

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第 47 卷 第 4 期

中央銀行 編印

中華民國 114 年 12 月

中央銀行季刊

第47卷 第4期

中央銀行 編印

中華民國 114 年 12 月

中央銀行季刊

目錄 第47卷 第4期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
支付的數位化創新與央行扮演的角色	楊 金 龍	5

論著與分析

評估 2020 年以來我國相關健全房市措施的政策效果	楊子霆、張 翔	15
以菲利浦曲線評估台灣通膨風險 (IaR)	蔡 釗 旻	49

經濟金融動態

國內經濟金融情勢 (民國114年第3季)		
總體經濟	國 內 經 濟 科	83
國際收支	國 際 收 支 科	93
貨幣與信用	金 融 統 計 科	101
金融市場	金 融 統 計 科	109
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢 (民國114年第3季)	國 際 經 濟 科	131

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌 (民國114年10月至12月)	國 內 經 濟 科	151
國際經濟金融日誌 (民國114年10月至12月)	國 際 經 濟 科	155

中央銀行理監事聯席會議決議

(114年12月18日發布)

一、國際經濟金融情勢

本(2025)年9月本行理事會會議以來，伴隨人工智慧(AI)等新興科技應用發展，全球製造業景氣續呈擴張，全球經濟溫和成長；近月國際原油價格下跌，全球通膨持續降溫。

9月以來，主要央行貨幣政策步調不一；美國聯邦準備體系(Fed)持續降息；歐洲央行(ECB)暫停降息；日本央行(BoJ)仍未重啟升息；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，以及對AI產業鏈股價有高估之疑慮，增添國際金融市場波動。

展望未來，主要經濟體擴大對新興科技投資並採擴張性財政政策，惟隨美國關稅措施可能抑制全球貿易成長動能，國際機構預期明(2026)年全球經濟成長率略低於本年；全球通膨率則續降。AI產業鏈前景、美國經貿政策後續發展、中國大陸經濟成長動能放緩、主要央行貨幣政策動向，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。

二、國內經濟金融情勢

(一) 本年前3季經濟成長7.18%，優於預

期。近月，續受惠AI等新興科技應用需求強勁，出口大幅成長，民間投資亦續增加，加以民間消費動能回升；本行預測本年經濟成長率為7.31%(主要機構預測值詳附表1)。勞動市場方面，近月就業人數增加，失業率回降，薪資溫和成長。展望明年，新興科技應用需求持續擴展，惟國際機構預期明年全球貿易量成長放緩，且台灣出口及民間投資因基期較高，成長動能將趨溫和，而民間消費可望增溫；本行預測明年經濟仍穩健成長3.67%。

(二) 本年9月以來，部分商品減、免徵貨物稅，加以蔬果等食物類價格趨穩，消費者物價指數(CPI)年增率趨降；1至11月平均CPI年增率為1.69%，核心CPI年增率則為1.64%。本行預測本年CPI與核心CPI年增率分別為1.66%、1.65%(主要機構預測值詳附表2)，低於上(2024)年之2.18%、1.88%。

至於明年，國際機構預期油價低於本年，加以部分商品貨物稅減、免徵降價效果持續，以及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年增率均為1.63%。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趨勢。

(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9至11月銀行體系超額準備平均為450餘億元；1至11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4.50%、6.70%。

三、本行理事一致同意維持政策利率不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量明年國內通膨展望溫和，且將續低於2%，以及預期明年國內經濟成長力道尚屬穩健。為審慎因應全球經濟金融前景之不確定性，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AI產業鏈發展、美國經貿政策衝擊、中國大陸經濟成長動能放緩風險、主要經濟體貨幣政策調整步調，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)之不動產貸款總量目標，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11月底之36.70%；全體銀行不動產貸款餘額、購置住宅貸款餘額及建築貸款餘額年增率呈下降趨勢，至本年11月底分別為3.79%、4.81%及0.68%。

考量近一年來，本行請銀行自主管理不動產貸款總量目標，銀行多已落實執行，且上述不動產貸款相關指標均有改善，爰明年起銀行不動產貸款總量回歸由各銀行內部控管；惟須按月向本行報送相關資料，本行並將持續辦理專案金檢，以利本行掌握不動產貸款辦理情形，以及督促銀行落實本行選擇性信用管制措施，期引導信用資源持續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。

本行仍將滾動檢討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(2025/12/18)	7.31	3.67
	台大國泰(2025/12/15)	7.40	3.00
	主計總處(2025/11/28)	7.37	3.54
	台經院(2025/11/6)	5.94	2.60
國外機構	Citi (2025/12/16)	6.10	2.70
	Goldman Sachs (2025/12/16)	7.19	3.08
	S&P Global Market Intelligence (2025/12/15)	6.83	2.74
	Barclays Capital (2025/12/12)	6.20	1.90
	BofA Merrill Lynch (2025/12/12)	7.00	4.50
	J.P. Morgan (2025/12/12)	7.20	4.50
	Morgan Stanley (2025/12/12)	6.60	4.00
	Nomura (2025/12/11)	7.10	4.40
平均值		6.85	3.39

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(2025/12/18)	1.66 (CPI) 1.65 (核心CPI*)	1.63 (CPI) 1.63 (核心CPI*)
	台大國泰(2025/12/15)	1.70	1.60
	主計總處(2025/11/28)	1.67	1.61
	台經院(2025/11/6)	1.70	1.66
國外機構	Citi (2025/12/16)	1.70	1.70
	Goldman Sachs (2025/12/16)	1.60	1.00
	S&P Global Market Intelligence (2025/12/15)	1.66	1.52
	Barclays Capital (2025/12/12)	1.70	1.70
	BofA Merrill Lynch (2025/12/12)	1.60	1.30
	J.P. Morgan (2025/12/12)	1.70	1.60
	Morgan Stanley (2025/12/12)	1.90	1.70
	Nomura (2025/12/11)	1.70	1.60
平均值		1.69	1.55

* 核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

支付的數位化創新與央行扮演的角色*

楊金龍**

財金公司林董事長、金管會莊副主委、各位金融界先進、各位貴賓，大家早安！

很榮幸獲邀參加財金公司本年度的金融資訊系統年會。在財金公司用心規劃下，金融同業得以利用這個年會當作交流平台，彼此交換對「支付創新、安全韌性」這個年會主題的看法。

呼應年會的主題，本人的專題演講將以如何建立具有信任制度的支付創新為核心，先從支付創新的信任基礎談起，然後依此基礎談論支付創新發展路徑；包括備受大家關注的代幣化(Tokenization)金融基礎設施，以及穩定幣(Stablecoin)相關議題，以確保在支付與金融領域的創新，仍能維護貨幣體系的基石「信任、穩定與主權」。

一、中央銀行貨幣為推動支付創新的信任基礎

(一) 支付創新有賴貨幣單一性與制度性安排

支付創新須在健全的貨幣體系應用與發展，而央行貨幣(Central Bank Money)在貨幣

體系中扮演著關鍵角色。央行貨幣除具有交易媒介、儲存價值及記帳單位這三項貨幣基本功能外，還有促進經濟及金融穩健發展的三個支柱：1.貨幣單一性(Singleness)：指央行貨幣可讓所有形式的貨幣，皆與央行貨幣以面值(如1:1)互換，確保價值穩定並能在不同體系互通使用；2.彈性(Elasticity)：貨幣供給可因應市場流動性的需求，隨時調節；3.完整性(Integrity)：具備防制非法用途的能力，包括防範偽造或反洗錢、反資恐等機制。

此外，支付創新也須依賴可信任的制度性安排，包括央行對商業銀行、商業銀行對客戶的雙層(Two-Tier)運作架構中所制定的規範或處理程序，例如審慎監理、法定準備金、存款保險、清算機制及央行作為最後貸款者(Last Resort)等制度設計^{註1}。

簡言之，央行貨幣具有國家保證，沒有信用風險及流動性風險。加上央行依法須維持幣值穩定，以維護貨幣單一性，它不僅是貨幣體系的定錨(Anchor)，也是最佳的清算資產(Settlement Asset)，提供商業銀行用存

* 楊總裁出席財金公司114年度金融資訊系統年會專題演講。

** 中央銀行總裁。

放在央行的準備金，辦理跨行資金撥付與清算，並讓客戶可在商業銀行間自由調度其存款，也可自其存款隨時提領現金或進行轉帳與消費，同時，支援銀行提供多元、便利、安全及創新的服務。

(二) 以央行貨幣為基礎催化支付發展與創新

隨著經濟與科技的發展，支付方式也不斷演進。早期銀行體系提供的支付服務，是透過臨櫃方式辦理；其後隨科技發展，ATM、網路銀行轉帳，以及卡式支付、行動支付等蓬勃發展，形成當今多元且便利的支付體系。

無論科技如何演進，建立貨幣體系信任基礎的本質，都不會改變；因此未來的支付創新仍須由央行貨幣提供信任基礎，並作為清算資產，以確保公私協力的最佳發展。

二、檢視支付創新的發展路徑

(一) 支付體系與貨幣體系的創新密不可分

隨著數位時代的發展，支付服務已不再只由銀行等傳統金融機構提供，非銀行機構的加入，以及科技的創新與貨幣型態的數位化等，均使支付市場的發展更加多元。

然而，無論支付服務的技術如何演變，最終要形成安全、效率且健全的支付體系，營造韌性的創新環境，央行所扮演的角色，以及由央行、商業銀行與非銀行支付機構等

所維持雙層貨幣體系的運作架構，仍然至關重要。

(二) 持續推動雙體系並行發展的路徑

為建構完整的支付清算體系，我國在2004年至2008年間，由本行建置營運即時總額清算系統(RTGS)，陸續連結債、票券、股票等結算交割系統等，以及串聯財金公司跨行金融資訊系統(簡稱財金系統)、聯卡中心結算系統與票據交換結算系統等，提供最終清算服務^{註2}。目前，本行RTGS連結財金公司系統之運作，提供大眾各項多元、即時、24小時、全年無休的各項零售支付服務，包括轉帳、繳稅、繳費及購物等^{註3}，有助於促進普惠金融^{註4}。

為持續精進我國支付與貨幣體系，本行以雙體系並行路徑發展，一方面優化現行支付體系，另一方面穩步推進CBDC發展計畫，以期建構未來新型金融基礎設施，符合數位政策目標及大眾支付需求。

三、以央行貨幣支援現行支付體系的優化

(一) 發展TWQR支付推動普惠金融

為解決市面上各種無法互通的QR Code支付規格，造成民眾消費支付的不便，2021年財金公司開始建置「電子支付跨機構共用平台」，並以「TWQR」作為台灣共通支付標準，藉此串連金融機構與電子支付機構，建立國內TWQR生態體系，便利大眾日常支

付。自TWQR推動以來，交易量逐年成長，顯具成效。

(二) 提升外幣結算平台訊息規格與國際接軌

為提升境內之外幣支付效率，2013年本行督促財金公司及清算銀行共建外幣結算平台，提供美元、歐元、日圓、人民幣及澳幣等5種外幣的境內清算^{註5}，讓台灣境內的外幣支付交易，直接在國內銀行完成收付，無須再繞道境外清算中心處理^{註6}，降低匯款時間及成本。此外，外幣結算平台也提供外幣債票券的DVP或兩種不同外幣間的PVP服務，降低交割風險，提升交割效率。

在全球跨境支付方面，目前主要透過SWIFT系統進行，其間涉及許多中介機構之處理，致成本高、效率較低^{註7}。SWIFT是國際資金訊息傳輸的關鍵樞紐，為提升跨境匯款效率，強化洗錢防制監測能力，自2019年起，SWIFT要求參加機構遵循ISO20022國際標準，轉換電文格式^{註8}，讓跨境支付訊息更具結構性與一致性，以降低訊息錯誤或處理延遲等問題之發生。

財金公司的外幣結算平台自2021年6月起導入ISO20022國際標準，至今已有72家參加機構完成，有助提升資訊互通，與國際接軌。

(三) 穩步推展跨境支付雙向互通

過去，傳統的國際消費支付需要逐一串接國外結算系統或國際組織；隨著非銀行支

付業者市場的崛起，財金公司得以TWQR主動與其他國家如日本、韓國及新加坡等行動支付業者合作，促進雙向購物支付的發展。

另一方面，為使跨境支付更快、更便宜、更透明及更具包容性，G20國家領袖於2020年核准加速跨境支付路線圖^{註9}。其中在支付系統的互通性方面，國際清算銀行(BIS)認為，各國的快捷支付系統(FPS)互連可能是未來3年內較可行的改善跨境支付方案，因此列為優先推動項目，希望各國FPS採用一致的數據交換與通訊標準。我國財金系統即是FPS，對此，本行持續參與國際金融組織如BIS、CPMI^{註10}等相關會議之交流，並督促財金公司優化現行FPS，為未來接軌國際做好準備。

四、以央行貨幣支持代幣化支付創新

(一) 代幣化支付體系仍須以CBDC為基礎

近來DLT、區塊鏈等代幣化技術興起，結合智能合約(Smart Contract)等創新應用，衍生出許多不同的虛擬資產，並帶動現實世界資產(RWA)代幣化^{註11}的發展；它標榜可提供全天候跨境及跨時區的交易服務，並具有降低投資門檻、提高流動性與透明度等潛在優勢，其交易量在全球持續成長。

BIS認為^{註12}，資產代幣世界仍需要健全的貨幣體系，支援其交易及結、清算作業，因此近來新型的代幣化貨幣如央行數位貨幣(CBDC)、存款代幣(Deposit Token)、穩定幣

等相繼出現^{註13}。

然而，即使存款代幣及穩定幣等私部門貨幣可能在代幣化世界的貨幣體系中扮演重要角色，但最終仍需以CBDC作為清算資產，才能支援存款代幣及穩定幣的發展。

CBDC可分為零售型CBDC與批發型CBDC兩類。零售型CBDC是數位形式的現金，供大眾日常交易使用；批發型CBDC則為代幣化的央行準備金，用來處理金融機構間存款代幣的移轉或其他代幣資產的清算，而這也是本行推動CBDC前瞻計畫的主要考量。

(二) 規劃建立零售型CBDC的數位金流平台

2022年6月，本行與外部技術團隊及參與銀行協作，進行零售型CBDC試驗計畫，並建置「CBDC雛型平台」，平台提供發行CBDC、以CBDC轉帳、消費，及支援數位券支付等功能^{註14}。由於我國目前支付工具多元便利，尚無發行零售型CBDC的急迫性；因此委由財金公司以「CBDC雛型平台」為基礎，建置「數位公共建設金流平台」(簡稱數位金流平台)，先以支援數位券支付功能^{註15}為試作項目，藉此驗證平台的技術可行性與高承載量能。

數位金流平台已於本(2025)年8月起，正式啟動客委會客家幣發放專案，至今運作順暢；本年11月，又協作普發現金1萬元，有效整合金融體系及相關部會資源，確保系統負載效能^{註16}、穩定性與安全性的運作無虞，

將來仍可永續支援數位券或現金等發放政策。

(三) 規劃建構未來批發型CBDC之代幣化金融基礎設施

因應RWA代幣的發展，BIS最新調查顯示^{註17}，全球多數央行已投入批發型CBDC相關工作。

1. 以批發型CBDC促進跨境支付的發展

如前所說，現行跨境支付依賴代理銀行模式，涉及一系列的帳戶更新與訊息交換，導致匯款速度較慢、匯費較高。BIS創新中心與主要國家央行啟動試驗專案如「Agorá計畫」^{註18}，測試運用代幣化技術促進跨境支付的可行性，該項計畫是在可程式化平台上實施代理銀行模式，探索將銀行存款代幣與批發型CBDC整合運作，並利用智能合約以提升跨境支付效率，目前尚在建構原型平台(Prototype)階段。

值得注意的是，儘管CBDC可能是促進跨境支付的方案之一，但也具有其他許多挑戰，包括技術、法規、政策及治理等議題；本行會持續關注國際間的發展情形，積極參與國際相關會議之交流，確保未來發展與國際同步。

2. 以批發型CBDC作為代幣化資產的清算工具

BIS認為，未來代幣化金融體系仍需要代幣化的央行準備金、代幣化的商業銀行存款及代幣化的公債為關鍵要素。這些資產代

幣整合在同一可程式化平台完成DVP交割，甚至完成不同外幣代幣間的PVP交割，構成聯合帳本(Unified Ledger)^{註19}的概念，發揮代幣化的技術優勢與效益。

為驗證上述BIS的Unified Ledger觀點，本行於2024年協同財金公司及參與銀行，以公私協力方式建置「代幣化金流試驗平台」，完成以批發型CBDC支援資產代幣之技術可行性試驗；現正與第三方機構集保結算所合作介接，以公司債代幣為標的，試驗款券於同一平台完成DVP交割的可行性^{註20}，藉此解決代幣化平台碎片化問題，建構未來的代幣化金融基礎設施。

四、穩定幣相關議題

(一) 穩定幣的發展仍須依賴央行貨幣為定錨

穩定幣算是代幣化資產的一種，發展的歷程可追溯至2009年比特幣(bitcoin)系統的誕生。比特幣最初被認為是貨幣，但其價格波動性太大，易被炒作的特性，無法滿足貨幣的三項完整功能；因此，多數國家均認為比特幣屬風險性商品或資產。隨著各種類似比特幣的虛擬資產不斷出現，虛擬市場需要價格穩定的交易媒介，因而發展出穩定幣。

穩定幣類型中以法幣價值擔保的穩定幣具有支付潛力，因這類穩定幣通常是以1:1的比率與法定貨幣掛鉤，如USDT^{註21}、USDC^{註22}，這兩種美元穩定幣佔所有穩定幣市值之

比重高達8成以上。由於穩定幣價格相對穩定，使其成為虛擬市場中的重要避險工具，例如在比特幣等虛擬資產價格波動大的情況下，用戶可以將其轉換為穩定幣，降低風險；這也是為何穩定幣在整個虛擬資產市場中的市值不到10%，但其在虛擬資產交易中的佔比卻達到80%的原因。

國際普遍流通的穩定幣如USDT等，迄今尚未納管，它是採匿名制，可快速自由流通、成本低並提供24小時服務；尤其是在跨境支付方面具有競爭力；另一方面，它也有風險，如發行人會因市場壓力事件，導致穩定幣交換價值偏離面值，無法保障消費者權益；還有，市場上詐欺、洗錢等非法活動頻傳，穩定幣容易被用作洗錢、詐騙之工具。未來穩定幣發行人及相關業者如被納管，須遵守反洗錢、反資恐、KYC、資安及消費者保護等規範，是否還能如現行提供快速自由流通、便宜的服務，也是市場關心的問題。

目前，在部分新興國家^{註23}，除高通膨國家的居民會將當地貨幣轉為美元穩定幣，充作美元使用並維持購買力外，其他用途也包括國際匯款、商業活動及支付薪資等。然而，儘管穩定幣已逐漸擴及實體經濟之支付，但在全球每月實際用於支付金額僅約100億美元，仍較現行支付工具如Visa(1.3兆美元)或PayPal(1,400億美元)為低。

此外，BIS認為^{註24}，穩定幣不符合下列三項貨幣測試標準，難以成為貨幣體系的支

柱：

1. 貨幣單一性：如前所述，係指不同機構發行之貨幣，皆能以等值面額支付及清算。但是，穩定幣於次級市場之價格可能偏離面值，而且不同穩定幣可能因準備資產、發行人信用等差異會有折價或溢價的情況。由於各種穩定幣的價格穩定性不足，且發行的私部門多註冊在未有妥適監管的地區，因此有學者認為無異是「野貓銀行」時代的翻版^{註25}。

2. 彈性：指發行機構可依經濟體的支付需求，靈活調節資金供給能力。然而，穩定幣是採100%準備的發行方式，如要增加供給，需要用戶提前支付法幣才能發行，發行人無法自行創造供給。

3. 完整性：是指防止金融犯罪與非法活動之能力。目前穩定幣屬不記名工具，自由跨境流通、出入不同交易所及自我託管錢包，在「認識你的客戶」(KYC)的合規上存在漏洞，誠信不足。

根據上述三項貨幣的測試標準，顯示當前的雙層貨幣體系，仍是未來代幣化貨幣體系的最適模式；亦即，仍須以央行發行的CBDC為定錨，支援不同私部門貨幣間的互通性及安全性。

(二) 主要國家監管作法及規範重點

由於穩定幣價值不穩定，目前運作模式也無法保障消費者權益，加以可能被用於詐欺、洗錢等非法活動工具，因此，全球主要

國家如美、歐、日、新加坡等陸續制定監管規範，要求業者建立合規機制及處理程序，以符合法遵要求。

主要國家對穩定幣的監管作法主要分為三種：1.訂定穩定幣專法，如美國訂定GENIUS法案，規範支付型穩定幣之初級市場發行規範^{註26}；2.訂定虛擬資產專法，如歐盟以MiCA規範虛擬資產(含穩定幣)之初級市場發行及次級市場交易等規範；3.修訂現有法規，如新加坡、日本均修訂支付服務法，主要將穩定幣界定為支付工具納管。

我國對穩定幣的監管作法與歐盟相似，金管會研擬「虛擬資產服務法」草案，作為虛擬資產初級市場發行及次級市場交易的監管專法，其中包含穩定幣相關條文。

(三) 本行關注事項

穩定幣具有支付及交易媒介功能，本行關注其所涉及消費者保護、對銀行業務影響、跨境支付及貨幣供給等議題，逐項說明如下。

1. 消費者權益之保護

為保障消費者權益，我國現行電子支付收受儲值款項，除應計提準備金外，其餘須100%信託；目前信託資產都為高安全性及流動性之資產，如定期存款、活期存款及短期債券等。穩定幣類似我國電子支付代幣化，因此穩定幣將比照電子支付，發行人將發行穩定幣所收取的法幣，須用於1.配置準備資產；2.準備資產價值須大於或等於其發

行的穩定幣金額；3.準備資產應包括準備金及其他高安全性、高流動性資產，以增加市場信心並防範擠兌，保障用戶可依面值贖回法幣。

此外，歐洲央行(ECB)指出^{註27}，儘管部分國家已逐漸形成穩定幣的監管制度，但若某一發行人同時在受監管及未受監管市場發行同一種穩定幣，用戶將偏好向受監管地區的發行人請求全額贖回，這樣將導致發行人在受監管市場所持有的準備資產，不足以應付全球用戶的贖回需求，導致穩定幣持有人在擠兌時面臨更高風險；因此，跨國間的監理協調亦至關重要。

2. 對銀行業務之影響

若穩定幣發行人或虛擬資產服務商(VASP)可就穩定幣支付利息或收益，將來規模擴大，將造成銀行存款流失，影響銀行的金融中介功能，尤其當VASP還可做借貸業務，將衝擊銀行存、放款業務。有鑑於此，歐盟及美國均對穩定幣不得付息訂有相關規範。

歐盟MiCA規定，發行人及類似VASP機構不得對穩定幣持有人在持有期間支付利息，包括相關的報酬或其他收益；這些規範除為避免衝擊銀行中介功能外，主要是在填補穩定幣發行可能形成的監管漏洞，避免發行人或VASP扮演「影子銀行」(Shadow Banking)角色，防範風險外溢。

美國GENIUS法案亦明定，支付型穩定

幣發行人^{註28}不得僅因持有、使用或保留該支付型穩定幣，而向持有人支付任何形式的利息或收益；至於次級市場VASP交易部分，美國則另定於清晰法案(Digital Asset Market Clarity Act，簡稱Clarity Act)。目前該法案尚在審議中，內容尚不明確；惟美國銀行公會已指出^{註29}，類似VASP機構不應對穩定幣持有人支付任何形式的利息或收益，若未禁止，GENIUS法案的規範效果恐被削弱，資金可能從銀行存款轉向穩定幣，造成存款流失，導致銀行體系貸放成本上升。

3. 涉及跨境支付之外匯管理

由於全球跨境支付仍以美元為主，隨著美國GENIUS法案通過，將促使美元穩定幣成為跨境支付工具之一；受影響的國家主要是面臨高通膨或嚴格資本管制的開發中國家；因民眾或企業可能傾向使用美元穩定幣代替本國貨幣，而形成類似美元化情形。

我國物價與幣值相對穩定，經濟亦穩健成長，並無此問題；惟若我國民眾或企業以美元穩定幣作為跨境支付工具，將以新台幣或外幣買賣美元穩定幣，涉及外匯作業事項，須符合國際收支統計及外匯申報等相關規定。

4. 對貨幣供給的影響

大眾購買穩定幣後，發行人需將所收取之資金，用以購買準備資產，例如購置貨幣市場基金或以存款形式回存金融體系；換言之，穩定幣之發行僅形成市場資金的重新分

配，傳統金融體系的廣義貨幣供給M2大致不變。

即便如此，未來金融體系如需流動性的提供，本行仍可透過公開市場操作隨時挹注資金，不致影響我國貨幣政策傳遞機制。

(四) 穩定幣在國內發展空間

有關國內美元穩定幣的發展，從川普政府推出GENIUS法案來看，美國將支付型穩定幣發行納管，目的在推動美元穩定幣市場發展，其規範非美國境內的發行人，所發行的支付型穩定幣不得於美國境內公開發行或交易，除非該發行商具備技術能力，並承諾遵守美國的法令規定，才會獲得許可。因此，台灣業者發行美元穩定幣，如欲於美國境內使用，將同時受台灣法規及美國GENIUS法案管轄，法遵更為嚴格。目前虛擬市場仍以境外機構發行的美元穩定幣(如USDT、USDC)為主流，一般民眾可能更偏好持有這些美元穩定幣。

至於新台幣穩定幣，我國支付體系完整，國內已有多元支付工具，如信用卡、金融卡、銀行存款及電子支付等，已可即時支付，且收費低廉。新台幣穩定幣雖可作為實體經濟支付工具之一，但它跟電子支付一樣，都是Pay Before；你還沒有消費前就要把錢先存進去，與金融卡是Pay Now、信用卡是Pay After，有所不同。現在消費者也都精打細算，到底要不要將穩定幣用在實體經濟世

界當作支付工具，還要看消費端的需求。此外，目前以新台幣計價的虛擬資產並不多，且以新台幣計價的RWA代幣僅零星個案，所以新台幣穩定幣的未來發展，還須視其他虛擬資產或RWA代幣實際發展情形而定。

穩定幣作為新興的金融工具，雖然有其發展潛力，但同時也面臨監管和市場風險的挑戰。對於我國而言，穩定幣的發展將取決於市場需求、法規框架以及技術的進步。新台幣穩定幣未來可能還是在虛擬資產與RWA代幣化這些領域發展；發展空間還是要看這些代幣化資產的實際應用情況而定；後續在法規方面，主管機關金管會也會持續洽商本行，並與涉及洗錢防制與防範詐欺的相關部會，共同研定。

五、結語

綜上所說，因應數位時代的發展，支付工具不斷推陳出新。未來，本行仍將持續推動支付發展與創新，而發展模式仍應離不開公私協力雙層架構，由央行提供信任基礎及清算資產，並由商業銀行及其他民營機構負責創新並提供客戶端服務。因此，本行仍將持續與金管會、財金公司、金融機構及其他相關機構或部門合作推動，共同打造未來數位藍圖，共享創新、安全與韌性的成果。

以上內容，還請各位先進不吝賜教。最後，再次感謝財金公司的邀請，敬祝大家身體健康、萬事如意！謝謝大家！

附 註

- (註1) 電子支付機構須受「電子支付管理條例」監管，以確保經營與業務之健全，且負有兌償等值法定貨幣的責任，並提供轉帳及消費等功能。
- (註2) 2024年營運量達新臺幣582兆元，為當年度GDP的23倍。
- (註3) 2024年營運量新臺幣311兆元。
- (註4) 例如我國20歲以上人口擁有金融帳戶的比率達93.3%，高於全球平均之76.2%；使用電子支付人口比率為81.6%，也高於全球平均之64%。
- (註5) 2023年營運量達2兆多美元。
- (註6) 以往境內美元交易需繞道美國紐約的銀行清算，因時差關係，款項收付時間差12小時。例如國內A要付給國內B美元交易，需繞道美國紐約的銀行清算。
- (註7) SWIFT僅負責傳輸訊息，需要待收款銀行(beneficiary bank)營業時才能實際付款(尤其涉及跨時區時)。
- (註8) 由MT轉為MX格式。MT為早期之文字型電文，欄位不具結構化，資訊表達受限；MX採用XML 架構，可承載更豐富且清晰的交易資料。透過MX格式，金融機構可自動化處理合規檢查，降低錯誤風險，並能更有效支援新興科技與支付生態系整合。
- (註9) G20希望能在2027年就跨境支付、零售支付及匯款完成四大目標，分別為1.提升效率；2.提高覆蓋率；3.提升資訊透明度；4.降低成本。
- (註10) CPMI：支付及市場基礎設施委員會。
- (註11) 係連結實有資產所衍生的經濟價值或權利至區塊鏈上之代幣，並於鏈上進行交易，串連實體經濟與虛擬市場。有關現實世界資產(Real World Asset, RWA)代幣化相關介紹及討論可參見中央銀行(2023)，「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS的觀點」，央行理監事會後記者會參考資料，12月14日。
- (註12) BIS (2025), “The Next-Generation Monetary and Financial System,” *BIS Annual Economic Report*, 77–113.
- (註13) 代幣化貨幣亦屬代幣化資產的一種，因此與代幣化資產具有相同的技術優勢，包括可提供全天候、跨境及跨時區的交易服務，並具有可程式化特性，透過智能合約自動執行交易，使交易各方可在特定條件下直接啟動並完成交易。
- (註14) 本項試驗成果之展示影片已公布於本行官網(連結網址：<https://youtu.be/hwzawLq0UOA>)。
- (註15) 數位券支付功能包括：1.支援款券合用；2.同一個錢包內可存放多種不同的數位券；3.商家收到數位券，最快隔天就可自動入帳。
- (註16) 依財金公司提供數據，平台系統可支持20萬人同時線上登記，每秒處理量能約2,505筆。
- (註17) Anamaria Illes, Anneke Kosse (2025), “Advancing in tandem - results of the 2024 BIS survey on central bank digital currencies and crypto,” BIS Papers, No.159.
- (註18) 由BIS與國際金融協會(Institute of International Finance)共同發起，日、韓、美、墨、英、法、瑞等7國央行及相關商業銀行共同參與。
- (註19) 聯合帳本的架構選擇，可視為一個連續光譜(continuum)，從極端的單一共享帳本到多個帳本透過跨鏈橋連接，設計時需在可程式化的便利性與不同帳本的治理需求間取得平衡。
- (註20) 本階段係測試以批發型CBDC支援存款代幣、集保交割代幣及公司債代幣之可行性。具體而言，集保結算所於代幣化金流試驗平台開立「統倉帳戶」，提供金融機構存入批發型CBDC，並由集保代幣化試驗平台將批發型CBDC以1:1兌換成集保交割代幣；其中，批發型CBDC係以跨鏈橋技術兌換成集保交割代幣，藉此在未來其他機構接入平台時，得以確保安全性。

(註21) USDT由Tether公司於2014年發行。

(註22) USDC由Circle公司於2018年發行。

(註23) Visa於2024年5月29日至2024年6月13日期間，對巴西、土耳其、奈及利亞、印度及印尼等五國進行調查，每國受訪500名過去12個月內使用過虛擬資產的成人。Visa (2024), “Stablecoins: The Emerging Market Story,” Sep。

(註24) BIS (2025), “The Next-Generation Monetary and Financial System,” BIS Annual Economic Report, 77–113.

(註25) 詳Gorton Gary B. and Jeffery Y. Zhang(2021), "Taming Wildcat Stablecoins," University of Chicago Law Review, Vol. 90, Sep. 30.。美國1830~1860年代曾發生「野貓銀行」(wildcat banking)亂象，直到美國通過國家銀行法(National Bank Act)，於1913年成立美國聯邦準備體系(Fed)，由Fed獨占貨幣發行權，才解決貨幣體系的亂象。

(註26) 另有關虛擬資產(包括穩定幣)之次級市場業務則規劃以Clarity法案監管，該法案草案在本年7月17日於眾議院通過，9月18日送交參議院審議中。

(註27) Senne Aerts, Claudia Lambert and Elisa Reinhold, “Stablecoins on The Rise: Still Small in The Euro Area, but Spillover Risks Loom,” *ECB Financial Stability Review*, Nov.

(註28) 美國GENIUS法案係規範支付型穩定幣發行人，另類似VASP機構規劃以Clarity法案監管。

(註29) BPI Staff (2025), “Closing the Payment of Interest Loophole for Stablecoins,” Aug. 12.

評估2020年以來我國相關健全房市措施的政策效果*

楊子霆、張翔**

摘 要

本文評估自2020年以來我國健全房市措施之政策效果，聚焦中央銀行多波選擇性信用管制與2023年青年安心成家購屋優惠貸款精進方案(新青安貸款)。研究採用2018–2023年聯徵中心房貸資料，運用差異中差異法(DID)與Shift-Share設計估計政策影響。選擇性信用管制方面，本文分析2020年12月針對第三戶房貸、2021年9月針對特定地區第二戶房貸無寬限期，以及2023年6月進一步降低特定地區第二戶貸款成數上限等三波政策。實證結果顯示，第一波政策使第三戶房貸成數降低約8.7個百分點、新增房貸金額下降21-22%、房屋購買價格與單價分別下降6%及8%，有效抑制高槓桿借款。第三波無寬限期政策透過提高還款壓力，使新增房貸金額下降4-5%、房屋購買單價大幅下降17%。整體而言，信用管制有效影響目標對象之借貸行為與購屋選擇，惟對整體房貸市場影響相對有限，主因受管制之第二戶以上房貸僅占市場約20%。最後，2023年8月實施的新青安貸款透過提高貸款額度至1,000萬元、延長年限至40年、提供優惠利率等措施，顯著增加受影響的借貸者之新增房貸金額，並大幅提高其購買房屋的價格，對整體房市具明顯刺激效果。根據研究結果，我們建議未來政策設計應兼顧金融穩定與住房可負擔性，並可考慮採用無寬限期等市場化工具，以及適度針對有房者新增第一戶房貸進行調控，以擴大政策影響範圍。

關鍵詞：選擇性信用管制、新青安貸款、差異中差異、房價、貸款成數

JEL分類代號：G28, G51

* 作者感謝評論人政大財政系羅教授光達、成大經濟系林副教授姿妤，以及感謝中央銀行吳局長懿娟、曹處長體仁、廖行委俊男、劉研究員淑敏、蔡研究員曜如、吳專員宗錠及其他經濟研究處與業務局同仁給予之寶貴意見，並感謝黃信閔協助聯絡事宜及研究助理于凱翔於本研究過程中的協助，亦感謝聯徵中心張皓然、廖元鼎，以及其他聯徵中心同仁在資料處理上的協助。本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

** 楊子霆為中央研究院經濟研究所副研究員，張翔為台灣大學經濟學系博士候選人。

壹、前言

2020 年以來全球房屋價格多呈上升趨勢，引發許多關注。據國際清算銀行 (BIS) 於 2021 年 5 月公布的全球住宅價格指數顯示，2020 年第四季全球實質房價年增率達到 4%，其中先進經濟體上升近 7%、新興市場經濟體則上升 2%。我國房價自 2020 年起便一路上揚，至今已經成長逾四成^{註1}。尤其這兩年來有一波漲勢，據內政部的住宅價格指數顯示，從 2018 年第 1 季至 2020 年第 3 季，我國住宅價格指數已經漲幅達 6.23%。同時，全國的房貸負擔率自 2020 年第 3 季以來已經超過 36%。這樣的高房價所帶來的問題包括房價所得比過高、潛藏的房價泡沫帶來的信用風險等，引起了社會各界的關注。

為了防止銀行信用資源過度流向不動產市場，並維護金融穩定，中央銀行（以下簡稱央行）從 2020 年 12 月起調整選擇性信用管制政策，對不動產貸款成數進行調控。這次的選擇性信用管制措施與 2010 年至 2014 年的有所不同，新的措施將不動產貸款成數的上限最低降至 30%，並且土地抵押貸款成數限制，替換為購地貸款、餘屋貸款以及工業區閒置土地抵押貸款的成數限制。

然而，實證文獻裡，分析信用供給與房價之間的因果關係一直是一項艱鉅的任務。雖然理論研究曾指出信用管道對房價有影響

力，但要真正驗證這兩者間的因果關係的研究並不常見。主要挑戰在於信用供給並非外生變數，其變化通常受多種因素驅動。首先，房價變動可能影響人們能獲得的貸款數量，即存在反向因果關係。其次，房價與信用供給的相關性，可能只是受遺漏變數影響，例如房屋需求面及供給面變數，或貨幣供給的變化。

過去的研究文獻多採用時間序列與跨國資料，評估放寬房貸成數 (LTV) 等信用政策對房價的影響 (Wong et al., 2011; Duca et al., 2011; Wong et al., 2014; Ahuja and Nabar, 2011; Igan and Kang, 2011; Kuttner and Shim, 2012; Nier et al., 2012; Zhang and Zoli, 2014)。然而，這類研究缺乏外生信用供給變動與適當對照組，結果可能存在偏誤。近年少數研究試圖利用外生信用供給變化來估計其對房價的影響。例如：Adelino et al. (2014) 利用美國常規貸款限額 (Conforming Loan Limit, CLL) 的年度變動作為外生變量^{註2}，結果顯示受影響房屋每平方英尺價格增加 1.2 美元。Favara and Imbs (2015) 則利用美國對銀行跨州設立分行解禁所增加的信用供給，估算其對房屋貸款量及房價的影響，發現受影響的銀行房屋貸款數額上升，進而推高當地房價。

然而，上述研究使用之信用供給的改變

皆導因於其他政策的間接影響，而非直接來自信用管制政策，其估計結果未必能推斷央行房貸成數上限的政策效果，且僅能評估信用擴張對房價的影響。近期有幾篇文章探討房貸成數限制的效果，De Araujo et al. (2020) 利用巴西的資料，分析政府將貸款成數上限從 96.5% 降低到 90% 造成的影響，估計結果顯示受影響的借款人購買的房屋價格平均下降 4-6%。Higgins (2024) 研究愛爾蘭在 2015 年實施房屋貸款成數上限的政策，發現較貧窮的借款人會轉而購買較便宜的房屋，而較富裕的家庭則會借較少的貸款。利用芬蘭的資料，Eerola et al. (2022) 發現緊縮貸款成數上限對中位數以下收入、首次購屋的租屋族影響尤其明顯。這些研究大致發現，貸款成數限制會顯著影響個人購屋決策。但對整體房價的影響，仍須考量政策造成的外溢效果，尤其是當貸款成數限制政策只在特定區域實施，例如：Tzur-Ilan (2023) 利用以色列在 2010 年和 2012 年實施兩種貸款成數上限的政策，結合房貸層級的資料和詳細的房產數據，發現受政策影響的借款人在實施貸款成數上限後選擇購買更便宜、更小、距離

商業中心更遠、位於社會經濟地位更低社區的房屋，可能造成非管制區域的房價上漲。這顯示若一個區域的房價增長受信用管制而趨緩，但卻被非管制區域的房價成長所抵消，隱含整體（全國）房價受到的影響可能有限。

利用台灣的政策與資料進行的相關研究仍不多，僅有王泓仁等 (2017) 利用個體分組後的房貸資料，發現房貸成數政策可壓低雙北特定區域的房貸總額。Chi et al. (2023) 結合台灣的行政資料，利用邊界斷點差分研究設計，他們發現針對 2010 與 2014 年央行針對特定地區的最高貸款成數從一般的80% 收緊至 60%，在政策實施區域內的房價相較附近不受限制的地區下降了6%。

本研究主要評估兩項政策的效果：1) 央行自 2020 年 12 月實施的選擇性信用管制政策對房貸市場與房屋購買價格的影響；2) 政府於 2023 年 8 月推出的新青年安心成家貸款方案對房貸市場與房屋購買價格帶來的衝擊。透過實證研究分析這些政策措施的成效，本研究將提出具體建議，以作為未來制定相關信用管制政策的參考依據。

貳、政策背景

一、選擇性信用管制政策

自 2020 年以來，央行為了穩定房市，進行了一系列的選擇性信用管制措施。這

些措施主要圍繞著法人和自然人的購置住宅貸款、購地貸款、建商餘屋貸款以及工業區閒置土地抵押貸款等項目進行調整。然而，這不是央行首次針對房市做此信用管

制，在 2010 年至 2016 年間，央行也曾實施類似管制政策，為了幫助讀者了解 2020 年之前的政策內容，將其總整在表1。在 2020 年 12 月 8 日，第一波的選擇性信用管制措施推出。其中，公司法人購置住宅的貸款限制將第一戶的最高貸款成數限制在 6 成，第二戶以上則限制在 5 成，且無寬限期。對於自然人而言，第三戶以上的住宅購置貸款最高成數也限制在 6 成。此外，購買都市計畫劃定的住宅區及商業區土地貸款，須檢附具體興建計畫，最高貸款成數限制在 6.5 成，其中 1 成須待動工興建後始得撥貸。而建商餘屋的貸款最高成數則被限制在 5 成。接著在 2021 年 3 月 19 日第二波選擇性信用管制措施推出，央行做了進一步的調整。此次調整中，公司法人購置住宅的最高貸款成數一律降低為 4 成。自然人購置住宅的貸款限制中，第三戶最高貸款成數由 6 成降至 5.5 成，第四戶以上則降至 5 成。購置高價住宅的最高貸款成數由 6 成降至 5.5 成，第四戶以上之高價住宅貸款最高成數由 6 成降至 4 成。而工業區閒置土地的最高抵押貸款成數為 5.5 成。在 2021 年的 9 月 24 日，央行發布了第三波選擇性信用管制措施。此次主要修正自然人購置住宅和工業區閒置土地的貸款限制。特定地區（包括台北市、新北市、桃園市、台中市、台南市、高雄市、新竹縣及新竹市）第二戶購屋貸款不得有寬限期。

工業區閒置土地的最高抵押貸款成數由 5.5 成降至 5 成。購地貸款的最高貸款成數由 6.5 成降至 6 成。

在 2021 年 12 月 17 日央行推出第四波選擇性信用管制。自然人購置高價住宅的最高貸款成數降至 4 成，第三戶以上的最高貸款成數由 5.5 成降至 4 成。建商餘屋和工業區閒置土地的最高貸款成數都由 5 成降至 4 成。購地貸款的最高貸款成數由 6 成降至 5 成，保留 1 成待動工程款，且借款人需在一定期間內動工興建。

在 2023 年 6 月 16 日，央行啟動第五波選擇性信用管制，對於在特定區域的第二戶購屋貸款，其最高貸款成數將被壓縮至 7 成。換言之，購屋者需自備至少 3 成的頭期款以完成交易。然而，央行同時也考量到換屋民眾的實際需求。對於已有一戶房貸，且有實質換屋需求的自然人，只要與銀行切結約定，承諾在一年內將舊屋出售（並完成移轉登記與第一戶抵押權的塗銷），新屋購買的貸款成數就能獲得豁免，不受 7 成的限制。這樣的規定，為有換屋需求的自然人在購屋時提供了更大的靈活性。不過，一旦違反上述承諾，央行將啟動嚴格的懲罰機制。違約者將被追討貸款成數的差額，並從撥款日起，依據貸款餘額計算並收取罰息。此外，若試圖以轉貸等方式規避承諾事項，同樣將面臨相對應的處罰。

表1 2010－2016 年央行選擇性信用管制內容

時間	受影響區域	政策內容
2010/6	台北市及新北市10個行政區（板橋區、三重區、中和區、永和區、新莊區、新店區、土城區、蘆洲區、樹林區、汐止區）	1. 在特定區域第二戶以上之購屋貸款，最高貸款成數為7成。
2010/12	新增淡水、林口、三峽3區	1. 擴大管制區域範圍。 2. 管制對象納入公司法人。 3. 降低最高貸款成數為6成。 4. 增訂土地抵押貸款規範：以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地申辦貸款，應檢附抵押土地具體興建計畫，最高貸款成數為6.5成，其中1成動工興建後撥貸。
2012/6	全國	1. 增列購置高價住宅貸款管制：台北市及新北市8千萬元以上，其他地區5千萬元以上。規定最高貸款成數為6成。
2014/6	新北市新增4個行政區（五股、泰山、八里、鶯歌區），桃園市新增4個行政區（蘆竹、中壢、龜山、桃園區）	1. 擴大管制區域範圍。 2. 全國不分區單一借款人之第3戶以上購屋貸款，最高貸款成數為5成。 3. 調降公司法人購置住宅貸款最高貸款成數，全國不分區一律5成。 4. 調整高價住宅認定標準：臺北市7千萬元以上、新北市6千萬元以上，其他地區4千萬元以上。規定最高貸款成數改為5成。
2015/8	刪除新北市2個行政區（八里、鶯歌區）、桃園市4個行政區（桃園區、蘆竹區、中壢區、龜山區）	1. 減少管制區範圍。 2. 第3戶以上房貸成數、高價住宅及公司法人購置住宅貸款成數改為6成。
2016/3	全國	1. 除高價住宅貸款維持房貸管制，其餘管制皆取消。

資料來源：中央銀行

在 2024 年 6 月 14 日，央行啟動第六波選擇性信用管制措施，再次針對自然人第二戶購屋貸款進行限縮。此次調整將特定地區第二戶購屋貸款的最高成數，自原本的七成下調至六成。為了因應民眾合理的換屋需求，央行亦提供彈性規定，允許已有一戶房貸的自然人，只要與銀行簽訂切結書並承諾於一年內出售原有住宅，即可申請豁免此六

成限制。此外，違反承諾者將面臨貸款差額追繳與罰息，並不得以轉貸等方式規避規定。

緊接著在 2024 年 9 月 20 日，央行推出第七波選擇性信用管制，進一步擴大限制力道。此波政策將第二戶購屋貸款的成數自六成下調至五成，並由原先的特定地區擴大為全國適用。同時新增規定，凡名下已有住宅

的自然人，其第一戶購屋貸款不得享有寬限期。此外，第三戶以上購屋貸款及高價住宅貸款的最高成數一律調降至三成，並取消寬限期。法人購置住宅貸款與餘屋貸款亦同步限縮至三成。為避免波及自住或換屋族群，央行於同年 10 月再公布三項配套鬆綁措施，包括放寬因繼承取得之房屋及房貸、因有實質換屋自住需求並已辦理切結程序，以及已簽訂購屋（包括成屋及預售屋）合約，即將申辦貸款時符合前述條件者等情形的適用條件，以維持政策精準性與社會接受度。總的來說，這一系列選擇性信用管制措施，期望透過精準地信用管制措施有效抑制房市過熱情況，以便穩定台灣不動產市場。上述內容也整理在表2。

本研究的實證分析將聚焦於第一波、第三波與第五波信用管制措施的效果。之所以未納入第二波與第四波，是因為這兩波主要針對第三戶以上房貸者，進一步調降貸款成數，其政策重點屬於對第一波限制的延續性調整。由於第二波（2021 年 3 月）與第四波（2021 年 12 月）之推出時間各與前一波推出時間相對接近，而我們在分析第一波政策時所使用的樣本期間已涵蓋至 2021 年底，故這些延續性效果在第一波的實證分析中已被一併捕捉。至於第六波與第七波則因資料限制無法納入分析；目前可取得的貸款與房價資料僅至 2023 年 12 月，因此尚不足以有效評估 2024 年發布之新政策的影響。

二、新青年安心成家貸款方案

在央行實施選擇性信用管制期間，另一個對房貸市場與房屋購買價格有重要影響的政策為 2023 年 8 月推行的「青年安心成家購屋優惠貸款精進方案」（簡稱新青安貸款）。台灣自 2010 年 12 月起實施青年安心成家購屋優惠貸款方案（簡稱青安貸款），作為房貸與房屋交易市場的重要住宅補貼措施。2023 年 8 月修正前方案的申請資格要求申請人須年滿 18 歲，且申請人本人、配偶及未成年子女名下不得擁有住宅。例外情況是，若共同持有的房產總面積未達 40 平方公尺（約 12.1 坪）且未設籍於該處者，仍可符合申請資格。該方案透過八家公股銀行提供貸款額度最高 800 萬元、年限 30 年（含 3 年寬限期）的貸款，初期利率為 2.025%。然而，由於這個利率跟一般房貸利率相比並沒有比較優惠，導致方案使用率偏低。

