

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第47卷第3期

中央銀行 編印

中華民國 114 年 9 月

中央銀行季刊

第47卷 第3期

中央銀行 編印

中華民國 114 年 9 月

中央銀行季刊

目錄 第47卷 第3期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
---------------------	---------	---

論著與分析

央行政策利率對市場利率的傳遞效果	蕭 宇 翔	5
------------------------	-------	---

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國114年第2季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	45
國際收支	國 際 收 支 科	55
貨幣與信用	金 融 統 計 科	63
金融市場	金 融 統 計 科	69
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢（民國114年第2季）	國 際 經 濟 科	91

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國114年7月至9月）	國 內 經 濟 科	111
國際經濟金融日誌（民國114年7月至9月）	國 際 經 濟 科	115

中央銀行理監事聯席會議決議

(114年9月18日發布)

一、國際經濟金融情勢

本(2025)年6月本行理事會會議以來，伴隨美國關稅政策逐漸明朗，不確定性對全球景氣之衝擊趨緩，全球製造業景氣略回升；國際機構上修本年全球經濟成長預測值，惟仍低於上(2024)年。近期國際原油及穀物等原物料價格雖略回升，國際機構預期本年全球通膨持續降溫。

6月以來，主要央行貨幣政策步調不一；美國聯邦準備體系(Fed)重啟降息；日本央行(BoJ)仍暫停升息；歐洲央行(ECB)則暫停降息；中國人民銀行續採寬鬆貨幣政策。市場對主要經濟體央行貨幣政策調整步調之預期，增添國際金融市場波動。

展望未來，美國關稅政策後續發展、主要央行貨幣政策動向、中國大陸經濟成長放緩，以及地緣政治衝突與氣候變遷等，均增添全球經濟金融前景之不確定性。國際機構預期明(2026)年全球經濟成長率略高於本年，全球通膨率將續降。

二、國內經濟金融情勢

(一) 今年上半年經濟成長6.75%，優於預期。7月以來，續受惠人工智慧(AI)等新興科技應用需求強勁，出口大幅成長，民間投資亦續擴增；

惟民間消費成長趨緩。在上年下半年基期已高下，本行預測本年下半年經濟成長率為2.51%，全年為4.55%(主要機構預測值詳附表1)。勞動市場方面，近月就業人數續增，失業率較上年同期下降，薪資溫和成長；惟企業減班休息人數增加，主要係部分製造業受美國關稅政策衝擊所致。

展望明年，新興科技應用需求可望續旺，惟美國關稅措施持續抑制全球貿易量成長，且因基期較高，預期台灣出口及民間投資成長減緩；民間消費則可望回溫，本行預測明年經濟仍溫和成長，為2.68%。

(二) 近月受天候因素影響，蔬果等食物類價格居高，消費者物價指數(CPI)年增率回升；1至8月平均CPI年增率為1.83%，核心CPI年增率則為1.64%。本行預估本年下半年通膨壓力溫和，全年CPI與核心CPI年增率預測值分別為1.75%、1.67%(主要機構預測值詳附表2)，低於上年之2.18%、1.88%。至於明年，國際機構預期油價低於本年，加以國內服務類通膨可望維持緩降走勢，本行預測明年台灣

CPI及核心CPI年增率分別續降為1.66%、1.64%。國際大宗商品與國內服務類價格走勢，以及天候因素，可能影響未來國內通膨發展。

(三) 國內市場流動性充裕，近月長短期市場利率小幅波動，本年6至8月銀行體系超額準備平均近400億元；1至8月日平均貨幣總計數M2及全體銀行放款與投資平均年增率分別為4.24%、6.99%

三、本行理事會一致同意維持政策利率不變綜合國內外經濟金融情勢，考量本年國內通膨率將降至2%以下，明年可望續降；此外，預期本年國內經濟穩健成長，明年經濟成長力道尚屬溫和。為審慎因應全球經濟前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本行理事會認為本次維持政策利率不變，將有助整體經濟金融穩健發展。

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，分別維持年息2%、2.375%及4.25%。

本行將密切關注美國關稅政策衝擊、主要經濟體貨幣政策調整步調、中國大陸經濟成長放緩風險，以及地緣政治衝突、極端氣候等不確定性對國內經濟金融與物價情勢之影響，適時調整貨幣政策，以達成維持物價穩定與金融穩定，並於上述目標範圍內協助經濟發展之法

定職責。

四、本行於上年8月中旬採取道德勸說，請銀行自主管理未來一年(上年第4季至本年第4季)之不動產貸款總量，嗣於同年9月第七度調整選擇性信用管制措施。

實施以來，銀行受限貸款成數下降，民眾看漲房價預期心理趨緩，房市交易持續降溫，房價漲勢減緩；本國銀行辦理無自用住宅民眾購屋貸款占購置住宅貸款之比率持續上升，都更危老重建貸款占建築貸款之比率亦持續增加。全體銀行不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度)由上年6月底之高點37.61%，緩降至本年8月底之36.71%。

本行將持續關注銀行信用資源集中不動產貸款情形，期引導信用資源支應無自用住宅者購屋、都更危老重建、社會住宅等配合政府政策相關用途，以及生產事業實質投資所需之資金。同時，檢視本行選擇性信用管制措施之執行成效，並密切關注房地產相關政策對房市的可能影響，適時調整相關措施內容，以促進金融穩定及健全銀行業務。

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

附表1 主要機構對本、明年台灣經濟成長率預測值

單位：%

預測機構		2025年(f)	2026年(f)
國內機構	中央銀行(2025/9/18)	4.55	2.68
	台大國泰(2025/9/15)	4.50	2.00
	主計總處(2025/8/15)	4.45	2.81
國外機構	Citi(2025/9/15)	3.50	2.50
	Goldman Sachs(2025/9/15)	5.00	2.02
	S&P Global Market Intelligence(2025/9/15)	4.25	1.78
	Barclays Capital(2025/9/12)	5.00	0.70
	BofA Merrill Lynch(2025/9/12)	5.20	2.00
	J.P. Morgan(2025/9/12)	5.80	1.90
	Morgan Stanley(2025/9/12)	4.90	3.70
	Nomura(2025/9/12)	4.60	2.70
平均值		4.70	2.25

附表2 主要機構對本、明年台灣CPI年增率預測值

單位：％

預測機構		2025年(f)	2026年(f)
國內機構	中央銀行(2025/9/18)	1.75 (CPI) 1.67 (核心CPI*)	1.66 (CPI) 1.64 (核心CPI*)
	台大國泰(2025/9/15)	1.80	1.60
	主計總處(2025/8/15)	1.76	1.64
國外機構	Citi(2025/9/15)	1.70	1.80
	Goldman Sachs(2025/9/15)	1.54	1.00
	S&P Global Market Intelligence(2025/9/15)	1.73	1.60
	Barclays Capital(2025/9/12)	1.80	1.50
	BofA Merrill Lynch(2025/9/12)	1.60	1.30
	J.P. Morgan(2025/9/12)	1.70	1.30
	Morgan Stanley(2025/9/12)	1.90	1.70
	Nomura(2025/9/12)	1.80	1.90
平均值		1.73	1.55

* 核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

央行政策利率對市場利率的傳遞效果*

蕭宇翔**

摘 要

本文檢視2003年後，台灣央行理事會調整利率是否能有效影響各種市場利率，估計貨幣市場利率與銀行存放款利率反應央行政策利率調幅的比率，並分析央行調整政策利率係如何傳遞至各種市場利率。本文發現，雖然2003年後銀行已鮮少運用央行的貼現窗口，央行仍能透過調整定期存單發行利率有效引導市場利率，然而在2003~2019年間，央行存單發行利率的調幅普遍小於重貼現率，致市場利率與重貼現率出現脫鉤情形。本文實證顯示，貨幣市場利率、銀行存放款利率多接近100%轉嫁28天存單利率的調幅，且不存在不對稱轉嫁情況，此外，央行存單利率變動傳遞至各種市場利率的鏈結程度亦高於重貼現率，顯示央行存單利率與市場利率間的關聯性較重貼現率為高，較能反映央行利率政策實際的調幅。2020年起，央行重貼現率與存單利率改為同幅調整，貨幣市場利率、銀行定期性存款利率與放款利率普遍接近100%反應央行在2022年後的升息循環，且各種利率間的鏈結程度亦較之前提升，顯示央行調整政策利率確實能有效傳遞至各種市場利率。

關鍵詞：貨幣政策、利率轉嫁、利率管道

JEL分類代號：E43, E52, E58

* 本文初稿完成於113年11月，114年8月修正完稿。作者感謝兩位匿名審稿人與中央銀行吳局長懿娟、曹處長體仁、廖行委俊男、劉研究員兼科長淑敏、張研究員兼科長天惠及其他經濟研究處與業務局同仁給予之寶貴意見。本文觀點為作者個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

** 中央銀行經濟研究處助理研究員。

壹、緒 論

央行貨幣政策能否有效影響實體經濟活動，達成其經營目標，相當程度取決於市場利率能否反應央行政策利率的調幅，因為這關係到多種貨幣政策傳遞管道的有效性。例如，央行貨幣政策透過影響銀行存放款利率，經由利率管道 (interest rate channel) 使廠商與家計部門調整投資行為與消費、儲蓄的選擇 (Goodfriend and King, 1997)；較高的利率使抵押品價值下降，致廠商與家計單位的融資條件受到限制，透過資產負債表管道 (balance sheet channel)，影響廠商投資行為，與家計單位對耐久財的消費行為 (Kiyotaki and Moore, 1997)；此外，較高的利率使資產價格下滑，經由財富管道，對家計單位消費產生緊縮效果 (Lettau and Ludvigson, 2004)；Drechsler et al. (2017) 則是指出銀行存款利率提高，致銀行存款增加，進而提高銀行放款的能力，使銀行放款供給增加，該文稱此為銀行存款管道 (bank deposit channel)。

除關心對短期貨幣市場利率是否隨央行政策利率的調整而變化外，銀行存款利率與放款利率是否隨之調整，對家計單位消費行為與廠商投資行為亦有重要影響。特別是對於國內債券市場規模不大，且中小企業比重高的台灣而言，多數企業主要透過銀行融資取得資金；而存款為台灣家庭部門主要資產項目之一，房貸則為主要負債，對一般家計

單位而言，存款利率或房貸利率的升降最能直接感受央行貨幣政策的變化。

貨幣市場批發利率與銀行零售利率 (存款與放款利率) 等市場利率反應央行調整政策利率的幅度稱為利率轉嫁 (interest rate pass-through)。歐美的研究常發現，存款利率對政策利率的轉嫁幅度普遍較低，也就是未能完全反應政策利率的調幅，且有易降難升的不對稱轉嫁情況；放款利率的轉嫁程度相對較高，但亦多未完全反應政策利率的調幅 (Driscoll and Judson, 2013；Bernhofer and Treeck, 2013；Drechsler et al., 2017；Messer and Niepmann, 2023；Ferstl, Graf, and Kwapil, 2024)。Gregor et al. (2020) 整理了52篇國外實證研究的結果指出，平均而言銀行放款利率約轉嫁8成政策利率的調幅。近期部分研究更發現，對於美國與歐元區在2022年後啟動的最新一波升息循環，銀行存放款利率轉嫁政策利率調升的幅度普遍較之前更低 (如Kang-Landsberg et al., 2023；Messer and Niepmann, 2023；Beyer et al., 2024)。

國內對於台灣央行能否有效影響市場利率則有不同的看法，陳虹宇等 (2021)、許嘉棟 (2023) 認為2003年後，國內銀行體系資金充裕，銀行不再向央行貼現窗口融通，重貼現率與市場利率脫鉤，央行貨幣政策難以有效影響市場利率。然而，高崇瑋與萬哲

鈺 (2014) 以隔拆利率作為央行政策利率的實證研究發現，台灣的銀行放款利率完全轉嫁政策利率的調幅，存款利率轉嫁幅度則有8成，且即使在全球金融危機後的低利率期間，央行仍可有效影響銀行存放款利率，傳遞貨幣政策效果。

本文針對2003年以後，國內學者質疑央行能否有效引導市場利率的時期，分析台灣利率轉嫁的程度，檢視各種市場利率是否能反應央行調整政策利率的幅度，完成反應的政策利率變化所需的時間，以及央行政策利率如何傳遞至各種市場利率，據以評估台灣央行利率操作的成效，以及利率傳遞管道的有效性。

在分析方法上，本文運用兩種計量模型，首先，運用轉嫁模型檢視市場利率的利率轉嫁幅度，分析貨幣市場利率與銀行存放款利率反應央行政策利率調幅的比率，以及反應政策變動的速度；接著，本文應用 Diebold and Yilmaz (2019) 的方法，以向量自我迴歸模型 (vector autoregression, VAR) 與預測誤差變異數分解 (forecast error variance decomposition) 的分析架構，檢視央行政策利率與各種市場利率間的鏈結與傳遞關係。本文亦檢驗央行政策利率與市場利率間的傳遞關係，在不同時期是否有所差異。

本文的實證分析與既有的國內研究有幾點不同，首先，過去文獻多使用月頻率或季頻率資料，本文則是使用更高頻的週資料。

較高頻的資料除可更細緻地探討調整政策利率傳遞至市場利率的速度外，亦有助判斷政策利率與市場利率間的因果關係，例如，若市場利率在央行調整政策利率的幾天後就完成反應，以月或季頻率資料進行分析，就難以判斷利率先後變化的因果影響關係。

接著，國內研究多使用隔拆利率作為央行政策利率的替代變數，然而央行理事會係決定是否調整重貼現率，隔拆利率其實非央行官方宣稱的政策利率，且由於隔拆利率為市場利率，該利率的波動亦包含與央行貨幣政策立場無關的因素，不易釐清純粹的貨幣政策變化。中央銀行 (2020, 2024) 指出，2000年以後，由於國內銀行體系資金充裕，銀行體系鮮少再應用央行的貼現窗口，而央行為調節銀行體系資金與控制準備貨幣規模，每日發行央行存單進行公開市場操作，沖銷市場餘裕資金，央行存單發行的規模穩定，且存單發行申購利率在央行理事會調整重貼現率時隨之調整，因此，央行存單發行利率遂成為引導市場利率的重要指標。是以，本文使用央行存單發行利率與重貼現率作為衡量央行貨幣政策立場的指標，分析對市場利率的傳遞效果。

此外，央行曾在不同時期調整利率操作策略 (楊金龍, 2022)，可能影響市場利率與央行政策利率間的關係，在探討央行政策利率對市場利率的傳遞效果時，也需考量不同時期台灣央行利率操作發生改變的情形。因

此，本文根據央行採行不同利率操作策略的期間，檢視不同時期央行政策利率對市場利率的傳遞效果。

本文結構安排如下，第一節為緒論，第二節回顧有關利率傳遞的國內外文獻，第三

節說明本文的實證資料，第四節分析市場利率對央行調整利率的反應程度，第五節衡量央行政策利率與市場利率的鏈結程度，第六節為結論與建議。

貳、文獻回顧

利率管道普遍被認為是最重要的貨幣政策傳遞管道 (Goodfried and King, 1997 ; Greger et al., 2020 ; Beyer et al., 2024)。此外，許多經濟體並非如同美國係直接金融發達，而是仰賴間接金融籌資，因此銀行存放款利率是否確實轉嫁央行政策利率的調幅，對央行貨幣政策的傳遞與成效相當重要。

然而，對美國與歐元區的研究多發現，銀行存放款利率的利率轉嫁幅度多是不完全的，亦即銀行利率未能充分反應央行政策利率的調幅，且普遍有不對稱轉嫁的情況，即面對央行升息與降息，銀行利率的轉嫁程度並不相同。Driscoll and Judson (2013) 發現，美國銀行的各種存款利率平均轉嫁44%~92%利率的調幅，且存款利率不會隨Fed調升政策利率而完全反應其調幅，但會隨Fed降息充分調降存款利率。Driscoll and Judson (2013) 認為這個現象可能與銀行在改變報價時面臨的調整成本有關，只有在調整帶來的利潤大於成本時才會調整利率報價，由於上調存款利率會增加銀行的負擔 (需支

付更多利息)，但不一定能馬上吸引更多存款，因此調價的誘因不如利率下跌時強烈。Drechsler et al. (2017) 亦發現美國存款利率有明顯易降難升的不對稱轉嫁情形，該文認為，造成存款利率易降難升的情形，與銀行間的競爭程度有關，在該地區占比愈高的銀行，與其他銀行間的競爭程度就愈低，則該銀行就愈能訂定較低的存款利率，導致貨幣市場利率高於存款利率。

對歐元區的研究也發現存放款利率具不完全轉嫁的情況，且不同利率的轉嫁程度不同。Bernhofer and Treeck (2013) 對歐元區的研究發現，房貸利率、長期放款利率與定存利率的長期轉嫁幅度達100%，消費者放款與短期放款利率的轉嫁幅度為80%，活期存款利率的轉嫁幅度最低，僅50%，且歐元區內不同國家的銀行零售利率轉嫁幅度也有明顯差異。Ferstl et al. (2024) 對奧地利與歐元區的研究也有相近的結果，奧地利銀行的存放款利率長期約轉嫁74%~88%歐洲央行 (European Central Bank, ECB) 政策利率的調

幅，普遍高於歐元區國家長期的平均轉嫁幅度43%~79%，且無論是活期性與定期性存款，家計單位存款利率的轉嫁幅度均小於非金融機構的存款利率。

Messer and Niepmann (2023) 認為，歐元區內各國利率轉嫁程度不一，與各國的金融機構集中度、銀行體系流動性及放款機會等因素有關，若金融機構高度集中，反映銀行間競爭程度較低，則銀行存款利率的轉嫁程度會較低；且銀行體系資金充裕的國家，如流動性覆蓋比率 (liquidity coverage ratio) 高或銀行持有較多的超額準備，較不會為了吸收資金，隨緊縮貨幣政策而調升銀行存款利率。

Gregor et al. (2020) 整理了52篇涵蓋各國實證研究的結果進行統合分析 (meta-analysis)，該文指出，平均而言銀行放款利率約轉嫁8成政策利率的調幅，呈不完全轉嫁，且長期放款利率轉嫁幅度小於短期放款利率，對消費者的放款利率轉嫁幅度小於對企業的放款利率，此外，若該國金融發展程度愈高，利率的轉嫁幅度普遍愈高。

不同時期面臨不同的經濟金融情況，利率轉嫁程度也有不同。Hristov et al. (2014) 即發現全球金融危機後，長期維持低利率，且銀行體系準備金充裕的時期，歐元區的利率轉嫁幅度有下降的情形。Wang (2024) 亦指出，在聯邦資金利率低於2%的低利率期間，銀行存款與放款利率轉嫁幅度均有降

低的情形，例如，可調利率房貸 (adjustable-rate mortgage) 的貸款利率其轉嫁幅度在聯邦資金利率高於2%時達70%，在低於2%的低利率時期，利率轉嫁僅剩32.6%。

當全球通膨在COVID-19疫情後快速攀升，各國央行於2022年起啟動一波升息循環，市場利率是否能反應央行的升息幅度再度受到注目。Kang-Landsberg et al. (2023) 卻發現，雖然聯邦資金利率從升息前的0.08%，至2022年第4季已上升至3.7%，然而同期間銀行存款的平均利率仍僅有1.4%。該文指出，至2022年第4季為止，面對疫情後的這波升息循環，美國銀行的平均存款利率僅反應聯邦資金利率40%左右的升幅。

Messer and Niepmann (2023) 與Beyer et al. (2024) 對歐元區的研究也有相似的結果，面對疫情後ECB啟動的升息循環，歐元區銀行存款利率的轉嫁幅度較之前更低。家計單位與非金融機構的隔夜存款 (overnight deposit rate) 利率對此波升息的轉嫁幅度分別僅8%與18%，家計單位與非金融機構定存利率轉嫁幅度約為70%與82%，房貸利率轉嫁約60%，對非金融機構放款利率的轉嫁幅度最高，達85%。Beyer et al. (2024) 指出，銀行業集中程度越高的國家，在升息循環時存款利率轉嫁程度較低；而銀行流動性愈充足，如放款對存款比率愈低或超額準備愈高，存款利率的轉嫁程度也較低。

針對台灣利率轉嫁的研究，相關的實

證研究並沒有得到一致的結果。何棟欽 (2001)、Wang and Lee (2009)、Wang and Thi (2010) 等研究發現，無論存款利率或放款利率，利率轉嫁皆不完整，且轉嫁幅度相當低，何棟欽 (2001) 研究顯示，放款利率僅反應隔拆利率調幅的5.8%；Wang and Lee (2009)、Wang and Thi (2010) 則是發現，存款利率與放款利率的轉嫁幅度分別為16.3%與25%，這樣的實證結果隱含了央行貨幣政策可能不易有效傳遞。國內部分學者更質疑2002年以後，台灣央行利率操作的成效。陳虹宇等 (2021, P.65) 指出，2002年後，在國內金融體系資金充裕的情況下，銀行不會向央行貼現窗口融通，央行重貼現率已失去了實際功能，無法有效引導市場利率的變動；許嘉棟 (2019, 2023) 則是認為，2002年以來隔拆利率等市場利率低於重貼現率，政策利率與市場利率長期脫節，導致央行的利率政策只具宣示意義，不具實質作用。

近期的實證研究則是多認為，央行政策利率變動仍可顯著影響市場利率。高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 使用2001~2011年的資料，以隔拆利率作為央行政策利率的替代變數，分析存放款利率的利率轉嫁幅度，實證顯示，銀行定期性存款利率的轉嫁幅度約達80%，

放款利率的轉嫁幅度則普遍略高於100%，均遠高於過去研究的結果，且定期性存款利率與放款利率在不到兩個月內完全反應政策利率的變化。該文更指出，即使在全球金融危機後，低利率的期間，央行仍可透過調整政策利率影響銀行存放款利率，有效地傳遞貨幣政策效果。

康濟虹、王泓仁與陳南光 (2017) 使用2001~2010年的資料進行實證，研究發現未預期的重貼現率調整對短期貨幣市場利率或長期公債利率均有立即且顯著影響。當重貼現率無預警調升1個基本點時，隔夜拆款利率即上升約0.14個基本點，30天期商業本票利率約上升0.31個基本點，180天期商業本票利率上升0.54個基本點，10年期公債殖利率則上升0.19個基本點。何怡滿與袁崇訓 (2018) 實證研究顯示，央行重貼現率變動會影響金融業隔拆利率，再透過金融業隔拆利率影響銀行存放款利率。蕭宇翔 (2021) 實證發現，當發生重貼現率上升一個標準差的衝擊，對30天期商業本票利率有顯著的正向效果，且不論在景氣熱絡或低迷時期均能有效影響。為利於比較，表1整理了國內外對於銀行存放款利率轉嫁幅度的研究結果。

表1 國內外文獻估計之銀行存放款利率轉嫁幅度

文獻	市場利率的轉嫁幅度
美國	
Driscoll and Judson (2013)	支票帳戶(checking account)利率：升息12%，降息60% 貨幣市場存款帳戶(money market deposit accounts)利率：升息22%，降息78% 6個月期定存利率：升息80%，降息100% 24個月期定存利率：升息82%，降息100%
Wang (2024)	支票帳戶利率：40% 儲蓄性存款(savings deposits)利率：41% 汽車貸款(auto loan)利率：72% 可調利率房貸(adjustable-rate mortgage)的貸款利率：64%
Kang-Landsberg et al. (2023)：疫情後情況	各種存款利率平均轉嫁 40%
歐元區	
Bernhofer and Treeck (2013)	活期存款利率：50% 定存利率：100% 消費者放款利率：80% 短期放款利率：89% 房貸利率：100% 長期放款利率：100%
Messer and Niepmann (2023)	家計單位隔夜存款利率：23% 非金融機構隔夜存款利率：38% 家計單位定存利率：56% 非金融機構定存利率：53%
Bayer et al. (2024)：疫情後情況	家計單位隔夜存款利率：8% 非金融機構隔夜存款利率：18% 家計單位定存利率：70% 非金融機構定存利率：82% 消費者放款利率：40% 房貸利率：60% 對非金融機構放款利率：85%
統合分析	
Gregor et al. (2020)	放款利率平均轉嫁80% (統合52篇實證文獻的結果)
台灣	
何棟欽(2001)	放款利率：6%
Wang and Lee (2009)、 Wang and Thi (2010)	存款利率：16% 放款利率：25%
高崇瑋與萬哲鈺(2014)	定期性存款利率：80% 放款利率：100%~120%

資料來源：作者自行整理

參、實證資料

本文實證使用的利率資料為週頻率資料，由於市場利率在央行調整政策利率後可能快速地隨之變動，運用高頻率的資料進行分析，較能了解各種利率間的傳遞方向。實證資料的來源與說明如下：

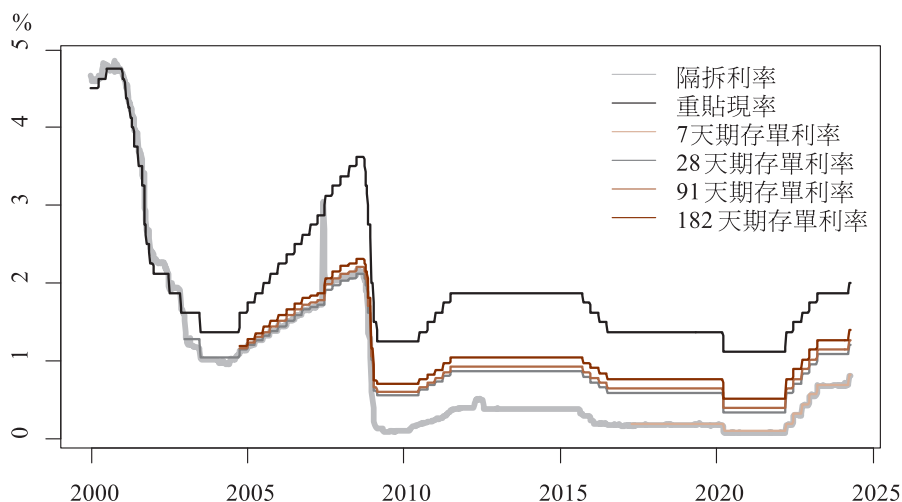
一、衡量貨幣政策立場的利率指標

重貼現率為台灣央行主要政策利率 (中央銀行, 2020)，一般媒體報導央行升降息的幅度也是以重貼現率的調幅為準。然而，2003年起由於銀行資金充裕，央行改革利率操作架構，將重貼現率調整成為具有懲罰性質的市場利率上限，藉由各天期存單發行利

率影響相近天期貨幣市場利率及銀行存放款利率，傳遞貨幣政策的效果 (楊金龍, 2022；中央銀行, 2024)。

實務上央行存單發行利率係配合政策利率調整後，再藉由存單利率引導市場利率走向，惟在2020年前存單發行利率的調幅普遍小於重貼現率，導致重貼現率與其他利率出現脫鉤情形，轉為高於存單利率與隔拆利率。從圖1重貼現率與各天期存單發行利率的時間序列即可發現，2003年後，存單發行利率與隔拆利率均低於重貼現率^{註1}。直到2020年以後存單利率才改為與重貼現率同幅調整。

圖1 重貼現率與央行存單發行利率



註：存單申購發行利率為央行設定。在2013年2月27日以前央行發行30天期定期存單，之後改發行28天期定期存單。

央行發行的各天期定期存單中，28天期存單的發行餘額最高^{註2}，最具代表性，因

此，本文分別使用28天期存單利率與重貼現率做為衡量貨幣政策立場的利率指標，比較

這兩種中央銀行利率對各種市場利率的傳遞效果何者較佳?以及市場利率的變化究竟與哪個央行政策利率較為一致?央行重貼現率資料來自「中央銀行統計資料庫」，央行存單利率來自央行網頁中的「中央銀行定期存單申購發行利率」。

二、貨幣市場利率

本文考慮之貨幣市場利率包含金融業隔夜拆款加權平均利率、金融業1週拆款加權平均利率、2-10天附買回利率 (repurchase rate) 與30天期商業本票 (commercial paper) 次級市場利率 (以下分別簡稱隔拆利率、1週拆款利率、2-10天RP利率與30天期CP利率)，均為交易量最具代表性的貨幣市場利率，其中金融業拆款利率資料來自「中央

銀行統計資料庫」，2-10天RP利率來自台灣證券櫃檯買賣中心，30天期CP利率來自Bloomberg。

圖2為4個貨幣市場利率、央行重貼現率與28天期存單利率的時間序列。2002年以前，貨幣市場利率的水準與重貼現率、28天期存單利率相近，但2003年以後，貨幣市場利率的水準開始低於重貼現率，轉而與28天期存單利率水準相近；2008~2009年全球金融危機，央行大幅降息，4個貨幣市場利率進一步低於28天期存單利率；直到2022年央行啟動一波升息循環後，1週拆款利率、2-10天RP利率與30天期CP利率走升的幅度高於隔拆利率，利率水準接近甚至超過28天期存單利率，而隔拆利率仍低於28天期存單利率，為市場利率底線。

圖2 央行政策利率與貨幣市場利率

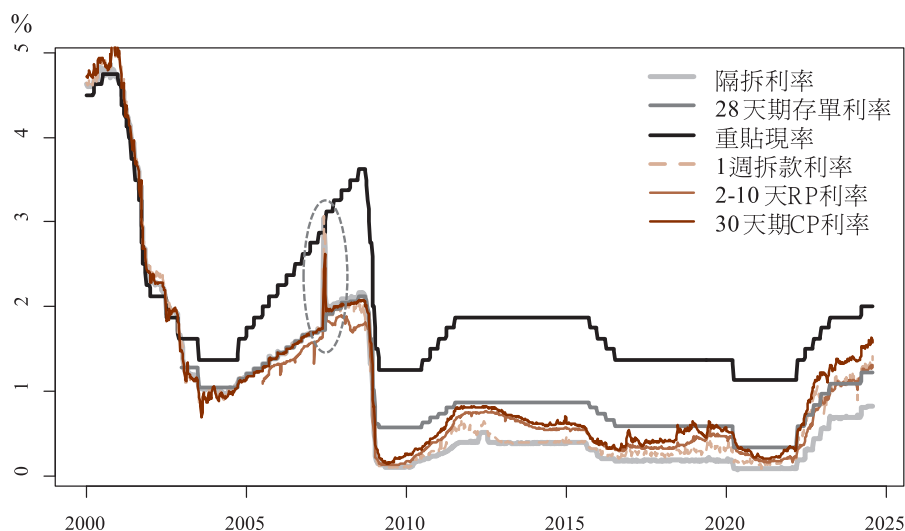


圖2中的灰色圓圈標示了在2007年5月底至6月初4個貨幣市場利率出現明顯的離群值(outliers)，這係因為當時央行於外匯市場大動作阻貶新台幣，並在5月下旬報稅旺季、資金緊俏的時刻，擴大沖銷，使市場資金水位下滑，貨幣市場利率大幅攀升，隔拆利率從1.72%大幅攀升至3.5%^{註3}。此段期間的離群值與央行穩定匯率的操作有關，但這些離群值出現的時間短暫，利率很快就恢復原本的水準，顯示非央行調整政策利率的結果，與本文探討的議題無關，然而離群值會明顯影響本文的估計結果，為此，本文應用偵測時間序列離群值的方法，認定出離群值後，以線性差補法取代這些離群值^{註4}。

三、銀行存放款利率

本文從央行網頁的「金融機構牌告利率資訊查詢專區」，取得38家本國銀行^{註5}及中華郵政公司儲匯處的活期性存款、定期性存款與放款牌告利率，包含活期存款利率、活期儲蓄存款利率、1個月定期存款機動利率、1年期定期存款機動利率、1年期定期儲蓄存款機動利率、放款基準利率與指數型房貸利率(以下分別簡稱活存利率、活儲利率、1個月定存利率、1年期定存利率、1年期定儲利率、基準利率與指數型房貸利率)。

將38家本國銀行及中華郵政公司牌告利率取簡單平均後，得到7種銀行存放款的平

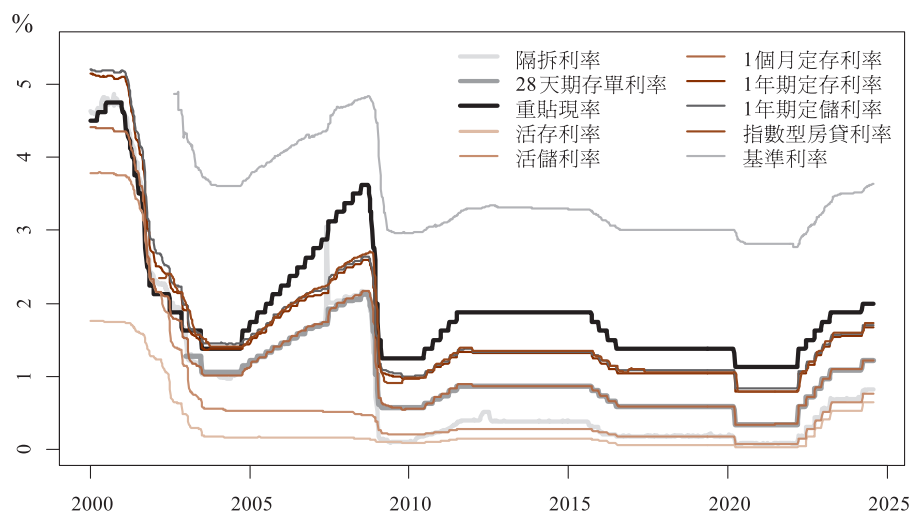
均利率繪於圖3，活期性存款利率與定期性存款利率在2003~2020年有明顯的差異，活存與活儲利率在2003年隨央行政策利率下滑至低點後，在2004~2008年上半年升息期間，並未上升，2008年下半年又隨央行降息進一步下降；定期性存款利率則是跟隨28天期存單利率調整，其中，1個月定存利率的水準與28天期存單利率相近，1年期定存與1年期定儲利率的水準高於28天期存單利率；基準利率的水準明顯較其他利率高，但仍隨著28天期存單利率變動；指數型房貸利率的水準則與1年期定期與定儲利率水準相近，亦隨28天期存單利率同步變化。2022年起，央行啟動最新一波升息循環，各種存放款利率均隨之走升，活期性存款亦在此波升息有明顯上升。至2024年3月底，活存與活儲利率已是2003年4月以來的高點，定存與定儲利率則是2008年12月以來的高點。

本文並未使用銀行實際的放款利率，而是使用銀行牌告的放款利率，原因之一是前者的統計資料僅有月與季頻率資料，並沒有高頻率的統計資料；此外，根據放款項目加權平均得到的銀行放款利率資料，其變化不只反應央行升降息的影響，銀行調整高利率與低利率放款項目的比重，也會影響加權平均後的放款利率水準，增加釐清貨幣政策效果的困難。例如，政府要求銀行降低逾放比，銀行會增加低利率但風險低的放款項目，減少高利率但違約率也高的放款項目，

導致整體放款利率下滑。本文附錄比較銀行牌告的基準利率與銀行實際的平均放款利率。除了在銀行明顯改變其放款組成項目的

時點外，基準利率與銀行實際平均放款利率的變化幅度相當接近，故而在估計貨幣政策影響效果時，前者可做為後者的近似變數。

圖3 央行政策利率與銀行存放款牌告利率



四、其他控制變數

(一) 台灣經濟成長率與通膨率預測數

央行在理事會議後，除了對外宣布是否調整貨幣政策外，也會向外界傳達有關央行對未來經濟前景預期的資訊，這些對市場釋出的經濟前景資訊，亦可能影響金融市場，文獻稱為「資訊效應」(information effect) (Nakamura and Steinsson, 2018; Jarocinski and Karadi, 2020)。Jarociński and Karadi (2020) 實證即發現，Fed未預期的緊縮貨幣政策使市場利率上升與股價下跌，同時間，Fed對市場釋出預期未來景氣轉好的正向資訊衝擊則會使兩者同時上升。

央行理事會後公布之央行對台灣經濟成長率與通膨率預測數可反映央行對未來經濟前景的預期^{註6}。因此，本文在模型中加入央行最新公布之未來各季經濟成長率與通膨率預測數平均值，用以捕捉央行在調整貨幣政策的同時，對市場釋出有關經濟前景的資訊。

(二) 存款準備率調整幅度

央行理事會除決定是否調整利率外，亦會調整法定存款準備率。存款準備率的變動影響銀行業資金成本，可能進一步影響市場利率。莊晉祥 (2014)、Glocker and Towbin (2015) 認為，當央行調降法定存款準備率，由於銀行可運用資金成本降低，銀行為積極

吸收存款，並將資金貸放出去，會調降放款利率，調升存款利率，使銀行放款供給增加。為控制調整存款準備率對市場利率的可能影響，本文以各存款項目的占比為權數，計算央行歷次調整存款準備率前後，加權平均存款準備率的調整幅度，作為模型的控制變數之一。

(三) 國內外利差

當主要經濟體大幅緊縮貨幣政策時，透過全球金融循環，可能使資金流出，致國內資金緊縮，進而影響國內利率。本文以美國聯邦資金利率與隔拆利率間的差距做為國內外利差變數，捕捉台灣與主要經濟體間貨幣政策立場的差異。

肆、市場利率反應政策利率變化的幅度

此節首先分析貨幣市場與銀行牌告利率對央行調整政策利率的反應，接著，檢視市場利率對央行升息與降息是否存在不對稱利率轉嫁，以及最近一波升息循環的利率轉嫁幅度與過去有無明顯差異。

一、全樣本的平均利率反應幅度

本文參考Messer and Niepmann (2023)、Beyer et al. (2024) 的實證模型，分析市場利率對央行調整利率的轉嫁程度，模型設定如下：

$$r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k \Delta prate_{t-k} + \Gamma X_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

式(1)的模型設定與估計匯率轉嫁 (exchange rate pass through) 效果的文獻相同 (見Burststein and Gopinath, 2014)，本文用以檢視市場利率對央行調整利率的轉嫁程度。本文以週頻率資料估計模型， r_t 為各種市場利率，

本文考慮隔拆利率、1週拆款利率、2-10天RP利率、30天期CP利率等四個貨幣市場利率，活存、活儲、1個月定存、1年期定存、1年期定儲等5個存款利率，以及基準利率、指數型房貸利率2個放款牌告利率。 $prate_t$ 為反映央行貨幣政策立場變化的參考利率 (reference rate)，本文先以28天期存單利率進行分析，若當週央行有調整28天期存單利率^{註7}，則 $\Delta prate_t$ 為28天期存單利率的調整幅度，若該週央行未調整利率，則 $\Delta prate_t = 0$ 在後續實證，本文也將 $prate_t$ 改為重貼現率，比較轉嫁係數估計結果的差異。

係數值 β_k 為市場利率對貨幣政策參考利率變動的轉嫁幅度， K 為分析利率轉嫁的反應時間，本文設定 $K = 12$ ，檢視央行調整利率當週至12週後 (約三個月) 市場利率的反應。 $\sum_{k=0}^K \beta_k$ ， $K = 0, \dots, 12$ ，為分析央行調整利率的當週至12週後，市場利率的累積轉嫁

係數，當市場利率已充分反應政策利率調幅時， K 進一步增加，累積轉嫁係數 $\sum_{k=0}^K \beta_k$ 不會進一步上升。

$\mathbf{X}_t$ 為控制變數，包含平均存款準備率的變動幅度 (考量存準率的政策效果可能存在遞延，本文同時加入當期至落後12期平均存準率的調幅)，央行對台灣未來各季經濟成長率與通膨率預測數之平均值，以及美國聯邦資金利率與台灣隔拆利率間的利差。估計值的標準誤以Newey-West非均齊變異-序列相關一致估計式 (Heteroskedasticity Autocorrelation Consistent estimator, HAC) 方法估計。樣本期間為2003年1月初至2024年7月底，由於2-10天RP利率資料起始點為2005年7月，有關該利率的實證結果係以2005年7月以後的資料估計。

