

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第三十卷 第二期

亞洲開發銀行第四十一屆年會中華民國  
理事書面講辭

台灣總體經濟與金融穩定之實證研究

我國金融機構轉投資相關問題之探討

中央銀行 編印

中華民國九十七年六月

# 中央銀行季刊

第三十卷 第二期

中央銀行 編印

中華民國九十七年六月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第三十卷 第二期

### 專 載

中央銀行理監事聯席會議決議（97年6月26日發布） .....	中 央 銀 行	1
民國97年貨幣目標區之檢討與修訂說明 .....	中 央 銀 行	5
亞洲開發銀行第四十一屆年會中華民國理事書面講辭 .....	彭 淮 南	11

### 論著與分析

台灣總體經濟與金融穩定之實證研究 .....	鍾經樊、詹維玲	15
我國金融機構轉投資相關問題之探討 .....	楊 蓁 海	45

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國97年第1季）		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	81
國際收支 .....	國 際 收 支 科	91
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	101
金融市場 .....	尤義明、楊蓁海 張炳耀、王正芬	107
國際經濟金融情勢（民國97年第1季） .....	國 際 經 濟 科	129

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國97年4月至6月） .....	國 內 經 濟 科	151
國際經濟金融日誌（民國97年4月至6月） .....	國 際 經 濟 科	157



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(97年6月26日發布)

## 一、本(26)日本行理事會決議：

(一) 為穩定物價，並抑制通膨預期心理，本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，分別由年息3.5%、3.875%及5.75%調整為3.625%、4%及5.875%，自本(97)年6月27日起實施。

另調升新台幣活期性存款準備率1.25個百分點，定期性存款準備率0.75個百分點(詳附表)，自本年7月1日起實施。

(二) 鑑於上(96)年底本行設訂本年貨幣成長目標區後，國人資產選擇愈趨多樣化，以及通膨預期明顯上升，使貨幣需求下降；益以年初以來新台幣升值，造成外匯存款折成新台幣後之金額減少因素，經更新設定值，將本年M2成長目標區由原訂之3%至7%修訂為2%至6%。

二、貨幣政策操作係逐日不間斷之工作。本行每日均密切觀察市場資金情況，透過發行定存單等工具，積極進行公開市場操作，俾維持市場資金在合理水準。

本次會議決議，主要考量因素如次：

(一) 物價上漲壓力增加：由於能源與食

物等進口商品價格持續攀高，本年1至5月消費者物價(CPI)年增率升達3.66%；行政院主計處預測全年CPI年增率為3.29%。鑑於全球能源等原物料及商品價格居高，國內油電價格仍有上漲壓力，造成社會大眾通膨預期心理上升，不利於經濟景氣成長。

(二) 經濟穩健擴張：本年雖美國景氣趨緩，惟我國對亞洲區域貿易表現仍佳；加以下半年政府加強推動公共建設，民間投資可望提升，行政院主計處上修本年經濟成長率至4.78%，經濟持續穩健擴張。

(三) 實質利率仍低：本年物價漲幅擴大，致實質利率仍低。為避免實質利率過低影響資產配置效率，調升利率有其必要。

(四) 降低貨幣數量之流動性：本年3月本行理事會決議實施後，銀行活期性存款年增率已由3月之-1.35%降至5月之-1.43%，定期性存款年增率則由1.65%升至4.18%，民眾持有貨幣之流動性逐漸降低。在維持適度之貨幣數量M2成長下，本行適度調升存款準備率，以加強準備

貨幣管理，並降低貨幣數量之流動性，將有助於物價之穩定。

三、年初以來新台幣對美元升值，有助減緩輸入性通膨壓力。本年1至5月以美元計價之進口物價上漲20.81%，惟以新台幣計價之進口物價漲幅降為13.62%。

四、新台幣匯率由外匯市場供需決定，惟如因季節性因素、不規則因素干擾外匯市場之正常運作時，本行將維持外匯市場之秩序。

五、穩定物價為本行貨幣政策職責，本行自當竭盡所能，致力對抗通膨(詳附件一)；惟審慎之貨幣政策僅係達成物價

穩定之必要條件，並非充分條件。鑑於當前物價上漲之源頭主要來自國際油價及農產品漲升，面對來自供給面之輸入性通膨時，仍需其他政策相互搭配，以充分發揮總體經濟政策穩定物價之效果。

六、近期為因應物價上漲情勢，政府已實施「當前物價穩定方案」，照顧中低收入戶，各界宜配合採行包括節省能源、提升能源使用效率等措施，並提高生產力，當有助於降低企業生產成本，抑低物價及提高產出。

附表 存款準備率調整表

對存款額百分比

項 目	調整前準備率	調整後準備率
支票存款	10.750	12.000
活期存款	9.775	11.025
活期儲蓄存款	5.500	6.750
定期存款	5.000	5.750
定期儲蓄存款	4.000	4.750
外匯存款	0.125	0.125
外匯存款以外之其他各種負債	0.000	0.000

## 附件一 本行因應當前物價上漲之政策說明

### 一、近年來物價高漲屬全球性現象，我國物價漲幅與主要國家比較，仍相對穩定

近年來由於中國、印度等新興國家經濟快速成長，用油需求殷切，加上國際資金介入炒作，推升國際油價；益以糧食作物移作替代能源，以及全球暖化，天候惡劣如澳洲旱災，農牧產品減產。因此，國際原油及農

產品等原物料成本急遽攀升，促使世界各國均面臨能源及食物等商品價格高漲的通膨壓力，主要國家消費者物價指數(CPI)年增率普遍升高。我國屬小型而高度開放經濟體，且農工原料缺乏，大多依賴進口，無法避免此一衝擊。本(97)年1至5月平均CPI年增率為3.7%，其中約67%來自進口物價上漲所致。但物價漲幅與主要國家比較，仍相對穩定。

#### 主要國家CPI年增率

單位：%

	我國	南韓	香港	新加坡	印尼	泰國	馬來西亞	菲律賓	中國	美國	日本	歐元區
95	0.6	2.2	2.0	1.0	13.1	4.7	3.6	6.2	1.5	3.2	0.3	2.2
96	1.8	2.5	2.0	2.1	6.4	2.2	2.0	2.8	4.8	2.9	0.1	2.1
97/1-5	3.7	4.1	5.0	7.0	8.5	5.8	2.9	6.9	8.1	4.1	*0.9	3.4

註：\*表示係為97/1-4之統計資料。

### 二、本行因應物價上漲措施

貨幣政策操作係逐日不間斷之工作。本行每日均密切觀察市場資金情況，透過發行定存單等工具，積極進行公開市場操作，俾維持市場資金在合理水準。

93年以來，由於國內經濟溫和擴張，加上國際原油等原物料行情攀升，通貨膨脹潛在壓力逐漸升高。為因應物價上漲，央行所採取之緊縮性貨幣政策措施包括：

1. 控制貨幣數量於合理水準：本行除收

受銀行轉存款，以控制市場流動性外，每日密切觀察市場資金狀況，並以發行定存單或換匯交易等工具進行公開市場操作，積極沖銷市場餘裕資金。影響所及，準備貨幣與貨幣數量適度成長，銀行超額準備維持低檔，本年1至5月剔除問題銀行後之超額準備為111億元。

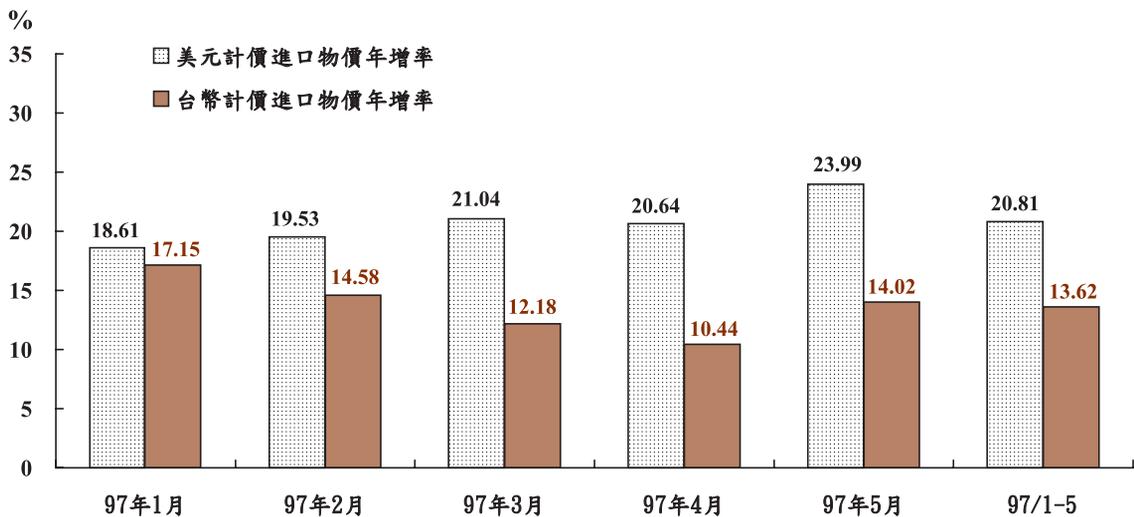
2. 持續微調政策利率：為防範通貨膨脹潛在風險，93年10月迄本年5月15次調升重貼現率共2.125個百分點。

3. 降低貨幣數量之流動性：本年3月本

行理事會決議，將金融機構存放本行之存款準備金乙戶利率，源自活期性存款部分給付年息0.25%，源自定期性存款部分給付年息2.75%。實施後，銀行活期性存款年增率已由3月之-1.35%降至5月之-1.43%，定期性存款年增率則由1.65%升至4.18%，民眾持有貨幣之流動性逐漸降低。在維持適度之貨幣數量M2成長下，本行適度調升存款準備率，

以加強準備貨幣管理，並降低貨幣數量之流動性，將有助於物價之穩定。

4.本年以來新台幣對美元升值，紓緩輸入性通膨壓力：本年1至5月平均以美元計價之我國進口物價年增率為20.81%；惟新台幣對美元升值，有助於減緩輸入性通膨壓力，本年1至5月平均以新台幣計價之我國進口物價年增率降為13.62%。



### 三、維持物價穩定需要各種政策配合

近年來為因應日益升高的物價上漲壓力，行政院成立「穩定物價小組」，本行積極參與，將隨時密切注意物價情勢的發展，採行妥適的貨幣政策措施。

雖然妥適的貨幣政策是達成物價穩定的必要條件，但不是充分條件。鑑於當前物

價上漲之源頭主要來自國際油價及農產品漲升，面對來自供給面之輸入性通膨時，仍需其他政策相互搭配，以充分發揮總體經濟政策穩定物價之效果。各界宜配合採行包括節省能源、提升能源使用效率等措施，並提高生產力，當有助於降低企業生產成本，抑低物價及提高產出。

# 民國97年貨幣目標區之檢討與修訂說明

## 一、本(97)年貨幣目標區之訂定

本行於去(96)年底根據主計處當時預測本年之經濟成長率4.53%、消費者物價上漲率1.84%、以及利率等金融面變數的預估值後，訂定本(97)年M2成長目標區間為3.0%至7.0%。

## 二、本年目標區設定之檢討與修訂

由於M2目標區的訂定，係先估計貨幣需求函數模型，並設定函數中各外生變數的數值之後，再利用動態模擬方式推估而得。自去年底迄今，總體經濟與金融情勢已發生若干變化，致模型中各變數的數值有所變動。因此，以下本文將重新估計貨幣需求函數，並更新各外生變數值，然後重新代入貨

幣需求函數，據以推估資料更新後的M2目標區。步驟如下：

### 1. 重新估計貨幣需求函數

去年底設定貨幣目標區時，模型估計的樣本期間為民國80年第1季至96年第3季，貨幣需求函數估計結果見表1的(1-1)式，表1下方說明各解釋變數之定義。本次的設定檢討，則延伸2個樣本點，即樣本期間改為民國80年第1季至97年第1季，依此得到貨幣需求函數估計結果如表1的(1-2)式。比較表1之(1-1)與(1-2)式可知，解釋變數的符號與統計顯著性維持不變，其中，M2前期項與預期通膨的估計係數取絕對值後呈上升，而所得的係數估計值則呈下降。造成估計結果產生差異的原因，可能是受到96年下半年後，國內經濟成長較快與通膨遽升，但M2成長卻

表1 97年貨幣目標區之貨幣需求函數設定與估計結果比較(原估計與延長2個樣本點)

應變數： $\ln(M2*100/CPI)$

程式 代號	樣本期間	解釋變數係數估計值								$\bar{R}^2$	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	$\ln(M2*100/CPI)-1$	$\ln(GDP01)$	OC	$d(\ln(CPI))$	S1	S2	S3			
(1-1)	80.1-96.3	0.252 (2.67)**	0.904 (43.90)**	0.092 (3.24)**	-0.012 (-2.35)*	-0.998 (-8.61)**	0.023 (9.93)**	-	0.005 (2.08)*	0.9995	0.0071	0.963
(1-2)	80.1-97.1	0.390 (4.87)**	0.929 (49.41)**	0.050 (2.17)*	-0.012 (-2.14)*	-1.062 (-9.51)**	0.022 (9.29)**	-	0.006 (2.48)*	0.9995	0.0074	0.773

說明一：符號代表之意義如下：

1.  $\ln$ 代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。實質貨幣餘額： $\ln(M2*100/CPI)$ 。
3. CPI：消費者物價指數，以民國95年為基期。
4. GDP01：以民國90年為基期之實質國內生產毛額(GDP)，為主計處於民國97年5月29日發佈之實質GDP水準值。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即 $OC=CPS30/4-IRY1/4$ ，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S2,S3：季節虛擬變數。

說明二：解釋變數估計係數下方括號內之數字代表t值，\*\*及\*分別代表在1%及5%顯著水準下顯著異於零。

明顯減緩的經濟情勢轉變影響，使得所得、物價與M2三者關係發生變化所致。

至於重估後的貨幣需求函數的相關診斷檢定結果及說明詳見表3，穩定性檢定則詳見圖1與圖2。由表3及圖1、2可以看出，各項檢定結果顯示方程式的模型設定及穩定性大致可以接受。

## 2. 重新設定模型外生變數值

為重新估算本(97)年貨幣成長目標區，各項解釋變數的數值必須預先設定，其中，第2至4季的經濟成長率及物價上漲率係依據主計處本年5月29日公布之預測數；而利率部份，第2至4季之1-30天期商業本票次級市場利率以及銀行一年期定存利率之設定，均假設維持於近期數值(本年5月平均值)。有關模型中各外生解釋變數預設值的變動列如表

2。

茲進一步說明外生變數新預設值與原預設值的差異如下：

(1)去(96)年第4季M2值向下修正：去年第4季M2年增率，由原先的預估值3.13%，向下修正為實際值2.45%(下調0.68個百分點)；<sup>註1</sup>

(2)經濟成長率上修：根據主計處本年5月份之預測，本年全年經濟成長率將由去年底預估之4.53%，向上修正為4.78%(上修0.25個百分點)；

(3)消費者物價上漲率上修：根據本年第一季的CPI實際值，以及主計處本年5月份對第2至4季CPI之預測數，綜合計算本年我國消費者物價上漲率，將由原先預測之1.84%，向上修正為3.29%(上修1.45個百分

表2 97年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

	年/季	經濟成長率	消費者物價上漲率	持有M2之機會成本			預期物價上漲率	貨幣需求函數動態模擬值	模型外因素-信託投資公司被商銀購併	合計	目標中線值	M2成長目標區
				(1)=[(2)-(3)]/4	1-30天期商業本票次級市場利率(年率)	一年期定存利率(年率)						
		(%)	(%)		(2)	(3)	(%)					
原預設值	97/1	5.53	2.43	-0.138	1.99	2.54	-1.68					
	2	4.92	2.69	-0.138	1.99	2.54	1.08					
	3	3.84	1.94	-0.138	1.99	2.54	0.69					
	4	3.90	0.33	-0.138	1.99	2.54	0.24					
	全年(a)	4.53	1.84	-0.138	1.99	2.54	0.08	4.90	0.21	5.11	5.0	3.0-7.0
初新步預統設計值	97/1	6.06	3.58	-0.155	2.00	2.62	-1.10					
	2	4.57	3.98	-0.165	2.00	2.66	1.21					
	3	4.01	3.76	-0.165	2.00	2.66	1.21					
	4	4.54	1.89	-0.165	2.00	2.66	0.54					
	全年(b)	4.78	3.29	-0.163	2.00	2.65	0.47	3.77	0.10	3.87	4.00	2.0-6.0
變動=(b)-(a)	0.25	1.45	-0.025	0.01	0.11	0.39	-1.13	-0.11	-1.24	-1.00	-	

說明：外生變數值中的粗體字表示實際值。

點)；

(4)持有M2之機會成本微幅下調：持有M2之機會成本(1-30天期商業本票次級市場利率減去銀行一年期定存利率)由原預設值-0.138%，向下調整為-0.163%(下修0.025個百分點)，主要反映定存利率上升幅度大於商業本票利率。

### 3. 重新推估本年M2成長目標區

(1)將表2各項外生變數的各季新設定值，分別代入貨幣需求函數模型(表1的(1-2)式)，並經由動態模擬估算，可得到本年新的M2成長模擬值3.77% (見表2)，較去年底之原模擬值4.90%下降。如加計本年國泰世華銀行合併中聯信託公司對本年M2的影響效果0.10個百分點，則初估之本年M2年增率

為3.87%，並重估目標中線為4%，上下各加計2.0個百分點的統計估計誤差後，設定本年更新後貨幣成長目標區為2%至6%之間。

### 三、本年以來M2成長情況及未來可能走勢

本年1至5月M2平均年增率為1.74%，與原中線值5%比較，低3.26個百分點。就各月M2成長情況來看，本年1月受到銀行放款與投資成長持續減緩，加以上年同期比較基期偏高影響，使得M2年增率走低至1.06%。2、3月間，受外資大量匯入影響，M2年增率反轉上揚，其後，在銀行放款與投資成長回升的帶動下，M2年增率逐步回升，至5月，M2年增率上升為2.34%。

表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定： Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	Theil不等係數U(%)	F統計量	p值
0.00	0.0001	0.72	0.58
3. ARCH檢定： (4期)		4. White 變異數異質性檢定：	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.80	0.53	1.23	0.27

說明：

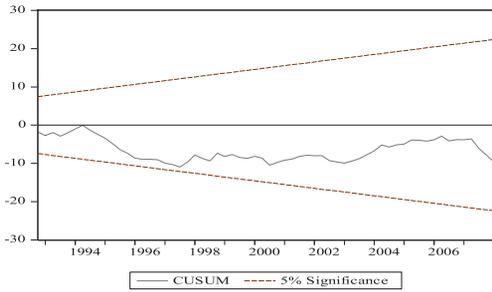
1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80.1-90.3的樣本進行估計後，預測90.4-91.3的M2(動態預測)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測91.4-92.3的M2，重覆此一程序，最後得到24個M2預測值(90.4-96.3)，並據以計算RMSE% (Root Mean Squared Percentage Error)。表中Theil 不等係數U (Theil Inequality Coefficient U)數值則為上述5個移動樣本之Theil 不等係數U之平均值。此外，將Theil U分解為偏誤成份(bias proportion)、變異成份 (variance proportion)、以及共變異成份 (covariance proportion)之結果分別為：032、012以及0.56。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕(1-2)式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性 (autoregressive conditional heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於likelihood ratio test選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性 (heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

展望下半年，國內通膨預期仍高，預期國內經濟穩定成長，銀行信用擴張成長可望維持平穩，惟因國人海外投資盛行，貨幣需求恐不易大幅成長。依據本處最新貨幣估測

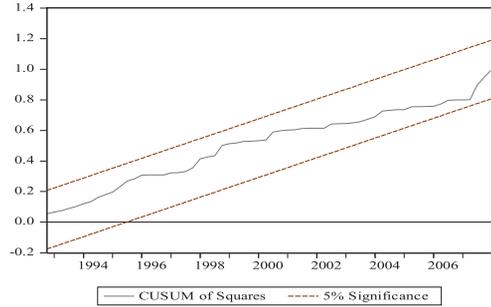
結果，未來各月M2年增率雖受上年比較基期走低的影響而將持續上升，惟預估全年平均年增率仍將低於原定目標區下限3.0%。<sup>註2</sup>

圖1 模型穩定性檢定：(1-2)式

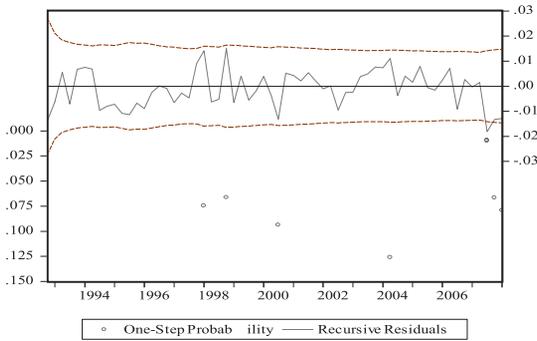
(a) 貨幣需求函數之CUSUM走勢



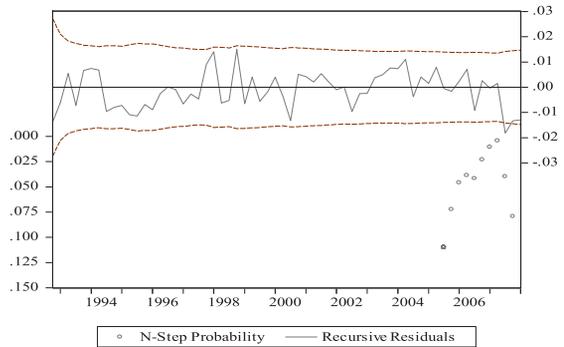
(b) 貨幣需求函數之CUSUM of Squares走勢



(c) 貨幣需求函數之向前一期預測檢定結果



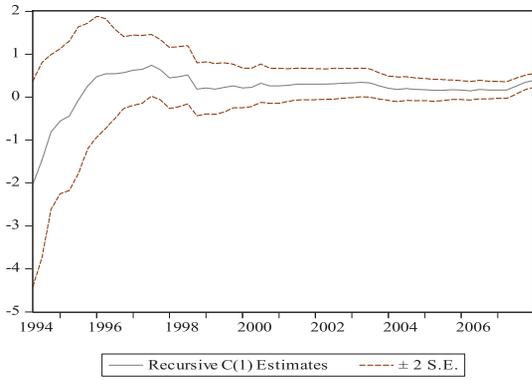
(d) 貨幣需求函數之向前N期預測檢定結果\*



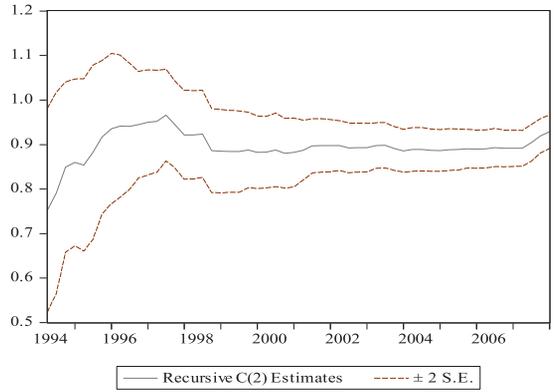
說明：貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前T1個樣本點進行估計，然後進行剩餘T2個資料點的預測。至於T1之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例，T1=7)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

圖2 遞迴係數估計值 (Recursive Coefficient Estimates) : (1-2)式

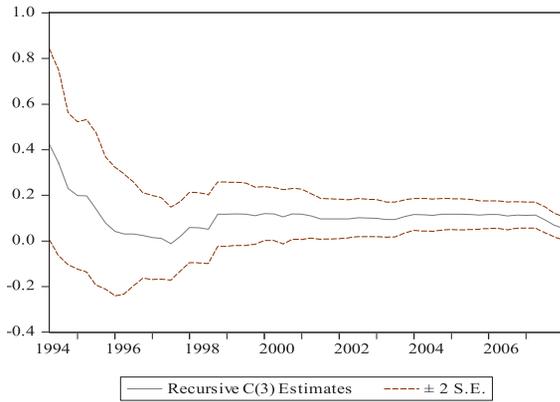
1. 常數項



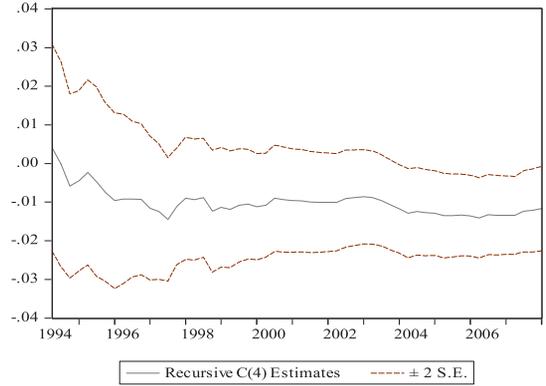
2.  $\ln(M2*100/CPI)_{-1}$



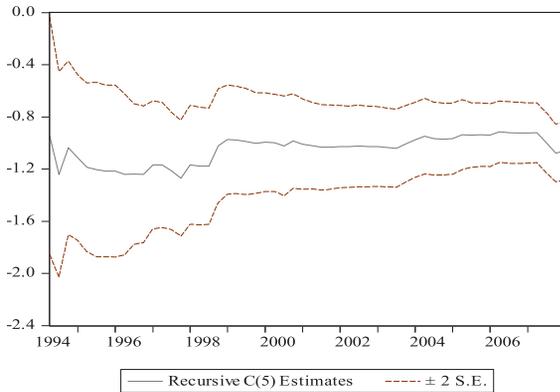
3.  $\ln(GDP01)$



4. OC



5.  $d(\ln(CPI))$



#### 四、結論

1. 在更新外生變數後，本年M2需求模擬值下降為3.87%，更新後的目標中線值為4%，較原設定值5%低1個百分點。如維持上下限寬容度不變(即上下加減2.0個百分點)，則調整後的M2成長目標區間為2%—6%。

2. 鑑於上(96)年底本行設定本年貨幣成長目標區後，國人資產選擇愈趨多樣化，以及通膨預期明顯上升，使貨幣需求下降，為穩定物價，並抑制通膨預期心理，將M2貨幣成長目標區調整為2.0%-6.0%，以宣示本行對抗通膨的決心。

#### 附註

(註1) 去年底進行本年M2目標區的模擬時，係自去年第4季開始進行動態模擬。

(註2) 上年預估本年兩家國內信託投資公司可能改制為商業銀行對M2年增率之影響效果約為0.21個百分點，惟因本年僅調整國泰世華銀行合併中聯信託的效果，對本年M2年增率的影響僅0.10百分點。

## 亞洲開發銀行第四十一屆年會 中華民國理事書面講辭\*

彭淮南\*\*

本人謹代表中華民國代表團，感謝主辦本屆年會的西班牙政府與人民的殷勤接待。自1561年菲利普二世將王宮遷至馬德里後，馬德里一直是歐洲藝術與文化重鎮之一，2001年並被聯合國教科文組織等機構共同評選為首屆的世界圖書之都。亞洲開發銀行第四十一屆年會在此舉辦，甚具歷史意義。本人也願藉此機會向亞洲開發銀行工作同仁的辛勞，表達最誠摯的謝意。

黑田總裁自2005年上任以來，積極推動區域經濟金融整合、協助開發中會員國進行基礎建設並脫離貧困，成績斐然。自去年為例，亞銀去年全年貸款總金額計101.1億美元，較前年增加27.2億美元，淨利為7.6億美元，較前年增加約2億美元，經營表現良好。本人深信，在黑田總裁卓越的領導下，亞銀對亞洲地區經濟永續發展的願景可期。

亞銀最近通過「策略2020：亞銀2008至2020年間長期策略架構」，以根除亞太地區的貧窮問題為最高目標，包括三大策略內容：包容性成長、環境永續成長及區域整合；並計劃於2012年前將亞銀融資的八成集中在基礎建設、環境、區域合作與整合、金

融部門發展及教育等五大核心營運領域。

此一計畫案對2020年前亞太地區經濟面貌做出前瞻規畫，並條列面對的情勢與挑戰，針對解決貧窮所涉相關課題一一解析，進而提出政策性因應措施與改革方向，值得我們肯定讚許。該計畫也指出，為落實執行該項計畫，亞銀體制組織必須進行改革，行政效率、人員素質、服務品質與外界溝通等層面皆應配合調整，而當務之急則在於人力資源策略的檢討與改進。本人認為，此一努力方向，符合外界對亞銀的期望。

此外，本人認為亞洲係當前全球經濟成長最快速的區域，累積了龐大的資金，尤其是東亞地區，更是如此。因此，亞銀應思索如何吸引並善用此一充裕資金，俾有助於該計畫案的推展。至於案中的營運資源配置，亞銀期望在2020年前，將50%的資源用於民間部門發展，30%則用於區域合作與整合。本人認為，前者比重偏高，似偏離開發銀行的宗旨。

前年7月，亞銀提出「區域合作與整合策略」報告，包括四大支柱：跨國基礎建設的區域經濟合作計畫、國際貿易與投資合

\* 亞洲開發銀行第四十一屆年會於本年5月2日至6日在西班牙馬德里舉行。

\*\* 中央銀行總裁

作、貨幣與金融合作與整合、區域公共財合作。近兩年來，我們也看到十分具體的成果。在區域經濟合作計畫方面，大湄公河區域經濟合作計畫與中亞區域經濟合作計畫皆因此而獲益；國際貿易與投資合作方面，亞銀積極支持東南亞國協、東協加三等多種區域論壇，以促進區域內多邊貿易與投資政策對話；在貨幣與金融合作與整合方面，亞銀支持各亞洲論壇財政部長會議、東協加三研究小組、亞洲債券市場倡議等；在區域公共財合作方面，我們樂見亞銀致力於推動管制疾病爆發與其他醫療衛生領域。

本人認為上述的發展皆極具意義，但仍有不少地方值得深思，以做為未來廣化與深化亞銀業務的重要基礎。三年以前，東協加三的非官方東亞智庫網絡曾指出，亞洲區域經濟發展有三項特徵：高經濟成長、高外匯存底與高區域內貿易；但應進一步加強風險管理、強化外匯存底的運用與促進區域金融合作。三年以來，在亞銀與亞洲國家的努力下，這些問題皆有所改進，但金融合作進展仍嫌緩慢。本人以下謹就監控短期國際資本移動、區域匯率協調機制與持續發展亞洲債券市場等方面表示意見。

在監控短期國際資本移動方面，由於全球化的影響，已使得跨國資本流量大幅擴增，容易造成國際金融市場動盪，而自去年下半年以來，國際美元看跌，更使得資本大量流入亞洲地區，十分不利於此區域金融穩

定。本人認為，亞洲國家應正視此一問題，如能建立有效的國際資本移動監控機制，使亞太國家得以透過此一機制，分享相關訊息且採取協調行動，當有助於區域金融穩定。

在區域匯率協調機制方面，自1990年代以來，亞洲地區的區域內貿易逐步擴大，且區域內投資也日益增加。若區域匯率穩定，不但能促進亞洲各國經濟金融穩定，且由於可降低交易成本及減少匯率變動的不確定性，而有助於區域內貿易與投資的成長。近年來，全球不平衡問題與美國次級房貸問題陸續發生，牽動國際美元的變動，也對區域金融穩定產生不利的影響。亞洲國家建立正式的區域匯率協調機制，以實際行動共同穩定亞洲通貨的價位，乃刻不容緩之事。

在發展亞洲債券市場方面，過去亞洲地區蓬勃的經濟發展使儲蓄大增，卻缺乏健全的區域資本市場，將之導引於長期投資。近幾年來，透過亞銀與亞洲國家的努力，陸續通過亞洲債券基金倡議與亞洲債券市場倡議，建立了亞洲債券市場，且規模逐步擴大；未來應朝向強化區域清算機制、區域債券保證體系、建立區域債券評等機構等方向邁進；而擴大發行以一籃亞洲貨幣計價的亞洲債券，將更有助於加速亞洲地區的金融整合。

不論何種經濟或金融合作方案，本人認為，區域合作應秉持廣泛參與的原則，使所有具有堅強經貿實力與充沛金融資源的國

家都能參與，不宜因政治差異而輕易排除在外。另一方面，亞銀擁有相當龐大的人力、技術、資源與經驗，應可扮演更積極的角色，以有效建立各會員國間更為廣泛的經濟金融合作關係。

本人也願藉此一機會，簡述台灣的經濟表現。去年經濟成長持續上升，全年經濟成長率達5.7%，高於前年的4.9%，預計今年仍將達到4.3%的水準。我國物價水準一向平穩，去年消費者物價僅微升1.8%，今年將維持溫和的水準。同時，國際收支情況良好，外匯存底持續累增，民間部門擁有對外淨債權。多年來台灣致力於政治改革，並展現了

成熟的民主政治，是亞洲國家極具動能的政治經濟體，我們也長期推動生態保育觀念，並保有優美的山川地貌與豐富的文化資產，竭誠歡迎來台觀光旅遊訪問。

最後，本人謹重申，中華民國非但為亞銀創始會員國，更一向善盡會員國職責，本人呼籲亞銀正視此一事實。我們仍將就亞銀片面更改我國的會籍名稱，提出抗議；也希望會員國應相互尊重，使各會員國有主辦各項活動的公平機會。最後，本人代表我國代表團謹祝本屆大會圓滿成功，各位身體健康。謝謝。



# 台灣總體經濟與金融穩定之實證研究\*

鍾經樊、詹維玲\*\*

## 摘要

本文採用主成份分析，由分屬於「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」五個非銀行部門，以及「銀行部門」的五個子部門「流動性」、「信用風險」、「獲利能力」、「資產品質」、「資本適足性」的五百多個變量中篩選出代表性變量，並分別導出各部門的兩個主成份變量，再嘗試對這二十個主成份賦予經濟解釋。主成份分析容許我們有效的減少變量數目，也只有在變量數目夠小時才得以建置並估計跨部門的大型計量模型。由六個結構型二階 VAR 模型所導出的衝擊反應係數，我們最後完成了對總體經濟與金融體系之關聯的實證經濟分析。

\* 本文係摘錄自中央銀行委託研究計畫報告。作者感謝央行金檢處潘雅慧、黃淑君、吳宗錠、以及黃朝熙、吳中書教授對本研究所提供的寶貴意見與指正。文中任何錯誤皆屬作者的責任。本文所有論點皆屬作者個人意見，不代表中央銀行及作者服務單位之立場。

\*\* 作者鍾經樊為中央研究院經濟研究所研究員兼副所長，詹維玲為該所副研究員。

## 壹、序 言

本文的主旨在於利用中央銀行金融檢查處所研擬之「金融穩定監控分析指標」，並補充以總體經濟變量資料，建置「總體經濟與金融體系的關聯模型」，其結果將成為未來之「金融危機早期預警模型」及「壓力測試模型」的基礎，以協助央行金檢處建立「金融穩定分析架構」。

1990年代中期以來，由於臺灣銀行家數增加、銀行併購、金控成立、以及直接金融快速成長，金融體系的規模快速擴大，再加上金融自由化、全球化及1980年代以來開發中國家多次的金融危機，台灣金融體系越來越暴露於重大衝擊所帶來的風險，金融不穩定的機會大為增加，根據Hoggarth and Saporta(2001)的研究可知，1977年至2000年之間國際上發生過24起金融危機，各國解決金融危機的平均成本達GDP之16%，部分開發中國家甚至高達32%，顯示金融不穩定對國家將造成極大的損害。要如何維持金融穩定自然成為我國中央銀行的一個重要課題，而事實上，維持總體金融穩定早已成為世界各國央行的主要職責之一，以OECD國家為代表的很多國家都已定期發佈金融穩定報告，展現各國央行監控金融穩定的成果。

由各國的金融穩定報告可知，為維持金融穩定，各國央行無不極力發展監控及評估金融穩定的指標及方法。尤其值得一

提的是，IMF與世界銀行於1999年所共同推出「金融部門評估計畫」(Financial Sector Assessment Program, FSAP)，已成為約75個各國央行、金融監理機關、準則制訂單位、及其他國際性機構分享監控評估金融穩定方法的平台。為協助會員國發展合宜的政策因應措施，以增強金融體系之健全及穩定，這個計畫發展出一套金融穩定分析架構，除了對金融部門之風險及脆弱度(vulnerability)進行評估，以了解金融部門與總體經濟之間的關聯外，還鼓勵各國建立可量化的「金融健全指標」(Financial Soundness Indicators, FSI)，並於2004年提出「金融健全指標編製指南」，做為各國央行建立量化金融健全指標的參考依據(IMF, 2006)。此外歐洲中央銀行體系(The European System Central Banks, ESCB)針對歐洲經濟的特性及需要，也已建置所謂的總體審慎指標(Macroprudential Indicator, MPI)。這兩類指標不僅可用來衡量各國金融市場的健全程度，還可顯示金融體系潛在的風險及風險大小，以做為進一步評估金融體系承受風險能力的壓力測試之基礎。

我國雖然並未直接參與這些國際活動，但根據中央銀行金融業務檢查處於94年3月所完成的兩篇內部文件可知，央行早已感受到建立金融穩定分析架構並以之做為發佈金

融穩定報告的基礎是一個勢在必行的措施。

在此我們先對央行金檢處所規劃的金融穩定分析架構、金融穩定報告的內容、以及附帶的資料收集步驟做一個簡單的點列式描

述，然後在下一節中我們將再指出本研究如何切入研究主題以協助達成金檢處的規劃目標。<sup>註1</sup>

## 貳、金融穩定分析架構

為監控、評估、及維護金融穩定，央行金檢處擬建立包含五個層次的「金融穩定分析架構」：

### 1. 第一層次：金融穩定的定義

金融穩定分析架構當然要以一個合理的金融穩定定義為核心，現暫以反面的「金融不穩定」來規範金融穩定的意義。「金融不穩定」定義為：發生貨幣危機、銀行危機、或外債危機，金融體系不能吸納內部或外部不利衝擊，無法有效分配資源、並持續履行提升實質經濟表現之功能。

### 2. 第二層次：認定影響金融穩定的風險因素

包括屬於內生因素 (來自金融體系內部) 的金融市場、金融機構、金融基礎設施各風險因素，以及屬於外生因素 (來自於家計、企業、不動產等實質經濟體系) 的總體經濟風險因素。

### 3. 第三層次：建立「金融穩定監控分析指標」

根據前一層次的分析結果，並參考國外的金融健全指標與總體審慎指標，現已確認113項「金融穩定監控分析指標」，根據其

屬性，可分為六大類：「總體經濟」指標20項、「不動產市場」指標14項、「企業部門」指標11項、「家庭部門」指標5項、「金融市場」指標34項、以及「本國銀行」指標29項。還可根據這些指標的功能將之分為兩類：一、「健全性指標」：用來監控整體金融體系健全程度及承受風險能力(屬於個別金融機構部分沿用CARSEL及SPECAR報表稽核系統)；二、「警示指標」：用來監控不利金融穩定的風險來源。

### 4. 第四層次：金融穩定的分析與評估

根據前一層次對金融穩定監控分析指標的分析結果，便可進一步進行深入的量化模型分析，一旦完成驗證金融穩定監控分析指標的有效性，便可進行總體經濟與金融體系的關聯分析的建置、驗證、與修正，並監控與評估金融體系的現況、弱點、與擔險能力。

### 5. 第五層次：擬定預防、導正、及處置等因應措施

這一層次可說是建立金融穩定分析架構的政策目標，可考慮的因應措施將包括如下幾個構面：一、金融機構自律機制；二、金

融機構信息揭露機制；三、市場制約機制；四、金融法規；五、金融監理；六、總體經濟(貨幣、政府債務)政策。一旦建立起金融穩定分析架構後，便可對我國金融穩定狀況進行有系統的定期分析，執行所謂的場外監

控機制，並發佈金融穩定報告。

本研究的重點將集中在前述金融穩定分析架構的第四層次「金融穩定的分析與評估」。

## 參、資料分析

央行提供本計畫以及我們自行收集了有關金融健全指標之大量原始時間序列資料，

變量可分為如下所示的六大類23小類。

一、總體經濟	1.實質部門	五、金融市場	1.證券市場	
	2.財政		2.債券市場	
	3.外部持續性		3.貨幣市場	
二、不動產市場	1.交易面		4.外匯市場	
	2.生產面		5.衍生性商品市場	
	3.不動產金融		6.基金市場	
三、企業部門	1.償債能力		六、本國銀行	7.信用評等
	2.獲利能力			1.獲利能力
	3.其他			2.資產品質
四、家庭部門	1.償債能力			3.資本適足性
	2.負債程度	4.流動性		
				5.信用風險

基於收集資料的困難與限制，並為確保由資料所導出之實證結果的可信度，本計畫決定將使用86年第一季到95年第四季共10年40季的資料進行所有實證研究。

資料的最大問題是，許多變量只有年資料或半年資料，也有相當比例的變量是月資料，此外，樣本缺漏的情況亦相當普遍。如何獲得一個完整的 $40 \times K$ 資料矩陣( $K$ 是變量數)是本計畫第一階段的最大問題。

由於採樣頻率不同以及有缺漏問題的變量數目眾多，我們採用較為簡單的「線性內插法」作為插補缺漏樣本的統一方法。這裡我們要指出三個議題：

1. 在對年資料進行線性內插法以導出季資料的過程中，我們先設定年樣本為對應年的6月份樣本，再以線性內插法插補各年其他月份的樣本，得到10年120月的資料後，再進行季加總，最後再對包含水準值之變量的各年季樣本值進行比例調整，使之全年總和等於原始的年樣本值。

2. 不論是對原始的月資料還是前述插補年資料所得到的月資料，進行季加總時，對於包含水準值的變量就直接加總三個月月樣本值(1至3月為第一季、4至6月為第二季、7至9月為第三季、10至12月為第四季)，對於包含比率值的變量則求其三個月

樣本值的平均。

3. 在對半年資料進行線性內插法以導出季資料的過程中，我們先設定前半年樣本為對應年的第二季樣本，後半年樣本為對應年的第四季樣本，再以線性內插法插補各年第一季與第三季的樣本，最後再對包含水準值之變量的季樣本值進行比例調整，使之半年總和等於原始的半年樣本值。

## 一、「缺口」變量與「波動」變量

針對下列十個總體經濟的變量：

1. 實質經濟成長率
2. GDP
3. 名目有效匯率指數
4. 實質有效匯率指數
5. 消費者物價指數年增率 (通膨)
6. 製造業設備利用率
7. 失業率
8. 短期實質利率
9. 中期實質利率
10. 長期實質利率

我們分別計算了對應的HP缺口，也就是說，我們先利用Hodrick-Prescott(1997)filter轉換這些變量，得到對應的長期趨勢值 (或是長期均衡值)，再求出各變量之樣本值與對應長期趨勢值間的差額，這便是所謂的「缺口」。一般以為，上述總體經濟變量本身對其他經濟變量的影響，不如對應缺口值所造成之影響來得大。

對於金融市場中多個指標(例如大盤股價指數)乃至於各種利率，我們也分別採用六十天滾動樣本變異數的計算方法，定義其「波動程度」。

## 二、變量的穩定性

我們採用「調整的Dickey-Fuller單根檢定」<sup>註2</sup>對所有變量進行檢定，未能拒絕單根假設的變量均採一階差分處理，以確保進入模型的變量皆為穩定的。

## 三、主成份分析

在現有的五百多個變量中，找出各部門中具有代表性的變量並不容易。我們將根據各變量間相關性之符號與大小的合理性，先對變量做一個初步的篩選，凡是相關係數高過0.95的變量群組中，我們大致只會保留一個變量，而凡是和其他變量之相關係數的符號明顯不合理者，也都會被刪除。經此初步篩選後的變量，我們將採用「主成份分析」(Principal Component Analysis, PCA)統計方法做進一步的篩選，我們將在下一節說明主成份分析，這裡我們只指出，經由主成份分析的輔助我們得以對各個部門分別篩選出四到十五個變量。

變量數雖已大為減少，但若各部門均採用這種變量數，則一個包含六個部門的VAR模型將包括至少30個內生變量，且不論我們現有的40筆樣本絕對無法估計這麼龐大的

VAR模型，就算擁有夠多的樣本數，文獻中也鮮見包括超過十個變量的VAR模型，因此我們必須進一步減少變量數目。

這裡我們解決變量過多問題的方法仍然是仰賴主成份分析，我們利用主成份分析對各部門的多個變量進行線性組合，得到兩個稱為「主成份」的新變量，找出這些主成份的意涵，然後將這些主成份納入VAR模型，再分析不同部門之主成份間的交互作用。

主成份分析(Principal Component

$$z_{\ell i} = \alpha_{\ell 1}\dot{x}_{1i} + \alpha_{\ell 2}\dot{x}_{2i} + \cdots + \alpha_{\ell p}\dot{x}_{pi}, \quad \ell = 1, 2, \dots, q,$$

這裡的 $\dot{x}_{ji}$ 乃原變量 $x_{ji}$ 的標準化：

$$\dot{x}_{ji} = \frac{x_{ji} - \bar{x}_j}{s_j}, \quad j = 1, 2, \dots, p,$$

其中的 $\bar{x}_j$ 與 $s_j^2$ 分別是原變量 $x_{ji}$ 的樣本平均數和樣本變異數。上式中的 $p$ 個係數 $\alpha_{\ell 1}, \alpha_{\ell 2}, \dots, \alpha_{\ell p}$ 可組成一個向量 $\alpha_\ell$ ，這個係數向量稱之為「特徵向量」(eigenvector)。在主成份的推導過程中要求每一個特徵向量中之係數的平方和 $\sum_{k=1}^p \alpha_{\ell k}^2$ 等於一，而特徵向量 $\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_q$ 彼此為線性獨立(所以主成份 $z_{1i}, z_{2i}, \dots, z_{qi}$ 彼此不相關，亦即樣本相關係數等於零)。

各個主成份可以說是以一種彼此不相關的方式融合了原變量的樣本變異，主成份本身的樣本變異數大小也就非常重要，這個變異數稱為「特徵值」(eigenvalue)。因為特徵值可以直接比較，並進行加總，我們將稱

Analysis, PCA)是一種將多變量信息精簡化的統計方法，給定 $p$ 個變量 $x_{1i}, x_{2i}, \dots, x_{pi}$ ，所謂的主成份乃是最能夠反應這些變量之樣本變異的新變量 $z_{1i}, z_{2i}, \dots, z_{qi}$ ，主成份的個數 $q$ 是一個小於 $p$ 的數目，通常就只是1或2，主成份分析的主要功能就是將 $p$ 個變量所包含的信息精簡的以 $q$ 個標準化的、彼此不相關的主成份來呈現。

主成份 $z_{\ell i}$ 是經標準化轉換後之原變量 $\dot{x}_{ji}$ 的線性組合：

呼融合了原變量中最多的樣本變異、也就是特徵值最大之主成份為第一主成份，融合了原變量中第二多的樣本變異、也就是特徵值第二大之主成份為第二主成份等等。一般而言，前兩個或前三個主成份的特徵值應占特徵值總和的百分之八十以上，這個百分比越高表示這幾個主成份越能代表原變量中的信息，我們就越有理由以這些主成份替代數目眾多的原變量，因而達到縮減變量數目的目的。

主成份分析最具挑戰性的問題是對主成份的意義做出合理而有用的解釋，由於主成份 $z_{\ell i}$ 是原變量 $x_{ki}$ 的線性組合，因此各主成份的意義將完全視其所包含之各個原變量 $x_{ki}$

之係數 $\alpha_{lk}$ (即特徵向量的各個元素)的相對大小而定，也就是說，主成份 $z_{li}$ 的意義應可由幾個係數絕對值最大的變量 $x_{ki}$ 的意義所推導而得。

最後我們還要指出，當一些變量 $x_{ki}$ 在幾個主成份中的係數大小均非常接近時，則這些 $x_{ki}$ 可被解釋為具有類似而重覆的信息，我們可因而只保留其中一或二個變量，剔除其他被認為是信息重覆的多餘變量，換言之，主成份分析是可以協助我們進行變量篩選，找出原變量 $x_k$ 組合中最主要且相對獨立的趨勢，篩選變量的同時我們也應思考如何解釋主成份的意義。

#### 四、主成份的定義與解釋

表1到表5中分別列舉我們對「銀行部門」之五個子部門「資本適足性」、「流動性」、「信用風險」、「獲利能力」、與「資產品質」所篩選出的變量，表6到表10中則分別列舉「總體經濟部門」、「不動

產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、與「金融市場部門」的變量。每一個表中也列舉了我們就各部門所推導出之前二主成份的變量係數，亦即第一主成份與第二主成份的「特徵向量」 $\alpha_1$ 和 $\alpha_2$ ，例如表1所列之「資本適足性」的第一主成份中，「資本適足率」的係數0.6343，「自有資本比率<8%之家數」的係數0.6249等。各表倒數第二列所列的是兩個主成份之對應特徵值在所有特徵值總和中所占的比重，例如由表1得知，流動性之第一主成份的特徵值在特徵值總和中占了50.96%。各表最後一列呈現的是我們對兩個主成份所賦予的解釋，例如流動性的第一主成份所呈現的就是各銀行的「資本適足程度」，而第二主成份則代表各銀行的「第一類資本額」，這些解釋是根據各主成份中各組成變量係數絕對值的相對大小所推論的。

##### (一) 銀行部門：資本適足性子部門

表1 資本適足性子部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
資本適足率	0.6343	-0.2655
自有資本比率<8%之家數	-0.6249	0.2631
淨值占資產	0.4403	0.5629
第一類資本適足率	0.1153	0.7372
特徵值比重	0.5096	0.4141
主成份意涵	資本適足程度	第一類資本額

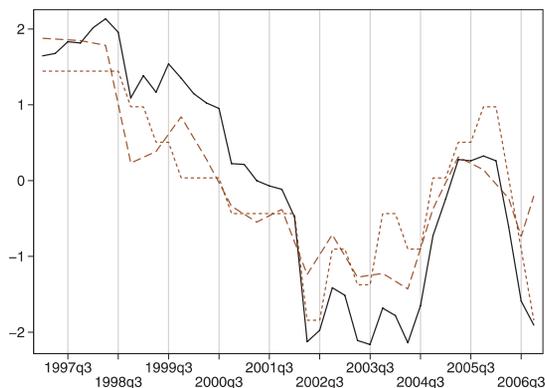
在銀行部門的五個子部門中，資本適足性可以說是我們最關心的一個子部門，這裡

我們篩選了四個變量，前兩個與資本適足性的核心概念直接相關，而後兩個則較接近銀

行的淨值水準，因此以較重權數包含前兩個變量的第一主成份便被解釋為「資本適足程度」的代表，而後兩個變量權數較重的第二主成份則視為「第一類資本額」的代表。這兩個主成份對四個資本適足性組成變量的樣本變異所能夠解釋的部份約為91% ( $\approx 0.5096 + 0.4141$ )，且兩個主成份的重要性之間差異不大。

圖1顯示的是資本適足性第一主成份、資本適足率、與自有資本比率<8%之家數的歷史趨勢，<sup>註3</sup>我們可清楚的看出第一主成份

圖1 資本適足性第一主成份(實線)、資本適足率(折線)、自有資本比率<8%之家數(虛線)

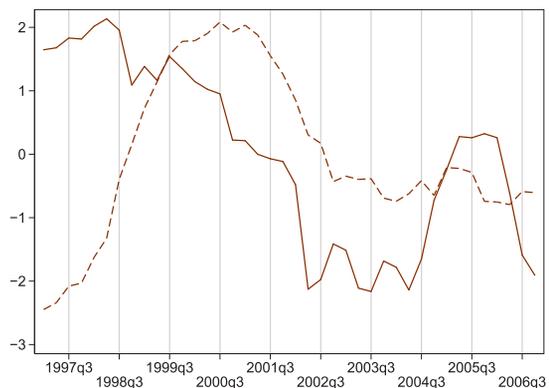


我們注意到1999年以前與2004年以後資本適足性兩個主成份的走勢有相當大的差異，這顯示第二主成份「第一類資本額」所代表的顯然是資本適足性部門的另一個層

與資本適足率乃至於自有資本比率<8%之家數都有極類似的走勢，三者之間的相關性非常高，將資本適足性第一主成份就直接解釋為「資本適足程度」還算相當合理。從1998年(民國97年)起「資本適足程度」就一路下降到2002年，在2005年曾有反彈，但到2006年又再下跌。

接下來圖2顯示的主要是資本適足性第二主成份「第一類資本額」之走勢，我們也將「資本適足程度」納入圖2中以比對資本適足性兩個主成份走勢的異同。

圖2 資本適足性第一主成份「資本適足程度」(實線)與第二主成份「第一類資本額」(折線)



面。「第一類資本額」在2000年前是不斷上升，2001/2002年下滑後就維持著相對的平穩。

## (二) 銀行部門：流動性子部門

表2 流動性子部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
存放比	0.6052	-0.2599
全體流動準備比率	0.5870	-0.4929
三十天累計缺口占淨值	0.5378	0.8304
特徵值比重	0.8560	0.1238
主成份意涵	整體流動性	短期流動性

表2列舉銀行部門之流動性子部門所包含的三個變量，變量數目是所有部門中最少的一個，第一主成份之所以被解釋為「整體流動性」是因為在這個主成份中是三個變量的權數大致相同，也就是說，三個流動性變量對於這個主成份的貢獻相當接近，我們因而認為這個主成份綜合了流動性的基本概念。第二主成份中最重要的變量是「三十天累計缺口占淨值」，其權數與其他兩個變量的權數有相反的符號，凸顯短期流動與非短期流動之間的對比，因此我們認為這個主成份是在反應短期流動程度。

對三個流動性變量之樣本變異兩個主成份所能夠解釋的部份約占97%( $\approx 0.8560$

+0.1238)，這個比例之所以這麼高主要是因為部門中變量數目少。此外我們也注意到第二主成份的重要性要比第一主成份小很多，僅及其七分之一。

與之前的圖2一樣，接下來我們會將各個部門的各個主成份的歷史走勢分別以圖形(折線)表示，為了與我們最關心的資本適足性加以比較，每一個圖中也會附加資本適足性第一主成份「資本適足程度」的歷史走勢線(實線)。

圖3所包含之流動性的第一主成份「整體流動性」在1998年與2003年之間不斷上升，這和「資本適足程度」的歷史走勢相當不同，幾乎是反向關係，讓我們相當訝異。

圖3 「資本適足程度」(實線)與流動性的第一主成份「整體流動性」(折線)