為了協助年輕人擁有自己的家並減輕其購屋負擔，政府於 2023 年 8 月推出新青安貸款，實施期間至 2026 年 7 月 31 日止。相較於舊制，新制將貸款額度提高至 1,000 萬元，並延長貸款年限至 40 年，同時提供 5 年寬限期。此外，新方案提供更具競爭力的優惠利率，介於 1.565% 至 1.865% 之間，遠低於一般房貸 2% 以上的利率水準。這些變革大幅提升了方案的吸引力。然而，隨著新青安貸款使用率的增加，可能會對整體房貸

市場與房屋交易產生影響，特別是可能部分抵銷央行透過選擇性信用管制政策以穩定房市的效果。這突顯了政府在推動青年購屋協助與房市穩定之間需要取得平衡的重要性。

三、其他健全房市相關措施

(一) 平均地權條例

政府為了防止私法人投資炒作房地產，以及防杜虛報房屋價格與阻斷透過預售屋契約轉售牟利的行為，完成「平均地權條例」修法，自 2023 年 7 月起生效執行，希望以此正常化不動產市場的發展。這次修法的出發點在於，將房屋回歸其原有的居住功能，不應成為投機炒作的商品。因此，此一政策的核心，旨在消除對房市有害的炒房行為和影響房價的亂象。

本次的修法重點分為五大部分：首先，修法限制預售屋或新建成屋換約轉售。除非是在特殊情況下，例如配偶、直系或二親等內旁系血親間的轉售，否則一般的預售屋或新建成屋買賣契約不得讓與或轉售第三人。違規者將被處以 50 至 300 萬元的罰款。其次，建立私法人購置住宅許可制。未來，私法人購買住宅需先提出使用計畫，經過內政部許可後，才能進行購置。在五年內，這些物業不得移轉、讓與或預告登記。第三，對於蓄意炒作的行為，修法也訂出了嚴格的懲罰，每戶罰款最高可達 5,000 萬元。第四，預售屋買賣契約如有解約情形，建商必須在

30 日內進行申報登錄，違規者將依戶棟處罰 3 至 15 萬元。最後，新的修法建立了檢舉獎金制度，鼓勵民眾檢舉不動產銷售買賣或申報實價登錄的違規行為。總的來說，此修法對於購買自住宅的民眾影響較小，但對於想要透過轉賣預售屋套利的投資者，將會有較大的限制。

(二) 房地合一稅新制

政府於 2021 年 7 月起實施房地合一稅 2.0，該政策在稅率的訂定上做了重大調整，尤其對於短期投資的人士，稅率大幅提高，可見政府對於短期炒作房市的行為持有強烈的抑制態度。在新版的房地合一稅 2.0 下，適用最高稅率 45% 的期間，由持有 1 年以下延長至持有 2 年以下，法人稅率由原本的一律 20% 改為比照個人按持有期間採差別稅率，並將預售屋以及特定股權交易納入課稅範疇。這樣的變化將對於專注於短期買賣的投機客造成顯著的財務壓力。因此，這次稅改對於短期內的房地投機行為無疑是大力出手。

然而，即便對於長期持有的投資者，該政策也有所調整，稅率也有所增加，而自用住宅則仍然是例外。這表示政府也在關注那些長期持有並等待升值的投資行為，並透過稅務手段確保公平交易環境。值得一提的是，這次的房地合一稅改革也將預售屋以及特定股權交易納入課稅範疇，這種改變無疑將加大稅收範圍，並進一步鞏固了台灣政府

課稅公平公正的原則。雖然稅率有所調整，但政府也在某些情況下給予了稅負緩解的機會。例如，若屋主因非自願因素出售不動產，仍然可以適用排除條款，以較低的 20% 稅率課稅，而非高達 35% 或 45% 的稅率。若要估計房地合一稅新制與平均地權條例的

政策效果，需要申請財稅資料串聯，然而申請的行政流程有其困難度，且政策才實施不久，至今僅 2-3 年，能分析的資料可能也未釋出，因此，本研究的實證分析不會納入房地合一稅新制與平均地權條例。

表2 2020 – 2024 年央行選擇性信用管制內容

時間	受影響對象	政策內容
2020/12/8	公司法人、自然人、建商	1. 公司法人購屋：第一戶6成、第二戶以上5成。 2. 自然人第三戶以上購屋：最高6成。 3. 都市土地貸款：限6.5成，含1成動工後撥貸。 4. 建商餘屋貸款：最高5成。
2021/3/19	公司法人、自然人	1. 公司法人購屋：一律4成。 2. 自然人第三戶：5.5成；第四戶以上：5成。 3. 高價住宅貸款：降至5.5成或4成。 4. 工業區閒置土地貸款：最高5.5成。
2021/9/24	自然人、工業區土地持有者	1. 受管制縣市第二戶不得有寬限期。 2. 工業區土地貸款降至5成。 3. 購地貸款限6成，含動工後撥貸條件。
2021/12/17	自然人、建商、工業區土地持有者	1. 高價住宅及第三戶以上貸款降至4成。 2. 餘屋與工業區土地貸款降至4成。 3. 購地貸款降至5成。
2023/6/16	自然人	1. 受管制縣市第二戶貸款限縮至7成。 2. 實質換屋者簽結切結書可豁免上限。
2024/6/14	自然人	1. 第二戶貸款成數由7成降至6成（受管制縣市）。 2. 有實質換屋需求者簽切結書一年內出售舊屋可豁免限制。 3. 違約者追繳差額並收罰息。
2024/9/19	自然人、法人、建商	1. 第二戶購屋貸款成數全國統一下調至5成。 2. 名下有住宅者第一戶貸款不得有寬限期。 3. 第三戶以上與高價住宅貸款：降至3成。 4. 法人購屋與建商餘屋貸款：亦降至3成。

資料來源：中央銀行新聞稿、政策彙整。
「受管制縣市」包括：臺北市、新北市、桃園市、新竹市、新竹縣、臺中市、臺南市、高雄市。

四、資料來源與特性

本研究採用財團法人聯合徵信中心（以下簡稱聯徵中心）之個人房屋貸款資料。台灣各銀行每月須向聯徵中心詳實申報尚未結案的房屋貸款資訊，包含貸款金額、繳款紀錄、逾期與未逾期金額、撥款利率、擔保品鑑估值及用途等。同時，該資料庫也包含銀行簽訂貸款契約時，所記錄的借款人（授信戶）個人特性（如薪資、教育程度、年資等）及擔保品特性（如座落縣市、樓層、面積、買賣契約價格）。這些資料分別儲存在不同檔案中，可透過以亂數呈現契約代碼、擔保品代碼、授信戶代碼進行串聯。本研究使用的資料檔包含：

- 授信餘額月報檔 (201)：記錄每筆貸款的繳款紀錄與額度狀況
- 授信擔保品關聯檔 (090)：連結擔保品代碼與契約代碼
- 不動產擔保品明細檔 (092)：記錄不動產擔保品鑑估值和售價
- 擔保品建號附加檔 (095)：記錄房屋擔保品細節，包含座落縣市、路段、建號等資訊
- 授信戶基本資料檔 (207)：記錄申請貸款當下借款人之性別、年齡、年薪、教育程度、職業等資料

由於銀行必須每月申報所有未結案貸款的還款與欠款細節，因此聯徵中心資料庫能

提供即時且全面的房貸資訊，特別適合分析房貸信用管制相關政策的效果。

五、主樣本建構與處理過程

本研究觀察期間為 2018 年 1 月至 2023 年 12 月^{註3}，以分析 2020 年底至2023 年底央行實施的一系列管制措施。我們將樣本處理過程整理於表3，詳細建構過程分為以下幾個階段：

樣本初步篩選：從聯徵中心每季季底提供之「授信餘額月報 (201)」中的每月 500 至 750 萬筆樣本開始，根據授信科目代號排除 A 催收款、B 呆帳、F 發行商業本票保證、J 應收信用狀款項、L 應收保證款項、V 無追索權應收帳款承購、X 應收承兌票款等約 20 萬筆資料，及 400 筆外幣貸款。由於研究聚焦於信用管制政策對自然人房地產交易的影響，進一步排除約 70 萬筆法人持有的房貸。依據央行管制措施公告中對房貸的定義，我們以用途代號「1」購置不動產為準，排除約 200 萬筆以汽車貸款為主之非房屋貸款資料。接著，我們根據契約代碼將同一人同一契約下的授信資料加總，合併為 200 萬筆房屋貸款契約。^{註4}

資料串接與變數建構：我們首先透過擔保品代碼將「不動產擔保品明細檔 (092)」和「擔保品建號附加檔 (095)」進行連結，並利用後者中的房屋座落縣市、路段、建號等資訊，剔除同一建物重複的資料，計算每

一擔保品中包含的房屋總數^{註5}及總面積。接著利用「不動產擔保品明細檔 (092)」計算擔保品代碼中的鑑估值總額和售價^{註6}。通常擔保品會是購買之不動產，因此我們可以利用這個售價作為其購買之房屋的價格。

接著，利用「授信擔保品關聯檔 (090)」將貸款契約代碼與擔保品代碼串聯，以整合貸款契約與擔保品資訊。根據貸款契約成立年月，計算同一人截至該月份的多項資訊，包括房屋貸款戶數、房貸鑑估值、房屋購買價格、每平方公尺鑑估值、每平方公尺房屋購買價格、貸款年限，以及貸款利率。我們將 2018 年 1 月至 2023 年 12 月間所有資料合併成 155,689,102 筆個人-月資料，再根據最新房貸的契約成立年月，建構出每月新增的房屋貸款共 1,756,275 筆，同時記錄該筆新增貸款為個人的第幾戶房貸、該筆貸款的擔保品鑑估值、房屋購買價格、每平方公尺鑑估值、每平方公尺房屋購買價格、貸款年限，與貸款成數^{註7}。

最終樣本處理：利用授信戶代碼，將「授信戶基本資料檔 (207)」中的授信戶個人資訊（包括性別、年齡、年薪、教育程度等）與每人每月新增貸款資料檔進行合併。在進行實證分析時，剔除了擔保品中無房屋、貸款額為零的樣本（約 21 萬筆）。為減少極端值對實證結果的影響，對所有變數進行極端值調整 (Winsorization)，將大於

第 99 百分位數的數值設為第 99 百分位數，將小於第 1 百分位數的數值設為第 1 百分位數^{註8}。我們運用前述資料處理流程所建立的每人每月新增貸款資料檔（共 1,540,557 筆），根據不同實證研究設計的需求，分別建構了分析選擇性信用管制政策與新青安貸款方案的估計樣本。以下分別說明這些估計樣本的建構過程。

六、第一波信用管制估計樣本

為分析 2020 年 12 月央行針對個人第三戶房貸實施的貸款成數限制政策，建構了以下估計樣本。分析單位為每一筆新增房屋貸款，也就是每一個借款人在特定月份的新增房屋貸款。首先，將觀察期間設定為 2020 年 1 月至 2021 年 12 月。根據信用管制政策的內容，以新增房貸為個人第三戶房貸作為實驗組，並以該房貸為借款人的第二戶房貸作為對照組^{註9}。由於高價住宅適用不同的管制規定，依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。此外，為確保實驗組樣本確實受政策影響，也排除了包含多戶房屋的單一擔保品樣本（約 85,000 筆），因這類貸款難以明確判定哪一棟房屋受到政策限制。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 53,204 筆，其中實驗組（第三戶）為 4,264 筆，對照組（第二戶）為 48,940 筆。

表3 樣本建構與處理流程

編號	處理階段	處理內容與條件
1	資料來源	使用聯徵中心「授信餘額月報(201)」，涵蓋2018年1月至2023年12月每月資料，每月約500-750萬筆樣本。
2	排除不相關貸款	刪除授信科目代號為A、B、F、J、L、V、X等貸款類型，約20萬筆。
3	排除外幣貸款	排除約400筆以外幣計價的房貸。
4	排除法人貸款	根據借款人身分註記，排除約70萬筆法人房貸資料。
5	保留購置不動產	僅保留用途代號 = 1（購置不動產），刪除其他用途如車貸等約200萬筆非房貸資料。
6	合併契約資料	根據契約代碼合併同一人同一契約下拆分的授信額度，統整為200萬筆房貸契約。
7	擔保品資料清理	串接「不動產擔保品明細檔(092)」與「建號附加檔(095)」，剔除重複估價資料，計算房屋總數與總面積。

七、第三波信用管制估計樣本

為分析 2021 年 9 月央行針對特定地區（包含臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市）實施的第二戶房貸無寬限期政策，建構了以下估計樣本。分析單位同樣為每一筆新增房屋貸款。將觀察期間設定為 2021 年 1 月至 2022 年 2 月^{註10}。根據研究設計，以特定地區的新增房貸為借款人的第二戶房貸作為實驗組，並以該房貸為借款人的第一戶作為對照組^{註11}。由於高價住宅適用不同的管制規定，我們依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 252,174 筆樣本，其中實驗組（特定地區第二戶）為 44,485 筆，對照組（特定地區第一戶）為 207,689 筆。

八、第五波信用管制估計樣本

為分析 2023 年 6 月央行針對特定地區（與第三波相同）實施的第二戶房貸貸款成數限制政策，我們建構了以下估計樣本。分析單位同樣為每一筆新增房屋貸款。我們將觀察期間設定為 2022 年 6 月至 2023 年 12 月。根據研究設計，以特定地區的新增房貸為第二戶者作為實驗組，以第一戶者作為對照組，並排除受青安貸款影響之樣本^{註12}。由於高價住宅適用不同的管制規定，我們依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。此外，為確保實驗組樣本確實受政策影響，也排除了包含多戶房屋的單一擔保品樣本（約 25,000 筆），因這類貸款難以明確判定哪一棟房屋受到政策限制。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 280,419 筆樣本，其中實驗組（特定地區第

二戶) 為 27,715 筆，對照組 (特定地區第一戶) 為 252,704 筆。

九、新青安貸款估計樣本

在分析新青安貸款前，我們先說明如何從資料中識別青年安心成家貸款 (簡稱青安貸款)。青安貸款是由八大公股行庫 (臺灣銀行、土地銀行、合作金庫、兆豐銀行、第一銀行、華南銀行、彰化銀行、台灣企銀) 執行的房貸利率補貼方案。由於聯徵中心資料並未直接註記是否為青安貸款，我們透過以下方式進行辨識：首先計算青安貸款的補貼利率，其中基準利率採用中華郵政 2 年期定期儲金額度未達 500 萬元機動利率，再加計財政部國庫署與內政部住宅基金的利率補貼^{註13}。接著，利用「授信餘額月報 (201)」中的銀行代碼及貸款利率，篩選出符合青安

貸款補貼利率的公股行庫授信戶。我們以此方式認定的青安貸款，無論在件數或貸款金額上，都與國庫署公告的各銀行青安貸款辦理情形相當接近。

為分析 2023 年 8 月推出的新青安貸款的效果，我們建構了以下估計樣本。分析單位同樣為每一筆新增房屋貸款。將觀察期間設定為 2023 年 1 月至 2023 年 12 月。根據研究設計，我們僅保留新增房貸為借款人的第一戶房屋貸款的樣本，其中以青安貸款者為實驗組，非青安貸款者為對照組。由於高價住宅適用不同的管制規定，我們依據售價及房屋座落縣市，排除了符合高價住宅定義的樣本。經過上述篩選條件後，最終進入估計的樣本共計 220,444 筆，其中實驗組 (青安貸款) 為 30,763 筆，對照組 (非青安貸款) 為 189,681 筆。

參、實證方法

一、差異中差異法

本研究採用差異中差異法 (Difference-in-Differences, 簡稱 DID) 來評估選擇性信用管制政策與新青安貸款的效果：

$$M_i = \alpha Treat_i + \beta Post_{t(i)} + \gamma Treat_i \times Post_{t(i)} + \theta_{t(i)} + X_{b(i)}\varphi + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中， M_i 為房屋貸款 i 的相關變數，即我們關注的結果變數，包含房貸成數、新增房貸金額、貸款利率、貸款年限、該筆貸款所購

買之房屋購買價格、每平方公尺房屋購買價格等。 $Treat_i = 1$ 代表該筆房屋貸款有受到政策影響 (實驗組)， $Treat_i = 0$ 則代表沒受到政策影響的房貸 (對照組)。 $t(i)$ 表示該筆房貸的借款時點 (月)， $Post_{t(i)}$ 為政策實施後的虛擬變數， $\theta_{t(i)}$ 為時間固定效果 (即年-月固定效果)，用以控制總體經濟狀況與季節性因素。 $X_{b(i)}$ 為可觀察到的個人特性變數，包含借款人 $b(i)$ 的各項特徵，像是年齡、性別、年薪等，而 ε_i 代表誤差項。估計

式中的關鍵係數為 γ ，在無其他因素同時影響實驗組變數的假設下，該係數代表政策實施的平均效果。我們將使用這套實證架構，用於評估各波選擇性信用管制政策與新青安貸款的效果。各政策的實驗組與對照組定義，以及具體的樣本期間，將在對應的實證結果的討論中詳述。

二、區域層次分析: Shift-Share 估計法

由於上述分析著重在個別政策對特定類型房屋貸款的效果，為了能估計2020年以來各波信用管制政策對「整體」房貸市場的影響，我們也將採用 Shift-Share 工具變數方法來進行評估。Shift-Share 工具變數方法最早由Bartik (1991) 提出並應用於勞動經濟學研究，近年來在實證研究中被廣泛使用。例如，Autor et al. (2013) 利用這個方法研究中國進口對美國地方勞動市場的衝擊，Card (2001) 用它分析移民對當地勞動市場的影響，而Kovak (2013) 則將其應用於研究貿易自由化的區域效果。這個方法的優點在於能同時考量所有信用管制措施（包含對自然人、公司法人、建商等不同對象的管制）對區域房貸市場的綜合效果。就如同Autor et al. (2013) 用各地區產業結構的差異來衡量中國進口衝擊的影響程度，我們利用各區域在政策實施前的房貸結構差異，來衡量信用管制政策的影響強度。具體而言，我們進行以下二階段最小平方法估計：

$$\begin{aligned}\Delta L_{rt,t-\tau} &= \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LTV_{rt,t-\tau} + X_{rt-\tau} \delta + \varepsilon_{rt} \\ \Delta H_{rt,t-\tau} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta \hat{L}_{rt,t-\tau} + X_{rt-\tau} \delta + u_{rt}\end{aligned}$$

其中， $\Delta L_{rt,t-\tau}$ 代表區域 r 在政策實施期 (t) 與基準期 ($t - \tau$) 之間的平均房貸成數變化^{註14}，在這個研究中，我們以 2019 年為基準期，2023 年則為政策實施期， $\Delta H_{rt,t-\tau}$ 則代表區域 r 在同一期間的不動產相關變數變化，包括房貸交易量、房屋交易量與每平方公尺房屋購買價格等。 $X_{rt-\tau}$ 為一組控制變數，包含區域特徵如平均教育程度、平均家戶所得等。工具變數 $\Delta LTV_{rt,t-\tau}$ 的建構方式如下：

$$\Delta LTV_{rt,t-\tau} = \sum_k \Delta LTV_{rkt,t-\tau} \frac{M_{rkt,t-\tau}}{M_{rt,t-\tau}}$$

其中， $\Delta LTV_{rkt,t-\tau}$ 代表區域 r 的第 k 類房貸在期間 ($t, t - \tau$) 的貸款成數上限變化。成數上限未變化則為 0。 k 的類型依照信用管制政策規範劃分，例如：自然人第一戶房貸、第二戶房貸等。 $M_{rkt,t-\tau}$ 與 $M_{rt,t-\tau}$ 分別代表區域 r 在基期（2019 年下半年）的第 k 類房貸授信餘額總額與總授信餘額總額。我們選擇 2019 年下半年作為基期，以避免政策實施後的內生性問題，並以 2023 年下半年作為政策實施後的比較期^{註15}。這個方法的概念是利用各區域在政策實施前不同類型房貸的分布結構，結合各類型房貸受到政策影響的程度，來建構一個反映該區域受政策影響強度的指標。由於這個指標是建立在政策實施前的區域特徵上，可視為一個外生的政

策衝擊。我們用此衝擊作為實際房貸成數變化的工具變數，進而估計房貸成數變化對區

域房地產市場的影響。

肆、實證結果

一、第一波房貸信用管制之效果

本節呈現第一波房貸信用管制政策的估計結果。此波信用管制在 2020 年 12 月實施，規定自然人第三戶房屋貸款成數最高上限不得超過 60%。因此，我們在估計式 (1) 是以第三戶房貸作為實驗組 ($Treat_i = 1$)，第二戶房貸作為對照組 ($Treat_i = 0$)。樣本期間為 2020 年 1 月至 2021 年 12 月，其中 2020 年 11 月以前為政策施行前期間 ($Post_{t(i)} = 0$)，2020 年 12 月以後則為施行後期間 ($Post_{t(i)} = 1$)。

(一) 敘述統計

表4比較第一波信用管制實施前，實驗組和對照組的房屋貸款相關變數與借款人特徵，我們可以發現兩組有許多相似之處。首先，兩組的平均貸款成數相當接近，實驗組為 66.0%，對照組為 66.6%，差異十分微小。新增房貸金額方面，實驗組平均為 782 萬元，對照組為 802 萬元，差異同樣微小且不顯著。然而，實驗組的貸款條件較差，像是貸款年限比對照組少約 20 個月，且平均貸款利率高出約 0.066 個百分點。這反映銀行對於已擁有多戶房貸的借款人給予較嚴格的貸款條件，可能是考慮到這類借款人的整

體債務負擔較高，違約風險相對較大，因此採取較為審慎的授信策略。

在貸款所購置之房屋的特徵上，實驗組的每平方公尺房屋購買價格較高，但總價較低，反映出實驗組的貸款人可能購買較小但單價較高的房屋。兩組的房屋在所在位置於六都的占比（約 82%）和台北市的占比（約 12%）都相當接近。最後，在借款人特徵方面。實驗組與對照組在教育程度與性別分布近似，較明顯的差異是年齡，實驗組的借款人的平均年齡較對照組多出 1.8 歲。上述敘述統計顯示，在信用管制前，實驗組與對照組各類特徵類似，但在借款人的年齡上有一些差異，這部分會在迴歸分析時加以控制。

(二) DID 估計值

表5呈現 DID 式 (1) 中 γ 係數（即 $Treat_i \times Post_{t(i)}$ 的係數）的估計結果，衡量第一波信用管制政策在實施後平均效果。表中分別呈現六個主要房貸相關變數（Panel A 至 F）在不同控制變數設定下的估計結果。值得注意的是，從最基本的設定到逐步加入年-月固定效果與借款人特徵後，估計係數都相當穩定，顯示估計結果的穩健性。

首先，在貸款條件方面，第一波選擇性信用管制政策讓實驗組樣本的貸款成數顯

著降低約8.7 個百分點 (Panel A)，相對於基準值 66% 的降幅約為 13%。新增房貸金額 (Panel B) 也顯著下降約 21 – 22%，顯示部分原本打算借入較高金額的借款人可能已退出市場。同時，我們也發現貸款年限 (Panel C) 顯著減少約 6 個月，且貸款利率 (Panel D) 顯著上升約 0.11 個百分點。在購屋行為方面，我們同樣觀察到顯著的轉變。借款人所購置的房屋購買價格 (Panel E) 下降約 6%，而每平方公尺房屋購買價格 (Panel F) 則顯著下降約 8%。這個差異性的變化顯示第三戶購屋者面對貸款成數限制時，傾向

選擇單價較低的房屋，這個發現與過去文獻 (Tzur-Ilan, 2023) 的結果一致。

總的來說，第一波選擇性信用管制政策針對第三戶房貸的貸款成數的限制，有效降低了第三戶購屋者的房貸成數，也引發了一系列市場調整。我們發現借款人的新增第三戶房貸的貸款年限縮短、貸款利率上升，顯示銀行可能透過調整貸款條件來因應政策衝擊。在這些轉變下，也讓第三戶房貸的借款者轉向選擇單價較低的房屋，以維持原先預期的居住空間。

表4 敘述統計：第一波房貸信用管制的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.660 (0.205)	0.666 (0.213)	-0.006 (0.005)
新增貸款金額 (千元)	7,816 (7,248)	8,017 (6,713)	-200.1 (144.6)
貸款年限 (月)	265.0 (70.54)	284.7 (72.38)	-19.67*** (1.542)
貸款利率	1.623 (0.369)	1.560 (0.353)	0.066*** (0.008)
房屋購買價格 (千元)	11,819 (9,702)	12,195 (9,110)	-375.7* (196)
每平方公尺房屋購買價格 (千元)	87.84 (64.67)	84.12 (61.53)	3.722*** (1.321)
六都比例	0.821 (0.384)	0.819 (0.385)	0.001 (0.008)
臺北市比例	0.122 (0.327)	0.116 (0.321)	0.006 (0.007)
性別 (女)	0.473 (0.499)	0.485 (0.500)	-0.012 (0.011)
年齡	46.50 (8.895)	44.66 (9.050)	1.835*** (0.193)
教育年數	13.02 (4.334)	13.17 (4.333)	-0.143 (0.093)
樣本數	2,452	20,669	

註：上表為比較新增之個人第三戶房貸（實驗組）與新增之個人第二戶房貸（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

表5 DID 估計值：第一波房貸信用管制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 房貸成數					
Treat × Post	-0.0878*** (0.00642)	-0.0879*** (0.00642)	-0.0869*** (0.00639)	-0.0870*** (0.00638)	-0.0870*** (0.00638)
基準值平均	0.660				
Panel B: 新增房貸金額取對數					
Treat × Post	-0.223*** (0.0306)	-0.221*** (0.0307)	-0.220*** (0.0306)	-0.212*** (0.0305)	-0.212*** (0.0303)
基準值平均	8.550				
Panel C: 貸款年限					
Treat × Post	-6.860*** (2.375)	-6.021** (2.383)	-6.142*** (2.287)	-6.018*** (2.288)	-5.944*** (2.270)
基準值平均	265.0				
Panel D: 貸款利率					
Treat × Post	0.116*** (0.0121)	0.113*** (0.0118)	0.115*** (0.0120)	0.113*** (0.0120)	0.113*** (0.0119)
基準值平均	1.623				
Panel E: 房屋購買價格取對數					
Treat × Post	-0.0691*** (0.0250)	-0.0680*** (0.0250)	-0.0680*** (0.0248)	-0.0600** (0.0248)	-0.0600** (0.0246)
基準值平均	9.078				
Panel F: 房屋每平方公尺購買價格取對數					
Treat × Post	-0.0858*** (0.0290)	-0.0761*** (0.0291)	-0.0858*** (0.0290)	-0.0837*** (0.0291)	-0.0833*** (0.0291)
基準值平均	4.200				
樣本數	83,703				
年-月固定效果	是				
年齡	是				
性別	是				
年薪	是				
教育程度	是				

註：上表為比較新增之個人第三戶房貸（實驗組）與新增之個人第二戶房貸（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

二、第三波房貸信用管制之效果

本節呈現第三波房貸信用管制政策的估計結果。此波信用管制在 2021 年 9 月實施，規定特定管制地區（包含臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市）之個人第二戶新增房貸須採無寬限期，而第一戶的房貸則不受此限制。因此，我們在估計時以特定管制地區第二戶房貸作為實驗組 ($Treat_i = 1$)，同樣區域的第一戶房貸作為對照組 ($Treat_i = 0$)。樣本期間為 2021 年 1 月至 2022 年 2 月，其中 2021 年 8 月以前為政策施行前期間 ($Post_{t(i)} = 0$)，2021 年 9 月以後則為施行後期間 ($Post_{t(i)} = 1$)。

(一) 敘述統計

表 6 比較在第三波信用管制實施前，實驗組（第二戶房貸）和對照組（第一戶房貸）的房屋貸款相關變數與借款人特徵。整體而言，兩組在某些特徵上相似，但也存在一些明顯差異。首先，兩組的平均貸款成數相當接近，實驗組為 66.3%，對照組為 66.0%，差異極小。然而，在新增貸款金額方面，實驗組平均為 848 萬元，明顯高於對照組的 766 萬元。貸款條件方面，由於實

驗組為第二戶房貸，基於銀行對多重債務風險的考量，其貸款條件較為嚴格：貸款年限較短（少約 5.5 個月），且平均貸款利率高出約 0.023 個百分點。這種差異化的貸款條件，反映了銀行在風險管理上對第二戶房貸採取較為審慎的態度。

在貸款所購置之房屋的特徵上，實驗組的房屋購買價格較高，平均為 1,322 萬元，比對照組高出約 130 萬元。然而，實驗組的每平方公尺房屋購買價格反而較低，顯示實驗組的貸款人傾向購買較大但每平方公尺單價較低的房屋。在購買之房屋的區位分布上，因為特定地區僅新竹縣市不屬於六都，兩組房屋位於六都的比例都相當高，但實驗組略低（91.0% vs 91.8%）；而在台北市的占比方面，實驗組較高（12.1% vs 10.1%）。最後，在借款人特徵方面，實驗組與對照組在性別分布和教育程度上幾乎完全一致，但在年齡上有顯著差異，實驗組的借款人平均年齡較對照組大 1.9 歲。上述敘述統計顯示，在信用管制前，實驗組與對照組在貸款條件與借款人年齡上有一些差異，這些差異將在迴歸分析時透過固定效果的方式納入控制。

表6 敘述統計：第三波房貸信用管制的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.663 (0.213)	0.660 (0.213)	0.00264* (0.00148)
新增貸款金額（千元）	8,481 (6,415)	7,659 (5,615)	821.9*** (40.07)
貸款年限（月）	302.6 (70.17)	308.1 (69.53)	-5.523*** (0.484)
貸款利率	1.445 (0.253)	1.422 (0.227)	0.0225*** (0.00161)
房屋購買價格（千元）	13,217 (9,167)	11,914 (7,839)	1,303*** (56.24)
每平方公尺房屋購買價格（千元）	72.74 (62.69)	82.45 (55.83)	-9.707*** (0.397)
六都比例	0.910 (0.286)	0.918 (0.274)	-0.00799*** (0.00192)
臺北市比例	0.121 (0.326)	0.101 (0.302)	0.0194*** (0.00213)
性別（女）	0.476 (0.499)	0.474 (0.499)	0.00156 (0.00347)
年齡	43.15 (9.751)	41.25 (10.36)	1.900*** (0.0712)
教育年數	13.37 (4.296)	13.37 (4.197)	0.00486 (0.0293)
樣本數	25,345	113,727	

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

(二) DID 估計值

表7呈現 DID 式 (1) 中 γ 係數的估計結果，這個係數衡量了第三波信用管制政策的平均效果。表中分別呈現了六個主要房貸相關變數（Panel A 至 F）的估計結果，每個 Panel 都包含五種控制變數設定：(1) 基本模型、(2) 加入年-月固定效果、(3) 加入借款人年齡、(4) 加入性別與年薪、(5) 加入教育程度。部分估計結果會因為控制變數而有差異，若無特別說明，我們會以控制所有變數下的設定為主要估計結果（即第五欄）。實證結果顯示，第三波信用管制政策即便主要規範還款方式，而非直接限制貸款成數，仍能對房貸市場產生影響。Panel A 的估計結果顯示，第二戶房貸的借款人在無寬限期政策實施後的貸款成數降低約 0.31 個百分點，但估計值並不顯著異於 0。不過，無寬限期政策平均來說讓實驗組樣本的貸款金額（Panel B）顯著下降約 4%，這反映了市場參與者面對無寬限期政策時的調整機制。即使政策沒有直接限制貸款額度，但透過提高借款人每月還款的壓力，讓借款人降低借貸金額，以因應更嚴格的還款要求。

在其他借貸條件方面，我們發現無寬限期政策對貸款年限（Panel C）平均來說估計值為負但不顯著。貸款利率（Panel D）則

顯著上升約 0.04 個百分點，相對於基準值 1.445%，增幅為 2.84%。這些變化揭示了市場的兩個調整機制：一是借款人因應較高的每月還款負擔而降低借貸金額；二是銀行針對留在市場上的高品質借款人，提供較短期且利率較高的貸款產品，反映銀行在風險管理上對第二戶房貸較為審慎。在房屋購買價格方面，我們發現，第二戶相較於第一戶，無寬限期政策能顯著降低房屋購買總價與單價。房屋購買總價（Panel E）下降 4%，每平方公尺房屋購買價格（Panel F）更是下降 17%。這種總價降幅小於單價降幅的現象，暗示在無寬限期政策下，每月還款壓力上升，借款人可能轉向購買地段較差（反映在較低的單價）的房屋，以因應無寬限期政策帶來的還款壓力。

總的來說，我們發現即使不直接管制貸款成數，央行仍可透過要求無寬限期，以及銀行配合政策，自主對無寬限期之貸款調高利率方式，有效影響房屋貸款行為。這個管制手段主要是透過改變借款人的還款壓力來發揮作用：在無寬限期的情況下，借款人必須從貸款初期就開始攤還本金，導致較高的每月還款負擔。這種還款壓力對投機性購屋者的影響特別明顯，因為他們往往同時持有多筆房貸。

表7 DID 估計值：第三波房貸信用管制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 貸款成數					
<i>Treat × Post</i>	0.00264*	-0.00187	-0.00359*	-0.00364*	-0.00313
	(0.00148)	(0.00219)	(0.00216)	(0.00216)	(0.00216)
基準值平均			0.663		
Panel B: 新增房貸金額取對數					
<i>Treat × Post</i>	0.0823***	-0.0439***	-0.0479***	-0.0469***	-0.0403***
	(0.00578)	(0.00850)	(0.00849)	(0.00847)	(0.00838)
基準值平均			8.752		
Panel C: 貸款年限					
<i>Treat × Post</i>	-5.523***	-0.160	-1.239*	-1.243*	-0.994
	(0.487)	(0.728)	(0.668)	(0.668)	(0.666)
基準值平均			302.6		
Panel D: 貸款利率					
<i>Treat × Post</i>	0.0225***	0.0420***	0.0410***	0.0410***	0.0392***
	(0.00173)	(0.00265)	(0.00264)	(0.00264)	(0.00261)
基準值平均			1.445		
Panel E: 房屋購買價格取對數					
<i>Treat × Post</i>	0.0728***	-0.0512***	-0.0509***	-0.0498***	-0.0446***
	(0.00451)	(0.00672)	(0.00667)	(0.00664)	(0.00657)
基準值平均			9.276		
Panel F: 房屋每平方公尺購買價格取對數					
<i>Treat × Post</i>	-0.502***	-0.174***	-0.173***	-0.172***	-0.171***
	(0.0113)	(0.0180)	(0.0178)	(0.0178)	(0.0178)
基準值平均			3.565		
樣本數			252,174		
年-月固定效果		是			
年齡			是	是	是
性別				是	是
年薪				是	是
教育程度					是

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

三、第五波房貸信用管制之效果

本節呈現第五波房貸信用管制政策的估計結果。此波信用管制在 2023 年 6 月實施，是在 2021 年 9 月第三波針對特定地區第二戶房貸實施無寬限期政策的基礎上，進一步規定特定地區的第二戶房貸，貸款成數最高上限不得超過 70%。因此，我們在估計式 (1) 是以特定地區第二戶房貸作為實驗組 ($Treat_i = 1$)，第一戶房貸作為對照組 ($Treat_i = 0$)。樣本期間為 2022 年 6 月至 2023 年 12 月，其中 2023 年 5 月以前為政策施行前期間 ($Post_{t(i)} = 0$)，2023 年 6 月以後則為施行後期間 ($Post_{t(i)} = 1$)。

(一) 敘述統計

表8比較第五波信用管制實施前，實驗組和對照組的房屋貸款相關變數與借款人特徵。整體而言，兩組在多數特徵上存在顯著但微小的差異。首先，兩組的平均貸款成數相當接近，實驗組為 66.4%，對照組為

65.5%，差異約 0.9個百分點。新增房貸金額方面，實驗組平均為 826 萬元，對照組為 846 萬元，差異約 20 萬元。實驗組的貸款條件相對較差，貸款年限比對照組少約13 個月，且平均貸款利率高出約 0.21 個百分點。

在貸款所購置之房屋的特徵上，實驗組的每平方公尺房屋購買價格較高，但總價較低，顯示實驗組的貸款人傾向購買較小但單價較高的房屋。兩組在臺北市的占比相近，實驗組約 10.2%，對照組約 9.7%。在借款人特徵方面，實驗組的借款人平均年齡較對照組多出約 2.9 歲，且女性占比略高 0.014。教育程度方面，實驗組平均教育年數較對照組低約 0.25 年。上述敘述統計顯示，在信用管制前，實驗組與對照組在貸款成數等主要特徵上差異不大，但在借款人的人口特徵上存在一些差異，這些差異將在迴歸分析時透過控制變數加以處理。需要注意的是，這裡兩組特性上的差異，有一部分可能來自於第三波信用管制政策的影響。

表8 敘述統計：第五波房貸信用管制的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.664 (0.203)	0.655 (0.217)	0.00864*** (0.00174)
新增貸款金額（千元）	8,263 (6,283)	8,461 (5,889)	-193.2*** (47.96)
貸款年限（月）	309.6 (69.52)	323.1 (0.275)	-13.47*** (0.55)
貸款利率	2.147 (0.286)	1.941 (0.263)	0.208*** (0.00224)
房屋購買價格（千元）	12,777 (8,678)	13,223 (8,114)	-436.5*** (66.11)
每平方公尺房屋購買價格（千元）	94.40 (60.80)	89.67 (67.81)	4.893*** (0.497)
臺北市比例	0.102 (0.302)	0.097 (0.296)	0.0046* (0.0024)
性別（女）	0.496 (0.500)	0.482 (0.500)	0.014*** (0.00404)
年齡	44.08 (9.138)	41.21 (10.06)	2.869*** (0.0806)
教育年數	13.17 (4.312)	13.41 (4.199)	-0.246*** (0.034)
樣本數	16,958	155,709	

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

(二) DID 估計值

表9呈現 DID 式(1) 中 γ 係數的估計結果，橫跨五種不同的模型設定，逐步加入控制變數以檢視估計結果的穩健性，我們會以控制變數最完整的第 5 欄為主要估計結果。實證結果顯示第五波信用管制政策對特定地區第二戶房貸的影響如下：首先，在貸款成數方面（Panel A），政策實施後實驗組相較於對照組的貸款成數顯著下降約 2.16 個百分點，這個降幅約為實驗組政策實施前平均貸款成數（66.4%）的 3.25%，且在加入不同控制變數後估計值相當穩定。

在新增房貸金額方面（Panel B），政策實施後實驗組相較於對照組下降約 3.88%，且在五種模型設定下都呈現統計顯著。貸款年限（Panel C）也出現顯著減少，約減少 2.2 個月，但這個效果僅在控制借款人特徵後才變得顯著。相較之下，貸款利率（Panel

D）的估計值雖為負但相當小，且統計上不顯著，顯示銀行並未因應本波政策而調整第二戶房貸的利率。

在房屋購買價格方面（Panel E），政策實施後實驗組相較於對照組下降約 1.80%，且在不同模型設定下都達到統計顯著。然而，每平方公尺房屋購買價格（Panel F）的估計值雖為負但統計上不顯著，這表示本波政策雖然對房屋購買價格產生些微的抑制效果，但對單位面積房屋購買價格的影響並不明顯。整體而言，DID 的估計結果顯示，第五波信用管制政策確實對特定地區第二戶房貸產生了抑制效果，但影響程度不大。這可能反映出本波政策是在 2021 年 9 月已實施無寬限期管制的基礎上，進一步調降貸款成數上限，這讓政策所產生的邊際效果較小。為了方便比較第一、三、五波信用管制的結果，我們將三波的結果簡要整理在表10。

表9 DID 估計值：第五波房貸信用管制

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 房貸成數					
<i>Treat × Post</i>	-0.0184*** (0.00256)	-0.0183*** (0.00256)	-0.0215*** (0.00253)	-0.0213*** (0.00254)	-0.0216*** (0.00253)
基準值平均			0.664		
Panel B: 新增房貸金額取對數					
<i>Treat × Post</i>	-0.0335*** (0.0103)	-0.0336*** (0.0103)	-0.0361** (0.0103)	-0.0358*** (0.0103)	-0.0388*** (0.0102)
基準值平均			8.738		
Panel C: 貸款年限					
<i>Treat × Post</i>	-1.037 (0.897)	-1.059 (0.897)	-2.103** (0.851)	-2.088** (0.851)	-2.211*** (0.846)
基準值平均			309.6		
Panel D: 貸款利率					
<i>Treat × Post</i>	-0.00280 (0.00340)	-0.00238 (0.00319)	-0.0014 (0.00342)	-0.00151 (0.00342)	-0.000861 (0.0034)
基準值平均			2.147		
Panel E: 房屋購買價格取對數					
<i>Treat × Post</i>	-0.0204** (0.00803)	-0.0208*** (0.00803)	-0.0155* (0.00797)	-0.0156** (0.00794)	-0.0180** (0.00788)
基準值平均			9.255		
Panel F: 房屋每平方公尺購買價格取對數					
<i>Treat × Post</i>	-0.0125 (0.0150)	-0.0179 (0.015)	-0.00609 (0.015)	-0.00630 (0.015)	-0.00572 (0.015)
基準值平均			4.242		
樣本數			83,703		
年-月固定效果		是			
年齡			是	是	是
性別				是	是
年薪				是	是
教育程度					是

註：上表為比較特定地區新增之個人第二戶房貸（實驗組）與特定地區新增之個人第一戶房貸（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

表10 各波選擇性信用管制政策效果綜合比較

變數	第一波（2020/12）	第三波（2021/9）	第五波（2023/6）
貸款成數（LTV）	下降（約13%）	下降（約2–3%）	下降（約3%）
新增房貸金額	下降（約20–30%）	下降（約13–15%）	下降（約4%）
貸款年限	減少（明顯）	減少（不顯著）	減少（約2%，部分顯著）
貸款利率	上升（約8–13%）	上升（約6–7%）	不變
房屋買價	下降（約6%）	下降（約4–8%）	下降（約1.8%）
每平方公尺買價	下降（約8–20%）	下降（約20%）	不變

四、新青安貸款對房貸與房屋交易市場的影響

本節分析 2023 年 8 月實施的青年安心成家購屋優惠貸款精進方案（新青安）。為了評估此政策的效果，我們以新增青安貸款者作為實驗組 ($Treat_i = 1$)，第一戶非青安貸款者作為對照組 ($Treat_i = 0$)。樣本期間為 2023 年 1 月至 2023 年 12 月，其中 2023 年 7 月以前為政策施行前期間 ($Post_{t(i)} = 0$)，2023 年 8 月以後則為施行後期間 ($Post_{t(i)} = 1$)。

（一）敘述統計

表11比較新青安政策實施前，實驗組和對照組的房屋貸款相關變數與借款人特徵。整體而言，兩組在貸款條件和購屋選擇上存

在顯著差異，反映了選擇申請青安貸款者與一般首購者的不同特性。

在貸款條件方面，實驗組的平均貸款成數（66.7%）略高於對照組（65.1%），但新增貸款金額顯著較低，平均約 552 萬元，比對照組的 849 萬元少了 297萬元。實驗組的貸款年限較長（340 個月 vs. 321 個月），且有較低的貸款利率（2.006% vs. 2.117%），這可能與青安貸款原有的利率補貼有關。

在購屋行為方面，實驗組的平均房屋購買價格（916 萬元）和每平方公尺房屋購買價格（7.63 萬元）都顯著低於對照組（分別為 1,348 萬元和 8.76萬元）。此外，實驗組在六都和台北市的購屋比例也較低，分別低了 15.2 和 4.57 個百分點，顯示青安貸款申請者傾向選擇較便宜且位於非都會區的房屋。

表11 敘述統計：新青安貸款的估計樣本

變數名稱	實驗組平均	控制組平均	平均差
貸款成數	0.667 (0.193)	0.651 (0.217)	0.0163*** (0.00242)
新增貸款金額（千元）	5,518 (3,116)	8,490 (6,030)	-2,971*** (65.84)
貸款年限（月）	340.3 (46.38)	320.8 (71.41)	19.57*** (0.784)
貸款利率	2.006 (0.0862)	2.117 (0.249)	-0.110*** (0.00270)
房屋購買價格（千元）	9,156 (5,692)	13,477 (11,200)	-4,321*** (96.89)
房屋每平方公尺購買價格（千元）	76.30 (42.47)	87.64 (59.14)	-11.35*** (0.652)
六都比例	0.656 (0.475)	0.808 (0.393)	-0.52*** (0.00449)
臺北市比例	0.0442 (0.206)	0.090 (0.286)	-0.0457*** (0.00315)
性別（女）	0.474 (0.499)	0.481 (0.500)	-0.00658 (0.00561)
年薪（千元）	604.7 (1,132)	786.9 (1,634)	-182.2*** (17.99)
年齡	36.07 (8.568)	41.73 (10.18)	-5.654*** (0.113)
教育年數	13.37 (3.972)	13.30 (4.234)	0.0654 (0.0473)
樣本數	8,565	108,769	
不含2023年7月樣本數	7,496	91,826	

註：上表為新增貸款第一戶青安貸款者（實驗組）與新增貸款第一戶非青安貸款者（控制組）在政策施行前之敘述統計。括號內為標準誤。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

在借款人特徵方面，實驗組的平均年齡（36.1 歲）明顯低於對照組（41.7歲），呼應了青安貸款主要吸引年輕首購族群的特性。性別和教育程度的差異則不顯著。上述差異顯示，在新青安政策實施前，選擇申請青安貸款的族群確實較為年輕並傾向購買較便宜的房屋，這些特徵差異將在後續迴歸分析中透過控制變數加以考量。

（二）DID 估計值

表12呈現式 (1) 的估計結果。在控制最完整的第 5 欄中，新青安貸款的效果如下：新增房貸金額（Panel A）顯著增加 13.1%，而貸款年限（Panel B）增加 46.28 個月，兩者皆達到 1% 的顯著水準。貸款利率（Panel C）則顯著下降 0.17 個百分點。這些結果顯示新青安貸款確實改善了年輕購屋者的貸款條件。

在購屋選擇方面，房屋購買價格（Panel D）和每平方公尺房屋購買價格（Panel E）分別顯著上升 17.1% 和 19.9%，而六都占比（Panel F）也增加 10.4個百分點。這些估計結果都在 1% 水準下顯著，且在加入不同控制變數後仍相當穩定，顯示新青安貸款不僅提升了年輕人的購屋預算，也擴大了其在都

會區的購屋機會。

整體而言，DID 的估計結果顯示新青安貸款透過優惠的貸款條件，有效提升了年輕人的購屋能力，並使其能夠選擇單價較高、位於都會區的房屋。

五、區域層次分析結果

最後，我們採用 Shift-Share 工具變數方法來評估 2020 年以來央行各波信用管制政策對整體房貸市場的影響。這個方法的優勢在於能同時考量所有信用管制措施（包含對自然人、公司法人、建商等不同對象的管制）對區域房貸市場的綜合效果。我們利用各區域在政策實施前（2019 年）的房貸結構差異，結合不同類型房貸受到政策影響的程度，建構出反映各區域受政策影響強度的指標。

本節的分析僅呈現第一階段估計結果，即評估政策引導的貸款成數變化對實際貸款成數變化的影響。如表13所示，不論是半年期或全年期的估計值都不具統計顯著性，由於這個工具變數對各區域（鄉鎮區）的實際房貸成數的變化影響很小，使得我們無法進一步進行第二階段的估計分析。

表12 DID 估計值：青安貸款政策

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Panel A: 新增房貸金額取對數					
	0.163*** (0.00846)	0.160*** (0.00850)	0.155*** (0.00845)	0.155*** (0.00844)	0.131*** (0.00842)
基準值平均			8.469		
Panel B: 貸款年限					
	50.99*** (0.785)	50.18*** (0.787)	47.39*** (0.735)	47.42*** (0.735)	46.28*** (0.735)
基準值平均			340.0		
Panel C: 貸款利率					
	-0.181*** (0.00180)	-0.180*** (0.00179)	-0.178*** (0.00182)	-0.178*** (0.00182)	-0.173*** (0.00185)
基準值平均			2.006		
Panel D: 房屋購買價格取對數					
	0.185*** (0.00703)	0.178*** (0.00705)	0.194*** (0.00707)	0.192*** (0.00703)	0.171*** (0.00686)
基準值平均			8.981		
Panel E: 房屋每平方公尺購買價格取對數					
	0.183*** (0.00862)	0.152*** (0.00861)	0.199*** (0.00870)	0.198*** (0.00871)	0.199*** (0.00875)
基準值平均			4.219		
Panel F: 六都					
	0.105*** (0.00617)	0.106*** (0.00618)	0.106*** (0.00617)	0.106*** (0.00617)	0.104*** (0.00616)
基準值平均			0.656		
樣本數	220,444				
不含2023年7月樣本數			202,432		
年-月固定效果		是			
年齡			是	是	是
性別				是	是
年薪				是	是
教育程度					是