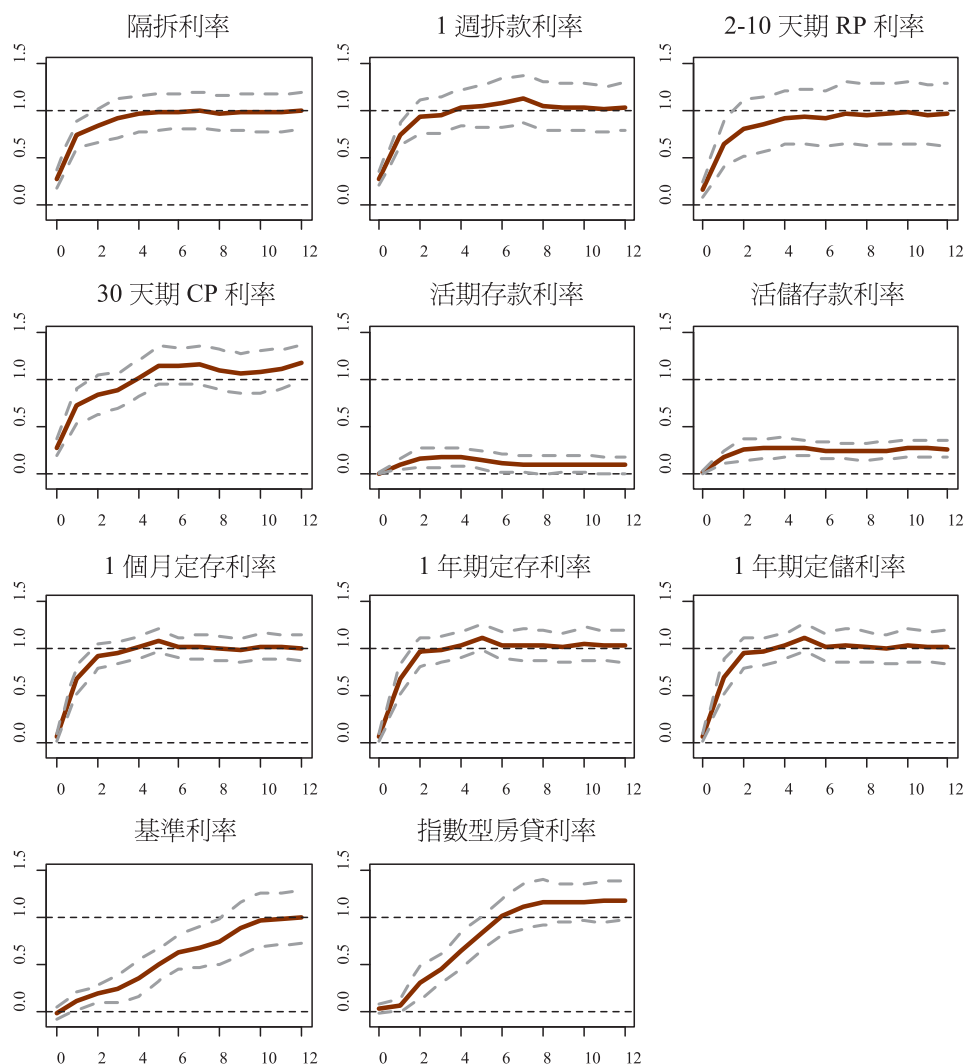
圖4為4個貨幣市場利率與7個銀行牌告利率對28天期存單利率變動的累積轉嫁係數 ($\sum_{k=0}^K \beta_k$) 估計值，從圖4可發現，在央行調整政策利率的當週 ($K = 0$)，貨幣市場利率即出現明顯的上升，且達統計顯著，但幅度不大， β_0 介於0.165~0.265之間，這係因為央行理事會多在週四召開，若有調整政策利率，重貼現率與存單申購利率一般在理事會的隔天調整，即便市場利率在立即反應政策調幅，調整政策利率當週的平均利率多只轉嫁約20%的調幅。隨著 K 增加，貨幣市場利率的累積轉嫁係數先是持續上升，但到了4~5週後，累積轉嫁係數就未再明顯增加，

且接近於1，並與1統計上無顯著差異，表示當央行調升28天期存單利率1個百分點，4個貨幣市場利率在4~5週後平均約上升1個百分點，顯示在過去20年，4個貨幣市場利率接近100%完全轉嫁28天期存單利率的調幅。

銀行存放款牌告利率方面，由於本國銀行並不會在央行調整利率的當天立即調整牌告利率，因此在 $k = 0$ 時，轉嫁係數的估計值仍接近於0，且與0無統計上顯著差異；在央行調整利率的隔週 ($k = 1$) 轉嫁係數開始上升，2~4週後累積轉嫁係數趨於平穩，表示存款利率約在2~4週完成利率轉嫁。然而，不同利率的轉嫁幅度有明顯差異，活存利率的累積轉嫁幅度最小，調整利率的12週後，累積轉嫁係數為0.09，表示當央行調升28天期存單利率1個百分點，活存利率平均轉嫁0.09個百分點；活儲利率反應次之，平均上升0.26個百分點；1個月定存利率、1年期定存利率與1年期定儲利率三者的反應幅度相近，累積轉嫁係數接近於1，表示接近100%轉嫁28天期存單利率的調幅。

基準利率與指數型房貸利率轉嫁速度明顯慢於存款牌告利率，基準利率需要在10週後才會完全反應政策利率的變動，累積轉嫁係數維持在1左右；指數型房貸利率在央行調整政策利率的第2週才開始上升，7週後完成反應央行調整利率的影響，累積轉嫁係數達到1.17，轉嫁幅度略高於其他存放款利率。

圖4 市場利率的累積轉嫁係數



註：棕色實線與灰色虛線為市場利率對28天期存單利率上升1個百分點累積轉嫁係數估計值與95%信賴區間。橫軸為央行調整利率當週至12週後，縱軸為市場利率的累積轉嫁係數。

與國內文獻比較，本文實證結果與高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 較為相近，高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 估計之定期性存款轉嫁幅度約為8成，而本文估計之定期性存款利率轉嫁幅度接近100%；高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 估計之放款利率的轉嫁幅度多接近或略高於100%，此結果與本文指數型房貸利率的轉嫁幅度相

近。本文對存款利率的轉嫁幅度略高於高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 的實證結果，除了因兩篇研究考量的樣本期間、使用的資料頻率與估計方法不同，導致估計結果可能有所差異外，高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 使用隔拆利率做為反映貨幣政策立場的參考利率，本文則使用28天期存單利率，亦可能影響估計結果。

Driscoll and Judson (2013)、Drechsler et al. (2017)、Beyer et al. (2024) 等歐美的實證文獻發現，定期性存款利率轉嫁的幅度較活期性存款利率大，本文對台灣的結果亦同，但本文所估計之定期性存款利率轉嫁幅度高於美歐；此外，歐美的研究顯示，企業存款利率的轉嫁幅度大於家戶單位存款利率的轉嫁幅度，但台灣定存與定儲利率的利率轉嫁幅度相近，並無明顯差別；而本文估計之放款利率的轉嫁幅度高於多數國外文獻的結果，國外估計之放款利率轉嫁幅度平均約為8成，台灣則接近甚至略超過100%。

二、升息與降息的利率反應幅度

此小節進一步檢視台灣市場利率對央行升息與降息的轉嫁程度是否有明顯差異，本文將式(1)調整為非線性模型如下：

$$r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k^T \Delta prate_{t-k}^+ + \sum_{k=0}^K \beta_k^L \Delta prate_{t-k}^- + \Gamma X_t + \varepsilon_t, \quad (2)$$

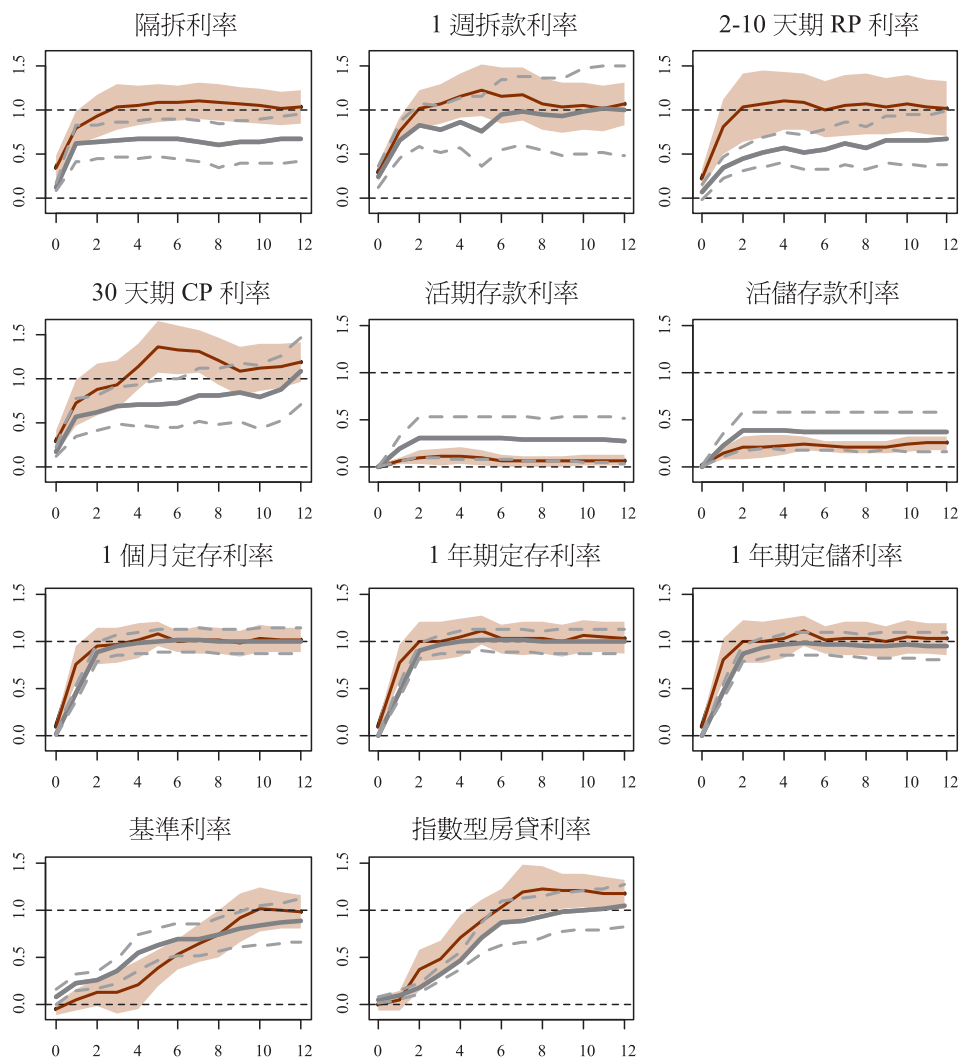
其中， $\Delta prate_t^+$ 為央行升息時參考利率的調幅， $\Delta prate_t^-$ 為降息時參考利率的調幅，若該次理事會央行未調整利率，則 $\Delta prate_t^+$ 與 $\Delta prate_t^-$ 均為0，且 $\Delta prate_t^+ + \Delta prate_t^- = \Delta prate_t$ 。 $\sum_{k=0}^K \beta_k^T$ 為央行升息，市場利率的累積轉嫁係數； $\sum_{k=0}^K \beta_k^L$ 則為央行降息時，市場利率的累積轉嫁係數。

圖5繪出4種貨幣市場利率與7種存放款牌告利率在央行升息與降息時的累積轉嫁係數，其中對央行升息的累積轉嫁係數與95%信賴區間以深灰實線與深灰虛線表示，對央行降息的累積轉嫁係數以棕色實線與淺棕區間表示。從圖5可發現，貨幣市場利率對央行降息的轉嫁幅度較升息為高，且轉嫁速度較快，其中又以隔拆利率與2-10天期RP的差異較大^{註8}。這主要是因為在2008~2009年間，因全球金融危機衝擊國內景氣，央行大幅降息，並刻意引導隔拆利率與其他貨幣市場利率進一步走低，使本文考慮之四種貨幣市場利率由原本貼近轉為低於28天期存單利率（見圖2），模型估計之對降息轉嫁幅度因而大於對升息轉嫁幅度。

與貨幣市場利率的結果相反，活存與活儲利率對升息的轉嫁幅度反而高於降息，28天期存單利率調升1個百分點，12週後活存利率與定存利率上升0.272與0.364個百分點；但當存單利率調降1個百分點，12週後活存與活儲利率下降0.066與0.248個百分點，主要係因為2020年以前活期性存款利率多維持低檔，並未隨政策利率升降而有明顯變動，只有在2022年3月央行啟動新一波升息後，銀行活期性存款利率才隨央行政策利率明顯上升。

3種定期性存款利率對央行升息與降息不存在明顯不對稱的利率轉嫁現象，不論升息或降息，定期性存款利率均接近完全轉

圖5 市場利率對升息與降息的累積轉嫁幅度



註：深灰實線與深灰虛線為市場利率對央行調升28天存單利率的累積轉嫁係數值與95%信賴區間；棕色實線與淺棕區間為對央行調降28天存單利率的累積轉嫁係數值與95%信賴區間。

嫁存單利率的調幅^{註9}，只是在央行降息時，定期性存款利率的轉嫁速度較快，在央行降息後兩週後，即已完成利率轉嫁；而當央行升息，則須至3~4週才會完成利率轉嫁。Driscoll and Judson (2013)、Drechsler et al. (2017)、Messer and Niepann (2023)、Beyer et al. (2024) 等研究發現，歐美的銀行存款利率

會快速地轉嫁央行降息的幅度，但是當央行升息時，存款利率多不完全轉嫁，且轉嫁速度明顯較慢。本文實證則是顯示，台灣銀行存款利率並沒有易降難升的情形。

放款牌告利率對央行降息的轉嫁幅度略大於升息，但兩者差異並不大，當28天期存單利率調升1個百分點，12週後基準利率與

指數型房貸利率分別上升0.884與1.044個百分點；28天期存單利率調降1個百分點，基準利率與指數型房貸利率分別下降0.980與1.169百分點，其中基準利率對央行升息的轉嫁速度較慢，至12週後，累積的轉嫁幅度仍持續上升。

三、不同時期的利率反應幅度

根據楊金龍 (2022) 與中央銀行 (2024) 的說明，2003年以後央行曾調整其利率操作模式，使得重貼現率、存單利率與市場利率間的相對水準發生改變。在全球金融危機前，28天期存單利率與隔拆利率等貨幣市場利率的水準相近；危機後，央行壓低隔拆利率，使其低於28天期存單利率，成為市場利率底線，並持續維持低利率水準，此段期間貨幣市場利率多低於銀行定存利率；2020年以後，央行調整利率操作，將重貼現率與28天期存單利率改為等幅調整，在2022年起動升息環後，貨幣市場利率明顯走升。據此，本文將樣本分為2003年至2009年（危機前後）、2010年至2019年（低利率時期）與2020年以後的三段期間（Covid-19之後），估計不同時期的利率轉嫁幅度。

本文將式(1)調整如下：

$$r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k^1 \Delta prate_{t-k} d_t^1 + \sum_{k=0}^K \beta_k^2 \Delta prate_{t-k} d_t^2$$

$$+ \sum_{k=0}^K \beta_k^3 \Delta prate_{t-k} d_t^3 + \Gamma X_t + \varepsilon_t, \quad (3)$$

其中，虛擬變數 d_t^1 在2003年1月初至2009年12月底為1，其餘時點為0；虛擬變數 d_t^2 在2010年1月初至2019年12月底為1，其餘時點為0；虛擬變數 d_t^3 在2020年1月初至2024年7月底為1，其餘時點為0。據此， $\Delta prate_{t-k} d_t^1$ 、 $\Delta prate_{t-k} d_t^2$ 與 $\Delta prate_{t-k} d_t^3$ 為分別為這三段期間28天期存單利率的調幅，係數值 $\sum_{k=0}^K \beta_k^1$ 、 $\sum_{k=0}^K \beta_k^2$ 與 $\sum_{k=0}^K \beta_k^3$ 分別為2003年1月至2009年12月、2010年1月至2019年12月與2020年1月初至2024年7月底三段期間，市場利率的累積轉嫁係數。

為利於比較，我們首先於表2(a)欄列出根據式(1)線性模型所估計之各種市場利率在12週的累積轉嫁係數 $\sum_{k=0}^K \beta^k (K=12)$ ；表2的(b)欄列出根據式(2)非線性模型估計之市場利率對央行調升與調降28天期存單利率的累積轉嫁幅度，並列出央行升息與降息的在12週的累積轉嫁係數統計上是否存在統計差異，檢定結果顯示，除了隔拆利率升息的累積轉嫁係數統計上顯著小於降息，其餘市場利率對央行升息與降息的累積轉嫁係數均不存在統計上顯著的差異。

表2的(c)欄列出根據式(3)所估計之市場利率在不同時期的累積轉嫁係數。從表2(c)的結果可知，4種貨幣市場利率在2003年1月至2009年12月期間，轉嫁存單利率調幅的程

表2 市場利率對28天期存單利率變動的累積轉嫁係數($K = 12$)

	隔拆利率	1週拆款 利率	2-10天期 RP利率	30天期CP 利率	活期存款 利率	活儲存款 利率	1個月定存 利率	1年期定存 利率	1年期定儲 利率	基準利率	指數型房 貸利率
(a) 式(1) : $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k \Delta prate_{t-k} + \Gamma X_t + \varepsilon_t$											
$\sum_{k=0}^K \beta_k$	0.990*** (0.103)	1.037*** (0.124)	0.960*** (0.169)	1.178*** (0.100)	0.087*** (0.046)	0.260*** (0.047)	1.004*** (0.072)	1.024*** (0.088)	1.010*** (0.091)	0.999*** (0.143)	1.170*** (0.109)
(b) 式(2) : $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k^T \Delta prate_{t-k}^T + \sum_{k=0}^K \beta_k^L \Delta prate_{t-k}^L + \Gamma X_t + \varepsilon_t$											
$\sum_{k=0}^K \beta_k^T$	0.673*** (0.136)	0.991*** (0.258)	0.676*** (0.151)	1.076*** (0.193)	0.272** (0.124)	0.364*** (0.108)	1.004*** (0.072)	0.998*** (0.068)	0.949*** (0.071)	0.884*** (0.114)	1.044*** (0.1160)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^L$	1.032*** (0.100)	1.064*** (0.120)	1.018*** (0.159)	1.184*** (0.111)	0.066** (0.029)	0.248*** (0.037)	1.011*** (0.069)	1.035*** (0.084)	1.024*** (0.085)	0.980*** (0.094)	1.169*** (0.080)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^T - \sum_{k=0}^K \beta_k^L = 0$	-0.359** (0.165)	-0.073 (0.278)	-0.342 (0.214)	-0.108 (0.218)	0.206 (0.126)	0.117 (0.115)	-0.007 (0.099)	-0.038 (0.107)	-0.076 (0.109)	-0.096 (0.130)	-0.125 (0.142)
(c) 式(3) : $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k^1 \Delta prate_{t-k}^1 d_t^1 + \sum_{k=0}^K \beta_k^2 \Delta prate_{t-k}^2 d_t^2 + \sum_{k=0}^K \beta_k^3 \Delta prate_{t-k}^3 d_t^3 + \Gamma X_t + \varepsilon_t$											
$\sum_{k=0}^K \beta_k^1$	1.070*** (0.087)	1.044*** (0.123)	0.997*** (0.158)	1.121*** (0.089)	0.051*** (0.020)	0.212*** (0.027)	0.989*** (0.080)	1.021*** (0.093)	1.006*** (0.098)	0.994** (0.085)	1.214*** (0.130)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^2$	0.469*** (0.186)	0.674*** (0.276)	0.944*** (0.175)	0.815*** (0.267)	0.349*** (0.053)	0.437*** (0.056)	0.978*** (0.060)	1.051*** (0.067)	1.001*** (0.071)	0.738*** (0.318)	1.270*** (0.101)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^3$	0.612*** (0.127)	1.021*** (0.219)	0.845*** (0.124)	1.165*** (0.226)	0.383*** (0.152)	0.557*** (0.127)	1.018*** (0.029)	1.002*** (0.034)	0.976*** (0.032)	0.743*** (0.085)	1.078*** (0.051)

註：表中數值為 $K=12$ 下的累積轉嫁係數估計值，括弧內為標準誤。2-10天期RP利率樣本期間為2005年7月至2024年7月底，其餘利率的樣本期間為2003年至2024年7月底的週頻率資料。截距項與控制變數 X_t 的係數估計值未列出。***、**、*分別表示估計值在1%、5%、10%水準下顯著。

度較低，特別是隔拆利率僅轉嫁46.9%存單利率的調幅，而1週拆款利率僅轉嫁67.4%存單利率的調幅。從圖2可了解貨幣市場利率在這段期間轉嫁幅度較低的原因，2010年6月至2011年7月，央行理事會共升息5次，但貨幣市場利率往往僅在重貼現率與28天期存單利率調升後小幅上升。這是因為此段期間央行常在理事會前率先引導隔拆利率走升，向市場傳遞未來政策利率的動向，其他貨幣市場利率也因此隨之走升，導致央行理事會正式調升重貼現率後，貨幣市場利率僅有小幅變動。例如，從圖2可發現，在2010年6月央行啟動升息循環前，貨幣市場利率於同年3至4月即開始走升^{註10}；而在2011年6月央行最後一次升息後，隔拆利率與30天期CP利率反而沒有明顯上升。

2020年1月以後，貨幣市場利率的轉嫁幅度有上升，惟隔拆利率的累積轉嫁係數為0.612，仍顯著小於1，這係因為2020年3月受COVID-19疫情衝擊，央行調降重貼現率與28天期存單利率0.25個百分點，由於2020年2月(降息前)隔拆利率為0.178%，為避免出現負利率，當時隔拆利率未足額調降，2020年4月(降息後)隔拆利率為0.079%，僅下降0.099個百分點；2022年3月央行調升政策利率0.25個百分點，令政策利率回升至疫情前水準，隔拆利率在升息後亦回到疫情前的水準，仍未足額調升。之後央行又再升息5次，共調升0.625個百分

點，這段期間隔拆利率的上升幅度則是略高於央行的升幅。

1週拆款利率、2-10天期RP利率與30天期CP本票利率等3個貨幣市場利率則無此情形，在2020年以後的累積轉嫁係數則在顯著水準為0.05時，均與1統計上無顯著差異，表示接近100%轉嫁。

由於活期存款利率與活儲存款利率在2005年7月至2009年12月幾乎不會央行調升利率而上升，因此累積轉嫁係數甚低，分別僅0.051與0.212；其後轉嫁幅度上升，在2020年1月初至2024年7月底，活期存款利率與活儲存款利率累積轉嫁係數分別為0.383與0.557，但仍顯著小於1，與隔拆利率的情況相似，在2020年3月降息一碼與2022年3月升息一碼，本國銀行平均活存與活儲利率均未完全反應央行的升息幅度^{註11}。

三種定期性存款利率與兩種銀行放款牌告利率在三個時期的累積轉嫁幅度差異不大，且轉嫁幅度高接近於1，顯示銀行定期性存款利率與央行存單利率的調幅相近，且2020年以後的累積轉嫁幅度與之前並未有明顯差異。這與國外研究發現，美國與歐元區銀行存款利率對疫情後央行大幅升息的轉嫁幅度較過去為低的情形不同(Kang-Landsberg et al., 2023; Messer and Niepmann, 2023; Beyer et al., 2024)。基準放款利率在2005年7月至2009年12月的累積轉嫁係數接近於1，但在之後累積轉嫁係數有略為下降為0.74左

右；指數型房貸利率在三個時期的累積轉嫁幅度則是差異不大，均為略高於1。

四、以重貼現率作為央行貨幣政策的參考利率

前述的結果係以28天期存單利率作為反應貨幣政策立場的參考利率，但央行理事會係決定是否調整重貼現率，且一般媒體報導央行升降息幅度均係以重貼現率為主，是以，重貼現率的調幅才是符合一般民眾認知的央行升降息幅度。由於在2020年以前重貼現率的調整幅度普遍高於28天期存單利率，2020年以後重貼現率與28天期存單利率的調幅才改為一致，因此，以市場利率對重貼現率調幅的轉嫁程度必然會與存單利率不同。

表3 (a)與(b)改以重貼現率做為貨幣政策利場的參考利率，重新估計式(1)與式(2)，計算各種市場利率對重貼現率變動或重貼現率調升與調降在12週後的累積轉嫁係數。由於在2019年以前重貼現率的調整幅度普遍高於28天期存單利率，因此表3(a)市場利率對重貼現率的轉嫁幅度相較表2(a)對28天期存單利率的轉嫁幅度為低，貨幣市場利率、定期性存款利率與放款牌告利率的轉嫁幅度約在0.718至0.871之間，但仍具統計顯著性。

表3(b)則顯示調升重貼現率的累積轉嫁

係數普遍略小於調降重貼現率，例如，1個月定期存款利率對調升重貼現率的累積轉嫁係數為0.603，調降重貼現率的累積轉嫁係數為0.747。這樣的結果係因為重貼現率與28天期存單利率的調幅並未成固定的比率關係，在樣本期間內，央行升息時，28天期存單利率平均反應58.4%重貼現率的升幅，但央行降息時，28天期存單利率平均反應62.8%重貼現率的降幅，從前述的實證結果可知，市場利率的變動幅度大致與28天期存單利率的調幅相同，故以重貼現率為參考利率時，會得到市場利對調降重貼現率的轉嫁幅度略高於調升重貼現率。

表3(c)為以重貼現率為參考利率，並根據式(3)估計三段時期市場利率的累積轉嫁係數。由於在2019年以前，28天期存單利率的調幅小於重貼現率，因此表3(c)對於2003年7月至2009年12月與2010年1月至2019年12月這兩段期間的累積轉嫁係數都較表2(c)為低。但在2020年1月至2024年7月的第三段期間，由於央行重貼現率與存單利率調幅一致，因此表3(c)對第三段期間所估計的累積轉嫁係數與表2(c)相近，多數貨幣市場利率、定期性存款與銀行放款牌告利率接近100%轉嫁。

表2 市場利率對重貼現率變動的累積轉嫁係數 ($K = 12$)

	隔拆利率	1週拆款 利率	2-10天期 RP利率	30天期CP 利率	活期存款 利率	活儲存款 利率	1個月定存 利率	1年期定存 利率	1年期定儲 利率	基準利率	指數型 房貸利率
(a) 式(1) : $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k \Delta prate_{t-k} + \Gamma X_t + \varepsilon_t$											
$\sum_{k=0}^K \beta_k$	0.744*** (0.125)	0.749*** (0.124)	0.718*** (0.169)	0.851*** (0.109)	0.044*** (0.021)	0.164*** (0.023)	0.727*** (0.084)	0.742*** (0.102)	0.734*** (0.098)	0.721*** (0.117)	0.871*** (0.131)
(b) 式(2) : $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k^T \Delta prate_{t-k}^T + \sum_{k=0}^K \beta_k^L \Delta prate_{t-k}^L + \Gamma X_t + \varepsilon_t$											
$\sum_{k=0}^K \beta_k^T$	0.465*** (0.070)	0.533*** (0.167)	0.469*** (0.119)	0.591*** (0.139)	0.068* (0.041)	0.100** (0.049)	0.603*** (0.099)	0.601*** (0.104)	0.573*** (0.100)	0.566*** (0.097)	0.676*** (0.109)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^L$	0.773*** (0.095)	0.766*** (0.103)	0.745*** (0.126)	0.867*** (0.089)	0.044*** (0.018)	0.173*** (0.023)	0.747*** (0.076)	0.765*** (0.090)	0.758*** (0.088)	0.739*** (0.083)	0.862*** (0.107)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^T - \sum_{k=0}^K \beta_k^L = 0$	-0.308*** (0.118)	-0.233 (0.187)	-0.276 (0.168)	-0.276* (0.160)	0.025 (0.044)	-0.073 (0.051)	-0.144 (0.121)	-0.164 (0.135)	-0.185 (0.130)	-0.175 (0.114)	-0.186 (0.150)
(c) 式(3) : $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k^1 \Delta prate_{t-k}^1 + \sum_{k=0}^K \beta_k^2 \Delta prate_{t-k}^2 + \sum_{k=0}^K \beta_k^3 \Delta prate_{t-k}^3 + \Gamma X_t + \varepsilon_t$											
$\sum_{k=0}^K \beta_k^1$	0.751*** (0.110)	0.706*** (0.120)	0.697** (0.172)	0.767*** (0.113)	0.026*** (0.007)	0.135*** (0.022)	0.690*** (0.095)	0.710*** (0.107)	0.701*** (0.101)	0.706*** (0.071)	0.844*** (0.140)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^2$	0.285*** (0.114)	0.379*** (0.157)	0.559*** (0.110)	0.474*** (0.130)	0.176*** (0.028)	0.228*** (0.030)	0.549*** (0.041)	0.590*** (0.041)	0.567*** (0.042)	0.432*** (0.124)	0.735*** (0.060)
$\sum_{k=0}^K \beta_k^3$	0.633*** (0.129)	1.038*** (0.228)	0.854*** (0.126)	1.178*** (0.201)	0.382*** (0.152)	0.558*** (0.128)	1.041*** (0.054)	1.025*** (0.042)	0.999*** (0.046)	0.780*** (0.104)	1.109*** (0.063)

註：表中數值為K=12下的累積轉嫁係數估計值，括弧內為標準誤。2-10天期RP利率樣本期間為2005年7月至2024年7月底，其餘利率的樣本期間為2003年至2024年7月底的週頻率資料。截距項與控制變數 X_t 的係數估計值未列出。***、**、*分別表示估計值在1%、5%、10%水準下顯著。

本小節的實證顯示，重貼現率變動對市場利率具有統計上顯著的影響，然而，由於央行重貼現率與存單利率調幅並未一致，致市場利率多未能足額反應重貼現率的調幅。這樣的情況係因央行宣稱調整重貼現率之幅度，與其實際的利率操作未能一致，並不能據此解讀為央行已無法有效影響市場利率。在2020年起，央行重貼現率與存單利率的調幅一致，實證結果亦顯示，市場利率均接近完全轉嫁政策利率的調幅，顯示央行確實具有引導市場利率的能力。

五、小結

本節的實證顯示，2003年以後，雖然銀行鮮少運用央行貼現窗口，央行仍可透過存單利率有效引導市場利率。與國外實證研究結果比較，本文對台灣存放利率的利率轉嫁估計結果與歐美的實證結果有明顯不同，若以28天期存單利率的調幅作為央行貨幣政策

立場變動的參考指標，則銀行定期性存款與放款利率多接近100%轉嫁，轉嫁幅度大於多數國外研究的結果，且歐美存款利率普遍有易降難升的不對稱轉嫁情形，而台灣並無明顯的不對稱轉嫁情況；此外，國外研究發現，歐美存款利率對2022年後啟動的升息循環，利率轉嫁幅度較之前的升息循環更低，但本文對台灣的估計結果則顯示，銀行存放款利率對此波升息循環的利率轉嫁幅度仍高，並未較以前低。

雖然市場利率能確實轉嫁存單利率的調幅，但央行並未設定存單利率與重貼現率的調幅一致，也導致外界批評，市場利率的變動幅度多小於政策利率，因而質疑央行利率操作的成效（許嘉棟, 2023）。2020年以後，央行調整重貼現率之幅度與存單利率的調幅一致，此舉可增加政策的透明度，使外界清楚了解央行貨幣政策立場變化的情形。

伍、央行政策利率對市場利率的傳遞過程

此節根據Diebold and Yilmaz (2014) 提出的鏈結指數 (connectedness index)，應用VAR模型與預測誤差變異數分解，來衡量央行政策利率與各種市場利率間的連結與傳遞關係，評估各種利率之間的影響方向與影響程度。

一、鏈結指數建構方法

鏈結指數的估計步驟可分為兩部分，首先，運用VAR模型捕捉各種利率間的關係，並估計預測誤差變異數分解；接著，根據前述的結果，定義各種利率間關聯程度的指標，建構出鏈結指數表 (connectedness table)，並繪製利率間連結與傳遞的網絡圖。

(一) VAR模型與一般化變異數預測誤差分解

考慮涵蓋 k 個利率且落後 p 期的VAR(p)模型：

$$R_t = \sum_{i=1}^p \Phi_i R_{t-i} + U_t, \quad (4)$$

其中 $R_t = (r_{1,t}, r_{2,t}, \dots, r_{k,t})'$ 為 $k \times 1$ 的利率變數組成的向量， Φ_i 為 $k \times k$ 的係數矩陣， $U_t = (u_{1,t}, u_{2,t}, \dots, u_{k,t})'$ 為 $k \times 1$ 的隨機干擾項，其期望值皆為0，而共變異數矩陣為 Σ_u 。

上述的VAR模型可改寫成向量移動平均(vector moving average)模型：

$$R_t = \sum_{i=0}^{\infty} \Psi_i U_{t-i}, \quad (5)$$

由於 $u_{1,t}, u_{2,t}, \dots, u_{k,t}$ 彼此間可能具同期的相關性，當 $u_{j,t-h}$ 變動時，除了會直接影響 $r_{1,t}, r_{2,t}, \dots, r_{k,t}$ 外，也會導致其餘的干擾項 $u_{m,t-h}$ 改變， $m \neq j$ ，進而影響 $r_{1,t}, r_{2,t}, \dots, r_{k,t}$ 。

為了考量同期干擾項間可能的相關性，Diebold and Yilmaz (2014)建議以Pesaran and Shin (1998)提出的一般化預測誤差變異數分解 (generalized forecast error variance decomposition) 解決干擾項彼此存在同期相關的問題，且估計結果也不受模型變數排序的影響。

根據式(5)，給定 T 期的訊息集合 Ω_T 時， R_{t+h} 的預測誤差為

$$R_{t+h} - E(R_{t+h}|\Omega_T) = \sum_{m=0}^{h-1} \Psi_m U_{T+h-m}, \quad (6)$$

其中 U_{T+h-m} ， $m = 0, 1, 2, \dots, h-1$ 為不在訊息集合 Ω_T 中的 $T+h$ 期至 $T+1$ 期干擾項。

其對應的預測誤差變異數為

$$Var(R_{T+h} - E(R_{T+h}|\Omega_T)) =$$

$$Var\left(\sum_{m=0}^{h-1} \Psi_m U_{T+h-m}\right) = \sum_{m=0}^{h-1} \Psi_m \Sigma_u \Psi_m'$$

則第 i 個利率 $r_{i,T+h}$ 對應的預測誤差變異數為

$$Var(r_{i,T+h} - E(r_{i,T+h}|\Omega_T)) =$$

$$\sum_{m=0}^{h-1} e_i' \Psi_m \Sigma_u \Psi_m' e_i$$

e_i 為 $k \times 1$ 的選擇向量，其在第 i 個元素為1，其餘皆為0。

根據上式，Pesaran and Shin (1998)定義當 T 時期第 j 個利率干擾項發生衝擊 $\delta_j = \sigma_{u_j}$ 時，針對未來 h 期第 i 個利率 $r_{i,T+h}$ 所對應之一般化預測誤差變異數分解：

$$GVD(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T) =$$

$$\frac{\sum_{m=0}^{h-1} (e_i' \Psi_m \Sigma_u e_j)^2 \sigma_{u_j}^{-2}}{Var(r_{i,T+h} - E(r_{i,T+h}|\Omega_T))}, \quad (7)$$

以此衡量 $r_{i,T+h}$ 預測誤差變異程度有多少比例可由 T 期的第 j 個外生衝擊所解釋。由於一般而言，

$$\sum_{j=1}^k GVD(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T) \neq 1,$$

為了方便解釋，Diebold and Yilmaz (2014)重新將式(7)進行標準化，

$$\overline{GVD}(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T) = \frac{GVD(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T)}{\sum_{j=1}^k GVD(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T)}, \quad (8)$$

本文後續的實證結果均是呈現此標準化的 $\overline{GVD}$ 。

當某一利率的外生衝擊對未來 h 期 $r_{i,T+h}$ 變異的解釋比率愈高，表示此利率外生衝擊對 $r_{i,T+h}$ 的預測誤差有較高的影響，可解釋為該利率外生衝擊對 $r_{i,T+h}$ 有較大的傳遞影響效果。此外，兩個利率間的傳遞影響效果是不對稱的，亦即利率 r_i 的干擾項變動對利率 r_j 的變異占比不會等於利率 r_j 的干擾項變動對利率 r_i 的變異占比，

$$\overline{GVD}(r_{j,T+h}, \delta_i = \sigma_{u_i}, \Omega_T) \neq \overline{GVD}(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T)。$$

(二) 建構鏈結指數

根據前述一般化預測誤差變異數分解，本文應用Diebold and Yilmaz (2014)，從預測誤差變異數分解的角度衡量利率 r_j 對利率 r_i 的影響程度，據以建構鏈結指數來衡量各種利率間的相互影響程度。

1. 利率 r_j 對利率 r_i 影響的成對鏈結指數 (pairwise directional connectedness from j to i)

針對任兩個利率變數 r_i 與 r_j ，鏈結指數為

$$C_{i \leftarrow j}^h = \overline{GVD}(r_{i,T+h}, \delta_j = \sigma_{u_j}, \Omega_T),$$

表示利率 r_j 的干擾項變動可以解釋未來 h 期

利率 r_i 預測誤差變異的比率。此外，利率 r_j 對利率 r_i 的影響程度 ($C_{i \leftarrow j}^h$) 不必然等於利率 r_i 對利率 r_j 的影響程度 ($C_{j \leftarrow i}^h$)，若 $C_{i \leftarrow j}^h$ 大於 $C_{j \leftarrow i}^h$ 表示利率 r_j 傳遞至利率 r_i 的程度較利率 r_i 傳遞至利率 r_j 的程度大。

2. 利率 r_i 影響其他利率的總去向鏈結指數「Total To Index」

針對每一個利率 r_i 可以計算該利率對其他利率預測誤差變異的總和解釋程度 (不計入該利率對自身的影響)：

$$C_{i \leftarrow \bullet}^h = \sum_{j \neq i} C_{j \leftarrow i}^h,$$

用以衡量利率 r_i 影響其餘所有的利率的總和程度，數值愈大表示該利率影響其他利率的程度愈大。

3. 其他利率影響利率 r_i 的總來源鏈結指數「Total From Index」

相反的，每一個利率 r_i 也可以計算其他利率對該利率預測誤差變異的總和解釋程度 (不計入該利率對自身的影響)：

$$C_{i \leftarrow \bullet}^h = \sum_{j \neq i} C_{i \leftarrow j}^h,$$

用以衡量利率 r_i 受到其餘利率影響的總和程度，數值愈大表示該變數受其他利率影響的程度愈大。

「Total To Index」與「Total From Index」均排除了自身的影響程度 $C_{i \leftarrow i}^h$ 。相對於其他利率，若某一利率有較高的「Total To Index」，表示該利率是影響其他利率變

動的主要來源；若某一利率有較高的「Total From Index」，表示該利率變動受到其他利率的影響程度較大。

4. 衡量整個體系的總鏈結指數「Total Index」

總鏈結指數定義為

$$\text{Total Index} = \sum_i \sum_{j, j \neq i} C_{i \leftarrow j}^h,$$

用以衡量模型中考慮的所有利率受到其餘利率影響的總和程度，數值愈高表示此體系中各種利率間的整體鏈結程度愈高。

所有利率間的鏈結指數可以組成表4的鏈結指數表，第一個橫列為所有利率對 $r_{1,t}$ 未來變異的影響程度，第一個直欄為利率 $r_{1,t}$ 影響各個利率未來變異的程度，對角線為該利率解釋自身未來變異的程度。最底下一列為「Total To Index」，表示利率 $r_{1,t}, r_{2,t}, \dots, r_{k,t}$ 影響其他利率的程度，最右邊一欄為「Total From Index」，表示利率 $r_{1,t}, r_{2,t}, \dots, r_{k,t}$ 受其他利率影響的程度，右下角為總鏈結指數。