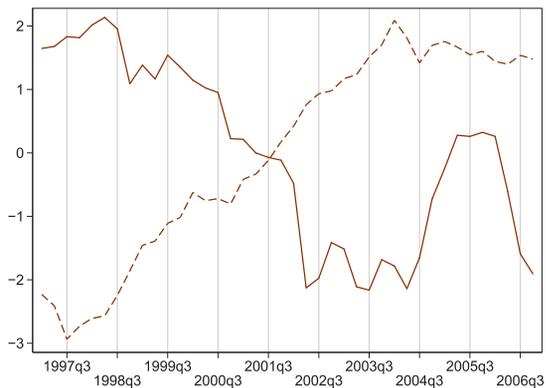
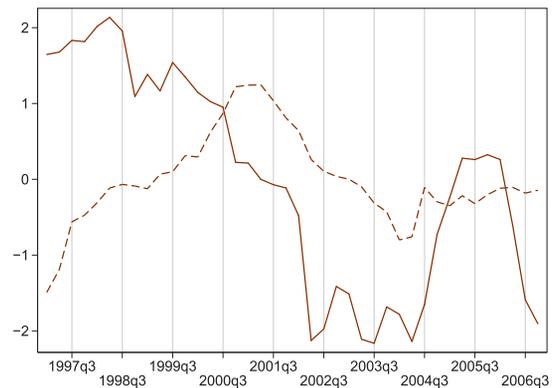


圖4中之流動性的第二主成份「短期流動性」和圖3中之第一主成份「整體流動性」也大不相同，與「資本適足程度」的關係更非線性，「短期流動比重」與「資本適

圖4 「資本適足程度」(實線)與流動性的第二主成份「短期流動性」(折線)



足程度」在2001年之前是反向關係，但之後則似呈正向關係。流動性整體與「資本適足程度」之間似無一簡單明確的關係。

## (三) 銀行部門：信用風險子部門

表3 信用風險子部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
公民營企業前二十大占淨值	-0.4625	-0.0375
電子電機相關產業放款占總放款	-0.4614	0.0892
本國銀行消費者信用卡餘額年增率	0.4100	0.1091
授信擔保品之不動產比率	0.4389	0.1848
授信擔保品之證券股票比率	0.4588	-0.1283
利害關係人授信占授信總額	-0.0448	0.9634
特徵值比重	0.7677	0.1777
主成份意涵	信用風險分散度	關係人放款風險

表3列舉銀行部門之信用風險子部門的六個變量，其中前五個屬於以部門別區分的信用風險，其中最重要的「公民營企業前二十大占淨值」變量顯示的是信用風險中的大額曝險程度，而「電子電機相關產業放款占總放款」顯示來自台灣最重要之單一產業的信用風險，這兩個變量對第一主成份的貢獻都是負值，對第一主成份有正貢獻的最後兩個變量則顯示擔保品的主要類別，表示承擔信用風險之擔保品的不同類型，因此第一主成份被解釋為「信用風險分散度」。表3中最後一個變量「利害關係人授信占授信總

額」所呈現的是信用風險中風險較高的類型，是第二主成份中最重要的變量，我們認為這個主成份是在反應高風險放款的程度。

兩個主成份能夠解釋94%之六個信用風險變量的樣本變異，兩個主成份之解釋能力間的差異相當大。第二主成份的重要性不到第一主成份的五分之一。

圖5與圖6中之信用風險的兩個主成份均相當異常，第一主成份「信用風險分散度」在十年間幾呈線性下降的趨勢，而第二主成份「關係人放款風險」在2001年前則呈線性上升的趨勢，這種明顯不合常理的線性趨勢

圖5 「資本適足程度」(實線)與信用風險的第一主成份「信用風險分散度」(折線)

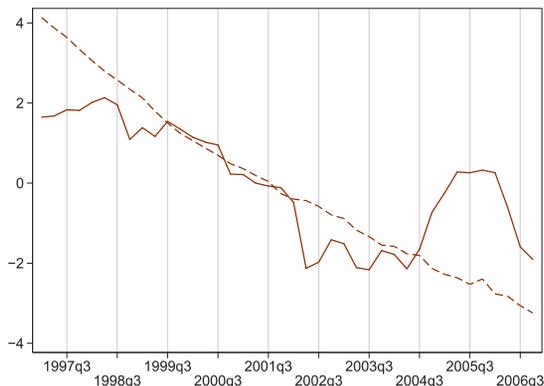
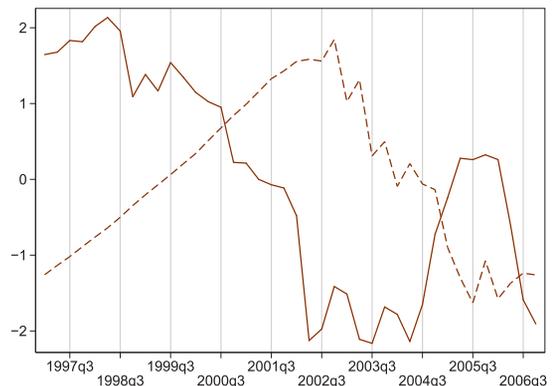


圖6 「資本適足程度」(實線)與信用風險的第二主成份「關係人放款風險」(折線)



關係事實上只是反應信用風險子部門六個變量的樣本缺陷，尤其是「公民營企業前二十大占淨值」與「利害關係人授信占授信總額」兩個變量皆只有不到四年的原始樣本，

其缺漏部份皆採外插方式加以補足所以呈現單調線性趨勢。給定信用風險的樣本問題，我們對信用風險的相關估計結果便應有所保留，避免過度解釋。

(四) 銀行部門：資產品質子部門

表4 資產品質子部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
逾放比	0.5407	0.1931
逾放備抵呆帳覆蓋率	-0.4926	0.5411
不良資產損失占提列準備	0.5122	-0.3384
放款準備提存率	0.4502	0.7453
特徵值比重	0.8007	0.1534
主成份意涵	逾放程度	放款準備提存程度

銀行部門之資產品質子部門所包含的四個變量均和逾放與放款準備提存有關係，而其第一主成份之所以被解釋為「逾放程度」是因為四個組成變量的權數均相當接近，我們因此認為這個主成份綜合了逾放的核心概念。第二主成份中最重要的變量是「放款準備提存率」，再加上第二重要的「逾放備抵呆帳覆蓋率」，顯然這個主成份所反應的是銀行部門針對逾放可能所進行之放款準備提

存的程度。

兩個主成份對四個資產品質變量的樣本變異所能夠解釋的部份約為95%，第二主成份的重要性較小，只有第一主成份五分之一的解釋力。

圖7顯示資產品質的第一主成份「逾放程度」之間與「資本適足程度」有相當明顯的反向關係，只是近兩年來逾放程度雖不斷下降，但資本適足程度卻未相對應的增加。

圖7 「資本適足程度」(實線)與資產品質的第一主成份「逾放程度」(折線)

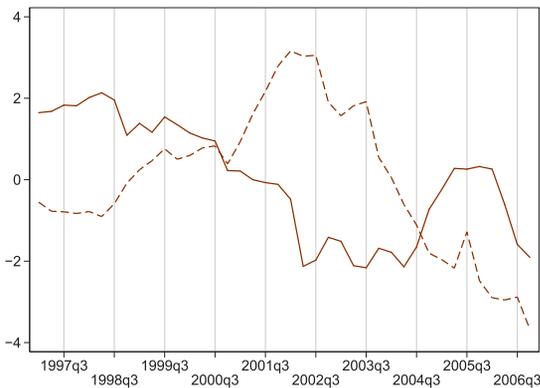


圖8 「資本適足程度」(實線)與資產品質的第二主成份「放款準備提存程度」(折線)

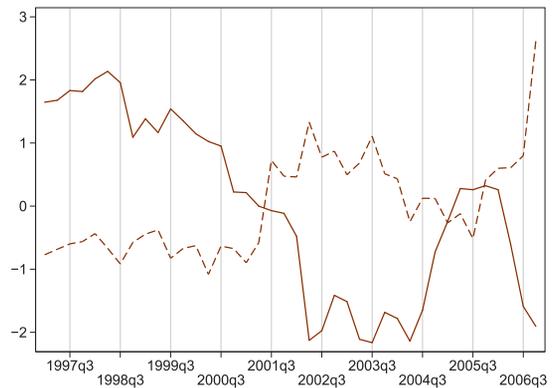


圖8所顯示之第二主成份「放款準備提存程度」與「資本適足程度」間的反向關係則較為一致。

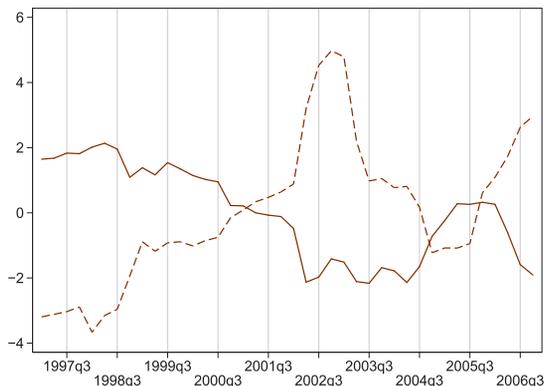
### (五) 銀行部門：獲利能力子部門

表5 獲利能力子部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
ROE	-0.4452	-0.0406
利差=(存款利率-放款利率)	-0.0589	0.7558
淨利息收入占總收入	0.4278	0.0366
總收入占平均資產	-0.2595	0.5771
非利息費用占總成本	-0.4217	-0.0664
總成本占總收入	0.4455	0.0219
總成本占平均資產	0.4143	0.2963
特徵值比重	0.7055	0.2119
主成份意涵	虧損程度	利息收入

銀行部門之獲利能力子部門包含了七個變量，其中前四個屬於收益面，後三個屬於成本面。第一主成份之所以被解釋為「虧損程度」是因為「ROE」變量的權數最大且為負，以及「總成本占總收入」變量有著第二大的正值權數。我們也注意到兩個與利息有關之「淨利息收入占總收入」與「非利息費用占總成本」變量的權數也很大且符號相反，這可進一步解釋為第一主成份之虧損程度的概念主要是針對非利息損益而言。第二

圖9 「資本適足程度」(實線)與獲利能力的第一主成份「虧損程度」(折線)

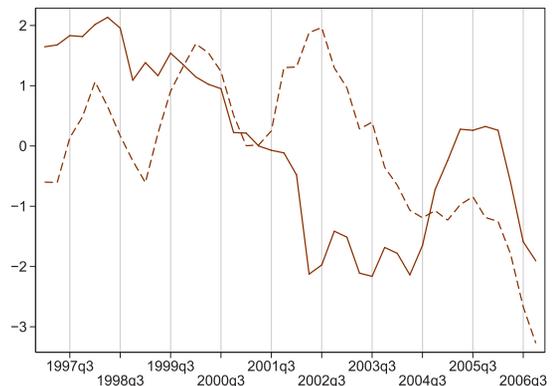


主成份中最重要的兩個變量是「利差」與「總收入占平均資產」，我們因而認為這個主成份是在反應利息收入的變異。

兩個主成份能夠解釋92%之七個獲利能力變量的樣本變異，第一主成份的貢獻大約是第二主成份的四倍半。

圖9顯示獲利能力的第一主成份「虧損程度」與「資本適足程度」間有明顯的反向關係，圖10之第二主成份「利息收入」與「資本適足程度」則無明顯的關係。

圖10 「資本適足程度」(實線)與獲利能力的第二主成份「利息收入」(折線)



(六) 總體經濟部門

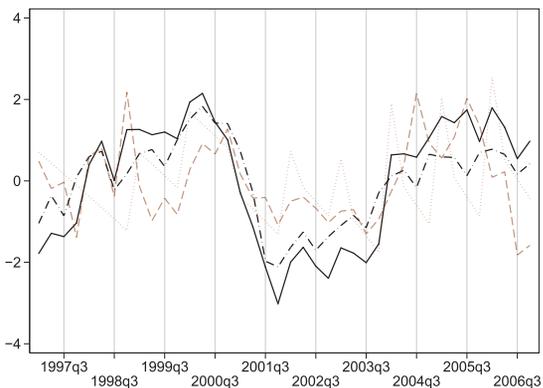
表6 總體經濟部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
GDP缺口	-0.0555	0.3062
失業率缺口	0.0718	-0.6024
通膨缺口	-0.0916	0.3495
財政收支餘絀	-0.1937	0.3069
短期負債占外匯存底	0.2825	0.4380
政府債券餘額占GDP	0.4860	0.0295
實質有效匯率指數	-0.4885	-0.0405
外債占GDP(外債規模)	0.4649	0.2362
經常帳餘額	0.4184	-0.2772
特徵值比重	0.4053	0.2515
主成份意涵	我國債信	國內景氣

總體經濟部門包含了九個變量，前五個屬於實質子部門，第六個變量「政府債券餘額占GDP」屬於財政子部門，後四個則來自外貿子部門。

第一主成份之所以被解釋為「我國債信」是因為「政府債券餘額占GDP」與「外債規模」二變量的係數符號，我們由此推知這個主成份應和我國債信有正向關係。第二主成份中最重要的兩個變量是「短期負債占外匯存底」與「失業率缺口」，顯示這個主成份所代表的總體經濟情況應和景氣狀況較為有關。

圖11 總體經濟部門的第二主成份「國內景氣」(實線)、失業率缺口(點折線)、通膨缺口(折線)、與GDP缺口(虛線)



和銀行部門的子部門相比，總體經濟部門包含了較多的變量，兩個主成份也因此只能解釋不到 65% 之所屬變量的樣本變異，這個不令人意外的結果也顯示複雜的總體經濟部門不是「我國債信」與「國內景氣」兩個因子所能完全涵蓋。

為更進一步顯示總體經濟部門第二主成份「國內景氣」的意義，在圖 11 中的「國內景氣」趨勢線旁我們納入失業率缺口、通膨缺口與 GDP 缺口的趨勢線，我們可清楚的看出總體經濟部門第二主成份的確代表了「國內景氣」。

圖12 總體經濟部門的第二主成份「國內景氣」(實線)與第一主成份「我國債信」(折線)

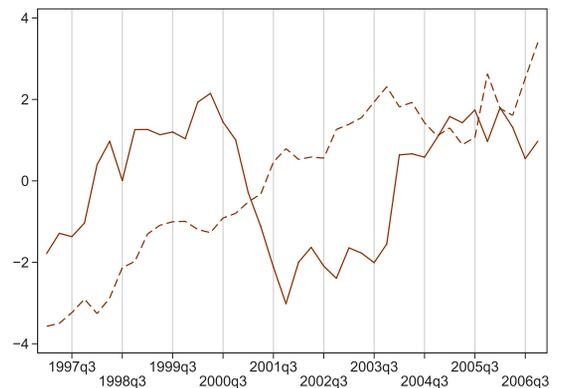
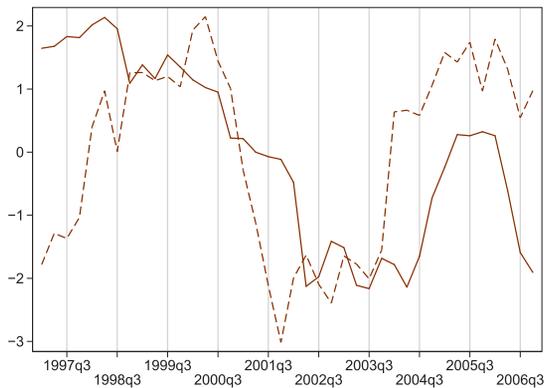


圖12顯示的是總體經濟部門兩個主成份之間的關係，我們發現第一主成份「我國債信」並不像第二主成份「國內景氣」之有循環現象，除了2003年下半年至2005年底稍有起伏外，第一主成份「我國債信」大致遵循

圖13 「資本適足程度」(實線)與總體經濟部門的第二主成份「國內景氣」(折線)



相對於圖13明顯呈現總體經濟部門的第二主成份「國內景氣」與「資本適足程度」之間的正向關係，圖14中不斷上升之第一主

### (七) 不動產市場部門

表7 不動產市場部門的主成份

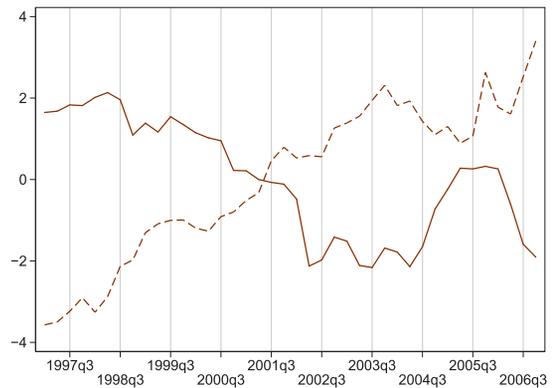
變量	第一主成份	第二主成份
信義房價指數	0.6382	0.1461
核發建築物使用執照總樓地板面積	0.5290	-0.3865
(購置住宅及修繕貸款+建築貸款)之年增率	0.5337	0.4559
建物所有權買賣移轉登記筆數	-0.1676	0.7883
特徵值比重	0.5580	0.3283
主成份意涵	房市景氣	交易量能

不動產市場部門包含了四個變量，其中前兩個屬於交易面，第三個變量「核發建築物使用執照總樓地板面積」屬於生產面，而最後一個變量則屬於金融面。第一主成

了一個十年上升的趨勢。總體經濟部門的兩個主成份有著相當不同的歷史趨勢。

在接下來的圖13與圖14中，我們將呈現「資本適足程度」與總體經濟部門兩個主成份之間的對比。

圖14 「資本適足程度」(實線)與總體經濟部門的第一主成份「我國債信」(折線)



成份「我國債信」與「資本適足程度」間的關係並不顯著。

份之所以被解釋為「房市景氣」的理由有二：一、「信義房價指數」是其中最重要的變量；二、最重要的三個變量跨越了不動產市場部門三個主要層面。相對的，第二

主成份中最重要的三個變量皆與不動產交易量相關，所以第二主成份被解釋為「交易量能」。這兩個主成份能夠解釋89%之所屬變量的樣本變異。

在圖15與圖16中我們比較「國內景氣」(總體經濟部門的第二主成份)與不動產市場

部門兩個主成份之間的關係，由圖15可看出在1997年後「國內景氣」與「房市景氣」之間存在一個相當明顯的同步關係，而圖16顯示，要到2000年以後，「交易量能」才和「國內景氣」有著較為一致的循環周期。

圖15 「國內景氣」(實線)與不動產市場部門的第一主成份「房市景氣」(折線)

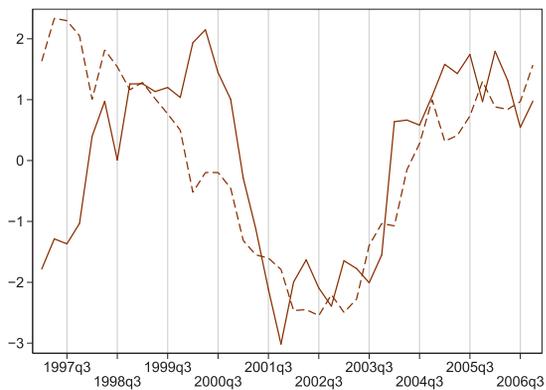
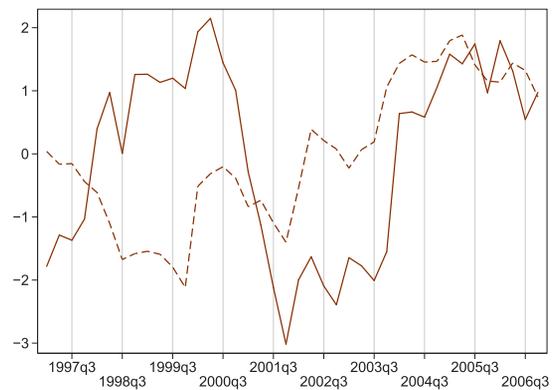


圖16 「國內景氣」(實線)與不動產市場部門的第二主成份「交易量能」(折線)



在接下來的圖17與圖18中，我們將呈現「資本適足程度」與不動產市場部門兩個主

成份之間的對比。

圖17 「資本適足程度」(實線)與不動產市場部門的第一主成份「房市景氣」(折線)

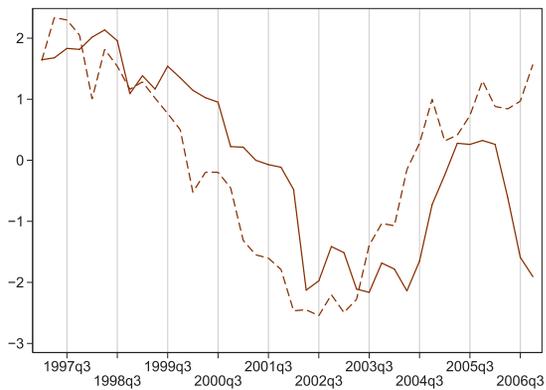
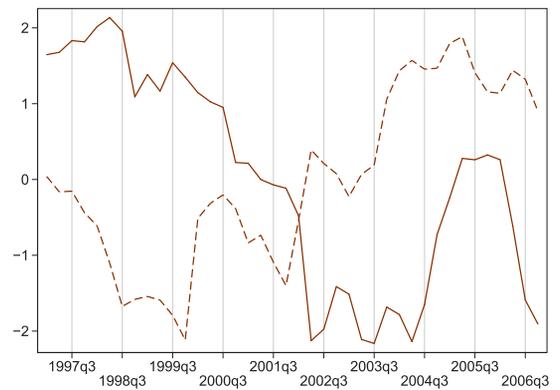


圖18 「資本適足程度」(實線)與不動產市場部門的第二主成份「交易量能」(折線)



相對於圖17明顯呈現不動產市場部門的第一主成份「房市景氣」與「資本適足程度」之間的正向關係，圖18之第二主成份

「交易量能」與「資本適足程度」間的關係較不顯著。

## (八) 企業部門

表8 企業部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
稅前息前淨利/平均淨值	0.4169	0.2671
稅前息前淨利/平均資產	0.4553	0.0889
稅前息前淨利/還本付息金額	0.3888	-0.1989
負債餘額/淨值餘額	-0.2093	0.5905
流動資產/流動負債	0.2891	-0.5109
負債餘額/稅前息前淨利	-0.4031	-0.1798
間接金融成長率	0.1557	0.4714
企業逾放比率	-0.3920	-0.1298
特徵值比重	0.5609	0.2569
主成份意涵	獲利能力	償債能力

企業部門包含了八個變量，其中的前兩個可顯示企業部門的獲利狀況，而其他六個則和企業部門的負債狀況較為相關，所以我們將第一主成份視為「獲利能力」的代表，並將第二主成份視為「償債能力」的代表，兩個主成份能夠解釋82%之所屬變量的樣本變異，是非銀行的四個部門中次高者。

遵循之前對不動產市場部門的分析模式，我們將在圖19與圖20中比較「國內景

氣」(總體經濟部門的第二主成份)與企業部門兩個主成份之間的關係，在圖21與圖22中比較「資本適足程度」與企業部門兩個主成份之間的關係。特別值得一提的是，圖21顯示企業部門的第一主成份「獲利能力」與「資本適足程度」之間有反向的關係，而圖22則顯示企業部門的第二主成份「償債能力」與「資本適足程度」之間有一個不完全同步的正向關係。

圖19 「國內景氣」(實線)與企業部門的第一主成份「獲利能力」(折線)

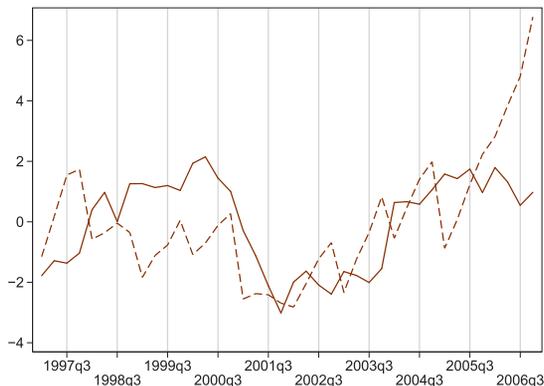


圖20 「國內景氣」(實線)與企業部門的第二主成份「償債能力」(折線)

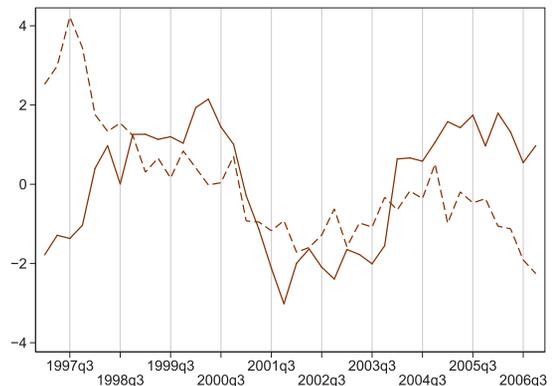


圖21 「資本適足程度」(實線)與企業部門的第一主成份「獲利能力」(折線)

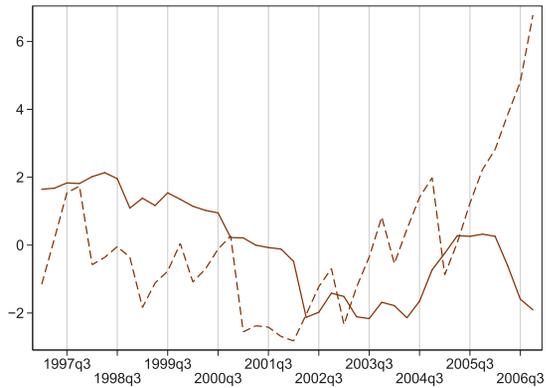
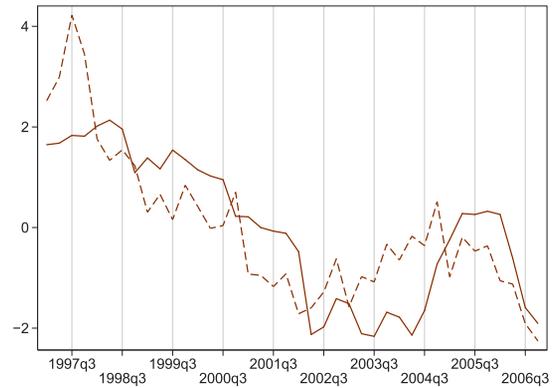


圖22 「資本適足程度」(實線)與企業部門的第二主成份「償債能力」(折線)



(九) 家庭部門

表9 家庭部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
家計國內外財務槓桿	-0.1716	0.5941
家庭每季本息占可支配所得	0.0397	0.6390
家庭逾放比	-0.4616	-0.3070
家庭債務占可支配所得	0.5302	-0.1327
家庭債務總額占GDP	0.4837	-0.2483
家庭借款占存款機構放款總額	0.4907	0.2554
特徵值比重	0.5486	0.3529
主成份意涵	負債程度	償債能力

家庭部門包含了六個變量，其中的前三個可顯示家庭部門的償債能力，而後三個則和家庭部門的負債程度較為相關，我們之所以將第一主成份視為「負債程度」的代表並將第二主成份視為「償債能力」的代表，是因為最能代表負債程度的變量「家庭債務占可支配所得」明顯歸屬於前者，而最能代表償債能力的變量「家計國內外財務槓桿」則

明顯屬於後者。兩個主成份能夠解釋90%之所屬變量的樣本變異，是非銀行的四個部門中最高者。

圖23與圖24呈現「國內景氣」(總體經濟部門的第二主成份)與家庭部門兩個主成份之間的關係，圖25與圖26則呈現「資本適足程度」與家庭部門兩個主成份之間的關係。

圖23 「國內景氣」(實線)與家庭部門的第一主成份「負債程度」(折線)

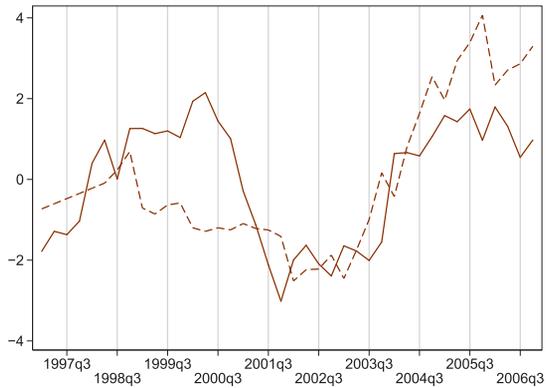


圖24 「國內景氣」(實線)與家庭部門的第二主成份「償債能力」(折線)

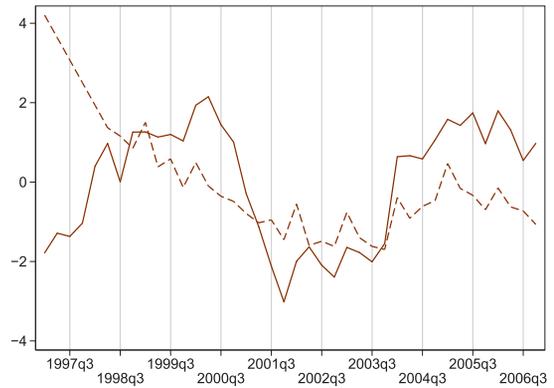


圖25 「資本適足程度」(實線)與家庭部門的第一主成份「負債程度」(折線)

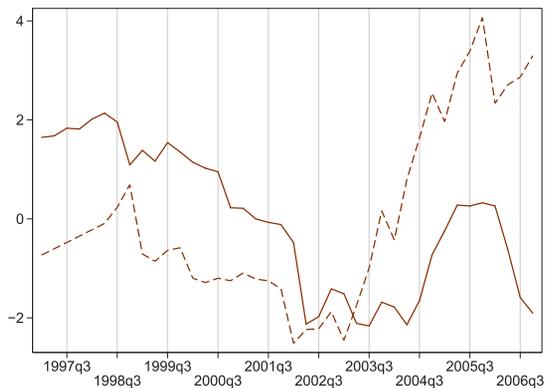
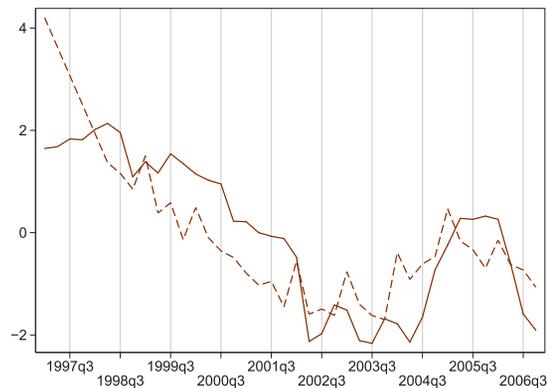


圖26 「資本適足程度」(實線)與家庭部門的第二主成份「償債能力」(折線)



(十) 金融市場部門

表10 金融市場部門的主成份

變量	第一主成份	第二主成份
上市總市值	-0.1841	0.4991
上市大盤指數	0.2974	0.3493
上市20日報酬的月標準差	0.0441	-0.4035
上市電子指數	0.1288	0.3041
融資餘額	0.2896	0.1949
上市股票本益比	0.1334	-0.1913
債券市場成交值月週轉率	-0.3173	-0.0082
美元每日報酬率的六十天標準差	-0.0086	0.1589
債券型基金淨資產價值	-0.3424	-0.0507
股票型基金淨資產價值	-0.0040	0.5046
金融業隔夜拆款利率	0.3641	-0.0497
上市成交量週轉率	0.2888	-0.0080
十年公債/三個月CP利差	0.2816	-0.0279
票券餘額	0.3346	-0.1042
CP次級市場利率(91-180天期)	0.3635	-0.0490
特徵值比重	0.4511	0.1939
主成份意涵	金融狀況	股市行情

金融市場部門中的變量數目最多，總共有十五個，其中前七個屬於證券市場，「債券市場成交值月週轉率」、「十年公債/三個月CP利差」、與「CP次級市場利率」變量屬於債券市場，「金融業當期拆款餘額」與「票券餘額」變量屬於貨幣市場，「美元每日報酬率的六十天標準差」變量屬於外匯市場，最後兩個變量則屬於基金市場。我們原本有不少衍生性商品市場的資料，但相關變量皆無法通過篩選過程，我們也有一些信用評等資料，但因資料期間過短，不能保證資料品質，所以主動放棄。

圖27 「國內景氣」(實線)與金融市場部門的第一主成份「金融狀況」(折線)

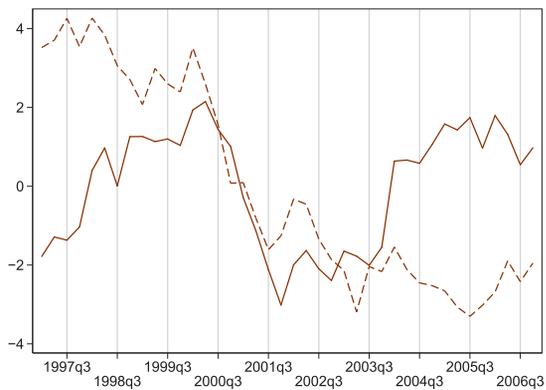
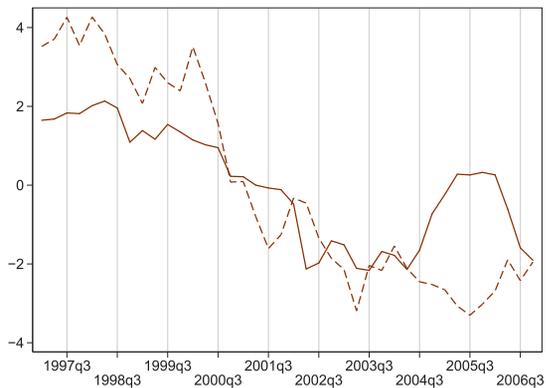


圖29 「資本適足程度」(實線)與金融市場部門的第一主成份「金融狀況」(折線)



由於第一主成份中的重要變量跨越了多種金融市場，所以被解釋為「金融狀況」，第二主成份中重要的變量全部集中在股票市場，所以將之視為「股市行情」的代表。兩個主成份也只能解釋65%之所屬變量的樣本變異，兩個主成份解釋力之低與總體經濟部門類似。

圖27與圖28呈現「國內景氣」(總體經濟部門的第二主成份)與金融市場部門兩個主成份之間的關係，圖29與圖30則呈現「資本適足程度」與金融市場部門兩個主成份之間的關係。

圖28 「國內景氣」(實線)與金融市場部門的第二主成份「股市行情」(折線)

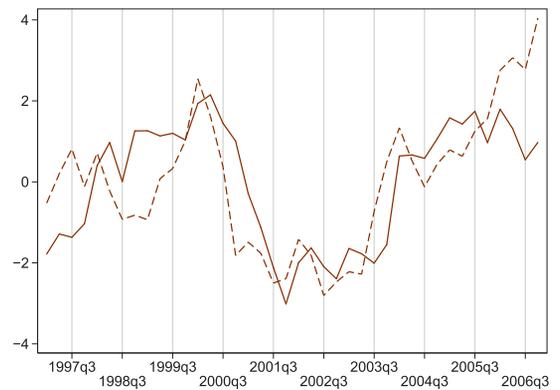
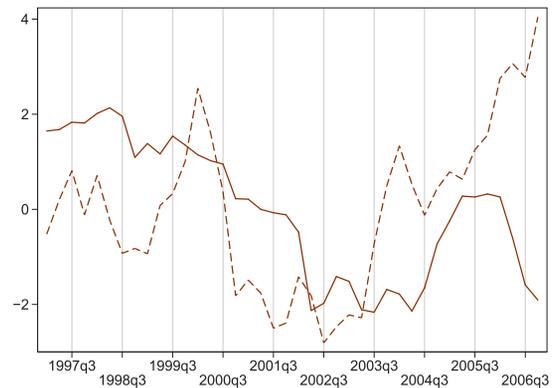


圖30 「資本適足程度」(實線)與金融市場部門的第二主成份「股市行情」(折線)



由圖27與圖29可知金融市場部門的第一主成份「金融狀況」有著一個和「國內景氣」不很相關的走勢，與「資本適足程度」的關係也不密切，相對的，由圖28可知第二

主成份「股市行情」與「國內景氣」則有相當密切的正向關係(雖然由圖30可知「股市行情」與「資本適足程度」的關係也不密切)。

## 肆、總體經濟與金融體系之關聯模型的建置

一旦獲得了各個部門的主成份並賦予經濟解釋，我們便著手組建六個跨部門之總體經濟與金融體系關聯模型，我們採用的計量模型是二階結構型VAR模型。第一個VAR模型包括「銀行部門」之五個子部門「流動性」、「信用風險」、「獲利能力」、「資產品質」、「資本適足性」，這個模型可讓我們可分析銀行部門各變量間的關係，在這個模型中我們假設這五個子部門之主成份的「內生程度」是以「流動性」、「信用風險」、「獲利能力」、「資產品質」、「資本適足性」的順序漸進增強，換言之，屬於「流動性」的主成份對其他四個子部門的主成份具有同期影響力，但不受它們的同期影響，相對的，屬於「資本適足性」的主成份則只受其他四個部門之主成份的同期影響，但不對它們具有同期影響力。對「內生程度」的假設為估計結構型VAR模型之所必須，但我們要強調，假設變量一對變量二沒有同期影響力，並不表示變量一對變量二沒有跨期影響力，事實上對各變量之間跨期影響力的探討才是我們估計結構型VAR模型的主要目的。

其他的五個VAR模型則都包含了「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」五個部門、然後再分別附加上「銀行部門」之五個子部門中的一個，例如第二個VAR模型除了包括「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」外，還包括「銀行部門」之「流動性」子部門，而第六個VAR模型則是由「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」，以及「銀行部門」之「資本適足性」子部門所組建而成。

這五個跨部門VAR模型可容許我們研究非銀行部門對銀行部門之各個層面的衝擊與影響，在這些模型中我們假設屬於五個非銀行部門之主成份的「內生程度」是以「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」的順序漸進增強：例如，屬於「總體經濟部門」的內生變量對其他三個非銀行部門以及一個銀行子部門的主成份具有同期影響力，但不受它們的同期影響。最後我們假設屬於

「銀行子部門」的主成份只受非銀行部門之主成份的同期影響，但不對它們具有同期影響力。做出這種設定的原因是我們認為金融穩定主要是反應在銀行部門的各個子部門，而本階段計畫的目的則是嘗試了解整體經濟中其他部門對金融穩定的影響。例如，根據第六個VAR模型，我們可以分析「總體經濟部門」中的第一主成份(我國債信)對「資本適足性」子部門中資本適足程度的影響。

雖然各部門之兩個主成分間沒有相關性，但我們仍將各部門的兩個主成分同時納入VAR模型中，並假設第二主成分的「內生程度」高於第一主成分，亦即第一主成份對第二主成分具有同期影響力，但不受第二主成分的同期影響，這個設定似乎與「二主成分之間不相關」的已知性質矛盾，但我們要特別指出，兩個變量之間不相關並不表示這兩個變量在VAR模型中的係數估計值就一定不顯著，這是因為VAR模型係數所描述的是一變量對另一變量的「偏微分」效果，也就是說一個變量「在所有其他變量的影響都控制不變後」對另一變量的影響，因此在VAR

模型中，縱使這兩個主成分之間的相關係數等於零，但第一主成分對第二主成分的VAR模型係數的估計值仍可相當顯著，意味著第一主成分對第二主成分具有明顯的「偏微分」效果。我們要再次強調，主成分的不相關讓我們能由多個變量中萃取其少數相對獨立的主要趨勢，一旦導出這些主要趨勢後，我們還是能夠估計它們之間的VAR模型係數，並針對顯著的估計值進行有實質經濟意義的分析。

茲列舉六個跨部門結構型VAR模型的完整設定於後。對這些結構型VAR模型的估計是採用標準的最大概似估計法，先獲得縮減型VAR模型的係數估計值，再採用Cholasky分解推導出各結構型VAR模型中的 $a_{ij}$ 係數的估計值，最後計算出 $b_{ij}$ 係數向量的估計值。由於我們的經濟分析不在這些數目眾多的係數上，所以不列舉其估計值，我們所關心的是由這些係數估計值所推導而出的「衝擊反應係數」，我們將在下一小節對衝擊反應係數做出詳盡解析。

## 模型一—銀行部門之二階結構型 VAR(2) 模型:

$$\begin{aligned}
z_{1t}^{LQ} &= & + b'_{11}z_{t-1} + b'_{12}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{LQ} \\
z_{2t}^{LQ} &= a_{21} \cdot z_{1t}^{LQ} & + b'_{21}z_{t-1} + b'_{22}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{LQ} \\
z_{1t}^{CR} &= a_{31} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{32} \cdot z_{2t}^{LQ} & + b'_{31}z_{t-1} + b'_{32}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{CR} \\
z_{2t}^{CR} &= a_{41} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{42} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{43} \cdot z_{1t}^{CR} & + b'_{41}z_{t-1} + b'_{42}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{CR} \\
z_{1t}^{AQ} &= a_{51} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{52} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{53} \cdot z_{1t}^{CR} + a_{54} \cdot z_{2t}^{CR} & + b'_{51}z_{t-1} + b'_{52}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{AQ} \\
z_{2t}^{AQ} &= a_{61} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{62} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{63} \cdot z_{1t}^{CR} + a_{64} \cdot z_{2t}^{CR} + a_{65} \cdot z_{1t}^{AQ} & + b'_{61}z_{t-1} + b'_{62}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{AQ} \\
z_{1t}^{PF} &= a_{71} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{72} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{73} \cdot z_{1t}^{CR} + a_{74} \cdot z_{2t}^{CR} + a_{75} \cdot z_{1t}^{AQ} + a_{76} \cdot z_{2t}^{AQ} & + b'_{71}z_{t-1} + b'_{72}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{PF} \\
z_{2t}^{PF} &= a_{81} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{82} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{83} \cdot z_{1t}^{CR} + a_{84} \cdot z_{2t}^{CR} + a_{85} \cdot z_{1t}^{AQ} + a_{86} \cdot z_{2t}^{AQ} + a_{87} \cdot z_{1t}^{PF} & + b'_{81}z_{t-1} + b'_{82}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{PF} \\
z_{1t}^{CA} &= a_{91} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{92} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{93} \cdot z_{1t}^{CR} + a_{94} \cdot z_{2t}^{CR} + a_{95} \cdot z_{1t}^{AQ} + a_{96} \cdot z_{2t}^{AQ} + a_{97} \cdot z_{1t}^{PF} + a_{98} \cdot z_{2t}^{PF} & + b'_{91}z_{t-1} + b'_{92}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{CA} \\
z_{2t}^{CA} &= a_{10,1} \cdot z_{1t}^{LQ} + a_{10,2} \cdot z_{2t}^{LQ} + a_{10,3} \cdot z_{1t}^{CR} + a_{10,4} \cdot z_{2t}^{CR} + a_{10,5} \cdot z_{1t}^{AQ} + a_{10,6} \cdot z_{2t}^{AQ} + a_{10,7} \cdot z_{1t}^{PF} + a_{10,8} \cdot z_{2t}^{PF} + a_{10,9} \cdot z_{1t}^{CA} & + b'_{10,1}z_{t-1} + b'_{10,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{CA}
\end{aligned}$$

其中  $z_{jt}^{LQ}$ 、 $z_{jt}^{CR}$ 、 $z_{jt}^{AQ}$ 、 $z_{jt}^{PF}$ 、與  $z_{jt}^{CA}$  分別是「流動性」、「信用風險」、「資產品質」、「獲利能力」、「資本適足性」子部門的第  $j$  主成份,  $z_t$  是包含這五個部門十個主成份的向量,  $\varepsilon_{jt}^{LQ}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{CR}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{AQ}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{PF}$ 、與  $\varepsilon_{jt}^{CA}$  分別是對應的隨機干擾項。

## 模型二—「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」對「流動性」影響之二階結構型 VAR(2) 模型:

$$\begin{aligned}
z_{1t}^{ME} &= & + b'_{11}z_{t-1} + b'_{12}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{ME} \\
z_{2t}^{ME} &= a_{21} \cdot z_{1t}^{ME} & + b'_{21}z_{t-1} + b'_{22}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{ME} \\
z_{1t}^{RM} &= a_{31} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{32} \cdot z_{2t}^{ME} & + b'_{31}z_{t-1} + b'_{32}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{RM} \\
z_{2t}^{RM} &= a_{41} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{42} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{43} \cdot z_{1t}^{RM} & + b'_{41}z_{t-1} + b'_{42}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{RM} \\
z_{1t}^{BS} &= a_{51} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{52} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{53} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{54} \cdot z_{2t}^{RM} & + b'_{51}z_{t-1} + b'_{52}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{BS} \\
z_{2t}^{BS} &= a_{61} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{62} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{63} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{64} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{65} \cdot z_{1t}^{BS} & + b'_{61}z_{t-1} + b'_{62}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{BS} \\
z_{1t}^{HS} &= a_{71} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{72} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{73} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{74} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{75} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{76} \cdot z_{2t}^{BS} & + b'_{71}z_{t-1} + b'_{72}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{HS} \\
z_{2t}^{HS} &= a_{81} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{82} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{83} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{84} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{85} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{86} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{87} \cdot z_{1t}^{HS} & + b'_{81}z_{t-1} + b'_{82}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{HS} \\
z_{1t}^{FM} &= a_{91} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{92} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{93} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{94} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{95} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{96} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{97} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{98} \cdot z_{2t}^{HS} & + b'_{91}z_{t-1} + b'_{92}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{FM} \\
z_{2t}^{FM} &= a_{10,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{10,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{10,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{10,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{10,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{10,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{10,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{10,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{10,9} \cdot z_{1t}^{FM} & + b'_{10,1}z_{t-1} + b'_{10,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{FM} \\
z_{1t}^{LQ} &= a_{11,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{11,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{11,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{11,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{11,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{11,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{11,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{11,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{11,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{11,10} \cdot z_{2t}^{FM} & + b'_{11,1}z_{t-1} + b'_{11,2}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{LQ} \\
z_{2t}^{LQ} &= a_{12,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{12,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{12,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{12,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{12,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{12,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{12,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{12,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{12,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{12,10} \cdot z_{2t}^{FM} + a_{12,11} \cdot z_{1t}^{LQ} & + b'_{12,1}z_{t-1} + b'_{12,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{LQ}
\end{aligned}$$

其中  $z_{jt}^{ME}$ 、 $z_{jt}^{RM}$ 、 $z_{jt}^{BS}$ 、 $z_{jt}^{HS}$ 、 $z_{jt}^{FM}$ 、與  $z_{jt}^{LQ}$  分別是「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」、「流動性」部門的第  $j$  主成份,  $z_t$  是包含這六個部門十二個主成份的向量,  $\varepsilon_{jt}^{ME}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{RM}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{BS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{HS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{FM}$ 、與  $\varepsilon_{jt}^{LQ}$  分別是對應的隨機干擾項。

模型三 – 「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」對「信用風險」影響之二階結構型 VAR(2) 模型:

$$\begin{aligned}
 z_{1t}^{ME} &= & + b'_{11}z_{t-1} + b'_{12}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{ME} \\
 z_{2t}^{ME} &= a_{21} \cdot z_{1t}^{ME} & + b'_{21}z_{t-1} + b'_{22}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{ME} \\
 z_{1t}^{RM} &= a_{31} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{32} \cdot z_{2t}^{ME} & + b'_{31}z_{t-1} + b'_{32}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{RM} \\
 z_{2t}^{RM} &= a_{41} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{42} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{43} \cdot z_{1t}^{RM} & + b'_{41}z_{t-1} + b'_{42}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{RM} \\
 z_{1t}^{BS} &= a_{51} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{52} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{53} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{54} \cdot z_{2t}^{RM} & + b'_{51}z_{t-1} + b'_{52}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{BS} \\
 z_{2t}^{BS} &= a_{61} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{62} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{63} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{64} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{65} \cdot z_{1t}^{BS} & + b'_{61}z_{t-1} + b'_{62}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{BS} \\
 z_{1t}^{HS} &= a_{71} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{72} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{73} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{74} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{75} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{76} \cdot z_{2t}^{BS} & + b'_{71}z_{t-1} + b'_{72}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{HS} \\
 z_{2t}^{HS} &= a_{81} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{82} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{83} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{84} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{85} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{86} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{87} \cdot z_{1t}^{HS} & + b'_{81}z_{t-1} + b'_{82}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{HS} \\
 z_{1t}^{FM} &= a_{91} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{92} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{93} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{94} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{95} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{96} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{97} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{98} \cdot z_{2t}^{HS} & + b'_{91}z_{t-1} + b'_{92}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{FM} \\
 z_{2t}^{FM} &= a_{10,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{10,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{10,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{10,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{10,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{10,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{10,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{10,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{10,9} \cdot z_{1t}^{FM} & + b'_{10,1}z_{t-1} + b'_{10,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{FM} \\
 z_{1t}^{CR} &= a_{11,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{11,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{11,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{11,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{11,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{11,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{11,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{11,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{11,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{11,10} \cdot z_{2t}^{FM} & + b'_{11,1}z_{t-1} + b'_{11,2}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{CR} \\
 z_{2t}^{CR} &= a_{12,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{12,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{12,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{12,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{12,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{12,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{12,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{12,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{12,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{12,10} \cdot z_{2t}^{FM} + a_{12,11} \cdot z_{1t}^{CR} & + b'_{12,1}z_{t-1} + b'_{12,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{CR}
 \end{aligned}$$

其中  $z_{jt}^{ME}$ 、 $z_{jt}^{RM}$ 、 $z_{jt}^{BS}$ 、 $z_{jt}^{HS}$ 、 $z_{jt}^{FM}$  與  $z_{jt}^{CR}$  分別是「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」、「信用風險」部門的第  $j$  主成份,  $z_t$  是包含這六個部門十二個主成份的向量,  $\varepsilon_{jt}^{ME}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{RM}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{BS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{HS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{FM}$  與  $\varepsilon_{jt}^{CR}$  分別是對應的隨機干擾項。

模型四 – 「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」對「資產品質」影響之二階結構型 VAR(2) 模型:

$$\begin{aligned}
 z_{1t}^{ME} &= & + b'_{11}z_{t-1} + b'_{12}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{ME} \\
 z_{2t}^{ME} &= a_{21} \cdot z_{1t}^{ME} & + b'_{21}z_{t-1} + b'_{22}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{ME} \\
 z_{1t}^{RM} &= a_{31} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{32} \cdot z_{2t}^{ME} & + b'_{31}z_{t-1} + b'_{32}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{RM} \\
 z_{2t}^{RM} &= a_{41} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{42} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{43} \cdot z_{1t}^{RM} & + b'_{41}z_{t-1} + b'_{42}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{RM} \\
 z_{1t}^{BS} &= a_{51} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{52} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{53} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{54} \cdot z_{2t}^{RM} & + b'_{51}z_{t-1} + b'_{52}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{BS} \\
 z_{2t}^{BS} &= a_{61} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{62} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{63} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{64} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{65} \cdot z_{1t}^{BS} & + b'_{61}z_{t-1} + b'_{62}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{BS} \\
 z_{1t}^{HS} &= a_{71} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{72} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{73} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{74} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{75} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{76} \cdot z_{2t}^{BS} & + b'_{71}z_{t-1} + b'_{72}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{HS} \\
 z_{2t}^{HS} &= a_{81} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{82} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{83} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{84} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{85} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{86} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{87} \cdot z_{1t}^{HS} & + b'_{81}z_{t-1} + b'_{82}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{HS} \\
 z_{1t}^{FM} &= a_{91} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{92} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{93} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{94} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{95} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{96} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{97} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{98} \cdot z_{2t}^{HS} & + b'_{91}z_{t-1} + b'_{92}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{FM} \\
 z_{2t}^{FM} &= a_{10,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{10,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{10,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{10,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{10,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{10,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{10,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{10,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{10,9} \cdot z_{1t}^{FM} & + b'_{10,1}z_{t-1} + b'_{10,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{FM} \\
 z_{1t}^{AQ} &= a_{11,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{11,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{11,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{11,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{11,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{11,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{11,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{11,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{11,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{11,10} \cdot z_{2t}^{FM} & + b'_{11,1}z_{t-1} + b'_{11,2}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{AQ} \\
 z_{2t}^{AQ} &= a_{12,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{12,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{12,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{12,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{12,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{12,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{12,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{12,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{12,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{12,10} \cdot z_{2t}^{FM} + a_{12,11} \cdot z_{1t}^{AQ} & + b'_{12,1}z_{t-1} + b'_{12,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{AQ}
 \end{aligned}$$

其中  $z_{jt}^{ME}$ 、 $z_{jt}^{RM}$ 、 $z_{jt}^{BS}$ 、 $z_{jt}^{HS}$ 、 $z_{jt}^{FM}$  與  $z_{jt}^{AQ}$  分別是「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」、「資產品質」部門的第  $j$  主成份,  $z_t$  是包含這六個部門十二個主成份的向量,  $\varepsilon_{jt}^{ME}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{RM}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{BS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{HS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{FM}$  與  $\varepsilon_{jt}^{AQ}$  分別是對應的隨機干擾項。