註：上表為比較新增貸款第一戶青安貸款者（實驗組）與新增貸款第一戶非青安貸款者（控制組）不同結果變數之 DID 估計值。括號內為群聚穩健標準誤 (Cluster robust standard error)。基準值平均為實驗組在政策施行前之平均。各模型包含不同控制變數，並以「是」註記。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

表13 區域層次分析：Shift-Share 估計值

	半年期				全年期	
<u>貸款成數簡單平均</u>						
工具變數 ΔLTV	-0.0898 (0.0751)	0.0288 (0.0539)	-0.0135 (0.0499)	-0.0644 (0.0679)	0.0162 (0.0494)	0.0007 (0.0452)
調整後之R平方	0.0051	0.0197	0.0778	0.0014	0.0011	0.0457
樣本數	309	251	251	320	270	270
青安占比	是				是	
青安總額	是				是	

註：上表為 shift-share 工具變數方法之第一階段估計值。半年期指以 2019 年下半年為基準期，並以 2023 年下半年作為政策實施後的比較期；全年期以 2019 年全年為基準期，並以 2023 年全年為比較期。樣本單位為鄉鎮區，括號內為穩健標準誤 (Robust standard error)。***：1% 顯著水準，**：5% 顯著水準，*：10% 顯著水準。

這些結果顯示，儘管央行自 2020 年以來的信用管制政策對受管制的第三戶或特定地區第二戶房貸產生了顯著影響（如第一波政策導致第三戶房貸成數下降 8.7 個百分點，第三波無寬限期政策讓特定地區第二戶房貸房屋購買價格下降 5-8%），但對整體房貸市場的影響相對有限。究其原因，目前

的管制政策主要針對自然人第二戶以上的房貸或是法人的貸款，而這些被管制的貸款類型占整體房貸市場的交易比重不到 20%（請見表14），因而難以改變「整體」房貸市場的趨勢（即使是直接被管制的房屋貸款成數）。

表14 新增房屋貸款年筆數

年度	第1筆	第2筆	第3筆	第4筆	第5筆以上	年總合
2018	164,794	33,789	9,556	5,913	3,499	217,551
2019	184,535	35,905	9,857	6,011	3,293	239,601
2020	201,511	42,781	11,043	6,781	3,723	265,839
2021	215,949	45,633	9,556	5,375	3,451	279,964
2022	218,604	36,358	6,633	3,676	3,640	268,911
2023	225,516	32,899	4,896	2,406	2,974	268,691
總和	1,210,909	227,365	51,541	30,162	20,580	1,540,557

伍、結論與政策意涵

本研究利用聯徵中心的個人房屋貸款資料，分析 2020 年以來央行實施的選擇性信用管制政策與 2023 年新青安貸款的效果。我們有三個主要發現：第一，針對第二戶以上房貸的選擇性信用管制政策確實能影響目標對象的借貸行為以及所購置的房屋價格。第一波限制第三戶房貸成數的政策效果最為顯著，不僅使貸款成數降低約 8.7 個百分點，新增房貸金額也下降約 21 – 22%。更重要的是，政策改變了房屋交易行為：房屋購買價格下降，且每平方公尺房屋購買價格也下降約 8%，反映借款者轉向購買單價較低的房屋。第三波針對特定地區第二戶房貸實施無寬限期的政策，通過提高每月還款壓力，讓新增房貸金額下降約 4 – 5%，同時房屋單價也大幅下降約 17%。然而到了第五波進一步調降特定地區第二戶房貸成數之上限，由於第三波已對市場產生相當大的效果，這波政策的邊際效果相對較小，但貸款成數仍下降約 2 個百分點。

第二，我們發現新青安貸款對房貸市場產生了顯著影響。該方案不僅提高了第一戶房貸的借款人的貸款金額（增加 13.1%），並大幅延長貸款年限（增加 46 個月），更重要的是擴大了其購屋選擇範圍，包括提高購置房屋交易總價（增加 17.1%）與在都會區購屋的比例（增加 10.4 個百分點）。且這

個政策是針對名下無房者（通常會是第一戶房貸的借款人），預期對整體房貸市場產生相當大的影響。

第三，雖然央行 2020 年以來的第 1-5 波信用管制政策對受管制對象確實產生了顯著影響，但根據我們的區域層次分析結果顯示，這些政策對整體房貸市場的影響相對有限。考慮到台灣房貸市場的主力在第一戶房貸，這個結果並不令人意外，因為這些政策主要鎖定第二戶以上的房貸與法人的貸款，而這些被管制的貸款類型占整體房貸市場的比例不到 20%。因此，若要對整體房貸市場產生明顯的影響，需要針對第一戶房貸進行信用管制，這顯示央行最近實施的第七波信用管制政策，將管制重點轉向第一戶房貸可能是正確的方向。

本研究的實證結果對未來政策制定具有以下重要啟示^{註16}：首先，央行無寬限期的規定，以及銀行自主對無寬限期之貸款調高利率，為有效率的措施。第三波政策的實證結果顯示，即使不直接限制貸款額度，透過調整還款方式也能有效影響借款人的購屋決策，讓新增房貸金額下降約 4 – 5%，同時房屋交易單價大幅下降約 17%。這種做法允許市場機制發揮更大作用，同時也能達到預期的調節效果。

其次，在政策目標的選擇上，過去五波

信用管制主要著重在第二戶以上的房貸，然而這些貸款在整體房貸市場僅占約 18%，因此政策影響力有限。相較之下，2023 年新青安貸款針對首購族的介入，對占比超過 80% 的第一戶房貸市場立即產生了顯著影響，不僅提高了貸款金額與貸款年限，也改變了購屋行為。這顯示央行第七波信用管制政策，

將管制重點轉向有房者新增第一戶房貸是正確的方向。特別是選擇先從要求無寬限期開始，而非直接限制貸款成數，這種漸進式的做法應能在維持市場穩定的同時，也達到適度調節的效果。^{註17} 然而，第七波信用管制政策的實際效果為何，值得後續研究繼續探索。

附 註

- (註1) 根據信義房屋房價指數，2020 年第 1 季全國房價指數為 108.34，至 2023 年第 4 季已達 153.44，累積成長約 41.6%，資料來源：信義房價指數。此一現象並非台灣獨有，同期間亞洲其他國家（例如新加坡、韓國、香港等）也都面臨相同問題。
- (註2) CLL 規定房利美 (Fannie Mae) 或房地美 (Freddie Mac) 可購買或證券化的房貸上限，若借款人購買低於這個限額以下的房子，其貸款因為可以被房利美及房地美購買，因此房貸利率通常較低。反之若購買價格在 CLL 以上的房屋，房貸利率通常較高。由於 CLL 經常調整，造成前一年剛好超過限額的房屋，隔年價格落在限額之下，讓借款人得以用較低利率貸款。
- (註3) 中央銀行於 2024 年另有兩波選擇性信用管制，惟因資料限制不在本文分析之列。
- (註4) 銀行可能將同一貸款契約根據貸款方案拆分成不同額度，並給予不同利率和寬限期，如貸款部分額度可能同時適用青安貸款，即會拆分成兩筆。
- (註5) 同一擔保品進行重複估價時，銀行將會連同過去的舊資料和新資料並陳於「不動產擔保品明細檔 (092)」和「擔保品建號附加檔 (095)」中，使得同樣的房屋資料會重複出現多次。因此，在計算擔保品中房屋實際總數時，必須去除重複的部分。
- (註6) 同一擔保品中包含多個房屋時，銀行不會申報個別房屋的鑑估值，而是回報所有擔保品的鑑估值總額；若擔保品是透過買賣取得，則會一併回報所有擔保品的售價。
- (註7) 聯徵資料中，擔保品的鑑估值是將所有擔保品（包含房屋與土地）合計，而無法區分個別擔保品的價值，因此可能會導致擔保品總值被高估，造成貸款成數計算時的分子變大，進而低估貸款成數。
- (註8) 我們採用 1% 作為極端值調整的門檻，除了依循資產價格相關文獻中的實務慣例，也可在調整極端值的同時，避免對數據造成過度干預。
- (註9) 我們曾嘗試以新增貸款為借款人的第一戶房貸作為對照組，但因第一戶房貸者與擁有多戶房貸者性質差異較大，且實驗組與對照組在政策前的並沒有平行趨勢，故最終並未採用。
- (註10) 為了能夠觀察實驗組及對照組在政策前的平行趨勢以及政策後的效果，樣本期間的選擇以政策發生前後各一年為原則，然因中央銀行進行了多波的信用管制，為了避免各政策影響期間過度重疊，第三波的政策觀察期便有所限縮。
- (註11) 我們未使用非特定區域的第二戶房貸作為對照組，主要是因為非特定區域可能受政策外溢效應的影響，購屋者可能因政策轉而購買非特定區域的房屋，進而推高非特定區域的房屋購買價格，導致政策效果高估。我們後續亦有嘗試以第二戶房貸作為對照組進行分析，但因實驗組與對照組在政策前的並沒有平行趨勢，故最終並未採用。

- (註12) 有關青安貸款樣本之推估，詳見下一節「新青安貸款估計樣本」。
- (註13) 青安貸款共有三種利率補貼方案，分別為一段式：基準利率 +0.585%(2021 年後改為+0.525)、兩段式：前兩年為基準利率 +0.345%，第三年起為基準利率 +0.645%、以及混合固定：第一年為基準利率 +0.525 固定計息，第二年為基準利率 +0.625% 固定計息，第三年起為基準利率 +0.625% 機動計息。
- (註14) 我們使用簡單平均來計算平均房貸成數，亦有使用過加權平均，但結果不變。
- (註15) 我們在分析時也將使用 2019 年全年作為基期，並以 2023 年全年為比較期。
- (註16) 需要強調的是，部分建議措施（如無寬限期、循序漸進的實施策略等）央行已實際採行，我們只是從本研究的實證結果角度，再次強化其政策意涵。
- (註17) 中央銀行第七波信用管制政策，是針對已經持有房屋者，新增第一戶房貸時才進行管制，對於尚未持有房屋者則不受限制。

參考文獻

中文文獻

王泓仁、陳南光、林姿妤（2017），「房貸成數對臺灣房地產價格與授信之影響」，《中央銀行季刊》，第三十九卷第三期，頁5–39。

英文文獻

- Adelino, Manuel, Antoinette Schoar and Felipe Severino (2014), “Credit Supply and House Prices: Evidence from Mortgage Market Segmentation,” National Bureau of Economic Research Working Paper No. 17832.
- Ahuja, A. and M. Nabar (2011), “Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons from Hong Kong SAR,” IMF Working Paper WP/11/284.
- Autor, David H., David Dorn and Gordon H. Hanson (2013), “The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States,” *American Economic Review*, Vol. 103, No. 6, pp. 2121–2168.
- Bartik, Timothy J. (1991), Who Benefits from State and Local Economic Development Policies?, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, Michigan.
- Card, David (2001), “Immigrant Inflows, Native Outflows, and the Local Labor Market Impacts of Higher Immigration,” *Journal of Labor Economics*, Vol. 19, No. 1, pp. 22–64.
- Chi, Chun-Che, Cameron LaPoint and Ming-Jen Lin (2023), “Spatially Targeted LTV Policies and Collateral Values,” SSRN Working Paper No. 4426887.
- De Araujo, Douglas Kiarrelly Godoy, Joao Barata Ribeiro Blanco Barroso and Rodrigo Barbone Gonzalez (2020), “Loan-to-Value Policy and Housing Finance: Effects on Constrained Borrowers,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 42, pp. 100830.
- Duca, John V., John Muellbauer and Anthony Murphy (2011), “House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the US Experience,” *The Economic Journal*, Vol. 121, No. 552, pp. 533–551.
- Eerola, Essi, Teemu Lyytikäinen and Sander Ramboer (2022), “The Impact of Mortgage Regulation on Homeownership and Household Leverage: Evidence from Finland’s LTV Reform,” VATT Institute for Economic Research Working Paper.
- Favara, Giovanni and Jean Imbs (2015), “Credit Supply and the Price of Housing,” *American Economic Review*, Vol. 105, No. 3, pp.

958–992.

- Higgins, Brian E. (2024), “Mortgage Borrowing Limits and House Prices: Evidence from a Policy Change in Ireland,” ECB Working Paper.
- Iacoviello, Matteo (2005), “House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 3, pp. 739–764.
- Iacoviello, Matteo and Stefano Neri (2010), “Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 2, pp. 125–164.
- Igan, Deniz and Heedon Kang (2011), “Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea,” IMF Working Paper 11/297.
- Jaeger, David A., Joakim Ruist and Jan Stuhler (2018), “Shift-Share Instruments and Dynamic Adjustments: The Case of Immigration,” NBER Working Paper No. 24285.
- Kovak, Brian K. (2013), “Regional Effects of Trade Reform: What is the Correct Measure of Liberalization?” *American Economic Review*, Vol. 103, No. 5, pp. 1960–1976.
- Kuttner, Kenneth N. and Ilhyock Shim (2012), “Taming the Real Estate Beast: The Effects of Monetary and Macroprudential Policies on Housing Prices and Credit,” Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper.
- Lambertini, Luisa, Caterina Mendicino and Maria Teresa Punzi (2013), “Leaning Against Boom-Bust Cycles in Credit and Housing Prices,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 37, No. 8, pp. 1500–1522.
- Laufer, Steven and Nitzan Tzur-Ilan (2021), “The Effect of LTV-Based Risk Weights on House Prices: Evidence from an Israeli Macroprudential Policy,” *Journal of Urban Economics*, Vol. 124, 103349.
- Nier, Erlend, Heedon Kang, Tommaso Mancini, Heiko Hesse, Francesco Columba, Revaz Tchaidze and Joannes Vandenbussche (2012), “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies: Background Paper,” Working Paper.
- Tzur-Ilan, Nitzan (2023), “Adjusting to Macroprudential Policies: Loan-to-Value Limits and Housing Choice,” *The Review of Financial Studies*, Vol. 36, No. 10, pp. 3999–4044.
- Wong, Eric, Tom Fong, Ka-fai Li and Henry Choi (2011), “Loan-to-Value Ratio as a Macroprudential Tool: Hong Kong’s Experience and Cross-Country Evidence,” Hong Kong Monetary Authority Working Paper No. 01/2011.
- Wong, T. C., A. Tsang and S. Kong (2014), “How Does Loan-to-Value Policy Strengthen Banks’ Resilience to Property Price Shocks—Evidence from Hong Kong,” HKIMR Working Paper No. 03/2014.
- Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), “Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia,” IMF Working Paper 14/22.

Evaluating the Effectiveness of Policies Aimed at Strengthening Taiwan's Housing Market Since 2020

Tzu-ting Yang, Shian Chang*

Abstract

This paper evaluates the effects of Taiwan's macroprudential housing policies since 2020, focusing on selective credit controls and the 2023 Program of Preferential Housing Loans for Youth. Using 2018–2023 data from the Joint Credit Information Center, we employ Difference-in-Differences and Shift–Share approaches to estimate impacts on loan-to-value ratios, loan amounts, and housing prices. The results show that credit controls reduced leverage and speculative borrowing, while the youth loan program stimulated first-home purchases. These findings offer policy insights for balancing financial stability and housing affordability.

Keywords: Selective Credit Controls, Youth Loan Program, Difference-in-Differences, Housing Prices, Loan-to-Value Ratio

JEL classification code: G28, G51

* The views expressed in this paper are those of the authors 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.

以菲利浦曲線評估台灣通膨風險 (IaR) *

蔡釗旻**

摘 要

本文參考Adrian et al. (2019)提出的分量迴歸模型，並設定偏斜 (skewed-t) 分配，再依循Prasad et al. (2019)的架構擴充應用至評估台灣未來短期的通膨風險 (Inflation at risk, IaR)。實證結果說明如下：

- 一、相較於通膨預期，因價格制定存在僵固性，對未來6個月內而言，通膨落後期對通膨的影響較大，顯示後顧型 (backward-looking) 通膨的主導地位；惟隨時間經過 (6個月以後)，該效果轉弱，轉由通膨預期驅動著未來通膨，隱含前瞻性 (forward-looking) 通膨的重要性。
- 二、基本工資與國際油價均對未來通膨具顯著的正向影響，短期內，二者增加將造成成本推動型通膨。特別的是，相較於低通膨期間，在高通膨期間，基本工資的影響較大，惟國際油價反而在高通膨期間的影響較小，主因當國際油價高漲時，政府會實施緩和油價措施 (如調降油品之貨物稅) 或中油會啟動油價平穩機制。
- 三、情境分析結果指出，當基本工資與國際油價發生正向衝擊時，會明顯推升通膨的上行風險。此外，通膨落後期 (後顧型通膨) 發生會使得通膨壓力持續，惟通膨預期 (前瞻性通膨) 則有助於減緩通膨壓力。

關鍵詞：通膨風險 (IaR)、菲利浦曲線、通膨落後期、通膨預期

JEL分類代號：C12、E27、E31

* 本文初稿完成於民國113年11月，114年10月修正完稿。本文承蒙嚴副總裁宗大、朱副總裁美麗、吳局長懿娟、曹處長體仁、陳副處長裴紋、葉副處長盛、蕭助理研究員宇翔之悉心審閱，以及處內其他同仁與行外評論人給予寶貴意見，特致衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

** 作者為中央銀行經濟研究處三等專員。

壹、前言

物價穩定一直係各國央行重要的政策目標，為確保市場價格機制順利運作，對央行而言，如何預測短期通膨風險與分析潛在驅動因素係相當重要的課題。

2020年初，COVID-19疫情全球大流行，各國啟動防疫管制措施，衝擊全球經濟及供應鏈運作，並阻礙貿易活動。該年4月IMF的世界經濟展望（World Economic Outlook, WEO）報告指出，先進國家2020年全年通膨預測值自2019年之1.4%下調至0.5%，而新興國家則自5.0%下調至4.6%；此外，部分研究亦示警，嚴格的防疫管制措施將造成全球經濟活動停滯以及需求大幅減少，進而導致國際油價大幅下跌，引發市場擔憂未來經濟陷入通縮的疑慮。

嗣後，經濟活動逐漸復甦，惟供應鏈問題仍存，以及勞動力短缺造成供給限制（塞港問題）與物流運輸量能匱乏，加以俄烏戰爭引發輸入性通膨等因素，推升能源、大宗商品等價格，加劇通膨壓力，進而增加民眾在能源與糧食上的支出。

回顧COVID-19疫情全球大流行當下，部分研究者對未來通膨情況存在誤判，主因疫情干擾與防疫管制措施等影響，加以必須同時考慮供應鏈斷鏈、塞港、物流延誤等問題，惟此等因素均難以量化。

然而，在COVID-19疫情全球大流行之

後，需求恢復速度快於預期，且實際的通膨壓力亦比多數央行預測得更高、更持久（IMF, 2022），此意味著多數央行低估通膨的上行風險，有鑑於此，在此一不確定的環境下，重新認定影響通膨的關鍵因素變得至關重要，此不僅有利評估未來的通膨風險（inflation rate at risk, 以下簡稱IaR），並可即時制定因應對策，進而降低通膨偏離政策目標的可能性。

近期，多數國外文獻參考Adrian et al. (2019)提出的分量迴歸模型，並設定偏斜t分配，再依循Prasad et al. (2019)的架構，擴充應用評估未來的通膨風險（Banerjee et al., 2020; 2024; López-Salido and Loria, 2020; Makabe and Norimasa, 2022; Queyranne et al., 2022），因其涵蓋整個通膨分配，有助於分析驅動通膨上、下行風險（upside risk and downside risk）的潛在因素，以及可能的影響效果，此可作為貨幣政策的補充資訊。

本文的主要貢獻係將該架構應用至通膨上，評估台灣未來短期的通膨風險，實證結果能提供相關單位參考，亦有助於央行掌握經濟情勢與即時制定因應政策，提高央行政策可信度。其餘章節內容依序為：第貳章針對相關文獻做回顧，第參章為研究方法與變數說明，第肆章為敘述統計與實證結果，第伍章為結論與建議。

貳、文獻回顧

一、與影響通膨因素有關的文獻

有關通膨的文獻，大多採用總體經濟變數或菲利浦曲線來估計，其中，影響因素包括：產出缺口或失業率缺口、薪資（或單位勞動成本）、匯率、進口物價（或國際油價）、通膨預期、金融情勢等。

Mehra (2000)擷取1952年第1季至1999年第2季美國的薪資資料，驗證較高的薪資成長是否會推升未來通膨。結果發現，在1966年第1季至1983年第4季的高通膨期間下，薪資成長確實會推升美國通膨率；惟在部分樣本期間下則否，如1953年第1季至1965年第4季與1984年第1季至1999年第2季的低通膨期間，該結果意味著，此期間的薪資成長並非影響美國通膨的主要因素。

不同於Mehra (2000)，Heise et al. (2022)亦探討美國薪資對通膨的影響，結果指出，在大溫和（The Great Moderation）期間，對中國進口的比重上升與國內市場集中度增加均會削減薪資對價格的傳遞效果，以致薪資成長對通膨率的影響較小。此外，該文亦指出，當高通膨期間時，單位勞動成本的影響較大。

Gilchrist and Mojon (2016)利用銀行與非金融機構發行的次級債券市場價格計算2種不同的貸款利差，作為歐元區金融情勢的代理變數。FAVAR模型的估計結果指出，就

預測績效而言，採用銀行端的債券資料所建構之貸款利差優於非金融機構；再者，金融情勢緊縮會導致歐元區的產出與通膨率大幅下降，此意味著歐洲的債券市場對整個歐元區及其成員國的經濟活動存在有用的預測資訊。

Gilchrist et al. (2017)旨在觀察通膨動態與經濟活動間之關係，透過顧客市場理論（customer markets theory），自理論與實證的角度，分析金融危機期間的通膨動態。實證發現，2008年全球金融危機造成金融市場動盪，致多數企業的財務狀況急遽緊縮，內部流動性受限且財務槓桿較高的企業（即最容易受流動性衝擊者）大幅提高價格，主因企業傾向維持內部流動性，並減少昂貴的外部融資，以因應驟減的需求或財務衝擊。相較之下，流動性不受限制的企業則在此期間降價，推升其市場占有率，進而造成財務緊張的企業流動性惡化，以致總產出減少。

Dany-Knedlik and Garcia (2018)闡述東協5國（新加坡、馬來西亞、泰國、印尼、菲律賓）改善貨幣政策架構的經驗，以及觀察其總體經濟融入全球經貿體系後對其通膨的影響。主要著重4個關鍵因素，即通膨預期、產出缺口、進口物價（不含石油）與油價，並觀察該等因素對通膨的影響效果隨時間經過之變動情形。結果發現，通膨預期係

最重要的因素，此隱含著貨幣政策的重要性。此外，自全球金融危機以來，樣本國家的菲利浦曲線明顯變平坦，主因經濟全球化可能減緩進口物價與油價對樣本國家通膨的影響。

Hasenzagl et al. (2022)建構通膨模型，並著重觀察3個主要驅動通膨的因素：通膨預期、產出缺口、油價。該文發現菲利浦曲線仍能良好地運作，惟在油價大幅波動下，油價對物價的影響則居於主導地位，且其可能藉由影響產出缺口來影響物價，以致偏離菲利浦曲線的預期結果。在面對持續大幅波動的油價下，民眾的預期可能偏離原本穩定的物價水準，進而影響未來的通膨動態，因此，如何引導民眾預期回歸正常係各國央行目前面臨的難題。

在國內文獻方面，侯德潛與徐千婷（2002）採用貨幣交易方程式與短期菲利浦曲線為基礎，建構通膨率的縮減式模型，探討貨幣流通速度、產出缺口、進口物價、勞動成本對通膨率的預測能力。結果發現，該模型的預測能力優於ARIMA模型，意味著在預測通膨率上，模型宜以菲利浦曲線為基礎。

葉盛與田慧琦（2004）為預測通膨率，建構多種模型，如成本加成模型、以菲利浦曲線為基礎的迴歸模型、ARIMA模型、隨機漫步模型等，針對2002年第2季至2004年第1季的通膨率進行樣本外預測。結果顯

示，以菲利浦曲線為基礎的模型之預測誤差普遍較小；再者，該文指出，貸款、股價、產出缺口、超額貨幣與成本加成為預測通膨率的重要因素。

黃朝熙（2007）採用貝氏向量自我迴歸模型，並認定各解釋變數的衝擊來預測核心通膨率。結果發現，該模型的預測能力佳且實質產出與進口物價對核心通膨率的影響最顯著，顯示此等變數蘊含未來核心通膨的預測資訊。

朱浩榜（2023）探討台灣失業率、失業率缺口與未來通膨間之關係是否穩定，並驗證對通膨的預測能力。結果發現，於2000年以前，失業率、失業率缺口與未來通膨間呈顯著的負向關係；惟於2001年以後，關係減弱且係數未達統計顯著性，顯示其對通膨預測能力漸趨消失。然而，該文進一步檢驗2001年後菲利浦曲線在不同條件下的預測能力發現，菲利浦曲線仍對未來1年的通膨率蘊含預測資訊。

二、與IaR有關的文獻

以往文獻大多著重於評估通膨平均值，惟部分文獻認為僅依賴條件平均值的模型無法提供在不同的通膨情況下，其與影響因素間之關係，似宜更全面針對整個通膨分配進行評估，如同英格蘭銀行（BoE）對外公布的扇形圖，此代表其對未來通膨分配的主觀預測。

Santos et al. (2011)指出，高且不穩定的通膨率會使得通膨預測變得相當困難，進而損害央行的可信度。IaR能夠評估整個通膨分配，並觀察不同時間下的通膨分配情形，雖然IaR無法給予政策利率調整幅度的建議，惟其結果可提高央行利率政策的可信度。

Manzan and Zerom (2013)探討總體經濟變數是否有助於預測通膨分配，以擴大通膨的可預測範圍。其模型納入6種常用的總體指標（如失業率、工業生產指數、個人實質消費支出、非農就業的薪資、新屋開工率、長短期利差），結果發現，失業率、新屋開工率與長短期利差有助於預測未來核心通膨率的分配。

近期，多數國外文獻參考Adrian et al. (2019)提出分量迴歸模型，並設定偏斜t分配，擴充應用評估未來的通膨風險。

Banerjee et al. (2024)使用固定效果的追蹤資料分量迴歸（quantile regression for panel data with fixed effect），並以開放經濟的菲利浦曲線為基礎，估計先進與新興國家未來4季的通膨率。結果指出，隨時間經過，樣本國家的通膨上行風險大抵下降，此反映著成功平抑通膨的過程（disinflationary processes）與通膨目標機制的採用。此外，該文亦發現新興國家存在顯著的非線性情形，當匯率大幅上升（即貨幣貶值）會增加通膨的上行風險，而金融情勢緊縮則會同時

增加通膨風險。

López-Salido and Loria (2020)建構擴充型的菲利浦曲線，並藉由分量迴歸估計1970年美國與歐元區的通膨風險，其中，模型納入5個解釋變數（落後期的通膨率、長期的通膨預期、失業缺口、進口價格的季增率、貸款利差），分別捕捉價格持續性、具前瞻性的價格制定、勞動市場就業、相對價格變動、金融情勢。實證結果發現，在樣本期間內，通膨的條件分配存在相當大的變異性，惟近期的通膨條件平均值對經濟情況的反應較為遲緩，無法充分反應通膨動態。此外，在控制勞動市場情況與通膨預期後，緊縮的金融情勢（即貸款利差）會明顯增加通膨的下行風險。

Korobilis et al. (2021)參考López-Salido and Loria (2020)，開發具時變參數（TVP）的貝氏分量迴歸模型，用以預測1990年至2019年歐元區的通膨風險。結果發現，納入時變參數後，私部門貸款、家計部門貸款與狹義貨幣（M1貨幣總計數）均會顯著地增加短、中期的通膨風險。

Makabe and Norimasa (2022)建構由美國、加拿大、日本、英國與8個歐盟成員國組成的追蹤資料，^{註1} 樣本期間為1965年第1季（大通膨期間）至2016年第4季，並採用分量迴歸模型，分析通膨風險的影響因素。結果指出，單位勞動成本與實質政府支出對通膨的上行風險具有顯著的影響。此外，進

口價格對通膨風險僅具有短期效果，而實質政府支出與單位勞動成本的影響則會持續到中期，可見不同的因素對通膨風險之影響存續期間存在異質性。

Queyranne et al. (2022)採用分量迴歸來估計12個中東與中亞國家的通膨風險。模型包含通膨的動態特徵，如後顧與前瞻驅動因素、非線性、匯率傳遞管道等。結果發現，後顧型通膨（當期的核心通膨率）與匯率（貨幣貶值）對未來核心通膨的上行風險具有顯著的影響效果。再者，若過去的核心通膨率處於較高水準時，會存在明顯的上行風險。在當前環境充滿高度不確定性下，實證結果對新興國家的貨幣政策與央行對外溝通上均具有重要的意義。

Muduli and Shekhar (2023)使用分量迴歸

估計2009年9月至2019年12月印度的通膨風險，並分析國內外總體經濟因素的影響。結果指出，經濟成長率增加、通膨預期上升、寬鬆的金融情勢、國際油價與全球大宗商品價格上漲均會推升通膨的上行風險。該文指出，此等因素能夠良好地捕捉到印度的通膨風險，使其落入2%至6%通膨目標區間，降低偏離通膨目標的可能性。

綜上所述，受2020年初COVID-19疫情全球大流行，主要先進國家採行史無前例的寬鬆貨幣政策與大規模的擴張性財政政策因應，充沛的國際資金外溢，以及供應鏈與塞港問題、俄烏戰爭等影響，均不斷推升能源與大宗商品價格。在當前不確定的環境下，重新認定國內通膨的主要驅動因素與估計通膨的上、下行風險係一重要課題。

參、IaR定義、估計步驟與選取變數說明

一、IaR定義

在給定某一範圍內，通膨率小於等於某一風險值的機率（如5%），對應著機率分配的第 τ 個分量（如第5個分量），表示成 $\Pr(\tilde{Y}_{t+h,\tau} \leq IaR_h(\tau|X_t)) = \tau$ ，即下行風險；相反地，通膨率大於等於某一風險值的機率（如95%），對應著機率分配的第 τ 個分量（如第95個分量），表示成 $\Pr(\tilde{Y}_{t+h,\tau} \geq IaR_h(\tau|X_t)) = 1 - \tau$ ，即上行風險。

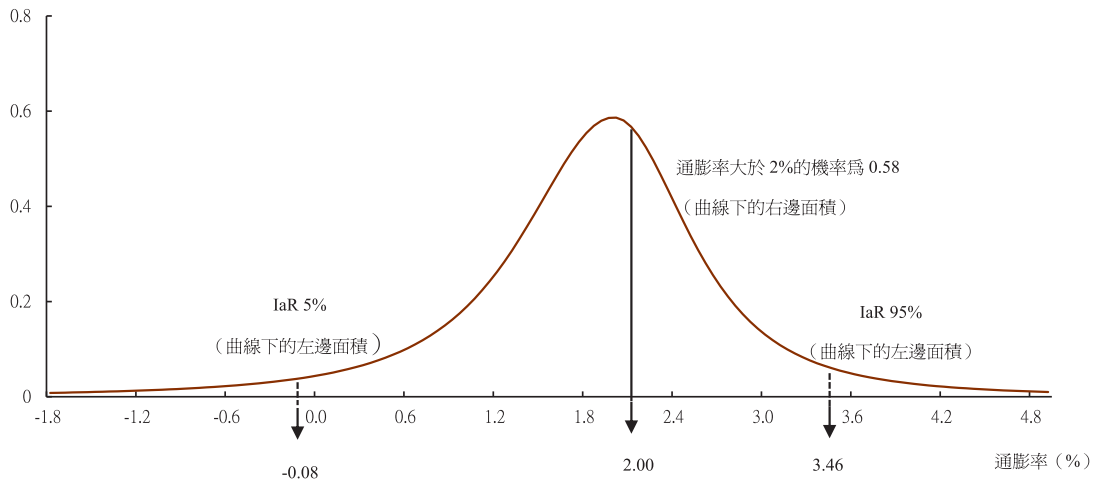
其中， h 代表未來期數（如未來1年，

則 $h = 12$ ）； τ 為分量； X_t 為 t 期下的解釋變數（如產出缺口、通膨預期等）； $\tilde{Y}_{t+h,\tau}$ 為未來 h 期、第 τ 分量下的通膨率配適值； $IaR_h(\tau|X_t)$ 係指在給定 t 期解釋變數的資訊下，未來 h 期、第 τ 分量下的通膨風險值。

以圖1為例，就給定分量或機率的角度而言，5%IaR係指未來通膨率有5%的機率小於等於-0.08%；95%IaR則意味著未來通膨率有5%的機率大於等於3.46%；再者，就通膨率在某一範圍內而言，例如，未來通膨率大於2%的機率為58%（即曲線下的右邊面積）。

圖1 IaR示意圖

機率密度 (probability density)



資料來源：作者繪製。

二、估計步驟

參考Adrian et al. (2019)提出的分量迴歸模型，並設定偏斜t分配，且遵循Prasad et al. (2019)的架構，以非線性方式估計未來通膨分配。估計步驟如下：

(一) 選擇變數

在預測通膨率上，多數文獻以菲利浦曲線為基礎，主因預測績效較佳，因此，本文以開放經濟的菲利浦曲線為基礎。（侯德潛與徐千婷, 2002; 葉盛與田慧琦, 2004; Dany-Knedlik and Garcia, 2018; Banerjee et al., 2024; López-Salido and Loria, 2020; Hasenzagl et al., 2022; Queyranne et al., 2022; 朱浩榜, 2023; Muduli and Shekhar, 2023）

主要選取6個與通膨相關的總體經濟變數，包含通膨落後期、通膨預期、產出缺

口、基本工資、國際油價、金融情勢，此等變數係文獻上發現的重要影響因素。

特別的是，上述6個變數除金融情勢外，均為單一解釋變數；對金融情勢而言，本文以金融情勢指數（financial condition index, 以下簡稱FCI，包含實質有效匯率指數），並採用主成分分析（principal components analysis, PCA）萃取「第1個主成分」作為代理變數。雖部分文獻會萃取數個主成分，惟難以個別賦予其經濟意義；相反地，萃取第一個主成分能夠保有直接的經濟意涵。

此外，模型亦納入11個控制變數，主因考量通膨存在季節性，且各月份的影響因子不同，如農曆春節（1、2月）、颱風豪雨的天候影響（5、6月梅雨季；7、8、9月颱風季）、^{註2}夏季（6~9月）調漲電費等，因

此，納入1~11月的虛擬變數作為控制變數。

另外，由於COVID-19疫情全球大流行衝擊經濟活動，本文設定虛擬變數來捕捉疫情期間的衝擊效果。將2019年12月（全球首位確診病例）至2023年5月（台灣疫情指揮中心正式解編）設定為1，其餘為0。

（二）採用分量迴歸^{註3}

採用Koenker and Bassett (1978)提出的分量迴歸，模型設定為：

$$y_{t+h}^{\tau} = \alpha^{\tau} + \sum_{i=1}^6 \beta_i^{\tau} x_{i,t} + \sum_{i=1}^{11} \gamma_i^{\tau} \delta_{i,t} + \varepsilon_{t+h}^{\tau} \quad (1)$$

y_{t+h}^{τ} 為在分量 τ 下，未來 h 期的通膨率， $\tau \in \{0.1, 0.2, 0.3, 0.4, 0.5, 0.6, 0.7, 0.8, 0.9\}$ ； $x_{1,t} \sim x_{6,t}$ 分別代表當期（ t 期）下的通膨率（即通膨落後期）、通膨預期、產出缺口、基本工資、國際油價、金融情勢，對應估計係數 $\beta_1^{\tau} \sim \beta_6^{\tau}$ 。以 β_1^{τ} 為例，此表示在不同分量下，當期通膨率（ $x_{1,t}$ ）與未來 h 期通膨率間之關係，以此類推，而 $\delta_{1,t} \sim \delta_{11,t}$ 為1~11月控制變數、 α^{τ} 為常數項、 ε_{t+h}^{τ} 為殘差項。

（三）估計未來通膨率的條件分配

參考Adrian et al. (2019)，在給定解釋變數（ $x_{i,t}$ ）下，被解釋變數的配適值（ \hat{y}_{t+h}^{τ} ）為 $\hat{\alpha}^{\tau} + \sum_{i=1}^6 \hat{\beta}_i^{\tau} x_{i,t} + \sum_{i=1}^{11} \hat{\gamma}_i^{\tau} \delta_{i,t}$ 。分量迴歸提供分量函數（即 $Q_{y_t|x_t, \delta_t}(\tau) = \beta_{\tau} x_t + \gamma_{\tau} \delta_t$ ）的估計值，該文採用偏斜t分配來配適模型，以平滑化分量函數，進而推導出機率密度函數（probability density function,

PDF），如下所示：

$$f(y; \mu, \sigma, \alpha, \nu) = \frac{2}{\sigma} \cdot t\left(\frac{y - \mu}{\sigma}; \nu\right) \cdot T\left(\alpha \frac{y - \mu}{\sigma} \sqrt{\frac{\nu + 1}{\nu + \frac{y - \mu}{\sigma}}}; \nu + 1\right) \quad (2)$$

其中， $t(\cdot)$ 、 $T(\cdot)$ 分別代表偏斜t分配的機率密度函數（PDF）與累積分配函數（cumulative distribution function, CDF）。該分配取決於4個參數（位置（ μ , location）規模（ σ , scale）、型態（ α , shape）、與偏態（ ν , skew））。

根據基礎的機率分配（ $t(y - \mu / \sigma; \nu)$ ）來推導，其由累積分配函數（即 $T(\cdot)$ ）與型態參數（ α ）塑型。偏斜t分配的顯著特例為 $\alpha = 0$ 的t分配。再者，當 $\alpha = 0$ 且 $\nu = \infty$ 時，分配將縮減成平均數為 μ 、標準差為 σ 的高斯分配（Gaussian distribution）。

在不同時間點下，選取該4個參數 $\{\mu_t, \sigma_t, \alpha_t, \nu_t\}$ ，並極小化分量函數（ $Q_{y_t|x_t, \delta_t}(\tau)$ ）與偏斜t分配的分量函數（ $Q_f(\tau; \mu_t, \sigma_t, \alpha_t, \nu_t)$ ）間之差異平方數，如等式（3）所示：

$$\{\hat{\mu}_t, \hat{\sigma}_t, \hat{\alpha}_t, \hat{\nu}_t\} = \underset{\mu_t, \sigma_t, \alpha_t, \nu_t}{\operatorname{argmin}} \sum_{\tau} \left(\hat{Q}_{y_t|x_t, \delta_t}(\tau) - Q_f(\tau; \mu_t, \sigma_t, \alpha_t, \nu_t) \right)^2 \quad (3)$$

其中， $\mu_t \in \mathbb{R}$, $\sigma_t \in \mathbb{R}^+$, $\alpha_t \in \mathbb{R}$, $\nu_t \in \mathbb{Z}^+$ 。該等式可視為在不同分量下，分量函數（ $Q_{y_t|x_t, \delta_t}(\tau)$ ）對偏斜t分配分量函數 $Q_f(\tau; \mu_t, \sigma_t, \alpha_t, \nu_t)$ 的非線性橫斷面迴歸

(nonlinear cross sectional regression)。

三、變數說明

如前所述，除1~11月與COVID-19疫情期間的虛擬變數外，本文主要選擇6個總體經濟變數（通膨落後期、通膨預期、產出缺口、基本工資、國際油價、金融情勢）作為通膨的解釋變數，說明如下：

(一) 通膨落後期

此為菲利浦曲線的典型變數，用以控制通膨的自我相關。事實上，該變數隱含著價格持續性或慣性，而部分文獻則用來作為適應性預期的代理變數。將該變數納入模型得以觀察台灣通膨是否存在後顧性特徵（Queyranne et al., 2022）。由於被解釋變數係未來 h 期的通膨率，因此，本文以當期（ t 期）的通膨率作為代理變數。

(二) 通膨預期

不同於通膨落後期，通膨預期係新凱因斯菲利浦曲線的重要解釋變數，其能夠捕捉前瞻性的通膨特徵。參考張志揚（2014），本文以Asia Pacific Consensus Forecasts對台灣的調查資料計算各月的通膨預期。^{註4}

(三) 產出缺口

此為菲利浦曲線的典型變數，主要用來衡量經濟活動與通膨間關係的強度，惟國內生產毛額為季資料，因此，本文以工業生產指數代替。產出缺口計算方式如下所示：

$$y_t^{gap} = 100 * (y_t - \bar{y}_t) / \bar{y}_t \quad (4)$$

其中， y_t 為工業生產指數； \bar{y}_t 為中長期趨勢水準。參考蕭宇翔與陳佩玗（2016），以及考慮到本文的 y_t 係工業生產指數（月資料）似不適用生產函數法，因而採用納入景氣同時指標的動態HP過濾法來估計產出缺口。^{註5} 特別的是，部分文獻發現，菲利浦曲線存在平坦化現象，意味著經濟活動與通膨間之關係逐漸脫鉤。有鑑於此，本文藉由觀察該係數是否達統計顯著性來驗證。

(四) 基本工資^{註6}

自COVID-19疫情全球大流行以來，薪資與物價間之關係再度受到重視，主因勞動成本上升將引發成本推動的通膨衝擊，進而推升通膨的上行風險。此外，Ari et al. (2023)亦提及，名目薪資上漲會增加通膨的持續性，因此，參考蕭宇翔與繆維正（2021），本文以每月基本工資時薪的年增率作為代理變數。

(五) 國際油價

自COVID-19疫情全球大流行以來，國際油價波動幅度大，惟油價波動往往牽動台灣物價變動，如同Banerjee et al. (2024)所述，對小型開放國家而言，油價係通膨的重要驅動因素。為捕捉國際油價對國內通膨的影響，本文以杜拜與布蘭特原油價格之加權平均年增率（即7D3B）作為代理變數。

(六) 金融情勢^{註7}

本文以開放經濟的菲利浦曲線為基礎，匯率係重要的解釋變數，惟將之納入金融情

勢中。在建構FCI上，主要參考Prasad et al. (2019)，惟該文僅以風險價格為基礎，本文除納入與風險價格相關的金融變數（即長短期利差、存放款利差、股價年增率及其波動度、實質有效匯率指數之年升貶值幅度及其

波動度）外，額外加入股票平均交易金額，其屬於量的金融變數。^{註8}如前所述，本文以主成分分析法萃取出第1個主成分作為代理變數。

肆、敘述統計與實證結果

一、敘述統計

樣本期間為2003年1月至2024年12月，主因通膨預期的資料最早僅能追溯至2003年1月。變數說明彙總於表1。首先，根據ADF與PP單根檢定結果指出，在多數情況下，所有變數均為定態。

表2敘述統計結果指出，通膨率平均約1.27%，最小值為-2.34%，最大值達5.81%；通膨預期平均為1.40%，最小值為-0.58%，最大值為3.20%。接著，觀察圖2發現，領先3期的通膨率與通膨預期走勢大抵一致。以相關係數而言，領先1~3期的通膨率與t期通膨預期的相關係數分別為0.70、0.65、0.59；此外，Granger因果檢定結果指出，通膨預期對落後1~3期之通膨率具有顯著的影響力。^{註9}由此可知，當通膨預期上升時，

則未來通膨亦會上升，意味著通膨預期領先實際的通膨率，同時，亦顯示出對通膨制約（anchor）的重要性。

在國際油價方面，年增率平均為12.14%、標準差為37.25%，顯示國際油價較為波動。（見表2）再者，領先3期的通膨率與國際油價年增率之走勢大抵一致。以相關係數而言，領先1~3期的通膨率與國際油價年增率的相關係數分別為0.50、0.49、0.46；此外，Granger因果檢定結果指出，國際油價對落後1~3期之通膨率具有顯著的影響力。^{註10}

由於台灣是石油進口國，國內油價變動往往受到國際油價波動的影響，加以商品類CPI的組成項目之一為油料費，可知，國際油價的變動效果會反映在商品類CPI上，進而影響通膨。（見圖3）

表1 模型變數與資料來源

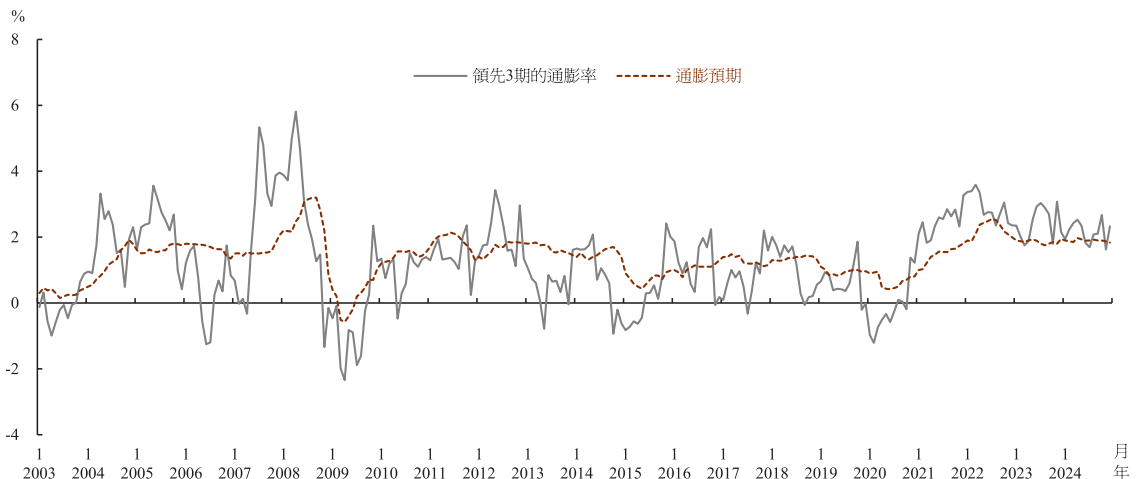
定義		計算方法	資料來源
通膨落後期		t期的通膨率（消費者物價指數年增率）	主計總處
通膨預期		見註解4	APCF、作者計算
產出缺口		$100 * (y_t - \bar{y}_t) / \bar{y}_t$, y_t 為工業生產指數 \bar{y}_t 為中長期趨勢水準（見蕭宇翔與陳佩玟（2016））	經濟部、作者計算
基本工資		基本工資時薪年增率	勞動部
國際油價		杜拜與布蘭特原油價格加權平均後之年增率	經濟部能源署
金融情勢	長短期利差	10年期公債殖利率與31~90天期商業本票利率之利差	中央銀行、作者計算
	存放款利差	五大銀行之1年期存款牌告利率與基準放款利率之差距	中央銀行、作者計算
	股價年報酬率	加權股價指數年增率	臺灣證券交易所
	股價年報酬率之波動度	以GARCH (1,1) 配適股價年報酬率後，取其標準差	作者計算
	匯率升貶值幅度	（廣義）實質有效匯率指數的年升貶值幅度	BIS
	匯率升貶值幅度之波動度	以GARCH (1,1) 配適匯率升貶值幅度後，取其標準差	作者計算
	股票成交金額	股票日平均成交值之年增率	臺灣證券交易所
1~11月		1~11月的虛擬變數	作者設定
COVID-19疫情衝擊		2019年12月~2023年5月設定為1，其餘為0	作者設定

表2 敘述統計

變數	平均數	標準差	最小值	最大值	樣本數
通膨率 (%)	1.27	1.36	-2.34	5.81	264
通膨預期 (%)	1.40	0.61	-0.58	3.20	264
產出缺口 (值)	-0.04	5.65	-21.82	12.76	264
基本工資 (%)	5.06	8.96	0	43.94	264
國際油價 (%)	12.14	37.25	-66.31	165.64	264
金融情勢 (值)	$-1.01 \times e^{-16}$	1.00	-1.55	4.18	264