表4 鏈結指數表

	$r_{1,t}$	$r_{2,t}$	...	$r_{k,t}$	Total From
$r_{1,t}$	$C_{1 \leftarrow 1}^h$	$C_{1 \leftarrow 2}^h$	...	$C_{1 \leftarrow k}^h$	$C_{1 \leftarrow \bullet}^h$
$r_{2,t}$	$C_{2 \leftarrow 1}^h$	$C_{2 \leftarrow 2}^h$	...	$C_{2 \leftarrow k}^h$	$C_{2 \leftarrow \bullet}^h$
$\vdots$	$\vdots$	$\vdots$		$\vdots$	$\vdots$
$r_{k,t}$	$C_{k \leftarrow 1}^h$	$C_{k \leftarrow 2}^h$	...	$C_{k \leftarrow k}^h$	$C_{k \leftarrow \bullet}^h$
Total To	$C_{\bullet \leftarrow 1}^h$	$C_{\bullet \leftarrow 2}^h$	...	$C_{\bullet \leftarrow k}^h$	$\sum_i \sum_{j, j \neq i} C_{i \leftarrow j}^h$

二、全樣本的各种利率鏈結指數

估計鏈結指數的利率向量 R_t 包含重貼現率、28天期存單利率、隔拆利率、1週拆款利率、2-10天RP利率、30天期CP利率、活期存款、活儲利率、1個月定存利率、1年期定存利率、1年期定儲利率、基準利率與指數型房貸利率，共13種利率。

本文將13個週頻率的利率數列取一階差分，以利率的變動估計VAR模型，模型落後期數 p 根據貝氏資訊準則 (Bayesian

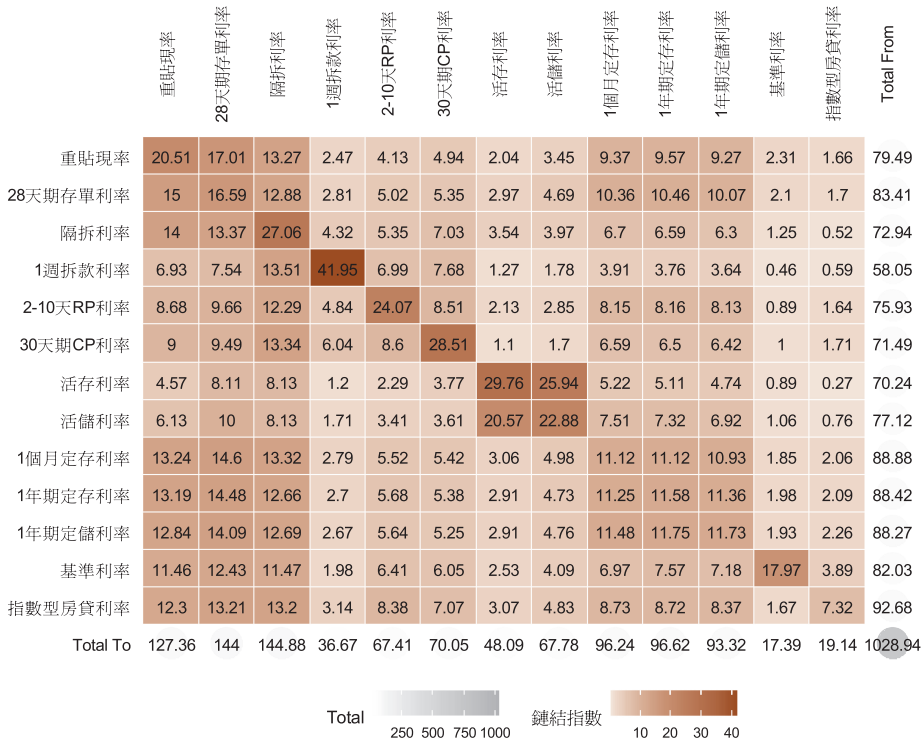
information criterion, BIC) 設定為4。VAR模型預測誤差變異數分解的結果在8期以後已逐漸收斂於固定數值，再增加預測未來的期間對估計結果的變化不大，因此，本文以預測未來期數為8週 ($h = 8$) 的設定下^{註12}之一般化預測誤差變異數分解結果計算鏈結指數。由於2-10天RP利率資料的起始時點為2005年7月，且估算鏈結指數模型不能有缺漏值，因此本節實證資料的起始點為2005年7月。

圖6為使用2005年7月至2024年7月的資料所建構的鏈結指數表，並以熱力圖

(heatmap) 呈現。其中，橫列為該列利率受到某一利率影響的鏈結指數；直欄為該欄利率對某一目標利率的影響，舉例而言，隔拆利率受到30天期CP利率干擾項影響的鏈結指數為7.03，而隔拆利率干擾項對30天期CP利率影響的鏈結指數為13.34，表示隔拆利率影響30天期CP利率的程度較受30天期CP利率影響的程度來的大；而由左上至右下的對角線數值為該利率受到自己本身影響的程度，若該利率受其他利率影響的程度較小，對角線的數值會較大。

最後一橫列的Total to Index表示該欄利率對其餘利率影響的鏈結指數總和；最後一直欄的Total from Index表示該列利率受其餘利率影響的鏈結指數總和，例如，隔拆利率的Total to Index為144.88，Total from Index為72.94，表示隔拆利率影響其他利率的程度明顯較其受其他利率影響的程度來的大。總鏈結指數 (Total Index) 為最右下角的數值1028.94，其值等於所有利率的Total to Index或Total from Index之總和，表示所有利率與其他利率間的鏈結程度大小。

圖6 全樣本的利率鏈結指數表



註：樣本期間為2005年7月至2024年7月底，預測未來期數為8週。直欄表示該欄利率擾動對某目標利率影響的鏈結指數；「Total To Index」表示該欄利率擾動對所有其餘利率影響的鏈結指數總和；橫列為該列利率受到某一利率擾動影響的鏈結指數；「Total From Index」表示該列利率受到其與所有利率擾動影響的鏈結指數總和；最右下角的數字為「Total Index」的數值，為整個體系的總鏈結指數。

觀察圖6的鏈結指數表可以發現，重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率的Total To Index明顯較其他利率大，顯示這三個利率可以解釋其他利率預測誤差變異數的程度明顯較大，隱含了央行的貨幣政策透過影響這三個利率，能有效傳遞至其他市場利率，然而，這三個利率對其他利率影響Total To Index以重貼現率最低，這也反映了前節利率轉嫁的實證發現，雖然央行理事會決定重貼現率的調幅，但過去市場利率的變化其實與存單利率或隔拆利率較為相近。金融業隔拆利率雖為市場利率，但受央行妥適管理，當重貼現率與存單利率調整時，隔拆利率多在政策利率調整當日立即反應政策利率的變化，再將政策效果傳遞至其他市場利率。

若觀察重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率影響1週拆款利率、2-10天RP利率與30天期CP利率等3個貨幣市場利率的鏈結指數可發現，隔拆利率影響此3個貨幣市場利率的鏈結指數均高於重貼現率與28天期存單利率，例如，重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率影響1週拆款利率的鏈結指數分別為6.93、7.54與13.51，表示貨幣市場利率受到隔拆利率變動的影響較28天期存單利率來得大。這顯示隔拆利率具有對其他貨幣市場利率傳遞央行政策的效果。

28天期存單利率影響銀行存放款利率的鏈結指數則是普遍大於重貼現率與隔拆利率，例如，28天期存單利率影響1個月定存

利率的鏈結指數為14.6，而重貼現率與隔拆利率影響1個月定存利率的鏈結指數為13.24與13.32，顯示28天期存單利率對銀行存放款利率的傳遞效果較為明顯。

活存與活儲利率兩者存在明顯的相互影響關係，活存利率影響活儲利率的鏈結指數為20.57，而活儲利率影響活存利率的鏈結指數為25.94，且均大於重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率對這兩個利率影響的鏈結指數。這樣的結果主要係因為在2019年以前，活存與活儲利率兩者走勢相近，且並未完全隨央行政策利率的調整而變動，因而與其他市場利率的走勢有明顯不同，也導致重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率對活存與活儲利率影響的鏈結指數較小。

重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率對銀行定存與定儲利率影響的鏈結指數均高，並以28天期存單利率的鏈結指數較高，反應過去銀行定存利率主要隨央行存單利率的升降而調整（見本文圖4與圖5的結果），此外，這三個定存利率彼此間也存在相互影響關係，這是因為銀行會同時調整各天期定期性存款牌告利率，且各天期利率的調幅相近，因此估計結果得到三個定存利率存在相互影響關係。

基準利率與指數型房貸利率除了受重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率影響外，亦受到3種定期性存款、2-10天RP利率與30天期CP利率影響，且受定期性存款的影響較

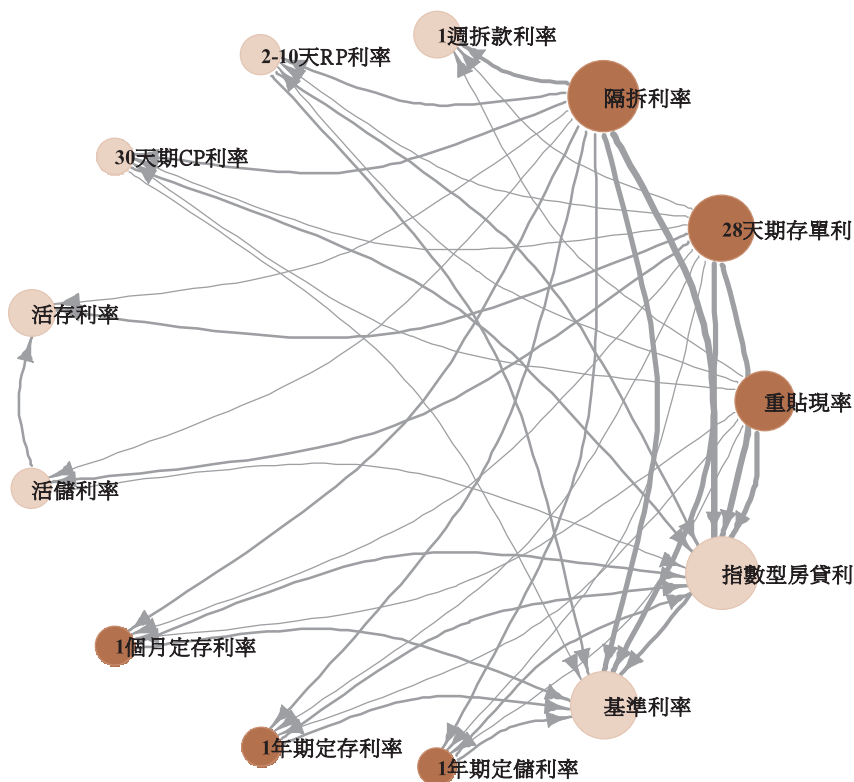
大，受2-10天RP利率與30天期CP利率的影響相對較小，例如，三種定存利率影響指數型房貸利率的鏈結指數介於8.37~8.73，2-10天RP與30天期CP利率影響指數型房貸利率的鏈結指數為8.38與7.07。當央行調整貨幣政策使銀行存款與貨幣市場利率改變，影響銀行的資金成本，將進一步牽動銀行基準利率與指數型房貸利率等放款指標利率合理反應。

接著，將鏈結指數的結果以網絡圖方式呈現，網絡圖可更清楚地提供各種利率間的鏈結關係，有利於判讀。圖7畫出利率鏈結

指數所對應的網絡圖，其內涵如下：

1. 節點大小反應各利率影響其他利率或受其他利率影響的程度 (以Total To Index減去Total From Index的絕對數值衡量)。
2. 深棕色節點表示該利率影響其他利率的程度較受其他利率影響的程度大 ($\text{Total To Index} > \text{Total From Index}$)，淺棕色節點則代表從該利率受其他利率影響的程度較影響其他利率的程度大 ($\text{Total From Index} > \text{Total To Index}$)。

圖7 利率鏈結指數所對應的網絡圖



3. 連接線之箭頭代表傳遞影響的方向。
4. 連結線之粗細則反應關連性程度之大小。

圖7的網絡圖顯示，重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率對其他市場利率均有較程度的影響，因此以較大的深棕色節點表示，且以隔拆利率的深棕色節點最大，這係因為隔拆利率有較高的Total To Index，表示隔拆利率影響其他利率的整體程度最高，且其Total From Index亦較低所致，表示隔拆利率較不受其他利率影響。此外，重貼現率、28天期存單利率與隔拆利率連結線的箭頭均指向其他市場利率，表示這三個利率的變動對所有其他的市場利率均有影響。

隔拆利率影響1週拆款利率、2-10天RP利率、30天期CP利率等貨幣市場利率的連結線較重貼現率與28天期存單利率的連結線粗，表示隔拆利率與其他貨幣市場間的關聯程度高於重貼現率與28天期存單利率，而2-10天RP利率與30天期CP利率也會進一步將影響效果傳遞至基準利率、指數型房貸利率。活存與活儲利率受到28天存單利率與隔拆利率影響，但與重貼現率間並無連結線。

1個月定存利率、1年期定存利率與1年期定儲利率亦為深棕色節點，但節點較小，主要係因為定期性存款利率的變化除了受到

28天期存單利率與隔拆利率影響外，也會進一步將影響效果傳遞至基準利率與指數型房貸利率。

基準利率與指數型房貸利率則是受到其他利率影響最為明顯，因此以較大的淺棕色節點表示，主要係因為基準利率與指數型房貸利率調整速度往往慢於存款牌告利率，因此在利率傳遞的時間順序上，基準利率與指數型房貸利率往往是在其他利率變動後而隨之調整。

三、不同時期的鏈結指數

本小節將樣本分為2005年7月初至2009年12月底、2010年1月初至2019年12月底與2020年1月初至2024年7月底三段期間，估計這三段期間的鏈結指數。由於2020年後，重貼現率與28天期存單利率同幅調整，因此在2020年1月至2024年4月期間，模型無法區分這兩種利率的差異，必須排除其中一個利率；而若在三段期間考量不同的利率組合估計鏈結指數，則不利於作跨期比較。由於前小節全樣本的結果顯示28天期存單利率與各種市場的鏈結程度均大於重貼現率，因此以下排除重貼現率，僅使用12個利率，估計三段期間的鏈結指數。三個時期的利率鏈結指數與網絡圖的估計結果繪於圖8。

圖8 不同時期的利率鏈結指數表與網絡圖

(a) 2005 年 7 月初至 2009 年 12 月底

	28天期存單利率	隔拆利率	1週拆款利率	2-10天RP利率	30天期CP利率	活存利率	活儲利率	1個月定期存款利率	1年期定期存款利率	1年期定期儲利率	基準利率	指數型房貸利率	Total From
28天期存單利率	16.58	18.05	10.31	5.58	13.43	3.51	1.16	9.42	9.28	8.84	1.52	2.33	83.42
隔拆利率	13.93	23.92	12.89	5.64	15.96	3.38	0.4	7.65	7.37	7.06	0.94	0.85	76.08
1週拆款利率	11.9	20.95	21.99	5.96	13.92	2.84	0.84	6.97	6.6	6.46	0.64	0.92	78.01
2-10天RP利率	11.3	17.13	9.31	16.91	12.78	2.71	0.59	9.16	8.78	8.66	0.51	2.16	83.09
30天期CP利率	12.21	19.37	11.39	6.59	17.14	3.39	0.83	9.09	8.72	8.54	1.06	1.68	82.86
活存利率	8.56	10.89	6.29	6.7	9.99	24.57	3.72	8.02	7.95	8.01	3.46	1.83	75.43
活儲利率	8.7	13.3	7.34	8.19	11.83	5.51	7.88	10.7	10.02	10.43	1.17	4.93	92.12
1個月定期存款利率	14.04	19.06	9.89	6	13.7	3.79	1.48	9.83	9.63	9.48	1	2.09	90.17
1年期定期存款利率	13.76	18.18	9.65	6.27	13.53	3.57	1.39	10.14	10.2	10.05	0.99	2.28	89.8
1年期定期儲利率	13.54	18.31	9.68	6.14	13.4	3.78	1.44	10.08	10.09	10.06	1.03	2.44	89.94
基準利率	8.55	12.07	5.87	7.71	12.56	4.14	2.24	6.75	7.35	7.14	19.97	5.65	80.03
指數型房貸利率	11.81	17.98	9.36	9.24	14.35	2.33	1.65	9.23	8.78	8.74	1.37	5.15	94.85
Total To	128.32	185.29	101.98	74.02	145.45	38.95	15.75	97.22	94.57	93.41	13.69	27.16	1015.8

(b) 2010 年 1 月初至 2019 年 12 月底

	28天期存單利率	隔拆利率	1週拆款利率	2-10天RP利率	30天期CP利率	活存利率	活儲利率	1個月定期存款利率	1年期定期存款利率	1年期定期儲利率	基準利率	指數型房貸利率	Total From
28天期存單利率	25.49	2.76	0.85	2.35	0.5	13.48	12.93	10.3	13.24	11.74	6.25	0.12	74.51
隔拆利率	5.01	60.15	10.22	3.58	1.96	3.51	3.88	3.09	3.45	3.12	1.94	0.09	39.85
1週拆款利率	1.06	11.73	70.2	4.75	7.02	0.76	0.67	0.55	0.71	0.6	1.15	0.8	29.8
2-10天RP利率	4.45	4.99	5.13	53.77	11.9	2.77	3.33	2.81	3.28	3.32	2.89	1.35	46.23
30天期CP利率	2.33	3.64	7.96	11.79	65.18	1.82	1.32	0.67	1.07	0.84	2.01	1.36	34.82
活存利率	21.41	2.46	0.68	1.87	0.33	19.14	15.76	9.14	11.5	10.71	6.76	0.23	80.86
活儲利率	21.65	2.44	0.6	2.16	0.41	14.49	16.68	10.34	12.39	11.68	6.41	0.75	83.32
1個月定期存款利率	24.74	2.84	0.59	3.01	0.51	10.03	11	13.26	13.84	12.22	6.99	0.96	86.74
1年期定期存款利率	24.37	2.9	0.7	3.03	0.56	10.94	11.53	11.86	14.08	12.42	6.86	0.74	85.92
1年期定期儲利率	22.89	2.95	0.71	2.9	0.49	10.92	11.97	11.9	14.05	14.09	6.12	1.01	85.91
基準利率	18.47	5.5	0.7	4.21	0.8	10.3	8.66	5.91	7.75	6.29	30.05	1.36	69.95
指數型房貸利率	22.98	2.43	0.66	4.82	1.33	7.55	8.48	9.24	10.31	9.37	7.75	15.09	84.91
Total To	169.37	44.63	28.81	44.46	25.79	86.59	89.54	75.81	91.59	82.33	55.13	8.78	802.83

(c) 2020 年 1 月初至 2024 年 7 月底

	28天期存單利率	隔拆利率	1週拆款利率	2-10天RP利率	30天期CP利率	活存利率	活儲利率	1個月定期存款利率	1年期定期存款利率	1年期定期儲利率	基準利率	指數型房貸利率	Total From
28天期存單利率	30.25	13.68	2.78	2.28	6.57	2.36	4.83	11.15	11.08	11.16	3.67	0.18	69.75
隔拆利率	18.48	25.6	3.5	1.41	7.64	13.01	13.47	4.95	4.69	4.84	2.06	0.34	74.4
1週拆款利率	5.48	6.22	60.14	13.68	3.2	1.95	2.02	1.7	1.59	1.65	1.77	0.6	39.86
2-10天RP利率	9.27	5.65	12.03	39.37	7.69	2.81	3.9	4.13	4.07	4.28	6.29	0.5	60.63
30天期CP利率	8.99	4.3	8.82	8.85	55.46	1.27	1.36	2.47	2.27	2.56	3.33	0.32	44.54
活存利率	11.63	26.92	1.2	2	8.83	19.58	18.31	3.26	3.03	3.16	1.63	0.44	80.42
活儲利率	18.45	24.1	1.65	2.21	8.82	12.92	13.8	5.28	5.01	5.15	2.33	0.28	86.2
1個月定期存款利率	34.49	15.49	2.87	2.18	8.51	1.92	3.87	8.99	8.78	8.83	3.98	0.1	91.01
1年期定期存款利率	34.46	15.33	2.88	2.19	8.3	1.9	3.83	8.95	8.95	8.96	4.14	0.11	91.05
1年期定期儲利率	33.89	15.24	2.88	2.19	8.03	1.98	3.98	9.18	9.18	9.23	4.12	0.11	90.77
基準利率	25.02	15.66	2.56	4.51	11.17	3.11	4.59	5.52	5.42	5.39	16.29	0.76	83.71
指數型房貸利率	33.95	13.44	3.62	2.65	8.53	1.49	3.17	8.65	8.49	8.57	4.54	2.89	97.11
Total To	234.11	156.03	44.8	44.14	87.29	44.73	63.33	65.25	63.62	64.57	37.87	3.74	909.46

在2005年7月至2009年12月，央行在2008年6月以前持續升息，2008年9月雷曼兄弟波產引發全球金融危機後，央行在半年內大幅降息，使得這段期間各種利率間的走勢與變化幅度高度相關，從圖8(a)的鏈結指數表可發現，隔拆利率與30天期CP利率的Total To Index均高於28天期存單利率，顯示在此段期間，隔拆利率、30天期CP利率等貨幣市場利率對其他利率具有重要的傳遞效果。由於多數利率共同移動的程度高，因此其他利率如1週拆款利率、2-10天期RP利率與定期性存款利率，對其他市場利率影響的鏈結指數亦有一定程度的影響，但由於此段期間活期性存款利率未能隨政策利率調整，使得活期性存款利率受存單利率與隔拆利率的影響的鏈結指數較小；放款利率則因調整速度較慢，因此主要受其他利率影響。

2010年1月至2019年12月期間，央行先於2010年6月至2011年7月升息5次，接著在2015年9月至2016年5月降息4次，惟每次28天存單利率的調幅僅在0.05~0.07個百分點之間，使市場利率多維持在低且平穩的水準。圖8(b)顯示，此段期間28天期存單利率對其他利率影響的Total To Index明顯大於隔拆利率等其他利率，顯示在2010年以後，央行主要透過存單利率引導市場利率走向。然而，28天期存單利率影響貨幣市場利率的鏈結指數明顯偏小，隔拆利率、1週拆款利率、2-10天期RP利率與30天期CP利率受28天期存

單利率影響的鏈結指數分別僅5.01、1.06、4.45與2.33，這樣的結果與此段期間央行常在理事會前率先引導隔拆利率，進而帶動其他貨幣市場利率，存單利率反而較慢調升有關，但是銀行存放款牌告利率則是明顯跟隨28天期存單利率變動而調整。

2020年1月至2024年7月期間，央行先是因COVID-19疫情衝擊，降息1碼，直到2022年3月，央行啟動升息循環，共計升息6次，且28天期存單利率調幅均與重貼現率一致。圖8(c)顯示，此段期間，貨幣市場利率受28天期存單利率影響的鏈結指數較前一段期間有所提升；但活期存款與活儲存款利率受28天期存單利率影響的鏈結指數低於受隔拆利率影響的鏈結指數，這係因為在2020年3月降息1碼與2022年3月首次升息1碼，活期性存款利率與隔拆利率相同均未完全反應28天期存單利率的調幅；定期性存款與放款利率的變動則是明顯受28天期存單利率影響。

最後，比較三個時期的Total Index，2005年7月至2009年12月由於經歷全球金融危機央行短期間大幅降息，各種市場利率的共同變化程度高，表示所有利率間的整體鏈結程度的Total Index數值最高；2010年1月至2019年12月期間維持長期的低利率，各種貨幣市場利率的波動主要反映自身因素的變化，Total Index因而較低；但在2020年1月以後，Total Index已較前一期有所提高。

四、小結

此節應用鏈結指數與網絡圖分析利率間的傳遞方向與影響程度，實證顯示，28天期存單利率與隔拆利率對各種貨幣市場利率與銀行存放款牌告利率均有影響，顯示央行貨幣政策透過存單發行利率與隔拆利率傳遞至各種市場利率，其中28天期存單利率影響銀行存放款利率的程度較大，隔拆利率則是對其他貨幣市場利率的傳遞效果較大，重貼現率對其他利率影響的程度反而較存單利率與隔拆利率小。

活期性存款利率在2019年以前並未完全隨央行政策利率的調整而變動，導致28天期

存單利率與隔拆利率影響活存與活儲利率的程度較低，定期存款利率則穩定跟隨存單利率調整，基準利率與指數型房貸利率除了受28天期存單利率與隔拆利率影響外，亦受到銀行定存利率與貨幣市場利率 (如30天期CP利率) 的影響。

若根據改變央行利率操作的時點區分樣本，在2010年1月前，隔拆利率、30天期CP利率對其他利率具有重要的傳遞效果；2010年1月後，央行主要透過存單利率引導市場利率走向，隔拆利率影響市場利率的效果下降；而在2020年以後，28天期存單利率對市場利率的傳遞程度進一步提升，且各種利率間的鏈結程度亦有上升。

陸、結論與建議

關於本文的實證結果，重點如下：

一、2003年後，雖然銀行已鮮少運用央行的貼現窗口，但由於央行存單發行利率配合重貼現率調整，央行仍可透過存單利率有效引導市場利率，使重貼現率的變動仍對市場利率有顯著影響。然而2003~2019年間，央行存單利率的調幅普遍小於重貼現率，致市場利率與重貼現率出現脫鉤情形，也使得學者質疑央行利率操作的成效，但此現象並非本行利率政策無法有效影響市場利率，而係央行調整重貼現率之幅度，與其實際利率操作未能一致。本文實證結果即顯

示，在2003年以後，不論升息或降息，市場利率均隨存單發行利率變化^{註13}。

二、銀行定期性存款與放款利率多接近100%轉嫁28天存單利率的調幅，是以28天期存單利率的調幅較能反映央行政策利率實際的調整程度，且28天期存單利率對市場利率影響的鏈結程度高於重貼現率，顯示存單利率與市場利率間的關聯性較重貼現率為高。本文的實證也顯示，貨幣市場利率與銀行存放款利率並無明顯的不對稱轉嫁情況。

三、2020年起，央行重貼現率與28天期存單利率改為同幅調整，銀行定期性存款與

放款利率對2022年以後的升息循環轉嫁調幅多接近100%。鏈結指數的估計結果也顯示，28天期存單利率對市場利率的傳遞程度進一步提升，且各種利率間的鏈結程度較之前提升，顯示央行調整政策利率能有效傳遞至各種市場利率。

對於央行利率操作策略與調整機制，本文提出相關建議：

一、為有效引導市場利率，央行的利率操作策略須因應金融市場情勢變動而調整。未來央行仍應持續檢視利率操作之成效，適時檢討存單發行機制，強化利率管理架構之功能，確保貨幣政策傳遞管

道良好運作。

二、有關利率操作的相關變革與存單發行機制之調整宜清楚對外說明，包含考量因素與調整內容，以及變革之內涵與影響^{註14}，並應有系統性的文字記錄，如公布相關的研究報告，或是記錄於《中央銀行季刊》與《中央銀行年報》等出版品。2020年後，央行陸續透過總裁專題演講及理監事會後記者會參考資料，已有較詳細的說明央行利率操作之變革與存單發行機制之調整，可望減少外界對央行操作的疑慮，亦有利後續的研究者檢驗央行操作的成效。

附 註

(註1) 在2003~2019年，28天期存單利率的調幅約為重貼現率調幅的5成，但此比率並不固定。

(註2) 2024年3月底28天期存單發行餘額占所有存單發行餘額的63%。

(註3) 見2007年6月7日經濟日報，「央行力拱雙率，外銀被軋滿頭包，強力收回市場千億資金，隔拆率急蹶」。

(註4) 本文使用R統計軟體forecast套件中偵測時間序列離群值的函數tsoutliers進行處理。

(註5) 這38家本國銀行分別為臺灣銀行、土地銀行、合作金庫、第一商業銀行、華南商業銀行、彰化商業銀行、上海商業儲蓄銀行、台北富邦銀行、國泰世華商業銀行、高雄銀行、兆豐國際商業銀行、全國農業金庫、花旗(台灣)商業銀行、王道商業銀行、台灣中小企銀、渣打國際商業銀行、台中商業銀行、京城商業銀行、匯豐(台灣)商業銀行、瑞興商業銀行、華泰商業銀行、新光銀行、陽信商銀、板信商業銀行、三信商業銀行、聯邦銀行、遠東銀行、元大商業銀行、永豐商業銀行、玉山銀行、凱基銀行、星展(臺灣)商業銀行、台新銀行、安泰銀行、中國信託銀行、將來商業銀行、連線商業銀行、樂天國際商業銀行。

(註6) 2017年9月起，央行理監事會決議新聞稿改以央行的預測數作為貨幣政策決議的依據。在此之前，央行新聞稿多是引用主計總處國民所得統計對未來經濟成長率與CPI通膨率的預測數，雖然央行並未公布自己的預測數，但亦會經由媒體提問或其他公布的參考資料中透露央行自身對經濟前景的看法。由於央行每季公布之經濟成長率與通膨率預測數的預測期數均不同，為了讓每個預測數之平均值所涵蓋的預測期數均是固定的，本文取每季公布之預測數皆涵蓋的預測期間，將當季至未來兩季的經濟成長率與通膨率預測數取平均數，作為模型的控制變數。

(註7) 若央行理事會決定調整利率，重貼現率與28天期存單利率一般會在理事會的隔天調整。

(註8) 從圖2亦可發現，在2005~2008年升息循環期間，2-10天期RP利率與其他貨幣市場利率有較明顯的差異，利率水準較低

且波動較為劇烈，也使得本文模型估計之升息的累積轉嫁幅度較低，12週後的累積轉嫁幅度為0.676，且顯著地小於1。

- (註9) 高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 也發現台灣的定期行存款沒有不對稱轉嫁的情形，惟該文並未分析活期性存款利率的利率轉嫁效果。
- (註10) 見2010年3月25日聯合報AA1版，標題為「隔拆利率創一年多新高，升息近了？央行狂拉短期利率」的報導指出：「最近央行在市場『調整』動作越來越大，不但逐步收回市場過多的游資，並加速拉升短期利率，預估短率目標將拉升到0.25%至0.3%。…央行似乎要藉此宣示『利率趨勢往上，大家隨時都要有升息的準備。』」
- (註11) 2020年3月央行調降政策利率0.25個百分點，降息前之活存與活儲利率分別僅0.063%與0.173，因此當時活存與活儲利率未足額調降，降息後活存與活儲利率分別為0.025%與0.080%，分別下降0.038與0.093個百分點；2022年3月18日央行調升政策利率0.25個百分點，令政策利率回升至疫情前水準，升息後之活存與活儲利率亦回升至疫情前水準左右。
- (註12) 鏈結指數表來自於變異數預測誤差分解的結果，在預測期數較短時，變異數預測誤差分解的結果仍會隨預測期數的增加而變化，因此一般會選擇分解結果已收斂穩定的預測期數來呈現鏈結指數表。
- (註13) 本文的研究也可以解釋為何許嘉棟 (2019, 2023)、陳虹宇等 (2021) 認為央行重貼現率無法引導市場利率，但高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 的實證研究卻顯示市場利率轉嫁央行貨幣政策調幅的程度高。這兩種不一致的觀點主要係因前者根據重貼現率觀察，由於重貼現率調幅高於存單利率，也因此與其他市場利率的調幅出現落差；後者則是以隔拆利率作為央行政策利率指標，由於隔拆利率多反映央行存單利率的調幅，因此，高崇瑋與萬哲鈺 (2014) 的實證發現銀行存放款利率轉嫁隔拆利率調幅的幅度高，結論與本文相似。
- (註14) 例如，2002年12月26日央行理事會會議決議改革央行利率操作架構，參酌美國改革貼現窗口經驗，將原本重貼現率視為短期利率之底限，調整成為具有懲罰性質的市場利率上限，並以調整央行公開市場操作利率，影響市場利率，傳遞貨幣政策的訊息。在2002年12月16日央行理事會有關貨幣政策決議的新聞稿中僅說明「為增進央行公開市場操作彈性，未來隔夜拆款利率將維持在重貼現率上下波動，而不以重貼現率為底線。」且未在其他新聞稿與出版品有更清楚的說明，僅從此篇新聞稿的內容，外界很難理解央行的利率操作有何改變，在未來回頭檢視時，反而會質疑央行利率操作的成效。
- (註15) 2000年起，由於銀行基本放款利率呈現向下調整僵固的現象，影響貨幣政策之傳遞效果，台灣央行遂於2001年起促請銀行參採美英先進國家放款定價方式，訂定基準利率，替代已沿用多年的基本放款利率。自2005年9月以後，央行統計資料不再發布各銀行基本放款利率，而以基準利率取代之。
- (註16) 相關說明係來自歷年《中央銀行年報》中的存款機構經營情況章節。

參考文獻

中文文獻

- 中央銀行 (2006)，「專載：銀行放款利率訂價制度之改革」，《中央銀行年報》，中華民國九十四年。
- 中央銀行 (2020)，「央行貨幣政策操作策略與執行成效」，央行理監事會後記者會參考資料，3月19日。
- 中央銀行 (2024)，「議題二：央行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，3月21日。
- 何怡滿與袁崇訓 (2018)，「台灣利率轉嫁過程之實證研究」，《輔仁管理評論》，25(2)，1-28。
- 何棟欽 (2011)，「我國新台幣拆款利率與存、放款利率之關係及其傳遞效果的實證研究」，《中央銀行季刊》，23(3)，51-72。
- 高崇瑋與萬哲鈺 (2014)，「台灣之利率轉嫁分析」，《台灣經濟預測與政策》，44(2)，45-101。
- 陳虹宇、吳聰敏、李宜庭與陳旭昇(2021)，《致富的特權 二十年來我們為央行政策付出的代價》，春山出版。
- 許嘉棟 (2019)，「省思央行的利率政策」，2019年5月27日工商時報。<https://www.ctee.com.tw/news/20190527700416-431306>
- 許嘉棟 (2023)，「台灣利率政策之商榷」，2023年6月7日工商時報。<https://www.ctee.com.tw/news/20230607700825-431301>
- 莊晉祥 (2014)，「存款準備率對銀行利率決策與福利的影響」，《經濟論文叢刊》，42(4)，513-538。
- 楊金龍 (2022)，「臺灣的通膨與貨幣政策：回顧與展望」，中研院經濟所六十週年所慶暨總體經濟計量模型研討會專題演講，11月29日。
- 康濟虹、王泓仁與陳南光 (2017)，「中央銀行溝通政策對台灣利率與匯率之影響」，《經濟論文叢刊》，45(3)，421-452。
- 蕭宇翔 (2021)，「不同景氣狀態下的貨幣政策效果」，《經濟論文》，49(4)，527-568。

英文文獻

- Bernhofer, Dominik and Till van Treeck (2013), "New Evidence of Heterogeneous Bank Interest Rate Pass-through in the Euro Area," *Economic Modelling*, 35, 418-429.
- Beyer, Robert, Ruo Chen, Claire Li, Florian Mischl, Ezgi O. Ozturk, and Lev Ratnovski (2024), "Monetary Policy Pass-Through to Interest Rates: Stylized Facts from 30 European Countries," IMF Working Paper, WP/24/9.
- Burstein, Ariel and Gita Gopinath (2014), "International Prices and Exchange Rates," In Gita Gopinath, Elhanan Helpman, and Kenneth Rogoff, editors, *Handbook of International Economics*, 4, 391-451.
- Diebold, Francis X. and Kamil Yilmaz (2014), "On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms," *Journal of Econometrics*, 182, 119-134.
- Driscoll, John C. and Ruth A. Judson (2013), "Sticky Deposit Rates," Working Paper, Federal Reserve Board, 2013.
- Drechsler, Itamar, Alexi Savov, and Philipp Schnabl (2017), "The Deposits Channel of Monetary Policy," *Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1819-1876.
- Ferstl, Robert, Bernhard Graf, and Claudia Kwapil (2024), "The Pass-through of Policy Interest Rates to Bank Retail Rates in Austria," *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), Q4/23, 41-59.
- Glocker, Christian and Pascal Towbin (2015), "Reserve Requirements as a Macroprudential Instrument Empirical Evidence from

- Brazil,” *Journal of Macroeconomic*, 44(Supplement C), 158-176.
- Goodfriend, Marvin, and Robert G. King (1997), “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy,” NBER macroeconomics annual, 12, 231-283.
- Gregor, Jiri, Ales Melecký, and Martin Melecký (2020), “Interest Rate Pass-Through: A Meta-Analysis of the Literature,” *Journal of Economic Surveys*, 35(1), 141-191.
- Hristov, Nikolay, Oliver Hülsewig and Timo Wollmershäuser (2014), “The Interest Rate Pass-through in the Euro Area during the Global Financial Crisis,” *Journal of Banking & Finance*, 48(C), 104-119.
- Jarociński, Marek and Peter Karadi (2020), “Deconstructing Monetary Policy Surprises - The Role of Information Shocks,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 1-43.
- Kang-Landsberg, Alena, Stephan Luck, and Matthew Plosser (2023), “Deposit Betas: Up, Up, and Away,” Federal Reserve Bank of New York, Liberty Street Economics.
- Kiyotaki, Nobuhiro and John Moore (1997), “Credit Cycles,” *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Lettau, Martin and Sydney C. Ludvigson (2004), “Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption,” *American Economic Review*, 94(1), 276-299.
- Messer, Todd and Friederike Niepmann (2023), “What Determines Passthrough of Policy Rates to Deposit Rates in the Euro Area?” FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 28.
- Nakamura, Emi and Jón Steinsson (2018), “High-Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality: The Information Effect,” *Quarterly Journal of Economics*, 133(3), 1283-1330.
- Pesaran, M. Hashem and Yongcheol Shin (1998), “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models,” *Economics Letters*, 58(1), 17-29.
- Wang, Olivier (2024), “Banks, Low Interest Rates, and Monetary Policy Transmission,” *Journal of Finance*, forthcoming.
- Wang, Kuan Min and Yuan-Ming Lee (2009), “Market Volatility and Retail Interest Rate Pass-through,” *Economic Modelling*, 26(6), 1270-1282.
- Wang, Kuan Min and Thanh-Binh Nguyen Thi (2010), “Asymmetric Pass-through and Risk of Interest rate: an Empirical Exploration of Taiwan and Hong Kong,” *Applied Economics*, 42(5), 659-670.