模型五 – 「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」對「獲利能力」影響之二階結構型 VAR(2) 模型:

$$\begin{aligned}
 z_{1t}^{ME} &= & + b'_{11}z_{t-1} + b'_{12}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{ME} \\
 z_{2t}^{ME} &= a_{21} \cdot z_{1t}^{ME} & + b'_{21}z_{t-1} + b'_{22}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{ME} \\
 z_{1t}^{RM} &= a_{31} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{32} \cdot z_{2t}^{ME} & + b'_{31}z_{t-1} + b'_{32}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{RM} \\
 z_{2t}^{RM} &= a_{41} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{42} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{43} \cdot z_{1t}^{RM} & + b'_{41}z_{t-1} + b'_{42}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{RM} \\
 z_{1t}^{BS} &= a_{51} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{52} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{53} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{54} \cdot z_{2t}^{RM} & + b'_{51}z_{t-1} + b'_{52}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{BS} \\
 z_{2t}^{BS} &= a_{61} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{62} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{63} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{64} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{65} \cdot z_{1t}^{BS} & + b'_{61}z_{t-1} + b'_{62}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{BS} \\
 z_{1t}^{HS} &= a_{71} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{72} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{73} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{74} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{75} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{76} \cdot z_{2t}^{BS} & + b'_{71}z_{t-1} + b'_{72}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{HS} \\
 z_{2t}^{HS} &= a_{81} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{82} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{83} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{84} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{85} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{86} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{87} \cdot z_{1t}^{HS} & + b'_{81}z_{t-1} + b'_{82}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{HS} \\
 z_{1t}^{FM} &= a_{91} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{92} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{93} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{94} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{95} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{96} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{97} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{98} \cdot z_{2t}^{HS} & + b'_{91}z_{t-1} + b'_{92}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{FM} \\
 z_{2t}^{FM} &= a_{10,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{10,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{10,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{10,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{10,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{10,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{10,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{10,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{10,9} \cdot z_{1t}^{FM} & + b'_{10,1}z_{t-1} + b'_{10,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{FM} \\
 z_{1t}^{PF} &= a_{11,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{11,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{11,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{11,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{11,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{11,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{11,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{11,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{11,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{11,10} \cdot z_{2t}^{FM} & + b'_{11,1}z_{t-1} + b'_{11,2}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{PF} \\
 z_{2t}^{PF} &= a_{12,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{12,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{12,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{12,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{12,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{12,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{12,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{12,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{12,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{12,10} \cdot z_{2t}^{FM} + a_{12,11} \cdot z_{1t}^{PF} & + b'_{12,1}z_{t-1} + b'_{12,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{PF}
 \end{aligned}$$

其中  $z_{jt}^{ME}$ 、 $z_{jt}^{RM}$ 、 $z_{jt}^{BS}$ 、 $z_{jt}^{HS}$ 、 $z_{jt}^{FM}$  與  $z_{jt}^{PF}$  分別是「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」、「獲利能力」部門的第  $j$  主成份,  $z_t$  是包含這六個部門十二個主成份的向量,  $\varepsilon_{jt}^{ME}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{RM}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{BS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{HS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{FM}$  與  $\varepsilon_{jt}^{PF}$  分別是對應的隨機干擾項。

模型六 – 「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」對「資本適足率」影響之二階結構型 VAR(2) 模型:

$$\begin{aligned}
 z_{1t}^{ME} &= & + b'_{11}z_{t-1} + b'_{12}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{ME} \\
 z_{2t}^{ME} &= a_{21} \cdot z_{1t}^{ME} & + b'_{21}z_{t-1} + b'_{22}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{ME} \\
 z_{1t}^{RM} &= a_{31} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{32} \cdot z_{2t}^{ME} & + b'_{31}z_{t-1} + b'_{32}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{RM} \\
 z_{2t}^{RM} &= a_{41} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{42} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{43} \cdot z_{1t}^{RM} & + b'_{41}z_{t-1} + b'_{42}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{RM} \\
 z_{1t}^{BS} &= a_{51} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{52} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{53} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{54} \cdot z_{2t}^{RM} & + b'_{51}z_{t-1} + b'_{52}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{BS} \\
 z_{2t}^{BS} &= a_{61} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{62} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{63} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{64} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{65} \cdot z_{1t}^{BS} & + b'_{61}z_{t-1} + b'_{62}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{BS} \\
 z_{1t}^{HS} &= a_{71} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{72} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{73} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{74} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{75} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{76} \cdot z_{2t}^{BS} & + b'_{71}z_{t-1} + b'_{72}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{HS} \\
 z_{2t}^{HS} &= a_{81} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{82} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{83} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{84} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{85} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{86} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{87} \cdot z_{1t}^{HS} & + b'_{81}z_{t-1} + b'_{82}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{HS} \\
 z_{1t}^{FM} &= a_{91} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{92} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{93} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{94} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{95} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{96} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{97} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{98} \cdot z_{2t}^{HS} & + b'_{91}z_{t-1} + b'_{92}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{FM} \\
 z_{2t}^{FM} &= a_{10,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{10,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{10,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{10,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{10,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{10,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{10,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{10,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{10,9} \cdot z_{1t}^{FM} & + b'_{10,1}z_{t-1} + b'_{10,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{FM} \\
 z_{1t}^{CA} &= a_{11,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{11,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{11,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{11,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{11,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{11,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{11,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{11,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{11,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{11,10} \cdot z_{2t}^{FM} & + b'_{11,1}z_{t-1} + b'_{11,2}z_{t-2} + \varepsilon_{1t}^{CA} \\
 z_{2t}^{CA} &= a_{12,1} \cdot z_{1t}^{ME} + a_{12,2} \cdot z_{2t}^{ME} + a_{12,3} \cdot z_{1t}^{RM} + a_{12,4} \cdot z_{2t}^{RM} + a_{12,5} \cdot z_{1t}^{BS} + a_{12,6} \cdot z_{2t}^{BS} + a_{12,7} \cdot z_{1t}^{HS} + a_{12,8} \cdot z_{2t}^{HS} + a_{12,9} \cdot z_{1t}^{FM} + a_{12,10} \cdot z_{2t}^{FM} + a_{12,11} \cdot z_{1t}^{CA} & + b'_{12,1}z_{t-1} + b'_{12,2}z_{t-2} + \varepsilon_{2t}^{CA}
 \end{aligned}$$

其中  $z_{jt}^{ME}$ 、 $z_{jt}^{RM}$ 、 $z_{jt}^{BS}$ 、 $z_{jt}^{HS}$ 、 $z_{jt}^{FM}$  與  $z_{jt}^{CA}$  分別是「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」、「資本適足率」部門的第  $j$  主成份,  $z_t$  是包含這六個部門十二個主成份的向量,  $\varepsilon_{jt}^{ME}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{RM}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{BS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{HS}$ 、 $\varepsilon_{jt}^{FM}$  與  $\varepsilon_{jt}^{CA}$  分別是對應的隨機干擾項。

## 一、衝擊反應分析

根據六個二階結構型VAR模型的係數估計結果，我們可進一步推導出衝擊反應係數的估計值，並以圖形方式呈現這些衝擊反應，為節省篇幅，本文並未收錄這些衝擊反應圖，有興趣的讀者可逕向作者索取。這裡我們特別將衝擊反應估計值中的顯著者(由於樣本數太小，我們所採用的顯著水準是90%集中列在表10中，其中最左欄列舉衝擊產生的部門，第二欄標示各該部門的主成份，而表10最上面的三列則顯示接受衝擊後

產生反應的各部門主成份。現以二例解釋表10中各個格子內之數字與符號的意義：對應「企業一」列與「資產品質一」欄的1,2,5-10(-)的意思是，資產品質的第一個主成份對企業部門第一個主成份的衝擊，在第1,2,5,6,7,8,9,10等八期皆有顯著的反應，且皆為負向的反應。對應「信用風險一」列與「資產品質一」欄的5,6(+)的意思是，資產品質的第一個主成份對信用風險部門第一個主成份的衝擊，在第5,6兩期皆有顯著的反應，且皆為正向的反應。

表10 顯著的衝擊反應

衝擊		反應									
		流動性		信用風險		資產品質		獲利能力		資本適足率	
		一	二	一	二	一	二	一	二	一	二
總體經濟	一					3-8(-)	1(+)				
	二									1(+)	2-4(+)
不動產市場	一					8-10(+)				3,4(+)	1(+)
	二							1,2(-)			
企業	一					1,2,5-10(-)	1,2,5(+)			3,4(-)	1(-)
	二					6-10(+)	1,3,4(-)	1,2(+)		3(+)	
家庭	一					5(-)		2,3(-)			
	二	1(-)			2(-)	3-5,7(-)				1(-)	3(-)
金融市場	一					2(+)					
	二					2(-)		1(+)			
流動性	一		7,8(-)							3-5(-)	
	二		5-9(-)				4,6(-)			6(-)	1-5(-)
信用風險	一			0,1,3(-)		5,6(+)					
	二				0(+)	1			1(+)		
資產品質	一		2-6(-)			0,1(+)	1(+)	2-4(+)	2(+)	4,5(-)	1-4(-)
	二			1,3,5(-)			0(+)				
獲利能力	一	2(-)		2,4,6-9(-)			3,4(+)	0-2(+)		4,5(-)	
	二								0,1(+)	1,2(+)	
資本適足率	一					2(+)		4,5(+)	1,2(+)	0,1(+)	
	二		4-9(+)	1,3(-)	9,10(+)		3(-)			6(+)	1-6(+)

由表10我們歸納出如下的實證結果：

(一) 銀行部門的五個子部門中，以「資產品質」的兩個主成份「逾放程度」與「放款準備提存程度」再加上「資本適足率」的兩個主成份「資本適足程度」與「第一類資本額」最能反應來自其他部門的衝擊，此外，「資產品質」的第一主成份以及「資本適足率」的第二主成份最有能力對其他部門產生顯著的衝擊。

(二) 對於我們所最關心之「資本適足程度」的衝擊反應我們有如下的發現：

1. 「資本適足程度」對於自身的衝擊有持續一季的正向反應，也就是說，「資本適足程度」不論是上升還是下降，都傾向持續一季。

2. 最意外的結果是「流動性」之第一主成份「整體流動性」的衝擊對三季之後的「資本適足程度」竟然有連續三季的負向影響，也就是說，「整體流動性」的隨機變動對三季後之「資本適足程度」有長達三季的負面影響。此外，「短期流動性」(「流動性」之第二主成份)的隨機變動，也會在一年半後對「資本適足程度」造成一季的負面影響。這些結果雖然意外，但早在我們對圖3與圖4進行分析時，已預見此種結果。

3. 來自銀行部門其他子部門的衝擊對「資本適足程度」的影響：

「資產品質」之第一主成份「逾放程度」以及「獲利能力」之第一主成份「虧損

程度」皆對一年後的「資本適足程度」有連續兩季的負向影響，此外，「獲利能力」之第二主成份「利息收入」對下一季度的「資本適足程度」有連續兩季的正向影響，我們還看到「資本適足率」之第二主成份「第一類資本額」對一年半後的「資本適足程度」也有一季的正向影響，這些結果均相當符合直覺。

4. 來自非銀行部門的衝擊對「資本適足程度」的影響：

(1) 「總體經濟部門」的第一主成份「國內景氣」對「資本適足程度」有立即的一季正向影響，「不動產市場部門」的第一主成份「房市景氣」對一年後的「資本適足程度」有兩季的正向影響，「企業部門」的第二主成份「償債能力」對三季後的「資本適足程度」有一季的正向影響，均符合直覺。

(2) 但「企業部門」的第一主成份「獲利能力」對一年後的「資本適足程度」有兩季的負向影響，以及「家庭部門」的第二主成份「償債能力」對「資本適足程度」有立即的一季負向影響，則均違反直覺，可能的解釋是當銀行部門觀察到「企業部門」的「獲利能力」以及「家庭部門」的「償債能力」有所改善時，便因預期違約風險下降而政策性的做出降低「資本適足程度」的操作。在這裡我們也順便指出，企業獲利能力與家庭償債能力對「第一類資本額」(亦即「資本適足率」的第二主成份)也有類似的影響，

其可能解釋自也相同。對這些估計結果有必要做進一步的追蹤研究，以探明我們所提出的解釋是否確實。

5. 如前所述，雖然「資本適足程度」會對許多類型的衝擊做出反應，但我們也要列出那些不會影響「資本適足程度」的衝擊，例如：

「金融市場部門」兩個主成份「金融狀況」與「股市行情」的衝擊都不會影響「資本適足程度」；

「總體經濟部門」第一主成份「我國債信」的衝擊不會影響「資本適足程度」；

來自「不動產市場部門」第二主成份「交易能量」的衝擊不會影響「資本適足程度」；

來自「資產品質」第二主成份「放款準備提存程度」的衝擊不會影響「資本適足程度」。

這些結果多少也讓我們感到有些意外。

6. 瞭解了「資本適足程度」對哪些衝擊即會有所反應後，我們可進一步的分析來自「資本適足程度」的衝擊對銀行部門其他子部門的影響：

來自「資本適足程度」的衝擊對兩季後的「資產品質」之第一主成份「逾放程度」有一季的正向影響，對一年後的「獲利能力」之第一主成份「虧損程度」則有兩季的正向影響，這些結果違反直覺，可能的解釋是當銀行部門觀察到「資本適足程度」提高

時，顯示資金充裕，因而擴大放款，導致一年半載後的「逾放程度」與「虧損程度」紛紛高昇。此外，來自「資本適足程度」的衝擊對「獲利能力」之第二主成份「利息收入」有立即的兩季正向影響，其解釋同前：「資本適足程度」提高刺激銀行部門放款的擴大與利息收入的增加。

(三) 其他有趣的衝擊反應：

1. 相對於「總體經濟部門」之「我國債信」對銀行部門三季後之「逾放程度」有頗長之六季的負向影響，「不動產市場部門」之「房市景氣」對兩年後之「逾放程度」有三季的正向影響，很顯然的，「房市景氣」常導致銀行過度放款並進而造成一段時間之後的逾放上升。

2. 下述三個違反直覺的結果都發生在銀行部門的「逾放程度」與「虧損程度」，可能都與銀行部門對經濟情勢之過度反應有關：

(1)相對於「企業部門」之「獲利能力」對銀行部門之「逾放程度」有頗長之八季的負向影響，「企業部門」之「償債能力」對一年半以後之「逾放程度」則有五季的正向影響，後者是一個違反直覺的結果。

(2)相對於「家庭部門」之「償債能力」對銀行部門三季後之「逾放程度」有四季的負向影響，「家庭部門」之「負債程度」對五季後之「逾放程度」則有一季的負向影響，後者是一個違反直覺的結果。

(3)相對於「企業部門」之「償債能力」

對銀行部門半年後之「虧損程度」有兩季的負向影響，「企業部門」之「獲利能力」對「虧損程度」則有立即之兩季的正向影響，後者是一個違反直覺的結果。

3. 「金融市場部門」之「金融狀況」對銀行部門之「虧損程度」有立即之一季的正向影響，這可能與直接金融的擴大會降低對間接金融的需要有關。

4. 銀行部門之「逾放程度」對半年後其「利息收入」有一季的正向影響，這是一個無法解釋的結果。

(四) 由於信用風險的資料缺陷，我們不願對信用風險相關的衝擊反應做過多的解讀。此外，因為五個非銀行部門之間的衝擊反應非本研究的焦點，所以也並未採取進一步的分析。

## 伍、結 論

本文採用主成份分析，由分屬於「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」五個非銀行部門，以及「銀行部門」的五個子部門「流動性」、「信用風險」、「獲利能力」、「資產品質」、「資本適足性」的五百多個變量中篩選出代表性變量，並分別導出各部門的兩個主成份變量，再嘗試對這二十個主成份賦予經濟解釋。主成份分析容許我們有效的減少變量數目，在40個樣本的嚴峻限制下，只有在變量數目大為減少後，我們才得以建置並估計跨部門的大型計量模型。根據六個結構型二階VAR模型所導出的衝擊反應係數，我們最後完成了對總體經濟與金融體系之關聯的實證經濟分析。

本文獲得如下的兩點結論：

一、主成份分析在本研究中占有一個極為重要的角色，它除了容許我們將變量精簡為數目大為減少的主成份外，還協助我們

篩選變量，後者也讓我們得以挑選出最適合以主成份呈現的變量組合。只要我們能夠接受主成份分析的優點和缺點，則本研究可說是在主成份分析架構下所得到的最佳實證結果。

在變量繁多但資料短缺的前提下，主成份分析不失為一個簡單可行並使得跨部門VAR模型得以建立的工具，主成份所捕捉之各部門的主要趨勢也可說是有限樣本信息的最有效呈現。未來每季資料更新後，我們應可快速的更新主成份的定義以及跨部門VAR模型的係數估計，不僅可比較VAR模型的跨時穩定度，也可分析特徵向量的跨時敏感度。換言之，除了部門之間關係的動態演變，我們還可研究各部門內部的主要趨勢走向。

每個部門不論篩選所得變量的數目，我們都只取前兩個主成份，原因是控制VAR模型之變量數目在合理可行的範圍內。各銀行

子部門的前兩個主成份對樣本變異的解釋能力較高，而非銀行部門之前兩個主成份對樣本變異的解釋能力相對較低，這意味著各個非銀行部門內的情況較為複雜，尤其是涵蓋面較廣的總體經濟部門與金融市場部門更是如此，這雖然不是讓我們驚訝的結果，但也提醒我們，只採用兩個主成份來代表各個非銀行部門，對研究跨越部門間的交互影響是有一定的侷限性。

二、在有限的樣本下，我們不僅成功的估計出一個包含10個內生變量以及五個包含12個內生變量的二階結構型VAR模型，得到穩定的估計結果，大規模的衝擊反應分析顯示，不僅銀行部門內的各個子部門有不少顯著的交互影響，五個非銀行部門對銀行部門內的各個子部門也有顯著的影響，雖然影響的持續期間大都在十季之內，但大多數的衝擊反應都符合經濟理論與直覺，對一些不符直覺的衝擊反應也促使我們更深思其特殊意涵，這些實證結果強化了我們對主成份解釋的信心，也因而判斷對台灣總體經濟對金融穩定影響的分析，結合主成份分析與VAR模型確實是一個可行的研究方法。

到目前為止，本研究只能完成總體經濟與金融體系的關聯模型的建置與驗證，而尚未能對金融危機早期預警系統以及壓力測試模型兩個課題有所著墨。由於金融危機早期預警系統的建置需對「金融危機」做出明確的定義，且金融危機必然是以虛擬變量的形式呈現，本研究所擬訂的模型是建立在各部門的主成份上，而主成份又是可觀察之連續變量的線性組合，如何將金融危機的概念以主成份表示似乎會有一定難度，舉例來說，若以資本適足性第一主成份來定義金融危機，則我們必須對該主成份的特徵向量乃至於主成份本身的時間序列性質有很深入的了解才行。我們因此強調對主成份時間序列性質的更深入分析應是未來研究的一個重點，此外，如何將金融危機虛擬變量納入本研究所擬訂之以連續變量為主的模型也會是一個方法論上的挑戰。至於壓力測試模型的建置，只要央行內部對「壓力」的定義達成共識，則由可觀察變量的「壓力情境」轉換為以主成份呈現的壓力情境應不是太大的問題，本研究所擬訂的模型不需大幅調整便可用來進行壓力測試。

## 附 註

- (註1) 我們在這裡對金融穩定分析架構、金融穩定報告的內容、以及附帶的資料收集步驟的分層次點列式描述自然只代表我們對央行金檢處之規劃的理解，在闡述上可能會因我們主觀的認知而和央行金檢處的原意有所出入。央行金檢處的原意當然應該以其所完成的兩篇內部文件為準，這兩篇內部文件的名稱分別是「強化本行促進金融穩定經營目標之道」與「建立本行金融穩定評估架構、指標及發布金融穩定報告芻議」。
- (註2) 對待檢定的變量設定一個IAR(2)模型後進行GLS估計，再採用Dickey-Fuller單根檢定。
- (註3) 圖中所顯示的資本適足率與自有資本比率 $<8\%$ 之家數都是經標準化後的結果，也就是說，每一變量都分別減去其樣本平均數後再除以樣本標準差。標準化後之樣本值的分佈區間大致相同，才便於置於同一圖中比較。

## 參考資料

- 中央銀行金融業務檢查處(2005)，「強化本行促進金融穩定經營目標之道」，內部文件。
- 中央銀行金融業務檢查處(2005)，「建立本行金融穩定評估架構、指標及發布金融穩定報告芻議」，內部文件。
- Hoggarth, Glenn, Ricardo Reis and Victoria Saporta (2002), "Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence," *Journal of Banking and Finance*, 26, 825--55.
- International Monetary Fund (2002), "Early Warning System Models: The Next Steps Forward," *Global Financial Stability Report*, Chapter IV.
- International Monetary Fund (2006), *Financial Soundness Indicators Compilation Guide*, available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/index.htm>.
- International Monetary Fund (2007a), "Chapter I: Assessing Global Financial Risks," *Global Financial Stability Report*, April, 1--62.
- International Monetary Fund (2007b), *World Economic Outlook*, April, Washington, D. C. IMF.

# 我國金融機構轉投資相關問題之探討\*

楊綦海\*\*

## 摘 要

近十餘年來，我國金融機構一直處於過度競爭（overbanking）的狀態，銀行業經營困難，陷入困境。政府為協助銀行業突破經營困境，次第效法先進國家銀行經營管理模式，考慮開放跨業經營。2000年，政府頒布金融機構合併法、銀行法修正案等，鼓勵金融機構合併，並開放銀行轉投資金融相關事業。2001年，政府復參酌美日模式訂定金融控股公司法，開放設立金融控股公司，容許其跨業經營銀行、證券及保險等業務，以擴大經營規模，提升競爭力；同年保險業及證券業相關法規亦經增修，開放轉投資金融相關事業。金融機構的轉投資及併購大戰於焉開啟，在2004年推動的第二次金融改革催化下，更加速銀行業的併購活動，戰況激烈，也頻出狀況。

由於近年來我國金融機構的相關法規主要師法美國法規訂定，間酌參日歐法規，該等國家在金融機構轉投資的運作上並未出現多大問題，但我國金融機構進行轉投資時，常不順遂，時有狀況發生，其原因何在？本文試圖從美國金融機構放寬轉投資（或稱跨業經營）的規範，探討我國金融機構轉投資頻出狀況的原因並尋求改善之道。

\* 本文完稿於2007年10月。本文承蒙施局長燕、嚴處長宗大、葉副處長榮造、林副處長宗耀與多位匿名審稿人之悉心審閱，特致衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

\*\* 作者為中央銀行經濟研究處研究員。

## 壹、前言

早期，我國銀行的管理傾向分業或產品區隔的管理制度，致銀行經營的業務主要限制在存放款與匯兌方面。後來，銀行的這些特許業務受到非銀行業務的衝擊，如放款業務受到商業本票或公司債等直接金融工具發行的影響，存款業務則受到債券型基金、貨幣市場基金或人壽保險年金等競爭的衝擊，致銀行特許權利的經濟價值日漸衰退，嚴重影響銀行的經營利潤及經營風險。

政府為協助銀行突破經營困境，次第效法先進國家的銀行經營管理模式，考慮開放跨業經營。2000年銀行法修正時，開放銀行轉投資金融相關事業，其經營模式類似歐洲的綜合銀行制；2001年，政府參酌美日模式訂定金融控股公司法，開放設立金融控股公司，容許其跨業經營銀行、證券及保險等業務，以擴大經營規模，並提升競爭力；同年保險業及證券業亦增訂相關法規，開放轉投資金融相關事業。

金融控股公司跨業經營銀行、證券、保險等金融相關事業及創業投資事業時，以投資設立子公司的方式為之。但投資非金融

相關事業時，仍多持審慎保守態度，採銀行（banking）與產業（commerce）分離原則，以防範銀行利用其強大經濟力介入經營產業，造成不公平競爭與利益衝突，並避免過度暴露於不易掌控的風險中，以確保銀行的流動性，防止引發系統性風險。

近年來，我國金融機構的相關法規主要師法美國法規訂定，間酌參日歐法規，該等國家在金融機構轉投資<sup>註1</sup>的運作上似無多大問題，但我國金融機構進行轉投資時，常不順遂，時有狀況發生，其原因究係美國法規逾准為枳、水土不服或我國法規有問題，為本文研究的重點。文中所稱之投資或轉投資，主要指直接投資<sup>註2</sup>，不含財務性投資<sup>註3</sup>及不動產投資；美國保險法規的主管機關為各州政府保險局，法規版本較多，亦不列入討論範圍。

本文內容將依序討論轉投資的定義、方式與優缺點；美國金融機構轉投資的規範；我國金融機構轉投資的規範；我國金融機構轉投資問題與分析；最後則為本文的結論與建議。

## 貳、轉投資的定義、方式與優缺點

### 一、轉投資的定義

#### （一）美國法規對轉投資的定義

美國的金法法規對金融機構的投資

（investment）均以「投資」稱之，並無「轉投資」的稱謂，其意義與我國金融法規母法所稱的「投資」類似。若以2006年美國

聯邦準備理事會（Federal Reserve Board，FRB）所訂的銀行控股公司對非金融公司的權益證券投資合併報告編製說明<sup>註4</sup>為例，其權益證券投資（equity investment）包括直接投資（direct investment）與間接投資（indirect investment）。前者指銀行控股公司及其子公司直接對非金融公司的權益證券投資；後者指前述公司所投資的基金（可為合夥或公司組織）或類似的個體對非金融公司的權益證券投資，如私募基金所為之商人銀行<sup>註5</sup>投資（merchant banking investments）。

## （二）我國法規對轉投資的定義

在我國金融市場上，常可聽到有關公司轉投資的訊息，但「轉投資」的定義為何？過去公司法的主管機關－經濟部曾對此作解釋，但因法條更迭而失效，現行法規並未再解釋。至於金融控股公司法與銀行法等金融大法中亦未出現「轉投資」的字眼，惟2004年7月1日以前的金融主管機關－財政部與現在的金融主管機關－行政院金融監督管理委員會（簡稱金管會）在訂定金融相關管理辦法或準則時，於其條文中時有採用「轉投資」一辭，甚至將其用於準則辦法的名稱中，如「金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則」、「商業銀行轉投資應遵守事項準則」及「票券金融公司轉投資管理辦法」，但都未明確定義。本文嘗試從公司法、金融控股公司法、銀行法、證券交易

法及保險法中探求其意義，簡述如下：

### 1. 昔日公司法所稱的轉投資

經濟部於1968年曾解釋「所稱轉投資應以章程有明文規定，且必須長期經營為目的，並經認股手續繳納股款者而言，其一時收買股票等理財目的之投資不包括在內<sup>註6</sup>。」（經濟部，1984）簡言之，轉投資係指公司以長期經營為目的投資，理財型的投資則否。

但因公司法修正，主管機關於1979年解釋，前文係針對1966年修正公司法第14條而言，該條於1969年修正公司法時業經修正，原有「轉投資」字樣已刪除，上開解釋已無所附麗而失效，至於公司法第13條應以是否為他公司之股東為斷，若股東名簿上已有記載依公司法第165條堪以認定<sup>註7</sup>。（賴英照，1994）即1969年修正的公司法對公司的投資已無「轉投資」的用語。

至1980年公司法修正時，於第13條增列第2項，規定：「公司轉投資達到前項所定數額後，其因被投資公司以盈餘或公積增資配股所得之股份，不受前項限制」，再度出現「轉投資」字眼，探其意，似指第一項之「投資」而言。

### 2. 現行公司法採用「投資」用語，「轉投資」用辭已不再現

公司法第13條歷經多次修正，過去所稱之「轉投資」用辭，已不復出現，而統以「投資」稱之。從該條規定<sup>註8</sup>推敲，「投

資」一辭似指公司取得其他公司（被投資公司）的股權，成為被投資公司的有限責任股東。其投資總額不得超過本公司實收股本40%，但若公司章程另有規定、取得股東同意或股東會決議或其為專業投資公司，則投資總額得超過前述規定。此外，外國公司轉投資準用本法之限制<sup>註9</sup>。

### 3. 金融控股公司法的「投資」範圍較公司法為廣

我國金融控股公司的業務以投資及對被投資事業之管理為限，為確保其子公司業務之健全經營，控股母公司不得從事金融業務或其他商業。按金融控股公司法的規定，其得投資對象包括：(1)金融相關事業；(2)非金融相關事業；(3)短期資金運用項目之債票券；與(4)自用不動產投資。較公司法所稱之投資不包括不動產投資的範圍為廣。

前述第(1)項之金融相關事業主要指金融控股公司法第36條第2項之10種事業，係將其視為子公司的態度長期投資經營，並得100%持股。相對的，第(2)項所謂的非金融相關事業係指同法第37條第1項的其他事業，投資金額不得超過被投資者資本的5%，投資總額不得超過投資者資本的15%，以分散投資風險為主，但不得參與該事業的經營。第(3)項之短期資金運用則不含股票及公司債。

上述金融控股公司投資其他公司、短期債票券或不動產的法條，均以「投資」字

眼表示之，但金管會訂定的「金融控股公司依金融控股公司法申請轉投資審核原則」規範的「轉投資」對象，又為該法第36及37條所稱的金融相關事業及非金融相關事業。因此，此處的「轉投資」似指金控公司以長期經營或持有為目的的投資，較接近1969年以前的公司法的定義。

### 4. 銀行業、證券業及保險業得「投資」對象與金融控股公司雷同，但範圍有別

有關銀行業、證券業及保險業的投資，以後章節將有深入的討論。概而言之，其投資對象業別與金融控股公司雷同，惟以保險業的投資範圍最廣。但各該業母法對其長期投資其他公司都以「投資」稱之，而相關施行規則、準則或審核原則則多以「轉投資」表示。

若觀察「商業銀行轉投資應具備條件及檢附文件<sup>註10</sup>」，商業銀行的「轉投資」對象包括金融相關事業及非金融相關事業，而對後者之投資應提出配合政府發展國內經濟發展計畫之說明。此外，「商業銀行轉投資應遵守事項準則」係依據銀行法第74條第5項規定<sup>註11</sup>訂定，該處的「轉投資」似指第5項之「銀行以投資為跨業經營」的金融相關事業，而不含第2項<sup>註12</sup>「不得參與該相關事業之經營」的非金融相關事業。

綜合上述討論，本文所稱的「轉投資」將以金融機構對其他金融相關事業或非金融

相關事業以意圖控制、維持健全經營或建立密切關係為目的的長期投資，不包括不動產投資及以理財為目的短期投資。

## 二、轉投資的方式

任一公司投資其他公司，取得股權的方式（現多直接稱為轉投資）有許多種，主要包括股份投資、資產收購或營業讓與及其他方式。分述如下：

### （一）股份投資

公司的轉投資除了新發起設立的公司得以現金或其他債權、技術或商譽等投資外，對已設立公司股份的投資方式包括現金投資、資產或技術投資及股份交換。根據公司法第156條第5項規定：「股東之出資除現金外，得以對公司所有之貨幣債權，或公司所需之技術、商譽抵充之；其抵充之數額需經董事會通過，不受第272條之限制。」表示公司可以現金投資，或以其擁有之債權、技術或商譽投資他公司（資產或技術投資）。另同法第6項更規定：「公司設立後得發行新股作為受讓他公司股份之對價，需經董事會三分之二以上董事出席，以出席董事過半數決議行之，不受第267條第一項至第三項之限制。」則屬股份交換。另金融控股公司法及企業併購法上尚有性質類似的股份轉換<sup>註13</sup>方式，其與股份交換差異處在於前者為100%讓與自身已發行的股份，後者則否。

現行較常見的現金投資方式包括：1.在

證券集中交易市場或櫃檯買賣中心購買目標公司股份；2.利用證券交易所的有價證券標售制度標購股份；3.利用公開收購方式收購股份；4.直接與未上市公司大股東協商，收購其股份。第1及2項在公開市場收購股份的方式，又可分成盤中競價交易與盤後交易兩種。（詳台灣證券交易所相關辦法）兆豐金控於2005年12月16日宣布，將以每股9元上限收購台企銀股票，即以透過公開市場或盤後議價方式行之；渣打銀行則以公開收購方式收購新竹商銀股權。

至於我國14家金融控股公司的設立，除富邦金融控股公司採用下節介紹的營業讓與方式設立外，其餘13家都以股份轉換方式設立，即原銀行、保險公司或證券公司的全體股東將其股份轉換為金融控股公司新發行的股份，成為後者的股東，而原銀行、保險公司或證券公司則成為金融控股公司100%持股的子公司。

### （二）資產收購或營業讓與

資產收購指收購公司以股份、現金或其他財產作為對價，取得他公司之股份、營業或財產之行為。依企業併購法第27及28條規定，資產收購方式有三，包括：1.概括承受或概括讓與；2.依公司法第185條第1項第2款或第3款讓與或受讓營業或財產，及3.公司之子公司收購公司全部或主要部分之營業或財產。第2項所指者為「讓與全部或主要部分之營業或財產」，與「受讓他人全部營業或

財產，對公司營運有重大影響者」。

公司為資產收購或營業讓與行為，若屬前述第1及2項方式，需經股東會代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意，方得行之。若為第3項方式，且母子公司符合「該子公司為公司百分之百持有」、「子公司以受讓之營業或財產作價發行新股予該公司」及「該公司與子公司已依一般公認會計原則編製合併財務報表」，則經公司董事會決議行之即可，不適用公司法第185條第1項至第4項應經讓與公司與受讓公司股東會決議之規定及公司法第186條至第188條之規定。金融控股公司法第24條亦訂有營業讓與<sup>註14</sup>方式轉換股權的規定，富邦金融控股公司於2001年12月19日即依該法，由原富邦產物保險公司以營業讓與方式轉換設立。

### (三) 其他方式

金融機構轉投資除可利用上述方式外，其他常見者尚有併購（或稱合併）、分割及三角併購等，其運作其實仍多採前述的方式取得股權。茲就其要者簡述如下：

#### 1. 合併

合併的類型主要有新設合併及吸收合併，前者指參與合併的公司全部消滅，由新設的公司概括承受消滅公司的資產、負債及淨值。兆豐銀行及永豐銀行即為其例，前者係由中國國際商業銀行及交通銀行合併而新設者，後者則為台北國際商業銀行及建華商

業銀行合併而新設的。吸收合併指參與合併的公司之一為存續公司，概括承受消滅公司的資產、負債及淨值。中國信託商業銀行合併萬通商業銀行為其例，後者為消滅公司。

#### 2. 分割

金融機構在組織再造的過程中，常運用分割的方式達到公司效率化、專業化或節稅的目的。金融控股公司子公司的分割，係指金融控股公司之子公司經股東會決議，讓與其部分之營業或財產予既存公司或新設公司，以繳足該被分割公司或其股東承購既存公司所發行新股或新設公司發行股份所需股款所進行的行為<sup>註15</sup>。由此可見，分割亦有「新設分割」及「吸收分割」兩類。

#### 3. 三角併購

三角併購係以間接方式達到併購的目的，即收購公司另設一家100%控股的從屬公司，透過該從屬公司與被收購公司進行合併。其目的係讓併購公司的母公司無須承擔消滅公司的或有債務，與迴避併購公司的股東行使表決權及反對股東的收買請求權，或避免直接合併可能產生的企業文化不合現象，使消滅公司的業務或員工完整的繼續存在，遇適當時機，亦可直接將其併入母公司<sup>註16</sup>。

### 三、金融機構轉投資的優缺點

金融機構轉投資有其優缺點，以下將按銀行及金融控股公司分述之：

## (一) 銀行的轉投資

### 1. 優點

銀行轉投資的優點，可從業務面及組織面分述之。

#### (1)業務面

贊成銀行投資經營廣泛業務，或反對訂定太多規範限制銀行業務者認為銀行進行轉投資，有下列優勢：

- a. 銀行可利用規模經濟及範疇經濟，收集及處理企業資訊，推銷金融服務，為顧客管理風險，建立聲譽資本；
- b. 增加銀行特許權價值，激勵其審慎行為；
- c. 收入來源多樣化，增加銀行穩定度；
- d. 降低政府將銀行資金分配到低生產力融資案件的能力，提升銀行經營績效與穩健經營。

#### (2)組織面

- a. 轉投資之子公司採股份有限公司制，其轉投資之股權部份為其承擔之經營風險，故可有效分散與區隔母子公司間的風險；
- b. 母子公司獨立經營業務，可避免利益衝突，與金融安全網補貼的濫用；
- c. 不同業別金融機構獨立經營，可避免組織、文化及領導風格的差異，更能展現其經營效率。

### 2. 缺點

銀行轉投資的缺點，亦可從業務面及組織面分述之。

### (1)業務面

- a. 銀行投資經營不同種類的業務，可能產生利益衝突；
- b. 銀行經營多種業務，遭遇風險機會增加，若有存款保險時易發生道德風險；
- c. 銀行業務範圍愈廣，形成金融集團的可能性愈大，金融監理愈加困難；
- d. 大型機構的政治與經濟力量大，容易形成太大而難以約制（too big to discipline）現象；
- e. 金融集團的形成，將降低金融部門的競爭與效率。

### (2)組織面

- a. 子公司發生財務危機時，可能影響金融母公司的商譽；母公司為維護聲譽，而給予子公司財務支援時，可能影響金融母公司的經營安全。
  - b. 轉投資設立子公司的成本與日常營運成本，較綜合銀行成立部門方式經營為高。
- 根據Barth等（2004）對55個國家的銀行許可業務比較研究中，發現無一個國家禁止其銀行經營證券業務，但有四分之一的國家禁止其銀行經營不動產業務。德國、紐西蘭及瑞士的銀行則可毫無限制的經營證券、保險及不動產業務。

各國容許銀行轉投資商業活動的限制程度有很大差異，就銀行與非銀行事業的相互投資限制而言，銀行投資非銀行事業的限制較多，而非銀行事業投資銀行的限制較少，

只有15%的國家許可其銀行100%的投資非銀行事業，但有40%的國家許可其非銀行事業100%的投資銀行。各國中，紐西蘭對銀行與非銀行事業間相互投資的限制最少，而日本、模里西斯（Mauritius）及薩爾瓦多則限制較嚴。惟一般而言，高所得國家的限制較低所得國家為少。雖然各國規範銀行投資非銀行事業的規定有所不同，惟其最終目標是一致的，係為促進金融體系的穩定、銀行的健全發展與提升經營效率。

## （二）金融控股公司的轉投資

金融控股公司透過轉投資跨業經營的優點如下（彭金隆，2004）：

### 1. 優點

(1)在金融控股公司架構下，可發揮規模經濟與範疇經濟之效，並提供全方位金融服務；

(2)根據各產業發展前景，機動調整各子公司資本，投資於最有發展潛力或最有效益的業務上，使集團資本作最有效率運用；

(3)充分運用金融控股公司的財務及管理資源，降低經營成本；

(4)金融控股公司及其子公司各自為有限

責任的獨立法人，其中一家子公司發生經營失敗或破產情事，尚不致影響其他正常營運的子公司；

(5)金融控股公司法將母公司及其子公司間建立防火牆機制，避免人員、資訊及資金的不當流用，將降低利益衝突及內線交易的可能性。

### 2. 缺點

(1)金融控股公司的共同行銷活動，易造成客戶資料的濫用，影響消費者權益；

(2)母子公司間內部交易行為密切，業務複雜，風險容易感染，金融監理成本較高。

目前我國採金融控股公司制度，容許金融機構藉成立金融控股公司跨業經營其他金融業務及非金融業務。此外，現行銀行法、保險法及證券商管理規則等亦多允許各該業跨足其他業別，經營金融相關業務，甚至非金融相關業務。此種制度設計，理論上有助於金融機構經營績效提升，與金融穩定。但實施後，確產生一些問題，我國金融機構轉投資法規是否出現問題？本文擬從美國金融機構轉投資規範，探討我國相關法規是否妥適，並提出建言。

## 參、美國金融機構轉投資的規範

傳統上，美國的銀行法規多限制銀行業經營非銀行業務，以及非銀行事業（或稱產業）經營銀行業務，與其他高度工業化國家如德國，其銀行部門與產業部門之間關係

緊密，截然不同。近年來，我國的金融法規多師法美國及日本，且多以美國為主要模仿對象，故本文擬探討1999年11月公布的美國金融服務業現代化法（Financial Service

Modernization Act，或稱葛蘭牡－李奇－布來理法（Gramm-Leach-Bliley Act，GLBA）實施後美國金融機構的轉投資概況，並彙整其堅持銀行與產業分離原則的理由及防範措施。

## 一、美國金融機構轉投資概況

### （一）金融服務業現代化法概述

2000年3月生效的GLBA簡而言之，主要係銀行控股公司法（Bank Holding Company Act，BHCA）及聯邦銀行法（National Bank Act）等的增補條款。若銀行控股公司及其所轄所有存款機構皆符合資本、管理及社區再投資法（Community Reinvestment Act of 1977, CRA）檢測評等條件者，得向聯邦準備銀行申請轉型為金融控股公司，其下得分設子公司從事廣泛且新的金融相關業務，如證券、保險及期貨等業務，以避免銀行的安全網補貼被濫用。美國放寬銀行跨業經營，主要考慮的除了安全穩健、規模經濟、範疇經濟、利益衝突、存款保險、監督管理外，銀行的競爭力，尤其是銀行的國際競爭力更是主軸。但銀行控股公司若未轉化為金融控股公司，其業務仍受原銀行控股公司法的限制。GLBA仍沿襲銀行控股公司法，授權聯邦準備銀行為金融控股公司的主管機關。

#### 1. GLBA的主要特色

##### （1）開放銀行轉投資證券商

廢除GSA<sup>註17</sup>第 20條及第 32條之規定，

即等於開放銀行轉投資證券商，銀行與證券商間可以成為關係企業，其人員亦得相互兼任。

##### （2）銀行業務的定義改為金融相關事業

銀行業務的定義由舊版銀行控股公司法的緊密關聯（closely related）改為金融相關事業，分為下列三類：<sup>註18</sup>（GLBA sec 103(a)）

a. 金融本質業務（financial in nature），其內容詳參GLBA sec 103（a）（4）或後節說明；

b. 金融附屬業務（incidental to financial activities）；

c. 金融互補業務（complementary to financial activities），該業務不得對存款機構或金融體系的安全與穩健造成重大風險。

##### （3）金融控股公司與銀行設立金融子公司有差別待遇

根據GLBA，金融控股公司可從事或收購包含金融本質、金融附屬與金融輔助等三類業務或公司。同法亦容許聯邦立案銀行得設立金融子公司從事金融業務，但僅限金融本質與金融附屬等二類業務，惟仍不得經辦保險、年金承銷、保險公司資產組合投資、不動產投資開發與商人銀行業務。相形之下，聯邦立案銀行可投資之業務範圍顯較金融控股公司為小<sup>註19</sup>。

#### 2. 開放或禁止金融機構轉投資的業務

##### （1）金融控股公司

a. 開放金融控股公司轉投資銀行業、證

## 券業及保險業

GLBA實施後，銀行可轉投資證券商，銀行控股公司亦可設子公司將銀行、證券商納為關係企業。銀行控股公司若經營狀況良好，風險又低，更得向聯邦準備理事會申請成為金融控股公司，經核准後可從事商業銀行、證券業務及保險業務，此外，更可從事其他金融本質、金融附屬及金融互補的業務。惟其各項業務將分由不同之功能監理機關監理，即金融控股公司及其轄下的聯邦準備理事會會員銀行由聯邦準備理事會監理，證券業由證管會監理，保險業與其他的一般保險公司一樣須接受州保險局監理。

但聯準會理事Laurence H. Meyer在GLBA施行一年後，驚訝的發現有四分之三的金控公司其資產規模低於5億美元，其中有半數之資產低於1.5億美元，且其業務偏好保險代理（insurance agency）與商人銀行，而非證券及保險的承銷業務。

b.開放金融控股公司及其證券及保險子公司從事商人銀行投資業務

GLBA原訂該法制定滿五年後，若聯邦準備理事會與財政部長考慮金融控股公司從事商人銀行業務及其對存款機構與金融體系之影響等因素後，認為恰當時，得允許金融控股公司之金融子公司從事銀行控股公司法第4（K）（4）（H）規定之商人銀行投資業務<sup>註20</sup>（merchant banking investments）。

但2001年1月，聯邦準備理事會與財政

部即發布聯合新聞稿，公布當年2月15日生效的金融控股公司商人銀行業務規則。該規則規定，金融控股公司及其證券與保險關係企業，以及銀行獨立的市政債券自營商部門得從事商人銀行投資業務，但存款貨幣機構不得投資經營<sup>註21</sup>；前述機構不得介入資產組合公司<sup>註22</sup>（portfolio company）的日常管理或經營<sup>註23</sup>；商人銀行的投資期限不得超過10年，但可在到期前90天向聯準會申請延期<sup>註24</sup>，惟私募基金（private equity fund）的投資存續期間最長為15年<sup>註25</sup>；商人銀行的投資總額不得超過金融控股公司第一類資本（Tier 1 capital）的30%，或扣除私募基金後，金融控股公司第一類資本的20%<sup>註26</sup>。此外，對商人銀行投資業務的風險管理、交叉銷售的限制及關係人交易的限制等，在12 CFR 225.175及CFR 225.176均有明確的規範。

c.仍然禁止金融控股公司及銀行經營非金融相關業務

GLBA原則上仍禁止金融控股公司從事非金融相關事業之投資。惟其已有條件的放寬金融控股公司轄下的商業銀行對一般產業持股的限制，即其投資不得無限期，且不得積極介入管理被投資產業的條件下，得持有非金融相關事業股份。但從銀行的資產負債表幾乎看不到其對一般產業的股權投資。該法定義金融控股公司的資產中，至少應有85%為金融性資產，亦即對非金融事業及不動產資產的投資不得超過資產的15%。若有

超過限定比率，超出部份如係修法前擁有者（grandfathered），得延長十年處分（經核准得再延五年）。（Saunders, 2003）

但該法對銀行業不得兼營非銀行業（商業或製造業）的基本原則仍未改變，惟對何者為金融控股公司法所稱的「金融業務活動」，則授權聯邦準備理事會與財政部長共同商定。

#### d. 繼續有效的重要規定

社區再投資法（CRA）規定聯邦立案銀行對所在地區之授信須達一定標準，尤其是對中低收入戶之授信。主管機關評分結果分成優良（outstanding）、滿意（satisfactory）、須改善（need to improve）及未符規定（substantial noncompliance）等四級。過去，財政部銀行局（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）對中大型銀行的CRA的檢查約二年一次，對資產規模小於10億美元之小型銀行，則按CAMEL評等而定，評等為1、2級者，每三年檢查其CRA一次，評等為3級以上者，每二年檢查一次。CRA的良窳，影響銀行或其控股公司從事併購金融機構或設置分行、營運子公司及新金融業務等的准駁、以及審核時程。

GLBA規定聯邦立案銀行或控股公司若欲為其子公司申請新業務，或收購從事新業務的金融子公司，該銀行及其關係企業之CRA評等須至少達滿意等級。

### (2) 聯邦立案銀行

#### a. 開放聯邦立案銀行經營的業務項目

##### (a) 承銷地方政府債務憑證

依據GLBA第F節第151條（subtitle F, sec 151），聯邦立案銀行若資本適足，即可開放從事市屬企業或各州政府發行之債務憑證（如有限責任債券、收益債券及符合1986年內地稅法sec 142（b）之債券）之承銷及買賣<sup>註27</sup>。

##### (b) 設立子公司經營金融相關業務

GLBA仍允許聯邦立案銀行繼續透過或籌設營運子公司<sup>註28</sup>（operating subsidiaries）從事聯邦銀行法禁止銀行從事的金融業務。其經OCC核准者，亦得設立或投資金融子公司（financial subsidiaries），從事金融性業務、金融附屬業務及聯邦立案銀行可直接經營的業務。金融子公司的業務範圍較營運子公司為大，但管理較嚴。

聯邦立案銀行申請以金融子公司型態轉投資金融相關事業時，所有金融子公司的總資產不得超過母銀行合併資產的45%，或500億美元，以金額較低者為準，若銀行連同轉投資事業的整體規模超過上述金額限制，必須以金融控股公司模式經營，而金融控股公司無此規模上的限制。

#### b. 禁止聯邦立案銀行及其子公司經營的業務項目：

##### (a) 不得在州內承銷保險

依據GLBA sec 302，聯邦立案銀行及其子公司不得在州內承辦保險，惟已經OCC核

准者不在此限<sup>註29</sup>。對於1999年1月1日以後之新商品，經州保險主管機關認定為保險商品者，聯邦立案銀行不得承辦。

#### (b)不得承銷產權保險

依據GLBA sec 303，聯邦立案銀行及其子公司不得從事涉及產權保險<sup>註30</sup>（title insurance）承銷及銷售業務。惟在該法制定前已依法經營者，仍得繼續從事該保險業務。

聯邦立案銀行若有保險關係企業（affiliate）從事保險業務，後者非前者的子公司，則該銀行及其子公司不得從事產權保險承銷業務。又若聯邦立案銀行的關係企業未從事保險業務，而有保險子公司從事保險業務者，則該銀行不得從事產權保險承銷業務。

#### (c)不得經營不動產投資與開發業務

聯邦立案銀行金融子公司不得經營保險、損害賠償傷害等保險項目或收入年金承銷、不動產投資與開發業務、及商人銀行等業務<sup>註31</sup>。

### (二) 美國銀行控股公司及金融控股公司的轉投資業務<sup>註32</sup>

#### 1. 銀行控股公司

##### (1)銀行控股公司的成立條件

根據經GLBA修正後的銀行控股公司法，若一家公司欲成為銀行控股公司，應事先向聯邦準備理事會申請核准。若該公司直接或間接持有他銀行或銀行控股公司已發行

有表決權股份總數超過25%，或控制選舉董事多數席次，或經聽證會後，聯邦準備理事會認為其對經營或政策有控制性影響力，則表示該公司對他銀行或銀行控股公司有控制權，其即為銀行控股公司<sup>註33</sup>。

若該公司對他銀行或銀行控股公司之經營或政策的控制有影響力，但其直接或間接持有之有表決權股份不超過5%，則表示其無控制權。惟若前述持股超過5%（含5%）且經證實其對經營或政策的控制有影響力，則視為有控制權。

#### (2)銀行控股公司得轉投資銀行股權或資產

##### a. 銀行控股公司轉投資應先經聯邦準備理事會核准

依據銀行控股公司法Sec.3（a）及Regulation Y 225.11<sup>註34</sup>之規定，銀行控股公司應先經聯邦準備理事會核准，始得辦理下列交易：

(a)投資銀行控股公司；

(b)購買銀行子公司；

(c)銀行控股公司直接或間接購買銀行或其他銀行控股公司超過5%有表決權股份，增購時亦同，但若為分配股票股利或股票分割時除外；

(d)銀行控股公司或其非銀行子公司購買其他銀行所有或大部分（substantially）資產；

(e)銀行控股公司間的併購或整合，包括

購買資產與承擔負債；

(f)外國金融機構進行上述交易。

#### b. 主管機關對轉投資的核准程序<sup>註35</sup>

(a)申請人宜先向地區聯邦準備銀行洽詢意見後再正式遞件。後者收件後，應知會被併機構之主管機關，該主管機關應於30日內表示意見；

(b)申請人應於所在地報紙刊載申請內容至少30日，聯邦準備理事會（FRB）則於聯邦公報公告並公開徵詢意見，有意見者應於30日內提出；

(c)地區聯邦準備銀行收件後，應於7日內決定是否審查，並於30日內作成准駁決定。案件需送聯邦準備理事會決定者，該會應在60日內裁決，最長不得超過91日；

(d)聯邦準備銀行或聯邦準備理事會核准案件應通知檢察總長（Attorney General）表示意見，後者可以違反拖拉斯法規定於30日內駁回許可；

(e)上述程序必要時可辦公聽會。若係處理金融機構倒閉的併購案，則不受上述公告期限及舉辦公聽會之限制。

#### c. 聯邦準備理事會的審核重點<sup>註36</sup>

(a)競爭因素：併購若造成獨占或有礙競爭者，不予准許。但合併的公共利益正面效益大於反競爭的負面效益者除外；

(b)銀行業務及社區因素：衡酌公司的財務及管理資源，及其對社區的便利性與需要性。主要係遵循前述社區再投資法（CRA）

的規定；

(c)監理因素：若申請者無法保證可適時提供監理所需資訊，或外國銀行的母國監理機關無法有效合併監理，則不予核准；

(d)對銀行股權融資的處理：銀行股權融資若不符合銀行安全穩健原則，則不予核准；

(e)管理資源：銀行管理人員、董事及主要股東的能力、經驗與操守應符合規定；

(f)洗錢防制：評估公司或銀行洗錢防制的有效性。

#### d. 加速審核案件

若銀行控股公司的資本健全、管理良好、未受處分及併購規模<sup>註37</sup>在規定範圍內者，得申請加速審核。聯邦準備理事會會在公開徵詢意見期限屆滿後五個營業日內核定（不得短於3個營業日），即最快可在33日內核定。但審核程序仍按前述規定辦理。

#### (3)銀行控股公司原則上不得轉投資的非銀行股權或資產

##### a. 銀行控股公司法定義的銀行

美國銀行控股公司法所稱的「銀行」，有別於一般人對銀行的概念，必須釐清，才不致混淆，其係專指：

(a)美國存款保險公司法sec.3（h）定義的被保險銀行；或

(b)收受活期存款或支票存款或類似支票作為支付工具之存款，同時經營商業貸款者。

下列金融機構，在我國可能稱為銀行，

但不是美國銀行控股公司法所稱的銀行：

- (a)外國銀行；
- (b)已保險儲貸機構（savings associations）；
- (c)未在美國營業的外國機構；
- (d)信託機構；
- (e)信用合作社；
- (f)信用卡機構；
- (g)根據聯邦準備法sec.25 或sec.25
  - (a)從事國際金融業務的契約公司（agreement corporation）與艾奇公司（Edge corporation）；
- (h)工業貸款公司、工業銀行或類似機構；
- (i)座落在密蘇里州肯薩市的投資人信託公司
- (j)美國存款保險公司法sec.3（9）定義的儲蓄銀行

#### b. 銀行控股公司不得轉投資非銀行股權或資產

依據銀行控股公司法Sec.4（a）規定，除另有規定外，銀行控股公司不得直接或間接購買、擁有或控制非銀行事業有表決權的股權；在設立前直接或間接持有或控制的公司股權，若其非屬銀行或銀行控股公司或從事管理、控制銀行與子公司的業務，與辦理銀行業務相關及其附屬業者，應於設立後兩年內結束，若經申請並為聯邦準備理事會核准者，得每次延長一年，如經診斷延長不致

損害公共利益者，最多可延長三年。

依Regulation Y 225.21（12 CFR 225.21<sup>註38</sup>）規定，銀行控股公司除了從事或購買12 CFR 225.22的豁免非銀行業務外，銀行控股公司只得辦理該法核准的業務、管理或控制銀行與其他子公司，若經聯邦準備理事會核准成為金融控股公司，則得辦理銀行業務相關及其附屬業務。

但銀行控股公司購買BHCA sec.4（c）所列舉，如證券投資公司有表決權5%以下的股權，不受上述規定限制。總之，除聯邦準備理事會同意外，銀行控股公司不得轉投資非銀行公司5%以上股份。若一家銀行控股公司取得一家儲蓄銀行，前者須在取得兩年內停止該法不許可的非銀行業務。