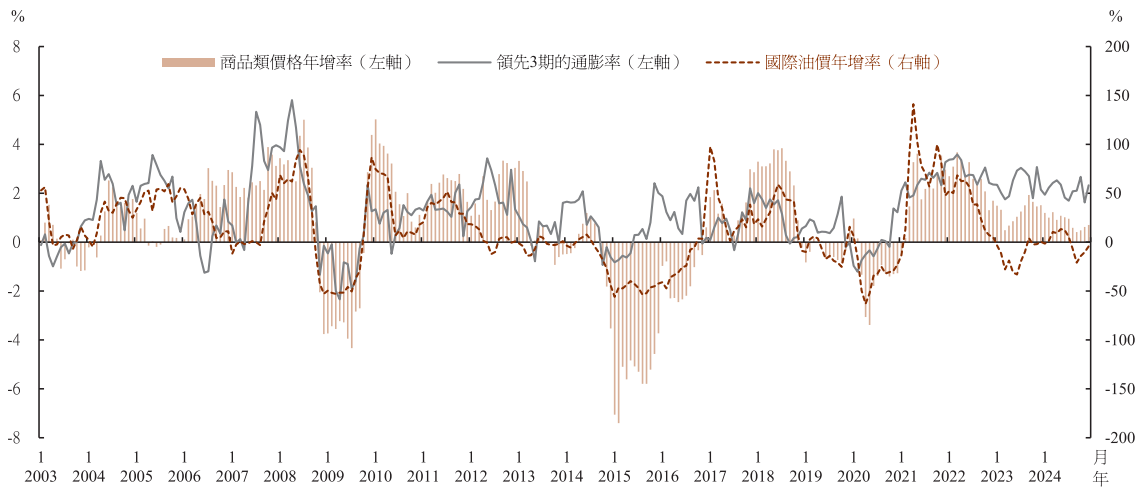
資料來源：主計總處、APCF、經濟部、勞動部、經濟部能源署、作者計算。

圖2 領先3期的通膨率與通膨預期走勢圖



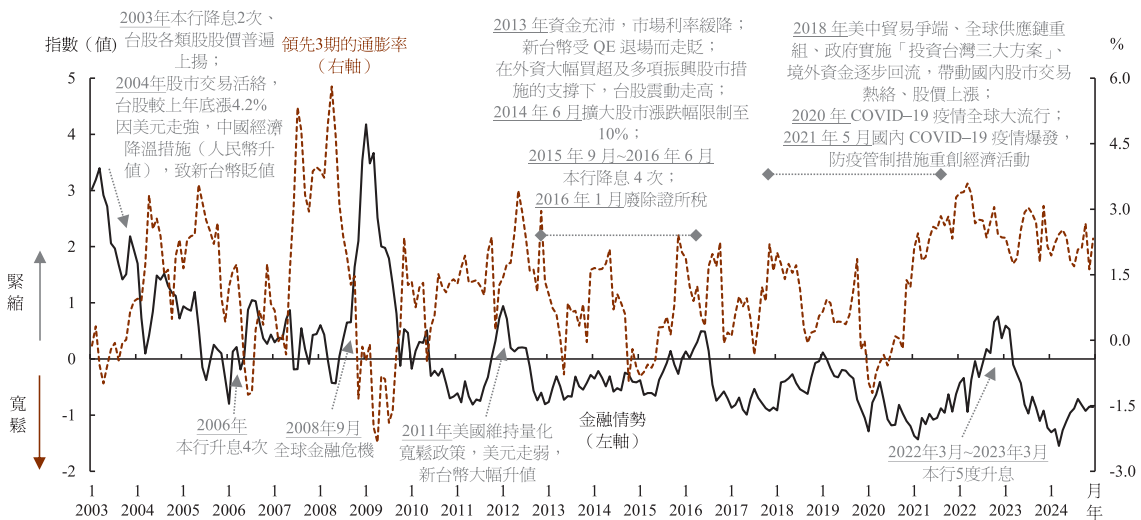
資料來源：主計總處、APCF。

圖3 領先3期的通膨率、商品類價格與國際油價年增率之走勢圖



資料來源：主計總處。

圖4 領先3期的通膨率與金融情勢走勢圖



註：小於0代表金融情勢寬鬆，大於0則代表金融情勢緊縮。

資料來源：主計總處、作者估計。

在金融情勢方面，平均數為 $-1.01 \times e^{-16}$ ，雖呈負值，惟數值相當小，顯示在樣本期間，平均而言，金融情勢的緊縮程度與寬鬆程度接近。（見表2）以相關係數而言，領先1~3期的通膨率與1期通膨預期的相關係數

分別為-0.24、-0.25、-0.27；此外，Granger因果檢定結果指出，金融情勢對落後1期通膨率具有顯著的影響力，惟對落後2~3期的通膨率影響不顯著。^{註11}

接著，圖4指出，金融情勢與領先3期的

通膨率大抵呈負向關係，可見金融情勢所蘊含的資訊應有助於預測通膨。於2003年，金融情勢的緊縮情形持續下降，可能與本行降息2次、台股股價上漲以及新台幣貶值有關。

全球金融危機爆發後，國際經濟金融情勢惡化，先進國家經濟疲弱，衝擊新興國家，全球景氣明顯衰退；惟嗣後，主要央行均大幅調降利率，本行亦於2008年9月至2009年2月間降息7次，以營造寬鬆的金融情勢。

2013年起，金融情勢大抵呈現寬鬆情形，可能與2013年市場資金充沛，致市場利率緩降，加以新台幣受美國量化寬鬆政策退場而走貶，復以台股在多項振興股市措施支撐下，震盪走高、2014年6月起擴大股市漲跌幅限制、2015年9月至2016年6月本行降息4次、2016年1月起廢除證所稅有關。

2018年起，由於美中貿易爭端、全球供應鏈重組、政府實施「投資台灣三大方案」、境外資金回流等因素，帶動國內股市交易熱絡，進而推升股價，致金融情勢持續寬鬆。然而，於2020年初，COVID-19疫情

全球大流行，金融情勢寬鬆程度下滑，於2021年5月下旬國內COVID-19疫情復燃，實施三級警戒管控措施，部分商業活動受到限制，致金融情勢轉趨緊縮。嗣後，隨疫情緩解，管控措施逐步鬆綁，致金融情勢漸趨寬鬆。

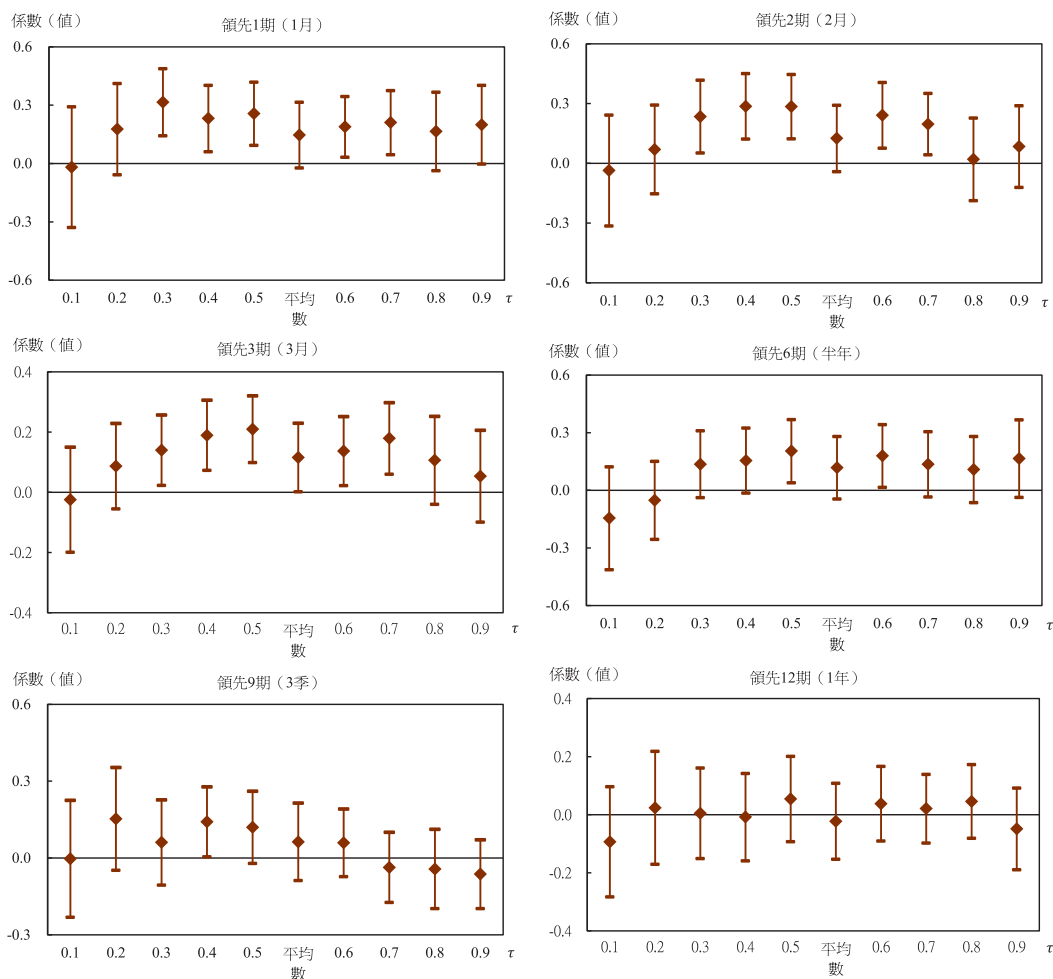
二、分量迴歸之實證結果

概念上，分量0.1~0.4的迴歸結果係指低通膨期間，解釋變數與通膨率間之關係；而分量0.6~0.9則為高通膨期間的估計結果。另外，設定不同的預測期間（領先1~3、6、9、12期）來觀察各解釋變數對未來短期通膨的影響變動情形。

(一) 通膨落後期

觀察圖5發現，對通膨落後期而言，無論在低或高通膨期間，其與未來1~3期的通膨率間大抵為正向關係，且在分量0.3~0.7（通膨溫和上升）下，該正向關係達統計顯著性，可見在當通膨溫和上升時，通膨存在較高的持續性，可能係因價格制定過程存在慣性，抑或係物價處於較為穩定的狀態。

圖5 通膨落後期估計係數的變動情形



資料來源：作者估計。

然而，在分量0.1~0.2、0.8~0.9（通膨偏低、偏高（較為極端的情況）下，此一正向關係未達統計顯著性，該結果可能與央行穩定物價的立場有關。舉例而言，當通膨偏高時，央行可能採行升息政策，以使通膨降溫；而當通膨偏低時，則可能採行降息政策，以避免通縮發生。該結果與López-Salido and Loria (2020)發現持續的低通膨並不會對未來通膨造成大幅度的下行風險一致。

如上所述，當通膨溫和上升時，通膨存在較高的持續性，主因價格制定過程存在慣性，此隱含著後顧型通膨的主導地位。

再者，隨時間推移，通膨落後期的估計係數變小，甚至轉呈不顯著，此意味著此一慣性主導未來短期通膨的正向效果逐漸減弱，甚至不再具有影響力，可能係因該價格慣性隨時間經過而逐漸褪去，該結果與López-Salido and Loria (2020)、Makabe and

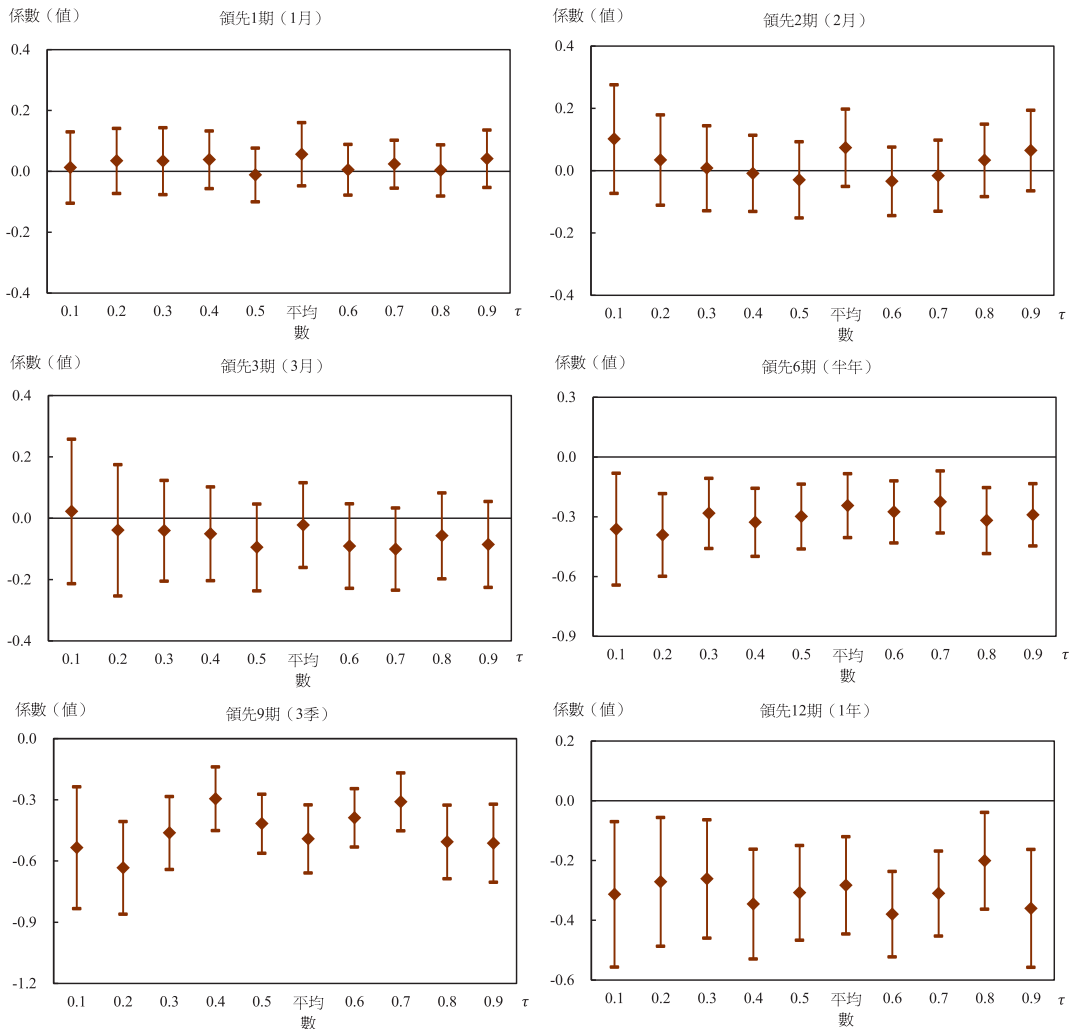
Norimasa (2022)、Queyranne et al. (2022)一致。

(二) 通膨預期

觀察圖6發現，對通膨預期而言，無論在低或高通膨期間，其對未來1~3期的通膨率之影響均未達統計顯著性，可能係因通膨預期主要影響較長時間的通膨，對短時間的通膨而言，則由通膨落後期主導，該結果與Queyranne et al. (2022)一致。

再者，不同於通膨落後期，在領先1~3期下，通膨預期對未來通膨並不具有影響力，惟在領先6期下，其對未來通膨具顯著的負向效果。然而，該結果與理論不符，一種可能的解釋係當預期通膨上升時，央行面對通膨或通縮壓力可能適時採行因應政策，以抑制通膨或減緩通縮壓力，以致通膨預期對當期通膨呈現負向效果。^{註12}

圖6 通膨預期估計係數的變動情形



資料來源：作者估計。

然而，該結果亦可能反映通膨預期資料存在預測誤差，或遺漏關鍵變數所致。部分文獻指出，在不同時間與情況下，通膨預期對通膨分配具異質性，例如，Queyranne et al. (2022)的實證結果指出，對不同國家而言，通膨預期對通膨率的影響方向不同。有鑑於此，通膨預期對通膨率的影響結果宜審慎解讀。

此外，隨時間經過，通膨預期對未來短期通膨的影響效果增加，該結果顯示出前瞻性通膨的重要性。該結果與López-Salido and Loria (2020)、Queyranne et al. (2022)一致。

(三) 產出缺口

觀察圖7發現，對產出缺口而言，無論在低或高通膨期間，其與未來1~3期的通膨率間多為顯著的正向關係，此意味著就短期而言，經濟活動與通膨間之關係仍存，菲利普曲線仍對通膨具有預測能力，該結果與朱浩榜（2023）結論一致。

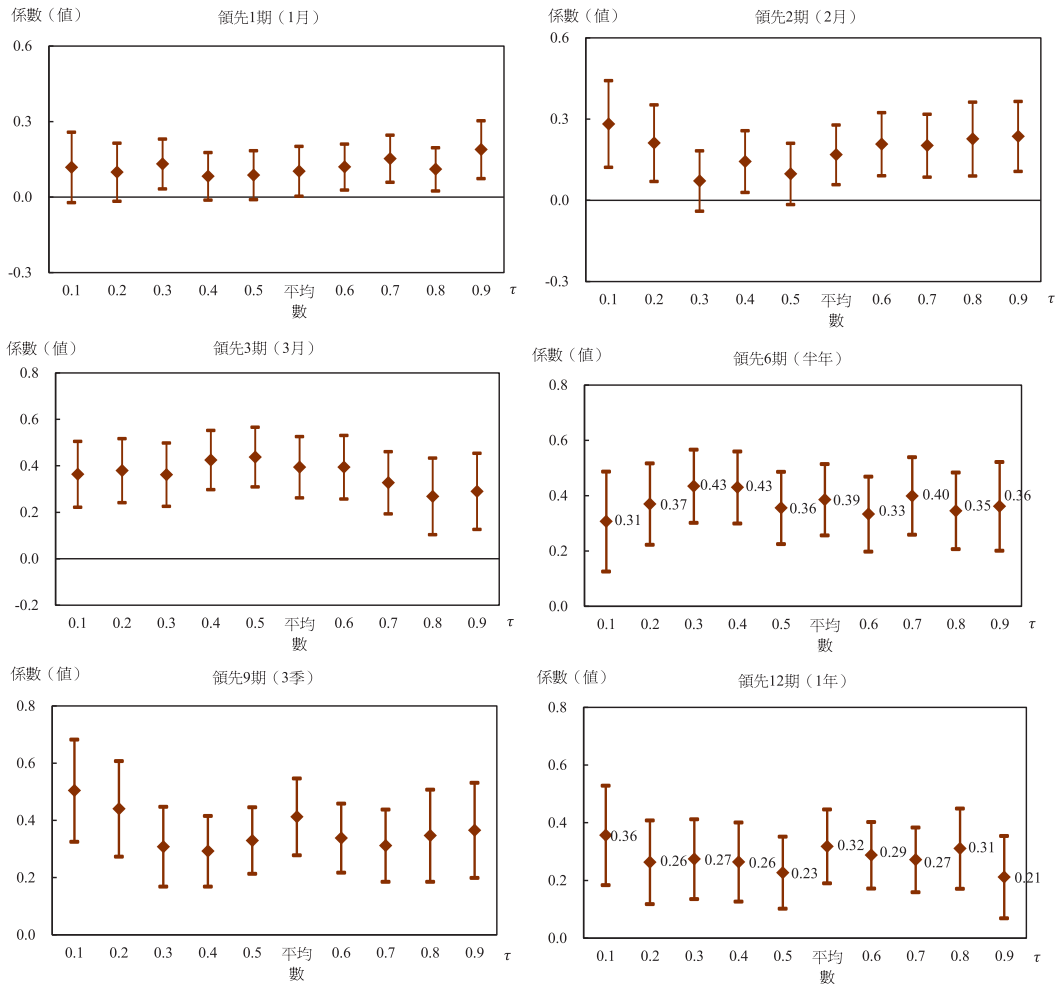
大致而言，相較於高通膨期間，產出

缺口在低通膨期間的影響較大，該結果與Banerjee et al. (2020)一致，該文發現，對先進國家而言，由於COVID-19疫情全球大流行造成產出驟降，因而推升短期內通膨的下行風險。

再者，比較領先6期與12期的估計係數之結果發現，隨時間推移，除分量0.1之外，其餘分量下的效果明顯減弱，甚至轉呈不顯著，顯示就短期而言，菲利浦曲線仍具預測通膨的能力，產出與通膨間之關係依舊存在，惟該正向效果將隨時間而逐漸消退。

另外，相較於高通膨期間，該正向效果大抵上在低通膨期間較大，顯示失業率與通膨率間的抵換關係較明顯。如同Banerjee et al. (2020; 2024)指出在正常期間，廠商傾向維持價格不變，而在需求疲弱時，可能會調降價格刺激買氣。該文發現對已開發國家與新興國家而言，產出缺口對未來通膨下行風險的影響大於上行風險。

圖7 產出缺口估計係數的變動情形



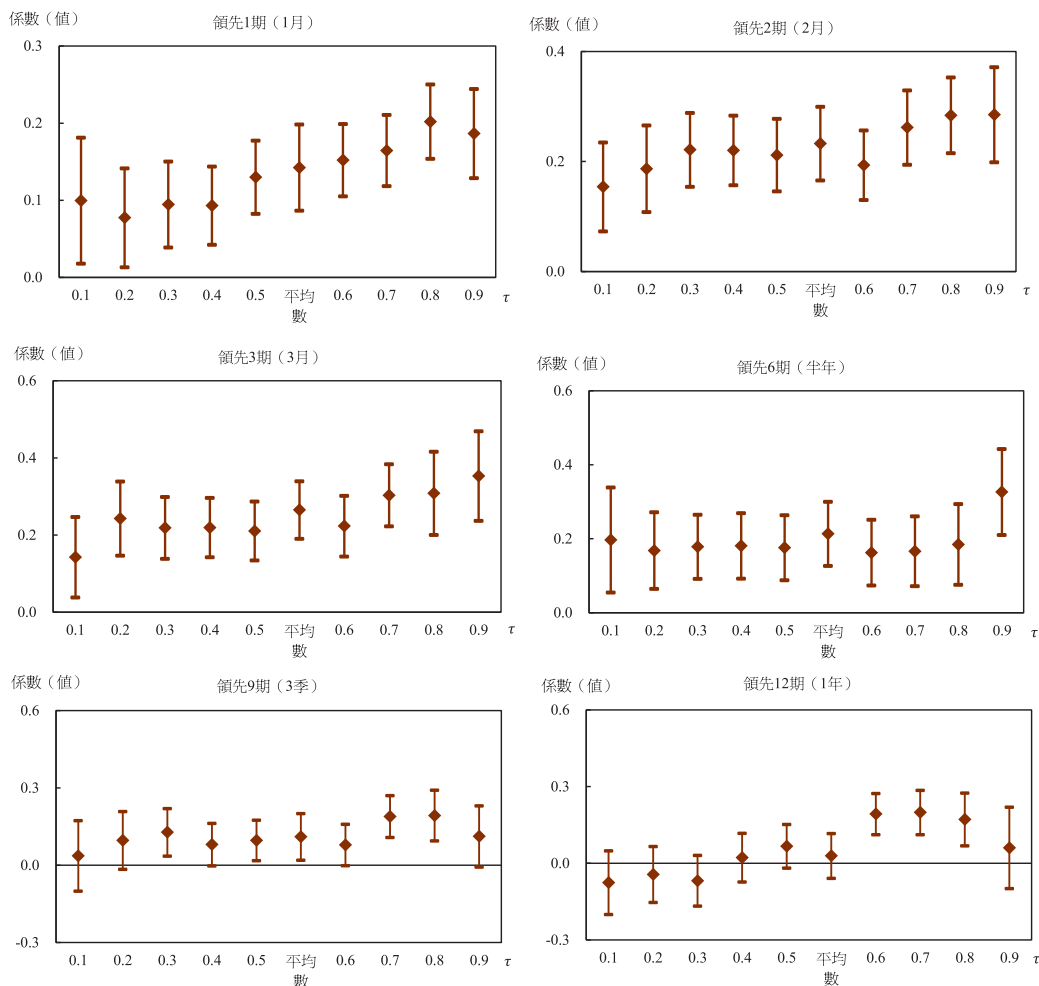
資料來源：作者估計。

(四) 基本工資

觀察圖8發現，對基本工資而言，無論在低或高通膨期間，其對未來1~3期的通膨率均為顯著的正向效果，此意味著基本工

資增加會推升通膨風險，此即成本推升的通膨，該結果與Mehra (2000)、Heise et al. (2021)、Makabe and Norimasa (2022)結果一致。

圖8 基本工資估計係數的變動情形



資料來源：作者估計。

相較於低通膨期間，基本工資在高通膨期間的影響較大，尤其在分量0.8~0.9下更為明顯，顯示在高通膨期間，基本工資調整會進一步推升通膨的上行風險，該結果與Heise et al. (2021)、Makabe and Norimasa (2022)結果一致。該文亦指出，根據菜單成本模型，在高通膨期間，廠商傾向調整價格，因此，該影響在高分量上應該會比較大。

再者，如前所述，基本工資調漲會造成

成本推動的通膨衝擊，且圖8的結果指出，隨時間經過，基本工資對未來短期通膨的正向效果逐漸減弱，其係數值逐漸縮小或未達統計顯著性。此外，就存續期間而言，相較於低通膨期間，基本工資在高通膨期間的影響較持久，顯示在高通膨期間，基本工資調整會增加短期通膨的持續性，如同Ari et al. (2023)所述。

(五) 國際油價

觀察圖9發現，對國際油價而言，無論在低通膨或高通膨期間，其對未來1~3期的通膨率大抵為顯著的正向效果，可見國際油價增加會推升通膨風險，此亦屬於成本推升的通膨，該結果與López-Salido and Loria (2020)、Banerjee et al. (2024)、Makabe and Norimasa (2022)、Muduli and Shekhar (2023) 結果一致。

然而，特別的是，在分量0.9下，國際油價對未來3期通膨的正向影響並不顯著，可能係因當國際油價高漲時，政府會實施緩和油價措施（如調降油品之貨物稅），或中油會啟動雙重油價平穩機制，即「亞鄰最低價」以及「油價平穩措施」。^{註13}

舉例而言，2005年金磚四國經濟起飛，原油需求擴增，國際油價快速上漲，我國政府為穩定經濟，實施緩和油價措施。於2007年9月至2008年10月，國際油價與各項原物料價格大漲，政府為穩定國內物價，政策性實施緩和油價措施，並實施「一次漲價多元吸收方案」。^{註14}

於2018年，因美國退出伊朗核協議，重新對伊朗啟動全面制裁，加以中東地區地緣

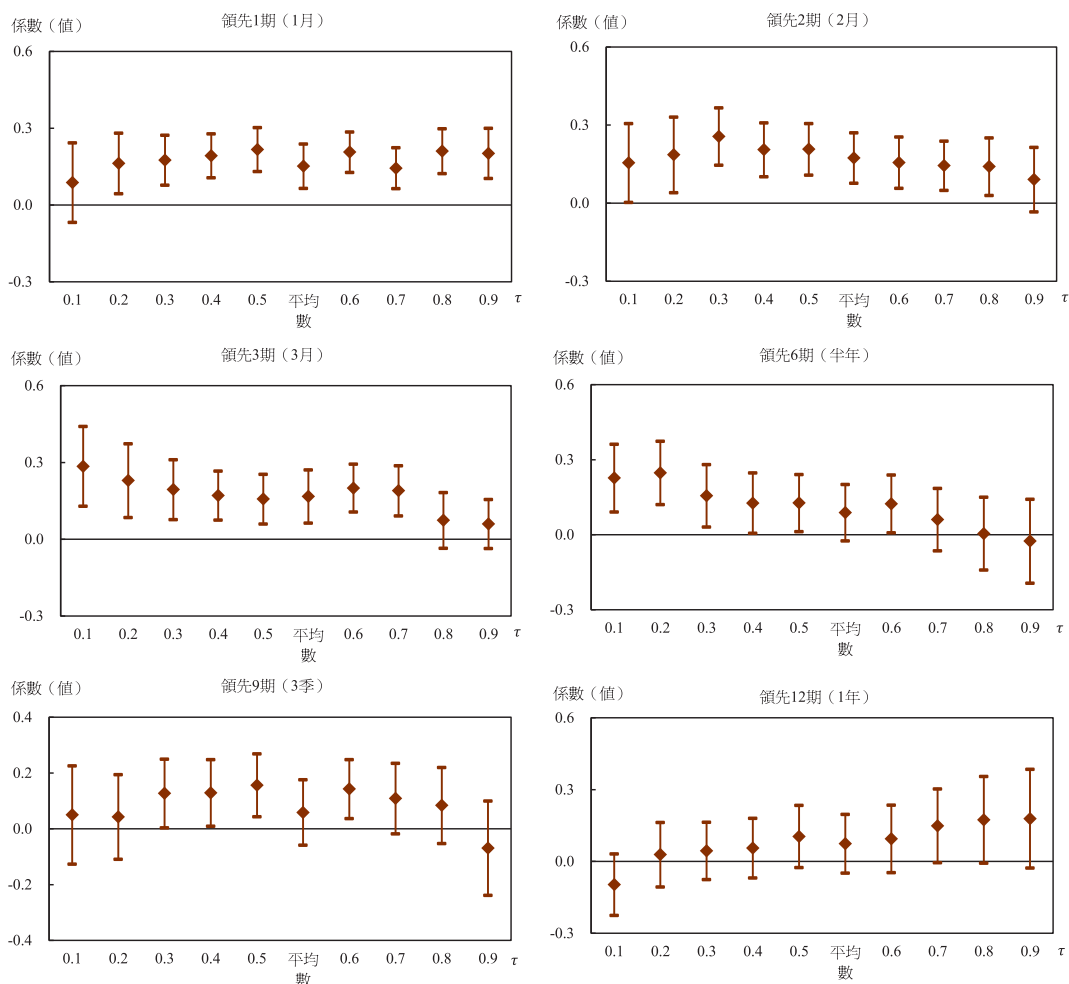
政治干擾，國際油價持續上漲，國內95汽油價格逼近每公升30元關卡，為因應油價高漲，中油推出「油價平穩措施」。^{註13}

於2021年，因COVID-19疫情引發的供應鏈問題，造成供需失衡，倉儲與運輸成本走高，進而推升國際原物料及大宗商品的價格；嗣後，隨疫情緩解與經濟活動逐步復甦後，需求增溫，加以俄烏戰爭爆發，加劇供應鏈問題，均導致能源、穀物及基本金屬等原物料價格急遽走高。面對全球通膨壓力加重的情況下，中油則啟動雙重平穩機制以因應。

接著，就領先6期的結果而言，相較於低通膨期間，國際油價在高通膨期間對未來短期通膨的影響較小，主因當國際油價高漲，政府會實施緩漲油價措施或中油會啟動油價平穩機制。

再者，隨時間推移，國際油價對未來短期通膨的影響逐漸減弱，於領先12期下，該影響均不顯著，存續期間約9個月。該結果與Makabe and Norimasa (2022)發現進口價格（以國際油價作為代理變數）對未來通膨風險僅具有短期的效果一致。

圖9 國際油價估計係數的變動情形



資料來源：作者估計。

(六) 金融情勢

一般而言，緊縮的金融情勢會造成需求減少，致投資與消費減少，進而導致經濟成長下降，並降低通膨，例如，為抑制景氣過熱，央行會採行升息政策，以致通膨下降。可知，二者為負向關係。

然而，緊縮的金融情勢亦可能造成成本衝擊，進而推升通膨，主因廠商可能試圖將與金融情勢緊縮有關的成本轉嫁給消費者，

而對貸款受限的廠商而言，其可能試圖透過提高價格來維護營運現金流，致二者呈正向關係。（Gilchrist et al., 2017; Banerjee et al., 2020; 2024）

觀察圖10發現，對金融情勢而言，無論在低或高通膨期間，其對未來1~3期的通膨率均不具顯著的效果，可能係因金融情勢對通膨的傳遞效果需要時間發酵，抑或係因緊縮的金融情勢對通膨存在不同方向的力量，

二者相互抵銷所致。

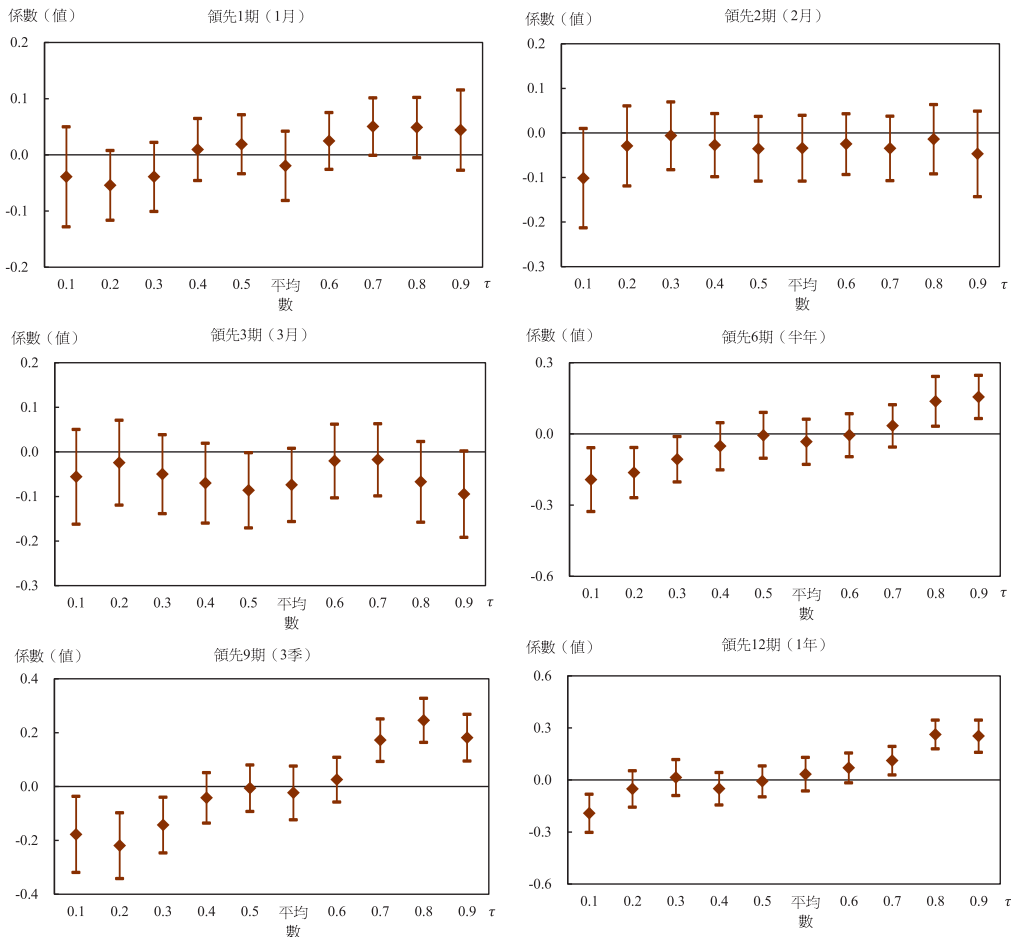
然而，於領先6、9、12期，當通膨偏低與偏高（分量0.1~0.2、0.8~0.9）時，金融情勢對未來短期通膨的影響達統計顯著性，且存在不對稱的效果，即在低通膨期間，緊縮的金融情勢對未來短期通膨呈顯著的負向效果；惟在高通膨期間，則呈顯著的正向效果。

由上述結果可知，緊縮的金融情勢會增加通膨的下行風險，主因需求減少，致經濟

成長與通膨下降；然而，特別的是，緊縮的金融情勢亦會增加通膨的上行風險，意味著緊縮的金融情勢對價格制定存在異質性效果，此與Banerjee et al. (2020; 2024)一致。

如前所述，該結果可能係因在嚴格的金融限制或貸款條件下，廠商可能試圖將與金融情勢緊縮有關的成本轉嫁給消費者，而對貸款受限的廠商而言，其可能試圖透過提高價格來維護營運現金流以因應。（Gilchrist et al., 2017; Banerjee et al., 2020; 2024）

圖10 金融情勢估計係數的變動情形



資料來源：作者估計。

三、強韌性檢定 (robust test)

為確保實證結果具強韌性，本節透過2種方式進行檢定：（1）更換部分解釋變數：產出缺口改以Hamilton (2018)估計、^{註15} 將國際油價年增率改用進口物價年增率（美元計價）代替；（2）縮短樣本期間：2013年1月至2019年12月（即COVID-19疫情前），並刪除COVID-19疫情期間的虛擬變數。惟為節省篇幅，結果略。

（一）更換部分解釋變數

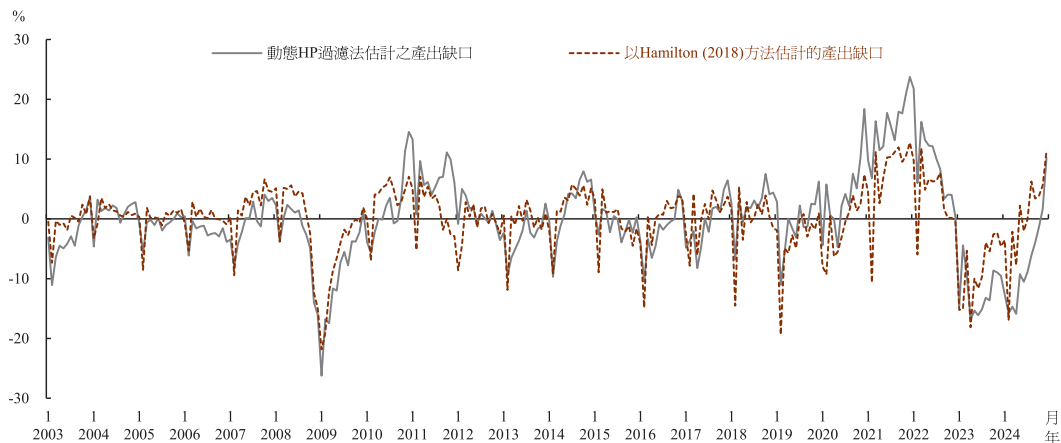
為確保實證結果具強韌性，本文進行變數替代的強韌性檢定。具體作法為：（1）考慮其它產出缺口的衡量方式，參考Hamilton (2018)提出的方法重新估計產出缺口取代動態HP過濾法的估計方式。（2）考

慮到大宗商品價格對國內通膨具有明顯的影響，且進口物價亦包含國際油價，蘊含油價資訊，加以本文的金融情勢已納入匯率資訊，因此，使用進口物價（美元計價）年增率取代國際油價，作為更廣義的外部成本代理變數。

觀察圖11與圖12發現，在產出缺口方面，以動態HP過濾法估計的產出缺口與Hamilton (2018)的方法估計的產出缺口，二者的變動情況大抵相似；另外，在樣本期間，國際油價年增率與進口物價年增率的走勢亦大抵一致。

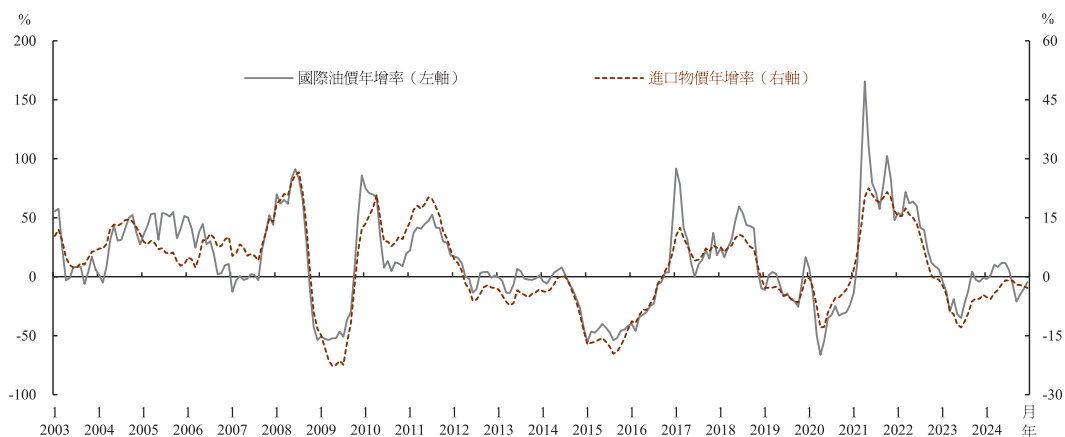
分量迴歸的估計結果顯示，更換2個解釋變數後的估計結果與原模型設定的估計結果類似，意味著本文的實證結果具有強韌性。（結果略）

圖11 不同方法估計出的產出缺口之走勢圖



資料來源：作者估計。

圖12 國際油價年增率與進口物價年增率之走勢圖



資料來源：作者估計。

(二) 縮短樣本期間並刪除COVID-19疫情期間的虛擬變數

本節將樣本期間縮短為2013年1月至2019年12月重新進行實證估計，因樣本排除COVID-19疫情期間對經濟活動造成的干擾，故同時刪除原模型設定之COVID-19疫情期間的虛擬變數，作為額外的強韌性檢定。

相較於原樣本期間（2003年1月至2025年4月）之估計結果，二者大抵相似。整體而言，縮短樣本期間之強韌性檢定結果指出，主要的通膨驅動因素之影響效果並未因排除疫情期間的樣本而產生重大的變異，因此，實證結果具一致性與強韌性。（結果略）

四、預測結果

(一) 預測能力檢驗

IaR旨在捕捉通膨的上、下行風險，2020年初COVID-19疫情全球大流行，邊境封鎖與防疫管制措施導致經濟活動停擺，造

成通膨率於2020年2~10月呈負值，引發通縮疑慮。為驗證IaR是否能良好捕捉到上述通膨的變動情形，參考Plagborg-Møller et al. (2020)，以2003年1月至2019年12月做樣本內預測（共204筆樣本），^{註16}來預測低通膨期間2020年1~6月的通膨條件分配。

然而，COVID-19疫情過後，經濟活動快速復甦，受到供應鏈斷鏈等問題影響，物價高漲，通膨壓力加重，有鑑於此，另以2003年1月至2021年6月做樣本內預測（共222筆樣本），來預測高通膨期間2021年7~12月的通膨條件分配。

圖13結果指出，在低通膨期間，雖然2020年2月通膨率轉呈負值時，IaR預測通膨率為1.59%（中位數），惟5%IaR指出，2月通膨率有5%機率可能小於等於-2.19%，低於0%的機率亦上升至16.64%，顯示在通膨率突然反轉下，IaR雖未能準確預測通膨率，惟其仍示警通膨率可能出現反轉的情況。

圖13 樣本外預測—2020年1~6月（低通膨期間）

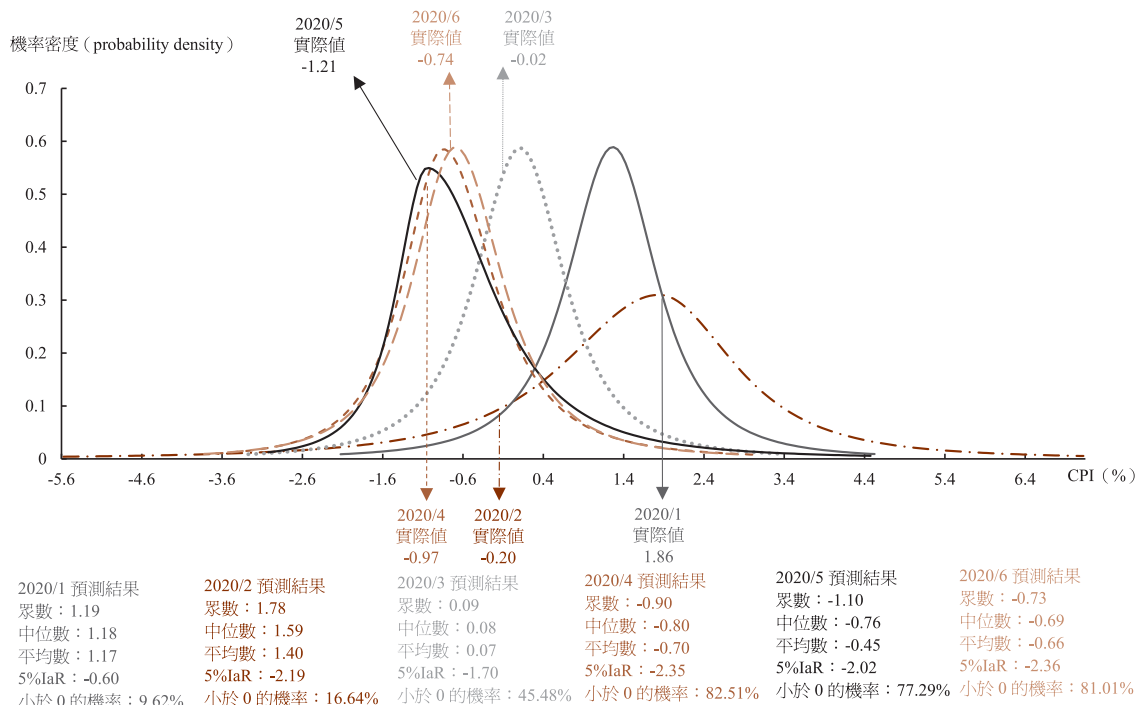
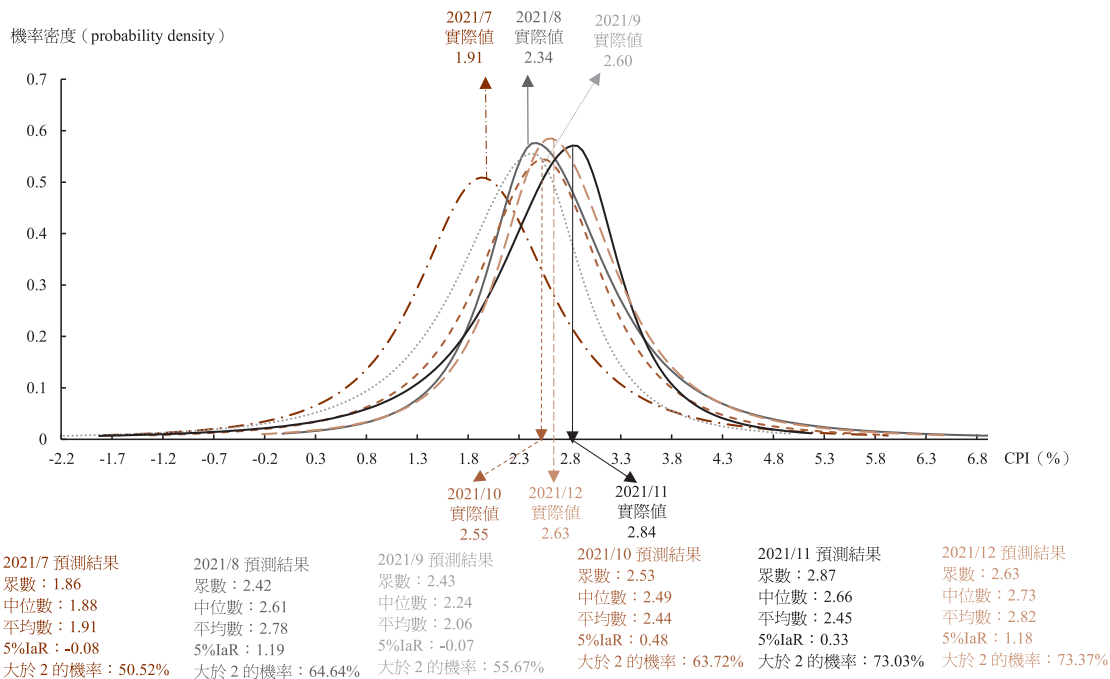


圖14 樣本外預測—2021年7~12月（高通膨期間）



嗣後，IaR已能夠捕捉到通膨率的變動情況，預測2020年3~6月通膨率的結果相當良好，實際通膨率均在通膨條件分配中，且示警通膨率低於0%的機率高。大幅走高。

接著，觀察IaR在高通膨期間的預測能力，圖14結果指出，IaR預測2021年7~12月通膨率的結果相當良好，實際通膨率均在通膨條件分配中，且IaR的預測數（中位數）均與實際通膨率相近，此外，IaR示警通膨率大於2%的機率高，機率由7月的50.52%明顯增加至12月的73.37%。

