,加上傳產貨品買氣 升溫。進口方面,本季進口較上年同季成長 21.1%,主要係出口衍生需求增加及國際原 物料行情回升。

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 季增加11,023百萬美元或35.6%,增額最多; 其次為東協,增加2,912百萬美元。進口方 面,自中國大陸進口增加4,838百萬美元, 增額最多;其次為歐洲,增加2,256百萬美 元;惟自中東進口則減少953百萬美元。就 主要出口市場比重而言,仍以中國大陸所占 比重42.9%為首,其次依序為東協、美國及 歐洲,比重分別為16.4%、14.0%及8.3%。 主要進口來源以中國大陸比重22.1%最高, 其次依序為日本、東協及歐洲,比重分別為 15.7%、12.5%及12.5%。

二、服務

本季服務收入11,960百萬美元,較上年

同季增加951百萬美元;服務支出9,135百萬 美元,較上年同季減少2,478百萬美元。由於 收入增加、支出減少,服務貿易由上年同季 逆差604百萬美元轉為順差2,825百萬美元。 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

	1	10年第1季	Ē	1	09年第1季	Ē	增減	比較
	(1)	(2)	(1)-(2)	(3)	(4)	(3)-(4)	(5)	(6)
	收入	支出	淨額	收入	支出	淨額	收入	支出
服務	11,960	9,135	2,825	11,009	11,613	-604	951	-2,478
一、加工服務	994	395	599	848	342	506	146	53
二、維修服務	186	180	6	411	233	178	-225	-53
三、運輸	3,833	2,216	1,617	2,394	2,754	-360	1,439	-538
(一)客運	30	42	-12	434	320	114	-404	-278
(二)貨運	3,701	947	2,754	1,853	1,268	585	1,848	-321
(三)其他	102	1,227	-1,125	107	1,166	-1,059	-5	61
四、旅行	210	368	-158	1,435	2,254	-819	-1,225	-1,886
五、其他服務	6,737	5,976	761	5,921	6,030	-109	816	-54
(一)營建	215	560	-345	134	406	-272	81	154
(二)保險及退休金服務	124	340	-216	91	276	-185	33	64
(三)金融服務*	882	322	560	856	501	355	26	-179
(四)智慧財產權使用費	564	891	-327	401	818	-417	163	73
(五)電信、電腦及資訊服務	1,491	912	579	1,109	1,048	61	382	-136
(六)其他事務服務	3,334	2,802	532	3,184	2,781	403	150	21
(七)個人、文化與休閒服務	71	32	39	81	40	41	-10	-8
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	56	117	-61	65	160	-95	-9	-43

^{*}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994百萬美元,較上年同季增加146百萬美元,主要係接受非居民委託境內加工之加工費收入增加;加工支出395百萬美

元,較上年同季增加53百萬美元,主要係委 外加工貿易廠商支付國外加工費增加。由於 收入增額大於支出增額,加工服務貿易順差 增加為599百萬美元,較上年同季增加93百 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186百萬 美元,較上年同季減少225百萬美元;維修 支出180百萬美元,較上年同季減少53百萬 美元。由於收入減額大於支出減額,維修服 務貿易順差縮減為6百萬美元,較上年同季 減少172百萬美元。

(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3,833百萬美元,較上年同季增加1,439 百萬美元,主要係國籍運輸業者國際線貨運 收入增加。運輸支出2,216百萬美元,較上 年同季減少538百萬美元,主要係支付外輪 進口貨運費用減少。本季客運收入及支出仍 受肺炎疫情致跨境旅行急凍而減少,惟貨運 收入增加、支出減少,運輸服務貿易由上年 同季逆差360百萬美元轉呈順差1,617百萬美 元,順差金額為歷年單季最高。

(四) 旅行

受肺炎疫情影響,本季來台旅客及國人 出國之人次及平均每人每日消費金額均較上 年同季大幅減少,致旅行收入及支出分別減 為210百萬美元及368百萬美元,減額分別為 1,225百萬美元及1,886百萬美元。由於收入減 額小於支出減額,旅行收支逆差縮減為158百 萬美元,較上年同季減少661百萬美元。

(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6,737百萬美元,較上年同季增 加816百萬美元,主要係電腦及資訊服務收 入增加;其他服務支出5.976百萬美元,較上 年同季減少54百萬美元,主要係金融服務、 電腦及資訊服務支出減少。由於收入增加、 支出減少,其他服務貿易由上年同季逆差 109百萬美元轉為順差761百萬美元。

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7,746百萬 美元,較上年同季減少1,432百萬美元,主要 係銀行國外利息所得減少;支出2.752百萬美 元,較上年同季減少469百萬美元,主要係 銀行支付國外利息減少。由於收入減額大於 支出減額,初次所得收支順差減少為4,994百 萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入2.170百萬美元,較上 年同季增加65百萬美元;支出2,778百萬美 元,較上年同季減少176百萬美元,主要係 工作者匯款及贍家匯出款減少。由於收入增 加、支出減少,本季二次所得逆差由上年同 季的849百萬美元減為608百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位:百萬美元

		110年第1季			109年第1季		增減比較		
	(1)	(2)	(1)-(2)	(3)	(4)	(3)-(4)	(5)	(6)	
	收入	支出	淨額	收入	支出	淨額	收入	支出	
初次所得	7,746	2,752	4,994	9,178	3,221	5,957	-1,432	-469	
一、薪資所得	343	174	169	360	186	174	-17	-12	
二、投資所得	7,371	2,526	4,845	8,774	2,949	5,825	-1,403	-423	
(一)直接投資	2,204	898	1,306	2,501	613	1,888	-297	285	
(二)證券投資	1,169	1,356	-187	894	1,276	-382	275	80	
(三)其他投資	3,998	272	3,726	5,379	1,060	4,319	-1,381	-788	
三、其他初次所得	32	52	-20	44	86	-42	-12	-34	
二次所得	2,170	2,778	-608	2,105	2,954	-849	65	-176	

參、金融帳

表4 金融帳

單位:百萬美元

	1	10年第1季	Ē	1	109年第1季	Ē	增減比較		
	(1)	(2)	(1)-(2)	(3)	(4)	(3)-(4)	(1)-(3)	(2)-(4)	
	資產	負債	淨資產	資產	負債	淨資產	資產	負債	
一、直接投資	3,475	2,379	1,096	2,735	1,361	1,374	740	1,018	
二、證券投資	23,255	-12,489	35,744	5,671	-16,382	22,053	17,584	3,893	
(一)股權和投資基金	8,822	-12,802	21,624	-2,959	-16,326	13,367	11,781	3,524	
(二)債權證券	14,433	313	14,120	8,630	-56	8,686	5,803	369	
三、衍生金融商品	-6,184	-5,962	-222	-6,106	-7,210	1,104	-78	1,248	
四、其他投資	-1,057	19,630	-20,687	10,886	22,202	-11,316	-11,943	-2,572	
(一)其他股本	9	0	9	0	0	0	9	0	
(二)債務工具	-1,066	19,630	-20,696	10,886	22,202	-11,316	-11,952	-2,572	
1.現金與存款	-3,862	5,704	-9,566	4,336	-3,721	8,057	-8,198	9,425	
2.貸款/借款	-2,362	14,027	-16,389	2,273	17,299	-15,026	-4,635	-3,272	
3.貿易信用及預付/收款	1,283	-802	2,085	-3,403	3,538	-6,941	4,686	-4,340	
4.其他應收/付款	3,875	701	3,174	7,680	5,086	2,594	-3,805	-4,385	
合 計	19,489	3,558	15,931	13,186	-29	13,215	6,303	3,587	

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1.096百萬美 元。其中,對外直接投資淨增加3.475百萬美 元,投資行業則以金融保險業、電子零組件 製造業與批發及零售業為主; 非居民來台直 接投資淨增加2,379百萬美元,主要投資行業 為批發及零售業、金融保險業與專業、科學 及技術服務業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加35.744百萬美 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23,255百 萬美元;其中股權和投資基金淨增加8,822 百萬美元,主要係保險公司增持國外股權證 券;債務證券淨增加14,433百萬美元,主要 係銀行部門及保險公司投資國外債券增加。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨減少12.489 百萬美元。其中股權及投資基金淨減少 12,802百萬美元,主要係外資減持台股;債 務證券投資淨增加313百萬美元,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減少222百萬 美元。其中,資產淨減少6,184百萬美元,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5.962百萬美元,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20.687百萬美元,主 要係銀行部門自國外聯行及同業引入資金。

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10.542百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本 (110) 年第1季受農曆春節季節因 素,以及外資淨匯入較上年同期增加影響, M2年增率大抵呈上升趨勢,自上(109)年12 月的8.45%上升至本年3月的8.91%;4月受 放款與投資成長減緩影響,M2年增率略為 下降;5月受外資淨匯入及放款與投資年增 率上升影響,M2年增率走升(表1),1至5月 M2平均年增率為8.98%, 高於本行的M2成 長參考區間。

考量全球經濟增溫,惟5月中旬國內疫 情升溫,不確定性升高,在預期本年通膨仍 屬溫和下,本年6月本行理事會決議政策利 率維持不變,重貼現率、擔保放款融通利率 及短期融通利率分別維持為1.125%、1.5%及 3.375%,並賡續寬鬆貨幣政策。

在存放款利率方面,本年1月以來,主 要銀行存款利率持穩,五大銀行一年期存款 固定利率持穩於0.769%,與上年第4季底相 同,至第2季底維持不變;至於五大銀行平 均基準放款利率,因華銀微降基準放款利 率,致五大銀行平均基準放款利率由上年第 4季底之2.442%降至本年第1季底之2.441%, 至第2季底維持不變。另在五大銀行新承做 放款加權平均利率方面,由上年第4季平均 之1.259%降至本年第1季平均之1.208%,加 以部分銀行於4月承做利率較高的土、建融 週轉金貸款案,致加權平均利率先升後降, 至5月為1.269%,較第1季上升0.061個百分 點。

表1 重要金融指標年增率

單位:%

	貨幣約	息計數		全體貨幣	全體貨幣機構	全體貨幣機構對
年 / 月	M1B	M2	準備貨幣	機構存款	放款與投資	民間部門債權
107	5.32	3.52	5.61	2.62	5.39	5.33
108	7.15	3.46	6.42	4.38	4.96	5.66
109	10.34	5.84	8.59	9.17	6.79	8.09
109/ 5	7.81	4.18	6.75	4.53	5.72	7.29
6	9.90	5.42	8.02	4.74	6.98	7.84
7	10.30	5.89	8.26	6.17	7.19	8.41
8	10.96	6.69	9.00	6.66	7.24	8.49
9	12.10	7.15	9.65	6.77	6.71	8.06
10	12.85	7.05	9.81	6.62	6.75	8.16
11	14.30	7.60	10.51	7.31	6.76	8.03
12	16.17	8.45	11.34	9.17	6.79	8.09
110/ 1	17.81	8.84	9.02	8.37	6.87	8.52
2	18.57	9.12	13.73	8.67	6.61	7.89
3	18.23	8.91	11.40	8.25	7.14	8.28
4	17.73	8.83	12.32	8.82	7.00	8.15
5	17.74	9.21	13.33	9.20	7.51	8.85

註:M1B、M2與準備貨幣年增率係日平均資料;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、準備貨幣年增率大抵上升

受國內景氣持續復甦,以及活期性存款 增加,致準備金需求上升影響,本年第1季 日平均準備貨幣年增率為11.38%,高於上季 之10.56%。其中,1月因上年農曆春節落在1 月,比較基期較高,致準備貨幣年增率下降 為9.02%;2月適逢農曆春節,資金需求增加, 準備貨幣年增率上升為13.73%,1至2月平均 準備貨幣年增率為11.38%;3月因外資呈淨匯 出,加以活期性存款成長率減緩,準備金需 求下降,致準備貨幣年增率下降為11.40%; 4月因外資轉呈淨匯入,準備貨幣年增率升 為12.32%;5月因放款與投資成長率上升, 準備金需求提高,致準備貨幣年增率再升至 13.33%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析,本年第1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,以及本行定存單淨發行增加等 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 款等寬鬆因素影響,日平均準備貨幣水準值較 上季增加。至於4月及5月,日平均準備貨幣水 進信呈先降後升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、M2年增率大抵走升

本年第1季受農曆春節季節因素,以及 外資淨匯入較上年同期增加影響,M2年增 率大抵呈上升趨勢,自上年12月的8.45%上 升至本年3月的8.91%,第1季M2平均年增 率為8.96%。4月受放款與投資成長減緩影

響,M2年增率略為下降至8.83%;5月受外 資淨匯入,以及放款與投資年增率上升影 響,M2年增率走升至9.21%。由於金融體系 流動性充裕,累計1至5月M2平均年增率為 8.98%, 高於本行的M2成長參考區間。

M2與貨幣成長參考區 圖2



肆、存款年增率先降後升

本年第1季底,全體貨幣機構存款年增率 由上季底之9.17%降為8.25%,主要受資金淨 匯出影響所致。4月因外資淨匯入,致月底存 款年增率上升至8.82%,至5月因放款與投資 成長上升,加以外資續呈淨匯入,月底存款 年增率續升至9.20%(圖3)。

就各類存款觀察,活期性存款方面, 本年第1季底年增率由上季底的17.67%上升 至18.44%,主要因農曆春節渦後涌貨回籠較 多,加以股價指數持續上揚,證券劃撥存款 餘額仍高,致活期儲蓄存款年增率上升。4 月因若干銀行推行大額活存優惠利率專案, 吸收企業活期性資金,以及若干基金專戶投 資款匯入活期存款帳戶預備投資,活期存款 年增率上升,致該月底活期性存款年增率續 升至18.90%;5月則因國內疫情轉趨嚴峻, 加以台股震盪,致活期儲蓄存款成長率較上 月大幅減少,月底活期性存款年增率降為 18 19% •

定期性存款方面1,本年第1季底定期性 存款年增率由上季底之4.01%下降為2.22%, 主要係第1季若干廠商支付大筆海外貨款,加

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。

以若干退休基金將資金匯往海外進行投資, 外匯存款年增率下降,致定期性存款年增率 下降。4月因若干企業貨款收入存入,定期 存款增加,致月底定期性存款年增率上升至 2.42%,至5月,因若干廠商大額貨款收入 由國外匯回,加以部分銀行實施外匯存款優 利專案吸收資金,外匯存款年增率上升;另 因國外投資機構由國外匯入資金預計投入股 市,致外國人新台幣存款年增率亦攀升,使 整體定期性存款年增率上升至3.24%。

政府存款方面,受上年同期5G許可費收 入增加,基期較高,致本年第1季底政府存款 年增率由上季底的4.84%下降為-0.80%,4月 則因政府債券發行較上年同期增加,反轉升 至7.76%,5月適逢房屋稅繳納期間,加以本 年開徵件數較上年增加,致政府存款年增率 續升為12.04%。

至於比重方面,仍以定期性存款占總存 款比重最高,惟由上年第4季底之56.70%下降 為本年第1季底之56.01%;活期性存款占比居 次,由40.51%上升至41.30%;政府存款比重 由2.79%略降為2.69%。至5月底,定期性、活 期性及政府存款比重分別為55.78%、41.39% 及2.83%。

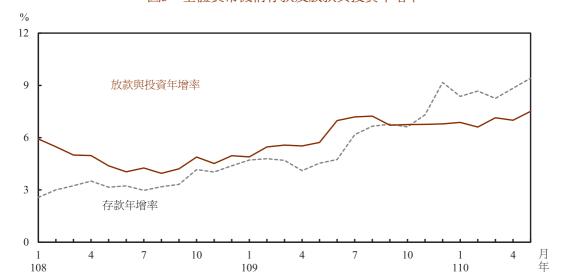


圖3 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率

伍、放款與投資穩定成長

本年第1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8.810億 元。就性質別觀察,放款增加5.390億元,投 資增加3,420億元;放款與投資年增率由上季 底之6.79%升至7.14%,主要因第1季底銀行 對政府及民間部門債權成長上升;4月底, 由於銀行對民間部門債權成長下降,加以對 公營事業債權衰退擴大,放款與投資年增率 降至7.00%,5月底,銀行對民間部門債權成 長上升,放款與投資年增率回升至7.51%(圖 3)。若包括人壽保險公司放款與投資,並加 計全體貨幣機構轉列之催收款及轉銷呆帳金 額,則第1季底調整後全體金融機構放款與 投資年增率由上季底之6.66%下降至6.50%, 主因壽險業對政府債券投資較上年同期減 少;4月底,年增率略升至6.53%,主因壽險 業對民營股票及股權投資以及對政府債券投 資增加;5月底,年增率續升至6.91%。