#### c. 銀行控股公司或其子公司得經營的非銀行業務（permissible nonbanking activities）

根據12 CFR 225.28，下列業務因其與銀行業務、管理或控制銀行有緊密關連，故銀行控股公司或其子公司得經營之：

- (a)授信與放款服務；
- (b)不動產與動產、商業不動產融資的仲介等與授信相關的業務；
- (c)動產與不動產租賃；
- (d)經營工業銀行及儲蓄協會等非銀行存款機構；
- (e)受託、經紀或保管等公司信託業務；

- (f)擔任個人金融與投資顧問業務；
- (g)證券經紀及證券私募等顧客投資交易服務代理業務；
- (h)政府債券與貨幣市場工具的承銷與自營、外匯及衍生性商品的投資交易業務；
- (i)公司組織、職工福利及職涯規劃等管理顧問服務；
- (j)金融機構間重要文件的快遞服務及磁性墨水（MICR）票據的印刷及銷售等支援業務；
- (k)保險代理與承保業務；
- (l)提升社區發展的融資、投資與顧問業務；
- (m)發行並銷售匯票、儲蓄債券及旅行支票；
- (n)資料處理業務。

## 2. 金融控股公司

### (1)金融控股公司得經營的銀行業務

美國BHC法sec 3（k）規定，金融控股公司得從事聯邦準備理事會核准的具有金融本質業務或金融附屬業務，或金融互補業務，惟該業務不得對存款機構或金融體系的安全與穩健造成重大風險，並可購買及持有從事上項業務的任何公司的股權。

#### a. 金融業務的判定機關

金融控股公司如從事銀行控股公司法第4條第（k）項列舉的業務（詳下節c.金融本質業務舉例），或其他業經聯邦準備理事會

核准的業務，不須事先核准，僅須於事後30日內通知理事會即可。

但若金融業申請新種金融業務時，聯邦準備理事會須先諮詢財政部，如財政部有異議，聯邦準備理事會不得認定其為金融業務，財政部亦可建議某項業務為金融業務。

#### b. 研判金融本質業務或金融附屬業務考慮的因素

聯邦準備理事會判斷何者為金融本質業務或金融附屬業務時，考慮的因素如下：

- (a)BHCA及GLBA的立法目的；
- (b)金融控股公司競爭市場的改變或預期的改變；
- (c)金融服務技術的改變或預期的改變；
- (d)該項業務是否能使金融控股公司及其關係企業有效的與美國市場其他金融服務公司競爭，能否利用科技工具（包括保護資料傳輸或金融交易系統安全或效率的方法）有效的傳遞具金融本質的資訊或服務，及能否提供顧客在使用金融服務時有效的或新興的科技方法。

#### c. 金融本質業務舉例

依據12 U.S.C.1843k（或BHCA sec 4（k）（4）），下列業務為金融本質業務：

- (a)放款、匯兌、資金移轉、投資信託、現金或證券保管；
- (b)保險，保證，或對損失、傷害、疾病、殘障及死亡的賠償，或提供與發行年金保險，擔任上述業務的保險人、代理人或經

紀人；

(b)提供金融、投資或經濟諮詢服務；

(c)發行或銷售銀行可直接持有的金融工具；

(d)證券承銷、自營或經紀；

(e)GLBA生效後，聯邦準備理事會核准之金融相關業務；

(f)銀行控股公司在海外得經營的業務。

#### d. 研判金融互補業務考慮的因素

至於何者為金融互補業務，原則上係指與金融有關之商業活動，但非金融活動。金融控股公司欲從事或購買其認為與金融業務有互補性的公司超過5%有表決權的股權時，應事先經聯邦準備理事會核准，後者審核時考慮的因素，包括：

(a)該項業務是否與金融業務互補；

(b)該業務不得對存款機構或金融體系的安全與穩健造成重大風險；

(c)預期該業務產生的公共利益超過可能的負面效果。該潛在的公共利益如對公眾有較大的便利性、增加競爭或提高效率；負面效果則含蓋潛在的利益衝突、降低競爭或不公平競爭、或其他風險<sup>註39</sup>。

#### (2)金融控股公司不得經營的銀行業務

除前述禁止金融控股公司經營非銀行業務外，2000年12月美國聯邦準備理事會與財政部長共同發佈新聞稿，計畫准許銀行子公司及金融控股公司從事不動產經紀與管理業務，向社會大眾徵求意見。結果不動產產

業工會反對，認為其等於非法將銀行與產業混雜在一起；但銀行業工會則贊成該方案。此外，參眾院議員更準備提案禁止金融控股公司從事不動產業務。2002年4月財政部長宣佈延至2003年決定。惟根據網路版法規資料，該項業務並未列入金融控股公司許可業務。另金融控股公司亦不得從事不動產的投資與開發業務。（Couch,2001）

## 二、美國仍堅持銀行與產業分離原則

### (一) 堅持銀行與產業分離的理由

美國一般產業公司兼營非銀行金融公司的情況相當普遍，如製造汽車的General Motors公司，旗下擁有可以向社會大眾集資並對個人及企業貸款的General Motors Acceptance 公司，這種產業與金融的組合，雙方互換資訊，相互支援，互蒙其利，獲利頗豐。但美國自1864年起，分別立法（如聯邦銀行法、聯邦存款保險公司改進法及銀行控股公司法等）禁止銀行與產業結合。其堅持銀行與產業應該分離的主要理由歸納為：可能發生利益衝突、增加銀行獨占能力及威脅金融安全網等，另1997年亞洲金融危機的教訓，更讓聯邦準備銀行及國會堅決維持上項原則，茲分述如下：（Sounders,1994；Bernard,1999）

#### 1. 可能發生利益衝突（conflicts of interest）

若一公司同時擁有銀行與產業公司，常

會讓人疑慮可能產生利益衝突問題，其可能的衝突方式如：（1）銀行可能拒絕貸款予其關係企業的競爭對手；（2）可能以低於市場的利率貸款予其關係企業；（3）不配合購買銀行關係企業的產品，銀行即拒絕貸款。

但若銀行處於完全競爭的市場情況，以上情況均會消失。此外，聯邦準備法第23A條限制對單一關係企業交易的總額度不得超過銀行淨值的10%，對所有關係企業交易的總額度不得超過銀行淨值的20%，同法第23B條規定銀行應按市場條件貸款，亦可防止第(2)種情況發生（Walter, 1996）。至於第(3)種以搭售（tying）關係企業產品為銀行貸款條件的狀況，已屬非法行為，從1997年美國會計總署（General Accounting Office）對銀行貸款搭售證券的分析報告中，可發現搭售案例已不多見。

## 2. 增加銀行獨占能力

在銀行控股公司法的立法過程中，防止增加獨占能力是禁止銀行與產業結合的理由之一（Bernard, 1999）。當時，美國參議院銀行委員會在報告中提及，由於銀行在國家經濟扮演重要的角色，非常不樂見銀行獨占所帶來的風險，因此要防止銀行業務過度集中。至於過度集中是指水平的集中或縱向集團的集中，則未明確說明，前者係指一銀行控股公司下結合多家的銀行，致其控制很高的銀行佔有率，後者指一銀行控股

公司下結合多家的銀行及非銀行公司，使其在銀行業或非銀行業都有很高的佔有率（Sounders, 1994）。但由1974年聯邦準備理事會否決BankAmerica Corporation與Allstate Insurance 於海外共組創投的案例，認為將導致其在美國國內與海外經濟資源過度集中，與銀行控股公司法的立法目的不符，顯示美國金融主管機關顧慮的是集團的集中。

1970年代以後，銀行間與銀行及非銀行產業間的競爭情勢逐漸加劇，銀行在其本業或欲合併的其他產業業務上，操縱獨占權力的機會大幅降低。故當GLBA通過後，美國即准許大型銀行與大型非銀行（保險公司及證券商）的合併。

## 3. 威脅金融安全網

有如前述，美國以利益衝突及憂慮獨占權力的擴張作為禁止銀行與產業結合的理由，尚不充分。比較具說服力的理由，應是恐懼金融安全網受到威脅。銀行的關係企業可能運用下列方式移轉損失，以致增加金融安全網的威脅：（Sounders, 1994）

(1) 為保護關係企業聲譽，將損失移轉至銀行

在控股公司架構下，如果容許銀行與產業結合，產業子公司為遮掩投資人及分析人員耳目，可能將其損失移轉至銀行，以維護其管理與經營的聲譽，亦可避免其融資人提高融資利率，影響未來的收益。

在控股公司架構下，為什麼損失會移轉

至銀行？主要因銀行的規模較大，損失移入帳簿較不容易被發覺，另有研究<sup>註40</sup>認為銀行的資產負債表較產業公司不透明，如果銀行帳務不透明的現象屬實，則損失移轉至銀行就有可能不會受到關注。此外，產業公司如有高風險關係企業，其貸款人會以提高利率方式作為懲罰，但銀行即使有高風險關係企業，其債權人因有存款保險的保障，缺乏前述的動機，故損失亦容易移轉至銀行。

(2)利用股東有限責任漏洞，移轉損失由納稅人負擔

上例是銀行控股公司轄下資本小的子公司將損失移轉至資本大的子銀行，本例則反之，由資本大的產業子公司將損失移轉至資本小的子銀行，並利用子銀行股東有限責任的漏洞，銀行於資本額賠光後，剩餘的損失由存款保險公司或最終由全體納稅人賠付。對控股公司而言，如此操作，其僅賠光投資銀行的資本額，但對其整體淨值損失最小，因而獲得利益。美國在1953年曾發生由產業子公司移轉損失至銀行子公司，致該小銀行倒閉的案例。如果產業子公司的債權人相信該公司可以將其損失移轉至銀行或存款保險公司，則會要求較低的利率，減少其資本成本，結果大量的資本流向該產業子公司，造成經濟資源的浪費。上述利用股東有限責任的漏洞移轉損失，造成納稅人的損失，與可能浪費寶貴經濟資源的現象，是促成美國禁止銀行與產業結合的動機之一，因而設法規

範阻止損失移轉至銀行。

#### 4. 亞洲金融危機的教訓

1997年亞洲發生金融危機前，東南亞國家如印尼與泰國，以及韓國等的銀行大量承作關係企業貸款，貸款給與銀行的大股東、董事、經理人或家族等有金融利益的產業公司，以致影響該等國家金融體系的穩定。其形成的原因主要如下：

(1)對關係企業貸款借款人的信用狀況未經評估即予貸放，致多數成為逾期放款；

(2)關係企業並非運用投資企劃案的優勢取得貸款，而係依賴銀行內部人的關係，造成資源的錯誤配置；

(3)關係企業貸款常出現超貸，形成過度舉債融資。

金融危機發生後，這些國家因為銀行資產品質不良、資源錯誤配置及高槓桿舉債等因素，嚴重影響其經濟發展與金融穩定。在危機處理的過程中，緊縮關係企業貸款是其金融重整的重要手段之一。此外，在金融危機中受創國家的金融自由化步調失當，亦是造成其金融體系脆弱的原因，故IMF等機構力促開發中國家的金融改革，運用的方法應正確，且要先後有序。

基於亞洲金融危機的教訓，FED極力主張美國的金融自由化應按部就班，不要操之過急。因此，對銀行與產業中間的防火牆要築多高，或銀行與產業要如何整合等困擾美國150年的問題，不急於立刻解決，惟仍強

調應維持銀行與產業要分離的原則。(Fed Report,1999)

## (二) 銀行與產業分離原則下已建立的防範措施

### 1. 聯邦準備銀行法已建立防火牆

為避免銀行控股公司架構下之關係企業將損失移轉至銀行，損失最終由存款保險公司或納稅人負擔，聯邦準備法已在第23A條及23B條設立防火牆（firewalls），規範銀行（含所有被保險銀行及儲蓄機構）與關係企業間之交易，並由監理單位每年或每一年半檢查一次，若發現有違反規定即予懲處。

上述防火牆，如第23A條規定，銀行對其任一關係企業的貸款與購買資產，不得超過銀行資本的10%，對全體關係企業則不得超過銀行資本的20%，其運作均係單向行為，以防止關係企業將損失轉移至銀行，而未防範銀行將損失轉移至關係企業。

1999年的GLBA，限制銀行控股公司擁有非銀行子公司的類型，且其規模均應遠小於子銀行。因其規模較小，將來所產生的損

失會讓銀行倒閉的可能性降低許多。

### 2. GLBA採取傘狀監理

GLBA規定，聯邦準備銀行對於擁有銀行、證券及保險等子公司的金融控股公司，應採取傘狀監理。其主要目的是，確保證券及保險等關係企業的虧損不會危及銀行，且銀行的資源未被挪用到非銀行關係企業。對證券業及保險業監理資訊的來源，則分別來自各業的監理主管機關（證券管理委員會與各州保險局）。為了防止發生損失移轉交易，該法更授權聯邦準備銀行得命令停止該項行為或終止對非銀行關係企業的控制。

### 3. 銀行控股公司投資或併購非銀行關係企業前，監理單位應詳加審查

根據GLBA，金融控股公司投資或併購許可經營的非銀行關係企業，不須事先向監理機關申請，僅須於投資或併購後30日內通知監理機關即可。但不欲轉型為金控之銀行控股公司，仍應於投資或併購非銀行關係企業前，向監理機關申請核准，監理單位應詳加審查。

## 肆、我國金融機構轉投資的規範

我國金融機構的投資可概分為金融事業投資、非金融事業投資、短期資金運用及自用不動產投資等四種。金融事業投資主要係以投資子公司為目的所作之長期投資；非金融事業投資主要基於金融與產業分離原則，

以分散風險為目的的其他投資；短期投資則主要以維持資金流動性及增加資產收益為目的投資，但其在市場行情低迷，或另有其他目的時，可能變成長期投資，惟此情況較為複雜，其與自用不動產投資，將不在本文討

論範圍。以下將按金融機構業別分述相關的規範：

## 一、金融控股公司

金融控股公司指對一銀行、保險公司或證券商有控制性持股，並依金融控股公司法設立之公司。目前我國已有14家金融控股公司。其投資業別、投資額度等分述如下：

### (一) 投資業別

依據金融控股公司法第36條及37條規定，我國金融控股公司之業務以投資及對被投資事業之管理為限，以確保其子公司業務之健全經營。這些子公司可按金融事業投資與非金融事業投資分類如下：

#### 1. 金融事業的投資

金融控股公司得投資之金融事業，共有下列30餘種業類，包括：（1）銀行業，包括商業銀行、專業銀行及信託投資公司；（2）票券金融業；（3）信用卡業；（4）信託業；（5）保險業，包括財產保險業、人身保險業、再保險公司、保險代理人及經紀人；（6）證券業，包括證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業及證券金融事業；（7）期貨業，包括期貨商、槓桿交易商、期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業；（8）經主管機關核准投資之外國金融機構；及（9）依據2003年7月9日財政部台財融（一）字第0921000365號函核准之其他金融業務相關事業，包括：a.金融資

訊服務公司；b.資產管理公司：以收購金融機構不良資產為目的之公司；c.資產服務公司：處理銀行不良資產鑑價工作或公正第三人資產拍賣之公司；d.金融（財務、投資）管理（諮詢、顧問）服務公司；e.應收帳款管理公司；f.外匯經紀商；g.證券交易所；h.期貨交易所；i.有價證券集中保管（結算）公司；j.融資性租賃事業。

#### 2. 非金融事業的投資

金融控股公司經主管機關核准，得投資下列二種非金融事業：(1)創業投資事業；及(2)其他事業。但金融控股公司之負責人或職員不得擔任其創業投資子公司之經理人<sup>註41</sup>，若擔任不負日常經營業務的董事，則是許可的。金融控股公司若有投資其他事業，則不得參與經營該事業。

我國14家金融控股公司之轉投資概況，按金融事業投資與非金融事業投資分類彙總如表1，表中列示者主要為金融控股公司母公司所為之轉投資，不含金融子公司的轉投資。全體金融控股公司均有投資金融相關事業，重點在銀行業、證券業及保險業，14家金控均有投資證券業，13家投資銀行業，9家投資保險業。至於非金融相關事業的投資則集中在創業投資事業，僅3家未投資創投。

從前表尚不足以觀察到單一金融控股公司集團的全貌，因其金融子公司的轉投資並未顯現出來，如以中型的永豐金融控股公司

為例，其母公司雖未投資保險業、期貨業及外國金融公司，但其子銀行有投資保險業及海外銀行控股公司，後者又投資海外銀行業及證券業；其子證券公司則投資國內期貨業及海外證券投資控股公司，後者又投資海外

的證券、期貨及資產管理等事業。雖然各家金融控股公司轉投資管理策略不同，但多已完成金融相關事業與非金融相關事業的投資，有助於分散經營風險，並提升整體競爭力。

表 1 金融控股公司轉投資概況

金控公司	金融相關事業									非金融相關事業	
	銀行業	保險業	證券業	票券業	信用卡業	信託業	期貨	外國金融	其他	創投	其他事業
兆豐金控	√	√	√	√					√	√	√
華南金控	√	√	√	√					√	√	√
國票金控			√	√						√	
富邦金控	√	√	√					√	√	√	
國泰金控	√	√	√						√	√	
新光金控	√	√	√								
永豐金控	√		√		√				√	√	√
中信金控	√	√	√	√				√	√	√	√
開發金控	√		√						√		
台新金控	√		√	√						√	√
玉山金控	√	√	√							√	
日盛金控	√	√	√								
元大金控	√	√	√				√		√	√	
第一金控	√	√	√						√	√	√

資料來源：作者整理自各金融控股公司年報

## (二) 投資額度

### 1. 金融控股公司投資總額，法未明訂

金控法對金融控股公司的投資總額未作規定，因而將回歸公司法第13條的規範，即其轉投資不得超過公司實收資本的40%。但金融控股公司得透過章程或經股東會特別決議，提高投資總額。

### 2. 金控法第36條所列各事業之投資額度亦未明訂

金控法第36條所列金融控股公司得投資之事業，包括前述之金融事業及非金融事業中之創投事業，其對各機構之投資額度，法未明文。惟根據金控轉投資審核準則第一點規定，金融控股公司對被投資事業之首次投資額度至少不低於被投資事業已發行股份總數或實收資本總額5%，且該投資行為應自核准之日起一年內完成。但目前有些金控公司帳列投資集保公司及金融大樓者，其投資

股份多小於5%，主要為其於金控法立法前所為之投資。

若根據金融控股公司法第4條，其欲將銀行、保險或證券納為子公司，則必須掌握有控制性持股，即持有該等子公司已發行有表決權股份總數或資本額超過25%，或直接、間接選任或指派該等子公司過半數之董事；對其他金融公司則應持有超過50%之已發行有表決權股份總數或資本額，或其過半數董事由金控公司直接、間接選任或指派，最高以持有子公司100%的股權，最低為25%或50%，以達到長期持有、全盤掌控的目的。

金融控股公司轉投資之事業，不論欲將其納入成子公司或純粹投資，均須向主管機關申請核准後，始可進行投資。

### 3. 對其他事業之投資總額為資本之15%

為分散投資風險，我國金融控股公司得申請投資金控法第36條所述十大事業以外之其他事業，其投資金額，不得超過被投資事業已發行股份總數或實收資本總額的5%；投資總額，不得超過金融控股公司實收資本總額15%。

### 4. 金融控股公司母子公司不得交叉持股

金融控股公司之子公司或子公司持有已發行有表決權股份總數20%以上或控制性持股之投資事業，不得持有金融控股公司之股

份<sup>註42</sup>，以避免母子公司交叉持股。

## 5. 金融控股公司短期資金之運用不含股票及公司債

### (三) 子公司轉投資的處理

#### 1. 不同類型子公司轉投資處理原則不一

由於金融控股公司得投資之事業業別與銀行相當（參表2），為達前者綜合經營效率及區隔投資風險，爰規定金融控股公司由銀行轉換設立者，原屬銀行之投資應轉列為金融控股公司之投資。但對於由保險、票券或證券公司轉換設立者，其原有投資並無轉列金融控股公司之投資的規定，且金融控股公司的證券子公司不得轉投資銀行業、票券金融業及信託業，其於金融控股公司設立前已依規定投資者，得繼續持有該股份，但不得增加投資額度，已出售的股份亦不得回補<sup>註43</sup>。

金融控股公司設立時，若其子公司業務或投資逾越規定範圍者，應於三年內調整，必要時得延長二次，每次二年，即最遲應在七年內調整完畢。但若金融控股公司設立前，銀行的投資事業，經主管機關核准者，得繼續持有其股份，惟不得增加投資額度。此外，依銀行法設立之專業銀行，其對生產事業之投資，不須轉列母公司，亦可增加投資額度。

表 2 金融機構投資事業比較表

投資事業名稱	金融控股公司	商業銀行	保險公司	證券公司
銀行業	√	√	○	
票券金融業	√	√	○	
信用卡業	√	√	○	
信託業	√	√	○	
保險業	√	√	○	
證券業	√	√	○	√
期貨業	√	√	○	√
創業投資事業	100%	5%	25%	25%
外國金融機構	√	√	國外投資	
其他相關事業	金融	金融	保險	金融
融資性租賃業	△	√	○	
其他事業	√	√	√	

註：√表示可投資的金融事業。

△列為其他金融相關事業。

○列為保險相關事業。

## 二、銀行業

### (一) 銀行投資業別與金融控股公司相當

商業銀行得向主管機關申請投資於金融相關事業，其為配合政府經濟發展計畫，經主管機關核准者，得投資於非金融相關事業<sup>註44</sup>，但不得參與該事業之經營<sup>註45</sup>。

銀行法所稱之金融相關事業包括：銀行、票券、證券、期貨、信用卡、融資性租賃、保險、信託事業及其他經主管機關認定之金融相關事業。銀行之投資金融相關事業若屬同一業別，除配合政府政策，經核准者外，以一家為限。

銀行投資業別若與金融控股公司比較，兩者相當，惟對創投事業之投資，前者以5%為限，後者則未明訂，即可100%的投資創投事業。

### (二) 投資額度

商業銀行之投資額度如下：

1. 投資總額不得超過投資時銀行實收資本總額扣除累積虧損之40%；其中投資非金融相關事業之總額不得超過投資時銀行實收資本總額扣除累積虧損之10%。

2. 投資非金融相關事業，對每一事業之投資金額不得超過該被投資事業實收資本總額或已發行股份總數之5%。

2000年11月銀行法修正前，投資總額及對非金融相關事業之投資金額超過上述比率者，以及銀行合併前，個別銀行投資同一事業部分，經主管機關核准者，得維持原投資金額。

有關銀行對創業投資公司的投資，主管機關認為<sup>註46</sup>其屬非金融相關事業，應依照財政部1996年3月22日台財融字第85505042

號函有關商業銀行投資總額及對個別轉投資企業持股之規定辦理。換言之，商業銀行得在其實收資本總額5%的範圍內投資創投事業。

3. 銀行改制為金融控股公司後，其原有投資應由金融控股公司為之。

### 三、證券業

#### (一) 投資業別

證券商經主管機關核准者，其資金得購買一定比率之有價證券及轉投資證券、期貨、金融等相關事業<sup>註47</sup>。

#### (二) 投資額度

證券商轉投資證券、期貨、金融等相關事業及有價證券總金額合計不得超過資本淨值之40%，其中具有股權性質之投資，除經金管會核准者外，其投資總金額不得超過實收資本額之40%。

另依據財政部證券暨期貨管理委員會（現為金管會證券暨期貨局）民國93年4月28日台財證二字第0930001696號函釋，綜合證券商以自有資金投資創業投資事業之股份，不得逾該創業投資事業已發行股份之25%，且證券商之負責人或受僱人不得擔任該創業投資事業所投資事業之經理人。

經營自行買賣有價證券業務之證券商，持有任一公司股份之總額不得超過該公司已發行股份總額之10%；其持有任一公司所發行有價證券之成本總額，並不得超過其資本

淨值之20%；持有櫃檯買賣第二類股票之成本總額不得超過其資本淨值之10%。

#### (三) 經理人兼職之限制

證券商之董事、監察人及經理人，不得兼任其他證券商之任何職務。但因投資關係，並經主管機關核准者，得兼任被投資證券商之董事或監察人。<sup>註48</sup>

### 四、保險業

保險業除可投資保險相關事業及一般資金運用外，尚可作大量國外投資及專案運用、公共及社會福利事業投資，因此，保險業得投資的項目及範圍較銀行業及證券業為廣。簡述如下：（詳參保險法第146條及第146-1至146-9條）

#### (一) 投資業別

保險業資金（包括業主權益及各種責任準備金）得運用於存款、有價證券、不動產、放款、辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資、國外投資、投資保險相關事業及從事衍生性商品交易及其他經主管機關核准之資金運用。

上述保險相關事業，係指保險、金融控股、銀行、票券、信託、信用卡、融資性租賃、證券、期貨、證券投資信託、證券投資顧問事業及其他經主管機關認定之保險相關事業，如資產管理公司（92年3月4日台財保字第0910712314號令）等，保險業得投資的範圍可謂涵蓋銀行、證券及保險業。

## (二) 投資額度

### 1. 公開發行公司股票投資

保險業購買每一公開發行之公司股票總額，不得超過該保險業資金5%及該發行股票之公司實收資本額10%。但不得擔任被投資公司董事、監察人；行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人；以及指派人員為被投資公司的經理人。購買股票及公司債之投資總額，不得超過保險業資金35%。

### 2. 保險相關事業投資

保險業投資保險相關事業股票，各別投資額度未設限制，可100%投資任一保險相關事業，但投資總額則受限制，最高不得超過該保險業淨值；若因投資而與被投資公司有控制與從屬關係者，則其投資總額不得超過該保險業淨值40%。

## 3. 國外投資

保險業的國外投資總額由主管機關視各保險業之經營情況核定，最高不得超過各該保險業資金45%。國外投資之項目，主要包括：外匯存款、國外有價證券、設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管機關核准之保險相關事業及投資。

### 4. 專案運用、公共及社會福利事業投資

此外，保險業資金尚可辦理專案運用及公共投資<sup>註49</sup>，其投資總額，不得超過該保險業資金10%；對於同一對象投資之總額不得超過該保險業資金5%；對於同一對象專案運用或公共投資之投資，不得超過被投資對象實收資本額或已發行股份總數10%；其被投資對象為創業投資事業者，不得超過該創業投資事業實收資本額或已發行股份總數25%。

## 伍、我國金融機構轉投資問題與分析

我國金融控股公司法係參照美國模式訂定，因此在母法的基本規範上均能遵循其原則訂定，立法精神差異有限，惟某些需因地制宜事項，立意雖佳，但因時間急迫、環境未臻成熟或國內金融機構或國人尚無法調適，致出現下列狀況：

一、金融控股公司集團透過創投事業投資非金融相關事業未設限制，風險不易掌

控，亦有違銀行與產業分離原則

美國金融服務業現代化法維持1864年以來的精神，仍堅持銀行與產業分離原則。但亦授權聯邦準備理事會及財政部考慮金融控股公司的金融子公司可否經營商人銀行投資業務。經該二監理單位考慮後，共同發布自2001年2月15日起，金融控股公司及其證券及保險子公司得投資經營商人銀

行投資業務，以取得被投資事業（portfolio company）之股權、資產或其他利益，包括債務或權益證券、權證、選擇權、信託憑證或其他代表所有權利益的交易工具。同時訂定監理規則規範商人銀行投資業務，舉凡可否介入被投資事業的經常性的經營管理、投資期限、投資總額度、投資私募基金的限制與管理、商人銀行投資風險管理、交叉行銷的限制及聯邦準備法第23A條與23B條有關關係人交易的限制等，均有詳細的規定。尤其在投資總額方面，限制不得超過金融控股公司（不含存款機構母子公司）第一類資本的30%，或扣除私募基金利益後，金融控股公司第一類資本的20%。另在個別投資限額方面，若金融控股公司取得被投資事業有表決權股權5%以上，或私募基金取得上項利益超過金融控股公司第一類資本5%或2億美元，應於30日內以書面告知聯邦準備理事會。

依據我國現行「創業投資事業範圍與輔導辦法」，創投事業可投資之範圍<sup>註50</sup>並未明確規範，若與舊法以投資科技事業、其他創業投資事業及一般製造業為限的規範比較，現行辦法可謂毫無限制的擴張其業務範圍。就其經營屬性觀之，該事業除提供資金外，亦對被投資事業提供企業經營、管理及諮詢服務。同時，2006年3月底修法時，將主管機關由財政部改為經濟部，並明定執行機關為工業局，可見創業投資事業應非屬金融相

關事業。但金融控股公司法第36條賦予創投事業等同金融相關事業的待遇，投資金額不設限，即得投資該事業100%之股份，不受同法第37條對其他事業投資限額及不得參與該事業經營的規範。既然認為該創投事業非屬其他事業，金融控股公司對其投資金額亦不受同條第3項不得超過被投資事業實收資本5%，與投資總額不超過金融控股公司實收資本15%的限制。

金融控股公司原本以投資金融相關事業為主，但透過創業投資事業可大規模的轉投資非金融相關事業。雖然金融控股公司第36條第7項規定，金融控股公司之負責人或職員不得擔任該公司之創業投資事業所投資事業之經理人，但金融控股公司對創投事業及其被投資事業仍有控制力與影響力，可以直接或間接操控一般產業的經營，擴張其經濟力，影響該產業的公平競爭。

對投資創投事業股份額度的規範，除金融控股公司法外，其他金融相關法規亦有類似規定，如保險法、證券商管理規則及銀行法相關解釋分別規定保險業及證券商可持有創投事業25%股份，銀行可持有創投事業5%股份。若同一個金融控股公司轄下的銀行、保險及證券子公司都擁有投資創投事業股份，則該金融集團之非金融相關事業將極為龐大與複雜，投資風險的控管及業務經營的監理將極為艱辛。據統計，國內的14家金控，除開發金、新光金、日盛金，其餘11

家金控，共有多達13家創投子公司，且這些創投公司，絕大多數是金控母公司100%持股，此外，金控的金融子公司亦有投資創投者。為了避免金控透過轉投資創投的方式，投資非金融事業，甚至進一步取得經營權，金控母子公司持有創投的股權及投資被投資事業的額度似應有所限制，以降低金控對創投及其他產業的控制力，並分散風險。

但2007年8月21日行政院審查完成的「金融控股公司法」修正草案，對金融控股公司旗下的創投業，凡符合首期創業投資，且投資非上市櫃公司等條件者，其投資金額不受對投資非金融事業的總量管制比例的限制，以鼓勵創投業扶持高科技數位內容等新興產業。其思考重點置於輔導新興產業發展，但風險則交由金融機構自行控管。我國金融控股公司體質是否較美國金融控股公司為優，其能否承受較高風險，與監理單位的監理技術有無化解較高風險於無形的能力，均值得金融監理單位深思。

## 二、我國公營及民營金融機構並存，以致在併購過程狀況較多

我國金融控股公司法既係參照美國模式訂定，因此在母法的基本規範原則上差異有限。但美國的金融控股公司及銀行都屬民營性質，且金融機構與非金融機構沒有直接關係，故其處理轉投資事宜，除依據法令規定辦理外，其他事項按商業慣例辦理即可，紛

爭較少。

然而，我國金融機構因公營、民營屬性並存，公營或公私合營之金融機構公婆多，致其監督、督導、管理或關心者眾，且公私合營金融機構的組織管理、經理人員及員工心理建設尚未完全調適到純民營金融機構的經營管理模式，致民營金融機構轉投資或併購公私合營金融機構時，社會大眾及業者的意見多、雜音多、疑慮多。此外，大部分之民營金融機構多與財團有相當程度的關聯，在其轉投資或併購公私合營金融機構的過程中，常引發財團化的疑慮，因此較民營對民營的轉投資或併購案件複雜許多。此外，指導式或限於短期完成的併購模式，併購者與被併購者常「郎無情妹無意」（如兆豐金投資台企銀），或迫於時限，導致併購價格偏離預期等，都會造成併購的困擾，致狀況連連。

## 三、推動金融機構整併購過程中，出現財團化的疑慮

第一次金融改革<sup>註51</sup>成功打銷國內銀行累積的壞帳，獲得各界贊賞。第二次金融改革<sup>註52</sup>以興利的角度推動銀行整併，期望國內銀行大型化與國際化，提升國際競爭力。但在推動銀行整併的過程中，各界擔心公營銀行落入少數家族掌控，將形成金融機構財團化，若其掌握國家經濟金融命脈，甚至可能演變成財團治國的現象。

會有此疑慮，主要關鍵在併購者的公司治理，尚不足以讓外界放心把銀行交給他們經營。在推動公營銀行民營化或降低公股市場占有率的政策下，有能力發動併購銀行者，一定是在社會上具有財力的家族，亦即所謂的財團，否則孰有能力併購銀行？因此，各界不應擔心財團併購銀行，而應擔心讓沒有做好公司治理的家族掌控更多的銀行資源。

國際間併購案例不勝枚舉，但外界鮮少對花旗銀行、渣打銀行或香港上海匯豐銀行併購其他銀行的案例產生太多質疑，原因即在於這些國際級的金融機構，都有健全的公司治理制度。我國的金融機構要能夠在國際市場上競爭，一定要大型化與國際化，何況台灣尚有過度競爭的問題，因此，在推動銀行整併的過程中，同時加強公司治理，應可化解財團化的疑慮。

#### 四、金融機構由少數股權控制，易引發道德風險問題

近年來，幾家公私合營的金融機構改選董監事，政府在徵求委託書的競爭中敗給持股較少的股東<sup>註53</sup>，以致有未能掌控經營權者<sup>註54</sup>。這種民股出資不多卻可取得經營權的現象引起質疑。

我國因散戶投資人特別多，上市櫃公司又多缺乏單一擁有過半股權的大股東，企業要由誰來負責經營，便成難題。於是有委託

書制度的設計，其係讓不能出席股東會的人把權力委請最可信任的人代理，支持他們認為最好的其他股東，則透過委託書當選的董監事及經營者，就是多數股東認為最好或最可信賴的人。立意良好的制度在我國常會變調，即持股較少的股東利用徵求委託書作業上的技巧，爭得多數董監席次。而政府因為法令及預算的限制，與政府行為必須符合眾所期待的道德標準，以致不僅在徵求委託書的技巧上不如民股，有些技巧甚至不是政府所能採用，因此政府在委託書大戰中常遭敗北。而民股勝出的那組也很可能不是受較多股東信任的一組，而是徵求委託書技巧較好或較大膽的一組，形成異常不合理和市場失靈的現象。若取得經營權者心術不正，掏空公司，則不但股東和企業的利益難保，更將損失公股及全民的利益。

金控公司多同時擁有數家子公司，掌握資源豐富，單一金控公司資產總額即達數千億元，甚至上兆元，且金控公司為股權分散之上市公司，通常持股無須過半，利用徵求委託書方式或靠關係企業持股取得經營權的人，特別是持股多拿去抵押的人，實際所拿出來的資金更只是金融機構資產的很小一部分，卻能取得經營權，掌握上千億元甚至上兆元之資產。換言之，經營者所投入之資本與能掌握之資產顯不相當，甚至可說，投資者投入的資本有限，但可操縱龐大的金融集團，在此種情況下，經營者努力經營公司

可獲得的報酬有限，掠取的公眾資產無限。使其有高度經濟誘因為利益輸送、掏空公司行為，在金控公司此種代理成本十分高昂之情形下，如何避免有心人以投入有限資產方式取得經營權後掠奪屬於大眾集資之公司資產，實為一值得注意與預防的課題。

### 五、動用保險業資金併購其他金融機構引發爭議

由於金融市場亟需整合，主管機關將金融控股公司列為保險相關事業，使保險公司可動用資金介入金融機構或金融控股公司，發動金融機構併購之預備動作，案例屢見不鮮。其中較矚目者，為中信集團入主開發金控經營權爭奪戰，即動用到中國人壽保險公司資金，引發爭議。

依據保險法，保險公司投資股票的方式有兩種：一為依該法第146條之1的一般資金運用（簡稱146-1）；另為依同法第146條之6的轉投資保險相關事業。前者投資目的在於獲取資本利得與股利收益為主，多以短期投資處理，但經董事會決議可列為長期投資，業者可自行決定投資金額與操作方式，但投資單一標的上限為總資金的5%與被投資事業股權的10%，投資股票總額不得超過保險公司總資金的35%；後者投資目的為取得被投資事業之經營控制權，或意圖建立特殊業務關係為主，必須以長期投資處理，且需事前申請核准，投資總額度不得超過保

險業股本減去累積虧損的40%。一般見解認為，投資保險相關事業應以公司自有資金為之，而146-1則類似以保戶的資金投資，因此外界觀感上會有顯著的不同。

當時，開發金公司派指控中壽大量購入開發金股票，並非看好開發金當時經營狀況，反而是為中信證券持股，並意圖共同入主開發金推翻當時經營團隊，有違保險業股票投資常理及保險法146-1之嫌，而且中壽持股目的係為中信證券而非中壽，將產生利益衝突等。中壽則主張投資開發金之金額及股數均在合法範圍（持有開發金股票約佔中壽保險業資金3%及開發金資本額2.6%），且既已投入鉅資，理應進入董事會監督及參與決策，以確保公司獲利，並指國內同業也有同樣做法。

壽險公司的投資資金有9成以上來自保戶，因此資金運用必須以保戶之利益為最大考量。中壽投資開發金之金額與股數，符合保險法146-1應無疑義，若中壽依其持股被選任開發金董事，並從事監督與收集資訊目的之任務，亦稱合理。但如中壽藉此選任董事，積極介入經營，並意圖或實際控制開發金時，則有違上述法規之意旨。

過去金融機構間併購並不常見，但目前已成常態，保險業資金因具有金額大、彈性高與管制少的特色，頓時成為併購市場的要角，也成為公司經營權爭奪爭議的焦點，應積極設法解決，以維持公平競爭。

惟上述爭議，已於2007年7月18日公佈的保險法增修第146條之1第3項及146條之9予以解決。146-1-3規定保險業對一般資金運用的投資，不得以保險業或其代表人擔任被投資公司董事、監察人；不得行使表決權支持其關係人或關係人之董事、監察人、職員擔任被投資金融機構董事、監察人；與不得指派人員獲聘為被投資公司經理人。146-9則規定保險業因持有有價證券行使股東權利時，不得有股權交換或利益輸送之情事，並不得損及要保人、被保險人或受益人之利益；保險業及其從屬公司，不得擔任被投資公司之委託書徵求人或委託他人擔任委託書徵求人。

此外，查美國金融控股公司有650多家，以保險為主的不超過4家，目前我國以保險為主的金融控股公司已有3家，未來若還有機會開放金融控股公司執照時，似可仿照美國的做法，限制以保險為主的金融控股公司，亦有助於消除財團化的疑慮。

## 六、公司治理失靈，產業財務問題造成銀行擠兌

王又曾家族投資力霸集團與中華商銀，而力霸集團與中華商銀間的交叉持股關係，讓王氏家族掌握該集團旗下公司與中華商銀的所有權與經營權。因此，可在現行的公司法所允許的公司治理架構範圍內，運用其在該些上市公司的董事會中佔多數的優勢，做出最有利於其家族的決策處置。

但該集團公司的外部監督機制亦未善盡責任，如公司董事會所聘僱的會計師傾向依集團利益出具財務報表查核意見，無法忠實表達該集團實際的財務狀況，如2002年至2005年嘉食化與力霸公司的會計師均出具「無保留意見」財務報表報告書，使得本來較單純的力霸集團旗下經營不善的數個公司的財務問題，演變成震驚社會的中華商銀擠兌風暴。

綜觀上列問題，我國金融法規在轉投資的立法方向及原則，未發現有重大偏離，而以國內特殊環境因素造成者居多。

## 陸、結論與建議

### 一、結論

自1864年以來，美國分別立法（如聯邦銀行法、聯邦存款保險公司改進法及銀行控股公司法等）禁止銀行與產業結合，即將銀行業務與一般商業活動作適當區隔，堅守

「銀行與產業分離原則」。其主要理由可歸納為：可能發生利益衝突、增加銀行獨占能力及威脅金融安全網，另1997年亞洲金融危機更凸顯銀行與產業關係過份緊密所發生的風險，其間交織的複雜結構，令相關單位難

以監督、分析與管理金融風險，促成美國國會及聯邦準備銀行堅持長久以來主張的銀行與產業分離政策。

但因工業化的結果、企業融資方式的改變及新興資訊科技的進步等諸多因素，逐漸模糊「銀行」與「產業」的界限。1999年11月，美國為確保其金融服務業在國內與國外的公平競爭，維持美國金融體系在全球經濟的領導地位，頒布金融服務業現代化法，提出以金融控股公司為主軸的跨業經營模式，以避免銀行遭受傷害，提供銀行及金融體系較佳的保障，防止金融安全網利益與相關的道德風險成本之差額流入證券業及保險業，減少存款機構與保險基金的風險，建立安全穩健的銀行及金融體系。更將舊版銀行控股公司法銀行業務的定義由與銀行緊密關聯，改為金融事業包括金融本質業務、金融附屬業務及金融互補業務，大幅擴張金融控股公司、銀行控股公司及銀行的轉投資範圍。

在金融自由化、國際化與大型化的浪潮下，各國金融機構為提升競爭力與降低風險，紛紛跨業經營銀行、證券及保險業務，再整合過程中逐步發展出「綜合銀行制」與「金融控股公司制」兩大模式。我國則選擇參照美國模式，於2001年7月頒布金融控股公司法，作為金融機構組織再造的基本規範。該法已歷經四次修正。但若深入探討我國的銀行、證券及保險等法規，可發現上述金融機構原本即呈現綜合銀行制的架構，

不須成立金融控股公司亦可同時經營銀行、證券及保險業務。故嚴格說，我國金融機構應屬兼採「綜合銀行制」與「金融控股公司制」雙軌並行之架構，惟若能正式組成金融控股公司，其營業範圍仍較非金融控股公司為廣，故金融機構紛紛以組成金融控股公司為其經營策略目標。

我國金融控股公司法既係參照美國模式訂定，因此在母法的基本規範原則上差異有限，惟我國對創投事業的管理過於寬鬆，及先前為落實差異化管理，採行金融控股公司轉投資自動核准隔日生效機制，其作法有異於美國銀行控股公司法的規定外，美國的金融控股公司及銀行都屬民營性質，其處理轉投資事宜，除依據法令規定辦理外，其他事項按商業慣例辦理即可，故紛爭較少。然而我國金融機構因公營、民營屬性並存，監督、督導、管理或關心公營或公私合營金融機構者眾，因此在民營金融機構轉投資或併購公私合營金融機構的過程中，社會大眾意見多、雜音多、疑慮多，相對的主管機關需考慮的因素亦多，承擔的政治責任亦重，因此較民營對民營的轉投資或併購案件複雜許多。此外，指導式或限期完成的併購模式，併購者與被併購者多為公私合營金融機構，可能「郎無情妹無意（或妹有意）」，或迫於時限，導致併購價格偏離預期，都會造成併購的困擾。

此外，金融機構由少數股權控制，易引

發道德風險問題；推動金融機構整併的過程中，出現財團化的質疑；以及動用保險業資金併購其他金融機構引發不平爭議等，亦會增加整併的阻力。

但最近政府已根據過去金融機構在轉投資過程中遭遇的不合理現象，修訂許多法規，如金融控股公司法、保險法及金融控股公司轉投資作業管理規則等，應有助於未來金融機構轉投資的順利進展。但仍有須進一步建議者臚列於后。

## 二、建議

### (一) 金融控股公司母子公司所屬創投事業的轉投資宜仿美國金融監管機關對商人銀行投資業務的監管作適當規範，以便掌控風險。

創業投資事業投資對象以科技事業為主，應屬非金融相關事業，亦為低度管理的事業。但於金融控股公司法第36條賦予創投事業等同金融相關事業的待遇，得100%投資該事業股份，同時，不受同法第37條對其他事業投資限額不得超過被投資事業實收資本5%，與投資總額不超過金融控股公司實收資本15%的限制，以及不得參與該事業經營的規範；另2006年3月底，創業投資事業的主管機關由財政部改為經濟部，並明定執行機關為工業局，似已將其排除於金融主管機關尚可管理的其他事業之外，成為另類的非金融相關事業。

雖然創業投資事業與其被投資事業多屬股份有限公司組織，股東僅就其投資股份負擔其有限責任，但公司發生財務危機時常出現傳染效果，會影響其關係企業，包括其母公司、關係銀行甚至金融控股公司的經營及聲譽，更甚者可能發生銀行擠兌現象，如力霸案引發中華商銀擠兌。故美國在開放金融控股公司及其金融子公司投資商人銀行時，將銀行子公司排除在外，並訂定許多規範，以有效掌握經營風險，並維持其銀行與產業分離政策。

美國金融監管機關對商人銀行投資業務的監管規定頗為詳細，舉凡可否介入被投資事業的經常性的經營管理、投資期限、投資總額度、投資私募基金的限制與管理、商人銀行投資風險管理、交叉行銷的限制及聯邦準備法第23A與23B有關關係人交易的限制等，均有詳細的規範。尤其在投資總額方面，限制不得超過金融控股公司（不含存款機構母子公司）第一類資本的30%，或扣除私募基金利益後，金融控股公司第一類資本的20%。另在個別投資限額方面，若金融控股公司取得被投資事業有表決權股權5%以上，或私募基金取得上項利益超過金融控股公司第一類資本5%或2億美元，應於30日內以書面告知聯邦準備理事會等措施，均值得我國金融主管機關—金管會與創業投資事業主管機關—經濟部參考，作為共同訂定適合我國國情的管理規範，以有效掌控風險、管

理風險、並化解風險於無形。

此外，美國1999年之GLBA明確規定金融相關事業的種類及認定標準；我國金融控股公司法第36條亦有類似規定，惟第10種「其他經主管機關認定與金融業務相關事業」，似宜仿美國做法，明確公佈主管機關認定標準。

## (二) 加強金融機構公司治理，以化解財團化的疑慮

金融機構的公司治理機制可分內部機制與外部機制。前者著重在股東與經營管理階層間的互動，其核心在董事會，董事會負責公司的經營政策，並監督其管理階層，以維護公司的最大利益。後者著重在主管機關、監理單位、會計師及相關的公會組織等，藉所制定的規範監督、約束公司行為，使其不踰矩，以保護存款人、貸款人及投資人，進而達到公平競爭的境界。

從公司治理內部機制的角度，董事會的組成顯得相當重要，首先必須要有足夠席次的獨立董事，一般符合國際標準的金融機構都有超過一半以上的外部獨立董事，如加拿大最大的金控公司－皇家銀行集團(RBC Group) 全數17席董事中，獨立董事占15席；香港上海滙豐銀行(HSBC) 20席董事中，獨立董事占11席。而我國證券交易相關法規規定，資本額500億元的上市櫃公司與金控

公司，始要求必須要有五分之一以上的獨立董事，與國際間須超過半數以上的獨立董事規定，相距甚遠。

雖然公司治理的成效並非一蹴可及，但國內金融機構要併購別家公司，對其公司治理的要求也須比一般公司高。因此，建議欲發動併購之金融機構，其獨立董事比重至少要達到三分之一的標準，如此雖然仍與國際標準有一段距離，但訂定比國內一般公司高的要求，才能讓市場寬心，亦可降低金融機構因併購而形成財團化憂慮。

此外，獨立董事能否發揮功能，選任方式是個關鍵，一般由公司大股東推薦的獨立董事，客觀上較不易發揮功能，在某些關鍵時刻有可能向公司大股東傾斜。若財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心將其事後保護投資人的角色改為事前之預防，即以修法取得獨立董事的提名權，推薦或派遣適格的獨立董事進入董事會，為眾多的小股東監督公司，定可減少弊端發生後的訴訟事件。

致於公司治理的外部機制，則需要主管機關、監理單位、會計師及相關的公會組織等，共同創造與徹底執行公司治理的外部環境，如強化金融業財務資訊揭露品質，嚴格監視關係人交易避免破壞防火牆，徹底執行立即導正措施與退場機制，使金融機構健全發展，並提升競爭力。

## 附註

- (註1) 美國及我國金融相關母法將一公司再投資另一公司的行為，稱其為「投資」，但我國相關準則或習慣上則稱其為「轉投資」。
- (註2) 指銀行以直接參與經營為目的的投資或為建立長久持續的經濟關係而長期投資他公司之股票。
- (註3) 指以賺取投資利得為目的的投資。
- (註4) 參Board of Governors of the Federal Reserve System (2006), "Instructions for Preparation of Consolidated Bank Holding Company Report of Equity Investments in Nonfinancial Companies", December 31.
- (註5) 商人銀行之業務包括私人銀行、基金管理(含私募基金)及顧問業務。
- (註6) 行政院57年5月10日台(57)經字第5708號令及經濟部57年6月6日台(57)商字第20228號。
- (註7) 經濟部68年11月23日商40498號。
- (註8) 公司法第13條第1項規定：「公司不得為他公司無限責任股東或合夥事業之合夥人；如為他公司有限責任股東時，其所有投資總額，除以投資為專業或公司章程另有規定或經依左列各款規定，取得股東同意或股東會決議者外，不得超過本公司實收股本百分之四十。」
- (註9) 依公司法第377條規定：「…第十二條至第二十五條，於外國公司準用之。」是以，外國公司自得準用公司法第13條規定，經外國公司本(總)公司股東會決議或章程另有規定而排除投資總額之限制。(經濟部94年8月10日經商字第09402115300號函)
- (註10) 請參財政部90年5月8日台財融(一)字第90738588號令。
- (註11) 銀行法第74條第5項規定：「為利銀行與被投資事業之合併監督管理，並防止銀行與被投資事業間之利益衝突，確保銀行之健全經營，銀行以投資為跨業經營方式應遵守之事項，由主管機關另定之。」
- (註12) 同上條第2項規定：「商業銀行為配合政府經濟發展計畫，經主管機關核准者，得投資於非金融相關事業。但不得參與該相關事業之經營。」
- (註13) 金融控股公司法所稱的股份轉換，指金融機構經其股東會決議，讓與全部已發行股份予預定之金融控股公司作為對價，以繳足原金融機構股東承購金融控股公司所發行之新股或發起設立所需股款之行為。
- (註14) 所稱營業讓與，指金融機構經其股東會決議，讓與全部營業及主要資產負債予他公司，以所讓與之資產負債淨值為對價，繳足承購他公司發行新股所需股款，並於取得發行新股時轉換為金融控股公司，同時他公司轉換為其子公司之行為。
- (註15) 參金融控股公司法第33條。
- (註16) 參劉連煜「公司合併態樣與不同意見股東股份購買請求權」，月旦法學，第128期，2006年1月。
- (註17) 美國1933年的銀行法(Banking Act of 1933亦稱葛拉斯－史帝格法(Glass-Steagall Act, GSA或簡稱葛史法、GS法))
- (註18) GLBA sec 103 (a) 為美國金融服務業現代化法或稱葛蘭牡－李奇－布來理法第103條第a項。
- (註19) 參GLBA sec 121 及sec 122。
- (註20) 參GLBA sec 122。
- (註21) 參12 CFR 225.170。前代號指聯邦法典(Code of Federal Regulations, CFR)第12部(Title)第225.170條。
- (註22) 資產組合公司指金融控股公司透過商人銀行所投資的公司，其經營之業務為金融控股公司依銀行控股公司法第4條不得經營之業務。此處所稱之金融控股公司包括金控母子公司，但不含存款機構之母子公司及金控控制的資產組合公司。
- (註23) 參12 CFR 225.171。
- (註24) 參12 CFR 225.172。
- (註25) 參12 CFR 225.173。
- (註26) 參12 CFR 225.174。
- (註27) 過去，聯邦立案銀行必須透過子公司從事地方政府債券之承銷及買賣。
- (註28) 係銀行的子公司，從事聯邦法規禁止聯邦立案銀行直接經營之業務。
- (註29) 過去，聯邦立案銀行及其子公司得從事之保險業務，係依據聯邦銀行法經OCC認定為具銀行業務本質或銀行附屬業務者。

- (註30) 產險的一種，被保險標的以不動產為主，該不動產若在契約期限內出現瑕疵，致損害被保險人權益時，可獲理賠。
- (註31) 參GLBA sec 121 (a) (2) (B)。
- (註32) GLBA更動之主要規定已集中在前節說明，本節所述者為修正後的銀行控股公司法（BHCA），其內容包含該法立法以來仍有效的規定。
- (註33) 參BHCA sec. 2 (a)，或12 U.S.C.1841 (a)。
- (註34) Regulation Y 225.11指聯邦準備理事會規則Y 第225.11條。
- (註35) 詳參BHCA sec 3 (a) & 3 (b) 及 Regulation Y。
- (註36) 詳參BHCA sec 3 (c) 及 12 C.F.R.225.12。
- (註37) 被併購者風險性資產不超過合併後風險性資產之35%，或被併購者風險性資產不超過75億美元。
- (註38) 12 CFR 225.21指聯邦法典第12部第225.21條，與Regulation Y 225.21的規定是一樣的。
- (註39) 參12 CFR 225.89。
- (註40) Morgan (2000) 認為銀行及保險公司的透明度較一般公司為差，其檢驗係依據兩家評等機構對前述三類業者衡量其不一致的頻率，他發現兩家評等機構對銀行及保險公司看法不一致的頻率較其他公司高，主因評量不透明的銀行資產負債表較困難。
- (註41) 依財政部92年2月11日解釋，經理人不包括董事長在內。
- (註42) 參金融控股公司法第38條。
- (註43) 證期會91年9月18日台財證二字第0910143818號。
- (註44) 參銀行法第74條。
- (註45) 依財政部92年2月11日解釋，將「不得參與該事業之經營」界定於「不得參與日常業務經營」範圍，即不得擔任該事業經理人，但容許擔任董監事（包括董事長在內）職務。
- (註46) 參財政部1998年8月31日台財融字第87807892號函。
- (註47) 參證券商管理規則第18條。
- (註48) 證券交易法第51條。
- (註49) 保險業資金辦理專案運用的投資或放款對象包括：政府核定之新興重要策略性事業或創業投資事業、工業區或區域開發計畫、無自用住宅者之購屋、文化、教育之保存及建設（參保險業資金專案運用及公共投資審核辦法第2條）。為配合政策辦理之公共投資包括：公路、鐵路、港灣、停車場及機場等交通運輸之設施；水力、電力、電信等公用事業之設施；國民住宅之興建；河川、下水道之整治，垃圾、廢棄物處理等環境保護之設施；國民休閒等公眾福利之設施；以及其他配合政府獎勵及建設之公共事業。（同上辦法第3條）
- (註50) 創業投資事業範圍與輔導辦法（2006年3月31日修正）第三條規定：創業投資事業之範圍，指實收資本額在新臺幣二億元以上，並專業經營下列業務之公司：一、對被投資事業直接提供資金。二、對被投資事業提供企業經營、管理及諮詢服務。
- (註51) 第一次金改又稱258金改，指金融機構需於2年內，將其逾期放款比率降低至5%以下，資本適足率維持8%以上。
- (註52) 第二次金改指2005年底3家金融機構市場佔有率須達10%以上，公股金融機構至少減為6家；2006年底至少一家金融機構由外資經營或在國外上市，且將14家金融控股公司減半。
- (註53) 如華南金董監事改選，最大民股林明成家族掌握的股權加計委託書遠高於官股，但投票前夕林明成主動向官股釋出善意，由官股取得過半席次；去年6月底兆豐金控董監改選，中信辜家加計委託書以8比7取得過半席次，但在政府出面協調下，民股簡鴻文與獨立董事吳榮義自行請辭，最後讓官股維持過半席次。
- (註54) 如開發金辜家透過委託書徵求取得過半席次，全面掌控經營權。