綜上所述，IaR在低通膨與高通膨期間的預測表現良好，能夠捕捉到通膨率的變動情況，且能夠提供通膨率低於0%，高於2%的機率之補充資訊。

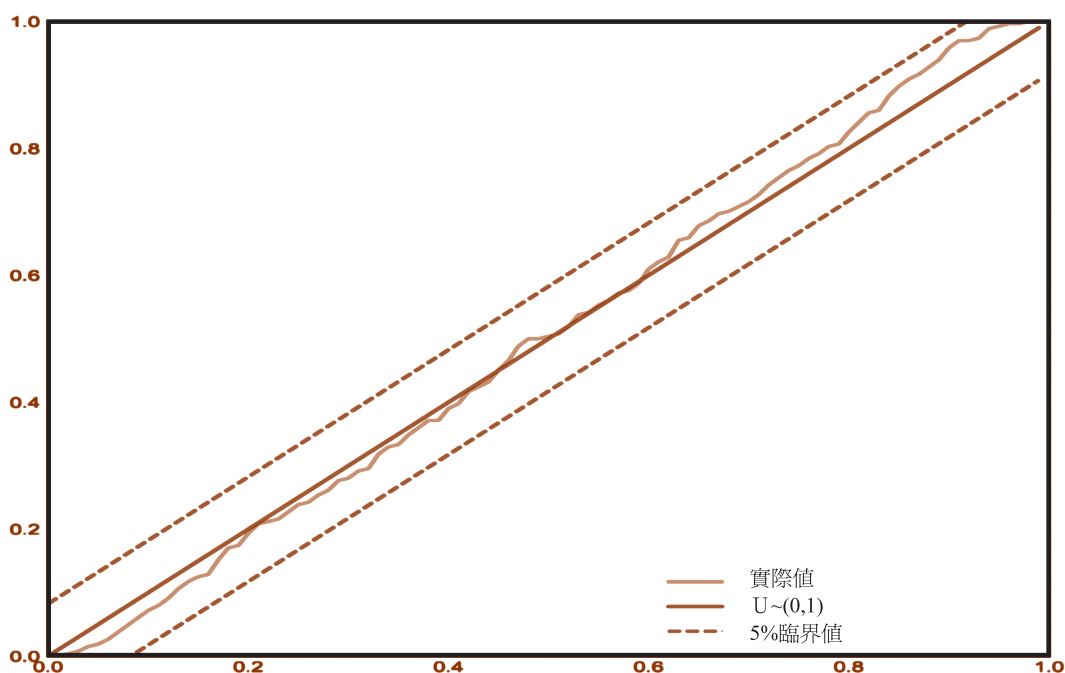
(二) 預測準確度檢定

然而，必須注意的是，上述預測能力的檢驗仍屬於「點預測」的方法。不同於點預測，為確保模型的預測能力，本文採用機率逆檢定（probability inversion test）來驗證。

註¹⁷ 該檢定旨在檢驗預測機率密度之最適性（optimality）。任一個連續隨機變數，當已知累積分配函數（CDF）為 $F(X)$ 時，在給定 $Y = F(X)$ 下，透過機率積分轉換（probability integral transformation, PIT）的方式，可轉變成均勻分配（即 $Y \sim U(0,1)$ ）。

倘若模型設定正確，則透過機率積分轉換的時間序列應具獨立且服從共同的均勻分配之性質，即i.i.d $U(0,1)$ ，因此，此舉可用於確認模型是否能夠合理地估計機率分配。註¹⁸

圖15 機率逆檢定（probability inversion test）



資料來源：作者估計。

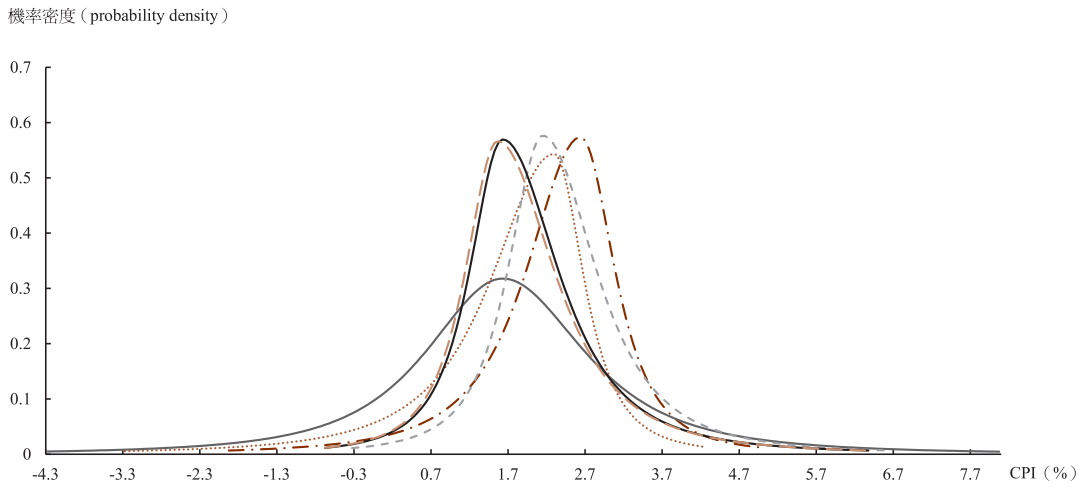
簡言之，實際的累積分配函數愈接近45度線（即均勻分配的累積分配），模型預測便愈準確。^{註19} 檢定結果指出，預測能力佳。（見圖15）

(三) 未來台灣通膨率的條件分配

圖16的預測結果指出，在2024年12月的

時間點下，未來6個月（2025年1月~2025年6月）的通膨率眾數分別為2.89%、1.60%、2.26%、2.11%、1.59%、1.54%，而中位數分別為2.39%、1.65%、1.92%、2.29%、1.82%、1.79%，而平均數則分別為2.19%、1.70%、1.61%、1.70%、2.47%、2.04%、2.03%。

圖16 未來通膨率條件分配預測（horizon forecast）



資料來源：作者估計。

未來6個月通膨率小於0%的機率均相當低，惟大於2%的機率偏高，惟2025年4月通膨率大於2%的機率明顯降至44.29%，似乎顯示IaR捕捉到造成通膨率下降的部分資訊。

整體而言，在上行風險方面，2023年10月~2024年3月通膨率大於2%的機率均逾50%，顯示未來仍存在通膨壓力，而在下行風險方面，未來通膨率小於0%的可能性相當低，機率介於0.01%~0.11%，顯示未來發生通縮可能性低。

(四) 情境分析 (scenario analysis)

為節省篇幅，本節以預測未來2025年6月通膨率的預測結果為基準，IaR預估2025年6月的通膨率（眾數）約為1.54%，大於2%的機率為39.78%。

假設通膨落後期、通膨預期、產出缺口、基本工資、國際油價、金融情勢分別發生正向衝擊（為利觀察而設定變動50%），重新預測台灣2025年6月的通膨分配，藉以觀察上、下行風險的變動情形。

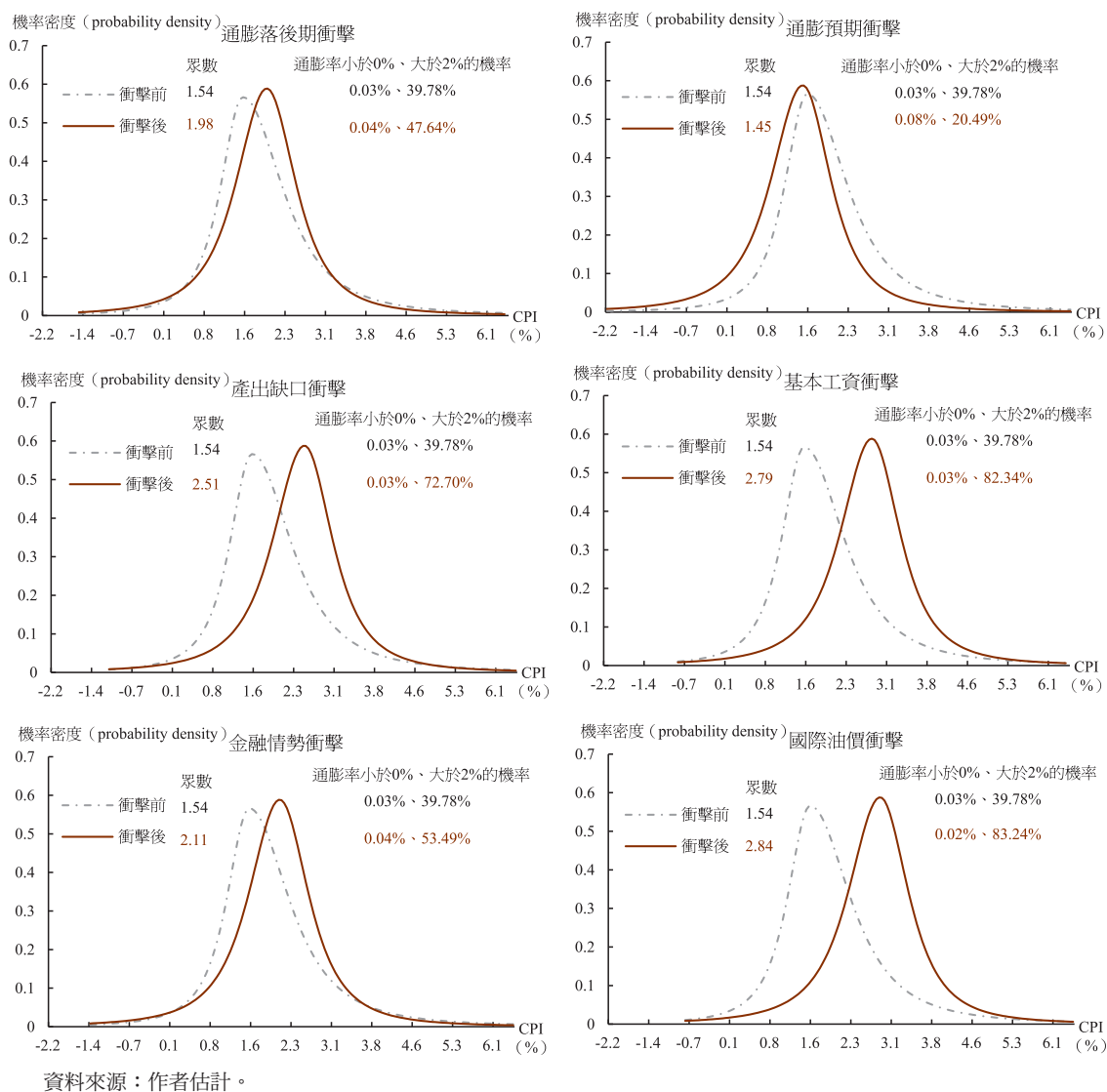
圖17的結果指出，當上述變數發生正

向衝擊時，以成本推動的通膨衝擊影響最大，即基本工資與國際油價，二者造成2025年6月的通膨率由1.54%分別上升至2.79%、2.84%，且通膨率大於2%的機率則由39.78%分別增加至82.34%、83.24%，顯示出供給面衝擊會明顯推升通膨的上行風險。

再者，產出缺口發生正向衝擊時，亦會推升未來通膨的上行風險，2025年6月的通膨率將上升至2.51%，且通膨率大於2%的機率則達72.70%，顯示出需求面衝擊亦會明顯影響通膨的上行風險。

此外，以通膨落後期與通膨預期的結果而言，通膨落後期發生正向衝擊的影響會導致2025年6月的通膨率增加約0.44個百分點，且逾2%的機率上升至47.64%。反觀通膨預期升高，因可能考慮到利率上升的影響，將使2025年6月的通膨率減少約0.09個百分點，且逾2%的機率下降至20.49%。此一結果呼應IMF (2023)觀點，該文指出若當前環境係後顧型通膨占主導地位，則通膨的存續期間將會拉長，通膨壓力將更持久。

圖17 情境分析



伍、結論與政策意涵

一、結論

在參考Adrian et al. (2019)的分量迴歸模型且依循Prasad et al. (2019)的架構下，本文擴充應用至評估台灣未來短期的通膨風險，此法涵蓋整個通膨分配，有助於分析驅動通

膨上、下行風險的潛在因素。本研究結果可作為執行貨幣政策的補充資訊，有助於政策擬定的參考基礎與適時採行因應措施。有關結論部分，簡述如下：

(一) 通膨落後期（後顧型）主導著未來6個月內的通膨趨勢，而通膨預期

（前瞻性）驅動著6個月後的通膨變動情形

由於價格制定過程存在僵固性，未來6個月內通膨主要受自身落後期的影響；嗣後，該慣性主導通膨的效果逐漸消退，轉由通膨預期驅動著未來通膨的變動情形，此顯示著前瞻指引與通膨定錨的重要性。

（二）菲利浦曲線對通膨仍具有預測能力，尤其在低通膨期間

產出缺口對未來短期通膨呈顯著的正向效果，顯示產出與通膨間之關係仍然存在，換言之，菲利浦曲線仍對通膨具有預測能力，惟該效果隨時間經過而減弱。特別的是，在低通膨期間，二者的關係較明顯，可能係因在正常期間，廠商傾向維持價格不變，而當需求疲弱時，可能會調降價格來刺激買氣。

（三）基本工資與國際油價均屬於成本推升的通膨；惟在高通膨期間，受政府與中油啟動油價平穩機制影響，國際油價對未來通膨的影響較小

基本工資與國際油價均對未來通膨具顯著的正向影響，就短期而言，二者增加將會形成成本推動型的通膨。直覺上，高通膨期間的效果應該會大於低通膨期間的效果，惟對國際油價而言，在高通膨期間的效果反而較低，主因當國際油價高漲時，政府會實施緩漲油價措施或中油會啟動油價平穩機制。

（四）就不同分量而言，金融情勢在價格

制定上存在異質性效果

一般而言，需求減少，通膨會下降，可知緊縮的金融情勢會增加通膨的下行風險；惟特別的是，在高通膨期間，緊縮的金融情勢亦會增加短期通膨的上行風險，可能係因在面對嚴格的金融限制或貸款條件下，廠商可能試圖將與金融情勢緊縮有關的成本轉嫁給消費者，而對貸款受限的廠商而言，則可能試圖透過提高價格來維護營運現金流，以因應緊縮性的金融衝擊。

（五）供給面的正向衝擊會明顯推升通膨的上行風險；後顧型通膨會導致通膨壓力持續，惟前瞻性預期則有助於減緩通膨壓力

情境分析結果指出，基本工資調漲與國際油價上漲對未來3期通膨率的衝擊幅度較大，顯示供給面正向衝擊會明顯增加通膨的上行風險；此外，通膨落後期因物價慣性會使得通膨壓力持續，惟通膨預期則有助於減緩通膨壓力，如同IMF (2023)指出，若企業與家計部門對通膨的預期多屬於後顧型，則通膨壓力將更持久，因其並未考慮利率上升對未來產出成本的影響。

二、政策意涵

（一）在當前不確定性居高下，宜建構IaR作為觀察通膨的補充指標，以央行以通膨風險預測結果對外進行更好的溝通

藉由總體經濟變數建構的IaR適用於分析影響通膨的潛在因素，有助於評估各經濟變數對未來通膨的影響效果；在通膨或通縮壓力加深前，即時採行因應對策，降低偏離通膨目標的可能性。

實際上，部分央行，如英國、摩洛哥、巴基斯坦等，前二者會以扇形圖的方式對外說明未來8季消費者物價指數的區間及其發生機率，而後者則會提供通膨範圍預測，此舉均與IaR提供的結果類似（例如，未來通膨率大於2%的機率、介於1~3%的機率等）。

(二) 有效的貨幣政策與良好的對外溝通有助於預期的形成，進而對通膨產生定錨效果

為避免通膨存續期間拉長，宜設法改善各經濟個體（企業、家計部門等）的通膨預期，即降低後顧型通膨與提高前瞻型通膨對經濟的影響，同時，強化對外溝通策略，增加前瞻性預期的比率，進而提高貨幣政策的有效性，此舉對當前通膨的動態似乎更重要。（IMF, 2023）

附 註

(註1) 包含法國、義大利、挪威、荷蘭、西班牙、瑞士、瑞典、德國。

(註2) 考量國內物價深受天候因素影響，本文曾試圖納入降雨量作為解釋變數，惟領先12期的估計結果不佳，因此，採用虛擬變數作為控制變數。

(註3) 使用分量迴歸估計條件分配的優點有：（1）在標準假設下，分量迴歸為條件分量提供最好的不偏線性估計量（BLUE）；（2）分量迴歸對處理異常離群值相當有效，此舉在處理資料覆蓋率較差的國家時相當常見；（3）分量迴歸估計量的漸近特性眾所皆知且容易推導。

(註4) 舉例而言，於2003年3月，APCF計算各機構對2003年與2004年台灣的全年通膨預測值之平均值（稱為consensus mean），則該月對未來12個月的通膨預測為 $10/12 \times 2003\text{年的預測值} + 2/12 \times 2004\text{年的預測值}$ ，以此類推。此外，Banerjee et al. (2024)亦提及，此舉已被廣泛應用，如Dovern et al. (2012)、Siklos (2013)。

Dovern, J., U. Fritsche, J. Slacalek (2012), "Disagreement among Forecasters in G7 Countries," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 94, No. 4, pp. 1081–1096.

Siklos, P. (2013), "Sources of Disagreement in Inflation Forecasts: An International Empirical Investigation," *Journal of International Economics*, Vol. 90, No. 1, pp. 218–231.

(註5) 因資料頻率為月，故 λ 採用14,400。蕭宇翔與陳佩玕（2016）發現，納入景氣同時指標的多變量HP過濾法估計出的產出缺口較佳。事實上，本文曾採用狀態空間模型（state space model），並以非利浦曲線與奧肯法則來設定訊號方程式（signal equation），藉以估計潛在產出，惟分量迴歸的估計結果不佳，因此，不採用該法。

(註6) 本文曾採用單位產出勞動成本指數年增率、勞動生產力指數年增率、每人每月實質總薪資年增率、每人每月實質經常性薪資年增率作為勞動成本的代理變數，惟估計結果均不佳，因此，轉而採用基本工資。

(註7) 近期評估IaR的文獻多以單一變數（如貸款利差、貸款占名目GDP比率、股票日報酬的標準差）作為金融情勢的代

理變數 (López-Salido and Loria, 2020; Banerjee et al., 2020; 2024; Makabe and Norimasa, 2022)；惟亦有文獻以 FCI 來衡量 (Muduli and Shekhar, 2023)。

(註8) 原宜納入房價年增率與房價波動度，惟房價為季資料，無法納入。再者，雖然信義大台北房價指數係月資料，惟該資料最早僅能追溯至2005年1月，加以其無法代表全臺灣的房價情況，因此，未採用信義大台北房價指數。

(註9) 在設定落後1~3期下，統計量為15.05、7.44、7.03，p值均小於0.01，拒絕虛無假設（虛無假設為通膨預期不Granger Cause通膨率）。

(註10) 在設定落後1~3期下，統計量為8.39、6.42、3.87，p值均小於0.01，均拒絕虛無假設（虛無假設為國際油價不Granger Cause通膨率）。

(註11) 在設定落後1期下，統計量為5.43，p值小於0.05，拒絕虛無假設（虛無假設為金融情勢不Granger Cause通膨率）；惟在設定落後2~3期下，統計量為1.56、1.29，p值均大於0.1，接受虛無假設。

(註12) Barrett and Adams (2022)擷取美國1982年1月~2021年12月資料，採用半結構VAR認定法，將「通膨預期衝擊」定義為估計而得的預期與理性條件期望的（偏離）差異。此舉能夠自資料中分解出「偏離理性」的預期成分，並估計其整體效果。結果指出，正向的通膨預期衝擊會導致通膨、產出、利率均下降。該文認為，在被動的貨幣政策體制（相對於通膨的持續性）下，總需求線可能轉變成向上傾斜且因預期衝擊而下移，導致通膨與經濟景氣的下行風險。此外，該文將衝擊定義成「情緒/偏離理性」，而非訊息（news）或雜音（noise）。當民眾錯誤地上修通膨預期時，惟實際上，金融情勢反而轉趨寬鬆且需求走弱，則通膨會下降。

此外，Anderl and Caporale (2024)擷取1998年1月至2023年5月美國、英國與歐元區的資料，以含外生變數的函數型向量自我迴歸（functional VARX）與門檻式函數型局部投影法（threshold functional local projections），把整條通膨預期的期限結構（3~120個月）當作「函數」，估計其函數型衝擊，並研究在不同央行可信度中的整體效果。結果指出，對美國而言，在可信度低的時期中，通膨預期下降會導致通膨上升。對歐元區而言，在可信度高的時期中，當通膨預期上升時，通膨下降；且當通膨預期下降時，通膨上升，顯示二者呈負向關係，與理論不符。該文認為，在可信度高的體制下，市場將「通膨預期上升」解讀為未來貨幣政策將更趨緊縮，致需求走弱，進而造成通膨下降；反之亦然。

(註13) 「亞鄰最低價」係指，92無鉛汽油、超級柴油的稅前價格不能高於日本、南韓、新加坡與香港。於2007年9月，政府修正浮動油價機制，將油價權重改以70%杜拜原油、30%布蘭特原油計算，並每月調整油價（2008年8月改成每週調整油價），且首度祭出「汽柴油價格不得高於亞洲鄰近國家」的措施。

同時，訂定「油價異常波動之緩和機制」，當油價持續上漲累積達15%時，政府得衡酌其對物價與民生之影響，暫時凍結國內油價之浮動（2007年11月上限降為12%）。

「油價平穩措施」係指，95無鉛汽油價格每公升（1）低於30元，依油價公式正常漲跌；（2）介於30~32.4元：上漲時，少漲25%；下跌時，少跌25%；（3）介於32.5~34.9元：上漲時，少漲50%；下跌時，少跌50%；（4）高於35元：上漲時，少漲75%；下跌時，少跌75%。

有關2008年以來國內油價調整機制沿革詳葉盛（2019）。

(註14) 漲價成本分別由消費者負擔60%，中油承擔20%，政府則以調降貨物稅方式吸收剩餘的20%。

(註15) Hamilton (2018)能夠捕捉原始資料生成過程（data generation process）的特徵，以取得估計係數，其使用的迴歸式為 $y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-h} + \beta_2 y_{t-h-1} + \beta_3 y_{t-h-2} + \beta_4 y_{t-h-3} + v_t$ （ $p-1$ 個落後項）。此線性迴歸的配適值與殘差對應於估計的趨勢項與循環項，即 $trend_t = \hat{y}_t$ 、 $cycle_t = \hat{v}_t$ 。Hamilton (2018)建議使用 $h = 8$ （季）、 $p = 4$ （季），惟考量到本文資料頻率為月，因此，採用 $h = 24$ （月）、 $p = 12$ （月）。

(註16) 為檢驗模型是否能捕捉到COVID-19疫情前後通膨率的變動情況，加以2003年1月至2019年12月虛擬變數的值均設

定為0，模型無法做樣本內預測，因此，刪除COVID-19疫情期間的虛擬變數。此外，必須注意的是，惟有明確區分樣本內、外才能避免過度配適問題（over-fitting），客觀的檢驗模型的準確性。

(註17) 逆機率（inverse probability）係指無法觀察到變數的機率分配。

(註18) (1) 定理：對一個連續且嚴格遞增的函數 (F) 而言，令 $X \sim F$ ，則 $Y \sim U(0,1)$ 。

證明： $\because 0 \leq F(X) \leq 1, y \in [0,1]$ ，則 $P(Y \leq y) = P[F(X) \leq y] = P\{F^{-1}[F(X)] \leq F^{-1}(y)\} = P[X \leq F^{-1}(y)] = F[F^{-1}(y)] = y, \therefore Y \sim U(0,1)$ 。

(2) 定理：假設 F 為嚴格遞增，給定累積分布函數 (F)，給定 $X = F^{-1}(Y)$ ，隨機變數 $Y \sim U(0,1)$ ，且 F^{-1} 為 F 的逆函數，則存在一個隨機變數 $X \sim F$ 。

證明： $\because x \in R, P(X \leq x) = P[F^{-1}(Y) \leq x] = P\{F[F^{-1}(Y)] \leq F(x)\} = P[Y \leq F(x)] = F(x)$ 。

(註19) 將樣本區分為樣本內（I個樣本）與樣本外（J個樣本），使 $I+J-1+h=T+h$ ，其中， h 為領先期數， T 為全樣本數。程式以滾動區間（I個樣本）的方式重新估計每期（ $t=1, \dots, T$ ）機率密度函數的參數。對估計的機率密度函數 $\hat{\phi}_{t+h}$ 而言，其對應著 Y_{t+h} 的累積分配函數（CDF）。就本文而言，全樣本數為268筆（ T ）、領先期數為3（未來1季， h ）、 $J=268/3 \cong 89$ （程式以 $\text{len}(\text{dates})$ 計算樣本區間後，再除以 h ），故 I 等於180。

參考文獻

中文文獻

朱浩榜（2023），「探討台灣的菲利浦曲線及其通膨預測能力」，《台灣經濟預測與政策》，第53卷第2期，頁51–103。

侯德潛與徐千婷（2002），「我國通貨膨脹預測模型之建立」，《中央銀行季刊》，第24卷第3期，頁9–40。

張志揚（2014），「台灣地區通膨預期與總體變數動態關係之探討」，《中央銀行季刊》，第36卷第4期，頁51–74。

黃朝熙（2007），「臺灣通貨膨脹預測」，《中央銀行季刊》，第29卷第1期，頁5–30。

葉盛（2019），「應用官方網站資料預測台灣短期通膨率」，未出版論文，中央銀行經濟研究處。

葉盛與田慧琦（2004），「臺灣的物價情勢：影響因素探析與計量實證模型應用」，《中央銀行季刊》，第26卷第4期，頁69–116。

蕭宇翔與繆維正（2021），「以高頻物價數據進行通膨預測」，《經濟論文叢刊》，第49卷第3期，頁371–414。

蕭宇翔與陳佩玕（2016），「台灣產出缺口估計方法之評估」，《中央銀行季刊》，第38卷第3期，頁3–46。

英文文獻

Adrian, T., N. Boyarchenko and D. Giannone (2019), “Vulnerable Growth,” *American Economic Review*, Vol. 109, No. 4, pp. 1263–1289.

Anderl, C. and G. M. Caporale (2024), “Functional Shocks to Inflation Expectations and Real Interest Rates and Their Macroeconomic Effects,” *Review of World Economics*, Vol. 160, No. 4, pp. 1543–1575.

Ari, A., C. Mulas–Granados, V. Mylonas, L. Ratnovski and W. Zhao (2023), “One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts,” IMF Working Papers, No. WP/23/190, pp. 1–64.

Banerjee, R., A. Mehrotra and F. Zampolli (2020), “Inflation at risk from COVID–19,” BIS Bulletin, No. 28, pp. 1–9.

Banerjee, R., J. Contreras, A. Mehrotra and F. Zampolli (2024), “Inflation at Risk in Advanced and Emerging Market Economies,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 142, No. 103025, pp. 1–36.

- Barrett, P. and J. J. Adams (2022), “Shocks to Inflation Expectations,” IMF working papers, No. WP/22/72, pp. 1–52.
- Dany–Knedlik, G. and J. A. Garcia (2018), “Monetary Policy and Inflation Dynamics in ASEAN Economies,” IMF working papers, No. WP/18/147, pp. 1–37.
- Gilchrist, S, R. Schoenle, J. Sim and E. Zakrajsek (2017), “Inflation Dynamics during the Financial Crisis,” *American Economic Review*, Vol. 107, No. 3, pp. 785–823.
- Gilchrist, S. and B. Mojon (2016), “Credit Risk in the Euro Area,” *The Economic Journal*, Vol. 128, No. 608, pp. 118–158.
- Hamilton, J., (2018), “Why You Should Never Use the Hodrick–Prescott Filter,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 100, No. 5, pp. 831–843.
- Hasenzagl, T., F. Pellegrino, L. Reichlin and G. Ricco (2022), “A Model of the Fed's View on Inflation,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 104, No. 4, pp.686–704.
- Heise, S., F. Karahan and A. Şahin (2022), “The Missing Inflation Puzzle: The Role of the Wage–Price Pass–Through,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 54, No. S1, pp. 7–51.
- IMF (2022), “Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation,” World Economic Outlook, January, pp. 1–16.
- IMF (2023), “Navigating Global Divergences,” World Economic Outlook, October, pp. 1–182.
- Koenker, R. and G. Bassett, (1978), “Regression Quantiles,” *Econometrica*, Vol. 46, No. 1, pp. 30–50.
- Korobilis, D., B. Landau, A. Musso and A. Phella (2021), “the Time–Varying Evolution of Inflation Risks,” ECB Working Paper Series, No. 2600, pp. 1–55.
- López–Salido, D. and F. Loria (2024), “Inflation at Risk,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 145(S), No. 103570, pp.1–19.
- Makabe, Y. and Y. Norimasa (2022), “The Term Structure of Inflation at Risk: A Panel Quantile Regression Approach,” Bank of Japan Working Paper Series, pp.1–52.
- Manzan, S. and D. Zerom (2013), “Are Macroeconomic Variables Useful for Forecasting the Distribution of U.S. Inflation?” *International Journal of Forecasting*, Vol. 29, No. 3, pp. 469–478.
- Mehra, Y. P. (2000), “Wage–price Dynamics: Are They Consistent with Cost Push?” *Economic Quarterly*, Vol. 86, No. 3, pp. 27–43.
- Muduli, S. and H. Shekhar (2023), “Tail Risks of Inflation in India,” Reserve Bank of India Working Paper Series, No. 02/2023, pp. 1–31.
- Plagborg–Møller, M., L. Reichlin, G. Ricco and T. Hasenzagl (2020), “When is Growth at Risk?” *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2020, pp. 167–229.
- Prasad, A., S. Elekdag, P. Jeasakul, R. Lafarguette, A. Alter, A. X. Feng and C. Wang (2019), “Growth at Risk: Concept and Application in IMF Country Surveillance,” IMF Working Papers, No. WP/19/36, pp. 1–39.
- Queyranne M., R. Lafarguette and K. Johnson (2022), “Inflation–at–Risk in the Middle East and Central Asia,” IMF Working Papers, WP/22/168, pp.1–56.
- Santos, E. P., D. S. Mapa and E. T. Glindro (2011), “Estimating Inflation–at–Risk (IaR) using Extreme Value Theory (EVT),” MPRA Paper, No. 28266, pp. 1–20.

Constructing Taiwan's Inflation-at-Risk using the Phillips Curve

Tsai, Chao-Min^{*}

Abstract

This paper adopts the component quantile regression framework proposed by Adrian et al. (2019) with a skewed-t distribution and extends the approach of Prasad et al. (2019) to assess Taiwan's short-term inflation risk (Inflation-at-Risk, IaR). The empirical findings provide useful references for policymakers, assist the Central Bank of the Republic of China (Taiwan) in monitoring economic conditions and formulating timely policy responses, and support external communication through inflation risk forecast to enhance policy credibility in a highly uncertain environment.

The main empirical results are summarized as follows. First, owing to price rigidity, lagged inflation exerts a stronger influence on inflation over the next six months than inflation expectations, indicating the dominance of backward-looking inflation in the short run. Beyond six months, this effect diminishes, and inflation expectations become the primary driver of future inflation, highlighting the growing importance of forward-looking inflation.

Second, both the minimum wage and international oil prices exert significant positive effects on future inflation. In the short run, increases in either contribute to cost-push inflation. Compared with low-inflation periods, the impact of the minimum wage on future inflation is stronger during high-inflation periods, whereas the impact of international oil prices is relatively smaller. This is mainly because when international oil prices rise sharply, the government may implement measures to ease oil price pressures (such as reducing fuel commodity taxes) or the CPC Corporation, Taiwan (CPC) may activate its oil price stabilization mechanism.

Finally, the scenario analysis results indicate that positive shocks to the minimum wage and international oil prices significantly increase upside risks to inflation. Moreover, lagged inflation (backward-looking inflation) tends to prolong inflationary pressures, whereas inflation expectations (forward-looking inflation) help to mitigate such pressures.

Keywords: Inflation-at-risk (IaR), Phillips curve, inflation lags, inflation expectation

JEL classification code: C12, E27, E31.

* The views expressed in this paper are those of the author(s) 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 author(s).

國內經濟金融情勢（民國114年第3季）

總體經濟

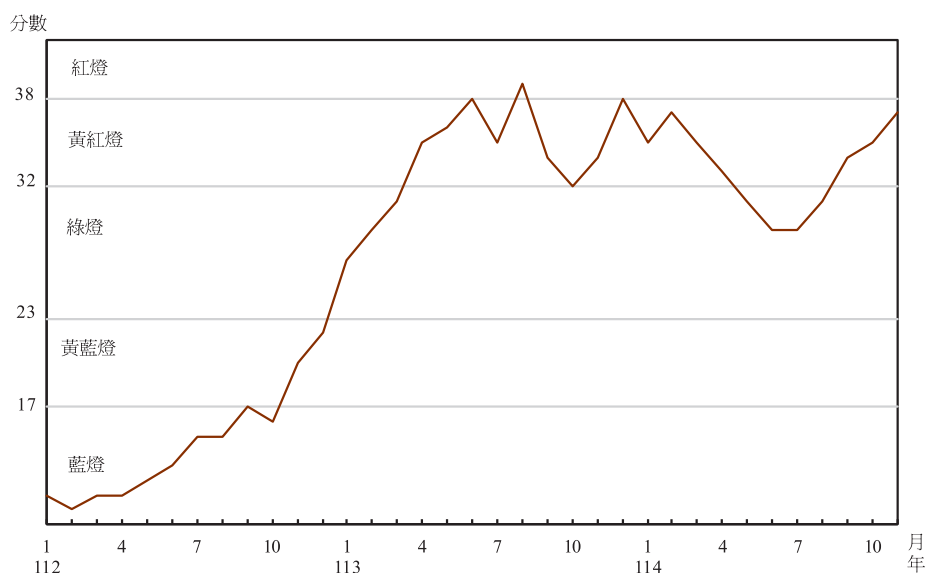
壹、國內經濟情勢

一、國內景氣穩定擴張

因人工智慧(AI)應用需求強勁，加以年底旺季效應，帶動批發、零售及餐飲業營業額轉為紅燈，惟製造業信心指標轉為黃藍燈，本(114)年11月國發會景氣對策信號綜合判斷分數較上月增加2分，至37分，燈號續呈黃紅燈(圖1)；領先指標持續上升，同時指標則轉呈上升，顯示國內經濟穩健成長。

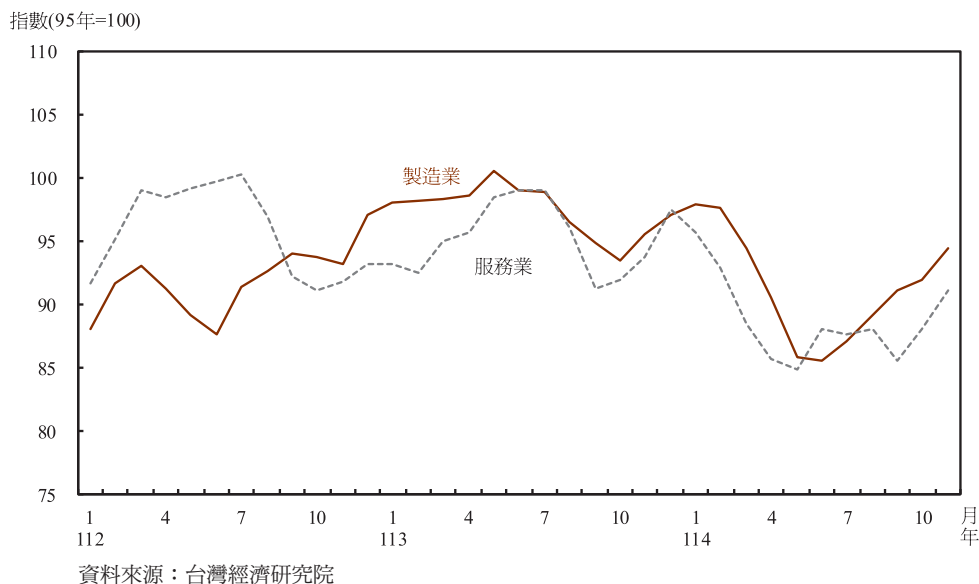
雖非AI產業成長相對溫和，惟AI等新興科技應用需求持續強勁，本年11月台經院製造業營業氣候測驗點由10月之92.03點升至94.42點，連續5個月上升。服務業方面，11月台股成交量增加，加以批發業受惠下游拉貨需求回升，服務業營業氣候測驗點由10月之88.09點升至11月之91.18點，連續2個月上升(圖2)。

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

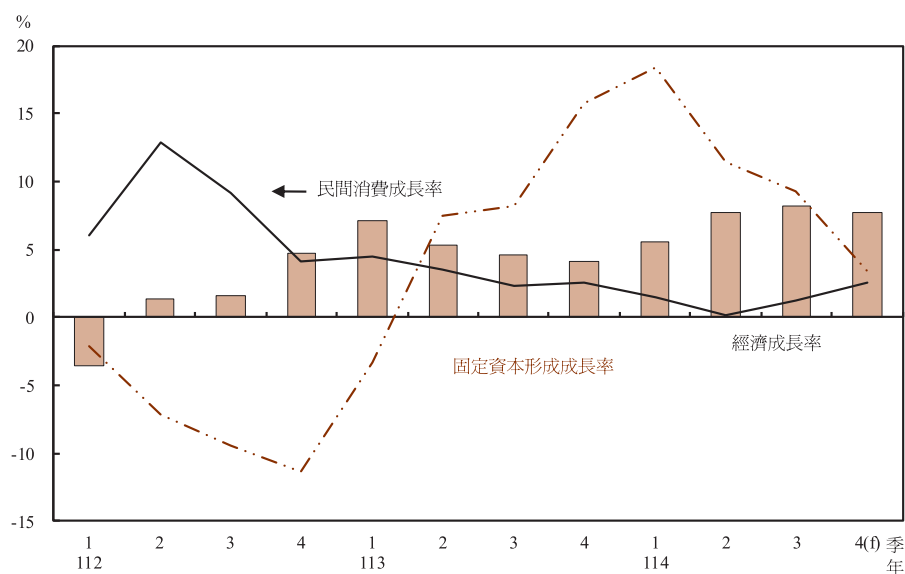


二、本年第3季經濟成長率升為8.21%，預期第4季續穩健成長

本年第3季，AI等新興科技應用需求持續熱絡，以及消費性電子新品拉貨效應，出口成長優於預期，加以民間消費回溫，經濟成長率升為8.21%，係110年第3季以來新高(圖3、表1)。

展望第4季，AI相關需求大幅擴增，帶動電子資通訊產品出口成長及相關供應鏈廠商投資，台灣輸出成長可望增溫，惟民間投資因比較基期已高而溫和成長；受惠於實質薪資成長與政府激勵消費措施，民間消費成長力道擴增。本行預測第4季經濟成長率為7.69%；全年則為7.31%。

圖3 經濟成長率、投資與民間消費成長率



註：r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 r		1.08	7.95	0.16	-7.61	-10.40	9.91	6.64	-4.08
113 r		5.27	3.20	3.03	7.07	6.72	6.07	10.19	8.71
114 f		7.31	1.34	2.06	10.32	10.75	12.53	5.86	31.49
113/3 r		4.66	2.28	3.98	8.26	8.25	10.48	7.36	9.03
4 r		4.13	2.51	2.40	15.79	17.36	1.73	16.02	8.97
114/1 r		5.54	1.43	0.70	18.44	21.07	4.24	1.08	20.66
2 r		7.71	0.17	3.25	11.51	12.46	4.44	7.27	36.26
3 p		8.21	1.19	0.30	9.34	9.58	10.84	6.43	31.95
4 f		7.69	2.52	3.73	3.43	0.75	23.68	7.01	36.19
114年第三季	貢獻百分點 p	8.21	0.56	0.04	2.31	1.96	0.16	0.18	20.90
									13.33

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、本年第三季民間消費成長回溫，預期第四季續升溫

本年第三季，國內車市因台美關稅談判

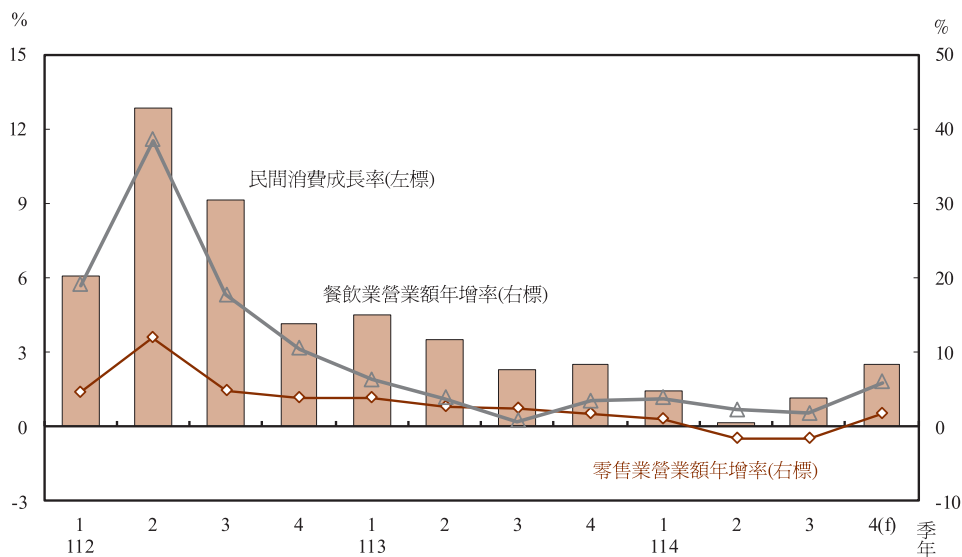
未定，消費者買氣觀望，零售業營業額續年減1.6%，惟國內就業市場穩定，實質薪資持續成長，加以台股交易熱絡(上市櫃股票成

交值年增8.6%)帶動手續費收入增加，民間消費成長率由上季之0.17%升為1.19%(圖4、表1)。

本年10至11月，受連假較多、出遊聚餐需求增加影響，零售業及餐飲業營業額分別

年增1.6%、5.9%，加以11月政府普發現金，以及汽機車因政府減免徵貨物稅而買氣回升，預期民間消費動能持續增溫，本行預測第4季民間消費成長率升為2.52%；全年則為1.34%。

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4季零售業及餐飲業營業額年增率係10至11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3季民間投資穩健成長，預期第4季成長減緩

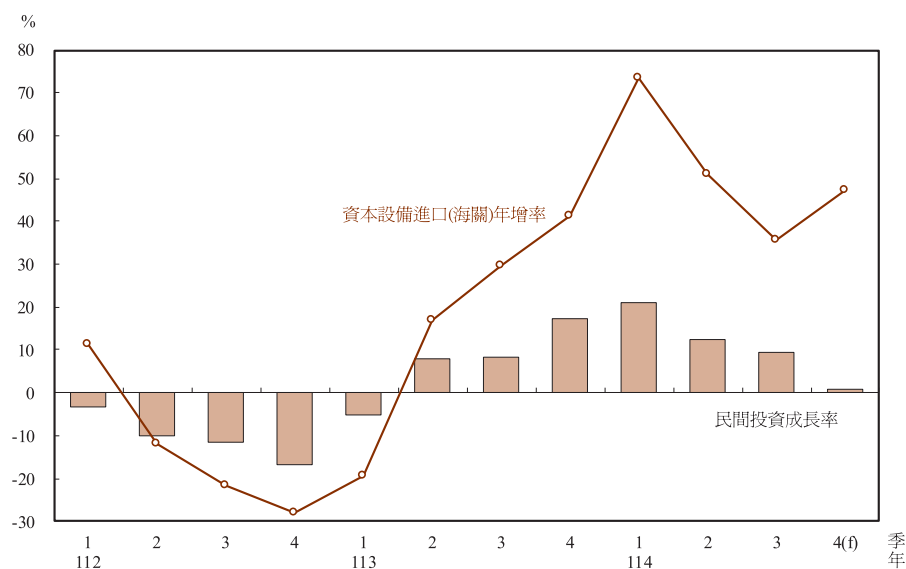
本年第3季，新興科技應用需求續強，廠商半導體設備購置續增，以新台幣計價之半導體設備進口成長59.6%，致以新台幣計價之資本設備進口年增35.8%，加以製造業投資財生產量年增17.9%，帶動民間機器設備投資成長29.0%，惟運輸工具及營建工程投資分別轉呈衰退9.9%、1.8%，民間投資成

長率減緩為9.58%(圖5、表1)。

本年10至11月，以新台幣計價之半導體設備進口成長38.3%，致以新台幣計價之資本設備進口成長47.3%，且製造業投資財生產量續年增55.5%，惟美國貿易政策不確定性仍高，企業續保守觀望，10月及11月製造業採購經理人之未來6個月展望指數續呈緊縮(<50%)，恐限縮第4季民間投資成長動能，加以上年同期比較基期高，本行預測本

年第4季民間投資成長率降為0.75%；全年則為10.75%。

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4季資本設備進口年增率係10至11月平均值
資料來源：財政部、行政院主計總處、中央銀行

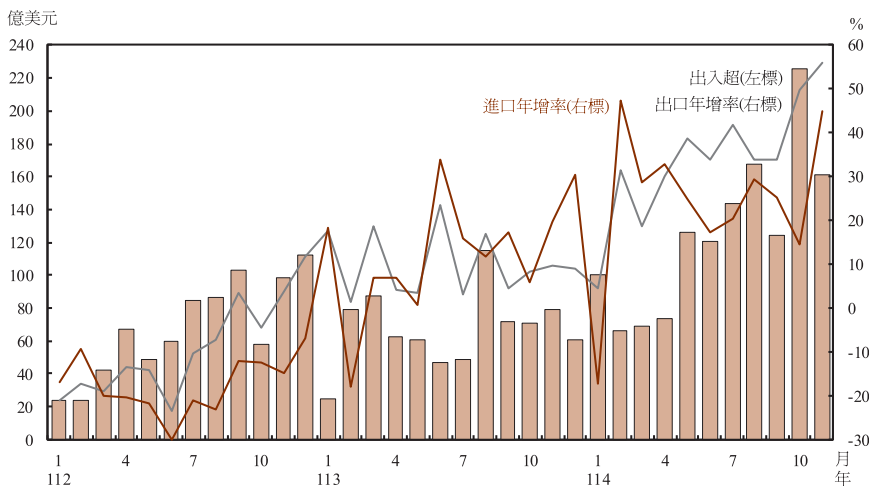
五、本年第3季出口持續大幅成長，預期第4季續雙位數成長

本年第3季，AI等新興科技應用商機持續強勁，加以消費性電子新品備貨需求，資通與視聽產品及積體電路出口分別年增84.4%、33.1%，帶動整體出口(以美元計價)成長36.5%；進口方面，隨出口引伸需求與AI供應鏈國際分工運作下，積體電路進口成長47.0%，加以半導體設備購置進口成長

73.4%，整體進口(以美元計價)年增24.9%(圖6)。商品及服務併計之輸出、輸入成長率分別為31.95%、26.09%(表1)。

本年10至11月，資通與視聽產品及積體電路出口分別續年增153.7%、29.1%，帶動整體出口續成長52.6%；整體進口亦續年增29.5%(圖6)。本行預測本年第4季輸出及輸入成長率分別為36.19%、31.83%；全年則為31.49%、29.15%。