附錄、基準利率與實際放款加權平均利率

商業銀行放款利率的定價方式有很多種，可依客戶之屬性，選擇基準利率、銀行定期性存款利率或主要貨幣市場利率作為定價基準的指標利率，再依客戶評定等級進行加(減)碼。因此，基準利率^{註15}僅是其中一種定價基準，且由於基準利率通常高於其他定價利率，目前商業銀行較少以其作為放款指標利率。是以，本文使用的基準利率是否作為銀行實際放款利率良好的近似變數，需進一步驗證。

本文將基準利率分別轉換為月頻率與季頻率，與央行金融統計月報中月頻率的五大銀行新承做放款利率，以及季頻率的本國銀行放款加權平均利率比較，檢視基準利率與銀行實際放款利率的關係。

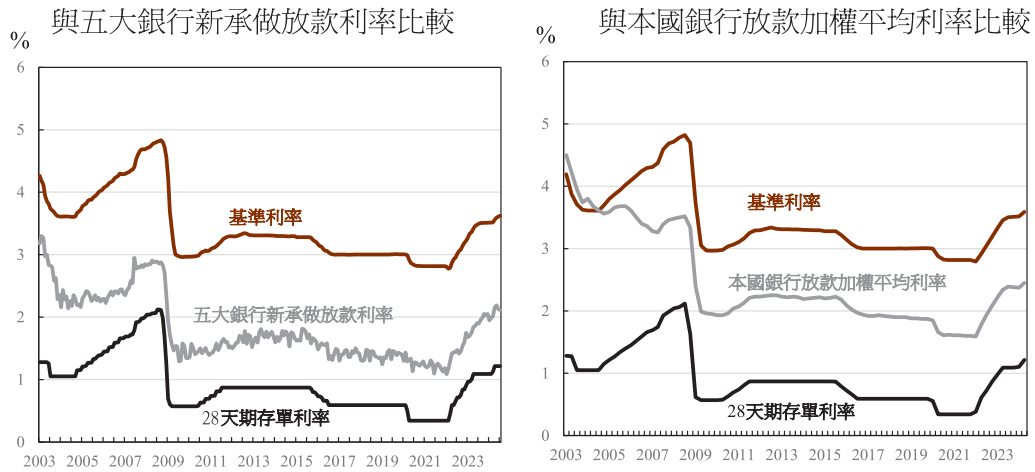
28天期存單利率、基準利率、五大銀行新承做放款利率與本國銀行放款加權平均利率的水準值繪於附圖1。在2007年前，基準利率與五大銀行新承做放款利率、本國銀行放款加權平均利率的走勢有較明顯的差異，但在2007年中以後，基準利率與這兩個銀行實際放款利率的變動幅度均相當一致。

2007年以前，銀行實際放款利率並未與

基準利率呈穩定關係，主要與銀行改變其放款項目的比重有關。五大銀行新承做放款利率雖然在2003~2007年間隨基準利率變動，但其降幅較大，升幅較小，使兩者利差擴大，這是因為當時財政部嚴格要求銀行降低逾放比，提升債權品質，銀行遂積極以低利率承作國庫借款、公營事業與優良企業之放款，使五大銀行新承做放款利率與基準利率間的利差有擴大之情形。本國銀行加權平均放款利率則是在2005~2007年間並未隨基準利率上升，反而是下滑，這是因為當時國內發生雙卡風暴，銀行紛紛減少承做現金卡等高利率消費者信用放款，使得整體放款利率下滑^{註16}。

2007年下半年以後，五大銀行新承做放款利率、本國銀行放款加權平均利率與基準利率的關係長期維持穩定。雖然基準利率高於銀行實際平均放款利率，但在每次央行調整存單利率後，基準利率與五大銀行新承做放款利率和本國銀行放款加權平均利率均維持穩定的差距，顯示基準利率的調幅與銀行實際平均放款利率的調幅相近。

附圖1 基準利率與銀行實際放款利率

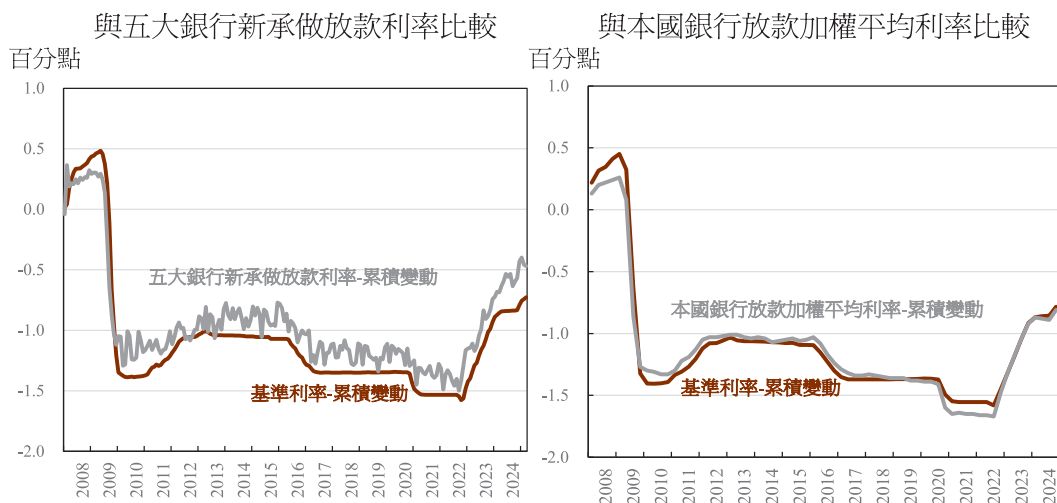


註：五大銀行新承做放款利率為月頻率資料，本國銀行放款加權平均利率為季頻率資料，本文將基準利率與28天期存單利率轉換為月與季頻率資料，再進行比較。
資料來源：中央銀行金融統計月報

附圖2進一步以2007年5月與2007年第2季為起始點，計算基準利率、五大銀行新承做放款利率與本國銀行放款加權平均利率的累積變動幅度。從附圖2可知，即使經過多

次的升息與降息循環，基準利率的累積變動幅度與銀行實際放款利率的累積變動幅度仍維持相近，顯示基準利率的變動與銀行實際放款利率變動長期相近。

附圖2 基準利率與銀行實際放款利率的累積變動



註：以2007年5月與2007年第2季為起始點計算利率的累積變動。
資料來源：中央銀行金融統計月報

本文以週頻率的利率變動資料估計鏈結指數，所以即使基準利率的水準高於銀行實際的平均放款利率，只要基準利率的變動幅度與實際銀行放款利率的變動相近，即是後者良好的近似變數，不至於使模型估計結果產生明顯偏差。

最後，本文也根據式(1)的轉嫁模型，以28天期存單利率為參考利率，估計央行調整28天期存單利率後，五大銀行新承做放款利率與本國銀行放款加權平均利率的累積轉嫁係數。其中，月頻率的五大銀行新承做放款

利率，可根據放款項目，進一步細分為購屋貸款、資本支出貸款、週轉金貸款，消費性貸款的利率。累積轉嫁係數的估計結果列於附表1，對於月頻率資料本文設定 $K = 4$ ，估計調整利率4個月後的累積轉嫁係數；季頻率資料則是設定 $K = 2$ ，估計調整利率兩季後的累積轉嫁係數。附表1的結果顯示，除了五大銀行新承做放款中的購屋貸款利率累積轉嫁係數為0.735，統計上顯著小於1外，其餘的估計值均接近於1，與本文以銀行放款牌告利率的估計結果相近（見圖4與表1）。

附表1 銀行平均放款利率的轉嫁幅度

	五大銀行新承做放款利率					本國銀行 放款加權 平均利率
	購屋貸款 利率	資本支出貸款 利率	週轉金貸款 利率	消費性貸款 利率	加權平均 利率	
估計式： $r_t - r_{t-1} = \alpha + \sum_{k=0}^K \beta_k \Delta prate_{t-k} + \boldsymbol{\Gamma} \boldsymbol{X}_t + \varepsilon_t$						
$\sum_{k=0}^K \beta_k$	0.735*** (0.094)	1.021*** (0.207)	0.979*** (0.141)	0.980** (0.452)	0.952*** (0.130)	1.052*** (0.028)
資料頻率	月	月	月	月	月	季
K	4	4	4	4	4	2

註：樣本期間為2003年至2024年7月底。截距項與控制變數 X_t 的係數估計值未列出。***、**、*分別表示估計值在1%、5%、10%水準下顯著。

The Transmission of CBC Policy Rates to Market Interest Rates

Yu Hsiang Hsiao*

Abstract

This paper examines whether policy rate adjustments by the Board Meeting of Central Bank of the Republic of China (Taiwan) (CBC) since 2003 have effectively influenced market interest rates. The findings show that although banks have rarely used CBC's discount window since 2003, the CBC has remained effective in guiding market rates through adjustments to its certificate of deposit (CD) rates. However, between 2003 and 2019, changes in CD rates were generally smaller than adjustments in the rediscount rate, resulting in a decoupling between market rates and the rediscount rate. Empirical results indicate that money market rates and bank deposit and lending rates responses almost one-for-one to changes in the 28-day CD rate, with no evidence of asymmetric responses. Moreover, the pass-through from the CD rate to market rates was stronger than that from the rediscount rate, suggesting that the CD rate more accurately reflects the stance of CBC's monetary policy. Since 2020, the CBC has adjusted the rediscount rate and CD rates by the same magnitude. Following this alignment, money market rates, bank time deposit rates, and lending rates have exhibited near-complete pass-through, and the overall coherence among various interest rates has strengthened, indicating a more effective transmission of policy rate changes across the interest rate spectrum.

Keywords: Monetary Policy, Interest Rates Pass-Through, Interest Rate Channel

JEL classification code: E43, E52, E58.

* The views expressed in this paper are those of the author and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of the Republic of China (Taiwan). Any errors or omissions are the responsibility of the authors.

國內經濟金融情勢（民國114年第2季）

總體經濟

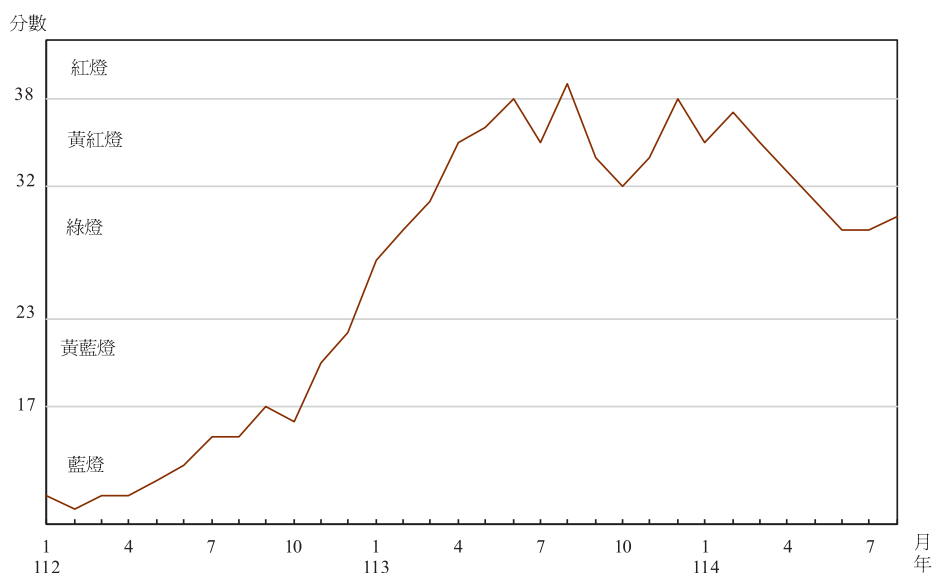
壹、國內經濟情勢

一、國內景氣穩定擴張

受惠台股價量回升，股價指數轉呈綠燈、貨幣總計數M1B轉呈黃藍燈，本(114)年8月國發會景氣對策信號綜合判斷分數較上月增加1分，至30分，燈號續呈綠燈(圖1)；領先指標持續下滑，同時指標則續呈上升，顯示當前國內景氣穩定擴張，惟須密切關注後續變化。

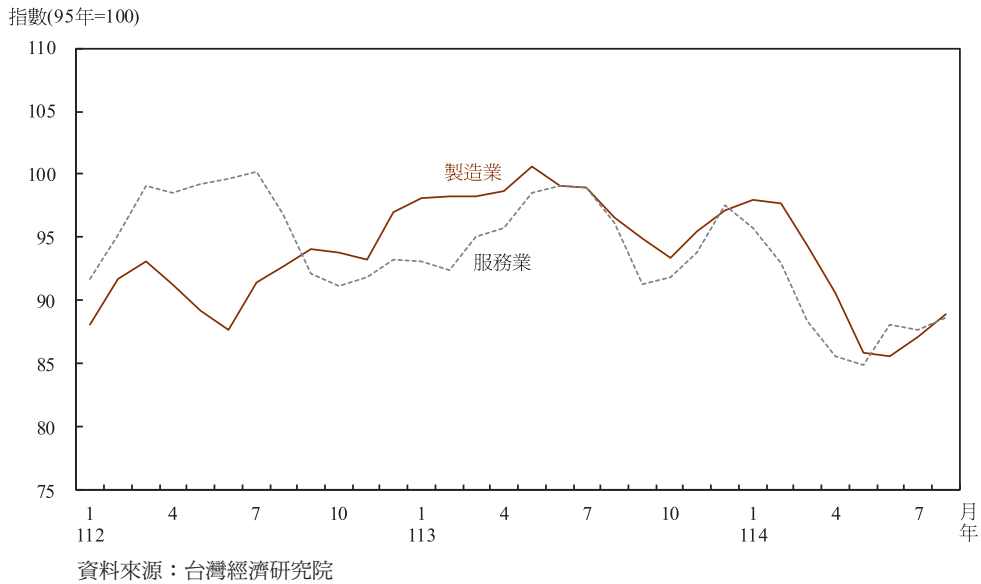
隨美國關稅政策逐漸明朗，且對等關稅衝擊小於預期，本年8月台經院製造業營業氣候測驗點由7月之87.09點升至88.88點，連續2個月上升。服務業方面，因暑假旺季及節慶帶動消費，且8月台股量價齊揚，服務業營業氣候測驗點由7月之87.63點回升至8月之88.64點(圖2)。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會

圖2 營業氣候測驗點



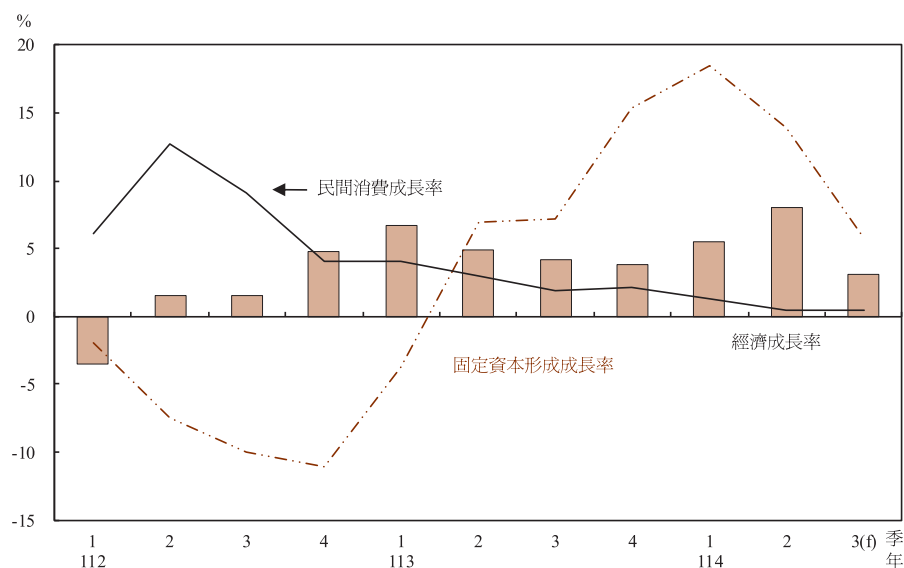
二、本年第2季經濟成長率升為8.01%， 係110年第3季以來新高

本年第2季，AI等新興科技應用持續拓展，以及客戶端因應美國關稅措施積極提前拉貨，加以企業因應AI商機強勁持續擴增投資力道，出口及民間投資成長優於預期，經濟成長率升為8.01%，係110年第3季以來新

高(圖3、表1)。

展望第3季，預期AI需求續熱絡，推升電子資通訊產品出口，帶動台灣輸出穩健成長；惟受美國關稅政策影響，消費者信心疲軟，民間消費成長動能減緩，且因比較基期已高，民間投資成長動能受限，本行預測第3季經濟成長率降為3.07%。

圖3 經濟成長率、投資與民間消費成長率



註：f為預測數(中央銀行)
資料來源：行政院主計總處、中央銀行

表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入
					民間	公營事業	政府		
112		1.12	7.90	0.42	-7.76	-10.47	9.68	5.89	-4.08
113		4.84	2.72	2.54	6.43	5.79	8.96	9.66	8.71
114 f		4.55	0.73	2.33	9.33	10.05	8.48	4.54	23.98
113/2		4.89	2.94	2.03	6.90	7.00	8.44	5.40	7.65
3		4.21	1.84	4.03	7.13	6.52	14.42	7.95	8.88
4		3.82	2.12	2.43	15.33	16.97	4.00	13.53	8.89
114/1 r		5.45	1.32	0.52	18.48	21.16	3.34	1.70	19.38
2 p		8.01	0.49	2.85	13.87	15.40	3.37	7.41	35.02
3 f		3.07	0.43	1.80	5.79	5.17	10.27	7.72	24.60
114 年第 2 季	貢獻百分點 p	8.01	0.22	0.37	3.61	3.34	0.06	0.21	22.07
									16.02

註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數(中央銀行)
資料來源：行政院主計總處、中央銀行

三、本年第2季民間消費平疲，預期第3季成長續緩

本年第2季，國內就業市場穩定，實質

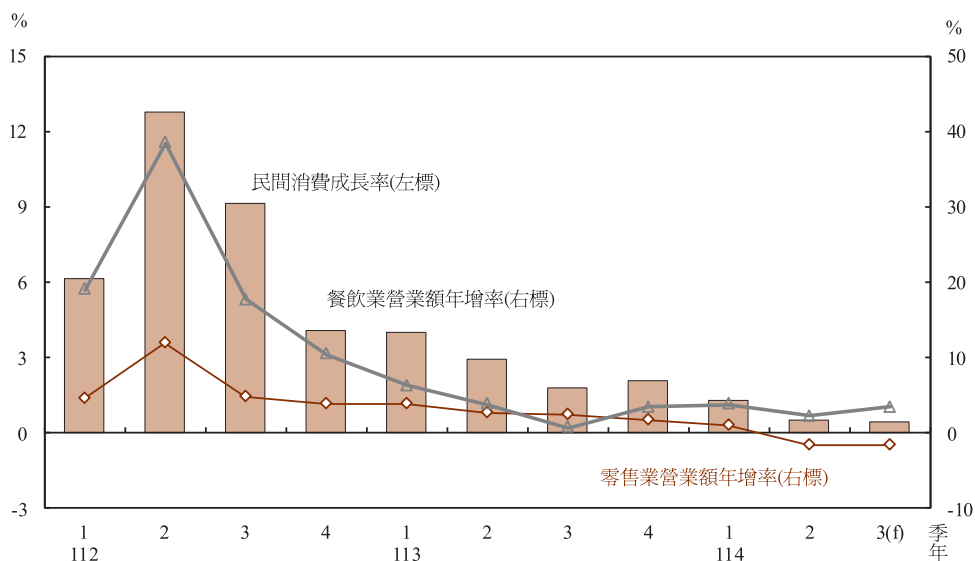
薪資持續成長，惟美國關稅政策不確定性，金融市場波動加劇，台股交易續呈衰退(上市櫃股票成交值年減27.4%)，影響民眾消費

意願，加以國內車市因台美關稅談判未定，買氣急凍，零售業營業額轉呈年減1.6%，抑低民間消費動能，民間消費成長率由上季之1.32%續減緩至0.49%(圖4、表1)。

本年7至8月，雖餐飲業營業額續年增3.5%，惟美國經貿政策高度不確定性，

衝擊民眾消費信心，零售業營業額續年減1.7%，加以7月及8月中經院非製造業採購經理人(NMI)之未來6個月展望指數均呈緊縮(<50%)，民眾消費信心下滑，民間消費動能平疲，本行預測第3季民間消費成長率略降為0.43%。

圖4 民間消費成長率及零售業與餐飲業營業額年增率



註：f為預測數(中央銀行)；114年第3季零售業及餐飲業營業額年增率係7至8月平均值
資料來源：經濟部、行政院主計總處、中央銀行

四、本年第2季民間投資明顯成長，預期第3季民間投資成長減緩

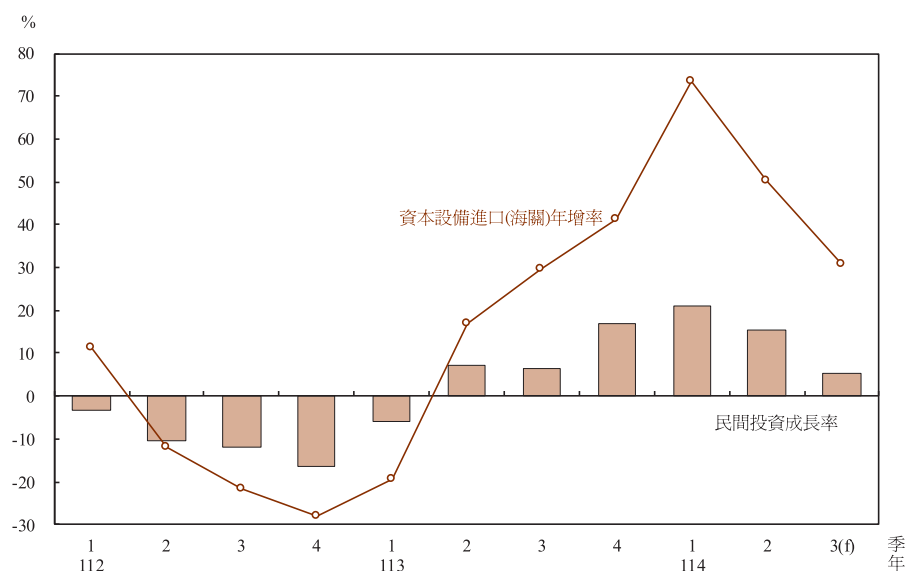
本年第2季，新興科技應用需求強勁，廠商半導體設備購置續增，以新台幣計價之半導體設備進口成長62.8%，致以新台幣計價之資本設備進口年增50.3%，加以製造業投資財生產量年增47.1%，帶動民間機器設備投資成長34.2%，民間投資續成長

15.40%(圖5、表1)。

本年7至8月，以新台幣計價之半導體設備進口續成長50.9%，致以新台幣計價之資本設備進口成長30.5%，加以同期製造業投資財生產量續年增15.5%，民間投資成長動能可望延續；惟受美國關稅政策影響，企業仍保守觀望，7月及8月製造業採購經理人之未來6個月展望指數均呈緊縮(<50%)，恐限

縮民間投資成長動能，本行預測第3季民間投資成長率降為5.17%。

圖5 民間投資成長率與資本設備進口年增率



註：f為預測數(中央銀行)；114年第3季資本設備進口年增率係7至8月平均值
資料來源：財政部、行政院主計總處、中央銀行

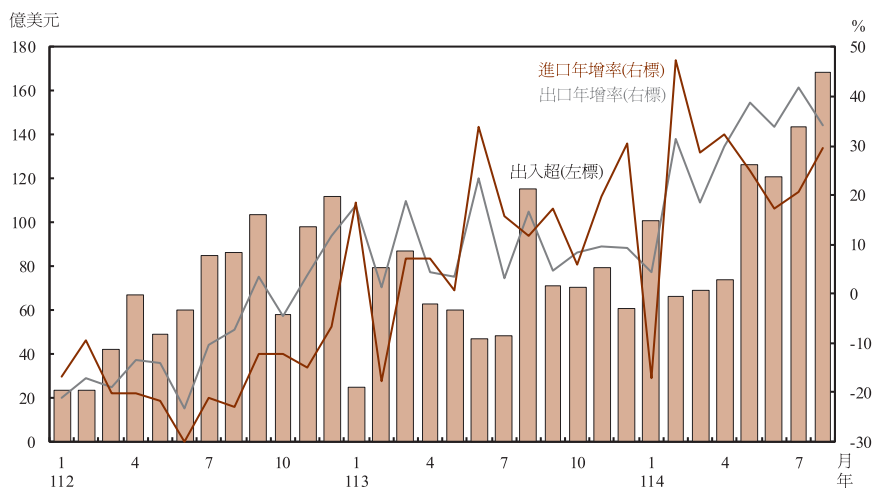
五、本年第2季出口持續大幅成長，預期第3季續雙位數成長

本年第2季，AI等新興科技應用商機持續強勁，加以客戶端因應美國關稅政策提前拉貨，資通與視聽產品及積體電路出口分別年增82.9%、30.5%，帶動整體出口(以美元計價)續成長34.1%；進口方面，隨出口引申需求與AI供應鏈國際分工運作下，積體電路進口成長37.7%，加以半導體設備購置進口

續成長68.4%，整體進口(以美元計價)年增24.5%(圖6)。商品及服務併計之輸出、輸入成長率分別為35.02%、31.29%(表1)。

本年7至8月，資通與視聽產品及積體電路出口分別續年增83.5%、36.7%，帶動整體出口續成長37.8%；整體進口亦續年增25.0%(圖6)。本行預測本年第3季輸出及輸入成長率分別為24.60%、25.96%。

圖6 進出口貿易



資料來源：財政部

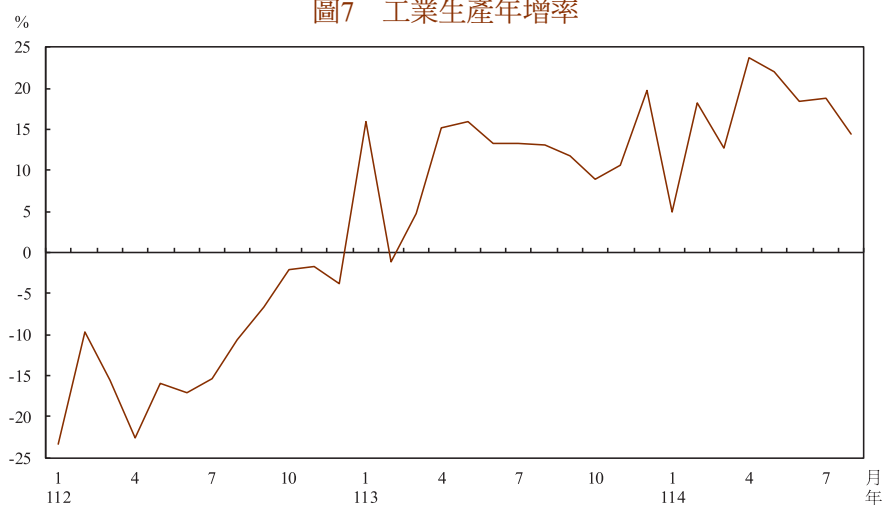
六、工業生產持續成長

本年第2季，因AI、高效能運算及雲端資料服務等應用需求持續強勁，電腦、電子產品及光學製品業與電子零組件業生產指數分別續年增73.3%、31.3%，加以半導體大廠積極擴充產能，帶動半導體生產設備及零組件增產，機械設備業增產7.3%，工業生產續年增21.3%。

本年7至8月，雖傳產業之市場需求不佳，加以海外同業低價競爭，以及車市買氣

保守觀望，化學材料及肥料業、汽車及其零件業等傳統產業減產，惟AI應用、雲端資料服務需求續強，電子零組件業及電腦、電子產品及光學製品業分別年增31.4%、20.3%，帶動工業生產成長16.5%(圖7)，其中，權重最大之製造業(94.6%)增產17.8%，四大業別中，資訊電子工業年增29.8%，增幅最大，金屬機電工業亦增產0.1%，民生工業及化學工業則分別減產2.5%、2.9%。

圖7 工業生產年增率



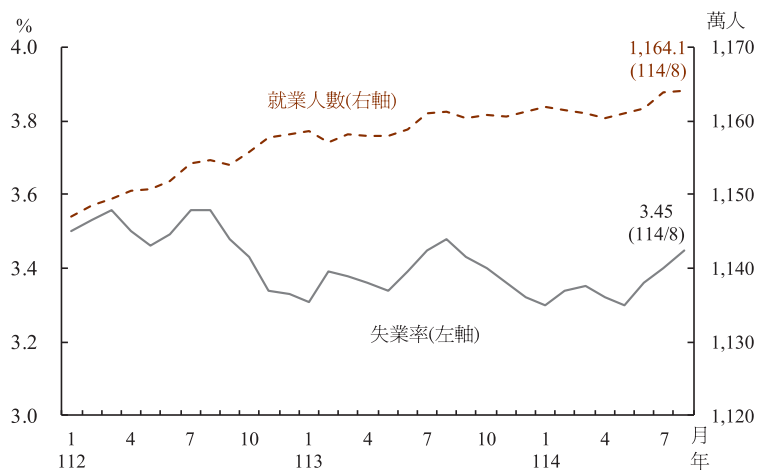
資料來源：經濟部

七、失業率季節性回升，實施無薪假期人數增加；實質薪資正成長

本年以來，國內勞動市場續呈穩定，5月失業率降至3.30%；6月起，受部分應屆畢業生或暑期工讀生投入尋職之季節性因素影響，失業率回升，至8月為3.45%(圖8)，惟較上年同月下降0.03個百分點，且係90年以來同月最低。8月就業人數則為1,164.1萬人，年增0.24%。截至本年9月16日，實施減班休息(即無薪假)之企業計333家、7,334人，係上年3月底以來高點，較本年6月底增加162家、4,456人。其中，製造業增加4,363人最多，主因部分廠商受美國關稅政策影響，訂單減少而實施無薪假。

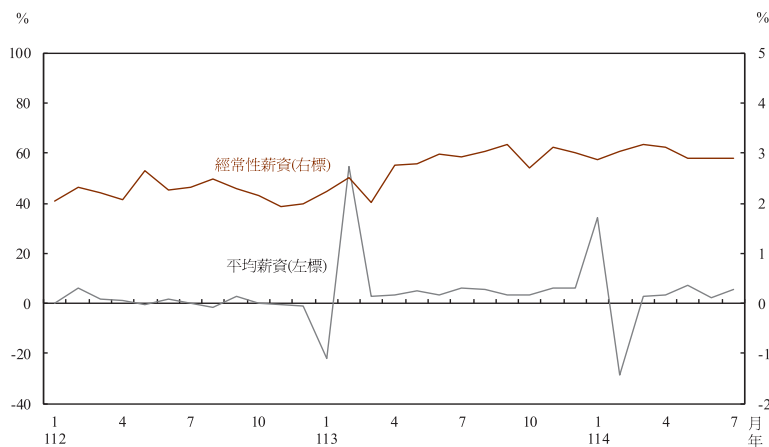
本年以來，工業及服務業受僱員工名目經常性薪資溫和成長，7月年增2.89%，總薪資則年增5.48%(圖9)。本年1至7月平均經常性薪資年增2.98%，係近3年以來同期最高，總薪資則年增3.77%。剔除物價因素後，本年1至7月實質經常性薪資年增1.09%，實質總薪資則年增1.86%，分別係近5年及近7年同期新高。其中，工業部門實質總薪資年增3.58%，高於上年同期之1.31%，主因出口持續成長，帶動企業加薪；服務業部門則由上年同期之2.04%減緩至0.64%，主因不動產業、住宿及餐飲業及支援服務業之總薪資較上年同期下降，以及金融保險業等總薪資成長減緩。

圖8 失業率與就業人數



資料來源：行政院主計總處

圖9 工業及服務業平均名目總薪資與經常性薪資年增率



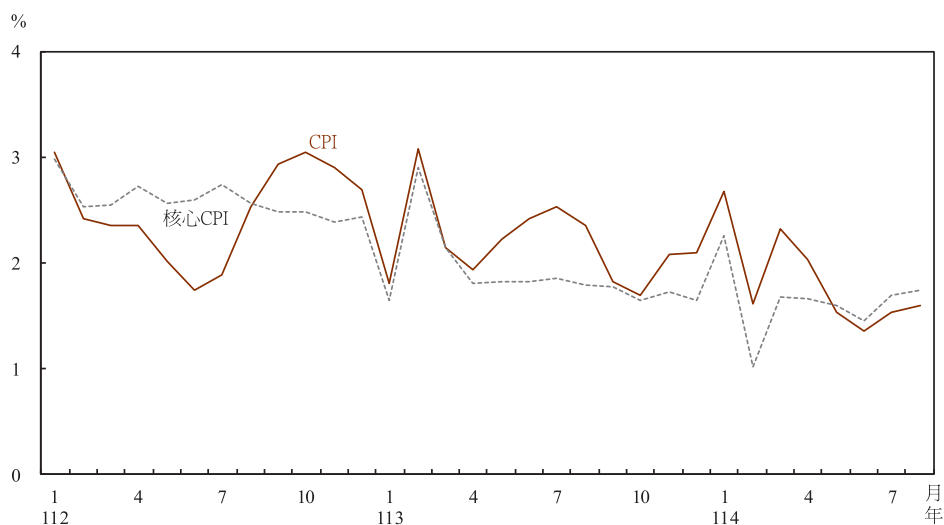
資料來源：行政院主計總處

八、通膨率維持緩步回降趨勢

本年4月起，因食物類價格漲幅減緩，以及油料費下跌，CPI年增率回降，至6月為1.36%，係110年4月以來最低。7月起，因食物類價格漲幅擴大，CPI年增率回升，至8月為1.60%；不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為1.74%(圖10)。

本年1至8月平均CPI年增率為1.83%，上漲主因係食物類價格走升、房租調高及金飾珠寶等個人隨身用品價格上漲所致，合計使CPI年增率上升1.51個百分點，貢獻約83%(表2)；核心CPI年增率則為1.64%，維持緩步回降趨勢。

圖10 CPI與核心CPI年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響114年1至8月CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	1.83	1.83
食物類	256	3.63	0.98
外食費	106	3.36	0.37
水果	21	13.85	0.32
肉類	23	4.25	0.10
蔬菜	15	5.85	0.09
蛋類	4	-11.08	-0.04
房租	148	2.41	0.36
個人隨身用品	19	7.47	0.17
娛樂服務	60	1.46	0.09
醫療費用	28	2.84	0.07
香菸及檳榔	16	4.01	0.07
教養服務	30	2.16	0.07
交通工具零件及維修費	19	2.72	0.05
家庭管理費用	11	3.85	0.04
合計			1.9
油料費	24	-4.30	-0.11
成衣	38	-1.12	-0.05
合計			-0.16
其他			0.09

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

今年上半年，受惠AI等新興科技應用需求暢旺，台灣輸出與民間投資成長優於預期，經濟成長率達6.75%。下半年，預期AI需求續熱絡，台灣輸出穩健成長，民間投資溫和成長，惟受美國關稅政策影響，消費者信心疲軟，民間消費動能平緩。本行預測本年下半年經濟成長率為2.51%，全年則為4.55%；8月以來，國內外預測機構預測值之平均數為4.45%(表3)。

表3 國內外預測機構預測114年經濟成長率

單位：%

項 目 \ 預測機構	中央銀行	主計總處	國泰台大	EIU	S&P Global	平均值
發布日期	114.9.18	114.8.15	114.9.15	114.9.4	114.9.15	
實質國內生產毛額	4.55	4.45	4.50	4.50	4.25	4.45
實質民間消費支出	0.73	0.85	---	0.20	1.31	0.77
實質政府消費支出	2.33	2.33	---	1.10	1.73	1.87
實質固定投資	9.33	9.19	---	10.90	9.49	9.73
實質民間投資	10.05	9.89	---	---	---	9.97
實質政府投資	4.54	4.54	---	---	---	4.54
實質輸出	23.98	23.74	---	20.10	24.97	23.20
實質輸入	24.59	24.54	---	19.90	26.21	23.81

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

本(114)年第2季我國經常帳順差36,229 元，央行準備資產增加16,002百萬美元(表1百萬美元，金融帳淨資產增加18,527百萬美 及圖1)。

表1 國際收支

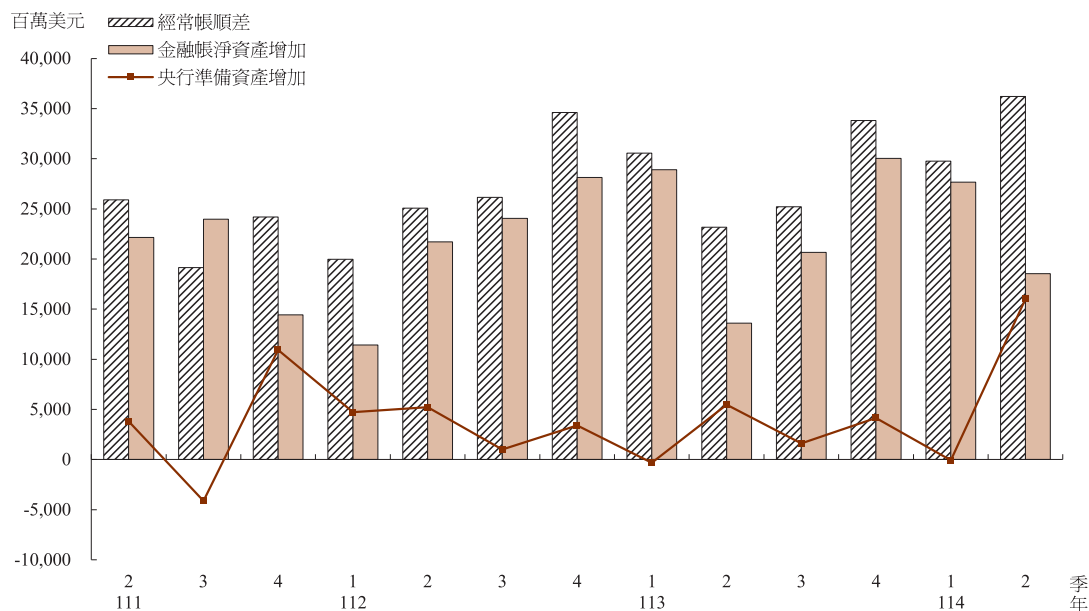
114年第2季暨113年第2季

單位：百萬美元

	(1) 114年 第2季	(2) 113年 第2季	(1)-(2)
A.經常帳	36,229	23,162	13,067
商品貿易淨額	36,177	21,142	15,035
商品：收入（出口）	141,819	101,313	40,506
商品：支出（進口）	105,642	80,171	25,471
服務收支淨額	-4,270	-4,216	-54
服務：收入（輸出）	15,154	13,741	1,413
服務：支出（輸入）	19,424	17,957	1,467
初次所得收支淨額	6,324	7,327	-1,003
初次所得：收入	15,391	15,615	-224
初次所得：支出	9,067	8,288	779
二次所得收支淨額	-2,002	-1,091	-911
二次所得：收入	2,345	2,204	141
二次所得：支出	4,347	3,295	1,052
B.資本帳	-3	11	-14
C.金融帳	18,527	13,606	4,921
直接投資：資產	19,009	10,730	8,279
股權和投資基金	18,371	10,401	7,970
債務工具	638	329	309
直接投資：負債	2,946	4,170	-1,224
股權和投資基金	1,456	823	633
債務工具	1,490	3,347	-1,857
證券投資：資產	-6,998	16,074	-23,072
股權和投資基金	624	6,404	-5,780
債務證券	-7,622	9,670	-17,292
證券投資：負債	13,994	1,851	12,143
股權和投資基金	14,136	1,568	12,568
債務證券	-142	283	-425
衍生金融商品：資產	-10,068	-6,169	-3,899
衍生金融商品：負債	-8,728	-6,442	-2,286
其他投資：資產	27,820	-9,188	37,008
其他投資：負債	3,024	-1,738	4,762
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	17,699	9,567	8,132
D.誤差與遺漏淨額	-1,697	-4,109	2,412
E.準備與相關項目	16,002	5,458	10,544

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

圖1 國際收支



一、經常帳

商品方面，按國際收支基礎(根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍¹予以調整計算，本季出口141,819百萬元，較上(113)年同季增加40,506百萬元或40.0%；進口105,642百萬元，較上年同季增加25,471百萬元或31.8%。本季出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為36,177百萬元，較上年同季增加15,035百萬元或71.1%，主要受惠於新興科技應用需求升溫及國外廠商提前拉貨，出口擴增。