## 參考資料

### 中文部份

- 中央銀行外匯局（2000），美國金融服務業現代化法，財團法人金融聯合徵信中心。
- 朱德芳（2005），「效率、公司治理與敵意併購之法規研究」，敵意併購與公平交易法研討會，台灣大學法學院、台灣法學會主辦，12月。

- 周一鴻、楊德庸（2004），金融控股公司法解析，台灣金融研訓院。
- 彭金隆（2004），金融控股公司法制監理與經營策略，智勝文化事業有限公司。
- 經濟部（1984），最新公司法解釋彙編。
- 廖兆毅、莊豐昌、林秉輝、林麗真（2000），銀行投資行為規範之比較研究，財政部儲委會金融研究小組。
- 賴英照（1994），公司法論文集，財團法人中華民國證券市場發展基金會。
- 劉俞青（2006），「辜二少面臨垮台危機」，今周刊，第484期。
- 劉連煜（2006），「公司合併態樣與不同意見股東股份購買請求權」，月旦法學，第128期。

## 英文部份

- Bank Holding Company Act. 1956. *U. S. Code*. Title 12, sec 1843c.
- Barth James R., Gerad Caproi, and Daniel E. Nolle（2004），“Comparative International Characteristics of Banking,” *OCC Working Paper* 2004-1.
- Barth James R., Dan Brumbaugh Jr. and James A. Wilcox（2000），“The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking,” *Economic and Policy Analysis Working Paper*, 2000-5.
- Bernard Shull（1994），“Banking and Commerce in the United States,” *Journal of Banking and Finance* 18（March）
- Bernard Shull（1999），“The Separation of Banking and Commerce in the United States: an Examination of Principal Issues” *OCC Working Paper*, 99-1.
- Board of Governors of the Federal Reserve System and the Secretary of the Treasury（2001），“Federal Reserve and Treasury Department Announce Final Rule on Merchant Banking Activities”, *Joint Press Release*. January 10.
- Board of Governors of the Federal Reserve System（2006），“Instructions for Preparation of Consolidated Bank Holding Company Report of Equity Investments in Nonfinancial Companies”, December 31.
- Couch Karen, Robert Mahalik and Robert R. Moore（2001），“Bank as Real Estate Brokers” Federal Reserve Bank of Dallas *Southwest Economy*, May/June.
- Federal Reserve’s First Monetary Policy Report For 1999，Hearing before the Committee on Banking，Housing, and Urban Affairs U.S. Senate, Feb.23, 1999
- Haubrich, Joseph G. and James B. Thomson（1998），“Large Shareholders and Market Discipline in a Regulated Industry：A Clinical Study of Mellon Bank.” Federal Reserve Bank of Cleveland：*Working Paper* 9803.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny（1998），“Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106(6).
- Morgan, Donald P.（2000），“Rating Banks：Risk and Uncertainty in an Opaque Industry.” Federal Reserve Bank of New York Staff Report.
- National Bank Act. 1864. *U. S. Code*. Title 12, sec. 24.
- Office of the Comptroller of the Currency（2006），Activities Permissible for a National Bank.
- Santos Joao A.C.（1998），“Banking and Commerce：How does the United States Compare to Other Countries?” Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review* 34.
- Sounders Anthony and Marcia M. Cornett（2003），Financial Institutions Management, McGraw Hill, Fourth Edition.
- Sounders Anthony and Marcia M. Cornett（2007），Financial Market and Institutions：An Introduction to the Risk Management Approach, McGraw Hill, Third Edition.
- Sounders Anthony（1994），“Banking and Commerce：An Overview of the Public Policy Issues,” *Journal of Banking and Finance* 18（March）
- Testimony of Chairman Alan Greenspan H.R. 10, the Financial Services Act of 1998 Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, June 17, 1998
- Walter, John R.（1996），“Firewalls.” Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 82（Fall）

# 國內經濟金融情勢（民國97年第1季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

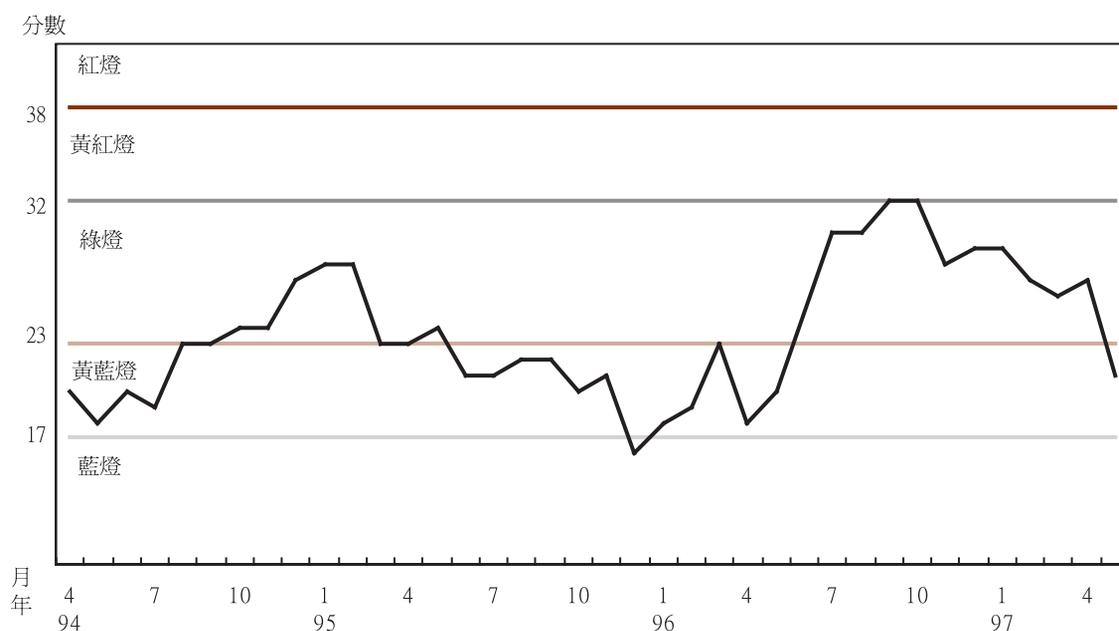
#### 一、景氣尚屬穩定

本年初以來，雖國際原物料行情高漲、全球經濟景氣趨緩，加上國內需求不強，致銀行授信與貨幣總計數M1B等指標表現低迷，且批發、零售及餐飲業不振；但因亞洲區域貿易表現仍佳，我國出口成長動能尚能維繫，工業生產及製造業銷售持續強勁成長，本年1至4月經建會景氣對策信號均呈

現綠燈。惟至5月國內金融面及生產面表現均未盡理想，致景氣同時指標與領先指標均呈下滑，景氣對策信號轉為黃藍燈，後續變化值得密切觀察。

此外，台灣經濟研究院服務業營業氣候測驗點自上年12月之112.21一路攀升，至本年5月為122.31；製造業營業氣候測驗點則自上年9月之122.97高點一路降至本年2月之101.96後回升，至本年5月為110.02。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



## 二、第1季經濟成長率優於預期

本年第1季，雖然民間消費成長未如預期，但在亞洲區域貿易表現仍佳下，我國出

口成長動能依然強勁，加上民間投資成長遠較預期為佳，行政院主計處統計經濟成長率達6.06%，高於2月預估之5.13%。

圖2 經濟成長率

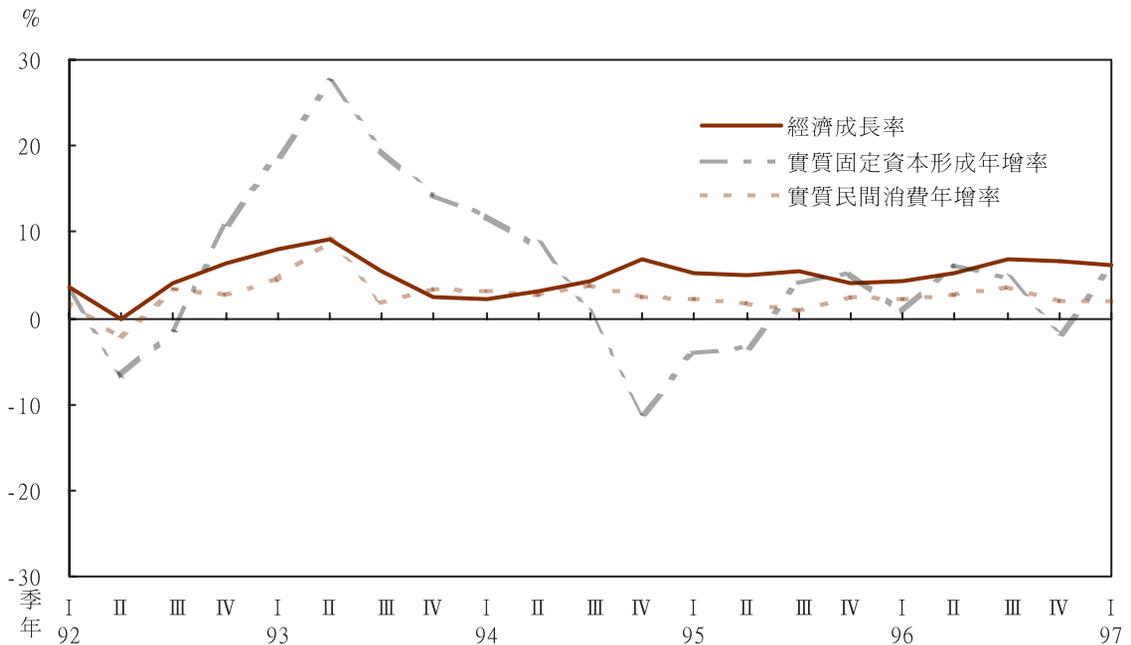


表1 各項需求年增率

單位：%

年/季	項目 經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成				輸出	輸入
				合計	民營企業	公營事業	政府		
92年	3.50	1.48	0.57	1.72	3.65	-3.94	-1.26	10.38	8.08
93年	6.15	4.46	-0.54	19.46	33.05	-18.15	-5.78	14.40	18.88
94年	4.16	2.99	1.08	1.19	0.31	16.20	-1.92	7.62	3.77
95年	4.89	1.76	-0.41	0.62	2.96	-7.48	-6.20	10.37	5.16
96年 p	5.72	2.55	0.81	2.37	3.34	3.72	-3.69	8.84	3.69
96/2	5.24	2.57	0.03	6.03	8.55	1.82	-6.87	4.73	2.39
3	6.86	3.61	1.66	4.49	5.84	0.66	-0.80	11.06	7.33
4 p	6.50	1.89	1.53	-1.66	-2.59	-1.21	2.34	12.90	5.21
97/1 f	6.06	2.05	1.67	5.76	6.66	4.13	0.71	11.39	9.02
2 f	4.57	2.08	1.49	1.49	0.96	15.34	-2.45	6.82	2.66
97年第1季 貢獻率 p	6.06	1.23	0.17	0.92	0.85	0.05	0.01	7.43	4.54

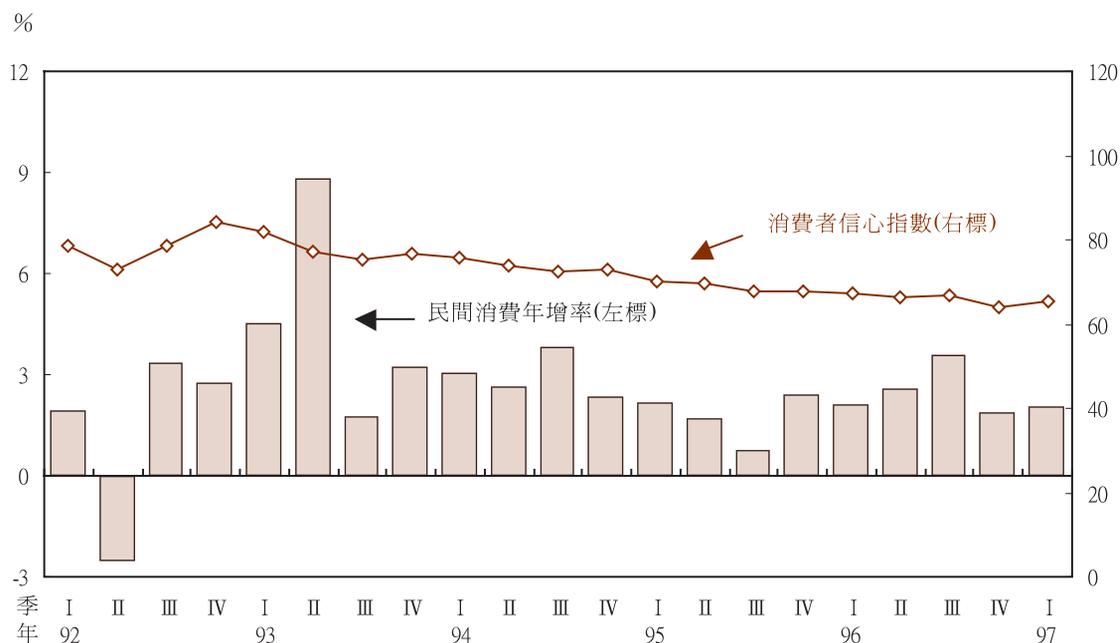
資料來源：行政院主計處。

### 三、民間消費成長率較預期為低

本年第1季，由於物價高漲，超乎預期，降低民眾消費能力，例如，出國人數轉

呈衰退、自用小客車新增掛牌數大幅衰退21.6%，致民間消費成長率僅2.05%，較行政院主計處2月預估之2.24%為低。

圖3 消費者信心指數與民間消費

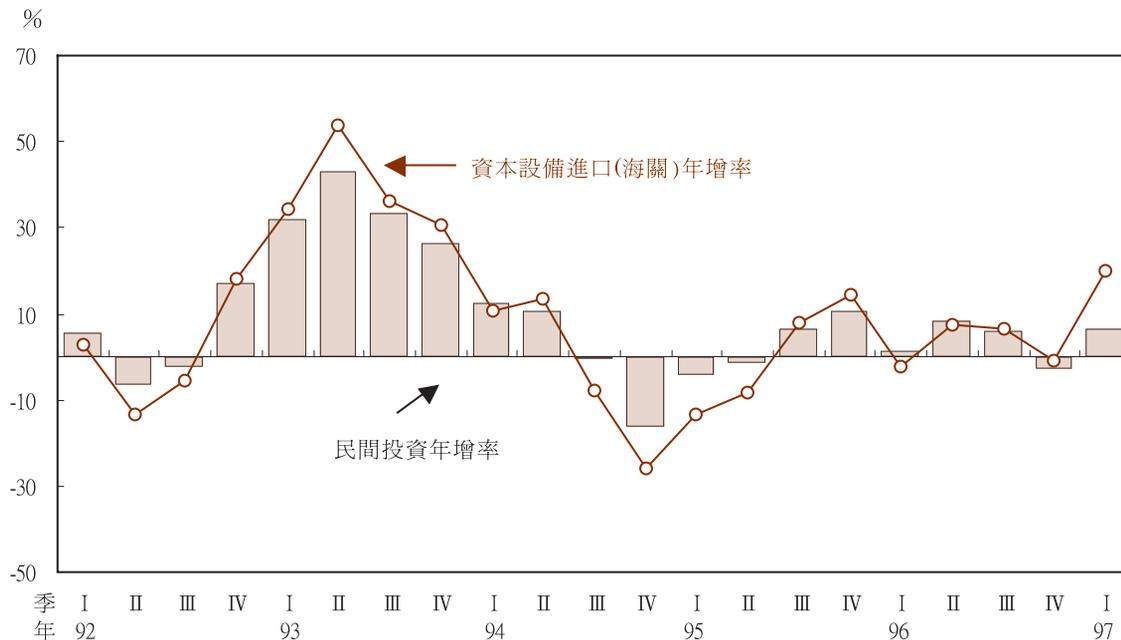


### 四、民間投資成長率超乎預期

本年第1季，雖然民間運輸工具投資及營建工程投資續呈衰退，惟機械設備進口大

增，民間機器設備投資轉呈成長13.33%，加上無形固定資產成長9.63%，致民間投資成長率升為6.66%，遠較行政院主計處2月預估之3.24%為高。

圖4 民間投資與資本設備進口



## 五、對外貿易擴張依然強勁

本年第1季，亞洲區域貿易表現仍佳，光學器材、電機、電子、機械及塑化產品等國際需求暢旺，我國對外貿易穩健擴張，行政院主計處統計，輸出、輸入（含商品及服務）成長率分別為11.39%與9.02%。

另據海關統計，本年1至5月累計出口值成長17.4%。主要出口市場中，對居首位之中國（含香港，占出口比重40.6%）出口成長20.9%，對東協六國（占出口比重15.1%）、歐洲（占出口比重11.5%）及日本（占出口比重6.5%）出口，亦分別成長26.6%、11.2%及6.2%，惟對美國（占出口比重11.4%）出口則衰退0.5%。主要出口貨品中，光學器材及化學品皆顯著成長近五成，

電機產品成長31.7%，塑膠、橡膠及其製品亦成長18.6%。

本年1至5月累計進口值成長22.4%，其中農工原料因礦產品（含原油）、化學品、植物產品、鋼鐵及其製品、與電子產品（零組件）等進口增加，成長26.5%；資本設備進口亦增加9.6%，主因機械、精密儀器及資訊與通信產品等進口增加所致；消費品進口亦增加9.0%。進、出口相抵，商品貿易出超65.2億美元，較上年同期減少28.8%。

外銷訂單方面，本年1至5月累計外銷訂單年增率為15.45%，主要接單貨品中，化學品、精密儀器、塑膠橡膠及其製品、電子產品、基本金屬及其製品等皆顯著成長；國內接單海外生產比重為46.60%，較上年同期增加1.62個百分點。

圖5 進出口貿易

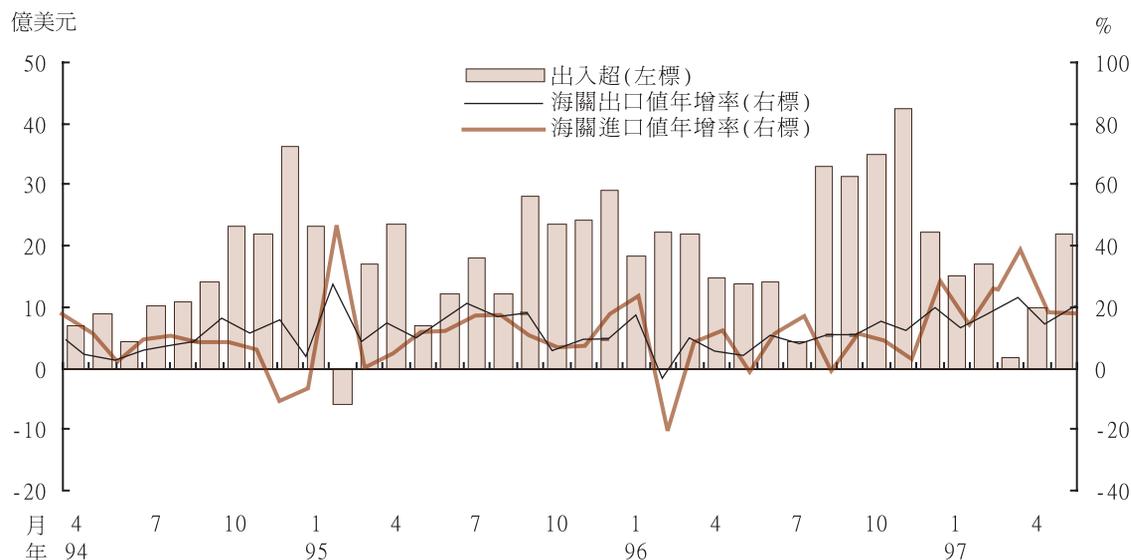


表2 我國對主要進出口貿易國（地區）成長率與比重

單位：百萬美元，%

項目	當月資料					累計資料					
	金額		增減比較 (%)	比重		金額		增減比較 (%)	比重		
	97年5月	96年5月		97年5月	96年5月	97年1-5月	96年1-5月		97年1-5月	96年1-5月	
出口	合計	23,597	19,580	20.5	100.0	100.0	110,189	93,849	17.4	100.0	100.0
	中國大陸 (含香港)	9,645	7,808	23.5	40.9	39.9	44,780	37,036	20.9	40.6	39.5
	美國	2,570	2,666	-3.6	10.9	13.6	12,583	12,649	-0.5	11.4	13.5
	日本	1,507	1,219	23.7	6.4	6.2	7,140	6,721	6.2	6.5	7.2
	歐洲	2,626	2,371	10.7	11.1	12.1	12,713	11,427	11.2	11.5	12.2
	東協六國	3,499	2,715	28.9	14.8	13.9	16,619	13,131	26.6	15.1	14.0
進口	合計	21,384	18,178	17.6	100.0	100.0	103,674	84,692	22.4	100.0	100.0
	中國大陸 (含香港)	3,074	2,516	22.2	14.4	13.8	13,916	11,578	20.2	13.4	13.7
	美國	2,136	2,149	-0.6	10.0	11.8	11,962	10,160	17.7	11.5	12.0
	日本	3,766	3,765	0.0	17.6	20.7	20,600	18,257	12.8	19.9	21.6
	歐洲	2,428	2,064	17.6	11.4	11.4	11,611	9,468	22.6	11.2	11.2
	東協六國	2,169	1,986	9.2	10.1	10.9	10,384	9,181	13.1	10.0	10.8

資料來源：財政部統計處編「中華民國臺灣地區進出口貿易統計月報」。

表3 進出口貿易結構比較

單位：百萬美元，%

項 目	當月資料						累計資料					
	金額		增減比較 (%)	比重		金額		增減比較 (%)	比重			
	97年5月	96年5月		97年5月	96年5月	97年1-5月	96年1-5月		97年1-5月	96年1-5月		
貿易總值	44,981	37,758	19.1			213,862	178,541	19.8				
出口	23,597	19,580	20.5	100.0	100.0	110,189	93,849	17.4	100.0	100.0		
農產品	52	38	37.3	0.2	0.2	192	172	11.3	0.2	0.2		
農產加工品	175	150	16.4	0.7	0.8	873	676	29.2	0.8	0.7		
工業產品	23,370	19,392	20.5	99.0	99.0	109,124	93,001	17.3	99.0	99.1		
重化工業產品	19,585	15,792	24.0	83.0	80.7	91,973	76,882	19.6	83.5	81.9		
非重化工業產品	3,785	3,600	5.1	16.0	18.4	17,151	16,119	6.4	15.6	17.2		
進口	21,384	18,178	17.6	100.0	100.0	103,674	84,692	22.4	100.0	100.0		
資本設備	2,668	3,088	-13.6	12.5	17.0	15,037	13,723	9.6	14.5	16.2		
農工原料	17,342	13,805	25.6	81.1	75.9	81,717	64,622	26.5	78.8	76.3		
消費品	1,374	1,285	6.9	6.4	7.1	6,920	6,347	9.0	6.7	7.5		
出超(+)或入超(-)	2,213	1,402	57.9			6,515	9,157	-28.8				

資料來源：財政部網站進出口貿易統計。

## 六、工業生產成長力道仍強

本年初以來，電子零組件業因消費性電子產品外需強勁，化學材料業因新興市場訂單增加與新產能挹注，生產均顯著擴增，工業生產成長力道仍強。本年1至5月平均工業生產指數年增率為10.30%，其中製造業增產10.84%，又以資訊電子工業增產24.54%最為顯著，其次為化學工業增產5.99%。就產品用途別言，生產財及投資財分別增加14.15%與6.15%，消費財則減少0.21%。

## 七、就業情勢續有改善

本年初以來，就業情勢續有改善，至5月就業人數達1,041.3萬人，創歷史新高；1至5月平均就業人數亦較上年同期增加14萬人或1.36%。在失業率方面，除了2月因農曆春節過後臨時性工作結束與轉換工作者增加而升為3.94%之外，續呈下降走勢，至5月為3.84%，係2001年以來同月最低。

本年1至4月平均非農業部門每人每月平均薪資年增率為1.63%，其中經常性薪資年增率為1.66%。同期間，工業部門勞動生產力年增率為7.78%，生產力增幅高於總薪資增幅，致單位產出勞動成本指數下降7.50%。

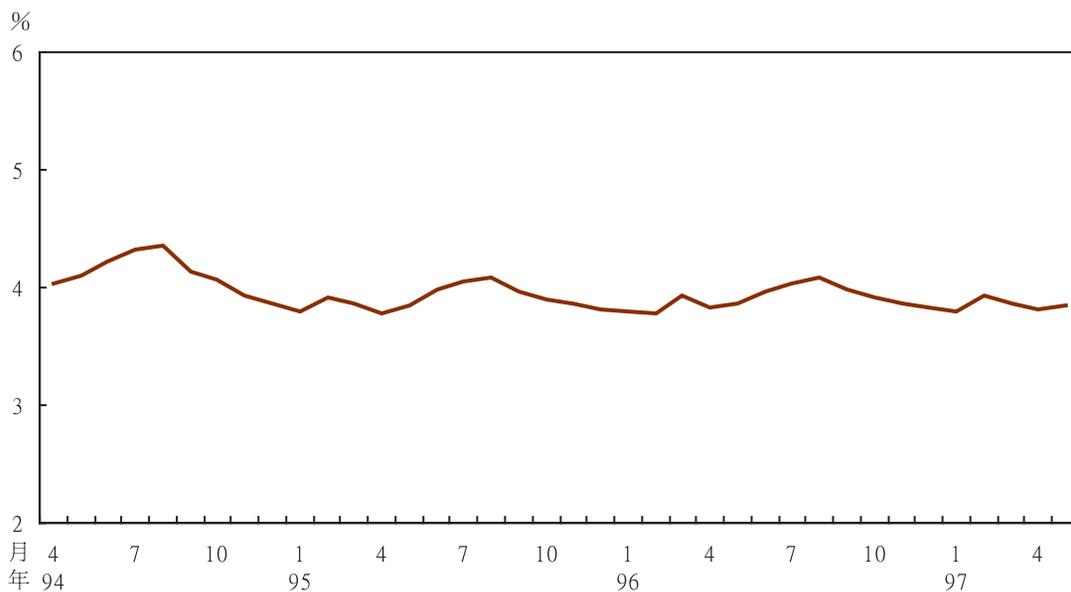
表4 工業生產及各業指數年增率

單位：%

年/月	工業生產							
	礦業及土石採取業	製造業		電力及燃氣供應業	用水供應業	建築工程業		
		重工業	輕工業					
92年	8.72	-7.11	9.16	12.08	0.54	4.29	2.17	9.02
93年	8.40	-3.87	8.97	11.03	2.18	3.33	-0.29	4.78
94年	3.76	-9.40	3.66	5.57	-3.43	4.25	0.55	11.38
95年	4.70	-5.02	4.50	6.44	-3.32	2.33	2.83	9.02
96年	7.77	-17.04	8.34	10.28	-0.33	2.97	0.29	-0.48
96/ 5	6.54	-15.84	6.88	7.98	1.99	4.10	0.55	2.56
6	6.69	-16.04	6.67	8.71	-2.41	4.48	0.14	15.32
7	12.48	-10.20	12.46	14.90	1.60	3.90	0.65	32.21
8	9.52	-14.45	10.22	12.38	0.66	-0.69	-1.01	3.91
9	7.51	-8.55	8.25	10.95	-4.06	2.08	-0.30	-7.20
10	16.10	-18.99	17.58	20.34	5.05	3.64	-0.89	-9.84
11	13.60	-16.77	14.88	18.04	0.64	0.90	-0.14	-5.45
12	14.09	-12.45	15.77	19.49	-0.41	2.91	0.05	-17.15
97/ 1	12.60	-2.06	12.82	15.32	1.92	2.88	-0.42	20.55
2	16.03	5.31	17.53	21.12	0.13	10.06	1.18	-16.68
3	9.03	1.55	9.42	12.46	-4.25	1.66	-0.76	5.39
4	9.98	33.31	10.16	12.02	1.27	1.88	0.25	10.14
5 p	5.33	14.62	5.94	8.10	-4.42	-2.19	-0.96	-8.49
1-5月累計	10.30	10.35	10.84	13.42	-1.16	2.55	-0.17	1.33

資料來源：經濟部工業局編「工業生產統計月報」。

圖6 失業率



### 八、消費者物價上漲壓力仍大

本年初以來，國際能源及穀物等農工原料行情持續攀高，推升國內進口品及國產內銷品躉售價格，家外食物、肉類、穀類及其製品等相關食品紛紛反映成本調漲零售價格，加上水果因上年秋季風災及本年初寒害

遞延效應，價格居高難下，致本年1至5月平均食物類價格較上年同期大漲8.63%；此外，油料、運輸及國外旅遊團費等亦反映成本調高，國內面臨輸入性物價上漲壓力，本年1至5月平均消費者物價指數（CPI）年增率為3.66%；不包括蔬果、水產及能源之CPI（即核心CPI）年增率則為2.94%。

圖7 消費者物價與核心物價

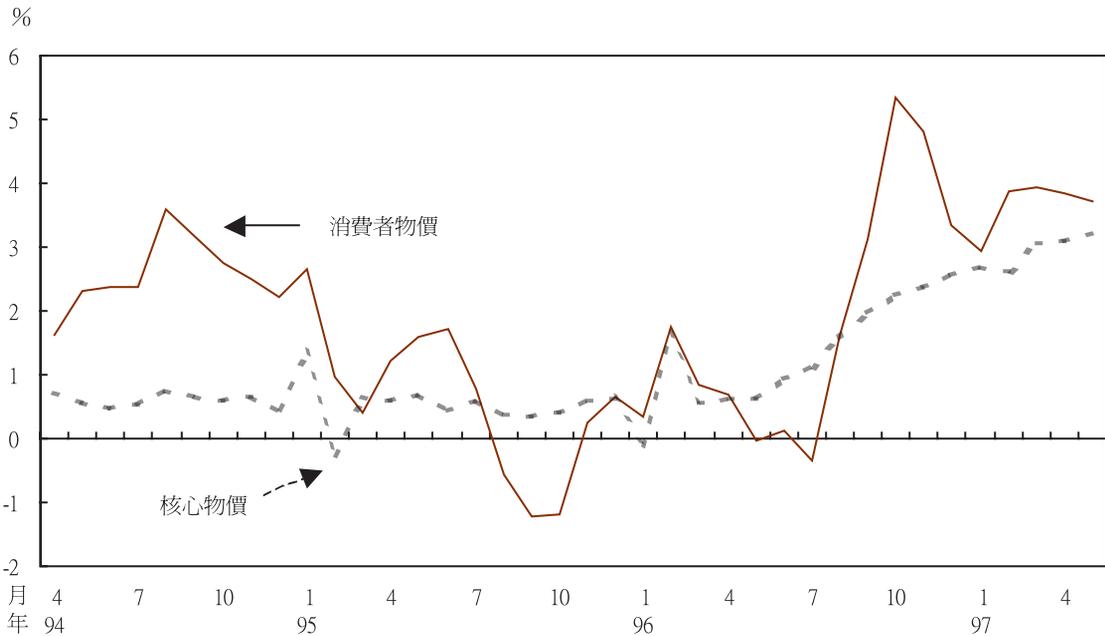


表5 影響97年1至5月CPI變動主要因素

項 目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	3.66	3.66
家外食物	89	7.77	0.69
油料費	33	15.64	0.51
水果	28	15.09	0.39
教養娛樂服務費	130	2.46	0.33
肉類	23	13.88	0.32
穀類及其製品	20	11.13	0.22
乳類	11	15.01	0.16
水產品	17	8.73	0.15
藥品及保健食品	11	11.56	0.13
房租	185	0.59	0.11
交通服務及維修零件	80	1.24	0.10
水電燃氣	37	1.49	0.06
合計			3.17
蔬菜	25	-7.50	-0.16
耐久性消費品	75.14	-1.14	-0.08
合計			-0.24
其他			0.73

## 貳、經濟展望

本年初以來，雖國際原物料行情高漲、全球經濟景氣趨緩，惟亞洲區域貿易表現仍佳，我國出口成長動能尚能維繫，加以民間投資成長較預期為佳，第1季經濟成長率為

6.06%，行政院主計處預測全年經濟成長率為4.78%。

國內各預測機構對97年經濟成長率預估值之平均數為4.55%。

表6 國內預測機構對民國97年經濟成長之預測

單位：年增率(%)

估測機構 項目	主計處	中經院	台經院	中研院	台綜院	平均值	經建目標
發布日期	97.5.29	97.4.17	97.4.29	96.12.14	97.6.17		
實質國內生產毛額	4.78	4.67	4.30	4.31	4.68	4.55	4.80
實質民間消費支出	2.44	3.29	2.98	2.58	2.39	2.74	
實質政府消費支出	1.65	---	2.53	2.39	1.65	2.06	
實質固定投資	5.87	4.15	3.65	5.18	6.10	4.99	
實質民間投資	4.87	5.11	3.99	5.84	5.17	5.00	
實質政府投資	10.53	---	-1.23	-0.15	9.45	4.65	
實質輸出	5.86	6.24	4.18	3.48	5.72	5.10	
實質輸入	3.79	4.77	2.44	1.45	3.81	3.25	
貿易差額(億美元)	244.68	---	---	---	---	244.68	

# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差8,662百萬美元，金 加11,322百萬美元(詳見表1及圖1)。  
融帳淨流入385百萬美元，央行準備資產增

表1 國際收支

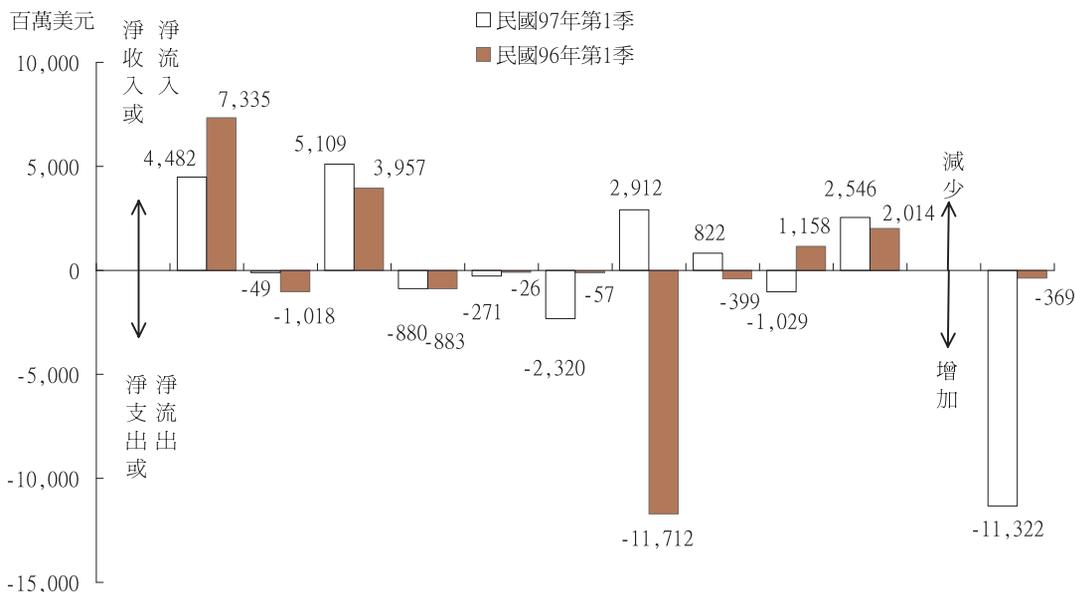
民國97年第1季暨民國96年第1季

單位：百萬美元

	(1) 97年 第1季	(2) 96年 第1季	(1)-(2)
A. 經常帳	8,662	9,391	-729
商品出口(f.o.b.)	63,982	54,404	9,578
商品進口(f.o.b.)	-59,500	-47,069	-12,431
商品貿易淨額	4,482	7,335	-2,853
服務：收入	8,870	7,277	1,593
服務：支出	-8,919	-8,295	-624
服務淨額	-49	-1,018	969
所得：收入	7,061	5,526	1,535
所得：支出	-1,952	-1,569	-383
所得淨額	5,109	3,957	1,152
經常移轉：收入	1,284	1,092	192
經常移轉：支出	-2,164	-1,975	-189
經常移轉淨額	-880	-883	3
B. 資本帳	-271	-26	-245
資本帳：收入	0	0	0
資本帳：支出	-271	-26	-245
合計，A+B	8,391	9,365	-974
C. 金融帳	385	-11,010	11,395
對外直接投資	-3,142	-1,990	-1,152
來台直接投資	822	1,933	-1,111
證券投資(資產)	-6,401	-10,941	4,540
股權證券	-4,031	-7,644	3,613
債權證券	-2,370	-3,297	927
證券投資(負債)	9,313	-771	10,084
股權證券	2,529	-11	2,540
債權證券	6,784	-760	7,544
衍生性金融商品	822	-399	1,221
衍生性金融商品(資產)	2,201	498	1,703
衍生性金融商品(負債)	-1,379	-897	-482
其他投資(資產)	-3,849	1,461	-5,310
一般政府	-3	5	-8
銀行	-8,850	-292	-8,558
其他	5,004	1,748	3,256
其他投資(負債)	2,820	-303	3,123
貨幣當局	-2,472	818	-3,290
一般政府	0	-7	7
銀行	2,597	-1,718	4,315
其他	2,695	604	2,091
合計，A至C	8,776	-1,645	10,421
D. 誤差與遺漏淨額	2,546	2,014	532
合計，A至D	11,322	369	10,953
E. 準備資產	-11,322	-369	-10,953

註：無符號在經常帳及資本帳表示收入，在金融帳表示資本流入或資產減少或負債增加，在準備資產表示資產減少；負號在經常帳及資本帳表示支出，在金融帳表示資本流出或資產增加或負債減少，在準備資產表示資產增加。

圖1 國際收支比較



$$(1) + (2) + (3) + (4) + (5) + (6) + (7) + (8) + (9) + (10) = (-) \quad (11)$$

(1)商品貿易 (2)服務收支 (3)所得收支 (4)經常移轉收支 (5)資本帳 (6)直接投資  
(7)證券投資 (8)衍生性金融商品 (9)其他投資 (10)誤差與遺漏 (11)央行準備資產之變動

## 一、經常帳

商品方面，本季商品出口金額較上年同季成長17.6%，主要係對亞洲鄰國出口持續增加；進口金額則創歷年單季最高，較上年同季成長26.4%，主要係大宗穀物與原油進口大幅增加。由於進口增額大於出口增額，商品貿易順差減為4,482百萬美元，較上年同季減少2,853百萬美元或38.9%。

服務方面，本季服務收入8,870百萬美元，續創歷史單季新高，較上年同季增加1,593百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所致；服務支出金額8,919百萬美元，較上年

同季增加624百萬美元，主要係運輸服務及專利權、商標等使用費支出增加所致。收支相抵，本季服務逆差僅49百萬美元，創歷年單季最低，較上年同季減少969百萬美元。

所得方面，本季所得收入計7,061百萬美元，較上年同季增加1,535百萬美元，主要係居民直接投資所得增加所致；所得支出計1,952百萬美元，較上年同季增加383百萬美元，主要係對非居民股權證券投資所得支出增加。由於收入增額大於支出增額，致所得淨收入增為5,109百萬美元，較上年同季增加1,152百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由

上年同季883百萬美元略減為880百萬美元，主要係贍家匯入款增額略大於匯出款增額所致。

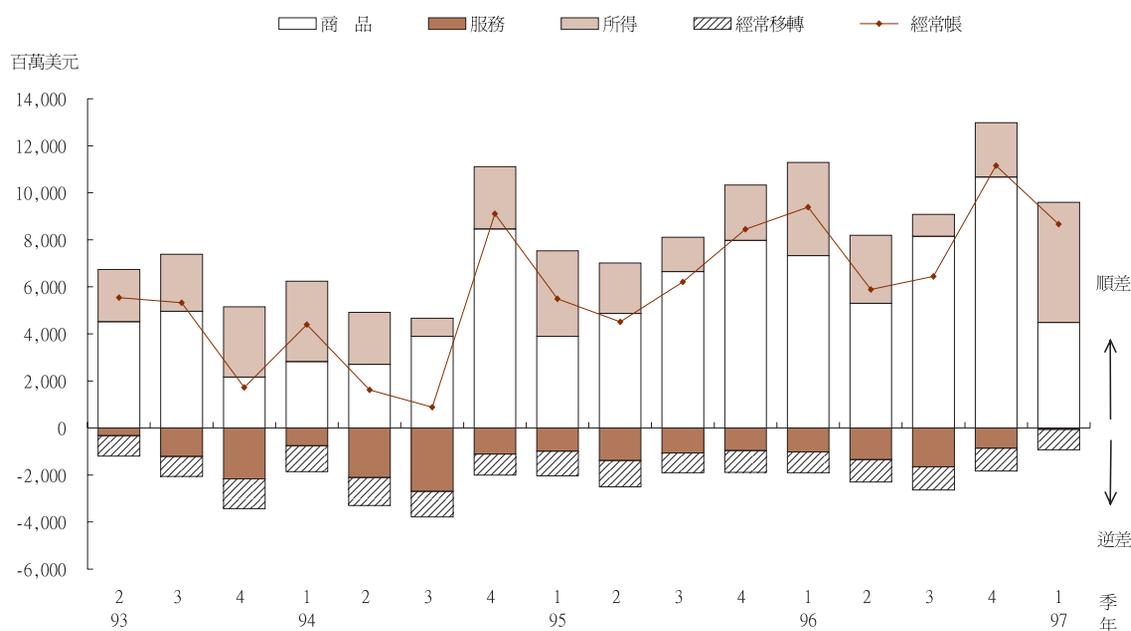
本季雖所得收支順差增加及服務與經常移轉逆差減少，惟商品貿易順差減額較大，致經常帳順差減為8,662百萬美元，較上年同季減少729百萬美元或7.8%(詳見圖2)。

## 二、資本帳

資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差由上年同季26百萬美元增加為271百萬美元，主要是購買專利權支出增加。

圖2 經常帳

(季資料)



## 三、金融帳

本季金融帳轉呈淨流入385百萬美元，為94年第3季以來首次呈現淨流入，主要係證券投資由過去一年的淨流出轉呈淨流入2,912百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,320百萬美元，為歷年單季最高，主要係居民國外投資盈餘轉增資大幅增加；居民對

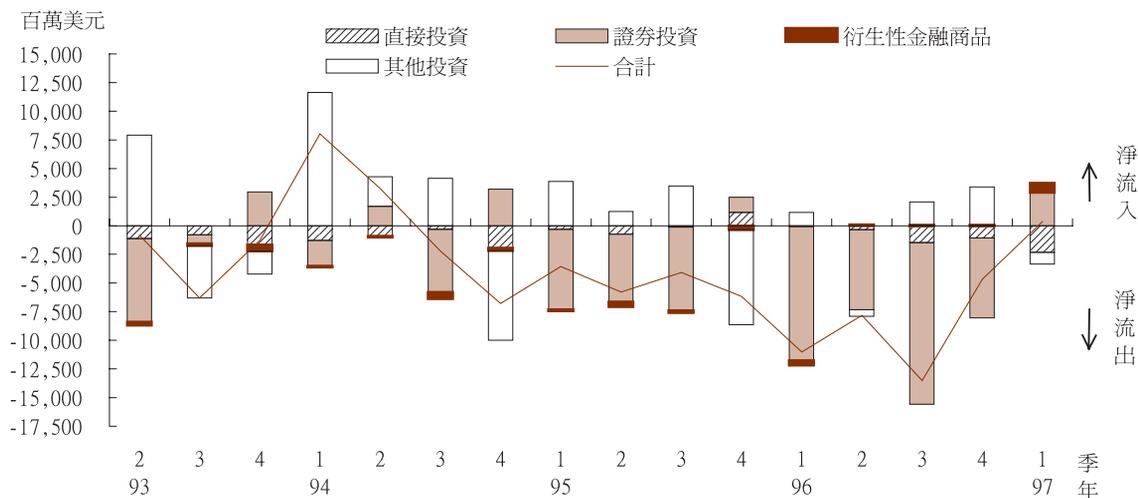
外直接投資及非居民來台直接投資，金額分別為3,142百萬美元及822百萬美元。證券投資呈淨流入2,912百萬美元，居民對外證券投資呈淨流出6,401百萬美元，主要為居民透過銀行特定金錢信託投資國外基金及保險公司為提高資金收益投資國外證券，惟金額較上年同季減少4,540百萬美元；非居民來台證券

投資呈淨流入9,313百萬美元，主要係外人投資我國公債及股市，其中非居民來台債權證券投資淨流入6,784百萬美元，創歷年單季新高。衍生性金融商品呈淨流入822百萬美

元。其他投資呈淨流出1,029百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行存款增加(詳見圖3)。

圖3 金融帳

(季資料)



## 貳、經常帳

### 一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎（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，商品出口計63,982百萬美元，較上年同季增加9,578百萬美元或17.6%；商品進口計59,500百萬美元，創歷年單季最高，較上年同季增加12,431百萬美元或26.4%。由於進口增額大於出口增額，致商品貿易順差減為4,482百萬美元，減少2,853百萬美元或38.9%（詳見表

2及圖4）。

若根據海關進出口貿易統計，本季出口(按F.O.B.計價)計64,013百萬美元，較上年同季增加9,567百萬美元或17.6%；進口(按C.I.F.計價)為60,668百萬美元，較上年同季增加12,504百萬美元或26.0%；商品貿易出超由上年同季之6,282百萬美元減為3,345百萬美元(詳見表2)。

以下就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分析出、進口概況。就貿易結

表2 商品貿易

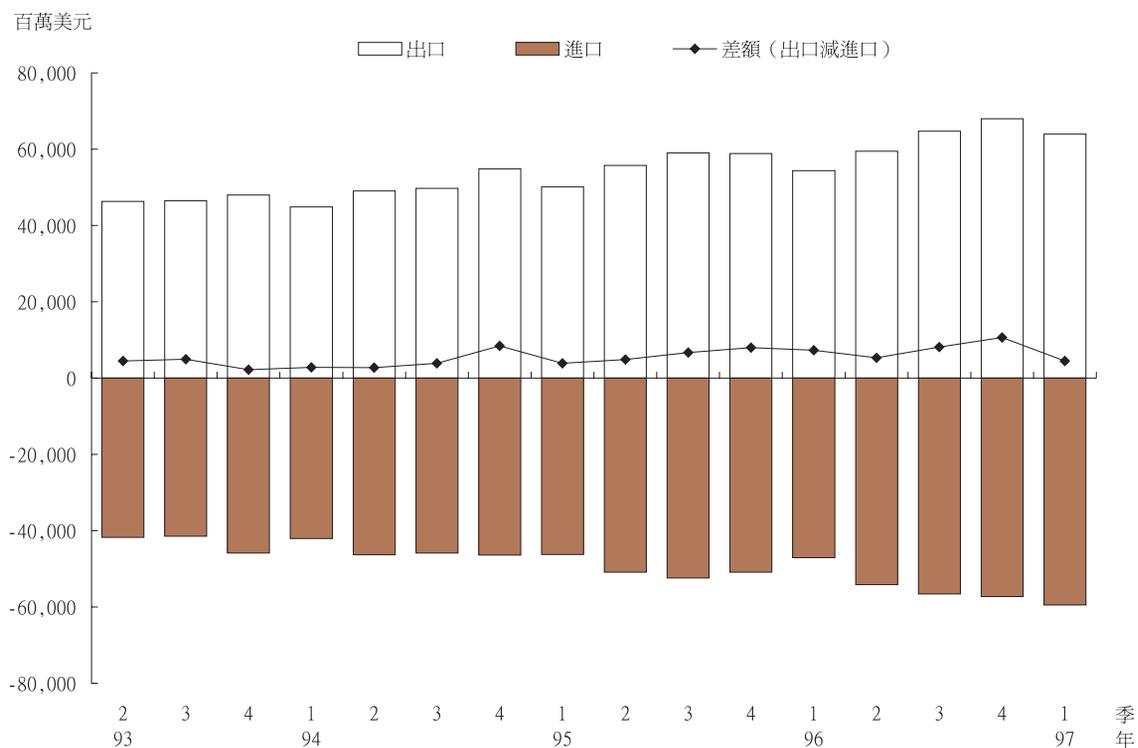
單位：百萬美元

項 目	(1) 97年 第1季	(2) 96年 第1季	增 減 比 較	
			金 額	%
一、商品出口 (f.o.b.)	63,982	54,404	9,578	17.6
出口毛值 (f.o.b.)*	64,013	54,446	9,567	17.6
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-31	-42	11	
二、商品進口 (f.o.b.)	59,500	47,069	12,431	26.4
進口毛值 (c.i.f.)*	60,668	48,164	12,504	26.0
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	595	224	371	
減：運保費	-1,763	-1,319	-444	
三、商品貿易順差或逆差	4,482	7,335	-2,853	-38.9
貿易出超或入超(-)*	3,345	6,282	-2,937	-46.8

\*資料來源：財政部統計處編進出口貿易統計。

圖4 進出口貿易值及其差額

(國際收支基礎)



構而言，出口方面，農產品、農產加工品及工業產品均較上年同季成長，增幅分別為6.3%、30.2%及17.5%。工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.9%），較上年同季成長19.7%，為本季出口成長的最主要來源；進口方面，農工原料及資本設備進口分別較上年同季成長29.0%及20.1%，消費品進口則僅成長7.9%。就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「化學品」、「電機產品」及「精密儀器」增額較大，三者合計占出口總增額的50.5%；進口貨品中，則以「礦產品」、「化學品」及「機械」增額較大，三者合計占進口總增額的69.2%。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4,642.5百萬美元或21.9%，係出口增額最大的來源，其次為對東協六國的出口，較上年同季增加2,293.6百萬美元或30.1%。進口方面，相較上年同季，以自中東地區的4,494.2百萬美元或83.1%進口增額最大，其次為日本及美國分居第二、三位，各為2,091.8百萬美元或20.1%及1,455.5百萬美元或25.4%。就主要出口市場比重來看，以中國大陸所占比重最高，達40.3%，其次為東協六國的15.5%，歐洲及美國出口比重分居第三、四位，各為11.8%與11.4%。主要進口來源則以日本所占比重最高，達20.6%，其次為中東地區的16.3%，中國大陸的12.9%及美國的11.9%分

居第三、四位。

## 二、服務

本季服務收入8,870百萬美元，創歷年單季新高，較上年同季增加1,593百萬美元；服務支出計8,919百萬美元，較上年同季增加624百萬美元。收支相抵，本季服務淨支出由上年同季之1,018百萬美元減少為49百萬美元，創歷年單季最低。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(詳見表3)：

### (一) 運輸

就運輸而言，可區分為旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入計1,789百萬美元，較上年同季增加296百萬美元，主要係國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,866百萬美元，較上年同季增加588百萬美元，主要係支付外輪進口運費增加所致。收支相抵，本季運輸淨支出由上年同季之785百萬美元增加為1,077百萬美元。

### (二) 旅行

旅行依目的可區分為商務旅行與個人旅行。本季旅行收入計1,249百萬美元，較上年同季略減16百萬美元，主要係來台旅客平均每人每日消費金額及停留天數減少所致。旅行支出計2,111百萬美元，較上年同季增加66百萬美元，主要係國人出國平均每人每日消費支出增加所致。收支相抵，本季旅行淨支出由上年同季之780百萬美元增加為862百萬

表3 服務、所得及經常移轉

單位：百萬美元

	97年第1季			96年第1季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	8,870	8,919	-49	7,277	8,295	-1,018	1,593	624
一、運輸服務	1,789	2,866	-1,077	1,493	2,278	-785	296	588
二、旅行	1,249	2,111	-862	1,265	2,045	-780	-16	66
三、其他服務	5,832	3,942	1,890	4,519	3,972	547	1,313	-30
(一)通訊	80	100	-20	61	102	-41	19	-2
(二)營建	57	66	-9	35	58	-23	22	8
(三)保險	79	228	-149	96	228	-132	-17	0
(四)金融	321	131	190	388	320	68	-67	-189
(五)電腦與資訊	35	73	-38	29	78	-49	6	-5
(六)專利權、商標等使用費	42	815	-773	42	635	-593	0	180
(七)其他事務服務	5,112	2,214	2,898	3,734	2,291	1,443	1,378	-77
1.三角貿易及與貿易有關服務	4,239	704	3,535	2,979	638	2,341	1,260	66
2.營運租賃	141	265	-124	107	531	-424	34	-266
3.專業技術與雜項	732	1,245	-513	648	1,122	-474	84	123
(八)個人、文化與休閒服務	21	46	-25	17	48	-31	4	-2
(九)不包括在其他項目的政府服務	85	269	-184	117	212	-95	-32	57
所得	7,061	1,952	5,109	5,526	1,569	3,957	1,535	383
一、薪資所得	106	107	-1	103	95	8	3	12
二、投資所得	6,955	1,845	5,110	5,423	1,474	3,949	1,532	371
經常移轉	1,284	2,164	-880	1,092	1,975	-883	192	189

美元。

### (三) 其他服務

其他服務收支方面，包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術與雜項服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計5,832百萬美元，較上年同季增加1,313百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所致。其他服務支出計3,942百萬美元，較上年同季減少30百萬美元，主要係