就放款與投資之對象別觀察,第1季底 全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季 底之8.09%上升至8.28%,主因銀行對民營 股票及股權投資、民營公司債及受益憑證投 資成長走升,致對民間部門投資成長上升; 對政府債權年增率由上季底之0.79%上升至 2.79%,主因國庫署借款增加,致對政府放 款成長上升; 加以上年同期銀行減持較多公 倩,基期較低,致對政府投資衰退縮小; 對公營事業債權年增率由0.58%轉呈負成長 2.12%,主因銀行對公營事業投資成長下 降。

比重方面,第1季底以對民間部門債權 比重最高,由上季底之83.26%降至83.03%, 5月底回升至83.35%;對政府債權比重次 之,由上季底之13.77%升至14.05%,5月底 降至13.81%;對公營事業債權比重由上季底 之2.98%續降至2.92%,5月底續降至2.84%。

在全體銀行2對民營企業放款行業別方 面,第1季底對民營企業放款餘額較上季底 增加2.188億元。行業別方面,全體銀行對製 造業放款增加873億元,其中,以對電腦、 電子產品及光學製品製造業放款增加385億 元最多,主因科技創新效應及遠距商機持 續,消費性電子出口廠商資金需求增加;對 服務業3放款增加1,080億元,以對不動產業 放款增加539億元最多,主因不動產開發、 經營及相關服務業之資金需求續升。5月底 全體銀行對民營企業放款餘額較第1季底增 加1.849億元,其中,對製造業放款增加131 億元,對服務業放款增加1,545億元。

就各業別比重而言,第1季底對服務業

² 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

³ 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。

放款比重最高,自上季底之53.54%下降至 53.48%;對製造業放款比重則自上季底之 41.55%下降至41.50%; 對營建工程業放款比 重則自上季底之2.69%上升至2.71%。5月底

對服務業放款比重回升至53.90%;對製造業 放款比重續降至41 03%;對營建工程放款比 重則略升至2.72%。

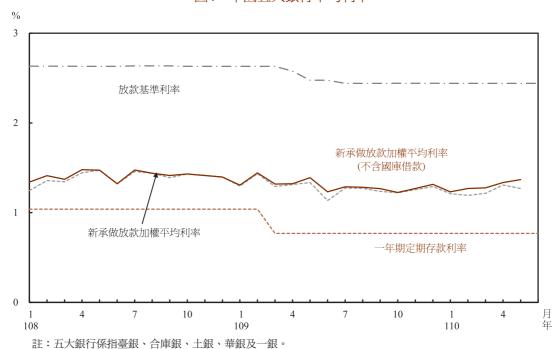
陸、銀行業利率小幅波動

本年1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 万大银行平均利率為例,一年期存款固定利 率持穩於0.769%,與上年第4季底相同,至 6月底維持不變。至於基準放款利率,由於 華銀於1月微降基準放款利率,致五大銀行 平均基準放款利率由上年第4季底之2.442% 降至本年第1季底之2.441%,至6月底維持不 變。

在五大銀行新承做放款加權平均利率方 面,由上年第4季平均之1.259%降至本年第1 季平均之1.208%,主因本年第1季新承做大 額政府、公民營企業的貸款案較上季增加, 由於上述貸款案的利率較低,加以部分銀行 略降大額週轉金貸款利率,致加權平均利率 較上年第4季下降。之後,加權平均利率仍 受利率較低的大額政府、公民營企業與優質 企業貸款增減而變化,加以部分銀行於4月 承做利率較高的土建融週轉金貸款案,致 加權平均利率先升後降,至5月為1.269%, 仍較第1季上升0.061個百分點;若不含國庫 借款的新承做放款加權平均利率則自上年 第4季平均之1.273%降至本年第1季平均之 1.259%, 之後回升至5月之1.369%, 較第1季 上升0.11個百分點(圖4)。

至於政策利率方面,考量全球經濟增 溫,惟前景仍面臨諸多風險,主要經濟體均 維持寬鬆貨幣政策,並續推大規模財政激勵 方案;當前國內通膨走升應屬短期現象,預 期本年通膨仍屬溫和;雖然近期國內疫情影 響消費動能,惟在出口及民間投資成長支撐 下,國內經濟仍將穩健成長,本行於6月會 理事決議維持政策利率不變,賡續寬鬆貨幣 政策。

圖4 本國五大銀行平均利率



金融市場

壹、貨幣市場

本(110)年3月雖因季底窗飾效應,企業 資金需求增加,惟市場資金充裕,金融業 隔夜拆款加權平均利率持穩於0.080%;4月 外資轉為淨匯入,市場資金續呈寬鬆;5月 中旬疫情升溫,金融機構資金調度轉趨保 守,惟因外資持續淨匯入,市場資金普呈寬 鬆, 金融業隔夜拆款加權平均利率仍持穩於 0.080%。貨幣機構4月及5月的日平均淨超額 準備為504億元,較第1季平均之433億元增 加。

雖然全球經濟增溫,惟5月中旬國內疫 情升溫,後續發展將影響國內成長動能,在 預期通膨仍屬溫和下,本行於6月理事會決 議維持政策利率不變,賡續寬鬆貨幣政策, 有助物價穩定與金融穩定,並支持經濟成 長。

以下分別就3月至5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

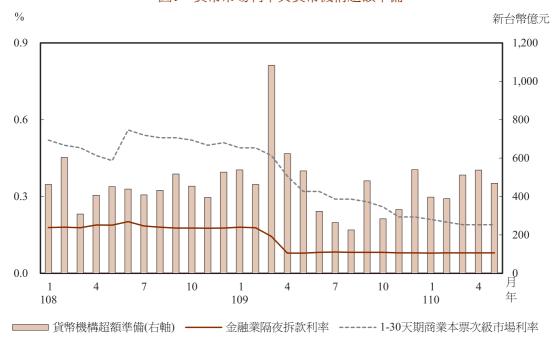
3月雖因企業借款增加,資金需求提 高,惟受政府償還公債、本行定存單淨發行 減少等寬鬆因素影響,在扣除本行融通74億 元後,金融機構日平均淨超額準備由2月之 389億元增加至512億元。4月受外資轉呈淨 匯入、政府發放各項補助款與統籌分配款等 寬鬆因素影響,在扣除本行融通72億元後, 日平均淨超額準備續增至538億元,5月外資 雖續呈淨匯入,惟受政府發放公債及稅款繳 庫等緊縮因素影響,在扣除本行融通170億 元後,則回降至469億元。

二、利率走勢

3月雖因季底窗飾效應,企業借款增 加,惟市場資金充裕,金融業隔夜拆款加權 平均利率持穩於0.080%;4、5月外資連二月 淨匯入,惟5月中旬疫情升溫,金融機構資 金調度轉趨保守,金融業隔夜拆款加權平均 利率仍持穩於0.080%(表1)。

至於各天期票券市場利率普遍呈現小幅 波動趨勢,其中商業本票1-30天期發行利率 由2月之0.38%, 先降後升至5月之0.40%。 次級市場利率由2月之0.20%略降至5月之 0.19%;同期間,31-90天期發行利率亦由2 月之0.46%先降後升至5月之0.42%,次級市 場利率則由2月之0.23%略降至5月之0.22%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備



貨幣市場利率 表1

單位:年息百分比率

	金融業			商業	本 票				中央釒	限行定期	存 單註		
年/月	隔夜	初	級市	場	次	級市	場	初 級 市 場					
	拆 款	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	
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	
108	0.182	0.63	0.69	0.67	0.51	0.55	0.61	0.560	0.650	0.770	0.560	0.619	
109	0.102	0.50	0.56	0.49	0.34	0.39	0.42	0.331	0.459	0.579	0.340	0.322	
109/ 5	0.079	0.52	0.56	0.50	0.32	0.37	0.43	0.287	0.400	0.520	0.352	0.347	
6	0.082	0.51	0.56	0.47	0.32	0.36	0.40	0.294	0.400	0.520	0.333	0.320	
7	0.083	0.45	0.53	0.44	0.29	0.35	0.41	0.282	0.400	0.520	0.303	0.304	
8	0.082	0.45	0.50	0.42	0.29	0.33	0.40	0.279	0.400	0.520	0.288	0.282	
9	0.082	0.43	0.49	0.41	0.28	0.31	0.33	0.274	0.400	0.520	0.270	0.262	
10	0.082	0.41	0.47	0.41	0.26	0.30	0.33	0.268	0.400	0.520	0.253	0.239	
11	0.080	0.40	0.45	0.39	0.22	0.27	0.27	0.274	0.400	0.520	0.208	0.167	
12	0.080	0.42	0.47	0.41	0.22	0.24	0.26	0.296	0.400	0.520	0.164	0.194	
110/ 1	0.079	0.41	0.42	0.33	0.21	0.24	0.24	0.253	0.400	0.520	0.199		
2	0.080	0.38	0.46	0.29	0.20	0.23	0.23	0.280	0.400	0.520	0.174	0.184	
3	0.080	0.34	0.42	0.30	0.19	0.23	0.22	0.270	0.400	0.520	0.170	0.191	
4	0.080	0.35	0.38	0.32	0.19	0.22	0.23	0.269	0.400	0.520	0.178	0.203	
5	0.080	0.40	0.42	0.36	0.19	0.22	0.25	0.270	0.400	0.520	0.184	0.210	

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1季底票券流通餘額合計為2兆9,241億 元,較上季底增加1,768億元,其中以商業本 票增加1,698億元為最多,係因票券市場利率 維持低檔,吸引部分公、民營企業發行商業 本票籌資所致,其次為國庫券增加1,000億 元,係因國庫因應農曆春節資金需求,考量 資金調度,發行金額較償還金額為多所致。

之後,4、5月票券流通餘額先升後降,5月 底流通餘額合計為2兆7.922億元,較第1季底 減少1,319億元(表2)。其中以商業本票減少 952億元為最多,係因配合公民營企業資金 調度,償還金額較發行金額為多所致,其次 為國庫券減少550億元,係因國庫基於資金 調度,償還金額較發行金額為多所致。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位:新台幣億元

年/月	É	言言	ŀ	國	庫	券	Ť.	i 庫 🦠	等	商	業本	票	銀行	宁承 兌匯	票	可轉	讓定期不	字單
十/月	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
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
108	149,273	147,973	23,532	3,140	2,790	650	0	0	0	136,136	133,401	20,341	140	155	26	9,857	11,627	2,515
109	160,052	156,111	27,472	3,366	2,766	1,250	0	0	0	148,247	145,144	23,443	130	127	28	8,309	8,073	2,751
109/ 5	12,292	12,462	26,767	0	350	1,866	0	0	0	11,617	11,581	22,316	11	8	30	663	523	2,556
6	12,173	12,333	26,607	300	600	1,566	0	0	0	10,957	10,819	22,454	9	13	26	906	901	2,560
7	14,587	13,907	27,286	0	350	1,216	0	0	0	13,974	12,902	23,526	11	11	26	602	644	2,519
8	13,517	13,745	27,059	0	316	900	0	0	0	12,932	12,695	23,763	11	12	25	574	722	2,370
9	14,736	15,154	26,640	250	300	850	0	0	0	13,599	14,014	23,349	10	9	26	877	831	2,416
10	13,110	13,442	26,309	0	300	550	0	0	0	12,623	12,662	23,310	10	9	27	477	471	2,422
11	13,695	13,312	26,692	550	0	1,100	0	0	0	12,467	12,693	23,084	11	12	26	668	607	2,482
12	14,672	13,892	27,472	700	550	1,250	0	0	0	12,873	12,514	23,443	13	10	28	1,087	818	2,751
110/ 1	15,438	14,232	28,678	700	0	1,950	0	0	0	14,453	13,627	24,269	13	10	31	272	595	2,428
2	10,918	10,734	28,862	350	0	2,300	0	0	0	10,318	10,244	24,343	10	11	30	240	478	2,189
3	15,938	15,559	29,241	300	350	2,250	0	0	0	14,885	14,087	25,141	15	15	30	739	1,108	1,820
4	14,965	14,910	29,296	350	350	2,250	0	0	0	14,018	14,058	25,100	15	10	35	583	491	1,911
5	12,991	14,365	27,922	0	550	1,700	0	0	0	12,556	13,467	24,189	16	17	34	419	331	1,999

註:細項加總因四捨五入,容或與總數未盡相符。

貳、債券市場

本(110)年第1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1,600億元, 較上季減少300億元;公司債方面,發行668 億元,較上季減少1,441億元,主要受農曆 春節之季節因素影響;金融債券方面,國內 銀行發債總額為153億元,較上季減少536億 元,主要因國內10年期公債殖利率略升,銀 行減少發行主順位債券所致。至於國際債券 方面,本年第1季外國機構在台發行總額折 合新台幣為4.555億元,較上季增加3.237億 元,主要因外國發行人借利率較低的新債以 償還利率較高的舊債所致。

債券流通市場方面,本年第1季債券交 易量為9兆6,507億元,較上季減少1兆2,565 億元,主要因國內養券利差仍小,債券交易 不易活絡。

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

本年第1季中央政府發行甲類建設公債 1.600億元,較上季減少300億元或15.79%, 發行年期有5年、10年、20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66.56%為最高,其次為證券業的 18.37%, 再次為保險業的12.12%, 至於票券 業平均只標得2.94%。累計至第1季底,中央 政府公債發行餘額為5兆5,145億元,較上季 底減少100億元或0.18%,至本(110)年5月底 發行餘額則為5兆5,745億元。

期別	發行日	午 田	年期 發行額 最高得標 行業得標比重					
夬行刀引	9211口	十九月	(億元)	利率(%)	銀行業	證券業	票券業	保險業
110甲1	110.01.13	5	350	0.250	63.15	18.57	7.71	10.57
110甲2	110.01.29	20	350	0.510	75.57	15.57	0.29	8.57
110甲3	110.02.22	10	300	0.374	73.50	22.00	2.83	1.67
110甲4	110.02.25	30	350	0.719	46.00	20.57	0.00	33.43
※110甲1	110.03.16	5	250	0.348	79.20	14.60	4.20	2.00

表3 中央政府公債標售概況表

※為增額公債。

本年第1季僅台北市政府發行直轄市政 府公債100億元,累計至第1季底,直轄市政

府公債發行餘額為1,100億元。本年4月高雄 市政府發行直轄市政府公債229億元,至5月 底發行餘額為1,329億元。

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
107	19,165	134,643	3,473	55,586	148	439	4,125	20,228	2,287	13,171	-	50	71	151	9,061	45,018
108	18,083	138,723	4,100	54,833	338	677	4,028	21,134	1,622	13,137	53	84	175	267	7,765	48,592
109	33,949	147,847	5,350	55,245	405	1,000	8,425	25,928	1,920	12,557	-	53	215	446	17,633	52,618
109/ 5	3,863	142,786	300	54,648	-	795	690	22,745	76	12,316	-	69	-	261	2,797	51,953
6	2,695	142,533	300	54,225	-	795	867	23,054	187	12,270	-	66	-	259	1,341	51,865
7	2,035	143,051	250	54,475	-	795	691	23,305	26	12,296	-	64	-	254	1,068	51,862
8	2,446	143,110	250	54,725	-	795	376	23,350	252	12,451	-	63	21	268	1,547	51,458
9	3,890	144,569	550	54,475	-	795	1,651	24,641	77	12,430	-	61	23	281	1,589	51,886
10	1,397	145,124	300	54,425	-	795	408	24,827	104	12,525	-	53	6	286	579	52,213
11	2,006	145,528	600	54,395	-	795	506	25,092	197	12,244	-	53	150	432	553	52,517
12	2,985	147,847	1,000	55,245	205	1,000	1,194	25,928	388	12,557	-	53	15	446	183	52,618
110/ 1	3,506	150,754	700	55,945	100	1,100	360	26,091	30	12,433	-	53	6	450	2,310	54,681
2	2,190	151,143	650	55,995	-	1,100	12	26,065	93	12,476	-	53	-	448	1,435	55,007
3	1,384	149,881	250	55,145	-	1,100	296	26,220	30	12,211	-	53	-	444	809	54,709
4	2,656	151,488	300	55,445	229	1,329	633	26,550	78	12,096	-	53	-	443	1,416	55,571
5	2,448	152,757	600	55,745	-	1,329	918	27,237	224	12,195	-	53	5	448	702	55,750

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

本年第1季公司債發行總額為668億元, 雖較上季減少1,441億元或68.34%,主要受 農曆春節之季節因素影響。第1季前六大發

債公司依序為台積電、中信金、元大金、興富發、開發金及和碩,合計發債金額為441億元,占發行總額66.05%;就債券發行期限觀察,以5年期券占43.22%為最大宗,其次