圖6 進出口貿易



資料來源：財政部

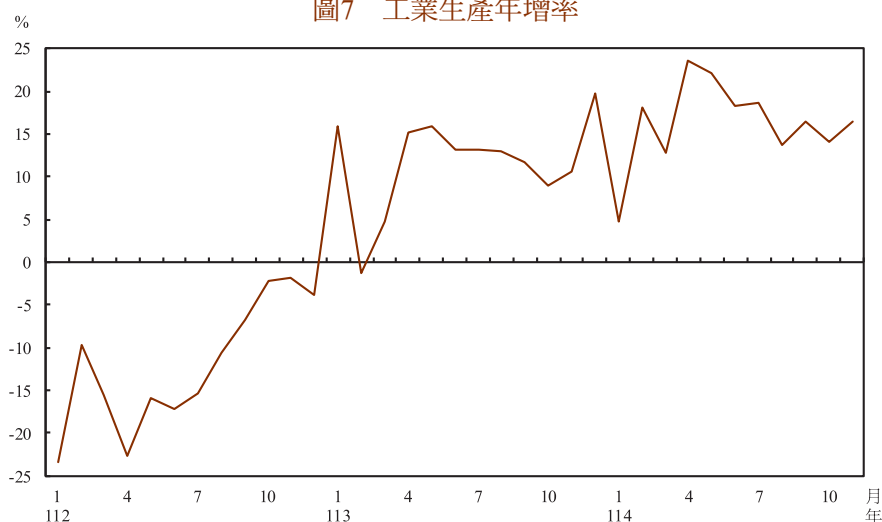
六、工業生產持續成長

本年第3季，因AI、高效能運算及雲端資料服務等應用需求持續強勁，電子零組件業與電腦、電子產品及光學製品業生產指數分別年增29.1%與22.7%，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5.7%，工業生產年增16.2%。

本年10至11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，基本金屬業、化學材料及肥料業與汽車及其零件業等傳統產業減產，惟AI、雲端資料服務需求續強，電腦、電子產品及光學製品業年增85.0%，加以積體電路業增產，帶動工業生產成長15.3%(圖7)，其中，權重最大之製造業(94.6%)增產16.2%，四大業別中，資訊電子工業年增27.7%，增幅最大，民生工業、金屬機電工業及化學工業則分別減產5.0%、4.3%及1.7%。

圖7 工業生產年增率



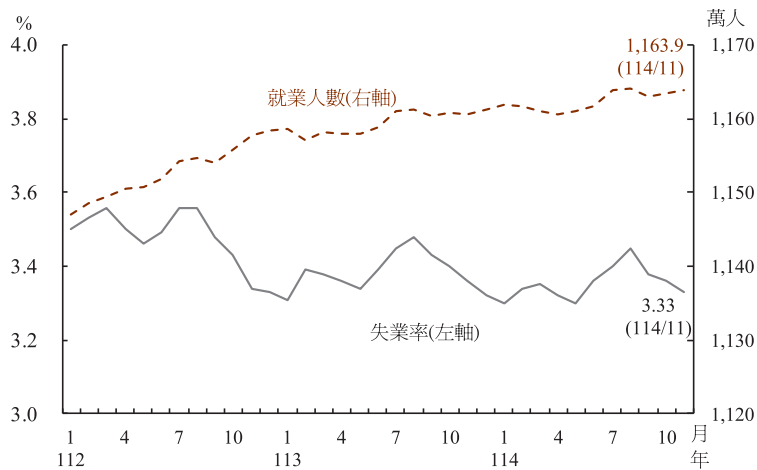
資料來源：經濟部

七、失業率下降，實施減班休息人數減少；實質薪資正成長

本年8月以來，隨應屆畢業生陸續找到工作，11月失業率降至3.33%(圖8)，係90年以來同月新低，較上年同月下降0.03個百分點；1至11月平均失業率為3.35%，較上年同期下降0.04個百分點。11月就業人數則為1,163.9萬人，年增0.29%，顯示國內勞動市場續呈穩定。截至本年12月中，實施減班休息之企業計378家、7,118人，較9月底減少20家、1,387人，其中，以製造業減少1,393人最多，主因部分廠商訂單回溫。

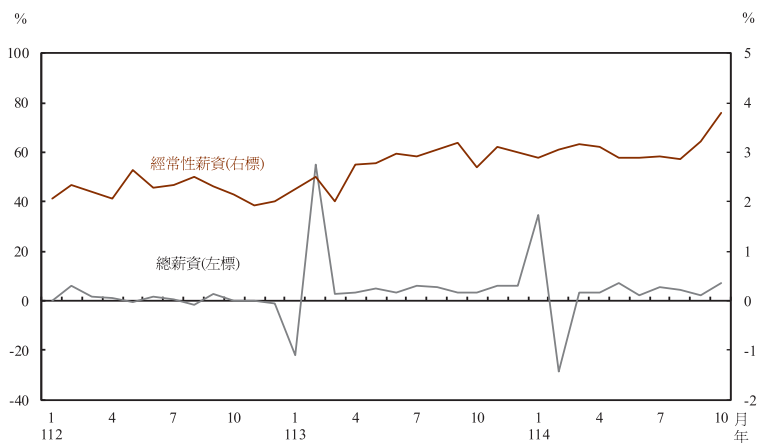
本年以來，工業及服務業受僱員工名目經常性薪資溫和成長，10月年增3.80%，總薪資則年增7.38%(圖9)。本年1至10月平均經常性薪資年增3.08%，係90年以來同期新高，總薪資則年增4.00%。剔除物價因素後，本年1至10月實質經常性薪資年增1.32%，實質總薪資則年增2.22%，分別係近5年及近10年同期新高。其中，工業部門實質總薪資年增3.78%，高於上年同期之1.86%；服務業部門則由上年同期之1.86%減緩至1.11%。

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、通膨率下降

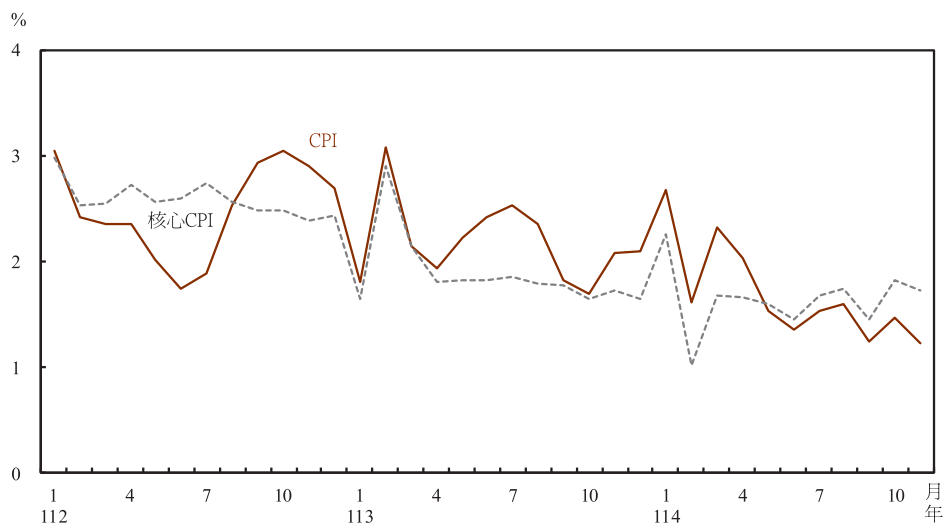
本年9月，因汽機車價格下跌，以及蔬果等食物類與服務類價格漲幅縮小，CPI年增率由8月之1.60%降為1.24%；10月因連假較多，旅宿業者調漲價格，娛樂服務價格漲幅擴大，加以台電調漲電價，CPI年增率升為1.47%。11月CPI年增率回降至1.23%，漲幅

係110年4月以來最低，主因蔬菜價格跌幅擴大，以及娛樂服務價格漲幅縮小；不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為1.72% (圖10)。

本年1至11月平均CPI年增率為1.69%，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1.38個百分點，貢獻約

82%(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11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	1.69	1.69
食物類	256	3.17	0.86
外食費	106	3.41	0.37
水果	21	9.40	0.22
肉類	23	4.57	0.11
穀類及其製品	15	2.51	0.04
蔬菜	15	2.45	0.04
房租	148	2.32	0.34
個人隨身用品	19	8.26	0.18
娛樂服務	60	1.71	0.10
醫療費用	28	2.56	0.07
交通工具零件及維修費	19	3.24	0.06
香菸及檳榔	16	3.55	0.06
教養服務	30	2.00	0.06
家庭管理費用	11	4.17	0.05
合計			1.78
油料費	24	-4.72	-0.12
成衣	38	-0.89	-0.04
合計			-0.16
其他			0.07

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

展望明(115)年，預期全球貿易量放緩，且比較基期墊高，惟AI等新興科技應用需求強勁，台灣輸出可望穩健成長。內需方面，AI供應鏈業者持續擴產，惟比較基期已高，預期民間投資溫和成長；本年上市櫃公司獲利佳，有助明年薪資及現金股利發放，加以最低工資調高，將推升民間消費。本行預測明年經濟成長率為3.67%；國內外預測機構預測值之平均數為3.39%(表3)。

表3 國內外預測機構預測115年經濟成長率

單位：%

項 目 \ 預測機構	中央銀行	主計總處	EIU	國泰台大	S&P Global	中研院	平均值
發布日期	114.12.18	114.11.28	114.12.8	114.12.15	114.12.18	114.12.22	
實質國內生產毛額	3.67	3.54	3.70	3.00	2.74	3.71	3.39
實質民間消費支出	2.32	2.43	2.10	---	2.26	2.13	2.25
實質政府消費支出	4.45	4.43	2.10	---	1.30	4.43	3.34
實質固定投資	2.27	2.17	0.90	---	1.37	2.13	1.77
實質民間投資	1.83	1.73	---	---	---	1.81	1.79
實質政府投資	8.63	8.61	---	---	---	8.61	8.62
實質輸出	5.67	4.84	4.50	---	3.46	8.41	5.38
實質輸入	5.16	4.32	1.90	---	3.94	8.20	4.70

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

本(114)年第3季我國經常帳順差45,839 元，央行準備資產增加5,116百萬美元(表1及百萬美元，金融帳淨資產增加36,915百萬美 圖1)。

表1 國際收支

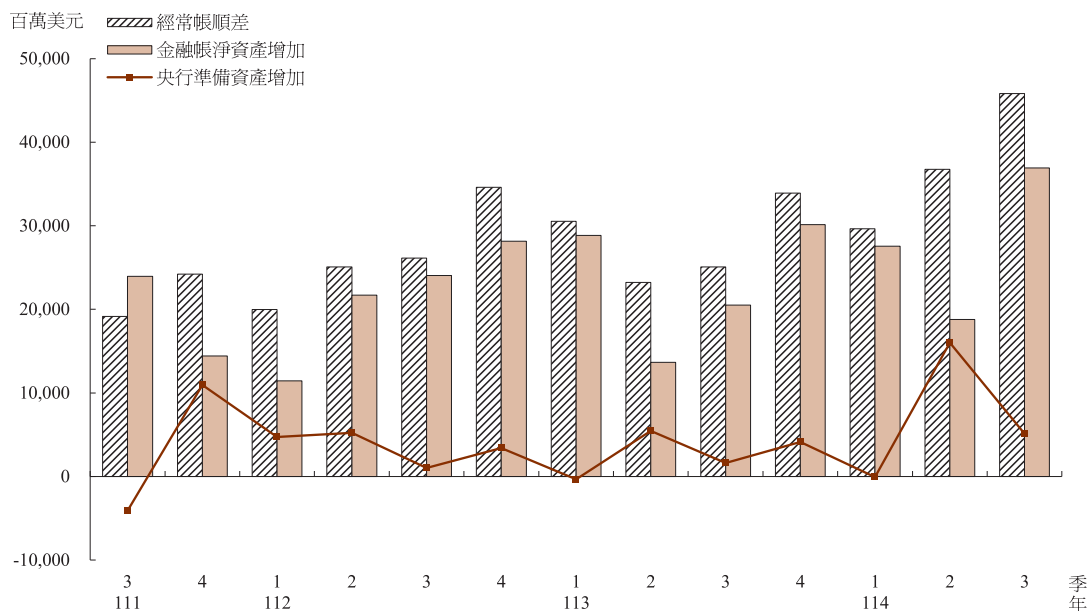
114年第3季暨113年第3季

單位：百萬美元

	(1) 114年 第3季	(2) 113年 第3季	(1)-(2)
A.經常帳	45,839	25,080	20,759
商品貿易淨額	49,828	27,928	21,900
商品：收入（出口）	154,298	109,003	45,295
商品：支出（進口）	104,470	81,075	23,395
服務收支淨額	-4,083	-3,902	-181
服務：收入（輸出）	16,482	15,119	1,363
服務：支出（輸入）	20,565	19,021	1,544
初次所得收支淨額	2,637	2,135	502
初次所得：收入	17,273	15,447	1,826
初次所得：支出	14,636	13,312	1,324
二次所得收支淨額	-2,543	-1,081	-1,462
二次所得：收入	2,197	2,243	-46
二次所得：支出	4,740	3,324	1,416
B.資本帳	-5	-4	-1
C.金融帳	36,915	20,520	16,395
直接投資：資產	9,920	10,679	-759
股權和投資基金	7,736	11,112	-3,376
債務工具	2,184	-433	2,617
直接投資：負債	823	2,653	-1,830
股權和投資基金	58	319	-261
債務工具	765	2,334	-1,569
證券投資：資產	16,002	6,494	9,508
股權和投資基金	4,661	4,138	523
債務證券	11,341	2,356	8,985
證券投資：負債	5,365	-15,645	21,010
股權和投資基金	5,740	-16,714	22,454
債務證券	-375	1,069	-1,444
衍生金融商品：資產	-8,694	-7,814	-880
衍生金融商品：負債	-7,970	-7,532	-438
其他投資：資產	12,763	1,021	11,742
其他投資：負債	-5,142	10,384	-15,526
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	8,919	4,556	4,363
D.誤差與遺漏淨額	-3,803	-2,946	-857
E.準備與相關項目	5,116	1,610	3,506

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154,298百萬美元，較上(113)年同季增加45,295百萬美元或41.6%；進口104,470百萬美元，較上年同季增加23,395百萬美元或28.9%。本季出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為49,828百萬美元，較上年同季增加21,900百萬美元或78.4%，主要受惠於人工智慧(AI)等新興科技應用持續熱絡及消費性電子新品備貨需求增加，出口擴增。

服務方面，本季服務貿易逆差4,083百

萬美元，較上年同季增加181百萬美元或4.6%，主要係旅行支出增加及國輪貨運收入減少。

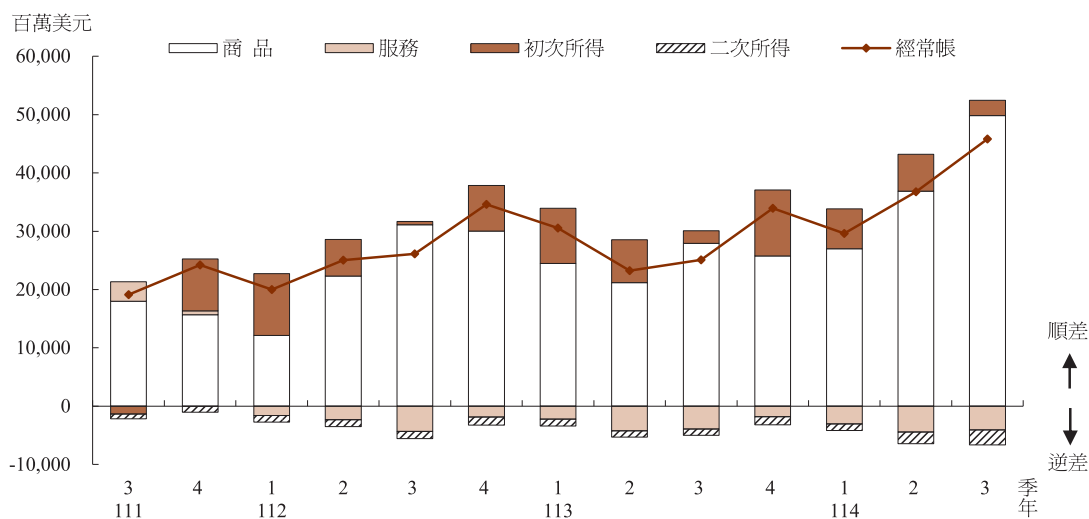
初次所得方面，本季初次所得順差2,637百萬美元，較上年同季增加502百萬美元或23.5%，主要係居民對外直接投資所得收入增加。

二次所得方面，本季二次所得逆差2,543百萬美元，較上年同季增加1,462百萬美元或135.2%，主要係工作者匯出款增加。

本季與上年同季比較，雖然服務貿易及二次所得逆差擴大，惟商品貿易及初次所得順差增加，致經常帳順差增為45,839百萬美元，計增加20,759百萬美元(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

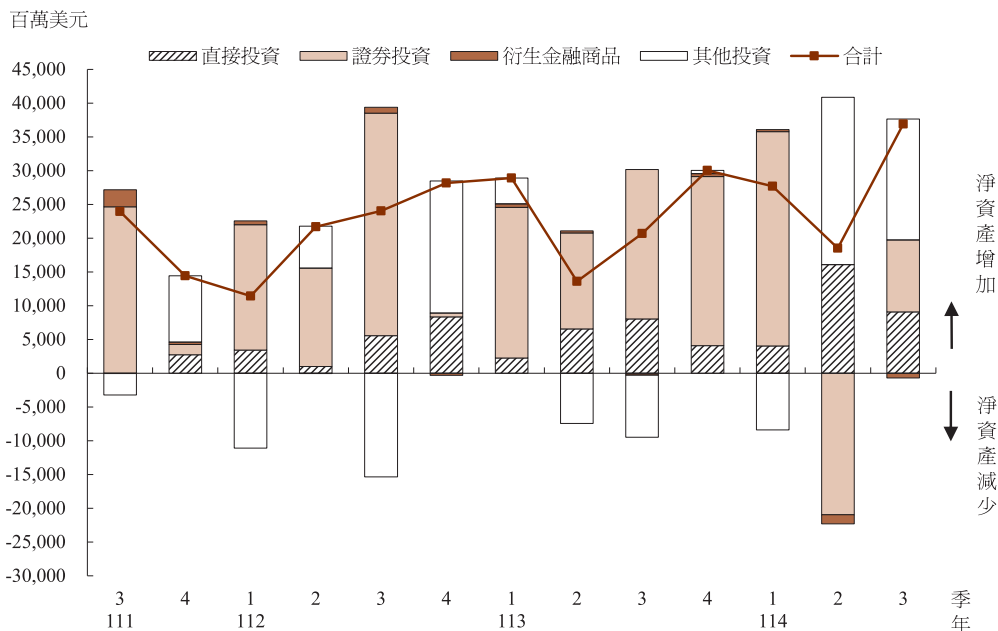
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與及債務之免除)與非生產性、非金融性資產交易(如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷)。本季資本帳逆差5百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加36,915百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加9,097百萬美元，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9,920百萬美元及823百萬美元。證券投資淨資產增加10,637百萬美元，其中，居民投資國外證券淨增加16,002百萬美元，主要係居民增持國外債券；非居民投資國內證券淨增加5,365百萬美元，主要係外資增持台股。衍生金融商品淨資產減少724百萬美元，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17,905百萬美元，主要係其他民間部門國外存款及貿易授信增加。

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154,298百萬美元，較上年同季增加45,295百萬美元或41.6%，其中，商仲貿易商品淨出口較上年同季增加1,181百萬美元；商品進口104,470百萬美元，較上年同季增加23,395百萬美元或28.9%。本季出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為49,828百萬美元，較上年同季增加21,900百萬美元或78.4%。

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

36.5%，主要係受惠於AI等新興科技應用持續熱絡及消費性電子新品備貨需求增加，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24.9%，主要係出口引伸需求帶動廠商備料擴增，電子零組件及資通與視聽產品進口增加。由於出口增額大於進口增額，出超增加為43,520百萬美元，較上年同季增加20,188百萬美元或86.5%。

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19,472百萬美元及10,716百萬美元。進口方面，本季自南韓、東協及中國大陸(含香港，以下同)進口增額較大，較上年同季分

別增加6,374 百萬美元、4,441 百萬美元及4,138 百萬美元。就主要出口市場比重而言，以美國所占比重30.5%為首，其次依序為中國大陸、東協及歐洲，比重分別為26.8%、18.9%及6.1%。主要進口來源以中國大陸比重19.8%最高，其次依序為南韓、東協及日本，比重分別為14.6%、13.7%及11.0%。

二、服務

本季服務收入16,482百萬美元，較上年同季增加1,363百萬美元；服務支出20,565百萬美元，較上年同季增加1,544百萬美元。由於支出增額大於收入增額，服務貿易逆差擴大為4,083百萬美元。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3季			113年第3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	16,482	20,565	-4,083	15,119	19,021	-3,902	1,363	1,544
一、加工服務	1,661	480	1,181	1,362	428	934	299	52
二、維修服務	387	460	-73	396	396	0	-9	64
三、運輸	2,535	3,335	-800	3,289	3,450	-161	-754	-115
(一)客運	494	778	-284	565	951	-386	-71	-173
(二)貨運	1,891	1,580	311	2,582	1,383	1,199	-691	197
(三)其他	150	977	-827	142	1,116	-974	8	-139
四、旅行	2,550	6,625	-4,075	2,417	5,741	-3,324	133	884
五、其他服務	9,349	9,665	-316	7,655	9,006	-1,351	1,694	659
(一)營建	205	1,500	-1,295	116	1,262	-1,146	89	238
(二)保險及退休金服務	196	685	-489	131	582	-451	65	103
(三)金融服務*	1,284	643	641	1,322	941	381	-38	-298
(四)智慧財產權使用費	791	1,425	-634	451	1,333	-882	340	92
(五)電信、電腦及資訊服務	2,923	1,454	1,469	2,186	1,217	969	737	237
(六)其他事務服務	3,726	3,651	75	3,239	3,459	-220	487	192
(七)個人、文化與休閒服務	147	117	30	135	78	57	12	39
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	77	190	-113	75	134	-59	2	56

*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1,661百萬美元，較上年同季增加299百萬美元，主要係接受非居民委託加工之加工費收入增加；加工支出480百萬美

元，較上年同季增加52百萬美元。本季收入增額大於支出增額，加工服務貿易順差增加為1,181百萬美元。

(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387百萬美

元，較上年同季減少9百萬美元；維修支出460百萬美元，較上年同季增加64百萬美元。本季收入減少且支出增加，維修服務貿易逆差增加為73百萬美元。

(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2,535百萬美元，較上年同季減少754百萬美元，主要係國輪貨運收入減少。運輸支出3,335百萬美元，較上年同季減少115百萬美元，主要係支付外航客運費用減少。本季收入減額大於支出減額，運輸服務貿易逆差增加為800百萬美元。

(四) 旅行

本季旅行收入2,550百萬美元，較上年同季增加133百萬美元，主要係來台旅客人次及平均停留夜數增加；旅行支出6,625百萬美元，較上年同季增加884百萬美元，主要係國人出國人次及平均停留夜數增加。本季支出增額大於收入增額，旅行收支逆差增加為4,075百萬美元。

(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9,349百萬美元，較上年同季增加1,694百萬美元，主要係電腦及資訊服務收入增加；其他服務支出9,665百萬美元，較上年同季增加659百萬美元，主要係營建支出增加。本季收入增額大於支出增額，其他服務貿易逆差減少為316百萬美元。

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17,273百萬美元，較上年同季增加1,826百萬美元，主要係居民對外直接投資所得增加；支出14,636百萬美元，較上年同季增加1,324百萬美元，主要係企業支付非居民直接投資及證券投資所得增加。本季收入增額大於支出增額，初次所得順差增加為2,637百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入2,197百萬美元，較上年同季減少46百萬美元，主要係居民接受非居民之贍家匯入款減少；支出4,740百萬美元，較上年同季增加1,416百萬美元，主要係工作者匯出款增加。本季收入減少且支出增加，二次所得逆差增加為2,543百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	114年第3季			113年第3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	17,273	14,636	2,637	15,447	13,312	2,135	1,826	1,324
一、薪資所得	296	176	120	298	250	48	-2	-74
二、投資所得	16,895	14,185	2,710	15,077	12,900	2,177	1,818	1,285
(一)直接投資	5,739	4,388	1,351	4,332	3,450	882	1,407	938
(二)證券投資	2,437	7,078	-4,641	1,978	6,186	-4,208	459	892
(三)其他投資	8,719	2,719	6,000	8,767	3,264	5,503	-48	-545
三、其他初次所得	82	275	-193	72	162	-90	10	113
二次所得	2,197	4,740	-2,543	2,243	3,324	-1,081	-46	1,416

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36,915百萬美元。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3季			113年第3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	9,920	823	9,097	10,679	2,653	8,026	-759	-1,830
二、證券投資	16,002	5,365	10,637	6,494	-15,645	22,139	9,508	21,010
(一)股權和投資基金	4,661	5,740	-1,079	4,138	-16,714	20,852	523	22,454
(二)債權證券	11,341	-375	11,716	2,356	1,069	1,287	8,985	-1,444
三、衍生金融商品	-8,694	-7,970	-724	-7,814	-7,532	-282	-880	-438
四、其他投資	12,763	-5,142	17,905	1,021	10,384	-9,363	11,742	-15,526
(一)其他股本	0	0	0	2	0	2	-2	0
(二)債務工具	12,763	-5,142	17,905	1,019	10,384	-9,365	11,744	-15,526
1.現金與存款	2,938	1,252	1,686	928	13,945	-13,017	2,010	-12,693
2.貸款/借款	3,803	-886	4,689	2,195	460	1,735	1,608	-1,346
3.貿易信用及預付/收款	5,752	-5,705	11,457	2,637	-2,797	5,434	3,115	-2,908
4.其他應收/付款	270	197	73	-4,741	-1,224	-3,517	5,011	1,421
合 計	29,991	-6,924	36,915	10,380	-10,140	20,520	19,611	3,216

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9,097百萬美元。其中，對外直接投資淨增加9,920百萬美元；非居民來台直接投資淨增加823百萬美元。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金融及保險業、批發及零售業為主；非居民來台直接投資主要行業為金融及保險業、電腦、電子產品及光學製品製造業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加10,637百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券淨增加16,002百萬美元。其中，股權和投資基金淨增加4,661百萬美元，主要係銀行特定金錢信託資金及證券商受託買賣資金增持國外股票和基金；債務證券淨增加11,341百萬美元，主要係保

險公司、銀行、銀行特定金錢信託資金及證券商受託買賣資金增持國外債券。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨增加5,365百萬美元。其中，股權和投資基金淨增加5,740百萬美元，主要係外資增持台股；債務證券投資淨減少375百萬美元，主要係非居民減持我國金融債券。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少724百萬美元。其中，資產淨減少8,694百萬美元，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7,970百萬美元，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17,905百萬美元，主要係其他民間部門國外存款及貿易授信增加。

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5,116百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本(114)年第3季，受資金淨匯出較上年同期減少影響，M2年增率為4.54%，高於本年第2季之3.55%。10月因放款與投資年增率下降，M2年增率下降至5.04%，11月因活期存款年增率上升及外匯存款衰退幅度縮減，M2年增率上升至5.11%(表1)。累計本年1至11月平均M2年增率為4.50%，落於本行的M2成長參考區間。

本年第3季底五大銀行平均一年期存款固定牌告利率為1.700%，與第2季底相同，且至12月底維持不變；第3季底五大銀行平均基準放款利率為3.264%，10月底微升至3.265%，至12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2季之2.21%降至第3季之2.17%，之後續降至11月的2.119%。

政策利率方面，考量明年國內通膨展望溫和，且將續低於2%，並預期明年國內經濟成長力道尚屬穩健。為審慎因應全球經濟金融前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本行理事會爰於12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，考量近一年來，銀行多已落實執行自主管理不動產貸款總量目標，且相關不動產貸款相關指標均有改善，爰明年起銀行不動產貸款總量回歸由各銀行內部控管；惟本行仍將滾動檢討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。

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
113/10	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	6.59	7.17
9	5.24	5.44	5.66	5.50	6.02	6.64
10	4.84	5.04	6.07	5.42	5.98	6.64
11	4.94	5.11	6.95	4.89	5.93	6.65

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

貳、準備貨幣年增率大抵上升

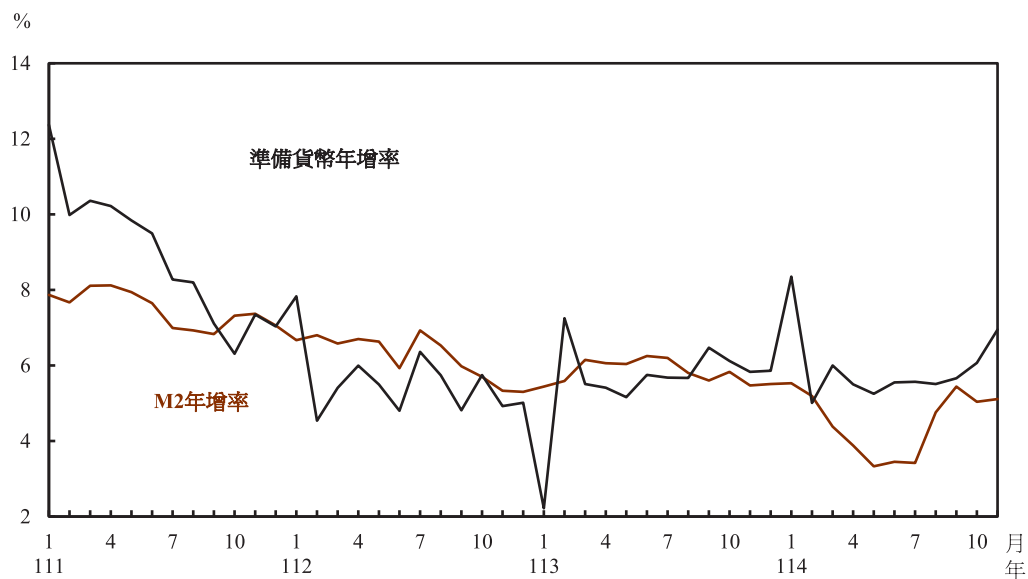
本年第3季，受資金淨匯出較上年同期減少影響，日平均準備貨幣年增率¹為5.58%，高於本年第2季之5.43%。10月因國人資金淨匯入，準備貨幣年增率由9月之5.66%上升至6.07%；11月因全民普發現金，準備貨幣年增率續升至6.95%(圖1)。

就準備貨幣變動之來源分析，本年第3

季，雖有財政部發行公債、國庫向銀行借款、稅款繳庫等緊縮因素，惟受公債還本付息、償還國庫券、國庫償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款及本行定存單淨減少等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣水準值較上季增加。至於本年10月及11月，日平均準備貨幣水準值亦呈逐月上升趨勢。

¹ 準備貨幣年增率係以調整準備金後之水準值回溯計算；調整準備金後之水準值則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1 準備貨幣及M2年增率

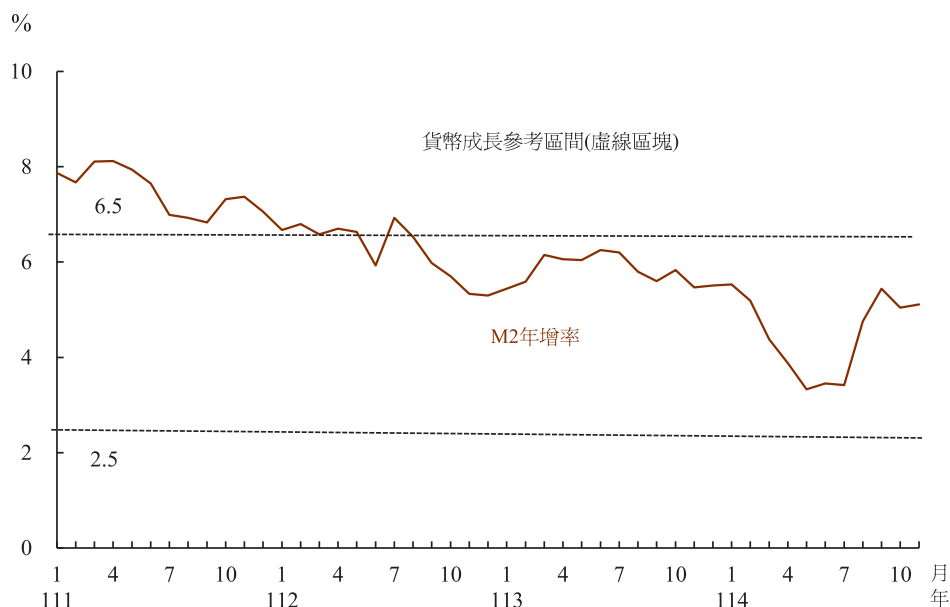


參、M2年增率落於成長參考區間

本年第3季，受資金淨匯出較上年同期減少影響，M2年增率為4.54%，高於本年第2季之3.55%。10月因放款與投資年增率下降，M2年增率下降至5.04%，11月因活期

存款年增率上升及外匯存款衰退幅度縮減，M2年增率上升至5.11%。累計本年1至11月平均M2年增率為4.50%，落於本行的M2成長參考區間。

圖2 M2與貨幣成長參考區



肆、存款年增率先升後降

本年第3季底，全體貨幣機構存款餘額較上季底增加17,641億元，其中，活期性存款、定期性存款及政府存款分別增加6,517億元、6,980億元及4,144億元。存款年增率由上季底之2.58%升至5.50%，主要係第3季底活期性存款及定期性存款年增率上升，以及政府存款轉呈正成長所致。10月底，因活期性存款成長趨緩，致存款年增率回降至5.42%。11月底，因政府存款轉呈衰退及定期性存款成長趨緩，存款年增率續降至4.89%(圖3)。

就各類存款觀察，活期性存款年增率方面，第3季底由上季底之2.08%升至5.21%，主要係台股交投熱絡，證券劃撥存款餘額上升，加以企業發放之現金股利較上季及上年

同期增加，活期儲蓄存款年增率上升所致。10月，因證券劃撥存款成長趨緩，致活期儲蓄存款成長趨緩，加以企業償還公司債及銀行借款，致活期存款成長趨緩及支票存款轉呈衰退，月底活期性存款年增率降至4.42%。11月，因出口暢旺，廠商貸款暫泊於活存帳戶，加以部分企業發行大額公司債與辦理現金增資，以及部分基金之收益分配款亦暫泊於活存帳戶，致活期存款年增率上升，月底活期性存款年增率亦回升至4.95%。

定期性存款年增率方面，第3季底由上季底之3.56%升至5.36%，主要係出口暢旺，企業匯回國外貨款淨收入較上年同期增加，加以新台幣較上季底貶值，以新台幣計價之

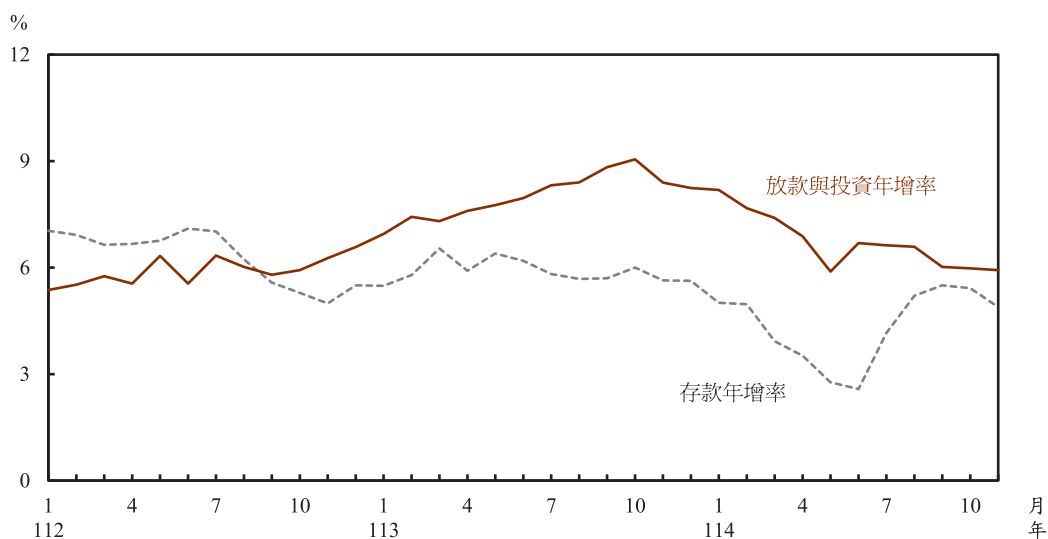
外匯存款帳面金額增加，外匯存款衰退幅度縮減所致。10月，因出口持續暢旺，企業匯回國外貨款淨收入較上年同月增加，加以民間部門收回部分海外投資款，致外匯存款轉呈正成長，月底定期性存款年增率續升至5.63%。11月，則因上年同月各家銀行為吸收穩定的定期性資金，紛紛祭出優利定存專案，定存基期較高，加以部分企業於下旬支付國外大額貨款，致外匯存款轉呈衰退，月底定期性存款年增率回降至5.16%。

政府存款年增率方面，第3季底由上季底之-8.04%轉呈11.34%，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

影響，部分稅款遞延至第3季入帳所致。10月，因營利事業所得稅暫繳數額較上年同月增加，致月底政府存款年增率續升至12.97%。11月，則因國庫配合政府普發現金措施撥款及償還借款，致月底政府存款轉呈衰退0.16%。

比重方面，第3季底以定期性存款占總存款比重最高，由上季底之57.77%下降至57.28%；活期性存款占比居次，由39.19%下降至39.13%；政府存款比重則由3.04%上升至3.59%。至11月底，定期性、活期性及政府存款比重分別為57.91%、38.70%及3.39%。

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3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10,108億元。就性質別觀察，放款增加9,175億元，投資增加932億元；放款與投資年增率由上季底之6.69%下降至6.02%，主要係第3季底銀行對公營事業、政府及個人債權年增率下降；10月底，對民營企業放款年增率回升，惟因房貸年增率續降，加以對政府、公營事業放款年增率由正轉負，放款與投資年增率續降至5.98%(圖3)；11月底，房貸年增率續降，且銀行對公營事業及政府債權年增率下降，放款與投資年增率續降至5.93%(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3季底調整後全體金融機構放款與投資年增率由上季底之6.69%下降為6.22%；10月底，下降至6.13%；11月底，續降至5.86%。

就放款與投資之對象別觀察，第3季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季底之6.77%下降至6.63%，主要係個人房貸及理財週轉金放款年增率下降所致。對公營事業債權年增率由上季底之12.16%下降至8.36%，主要係公營事業償還較多銀行借款，銀行對公營事業放款年增率下降所致。對政府債權年增率由上季底之4.37%下降至0.81%，主要係本年所得稅遞延繳納，稅款

繳庫時程遞延，第3季稅收充裕，國庫署淨償還銀行借款，且地方政府亦償還較多借款，致銀行對政府放款年增率下降，加以銀行對政府投資年增率下降，致對政府債權年增率下降。

比重方面，第3季底以對民間部門債權比重最高，由上季底之83.86%上升至84.79%，11月底續升至84.98%；對政府債權比重次之，由上季底之11.98%下降至11.20%，11月底續降至11.04%；對公營事業債權比重，由上季底之4.17%下降至4.01%，11月底續降至3.98%。

在全體銀行²對民營企業放款行業別方面，第3季底對民營企業放款餘額較上季底增加6,459億元。行業別方面，第3季底全體銀行對製造業放款則較上季底增加3,438億元，其中，以對電腦、電子產品及光學製品製造業放款增加1,507億元最多，主因人工智慧應用科技加速拓展，帶動消費性電子產品及相關儀器與設備製造需求持續殷切；對服務業³放款增加1,977億元，以對批發及零售業放款增加931億元最多，主因人工智慧及高效能運算等新興科技應用持續發酵，推升AI伺服器及相關電子零組件出貨，帶動IC及3C通路商營運資金需求上升。11月底全體銀行對民營企業放款餘額較第3季底減少537億

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。

元，其中，對製造業放款減少1,587億元，對服務業放款增加774億元。

就各業別比重而言，第3季底對服務業放款比重自上季底之53.95%下降至53.09%；

對製造業放款比重則自上季底之37.49%上升至38.08%。11月底對服務業放款比重上升至53.69%；對製造業放款比重下降至37.28%。

陸、銀行業利率小幅波動

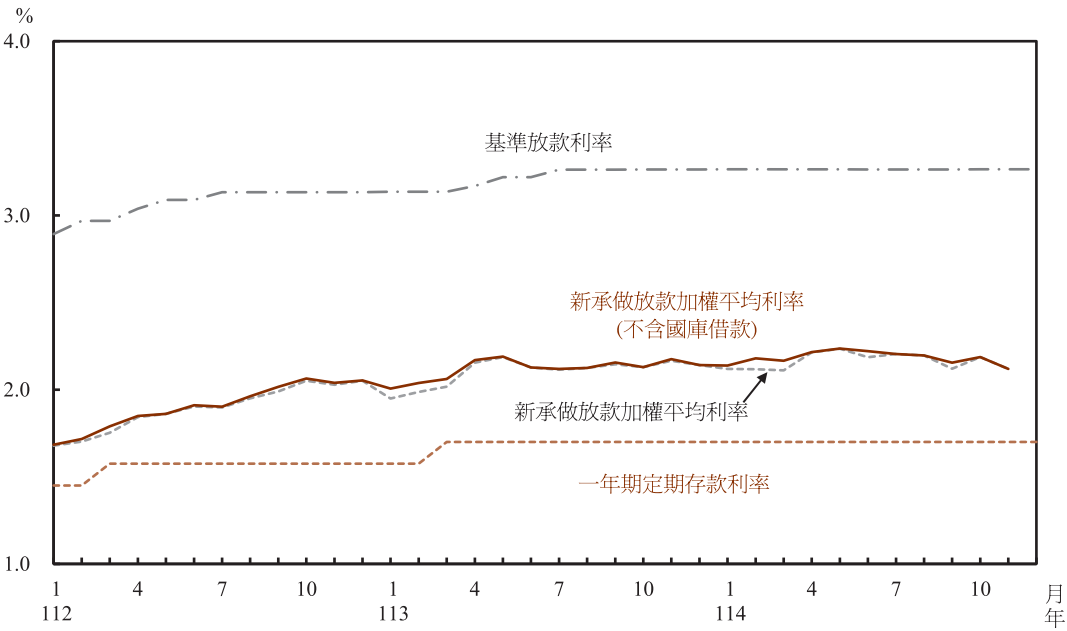
本年7月以來，主要銀行存款利率持穩。以臺銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀等五大銀行平均利率為例，一年期存款平均固定牌告利率持穩於1.700%，與第2季底相同，至12月底仍維持不變。至於基準放款利率，第2、3季底均持穩於3.264%，由於華銀於10月調升基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由第3季底之3.264%微升至10月底之3.265%，至12月底維持不變。

由於部分銀行承做利率較低的政府及大額企業貸款金額增加，致五大銀行新承做放款加權平均利率由第2季之2.21%降至第3季之2.17%。之後，隨部分銀行承做利率較低

的政府及大額企業貸款金額之增減，致加權平均利率先升後降至11月之2.119%，較第3季下降0.051個百分點；若不含國庫借款，新承做放款加權平均利率亦自第2季之2.224%降至第3季之2.184%。之後，降至11月為2.119%，較第3季下降0.065個百分點(圖4)。

政策利率方面，考量明年國內通膨展望溫和，且將續低於2%，並預期明年國內經濟成長力道尚屬穩健。為審慎因應全球經濟金融前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本行理事會爰於12月決議維持政策利率不變，有助整體經濟金融穩健發展。

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9月適逢季底，銀行審慎調度資金，惟在本行公開市場調節下，金融業隔夜拆款加權平均利率由8月之0.823%降至9月之0.821%；10月，國內市場資金情勢平穩，惟受營所稅暫繳等緊縮因素影響，金融業隔夜拆款加權平均利率升為0.822%；11月則遇颱風及普發現金，銀行審慎調度資金，金融業隔夜拆款加權平均利率續升為0.823%。本年10月及11月的貨幣機構日平均淨超額準備為447億元，高於本年第3季之420億元。

綜合國內外經濟金融情勢，考量明年國內通膨展望溫和，且將續低於2%，以及預期明年國內經濟成長力道尚屬穩健。為審慎因應全球經濟金融前景之不確定性，及美國經貿政策對國內經濟可能之影響，本行理事會爰於12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9月至11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

9月，受國庫券及公債還本付息等寬鬆因素影響，金融機構日平均淨超額準備由8

月之362億元增加至468億元；10月，受營所稅暫繳緊縮因素影響，日平均淨超額準備減少至368億元；11月為因應颱風來襲、普發現金及新曆年關將近等因素，銀行資金調度轉趨謹慎，日平均淨超額準備回升至526億元(圖1)。

二、利率走勢

9月銀行考量季底因素，審慎調度資金，惟在本行公開市場調節下，金融業隔夜拆款加權平均利率由8月之0.823%降至0.821%；10月國內市場資金情勢平穩，金融業隔夜拆款加權平均利率略升為0.822%；11月受颱風來襲、普發現金因素影響，金融業隔夜拆款加權平均利率續升至0.823% (表1)。

至於各天期票券市場利率大抵持穩。其中商業本票1-30天期發行利率由8月之1.59%升至11月之1.60%。次級市場利率則由8月之1.35%升至11月之1.37%；同期間，31-90天期發行利率由8月之1.61%升至11月之1.63%。次級市場利率亦由8月之1.45%升至11月之1.49%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

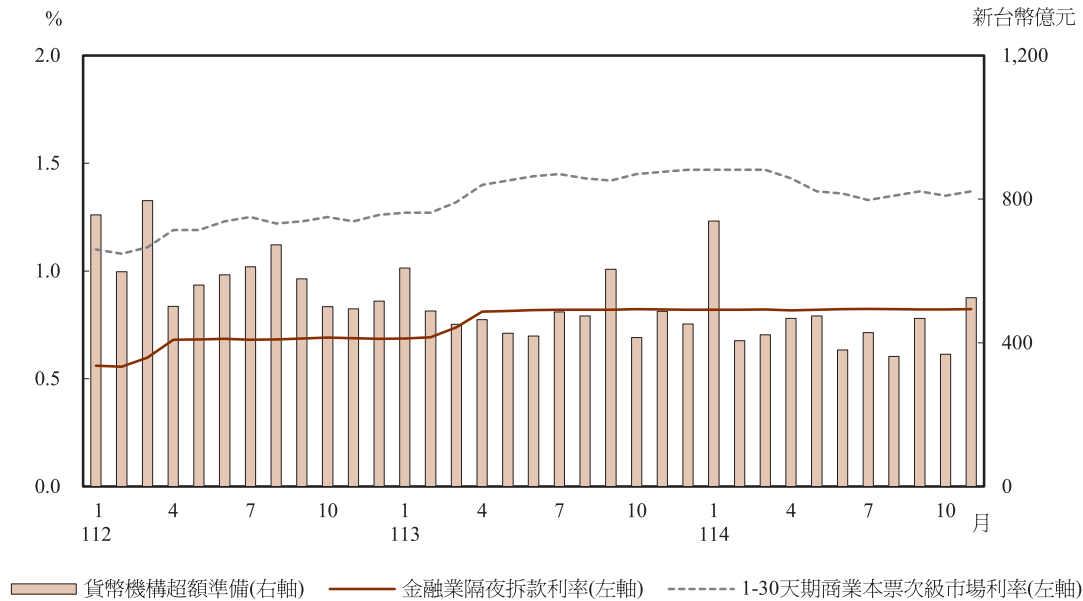


表1 貨幣市場利率

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
9	0.821	1.62	1.63	1.62	1.37	1.44	1.58	1.132	1.275	1.395	1.361	1.331
10	0.822	1.59	1.62	1.59	1.35	1.48	1.56	1.150	1.275	1.395	1.321	1.244
11	0.823	1.60	1.63	1.60	1.37	1.49	1.58	1.160	1.275	1.395	1.258	1.222

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3季底票券流通餘額合計為3兆9,754億元，較第2季底增加1,811億元，其中，商業本票增加2,841億元為最多，主要係企業因應發放股利之短期資金需求而增加發行金額；國庫券則減少1,250億元，係因本年

所得稅款延長至6月底繳納，稅款繳庫亦順延至7月，以致第3季國庫稅收充裕，償還金額較多所致。之後，10、11月票券流通餘額先升後降，11月底流通餘額合計為4兆938億元，較第3季底增加1,184億元(表2)，以商業本票增加1,885億元為最多，主要係因發行利率處於低檔區間，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
9	20,979	21,503	39,754	0	600	650	20,040	20,054	35,305	7	9	16	932	840	3,784
10	24,352	22,781	41,326	0	0	650	23,422	21,637	37,091	10	7	18	920	1,137	3,567
11	20,690	21,077	40,938	0	350	300	19,919	19,821	37,189	6	7	17	764	899	3,432