金融服務支出減少所致。收支相抵，其他服務淨收入由上年同季之547百萬美元增加為1,890百萬美元。

### 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。為配合國際貨幣基金（IMF）第五版國際收支手冊的定義，將外籍工作者在台居留一年以下者視為非居民，其匯出薪資列為所得支出；一年以上者則視為居民，其匯出薪資列為經常

移轉支出。本季所得收入7,061百萬美元，創歷年單季新高，較上年同季增加1,535百萬美元，主要係因居民直接投資所得收入增加所致；所得支出計1,952百萬美元，較上年同季增加383百萬美元，主要係對非居民股權證券投資所得支出增加。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之3,957百萬美元增加為5,109百萬美元。

## 四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,284百萬美元，較上年同季增加192百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計2,164百萬美元，較上年同季增加189百萬美元，主要係贍家匯出款增加所致。本季經常移轉淨支出由上年同季之883百萬美元略減為880百萬美元。

## 參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生性金融商品與其他投資。本季金融帳淨流入385百萬美元(上年同季呈淨流出11,010百萬美元)，係94年第3季以來首次呈現淨流入。茲將本季金融帳變動說明如下(詳見表4)：

### 一、直接投資

本季直接投資淨流出2,320百萬美元，為歷年單季最高。其中，居民對外直接投資呈淨流出3,142百萬美元，為歷年單季次高，僅次於96年第4季。居民對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、金融及保險業以及基本金屬製造業；非居民來台直接投資淨流入822百萬美元，主要投資行業為電子零組件製造業、金融及保險業以及批發及零售業。

### 二、證券投資

本季證券投資由過去一年的淨流出轉呈淨流入2,912百萬美元。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雖仍呈淨流出6,401百萬美元，惟金額為94年第1季以來最低，較上年同季大幅減少4,540百萬美元。其中股權證券投資淨流出4,031百萬美元，主要係居民透過特定金錢信託投資國外基金；債權證券投資，由上季淨流入轉呈淨流出2,370百萬美元，主要係保險公司為提高資金收益，匯出資金投資國外債券。債權證券投資中，債券與票券淨流出2,037百萬美元，貨幣市場工具則淨流出333百萬美元。

#### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券為淨流入9,313

表4 金融帳

單位：百萬美元

	97年第1季			96年第1季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-3,142	822	-2,320	-1,990	1,933	-57	-1,152	-1,111
(一) 對外直接投資	-3,142	—	-3,142	-1,990	—	-1,990	-1,152	—
(二) 來台直接投資	—	822	822	—	1,933	1,933	—	-1,111
二、證券投資	-6,401	9,313	2,912	-10,941	-771	-11,712	4,540	10,084
(一) 股權證券	-4,031	2,529	-1,502	-7,644	-11	-7,655	3,613	2,540
(二) 債權證券	-2,370	6,784	4,414	-3,297	-760	-4,057	927	7,544
1. 債券與票券	-2,037	6,651	4,614	-3,184	-777	-3,961	1,147	7,428
2. 貨幣市場工具	-333	133	-200	-113	17	-96	-220	116
三、衍生性金融商品	2,201	-1,379	822	498	-897	-399	1,703	-482
四、其他投資	-3,849	2,820	-1,029	1,461	-303	1,158	-5,310	3,123
(一) 貿易信用	-188	-57	-245	-247	-75	-322	59	18
(二) 借款	-2,901	2,063	-838	-338	309	-29	-2,563	1,754
(三) 現金與存款	-34	2,603	2,569	-238	-871	-1,109	204	3,474
(四) 其他	-726	-1,789	-2,515	2,284	334	2,618	-3,010	-2,123
合 計	-11,191	11,576	385	-10,972	-38	-11,010	-219	11,614

註：無符號表示資本流入或資產減少或負債增加；負號表示資本流出或資產增加或負債減少。

百萬美元，較上年同季大幅增加10,084百萬美元，其中股權證券投資淨流入2,529百萬美元，主要係外人投資國內銀行股增加；債權證券投資淨流入6,784百萬美元，主要係外人大量投資我國公債。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別淨流入6,651百萬美元及133百萬美元。

### 三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入822百萬美元，受到國際金融市場震盪影響，本季對外衍生性金融商品交易之已實現利得及已實現損失均創歷年單季新高。資產方面淨流入

2,201百萬美元，主要係銀行及民間部門從事衍生性金融商品交易之已實現資本利得；負債方面呈淨流出1,379百萬美元，主要係銀行及民間部門從事衍生性金融商品交易之損失。

### 四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流出1,029百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

#### (一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流出3,849百萬美

元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用淨流出188百萬美元；貸款呈淨流出2,901百萬美元，主要係銀行部門增加對國外短期放款所致；現金與存款為淨流出34百萬美元，主要係銀行存放國外聯行存款增加，抵銷民間部門國外存款匯回；其他資產呈淨流出726百萬美元，主要係反映銀行部門其他短期資產增加。

## (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入2,820百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流出57百萬美元；借款呈淨流入2,063百萬美元，主要係民間部門短期借款增加；現金與存款呈淨流入2,603百萬美元，主要係銀行部門增加自國外聯行引進資金；其他負債呈淨流出1,789百萬美元，主要係銀行部門償還其他短期負債。

## 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11,322百萬美元。

## 貨幣與信用

本（97）年第1季貨幣總計數M2年增率平均為1.41%，較上（96）年第4季之2.45%下降1.04個百分點，主要因銀行放款與投資成長仍緩所致。M1B年增率，受活期性存款陸續轉向定期性存款影響，由本年1月起轉呈負成長，至5月為-1.14%。至於銀行放款與投資，本年1月，由於上年比較基期較低，月底主要金融機構放款與投資年增率升為2.81%；之後由於銀行對政府放款持續減少，以及對民間部門債權增額減緩，年增率持續下降，致本年第1季底主要金融機構放款與投資以成本計價之年增率，由上年第4季底之2.35%降至1.78%，4、5月由於銀行證券投資明顯增加，以及銀行公營事業及民間部門放款持續增加，年增率分別升為2.41%及3.02%。

表 1、重要金融指標年增率

單位：%

年月	貨幣總計數			準備貨幣	主要金融機構存款	主要金融機構放款與投資	主要金融機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
94	7.65	7.10	6.22	7.84	6.25	7.77	9.34
95	5.72	5.30	6.22	5.33	4.99	4.10	4.72
96	6.80	6.44	4.25	4.71	1.03	2.35	3.12
96/5	6.93	6.65	4.74	6.77	4.34	3.24	4.68
6	5.93	7.53	4.63	5.50	4.49	3.19	4.50
7	5.93	9.14	4.65	4.45	4.50	4.02	5.39
8	7.26	8.60	4.25	4.48	4.04	3.77	5.07
9	7.00	6.73	3.47	3.92	3.45	3.30	4.39
10	5.19	5.66	3.22	2.45	3.50	3.54	4.51
11	6.29	4.34	2.78	2.22	2.25	2.77	3.68
12	4.26	1.07	1.36	2.38	1.03	2.35	3.12
97/1	3.26	-0.30	1.06	1.90	1.62	2.81	3.95
2	-0.10	-1.84	1.43	0.45	2.03	1.88	3.10
3	0.50	-1.45	1.75	0.99	2.40	1.78	2.79
4	0.78	-1.66	2.12	1.05	2.47	2.41	3.23
5	2.46	-1.14	2.34	1.51	2.68	3.02	3.20

註：M1A、M1B、M2與準備貨幣年增率係日平均資料(準備貨幣為經調整存款準備率變動因素後之資料)；其餘各項年增率則係月底資料。放款與投資之「證券投資」係以原始成本衡量。

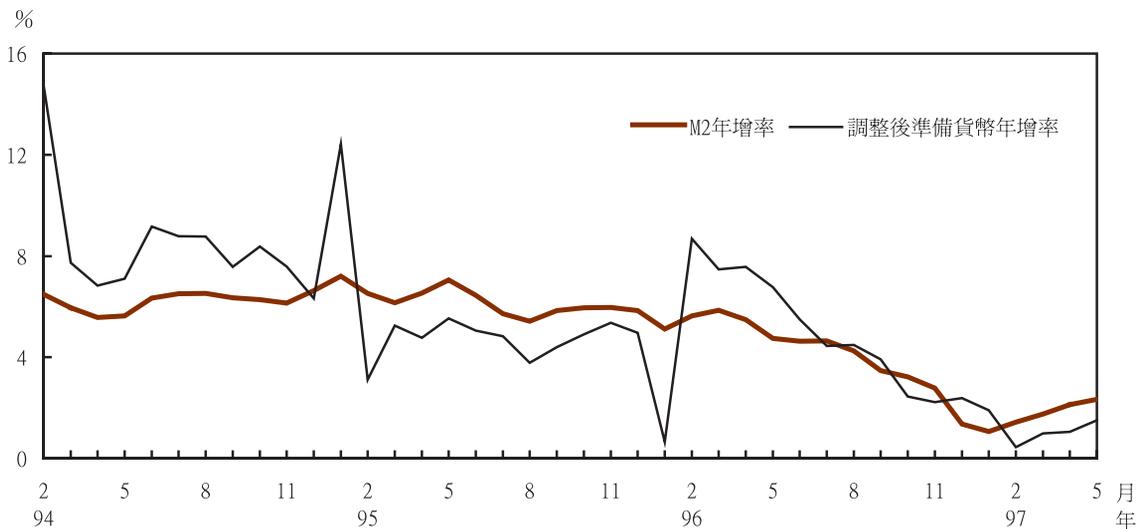
銀行業存、放款利率方面，受本行持續調高貼放利率影響，97年以來銀行存款牌告利率與基準放款利率均呈現上揚趨勢。以台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀等五大銀行之平均存、放款牌告利率為例，五大銀行一年期存款固定利率本年第1季與上年底同為2.62%，至4、5月則升為2.66%。五大銀行平均基準放款利率自上年底的4.313%上升至本年5月之4.392%。五大銀行新承做放款加權平均利率方面，本年以來大致在2.85%至2.91%區間波動。

## 壹、準備貨幣年增率呈下降趨勢

97年第1季日平均準備貨幣年增率呈下降趨勢，由96年12月之2.38%降至97年1月及2月之1.90%及0.45%之後，3月由於新台幣升值，外匯存款轉向新台幣存款，使得應提準備增加，準備貨幣年增率微幅上升至0.99%。總計97年第1季日平均準備貨幣平均年增率為1.09%，較上季之2.35%，減少1.26個百分點，主要係因97年第1季通貨發行成長減緩所致。至4月及5月，由於銀行授信增加，準備金需求增加，準備貨幣分別上升至1.05%及1.51%。就準備貨幣變動來源分

析，97年第1季，雖然有稅款陸續繳庫、財政部發行公債、及央行發行定存單等緊縮因素，惟外資大量流入，加上財政部償還銀行借款、公債還本付息及發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，使日平均準備貨幣較上季增加。至4月及5月，雖有財政部償還銀行借款及發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素，惟因財政部發行公債、國庫券及稅款陸續繳庫，加以外資轉呈淨匯出，以及本行為控制銀行超額準備，陸續發行定期存單等，日平均準備貨幣轉呈減少。

圖 1、準備貨幣及M2年增率



## 貳、貨幣總計數M2年增率上升

97年第1季貨幣總計數M2年增率平均為1.41%，較上年第四季之2.45%下降1.04個百分點，主要因銀行放款與投資成長仍緩所致。4月因銀行放款與投資增幅轉呈上

升，M2年增率增為2.12%。5月，由於銀行放款與投資持續成長，年增率升為2.34%。M1B年增率，受活期性存款陸續轉向定期性存款影響，自本年1月轉呈負成長，2月降

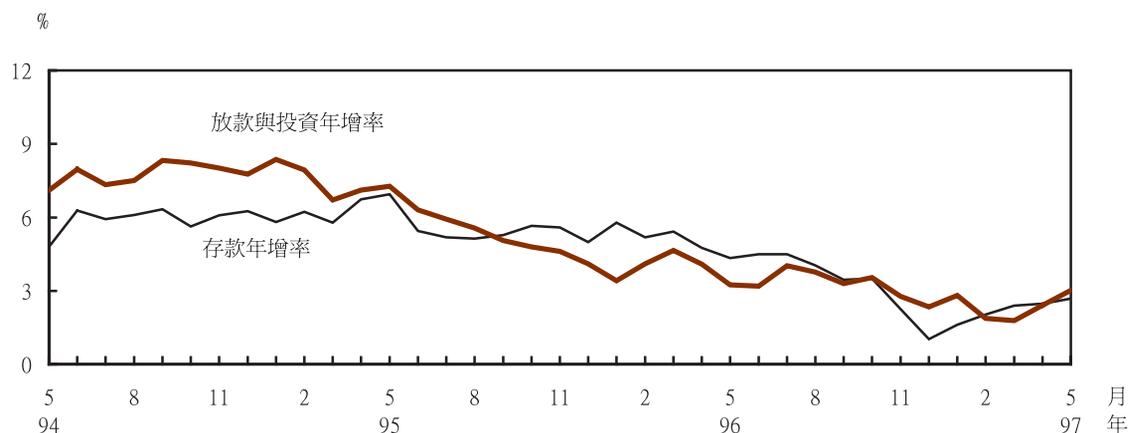
至-1.84%；及至5月因銀行放款與投資持續成長，M1B年增率回升為-1.14%。

### 參、存款年增率持續上升

97年第1季主要金融機構存款，受資金持續淨匯入影響，年增率逐月上升，由上季底之1.03%升至97年3月底之2.40%，至5月底持續升為2.68%。就各類存款觀察，活期性存款方面，本季由於銀行活期性存款陸續轉向定期性存款，3月底年增率由上季底之-0.09%降至本季底之-0.93%；4月，由於銀行活期儲蓄存款成長持續下降，年增率續降為-1.50%，5月底則略回升為-0.86%。定期性存款方面，本季由於銀行活期性存款陸續轉向定期性存款，97年3月底年增率由上季底之1.38%上升為本季底之3.58%；

4月，受定期及定期儲蓄存款及外匯存款餘額持續增加影響，年增率升為3.97%，5月底年增率則略降為3.88%。政府存款方面，97年3月底年增率由上季底之3.33%上升為7.07%，4月底轉呈下降，為6.33%，5月底回升為8.22%。比重方面，本季底活期性存款占存款總數之比重由上季底之28.45%下降為27.67%，定期性存款所占比重則由上季底之67.99%上升為68.01%，政府存款所占比重亦由上季底之3.56%下降為3.32%。5月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為27.30%、69.18%及3.52%。

圖 2、主要金融機構存款及放款與投資年增率



### 肆、銀行放款與投資年增率持續下降

97年第1季底主要金融機構放款與投資餘額以成本計價較96年第4季底增加823億元，其中放款增加1,081億元，投資則減少

258億元，年增率由上季底之2.35%先上升後逐月下降，至本季底為1.78%，較上季底為低。若包含人壽保險公司與信託投資公司

放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，本季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之3.31%下降為3.28%。

受96年初力霸事件使銀行授信轉趨保守，致比較基期較低影響，97年1月底主要金融機構放款與投資年增率上升為2.81%；2、3月，由於銀行對政府放款持續減少，以及對民間部門債權增額減緩，年增率持續下降，至3月底為1.78%；4月，由於銀行證券投資明顯增加，年增率上升為2.41%；5月，由於銀行對公營事業及民間部門放款持續增加，年增率再上升為3.02%。

就放款與投資之對象別觀察，97年第1季底主要金融機構對民間部門債權年增率為2.79%，較上季底下降；對政府債權年增率為-6.42%，較上季底下降且仍呈負數；對公營事業債權年增率為16.59%，則較上季底上升；97年5月底，主要金融機構對政府、公營事業及民間部門債權年增率均較本季底上升。比重方面，97年第1季底對民間部門債權比重由上季底之82.37%下降為81.76%，

至5月底再下降為81.57%，主要為對個人放款比重下降所致；對政府債權比重由上季底之14.16%上升為14.51%，至5月底下降為14.49%；對公營事業債權比重由上季底之3.47%上升為3.73%，至5月底再上升為3.94%，主要為對存款保險公司放款增加所致。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，97年第1季底放款總餘額較上季底增加477億元，其中，對製造業放款增加714億元為最多，其次為對營造業放款增加188億元，再次為對運輸及倉儲業放款增加112億元，但對服務業放款則減少399億元，對批發及零售業放款亦減少89億元；至5月底全體銀行對民營企業放款總餘額較第1季底再增加719億元。就各業別比重而言，97年第1季底以對製造業放款之46.56%為最高，其次為對服務業之23.55%，再次為對批發及零售業之13.35%，其中對製造業放款比重較上季底上升，對服務業與批發及零售業放款比重則較上季底下降，至於對營造業放款比重則由上季底之3.49%上升為3.74%。

## 伍、銀行業利率上升

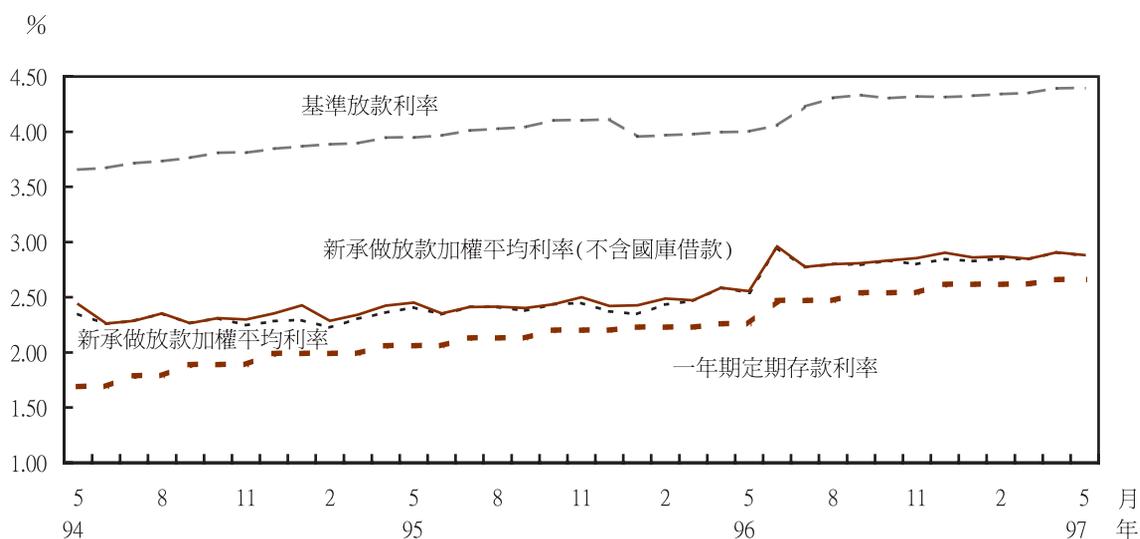
為穩定物價，並抑制通貨膨脹預期心理，本行持續調高貼放利率，而受此影響，97年以來主要銀行存款牌告利率與放款基準利率均呈現上揚趨勢。以台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀等五大銀行之平均存、放款

牌告利率為例，五大銀行一年期存款固定利率本年第1季底與上年底同為2.62%，4月則上升至2.66%，至5月底仍為2.66%。五大銀行基準放款利率方面，由上年底之4.313%上升至本年第1季底之4.35%，4月再攀升至

4.392%，5月底仍為4.392%。在新承做放款利率方面，因部分銀行低利承做週轉金貸款，五大銀行新承做放款加權平均利率自上年底之2.847%下降至本年3月之2.845%，4月因未承作低利國庫借款，平均利率上升至2.908%，5月下降至2.877%，較上年底上升

0.03個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自上年底之2.905%下降至本年3月的2.848%，4月上升至2.908%，5月再下降至2.883%，較上年底下降0.022個百分點。

圖 3、本國五大銀行平均利率\*



註：\*五大銀行指台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀等。



# 金融市場

## 壹、貨幣市場

本（97）年第1季由於國內資金外流趨緩，加上外資淨匯入增加，致市場資金趨於寬鬆，存款機構（含存款貨幣機構及台灣郵政公司儲匯處）日平均淨超額準備平均為197億元，較上季平均之102億元為高；本年4月回升至294億元，5月降為133億元。金融業隔夜拆款平均利率在本行持續升息下，自96年12月之2.05%緩步走升至本年5月之2.10%。

以下分別就本年1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

就各月資金情勢觀之，本年1月因應春節前資金需求，銀行超額準備需求增加，日平均淨超額準備由上年12月之126億元增加為229億元；2月雖然外資大量流入，國人資金亦陸續回流，使銀行準備部位上升，惟本行於農曆春節後陸續發行定存單回收資金，致使日平均淨超額準備略降為208億元；3月雖然外資持續大量流入，惟因銀行對公營事業及民間部門債權增加，應提準備隨之增

加，致使日平均淨超額準備降為152億元；4月受財政部償還銀行借款與發放各項補助款及統籌分配款，日平均淨超額準備增加為294億元；5月因外資轉呈淨匯出，加上財政部發行公債及稅款繳庫，以及本行為控制銀行超額準備，陸續發行定存單，致使日平均淨超額準備降為133億元。

### 二、利率走勢

本行於本年3月再度升息半碼，為93年第4季以來第十五度調升利率，共計升息2.125個百分點，調整後之重貼現率及擔保放款融通利率分別為3.50%及3.875%。

受本行持續升息影響，金融業隔夜拆款平均利率呈緩升走勢，由96年12月之2.054%緩步上升至本年3月之2.084%，4月在本行升息帶動下上升至2.105%，5月略微回跌至2.101%。票券市場利率則相對平穩，1-30天期商業本票次級市場利率自本年以來持平在2.00%；商業本票發行利率在本年第1季維持在2.33%-2.35%間，5月略微上升至2.36%。

圖 1-1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金

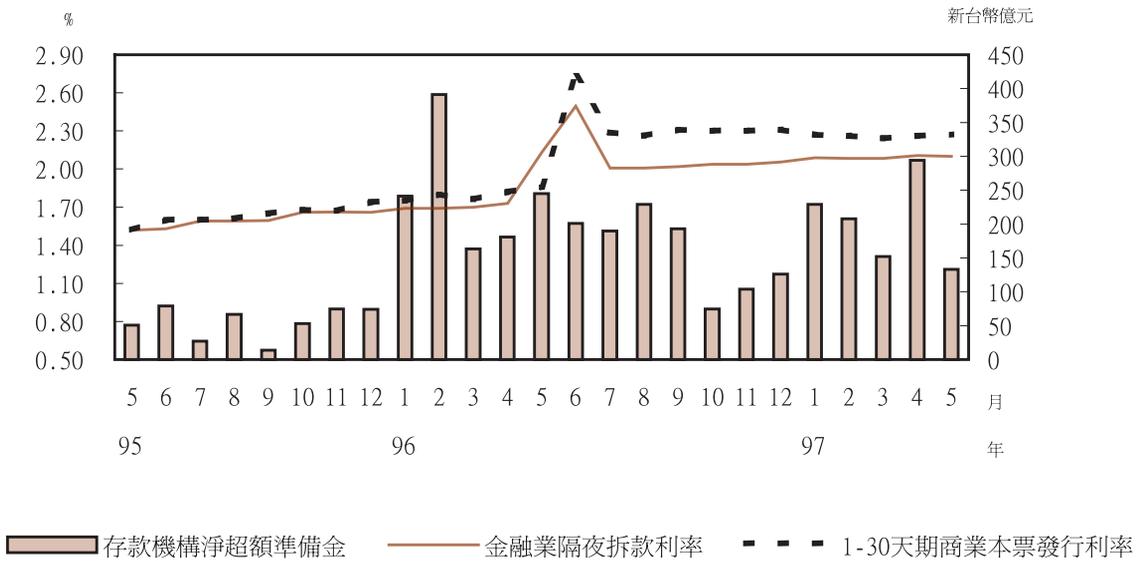


表 1-1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年 月	金 融 業 隔 夜 拆 款	商 業 本 票						中 央 銀 行 定 期 存 單		
		初 級 市 場			次 級 市 場			初 級 市 場		
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天
94	1.312	1.33	1.43	1.56	1.25	1.27	1.36	1.29	1.34	1.44
95	1.552	1.60	1.71	1.85	1.53	1.54	1.64	1.55	1.63	1.69
96	1.998	2.12	2.18	2.13	1.89	1.90	1.96	1.91	1.95	1.94
96/5	2.132	1.86	1.86	1.92	1.82	1.82	1.80	1.72	1.79	1.87
6	2.496	2.73	2.65	2.26	2.33	2.25	2.31	1.86	1.99	2.07
7	2.006	2.29	2.36	2.31	1.98	1.97	2.09	1.94	1.99	2.07
8	2.007	2.26	2.40	2.36	1.93	1.99	2.17	1.94	1.99	2.07
9	2.019	2.31	2.41	2.25	1.94	1.99	2.01	1.96	2.05	2.14
10	2.038	2.30	2.40	2.25	1.99	2.02	2.04	1.99	2.06	2.15
11	2.038	2.30	2.36	2.38	1.98	2.04	2.08	1.99	2.06	2.15
12	2.054	2.31	2.38	2.24	1.98	2.03	2.04	2.00	2.13	2.23
97/1	2.088	2.27	2.34	2.17	2.00	2.05	2.05	2.05	2.13	2.23
2	2.082	2.26	2.35	2.30	2.00	2.01	2.03	2.05	2.13	2.23
3	2.084	2.24	2.33	2.30	2.00	2.04	2.05	2.05	2.13	2.23
4	2.105	2.26	2.35	2.41	2.00	2.04	2.08	2.07	2.15	2.25
5	2.101	2.27	2.36	2.46	2.00	2.03	2.08	2.07	2.15	2.25

### 三、票券流通餘額

本年5月底票券流通餘額合計為11,114億元，較96年12月底增加1,861億元，其中，國庫券大幅增加1,550億元，主要因年

初以來外資大量流入，國庫券標售利率相較短期借款為低，財政部發券意願增加所致；此外，商業本票增加611億元，可轉讓定存單減少295億元，銀行承兌匯票則減少5億元。

表1-2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年月	合計			國庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
94	71,210	72,694	11,681	1,150	2,009	450	56,904	57,190	7,470	311	311	77	12,845	13,184	3,685
95	70,040	70,797	10,924	450	650	250	58,798	59,092	7,176	361	357	81	10,431	10,699	3,417
96	64,951	66,622	9,253	880	850	280	55,772	56,300	6,648	382	378	84	7,917	9,094	2,240
96/5	4,641	5,069	10,527	0	0	850	3,952	4,401	6,430	35	27	74	653	641	3,173
6	5,127	5,486	10,168	0	250	600	4,268	4,470	6,227	28	24	78	831	743	3,262
7	5,948	5,720	10,396	0	0	600	5,193	4,633	6,787	35	36	77	720	1,050	2,932
8	5,852	6,257	9,991	0	0	600	5,027	5,204	6,610	37	31	84	787	1,022	2,698
9	5,461	5,723	9,730	0	300	300	4,788	4,598	6,799	31	26	88	643	798	2,542
10	6,283	6,149	9,863	0	0	300	5,566	5,102	7,262	36	41	83	681	1,006	2,217
11	5,783	6,358	9,288	0	300	0	5,177	5,396	7,043	36	35	85	570	627	2,161
12	5,792	5,828	9,253	280	0	280	4,778	5,173	6,648	33	33	84	702	622	2,240
97/1	7,114	6,442	9,924	550	0	830	5,616	5,562	6,702	31	36	80	916	845	2,312
2	4,395	4,147	10,172	400	0	1,230	3,525	3,676	6,551	23	34	69	447	437	2,322
3	5,866	5,582	10,456	200	0	1,430	5,169	4,849	6,871	34	29	74	462	704	2,081
4	6,187	5,552	11,091	400	0	1,830	5,293	4,978	7,186	32	31	75	461	542	2,000
5	5,967	5,944	11,114	0	0	1,830	5,546	5,473	7,259	33	29	79	388	442	1,945

## 貳、債券市場

本年第1季債券發行市場，政府公債方面，為支應國庫資金調度需要及償還本季到期公債，共發行1,100億元中央政府公債，若累計至本年5月，中央政府公債發行總金額為1,750億元，僅較上年同期增加50億元或2.94%，主要為配合定期定額發行政策；公司債方面，由於一般發行公司財報多尚未出爐，加上受到美國次級房貸波及，全球經濟不景氣，籌資市場亦顯冷清；金融債券方面，因通膨風險逐步上升，銀行為避免發債成本不斷上揚，紛紛發行金融債券以彌補資金缺口、充實中長期營運資金、或提升資本適足率，在市場供給大於需求情況下，發行利率逐步上揚；資產證券化方面，以每季及每月循環發行的商業本票債權受益證券及債券債權受益證券為主，合計占發行總額的99.56%，其餘0.44%為不動產投資信託基金淨值增加部分。債券流通市場部分，本季以來，首受美國次級房貸風暴餘波影響，引發台股重挫，部分台股資金流入債市避險，次受新台幣大幅升值影響，國際熱錢湧入，使債市呈短多格局，但總統大選後，郵電價格漲勢確立，通膨風險上升，升息條件增溫，致公債殖利率轉為震盪緩升。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

(1)97年3月11日財政部委託本行標售97-3期甲類10年期中央政府建設公債新台幣400億元，最高得標利率為2.4320%，較上次同年期增額公債（96年12月18日發行）最高得標利率為2.5090%下降0.077個百分點，主要由於許多投資海外的資金回流，國內資金充斥，在壽險業（部份業者隱身委託證券業者下單投標）及大型機構搶標下，公債利率走跌，得標利率落在業界預期的2.45%至2.40%區間內。若就得標行業觀察，以證券業得標比重占57.09%最高，其次為銀行業占24.03%，票券業占16.38%，保險業2.50%。

(2)97年4月15日財政部委託本行標售97-1期甲類5年期增額公債350億元，最高得標利率為2.245%，較1月16日發行同年期公債最高得標利率2.490% 下跌0.245個百分點，主要由於外資持續匯入，市場資金充沛，交易商將短券部位拋給外商後，交易商及外商有補券需求。就得標行業觀察，以證券業得標比重占49.42%最高，其次為銀行業39.72% 及票券業占10.86%。

(3)97年5月6日財政部委託本行標售97-2期甲類20年期增額公債300億元，最高得標利率為2.7480%，較2月14日發行同年期公債最高得標利率2.6050% 高出0.143個百分點。主要由於壽險業近期大舉匯回海外投資

收益，銀行業則因新台幣資金寬鬆，均藉標購長債消化資金，壽險業仍以委託證券業代為投標為主，本身直接投標的得標比重僅占0.67%。若就得標行業觀察，以證券業得標比重占53.83%最高，其次為銀行業占41.50%，票券業占4.00%，保險業0.67%。

截至本季底，中央政府公債發行餘額為3兆4,499億元，至97年5月底金額增為3兆4,799億元，較96年12月底增加699億元。

### (二) 直轄市公債

高雄市政府委託高雄銀行於96年12月7日標售96年度第一期零息無實體公債120億元，97年1月7日發行，期限3年，到期一次還本。發債主要目的為籌措債務基金，以償還即將到期的舊債。本期公債中115億元由法人機構認購，5億元保留由小額投資人認購，決標利率為2.545%。若就得標行業別觀察，以證券業得標比重45.21%最高，其次是票券業的37.40%，銀行業為17.39%。

截至本季底，直轄市政府公債發行餘額為1,197億元，至97年5月底減為1,196億元，較96年12月底增加98億元。

### (三) 公司債

第1季通常為公司債發債的淡季，發行總額僅70億元，較上季減少553億元或88.76%，其中，無擔保公司債發行50億元，占71.43%，有擔保公司債發行20億元，占28.57%。發行利率方面，以5年期公司債為例，本季加權平均利率為2.766%，若與本

季銀行新承做資本支出放款加權平均利率3.0126%比較，本季企業發債籌資成本平均低於銀行融資利率0.2466個百分點。另就發行業別觀察，主要以金控、紡織、製藥及電子科技等業別為主。及至4月及5月，公司財報陸續出爐，加上進入傳統債券發行旺季，公司債發行金額分別增至165億元及209億元，發行行業以電力、運輸、金控、鋼鐵、電子、證券、紡織及建設等業別為主。

截至本季底，公司債發行餘額為1兆777億元，至97年5月底減為1兆752億元，較96年12月底減少243億元。

### (四) 金融債券

本季金融債券發行總額為403億元，較上一季鉅減616億元或60.45%，以發行次順位金融債券為主，共計244億元或占60.55%，主順位債為159億元或占39.45%。1月份共發行212億元，主要是中華開發銀行為彌補資金缺口發行金融主順位債券139億元，以及台北富邦銀行為充實中長期營運資金發行金融次順位債券44億元；2月，因適逢農曆春節，金融債券發行量縮減為30億元；3月，發行量增至161億元，主要是永豐、台灣中小、台北富邦等銀行為提升季底須揭露之資本適足率而發行次順位債券各64億元、46億元及26億元，中國輸出入銀行則為支應放款業務資金需求，發行10億元主順位債券。

就發行期限觀察，主要為7年期及8年

期次順位金融債券，發行金額分別為129億元及100億元，各占總發行額之31.9%及24.8%，加權平均利率分別為3.0243%及3.01%，較3月份7年期公債買賣斷殖利率高約66個基本點。截至本季底，金融債券發行餘額為9,333億元，至97年5月底增為9,695億元，較96年12月底增加521億元，或5.68%。

### (五) 資產證券化受益證券

本季國內資產證券化總發行額為1,352億元，較上季減少12億元或0.88%，其中金融資產證券化證券共發行1,346億元，不動產證券化證券則占6億元。在金融資產證券化方面，主要以奇美電子、台新銀行、大眾銀行、法商東方匯理銀行、斐商標準銀行台北分行、台灣人壽、第一銀行等機構發行結構式債券證券化商品為主，採每季或每月循環發行。不動產證券化方面，主要是國內8檔不動產投資信託基金資產淨值的增加。邁入第二季，資產證券化市場尚屬熱絡，4月及5月分別發行308億元及554億元。截至本季底，資產證券化受益證券發行餘額為4,150億元，至97年5月底降為4,037億元，較96年12月底減少225億元。

## 二、流通市場

### (一) 店頭市場

本(97)年1月，美國次貸風暴餘波盪漾，花旗銀行等機構損失超乎預期，使得美股大跌，全球股市受累，美國Fed兩次降息高達

5碼，國際美元持續走弱，影響所及，台股大跌，外資從股市撤資後，資金並未匯出而轉入債市，在實質買盤加持下，10年期公債殖利率跌至2.5023%。2月，受新台幣大幅升值影響，國際熱錢湧入，除了部分投資台股外，資金多轉入債市，許多久未交易，且存續期還不到一年的債券成為外資投資的首要標的，多檔冷門券的成交殖利率因而跌破2%，10年期公債殖利率延續多頭走勢下滑至2.3762%。3月中旬，美國Fed再度降息3碼，美債呈現多頭行情，而國內於總統大選前後，外資大舉匯入，新台幣持續走強，短券延續多頭行情；下旬，在主管機關道德勸說勿炒匯後，短券買氣稍有減緩，但在國內民生物價蠢動，通膨風險上升，實質利率仍低，有繼續升息條件下，10年期公債殖利率上升至2.4416%。

4月，總統大選後，公用事業為反應生產成本，於520後調漲油電價格已成定局，通膨壓力上升，業界亦預期美國降息已近尾聲，部份外資也有撤離現象，使得拋券壓力沉重，但市場資金浮濫，外資的短券賣盤被銀行業吸收後，台債於區間盤整，10年期公債殖利率微升至2.4754%。5月上旬及中旬，因外資棄券並匯出資金，新台幣匯率趨貶，以及物價日益升溫，致殖利率震盪盤高，但10年券因籌碼集中台灣郵政公司儲匯處等大型機構，借券費率調高，降低了券商放空意願，致殖利率維持低檔；及至下旬，借券費

率轉趨正常，成交量擴增，殖利率亦大幅彈升。

就整體債市交易規模觀察，本季債券成交總額為41兆4,795億元，較上季增加2兆8,689億元或7.43%，其中買賣斷交易增加6兆1,021億元或38.65%(占成交總額比重，由40.89%升為52.77%)，附條件交易則減少3兆2,332億元或14.17%(占成交總額比重，由59.11%降為47.23%)。本季附條件交易減少，主要是受投資債券附買回交易的利息所得必須課徵10%分離課稅的影響。若就各類債券交易來看，政府公債仍為主要交易標的，占99.26%，本季交易金額達41兆1,737億元，較上季增加7.52%，其次是公司債，交易金額為1,811億元，較上季減少27.50%，

第三為金融債券，交易金額為683億元，較上季增加157.44%，第四為資產證券化受益證券，成交金額為422億元，較上季增加105.85%，至於外國債券，交易金額為142億元，則較上季減少26.04%。及至第二季，由於總統大選過後，兩岸關係趨於樂觀，台股表現亮眼，惟通膨壓力上升，以及國內債市籌碼集中等結構性問題，令交易商進退失據，致4月成交金額萎縮為14兆8,303億元，較前月減少9.11%，5月受債市交易籌碼不足、借券利率高漲與部分券商自行暫停交易影響，成交金額再減為11兆884億元。

## (二) 集中市場

本季集中市場上公債及可轉換公司債交易金額掛零。

圖2-1 各期別公債殖利率走勢圖

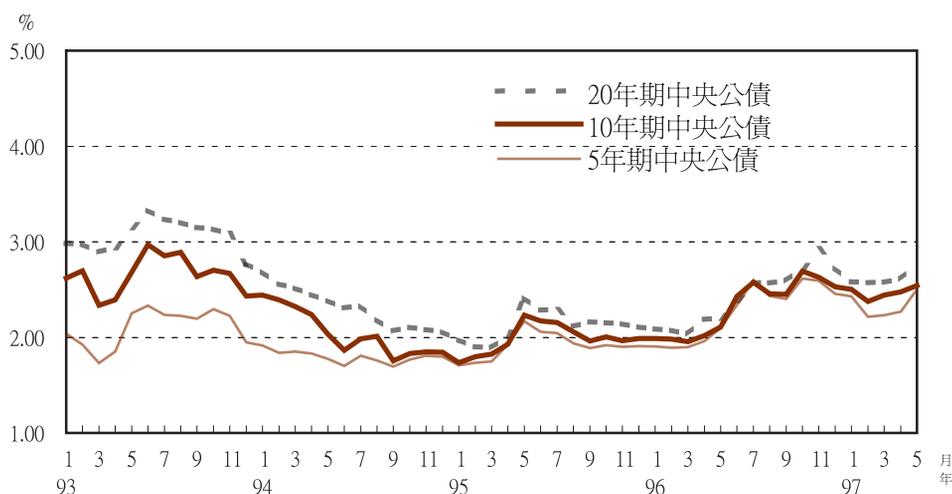


表2-1 國內債券發行概況統計表

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		外國債券及 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
94	9,868	54,636	4,450	30,131	240	1,292	2,039	11,919	1,312	8,112	1,827	2,142	0	1,040
95	12,201	58,876	4,400	32,393	280	1,454	2,301	11,514	1,725	9,259	3,378	3,424	117	832
96	13,769	60,428	3,932	34,100	90	1,098	1,562	10,995	1,925	9,174	6,175	4,262	85	799
96/ 5	1,285	59,349	300	32,787	90	1,435	92	11,135	15	9,042	788	4,099	0	851
6	1,391	60,187	400	33,183	0	1,434	138	11,131	157	9,275	696	4,317	0	847
7	869	59,771	200	33,082	0	1,334	242	11,092	0	9,015	427	4,406	0	842
8	868	59,694	99	33,181	0	1,259	51	11,021	50	8,971	668	4,430	0	832
9	1,305	59,917	400	33,280	0	1,181	108	11,022	331	9,197	466	4,409	0	828
10	957	59,748	583	33,551	0	1,180	52	10,966	0	8,846	322	4,392	0	813
11	1,225	60,151	300	33,851	0	1,179	217	11,078	121	8,888	587	4,352	0	803
12	1,957	60,428	250	34,100	0	1,098	354	10,995	898	9,174	455	4,262	0	799
97/ 1	1,083	60,096	400	33,800	120	1,217	17	10,850	212	9,296	334	4,242	0	691
2	956	60,261	300	34,100	0	1,217	37	10,846	30	9,211	589	4,196	0	691
3	1,006	60,618	400	34,499	0	1,197	16	10,777	161	9,333	429	4,150	0	662
4	1,113	61,063	350	34,849	0	1,196	165	10,781	290	9,460	308	4,125	0	652
5	1,346	61,131	300	34,799	0	1,196	209	10,752	283	9,695	554	4,037	0	652

資料來源：(1) 中央銀行「中華民國台灣地區金融統計月報」。  
(2) 行政院金監會證券暨期貨局「證券暨期貨市場重要指標」。  
(3) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」。

表2-2 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	總成交金額	買賣斷		附條件交易	
		金額	比重(%)	金額	比重(%)
94	3,194,767	2,221,746	71.4	973,021	28.6
95	2,756,685	1,699,919	66.2	1,056,766	33.8
96	1,936,808	937,876	48.4	998,932	51.6
96/ 5	204,293	106,632	52.2	97,661	47.8
6	149,322	56,652	37.9	92,670	62.1
7	156,739	63,134	40.3	93,605	59.7
8	152,628	64,735	42.4	87,893	57.6
9	119,005	49,360	41.5	69,645	58.5
10	135,518	59,142	43.6	76,376	56.4
11	123,582	48,693	39.4	74,889	60.6
12	127,006	50,032	39.4	76,974	60.6
97/ 1	152,259	77,137	50.7	75,122	49.3
2	99,370	48,570	48.9	50,800	51.1
3	163,166	93,181	57.1	69,985	42.9
4	148,303	79,535	53.6	68,768	46.4
5	110,884	46,898	42.3	63,986	57.7

資料來源：台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心

表2-3 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券及 國際債券
			普通	可轉換			
94	3,194,767	3,140,994	31,987	3,651	14,133	802	3,200
95	2,756,685	2,734,961	9,609	4,503	5,188	1,339	1,085
96	1,936,808	1,922,416	4,121	6,080	1,709	1,622	860
96/ 5	204,293	203,094	426	414	181	117	61
6	149,322	147,899	354	567	142	271	89
7	156,739	155,150	476	764	114	146	89
8	152,628	151,436	270	546	152	136	88
9	119,005	118,046	211	423	60	209	56
10	135,518	134,381	302	677	57	9	92
11	123,582	122,648	255	565	80	2	32
12	127,006	125,917	264	435	128	194	68
97/ 1	152,259	151,156	96	537	409	61	0
2	99,370	98,696	117	306	46	138	67
3	163,166	161,885	164	591	228	223	75
4	148,303	147,026	363	711	119	0	84
5	110,884	109,625	318	676	190	0	75

資料來源：台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心。

## 參、股票市場

97年1月至97年5月期間，台股先受到國際股市重挫及外資賣超之衝擊，指數於97年1月23日跌至7,408點的低點；之後隨著總統大選選情加溫，朝野兩黨後選人頻頻釋出政策利多；總統大選國民黨大勝，兩岸經貿開放題材火熱，且市場看好520總統就職的慶祝行情，國內投資人紛紛大幅加碼，促使資金行情發威，台股持續向上攀升，指數於5月19日漲至9,295點之高點；此後，由於總統就職的慶祝行情結束，獲利了結賣壓出籠，致使台股回檔下修，5月30日指數跌為8,619.1點，較96年12月底的8,506.3點小漲1.33%。

### 一、大盤股價指數變動

97年1月份股市大幅下滑，指數於1月23日跌至7,408點的新低點，1月底加權指數較上月底下跌11.58%。1月份主要利空因素包括：1.美國經濟數據表現不佳，美國經濟步入衰退的機率大增；2.花旗集團及美林證券2007年第4季財報出現巨額虧損，衝擊全球股市；3.國際股市持續崩跌，促使外資大幅拋售台股；4.融資斷頭賣壓再度出籠。

97年2月份股市勁揚，2月底加權指數較上月底上漲11.86%。2月份主要利多因素包括：1.行政院宣布多項開放措施，包括放寬陸資來台投資商用不動產及放寬金融業西進

政策；2.市場預期未來兩岸經貿政策將更加開放；3.海外資金持續匯入，新台幣大幅升值，促使資金行情升溫；4.國際股市回穩，激勵外資恢復買超。

97年3月份受到總統大選因素影響，股市呈現較大幅的震盪局面，3月底加權指數較上月底上漲1.90%。3月上半月股市走軟，此期間主要利空因素包括：1.外資券商釋出選前宜逢高調節之言論，致使外資大幅賣超台股；2.總統大選前觀望氣氛濃厚，短線投機客進行獲利了結；3.國際油價飆高，且美國大型投資銀行Bear Stern爆發財務危機，致使國際股市出現重挫。3月18日至24日期間股市勁揚，此期間主要利多因素包括：1.美國Fed於3月18日大幅降息3碼，激勵國際股市走強；2.總統大選結果符合預期，市場上演慶祝行情。3月25日至31日期間股市回檔，此期間主要利空因素包括：1.選前進場的壓寶資金獲利出場；2.短線外資獲利了結，且摩根士丹利證券宣布調降亞洲科技股獲利預估，致使外資大幅賣超台股；3.美國股市再度回檔整理。

97年4月份股市走高，指數於4月17日升抵9,096點的高點，之後維持狹幅整理，4月底加權指數較上月底上漲4.05%。4月份主要利多因素包括：1.投信及自營商看好520總統就職的慶祝行情，因而大幅加碼台股，4月份

買超合計達338億元；2.4月11日博鰲論壇胡蕭會談之後，兩岸關係融冰，兩岸政策開放題材火熱；3.國際投資大師羅傑斯來台演講，看好台股後市；4.多家美國科技大廠獲利優於預期，且美國重量級金融機構提列之次級房貸虧損金額低於預期，激勵美股勁揚。

97年5月份股市先堅後軟，5月19日以前在兩岸開放題材持續火熱及看好520總統就職的慶祝行情下股市持續向上攻堅，指數於5月19日漲至本年來最高點9,295點；5月19日以後在總統就職的慶祝行情結束，利多出盡下，股市回檔下修；5月底加權指數較上月底下跌3.37%。5月19日以前股市走高，主要利多因素包括：1.520總統就職的慶祝行情啟動，國內法人大舉進場加碼；2.短線外資

在520前一週大幅買超台股；3.市場樂觀期待520總統就職的慶祝行情，資金大量湧進台股，促使資金行情發威。5月19日以後股市走低，主要利空因素包括：1.520總統就職的慶祝行情結束，利多出盡，獲利了結賣壓出籠；2.國內油價大幅調高，通膨壓力升溫；3.國內投信及自營商進行獲利了結，加重市場賣壓。

## 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，97年1月份各類股漲跌互見，在兩岸經貿政策將走向更開放的利多加持下，市場資金轉至資產、建材營造、觀光及金融等類股，使得這些類股均呈現上漲，其中觀光股上漲17.33%，建

圖3-1 集中市場價量變動趨勢

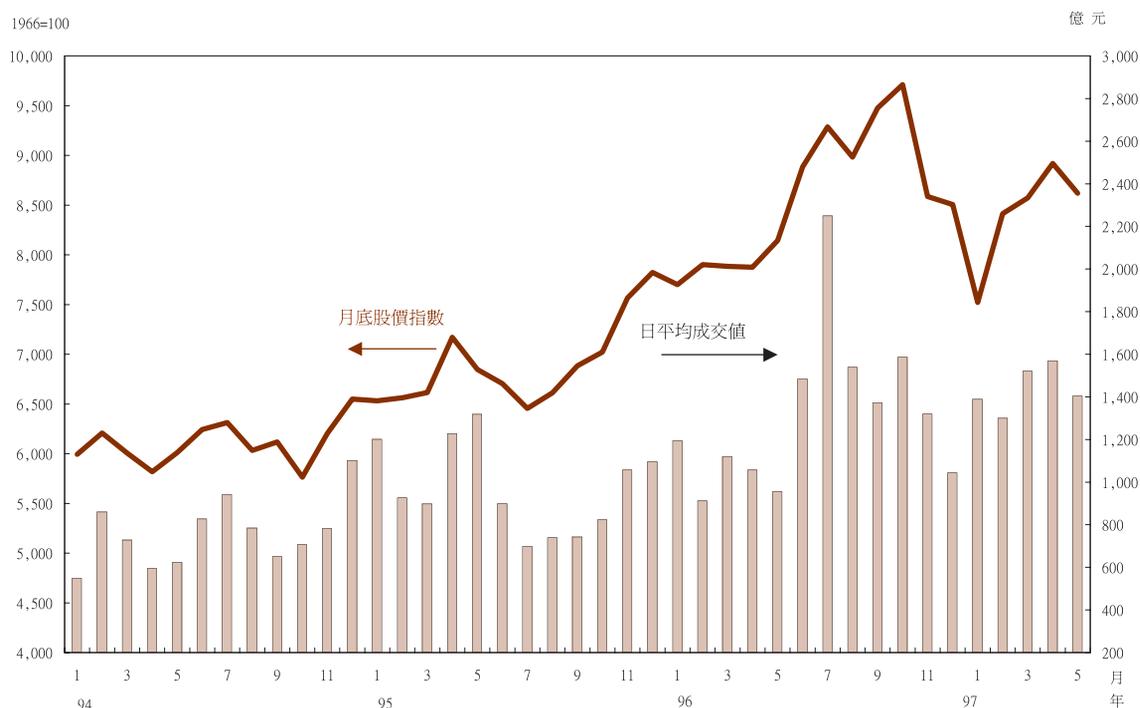


表3-1 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	食品	紡織纖維	造紙	建材營造	水泥	塑膠	電機機械
96年12月底	8,506.3	352.1	937.9	630.7	385.4	161.2	253.1	141.7	246.3	88.2
97年1月底	7,521.1	292.7	997.9	575.4	406.2	157.7	279.6	134.1	193.1	80.2
97年2月底	8,412.8	322.4	1,082.5	690.9	469.8	189.5	344.0	165.6	224.9	89.8
97年3月底	8,572.6	319.3	1,131.2	687.8	475.3	194.9	398.0	177.3	234.3	92.6
97年4月底	8,919.9	337.9	1,222.7	688.4	473.9	198.8	389.4	164.6	223.4	92.5
97年5月底	8,619.1	326.5	1,148.6	682.8	442.3	196.5	368.6	166.7	220.4	89.8
97年1月底 與上月底比%	-11.58	-16.87	+6.40	-8.76	+5.42	-2.15	+10.49	-5.36	-21.60	-9.13
97年2月底 與上月底比%	+11.86	+10.15	+8.48	+20.06	+15.66	+20.13	+23.03	+23.46	+16.45	+12.01
97年3月底 與上月底比%	+1.90	-0.97	+4.49	-0.44	+1.17	+2.87	+15.69	+7.04	+4.18	+3.13
97年4月底 與上月底比%	+4.05	+5.83	+8.09	+0.09	-0.30	+2.00	-2.16	-7.13	-4.63	-0.13
97年5月底 與上月底比%	-3.37	-3.37	-6.07	-0.81	-6.67	-1.14	-5.35	+1.29	-1.37	-2.85

類股名稱 日期	電器電纜	化學生技 醫療	玻璃陶瓷	鋼鐵	橡膠	汽車	航運	觀光	貿易百貨	其他
96年12月底	52.6	101.3	66.2	135.9	156.4	110.4	119.2	97.3	123.6	127.4
97年1月底	51.5	94.2	59.1	137.6	142.7	115.6	107.2	114.2	128.3	117.2
97年2月底	60.3	110.4	70.6	149.3	178.0	125.4	121.1	137.3	158.1	130.9
97年3月底	61.9	115.9	70.3	155.5	192.1	134.3	132.0	149.6	152.1	141.9
97年4月底	62.2	124.6	69.0	165.1	184.3	130.3	133.9	155.6	155.2	144.0
97年5月底	57.0	123.2	71.7	169.6	171.6	119.4	129.6	168.5	151.5	141.0
97年1月底 與上月底比%	-2.11	-7.03	-10.60	+1.27	-8.78	+4.74	-10.02	+17.33	+3.84	-8.03
97年2月底 與上月底比%	+17.02	+17.28	+19.43	+8.49	+24.75	+8.43	+12.98	+20.24	+23.19	+11.71
97年3月底 與上月底比%	+2.67	+4.95	-0.48	+4.14	+7.92	+7.11	+8.95	+8.93	-3.77	+8.44
97年4月底 與上月底比%	+0.48	+7.52	-1.91	+6.18	-4.03	-3.00	+1.47	+4.06	+2.05	+1.47
97年5月底 與上月底比%	-8.41	-1.19	+3.93	+2.73	-6.91	-8.35	-3.23	+8.28	-2.43	-2.10

表3-2 集中市場機構投資人買賣超

單位：億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
95年 全年	5,581	-543	69	5,107
96年 全年	741	1,554	158	2,453
96年 5月	437	37	103	577
96年 6月	1,852	138	-11	1,979
96年 7月	-93	585	38	530
96年 8月	-1,714	399	-6	-1,321
96年 9月	636	323	121	1,080
96年 10月	527	144	51	722
96年 11月	-1,494	-55	-122	-1,671
96年 12月	249	36	21	306
97年 1月	-344	-45	23	-366
97年 2月	983	86	121	1,190
97年 3月	-183	49	42	-92
97年 4月	-293	154	184	45
97年 5月	138	50	-62	126

材營造股上揚10.49%，金融股上漲6.40%，紡織股亦因具有資產題材而上揚5.42%。至於其餘類股，則因美國景氣走緩，相關產業的營運前景看淡，以及外資賣超而呈現下跌，其中塑膠股下跌21.6%，電子股下跌16.87%，航運股下跌10.02%。

97年2月份在政府加速開放兩岸政策，以及海外資金持續匯入，帶動資金行情升溫的激勵下，所有類股均呈現上漲，其中與兩岸開放題材及資產題材有關的類股漲幅較大，例如食品股上漲20.06%，紡織股上揚15.66%，建材營造股上漲23.03%，水泥股上漲23.46%，觀光股上揚20.24%。至於電子股則上揚10.15%，金融股上漲8.48%。