為7年期券的27.26%。累計至第1季底,公司 債發行餘額為2兆6,220億元,較上季底增加 292億元或1.12%,至本年5月底發行餘額為2 兆7,237億元。

(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。本年第1季有10家銀行發行以新台幣計價之金融債券,總金額為153億元,較上季減少536億元或77.78%,主要因國內10年期公債殖利率略升,銀行減少發行主順位債券所致。

本年第1季金融債券發行期間主要為5年期、7年期、10年期及無到期日,分別占6.54%、13.07%、60.78%及19.61%。累計至第1季底,金融債券發行餘額為1兆2,211億元,較上季底減少346億元或2.76%,至本年5月底發行餘額為1兆2,195億元。

(五) 資產證券化受益證券

本年第1季資產證券化受益證券商品無 新案發行,至本年5月底發行餘額仍為53億 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,大多為在台第一上市櫃之境外公司所發行之公司債。本年第1季外國債券發行總額為6億元,較上季減少165億元或96.48%,。累計至第1季底,外國債券發行餘額為444億

元,較上季底減少2億元或0.41%。至本年5 月底發行餘額為新台幣448億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。本年第1季國際債券發行總額折合新台幣為4,555億元,較上季增加3,237億元或246.17%,主要因外國發行人借利率較低的新債以償還利率較高的舊債所致。就國際債券發行幣別觀察,美元、人民幣及南非幣債券發行總額折合新台幣分別為4,271億元、256億元及28億元,占國際債券總發行額分別為93.78%、5.61%及0.61%。累計至第1季底,國際債券發行餘額折合新台幣為5兆4,709億元,較上季底增加2,091億元或3.97%。至本年5月底發行餘額為新台幣5兆5,750億元。

二、流涌市場

本年第1季,因美國股市續揚及經濟數 據優於預期,美債殖利率走升,台債殖利率 亦隨之走升,10年期指標公債殖利率由上年 第4季平均的0.31%,上升至本年第1季平均 的0.37%。本年4月及5月平均殖利率分別為 0.40%及0.41%。

本年第1季國內整體債市交易金額為9 兆6,507億元,較上季減少1兆2,565億元或 11.52%,主要因國內養券利差仍小,債券交 易不易活絡。其中,買賣斷交易增加3,063 億元或15.05%,附條件交易減少1兆5,628億 元或17.61%。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18.66% 上升至當季之24.26%,附條件交易金額占交 易總額比重由上季之81.34%下降至當季之 75.74%。若就各類債券交易來看,第1季以 政府公債交易比重占49.45%為最高,交易金 額為4兆7,719億元,其次依序為公司債3兆

8,095億元、金融債券5,099億元、國際債券 4.771億元及外國債券823億元,資產證券化 受益證券則未有成交紀錄。本年4月至5月債 券交易金額為5兆7,389億元,較上年同期減 少3兆5,038億元或37.91%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

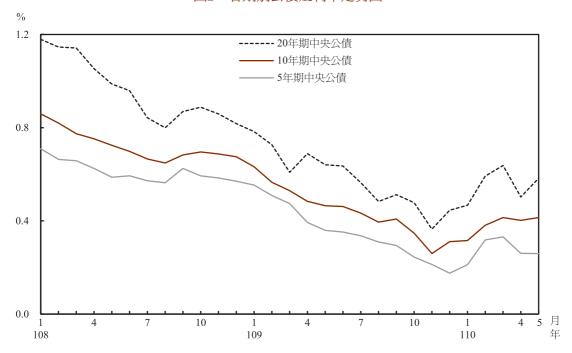


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

單位:新台幣億元

左(日	物代六人姫	買買	暫	附條件交易			
年/月	總成交金額	金額	比重 (%)	金額	比重 (%)		
107	648,221	115,348	17.8	532,873	82.2		
108	578,885	106,914	18.5	471,971	81.5		
109	525,047	110,298	21.0	414,749	79.0		
109/ 5	43,079	10,006	23.2	33,073	76.8		
6	42,344	8,541	20.2	33,803	79.8		
7	45,846	7,468	16.3	38,378	83.7		
8	42,320	8,404	19.9	33,915	80.1		
9	44,198	9,416	21.3	34,781	78.7		
10	36,861	7,114	19.3	29,747	80.7		
11	35,313	6,454	18.3	28,860	81.7		
12	36,898	6,784	18.4	30,114	81.6		
110/ 1	36,329	8,915	24.5	27,414	75.5		
2	25,627	6,131	23.9	19,496	76.1		
3	34,551	8,368	24.2	26,183	75.8		
4	28,349	6,065	21.4	22,284	78.6		
5	29,040	5,875	20.2	23,165	79.8		

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

左口	15 人	かかれ体	公司	可債	人品店光	資產證券化	51 ER 1年 米	□E117892 /=± 344	
年/月	合 計	政府公債	普通	可轉換	金融債券	受益證券	外國債券	國際債券	
107	648,221	423,698	175,532	9,831	26,653	125	885	11,497	
108	578,885	358,967	171,032	10,519	27,131	177	1,684	9,375	
109	525,047	287,766	172,547	12,976	28,919	21	4,349	18,458	
109/ 5	43,079	22,947	14,355	1,058	2,217	3	316	2,183	
6	42,344	22,007	15,247	1,000	2,463	1	322	1,294	
7	45,846	24,083	16,360	1,146	2,638	-	366	1,253	
8	42,320	22,741	13,909	1,140	2,687	-	398	1,444	
9	44,198	21,805	17,224	1,189	2,232	-	436	1,311	
10	36,861	19,304	13,107	1,075	2,136	-	307	932	
11	35,313	17,538	12,841	1,168	2,277	-	454	1,035	
12	36,898	17,964	14,181	1,473	2,440	-	338	502	
110/ 1	36,329	18,707	12,748	1,039	1,761	-	290	1,784	
2	25,627	12,278	9,025	763	1,419	-	222	1,919	
3	34,551	16,734	13,394	1,126	1,919	-	311	1,068	
4	28,349	12,158	12,163	1,159	1,637	-	335	896	
5	29,040	11,667	13,178	1,266	1,853	-	342	734	

資料來源:中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

本(110)年1月以來,在美股迭創新高、 疫苗研發有成、國內上市公司財報亮眼、出口表現強勁、主計總處上修本年經濟成長率 等因素帶動下,集中市場加權股價指數震盪 走升至4月27日之17,596點,締歷史新猷。嗣 因本土疫情延燒、外資賣超台股,致台股指 數回檔下修至5月底之17,068點,較上年底上 漲15.86%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

本年1月份股價先升後跌,1月底加權 指數較上月底上漲2.75%。1月4日至21日股 市上漲,此期間主要利多因素包括:1.美股 迭創新高;2.半導體產業需求旺盛,產能滿 載,台積電法說會公布財報與展望優於預 期;3.美國擴大經濟刺激政策及Fed維持低利 率政策,市場資金充沛。1月22日起股市走 跌,此期間主要利空因素包括:1.國際股市 回檔;2.外資逢高調節賣超台積電;3.國內疫 情升溫。

本年2月份股價先升後跌,2月底加權指數較上月底上漲5.39%。2月1日至25日股市上漲,此期間主要利多因素包括:1.全球疫

苗施打人數漸增,新增病例下降,主要國家股市走升;2.上市櫃公司公布1月營收創歷史新高;3.主計總處上修本年經濟成長率。2月26日股市下挫,主要利空因素包括:1.美股大跌;2.外資大幅賣超台股。

本年3月份股價高檔震盪,3月底加權指數較上月底上漲2.99%。此期間主要利多因素包括:1.美國通過1.9兆美元紓困金發放;2.上市櫃公司財報表現亮眼;3.國內疫情控制得宜,經濟展望佳;4.投信季底作帳。

本年4月份股價大幅走升,4月底加權指數較上月底上漲6.91%。此期間主要利多因素包括:1.美股續創新高;2.本年以來接單暢旺,出口表現強勁;3.外資買超台股;4.本國投資人積極參與台股,成交量大幅擴增,推升台股股價縮歷史新猷。

本年5月份股價先跌後升,5月底加權指數較上月底下跌2.84%。5月3日至17日股市下跌,此期間主要利空因素包括:1.本土疫情延燒;2.美國科技股回檔修正;3.外資賣超台股。5月18日起股市走升,此期間主要利多因素包括:1.國際主要股市上揚;2.市場預期國內上市公司本年獲利大幅提高。

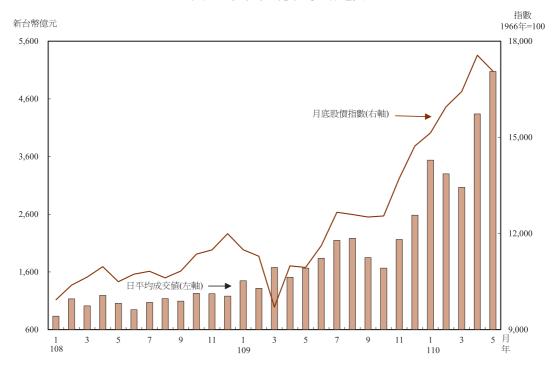


圖3 集中市場價量變動趨勢

二、各類股股價指數變動

本年1月多數類股下跌。其中,造紙、 航運及玻璃陶瓷類股由於上年股價漲多(依 序分別上漲77.21%、53.08%及56.45%,為類 股全年漲幅前三名),紛紛回檔修正,分別 下跌18.01%、16.60%及16.54%。僅電子、電 機機械、貿易百貨等三個類股上漲,其中, 電子類股及電機機械類股受惠於5G、高速運 算與車用電子需求強勁成長,加以多數公司 財報公布優於預期,激勵類股股價分別成長 8.26%及1.68%;貿易百貨類股因各國陸續施 打疫苗,景氣復甦可期,加以逢寒假及農曆 春節消費旺季將屆,帶動股價上漲1.23%。

本年2月所有類股均上漲。其中,玻

璃陶瓷類股在疫情復工拉貨潮推升玻璃價格下,主要大廠營收表現亮眼,股價大漲22.28%居冠;航運類股因缺櫃造成貨運供不應求,國際航運指數及運價揚升,股價上漲18.15%居次;造紙類股由於疫情催化線上網購消費,致工業包裝用紙報價攀高,股價上漲15.97%;觀光類股在春節連假帶動國內觀光旅遊,以及隨主要國家疫苗施打奏效,疫情逐漸降溫下,市場看好旅遊業前景,激勵股價上漲15.48%;鋼鐵類股及電器電纜類股受惠於國際鋼價及銅價走升,股價分別上漲12.12%及11.99%;生技醫療類股受肺炎疫苗題材加持,股價上漲11.89%。

本年3月除了油電燃氣類股下跌之外,

其餘類股均上漲。其中,橡膠類股由於醫療 用乳膠手套需求持續增加,帶動橡膠價格走 高,股價大漲18.53%居首;航運類股續漲 12.83%次之;水泥類股在中國大陸重大工程 陸續復工下,拉升水泥價格,帶動類股股價 上漲11.28%;造紙類股亦延續上月漲勢,續 漲10.70%。唯一下跌的油電燃氣類股,因國 際油價震盪走跌,拖累股價下跌2.89%。

本年4月除了生技醫療類股下跌之外, 其餘類股均上漲。其中,玻璃陶瓷類股在相 關原物料報價揚升帶動下,股價飆漲65.50% 居冠; 航運類股由於缺櫃現象未解, 國際 運價持續創高,公司獲利攀升,股價上漲

54.59%居次;鋼鐵類股及電器電纜類股因 國際鋼價及銅價持續走升,股價分別上漲 50.12%及45.63%。唯一下跌的生技醫療類 股,受到美國生技股因降價議題表現不佳影 響,股價略跌1.59%。

本年5月多數類股下跌。其中,電器 電纜、電機機械及橡膠類股由於連月來漲 多,本月股價拉回修正,分別下跌13.27%、 11.33%、10.78%; 觀光類股受到本土疫情延 燒,全國實施三級警戒管制之利空衝擊,股 價下跌9.63%。航運類股則漲勢未歇,股價 續漲16.02%居冠。

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
109年12月底	14,732.5	720.3	1,285.7	171.9	1,770.6	262.5	552.0	233.0	63.2	49.7	346.3
110年 1 月底	15,138.3	779.8	1,221.3	158.9	1,728.6	237.0	507.2	236.9	56.2	41.5	284.0
110年 2 月底	15,953.8	812.7	1,285.9	167.5	1,744.4	264.6	550.3	247.1	62.9	50.7	329.3
110年 3 月底	16,431.1	820.6	1,396.0	186.4	1,904.1	279.8	597.0	255.3	65.7	51.0	364.6
110年 4 月底	17,566.7	854.5	1,491.7	205.1	2,002.5	306.0	680.5	276.1	95.7	84.5	461.2
110年 5 月底	17,068.4	824.0	1,506.7	203.3	1,930.0	289.6	697.5	244.8	83.0	79.8	427.8
110年1月底 與上月底比%	+2.75	+8.26	-5.01	-7.57	-2.37	-9.71	-8.11	+1.68	-11.01	-16.54	-18.01
110年2月底 與上月底比%	+5.39	+4.21	+5.29	+5.39	+0.92	+11.64	+8.51	+4.32	+11.99	+22.28	+15.97
110年3月底 與上月底比%	+2.99	+0.98	+8.56	+11.28	+9.15	+5.75	+8.49	+3.31	+4.45	+0.65	+10.70
110年4月底 與上月底比%	+6.91	+4.13	+6.85	+10.05	+5.17	+9.35	+13.97	+8.15	+45.63	+65.50	+26.51
110年5月底 與上月底比%	-2.84	-3.58	+1.01	-0.87	-3.62	-5.36	+2.51	-11.33	-13.27	-5.55	-7.24

表7 集中市場各類股股價指數之變動

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
109年12月底	117.7	290.5	350.6	345.2	102.5	97.9	255.8	129.5	118.6	67.0	310.2
110年 1 月底	105.1	262.9	322.1	321.1	85.5	90.3	258.9	116.4	108.4	60.7	297.5
110年 2 月底	117.8	291.7	334.2	348.4	101.0	104.3	272.2	129.6	116.3	67.9	316.0
110年 3 月底	123.4	345.8	347.1	360.0	114.0	109.4	282.4	125.9	119.4	72.9	347.8
110年 4 月底	185.3	397.4	353.2	378.4	176.2	110.5	292.7	134.0	133.8	71.7	366.1
110年 5 月底	177.2	354.6	324.5	346.9	204.4	99.9	297.2	129.7	121.8	71.4	363.0
110年1月底 與上月底比%	-10.72	-9.49	-8.11	-6.98	-16.60	-7.78	+1.23	-10.16	-8.59	-9.48	-4.08
110年2月底 與上月底比%	+12.12	+10.95	+3.75	+8.49	+18.15	+15.48	+5.14	+11.41	+7.21	+11.89	+6.21
110年3月底 與上月底比%	+4.72	+18.53	+3.86	+3.35	+12.83	+4.92	+3.75	-2.89	+2.72	+7.40	+10.06
110年4月底 與上月底比%	+50.12	+14.93	+1.74	+5.09	+54.59	+1.02	+3.65	+6.45	+12.08	-1.59	+5.27
110年5月底 與上月底比%	-4.33	-10.78	-8.11	-8.32	+16.02	-9.63	+1.54	-3.25	-8.96	-0.40	-0.86

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8),本年1月 至3月由於國際股市回檔,美國公債殖利率走 升,外資連續賣超台股;4月則隨外資資金大 幅匯入,美國公債殖利率回落,外資回補買 超台股;5月復因本土疫情升溫及美國科技股 拉回修正,外資再度調節賣超台股。

投信法人方面,本年以來,除了4月因投

資人贖回壓力,投信法人逢高減碼賣超台股 外,其餘月份(1月至3月及5月),在對台股展望 樂觀,或因應作帳需求下,投信買超台股。

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。本年以來,除了4月因台股大幅 上漲買超台股外,1月至3月及5月,自營商均 採取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
108年全年	2,442	113	525	3,080
109年全年	-5,395	427	-1,696	-6,664
5月	-1,517	91	-81	-1,507
6月	841	104	104	1,049
7月	57	108	-90	75
8月	-626	26	-171	-771
9月	-551	-55	-425	-1,031
10月	-143	-37	-122	-302
11月	1,090	-45	216	1,261
12月	564	41	-183	422
110年 1月	-1,131	74	-97	-1,154
2月	-801	44	-71	-828
3月	-1,509	167	-48	-1,390
4月	574	-63	85	596
5月	-591	178	-285	-698