服務方面，本季服務貿易逆差4,270百萬元，較上年同季增加54百萬元或

1.3%，主要係營建支出增加。

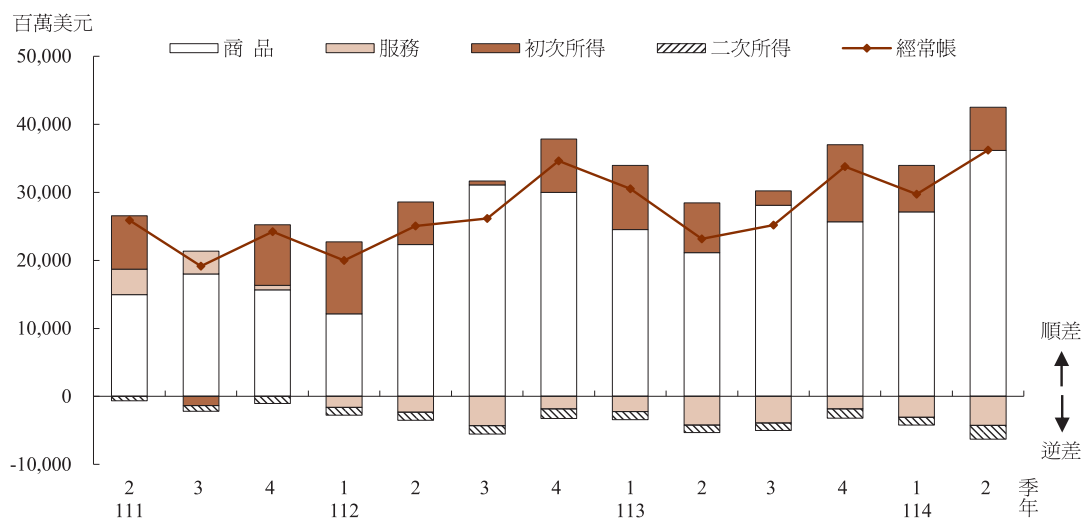
初次所得方面，本季初次所得順差6,324百萬元，較上年同季減少1,003百萬元或13.7%，主要係居民對外直接投資所得收入減少。

二次所得方面，本季逆差2,002百萬元，較上年同季增加911百萬元或83.5%，主要係工作者匯出款增加。

本季與上年同季比較，雖然初次所得順差減少，且服務貿易及二次所得逆差擴大，惟商品貿易順差增加，致經常帳順差增為36,229百萬元，計增加13,067百萬元(圖2)。

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

圖2 經常帳



二、資本帳

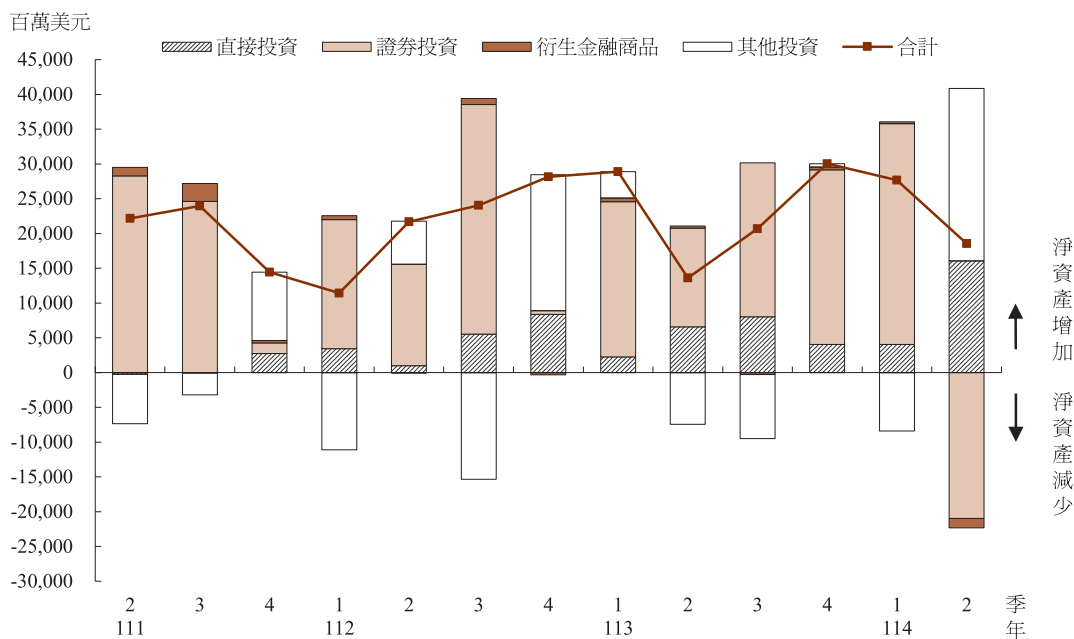
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與及債務之免除)與非生產性、非金融性資產交易(如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷)。本季資本帳逆差3百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加18,527百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加16,063百萬美元，其中，居民對外直接投資及非居民來

台直接投資淨額分別增加19,009百萬美元及2,946百萬美元。證券投資淨資產減少20,992百萬美元，其中，居民投資國外證券淨減少6,998百萬美元，主要係保險公司減持國外債券；非居民投資國內證券淨增加13,994百萬美元，主要係外資增持台股。衍生金融商品淨資產減少1,340百萬美元，主要係其他金融機構收取衍生金融商品處分利益，資產減少。其他投資淨資產增加24,796百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行增加。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎計算，商品出口141,819百萬美元，較上年同季增加40,506百萬美元或40.0%，其中，商仲貿易商品淨出口較上年同季減少69百萬美元；商品進口105,642百萬美元，較上年同季增加25,471百萬美元或31.8%。本季出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為36,177百萬美元，較上年同季增加15,035百萬美元或71.1%。

以下根據海關進出口貿易統計，進一步分析出、進口概況。

出口方面，本季出口較上年同季增加

34.1%，主要係受惠人工智慧(AI)等新興科技應用需求強勁，加上國外廠商於美國針對半導體及資通訊科技(ICT)等產品進行232條款國安調查之關稅豁免期間積極備貨，資通與視聽產品及電子零組件出口擴增。本季進口較上年同季增加24.5%，主要係出口引申需求帶動廠商備料擴增，資通與視聽產品及電子零組件進口增加。由於出口增額大於進口增額，出超增加為32,084百萬美元，較上年同季增加15,090百萬美元或88.8%。

就主要貿易地區而言，本季對美國及東協出口增額較大，較上年同季分別增加18,445百萬美元及9,278百萬美元。進口方

面，本季自南韓、中國大陸(含香港，以下同)及東協進口增額較大，較上年同季分別增加4,916 百萬美元、3,159 百萬美元及2,376 百萬美元。就主要出口市場比重而言，以美國所占比重29.9%為首，其次依序為中國大陸、東協及歐洲，比重分別為27.6%、19.0%及6.1%。主要進口來源以中國大陸比重19.2%最高，其次依序為東協、南韓及日本，比重分別為12.4%、12.3%及11.1%。

二、服務

本季服務收入15,154百萬美元，較上年同季增加1,413百萬美元；服務支出19,424百萬美元，較上年同季增加1,467百萬美元。由於支出增額大於收入增額，服務貿易逆差擴大為4,270百萬美元。茲就服務貿易主要項目之內容及變動說明如下(表2)：

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	114年第2季			113年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
服務	15,154	19,424	-4,270	13,741	17,957	-4,216	1,413	1,467
一、加工服務	1,358	446	912	1,235	401	834	123	45
二、維修服務	344	445	-101	316	392	-76	28	53
三、運輸	2,742	3,403	-661	2,807	3,800	-993	-65	-397
(一)客運	648	855	-207	601	1,298	-697	47	-443
(二)貨運	1,944	1,522	422	2,071	1,419	652	-127	103
(三)其他	150	1,026	-876	135	1,083	-948	15	-57
四、旅行	2,649	5,215	-2,566	2,330	4,854	-2,524	319	361
五、其他服務	8,061	9,915	-1,854	7,053	8,510	-1,457	1,008	1,405
(一)營建	180	2,020	-1,840	80	1,019	-939	100	1,001
(二)保險及退休金服務	212	613	-401	147	508	-361	65	105
(三)金融服務*	1,226	602	624	1,227	821	406	-1	-219
(四)智慧財產權使用費	583	1,523	-940	469	1,337	-868	114	186
(五)電信、電腦及資訊服務	2,056	1,408	648	1,632	1,161	471	424	247
(六)其他事務服務	3,578	3,474	104	3,286	3,419	-133	292	55
(七)個人、文化與休閒服務	147	100	47	144	78	66	3	22
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	79	175	-96	68	167	-99	11	8

*金融服務包括間接衡量的金融中介服務（FISIM）。

(一) 加工服務

加工服務係指加工者對他人所屬貨品進行加工、組裝、加標籤及包裝等服務。本季加工收入1,358百萬美元，較上年同季增加123百萬美元，主要係接受非居民委託加工之加工費收入增加；加工支出446百萬美

元，較上年同季增加45百萬美元。本季收入增額大於支出增額，加工服務貿易順差增加為912百萬美元。

(二) 維修服務

維修服務係指提供或接受非居民對擁有的貨品的修理。本季維修收入344百萬美

元，較上年同季增加28百萬美元；維修支出445百萬美元，較上年同季增加53百萬美元。本季支出增額大於收入增額，維修服務貿易逆差增加為101百萬美元。

(三) 運輸

運輸包括旅客運輸、貨物運輸及其他(主要為國外港口、機場費用)。本季運輸收入2,742百萬美元，較上年同季減少65百萬美元，主要係國際線海運貨運收入減少。運輸支出3,403百萬美元，較上年同季減少397百萬美元，主要係支付外航客運費用減少。本季支出減額大於收入減額，運輸服務貿易逆差減少為661百萬美元。

(四) 旅行

本季旅行收入2,649百萬美元，較上年同季增加319百萬美元，主要係來台旅客人次及平均每人每日消費金額增加；旅行支出5,215百萬美元，較上年同季增加361百萬美元，主要係國人出國人次增加。本季支出增額大於收入增額，旅行收支逆差增加為2,566百萬美元。

(五) 其他服務

其他服務包括營建、保險及退休金服務、金融服務、智慧財產權使用費、電信、電腦及資訊服務、其他事務服務及個人、文

化與休閒服務，以及政府服務等項目。本季其他服務收入8,061百萬美元，較上年同季增加1,008百萬美元，主要係電腦及資訊服務收入增加；其他服務支出9,915百萬美元，較上年同季增加1,405百萬美元，主要係營建支出增加。本季支出增額大於收入增額，其他服務貿易逆差增加為1,854百萬美元。

三、初次所得

初次所得包括薪資所得、投資所得及其他初次所得。本季初次所得收入15,391百萬美元，較上年同季減少224百萬美元，主要係居民對外直接投資所得減少；支出9,067百萬美元，較上年同季增加779百萬美元，主要係企業支付非居民直接投資所得增加。本季收入減少且支出增加，初次所得順差減少為6,324百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入2,345百萬美元，較上年同季增加141百萬美元，主要係禮品及樣品收入增加；支出4,347百萬美元，較上年同季增加1,052百萬美元，主要係工作者匯出款增加。本季支出增額大於收入增額，二次所得逆差增加為2,002百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	114年第2季			113年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	15,391	9,067	6,324	15,615	8,288	7,327	-224	779
一、薪資所得	317	160	157	299	252	47	18	-92
二、投資所得	15,010	8,519	6,491	15,265	7,792	7,473	-255	727
(一)直接投資	4,157	3,829	328	4,929	3,243	1,686	-772	586
(二)證券投資	1,806	1,881	-75	1,318	1,429	-111	488	452
(三)其他投資	9,047	2,809	6,238	9,018	3,120	5,898	29	-311
三、其他初次所得	64	388	-324	51	244	-193	13	144
二次所得	2,345	4,347	-2,002	2,204	3,295	-1,091	141	1,052

參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生金融商品與其他投資。 本季金融帳淨資產增加18,527百萬美元。茲就本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	114年第2季			113年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)-(2) 淨資產	(3) 資產	(4) 負債	(3)-(4) 淨資產	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	19,009	2,946	16,063	10,730	4,170	6,560	8,279	-1,224
二、證券投資	-6,998	13,994	-20,992	16,074	1,851	14,223	-23,072	12,143
(一)股權和投資基金	624	14,136	-13,512	6,404	1,568	4,836	-5,780	12,568
(二)債權證券	-7,622	-142	-7,480	9,670	283	9,387	-17,292	-425
三、衍生金融商品	-10,068	-8,728	-1,340	-6,169	-6,442	273	-3,899	-2,286
四、其他投資	27,820	3,024	24,796	-9,188	-1,738	-7,450	37,008	4,762
(一)其他股本	9	0	9	6	0	6	3	0
(二)債務工具	27,811	3,024	24,787	-9,194	-1,738	-7,456	37,005	4,762
1.現金與存款	25,192	14,457	10,735	-11,360	3,636	-14,996	36,552	10,821
2.貸款/借款	797	-5,141	5,938	-528	-4,417	3,889	1,325	-724
3.貿易信用及預付/收款	2,063	-1,865	3,928	59	-56	115	2,004	-1,809
4.其他應收/付款	-241	-4,427	4,186	2,635	-901	3,536	-2,876	-3,526
合 計	29,763	11,236	18,527	11,447	-2,159	13,606	18,316	13,395

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

一、直接投資

本季直接投資淨資產增加16,063百萬美元。其中，對外直接投資淨增加19,009百萬美元；非居民來台直接投資淨增加2,946百萬美元。根據經濟部投資審議司核備對外投資及核准對中國大陸投資統計，本季居民對外直接投資行業以電子零組件製造業、金融及保險業與電腦、電子產品及光學製品製造業為主；非居民來台直接投資主要行業為金融及保險業、批發及零售業與化學材料製造業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產減少20,992百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券淨減少6,998百萬美元。其中，股權和投資基金淨增加624百萬美元，主要係退休基金增持國外股票和基

金；債務證券淨減少7,622百萬美元，主要係保險公司減持國外債券。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨增加13,994百萬美元。其中，股權和投資基金淨增加14,136百萬美元，主要係外資增持台股；債務證券投資淨減少142百萬美元，主要係非居民減持國內企業發行之海外公司債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少1,340百萬美元。其中，資產淨減少10,068百萬美元，主要係其他金融機構收取衍生金融商品處分利得；負債淨減少8,728百萬美元，主要係其他金融機構支付衍生金融商品處分損失。

四、其他投資

其他投資包括其他股本及債務工具，本季其他投資淨資產增加24,796百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行增加。

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16,002百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本(114)年第2季受放款與投資年增率下降影響，M2平均年增率為3.55%，低於本年第1季之5.03%。7月M2年增率降至3.42%後，8月因活期儲蓄存款年增率上升及外匯存款衰退幅度縮減，M2年增率回升至4.76%(表1)。累計本年1至8月M2平均年增率為4.24%，落於本行的M2成長參考區間。

考量本年我國通膨率將降至2%以下，明年可望續降，並預期國內經濟穩健成長。為審慎因應全球經濟前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本年9月本行理事會決議維持政策利率不變，有助

整體經濟金融穩健發展，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，分別維持年息2%、2.375%及4.25%。

五大銀行一年期存款固定平均牌告利率本年第2季底為1.700%，與第1季底相同，且至9月底維持不變；五大銀行平均基準放款利率第2季底為3.264%，至9月底維持不變。另五大銀行新承做放款加權平均利率(含國庫借款)則由本年第1季平均之2.115%升至第2季平均之2.21%，之後上升至8月的2.196%。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數		準備貨幣	全體貨幣機構存款	全體貨幣機構放款與投資	全體貨幣機構對民間部門債權
	M1B	M2				
112	2.82	6.25	5.55	5.50	6.58	6.94
113	4.61	5.83	5.58	5.63	8.24	9.41
113/ 7	5.22	6.20	5.68	5.82	8.32	9.54
8	4.05	5.80	5.67	5.68	8.40	9.68
9	4.07	5.60	6.47	5.70	8.83	10.18
10	4.91	5.83	6.12	6.00	9.05	10.38
11	4.56	5.47	5.83	5.64	8.40	9.55
12	4.00	5.51	5.86	5.63	8.24	9.41
114/ 1	4.38	5.53	8.35	5.01	8.19	9.71
2	3.10	5.19	5.01	4.97	7.68	9.18
3	1.82	4.38	6.00	3.93	7.40	8.84
4	1.85	3.88	5.50	3.52	6.88	8.19
5	1.97	3.33	5.25	2.77	5.89	6.75
6	2.44	3.45	5.55	2.58	6.69	6.77
7	2.86	3.42	5.57	4.16	6.63	7.24
8	4.45	4.76	5.51	5.21	6.60	7.17

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

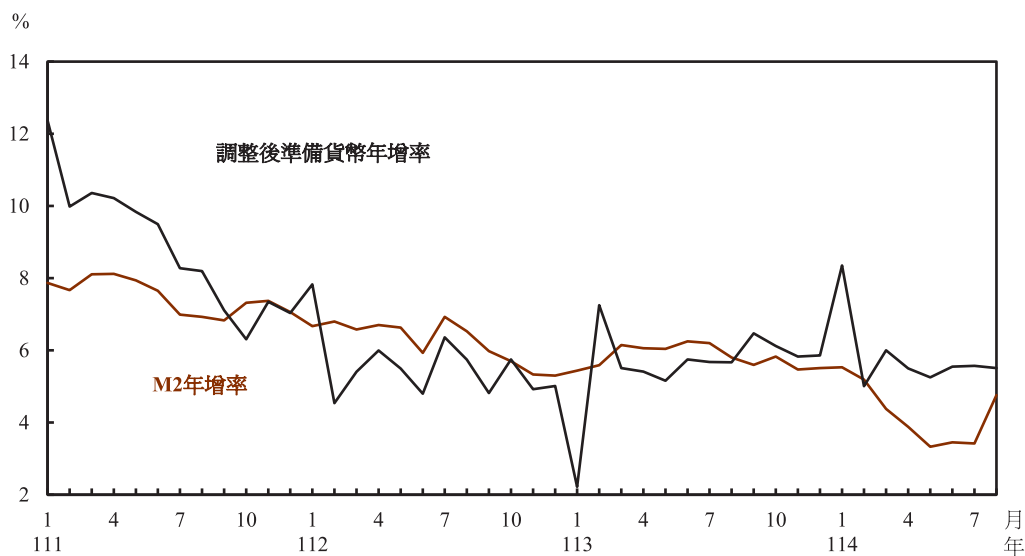
貳、準備貨幣年增率先降後升

本年第2季放款與投資成長趨緩，準備金需求減少，致日平均準備貨幣年增率為5.43%，低於上季之6.43%。之後因外資淨匯入，準備貨幣年增率由6月之5.55%略升至7月之5.57%後，8月因外資淨匯出而降為5.51%(圖1)。

就準備貨幣變動之來源分析，本年第2

季雖有公債付息、國庫償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素，惟受財政部發行公債及國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫及本行定存單淨增加等緊縮因素影響，日平均準備貨幣水準值¹較上季減少。至於本年7月及8月，日平均準備貨幣水準值則呈逐月上升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



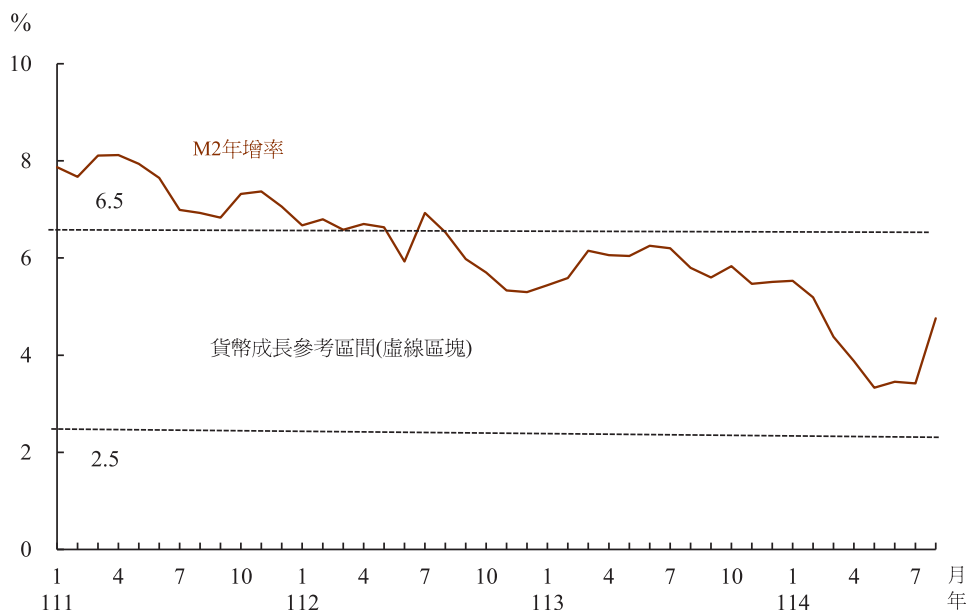
參、M2年增率先降後升

本年第2季受放款與投資年增率下降影響，M2平均年增率為3.55%，低於上季之5.03%。7月因所得稅遞延繳納，稅款入庫時點異於上年，M2年增率略降至3.42%；8月

因活期儲蓄存款年增率上升及外匯存款衰退幅度縮減，M2年增率回升至4.76%。累計本年1至8月M2平均年增率為4.24%，落於本行的M2成長參考區間。

¹ 準備貨幣水準值係根據最近一次調整之存款準備率(113年10月1日)及準備金乙戶成數(90年11月)回溯調整計算。

圖2 M2與貨幣成長參考區



肆、存款年增率先降後升

本年第2季底，全體貨幣機構存款餘額較上季底增加1,029億元，其中，活期性存款及政府存款分別增加4,895億元及723億元，定期性存款則減少4,588億元。存款年增率由上季底之3.93%降為2.58%，主要係第2季底定期性存款成長趨緩及政府存款轉呈衰退所致。7月底，因政府存款轉呈正成長，以及活期性存款及定期性存款年增率上升，致存款年增率回升至4.16%。8月底，因定期性、活期性及政府存款年增率均上升，致存款年增率續升至5.21%(圖3)。

就各類存款觀察，活期性存款方面，第2季底年增率由上季底之0.66%升至2.08%，主要係證券劃撥存款餘額上升，加以部分企業有新台幣資金需求，陸續將外匯存款結售

為新台幣，致活期儲蓄存款及活期存款年增率均上升。7月因台股大漲逾千點，證券劃撥存款餘額大增，致活期儲蓄存款年增率上升，月底活期性存款年增率續升至3.42%。8月因台股價量齊揚，證券劃撥存款餘額持續上升，加以上年同月股市下修，活期儲蓄存款基期較低，致活儲年增率續升，月底活期性存款年增率再升至4.41%。

定期性存款方面，第2季底年增率由上季底之6.11%降至3.56%，主要係新台幣較上季底大幅升值，以新台幣計價之外匯存款帳面金額減少，加以部分企業陸續將外匯存款結售為新台幣，外匯存款衰退幅度擴大所致。7月因民間部門收回國外債票券投資款，加以部分社會保險及退休基金收回投資

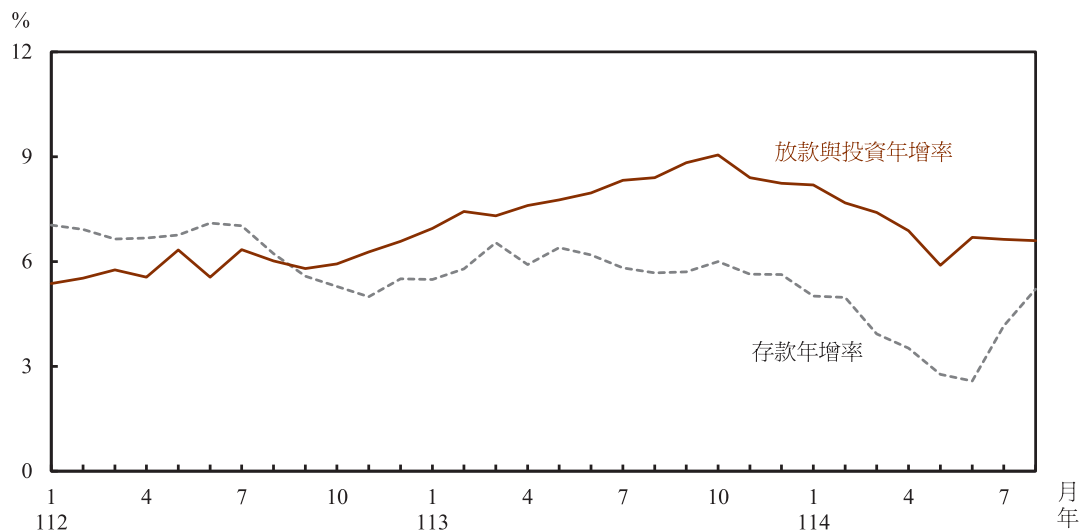
國外股權證券，致外匯存款衰退幅度縮減，月底定期性存款年增率回升至4.32%。8月因新台幣匯率回貶，以新台幣計價之外匯存款帳面金額回增，加以民間部門持續收回國外債票券投資款，致外匯存款衰退幅度再縮減，月底定期性存款年增率再升至5.39%。

政府存款方面，第2季底年增率由上季底之5.47%大降為-8.04%，7月底政府存款則轉呈成長10.30%，主要係受本年所得稅結算申報及繳納期限延長至6月底之因素影響，

稅款入帳時間與上年不同所致。8月因政府發行公債，加以政府軍費及債務支出較上年同月減少，致月底政府存款年增率續升至12.08%。

比重方面，第2季底以定期性存款占總存款比重最高，由上季底之58.59%下降至57.77%；活期性存款占比居次，由38.48%上升至39.19%；政府存款比重由2.93%上升至3.04%。至8月底，定期性、活期性及政府存款比重分別為57.52%、39.16%及3.31%。

圖3 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



伍、放款與投資成長趨緩

第2季底全體貨幣機構放款與投資餘額，以成本計價，較上季底增加4,922億元。就性質別觀察，放款增加3,309億元，投資增加1,612億元；放款與投資年增率由上季底之7.40%下降至6.69%，主要因第2季底銀行對民間部門放款年增率下降；7月底，由於銀行對

公營事業及政府債權年增率下降，放款與投資年增率降至6.63%(圖3)，8月底，銀行對民間部門及公營事業債權年增率下降，放款與投資年增率續降至6.60%(圖3)。若包括人壽保險公司放款與投資，並加計全體貨幣機構轉列之催收款及轉銷呆帳金額，則第2季底調整

後全體金融機構放款與投資年增率由上季底之6.78%下降為6.69%；7月底，年增率續降至6.66%；8月底，年增率回升至6.78%。

就放款與投資之對象別觀察，第2季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季底之8.84%下降至6.77%，主因個人房貸、週轉金貸款年增率下降，加以4月受美國宣布對等關稅影響，全球景氣不確定性升高，致對民營企業放款年增率下降。對公營事業債權年增率由上季底之7.64%上升至12.16%，主因上年第2季公營事業償還較多銀行借款，基期較低，加以第2季票券利率走低，公營事業淨發行較多商業本票，致銀行對公營事業放款與投資年增率上升。對政府債權年增率由上季底之-1.83%升為4.37%，主因本年所得稅繳納遞延至6月底，稅款入庫時間由以往的6月遞延至7月，國庫署償還借款少於上年同期，致對政府放款年增率由負轉正。

比重方面，第2季底以對民間部門債權比重最高，由上季底之83.98%下降至83.86%，8月底上升至84.57%；對政府債權比重次之，由上季底之11.95%上升至11.98%，8月底下降至11.32%；對公營事業

債權比重，由上季底之4.08%上升至4.17%，8月底下降至4.11%。

在全體銀行²對民營企業放款行業別方面，第2季底對民營企業放款餘額較上季底增加978億元。行業別方面，第2季底全體銀行對服務業³放款減少13億元，以對金融及保險業放款減少292億元最多，主要係因第2季受美國關稅議題發酵影響，全球金融市場震盪，融資餘額降至較低水準，週轉金放款減少較多所致；對製造業放款則較上季底增加381億元，其中，以對機械設備製造業放款增加94億元最多，主因受惠於人工智慧商機暢旺及提前拉貨效應，出口成長上升，加以全球半導體設備製造與機器設備製造自動化需求上升，帶動智慧機械應用產業蓬勃發展。8月底全體銀行對民營企業放款餘額較第2季底增加5,185億元，其中，對製造業放款增加2,269億元，對服務業放款亦增加2,030億元。

就各業別比重而言，第2季底對服務業放款比重自上季底之54.27%下降至53.95%；對製造業放款比重則持平於上季底之37.49%。8月底對服務業放款比重下降至53.52%；對製造業放款比重上升至37.67%。

陸、銀行業利率小幅波動

本年4月以來，主要銀行存款利率持穩。以臺銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀

等五大銀行平均利率為例，一年期存款固定平均牌告利率持穩於1.700%，與第1季

² 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

³ 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

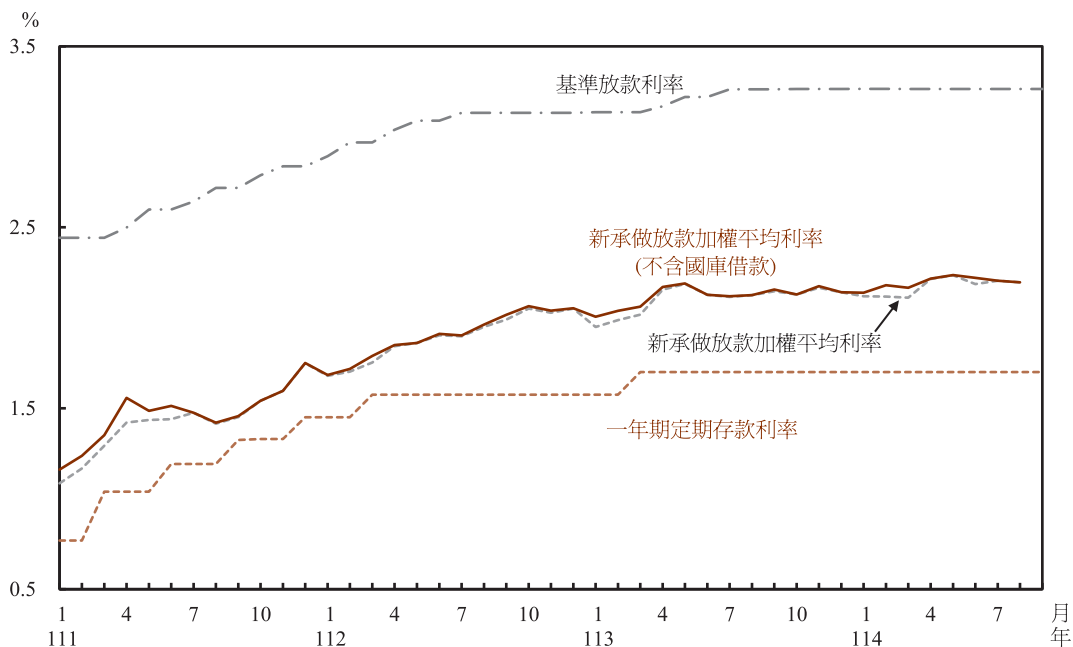
底相同，至9月底維持不變。至於基準放款利率，由於華銀於4月調降基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由第1季底之3.265%微降至第2季底之3.264%，至9月底維持不變。

由於部分銀行承做利率較低的政府及大額企業貸款金額減少，致五大銀行新承做放款加權平均利率由第1季平均之2.115%升至第2季平均之2.21%。之後，隨部分銀行承做利率較低的政府及公營事業貸款金額之增減，致加權平均利率先升後降至8月之2.196%，較第2季平均利率下降0.014個百分點；若不含國庫借款，新承做放款加權平均利率則自第1季平均之2.16%升至第2季平均

之2.224%。之後，降至8月為2.196%，較第2季平均利率下降0.028個百分點(圖4)。

政策利率方面，考量本年我國通膨率將降至2%以下，明年可望續降，並預期本年國內經濟穩健成長，而明年經濟成長力道尚屬溫和。為審慎因應全球經濟前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本行理事會爰於9月決議維持政策利率不變，有助整體經濟金融穩健發展。此外，本行仍持續關注銀行信用資源集中不動產貸款情形，及選擇性信用管制措施之執行成效，並密切關注房地產相關政策對房市的可能影響，適時調整相關措施內容，以促進金融穩定及健全銀行業務。

圖4 本國五大銀行平均利率



註：五大銀行係指臺銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀。

金融市場

壹、貨幣市場

本(114)年6月以來，外資買超台股並匯入資金，惟銀行為因應第2季底營所稅繳納及7月所得稅款遞延繳庫，以及企業發放現金股利等因素，審慎調度資金，短期利率小幅波動，金融業隔夜拆款加權平均利率由5月之0.820%升至7月之0.824%，至8月外資轉呈賣超台股與股利匯出，惟在本行公開市場調節下，微降為0.823%。本年7月及8月的貨幣機構日平均淨超額準備為395億元，低於本年第2季平均之441億元。

綜合國內外經濟金融情勢，考量本年我國通膨率將降至2%以下，明年可望續降，此外，預期本年國內經濟穩健成長，明年經濟成長力道尚屬溫和；為審慎因應全球經濟前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本行理事會爰於9月決議維持政策利率不變，將有助整體經濟金融穩健發展。

以下分別就6月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

6月伴隨美國關稅政策逐漸明朗，不確定性對金融市場之影響暫時緩解，銀行貨幣機構日平均淨超額準備由5月之475億元下降

至380億元；7月銀行為因應所得稅款繳庫、企業發放現金股利因素影響，日平均淨超額準備回升至428億元；8月則受外資於下旬賣出台股，連同股利匯出資金，加以公債發行與稅款繳庫等緊縮因素影響，日平均淨超額準備回降至362億元(圖1)。

二、利率走勢

6月外資淨匯入資金，惟銀行為因應季底及營所稅繳納等因素，審慎調度資金，金融業隔夜拆款加權平均利率由5月之0.820%升至0.823%；7月因企業陸續發放現金股利引發銀行間資金移轉效應，加以綜所稅繳庫，金融業隔夜拆款加權平均利率續升為0.824%；8月仍受企業發放現金股利效應影響，惟在本行公開市場調節下，金融業隔夜拆款加權平均利率回降至0.823% (表1)。

至於各天期票券市場利率大抵呈現下降趨勢。其中商業本票1-30天期發行利率由5月之1.64%下降至8月之1.59%；次級市場利率則由5月之1.37%下降至8月之1.35%；同期間，31-90天期發行利率由5月之1.69%下降至8月之1.61%；次級市場利率亦由5月之1.52%下降至2月之1.45%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

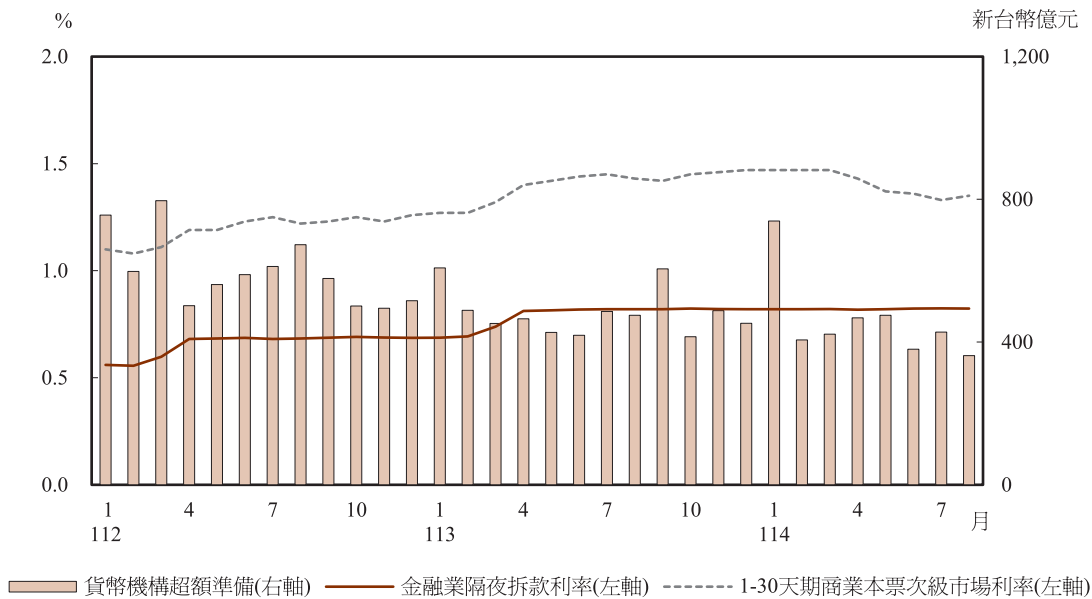


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分比率

年/月	金融業 隔 夜 拆 款	商 業 本 票						中央銀行定期存單 ^註				
		初 級 市 場			次 級 市 場			初 級 市 場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
111	0.263	0.89	0.96	1.08	0.69	0.82	1.03	0.595	0.716	0.816	0.925	1.011
112	0.646	1.43	1.49	1.48	1.20	1.30	1.46	1.003	1.124	1.240	1.191	1.160
113	0.794	1.67	1.71	1.72	1.40	1.57	1.70	1.122	1.243	1.365	1.390	1.407
113/ 8	0.820	1.75	1.75	1.81	1.43	1.62	1.78	1.165	1.275	1.395	1.485	1.483
9	0.820	1.71	1.76	1.75	1.42	1.61	1.72	1.174	1.275	1.395	1.477	1.465
10	0.823	1.73	1.76	1.80	1.45	1.63	1.75	1.152	1.275	1.395	1.485	1.463
11	0.821	1.74	1.79	1.83	1.46	1.66	1.78	1.180	1.275	1.395	1.480	1.461
12	0.820	1.79	1.83	1.84	1.47	1.75	1.87	1.122	1.275	1.395	1.478	1.457
114/ 1	0.820	1.73	1.79	1.84	1.47	1.64	1.78	1.099	1.275	1.395	1.468	--
2	0.820	1.72	1.77	1.78	1.47	1.65	1.75	1.129	1.275	1.395	1.451	1.442
3	0.821	1.74	1.77	1.76	1.47	1.60	1.78	1.157	1.275	1.395	1.456	1.456
4	0.818	1.71	1.73	1.77	1.43	1.57	1.74	1.156	1.275	1.395	1.461	1.449
5	0.820	1.64	1.69	1.68	1.37	1.52	1.63	1.150	1.275	1.395	1.448	1.430
6	0.823	1.62	1.66	1.65	1.36	1.49	1.59	1.153	1.275	1.395	1.420	1.413
7	0.824	1.59	1.62	1.61	1.33	1.45	1.58	1.158	1.275	1.395	1.391	1.384
8	0.823	1.59	1.61	1.62	1.35	1.45	1.59	1.159	1.275	1.395	1.379	1.368

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

三、票券流通餘額

本年第2季底票券流通餘額合計為3兆7,944億元，較第1季底增加309億元，其中，國庫券增加1,250億元為最多，主要係國庫因應所得稅繳納遞延至6月底，增加發行且未償還國庫券所致；商業本票則減少1,038