97年3月份由於總統大選結果符合市場預期，投資人看好兩岸關係將大幅改善，兩岸開放題材持續發威，資金湧進傳產類股及金融股，致使這些類股仍沿續2月份漲勢，而電子股因新台幣大幅升值而產生匯兌損失問題，使其小跌0.97%。如同2月份的情況，與兩岸開放題材及資產題材有關的類股漲幅仍然較大，例如建材營造股上漲15.69%，水泥股上漲7.04%，航運股上漲8.95%，觀光股上揚8.93%，金融股上漲4.49%。

97年4月份電子股上漲5.83%，主要係因美國科技股那斯達克指數勁揚，促使部份市場資金轉至電子股；金融股大漲8.09%，主要係因政府將開放金融業登陸投資，未來金融業務發展空間增大；鋼鐵股上漲6.18%，

主要係因鋼鐵業第一季財報獲利表現亮麗；觀光股繼續受惠於開放陸客來台觀光而上揚4.06%。建材營造股及水泥股因短線漲多而遭受獲利了結賣壓，因而分別下跌2.16%及7.13%；塑膠股下跌4.63%，主要係受到外資券商調降台塑四寶投資評等影響。

97年5月份由於520慶祝行情結束，利多出盡，以及國際油價飆高，全球股市重挫，致使大多數類均呈現下跌局面，僅少數類股呈現上漲，包括和中國四川大地震災後重建有關的類股、觀光股及貿易百貨股等。例如水泥股上漲1.29%，玻璃陶瓷股上漲3.93%，鋼鐵股上漲2.73%，觀光股上漲8.28%。其餘各類股均走低，其中電子股下跌3.37%，金融股下跌6.07%，建材營造股下跌5.35%，紡織股下挫6.67%。

### 三、三大法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，97年1月由於美國次級房貸風暴持續發威，導致全球股市重挫，外資機構面臨投資人贖回基金的壓力，致使外資出現賣超。97年2月由於台股跌深後投資價值浮現，且國際股市回穩，以致外資強力加碼，出現大幅買超。97年3月及4月外資均出現小幅賣超，主要係因此期間台股表現相對優於國際股市，促使外資逢高減碼以實現獲利。97年5月由於看好520總統就職行情，以及兩岸關係將明顯好轉，激勵外資進場加碼，因而出現買超。

97年1月受到外資大幅賣超台股的衝擊，投信法人也出現賣超。97年2月至5月投信法人連續出現買超，此主要係因投信法人在選前即已預期總統大選後兩岸關係將大幅改善，兩岸經貿政策將更為開放，加以總統大選國民黨大勝，台股中長線看好，因而促使投信法人持續加碼。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超，97年2月至4月因股市行情走高，而使自營商出現買超；但在97年5月因股市表現疲軟，而使其出現賣超。自營商在97年1月即使股市表現不佳但仍出現買超，此主要係因台股已超跌，投資價值浮現，使其逢低加碼。

#### 四、股市重要措施

在股市重要措施方面，本期間主要措施有：

1. 97年1月28日臺灣期貨交易所推出「新臺幣計價黃金期貨契約」，期貨市場商品再增一名生力軍。

2. 97年2月5日金管會已同意臺灣證券交易所建議，調整鉅額交易制度，包括增加開盤前配對交易時間為上午8:00至8:30、調整鉅額交易申報買賣價格升降單位為0.01元及證券商受託以成交日交割鉅額賣出之額度控管方式等三項措施。

3. 97年2月14日，金管會考量投信基金

之操作彈性，將證券相關商品風險暴露部位之計算上限，由15%放寬為40%；放寬投信基金得委託國外期貨商從事國外期貨交易；放寬投信基金得從事以我國證券、證券組合或股價指數為標的之國外期貨或選擇權交易，惟應委託經本會許可之期貨商為之，並訂定相關比例及額度限制。

4. 97年3月18日，金管會為配合推動海外企業來臺掛牌，開放證券商得參與該海外企業來臺掛牌有價證券相關買賣事宜，規範證券商自行買賣持有任一外國公司股份之總額，不得超過該公司已發行股份總額之5%；其持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，不得超過其資本淨值之10%。

5. 97年3月20日為健全證券商業務發展，新修正之信託業法開放具備一定資格之證券商得兼營信託業務之特定項目，金管會初步研議現階段開放方向如下：證券商現行所從事之下列業務，在符合一定條件下得申請兼營金錢信託及有價證券信託業務以信託方式辦理：

- (1)全權委託投資業務。
- (2)財富管理業務。
- (3)現金管理帳戶業務。

6. 97年4月10日金管會規定，期貨經理事業繳存設置保證金或營業保證金之「金融機構」及全權委託資產之「保管機構」之長期債務信用評等須達「BBB-級」或相當等級以上、短期債務信用評等須達「A-3級」

或相當等級以上，並訂定該事業以國內政府債券以外之有價證券繳存設置保證金或營業保證金者，該有價證券之種類，以上市或上

櫃之「金融債券」及「公司債」為限，且該債券本身之長期債務信用評等須達「A級」或相當等級以上。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

97年第1季（1至3月）新台幣對美元匯率最低為1月10日之32.487元，最高為3月26日之30.010元，波幅為2.477元。季底新台幣對美元匯率為30.405元，較上季底升值6.7%，對歐元及日圓匯價分別較上季底貶值1.4%及4.9%，對人民幣及韓元則較上季底升值2.4%及12.9%。

與第1季底比較，第2季底新台幣對人民幣貶值，惟對美元、歐元、日圓及韓元升值（見圖4.1），致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）升值1.3%。以下分別分析第2季新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元之匯率變動。

新台幣對美元匯率：最低為5月14日之31.002元，最高為6月2日之30.219元，波幅為0.783元，較上季大幅縮減。4月份國際美元走疲，月底Fed宣布降息一碼，市場預期降息近尾聲，之後，美國經濟數據優於預期，惟國際油價高漲，且Fed調降美國經濟成長預估值，國際美元陷入盤整，6月份美股走跌，加上市場對未來升息預期減弱，國際美元走低；國內則因新台幣利率轉為高於

美元利率，加上兩岸政策開放，市場預期新台幣對美元匯率走升，惟5月下旬後台股表現不如預期，新台幣對美元匯率呈微幅升值走勢。本季底新台幣對美元匯率為30.354元，較上季底微升0.2%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元平均匯價亦較上年同季升值8.8%。

新台幣對歐元匯率：4月份歐元對美元匯率持續走升，主要係歐元區經濟表現相對較為穩定，降息機率相對較低所致。後因美國經濟指標優於預期，歐元一度走貶，惟市場預期歐洲央行將升息以抑制通膨，5月中旬後歐元反轉呈升值走勢。本季底新台幣對歐元較上季底升值0.5%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元平均匯價較上年同季則貶值6.1%。

新台幣對日圓匯率：雖然日本第一季經濟成長率高於預期，惟多數領先指標呈下滑趨勢，加以能源及原物料價格高漲，削減企業利潤和消費者購買力，市場預期日本經濟成長可能放緩，日圓對美元呈貶值趨勢。本季底新台幣對日圓較上季底升值6.1%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓平均匯價較上年同季則貶值5.8%。

新台幣對人民幣匯率：中國為抑制信用擴張過速，穩定通貨膨脹，本季共調升存款準備率2個百分點，惟因國際美元走弱，人民幣對美元續呈升值走勢。本季度新台幣對人民幣匯價較上季底貶值2.1%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣平均匯價較上年

同季亦貶值1.4%。

新台幣對韓元匯率：因國際石油價格持續上漲及韓國國際收支逆差，韓元對美元走跌。本季度新台幣對韓元較上季底升值5.8%。就平均匯率而言，本季新台幣對韓元平均匯價較上年同季亦升值19.3%。

圖4.1 97年第2季(4至6月)新台幣對主要貿易對手國之升貶幅度  
(與96/6/29比較)



## 二、外匯市場交易

97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12,566.15億美元，較上年同期成長19.5%，日平均交易淨額為216.33億美元。同期間OBU外匯交易淨額為613.42億美元，占外匯市場總交易量4.9%，該比重較上年同期上升0.7個百分點。

各交易類別中，以即期外匯交易最多，

交易量達6,376.65億美元，換匯交易居次，交易量為3,878.42億美元，兩者較上年同期分別成長14.4%及39.6%，惟較上期(96年11月至97年1月)分別下跌3.9%及0.5%；兩者交易比重合計占外匯市場總交易量超過八成，分別為50.8%及30.9%。遠匯與匯率選擇權交易分居第三及第四，此兩類交易比重分別為9.9%及6.9%，與上年同期比較，分別下降2.1及0.2個百分點；若與上期比較，則分別微升0.4及0.5個百分點（見表4.1及圖4.2）。

表4.1 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)<sup>1</sup>

單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
		國內銀行 間新台幣 對外幣	國內銀行 間新台幣 對外幣	國內銀行 間新台幣 對外幣	國內銀行 間新台幣 對外幣				OBU 交易淨額		
94	1,550,731	823,483	266,030	274,370	112,679	24,378	39,788	295,918	3,008,667	172,441	12,074
95	1,910,270	1,107,646	241,528	411,182	137,871	37,809	47,353	396,578	3,910,838	192,354	15,631
96	2,418,963	1,362,112	288,406	477,189	142,672	42,482	29,683	303,857	4,634,286	190,812	18,623
96 / 2	142,514	73,145	10,195	40,419	13,677	3,069	1,618	17,458	278,223	10,802	19,873
3	232,990	117,324	20,233	50,681	16,205	3,660	2,561	32,325	439,539	18,030	19,110
4	181,707	87,278	18,042	35,076	12,651	2,611	1,674	24,528	332,873	15,294	16,644
5	207,867	111,086	22,143	43,091	14,755	2,551	2,819	19,962	387,376	14,399	17,608
6	188,881	110,300	26,582	35,484	10,854	3,127	1,838	19,296	358,925	14,224	17,946
7	194,190	134,064	29,205	34,021	11,231	3,712	1,960	25,493	393,440	17,061	17,884
8	234,717	127,442	33,510	37,028	11,799	5,359	3,599	29,906	438,051	17,768	19,046
9	169,743	108,323	21,460	32,072	7,132	3,676	1,277	26,710	341,801	14,006	18,989
10	235,316	129,442	26,280	39,731	9,258	4,222	2,770	29,070	440,552	16,247	20,025
11	247,211	137,459	34,490	49,416	10,452	4,439	3,837	30,590	472,953	21,800	21,498
12	166,509	114,826	28,320	32,913	8,186	2,889	2,967	21,832	341,935	15,940	16,283
97 / 1	249,567	137,505	42,360	39,414	10,222	3,881	4,404	29,031	463,801	21,563	21,082
2	170,321	104,363	28,760	36,421	11,501	2,404	2,409	27,402	343,320	16,357	21,457
3	255,364	148,442	53,420	46,195	13,713	2,638	4,653	29,263	486,555	20,508	23,169
4	211,980	135,037	41,120	42,276	12,399	2,730	4,027	29,690	425,740	24,478	20,273

註：1. 自87年1月起各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外，與匯率有關之衍生性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)為遠期交易之一部份。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，2月至4月各月的比重分別為44.6%、47.6%及42.4%，平均較上年同期提高8.9個百分點，新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.9%；外幣間的交易比重則在五成上下，2月至4月美元對日圓、其他外幣間及美元對歐元交易的比重分別為19.2%、19.3%及13.6%，三者較上年同期分別下降6.9、3.9

及上升1.4個百分點；與上期比較，則分別下降3.5、4.4及上升1.5個百分點（見圖4.3）。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，2月至4月各月占全體外匯交易量分別為50.5%、50.7%及54.1%；國內銀行與顧客間的交易居次，2月至4月比重分別為31.8%、31.0%及29.8%；國內銀行間的交易比重最少，約17.4%（見圖4.4）。

圖4.2 外匯交易-按交易類別

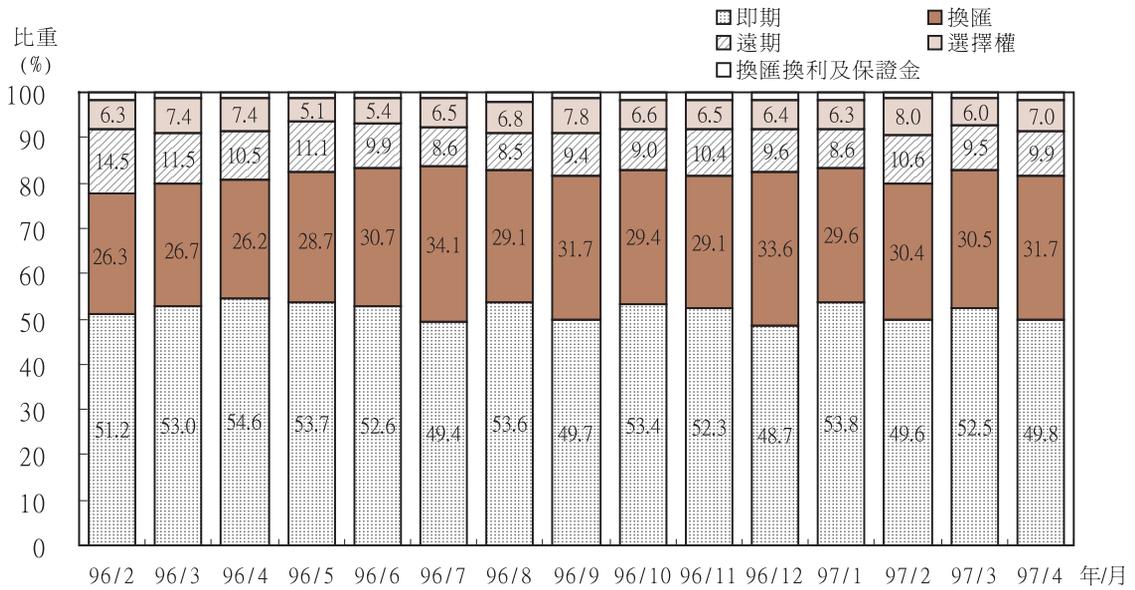


圖4.3 外匯交易-按幣別

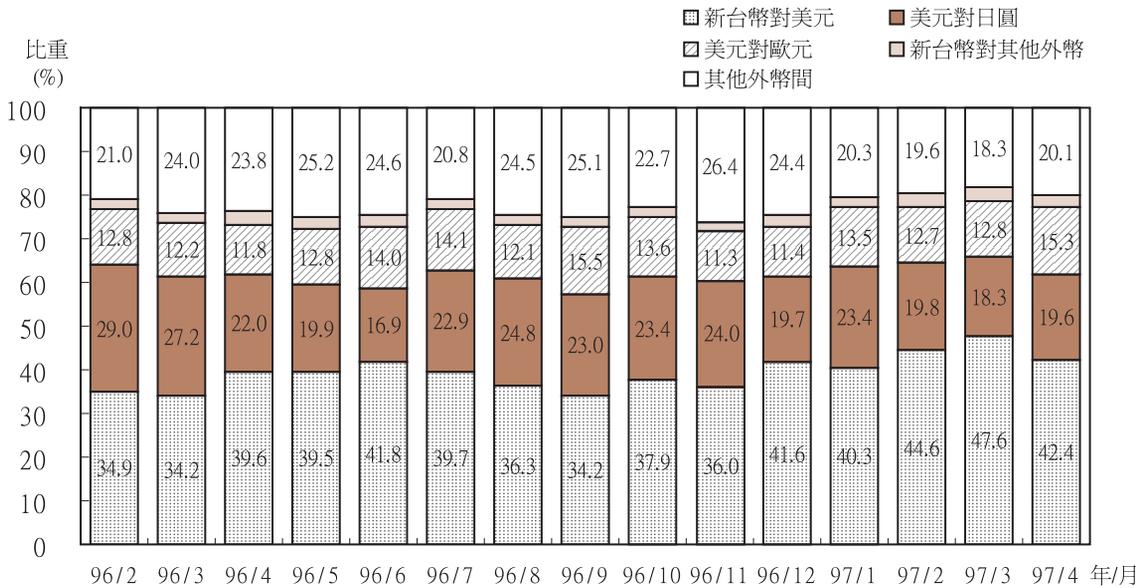
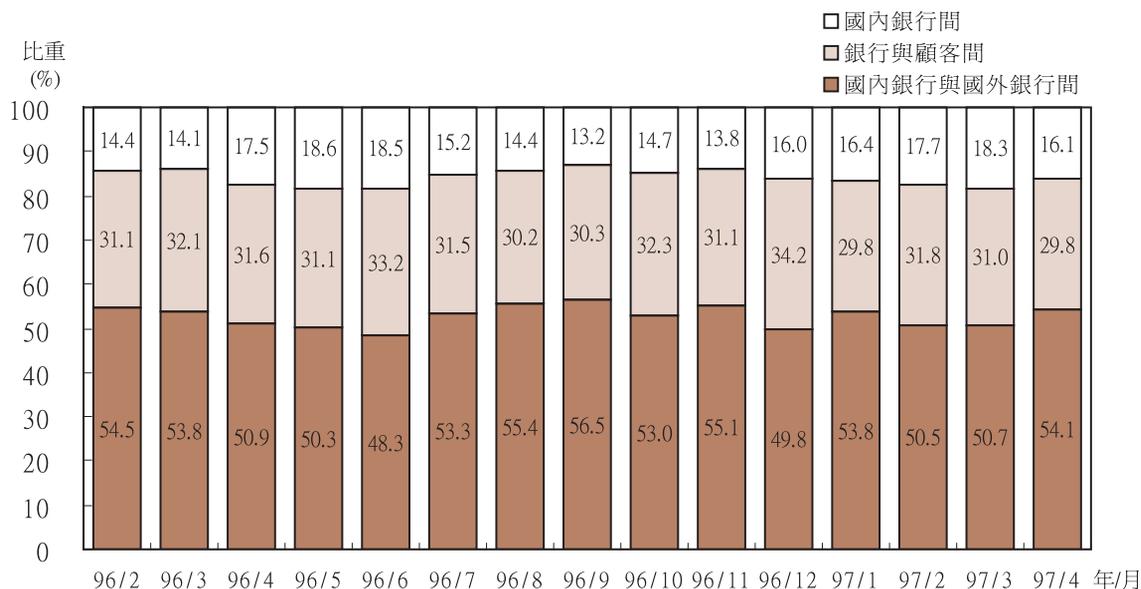


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



### 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資金的主力市場，以下分別說明之。

在新台幣與外幣換匯交易方面(見表4.1)，2月換匯交易量為287.6億美元，較上月減少32.1%，主要係受下列因素影響：(1)銀行增加庫存現金以因應年關資金需求，加上央行2月份NCD發行餘額提高，以及外資增購債券，外資保管銀行持有之現金部位減少等因素，致部分銀行無多餘新台幣資金承作銀行間換入美元交易；(2)為避免農曆年假期間，若美元利率變動大而產生虧損，部分交易員減少換匯交易部位，銀行間換匯交易量因而下降。3月交易量為534.2億美元，較

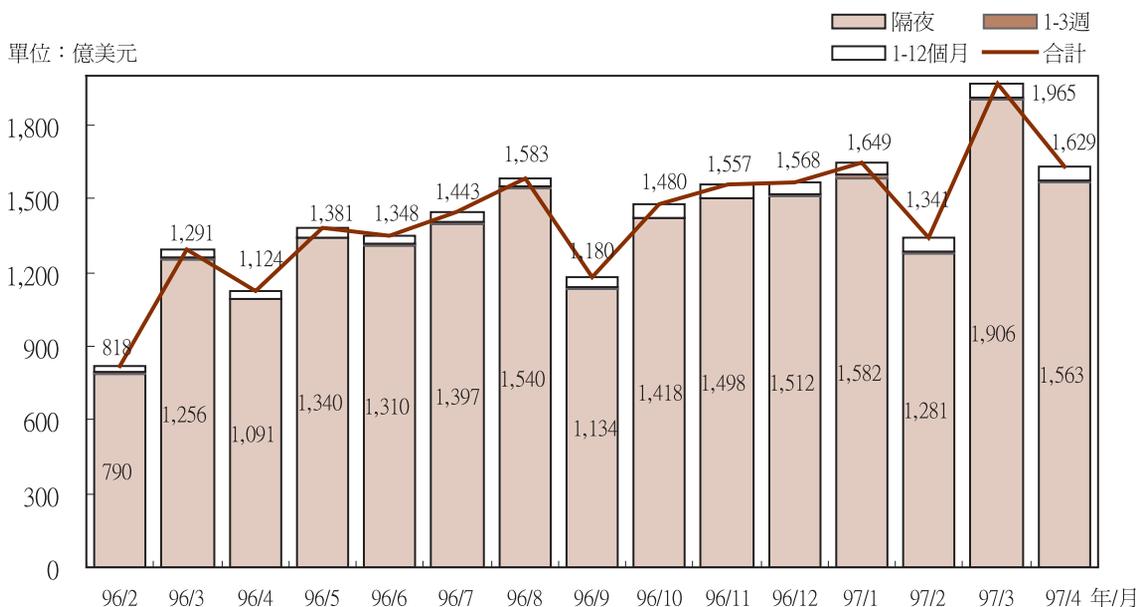
上月增加85.7%，主要係受下列因素影響：(1)本月份營業日數較上月份多5天；(2)匯銀承作客戶因新台幣升值辦理避險交易增加，轉向銀行間拋補金額提高，另外資大幅買進短天期債券，新台幣利率波動擴大，以及美元利率因受Fed降息及信用緊縮交互影響變動劇烈，換匯交易員承作不同方向以賺取價差之交易量亦大幅增加。4月交易量為411.2億美元，較上月減少23.0%，主要係受下列因素影響：(1)外資賣股後匯出，外資保管銀行持有之新台幣現金部位減少，無多餘新台幣資金承作換匯交易，銀行間換匯交易因而減少；(2)市場預期美國降息已近尾聲，長天期利率開始止跌反轉，銀行間長天期換匯交易比重因而提高，週轉率下降。

銀行間外幣拆款市場交易方面(見圖

4.5)，2月交易量為1,340.7億美元，較上月減少18.7%，惟日平均交易量較上月增加13.8%，主要係因美國持續降息，外幣貸款增加，銀行增加辦理拆借以支應外幣資金需求；以及全體外匯存款餘額增加，部分外匯銀行以O/N方式拆出多餘外幣資金，提高拆款週轉率所致。3月交易量為1,965.7億美

元，較上月增加46.6%，主要係因營業日數增加，以及隨美元利率調降，外匯存款解約，匯銀可貸外幣資金減少，銀行拆款融通需求增加所致。4月交易量為1,628.5億美元，較上月減少17.2%，主要係因全體外匯存款餘額增加，可支應銀行外幣資金需求，致銀行減少外幣拆款交易。

圖4-5 外幣拆款市場月交易量



#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品

97年2月至4月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為1,237.29億美元，較上年同期大幅成長60.2%。其中，以外幣換利交易金額最多，外幣利率期貨交易居次，外幣遠期利率協議交易居第三，此三種產品

分別占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量之51.1%、37.5%及5.1%。與上年同期比較，各交易類別中，以外幣換利交易比重提升21.9個百分點最多，外幣利率期貨交易比重則下降25.8個百分點最大；若與上期比較，交易比重上升最多者為外幣換利，增幅達24.1個百分點（見表4.2）。

表4-2 匯率以外涉及外幣之衍生性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 換及選擇權	股價指數選 擇權	信用衍生 商品	合計
94	78,528	25,089	23,668	29,385	4,594	389	581	162,235
95	69,219	24,796	11,970	40,992	1,827	1,005	964	150,772
96	93,072	12,958	17,475	176,723	6,947	627	5,243	313,044
96 / 2	5,665	100	398	17,246	113	106	118	23,746
3	11,263	750	1,775	20,352	434	77	194	34,844
4	5,577	220	789	11,233	322	127	366	18,633
5	5,492	440	1,075	7,517	350	83	94	15,052
6	11,790	0	1,890	11,866	334	29	351	26,260
7	5,580	2,290	1,701	14,565	366	8	1,095	25,604
8	13,901	2,414	2,402	22,497	1,224	12	923	43,372
9	3,516	280	2,295	12,075	729	23	722	19,640
10	6,949	845	1,688	16,742	599	65	308	27,197
11	10,873	3,749	1,722	21,822	1,265	40	720	40,191
12	5,208	1,580	1,075	10,574	194	20	280	18,930
97 / 1	11,848	3,398	1,856	25,040	1,850	84	205	44,280
2	17,866	4,536	442	16,856	523	1	164	40,387
3	33,115	500	2,904	17,966	1,355	9	154	56,003
4	12,199	1,220	549	11,524	1,446	9	391	27,339

## 五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化與國際化政策，並促進銀行外匯業務的健全發展，除持續同意指定銀行申請辦理新種外匯業務，並於97年2月至4月間採取下列措施：

1. 自本年3月14日起，配合「臺灣地區與大陸地區金融業務往來許可辦法」修正，開放國際金融業務分行（OBU）辦理大陸地區境內交易產生之應收帳款收買業務、以及

對第三地區法人在大陸之分支機構辦理授信業務。

2. 自本年4月1日起，為降低銀行資金成本，並縮小新台幣與外匯存款之利率差距，外匯存款準備率由5%調降為0.125%。

3. 鑑於近來匯率波動較大，為協助中小企業辦理遠匯避險，協調中小企業信用保證基金，對於有遠匯資金需求之廠商，由該基金提供信用保證，協助取得融資。



# 國際經濟金融情勢（民國97年第1季）

## 壹、概述

本（2008）年初以來，由於美國經濟成長降溫、國際金融市場波動加劇，加以國際原物料行情屢創新高，全球經濟成長步調延續上（2007）年下半年以來之走緩態勢。

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0.6%略升至1.0%，其中消費者支出成長放緩，且民間投資持續衰退，僅政府支出成長率略升。歐元區則因家計部門消費支出、固定資本形成及輸出成長擴增，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由上年第4季之1.3%升至3.2%；若與上年同季比，則由上年第4季之2.1%略升至2.2%。日本受惠於民間消費及輸出成長擴張，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由上年第4季之2.9%升至4.0%。

亞洲新興國家除馬來西亞、菲律賓及印尼外，其餘國家的經濟成長表現均較上年第4季為佳。至於中國在固定資產投資持續熱絡下，本年第1季經濟成長率達10.6%，惟低於上年第4季之11.3%。印度則在政府支出、固定資本形成及輸出擴增之帶動下，本年第1季經濟成長率為8.8%，與上年第4季持平。

由於美國次級房貸問題持續發酵，多數國際機構預測本年全球經濟成長將較上年減緩。其中，國際貨幣基金（IMF）於4月預測

本年全球經濟成長率將由上年之4.9%大幅降至3.7%（請參閱表1）；環球透視預測機構（Global Insight Inc.）5月公布的預測值亦由上年之3.9%降至3.1%。另外，JP摩根大通銀行6月公布的預測值則為2.6%，亦低於上年之3.5%。

物價方面，本年以來原物料價格急遽攀升，多數國家躉售物價指數（WPI）漲幅擴大，消費者物價指數（CPI）亦因廠商轉嫁成本壓力升高，漲勢強勁。其中，Global Insight Inc.預測本年全球通膨率由上年之3.5%大幅升至5.8%；IMF之預測則由上年之4.0%續升至4.8%，其中，先進經濟體通膨率由2.2%升至2.6%，亞洲四小龍通膨率則由2.2%升至3.0%。

為緩解國際原物料行情飆升所引發之通膨，各國政府自上年下半年以來陸續推出各種管制措施，包括：暫停輸出、課徵出口關稅或調降進口關稅稅率、凍結重要基本民生食品價格、凍漲汽油等價格、實施油價補貼措施，以及成立物價穩定監督小組，有些國家並以減稅或退稅方式緩解通膨所引起的生活成本增加。

就貨幣政策而言，為紓緩美國次級房貸問題帶來的信用緊縮，以美、英為首之國

家陸續降息，美國聯邦準備理事會（Fed）上年9月至本年4月間連續七度調降聯邦資金利率目標共3.25個百分點至2.00%，6月25日之會議維持利率不變。加拿大則於本年4月降息二碼至3.00%。英格蘭銀行（BOE）於本年4月將14天期附買回利率調降一碼至5.00%，5月及6月之會議維持利率不變。日本於前（2006）年7月及上年2月兩度將無

擔保隔夜拆款目標利率及基準貼放利率分別調升至0.5%及0.75%後，迄今維持不變。歐洲中央銀行（ECB）自上年6月升息後，即維持主要再融通操作之最低投標利率於4.00%。澳洲於本年3月調升現金利率一碼至7.25%後，迄今維持利率不變。紐西蘭則自上年7月第十度調升官方利率至8.25%後，迄今維持利率不變。

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2007		2008		2009	
全球	7.9	(3.9)	3.7	(3.1)	3.8	(3.2)
先進經濟體	2.7		1.3		1.3	
OECD國家	2.7		1.8		1.7	
主要先進經濟體(G7)	2.2		0.9		0.9	
美國	2.2		0.5		0.6	(1.4)
日本	2.1		1.4		1.5	(1.4)
德國	2.7		1.4		1.0	(1.7)
英國	3.1		1.6		1.6	(1.4)
歐元區	2.6		1.4		1.2	(1.5)
四小龍	5.6		4.0		4.4	
台灣	5.72		3.4		4.1	(5.1)
香港	6.4		4.3		4.8	(5.5)
新加坡	7.7		4.0		4.5	(4.7)
南韓	5.0		4.2		4.4	(5.7)
東協之四小虎	6.3		5.8		6.0	
泰國	4.8		5.3		5.6	(5.2)
馬來西亞	6.3		5.0		5.2	(5.4)
菲律賓	7.2		5.8		5.8	(5.0)
印尼	6.3		6.1		6.3	(6.0)
中國大陸	11.9		9.3		9.5	(9.0)
印度	9.3		7.9		8.0	(8.2)
其他新興市場暨發展中國家	7.9		6.7		6.6	

註：先進經濟體共29個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體（四小龍）等國；其他新興暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共146國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協、中東及中南美洲國家等。

資料來源：預測值採用IMF *World Economic Outlook*, April 2008；( )內資料係採用Global Insight *World Economic Outlook*, May 2008；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.83, June 2008。

在亞洲國家方面，為因應日益升高的通膨危機，部分國家採緊縮性貨幣政策。例如，中國於本年1至6月間共五度調升金融機構法定存款準備率共3個百分點至17.5%。印度除於4至6月間四度調升銀行現金準備率至8.75%外，6月11日及24日再度調升附買回利

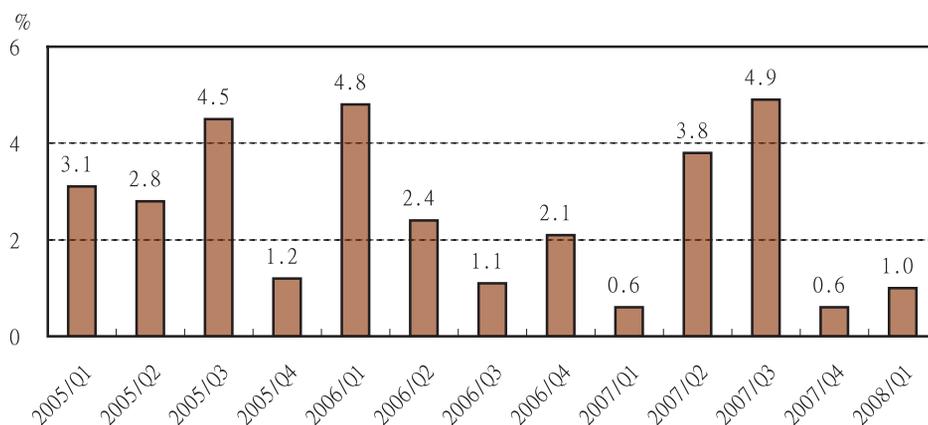
率共三碼至8.50%。印尼因通膨惡化，5月及6月轉而調高官方利率各一碼至8.50%。菲律賓亦於6月轉而升息一碼，目前央行對商業銀行的隔夜貸款利率為7.25%，隔夜存款利率則為5.25%。

## 貳、美國經濟成長趨緩，Fed降息及注資因應次級房貸問題

美國本年第1季經濟成長率由上年第四季之0.6%略升至1.0%（圖1）。其中，消費者支出成長率由2.3%續降至1.1%，主要因耐久財消費成長率由上年第四季之2.0%大幅降至-6.0%所致。民間投資持續衰退6.9%，主要因住宅固定投資衰退24.6%所致。政府支

出成長率略升為2.1%。輸出、入方面，輸出成長率由上年第四季之6.5%降至5.4%，輸入成長率則由-1.4%微升至-0.7%。就海關統計觀察（未經季節調整），本年1至4月出口成長18.0%，進口成長12.5%，貿易入超則為2,561億美元，較上年同期增加4.3%。

圖1 美國經濟成長率



美國本年第1季工業生產指數年增率為1.7%，4月降至0.1%，5月則衰退0.1%（表2）；5月供應管理學會（ISM）製造業指數由4月之48.6%升至49.6%，惟仍低於50%，顯示製造業部門景氣依然遲緩。勞動市場

方面，受次級房貸問題惡化影響，本年第1季失業率為4.9%，4月為5.0%，5月已升至5.5%之近4年來高點；非農業部門就業人口亦較4月減少4萬9千人。本年第1季製造業部門勞動生產力年增率與上年第四季持平，為

4.0%。

在消費信心方面，美國經濟諮商協會（Conference Board）之消費者信心指數（Consumer Confidence Index）由本年4月之62.8大幅降至5月之57.2，為1992年10月以來的最低點，顯示消費者對經濟前景並不樂觀。另6月11日公布的Fed褐皮書顯示，4月下旬至5月，美國各地區經濟活動持續疲軟，且消費不振，而能源價格升高也不利於觀光業。製造業持續疲軟，與房屋市場有關的需求也呈疲弱，但出口需求則增加。房地產與營建業持續低迷，且金融機構的消費者貸款需求下降。不過，農業與能源部門表現良好，農業產量與能源鑽探活動皆上揚。

物價方面，本年第1季生產者物價指數（PPI，僅含最終產品價格）年增率達6.9%，4月降至6.5%，5月則回升至7.2%，主要係能源價格持續上漲所致；而第1季剔除能源與食品之核心PPI年增率為2.5%，4、5月則升至3.0%。本年第1季CPI年增率為4.1%，4月略降至3.9%，5月則又回升至4.2%，主要係能源、運輸、醫療保健與食物價格上漲所致；第1季扣除能源與食品之核心CPI年增率為2.4%，4、5月則略降至2.3%。另本年第1季剔除能源與食品之核心個人消費支出物價指數（Core PCEPI）年增率為2.0%，4、5月略升至2.1%。

表2 美國重要經濟指標

年/月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	核心消費者 物價指數 (1982-84=100)	消費者 物價指數 (1982-84=100)	生產者 物價指數 (1982=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2005	3.1	5.1	3.3	2.2	3.4	4.8	-767477
2006	2.9	4.6	2.2	2.5	3.2	3.0	-817,304
2007	2.2	4.6	1.7	2.3	2.8	3.9	-794,483
2007/6	3.8	4.5	1.4	2.2	2.7	3.3	-65,340
7		4.6	1.7	2.2	2.4	4.2	-74,908
8		4.6	1.6	2.1	2.0	2.3	-69,623
9	4.9	4.7	2.2	2.1	2.8	4.4	-64,704
10		4.7	1.9	2.2	3.5	6.1	-75,482
11		4.7	2.6	2.3	4.3	7.3	-72,301
12	0.6	5.0	2.0	2.4	4.1	6.2	-61,146
2008/1		4.9	2.5	2.5	4.3	7.4	-67,812
2		4.8	1.2	2.3	4.0	6.4	-59,151
3	1.0	5.1	1.4	2.4	4.0	6.9	-58,454
4		5.0	0.1	2.3	3.9	6.5	-70,730
5		5.5	-0.1	2.3	4.2	7.2	

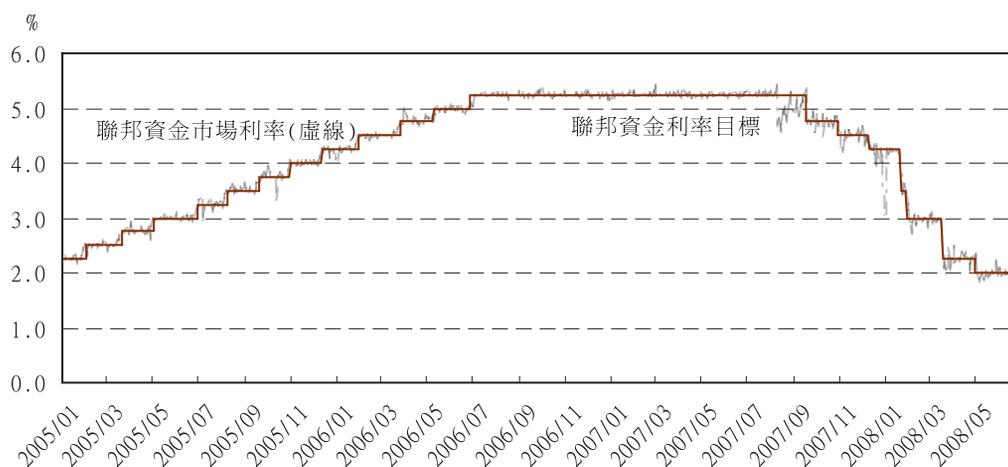
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis及 Bureau of Labor Statistics。

經濟展望方面，Fed 於本年4月大幅下修美國今、明兩年經濟成長率預測，分別為0.3~1.2%及2.0~2.8%，核心PCEPI年增率分別為2.2~2.4%及1.9~2.1%，失業率則分別為5.5~5.7%及5.2~5.7%。

貨幣政策方面，美國聯邦公開市場委員會（FOMC）於4月30日再度調降聯邦資金利率目標一碼至2.0%（圖2），為自上年9月以來第七度調降，但6月25日集會則決議維持聯邦資金利率目標不變。FOMC表示，經

濟活動已顯現擴張，家庭支出亦有所增加，但勞動市場進一步趨軟，金融市場仍面臨相當大的壓力，信用條件緊縮<sup>註1</sup>，房市也仍然收縮，且能源價格上漲將對未來數季的經濟成長產生影響。在通貨膨脹方面，能源及其他商品價格上漲，近月部分通膨預期指標上升。FOMC認為雖然經濟成長下降的風險降低，但通貨膨脹風險則升高，未來通貨膨脹的不確定性仍高，因此仍須審慎監控通貨膨脹的發展。

圖2 美國聯邦資金利率目標與市場利率

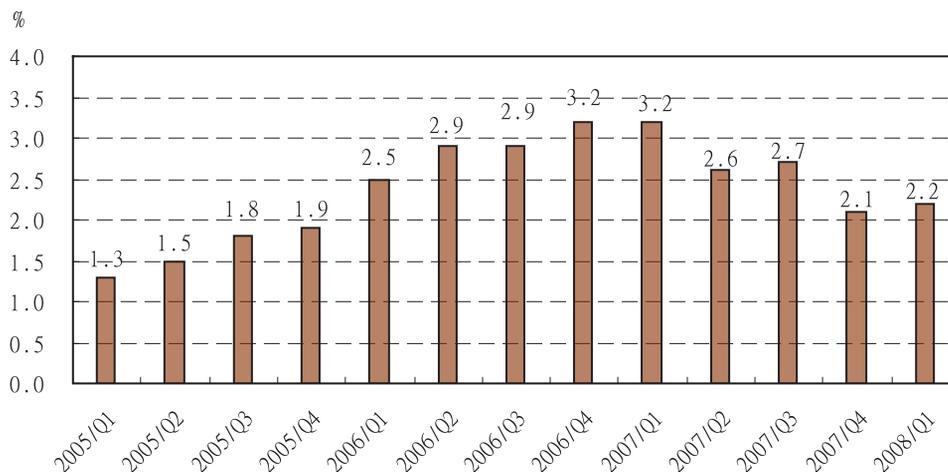


### 參、歐元區經濟溫和擴張、通膨升溫，ECB維持利率不變

歐元區本年第一季經濟成長率由上年第四季之2.1%略升至2.2%（圖3）；與上季比之季變動率則由上年第四季之0.3%升至0.8%。就季增率觀之，固定資本形成、政府部門支

出及家計部門消費支出成長率分別由上年第四季之1.0%、0.0%及-0.1%升至1.6%、0.4%及0.2%；輸出、入成長率亦分別由上年第四季之0.3%及-0.3%升至1.9%及1.8%。

圖3 歐元區經濟成長率



歐元區內最大經濟體德國本年第1季經濟成長率由上年第4季之1.8%升至2.6%，季變動率則由上年第4季之0.3%升至1.5%。就季增率觀之，政府部門支出及家計部門消費支出成長率分別由上年第4季之-0.6%及-0.8%升至1.3%及0.3%，固定資本形成成長率則因營建業大幅成長，由上年第4季之

1.8%升至7.4%；至於輸出、入成長率則分別由上年第4季之1.3%及0.2%升至2.4%及3.5%。

在勞動市場方面，自2004年中以來，歐元區的失業情況即逐步改善，本年2至4月失業率已降至7.1%（表3），為1999年歐元區成立以來最低水準。例如，德國本年5月失

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產（不包括營建業）年增率 %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支（百萬歐元）	M3年成長率 %	調和消費者物價指數（HICP）年增率（2005=100） %	主要再融通操作之最低目標利率 %
2005	1.7	8.8	1.4	7.7	13.4	16,130	7.5	2.2	2.25
2006	2.9	8.3	4.0	11.1	13.2	-7,672	9.8	2.2	3.50
2007	2.6	7.4	3.5	8.5	5.9	29,043	11.7	2.1	4.00
2007/7		7.4	4.0	14.3	10.6	5,637	11.4	1.8	4.00
8		7.4	4.3	12.3	5.2	1,857	11.5	1.7	4.00
9	2.7	7.3	3.5	4.3	3.1	3,802	11.7	2.1	4.00
10		7.3	4.3	10.8	8.6	5,646	12.0	2.6	4.00
11		7.2	3.2	5.9	7.5	3,352	12.0	3.1	4.00
12	2.1	7.2	1.9	-1.2	5.0	-3,689	11.8	3.1	4.00
2008/1		7.2	3.5	9.8	12.6	-10,992	11.5	3.2	4.00
2		7.1	3.2	2.7	10.4	1,512	11.0	3.3	4.00
3	2.2	7.1	1.9	-2.2	5.5	-1,543	10.6	3.6	4.00
4		7.1	3.9	16.0	16.3	2,328	10.4	3.3	4.00
5							10.6	3.7	4.00
6									4.00

資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

業率降至7.8%，係15年來最低；又如法國政府為了提振勞動市場，提出多項鼓勵就業措施，本年第1季失業率降至7.2%。

歐元區經濟信心指數（Economic Sentiment Indicator, ESI）於上年5、6月達6年多來最高水準115.0，之後受次級房貸問題影響對經濟前景信心而趨於下滑，本年6月降至94.9。德國Ifo經濟研究機構6月公布的企業信心指數則由5月之103.5降至101.3。

物價方面，受國際原油及食品價格持續高漲之影響，歐元區本年5月調和消費者物價指數（HICP）年增率升為3.7%（圖4），已連續9個月超出ECB所設定之2%通膨目標。ECB本年6月初預測今、明兩年歐元區通膨率分別為3.2~3.6%及1.8~3.0%。至於扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦持續近年來之上升趨勢，至本年5月為2.5%。

圖4 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



歐元區廣義貨幣總計數M3年增率由上年10月及11月之12.0%高點下滑，本年5月降至10.6%，惟仍明顯超過ECB認為不危及中期物價穩定之4.5%目標水準。歐元區對民間部門放款成長力道持續上年以來之減緩態勢，其中消費信用年增率由前年底之7.7%降至上年底之5.3%後持穩，至本年4月為5.2%。此外，由於歐元區房貸利率普遍走高，且部分會員國房地產市場出現降溫跡

象，家計部門房貸金額年增率持續2006年初以來的下降趨勢，至本年4月為5.9%。

ECB本年6月預測今、明兩年歐元區經濟成長率分別為1.5~2.1%及1.0~2.0%。貨幣政策方面，雖歐元區經濟已有降溫跡象，惟為對抗通膨，ECB管理委員會（Governing Council）於本年6月5日的決策會議中，宣布維持政策利率（主要再融通操作之最低投標利率）在4.00%（圖5），為連續第12個月不

變。ECB表示，由於原油及食品價格持續攀高，通膨風險正進一步擴大，ECB正密切監控各項情勢之發展及經濟數據之變化。

圖5 歐元區官方及長短期市場利率



#### 肆、英國經濟成長力道減弱，BOE降息因應

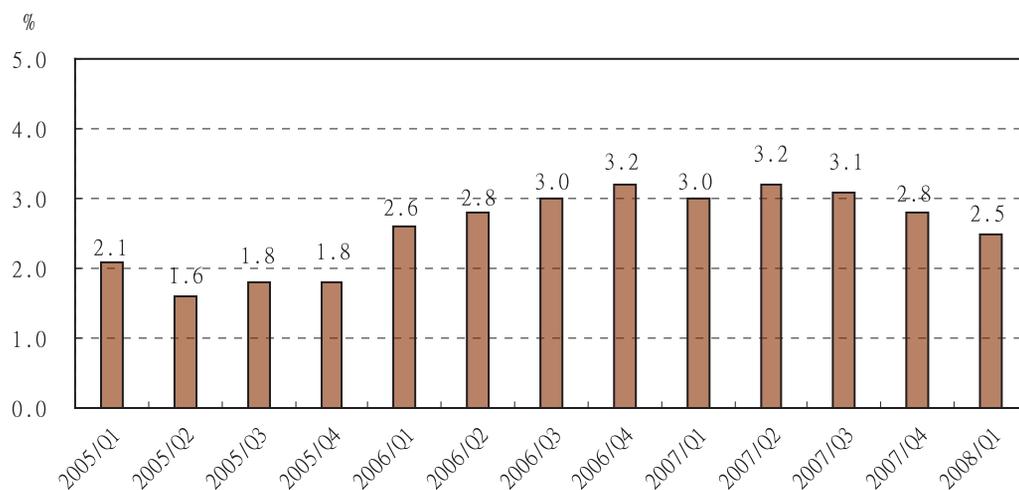
英國本年第一季經濟成長率由上年第四季之2.8%降至2.5%（圖6）；與上季比之季變動率則由上年第四季之0.6%降至0.4%。就季增率分析，在生產面，工業產出成長率由上年第四季之0.2%降至-0.2%；營造業產出成長率亦由上年第四季之1.1%降至0.5%；至於服務業產出成長率則由上年第四季之0.7%降至0.5%。在支出面，固定資本形成較上季衰退1.6%，家計部門支出則較上季成長1.3%，輸出、入成長率分別為0%及-0.6%。勞動市場方面，英國失業率自2005年底以來均高於5%，上年以來逐步下滑，本年第一季為5.2%。

在房屋市場方面，由於近年英國房價飆

漲，抑制民眾房屋購買力，加以信貸狀況惡化，民眾購屋意願降低，英國主要房貸機構Halifax的資料顯示，房價指數年增率於上年8月達11.4%之高峰後逐月下滑，本年4月由正轉負，5月降至-3.8%。Halifax認為本年英國經濟將減緩，失業率可能上升，惟其幅度有限，因此預期房價不至於大幅滑落。

物價方面，CPI年增率自上年8、9月之1.7%低點逐漸上揚，至本年5月為3.3%（表4、圖7），創1992年以來新高，且連續7個月高於通膨目標2%。BOE預期能源與食品價格走揚將使通膨風險向上，且英鎊貶值將使進口成本上揚，惟這些衝擊可望於本年內緩和。

圖6 英國經濟成長率



貨幣政策方面，有鑑於經濟成長力道減弱，BOE貨幣政策委員會繼本年2月降息後，4月10日再度將該行14天期附買回利率調降一碼至5.00%（圖8）。之後，儘管英國

經濟走疲以及房價下跌之跡象益趨明顯，惟囿於通膨升溫，BOE貨幣政策委員會於5月及6月的決策會議中，連續兩次維持利率不變<sup>註2</sup>。

表4 英國重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率* %	工業生產年增率 %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (十億英鎊)	硬幣鈔券在外流通量之年成長率 %	消費者物價指數 (CPI) 年增率 (2005=100) %	英格蘭銀行十四天期附買回利率 %
2005	1.8	5.1	-2.0	11.1	7.8	-60.65	4.4	2.1	4.50
2006	2.9	5.5	0.3	15.6	11.2	-58.04	5.2	2.3	5.00
2007	3.1	5.4	0.3	-10.3	2.3	-90.48	4.7	2.3	5.50
2007/7		5.4	0.9	-2.9	5.2	-7.80	4.4	1.9	5.75
8		5.4	0.1	-3.7	4.4	-7.60	4.8	1.7	5.75
9	3.1	5.3	-0.8	-0.1	8.4	-8.15	5.2	1.7	5.75
10		5.3	0.9	2.1	8.3	-7.77	5.4	2.0	5.75
11		5.2	0.3	4.2	8.9	-8.06	5.7	2.1	5.75
12	2.8	5.2	0.9	2.2	3.5	-7.33	5.9	2.1	5.50
2008/1		5.2	0.4	8.8	11.3	-8.07	7.2	2.2	5.50
2		5.2	1.2	10.8	9.9	-7.92	6.6	2.5	5.25
3	2.5	5.3	0.3	5.5	4.1	-7.93	8.2	2.4	5.25
4							5.2	3.0	5.00
5							6.0	3.3	5.00
6									5.00

註\*：當月失業率數值係為當月及前後月等三個月的失業率平均數。

資料來源：National Statistics of UK 及Thomson Datastream。

圖7 英國消費者物價指數（CPI）年增率

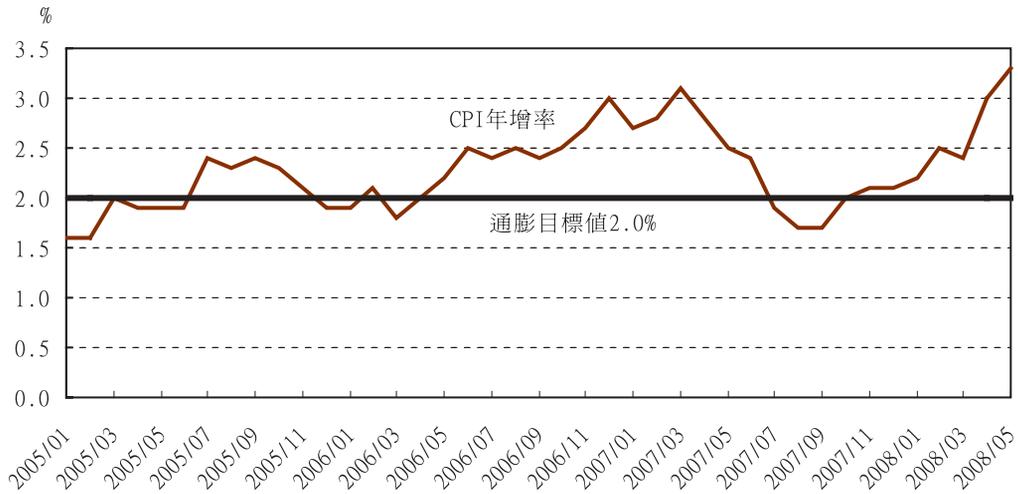
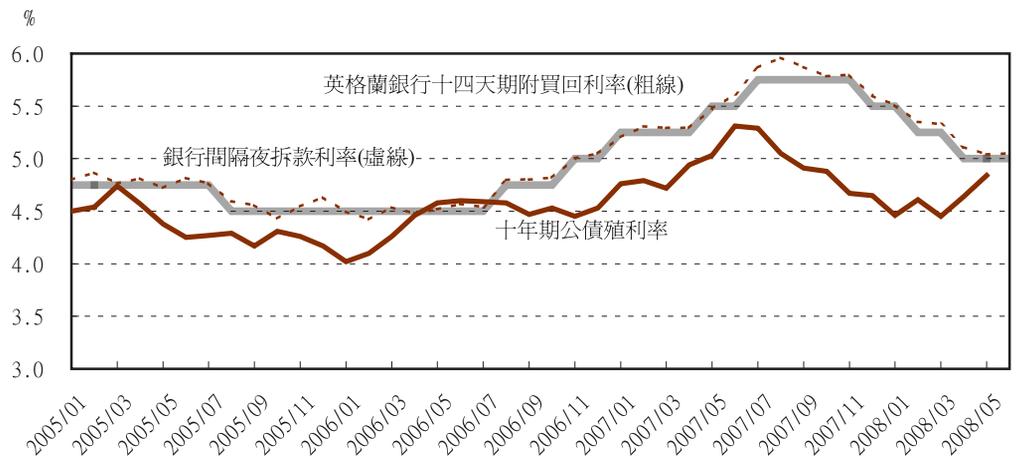


圖8 英國官方及長短期市場利率

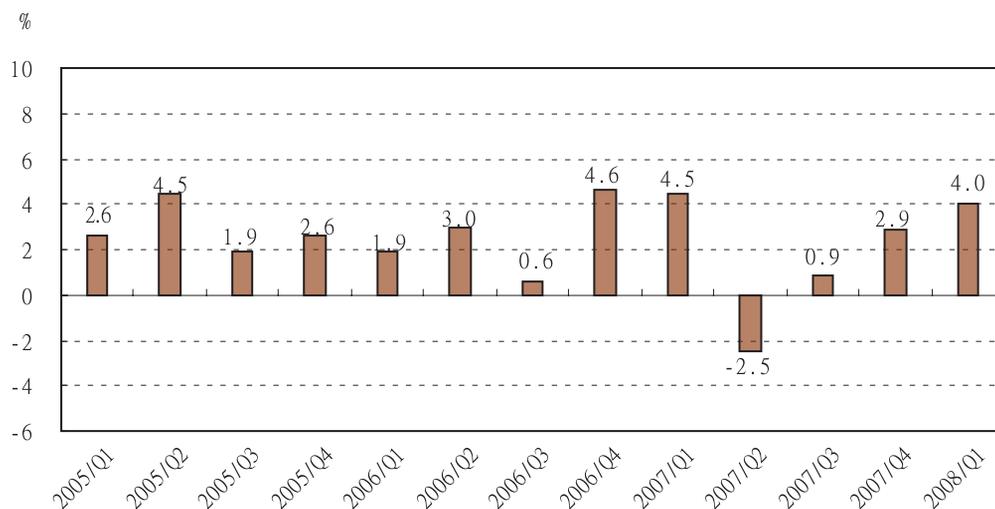


### 伍、日本經濟成長優於預期，通膨漸增溫

日本本年第1季實質GDP較上年第4季成長1.0%，換算年率為成長4.0%（圖9），已連續3季呈現正成長，優於各界的預期。第1季實質GDP季增率1.0%之中，內需及外需之