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有:

- (一) 本年2月4日,期交所公告,調高本 年春節假期(2月6日至16日)股價指 數類契約、匯率類契約、商品類契 約及標的證券為受益憑證股票類契 約保證金,以因應國際金融市場於 國內休市期間可能發生之價格波 動。
- (二) 本年3月12日,金管會放寬,券商 可直接為客戶下單,承做連結台股 指數之海外期貨(如新加坡富台指) 複委託業務。
- (三)本年3月31日,期交所放寬境外華 僑及外國人投資證券範圍,新納入 證券商發行發行之指數投資證券 (ETN)。此外,境外華僑及外國人

投資公債、公司債、金融債券、貨 幣市場工具、貨幣市場基金等總額 度,ETN亦須併入計算,不得超過 其匯入資金的30%。

- (四) 本年4月1日,期交所宣布,即日起 受理國內、外創新事業申請「創新 板」上市掛牌。創新板上市掛牌公 司鎖定擁有關鍵核心技術、創新能 力(如物聯網、人工智慧、大數據 等新技術應用)或創新經營模式的 創新事業。預計本年第3季開板交 易。
- (五) 本年5月4日,金管會開放國內證券 商可接受委託人以「定期定額」方 式,委託買賣外國股票,以及不具 槓桿或放空效果之指數股票型基金 (ETF) °

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

110年第1季新台幣對美元匯率最低為3 月25日之28.610元,最高為3月12日之28.187 元, 差距為0.423元。季底新台幣對美元匯率 為28.531元,較109年第4季底貶值0.1%;同 期間,對日圓、歐元、韓元及人民幣分別升 值7.3%、4.7%、4.1%及0.2%。

本季(110年第2季)底與上季(110年 第1季)底比較,新台幣對美元、日圓、韓 元、歐元及人民幣均升值,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1.9%。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:4月Fed重申將維持 近平零利率的寬鬆貨幣政策,並持續淡化通 膨風險,美國公債殖利率自高點下滑,國際 美元走弱,加上台股大漲,外資淨匯入,帶 動新台幣對美元走升。5月中旬,國內疫情 升溫,新台幣對美元微幅回貶;嗣後因國際 美元持續疲弱,加上台灣出口表現仍佳,新 台幣對美元走升。6月16日Fed決議維持政策 利率水準不變,惟多數Fed官員預測升息時 點將提前,國際美元走強,新台幣對美元回 貶。本季底新台幣對美元匯率為27.870元, 較上季底升值2.4%;就平均匯率而言,本季 新台幣對美元較上季升值1.5%。

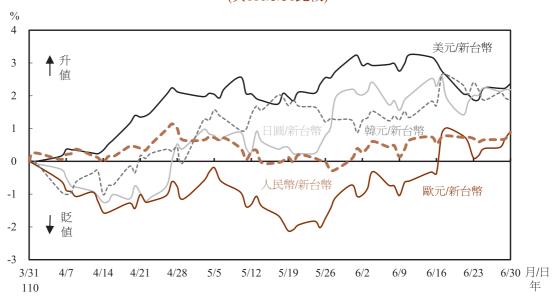
新台幣對歐元匯率:4月以來歐元區經濟 數據多優於預期,加上疫苗施打率提升,逐 步放寬管制措施,歐元升值,新台幣對歐元 走貶。5月下旬,多位ECB官員表示縮減因應 疫情緊急購買計畫(PEPP)為時尚早,加上6月 10日ECB決議維持3項政策利率不變,並強調 維持寬鬆貨幣政策的立場,帶動歐元走貶,新 台幣對歐元回升。本季底新台幣對歐元匯率為 33.168元,較上季底升值0.9%;就平均匯率而 言,本季新台幣對歐元較上季升值1.3%。

新台幣對日圓匯率:4月初日本經濟數 據優於預期,日圓升值,新台幣對日圓貶 值。4月下旬日本疫情復熾致政府第三度宣 布「緊急事態宣言」,並於5月下旬延長期 限,加上BOJ總裁黑田東彥多次表示將繼續 實施寬鬆貨幣政策,日圓貶值,新台幣對日 圓走升。本季底新台幣對日圓匯率為0.2521 元,較上季底升值2.2%;就平均匯率而言, 本季新台幣對日圓較上季升值4.6%。

新台幣對人民幣匯率:本季新台幣對人 民幣大致於區間內波動。4月以來中國大陸 出口等經濟表現佳,支撐人民幣匯價;5月 31日中國人民銀行宣布自6月15日起上調金 融機構外匯存款準備金率 2 個百分點,收緊 銀行體系外匯流動性,以緩和人民幣升值壓 力,人民幣回貶,新台幣對人民幣轉升。本 季底新台幣對人民幣匯率為4.3134元,較上 季底升值0.9%;就平均匯率而言,本季新台 幣對人民幣較上季升值1.0%。

新台幣對韓元匯率:4月新台幣對韓元 匯率於區間內波動。5月上旬外資大量賣超 韓股匯出,韓元走貶,新台幣對韓元升值。 5月27日BOK決議維持基準利率不變,並上 調本年經濟成長預測,加上南韓出口表現亮

麗,韓元升值,新台幣對韓元微幅回貶。6 月受國際美元走強影響,亞洲主要貨幣對美 元走弱,其中韓元貶值幅度較新台幣大,18 日新台幣對韓元升至本季高點0.0246元。本 季底新台幣對韓元匯率為0.0247元,較上季 底升值1.9%;就平均匯率而言,本季新台幣 對韓元較上季升值2.0%。



新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度 (與110/3/31比較)

二、外匯市場交易

110年2月至4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 20,233.8億美元,較上期(109年11月至110 年1月,以下同)減少4.5%,日平均交易淨 額為355.0億美元。其中,OBU外匯交易淨 額為1.942.2億美元,較上期減少1.6%,占外 匯市場交易比重9.6%。

各交易類別中,以換匯交易最多,交易 量為9,401.8億美元,惟較上期減少4.9%;即 期交易居次,交易量為8.907.7億美元,較上 期減少6.3%;兩者占外匯市場交易比重分別 為46.5%及44.0%。遠匯交易居第三,交易 量為1,297.7億美元,占6.4%,較上期增加 9.3%。匯率選擇權居第四,交易量為546.4 億美元,占2.7%,較上期增加11.9%(表9及 圖5)。

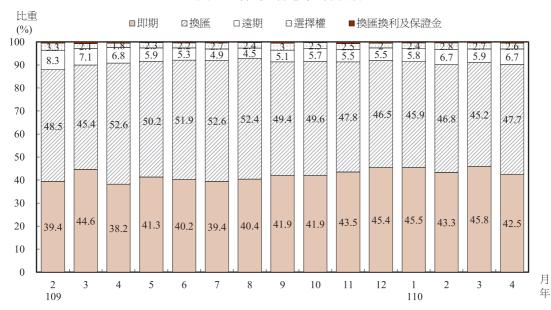
表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)1

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		日平均 交易淨額
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
108	3,079,471	4,007,094	1,301,435	661,954	30,090	6,430	45,308	213,734	8,013,990	758,203	32,445
109	3,408,766	4,110,852	1,314,941	503,730	32,111	7,265	34,458	205,969	8,271,041	779,203	33,084
109/ 2	282,469	347,584	104,822	59,227	3,035	505	3,144	23,439	716,369	72,772	35,818
3	412,949	420,218	140,631	65,348	3,560	1,328	6,098	19,227	925,167	97,638	42,053
4	252,004	347,315	136,032	44,911	2,236	507	3,322	11,871	659,931	60,415	32,997
5	269,582	328,292	115,437	38,260	3,998	541	1,608	15,097	653,379	71,339	32,669
6	265,122	341,862	111,250	35,118	3,343	688	1,886	14,255	658,931	61,790	31,378
7	286,846	382,867	118,079	35,562	2,358	401	2,963	19,596	728,235	60,237	31,662
8	271,037	351,267	98,649	30,377	1,393	565	1,458	16,106	670,810	58,764	31,943
9	299,267	353,199	108,254	36,524	2,806	506	3,390	21,593	714,478	64,589	31,064
10	252,094	298,257	86,870	34,404	1,932	376	1,312	15,193	601,637	52,545	31,665
11	277,776	304,735	86,991	35,364	2,294	662	3,223	16,210	637,970	60,108	30,380
12	319,366	327,732	107,459	38,646	2,290	849	3,539	13,938	704,070	63,236	30,612
110/ 1	353,944	356,556	107,650	44,771	2,717	505	3,015	18,660	777,452	73,965	38,873
2	248,097	267,828	77,523	38,250	2,502	562	1,866	15,936	572,538	54,807	35,784
3	360,487	355,897	106,490	46,805	3,186	604	2,224	21,484	787,500	68,962	35,795
4	282,186	316,455	97,060	44,717	2,100	369	2,401	17,217	663,344	70,452	34,913

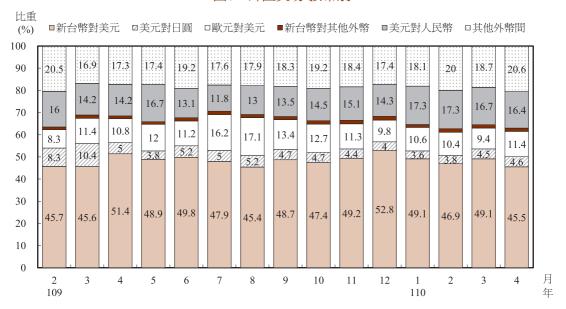
- 註:1. 本表各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外,與匯率有關之衍生金融商品交易均列於此表。
 - 2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

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,110年2月至110年4月的交易比重為 47.3%,較上期減少3.1個百分點;新台幣對 其他外幣交易比重則甚低,僅1.6%;外幣 間的交易比重為51.1%,其中美元對人民幣 交易比重為16.8%,較上期增加1.1個百分 點;歐元對美元交易比重為10.4%,較上期減少0.2個百分點;美元對日圓交易比重為4.3%,較上期增加0.4個百分點;其他外幣間交易比重為19.6%,較上期增加1.7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,110年2月至110年4月交易 比重為44.5%,較上期增加3.1個百分點;國 內銀行與顧客間交易比重為33.9%,較上期減少2.7個百分點;國內銀行間交易比重為21.6%,與上期減少0.4個百分點(圖7)。

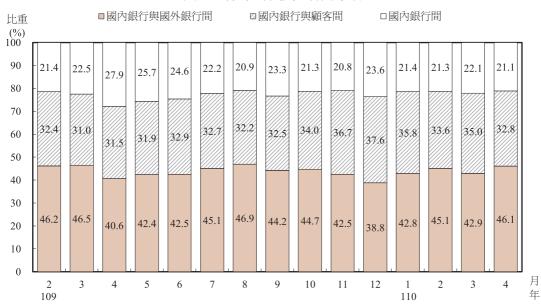


圖7 外匯交易-按交易對象別

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), 110年2月換匯交易量為775.2億美元,較上月 减少28.0%,主要係美國公債殖利率上升引 發股市震盪令投資人保守以對,加上農曆春 節假期營業天數減少。3月交易量為1,064.9 億美元,較上月增加37.4%,主要係Fed重 申維持寬鬆貨幣政策,加上美國推出財政刺 激法案,提振市場對經濟前景樂觀預期,以 及適逢季底,資金調度需求提高。4月交易 量為970.6億美元,較上月減少8.9%,主要 係跨季底後,銀行間短天期資金調度需求下 降,加上清明節及勞動節假期使營業天數減 少。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖 8),110年2月外幣拆款交易量為1.412.6億 美元,較上月減少23.7%,主要係主要經濟 體持續採行寬鬆貨幣政策,市場資金充裕, 銀行間減少拆借,加以農曆春節營業天數減 少。3月交易量1,944.1億美元,較上月增加 37.6%,主要係營業天數增加,加上適逢季 底,銀行增加短天期資金調度。4月交易量 1,613.3億美元,較上月減少17.0%,主要係 美國公債殖利率下滑及美股強勁反彈等因素 致美元走弱,市場資金充足,銀行間減少拆 借,加上營業天數減少。

億美元 1-3週 🗀 1-12個月 —— 合計 ■隔夜 2,100 1,932 1,944 1,860 1,829 1,850 1,734 1,800 1,650 1,613 1,647 ,600 🗖 1,620 1,516 1,392 1,500 1,200 900 1,448 1,390 1,375 1,363 1,383 1,237 1,241 1,185 600 1,161 1,177 1,151 1,120 1,072 1,032 983 300 0

9

10

11

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

4

5

6

7

3

109

110年2月至110年4月匯率以外涉及外幣 之衍生金融商品交易為370.2億美元,較上期 增加107.7%。其中,以外幣利率期貨192.2

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51.9%,較上期增加18.1個 百分點;外幣換利交易居次為138.4億美元, 所占比重為37.4%,較上期減少9.0個百分點 (表10)。

110

2

3

月

年

12

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
107	78,848	0	25,974	149,310	3,524	403	2,861	260,920
108	70,809	0	12,429	96,751	3,771	384	969	185,113
109	52,113	0	9,580	34,882	3,087	147	399	100,208
109/ 2	5,664	0	544	4,855	149	19	0	11,231
3	17,102	0	2,112	8,471	211	1	243	28,140
4	5,945	0	619	2,522	232	6	20	9,343
5	2,286	0	387	3,091	144	22	5	5,936
6	2,569	0	678	1,951	199	13	10	5,420
7	2,294	0	399	1,476	319	7	48	4,542
8	3,212	0	637	2,764	407	5	5	7,031
9	2,485	0	365	1,864	397	7	15	5,132
10	3,862	0	2,316	1,453	196	20	20	7,866
11	1,762	0	458	2,143	413	16	10	4,802
12	1,396	0	852	1,007	294	10	0	3,559
110/ 1	5,116	0	1,054	2,881	341	46	30	9,467
2	4,642	0	1,168	4,628	343	31	55	10,868
3	4,389	0	450	9,153	495	41	45	14,573
4	4,806	0	765	5,441	483	37	50	11,583

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。

因行政院定於本年7月1日為「電子支付 機構管理條例」及其相關子法規修正之生效 日,該法案本次重大修正內容包括新增電子 支付機構經許可得經營國內外小額匯兌業 務。配合金融監督管理委員會相關子法規之 預告,本行亦將電子支付機構及其未來辦理 之匯兌業務,納入申報辦法管理範圍。另藉 此次修法同時整合相關外匯資料申報事項, 將民營事業中長期外債申報統計及所涉及之 結匯,一併納入申報辦法規定。

綜上,爰重新擬具「申報辦法」修正 草案並辦理第2次預告作業,本次為全部修 正,修正後計19條,包含上次預告修正條文 及本次新增修正條文,重點如下:

(一) 第1次預告修正條文:

1. 明定計入或得不計入申報義務人或委

- 託人當年累積結匯金額範圍之依據。
- 2 順應經濟金融情勢日益快速變化,增 訂本行得視經濟金融情況及維持外匯 市場秩序之需要,得以命令機動調整 訂定個別申報義務人及特定匯款性質 之每年累積結購或結售金額之依據。
- 3. 持續簡政便民原則,放寬在臺第一上 市(櫃)及登錄興櫃外籍公司之原始外 籍股東,匯出售股價款之結匯申報案 件,銀行業於查驗相關證明文件無誤 後即可受理結匯申報,無須再經央行 核准。

(二) 本次新增修正條文:

- 1. 整合民營事業中長期外債結匯申報管 理規範,依其類別訂定應檢附文件供 銀行業查驗無誤後始得辦理結匯申報 之規定。
- 2. 配合「電子支付機構管理條例」增修 電子支付機構經許可得經營國內外小 額匯兌業務,新增「電子支付機構」 名詞定義及其於業務範圍內受理結匯 申報,準用銀行業相關規定。

國際經濟金融情勢(民國110年第1季)

壹、概述

一、本年第1季全球經濟復甦,預期第 2季強勁反彈,全年恢復成長

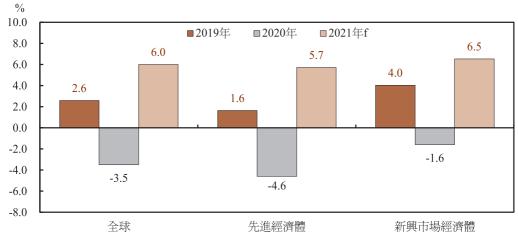
本(2021)年第1季,美歐加速疫苗接種, 防疫管制措施逐步放寬,全球經濟明顯復 甦, IHS Markit預估全球經濟將由上(2020)年 第4季之衰退0.3%,轉為成長3.8%。

