

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第38卷第1期

中央銀行 編印

中華民國 105 年 3 月

# 中央銀行季刊

第38卷 第1期

中央銀行 編印

中華民國 105 年 3 月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第38卷 第1期

### 專 載

中央銀行理監事聯席會議決議 ..... 中 央 銀 行 1

### 論著與分析

合宜核心物價領先指標之建置 ..... 蕭 宇 翔 5

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國104年第4季）

總體經濟 ..... 國 內 經 濟 科 35

國際收支 ..... 國 際 收 支 科 45

貨幣與信用 ..... 金 融 統 計 科 53

金融市場 ..... 金 融 統 計 科 59

國 內 經 濟 科  
國 際 收 支 科

國際經濟金融情勢（民國104年第4季） ..... 國 際 經 濟 科 79

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國105年1月至3月） ..... 國 內 經 濟 科 105

國際經濟金融日誌（民國105年1月至3月） ..... 國 際 經 濟 科 109



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(105年3月24日發布)

## 一、國際經濟金融情勢

年初以來，美國景氣略緩，歐元區穩定復甦，日本經濟仍疲，先進經濟體成長力道溫和；中國大陸經濟持續放緩，新興經濟體帶動全球經濟成長動能減緩；加以國際大宗商品價格低檔震盪，地緣政治風險猶存，全球經濟脆弱性仍高，國際預測機構相繼調降本年全球經濟展望。

全球經濟下行風險引發全球金融市場劇烈變動；在日本央行採負利率政策，歐洲央行擴大寬鬆貨幣措施，以及美國聯準會升息步調減緩之下，國際資金大量回流亞洲國家，增添未來國際金融市場波動風險。

## 二、國內經濟金融情勢

(一) 由於全球經濟成長不如預期，致國內出口持續負成長，並波及生產、投資及消費等經濟活動；惟本年公共支出可望轉為正成長，有助支撐內需。主計總處預估本年經濟成長可望逐季回升，預測全年為1.47%(詳附表1)。

勞動市場方面，受景氣走緩影響，失業率自上年6月起緩升，至本年2月為3.95%；因獲利成長減緩，廠商調薪與僱用意願趨於保守，近月薪資成長有限。

(二) 本年1至2月平均消費者物價指數(CPI)年增率為1.60%，主因寒害影響，蔬果價格上漲所致；不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為0.73%，漲幅溫和。由於國際原油等原物料價格續處相對低檔，加上國內負的產出缺口擴大，主計總處預測本年CPI年增率為0.69%，物價展望穩定。

(三) 因應國內經濟成長趨緩，在通膨無虞下，本行透過公開市場操作，調節市場資金，充裕市場流動性。由於資金需求減弱，加以本行持續寬鬆貨幣政策，市場利率下滑；銀行放款與投資成長趨緩，本年1至2月平均年增率為4.27%；1至2月貨幣總計數M2平均年增率略降至5.40%。

三、本日本行理事會一致決議採行下列措施，並自本年3月25日起實施。

(一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.125個百分點，分別由年息1.625%、2%及3.875%調整為1.5%、1.875%及3.75%。

考量全球經濟存在下行風險，國內

景氣雖可望改善，惟復甦力道尚緩；益以近期主要國家多採取擴大寬鬆貨幣政策，國際利率走低(詳附表2)，國外資金大幅流入，為維持金融穩定，在通膨預期溫和及負的產出缺口擴大下，本行理事會認為調降政策利率，有助營造穩定的金融環境，以提振景氣。

- (二) 修正「中央銀行對金融機構辦理購置住宅貸款及土地抵押貸款業務規定」(詳附表3)，除維持購置高價住宅貸款規範外，其餘各項貸款規範均予刪除。

本行理事會認為自99年6月採行不動產針對性審慎措施以來，已見成效，金融機構亦持續強化不動產授信風險自主管理，加以政府健全房

地產相關稅制陸續推動，投機需求減少，爰調整前述針對性審慎措施部分內容；惟金融機構新承做高價住宅貸款集中度仍高，應續予規範。

未來本行仍將密切觀察國內外經濟金融情勢之變化，並關注銀行不動產授信及房地產市場發展情況，適時採行妥適措施，以達成維持物價與金融穩定，並促進經濟成長之法定經營目標。