貢獻同為0.5個百分點。內需成長主要為民間住宅投資、政府投資及民間消費分別較上季成長4.6%、1.3%及0.8%所致。外需方面，輸出較上季成長4.0%，輸入則成長1.4%。

圖9 日本經濟成長率



另根據日本央行於本年4月30日發表之經濟展望報告指出，由於多項經濟數據表現不佳，顯示成長動能轉弱，因此將2008會計年度之經濟成長率預測值由上年10月預測之2.1%下修至1.5%。

日本本年第1季工業生產年增率為2.4%（表5），主要係運輸工具及電子零組件成長所致。4月工業生產年增率為1.9%，5月降至1.2%，顯示成長力道減弱。

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2005=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)	
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %				
2005	1.9	4.4	1.4	-0.3	-0.5	1.7	7.3	15.7	87,071	
2006	2.4	4.1	4.5	0.3	-0.5	2.2	14.6	18.3	79,019	
2007	2.1	3.9	2.8	0.0	0.0	1.7	11.5	8.6	107,955	
2007/6	-2.5	3.7	1.3	-0.2	-0.1	1.8	16.2	10.4	12,460	
7		3.6	3.2	0.0	-0.1	1.9	11.7	16.7	6,820	
8		3.8	4.6	-0.2	-0.1	1.6	14.6	5.7	7,437	
9		0.9	4.0	0.2	-0.2	-0.1	1.3	6.3	-3.0	16,087
10		3.9	5.3	0.3	0.1	2.0	13.8	8.7	9,994	
11		3.8	3.2	0.6	0.4	2.3	9.6	13.3	7,844	
12	2.9	3.8	1.5	0.7	0.8	2.7	6.8	12.3	8,670	
2008/1	4.0	3.8	2.9	0.7	0.8	3.0	7.6	9.2	-898	
2		3.9	5.1	1.0	1.0	3.5	8.7	10.2	9,633	
3		-0.7	3.8	1.2	1.2	3.9	2.3	11.2	11,090	
4		1.9	4.0	0.8	0.9	3.9	3.9	12.0	4,752	
5		1.2	4.0	1.2	1.3	4.7	3.7	4.4	3,622	

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

對外貿易方面，日本第1季貿易出超為2.0兆日圓，比上年同期縮減22.7%，主要係汽車與鋼鐵外銷減少所致。4-5月出口僅成長3.8%，惟進口成長8.1%，致貿易出超金額較上年同期大減35.5%。

勞動市場方面，日本第1季失業率為3.8%，4、5月升至4.0%。另工作機會相對求職者的比率自上年6月的1.07高點後逐月下滑，12月回落至1以下，本年5月為0.92，顯示勞動市場表現疲軟。

物價方面，本年第1季國內企業物價指數年增率由上年第4季之2.3%升至3.5%，4月進一步升至3.9%，5月更竄升至4.7%，創下近30年新高，主要為鋼鐵、原油及煤等原物料價格上漲所致。本年第1季CPI年增率由上年第4季之0.5%升至1.0%，4月略降為0.8%，5月再升至1.3%，創下近10年來最大漲幅，

主要係燃料用油與水電價格、交通與通信費用，以及食品價格上漲所致；本年第1季剔除生鮮食品的核心CPI年增率為1.0%，遠高於上年第4季之0.4%，4月略降至0.9%，5月再回升至1.5%，顯示日本通膨逐漸增溫。

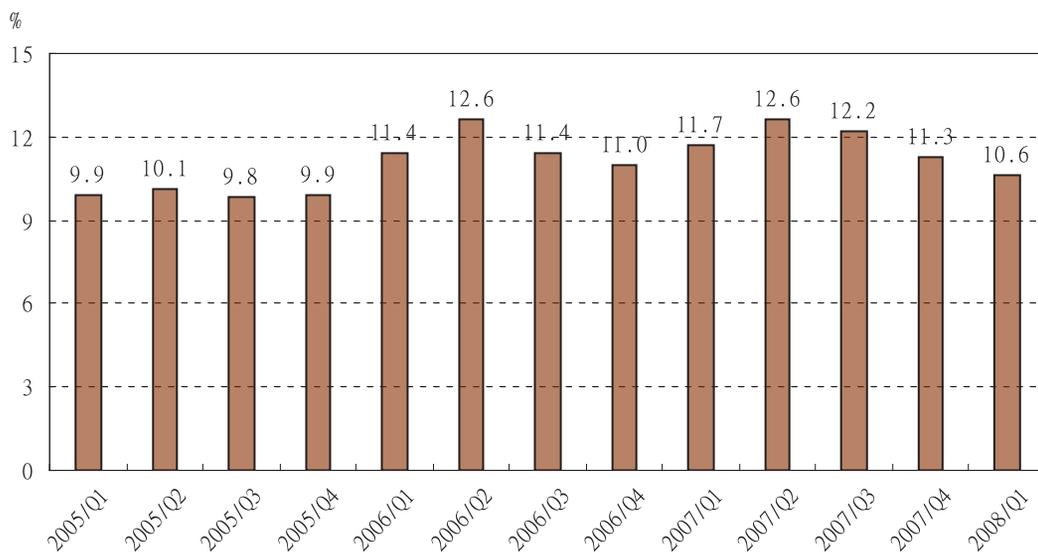
貨幣政策方面，日本央行自上年2月宣布調高無擔保隔夜拆款目標利率一碼至0.5%，以及將基準貼放利率由0.4%調升至0.75%之後，迄今已連續十六次貨幣政策會議維持利率不變。日本央行認為日本經濟雖處於穩健擴張的趨勢，惟未來成長力道可能因美國經濟成長疲軟而放緩。另一方面，日本通膨已隨國際能源等原物料價格高漲而增溫，因此，未來貨幣政策的走向，仍將依據經濟成長與物價相關數據的變化逐漸明朗後，再逐步調整。

## 陸、中國經濟成長小幅放緩，惟通膨壓力仍大

由於國際景氣走緩，加上中國雪災等因素影響，中國本年第1季經濟成長率由上年第4季之11.3%降至10.6%（圖10），並低於上年全年之11.9%。其中，第1季固定資產投資較上年同期擴增24.6%，而貿易順差則

因出口增幅低於進口增幅而較上年同期縮減10.7%，另工業生產年增率亦由上年第4季之17.5%降為16.4%。4、5月貿易順差較上年同期分別減少0.7%及9.8%；4月工業生產年增率續降至15.7%，5月則略升至16%。

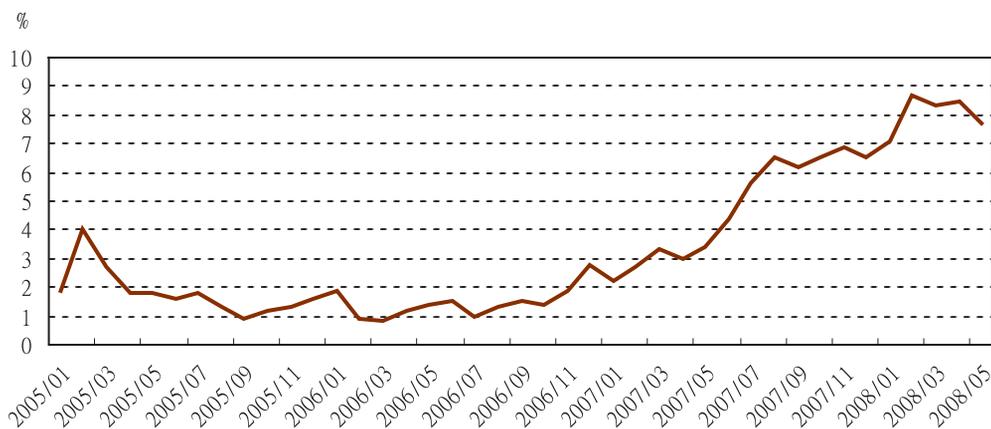
圖10 中國經濟成長率



物價方面，在食品價格持續攀升、上年11月起油品價格調高8%，以及本年初雪災之衝擊下，CPI年增率攀升，本年2月CPI年增率曾升抵8.7%（圖11），創1996年6月以來新高，3月小幅回降至8.3%，4月再升至8.5%，5月則在食品價格漲幅趨緩下降為7.7%。工業品PPI年增率本年5月則升至2004

年10月以來的新高8.2%。另企業商品價格指數亦攀升至本年5月之9.6%。針對通膨不斷升溫，中國國務院於本年1月公布包括糧食、肉類、液化瓦斯等重要物資及服務價格干預措施，並自6月起調降部分商品的進口關稅。

圖11 中國消費者物價年增率



本年1月M2年增率受中國人民銀行於春節前大量釋金，以及金融機構在雪災期間配合政策放款等因素影響，由去年底之16.7%回升至18.9%之近20個月高點；2月起M2年增率開始回降，至3月為16.3%，惟4月略為回升，至5月升為18.1%。本年5月金融機構人民幣放款餘額達28.3兆人民幣，較上年同期增加14.9%，另1至5月金融機構新增放款計2.1兆人民幣，較上年同期增加273億人民幣，顯示信貸持續擴張，流動性過剩壓力仍大。

為因應信貸持續擴增，中國人民銀行上

年共六度調升金融機構人民幣存款及放款基準利率，本年以來則維持存放款基準利率不變，目前1年期存款及放款基準利率達4.14%及7.47%。惟本年1至6月間共五度調升金融機構存款準備率共3個百分點至17.5%之歷史新高。

至於房地產市場方面，為抑制房價高漲，中國當局上年實施多項房價調控措施。本年5月70個城市房屋銷售價格年增率為9.2%，低於4月之10.1%，顯示近期房價漲勢有趨穩跡象。

## 柒、亞洲新興國家經濟穩健成長，部分國家貨幣政策趨緊

本年第1季亞洲新興國家經濟成長除菲律賓、馬來西亞及印尼外，其餘國家的經濟成長表現較上年第4季為佳（圖12）。

香港本年第1季經濟成長率由上年第4季之6.9%升至7.1%，成長動力來自民間消費及出口擴增。在勞動市場持續改善下，失業率自2003年7月的8.7%高點降至本年5月之3.3%。香港政府統計處預測本年經濟成長率為4.0~5.0%，低於上年之6.4%。

南韓本年第1季經濟成長率為5.8%，略高於上年第4季之5.7%，主要因民間投資成長擴增所致。南韓央行預測本年經濟成長率為4.6%，低於上年之5.0%。

新加坡本年第1季拜生技業強勁復甦之

賜，經濟成長率由上年第4季之5.4%升至6.7%。新加坡貿工部預測本年經濟成長率為4~6%，遠低於上年之7.7%。

馬來西亞本年第1季經濟成長率由上年第4季之7.3%略降至7.1%，成長動能主要來自民間消費支出擴增；馬來西亞央行預測本年經濟成長率為5~6%，低於上年之6.3%。

泰國本年第1季拜出口成長之賜，加上民間消費支出擴增，經濟成長率由上年第4季之5.7%升至6.0%，創2006年第2季以來新高；泰國央行預測本年經濟成長率為4.8~6.0%，高於上年之4.8%。

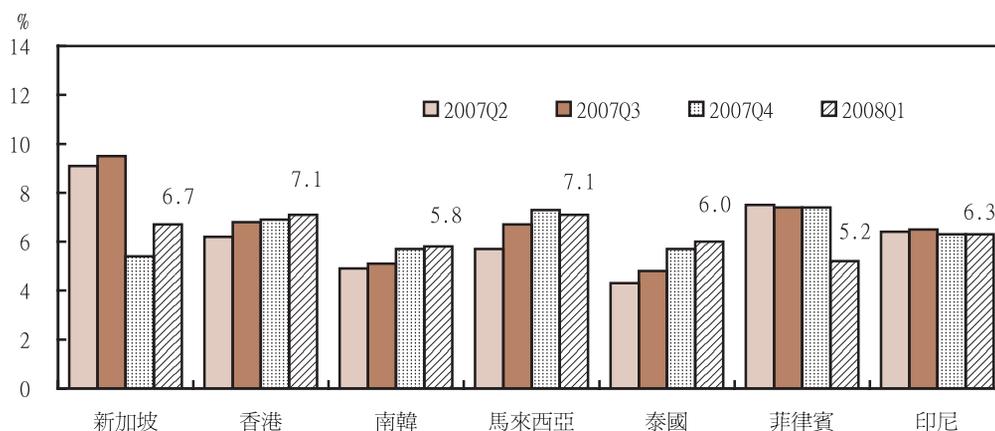
菲律賓本年第1季經濟成長率由上年第4季之7.4%大幅降至5.2%，主要因披索升值導

致出口減緩所致；菲律賓國家經濟發展署預測本年經濟成長率為5.7~6.5%，低於上年之7.2%。

印尼本年第1季由於出口表現亮麗，加

以民間消費及投資支出擴增，經濟成長率達6.3%，與上年第4季持平，印尼央行預測本年經濟成長率為6.2%，略低於上年之6.3%。

圖12 亞洲新興國家經濟成長率

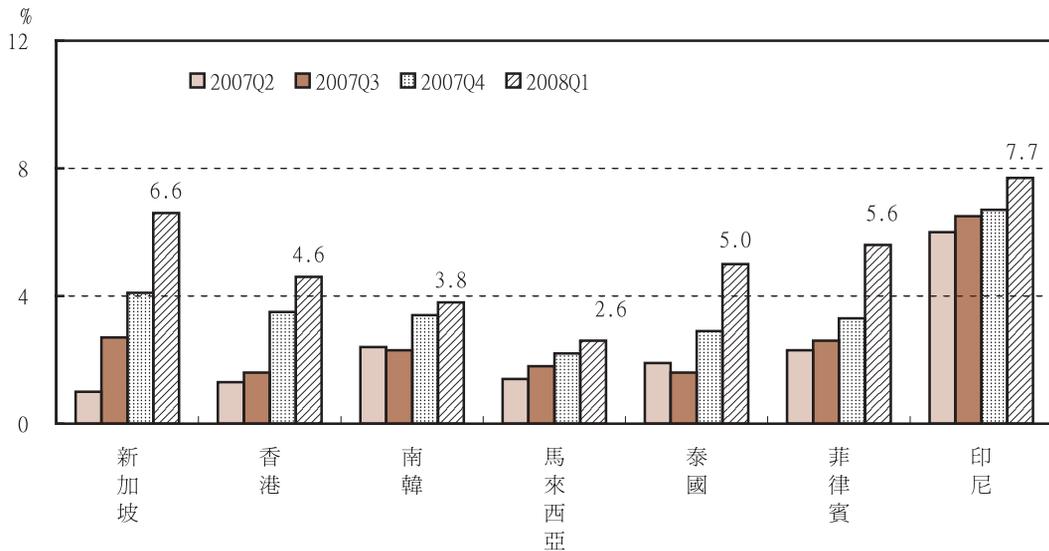


物價方面，由於上年第4季以來國際原油等原物料價格急遽上揚，大幅推升進口物價，影響所及，各國WPI漲幅擴大，其中南韓WPI年增率5月升至11.6%。新加坡自上年9月起轉為正數，之後漲勢凌厲，5月升至15.1%。泰國自上年9月起WPI年增率逐月走高，至本年1月突破兩位數，5月升至15.6%，創下1998年8月以來新高。

此外，由於原物料價格持續上漲，廠商

轉嫁成本壓力升高，多數亞洲新興國家的CPI漲勢擴大（圖13），其中新加坡及香港CPI年增率分別由上年9月之2.7%及1.6%升至本年5月之7.5%及5.7%；南韓亦由上年9月之2.3%升至本年5月之4.9%；除馬來西亞外，其餘泰國、印尼及菲律賓等本年5月CPI年增率均高於7%，尤其是越南CPI年增率已連續8個月達兩位數，本年6月更升至26.8%，創1992年來新高。

圖13 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，香港自上年9月以來跟隨美國七度降息，目前貼現窗口基本利率為3.5%。泰國自上年7月以來維持官方利率為3.25%。馬來西亞於2006年4月以來，即維持官方利率於3.5%不變。南韓自上年8月以來亦維持政策利率於5%不變。

此外，部分國家為因應日益升高的通膨危機，改採緊縮性貨幣政策。其中，新加坡本年4月宣布讓星幣在其名目有效匯率波動

區間向上移動，允許星幣更為強勢。菲律賓央行於本年1月間第五度降息後，維持利率不變，迄6月轉而升息，將央行對商業銀行的隔夜貸款利率由7.0%調升至7.25%。印尼央行考量通膨升溫，本年5月及6月分別調高政策利率一碼，目前政策利率為8.5%。越南亦於本年1至6月間三度調升基準利率至14.0%，為亞洲國家中最高。

### 捌、歐元匯價創新高，日圓回軟，亞洲新興國家貨幣升貶不一

國際匯價方面，本年初以來，由於美國經濟疲軟、次級房貸問題嚴重以及國際市場上預期Fed將持續降息，歐元對美元維持強勢，4月22日曾達1歐元兌1.5988美元之歷史新高。4月下旬之後，因歐元區經濟數據不佳，且市場對ECB升息之臆測降溫，歐元回

跌，至5月7日為1歐元兌1.5391美元。但隨後因歐元區第1季經濟成長優於預期，且美國經濟前景疑慮揮之不去，歐元再度攀升，至5月26日為1歐元兌1.5776美元；之後，歐元回檔盤整，但不久恢復持續升值，至6月30日為1歐元兌1.5756美元（圖14），較上年底

升值7.99%。

日圓對美元匯價方面，本年初，由於日本經濟成長高於預期，日圓對美元匯價走堅。1月下旬後，由於出現貿易逆差，日圓回檔盤整。2月下旬起，由於美國經濟疲軟，Fed再度降息之預期升高，加以日圓逐利交易（carry trade）反向平倉操作，日圓

回升，至3月17日為1美元兌97.42日圓之本年最高；之後，受市場預期Fed受限於通膨壓力將暫停降息，且日本央行升息機率不高之影響，日圓震盪走貶，至6月30日為1美元兌106.10日圓（圖15），惟仍較去年底升值4.95%。

圖14 歐元對美元匯率

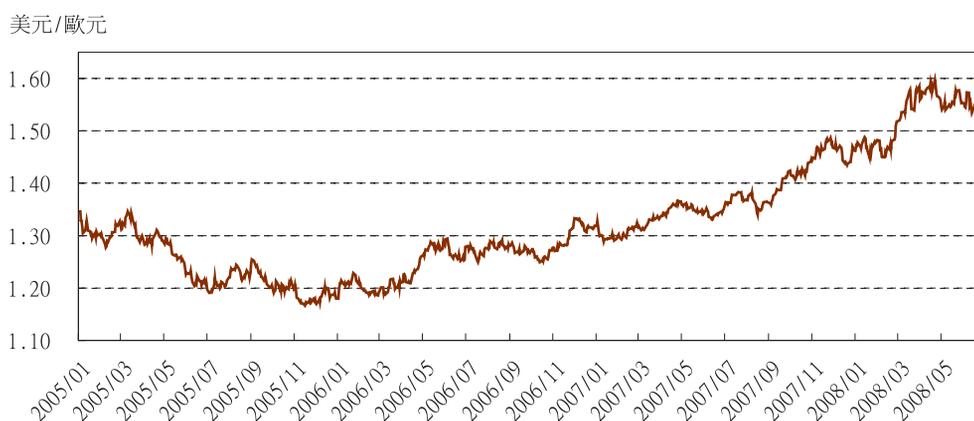
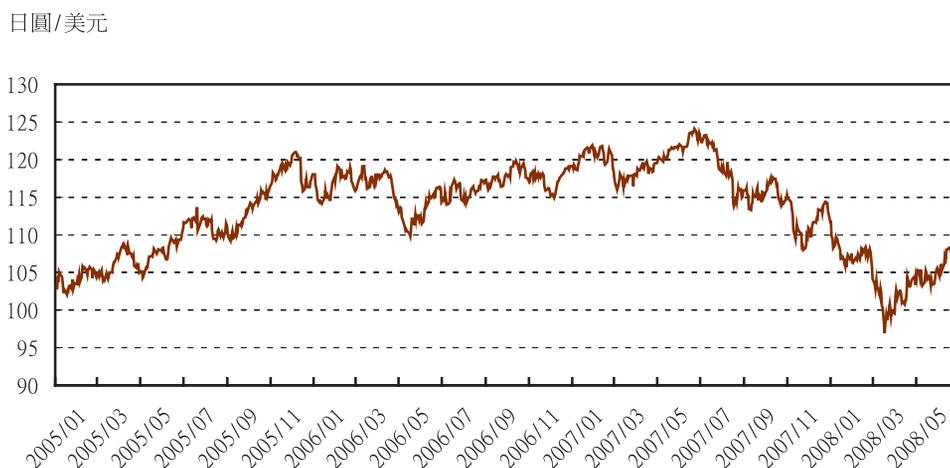


圖15 美元對日圓匯率



在亞洲新興國家方面，本年初以來，由於美國經濟前景不樂觀，且Fed已多次降息，致國際美元持續走貶，亞洲新興國家貨幣，除韓元、菲律賓披索與越南盾外，其餘幣別均對美元升值。惟5月起，因國際能源與糧食價格持續上漲，通膨壓力大增，亞洲國家通貨呈貶多升少。

就個別國家觀之，本年以來，中國因對美國享有鉅額貿易順差，且中國官方對美元維持微幅漸進升值的調整趨勢，人民幣穩步走升。新加坡經濟表現不錯，新加坡元呈現升值，但5月受製造業成長減緩及通膨升溫之影響而呈現貶值。泰國由於通膨升溫及貿易順差縮小，泰銖5月以來呈貶值趨勢。馬來西亞幣本年初以來呈升值趨勢，但其後工

業生產不如預期且受國際油價上漲之影響，5月起回挫。印尼盾價位雖受通膨之威脅，但受惠於國際能源等原物料價格上漲，5月以來僅微幅貶值。南韓因國際油價高漲、出口減緩，復受資本外流等因素之影響，本年以來韓元呈現疲軟趨勢。菲律賓披索則受經濟表現不佳與通膨升溫之衝擊而貶值。越南盾亦於本年3月下旬起，因資本大量外流、通膨惡化等影響而走貶。

6月30日與上年底比較，人民幣、新加坡元、馬來西亞幣、印尼盾與泰銖對美元分別升值6.56%、5.99%、1.21%、1.88%與0.81%；韓元、菲律賓披索及越南盾分別貶值10.94%、7.97%及4.83%。

## 玖、因全球通膨升溫且經濟成長走緩，國際股市下挫

本年初以來，由於美國經濟表現不佳、油價攀升，美元持續貶值，國際股市整體表現疲軟。1月下旬全球股市一度重挫，2月亦因擔憂美國經濟可能陷入衰退，加上全球因原物料價格高漲而面臨通膨壓力，全球股市表現不佳。3月中旬之後，主要國家股市陸續自谷底反彈，主要受惠於市場預期次級房貸問題稍獲緩解，經濟表現亦多良好。

至於亞洲新興國家股市則表現不一。韓國、香港、新加坡、泰國及馬來西亞等股市均自3月下旬出現回升，而中國、印尼、菲律賓及越南股市則仍持續下跌。

5月下旬之後，因通貨膨脹可能拖累經濟成長的憂慮加深，國際股市再次紛紛下挫。6月30日與上年底比較，美國那斯達克及道瓊工業股價指數分別下跌13.55%及14.44%，泛歐股價指數下挫22.48%，日經股價指數下跌11.93%（圖16、17、18、19）。

至於亞洲其他主要股市，越南、上海A股、印度、菲律賓、香港、馬來西亞、新加坡、印尼、南韓及泰國，6月30日與上年底比較，則分別下跌56.92%、48.08%、33.64%、32.07%、20.53%、17.89%、14.75%、14.45%、11.71%及10.43%。

圖16 美國道瓊工業股價指數

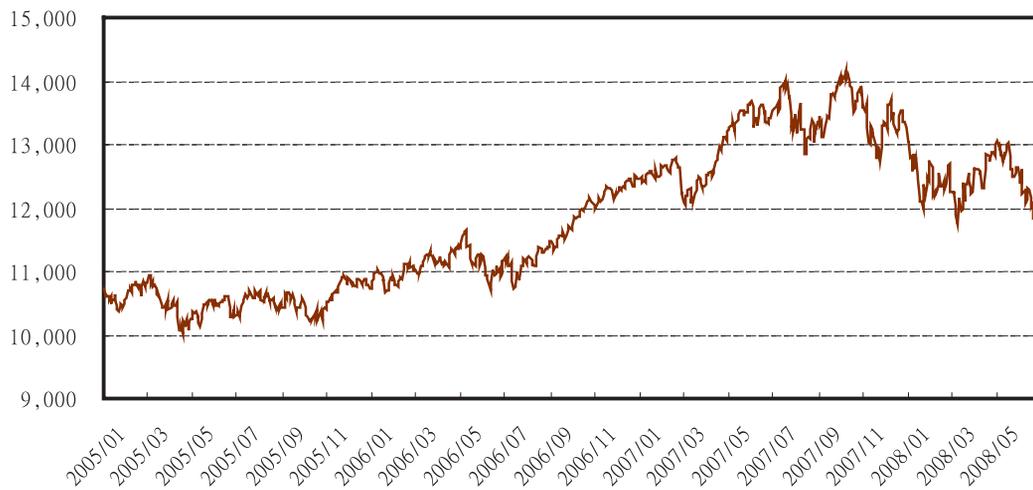


圖17 美國那斯達克股價指數

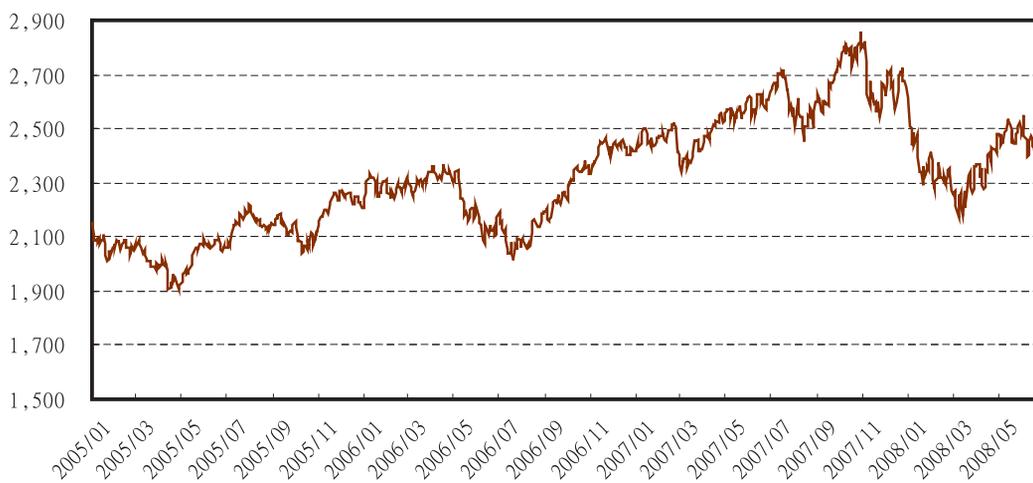


圖18 泛歐股價指數

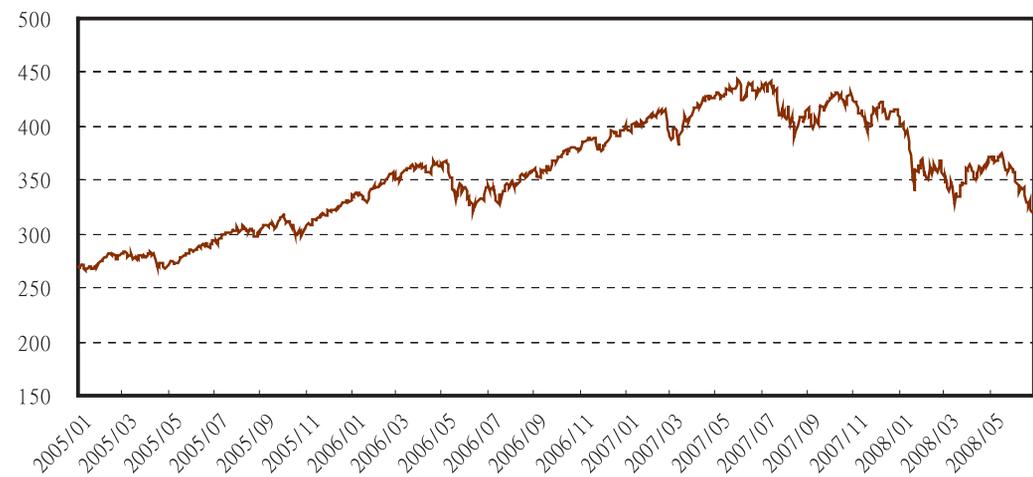
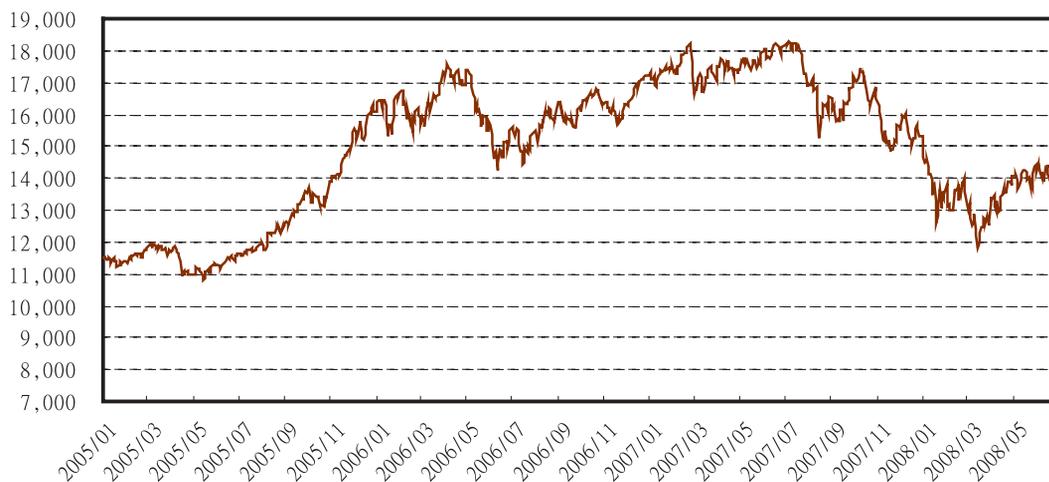


圖19 日本N225股價指數



## 拾、國際商品價格迭創新高

本年初國際商品價格大致呈震盪趨堅走勢，自2月中旬之後，受穀物、貴金屬、基本金屬及原油價格齊步大漲之影響，Reuters/Jefferies CRB（以下簡稱CRB）期貨價格指數漲勢明顯加速，3月13日升抵420.64點後，儘管小麥等穀物及貴金屬價格回落，惟占CRB指數權重較高的國際油價頻創新高，加上近期美國中西部水災嚴重，玉米、大豆等穀物價格高漲，CRB期貨指數於6月27日升抵464.4點之歷史高點，6月30日略降至462.74點，較去年底上升29.0%，其中以能源類與穀物類漲幅最大，分別較去年底上升55.8%及24.4%。JOC指數則自本年初以來，隨油價及金價一路震盪走高，5月19日曾抵136.04點之新高，之後，回檔盤整，至6月30

日為134.89點，較去年底上升17.7%。

油價方面，本年初以來，由於美元走貶、原油需求強勁、產油國地緣政治不安及人為炒作等諸多因素影響，國際油價（美國西德州中級原油價格）震盪走高，本年2月19日突破每桶100美元大關，5月21日達每桶132.78美元；之後獲利了結賣壓出籠，加上美元反彈，油價回跌，至6月4日為122.3美元。之後，因以色列揚言將對伊朗攻擊，中東緊張情勢再起，復因美國經濟表現不佳，美元轉弱，加上奈及利亞減產，及OPEC主席認為本年夏季油價上看每桶150至170美元等不利因素，油價連番大漲，至6月30日為每桶140美元（圖20），較去年底大漲45.8%。

圖20 西德州中級原油及黃金價格



根據美國能源資訊署（EIA）於本年6月10日發布之預測，本年國際油價每桶平均為122.15美元，遠高於上年之72.32美元，明年則將續升至126.00美元。

國際黃金方面，本年初以來，由於油價走高及美元疲軟，加上地緣政治不確定性升高，貴金屬避險需求增加，國際金價（倫敦黃金現貨價格）一路震盪走高，至3月17日

曾抵1,011.25美元之新高；隨後出現獲利了結賣壓，加上美元轉強，金價跌勢加速，至5月1日為853美元。隨後受油價上漲激勵，加上美元轉弱，金價震盪走揚，5月23日達927.50美元，隨後一度回檔至862美元左右，6月30日再回升至930.25美元（圖20），較去年底上漲11.6%。

## 拾壹、影響全球經濟前景之變數

IMF於本年4月發布之「全球經濟展望報告（World Economic Outlook）」中表示，美國次級房貸問題引發之金融市場動盪，已因國際主要銀行損失擴大而更加惡化，儘管各主要國家央行採取強有力的措施，惟流動性問題仍然存在。同時，隨著全球經濟走緩的

跡象日益明顯，股市疲弱不振，匯市波動加劇。

IMF表示，全球經濟成長的風險主要將來自金融市場不斷演變的事件，尤其是與美國次級房貸以及其他結構性信貸商品有關的進一步損失，恐將演變成全面性的信貸緊

縮。

對先進經濟體而言，對金融面不利的衝擊與削弱內需（尤其是透過房市）的交互影響值得關注，特別是美國。新興經濟體雖因貿易及金融管道而曝露於外部風險中，但內需仍具向上潛力。同時，由於國際商品市場供應緊張造成物價上漲，推升核心通膨，亦

加劇通膨壓力升高的相關風險。而全球失衡之相關風險亦值得持續關注。

此外，由於產油國地緣政治風險仍在，益以中國及印度等新興經濟體對能源需求持續擴增，因此預期未來國際油價仍將承受上漲的壓力。

## 附 註

- (註1) 為因應次級房貸危機所引發之流動性緊縮，Fed自上年12月以來陸續設立「短期標售機制」(Term Auction Facility, TAF)、「短期融券機制」(Term Securities Lending Facilities, TSLF)及「主要交易商信用機制 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)」，以挹注市場資金。Fed於5月2日再度宣布將TAF操作金額增至1,500億美元，且擴大TSLF中抵押品的範圍，除原先合格的資產擔保證券與房屋抵押貸款擔保證券外，交易商也可以與AAA/Aaa相關的資產擔保證券抵押，以改善金融市場的金融條件。此外，Fed持續增加與ECB及瑞士央行 (Swiss National Bank, SNB) 的換匯額度，由原300億美元及60億美元，分別增至500億美元及120億美元。
- (註2) 另為增進銀行體系流動性，BOE於4月21日推出「特殊流動性機制」(Special Liquidity Scheme)，讓銀行得以流動性不佳的高評等不動產抵押及其他證券，與BOE暫時交換英國政府公債。

# 國內經濟金融日誌

## 民國97年4月份

- 1日 △行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）預計，自本（97）年7月1日起將對外網路溝通的區域名稱，由原「FSCEY」精簡成「FSC」，以符合世界各國金融監理機構網際網路(Internet)域名命名原則並簡化域名長度，俾利推廣金融監理網際網路相關應用，同時便於民眾透過網路反映金融市場相關意見及建議。
- 3日 △金管會決議，通過富邦金融控股公司申請由海外子公司富邦銀行（香港）轉投資大陸地區廈門市商業銀行，此為首宗國內金融控股公司透過海外子銀行轉投資大陸地區銀行之案件。
- 10日 △國有財產局標售台北市吉林路、長安東路口360坪之國有地，由華固建設以每坪245萬元，總價8.8億元，溢價2倍金額得標，此為總統大選後該局首次釋出大面積國有地。  
△臺灣證券交易所修正營業細則，調整鉅額交易制度3項措施：（1）放寬鉅額交易申報買賣價格範圍與一般交易相同，（2）降低配對交易最低數額標準與逐筆交易相同，（3）開放鉅額交易得借券賣出；前2項措施自本年5月12日起實施，第3項措施則自同年7月28日起實施。
- 17日 △金管會核准南山人壽第1張優體件保險商品，本張「優體壽險」係指依據被保險人吸菸與否、健康狀況、生活方式或家族病史等因素，透過保險公司之核保技術對死亡率風險予以細分，對不同危險分類採取差異化收費之人壽保險；若被保險人經認定符合優體條件者，將可享有較非優體條件者更低廉保險費，或可讓其在相同的保費支出水準之下擁有較高的保障額度；此類商品之間世將使保險商品更加多樣化，且有助民眾提高保險保障。
- 25日 △美國貿易代表署（USTR）公布「特別301條款」名單，台灣仍列入「一般觀察」名單。
- 29日 △銀行公會修正「銀行辦理財富管理及金融商品銷售業務自律規範」，將結構型商品銷售流程，研訂控管措施，以加強銀行對於結構型商品銷售之控管；另金管會亦要求銀行應將該自律規範納入內部作業準則，確實執行各項控管措施，未來如

發現銀行有未確實執行者，則違反銀行法第45條之1，該會可視情節輕重，依同法第129條第7款規定予以適當處分。

### 民國97年5月份

- 8日 △行政院金融監督管理委員會（簡稱金管會）通過核准新加坡商星展銀行概括承受寶華商業銀行之資產、負債及營業（不含保留資產與保留負債），並繼續經營。
- 15日 △金管會決議，同意華南商業銀行合併華南票券金融公司，合併後存續主體為華南商業銀行，合併基準日預訂為97年5月30日。
- 16日 △為緩解國內奶粉上漲壓力，行政院核定機動調降嬰幼兒奶粉等五項奶粉貨品的關稅稅率，調降幅度達50%，實施期間自97年5月16日起至97年11月15日止，為期半年。
- 22日 △金管會核准國泰世紀產物保險股份有限公司及富邦產物保險股份有限公司經營健康保險業務，為開放產險業經營健康險業務後，最先取得主管機關核准該項業務之產險業者。
- 23日 △萬泰銀行股東常會通過減資案，減資565.86億元，減資幅度達67.07%，預計6月底完成減資。
- 27日 △為配合周邊土地漲幅，經濟部工業局決定調高南港軟體園區一期和二期土地租售至每平方公尺8.5萬至9萬元。
- 28日 △即日起調漲國內油品價格，無鉛汽油每公升調漲新台幣3.9元，超級柴油每公升調漲4.4元，汽柴油平均漲幅約13%。
- 30日 △行政院農委會為因應國際肥料及製肥原物料價格上漲，即日起調漲國內肥料價格，政府將吸收漲幅之7成，同時將對農業用油、農業用電及漁業用油予以補貼，以減輕農漁民負擔。為安定農民生產，未來七個月內肥料價格將不再調整。

### 民國97年6月份

- 5日 △行政院召開「穩定物價小組」會議，決議由農委會加強民生物資調度措施，充分供應端午節民生所需。另由經濟部選定米、麵粉、奶粉(鮮乳)、食用油、醬油、蛋、泡麵、衛生紙、洗髮乳、沐浴精(肥皂)等10項民生用品，協調6家量販店及超商平價供應市場所需，並由主計處按旬(每月5日、15日、25日)提報上述商品之價

格變動情勢；如遇重要節日，其他主要農產品價格亦將納入監視。

△行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）通過荷蘭商ING Insurance International B.V.申請籌設安智證券股份有限公司，經營證券經紀商業務。

- 6日 △金管會發布有關證券投資信託基金資產應保持之最低及最高流動比率之修正規範。
- 12日 △立法院三讀通過「臺灣地區與大陸地區人民關係條例」第38條及第92條條文修正案，授權中央銀行會同金管會於兩岸簽訂貨幣清算機制前，可就人民幣在臺灣地區之管理及貨幣清算訂定相關辦法。
- △行政院會通過「公務員廉政倫理規範」。
- 17日 △金管會修正發布「信託業辦理特定金錢信託投資國外有價證券業務應遵守之事項」，凡國外有價證券屬不保本型商品，或發行機構已說明限專業投資人才能投資之商品，銀行均不得主動向客戶推薦。
- 19日 △行政院通過擴大小三通方案，並修正「試辦金門馬祖與大陸地區通航實施辦法」部分條文，即日起台灣人民、外國人、港澳居民得持憑兩岸入出境有效證件，經查驗許可後，由金門、馬祖入出大陸地區。
- △金管會核准美商花旗美邦證券股份有限公司台北分公司於本年6月30日終止營業及解散。
- 20日 △金管會函告銀行辦理股權選擇權、股權交換及股權連結結構型商品業務，其因避險目的持有之股票及指數型股票基金，與被避險商品計價標的相同者，將不受商業銀行投資有價證券之限額限制，惟仍應受商業銀行投資於每一公司之股票、新股權利證書及債券換股權利證書之股份總數，不得超過該公司已發行股份總數百分之五限制。
- 23日 △內政部宣布本年度住宅租金補貼計畫辦理戶數為2萬4千戶，較上年度增加1萬2千戶，將自7月15日至8月15日受理民眾申請。
- 24日 △經濟部核准台灣電力公司採行兩階段調整電價及電費折扣獎勵節能方案。台電將分別於本年7月1日與10月1日調整電價，調幅各為現行電價之12.6%，兩階段調幅合計為25.2%。
- △金管會核准第一產物保險股份有限公司、明台產物保險股份有限公司及華南產物保險股份有限公司經營健康保險業務。

25日 △金管會修正「銀行經營信託或證券業務之營運範圍及風險管理準則」，並開放銀行得申請兼營債券、依金融資產證券化條例及不動產證券化條例發行之受益證券及資產基礎證券承銷及自行買賣業務。

26日 △央行理事會決議調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，自本（97）年6月27日起實施；並調升新台幣活期性存款準備率1.25個百分點，定期性存款準備率0.75個百分點，自本年7月1日起實施。另將本年M2成長目標區由原訂之3%至7%修訂為2%至6%。

△為配合開放大陸觀光客來臺及擴大小三通政策，央行會同金管會訂定「人民幣在臺灣地區管理及清算辦法」暨廢止「金門及馬祖金融機構辦理人民幣現鈔買賣業務要點」，自6月29日起生效。

△金管會修正「大陸地區發行之貨幣進出入臺灣地區應遵行事項辦法」，名稱並修正為「大陸地區發行之貨幣進出入臺灣地區許可辦法」。同時發布「大陸地區發行之幣券進出入臺灣地區限額規定」，自6月27日起，民眾進出入臺灣地區之限額為人民幣二萬元；惟經中央銀行許可辦理人民幣現鈔買賣業務之金融機構，自行或委託臺灣地區金融機構向境外拋補人民幣現鈔之金額，不受此限。

△行政院會通過「調整兩岸證券投資方案」，未來將鬆綁措施如下：

- (一) 基金型態之外國機構投資人得免出具資金非來自大陸地區之聲明書。
- (二) 開放國內業者募集之指數型基金(ETF)可至香港上市，並同意香港ETF來台上市交易。
- (三) 開放香港交易所掛牌企業得來台第二上市(櫃)暨發行台灣存託憑證(TDR)等有價證券，吸引台商回台上市。
- (四) 開放證券商直接投資大陸基金管理公司、期貨公司及間接投資大陸證券公司，並開放期貨商直接、間接投資大陸期貨公司，以及證券投資信託事業直接、間接投資大陸基金管理公司。至於直接投資部分，亦將透過兩岸協商機制與大陸簽署合作備忘錄(MOU)。
- (五) 放寬基金投資涉陸股之海外投資限制。

△內政部修正發布「住宅補貼作業規定」，放寬無自有住宅之認定，增列「申請人二年內購置住宅並已辦理貸款者」亦可申請購置住宅貸款利息補貼，明定申請補助條件與程序，並調降購置住宅、修繕住宅優惠貸款借款人負擔之利率。

27日 △中央銀行首次發布我國金融穩定報告。

28日 △行政院因應景氣專案小組第一次會議決議推動八大挽救股市措施：

- (一) 鼓勵四大基金積極選擇優良投資標的持續逢低承接，並積極進場，長期持有。
- (二) 鼓勵保險業資金選擇優良投資標的逢低承接、長期持有，並引導資金投入專案投資與愛台十二項建設相關的公共投資，擴大內需，促進經濟發展。
- (三) 研議運用臺灣銀行等持有的公有不動產，在金控公司架構下，成立土地開發公司，以改善土地運用，增加其價值。
- (四) 鼓勵壽險業者購買ETF，將研議調整壽險業資本適足率（RBC）的ETF風險係數。
- (五) 鼓勵各類財團法人的保險型基金選擇優良投資標的承接持有。
- (六) 證交所及櫃買中心積極鼓勵上市櫃公司實施庫藏股。
- (七) 針對上市櫃公司董監事持股不足部分，要求盡速回補。
- (八) 證交所及櫃買中心積極鼓勵上市櫃公司舉辦業績發表會，以增強投資人對臺股的信心。

30日 △中央銀行核准包括台銀、土銀、合庫、彰化、第一、華南、元大、台北富邦、國泰世華、中國信託、上海商銀、金門縣信合社、兆豐國際、台灣中小企銀等14家銀行、1,240分行開辦人民幣兌換業務，並准許67家外幣收兌處辦理收兌人民幣業務。

△經濟部宣布新版節能減碳獎勵方案，自本年7月1日起，凡一般家戶和國民中小學用電度數與去年同期比，維持不變或者減少5%者可享95折優惠；度數減少介於5%以上、未達10%者，可享9折；度數減少10%以上者，可享8折優惠。



# 國際經濟金融日誌

## 民國97年4月份

- 1日 △世界銀行發布「東亞經濟展望」報告，下修本年東亞新興經濟體（不包括日本及印度）之經濟成長率預測值0.9個百分點至7.3%，明年則略為調升至7.4%。
- 2日 △亞洲開發銀行（ADB）發布2008年最新「亞洲經濟展望」報告，將本年亞洲地區（不包括日本）的經濟成長率預測值維持在上年9月預測之7.6%，明年則略升至7.8%。
- 9日 △國際貨幣基金（IMF）發布「全球經濟展望」報告，下修本年全球經濟成長率預測值0.4個百分點至3.7%，明年則略升至3.8%。
- 10日 △英格蘭銀行（BOE）將該行14天期附買回利率（repo rate）調降1碼至5.00%，係5個月以來第三度降息，惟利率仍居七大工業國家（G7）之冠。  
△新加坡貨幣管理局（MAS）為了抑制26年來最嚴重的通膨，宣布進一步緊縮貨幣政策，讓新加坡元在其名目有效匯率波動區間向上移動（upward shift），亦即容許新加坡元強勢，致新加坡元對美元匯率當日大幅升值1.5%。
- 16日 △中國人民銀行宣布，自本年4月25日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點至16%之歷史新高，係該行本年以來第三度調升存款準備率。
- 21日 △英格蘭銀行（BOE）推出「特殊流動性機制」（Special Liquidity Scheme），讓銀行得以流動性不佳的高評等不動產抵押與其他證券，與BOE暫時交換（swap）等同現金的英國政府公債（UK Treasury Bills），以增進銀行體系流動性。該計畫預計實施6個月，交換期限至少1年，並得以延長至3年，預估金融機構的使用額度可能達500億英鎊。
- 23日 △中國財政部宣布，自本年4月24日起將證券交易印花稅率由現行之0.3%調降為0.1%。
- 25日 △南韓央行公布本年第1季經濟成長率為5.7%，至於與上季比之季變動率則由上年第4季之1.6%降至0.7%，為2004第4季以來最低。
- 30日 △Fed宣布調降聯邦資金利率目標1碼至2.00%，係2007年9月以來第七度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至2.25%。

△日本央行發布半年度經濟展望報告，調降2008會計年度經濟成長率預測值，由上年10月預測之2.1%下修至1.5%。不含生鮮食品的核心CPI年增率預測值，則由上年10月預測之0.4%上修至1.1%。

### 民國97年5月份

- 2日 △香港金融管理局將貼現窗口基本利率調降1碼至3.5%。
- 6日 △考量國際原油與大宗物資價格持續上漲，通膨已呈現惡化，印尼央行宣布調高官方利率（BI rate）1碼至8.25%，此係自2005年12月以來連續降息14次後，首度升息。
- 12日 △中國人民銀行宣布，自本年5月20日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點至16.5%之歷史新高，係該行本年以來第四度調升存款準備率。
- 23日 △新加坡本年第1季拜生技業強勁復甦之賜，經濟成長率由上年第4季之5.4%上升至6.7%；新加坡貿工部將本年經濟成長率預測值維持於本年初所設定的4%~6%。
- 29日 △菲律賓本年第1季受美國景氣疲軟及披索升值導致出口減緩之影響，經濟成長率由上年第4季之7.4%大幅滑落至5.2%；菲律賓國家經濟發展署並將本年經濟成長率預測值由6.3%~7.0%調降至5.7%~6.5%。

### 民國97年6月份

- 5日 △考量全球糧食與能源價格高漲，通膨明顯增溫，印尼央行宣布調高官方利率（BI rate）1碼至8.5%，係本年第二度升息。  
△為抑制通膨壓力，菲律賓央行宣布調升隔夜存款利率及隔夜貸款利率各0.25個百分點至5.25%及7.25%，為本年以來首度升息。
- 7日 △中國人民銀行宣布，自6月15日及25日起分別調升金融機構存款準備率各0.5個百分點，合計1個百分點至17.5%，續創歷史新高，亦為本年以來第五度調升存款準備率。
- 10日 △美國能源資訊署（EIA）公布本年西德州中級原油平均價格預測值為每桶122.2美元，較5月之預測值上修12.7美元。  
△為抑制逐漸惡化的通膨壓力，越南央行宣布自11日起將基準利率由12%調升至14%，重貼現率由11%提高至13%，再融通利率則由13%調高到15%。

- 11日 △為抑制日益升高之通膨壓力，印度央行調升貼現利率1碼至8.0%，為自上年3月以來首度升息。
- 13日 △八大工業國（G8）財長結束在日本大阪為期2天的會議，並發表聯合聲明指出，商品價格不斷飆升，尤其是糧食及石油，已對全球經濟構成嚴重威脅，且恐助長全球通膨。G8財長呼籲產油國增產、提升煉油能力，並力促市場透明化。
- 24日 △鑑於通膨持續惡化，印度央行緊急調升貼現利率2碼至8.5%，為本月以來第二度升息。
- 26日 △越南通膨持續惡化，本年6月通膨率高達26.8%，為連續8個月達到兩位數，創下1992年以來的新高。



## 中央銀行出版品一覽

序號	書刊名稱	統一編號	版期	售價 (元)	出版單位名稱
1	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	1009502856	圖書	190	業務局
2	臺幣・新臺幣圖鑑	012029870018	圖書	3,500	發行局
3	金融業務參考資料	2005800020	月刊	60	金融業務檢查處
4	金融機構業務概況年報	2005900017	年刊	320	金融業務檢查處
5	本國銀行營運績效季報	2008600047	季刊	240	金融業務檢查處
6	金融機構重要業務統計表	2005900016	年刊	320	金融業務檢查處
7	金融監理與風險管理選輯	1009500679	圖書	400	金融業務檢查處
8	中華民國金融統計月報	2005100020	月刊	100	經濟研究處
9	中央銀行季刊	2006800019	季刊	250	經濟研究處
10	中央銀行年報	2005100018	年刊	250	經濟研究處
11	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	2005100019	年刊	250	經濟研究處
12	中華民國資金流量統計	2005900018	年刊	350	經濟研究處
13	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	2005700016	年刊	350	經濟研究處
14	國際金融參考資料	2006700023	不定期	300	經濟研究處
15	Financial Statistics	2007000052	月刊	40	經濟研究處
16	中華民國國際收支平衡表季報	2007000029	季刊	55	經濟研究處
17	中華民國中央銀行之制度與功能 (80年版)	012062810024	圖書	350	經濟研究處
18	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	012062850033	圖書	500	經濟研究處
19	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	1009203273	圖書	500	經濟研究處
20	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	1009203552	圖書	600 (精裝)	經濟研究處

21	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	1009501943	圖書	350	經濟研究處
22	各國中央銀行法選譯(第一輯)	012061810019	圖書	500	經濟研究處
23	各國中央銀行法選譯(第二輯)	012061820026	圖書	500	經濟研究處
24	各國中央銀行法選譯(92年版)	1009203958	圖書	600	法務室
25	各國中央銀行法選輯(2003年版) 《中英對照本》	1009302083	圖書	1200	法務室
26	中央銀行業務規章彙編上冊 (94年12月修訂版)	1009405080	圖書	580	法務室
27	中央銀行業務規章彙編下冊 (94年12月修訂版)	1009405081	圖書	450	法務室
28	中央銀行規章彙編上冊 (95年12月修訂版)《中英對照本》	1009600601	圖書	1040	法務室
29	中央銀行規章彙編下冊 (95年12月修訂版)《中英對照本》	1009600602	圖書	880	法務室
30	認識通貨膨脹	012072880010	圖書	贈閱	秘書處
31	認識中央銀行	012072890017	圖書	贈閱	秘書處
32	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻	1009004168	圖書	贈閱	秘書處
33	The Central Bank of China (Taiwan)	1009200895	圖書	贈閱	秘書處
34	印刷科技季刊	2007300032	季刊	100	中央印製廠
35	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	1009200061	圖書	600	中央造幣廠



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 222 分機

傳真號碼：03-3295528



## 中央銀行季刊 (第三十卷第二期)

發行人：彭淮南  
主編：嚴宗大  
編輯委員：葉榮造 林宗耀 張炳耀 盧志敏 李光輝  
楊綦海 汪建南 黃富櫻 陳一端 侯德潛  
行政編輯：楊綦海  
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/economic/publication/maga2/publish\\_04.asp](http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/maga2/publish_04.asp)  
電話：(02) 2357-1530  
電子出版品電話：(02) 2357-1724  
出版年月：中華民國 97 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

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

◆ 版權所有・未經同意・請勿轉載 ◆