在主要經濟體陸續解封及總體經濟政策 強力支持下,消費及投資需求上升,加以 上年基期低,本年第2季全球經濟成長率可 望續升至10.8%,全年亦由上年之-3.5%升為 6.0%(圖1、表1)。然而,疫情反覆、病毒變

異及各國疫苗接種進度不一等,仍係影響經 濟復甦之不確定性因素。

本年5月WTO商品貿易指標(Goods Trade Barometer)續升,且遠高於趨勢值100(圖2), 顯示全球商品貿易復甦力道強勁。由於主要 經濟體需求升溫,全球商品貿易量已回升逾 疫情前水準,加以上年基期低,主要國際機 構均預測本年全球貿易量將大幅反彈,並上 修成長率預測值(表2),惟服務貿易仍受限於 多數國家邊境管制而復甦較緩」。





註:f表示預測值。

資料來源: IHS Markit (2021/6/15)

¹ 主要參考United Nations (2021), World Economic Situation and Prospects as of Mid-2021, May 11。

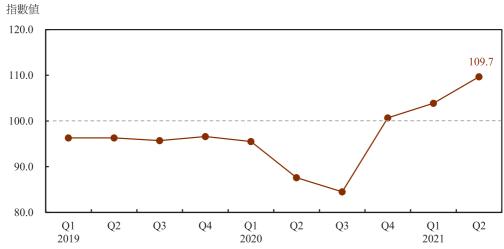
表1 經濟成長率

單位:%

				単位・%
區域或經濟體	2019年	2020年	202	1年
四			(1)	(2)
全球	2.8 (2.6)	-3.3 (-3.5)	6.0	6.0
先進經濟體	1.6 (1.6)	-4.7 (-4.6)	5.1	5.7
OECD國家	1.6 (1.7)	-4.8 (-4.7)	5.3	5.7
美國	2.2	-3.5	6.4	7.4
日本	0.0	-4.7	3.3	2.6
德國	0.6	-4.8	3.6	3.8
英國	1.4	-9.9	5.3	6.3
歐元區	1.3	-6.5	4.4	4.8
台灣	2.96	3.12	4.7	5.8
香港	-1.7	-6.1	4.3	6.8
新加坡	1.3	-5.4	5.2	7.4
南韓	2.2	-0.9	3.6	3.8
東協五國	4.8	-3.4	4.9	_
泰國	2.3	-6.1	2.6	2.1
馬來西亞	4.4	-5.6	6.5	-1.4
菲律賓	6.1	-9.6	6.9	5.9
印尼	5.0	-2.1	4.3	4.0
越南	7.0	2.9	6.5	5.5
中國大陸	6.0	2.3	8.4	8.5
印度	4.0	-7.3	12.5	7.7
新興市場暨開發中經濟體	3.6	-2.2	6.7	_

- 註:1. 資料中粗體字表實際值,其餘為預測值。
 - 2. 2019及2020年區域經濟體為IMF資料,僅OECD國家為OECD資料,括弧內數字為IHS Markit資料;各國及歐元區為 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。
 - 3.2021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 2017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 (2021), World Economic Outlook, Apr. OECD (2021), OECD Economic Outlook, May 31、IHS Markit (2021/6/15)、各國及歐元區官方網站

圖2 WTO商品貿易指標(Goods Trade Barometer)



註:1. WTO商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國 際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量) 合併之單一綜合指數,提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

- 2. 該指標為領先指標,領先全球商品貿易量統計值2~3個月。
- 3. 本年5月係公布3月之指數值,可預示第2季之全球商品貿易成長狀況。

與前次預測差距 機構 預測日期 2020年 2021年f (前次預測日期) +0.8個百分點 WTO 2021/3/31 -5.3% 8.0% ↑ (2020/10/6)+0.3個百分點 **IMF** 2021/4/6 -8.5% 8.4% ↑ (2021/1/26)+2.5個百分點 UN -8.1% 9.4% ↑ 2021/5/11 (2021/1/25)+4.3個百分點 **OECD** 2021/5/31 -8.5% 8.2% ↑ (2020/12/1)+3.3個百分點 World Bank 2021/6/8 -8.3% 8.3% ↑ (2021/1/5)

表2 全球貿易量成長率

註:1.除WTO為商品貿易外,其餘機構均包含商品及服務貿易。

2. f表示預測值; ↑表示較前一年上升。

資料來源:各國際機構

二、全球通膨率近期上揚,本年全球 通膨率預測值將高於上年

本年4月以來,國際商品價格走高,加 以運輸成本大增,IHS Markit預估第2季全 球通膨率為3.4%, 高於第1季之2.0%。鑑於 全球需求增加、部分供應鏈短期仍面臨瓶頸 (如晶片供不應求)及上年基期較低,預測全 年全球通膨率將由上年之2.1%升至3.3%;主 要經濟體誦膨率預測值亦多將高於上年(圖 3) °





註:f表示預測值。

資料來源:各國及歐元區之實際值來自官方網站,其餘數值均來自IHS Markit (2021/6/15)

三、主要經濟體仍維持寬鬆性貨幣政 策及擴張性財政政策

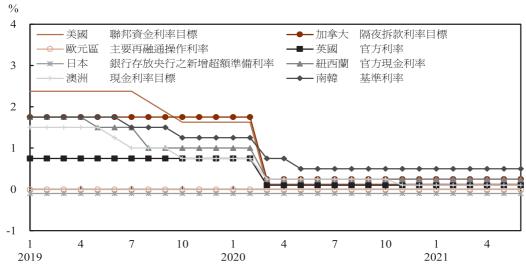
自本年3月18日本行理事會會議以來, 美國聯邦準備體系(Fed)及歐洲央行(ECB)基 於經濟尚未完全復甦,以及通膨率上升係暫 時性等考量,持續維持政策利率於極低水準 及大規模資產購買計畫,並重申目前仍未到 緊縮政策之時;日本央行(BoJ)除持續維持寬 鬆貨幣政策外,亦宣布擴大貨幣政策工具彈

性;加拿大央行因經濟前景改善,調降每週 購債規模,惟仍維持政策利率不變(圖4)。

巴西及俄羅斯央行則因通膨風險升高 而三度升息,幅度分別為2.25及1.25個百分 點,至4.25%及5.50%。

中國人民銀行(以下簡稱人行)則延續穩 健中性基調,其餘亞洲新興經濟體央行亦多 維持政策利率不變(圖5)。

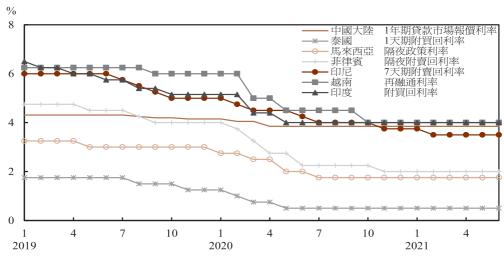
圖4 先進經濟體政策利率



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:各官方網站

亞洲新興經濟體政策利率 圖5



註:2019年8月人行進行貸款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR)機制改革, LPR成為銀行貸款之定價 參考。自此,1年期LPR取代1年期貸款基準利率,成為各界關注人行貨幣政策動向之重要利率。

資料來源:各官方網站

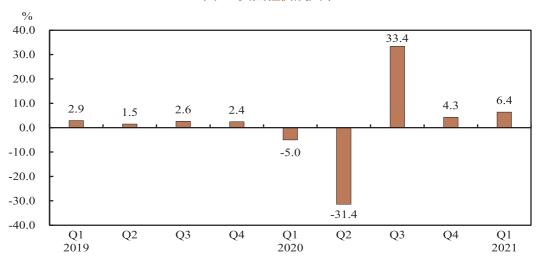
根據IMF統計,截至本年3月中旬,全 球為因應疫情推出之財政激勵方案總規模 已達16兆美元。各國近期續推大規模財政 激勵方案,如美國繼本年初國會通過1.9兆 美元之「美國救援法案」(American Rescue

Plan)後,擬續推明(2022)財政年度6兆美元 預算案,歐盟下世代歐盟復甦基金(Next Generation EU)預計本年7月開始運作,日本 亦通過新財政年度近1兆美元預算案。

貳、美國景氣可望穩健復甦,通膨率上升,Fed維持寬鬆政策

一、本年第1季經濟持續成長,第2季 及全年預期成長將加速

本年第1季,美國經濟成長率(與上季 比, 換算成年率)由上年第4季之4.3%升為 6.4%(圖6、表3),主因民間消費支出擴增, 政府支出亦明顯增加; 民間投資雖下滑,惟 係企業消化庫存所致,固定投資仍為正成 長。



美國經濟成長率 圖6

資料來源: Bureau of Economic Analysis

表3	美國重	要經濟指標	1
			П

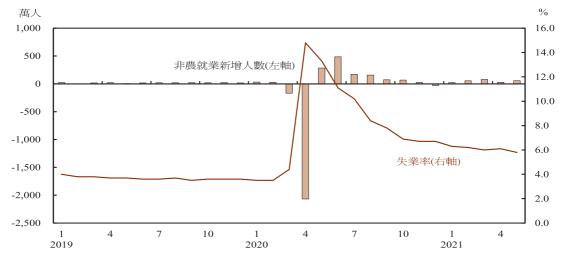
年/月	經濟 成長率 %	失業率	工業生產年增率%	核心消費者 物價指數 (1982-84=100) 年增率 %	消費者 物價指數 (1982-84=100) 年增率 %	生產者 物價指數 (2009/11=100) 年增率 %	貿易餘額 (百萬美元)
2018	3.0	3.9	3.2	2.1	2.4	2.9	-870,359
2019	2.2	3.7	-0.8	2.2	1.8	1.7	-850,916
2020	-3.5	8.1	-7.2	1.7	1.2	0.2	-911,057
2020/ 5		13.3	-16.2	1.2	0.1	-1.0	-75,950
6	-31.4	11.1	-11.0	1.2	0.6	-0.6	-71,170
7		10.2	-7.0	1.6	1.0	-0.3	-79,970
8		8.4	-6.6	1.7	1.3	-0.2	-82,189
9	33.4	7.8	-6.6	1.7	1.4	0.3	-80,243
10		6.9	-4.7	1.6	1.2	0.6	-81,145
11		6.7	-4.7	1.6	1.2	0.8	-85,402
12	4.3	6.7	-3.3	1.6	1.4	0.8	-83,857
2021/ 1		6.3	-1.7	1.4	1.4	1.7	-85,552
2		6.2	-4.8	1.3	1.7	2.8	-88,211
3	6.4	6.0	1.5	1.6	2.6	4.3	-91,917
4		6.1	17.6	3.0	4.2	6.1	-85,727
5		5.8	16.3	3.8	5.0	6.5	

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

隨疫苗接種進度加快及防疫管制措施放 寬,就業市場改善。本年4~5月非農就業平 均新增41.9萬人,雖低於第1季平均新增51.8

萬人,惟失業率平均為6.0%,低於第1季平均之6.2%(表3、圖7)。

圖7 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源:Bureau of Labor Statistics

由於美國至少一劑疫苗之接種率已逾 50%,經濟活動逐漸恢復,且繼本年初國會 通過1.9兆美元「美國救援法案」後,政府續 推出明年度6兆美元之預算案,可望加速推 升經濟成長, IHS Markit預測第2季經濟成長 率將續升為11.6%,全年則由上年之-3.5%大 幅升為7.4%(表1)。

二、涌膨升溫,本年涌膨率預測將高 於上年

本年4~5月美國平均消費者物價指數 (CPI)年增率由第1季之1.9%大幅升至4.6%(表 3),主因能源價格上漲;扣除食品與能源 之核心CPI年增率亦由1.4%升至3.4%,主 因二手車及運輸服務價格上揚。IHS Markit 預測本年CPI年增率將為3.3%,高於上年之 1.2%(圖3)。

三、Fed維持政策利率及購債步調不 變,惟將持續進行相關評估

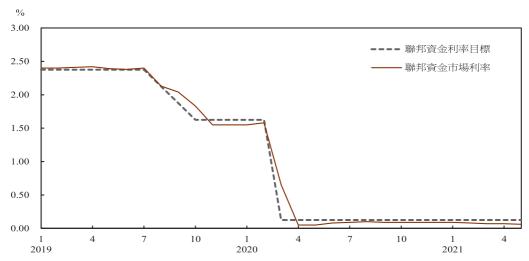
本年6月16日,聯邦公開市場委員會 (FOMC)表示,疫苗持續接種將可望減緩公 共衛生危機對經濟之影響,惟經濟前景之風 險仍存,決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~ 0.25%不變(圖8),並每月持續購買公 債及機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)至 少1,200億美元2,直至充分就業與物價穩定 (長期平均通膨率2%)雙重目標之達成具顯著 進展。

Fed並決議自6月17日起調高法定準備 金利率及超額準備金利率(interest rate paid on required and excess reserve, 簡稱IORR及 IOER)各0.05個百分點至0.15%,隔夜附賣 回操作(overnight reverse repurchase program, ON RRP)利率亦調高0.05個百分點至0.05%, 以促進聯邦資金市場利率落於目標區間內, 並支持短期融資市場穩定運行。

本次FOMC發布各委員對政策利率未來 路徑之預測,18位委員中,有13人預估在 2023年底前將升息,且2023年之預測中位數 落在0.50%~0.75%區間。Fed主席Powell於會 後記者會表示,該預測僅為委員各自預期觀 點,不代表未來政策走向;預期經濟活動重 啟,將帶來需求大幅反彈,就業市場招聘困 難現象恐將延續,進而增加通膨現象持續更 久之可能性,惟當暫時性因素消退,長期通 膨仍將回落;目前仍非討論縮減購債時機, 惟未來會議將持續進行相關評估。

² 包括至少800億美元公債及至少400億美元agency MBS。

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、歐元區景氣逐步復甦,通膨升溫,ECB維持寬鬆政策

一、本年第1季經濟衰退幅度縮小,第 2季預期復甦,全年恢復成長

本年第1季,歐洲疫情復燃,惟企業及 家計部門逐漸適應防疫管制措施,加以全球 經濟復甦及貿易部門支撐,歐元區經濟成長 率由上年第4季之-4.7%升至-1.3%,衰退幅 度縮小(圖9、表4)。

主要成員國經濟表現分歧,德國因半導 體晶片短缺影響工業生產,致經濟成長率僅

由-3.3%略回升至-3.1%;法國則因民間消費 與投資支出增加,經濟成長率由-4.6%回升 至1.2%。

隨各成員國加速疫苗施打,政府放寬管 制措施,加以下世代歐盟復甦基金開始運 作,有助激勵經濟成長,IHS Markit預測本 年第2季經濟成長率將大幅升至13.5%,全年 亦可望由上年之-6.5%回升至4.8%(表1)。

圖9 歐元區經濟成長率

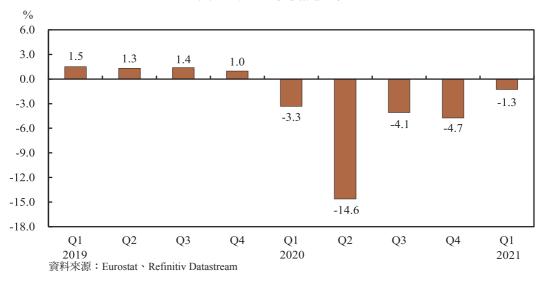


表4 歐元區重要經濟指標

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)
2018	1.9	8.2	0.8	1.8	4.1	7.2	190,501
2019	1.3	7.6	-1.3	1.2	2.9	1.7	220,791
2020	-6.5	8.0	-8.6	0.3	-9.2	-10.8	234,337
2020/ 5		7.5	-20.3	0.1	-29.9	-26.7	8,939
6	-14.6	8.0	-11.7	0.3	-10.4	-12.1	19,991
7		8.5	-7.0	0.4	-10.5	-14.1	26,700
8		8.7	-7.1	-0.2	-12.5	-13.5	13,873
9	-4.1	8.7	-6.6	-0.3	-3.4	-6.8	23,784
10		8.5	-3.6	-0.3	-9.0	-11.9	30,204
11		8.3	-0.7	-0.3	-1.1	-3.9	24,844
12	-4.7	8.2	-0.1	-0.3	2.5	-1.1	29,113
2021/ 1		8.2	0.3	0.9	-8.9	-14.2	11,026
2		8.2	-1.8	0.9	-2.3	-2.8	23,446
3	-1.3	8.1	11.5	1.3	12.6	19.5	22,330
4		8.0	39.3	1.6	43.2	37.4	10,931
5				0.9			