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3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650億元，較上季減少450億元；公司債方面，企業發行3,315億元，較上季增加1,280億元，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733億元，較上季增加373億元，主要係部分銀行因應資本適足率規範強化，及配合淨穩定資金比率等監理需求，增加發行中長期金融債券所致。至於國際債券方面，外國機構在台發行總額折合新台幣為277億元，較上季減少684億元，主要係因市場預期美國聯準會降息可能性提高，外國機構延後發債所致。

債券流通市場方面，本年第3季債券交易為9兆9,903億元，較上季增加5,266億元，

主要因公債殖利率下跌，證券商為賺取價差，公債買賣斷金額增加所致。

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3季，中央政府發行公債650億元，較上季減少450億元，發行年期有5年、10年及20年期。就行業得標比重觀察，以銀行業得標比重59.92%為最高，其次為證券業的30.85%，再次為保險業的5.54%，至於票券業只標得3.69%。至第3季底，中央政府公債發行餘額為5兆9,876億元，較上季底減少800億元或1.32%，至11月底發行餘額則為6兆376億元。

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8	114.07.16	5	200	1.340	52.25	35.25	7.50	5.00
※114甲7	114.08.15	10	250	1.368	64.80	28.00	3.20	4.00
114甲9	114.09.10	20	200	1.517	61.50	30.00	0.50	8.00

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

本年第3季直轄市政府公債無新案發

行，10、11月亦無發行，至11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	16,798	173,546	5,380	60,341	272	1,402	6,941	38,372	981	11,609	-	59	73	459	3,151	61,304
113/11	998	173,197	450	59,991	-	1,351	365	38,274	52	11,597	-	59	13	522	118	61,402
12	1,171	173,546	350	60,341	51	1,402	507	38,372	253	11,609	-	59	-	459	10	61,304
114/ 1	1,808	174,456	670	60,411	25	1,427	320	38,459	51	11,659	-	59	5	463	738	61,977
2	1,207	174,157	600	60,061	-	1,427	208	38,602	92	11,649	-	59	33	491	274	61,867
3	2,160	174,649	515	59,576	12	1,439	339	38,767	506	11,883	-	59	5	494	784	62,431
4	1,150	174,849	300	59,876	-	1,352	689	38,821	77	11,908	-	47	-	494	83	62,352
5	1,868	176,112	500	60,376	-	1,352	612	38,910	58	11,905	-	42	-	494	698	63,034
6	1,439	176,609	300	60,676	-	1,352	734	39,114	225	12,029	-	38	-	491	180	62,910
7	1,085	176,155	200	60,376	-	1,352	547	38,987	100	11,999	-	34	2	489	237	62,918
8	1,588	176,832	250	60,626	-	1,352	1,247	39,746	37	11,951	-	30	20	508	34	62,619
9	2,323	177,313	200	59,876	-	1,352	1,521	40,620	596	12,424	-	26	-	506	6	62,509
10	999	177,771	300	60,176	-	1,352	469	40,619	85	12,506	-	23	22	524	124	62,571
11	1,406	178,659	200	60,376	-	1,352	927	41,227	123	12,450	-	23	45	569	111	62,663

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3季公司債發行總額為3,315億元，較上季增加1,280億元，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44.61%為最大宗，其次為10年期

券的25.08%。至第3季底，公司債發行餘額為4兆620億元，較上季底增加1,506億元或3.85%，至11月底發行餘額為4兆1,227億元。

(四) 金融債券

本年第3季金融債券發行總額為733億

元，較上季增加373億元，主要係部分銀行因應資本適足率規範強化，及配合淨穩定資金比率等監理需求，增加發行中長期金融債券所致。就債券發行期限觀察，以5年期券占30.31%為最大宗，其次為無到期日券的16.59%。至第3季底，金融債券發行餘額為1兆2,424億元，較上季底增加395億元或3.28%，至11月底發行餘額為1兆2,450億元。

(五) 資產證券化受益證券

本年第3季資產證券化受益證券商品無新案發行，10、11月亦無發行，惟期間償還15億元，至11月底發行餘額降為23億元。

(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3季外國債券發行總額為21億元，較上季增加21億元。至第3季底，外國債券發行餘額為506億元，較上季底增加15億元或2.90%。至11月底發行餘額為新台幣569億元。

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3季國際債券發行總額折合新台幣為277億元，較上季減少684億元，主要係因市場預期美國聯準會降息可能性提高，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3季底，國際債券發行餘額折合新台幣為6兆2,509億元，較上季底減少400億元或0.64%。至11月底發行餘額為新台幣6兆2,663億元。

二、流通市場

本年第3季，因美國聯準會降息，美債殖利率下跌，帶動國內公債殖利率走低，10年期指標公債殖利率由本年第2季的1.57%，下降至1.39%。10月及11月殖利率分別為1.27%及1.30%。

本年第3季，國內整體債市交易金額為9兆9,903億元，較上季增加5,266億元或5.56%，主要因公債殖利率下跌，證券商為賺取價差，公債買賣斷金額增加所致。其中，買賣斷交易增加5,379億元或51.65%，附條件交易則減少114億元或0.13%。就各類債券交易來看，第3季以公司債交易比重占64.88%為最高，交易金額為6兆4,821億元，其次依序為政府公債2兆7,787億元、金融債券4,001億元、國際債券1,790億元、外國債券1,499億元及資產證券化受益證券6億元。10月至11月債券交易金額為6兆3,624億元，較上年同期減少2,491億元或3.77%。

圖2 各期別公債殖利率

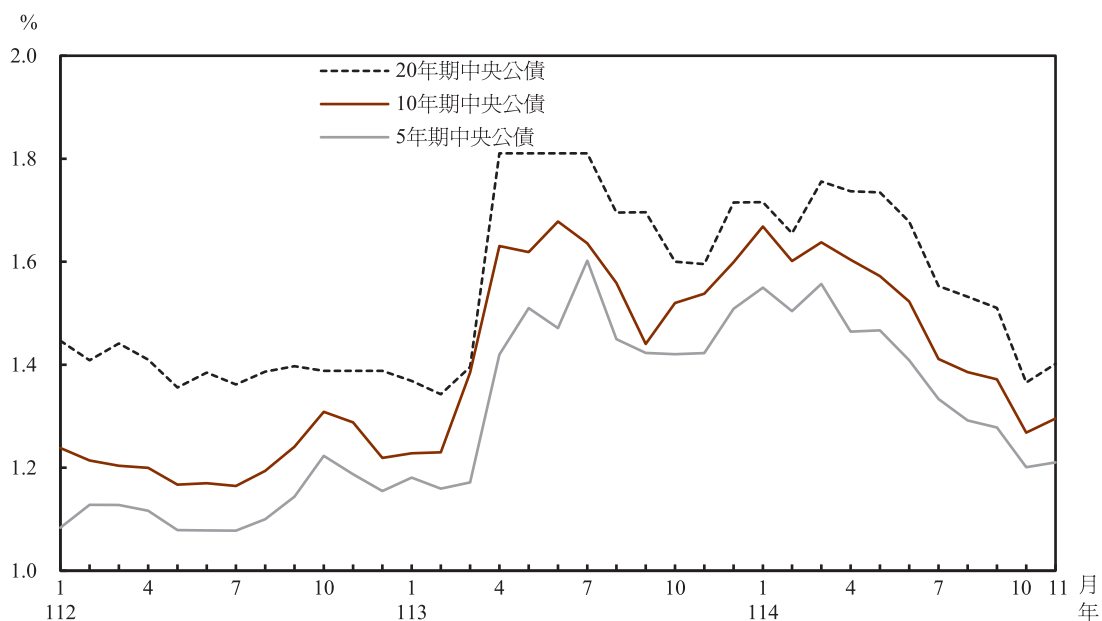


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易

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/ 11	32,674	2,652	8.1	30,022	91.9
113/ 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
9	32,993	5,092	15.4	27,901	84.6
10	31,617	3,678	11.6	27,939	88.4
11	32,007	4,794	15.0	27,213	85.0

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/ 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
9	32,993	8,125	19,278	2,617	1,772	-	551	649
10	31,617	8,424	18,396	2,333	1,150	-	581	733
11	32,007	8,322	18,660	2,604	1,240	-	589	592

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7月初以來，在全球AI應用與需求強勁、台灣出口暢旺、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，屢締新猷，至11月3日創28,335點歷史新高。嗣因AI泡沫疑慮，美股回檔修正，加以外資賣超台股，台股下跌至11月底之27,626點，較6月底上漲24.13%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

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。

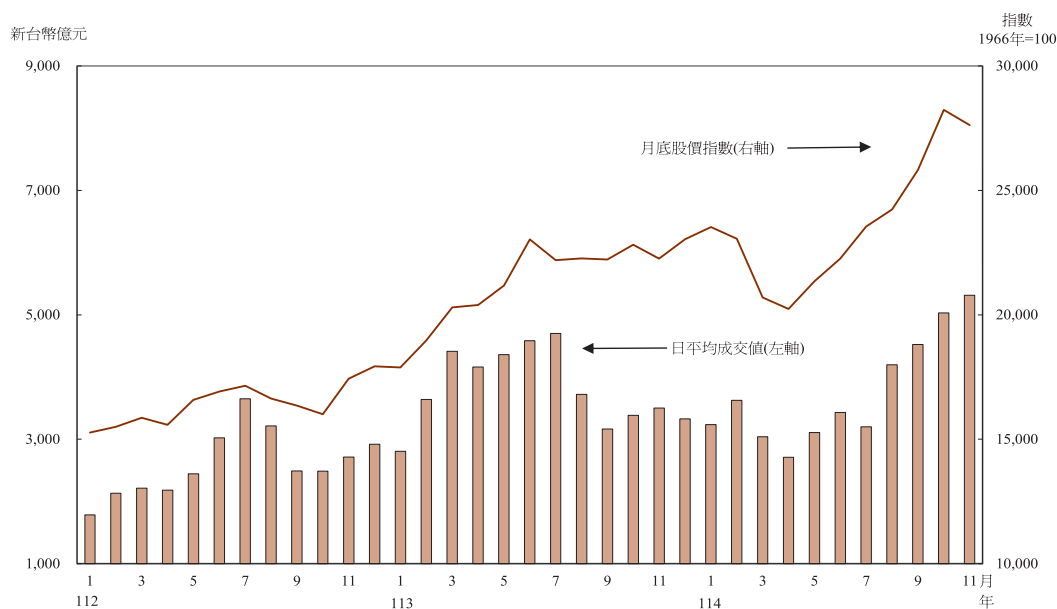
本年9月份股價續揚，9月底加權指數較

上月底上漲6.55%。此期間主要利多因素包括：1.美國Fed降息一碼，資金挹注股市；2.AI需求續強，推升美國科技股再創高；3.外資買超台股。

本年10月份股價續升，10月底加權指數較上月底上漲9.34%。此期間主要利多因素包括：1.美中貿易衝突趨緩；2.美股頻創新高；3.AI熱潮不墜，帶動集中市場電子權值股走強；4.美國Fed再降息一碼，股市資金充沛。

本年11月份股價先跌後漲，11月底加權指數較上月底下跌2.15%。11月3日至11月21日股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.多家投資銀行(如高盛、摩根士丹利等)示警AI股估值過高，致科技股回檔下修；2.外資逢高獲利了結賣超台股。11月24日起股市回升，此期間主要利多因素包括：1.美國Fed多位官員對12月貨幣政策決議釋放鴿派訊息，激勵美股反彈走升；2.投資人持續看好AI題材相關類股。

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%；電子類股因AI相關應用與需求不墜，以及外資持續買超，續漲8.05%，並推升大盤指數走高。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。

本年9月多數類股上漲。其中，電子類股在AI需求續強，美國科技股屢創新高，及外資買超帶動下，股價上漲8.53%居冠；金融保險類股因股市走高，交易活絡，證券業獲利大增，股價上漲5.35%居次；電器電纜類股由於政府綠能政策及AI基礎設施推升電纜需求，加以國際銅價攀高，廠商利潤增加，股價上漲5.11%。下跌類股中，玻璃陶瓷類股漲多拉回，股價下跌20.21%居首；

航運類股受到國際運價走弱拖累，股價下跌4.32%次之；塑膠類股因產能過剩，侵蝕廠商獲利，股價下跌4.00%。

本年10月類股漲跌互見。其中，電子類股、電機機械類股、電器電纜類股皆受惠AI相關應用與需求動能延續，股價分別上漲12.82%、11.47%、7.45%；油電燃氣類股亦在AI帶動大量電力及全球電網基礎建設升級需求之趨勢下，股價上揚7.88%。下跌類股中，橡膠類股受國際橡膠價格走弱拖累，股價下跌9.23%最多；生技醫療類股隨美國NASDAQ生技類指數(NBI)走低，股價下跌7.07%次之；水泥類股因中國大陸需求不振，廠商獲利縮水，股價下跌5.79%。

本年11月多數類股上漲。其中，玻璃陶瓷類股漲幅23.33%居冠；塑膠類股因南亞(1303)等龍頭企業成功轉嫁成本，加上高階應用需求回升，獲利空間有望擴張，激勵股價上漲21.96%居次；油電燃氣類股股價續漲13.07%；紡織纖維類股受惠下游成衣業旺季效應，以及市場對高階紡織材料(如玻纖布等)需求勁揚，帶動股價上漲7.78%。下跌類股中，電機機械類股因股價漲多拉回，跌幅8.88%最多；化學類股由於化工產品需求疲弱、台化(1326)等主要大廠營收衰退，股價下跌3.94%。航運類股隨國際運價走低，股價下跌3.44%。

表7 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
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 9 月 底	25,820.5	1504.9	2,227.8	126.9	2,067.4	119.3	518.5	400.9	93.1	69.5	247.3
114年10月 底	28,233.4	1697.9	2,199.4	119.5	2,050.5	120.8	493.0	446.9	100.0	70.2	245.8
114年11月 底	27,626.5	1644.1	2,225.5	124.9	2,012.4	147.3	531.3	407.2	97.6	86.6	264.4
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
114年9月底 與上月底比%	+6.55	+8.53	+5.35	+4.57	+0.53	-4.00	+3.08	-1.63	+5.11	-20.21	+0.13
114年10月底 與上月底比%	+9.34	+12.82	-1.28	-5.79	-0.82	+1.29	-4.91	+11.47	+7.45	+0.99	-0.61
114年11月底 與上月底比%	-2.15	-3.17	+1.19	+4.51	-1.86	+21.96	+7.78	-8.88	-2.35	+23.33	+7.57

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 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 9 月 底	118.9	209.4	331.7	481.6	178.8	109.9	250.5	59.9	160.9	88.7	285.8
114年10月 底	114.5	190.1	323.0	477.9	181.8	105.6	246.0	64.6	157.2	82.4	274.6
114年11月 底	114.9	191.6	334.4	472.0	175.6	106.9	250.3	73.0	151.0	81.8	277.8
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
114年9月底 與上月底比%	-1.56	-3.76	+1.03	+0.19	-4.32	+0.24	-1.81	+1.08	-3.17	+1.28	-2.01
114年10月底 與上月底比%	-3.70	-9.23	-2.63	-0.77	+1.70	-3.85	-1.80	+7.88	-2.31	-7.07	-3.93
114年11月底 與上月底比%	+0.34	+0.82	+3.52	-1.25	-3.44	+1.24	+1.76	+13.07	-3.94	-0.75	+1.18

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7月及9月，由於美中關稅紛爭趨緩、AI需求強勁，美國科技股走揚，外資買超台股。8月及10月外資利用台股高檔獲利了結，賣超台股。11月因AI泡沫疑慮，美股回檔，外資再度減碼賣超台股。

投信法人方面，本年7月至10月由於台股指數處於相對高檔，以及因應投資人贖回壓力或作帳需要等因素，投信法人連續賣超台股。11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。

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7月至10月，由於台

股震盪走升，迭創新高，自營商連續買超台股。持股部位，大幅賣超台股。股。11月因自營商採取避險操作，以及調節

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
113/10	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
9	1,999	-767	663	1,895
10	-991	-499	897	-593
11	-3,749	121	-684	-4,312

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7月1日，金管會開放「台灣個人投資儲蓄帳戶」(TISA)，鼓勵國人透過中長期投資，自主累積退休

金及個人財富。

- (二) 本年11月13日，金管會宣布移除創
新板不得列入當沖標的之限制，創
新板股票自11 月17 日起納入當沖
交易範疇。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

114年第3季新台幣對美元匯率最低為9月3日之30.728元，最高為7月3日之28.828元，差距為1.900元。季底新台幣對美元匯率為30.469元，較第2季底貶值1.9%；同期間，對韓元及日圓分別升值1.8%及0.8%，對人民幣及歐元則分別貶值2.5%及2.0%。

本季(114年第4季)底與上季(114年第3季)底比較，新台幣雖對日圓升值，惟對人民幣、美元、歐元及韓元均貶值，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2.9%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：10月9日中國大陸宣布將擴大稀土出口管制，美中貿易緊張局勢一度急升，且月底聯準會(Fed)主席Powell表示對12月降息持謹慎態度，市場對Fed降息預期降溫，帶動國際美元走升，加以投資人對人工智慧(AI)泡沫化疑慮升溫，外資逢高獲利了結賣超台股匯出，新台幣對美元走貶；惟11月下旬多位Fed官員支持12月降息，加以12月初公布之美國就業數據疲弱，市場普遍對Fed降息預期升溫，抑制國際美元升勢，新台幣對美元小幅回升。12月中旬外資復賣超台股匯出，新台幣對美元轉貶。本季底新台幣對美元匯率為31.438元，較上

季底貶值3.1%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值3.6%。

新台幣對歐元匯率：10月初法國政治陷入僵局，新台幣對歐元略升。10月30日歐洲央行(ECB)決議維持政策利率不變，總裁Lagarde表示歐元區通膨率接近2%目標，經濟仍持續成長且下行風險已減弱，市場對ECB進一步降息預期降低；此外，歐洲企業獲利優於預期，國際資金流向歐股，帶動歐元走升。12月18日ECB決議維持政策利率不變，總裁Lagarde表示當前利率處於良好位置(good place)，市場預期ECB進一步寬鬆可能性有限，歐元持續走升，新台幣對歐元續貶。本季底新台幣對歐元匯率為36.899元，較上季底貶值3.0%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季貶值3.3%。

新台幣對日圓匯率：10月初，高市早苗當選日本自民黨總裁，市場預期其寬鬆貨幣政策立場可能導致日本央行(BoJ)延後升息，日圓因而急貶，嗣後美中貿易關係緊張，避險資金流向日圓資產，加以市場預期日本官方可能干預日圓匯率，日圓回升。10月下旬高市早苗就任日本首相後，市場再度關注BoJ可能暫緩升息，且10月30日BoJ如預期決議維持政策利率不變，復以日本政府推出21.3兆日圓之經濟振興方案，引發市場擔憂其財政惡化，日圓轉貶，新台幣對日圓

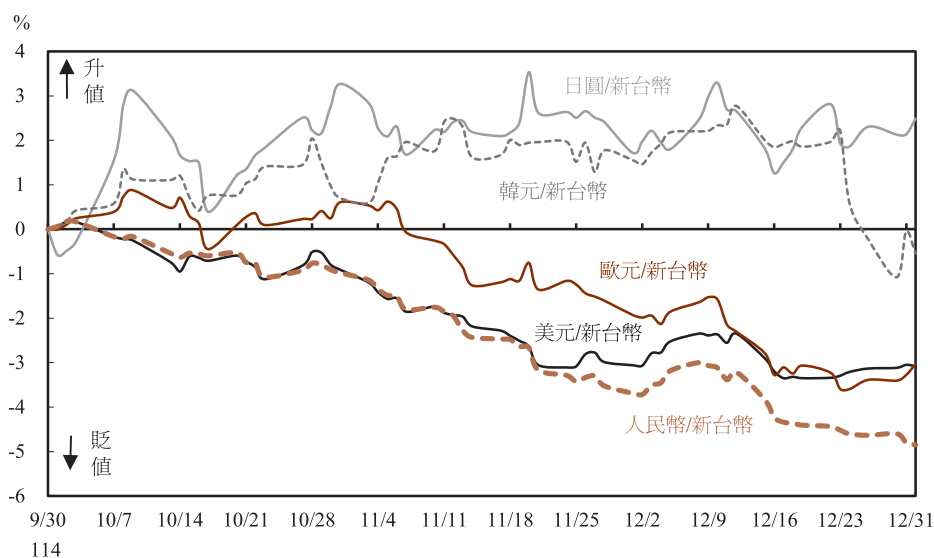
走升。12月初以來，BoJ總裁植田和男表示將權衡升息的利弊並做出適當決策，市場預期BoJ將升息；19日BoJ升息0.25個百分點，植田總裁亦表示若經濟與物價持續改善，仍將繼續升息，支撐日圓匯價，新台幣對日圓呈區間盤整。本季度新台幣對日圓匯率為0.2008元，較上季底升值2.5%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值0.7%。

新台幣對人民幣匯率：中國大陸十一長假後，中國人民銀行(PBoC)持續逐步調升人民幣中間價，進行穩匯，加以10月下旬美中第5輪經貿會談及隨後川習會達成多項重要經貿協議，美中貿易緊張局勢趨緩，復以11月底以來，中國大陸多位學者陸續發表人民幣中長期應適度升值之觀點，市場揣測官方有意如此為之，形成對人民幣升值之預期，增加結匯意願，且12月為出口商結匯旺

季，帶動人民幣持續走升，新台幣對人民幣走貶。本季度新台幣對人民幣匯率為4.4982元，較上季底貶值4.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季貶值4.6%。

新台幣對韓元匯率：10月以來，美韓關稅協商仍具不確定性，加以11月上旬外資賣超韓股，且南韓投資人增加海外證券投資，韓元因而承壓，新台幣對韓元震盪走升；11月中旬後，隨美韓敲定貿易關稅協議細節，韓元回穩，新台幣對韓元呈區間波動。12月下旬，南韓官方為避免過於疲弱的韓元匯價加劇輸入性通膨風險，採取強力措施支撐匯價，如財政部宣布新稅收措施鼓勵海外資金回流國內，韓元大幅反彈走升，新台幣對韓元走貶。本季度新台幣對韓元匯率為0.0218元，較上季底貶值0.5%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值0.8%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與114/9/30比較)



二、外匯市場交易

114年8月至10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30,450.6億美元，較上期(114年5月至7月，以下同)增加2.4%，日平均交易淨額為491.1億美元。其中，OBU外匯交易淨額為3,811.4億美元，較上期增加35.8%，占外匯市場交易比重12.5%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易

量為17,023.6億美元，較上期增加10.0%；即期交易居次，交易量為10,824.6億美元，較上期減少5.7%；兩者占外匯市場交易比重分別為55.9%及35.5%。遠匯交易居第三，交易量為1,700.7億美元，占5.6%，較上期減少11.9%。匯率選擇權居第四，交易量為837.3億美元，占2.7%，較上期增加6.0%(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

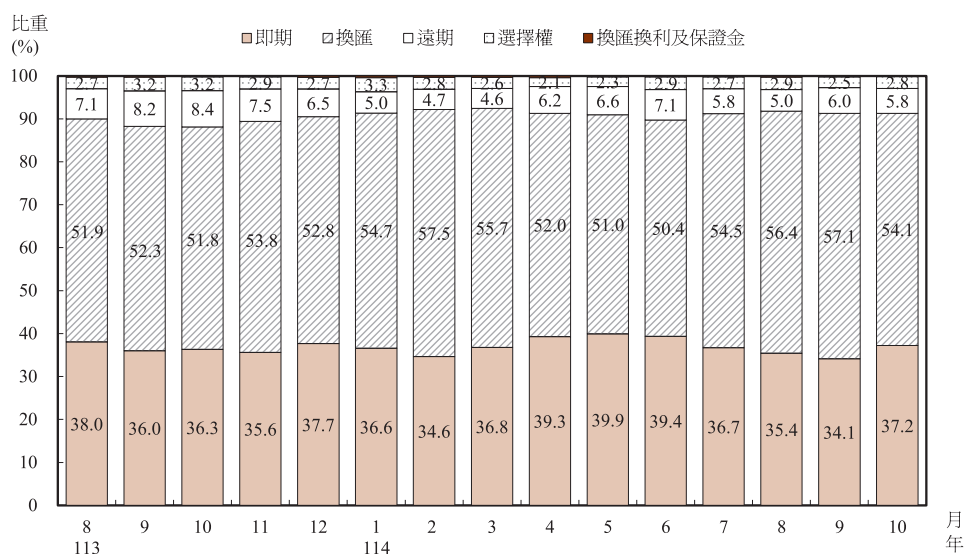
單位：億美元

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/ 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
8	3,599.8	5,732.2	1,075.3	508.0	16.5	3.8	26.7	294.3	10,164.7	1,350.7	484.0
9	3,608.3	6,034.1	1,230.7	633.6	13.2	3.0	17.9	269.1	10,566.1	1,360.2	503.1
10	3,616.5	5,257.4	1,191.3	559.1	11.9	3.7	9.3	273.9	9,719.8	1,100.5	486.0

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。

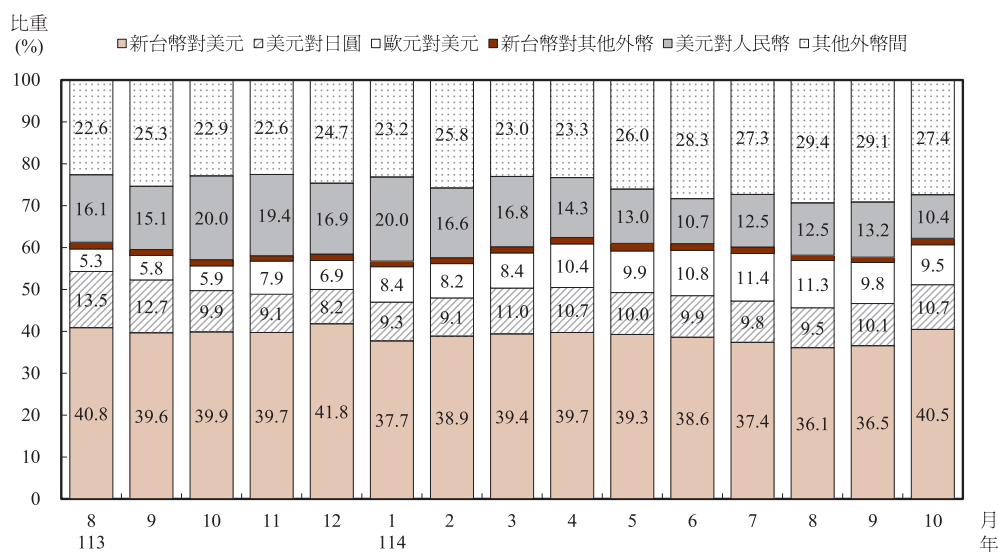
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，114年8月至10月的交易比重為37.6%，較上期減少0.7個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.4%；外幣間交易比重為61.0%，其中美元對人民幣交易比重為

12.0%，較上期減少0.1個百分點；美元對日圓交易比重為10.1%，較上期增加0.2個百分點；歐元對美元交易比重為10.2%，較上期減少0.5個百分點；其他外幣間交易比重為

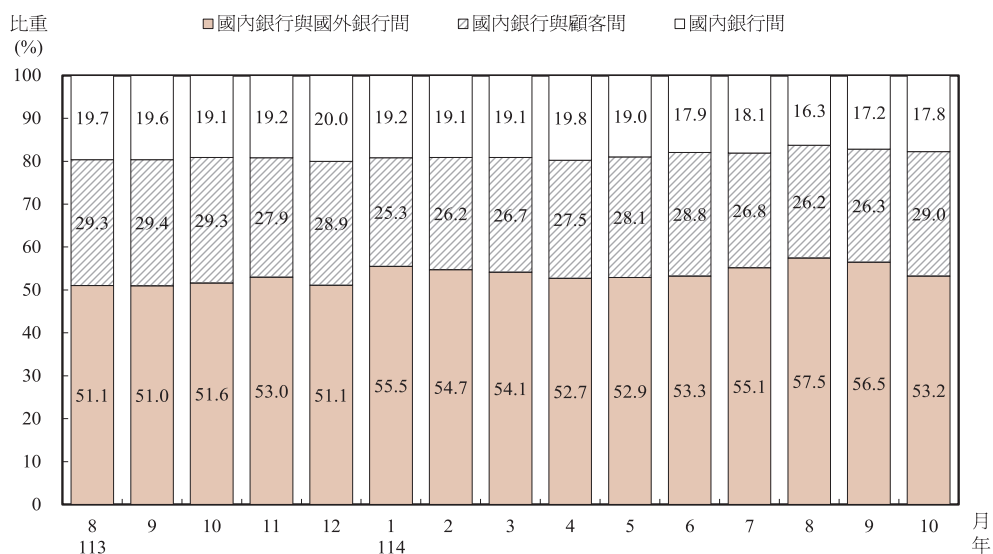
圖6 外匯交易-按幣別



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8月至10月交易比重為55.8%，較上期增加2.0個百分點；國

內銀行與顧客間交易比重為27.2%，較上期減少0.7個百分點；國內銀行間交易比重為17.1%，較上期減少1.3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8月換匯交易量為1,075.3億美元，較上月減少17.3%，主因美國7月非農就業數據顯示就業市場疲弱，而生產者物價指數(PPI)月增率及個人消費支出(PCE)物價指數年增率則顯示通膨升溫，Fed主席Powell於Jackson Hole全球央行年會表示就業市場風險上升，惟通膨威脅仍在，風險平衡之變化可能需要

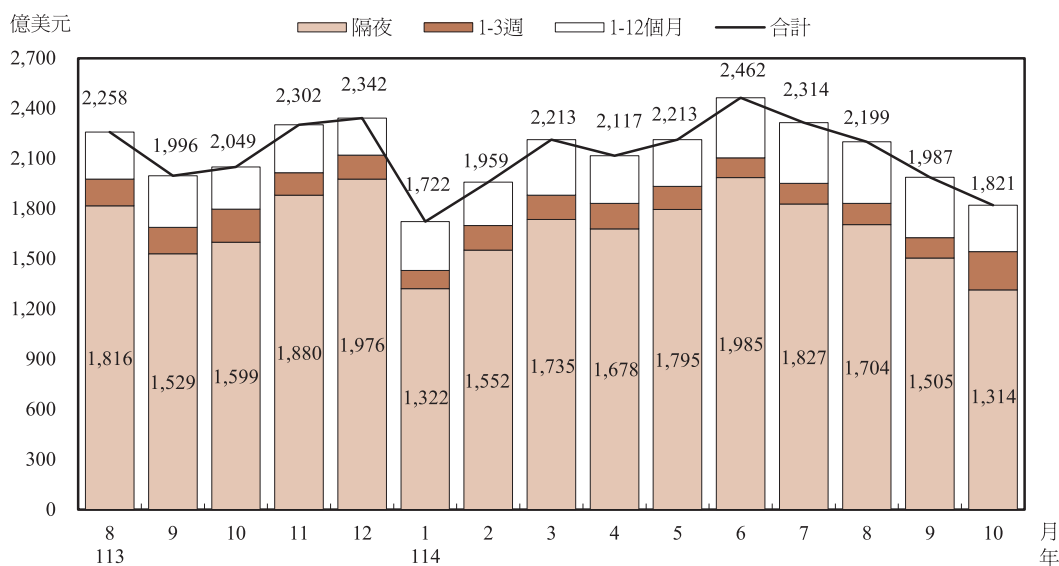
調整政策立場，市場觀望Fed降息步伐，銀行資金調度趨於保守。9月交易量為1,230.7億美元，較上月增加14.5%，主因9月Fed如預期降息1碼，惟主席Powell表示本次降息係應對勞動市場疲弱之風險管理措施，暗示無需急於放寬政策，美國長天期債券殖利率不降反升，投信壽險業等伺機加碼海外債券投資，另適逢季底，資金調度需求提高。10月交易量為1,191.3億美元，較上月減少3.2%，主因10月Fed亦如預期降息1碼，惟美國政府停擺導致官方數據匱乏，經濟真實情況存在不確定性，投信壽險業等海外投資趨於保守，另適逢台灣中秋、國慶及光復節假期影

響，工作天數較少。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，114年8月外幣拆款交易量為2,199.4億美元，較上月減少5.0%，主因美國7月非農就業新增人數低於預期，嗣後公布之美國7月PPI月增率創近3年來最大單月增幅，市場觀望Fed未來可能降息路徑，致銀行資金拆借趨於保守。9月交易量1,987.0億美元，較上月減少9.7%，主因適逢台灣教師節假期，交易日

較8月減少，加以市場預期9月Fed將降息，會議前夕長天期利率提前反映而下降，部分銀行轉以長天期拆借支應資金需求，周轉率下降。10月交易量1,820.5億美元，較上月減少8.4%，主因市場預期10月底Fed降息機率高，會議前夕長天期利率亦提前反映而下降，部分銀行以長天期拆借支應資金需求，周轉率下降，加以適逢台灣中秋、國慶及光復節等假期，交易日較9月減少。

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8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量為793.3億美元，較上期增加47.7%。其中，以外幣換利交易429.0億美

元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的54.1%，較上期增加17.2個百分點；外幣利率期貨交易居次為304.8億美元，所占比重為38.4%，較上期減少17.0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/ 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
8	115.9	8.7	123.1	2.9	4.0	0.2	254.8
9	152.8	14.4	95.3	2.2	3.7	0.1	268.5
10	160.3	14.6	86.4	4.0	4.4	0.4	270.0

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。

另為強化銀行業落實本行外匯管理規定及提升銀行業作業效率，爰修正「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，並自114年12月24日生效，修正重點如下：

- (一) 取消現行紙本列印查詢客戶當年累積結匯金額紀錄之規定，改由銀行業自行訂定留存紀錄方式，以提升

銀行業作業效率，並符合無紙化綠色金融政策。(修正第2點)

- (二) 明定銀行業受理經主管機關核准之直接投資、證券投資及期貨交易之新台幣結匯申報案件，應確認與其申報結匯性質相符，以強化銀行業落實輔導結匯申報責任(修正第24點及第26點)。另於「銀行業辦理外匯收支或交易資料申報問答集」增訂相關問答2題，俾利法規瞭解與遵循。

- (三) 配合經濟部管理規定，修正外國銀行、保險或證券公司匯入專撥在台

分公司營運資金結匯之憑辦文件，應憑經濟部核發文件辦理，刪除金融監督管理委員會核准文件。(修正第24點附表1)

- (四) 簡化證券投資信託事業及期貨信託事業募集資金投資之結匯文件，得僅憑相關核准文件及資金變動表辦理，無須檢附損益或收益分配計算書。(修正第24點附表4)

- (五) 鑑於發行人向金融監督管理委員會申報以已發行股份參與發行海外存託憑證於國外店頭市場交易之發行方式，與現行海外存託憑證「原

兌回額度內再發行」方式類似，爰併予修正匯入款項結匯文件規定。

(修正第24點附表7)

- (六) 修正私立就業服務機構代外籍移工在台薪資結匯清單格式，增列居留證核(換)發日期，並修正委託書英譯內容。(修正第27點附件5及附件6)

- (七) 增訂銀行業得受理證券商以老人安養及身心障礙者照護為目的之外幣信託，代年長者及身心障礙之受益人辦理結匯。(修正第29點附表12)

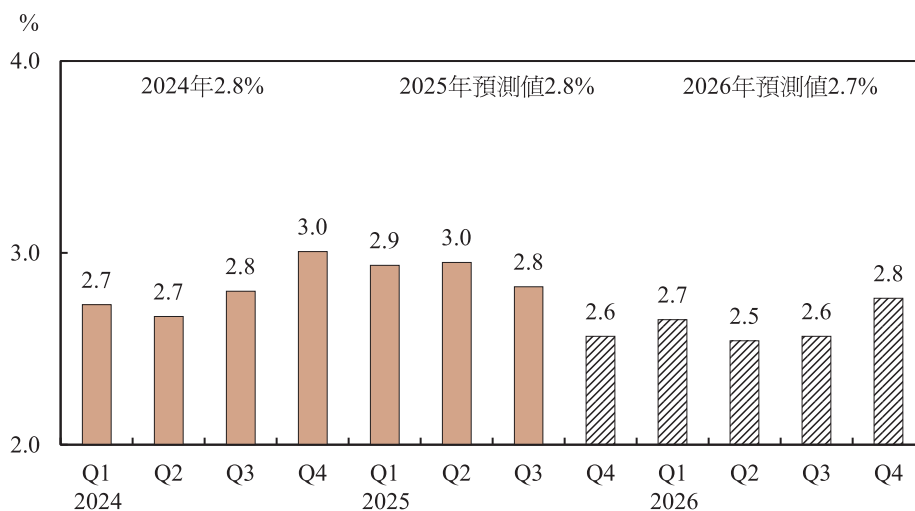
國際經濟金融情勢（民國114年第3季）

壹、概述：全球經濟成長放緩、通膨率略升，主要央行貨幣政策立場分歧

2025年第4季，美國持續調整貿易政策，美國政府因支出法案爭議而停擺多日，S&P Global Market Intelligence(以下簡稱S&P Global)預測2025年第4季全球經濟成長率自第3季之2.8%降至2.6%(圖1)，全年則為2.8%，與2024年持平。預期2026年人工智慧(Artificial Intelligence, AI)技術應用有望提升

生產力，主要國家持續擴大AI相關投資，支撐全球經濟溫和擴張，惟美國關稅稅率上升降低其他經濟體成長動能之影響逐漸顯現，供應鏈因應關稅變動調整與地緣政治風險仍存，預測2026年經濟成長率降至2.7% (圖1、表1)。

圖1 全球經濟成長率



資料來源：S&P Global (2025/12/18)

表1 經濟成長率

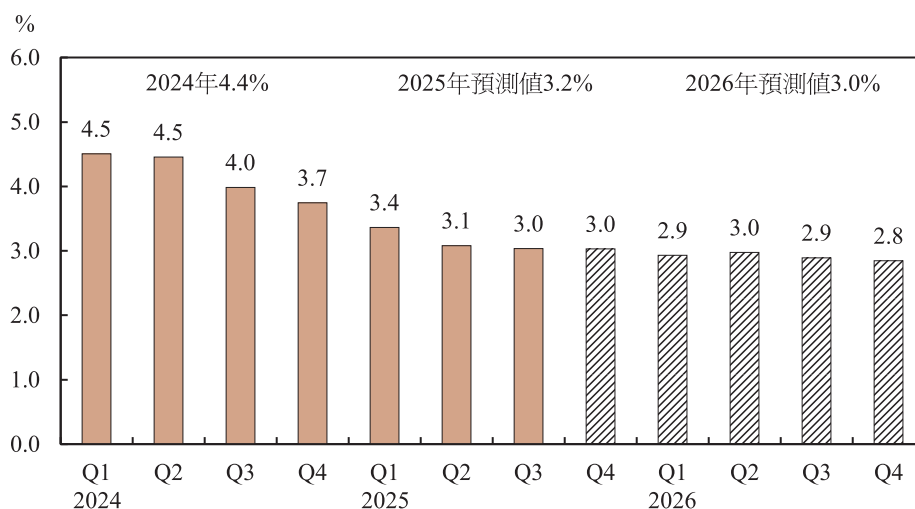
單位：%

區域或經濟體	2024年	2025年		2026年	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	2.8 (3.3)	2.8	3.2	2.7	3.1
先進經濟體	1.9	1.8	1.6	1.7	1.6
美國	2.8	2.0	2.0	2.2	2.1
日本	-0.2	1.2	1.1	0.9	0.6
德國	-0.5	0.3	0.2	1.0	0.9
英國	1.1	1.4	1.3	0.8	1.3
歐元區	0.9	1.5	1.2	1.1	1.1
台灣	5.27	6.8	3.7	2.7	2.1
香港	2.5	3.2	2.4	2.5	2.1
新加坡	4.4	4.3	2.2	2.5	1.8
南韓	2.0	1.0	0.9	2.0	1.8
新興市場經濟體	4.2	4.3	-	4.0	-
東協十國	4.8	4.6	-	4.3	-
泰國	2.5	2.0	2.0	1.9	1.6
馬來西亞	5.1	4.4	4.5	4.2	4.0
菲律賓	5.7	4.8	5.4	5.4	5.7
印尼	5.0	5.1	4.9	5.1	4.9
越南	7.1	7.5	6.5	6.5	5.6
中國大陸	5.0	5.0	4.8	4.6	4.2
印度	6.5	7.0	6.6	6.4	6.2

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 (2025/12/18)、IMF (2025), World Economic Outlook, Oct. 14、各經濟體官方網站。

通膨方面，全球原油供給持續增加抑低油價，全球通膨率趨於平穩，S&P Global預測2025年第4季為3.0%，與第3季持平，全年則為3.2%，2026年降至3.0%(圖2)。

圖2 全球通膨率



資料來源：S&P Global (2025/12/18)

貨幣政策方面，2025年9月底以來，美國聯邦準備體系(Fed)會議連續兩次調降政策利率，歐洲央行(ECB)維持政策利率不變，日本

央行(BoJ)調升政策利率，中國人民銀行(以下簡稱人行)續採寬鬆貨幣政策。

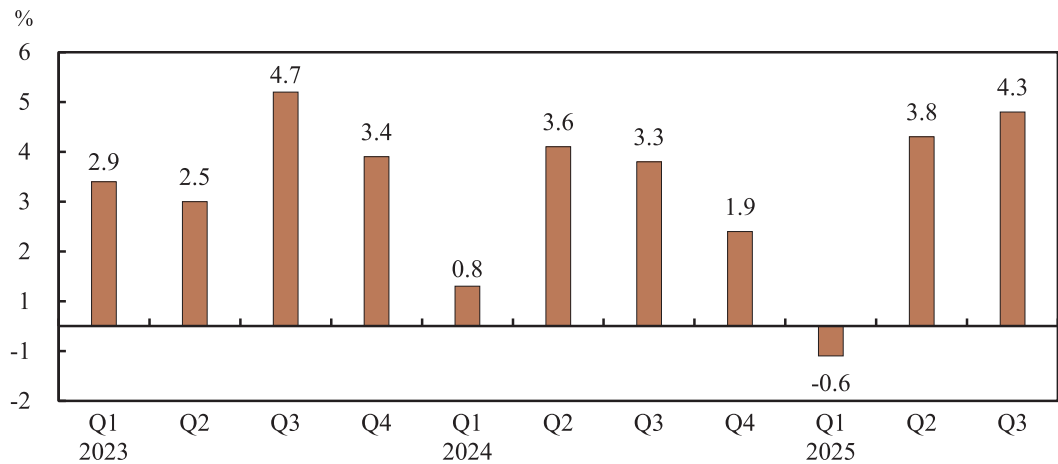
貳、美國經濟成長強勁、通膨率下滑，Fed於10月及12月均降息

一、2025年第3季經濟成長強勁，預期第4季放緩，2026年則略升

2025年第3季，美國經濟成長率(Q/Q saar)初估值為4.3%，高於第2季之3.8%(圖3、表2)，且為2023年第3季以來新高，主因民間消費加速成長、投資下滑速度大幅放緩，以及輸出回升；S&P Global預測第4季

因政府停擺而降至1.2%，全年則為2.0%。預期大而美法案(One Big Beautiful Bill Act)減稅政策提振消費，2026年經濟成長率將升至2.2%(表1)，高於多數先進經濟體。AI產業為影響美國經濟成長重要因素，若AI泡沫化擔憂升溫恐導致資產價格下跌，並透過負向財富效果衝擊消費。

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		生產者物價指數
				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	-0.7	3.0	3.4	2.4
2024/11		4.2	-1.6	2.7	3.3	2.9
12	1.9	4.1	-0.3	2.9	3.2	3.5
2025/ 1		4.0	0.8	3.0	3.3	3.8
2		4.1	0.8	2.8	3.1	3.4
3	-0.6	4.2	0.6	2.4	2.8	3.2
4		4.2	0.9	2.3	2.8	2.4
5		4.2	0.1	2.4	2.8	2.7
6	3.8	4.1	0.6	2.7	2.9	2.4
7		4.2	1.9	2.7	3.1	3.2
8		4.3	1.2	2.9	3.1	2.7
9	4.3	4.4	1.9	3.0	3.0	2.7
10*		-	2.2	-	-	-
11		4.6	2.5	2.7	2.6	

*：2025年10月失業率、消費者物價指數及生產者物價指數因美國政府停擺而取消公布。

資料來源：LSEG Datastream

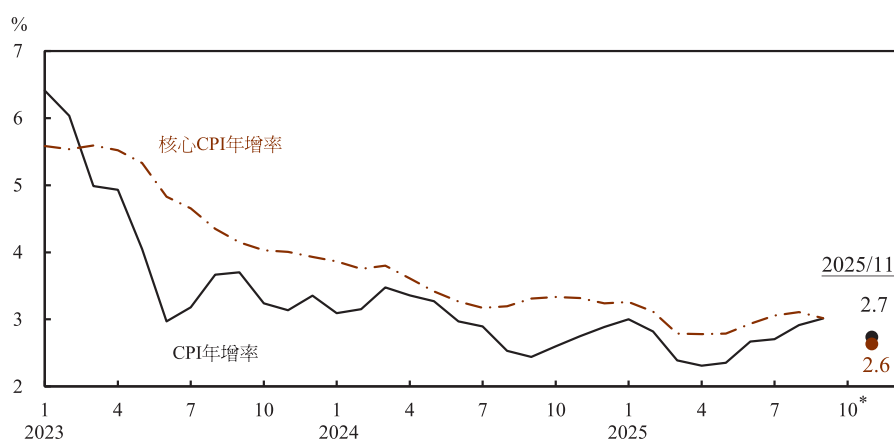
2025年10~11月平均非農就業新增人數 月數據因政府停擺而取消公布，11月則為
自第3季平均之5.1萬人降至-2.1萬人，主因 4.6%，高於第3季平均之4.3%(表2)。
聯邦政府就業大幅減少；失業率方面，10

二、近月通膨率下滑，惟預期2026年仍高於2%目標

2025年10月美國物價數據因政府停擺而取消公布。11月消費者物價指數(CPI)年增率為2.7%，低於第3季之2.9%，主因食品及服務類價格漲幅趨緩；扣除食品及能源之核心

CPI年增率則為2.6%，亦低於第3季之3.1% (表2、圖4)。預期關稅成本逐漸轉嫁至商品類價格，惟勞動薪資成長放緩有助服務類通膨進一步降溫，S&P Global預測2025年CPI年增率為2.7%，2026年則略升至2.8%，高於Fed之2%目標。

圖4 美國CPI及核心CPI年增率



*：2025年10月數據因美國政府停擺而取消公布。

資料來源：LSEG Datastream

三、Fed於10月及12月均下調政策利率

2025年11月及12月美國聯邦公開市場委員會(FOMC)均決議下調聯邦資金利率目標區間0.25個百分點，目前為3.50%~3.75%；12月會議之利率預估點陣圖顯示，預期2026年降息0.25個百分點。

資產負債表方面，10月貨幣政策會議決議，12月1日起結束資產負債表規模縮減計畫，美國公債到期本金均將再投資，機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)到期本金則再投資於國庫券(Treasury

bills)。12月貨幣政策會議則決議，為維持貨幣市場流動性穩定，自12月12日起實施「準備金管理購買(reserve management purchases, RMPs)」，首月購入400億美元之國庫券，並逐月公布購買規模；預期數月內購買規模將持續居高，惟實際規模仍取決於市場狀況。

主席Jerome Powell於12月政策會議後記者會表示，近月通膨及就業風險平衡發生變化。勞動市場下行風險上升，未來若未實施新的關稅措施，預期商品類通膨約於2026年第1季升至峰值，下半年開始降溫。