億元，主要係受全球景氣展望之不確定性影響，致企業資金調度需求減弱，企業減少發行且償還金額較多所致。之後，7、8月票券流通餘額續升，8月底流通餘額合計為4兆279億元，較第2季底增加2,335億元(表2)，以商業本票增加2,855億元為最多，主要係因平均發行利率下降，企業增加發行所致。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合 計			國 庫 券			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
111	186,748	186,949	28,910	2,300	3,150	300	172,969	172,722	25,848	159	177	27	11,319	10,901	2,735
112	204,786	200,216	33,480	2,600	2,600	300	193,906	189,745	30,009	111	116	23	8,169	7,755	3,148
113	232,188	228,535	37,133	2,500	2,500	300	218,222	215,506	32,725	95	99	19	11,370	10,430	4,089
113/ 8	19,605	20,124	36,816	0	250	1,000	18,687	18,872	32,429	7	7	20	912	995	3,368
9	19,536	18,544	37,808	0	350	650	18,375	17,393	33,411	8	9	18	1,153	792	3,729
10	21,075	20,925	37,957	0	350	300	19,768	19,309	33,870	8	6	20	1,300	1,261	3,768
11	20,872	21,431	37,398	0	0	300	19,871	20,605	33,136	8	7	21	993	820	3,942
12	19,326	19,591	37,133	300	300	300	17,774	18,184	32,725	8	10	19	1,244	1,097	4,089
114/ 1	18,658	18,562	37,229	0	0	300	17,999	17,930	32,795	6	6	19	653	626	4,115
2	19,510	18,377	38,362	350	0	650	18,505	17,438	33,862	7	8	18	648	930	3,833
3	19,459	20,186	37,635	0	0	650	18,087	18,447	33,502	9	10	17	1,363	1,730	3,466
4	19,776	19,717	37,694	650	0	1,300	18,436	18,895	33,044	7	8	16	682	814	3,334
5	19,187	18,982	37,899	0	0	1,300	18,466	18,303	33,207	8	6	19	713	673	3,374
6	18,185	18,141	37,944	600	0	1,900	16,651	17,394	32,464	7	8	18	927	738	3,562
7	21,898	20,660	39,182	0	650	1,250	20,484	19,101	33,847	8	8	17	1,407	902	4,067
8	21,364	20,267	40,279	0	0	1,250	20,587	19,116	35,318	7	6	18	770	1,144	3,693

註：1. 細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

2. 109年迄今均無地方政府發行市庫券，故將此欄資料予以隱藏。

貳、債券市場

本(114)年第2季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債1,100億元，較上季減少685億元；公司債方面，企業發行2,035億元，較上季增加1,168億元，主要係企業資金需求上升所致；金融債券方面，銀行發債總額為360億元，較上季減少288億元，主要因基期過高。至於國際債券方面，外國機構在台發行總額折合新台幣為961億元，較上季減少835億元，主要因市場預期Fed將降息，外國機構延後發債所致。

債券流通市場方面，本年第2季債券交易為9兆4,637億元，較上季增加7,670億元，主要因資金暫泊需求增加，致附條件交易金額增加所致。

以下就發行市場與流通市場分別加以說明：

一、發行市場

(一) 中央政府公債

本年第2季中央政府發行公債1,100億元，較上季減少685億元，發行年期有5年、10年及30年期。就行業得標比重觀察，本季平均以銀行業得標比重67.63%為最高，其次為證券業的26.50%，再次為票券業的3.64%，至於保險業平均只標得2.23%。至第2季底，中央政府公債發行餘額為6兆676億元，較上季底增加1,100億元或1.85%，至8月底發行餘額則為6兆626億元。

表3 中央政府公債標售概況

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標 利率(%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
※114甲3	114.04.18	10	300	1.640	72.33	23.67	3.67	0.33
114甲6	114.05.16	30	200	1.890	71.75	21.50	0.00	6.75
※114甲4	114.05.23	5	300	1.480	66.33	20.67	9.67	3.33
114甲7	114.06.13	10	300	1.553	61.50	38.50	0.00	0.00

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

本年第2季直轄市政府公債無新案發

行，7、8月亦無發行，至8月底發行餘額仍

為1,352億元。

表4 國內債券發行概況

單位：新台幣億元

年/月	合 計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券		國際債券	
	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額	發行額	餘 額
111	16,527	163,191	5,201	57,995	-	1,507	4,731	31,252	1,489	12,554	59	112	109	551	4,939	59,219
112	15,800	169,522	4,780	59,125	197	1,476	7,733	35,644	627	12,215	-	59	39	500	2,424	60,502
113	16,795	173,543	5,380	60,341	272	1,402	6,938	38,369	981	11,609	-	59	73	459	3,151	61,304
113/ 8	759	172,441	300	60,091	-	1,476	434	37,147	11	11,568	-	59	11	504	2	61,595
9	1,393	172,059	500	59,541	-	1,476	569	37,326	206	11,501	-	59	3	502	115	61,653
10	1,915	172,477	350	59,891	-	1,351	1,087	38,106	115	10,947	-	59	20	515	343	61,608
11	995	173,194	450	59,991	-	1,351	362	38,271	52	11,597	-	59	13	522	118	61,402
12	1,171	173,543	350	60,341	51	1,402	507	38,369	253	11,609	-	59	-	459	10	61,304
114/ 1	1,808	174,453	670	60,411	25	1,427	320	38,456	51	11,659	-	59	5	463	738	61,977
2	1,207	174,154	600	60,061	-	1,427	208	38,599	92	11,649	-	59	33	491	274	61,867
3	2,160	174,646	515	59,576	12	1,439	339	38,764	506	11,883	-	59	5	494	784	62,431
4	1,150	174,846	300	59,876	-	1,352	689	38,818	77	11,908	-	47	-	494	83	62,352
5	1,868	176,109	500	60,376	-	1,352	612	38,907	58	11,905	-	42	-	494	698	63,034
6	1,439	176,606	300	60,676	-	1,352	734	39,111	225	12,029	-	38	-	491	180	62,910
7	1,085	176,152	200	60,376	-	1,352	547	38,984	100	11,999	-	34	2	489	237	62,918
8	1,588	176,829	250	60,626	-	1,352	1,247	39,743	37	11,951	-	30	20	508	34	62,619

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

資料來源：

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

(三) 公司債

本年第2季公司債發行總額為2,035億元，較上季增加1,168億元，主要係企業資金需求上升所致。就債券發行期限觀察，以5年期券占47.80%為最大宗，其次為10年期

券的25.29%。至第2季底，公司債發行餘額為3兆9,111億元，較上季底增加347億元或0.90%，至8月底發行餘額為3兆9,743億元。

(四) 金融債券

本年第2季金融債券發行總額為360億

元，較上季減少288億元，主要因上季配合淨穩定資金比率等監理需求，增加發行金融債券，致基期過高。就債券發行期限觀察，以10年期券占57.56%為最大宗，其次為3年期券的19.33%。至第2季底，金融債券發行餘額為1兆2,029億元，較上季底增加145億元或1.22%，至8月底發行餘額為1兆1,951億元。

(五) 資產證券化受益證券

本年第2季資產證券化受益證券商品無新案發行，7、8月亦無發行，惟期間有償還29億元，至8月底發行餘額降為30億元。

(六) 外國債券及國際債券

外國債券係指外國機構在台發行以新台幣計價之公司債，目前流通在外之外國債券，大多為在台第一上市櫃之境外公司所發行之公司債。本年第2季外國債券未發行，至第2季底，外國債券發行餘額為491億元，較上季底減少3億元或0.55%。至8月底發行餘額為新台幣508億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。本年第2季國際債券發行總額折合新台幣為961億元，較上季減少835億元，主要因市場預期Fed將降息，外國機構延後發債所致。就國際債券發行幣別觀察，

本季均為以美元計價的債券。至第2季底，國際債券發行餘額折合新台幣為6兆2,910億元，較上季底增加479億元或0.77%。至8月底發行餘額為新台幣6兆2,619億元。

二、流通市場

本年第2季10年期指標公債殖利率由第1季平均的1.64%下降至1.57%，主要因市場預期Fed將降息，致美國公債殖利率下跌，惟國內資金充裕，台債殖利率僅小幅下降。7月及8月殖利率分別為1.41%及1.39%。

本年第2季國內整體債市交易金額為9兆4,637億元，較上季增加7,670億元或8.82%，主要因資金暫泊需求增加，致附條件交易金額增加所致。其中，買賣斷交易增加433億元或4.34%，附條件交易增加7,237億元或9.40%。就各類債券交易來看，第2季以公司債交易比重占65.45%為最高，交易金額為6兆1,942億元，其次依序為政府公債2兆6,752億元、金融債券3,476億元、國際債券1,665億元、外國債券802億元及資產證券化受益證券1億元。7月至8月債券交易金額為6兆6,910億元，較上年同期增加2,886億元或4.51%。

圖2 各期別公債殖利率

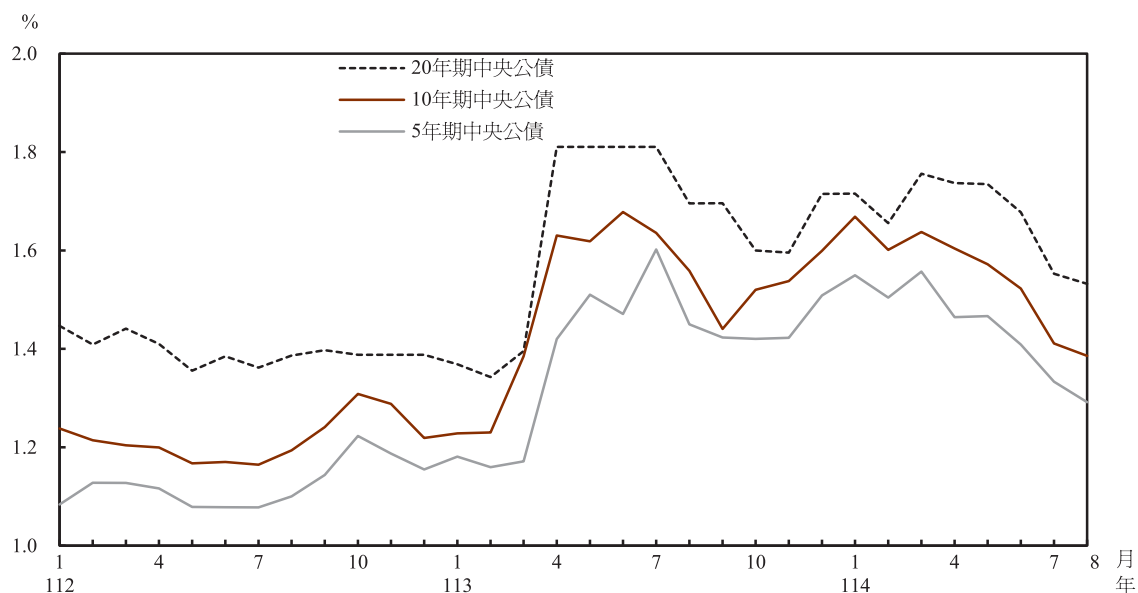


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易

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 (%)
111	354,049	51,405	14.5	302,644	85.5
112	354,064	49,728	14.0	304,337	86.0
113	381,365	40,644	10.7	340,721	89.3
113/ 8	32,954	2,979	9.0	29,975	91.0
9	32,872	2,900	8.8	29,973	91.2
10	33,441	4,198	12.6	29,244	87.4
11	32,674	2,652	8.1	30,022	91.9
12	32,929	3,675	11.2	29,254	88.8
114/ 1	26,018	2,767	10.6	23,251	89.4
2	29,567	3,676	12.4	25,891	87.6
3	31,383	3,539	11.3	27,844	88.7
4	31,165	2,860	9.2	28,305	90.8
5	30,123	2,901	9.6	27,221	90.4
6	33,350	4,654	14.0	28,695	86.0
7	36,047	5,701	15.8	30,347	84.2
8	30,863	5,002	16.2	25,861	83.8

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

表6 國內債券市場各類債券交易

單位：新台幣億元

年/月	合 計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券	國際債券
			普通	可轉換				
111	354,049	131,378	174,731	15,025	19,800	267	5,373	7,475
112	354,064	129,164	180,110	20,143	13,123	55	5,785	5,683
113	381,365	121,153	210,578	25,872	11,971	47	4,868	6,876
113/ 8	32,954	11,090	17,629	2,569	952	-	317	397
9	32,872	11,039	17,750	2,180	1,070	-	239	595
10	33,441	9,765	19,385	2,152	1,147	5	312	675
11	32,674	10,378	17,695	2,415	1,089	1	345	751
12	32,929	10,353	18,110	2,468	1,218	-	214	565
114/ 1	26,018	8,055	14,367	1,854	887	10	142	703
2	29,567	9,791	15,375	2,372	1,088	1	242	697
3	31,383	9,526	16,424	2,782	1,468	7	383	792
4	31,165	8,540	18,219	2,521	1,110	1	263	511
5	30,123	8,140	17,532	2,353	1,136	-	277	684
6	33,350	10,072	18,615	2,702	1,230	-	262	469
7	36,047	11,494	19,595	2,614	1,256	3	448	638
8	30,863	8,168	18,180	2,537	973	3	500	502

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

本(114)年4月初以來，受到美國總統川普關稅議題引發全球股市重挫，以及外資大幅賣超台股衝擊，台股跌至4月9日之17,392點。嗣後，在金管會實施穩定股市措施、國安基金進場護盤、對等關稅暫緩實施、廠商提前拉貨、AI需求續強、企業財報表現優異等因素帶動下，台股隨美國科技股震盪走升，至8月27日創24,520點歷史新高，之後小幅回檔至8月底之24,233點，較3月底上漲17.09%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

本年4月份股價先跌後漲，4月底加權指數較上月底下跌2.23%。4月1日至4月9日股市重挫，此期間主要利空因素包括：1.川普對等關稅引發全球股市暴跌；2.外資大幅賣超台股。4月10日起股市反彈走升，此期間主要利多因素包括：1.金管會實施穩定股市措施及國安基金進場護盤；2.對等關稅措施暫緩90天；3.美股回升。

本年5月份股價震盪走升，5月底加權指

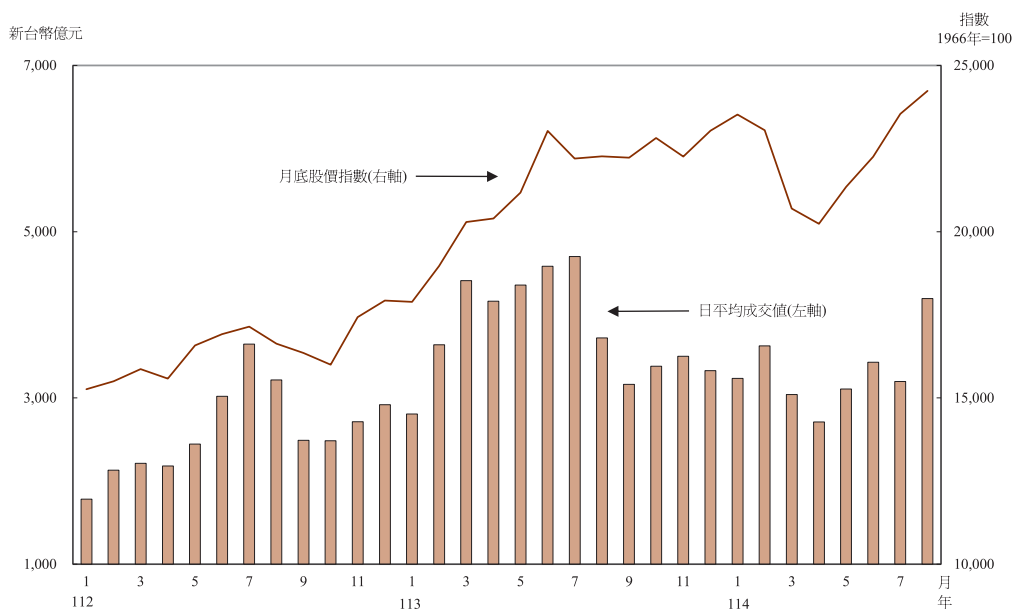
數較上月底上漲5.50%。此期間主要利多因素包括：1.美中關稅紛爭趨緩；2. AI需求續強，推升美國科技股，台積電等電子權值股亦走高；3.外資回補買超台股。

本年6月份股價續升，6月底加權指數較上月底上漲4.26%。此期間主要利多因素包括：1.美股走高；2.美國暫緩實施對等關稅，出口訂單因廠商提前拉貨大增；3.外資買超台股；4.以色列與伊朗戰火暫停，地緣政治風險趨緩。

本年7月份股價走揚，7月底加權指數較上月底上漲5.78%。此期間主要利多因素包括：1.美國科技股迭創新高；2.受惠對等關稅推遲實施，急單效應帶動出口擴增及上市公司財報表現亮眼；3.台積電法說會釋放利多，展望優於預期；4.外資持續買超台股。

本年8月份股價震盪走升，8月底加權指數較上月底上漲2.93%。此期間主要利多因素包括：1. AI、高效能運算等新興科技應用需求強勁；2.美國經濟數據優於預期；3.美股屢締歷史新高。

圖3 集中市場價量變動趨勢



二、各類股股價指數變動

觀察本年集中市場各類股股價指數變動情況(表7)，本年4月除貿易百貨類股受惠於清明連假，購物逛街人潮增加，股價略漲0.41%之外，其餘類股皆續跌。其中，造紙類股由於國際紙漿價格回檔，加以電子化與閱讀習慣改變下，用紙量持續萎縮，股價下跌8.71%最多；電器電纜類股由於台電自4月起調漲電費11%，導致電纜業者成本提高，盈利縮水，股價續跌8.48%次之；鋼鐵類股受到川普關稅政策衝擊，以及全球鋼鐵需求仍疲，股價下跌8.42%；玻璃陶瓷類股因國際玻璃價格走弱，股價下跌8.40%。

本年5月多數類股上漲。其中，航運類股因出口商趕在關稅豁免期出貨，帶動海

運需求激增及運價揚升，股價上漲13.72%居冠；電機機械類股跌深反彈，股價上漲8.80%居次；油電燃氣類股隨國際油價走升，股價上漲7.87%；造紙類股受惠出口拉貨，紙箱等工業用紙箱用量大增，股價上漲6.82%；電子類股在美中關稅紛爭趨緩、美國科技股走強、外資回補買超等因素激勵下，股價上漲6.64%。

本年6月類股漲跌互見。其中，生技醫療類股隨美國那斯達克生技類股指數(NBI)走升，股價上漲9.88%居首；電子類股因AI相關應用與需求不墜，廠商於關稅豁免期提前拉貨，加以外資持續買超，股價上漲6.41%次之；金融保險類股由於金管會放寬壽險外匯準備金計提，允許業者可釋出特定保單多提存的準備金，轉入稅前盈餘或外匯

價格變動準備金，以緩衝新台幣升值帶來的匯損，使得南山、富邦、國泰、新光等壽險公司財報轉虧為盈，股價上漲4.15%。下跌類股中，橡膠類股因國際橡膠價格走弱，股價下跌16.84%最多；航運類股及造紙類股皆漲多拉回，股價分別下跌10.62%及8.97%。

本年7月類股漲跌互見。其中，玻璃陶瓷類股在中國大陸玻璃價格走揚帶動下，股價大漲37.07%居冠；塑膠類股利空出盡，市場買盤大舉回流，激勵股價上漲29.22%居次；油電燃氣類股隨國際油價走升，股價上漲16.47%；電子類股亦續漲8.05%，推升大盤指數走高。下跌類股中，水泥類股因中

國大陸需求低迷，市況前景不佳，股價下跌4.84%最多；生技醫療類股漲多拉回，股價下跌4.23%次之。

本年8月多數類股上漲。其中，玻璃陶瓷類股繼續飆漲42.35%居首；生技醫療類股再度被市場青睞，資金回補，股價上漲16.99%居次；化學類股受惠減碳議題，相關技術與應用商機看俏，上漲7.34%；電機機械類股因機械設備出口訂單增加，股價上漲6.08%。下跌類股中，水泥類股續跌6.60%最多；油電燃氣類股在國際油價回落衝擊下，股價下跌6.52%次之。

表7 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
114年3月底	20,695.9	1109.0	2,077.3	158.9	2,098.5	105.8	569.8	346.1	86.3	45.0	269.2
114年4月底	20,235.0	1092.3	2,022.8	149.9	2,020.6	102.4	536.7	339.0	78.9	41.2	245.7
114年5月底	21,347.3	1164.9	2,050.7	146.6	2,089.2	99.8	553.8	368.8	82.9	43.8	262.5
114年6月底	22,256.0	1239.6	2,135.8	136.5	2,103.1	96.5	527.3	369.5	84.1	44.7	238.9
114年7月底	23,542.5	1339.4	2,107.2	129.9	2,066.3	124.7	506.9	384.2	84.5	61.2	246.8
114年8月底	24,233.0	1386.6	2,114.6	121.3	2,056.6	124.2	503.0	407.5	88.5	87.1	247.0
114年4月底 與上月底比%	-2.23	-1.50	-2.62	-5.67	-3.71	-3.21	-5.82	-2.05	-8.48	-8.40	-8.71
114年5月底 與上月底比%	+5.50	+6.64	+1.38	-2.16	+3.40	-2.53	+3.18	+8.80	+5.05	+6.26	+6.82
114年6月底 與上月底比%	+4.26	+6.41	+4.15	-6.90	+0.66	-3.33	-4.79	+0.17	+1.39	+1.92	-8.97
114年7月底 與上月底比%	+5.78	+8.05	-1.34	-4.84	-1.75	+29.22	-3.86	+3.97	+0.49	+37.07	+3.28
114年8月底 與上月底比%	+2.93	+3.52	+0.35	-6.60	-0.47	-0.34	-0.77	+6.08	+4.79	+42.35	+0.09

類股名稱 日期	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
114年3月底	133.2	261.4	359.6	541.8	196.5	115.2	263.3	54.5	156.3	69.5	303.9
114年4月底	122.0	253.3	355.8	502.0	186.3	112.7	264.4	52.6	150.0	67.2	290.1
114年5月底	118.9	258.8	359.6	516.3	211.9	118.3	257.3	56.7	155.7	71.1	294.3
114年6月底	117.0	215.2	327.5	505.4	189.4	114.0	257.1	54.4	152.2	78.2	291.8
114年7月底	118.6	225.0	321.7	487.8	184.4	109.3	254.8	63.4	154.9	74.9	283.9
114年8月底	120.7	217.6	328.4	480.7	186.9	109.6	255.1	59.2	166.2	87.6	291.7
114年4月底 與上月底比%	-8.42	-3.09	-1.06	-7.34	-5.20	-2.16	+0.41	-3.59	-4.07	-3.31	-4.54
114年5月底 與上月底比%	-2.58	+2.17	+1.07	+2.84	+13.72	+5.01	-2.66	+7.87	+3.81	+5.94	+1.42
114年6月底 與上月底比%	-1.55	-16.84	-8.92	-2.10	-10.62	-3.63	-0.08	-4.07	-2.23	+9.88	-0.82
114年7月底 與上月底比%	+1.34	+4.53	-1.77	-3.48	-2.63	-4.12	-0.91	+16.47	+1.73	-4.23	-2.73
114年8月底 與上月底比%	+1.82	-3.31	+2.07	-1.46	+1.34	+0.27	+0.13	-6.52	+7.34	+16.99	+2.75

資料來源：證交所

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，本年4月，台股受美國總統川普提出對等關稅，引發全球股市暴跌衝擊，外資賣超台股。5月至7月，由於美中關稅紛爭趨緩、AI需求續強，美國科技股走高，外資回補買超台股。8月外資於台股高檔獲利了結，賣超台股。

投信法人方面，本年4月至6月，為拉升

基金績效，及被動建倉購入ETF成分股，投信法人買超台股。7月及8月由於作帳需要、因應投資人贖回壓力及指數處於相對高檔等因素，投信法人減碼賣超台股。

此外，自營商採取較短線操作策略，通常在股市行情上揚時買超台股，而在股市下跌時出現賣超。本年4月至6月，自營商因調節持股部位，或採取避險操作，連續賣超台

股。7月及8月在台股指數處於相對高檔下， 自營商買超台股。

表8 集中市場機構投資人買賣超

單位：新台幣億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
111	-12,327	2,842	-2,938	-12,423
112	2,754	2,373	-2,620	2,507
113	-6,951	8,321	-8,238	-6,868
113/ 7	-3,503	1,191	-1,656	-3,968
8	-1,348	1,232	-1,999	-2,115
9	-951	813	-849	-987
10	391	404	-483	312
11	-2,729	850	-1,168	-3,047
12	457	-7	-325	125
114/ 1	-506	-10	-200	-716
2	-1,660	-62	-346	-2,068
3	-4,656	992	-1,574	-5,238
4	-614	385	-1,062	-1,291
5	2,200	388	-540	2,048
6	934	605	-661	878
7	2,280	-138	966	3,108
8	-629	-48	235	-442

資料來源：證期局

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 本年4月6日，為因應美國對等關稅政策對國際股市造成之衝擊，維護資本市場穩定及投資人權益，金管會宣布實施三項措施：(1)投資人經證券金融事業或證券商同意，得以其他擔保品，補繳融資自備款或融券保證金差額；(2)每日盤中借券賣出委託數量，由原不超過該券前30個營業日之日平均成交數量之30%調降為3%；(3)有價證券最低融券保證金成數由90%調整為130%。

- (二) 本年4月7日，金管會申明，依現行規定禁止跌停個股平盤下放空，以適度減少投機性操作對股市的衝擊，並降低市場因恐慌情緒所引發的震盪風險。
- (三) 本年4月9日，由於川普對等關稅政策造成全球股市重挫，為穩定台股及投資人信心，國安基金今起進場護盤。
- (四) 本年4月25日，證交所公告修正證券商交割專戶客戶分戶帳作業要點第3條規定，開放證券商交割專戶新台幣分戶帳款項，得經客戶同意後，經換匯撥入外幣分戶帳，即日

起實施。

(五) 本年5月23日，由於國內外股市已逐步回穩，金管會取消本年4月實施對每日盤中借券賣出委託數量及最低融券保證金成數兩項限制，自5月26起回歸市場機制，惟有關放

寬擔保品範圍的措施仍維持。

(六) 本年6月11日，台股規模最大ETF-元大台灣50(代號0050)進行分割，比例為1拆4，自6月11日至17日暫停交易一周，6月18日起恢復交易。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

本(114)年第2季新台幣對美元匯率最低為4月1日之33.196元，最高為6月26日之29.165元，差距為4.031元。季底新台幣對美元匯率為29.902元，較第1季底升值11.0%；同期間，對人民幣、日圓、歐元及韓元分別升值9.7%、7.2%、2.5%及2.0%。

本季(114年第3季)底與上季(114年第2季)底比較，新台幣雖對韓元及日圓升值，惟對人民幣、歐元及美元均貶值，致對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價(以貿易資料計算權數)貶值1.2%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：7月初外資續匯入，出口商亦拋匯，新台幣對美元延續第2季升勢；嗣後因美國部分經濟數據優於預期，且科技類股續揚，激勵國際美元走強，復受美國對等關稅措施影響，8月中旬後外資轉為持續賣超台股匯出，新台幣對美元走貶。9月初，美國就業數據疲弱，市場增強聯準會(Fed)降息預期，國際美元走弱，外資亦持續匯入買超台股，新台幣對美元明顯轉升；9月17日Fed如預期降息1碼，惟主席Powell表示未來降息步伐將謹慎，帶動國際美元回升，外資亦賣超台股匯出，新台幣對美元回貶。9月底新台幣對美元匯率為30.469

元，較上季底貶值1.9%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季升值2.9%。

新台幣對歐元匯率：7月初，新台幣對歐元升值；下旬後，歐洲央行(ECB)自上(113)年6月起連續降息以來首度暫停降息，加以美歐就「互惠、公平及平衡貿易協議框架」(Framework on an Agreement on Reciprocal, Fair, and Balanced Trade)達成協議，市場亦樂觀期待俄烏達成停火協議，9月11日ECB決議維持政策利率不變，總裁Lagarde並表示不預先承諾利率路徑，降低市場對ECB未來降息預期，支撐歐元匯價，新台幣對歐元大致呈貶值趨勢。9月底新台幣對歐元匯率為35.778元，較上季底貶值2.0%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季貶值0.1%。

新台幣對日圓匯率：7月初，受美國關稅政策影響，加上市場預期日本央行(BoJ)不急於升息，致日圓走貶，新台幣對日圓大致走升；下旬以來，美日達成貿易及投資協議，加以7月底BoJ上調2025財年經濟成長及通膨預期，市場對日本升息預期升溫，帶動日圓走升，新台幣對日圓轉貶。9月以來，日本首相及自民黨總裁石破茂辭職，新總裁選舉引發之政治不確定性升溫，且BoJ可能延後升息，日圓貶值，新台幣對日圓升值。9月底新台幣對日圓匯率為0.2058元，較上季

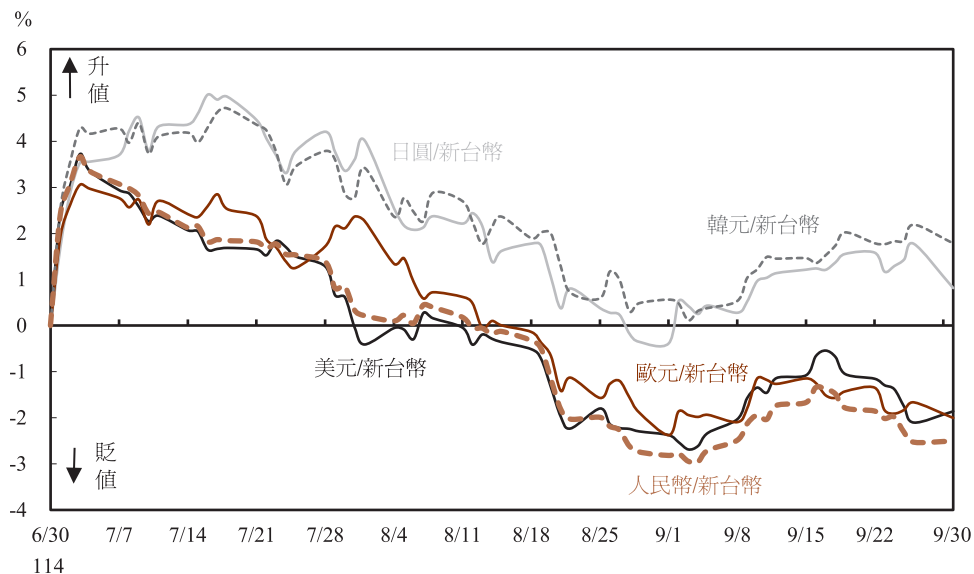
底升值0.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值5.1%。

新台幣對人民幣匯率：7月初，新台幣對人民幣短暫升值；8月以來，中國人民銀行(PBoC)逐步調升人民幣中間價，進行穩匯，且中國大陸A股續漲，吸引資金流入，加以中國大陸7月外貿數據優於預期，提振人民幣匯價，新台幣對人民幣走貶。9月以來，因中國大陸8月外貿數據遜於預期，且PBoC公布之人民幣中間價偏貶，新台幣對人民幣轉升，惟下旬後則回貶。9月底新台幣對人民幣匯率為4.2802元，較上季底貶值

2.5%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值1.8%。

新台幣對韓元匯率：7月初，新台幣對韓元升值；中旬以來，南韓央行(BoK)暫停降息，且南韓政府積極推動公司治理改革，外資買超韓股，新台幣對韓元走貶。9月以來，美韓關稅協商陷僵局，韓元因而承壓，新台幣對韓元轉升。9月底新台幣對韓元匯率為0.0217元，較上季底升值1.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值2.0%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與114/6/30比較)



二、外匯市場交易

114年5月至7月外匯市場(含DBU及OBU交易)各類商品之全體外匯交易淨額為29,745.4億美元，較上期(114年2月至4月，以下同)增加3.6%，日平均交易淨額為464.8億美元。其中，OBU外匯交易淨額為2,806.2億美元，較上期增加2.7%，占外匯市場交易比重9.4%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易

量為15,480.3億美元，較上期減少2.0%；即期交易居次，交易量為11,480.0億美元，較上期增加8.2%；兩者占外匯市場交易比重分別為52.0%及38.6%。遠匯交易居第三，交易量為1,929.7億美元，占6.5%，較上期增加29.6%。匯率選擇權居第四，交易量為789.9億美元，占2.7%，較上期增加11.3%(表9及圖5)。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

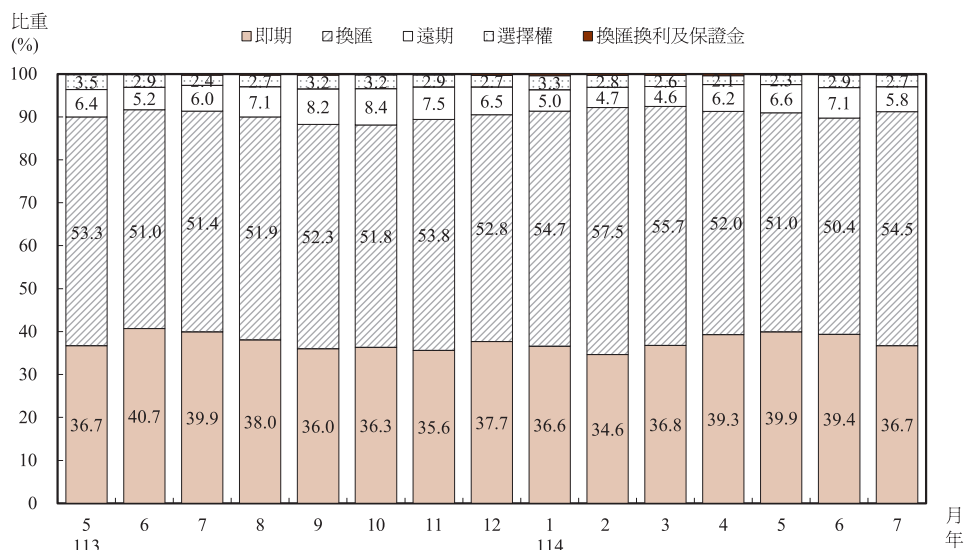
單位：億美元

年 / 月	即期	換匯	國內銀行 間新台幣 對外幣	遠期	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²	保證金 交易	換匯換利	選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均 交易淨額
111	36,589.4	41,739.6	13,725.9	5,221.4	236.7	65.6	149.5	2,060.4	85,826.0	9,425.0	344.7
112	36,082.6	47,738.0	14,093.0	6,809.7	171.9	41.7	155.5	2,582.8	93,410.4	12,950.5	378.2
113	41,455.7	56,572.7	13,992.9	7,617.0	191.5	46.4	208.6	3,336.0	109,236.3	16,293.7	445.9
113/ 5	3,332.9	4,837.8	1,110.9	582.3	19.5	2.2	11.3	313.7	9,080.3	1,314.1	412.7
6	3,512.9	4,399.4	1,037.4	450.6	13.4	2.1	13.2	252.5	8,630.7	1,109.2	454.2
7	3,733.5	4,810.2	1,248.5	559.4	16.2	2.1	22.8	225.3	9,353.4	1,300.7	445.4
8	3,647.0	4,975.6	1,162.3	679.1	14.2	9.6	19.7	254.4	9,585.2	1,465.2	435.7
9	3,359.9	4,874.3	1,181.5	765.1	14.6	7.3	18.4	302.9	9,327.9	1,322.8	466.4
10	3,402.8	4,856.1	1,168.1	786.5	13.4	5.4	17.1	301.9	9,369.7	1,532.7	493.1
11	3,604.8	5,445.7	1,238.0	760.1	16.2	4.2	17.9	289.7	10,122.2	1,532.9	482.0
12	3,421.4	4,796.0	1,155.4	588.2	14.3	3.0	26.3	247.8	9,082.6	1,393.1	412.8
114/ 1	3,088.4	4,619.0	1,057.0	422.0	17.0	3.4	31.8	275.4	8,440.1	1,061.3	496.5
2	3,102.2	5,153.0	1,168.4	420.6	14.5	4.2	25.8	249.9	8,955.7	827.2	447.8
3	3,755.9	5,687.4	1,311.5	473.2	12.3	6.8	29.1	261.8	10,214.2	934.6	486.4
4	3,749.5	4,958.3	1,235.2	594.9	15.3	8.2	28.3	197.9	9,537.2	970.8	476.9
5	3,804.5	4,863.6	1,180.2	627.9	15.4	4.7	14.0	218.8	9,533.5	795.6	476.7
6	3,792.9	4,853.8	1,116.5	685.4	10.9	4.3	16.9	283.7	9,637.1	925.1	458.9
7	3,882.7	5,762.8	1,300.5	616.4	14.6	3.2	22.2	287.5	10,574.8	1,085.4	459.8

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

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

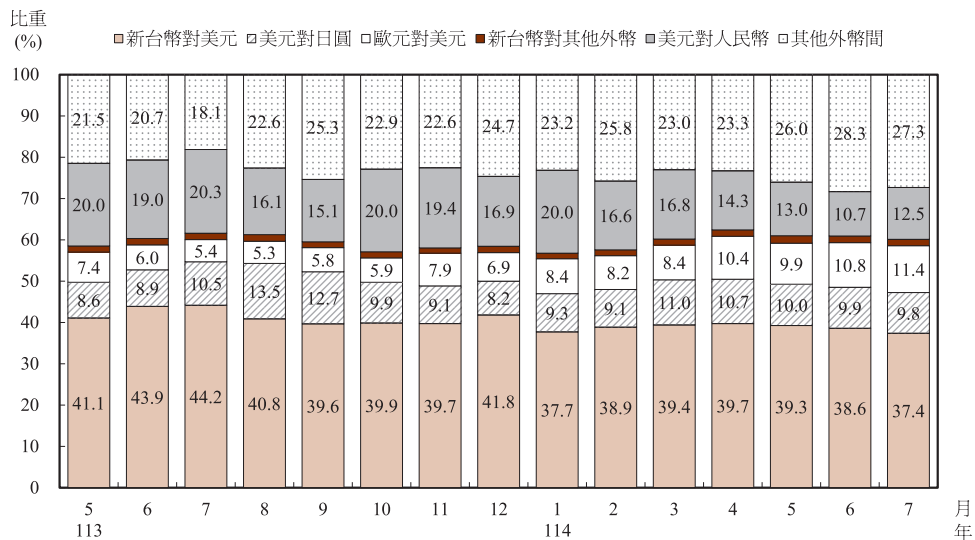
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，114年5月至7月的交易比重為38.4%，較上期減少1.0個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.7%；外幣間的交易比重為60.0%，其中美元對人民幣交易比重為

12.1%，較上期減少3.8個百分點；美元對日圓交易比重為9.9%，較上期減少0.4個百分點；歐元對美元交易比重為10.7%，較上期增加1.7個百分點；其他外幣間交易比重為27.2%，較上期增加3.3個百分點(圖6)。

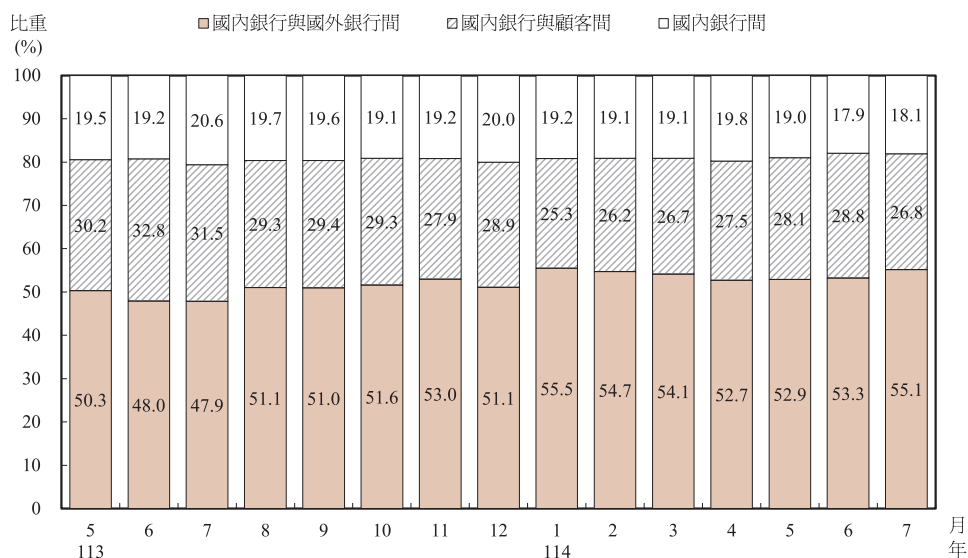
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，114年5月至7月交易比重為53.8%，與上期持平；國內銀行與顧客