資料來源:ECB、Eurostat、Refinitiv Datastream

勞動市場方面,歐元區成員國推行縮 短工時制度避免企業裁員,本年4月歐元區 失業率為8.0%,低於第1季之8.2%(表4、圖

10);德國4~5月平均失業率為6.0%,與第1 季持平;法國4月失業率為7.3%,低於第1季 之7.9%(圖10)。

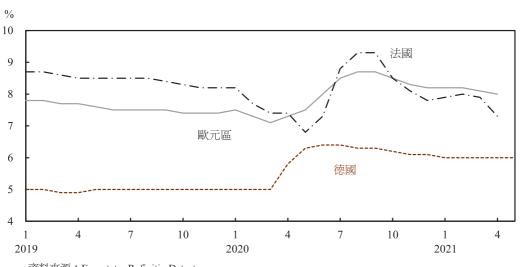


圖10 歐元區失業率

資料來源: Eurostat、Refinitiv Datastream

二、通膨升溫,本年通膨率預測值上修

本年4~5月歐元區調和消費者物價指 數(HICP)年增率平均為1.8%,高於第1季之 1.0%(表4、圖11),主因能源價格上漲及上年

基期低;扣除能源及未加工食品之核心HICP 年增率平均為0.9%,低於第1季之1.2%。IHS Markit預測本年通膨率將由上年之0.3%升至 1.9%(圖3)。

圖11 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率

三、ECB續維持貨幣寬鬆政策

本年6月10日,ECB決議維持主要再融 通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率 分別於0.00%、0.25%及-0.50%不變(表5), 每月200億歐元資產購買計畫(APP)與總規模 1.85兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP) 亦維持不變,PEPP將至少執行至明年3月 底,且預計未來幾季PEPP之淨購債速度將較 本年前幾個月顯著提高。

ECB總裁Lagarde表示,通膨近月加速上 揚主要反映能源價格上漲及上年基期低等暫 時性因素。由於存在相當的閒置產能,整體 物價上漲動能仍屬疲弱,討論終止PEPP之時 機尚未成熟。

表5 ECB之政策利率

單位:%

名稱	實施日期								
石 冊	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				
邊際放款利率	0.40	0.30	0.30	0.25	0.25				
隔夜存款利率	-0.10	-0.20	-0.30	-0.40	-0.50				

註:隔夜存款利率為ECB支付銀行存放央行之超額準備金利率,該利率自2014年6月以來為負值。 資料來源:ECB

肆、日本復甦力道疲弱,通膨低迷,BoJ擴大貨幣政策工具彈性

一、本年第1季經濟再陷萎縮,第2季 預期略回升,全年恢復成長

本年第1季日本經濟成長率(與上季比, 換算成年率)為-3.9%(圖12、表6),係連續兩 季成長後再陷入衰退,主因疫情復熾,餐飲 及住宿等活動停滯,重創民間消費。4月下

旬起,變種病毒擴散,政府第三度發布緊急 事態宣言,加以半導體供應不足恐導致汽車 减產,惟出口在國外需求轉強下可望支撐 經濟, IHS Markit預測第2季經濟將微幅成 長0.1%,全年成長率將為2.6%,高於上年 之-4.7%(表1)。

% 30.0 22.9 20.0 11.7 10.0 1.4 0.5 0.5 0.0 -2.0 -3.9 -10.0-7.4 -20.0 -30.0 -28.6 -40.0 Q1 Q2 Q3 Q4 Q1 Q2 Q3 Q4 Q1 2020 2019 2021

圖12 日本經濟成長率

資料來源:日本內閣府

年/月	經濟 成長率	失業率	工業生產年增率		音物價指數 15=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
4/月	双 文学	%	平增率	年增率%	扣除生鮮食品 年增率%	年增率 %	年增率%	年增率%	(億日圓)
2018	0.6	2.4	1.1	1.0	0.9	2.6	4.1	9.7	-12,246
2019	0.3	2.4	-3.0	0.5	0.6	0.2	-5.6	-5.0	-16,678
2020	-4.7	2.8	-10.0	0.0	-0.2	-1.2	-11.1	-13.8	6,762
2020/ 5		2.8	-26.3	0.1	-0.2	-2.7	-28.3	-26.1	-8,413
6	-28.6	2.8	-18.2	0.1	0.0	-1.6	-26.2	-14.4	-2,729
7		2.9	-15.5	0.3	0.0	-1.0	-19.2	-22.3	71
8		3.0	-13.8	0.2	-0.4	-0.6	-14.8	-20.7	2,444
9	22.9	3.0	-9.0	0.0	-0.3	-0.8	-4.9	-17.4	6,837
10		3.1	-3.0	-0.4	-0.7	-2.1	-0.2	-13.2	8,692
11		3.0	-3.9	-0.9	-0.9	-2.3	-4.2	-11.1	3,625
12	11.7	3.0	-2.6	-1.2	-1.0	-2.0	2.0	-11.6	7,496
2021/ 1		2.9	-5.3	-0.6	-0.6	-1.5	6.4	-9.5	-3,272
2		2.9	-2.0	-0.4	-0.4	-0.6	-4.5	11.9	2,117
3	-3.9	2.6	3.4	-0.2	-0.1	1.2	16.1	5.8	6,578
4		2.8	15.4	-0.4	-0.1	3.8	38.0	12.8	2,531
5				-0.1	0.2	5.0	49.6	27.9	-1,871

表6 日本重要經濟指標

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

本年4月失業率與第1季持平,為 2.8%(表6),求才求職比率則由1.10倍略降至 1.09倍,顯示經濟前景仍不明朗,就業市場 改善幅度有限。

二、通膨率近月續為負,本年通膨率 預測將低於上年

本年4~5月日本CPI年增率平均 為-0.3%,略高於第1季之-0.4%,係連續8個 月為負值(表6),主因電信公司配合政府政 策大幅調降通訊費用,及蔬果價格下跌; 扣除生鮮食品之核心CPI年增率則由第1季 之-0.4%升至0.1%。IHS Markit預測本年CPI 年增率將為0.1%,略高於上年之0.0%(圖

3) •

三、BoJ維持大規模貨幣實鬆政策,並 擴大貨幣政策工具彈性

本年3月19日,BoJ宣布擴大貨幣政策工 具彈性(表7),係繼2018年7月後再度調整, 使其同時兼顧市場反應與緩和先前政策造成 日益嚴峻之副作用。

4月27日, BoJ決議維持短期政策利率 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 資產購買計畫,並強調將維持目前極低之利 率水準直到核心CPI年增率穩定維持在2%以 上。

政策工具	調整內容
擴大10年期公債殖利率目標波動幅度	● 由±0.20%擴大至±0.25%。● 目的:恢復債券市場功能。
導入促進貸款機制	● BoJ對金融機構準備金存款帳戶的一定額度,支付一定利息。● 目的:為促進金融機構貸放提供誘因,以及緩和因負利率政策導致金融機構收益減少,影響正常金融中介功能之副作用。
新設連續多天固定利率購買操作機制	● BoJ於必要時可設置利率上限,進行固定利率之無限制債券購買操作。 ● 目的:因應殖利率劇烈攀升之情況。
ETF及 J-REITs 購買操作	●僅保留每年分別購買上限12兆日圓及1,800億日圓之目標,刪除原則每年分別購買6兆日圓及900億日圓之描述,且明確表示在股價高漲時不會購買,惟在市場陷入混亂時則會積極進場買進。●目的:避免過度介入股市及不動產市場。

表7 BoJ貨幣政策工具調整內容

資料來源:BoJ

伍、南韓經濟逐步復甦,通膨升溫,央行維持政策利率於歷史低點

一、本年第1季經濟恢復成長,第2季 預期加速復甦, 全年恢復正成長

本年第1季,南韓因企業投資、出口加 速成長,及民間消費增溫,經濟成長率由上 年第4季之-1.1%升至1.9%(圖13、表8)。4月 初政府再度加強防疫措施因應疫情升溫,恐

資料來源:南韓央行

不利國內消費,惟全球經濟復甦帶動品片及 汽車等主力出口商品需求大增,可望支撐經 濟加速復甦, IHS Markit預測第2季經濟成 長率將升至5.5%,全年為3.8%,高於上年 之-0.9%(表1)。

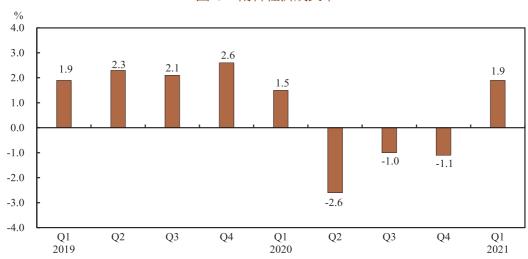


圖13 南韓經濟成長率

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	進口	貿易餘額
		%		年增率%	扣除食品及 能源年增率 %	年增率 %	年增率 %	年增率 %	(百萬美元)
2018	2.9	3.8	1.4	1.5	1.2	1.9	5.4	11.9	69,657
2019	2.0	3.8	0.4	0.4	0.7	0.0	-10.4	-6.0	38,890
2020	-0.9	4.0	-0.3	0.5	0.4	-0.5	-5.5	-7.1	44,865
2020/ 5		4.5	-11.0	-0.3	0.1	-1.8	-23.7	-20.5	193
6	-2.6	4.3	-1.3	0.0	0.2	-1.0	-10.9	-10.7	3,419
7		4.0	-2.6	0.3	0.4	-0.8	-7.1	-11.2	3,936
8		3.1	-3.8	0.7	0.4	-0.5	-10.3	-15.6	3,651
9	-1.0	3.6	7.6	1.0	0.6	-0.4	7.2	1.7	8,420
10		3.7	-2.8	0.1	-0.3	-0.5	-3.9	-5.6	5,725
11		3.4	0.1	0.6	0.6	-0.3	3.9	-1.9	5,807
12	-1.1	4.1	2.4	0.5	0.5	0.2	12.4	2.2	6,694
2021/ 1		5.7	7.6	0.6	0.4	0.9	11.4	3.7	3,695
2		4.9	0.9	1.1	0.3	2.1	9.3	14.2	2,495
3	1.9	4.3	4.5	1.5	0.6	4.1	16.4	18.7	4,108
4		4.0	13.0	2.3	1.1	5.6	41.2	33.9	442
5		4.0		2.6	1.2		45.6	37.9	2,925

表8 南韓重要經濟指標

資料來源: Refinitiv Datastream

由於景氣好轉,本年4~5月平均失業率 由第1季之5.0%降至4.0%(表8),且4月就業 人數較上年同月增加65.2萬人,創近7年來新 高,顯示就業市場已回溫。

二、通膨率近月上揚,本年通膨率預 測值將高於上年

本年4~5月CPI年增率由第1季之1.1%升 至2.5%(表8),主因上年基期低,加以農產品 及石油產品價格上漲;扣除食品及能源之核 心CPI年增率為1.2%,亦高於第1季之0.4%。

IHS Markit預測本年CPI年增率將為1.3%,高 於上年之0.5%(圖3)。

三、南韓央行維持政策利率不變

本年5月27日,南韓央行決議維持政策 利率於0.50%之歷史低點不變,以支持經濟 及促使通膨率回升至2%目標。南韓央行指 出,在出口及投資帶動下,經濟可望加速復 甦,本年經濟成長率預測值將由2月之3.0% 上修至4.0%,惟疫情之不確定性仍高。

陸、中國大陸經濟穩步成長,通膨溫和,人行維持穩健貨幣政策

一、本年第1季經濟勁揚,第2季及全 年預期穩步成長

本年第1季,中國大陸因國內消費需求 暢旺,加以政府密集推出激勵消費措施,致 消費激增,及積極推動5G基地台建設等新基 建計畫,帶動投資成長上揚,復以上年基期 低,經濟成長率由上年第4季之6.5%勁升至

18.3%(圖14、表9)。由於疫情相對受控及景 氣持續好轉,預期消費續強,加以各地陸續 展開重大基礎建設及外需增溫,投資及出口 可望持續擴增,IHS Markit預測第2季經濟成 長率將為6.8%,全年則為8.5%,高於上年之 2.3%(表1)。

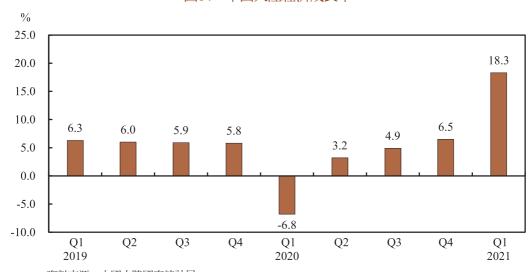


圖14 中國大陸經濟成長率

資料來源:中國大陸國家統計局

年/月	經濟 成長率 %	城鎮 調查 失業率 %	工業生產年增率%	消費者物價指數 上年同期=100		工業生產者 出廠價格指數 上年同期=100	出口 年增率	進口 年增率	貿易餘額
				年增率	扣除食品及 能源年增率 %	年增率 %	十百年 %	十·宣李 %	(億美元)
2018	6.7	4.9	6.2	2.1	1.9	3.5	9.9	15.8	3,518
2019	6.0	5.2	5.8	2.9	1.6	-0.3	0.5	-2.7	4,211
2020	2.3	5.6	3.4	2.5	0.8	-1.8	3.6	-0.7	5,269
2020/ 5		5.9	4.4	2.4	1.1	-3.7	-3.5	-16.4	619
6	3.2	5.7	4.8	2.5	0.9	-3.0	0.2	3.2	448
7		5.7	4.8	2.7	0.5	-2.4	6.8	-0.8	605
8		5.6	5.6	2.4	0.5	-2.0	9.1	-1.7	573
9	4.9	5.4	6.9	1.7	0.5	-2.1	9.4	13.3	356
10		5.3	6.9	0.5	0.5	-2.1	10.9	4.7	575
11		5.2	7.0	-0.5	0.5	-1.5	20.5	4.3	748
12	6.5	5.2	7.3	0.2	0.4	-0.4	18.1	7.0	770
2021/ 1		5.4	_	-0.3	-0.3	0.3	24.7	27.3	642
2		5.5	35.1	-0.2	0.0	1.7	154.8	17.6	373
3	18.3	5.3	14.1	0.4	0.3	4.4	30.6	38.2	136
4		5.2	9.8	0.9	0.7	6.8	32.3	43.1	429
5				1.3	0.9	9.0	27.9	51.1	455

表9 中國大陸重要經濟指標

註:工業生產年增率2021年2月數字係1~2月資料。 資料來源:中國大陸國家統計局、Refinitiv Datastream

勞動市場方面,隨經濟持續復甦,就業 情勢好轉,本年4月城鎮調查失業率由第1季 之5.4%降至5.2%(表9)。

二、通膨率近月上升,惟預期本年通 膨率低於上年

由於大宗商品價格大漲,致本年4、5月 之工業生產者出廠價格指數(PPI)年增率由

第1季之2.1%分別跳升至6.8%、9.0%(表9、 圖15);惟因消費者需求仍未完全恢復,企 業不易將提高之成本轉嫁給消費者,加以豬 肉價格下跌,4~5月CPI年增率僅由第1季之 0.0%升至1.1%,扣除食品及能源之核心CPI 年增率則由0.0%升至0.7%。在上年豬肉價格 高漲的高基期效應下,IHS Markit預測本年 CPI年增率將由上年之2.5%降至2.0%(圖3)。

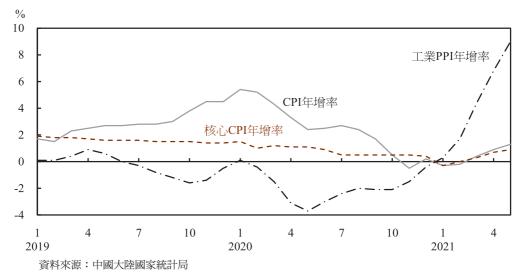


圖15 中國大陸主要物價指數年增率

三、人行維持穩健中性的貨幣政策

在經濟持續成長,加以CPI年增率仍溫和之情況下,人行貨幣政策延續穩健中性基調,持續運用公開市場逆回購操作及中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)