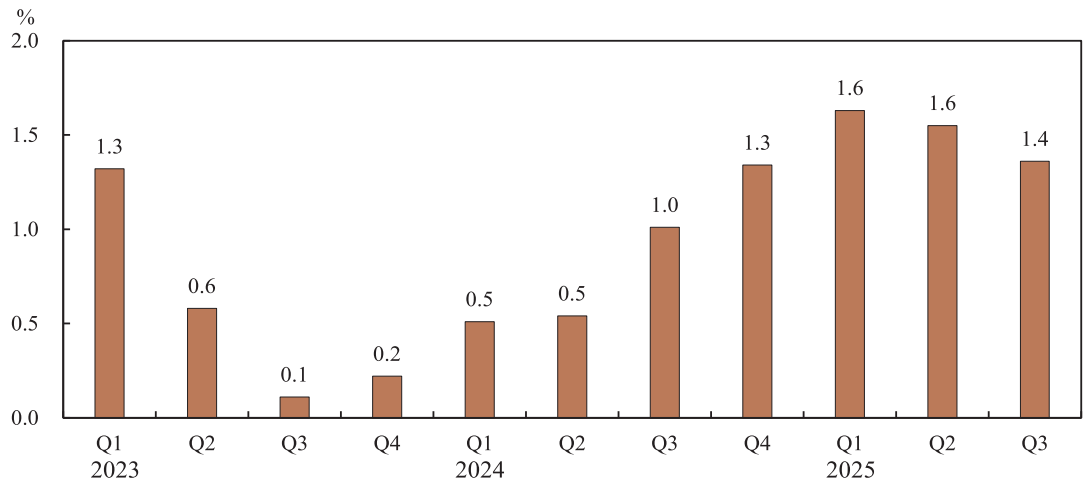
參、歐元區成長趨緩，通膨率持穩，ECB於10月及12月維持利率不變

一、2025年第3季經濟成長趨緩，預期第4季及2026年成長率下滑

2025年第3季，歐元區經濟成長率由第2季之1.6%降至1.4%(圖5、表3)，主因企業為因應美國關稅之提前出口效應降溫，另服

務業雖成長強勁，惟製造業表現低迷。S&P Global預測2025年第4季歐元區經濟成長率降至1.2%，全年為1.5%，2026年降至1.1% (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)	
			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/ 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	1.6	6.4	2.0	2.4
7		6.4	2.0	2.4
8		6.4	2.0	2.3
9	1.4	6.4	2.2	2.4
10		6.4	2.1	2.4
11			2.1	2.4

資料來源：ECB、Eurostat、LSEG Datastream

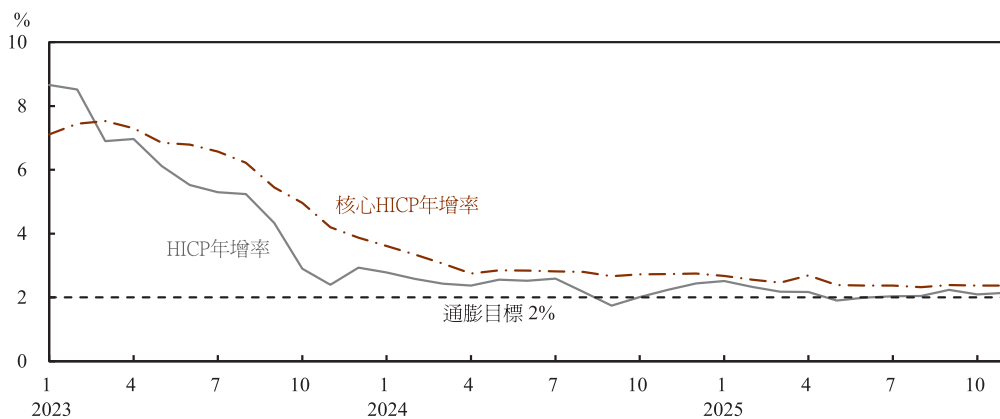
勞動市場方面，2025年10月失業率為6.4%，與第3季持平(表3)；ECB表示勞動需求浮現疲軟跡象，惟整體而言尚具韌性。

二、通膨率持穩，預期2026年略低於2%目標

2025年10~11月平均歐元區調和消費者

物價指數(HICP)年增率為2.1%，與第3季持平；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率為2.4%，亦與第3季持平(表3、圖6)。S&P Global預測2025年HICP年增率為2.1%，2026年降至1.9%，略低於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於10月及12月維持政策利率不變

2025年10月及12月，ECB鑑於通膨率穩定於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12月政策會議後記者會表示，歐元區經濟展現韌性，近月潛在通膨指標變化甚微，持續符合2%之中期目標水準。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。

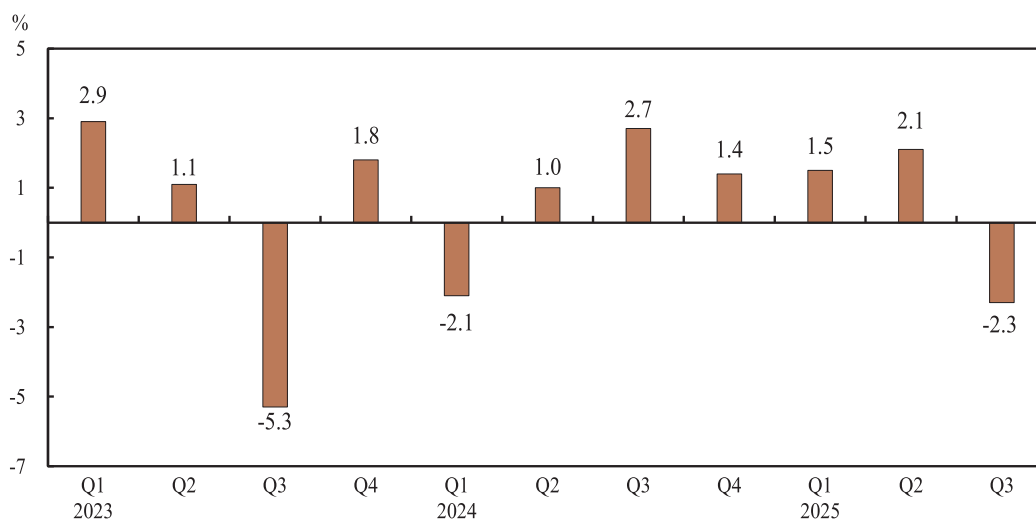
肆、日本經濟疲弱，通膨率略降，BoJ於12月調升政策利率

一、2025年第3季經濟萎縮，預期第4季恢復成長，2026年成長趨緩

2025年第3季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之2.1%降至-2.3%(圖7、表4)，主因美國高關稅影響汽車出口。11月下旬，政府推出規模約21.3兆日圓之經濟對策，旨在擴大所得稅免稅額

度、降低汽油稅、發放水電瓦斯費補貼及兒童津貼等，此外，將積極投資AI及半導體等17項關鍵產業。預期環境法規對住宅投資影響減弱，以及企業投資穩定，S&P Global預測2025年第4季經濟成長率回升至1.5%，全年為1.2%，2026年放緩至0.9%(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		企業物價指數
			年增率 %	扣除生鮮食品 年增率 %	年增率 %
2023	0.7	2.6	3.2	3.1	4.4
2024	-0.2	2.5	2.7	2.5	2.4
2024/11		2.5	2.9	2.7	3.9
12	1.4	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	1.5	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	2.1	2.5	3.3	3.3	2.8
7		2.3	3.1	3.1	2.5
8		2.6	2.7	2.7	2.6
9	-2.3	2.6	2.9	2.9	2.8
10		2.6	3.0	3.0	2.7
11			2.9	3.0	2.7

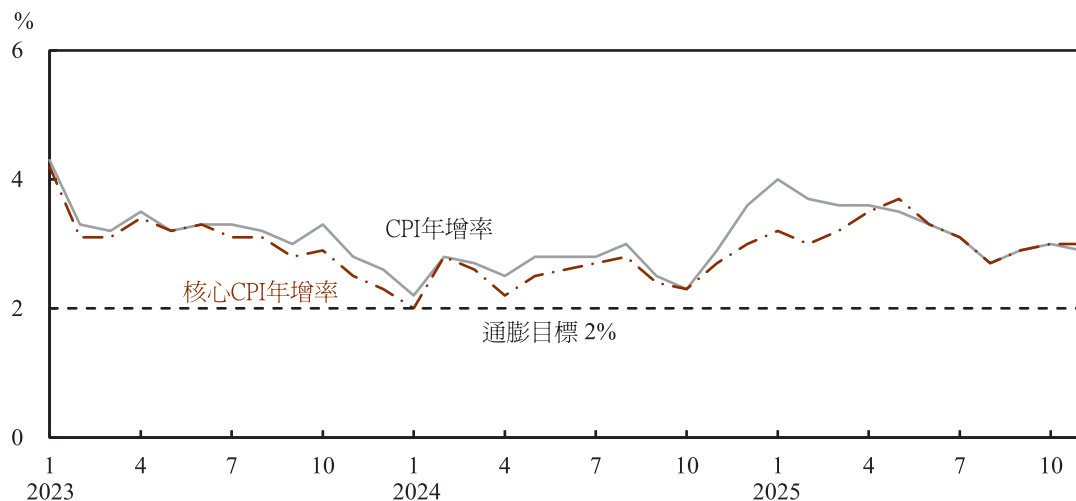
資料來源：日本內閣府、總務省統計局、經濟產業省、BoJ、LSEG Datastream

二、近月通膨率略降，預期2026年下降

2025年10~11月平均日本CPI年增率為3.0%，略高於第3季之2.9%；扣除生鮮食品

之核心CPI年增率亦為3.0%，略高於第3季之2.9%(表4、圖8)。S&P Global預測2025年CPI年增率為3.1%，2026年因高基期因素而降至1.6%。

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於12月調升政策利率至0.75%

2025年12月，BoJ決議提高政策利率(無擔保隔夜拆款利率)0.25個百分點至0.75%，創下1995年以來新高。BoJ表示，鑑於美國高關稅對經濟造成之負面影響較預期輕微，

另預期2026年春季勞資談判（春鬥）加薪動能仍將持續，加以目前實質利率仍處於極低水準，若經濟與物價持續改善，仍將繼續推動升息。

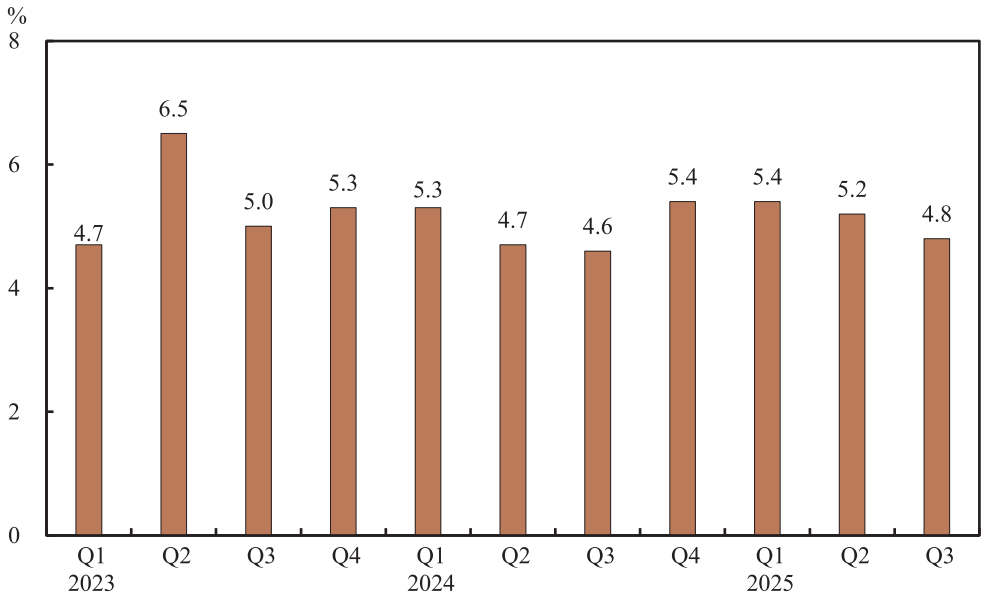
伍、中國大陸經濟成長放緩，通膨率緩升，人行續寬鬆貨幣

一、2025年第3季經濟成長率下降，預期第4季及2026年續降

2025年第3季，中國大陸經濟成長率由第2季之5.2%降至4.8%(圖9、表5)，主因房地產、基礎建設及製造業等投資均走弱。儘管政府推出大規模刺激消費方案、擴大基礎

建設投資，惟預期消費信心仍疲、房市持續低迷，且美國高關稅使出口承壓，經濟成長率將下行。S&P Global預測2025年第4季經濟成長率續降至4.5%，全年為5.0%，2026年則降至4.6%(表1)，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，失業率仍居高不下，5.1%，僅略低於第3季之5.2%(表5)。2025年10~11月平均城鎮調查失業率為

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		工業生產者出廠價格指數	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
2024/11		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	0.8
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	1.7
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	1.2
7		5.2	0.0	0.8	-3.6	7.1	4.1
8		5.3	-0.4	0.9	-2.9	4.3	1.3
9	4.8	5.2	-0.3	1.0	-2.3	8.3	7.4
10		5.1	0.2	1.2	-2.1	-1.1	1.0
11		5.1	0.7	1.2	-2.2	5.9	1.9

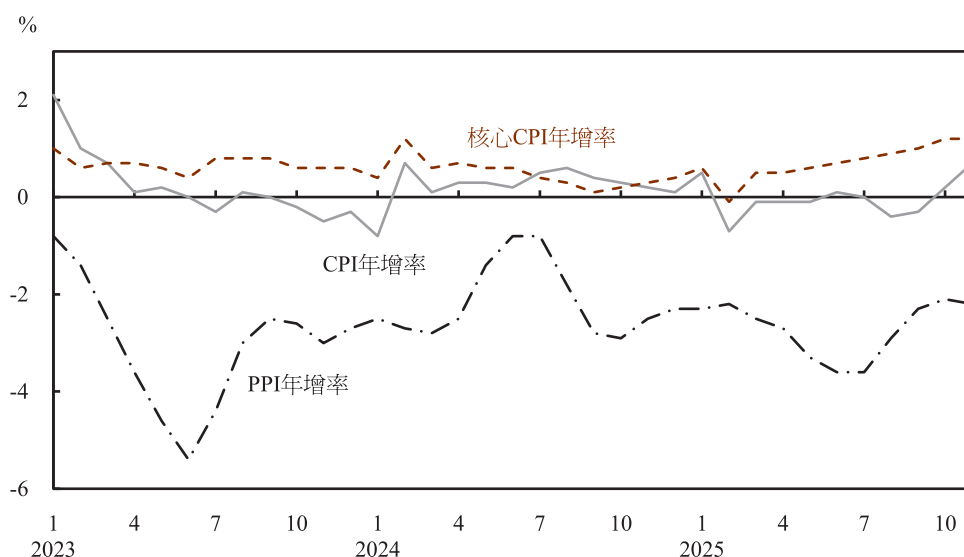
資料來源：中國大陸海關總署、LSEG Datastream

二、近月通膨率回升，預期2026年續升

2025年10~11月平均中國大陸CPI年增率為0.5%，高於第3季之-0.2%，主因節日效應帶動餐飲需求致食品價格跌幅縮小；扣除食品及能源之核心CPI年增率為1.2%，高於第

3季之0.9%。2025年10~11月平均工業生產者出廠價格指數(PPI)年增率為-2.2%，高於第3季之-2.9%，主因擴大內需政策效果顯現所致(表5、圖10)。S&P Global預測2025年CPI年增率為0.0%，2026年升至0.5%，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、人行延續寬鬆基調

為支持經濟穩定成長，人行持續實施寬鬆貨幣政策，一方面維持7天期逆回購利率於1.4%不變，同時授權全國銀行間同業拆款中心公布1年期及5年期以上貸款市場報價利

率(LPR)分別於3.0%及3.5%不變，另一方面透過短期逆回購、買斷式逆回購、中期借貸便利(MLF)及公開市場國債買賣等工具向市場釋出流動性，以緩解歲末資金緊俏及支持政府債券融資。

陸、南韓經濟成長緩步回升，通膨率略升，央行暫停降息

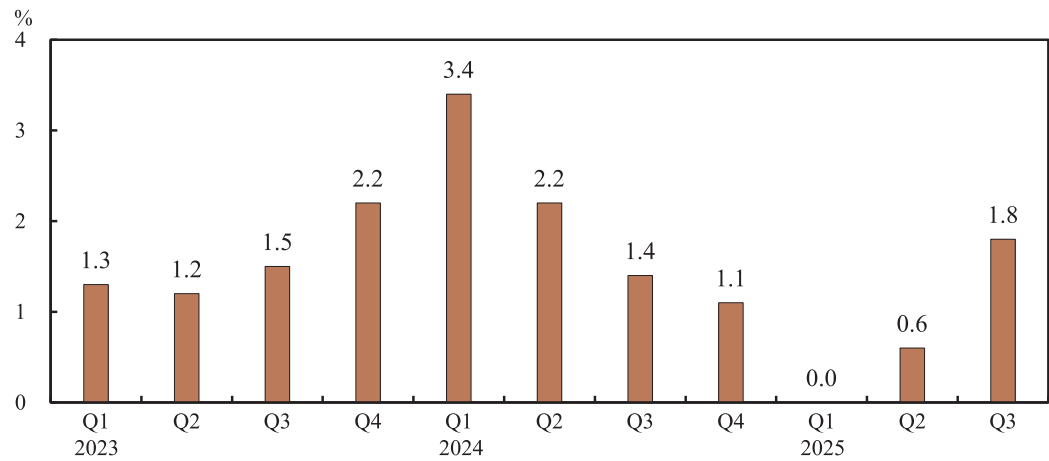
一、2025年第3季經濟成長續回溫，預期第4季及2026年續升

2025年第3季，南韓民間投資成長動能仍疲，惟民間消費受政府財政激勵措施提

振，AI需求亦持續支撐出口成長，經濟成長率由第2季之0.6%升至1.8%(圖11、表6)。預期南韓政府續推財政擴張政策有助內需成長，S&P Global預測2025年第4季經濟成長率

續升至2.0%，全年為1.0%，2026年可望升至2.0%(表1)；惟美國高關稅及中國大陸低價競爭，恐拖累出口表現。

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		生產者物價指數	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
2024/11	1.1	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	0.0	3.7	2.2	1.9	1.8	-10.1	-6.1
2		3.2	2.0	1.8	1.5	0.4	0.2
3	0.6	3.1	2.1	1.9	1.3	2.7	2.3
4		2.9	2.1	2.1	0.8	3.4	-2.9
5	1.8	2.8	1.9	2.0	0.3	-1.3	-5.3
6		2.8	2.2	2.0	0.5	4.3	3.4
7	0.6	2.4	2.1	2.0	0.5	5.7	0.6
8		2.0	1.7	1.3	0.6	1.1	-4.1
9	1.8	2.1	2.1	2.0	1.2	12.6	8.2
10		2.2	2.4	2.2	1.6	3.5	-1.5
11	1.8	2.2	2.4	2.0	1.9	8.4	1.1

資料來源：南韓央行、LSEG Datastream

二、近月通膨率略升，預期2026年回降至央行2%目標值

2025年10~11月平均南韓CPI年增率為2.4%，高於第3季之2.0%，亦高於南韓央行通膨目標值2.0%，主因中秋節連假帶動旅遊相關需求，推升個人服務類價格；扣除食品及能源之平均核心CPI年增率為2.1%，亦高於第3季之1.8%(表6)。S&P Global預測2025年CPI年增率為2.1%，2026年為2.0%。

三、南韓央行於10月及11月維持政策利率不變

2025年10月及11月，南韓央行考量通膨大致持穩，國內消費及半導體出口可望支撐經濟成長，惟匯率波動與房價預期仍高，連續兩次維持政策利率於2.5%不變；並表示未來決議降息或維持政策利率不變皆具可能性。

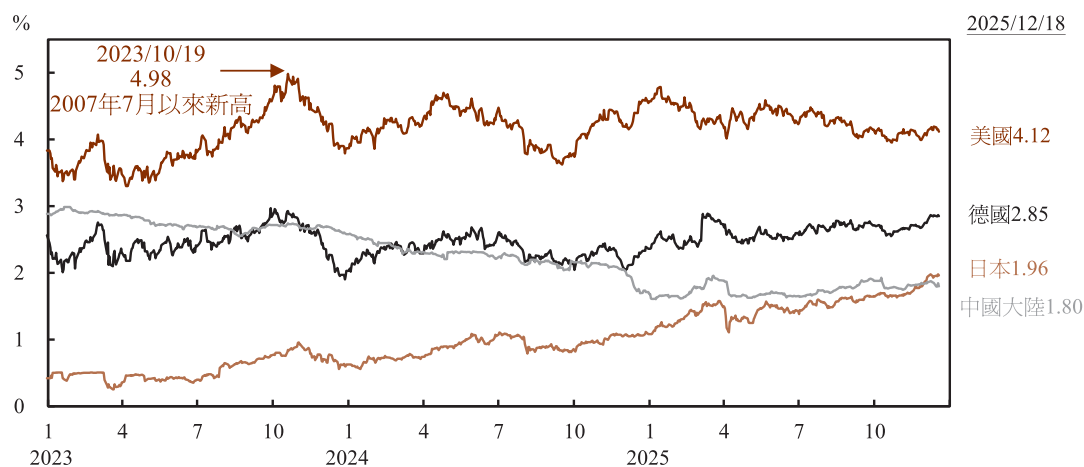
柒、美國公債殖利率區間波動，全球股市高點震盪，美元指數升後回降

一、美國10年期公債殖利率區間波動，德、日上揚，中國大陸則下滑

2025年9月底以來，美國政府延後公布經濟數據，市場缺乏數據指引，Fed內部對降息路徑看法分歧，美國10年期公債殖利率區間震盪，12月後因經濟數據走弱且通膨趨

緩而略跌；德國擴大國防財政支出，日本推動大規模經濟激勵措施，預期公債發行量上升，德、日10年期公債殖利率上升；中國大陸因經濟成長隱憂猶存，政府表示2026年將延續寬鬆貨幣政策，其10年期公債殖利率下滑(圖12)。

圖12 主要經濟體10年期公債殖利率



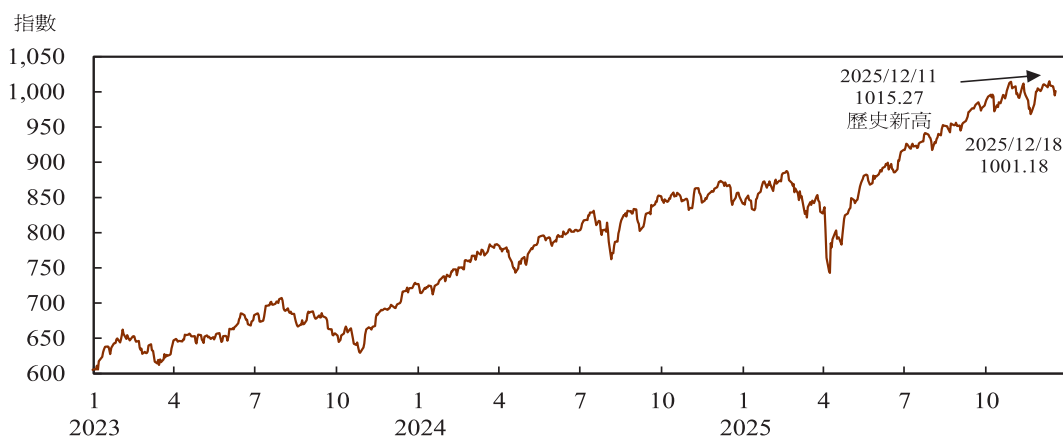
資料來源：LSEG Datastream、美國財政部

二、全球股價指數高點震盪

2025年9月底以來，AI產業擴大投資，加以科技類股財報亮眼，MSCI全球股價指

數屢創新高，惟市場對AI相關科技類股股價過高之擔憂升溫，股價指數波動加劇(圖13)。

圖13 MSCI全球股價指數

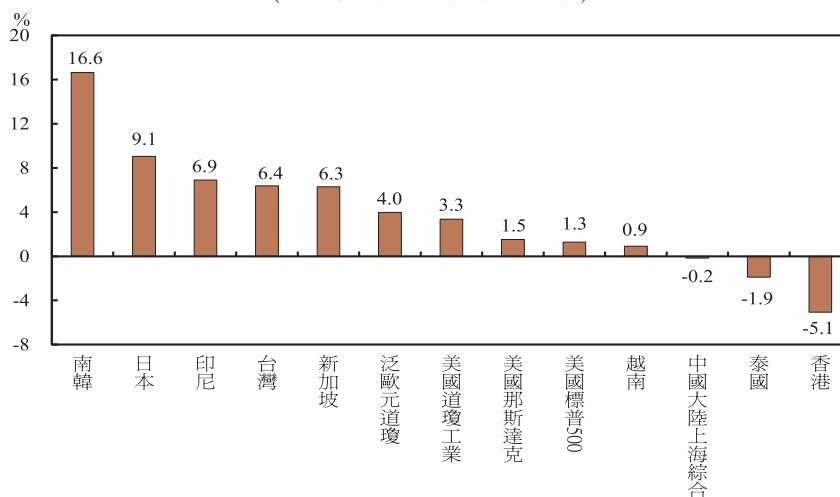


資料來源：LSEG Datastream

2025年12月18日與9月底相較，美國那斯達克指數因部分AI企業擴大債務融資，市場對AI泡沫化之擔憂升溫而自歷史高點拉回，惟嗣因Fed降息預期升溫，上漲1.5%；南韓股市因AI浪潮推升半導體出口動能，美

韓關稅協議確定，南韓輸美關稅由25%下調至15%，大漲16.6%，漲幅較大；港股因科技股自高點回降，且中國大陸經濟疲弱，下跌5.1%，跌幅較大(圖14)。

圖14 主要經濟體股價指數變動幅度
(2025年12月18日與9月底比較)



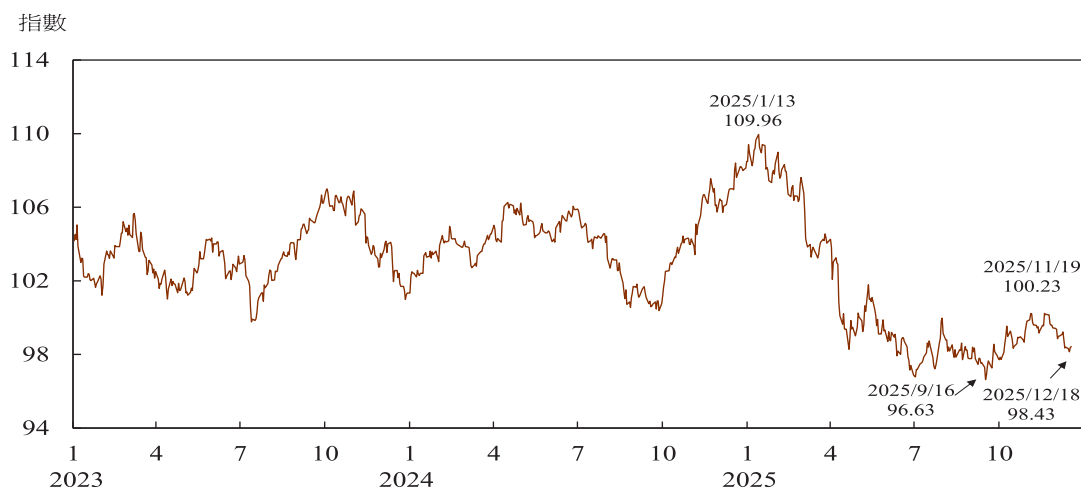
資料來源：LSEG Datastream

三、美元指數升後回降，主要經濟體貨幣對美元多走貶

2025年9月底以來，全球風險資產價格大幅波動，資金流向美元避險，帶動美元指

數自2025年低點之96.63，升至近月高點之100.23；嗣因Fed延續降息步伐，美元指數回降(圖15)。

圖15 DXY美元指數



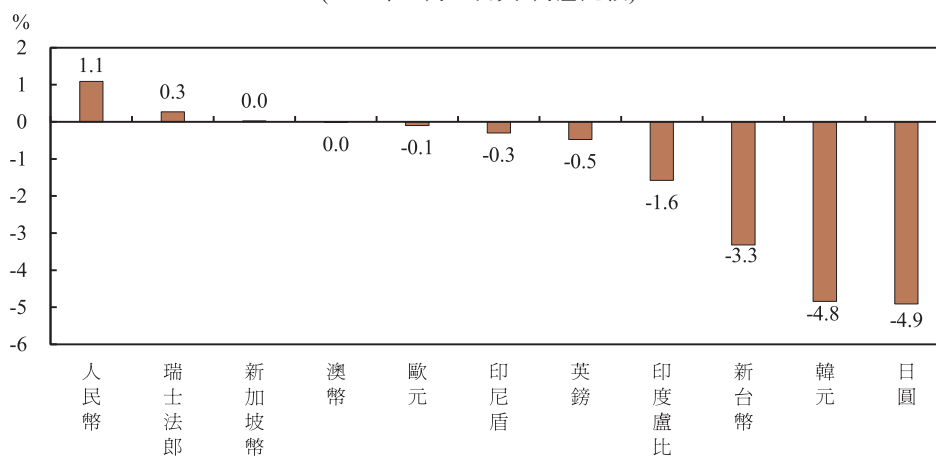
註：DXY美元指數權重為歐元57.6%、日圓13.6%、英鎊11.9%、加幣9.1%、瑞典克朗4.2%及瑞士法郎3.6%；基期為1973年3月(=100)。

資料來源：LSEG Datastream

2025年12月18日與9月底相較，主要貨幣對美元多走貶。人民幣因人行引導中間價緩步偏升，對美元升值1.1%；歐元因市場預期ECB結束降息循環，美國與歐元區之利差

收斂，惟歐元區製造業仍疲弱，對美元略貶值0.1%；日圓因市場預期高市政府延續安倍經濟學之寬鬆貨幣政策，復以擔憂財政赤字擴大，對美元貶值4.9%，貶幅較大(圖16)。

圖16 主要經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2025年12月18日與9月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

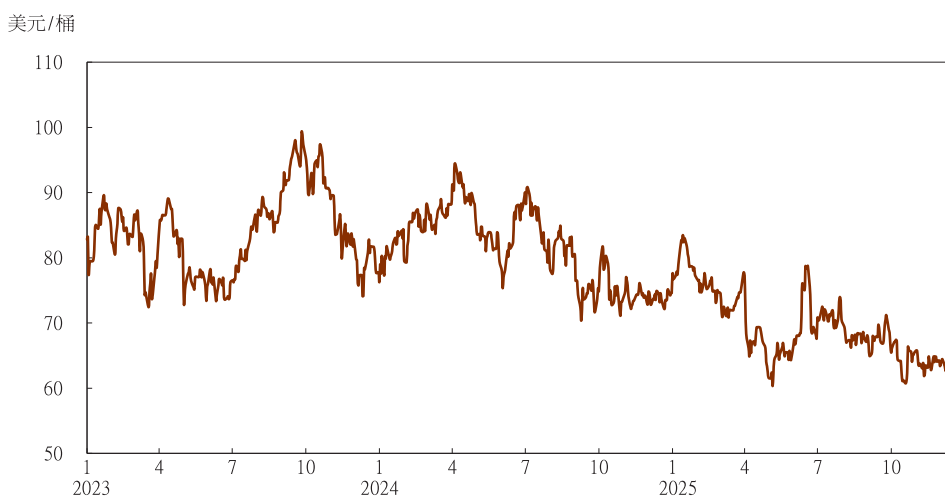
捌、國際油價大跌，穀物價格上漲

一、國際油價大跌

2025年9月底以來，OPEC+等主要產油國持續增產，復以俄烏停火預期上升，供給

過剩擔憂致油價走跌。12月18日布蘭特原油現貨價格為每桶60.69美元，較9月底下跌11.4% (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，主要產油國產量上升，供給成長超過需求成長，市場過剩情勢持續，長期油價預期走低，惟地緣政治風險仍存及美國頁岩油產能成長停滯將給予油價支撐。主要國際機構對2025年布蘭特原油價格預測值平均為每桶69.1美元，低於上年之80.5美元，2026年預測平均值降至58.2美元。

二、穀價上漲，整體國際商品價格指數則下跌

2025年10月，美中達成貿易協議，中

國大陸續購美國黃豆，推升黃豆價格，嗣因中國大陸黃豆進口量低於預期，復以小麥、玉米供應充足，穀價承壓。12月18日Bloomberg穀物期貨價格指數較9月底上漲2.1% (圖18)。

2025年9月底以來，印尼主要銅礦場因工安因素停產，而長期AI基礎建設、能源轉型等用銅需求強勁，造成銅市供不應求，復以Fed兩度降息，整體金屬價格大漲，惟油價大跌造成整體大宗商品價格走跌，12月18日代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數較9月底下跌2.5% (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10月份

- 1日 △財政部公告繼續機動調降牛肉、烘焙用奶粉、奶油、無水奶油及小麥等22項貨品關稅稅率，以及卜特蘭一型水泥、汽油及柴油3項貨品貨物稅應徵稅額，實施期間自114年10月1日至115年3月31日。
- 15日 △財政部函釋廠商因美國對等關稅政策影響，致無法於規定期限內加工出口並申請沖退原料進口關稅者，得申請展延沖退稅期限1年。
- 17日 △由於保險業子公司將於115年適用國際財務報導準則(IFRS)第17號保險合約，金管會修正「金融控股公司財務報告編製準則」，明定其財務報告揭露保險子公司財務資訊須配合調整，自115年會計年度施行。
- △為利保險業逐步強化資本，平順銜接於115年起適用之新一代清償能力制度，金管會發布「保險業自有資本與風險資本選擇性過渡措施應注意事項」。
- △立法院三讀通過「中央政府因應國際情勢強化經濟社會及民生國安韌性特別預算案」，以因應美國關稅變革，提升產業競爭力，並強化民眾消費韌性，及加強國土防衛，本次編列5,500億元，施行期間自114年3月12日起至116年12月31日止。
- 21日 △勞動部公告修正最低工資，每月最低工資由28,590元調升為29,500元，每小時最低工資由190元調高為196元，自115年1月1日生效。
- 23日 △為提升防偽技術、強化無障礙設計及更符合ESG永續發展趨勢，央行啟動新臺幣鈔券改版程序，首張新版鈔券預定於主題擇定後2年半發行。
- 27日 △為減輕國人因全球經濟變局所受影響，財政部訂定「因應國際情勢強化韌性發放現金辦法」，普發現金一萬元，追溯自114年10月23日施行。
- 28日 △金管會修正「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」，將政府核定之基礎建設納入保險業資金辦理專案運用的可投資範圍，並放寬投資限額。
- 30日 △行政院公布「非洲豬瘟產業輔導補助方案」，於本年10月23日至11月6日禁用廚餘及禁宰禁運期間，提供養豬場飼料差額與廚餘清運油資補助、補貼養豬農民、肉品市場等一線從業人員營業損失，以及推出貸款利息補貼之金融支持方案。

民國114年11月份

- 5日 △財政部核釋行政法人國家住宅及都市更新中心依內政部指示辦理社會住宅業務所取得之公有房屋具公益性，免徵契稅。
- 7日 △配合我國上市上櫃公司接軌IFRS永續揭露準則時程，並提升永續相關財務資訊揭露之品質，金管會修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」，明定符合一定條件之公司，應以專章方式於年報中記載經董事會決議通過之永續相關財務資訊等規定。
- 10日 △財政部修正「有限合夥組織創業投資事業租稅獎勵所得計算及申報辦法」，明定有限合夥組織創業投資事業之個人合夥人應獲配之營利所得，不適用所得稅法股利所得二擇一的課稅制度等規定。
- 12日 △配合我國保險業自115年起適用新一代清償能力制度，自有資本與風險資本之比率計算基礎不同，故將法定標準由200%調整為100%，金管會修正「財產保險業經營傷害保險及健康保險業務管理辦法」。
- 14日 △為利企業可依其營運規模選擇適合之上市櫃掛牌條件進入資本市場，並基於上市及上櫃規範之衡平性，金管會修正「有價證券得為融資融券標準」，刪除設立年限、實收資本額及獲利能力之條件，以及配合刪除援引規定條文及其認定標準等規定。
- △中央銀行與美國財政部已就匯率議題達成共識，並發布聯合聲明，內容主要係延續中央銀行與美國財政部雙方長期溝通之原則，包括不應操縱匯率，以及干預匯市係以因應匯率的過度波動或失序變動為主，且前述原則與中央銀行現行匯率政策之實務操作一致。另自本年12月底起，有關中央銀行干預匯市金額等資料之發布頻率，將由現行每半年改為每季公布一次。
- 25日 △金管會修正「金融控股公司投資管理辦法」及「商業銀行轉投資應遵守事項準則」，金控或銀行首次投資金融機構（金控、銀行、保險公司、證券商），除純網銀及另有規定外，應取得超過25%股權或資本額。公開發行公司須於核准後3個月內公開收購，以現金一次購足，非公開發行公司則應於3個月內完成投資等規範。

民國114年12月份

- 4日 △為提供多元配置選擇，擴大投資人參與，金管會放寬「ETF連結基金」之主基金範圍，擴大至主動式ETF，且不以國內成分證券ETF為限。
- 8日 △金管會修正「保險業辦理不動產投資管理辦法」，允許保險業可依不動產取得時間，分群適用不同的最低收益率，緩解既有資產受升息影響之合規壓力，並提升保險業投資運用彈性。
- 9日 △為減輕長照需求家庭的負擔，立法院三讀通過「所得稅法」修正草案，長期照顧特別扣除額由現行的12萬元調高至18萬元，追溯自114年1月1日實施。
△為提升勞工權益之意識，立法院三讀通過「商業登記法」及「公司法」修正案，明定商業及公司於申請設立登記後，應參加勞動權益講習，自公布後六個月施行。
- 16日 △中華信用評等公司發布「2026年台灣信用展望」報告，對台灣銀行業、證券業及壽險業的信用展望維持穩定。
△為提升永續相關財務資訊揭露之品質，金管會修正「金融控股公司年報應行記載事項準則」、「銀行年報應行記載事項準則」及「票券金融公司年報應行記載事項準則」，自114年12月28日生效。
- 18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。另考量實施銀行自主管理不動產貸款總量目標以來，銀行多已落實執行，中央銀行爰公布115年起，銀行不動產貸款總量回歸由各銀行內部控管，惟須按月報送資料。
- 23日 △立法院三讀通過「貨物稅條例」及「使用牌照稅法」修正案，延長電動車輛減免徵貨物稅及使用牌照稅之實施期限5年，至119年12月31日，自115年1月1日施行。
△立法院三讀通過「人工智慧(AI)基本法」，旨在促進以人為本之AI研發與AI產業發展，建構AI安全應用環境，落實數位平權並保障人民基本權利。
△財政部公告預計於115年1月27日標售，同年1月30日發行首檔中央政府永續債，金額為4億元，年期為30年。
- 24日 △金管會修正「保險業資本適足性管理辦法」，修訂最低資本要求、資本等級之劃分標準等規定，並增訂業者應辦理自我風險與清償能力評估程序及主管機關對未

妥適執行者之監理手段，自115年1月1日施行。

26日 △為接軌IFRS永續揭露準則，並強化永續相關財務資訊之可比性，金管會修正「證券商財務報告編製準則」及「期貨商財務報告編製準則」。

30日 △立法院三讀通過「勞工保險條例」修正案，明定勞工保險財務由中央政府負最後支付責任，並將政府撥補列為基金法定來源；另增訂勞保紓困貸款得開立專戶，款項免受強制執行，以確保制度穩健並落實勞工權益保障。

△金管會核釋「提供虛擬資產服務之事業或人員洗錢防制登記辦法」，明定虛擬資產保管商將客戶虛擬資產存放於冷錢包之比例，不得低於總市值之85%或各幣別資產數量之75%，以強化安全性，自115年1月1日生效。

國際經濟金融日誌

民國114年10月份

- 7日 △世界銀行（World Bank）發布「東亞暨太平洋地區經濟展望更新」（East Asia and the Pacific Economic Update）報告指出，東亞暨太平洋地區經濟成長率仍高於全球平均水準，惟預測2025年經濟成長率將放緩至4.8%，2026年進一步降溫至4.3%。未來經濟成長表現將受貿易限制增加、全球不確定性仍高、全球經濟成長放緩，以及各國國內政策的影響。
- 8日 △紐西蘭央行決議調降官方現金利率0.50個百分點至2.50%，並指出近期通膨位處1%~3%目標區間上緣，惟經濟活動疲軟，預期閒置產能將使通膨在2026上半年回到2%之目標區間中點。
- 9日 △菲律賓央行鑒於國內經濟景氣前景走弱，加以外部環境不確定性致需求放緩，決議調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至4.75%。
- 14日 △IMF發布「世界經濟展望」（World Economic Outlook）報告，美國高關稅政策及其不確定性使全球經濟成長走疲，預測2025年及2026年全球經濟成長率分別為3.2%及3.1%，全球通膨率預測值則分別為4.2%及3.7%。
- △新加坡2025年第3季GDP年增率初估值為2.9%，低於第2季之4.5%，主因製造業成長速度大幅下滑；GDP季增率初估值為1.3%，亦低於第2季之1.5%。
- 20日 △中國大陸2025年第3季經濟成長率為4.8%，低於第2季之5.2%，主因房地產、基礎建設及製造業等三類投資均走疲，投資對經濟成長之貢獻下降所致。
- 23日 △南韓央行維持基準利率於2.50%不變，係2024年10月以來連續3次皆維持利率不變，主因通膨持穩，且國內消費及半導體等出口可望支撐經濟成長，惟美國關稅政策衝擊等不確定性仍高，另亦須留意匯率波動風險，並持續觀察政府穩定房市措施之成效。未來仍將維持寬鬆立場，然可能以較緩步調降息。
- 28日 △南韓2025年第3季GDP年增率初估值為1.7%，高於第2季之0.6%，2025年以來逐季緩步回升。GDP季增率亦自0.7%回升至1.2%，為2024年第1季以來最高，主因消費者信心改善，政府實施財政激勵促進民間消費升溫，且半導體等人工智慧(AI)相關需求持續支撐出口成長，惟民間投資成長動能續疲。

29日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）調降聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至3.75%~4.00%；並宣布12月1日起結束縮表，到期之機構債則再投資於國庫券。主席Jerome Powell表示，FOMC內部分歧較高，12月會議未必會降息；另剔除關稅因素後的通膨率接近Fed之2%目標，且關稅對物價之推升效果預期為一次性，未來將密切關注通膨率上行風險。

△加拿大央行決議調降隔夜拆款利率目標0.25個百分點至2.25%，主因經濟疲軟，且預期通膨率持續處於2%左右水準。

30日 △歐元區2025年第3季經濟成長率初估值為1.3%，低於第2季之1.5%，主因企業為因應美國關稅而提前對美出口之效應消退。主要成員國中，德國第3季經濟成長率為0.3%，持平於第2季；法國為0.9%，高於第2季之0.7%。

△歐洲央行（ECB）鑒於通膨率仍近於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。

△香港金融管理局決議調降基準利率0.25個百分點至4.25%，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。

△日本央行（BoJ）決議維持政策利率（無擔保隔夜拆款利率）於0.50%，係2025年1月以來連續6次會議維持利率不變。植田總裁於會後記者會表示，關於是否升息，希望蒐集美國關稅政策對2026年春季勞資談判（春鬥）初期動向的相關資訊，再進行判斷。市場認為，日本央行對未來升息仍持續維持審慎態度，12月升息的可能性恐將降低。

民國114年11月份

14日 △歐元區2025年第3季經濟成長率初估值為1.4%，低於第2季之1.5%，主因企業為因應美國關稅之提前出口效應降溫。主要成員國中，德國第3季經濟成長率為0.3%，持平於第2季；法國為0.9%，高於第2季之0.7%。

17日 △日本2025年第3季經濟成長率(與上季比，換算成年率)初估值為-1.8%，低於第2季之2.3%，主因美國關稅政策影響汽車出口，致輸出較上季減少1.2%。

21日 △新加坡2025年第3季經濟成長率由初估值2.9%上修至4.2%，主因製造業成長率大

幅上修。

- 26日 △紐西蘭央行考量經濟活動仍疲，預期通膨率將於2026年年中降至2%之目標區間中點，決議調降官方現金利率0.25個百分點至2.25%。
- 27日 △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，已連續4次維持利率不變，主因通膨率略升，且消費與出口持續支撐經濟成長，另警示匯率波動加劇，房價預期仍高。

民國114年12月份

- 2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，2025年全球經濟韌性強於預期，惟隨提前出貨活動進一步消退，加以美國高關稅抑制投資與貿易成長，以及地緣政治與貿易政策不確定性影響各國內需，全球經濟成長將放緩；預測2025年全球經濟成長率為3.2%，2026年放緩至2.9%，2027年回升至3.1%。
- 3日 △南韓2025年第3季經濟成長率修正值為1.8%，自初估值上修0.1個百分點，且高於上季之0.6%，2025年以來逐季緩步回升，主因消費者信心改善及政府實施財政激勵，民間消費升溫，且半導體等人工智慧（AI）相關需求持續支撐出口成長，惟民間投資成長動能續疲。
- 5日 △歐元區2025年第3季經濟成長率修正值為1.4%，與初估值相同，低於第2季之1.6%，主因企業為因應美國高關稅而提前對美出口之效應開始消退。主要成員國中，德國第3季經濟成長率為0.3%，持平於第2季；法國為0.9%，高於第2季之0.7%；兩國均與初估值相同。
- △印度央行鑑於通膨率大幅放緩且通膨前景溫和，為支持經濟成長動能，決議將附買回利率調降0.25個百分點至5.25%，為2025年以來第4次降息。同時推出多項流動性措施，包括投入約120億美元進行公開市場操作，向銀行體系購買債券注入資金，以降低長期利率，並投入50億美元進行外匯交換（buy-sell swap），向市場注入流動性；旨在確保創造寬鬆貨幣環境，以促進借貸、投資與整體經濟動能。
- 8日 △日本2025年第3季經濟成長率（與上季比，換算成年率）由-1.8%下修至-2.3%，主因企業機器設備投資不如預期，由速報值之較上季成長1.0%，轉為萎縮0.2%，為近3個季度以來首度轉為負成長。

10日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）下調聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至3.50%~3.75%；利率預估點陣圖顯示，預期2026年降息0.25個百分點。另宣布為維持貨幣市場流動性穩定，自12月12日起實施「準備金管理購買」（reserve management purchases, RMPs），首月購入400億美元之國庫券，並逐月公布購買規模；預期數月內購買規模將持續居高，惟實際規模仍取決於市場狀況。主席Jerome Powell表示，近月通膨及就業風險平衡發生變化，勞動市場下行風險上升，未來若未實施新的關稅政策，預期商品類通膨率約於2026年第1季升至峰值，下半年開始降溫。

△亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲發展展望」（Asian Development Outlook）報告指出，亞洲高科技外銷經濟體受惠於AI而出口擴張，且貿易前景不確定性降低，2025年及2026年開發中亞洲經濟體成長率預測值分別上調至5.1%及4.6%；2025年通膨率預測值下調至1.6%，2026年則維持於2.1%不變。

11日 △菲律賓央行鑑於經濟成長展望走弱，整體商業情緒（overall business sentiment）因全球貿易政策不確定性而持續低迷，復以通膨展望降溫，決議調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至4.5%。

△香港金融管理局決議調降基準利率0.25個百分點至4.0%，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。

17日 △泰國央行鑑於經濟明顯放緩，債務負擔沉重，決議調降1天期附買回利率0.25個百分點至1.25%。

18日 △歐洲央行（ECB）鑑於通膨率穩定於2%之中期目標水準，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縮減。

△英國央行（BoE）鑑於通膨率持續升高之風險降低，反觀需求疲軟致中期通膨不振之風險仍存，決議調降官方利率（Bank Rate）0.25個百分點至3.75%。

19日 △日本央行（BoJ）決議提高政策利率（無擔保隔夜拆款利率）0.25個百分點至0.75%，為1995年來新高。日本央行指出，鑑於美國關稅政策對經濟造成之負面影響較預期輕微，另預期2026年春季勞資談判（春鬥）加薪動能仍將持續，加以目前實質利率處於極低水準，若經濟與物價持續改善，仍將繼續推動升息。

23日 △美國2025年第3季經濟成長率（與上季比，換算成年率）初估值為4.3%，高於第2季之3.8%，主因民間消費加速成長、投資下滑速度大幅放緩，以及輸出回升。

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4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 12 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） ◆