間交易比重為27.9%，較上期增加1.1個百分點；國內銀行間交易比重為18.3%，較上期減少1.0個百分點(圖7)。

圖7 外匯交易-按交易對象別



三、銀行間換匯及外幣拆款交易

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

新台幣與外幣換匯交易方面(表9)，114年5月換匯交易量為1,180.2億美元，較上月減少4.5%，主因穆迪(Moody's)宣布調降美國主權信用評等，且川普總統稅改法案恐致美國財政前景惡化，加以美國關稅政策反覆，加劇國際金融波動，投信及壽險業海外投資以及銀行間美元資金調度趨保守。6月交易量為1,116.5億美元，較上月減少5.4%，主因中

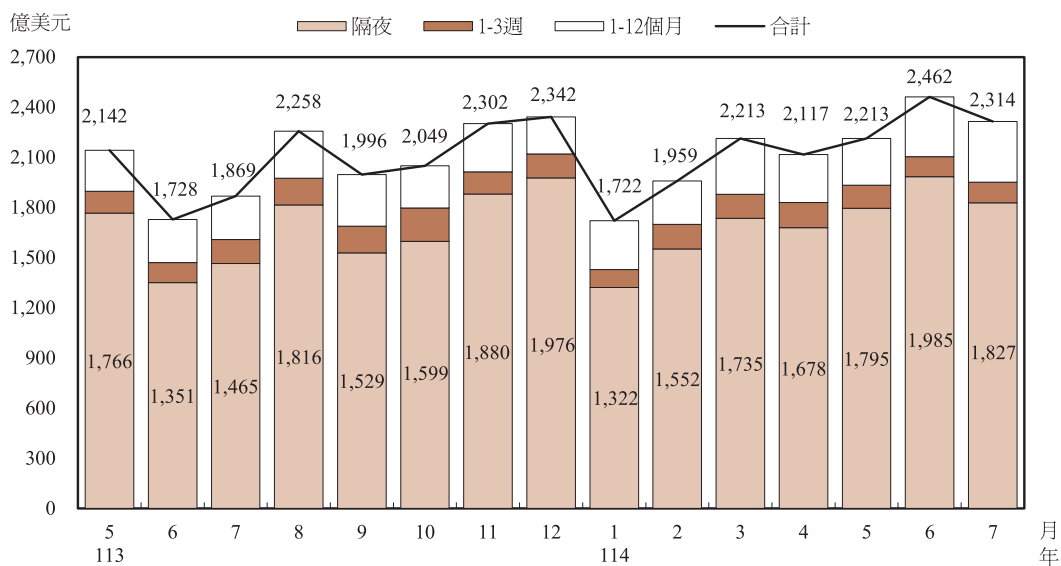
東地緣政治不確定性，提振避險需求，美債殖利率走跌，壽險業海外投資趨緩，加以銀行已提前調度季底資金。7月交易量為1,300.5億美元，較上月增加16.5%，主因美國6月CPI及PCE年增率高於預期，支持美國對降息保持謹慎，且美國與各國陸續達成貿易協議，提振市場風險情緒，致美債殖利率走升，壽險及投信業伺機增加海外投資。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，114年5月外幣拆款交易量為2,213.3億美元，較上月增加4.6%，主因美國關稅政策反覆，且美國主權信評遭下調，增添金融市場不確定性，銀行多以隔夜期調度資金，周轉率提

高。6月交易量2,462.4億美元，較上月增加11.3%，主因中東衝突、美中貿易談判未有更多進展，加以美國經濟及通膨數據趨緩，金融市場不確定性增加，銀行多以隔夜期調度資金，周轉率提高。7月交易量2,314.1億

美元，較上月減少6.0%，主因跨季底後季節性資金調度需求減少，資金趨於寬鬆，另美國就業與通膨數據均高於預期，市場預期美國降息可能性降低，部分銀行增加較長天期拆借，周轉率下降。

圖8 外幣拆款市場月交易量



四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

114年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為537.2億美元，較上期減少25.0%。其中，以外幣利率期貨交易297.6億

美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的55.4%，較上期增加5.7個百分點；外幣換利交易居次為198.0億美元，所占比重為36.9%，較上期減少8.4個百分點(表10)。

表10 匯率以外涉及外幣之衍生金融商品的交易金額

單位：億美元

年 / 月	外 幣 換 利	外幣利率 選 擇 權	外幣利率 期 貨	商品價格交換 與選擇權	股價交換 與選擇權	信用衍生 商 品	合 計
111	903.8	146.8	2,025.9	29.5	3.5	8.0	3,117.4
112	797.7	86.0	1,682.6	17.8	19.0	4.8	2,608.0
113	926.9	64.1	1,885.9	25.7	24.2	8.0	2,934.9
113/ 5	48.1	6.0	201.6	2.6	1.9	0.5	260.6
6	49.4	4.6	133.9	2.3	2.4	0.9	193.3
7	63.3	8.9	224.9	3.2	3.4	1.2	304.8
8	87.2	6.7	147.2	2.5	1.1	0.9	245.5
9	104.9	6.9	114.8	3.8	1.3	1.1	232.7
10	97.0	3.8	74.0	2.2	1.6	0.7	179.3
11	81.6	4.7	111.9	1.8	1.7	0.1	201.8
12	50.0	1.8	54.7	1.4	2.0	0.1	110.1
114/ 1	82.3	5.5	76.0	1.1	2.4	1.3	168.6
2	87.1	6.7	139.4	1.4	2.3	0.5	237.2
3	121.9	8.1	107.1	2.5	1.3	0.5	241.5
4	115.6	8.9	109.4	2.9	0.5	0.4	237.7
5	63.1	5.4	77.7	3.6	1.4	0.1	151.2
6	60.1	10.3	95.2	3.4	2.4	0.0	171.3
7	74.8	8.7	124.7	3.6	2.8	0.0	214.7

註：「外幣遠期利率協議」自106年起交易量皆為0，故本表暫時予以剔除。

五、外匯自由化與外匯管理

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

另為提升銀行業辦理外匯業務之效率，簡化指定銀行設置自動化服務設備、外匯業務後勤作業委託他人處理及發行外匯金融債券之申辦程序，爰修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，並自114年7月17日生效。本次共計修正13條，修正重點如下：

(一) 為簡化行政程序，指定銀行依規定

設置自動化服務設備提供顧客各項外匯服務，嗣後如有增設或裁撤該等設備，無須備文函知本行，改由指定銀行自行控管維護相關資料，並留存紀錄備查。(修正條文第18條)

(二) 為配合主管機關修正金融機構作業委託他人處理相關規定，暨簡化銀行業之申辦程序，原應向本行申請許可之外匯業務作業委外項目，如依主管機關規定屬無須事先申請核准者，放寬得逕行辦理，並留存委外作業相關資料備查。(修正條文

第21條)

- (三) 配合主管機關簡化銀行發行外幣計價結構型金融債券之申辦程序，放寬銀行發行外匯金融債券函報本行之備查期限及簡化備查程序。(修正條文第22條)
- (四) 鑒於主管機關對銀行辦理各項業務所涉確認顧客身分措施已依洗錢防制法訂有一致性規範，爰修正本辦法有關銀行業辦理外匯業務應確認顧客身分之規定，回歸遵循主管機關所訂相關規範。(修正條文第29條)
- (五) 現行規範於「銀行業辦理外匯業務作業規範」有關外幣貸款不得兌換為新台幣之規定，因涉及重要權益

事項，改定於本辦法。(修正條文第38條之1)

- (六) 考量銀行各幣別交易部位及交易員隔夜部位等之控管，係屬內部控制風險管理之一環，且主管機關已訂有相關內稽內控規範，爰刪除本辦法要求指定銀行應自行訂定各項部位限額之規定，回歸銀行內控風管作業及依主管機關規範辦理。(修正條文第45條)
- (七) 為簡化銀行業結匯資料傳送作業，修正個人、團體即期外匯交易應傳送資料金額門檻為等值1百萬美元以上；即期外匯交易資料傳送時間為訂約日之次營業日中午12時前。(修正條文第47條)

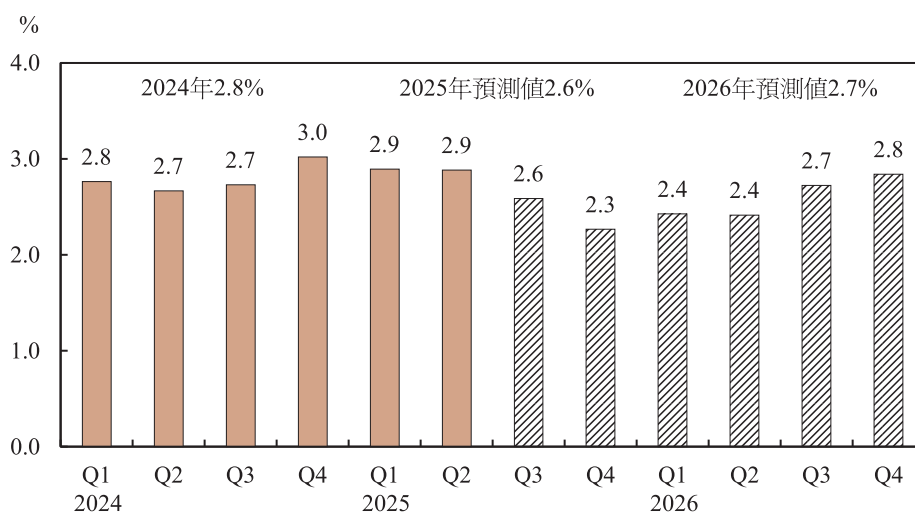
國際經濟金融情勢（民國114年第2季）

壹、概述：全球經濟溫和成長、通膨續降，主要央行大多維持政策利率不變

本(2025)年第2季，美國暫緩實施對等關稅，帶動提前對美出口效應，提振貿易與投資成長動能，全球經濟溫和成長，S&P Global Market Intelligence(以下簡稱S&P Global)估計全球經濟成長率持平於第1季之2.9%。第3季起，隨美國修訂之對等關稅實施，提前

對美出口效應漸趨消退，加以美國將公布之產業關稅影響全球供應鏈，以及地緣政治風險仍高，預期下半年全球經濟成長放緩，S&P Global預測本年下半年全球經濟成長率為2.4%，本年及明(2026)年則分別為2.6%、2.7%(圖1、表1)。

圖1 全球經濟成長率



資料來源：S&P Global (2025/9/15)

表1 經濟成長率

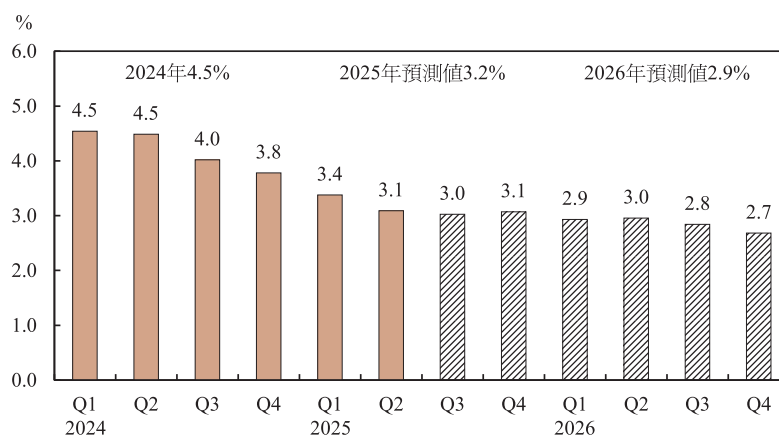
單位：％

區域或經濟體	2024年	2025年		2026年	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	2.8 (3.3)	2.6	3.0	2.7	3.1
先進經濟體	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6
美國	2.8	1.9	1.9	2.3	2.0
日本	0.1	1.2	0.7	0.6	0.5
德國	-0.5	0.3	0.1	1.2	0.9
英國	1.1	1.3	1.2	1.1	1.4
歐元區	0.9	1.3	1.0	1.0	1.2
台灣	4.84	4.3	2.9	1.8	2.5
香港	2.5	2.6	1.5	2.0	1.9
新加坡	4.4	2.7	2.0	2.4	1.9
南韓	2.0	0.9	0.8	1.9	1.8
新興市場經濟體	4.1	4.1	-	3.9	-
東協十國	4.8	4.3	-	4.3	-
泰國	2.5	2.0	2.0	1.9	1.7
馬來西亞	5.1	4.2	4.5	4.2	4.0
菲律賓	5.7	5.6	5.5	5.6	5.9
印尼	5.0	5.0	4.8	4.9	4.8
越南	7.1	6.6	5.2	6.3	4.0
中國大陸	5.0	4.8	4.8	4.3	4.2
印度	6.5	6.2	6.4	6.3	6.4

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。
2. 2024年區域經濟體為S&P Global資料，括弧內數字為IMF資料；各經濟體為官方資料，其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。
3. 2025及2026年(1)為S&P Global資料，(2)為 IMF資料；其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。
4. IMF與S&P Global計算全球經濟成長率方式不同，IMF以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的2017年調查版本之PPP計價GDP計算全球各經濟體權重，S&P Global則以美元計價之名目GDP計算權重。
資料來源：S&P Global (2025/9/15)、IMF (2025), *World Economic Outlook Update*, Jul. 29、IMF (2025), *World Economic Outlook*, Apr. 22、各經濟體官方網站

通膨方面，關稅對美國通膨之上行壓力逐漸顯現，其他經濟體通膨率則多趨降，S&P Global預測本年下半年全球通膨率為3.1%，全年為3.2%，明年則降至2.9%(圖2)。

圖2 全球通膨率



資料來源：S&P Global (2025/9/15)

貨幣政策方面，本年6月以來，美國聯邦準備體系(Fed)調降聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至4.00%~4.25%，歐洲央行

(ECB)及日本央行(BoJ)維持政策利率不變，中國人民銀行(以下簡稱人行)則延續寬鬆基調。

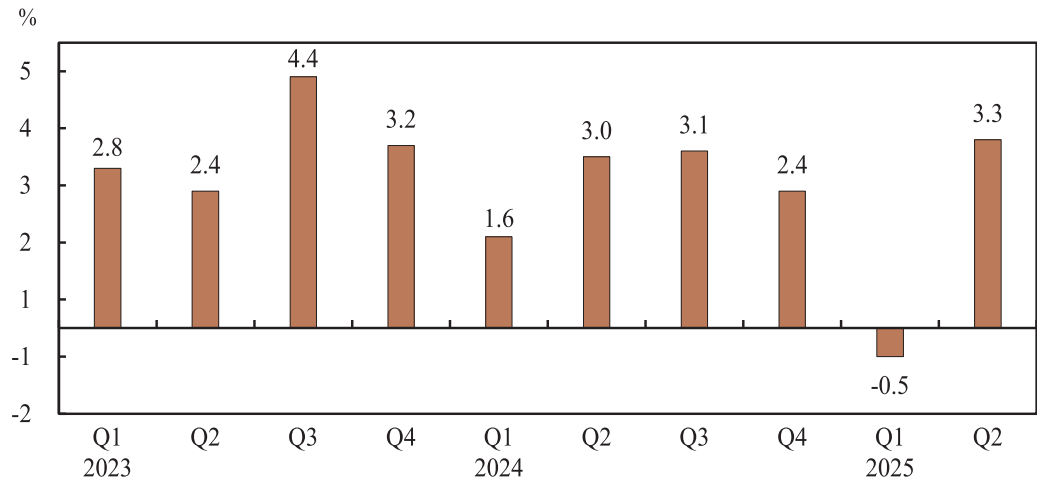
貳、美國經濟溫和成長，通膨率居高，Fed於9月降息

一、本年第2季經濟成長回升，預期下半年走緩，明年則回溫

本年第2季，關稅導致之提前進口潮較上季消退，且民間消費穩健成長，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之-0.5%

大幅升至3.3% (圖3、表2)。預期關稅上升及貿易政策不確定性居高，S&P Global預測下半年經濟成長率降至1.9%，全年成長率為1.9%，明年則回升至2.3%(表1)。

圖3 美國經濟成長率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

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 %	消費者 物價指數 (1982-84=100)		生產者 物價指數 (2009/11=100)
				年增率 %	扣除食品及能源 年增率 %	年增率 %
2023	2.9	3.6	0.2	4.1	4.8	2.0
2024	2.8	4.0	-0.3	3.0	3.4	2.4
2024/ 8		4.2	-0.1	2.5	3.2	2.1
9	3.1	4.1	-0.7	2.4	3.3	2.1
10		4.1	-0.4	2.6	3.3	2.8
11		4.2	-0.9	2.7	3.3	2.9
12	2.4	4.1	0.4	2.9	3.2	3.5
2025/ 1		4.0	1.4	3.0	3.3	3.8
2		4.1	1.1	2.8	3.1	3.4
3	-0.5	4.2	1.0	2.4	2.8	3.2
4		4.2	1.2	2.3	2.8	2.4
5		4.2	0.7	2.4	2.8	2.7
6	3.3	4.1	0.9	2.7	2.9	2.4
7		4.2	1.3	2.7	3.1	3.1
8		4.3	0.9	2.9	3.1	2.6

資料來源：LSEG Datastream

本年7月及8月平均美國失業率為4.3%，較初值共下修27.4萬人，顯示勞動市場下行風險升高。

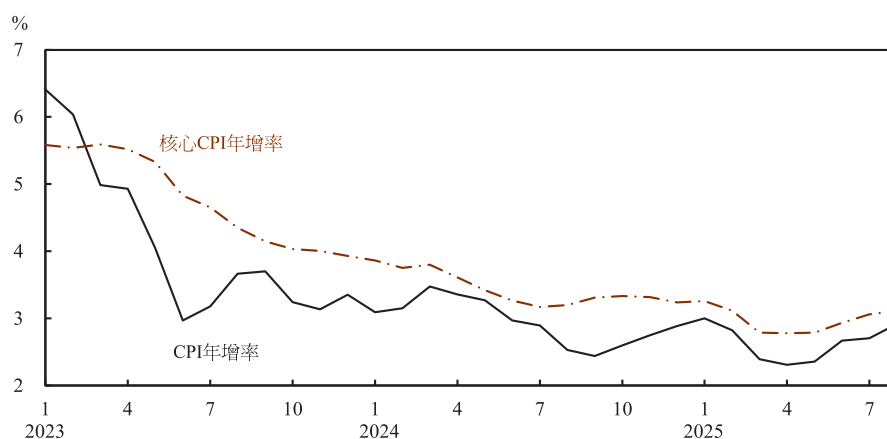
高於第2季之4.2%(表2)；非農就業新增人數由第2季之5.5萬人降至5.1萬人，另5月至7月

二、通膨升溫，預期下半年續升，明年緩降惟仍高於2%目標

本年7~8月平均美國消費者物價指數(CPI)年增率為2.8%，高於第2季之2.4%，主因核心商品價格漲幅擴大，且能源價格跌勢趨緩；扣除食品及能源之核心CPI年增率為

3.1%，亦高於第2季之2.8%(表2、圖4)。預期關稅成本將反映於零售物價，惟能源價格下跌，S&P Global預測下半年CPI年增率為2.9%，全年為2.8%，明年則降至2.6%，持續高於Fed之2%目標。

圖4 美國CPI及核心CPI年增率



資料來源：LSEG Datastream

三、Fed本年7月維持政策利率不變，9月則降息0.25個百分點

本年7月美國聯邦公開市場委員會(FOMC)決議維持聯邦資金利率目標區間於4.25%~4.50%不變，9月決議下調0.25個百分點至4.00%~4.25%；9月會議利率預估點陣圖顯示，本年預期再降息0.50個百分點，惟明年僅預期降息0.25個百分點。

FOMC持續執行資產負債表規模縮減計畫，自4月起每月最高減持美國公債50億

美元，機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)則每月最高減持350億美元。

Fed主席Jerome Powell於9月政策會議後記者會表示，本次降息或可視為「風險管理式降息」(risk management cut)；就業情勢之下行風險上升，而預期通膨將持續升溫，惟關稅成本傳導至物價之速度較慢且規模較小，持續性通膨出現之可能性較低。因此，Fed認為宜朝向更為中性之貨幣政策立場。

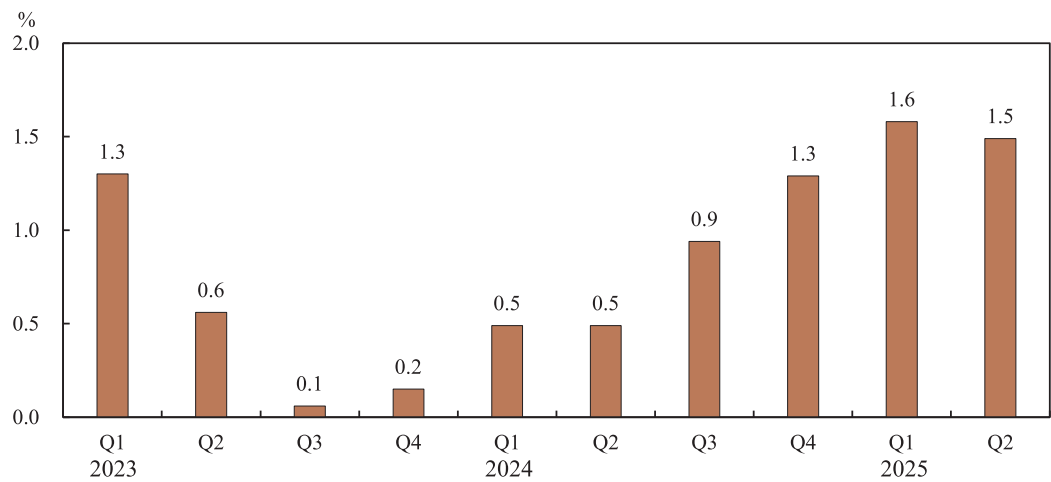
參、歐元區景氣趨緩，通膨持穩，ECB維持政策利率不變

一、本年第2季經濟成長平穩，預期下半年及明年成長率下滑

本年第2季，歐元區經濟成長率由第1季之1.6%略降至1.5%(圖5、表3)，企業為因應

美國關稅而提前對美出口之效應猶存。S&P Global預測歐元區本年下半年經濟成長率降至1.1%，全年為1.3%，明年則降至1.0%(表1)。

圖5 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

表3 歐元區重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	調和消費者 物價指數(HICP) (2015=100)	
			年增率 %	扣除能源及未加工 食品年增率 %
2023	0.4	6.6	5.4	6.2
2024	0.9	6.4	2.4	2.9
2024/ 8		6.3	2.2	2.8
9	0.9	6.3	1.7	2.7
10		6.3	2.0	2.7
11		6.2	2.2	2.7
12	1.3	6.3	2.4	2.8
2025/ 1		6.3	2.5	2.7
2		6.3	2.3	2.6
3	1.6	6.4	2.2	2.5
4		6.3	2.2	2.7
5		6.4	1.9	2.4
6	1.5	6.3	2.0	2.4
7		6.2	2.0	2.4
8			2.0	2.3

資料來源：ECB、Eurostat、LSEG Datastream

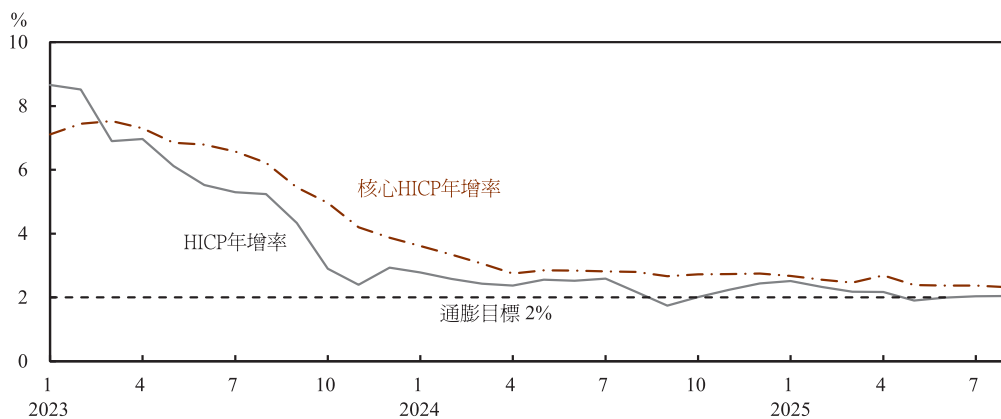
勞動市場方面，就業穩定、失業率續處歷史低位，整體而言具有韌性，7月失業率為6.2%，低於第2季之6.3%(表3)。

二、通膨率略升，預期下半年持穩，
明年則低於2%目標

本年7~8月平均歐元區調和消費者物價

指數(HICP)年增率為2.0%(表3、圖6)，持平於第2季；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率為2.4%，低於第2季之2.5%。S&P Global預測本年下半年與全年HICP年增率皆為2.1%，明年則降至1.8%，低於ECB之2%目標。

圖6 歐元區HICP及核心HICP年增率



資料來源：LSEG Datastream

三、ECB維持政策利率不變

本年7月及9月，ECB鑑於通膨率近於2%之中期目標水準，且對通膨前景之評估大致不變，決議維持隔夜存款利率、主要再融通操作利率與邊際放款利率於2.00%、2.15%及2.40%不變。資產購買計畫(APP)與因應疫情緊急購買計畫(PEPP)均已終止再投資，資產

負債表規模將隨持有債券到期逐步下降。

ECB總裁Christine Lagarde於9月政策會議後記者會表示，歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡，未來將持續基於最新經濟金融數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑。

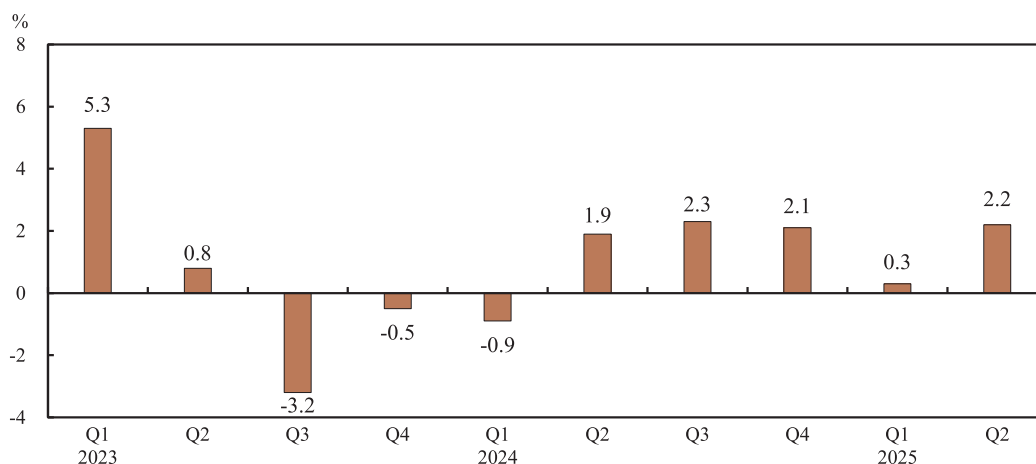
肆、日本經濟成長恐陷停滯，通膨率下降，BoJ維持政策利率不變

一、本年第2季經濟成長優於預期，惟下半年恐放緩，明年成長仍疲

本年第2季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之0.3%升至2.2%(圖7、表4)，主因電子零件與設備出口增加，帶動輸出成長，加以天氣酷熱致暑期

開銷高於預期，支撐民間消費。展望下半年，預期美國關稅政策將抑制日本出口與企業設備投資，S&P Global預測日本下半年經濟成長率降至-0.3%，全年則成長1.2%，明年降至0.6%(表1)。

圖7 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

表4 日本重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	消費者物價指數 (2020=100)		企業物價指數 (2020=100)
			年增率 %	扣除生鮮食品年增率 %	年增率 %
2023	1.2	2.6	3.2	3.1	4.4
2024	0.1	2.5	2.7	2.5	2.4
2024/ 8		2.5	3.0	2.8	2.7
9	2.3	2.4	2.5	2.4	3.2
10		2.5	2.3	2.3	3.8
11		2.5	2.9	2.7	3.9
12	2.1	2.5	3.6	3.0	4.1
2025/ 1		2.5	4.0	3.2	4.2
2		2.4	3.7	3.0	4.3
3	0.3	2.5	3.6	3.2	4.3
4		2.5	3.6	3.5	3.9
5		2.5	3.5	3.7	3.1
6	2.2	2.5	3.3	3.3	2.7
7		2.3	3.1	3.1	2.5
8					2.7

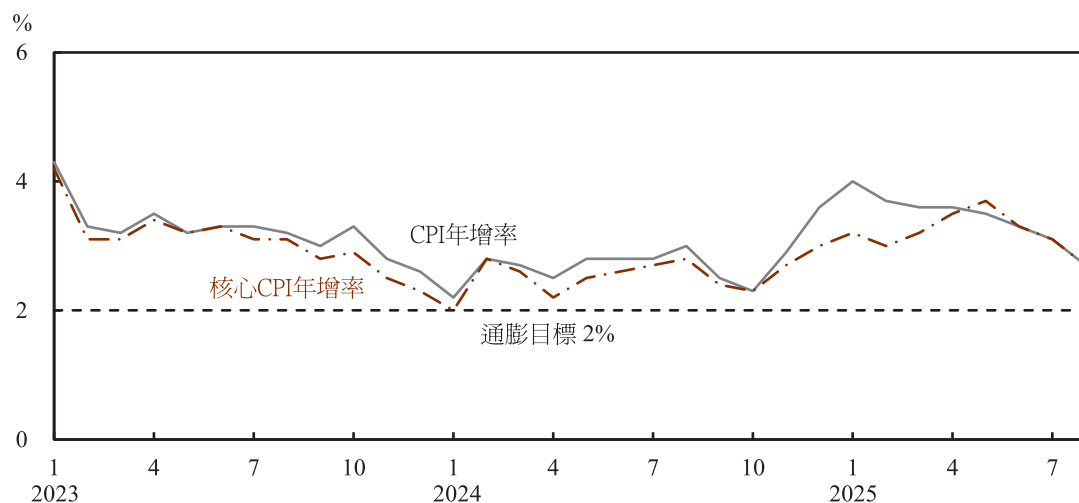
資料來源：日本內閣府、總務省統計局、經濟產業省、BoJ、LSEG Datastream

二、近月通膨率略降，預期下半年及明年續降

本年7月日本CPI年增率為3.1%，低於第2季之3.4%(表4、圖8)，主因上(2024)年7月日本政府結束電費與瓦斯費補助政策，高基期效應致能源價格年增率下降，惟CPI年增

率已連續8個月維持在3%以上。由於政府於本年下半年實施新一輪能源補貼政策，S&P Global預測下半年CPI年增率降至2.7%，惟仍高於2%目標，全年為3.1%，明年則降至1.8%。

圖8 日本CPI及核心CPI年增率



資料來源：日本總務省統計局

三、BoJ維持政策利率不變

本年7月及9月，BoJ貨幣政策會議均將政策利率(無擔保隔夜拆款利率)維持於0.5%，已連續5次維持不變，主因美國雖將對日之對等關稅與汽車進口稅率均下調至15%，惟對經濟與物價影響之不確定性仍高，需持續審慎觀察。BoJ總裁植田和男於會後記者會表示，若關稅之不確定性下降，經濟及物價情勢明顯改善，將維持升息之立場。

此外，本次會議決議在市場上出售持有之指數股票型基金(ETF)與不動產投資信託基金(J-REIT)。ETF之出售速度將以帳面價值每年約3,300億日圓(市價每年約6,200億日圓)為基準，J-REIT之出售速度則以帳面價值每年約50億日圓(市價每年約55億日圓)為基準。兩者之出售金額分別占市場成交金額比重僅約0.05%，盡量避免對市場穩定造成不利影響。

伍、中國大陸經濟成長下行，通膨率緩升，人行延續寬鬆基調

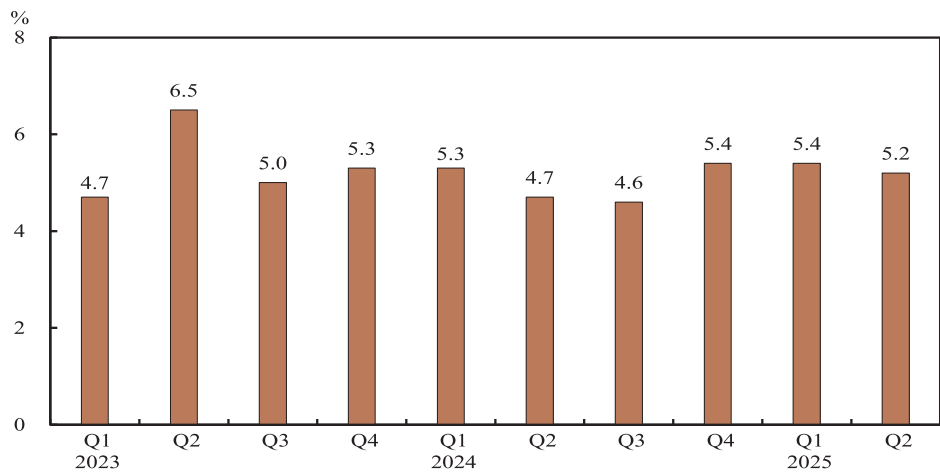
一、本年第2季經濟成長率下降，預期下半年及明年續降

本年第2季，中國大陸經濟成長率由第1季之5.4%降至5.2%(圖9、表5)，主因多數地

區消費品以舊換新之補貼遭濫用，暫停受理申請，政策效益減弱致消費成長走疲，加以美國關稅導致對美出口成長大幅下滑。預期下半年外需不確定性仍高，民間投資成長走

疲，以及房市持續低迷，S&P Global預測下半年經濟成長率為4.4%，全年為4.8%，明年則降至4.3%(表1)，均低於官方5.0%左右之目標。

圖9 中國大陸經濟成長率



資料來源：中國大陸國家統計局

勞動市場方面，經濟穩健成長致就業情勢平穩發展，本年7~8月平均城鎮調查失業率為5.3%，高於第1季之5.0%(表5)。

表5 中國大陸重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	城鎮調查失業率 %	消費者物價指數 (上年同期=100)		工業生產者出廠價格指數 (上年同期=100)	出口年增率 %	進口年增率 %
			年增率 %	扣除食品及能源年增率 %	年增率 %		
2023	5.4	5.2	0.2	0.7	-3.0	-4.7	-5.5
2024	5.0	5.1	0.2	0.5	-2.2	5.8	1.0
2024/ 8		5.3	0.6	0.3	-1.8	8.6	0.2
9	4.6	5.1	0.4	0.1	-2.8	2.4	0.2
10		5.0	0.3	0.2	-2.9	12.7	-2.4
11		5.0	0.2	0.3	-2.5	6.6	-4.0
12	5.4	5.1	0.1	0.4	-2.3	10.7	1.0
2025/ 1		5.2	0.5	0.6	-2.3	5.9	-16.3
2		5.4	-0.7	-0.1	-2.2	-3.1	1.6
3	5.4	5.2	-0.1	0.5	-2.5	12.2	-4.3
4		5.1	-0.1	0.5	-2.7	8.0	-0.3
5		5.0	-0.1	0.6	-3.3	4.7	-3.4
6	5.2	5.0	0.1	0.7	-3.6	5.8	1.1
7		5.2	0.0	0.8	-3.6	7.1	4.1
8		5.3	-0.4	0.9	-2.9	4.4	1.3

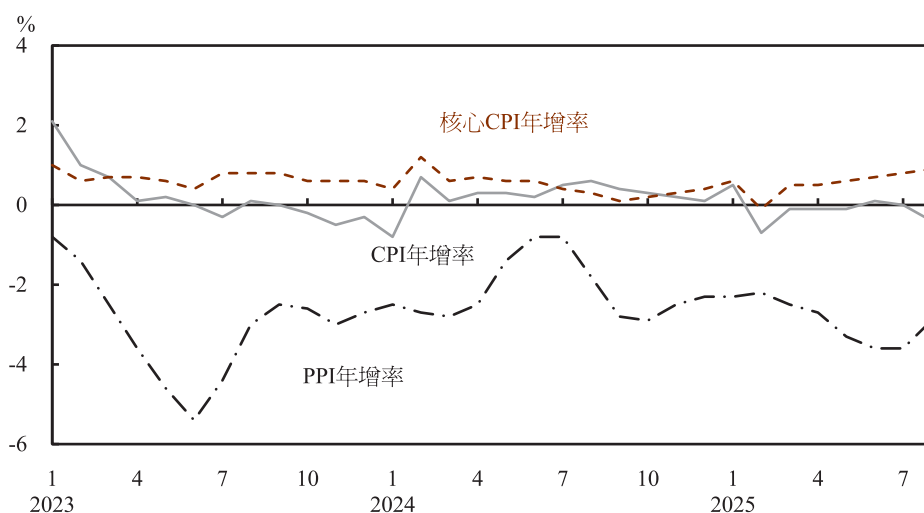
資料來源：中國大陸海關總署、LSEG Datastream

二、近月通膨率略降，惟預期下半年及明年回升

本年7~8月平均中國大陸工業生產者出廠價格指數(PPI)年增率為-3.3%，低於第2季之-3.2%，主因國際原油價格下滑所致。本年7~8月平均CPI年增率為-0.2%，低於第

2季之0.0%，主因餐飲需求回落使食品價格走低；扣除食品及能源之核心CPI年增率為0.9%，高於第2季之0.6%(表5、圖10)。S&P Global預測下半年CPI年增率將逐季回升，全年為0.0%，明年則上升至0.6%，惟仍低於官方2%左右之目標。

圖10 中國大陸主要物價指數年增率



資料來源：中國大陸國家統計局

三、人行維持寬鬆貨幣政策

為支持經濟穩定成長，人行持續實施寬鬆貨幣政策，除維持7天期逆回購利率於1.4%不變外，亦透過短期逆回購、買斷式逆

回購及中期借貸便利(MLF)等工具向市場釋出資金，以維持市場流動性合理充裕，另新增支農支小再貸款額度1,000億人民幣，以引導金融機構支持小微企業貸款。

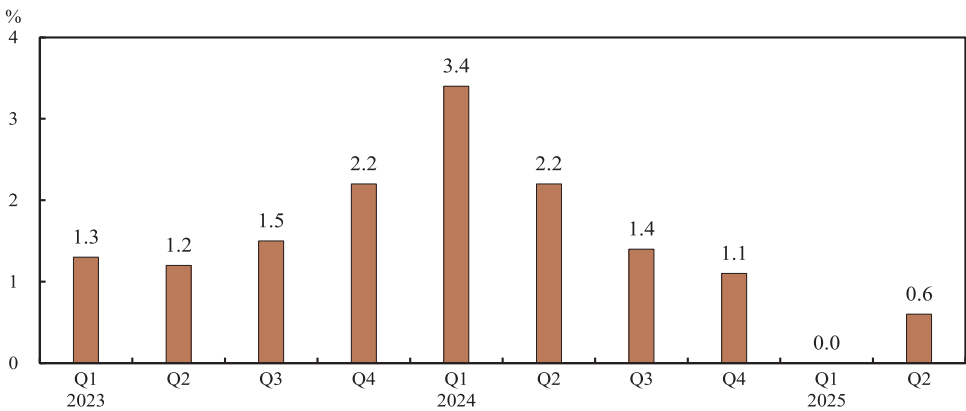
陸、南韓經濟成長率回升，通膨緩降，政策利率不變

一、本年第2季經濟成長率回升，預期下半年及明年成長率續增

南韓經濟成長率由本年第1季之0.0%略回升至第2季之0.6%(圖11、表6)，主因財政

激勵措施推升民間消費，加以科技應用需求帶動半導體出口。S&P Global預測下半年經濟成長率升至1.8%，全年為0.9%，明年續升至1.9%(表1)。

圖11 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

表6 南韓重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	消費者物價指數 (2020=100)		生產者物價指數 (2020=100)	出口年增率 %	進口年增率 %
			年增率 %	扣除食品及能源年增率 %	年增率 %		
2023	1.6	2.7	3.6	3.4	1.6	-7.5	-12.1
2024	2.0	2.8	2.3	2.2	1.7	8.1	-1.7
2024/ 8	1.4	1.9	2.0	2.1	1.6	10.9	6.0
9		2.1	1.6	2.0	1.0	7.1	2.2
10		2.3	1.3	1.8	1.0	4.6	1.7
11		2.2	1.5	1.9	1.4	1.3	-2.5
12		3.8	1.9	1.8	1.7	6.6	3.3
2025/ 1	1.1	3.7	2.2	1.9	1.8	-10.1	-6.3
2		3.2	2.0	1.8	1.5	0.4	0.2
3		3.1	2.1	1.9	1.3	2.7	2.3
4		2.9	2.1	2.1	0.8	3.5	-2.9
5		2.8	1.9	2.0	0.3	-1.3	-5.3
6	0.6	2.8	2.2	2.0	0.5	4.4	3.3
7		2.4	2.1	2.0	0.5	5.7	0.6
8		2.0	1.7	1.3		1.2	-4.1