等工具維持市場流動性合理充裕,並輔以結構性貨幣政策工具,引導資金至實體經濟, 且強調將妥善處理維持經濟成長與防範金融 風險間之關係。

柒、本年第1季亞洲其他經濟體經濟萎縮幅度多縮小,通膨大抵平穩; 第2季及全年經濟可望反彈,通膨多升溫

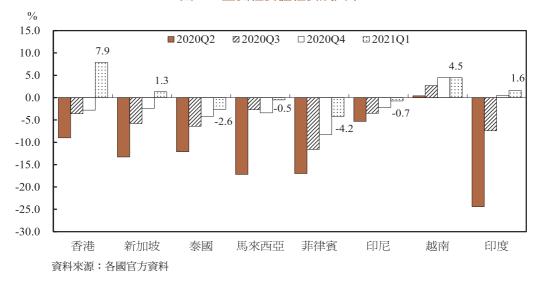
本年第1季,香港因出口強勁及上年基期低,經濟成長率反彈至7.9%(圖16)。由於全球經濟復甦,香港出口可望強勁成長,IHS Markit預測第2季經濟成長率將為7.8%,全年則為6.8%(表1)。

新加坡因服務業萎縮幅度縮小,本年第 1季經濟成長率升至1.3%(圖16)。由於外需好轉將支持經濟加速成長,IHS Markit預測第2 季成長率將續升至16.7%,全年則為7.4%(表 1) •

東協五國之泰國、馬來西亞、菲律 賓及印尼等仍受疫情衝擊,本年第1季 經濟成長率雖回升,惟仍為負值,分別 為-2.6%、-0.5%、-4.2%及-0.7%(圖16);越 南疫情亦再起,惟出口表現強勁帶動經濟成 長4.5%。隨經濟活動逐漸恢復及上年基期 低,IHS Markit預測五國之第2季及全年經濟 成長率多可望大幅反彈,惟馬來西亞因近期 疫情復熾致封鎖重啟,預測本年全年經濟成 長率恐仍為負值(表1)。

至於印度,本年第1季因推出大型財 政激勵措施帶動復甦,經濟成長率升至 1.6%(圖16)。基於上年基期低,IHS Markit預 測第2季經濟成長率將為19.9%,全年(財政 年度)則為7.7%(表1)。

圖16 亞洲經濟體經濟成長率



物價方面,本年第1季除菲律賓及印度 因食品價格上漲致CPI年增率較高外,亞洲 其他經濟體多呈平穩(圖17), IHS Markit預測 第2季及全年通膨多將升溫(圖3)。

馬來西亞

菲律賓

印尼

越南

印度

圖17 亞洲經濟體CPI年增率

資料來源:各國官方資料

新加坡

泰國

香港

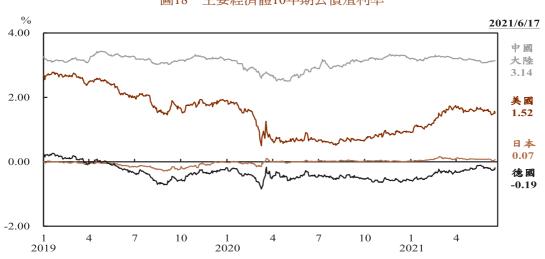
貨幣政策方面,亞洲經濟體央行維持現 行寬鬆貨幣政策及政策利率不變(圖5),以持 續支持經濟復甦。

捌、美德10年期公債殖利率先升後降,中國大陸則走低

本年4月以來,美歐加速疫苗施打並續 推財政激勵方案,經濟展望轉佳,加以國際 商品價格維持高檔,及美國4月誦膨率遠高 於市場預期,投資人憂心Fed被迫提前緊縮 貨幣政策,促使美國10年期公債殖利率升至 5月12日1.69%之高點,嗣因Fed官員談話淡 化通膨風險,復以美國非農新增就業數據 未如預期,6月10日降至1.45%之3月初以來 低點;6月16日FOMC會議,多數委員預期 2023年提前升息,致10年期公債殖利率回升 至1.50%之上。

資料來源:Refinitiv Datastream、美國財政部

歐元區誦膨升溫,德國10年期公債殖 利率於本年5月19日升至-0.11%之兩年來高 點,隨後因ECB總裁Lagarde表示目前通膨係 暫時現象而回落;日本疫情仍嚴峻,10年期 公債殖利率於低檔盤整;指數編製公司富時 羅素盲布將中國大陸公債分階段納入全球債 券指數,有助外資增持其公債,復以誦膨溫 和,中國大陸10年期公債殖利率緩步走低, 6月以來則因市場預期後續地方債供給壓力 將增加而略回升(圖18)。



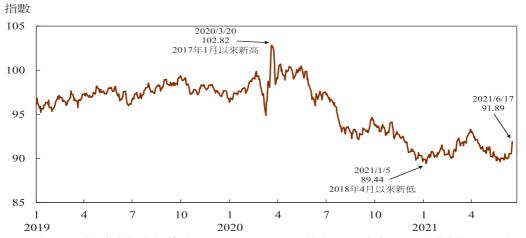
主要經濟體10年期公債殖利率

玖、主要國家貨幣對美元多升值

一、美元指數因Fed恐提前升息而自低 點回升,歐元及日圓先升後貶

本年4月以來,美國力推大規模財政激 勵措施,且國際商品價格上漲致通膨率高於 預期,惟在Fed強調目前涌膨數據係反映暫 時性因素,復以美國非農就業數據未如市場 預期下,市場對Fed提前緊縮貨幣政策之預 期下降,美元指數自3月高點走低,惟受6月 16日FOMC多數委員預期提前升息之影響, 自低點急升至4月上旬水準(圖19)。

圖19 DXY美元指數



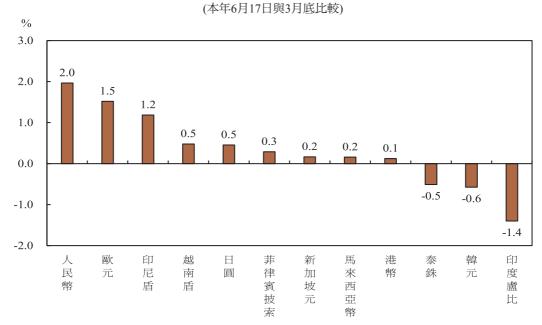
註:DXY美元指數權重分別為歐元57.6%、日圓13.6%、英鎊11.9%、加幣9.1%、瑞典克朗4.2%及瑞士法郎 3.6%; 基期為1973年3月(=100)。

資料來源: Refinitiv Datastream

本年4月以來,歐元區主要國家加速接 種疫苗,歐盟公布下世代歐盟復甦基金之 發債計畫,提振經濟前景,有助吸引資金流 入,歐元對美元走升,惟6月中旬後隨美元 指數急升而回貶,6月17日為1歐元兌1.1908 美元,仍較3月底升值1.5%(圖20)。

日圓於本年4月2日對美元貶至1美元兌 110.73日圓之上年3月以來低點後,因Fed持 續釋出維持寬鬆貨幣政策立場而止貶回升, 惟5月後日本疫情升溫,日圓回軟,6月17 日為1美元兌110.22日圓,僅較3月底略升值 0.5%(圖20)。

主要經濟體貨幣對美元升貶值幅度 圖20



資料來源: Refinitiv Datastream

二、亞洲國家貨幣對美元多升值

本年4月初以來,中國大陸出口強勁, 經濟持續復甦,人民幣對美元走強,5月底 人行宣布自6月15日起上調金融機構外匯存 款準備金率2個百分點至7%(為2007年以來 首度上調),釋出抑制人民幣升值之訊息, 人民幣止升轉貶,惟6月17日仍較3月底升值

2.0%(圖20)。

本年4月以來,市場對Fed提前緊縮貨 幣政策之預期下降,國際資金回流新興市 場,亞洲其他國家貨幣對美元多走升,6月 FOMC會議後則升幅縮減。6月17日與3月底 相較,泰國、南韓及印度等國貨幣對美元小 幅貶值(圖20)。

拾、全球股市於高點震盪

一、美股高點波動,歐股續揚,日股 區間整理

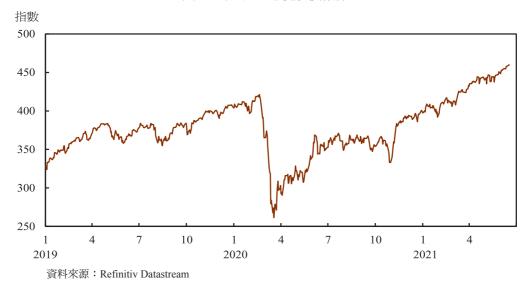
本年4月以來,美歐股市因疫苗接種率提高、美國力推大規模財政激勵措施,加以經濟表現佳而上漲;其後因美國擬提高資本利得稅,復以市場擔憂美國通膨加速升溫,美股一度自高點下修盤整,嗣隨Fed強調目前通膨數據係反映暫時性因素,淡化市

場對Fed提前緊縮貨幣政策之預期,美股回 升,歐股則續揚;日本因疫情嚴峻而發布緊 急事態宣言,股市於區間整理。6月17日與 3月底比較,道瓊工業股價指數、那斯達克 股價指數及泛歐元道瓊股價指數分別上漲 2.6%、6.9%及6.4%,日經225股價指數則略 跌0.5%(圖21~23)。

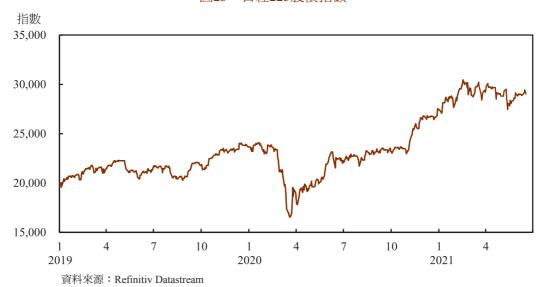
圖21 美國道瓊工業及那斯達克股價指數



圖22 泛歐元道瓊股價指數



日經225股價指數 圖23

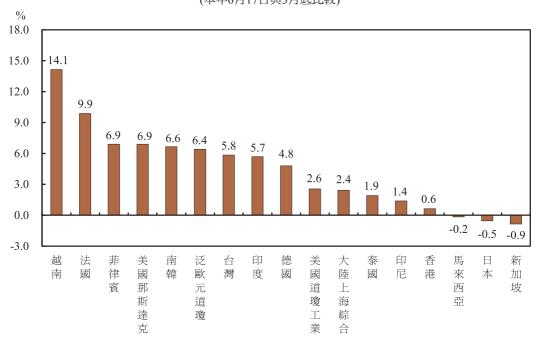


二、亞股多上漲

本年4月以來,亞洲國家股市持續受資 金流入影響而走高。6月17日與3月底相較,

亞股漲多跌少,越南因出口強勁帶動經濟穩 健成長,股市漲幅較大(圖24)。

圖24 國際股價變動幅度 (本年6月17日與3月底比較)



資料來源:Refinitiv Datastream

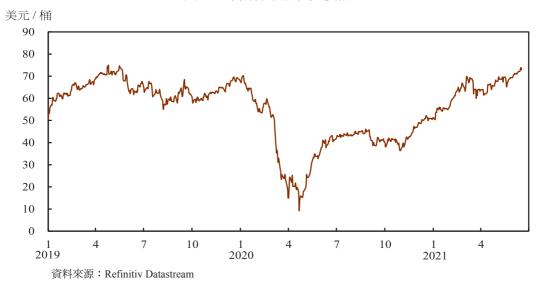
拾壹、國際油價上漲、穀價先漲後跌

一、油價勁揚,預測本年油價將遠高 於上年

本年4月以來,美國原油庫存減少,且 美歐疫苗施打率漸增,經濟陸續解封,加以 6月初石油輸出國組織(OPEC)與盟國為因應

全球原油需求續增而維持5~7月縮小減產規 模(即小幅增產)計畫不變,益以美國原油庫 存續降,帶動油價走高。6月17日布蘭特原 油現貨價格為每桶72.91美元,較3月底大漲 14.8%(圖25)。

圖25 布蘭特原油現貨價格



主要國際機構基於全球原油需求預期 元,遠高於上年之41.7美元(表10)。 增加,對本年油價平均預測值為每桶66.0美

表10 布蘭特原油價格預測

單位:美元/桶

預測機構	預測日期	2020年實際值	2021年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2021/6/3		65.2
經濟學人智庫(EIU)	2021/6/15	41.7	66.0
IHS Markit	2021/6/15	41.7	66.7
平均			66.0

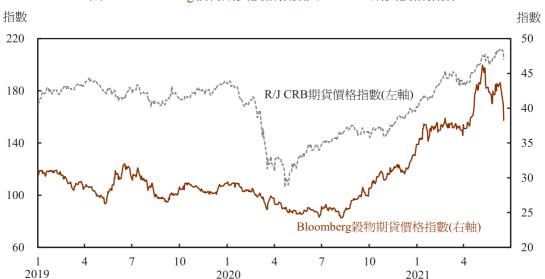
資料來源:Refinitiv Datastream、EIA、EIU、IHS Markit

二、穀價勁揚後回落

本年4月初以來,美國農業部下調全球 小麥及玉米庫存預估,加以美國及巴西產區 天候不佳3,益以中國大陸對豬飼料用之黃豆 及玉米進口需求強勁,帶動穀價勁揚;5月 中旬後則因美國穀物預估充裕4 且產區天候 改善,巴西黃豆產量亦預期創新高而轉跌, 惟6月17日Bloomberg穀物期貨價格指數仍較 3月底小漲1.6%(圖26)。

三、整體國際商品價格走升

銅、鋁等工業用金屬價格亦因全球經濟 復甦,需求升溫而大漲。代表整體國際商 品價格之R/J CRB期貨價格指數則隨大宗商 品價格上揚而走高,6月17日較3月底勁揚 10.4%(圖26)。



Bloomberg穀物期貨價格指數與R/J CRB期貨價格指數

註:Bloomberg穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)之黃豆、 小麥、玉米距到期日3個月期貨合約價格計算; R/J CRB期貨價格指數則係由能源、穀物、牲 畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等6大類別,共19種商品期貨價格編製而成,其中以能源類 商品權重39%最高。

資料來源: Bloomberg、Refinitiv Datastream

³美國產區4月中旬乾旱,下旬降雪;巴西產區則乾旱。

⁴ 美國農業部預估其穀物產量將增加,對穀物庫存預估亦高於市場預期。

國內經濟金融日誌

民國110年4月份

- 6日 △金管會承釋商業銀行依銀行法第75條興建自用不動產或原有不動產就地重建,投 入之資金於建造完成取得所有權前,不計入銀行淨值20%等限額規範。
- 8日 △為利信用合作社拓展授信業務,分散授信風險,擴大信用合作社界合作領域,金 管會修正「信用合作社非社員交易限額標準」,放寬信用合作社間辦理聯合授信 案件之參貸計得不受業務區域之限制。
- 9日 △為防杜短期炒作不動產,維護租稅公平,立法院三讀通過「所得稅法」修正案(房 地合一稅2.0),主要包括延長個人短期交易房地適用高稅率之持有期間、營利事 業比照個人依持有期間按差別稅率課稅等規範,自110年7月1日起施行。
- 13日 △立法院三讀通過「勞工保險條例」修正案,未來勞工保險年金及一次金給付皆可 存入專戶,專戶內存款不會被扣押、供擔保或強制執行,以增進勞工受領勞保給 付權益保障。
- 14日 △為利認定所得基本稅額條例之國內高風險新創事業公司,財政部會同經濟部訂定 發布「所得基本稅額條例第十二條高風險新創事業公司認定辦法」。
- 15日 △金管會核准疫苗保險商品,期藉由風險之移轉,提升民眾接種疫苗意願,並發揮 保險安定社會之功能。
- 16日 △美國財政部公布匯率報告,台灣未列名匯率操縱國。在本次匯率報告公布前,中 央銀行曾提供「台美經貿關係與新台幣匯率走勢」報告,做為雙方溝通基礎,並 強調中央銀行匯率政策旨在維持有秩序的外匯市場及金融穩定。
- 21日 △為強化第一上市(櫃)公司之監理及推動上市(櫃)公司財務資訊揭露之及時性,金管 會修正「公開發行公司財務報告及營運情形公告申請特殊適用範圍辦法」。
- 22日 △標普(Standard & Poor's)信評公司將我國主權信用評等「AA-」調升為「AA」,並 將展望由「穩定」調升為「正面」。
- 23日 △立法院三讀通過「勞工職業災害保險及保護法」,以專法的形式整合職災保障規 節,讓勞工獲得完整保障,內容包括擴大加保對象、提升給付保障、充實津貼補 助,以及整合職災預防與重建業務等。

△中美洲銀行(CABEI)與我國簽屬協定,首度跨區域在台設立國家辦事處,主要係 著眼我國金融體系穩定及資本市場發達之優勢,藉此加強該行與亞太地區之聯繫 並吸引投資。