資料來源：南韓央行、LSEG Datastream

二、通膨率低於央行目標值，預期下半年及明年續降

本年7~8月平均南韓CPI年增率為1.9%，低於第2季之2.1%，主因8月電信業者提供當月資費減半，公共服務價格短期降幅較劇；扣除食品及能源之核心CPI年增率為1.7%，亦低於第2季之2.0%。S&P Global預測下半年CPI年增率降至1.9%，全年為2.0%，明年續降至1.8%。

三、南韓央行本年7月及8月皆維持政策利率不變

南韓央行本年7月及8月均維持基準利率於2.50%，係本年以來首度連2次維持不變，主要考量通膨續穩，經濟成長微幅回溫，惟展望仍面臨高度不確定性，首都圈房價與整體家庭債務情況尚須持續觀察，並留意匯率波動加劇可能性。市場預期南韓央行最快於本年10月再次降息，且預計至明年上半年仍將維持降息趨勢。

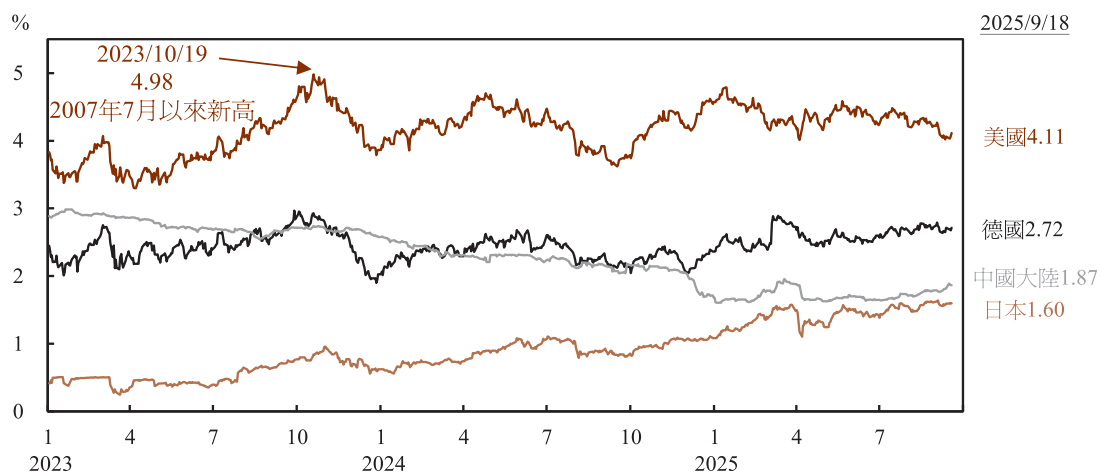
柒、美國公債殖利率走升後跌，全球股價指數續創新高，美元指數升後回跌

一、美國10年期公債殖利率先升後跌，德、日、中則走揚

本年7月，美國通過「大而美法案(One Big Beautiful Bill Act)」，加劇財政惡化隱憂，美國10年期公債殖利率走高，德、日、中10年期公債殖利率亦隨之走揚；嗣因美國勞動市場疲軟，Fed降息預期升溫，美國10

年期公債殖利率呈下降趨勢；惟德國大規模財政支出計畫持續對公債殖利率形成上行壓力，日本第2季經濟成長優於預期，BoJ維持升息立場，中國大陸因美中雙邊關稅協議再度延後，避險情緒趨緩，資金由債市轉往股市，帶動德、日、中10年期公債殖利率續升(圖12)。

圖12 主要經濟體10年期公債殖利率



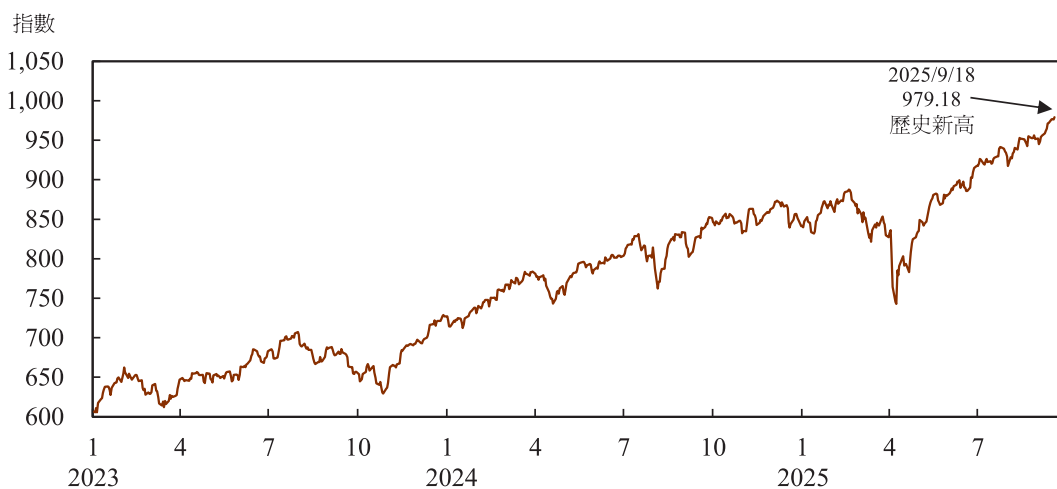
資料來源：LSEG Datastream、美國財政部

二、全球股價指數續創新高

本年7月以來，關稅不確定性對全球之負面衝擊趨緩，投資人逐漸習慣美國關稅紛

擾訊息，且市場對Fed降息預期升溫提振投資人樂觀情緒，加以AI浪潮持續，MSCI全球股價指數續創新高(圖13)。

圖13 MSCI全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

本年9月18日與6月底比較，亞洲股市漲幅多高於美、歐股市，其中越南及泰國股市因關稅不確定性下降，加以Fed降息預期升

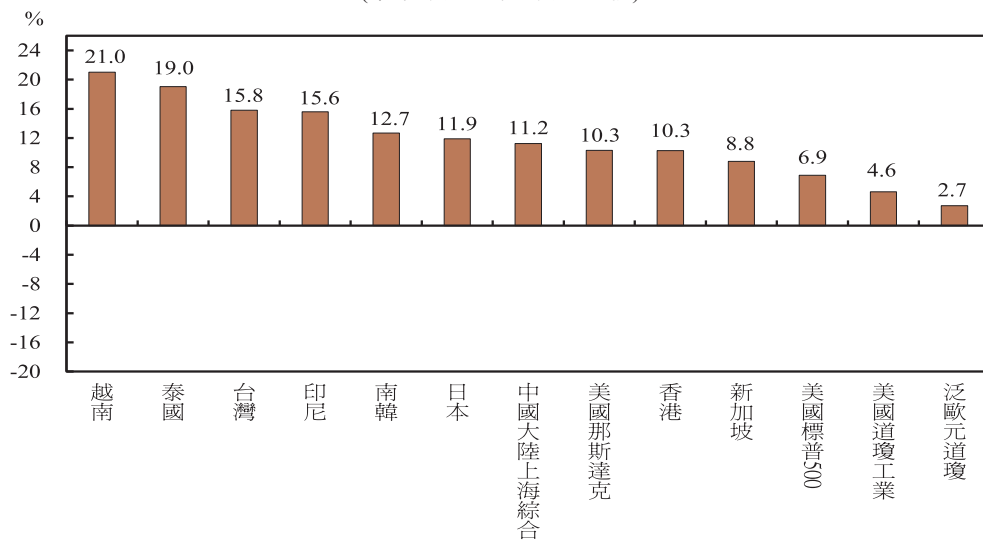
溫，資金湧入亞洲股市，分別大漲21.0%及19.0%；中國大陸上海綜合指數因美中貿易爭端緩和，中國大陸貨幣寬鬆與財政擴張，

加以政策支持AI等新興產業，大漲11.2%，美國那斯達克指數因大型科技企業財報表現亮眼，上漲10.3%；泛歐元道瓊指數因法國

政治不確定性升高，資金避險情緒升溫，僅小幅上漲2.7%(圖14)。

圖14 國際股價變動幅度

(本年9月18日與6月底比較)



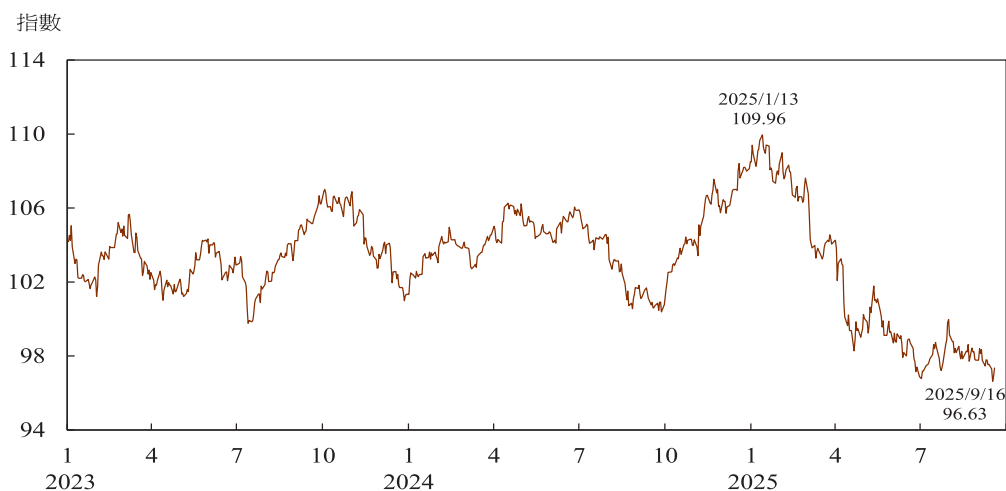
資料來源：LSEG Datastream

三、美元指數升後回跌，主要經濟體貨幣對美元則多走貶

本年7月以來，美國貿易政策不確定性

下降，支撐美元一度走揚，嗣因Fed降息預期升溫，美元指數震盪走低，9月16日達本年底點96.63 (圖15)。

圖15 DXY美元指數



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

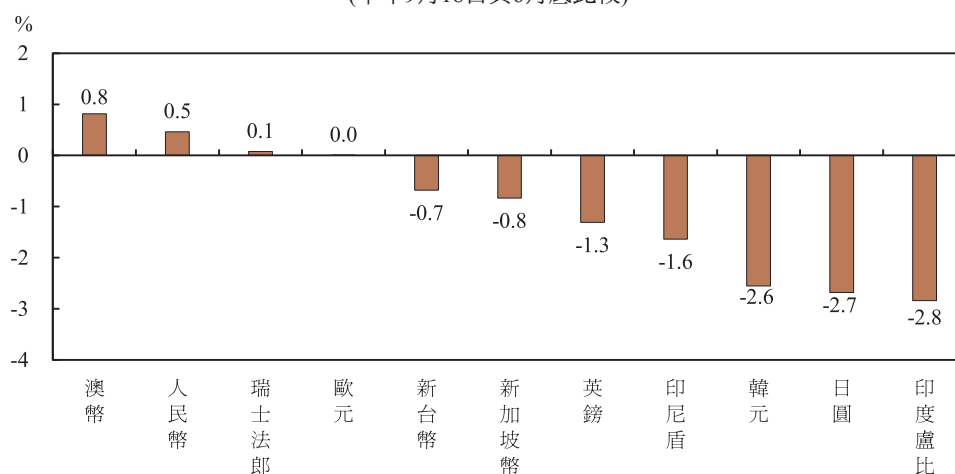
資料來源：LSEG Datastream

本年9月18日與6月底比較，主要經濟體貨幣對美元多走貶，人民幣則因美中貿易爭端緩和，外資投資中國大陸股市增加，對美元略升值0.5%。英鎊因英國經濟疲軟，通膨居高，且財政狀況惡化加劇市場擔憂，對

美元貶值1.3%。日圓因日本財政隱憂升溫，加以政治新局帶來不確定性，對美元貶值2.7%。印度盧比因美國對印度加徵50%高額關稅，恐衝擊其經濟，市場資金持續流出，對美元貶值2.8%(圖16)。

圖16 主要經濟體貨幣對美元升貶值幅度

(本年9月18日與6月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

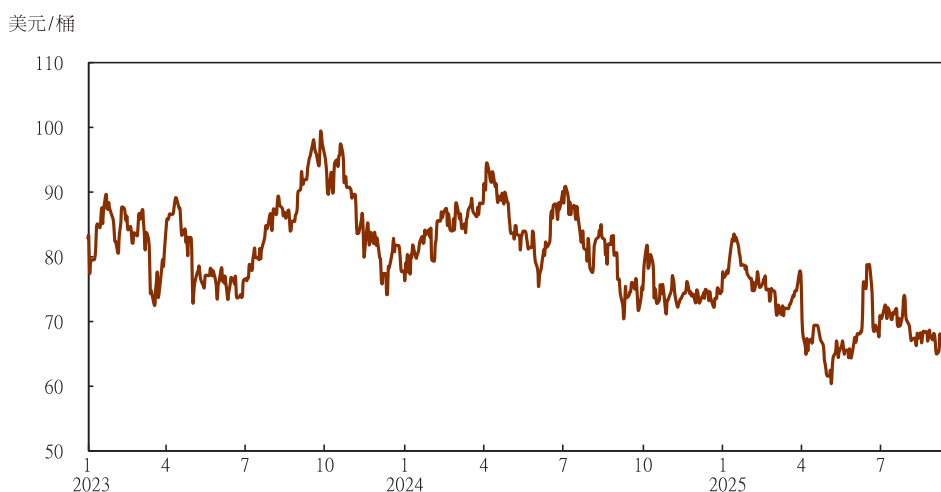
捌、國際油價及穀物價格下跌

一、國際油價略跌

本年7月以來，OPEC+持續增產，油價承壓，惟7月底美國再度威脅制裁俄羅斯，油價一度彈升；嗣因美國非農就業數據低於預期，並大幅下修前值，油價下修；近期以

色列空襲卡達哈瑪斯總部，以及烏克蘭攻擊俄羅斯煉油廠，供應擔憂再起，油價止跌。9月18日布蘭特原油現貨價格為每桶67.83美元，較6月底下跌0.5% (圖17)。

圖17 布蘭特原油現貨價格



資料來源：LSEG Datastream

主要國際機構預期，美國經貿政策不利全球經濟成長，影響原油需求，復以近期OPEC+持續增產，將建立大量原油庫存，導致原油市場供過於求，惟中東地緣風險及美國對俄羅斯石油制裁，短期內持續給予油價支撐，主要國際機構對本年布蘭特原油價格預測值平均為每桶68.6美元，低於上年之80.5美元。

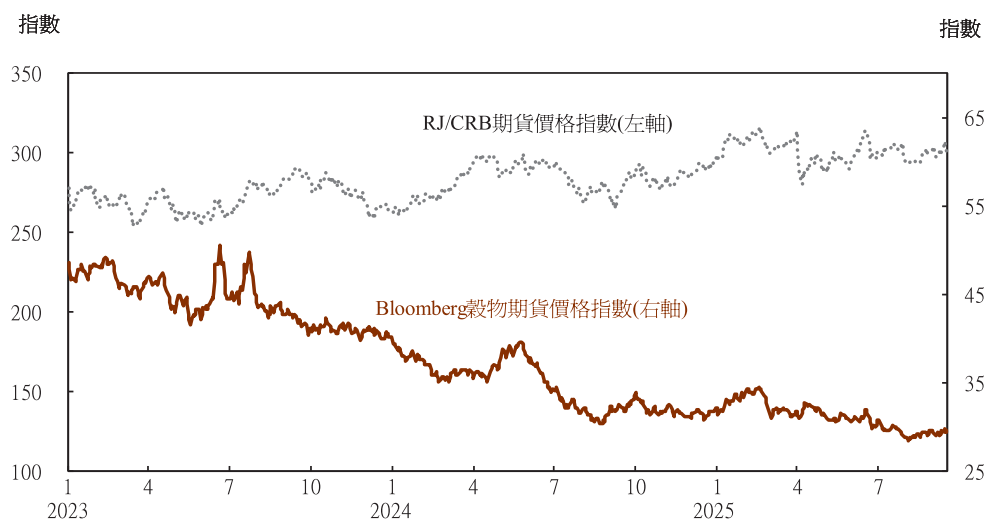
二、穀價下跌，整體國際商品價格指數則上漲

本年7月以來，美國產區天氣有利作物生產，穀價持續走跌，惟8月美國農業部報告顯示小麥及玉米出口銷售強勁，穀價止跌回穩。9月18日Bloomberg穀物期貨價格指數較6月底下跌2.2% (圖18)。

本年7月以來，美國公布銅關稅豁免精煉銅，銅價大幅下跌，惟近期市場預期美國將降息，金屬價格轉漲，又咖啡因氣候影響不利產出而漲價，黃金因金磚國家與部分高通膨國家增加黃金儲備，以及投資人避險需

求升溫，致價格大漲。9月18日代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數較6月底上漲1.3% (圖18)。

圖18 Bloomberg穀物期貨價格指數與R/J CRB期貨價格指數



註：Bloomberg穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)之黃豆、小麥、玉米距到期日3個月期貨合約價格計算；R/J CRB期貨價格指數係由能源(權重39%)、軟性商品(權重21%)、穀物(權重13%)、工業用金屬(權重13%)、貴金屬(權重7%)及牲畜(權重7%)等6大類商品期貨價格編製而成。

資料來源：Bloomberg、LSEG Datastream

國內經濟金融日誌

民國114年7月份

- 1日 △考量我國保險業者於115年起接軌國際財務報導準則後計算保險收入之流程較繁複，金管會修正「公開發行公司財務報告及營運情形公告申報特殊適用範圍辦法」，明定保險業及具保險業子公司之公開發行公司因作業時間確有不及，得延長至每月15日以前公告申報上月份合併營業收入額。
- △為提供保險業者研發誘因，提升國際保險業務競爭力，立法院三讀通過「國際金融業務條例」修正草案，將國際保險業務分公司(OIU)經營國際保險業務免徵營利事業所得稅、營業稅、印花稅及免予扣繳所得稅之實施期間，延長至124年12月31日止。
- △立法院三讀通過「證券投資人及期貨交易人保護法」修正草案，擴大保護機構提起代表訴訟與解任訴訟之事由，並擴充其業務經費來源。
- 4日 △為減少美國對等關稅政策對勞工之衝擊，勞動部訂定「因應美國對等關稅政策支持減班休息勞工再充電計畫」，以支持勞工利用該減班休息時段參加訓練課程，增進工作所需專業職能，以穩定就業。
- 8日 △為因應銀行承做個人無擔保放款金額逐年成長，金管會修正「銀行法第三十三條之三授權規定事項辦法」第二條及同法第三十二條第二項之解釋令，提高不計入授信總餘額之小額放款及銀行對利害關係人得以無擔保方式承作之消費者貸款之額度。
- 11日 △為配合亞洲資產管理中心推動政策，金管會修正「金融機構國內分支機構管理辦法」，鼓勵金融機構於地方資產管理專區設置分支機構，以提升金融競爭力。
- 15日 △為提升銀行業辦理外匯業務之效率，中央銀行修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，簡化指定銀行設置自動化服務設備、外匯業務後勤作業委託他人處理及發行外匯金融債券之申辦程序等規定。
- 18日 △為降低證券商經營成本與增進營運彈性，金管會修正「證券商設置標準」、「證券商管理規則」、「證券商負責人與業務人員管理規則」，明定證券商開始營業屆滿1年者得申請設置簡易分支機構等規定。

- 30日 △為引進創新科技參與保險市場，金管會修正「保險業設立許可及管理辦法」、「保險商品銷售前程序作業準則」、「保險業招攬及核保理賠辦法」、「財產保險業辦理資訊公開管理辦法」、「人身保險業辦理資訊公開管理辦法」、「財產保險業經營傷害保險及健康保險業務管理辦法」及「外國保險業設立許可及管理辦法」等7項法規。將純網路保險公司更名為「數位保險公司」，並放寬其業務範圍與營運模式，且明定其創新商品或服務享最長18個月保護期、得視情況設立實體據點、創新商品的保費占總保費收入須達20%以上，以及開放外資設立數位保險分公司等規定，自114年8月1日生效。

民國114年8月份

- 5日 △考量政府補貼資源有限與政策之公平性及一致性，內政部修正「自建自購住宅貸款利息及租金補貼辦法」、「修繕住宅貸款利息及簡易修繕住宅費用補貼辦法」，新增申請「自建或自購住宅貸款利息補貼之住宅」，以及「修繕住宅貸款利息及簡易修繕住宅費用補貼之住宅」應全部作自住使用等規定。
- △惠譽(Fitch)維持我國長期主權信用評等為「AA」，展望為「穩定」。
- 8日 △依據「銀行資本適足性及資本等級管理辦法」、「銀行流動性覆蓋比率實施標準」、「銀行淨穩定資金比率實施標準」，本國銀行資本適足性與風險管理相關資訊應揭露事項，金管會函令自114年12月31日生效。
- 21日 △金管會函釋金融控股公司於金融機構發行之可轉債持有人行使轉換權，轉換為金融機構股份後，並請求依金融機構與金融控股公司間股份轉換契約之規定轉換為金融控股公司股份時，得先發行及交付新股予股東(可轉債持有人)，再按季辦理金融控股公司資本額變更登記。
- 29日 △金管會函釋「境外基金管理辦法」所稱之「一定條件」，其中，境外基金機構若向金管會申請經認可已在臺設立全球或區域性之基金服務機構亦符合條件。
- △為強化對金融消費者權益保障，金管會依金融消費者保護法公告創鉅有限合夥為金融服務業之融資租賃業者。

民國114年9月份

- 2日 △金管會修正「境外基金管理辦法」，增訂境外基金機構在臺設立全球或區域性

之投資研究、產品設計、風險控管或投資交易等核心資產管理技術性質之基金服務機構，並經本會專案認可者，前揭國內投資人投資比率上限為百分之九十之規定。

- 3日 △金管會函釋「保險業務員管理規則」，保險業辦理強制汽車責任保險業務，其要保書已載明業務員姓名及登錄字號，並已建立業務員確認招攬明細之管理機制者，視為業務員已依規定於要保書上簽名。
 - 4日 △金管會核釋「銀行法第72條之2」，銀行依據財政部所定「公股銀行辦理青年安心成家購屋優惠貸款原則」核貸之案件，於114年9月1日後撥款者，不計入「住宅建築及企業建築放款」之總額，追溯自114年9月1日生效。
 - 5日 △總統修正「貨物稅條例」，增訂新購汽缸排氣量2,000cc以下小客車每輛最高減徵新臺幣5萬元、汽缸排氣量150cc以下機車每輛最高減徵2千元規定，實施期間自114年9月7日起至119年12月31日，並延長中古汽、機車汰舊換新減徵退還貨物稅措施之實施期限至119年12月31日。
 - 8日 △考量實質換屋自住者需求，並落實信用管制目的，中央銀行爰調整換屋協處措施之出售原有房屋期限，由1年延長為18個月，自113年9月20日(含)以後錄案之貸款案件均可適用。
 - 18日 △金管會修正「證券集中保管事業管理規則」，核准證券集中保管事業擔任第三方服務提供者，與銀行合作提供經證券商發給電子形式證券存摺之客戶依合作契約約定範圍申辦其本人銀行存款帳戶之新臺幣即時轉帳、臺外幣活存轉定存及臺外幣定存解約服務；合作對象以經金管會同意辦理開放銀行第三階段「交易面資訊」之銀行為限。
- △財政部核釋納稅義務人列報扶養之未成年子女出售自用住宅之房屋所繳納該財產交易所得部分之綜合所得稅，自完成移轉登記之日起2年內由同一子女重購自用住宅之房屋，得適用所得稅法第17條之2有關扣抵或退還綜合所得稅規定；先購後售者亦適用之。
- △為擴大經營我國證券業之國際市場，提升國際證券業務(OSU)金流便利性，打造我國成為亞洲資產管理中心，金管會、中央銀行修正「國際證券業務分公司管理辦法」，明定證券商經營OSU辦理客戶委託帳戶保管業務，其客戶對象屬中華民國境外之個人、法人、政府機關或金融機構者，除可於國際金融業務分行(OBU)

開設之外匯存款專戶存放客戶款項，亦可於外國保管機構開設外匯存款專戶存放客戶款項等規範。

- 19日 △中央銀行理事會決議，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息2%、2.375%及4.25%不變。
- 25日 △金管會修正「保險代理人公司保險經紀人公司辦理網路投保業務及網路保險服務管理辦法」、「保險代理人公司保險經紀人公司內部控制稽核制度及招攬處理制度實施辦法」，明定保經代公司辦理網路保險服務應依據代理或業務合作之保險業網路保險服務事項之風險等級辦理身分確認程序，以及增列保險代理人公司及保經代公司等除應建立內部控制之作業程序外，並應符合資訊安全管理系統及個人資訊管理系統等規定。

國際經濟金融日誌

民國114年7月份

- 7日 △馬來西亞央行鑑於國內經濟雖仍然穩健、通膨溫和，惟外部環境不確定性可能影響成長展望，決議預防性降息，調降隔夜政策利率0.25個百分點至2.75%。
- 10日 △南韓央行（BoK）決議將官方基準利率（Base Rate）維持於2.50%不變，續為2022年8月以來新低，主要係考量通膨尚穩，經濟成長力道減緩，且貿易談判不確定性仍存，加以首都圈房市升溫及家庭債務續增，恐增添金融穩定風險。
- 14日 △新加坡本年第2季GDP年增率初估值為4.3%，高於第1季之4.1%，主因工業及服務業成長速度回升；GDP季增率初估值為1.4%，亦高於第1季之-0.5%。惟新加坡貿工部（MTI）警示，當前美國關稅政策尚未明朗，本年下半年全球經濟仍具高度不確定性，且下行風險亦高。
- 16日 △印尼央行因通膨持續走低且維持於目標區間（1.5%~3.5%），並為維護印尼盾穩定且符合經濟基本面，決議調降7天期附賣回利率0.25個百分點至5.25%。
- △中國大陸本年第2季經濟成長率為5.2%，低於第1季之5.4%，主因美國高額關稅開始實施，出口對經濟成長之貢獻大幅下降，加以消費動能趨緩所致。
- 23日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲發展展望」（Asian Development Outlook）報告指出，高額美國關稅和全球貿易不確定性將使開發中亞洲出口受挫，同時國內需求疲弱將抑制地區經濟成長，預測本年及明年成長率分別下調至4.7%及4.6%，通膨率則分別下調至2.0%及2.1%
- 24日 △歐洲央行（ECB）基於通膨率處於2%之中期目標水準，且最新資訊與先前對通膨前景之評估大致相符，決議維持隔夜存款利率、主要再融通操作利率與邊際放款利率於2.00%、2.15%及2.40%不變。資產購買計畫（APP）與因應疫情緊急購買計畫（PEPP）均已終止再投資，資產負債表規模將隨持有債券到期逐步下降。
- △南韓本年第2季實質GDP年增率初估值為0.5%，高於上季之0.0%，係上年第2季以來首度轉為升勢，且實質GDP季增率亦自-0.2%回升至0.6%，主因消費者支出回溫及強勁科技應用需求帶動半導體等出口，支撐內、外需成長力道。
- 29日 △IMF發布「世界經濟展望更新」（World Economic Outlook Update）報告指出，企

業為因應關稅政策而提前拉貨，加以美國平均有效關稅稅率低於4月初之水準，全球金融情勢亦轉趨寬鬆，迄今全球經濟表現仍具韌性，預測本年及明年成長率分別為3.0%及3.1%。

30日 △歐元區本年第2季經濟成長率初估值為1.4%，低於第1季之1.5%。主要成員國中，德國第2季經濟成長率為0.4%，高於第1季之0.2%；法國為0.7%，高於第1季之0.6%。

△美國聯邦公開市場委員會（FOMC）維持聯邦資金利率目標區間於4.25%~4.50%不變；惟本次會議有2位委員投票支持降息1碼。主席Jerome Powell表示，合理的基本情境係關稅對通膨之影響或為暫時性的，然亦有可能形成更持久的影響；Fed目前處於良好位置，且目前政策立場將有利於防範未來可能之通膨風險，未來將持續根據數據，評估是否調整政策立場。

△美國本年第2季GDP季增年率（Q/Q saar）初估值為3.0%，自第1季之-0.5%大幅回升，主因關稅政策導致之提前進口潮消退，以及民間消費加速成長；第2季GDP年增率則為2.0%，與第1季持平。

31日 △日本央行（BoJ）維持政策利率（無擔保隔夜拆款利率）於0.50%，連續4次會議維持利率不變。主因受美國關稅政策之影響，經濟與物價之不確定性仍高，需持續審慎觀察。植田總裁於會後記者會表示，若經濟與物價情勢改善，將維持升息之立場。

民國114年8月份

7日 △英國央行（BoE）宣布調降貨幣政策利率0.25個百分點至4.00%，主因潛在通膨放緩已有進展，且勞動市場疲軟；此結果係自1997年貨幣政策委員會（MPC）成立以來，首次需經兩輪投票方能達成決議。

12日 △澳洲央行決議將現金利率目標下調0.25個百分點至3.60%，為2023年4月以來最低水準，主因通膨持續放緩，就業狀況略微降溫，進一步寬鬆應屬適當。

13日 △泰國央行因美國貿易政策加劇結構性問題，使國內中小型企業更加脆弱，且整體通膨因供給面影響而持續低迷，故決議調降1天期附買回利率0.25個百分點至1.50%。

△新加坡本年第2季經濟成長率由初估值4.3%上修至4.4%，主因服務業成長率微幅

上修。

- 14日 △歐元區本年第2季經濟成長率初估值為1.4%：低於第1季之1.5%。主要成員國中，德國經濟成長率為0.4%，高於第1季之0.2%；法國為0.7%，高於第1季之0.6%。以上數據皆與前次初估值相同。
- 15日 △日本本年第2季經濟成長率(與上季比，換算成年率)初估值為1.0%，高於第1季之0.6%，主因輸出與企業設備投資均優於上季。
- 20日 △印尼央行因通膨持續走低且維持於目標區間（1.5%~3.5%），並為維護印尼盾穩定且符合經濟基本面，決議調降7天期附賣回利率0.25個百分點至5.00%。
- △紐西蘭央行決議調降官方現金利率0.25個百分點至3.00%，並指出近期通膨雖上升，惟高額對等關稅及不確定性將打擊經濟並降低通膨，降低利率將有助支撐經濟活動。
- 21日 △美歐就《互惠、公平與平衡貿易協定架構》（Framework on an Agreement on Reciprocal, Fair, and Balanced Trade）達成協議並發布聯合聲明，美國對大多數自歐盟進口商品關稅稅率為15%，包含汽車與零組件、半導體及藥品；美國對已課徵15%以上最惠國（Most Favoured Nation, MFN）關稅之項目，不再額外疊加徵收。歐盟自美國進口之工業品則為零關稅；歐盟向美採購7,500億美元能源、400億美元AI晶片，並承諾2028年前對美投資至少6,000億美元。美歐雙方將各自完成內部程序，力求儘快簽署並落實此一架構。
- 28日 △美國本年第2季經濟成長率（與上季比，換算成年率）由3.0%上修至3.3%，主要反映投資及消費上調，惟部分受政府支出下調及進口上調抵消。
- △南韓央行維持基準利率於2.50%不變，續為2022年8月以來新低，且係本年以來首度連2次維持利率不變，主因通膨續穩，經濟成長微幅回溫，惟展望仍面臨高度不確定性，首都圈房價與整體家庭債務情況尚須持續觀察，並應留意匯率波動加劇可能性。
- △菲律賓央行鑒於美國貿易政策持續衝擊全球經貿活動，影響該國經濟前景，決議調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至5.00%。

民國114年9月份

- 3日 △南韓第2季經濟成長率修正值為0.6%，自初估值上修0.1個百分點，且高於第1季之0.0%，主因財政激勵措施推升消費，且科技應用需求帶動半導體出口，民間消費及輸出年增率皆較上季回升；惟固定資本形成年增率自上年第2季以來持續負成長。
- 5日 △歐元區本年第2季經濟成長率由1.4%上修為1.5%，僅略低於第1季之修正值1.6%，主因企業為因應美國關稅而提前對美出口之效應猶存。主要成員國中，德國第2季經濟成長率為0.2%，較初估值0.4%下修0.2個百分點，持平於第1季；法國為0.8%，較初估值0.7%上修0.1個百分點，高於第1季之0.6%。
- 8日 △日本本年第2季經濟成長率（與上季比，換算成年率）由1.0%上修至2.2%，主因天氣酷熱致暑期開銷高於預期，支撐民間消費，民間消費季增年率由0.6%上修至1.6%。
- 11日 △歐洲央行（ECB）鑑於通膨率近於2%之中期目標水準，且對通膨前景之評估大致不變，決議維持隔夜存款利率、主要再融通操作利率與邊際放款利率於2.00%、2.15%及2.40%不變。資產購買計畫（APP）與因應疫情緊急購買計畫（PEPP）均已終止再投資，資產負債表規模將隨持有債券到期逐步下降。
- 17日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）決議下調0.25個百分點至4.00%~4.25%；9月會議利率預估點陣圖顯示，本年預期再降息0.50個百分點，惟明年僅預期降息0.25個百分點。Fed主席Jerome Powell於9月政策會議後記者會表示，本次降息或可視為「風險管理式降息」（risk management cut）；就業情勢之下行風險上升，而預期通膨將持續升溫，惟關稅成本傳導至物價之速度較慢且規模較小，持續性通膨出現之可能性較低。因此，Fed認為宜朝向更為中性之貨幣政策立場。
- △加拿大央行決議調降隔夜拆款利率目標0.25個百分點至2.50%，主因經濟疲軟且通膨上行風險較低。
- △印尼央行因通膨持續走低且維持於目標區間（1.5%~3.5%），並為維護印尼盾穩定且符合經濟基本面，決議調降7天期附賣回利率0.25個百分點至4.75%。
- 18日 △香港金融管理局決議調降基準利率0.25個百分點至至4.5%，主因香港採行與美元掛鉤的聯繫匯率制度，其基準利率與FOMC的政策利率同步變動。

- 19日 △日本央行（BoJ）維持政策利率（無擔保隔夜拆款利率）於0.50%不變，連續5次維持不變。植田總裁於會後記者會表示，若關稅之不確定性下降，經濟及物價情勢明顯改善，將維持升息之立場。此外，本次會議決議在市場上出售持有之指數股票型基金（ETF）與不動產投資信託基金（J-REIT）。ETF之出售速度將以帳面價值每年約3,300億日圓（市價每年約6,200 億日圓）為基準，J-REIT之出售速度則以帳面價值每年約50億日圓（市價每年約55億日圓）為基準。兩者之出售金額分別占市場成交金額比重僅約0.05%，儘量避免對市場穩定造成不利影響。
- 23日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD經濟展望」（OECD Economic Outlook）報告指出，本年上半年全球經濟成長較預期更具韌性，惟目前不確定性尚存，仍須尋求妥適平衡。
- 25日 △美國本年第2季經濟成長率（與上季比，換算成年率）由3.3%上修至3.8%，主要反映民間消費成長上修。

中央銀行出版品一覽

序號	統一編號	出版單位	刊名	出版週期	定價 (新臺幣) 每期	備註
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	圖書	190	
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	圖書	150	
3	12029870018	發行局	臺幣・新臺幣圖鑑	圖書	3,500	
4	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
5	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	年刊	300	
6	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	300	
7	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
8	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
9	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
10	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	圖書	400	
11	1009900973	金融業務檢查處	全球金融危機專輯（增訂版）	圖書	400	
12	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
13	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
14	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
15	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
16	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300	
17	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
18	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
19	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
20	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350	
21	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	
22	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能（92年版）	圖書	500	
23	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能（92年版）	圖書	600	精裝

24	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
25	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
26	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
27	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	圖書	600	
28	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯(2003年版)《中英對照本》	圖書	1,200	
29	1010203391	法務室	各國中央銀行法選輯(2013年版)(上冊)	圖書	1,200	
30	1010203393	法務室	各國中央銀行法選輯(2013年版)(下冊)	圖書	1,000	
31	1010802049	法務室	各國中央銀行法選輯(2019年版)(上冊)《中英對照本》	圖書	1,300	
32	1010802050	法務室	各國中央銀行法選輯(2019年版)(中冊)《中英對照本》	圖書	1,150	
33	1010802052	法務室	各國中央銀行法選輯(2019年版)(下冊)《中英對照本》	圖書	1,250	
34	1009801079	法務室	各國中央銀行法選譯(續編)	圖書	600	
35	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)《中英文對照》	圖書	1,200	
36	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹(88年12月)	圖書	贈閱	
37	12072890017	秘書處	認識中央銀行(89年12月)	圖書	贈閱	
38	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻(90年12月)	圖書	贈閱	
39	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan) (2003/6)	圖書	贈閱	
40	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
41	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台60週年歷年印製鈔券圖輯	圖書	1,200	
42	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	
43	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑92年至98年	圖書	600	
44	1010600376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑98年至105年	圖書	600	
45	1011100910	經濟研究處	中央銀行臉書貼文系列專書I	圖書	350	
46	1011200182	經濟研究處	中央銀行臉書貼文系列專書II	圖書	500	
47	1011200003	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑105年至112年	圖書	600	



中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第5-64號信箱

專線電話：02-2357-1870

傳真號碼：02-2357-1981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第16-1號信箱

專線電話：02-2215-7011

傳真號碼：02-2214-2636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第224號信箱

專線電話：03-3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03-3291412



中央銀行季刊（第47卷第3期）

發行人：楊金龍
主編：曹體仁
編輯委員：陳裴紋 葉盛 游淑雅 廖俊男 劉淑敏
蔡美芬 張天惠 許碧純 吳俊毅 林依伶
行政編輯：楊健業
發行所：中央銀行
地址：10066台北市羅斯福路1段2號
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw>
電話：(02) 2357-1526
電子出版品電話：(02) 2357-1714
出版年月：中華民國 114 年 9 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

物流中心／地址：406台中市北屯區軍福七路600號

電話：(04) 2437-8010 傳真：(04) 2437-7010

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02) 2518-0207 傳真：(02) 2518-0778

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

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