民國110年5月份

- 3日 △勞動部修正「基本工資審議辦法」,明定基本工資審議委員會委員任一性別比例 不得少於三分之一,以落實性別平等理念。
- 4日 △立法院三讀通過「保險法」修正案,以引導保險業資金投資國內產業、公共及社 會福利事業,健全保險業財務結構並強化公司承受風險之能力,以及完善及強化 保險監理法制。
 - △配合平均地權條例及不動產經紀業管理條例之修正,內政部修正「不動產成交案 件實際資訊申報登錄及預售屋銷售資訊備查辦法」。
- 6日 △金管會修正「證券商設置標準」、「證券商管理規則」、「證券商負責人與業務 人員管理規則」,開放證券經紀商辦理基金居間業務,及開放金融科技創新實驗 申請人改制為證券商等。
- 7日 △立法院三讀通過「貨物稅條例」修正案,以賡續鼓勵中古汽、機車汰舊換新及購 冒節能電器,達成防制空氣汗染、節能減碳及促進綠色消費等政策目標。
 - △中央銀行召開研商「強化選擇性信用管制措施執行成效」會議,促請銀行應確實 遵循中央銀行規定,並落實授信風險定價原則。
 - △為降低一般事業成本負擔,經濟部中小企業處修正「企業小頭家貸款要點」,貸 款利率依各項保證條件調降0.005個百分點。
 - △因應嚴重特殊傳染性肺炎影響,財政部展延110年5至7月部分稅捐申報繳納期限, 納稅義務人並得於規定繳納期間內申請延期或分期繳納稅款。
- 14日 △立法院三讀通過「都市更新條例」修正案,明定若有明顯危害公共安全之建築 物,在民眾已有拆除重建共識下,地方政府得依建築法規定程序先行拆除,並放 寬最高可達原容積1.3倍之容積獎勵規定,期望加速都更進程。
- 18日 △立法院三讀通過「公共債務法」修正案,明定中央及直轄市應以當年度稅課收入 至少5%至6%,編列債務還本,以強化債務管理。
 - △立法院三讀通過「住宅法」修正案,主要包括將社宅弱勢戶比率提高到至少

- 40%, 並將公益出租人及社宅包租代管房東免稅額提高至1.5萬元,以加強照顧青 年及弱勢民眾。
- 20日 △鑒於國內疫情升溫,為配合行政院鼓勵民眾多運用線上金融服務,降低染疫風 險,中央銀行督促財金公司於疫情期間減免網路銀行與實體ATM跨行轉帳手續 費。
- 21日 △立法院三讀通過「土地稅法」修正案,增訂非都市土地被徵收前移轉,免徵土地 增值稅之要件,包括供公共設施使用等,以保障納稅義務人權益。
 - △金管會核釋「保險業各種準備金提存辦法」,規範人身保險業於指定平台銷售特 定保障型商品適用之責任準備金利率,自110年7月1日生效。
- 24日 △財政部核釋「房屋稅條例」、「娛樂稅法」、「使用牌照稅法」,因應嚴重特殊 傳染性肺炎疫情擴大限制措施,配合關閉休閒娛樂場所、觀展觀賽場所及教育學 習場域等,由地方稅稽徵機關主動核定停止營業期間之房屋稅、停徵娛樂稅及使 用牌照稅。
- 25日 △財政部修正「金融機構執行共同申報及盡職審查作業辦法」,明定申報金融機構 因解散等情事辦理之申報期限,及稅捐稽徵機關得向金融機構進行必要檢查等規 定。
- 31日 △立法院三讀通過「嚴重特殊傳染性肺炎防治及紓困振興特別條例」修正案,延長 條例適用時間至110年6月30日止,以及提高特別預算經費上限為新臺幣8.400億 元。

民國110年6月份

- 1日 △為提升壽險業者資產負債配置效率,金管會修正「保險業辦理國外投資管理辦 法」,放寬保險業外幣保單準備金不計入國外投資限額等規範。
- 2日 △為配合實務執行需要,內政部修正「自建自購住宅貸款利息及租金補貼辦法」、 「修繕住宅貸款利息及簡易修繕住宅費用補貼辦法」。
- 3日 △因應國內疫情,行政院公布「紓困4.0」方案,相關紓困申請及發放時程分成三 波:第一波個人的紓困現金於110年6月4日起發放,第二波個人及事業紓困申請及 貸款於6月7日起開始申請,第三波孩童家庭防疫補貼、勞工紓闲貸款於6月15日 開始發放及申請。

- - △中央銀行提高中小企業貸款專案融通額度至4.000億元,並延長企業申貸期限至 110年12月31日,企業新申貸案件適用本專案優惠利率之期限得至111年6月30日, 以及放寬貸款申請條件,以持續協助中小企業度過疫情難關,自110年6月4日生 效。
 - 4日 △經濟部修正「經濟部對受嚴重特殊傳染性肺炎影響發生營運困難產業事業紓困振 興辦法 _ ,新增艱困事業之認定要件、新增商業服務業營業衝擊補貼措施等規 定,追溯自110年6月3日起施行。
 - 9日 △勞動部修正「安心就業計畫」,延長實施期間至111年6月30日,請領上限提高至 24個月,以降低疫情期間,薪資減損對減班休息勞工生計的衝擊。
 - 10日 △內政部函令110年5月4日修正發布之「不動產成交案件實際資訊申報登錄及預售屋 銷售資訊備查辦法」,自110年7月1日施行。
 - 17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1.125%、1.5%及3.375%不變。
 - △配合電子支付機構管理條例修正,中央銀行修正「非銀行支付機構儲值款項準備 金繳存及查核辦法」,名稱並修正為「專營電子支付機構收受儲值款項準備金繳 存及查核辦法」,包括將電子票證機構併入專營電子支付機構、修正應提準備額 計算方式等規定,自110年7月1日施行。
 - △瑞士洛桑管理學院(IMD)發布「2021年IMD世界競爭力年報」,在全球64個受評 比國家中,台灣排名第8名,較上年進步3名,為2013年以來最佳。
 - 18日 △立法院三讀通過「中央政府嚴重特殊傳染性肺炎防治及紓困振興特別預算第3次 追加預算案」。
 - △立法院三讀涌過「外國專業人才延攬及僱用法」修正案,新增專業工作適用對 象、增加居留及依親之友善規定,並優化租稅及社會保障等措施。
 - △因應疫情衝擊,勞動部修正「安心即時上工計畫」,延長提供公部門臨時工作職 缺的實施期間至111年6月30日,並放寬申請資格,以及提高津貼請領時數上限。
 - 21日 △為落實洗錢及資恐防制法規定,內政部修正「地政士及不動產經紀業防制洗錢及 打擊資恐辦法」,增訂一定金額以上通貨交易之申報機制、修正疑似洗錢或資恐 應向法務部調查局申報等規定。
 - △金管會承釋銀行對海外之主權國家債權,以當地貨幣計價並以相同幣別計價之負

- 債作為資金來源者,於計算資本適足比率時,得適用當地主管機關對該債權所定 之風險權數,自110年7月1日施行。
- 23日 △中央銀行調整中小企業專案貸款之小規模營業人貸款方案每戶貸款最高額度,由 50萬元提高至100萬元,自110年6月24日生效。對於已申請該專案貸款者,得於各 方案額度上限範圍內,再向銀行申請貸款,以加大貸款戶之資金運用彈性。
- 24日 △行政院推出「紓困4.0精進方案」,放寬對自營業者及勞工紓困貸款所得認定的基 準、新增有投保的打工族補助,提供新創、演藝團體紓闲貸款,以及電費、租金 减免等。
 - △為協助部分工時勞工度過疫情難關,勞動部訂定「勞動部因應嚴重特殊傳染性肺 炎影響辦理部分工時受僱勞工生活補貼計畫」,發放「部分工時受僱勞工生活補 貼」,受理請領期間自110年6月28日起至8月31日止。
- 29日 △配合「電子支付機構管理條例」修正,並落實外匯管理及簡政便民,中央銀行修 正「外匯收支或交易申報辦法」、「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意 事項」、「外匯證券商輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」及「民營事業 中長期外債申報要點」,將電子支付機構及其未來辦理之匯兌業務納入管理、增 訂得以命令機動調整個別申報義務人及特定匯款性質之每年累積結購或結售金額 等規定,自110年7月1日施行。
 - △因應疫情衝擊,為拓增短期工作機會的供應管道,勞動部訂定「輔導民間團體即 時上工計畫」,協助勞工參與民間團體提供符合公共利益、增進社會福祉之計時 工作, 並核給工作津貼及防疫津貼。
- 30日 △配合房地合一稅2.0自110年7月1日施行,財政部修正發布「房地合一課徵所得稅 申報作業要點」、「各類所得稅扣繳率標準」,自110年7月1日生效。

國際經濟金融日誌

民國110年4月份

- 1日 △石油輸出國組織(OPEC)與其盟國決議本(2021)年5~7月將逐月縮小原油減產 規模(亦即逐月小幅增產)。
- 6日 △國際貨幣基金(IMF)發布「世界經濟展望報告」(World Economic Outlook)表 示,近期主要經濟體續推財政激勵方案目加速接種COVID-19疫苗,全球經濟顯著 改善,預測本年全球經濟成長6.0%,惟各國間及部門間復甦進程明顯分歧,前景 仍取決於疫情及疫苗的發展。
- 14日 \triangle 新加坡本年第1季經濟成長率初估值為0.2%,高於上(2020)年第4季之-2.4%,主 因營建業及服務業萎縮幅度縮小;GDP季增率初估值為2.0%,低於上年第4季之 3.8%, 主因營建活動再度受到工地防疫措施限制。
- 16日 △中國大陸本年第1季經濟成長率為18.3%,大幅高於上年第4季之6.5%,主因元旦 及春節需求暢旺,加以政府密集推出激勵消費措施及基期較低,消費對經濟成長 之貢獻大幅增加;投資及淨輸出之貢獻亦增加。
- 22日 △歐洲央行(ECB)維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別 於0.00%、0.25%及-0.50%不變,每月200億歐元資產購買計畫(APP)與總規模 1.85兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)亦維持不變;並重申基於對金融情 勢及通膨展望的綜合評估,將在本季加快PEPP購債步調。
- 27日 △南韓本年第1季經濟成長率為1.8%,高於上年第4季之-1.2%,主因企業投資、出口 加速成長,以及民間消費反彈回升。
- 28日 △亞洲開發銀行(ADB)發布「亞洲展望報告」(Asian Development Outlook)表 示,在全球經濟穩定復甦及疫苗施打具進展之支持下,預測亞洲開發中經濟體本 年經濟成長率將自上年之-0.2%強勁反彈至7.3%。
 - △美國聯邦公開市場委員會(FOMC)決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變,且將持續現行每月至少1,200億美元之購債步調,直至充分就 業與物價穩定目標之達成具顯著進展;主席Powell表示,美國經濟要取得實質進 展仍需要一段時間,現在不是討論降低購債速度或升息之時機。

- 29日 △美國本年第1季經濟成長率(與上季比,換算成年率)為6.4%,高於上年第4季的 4.3%,主要受民間消費支出大幅成長所帶動,政府支出亦明顯增加;民間投資雖 下滑,惟主要係企業消化庫存所致,固定投資方面則為正成長。
- 30日 △歐元區本年第1季經濟成長率初估值為-1.8%,高於上年第4季之-4.9%,成員國持續防疫管制措施影響經濟復甦進程,主要成員國德國及義大利GDP持續萎縮,法國則因國內需求與投資升溫,GDP由上年第4季之萎縮4.8%轉為成長1.5%。

民國110年5月份

- 11日 △聯合國(UN)發布「2021年全球經濟情勢與展望期中報告(World Economic Situation and Prospects as of mid-2021)」指出,在部分大型經濟體迅速施打 COVID-19疫苗下,全球經濟展望轉佳,今、明(2022)兩年經濟成長率預測值分 別為5.4%及4.1%,惟各國疫苗施打率差異甚大,將造成各國經濟復甦情形不一。
- 18日 △日本本年第1季經濟成長率(與上季比,換算成年率)為-5.1%,係連續兩季成長 後再陷入衰退,主因疫情復熾,餐飲及住宿等活動停滯,重創民間消費。
- 25日 △新加坡本年第1季經濟成長率由初估值0.2%上修至1.3%,優於上年第4季 之-2.4%,主因服務業衰退幅度明顯縮小。
- 31日 △經濟合作暨發展組織(OECD)發布「OECD經濟展望報告」(OECD Economic Outlook)指出,隨COVID-19疫苗部署範圍擴大,全球經濟前景顯著好轉,今、明兩年成長率預測值分別為5.8%及4.4%。各經濟體復甦表現不一,疫情演變及疫苗之部署速度仍為影響未來前景之不確定因素。

民國110年6月份

- 1日 △石油輸出國組織(OPEC)與盟國為因應全球原油需求續增,維持本年5~7月縮小 減產規模(即小幅增產)計畫不變。
- 8日 △世界銀行(World Bank)發布「全球經濟展望」(Global Economic Prospects)報告指出,本年全球經濟將因主要經濟體經濟大幅反彈而重拾成長動能,並將迎接80年來最強勁之衰退後復甦,且復甦態勢將延續至明年,今、明兩年全球經濟成長率預測值分別為5.6%及4.3%。
 - △歐元區本年第1季經濟成長率由-1.8%上修至-1.3%,家計單位最終消費支出仍疲

- 弱,固定資本形成及淨出口對經濟成長率為正貢獻。主要成員國方面,德國第1 季經濟成長率為-31%, 法國為12%。
- △日本本年第1季經濟成長率(與上季比,換算成年率)由-5.1%上修至-3.9%,主因 企業設備投資、存貨變動、政府消費及公共投資均優於初估值。
- 9日 △南韓本年第1季經濟成長率由1.8%略上修至1.9%,主因輸出及民間消費復甦優於 預期。
- 10日 △歐洲央行(ECB)決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率 分別於0.00%、0.25%及-0.50%不變,每月200億歐元資產購買計畫(APP)及總規 模1.85兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)亦維持不變,預計未來幾季PEPP 的淨購債速度將較本年前幾個月顯著提高。總裁Lagarde表示,近月通膨加速上揚 主要反映能源價格上漲及低基期效應等暫時性因素。由於存在閒置產能,整體物 價上漲動能仍屬疲弱,討論終止PEPP的時機尚未成熟。
- 16日 △美國聯邦公開市場委員會(FOMC)決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變,且將持續現行每月至少1,200億美元之購債步調,直至充分就 業與物價穩定目標之達成具顯著進展。主席Powell表示,預期經濟活動重啟,將 帶來需求大幅反彈,就業市場招聘困難情況恐將延續,進而增加通膨現象持續更 久之可能性,惟當暫時性因素消退,長期涌膨仍將回落;目前仍非討論縮減購債 時機,惟未來會議將持續進行相關評估。
- 18日 △日本央行(BoJ)決議維持短期政策利率(銀行存放央行之新增超額準備金利 率)於-0.10%,及長期利率目標(10年期公債殖利率)於0%左右不變,亦將持 續執行購債計畫。另為充分支援受COVID-19疫情影響之中小企業所需的營運資 金,將新型企業金融支援特別操作期限由本年9月底再延長半年至明年3月底。

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	

	1				1	
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	各國中央銀行法選輯(2013年 版)(上冊)	圖書	1,200	
30	1010203393	法務室	各國中央銀行法選輯(2013年 版)(下冊)	圖書	1,000	
31	1010802049	法務室	各國中央銀行法選輯(2019年 版)(上冊)《中英對照本》	圖書	1,300	
32	1010802050	法務室	各國中央銀行法選輯(2019年 版)(中冊)《中英對照本》	圖書	1,150	
33	1010802052	法務室	各國中央銀行法選輯(2019年 版)(下冊)《中英對照本》	圖書	1,250	
34	1009801079	法務室	各國中央銀行法選譯(續編)	圖書	600	
35	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》	圖書	1,200	
36	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹(88年12月)	圖書	贈閱	
37	12072890017	秘書處	認識中央銀行(89年12月)	圖書	贈閱	
38	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻(90年12月)	圖書	贈閱	
39	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan) (2003/6)	圖書	贈閱	
40	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
41	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	
42	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	
43	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑92年至98年	圖書	600	
44	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43卷第2期)

發行人:楊金龍主編: 吳懿娟

編 輯 委 員:李榮謙 蔡惠美 曹體仁 程玉秀

游淑雅 彭德明 張天惠

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 110 年 6 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

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

復北門市/地址:10476台北市復興北路386號

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 傳真:(02)2518-0778

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)