四、由於全球金融市場動盪加劇，影響國內之外匯及金融市場穩定。如遇不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不於經濟與金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附表1 IHS Global Insight對各經濟體經濟成長率預測

單位：%

經濟體	2015年	2016年
	實際值	預測值*
美國	2.4	2.3
日本	0.5	0.8
歐元區	1.6	1.6
中國大陸	6.9	6.3
<b>台灣</b>	<b>0.75</b>	<b>1.47</b>
南韓	2.6	2.6
香港	2.4	1.9
新加坡	2.0	1.5
泰國	2.8	2.7
馬來西亞	5.0	4.5
菲律賓	5.8	5.7
印尼	4.8	4.5
越南	6.7	6.5

\*為 IHS Global Insight 2016年3月15日之預測數；台灣係2016年2月17日主計總處之預測數。

附表2 主要經濟體實質利率

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2016年3月24日)	(2) CPI年增率* (2016年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
印尼	5.000	4.12	0.880
馬來西亞	3.200	2.50	0.700
美國	1.460	0.80	0.660
瑞士	0.160	-0.48	0.640
<b>台灣</b>	<b>1.205</b>	<b>0.69</b>	<b>0.515</b>
南韓	1.300	0.80	0.500
英國	0.950	0.58	0.370
泰國	1.500	1.21	0.290
日本	0.010	-0.24	0.250
新加坡	0.250	0.28	-0.030
歐元區	-0.002	0.52	-0.522
中國大陸	1.500	2.16	-0.660
菲律賓	0.500	2.62	-2.120
香港	0.050	2.73	-2.680

\*為 IHS Global Insight 2016年3月15日之預測數；台灣係2016年2月17日主計總處之預測數。

附表3 「中央銀行對金融機構辦理購置住宅貸款及土地抵押貸款業務規定」修正重點對照表

105.3.24

項目	修正前	修正後
一、法規名稱	「中央銀行對金融機構辦理購置住宅貸款及土地抵押貸款業務規定」	「中央銀行對金融機構辦理購置高價住宅貸款業務規定」
二、法規內容		
(一) 特定地區購屋貸款規範	1. 最高貸款成數6成。 2. 特定地區範圍: (1) 台北市所有行政區 (2) 新北市15個行政區	刪除
(二) 自然人第3戶以上購屋貸款規範	全國不分區一律6成	刪除
(三) 公司法人購置住宅貸款規範	全國不分區一律6成	刪除
(四) 土地抵押貸款規範	1. 最高貸款成數6.5成 2. 保留1成動工款 3. 檢附具體興建計畫	刪除
(五) 高價住宅貸款規範	1. 最高貸款成數6成 2. 高價住宅認定標準: (1) 台北市7千萬元以上 (2) 新北市6千萬元以上 (3) 其他地區4千萬元以上	維持不變

# 合宜核心物價領先指標之建置\*

蕭宇翔\*\*

## 摘 要

本文以鄭麗玲(1999) (以下簡稱鄭文)編製之核心物價領先指標為比較對象。自80個經濟變數中，依據轉折點與相關係數分析，重新篩選領先指標的構成項目，編製新的核心物價領先指標。新建核心物價領先指標由8個項目簡單平均(等權)得到，包含2個商品價格變數，3個金融指標變數，以及3個實質經濟活動變數。

本文驗證結果發現，鄭文領先指標平均領先7.50月，新建領先指標平均領先9.21月，領先月數的中位數分別為10個月與12個月。此外，鄭文領先指標有4個轉折點同時或落後於核心物價年增率轉折點，新建領先指標同時或落後發生的轉折點只有2個，顯示新建領先指標應較能幫助貨幣當局掌握未來核心物價年增率的走勢。

樣本外預測結果顯示，新建領先指標樣本外預測能力顯著優於鄭文領先指標。在預測樣本外核心物價年增率上升機率方面，本文採用的二次機率評分準則與對數概似分數兩個指標皆顯示，新建領先指標對核心物價年增率上升期或下降期的預測能力亦均較優。

\* 本文初稿完成於民國104年6月，105年2月修正完稿。本文承蒙嚴副總裁宗大、林處長宗耀、林副處長淑華、吳副處長懿娟、汪研究員建南、葉研究員盛、廖研究員俊男與三位匿名審稿人之悉心審閱，以及處內其他同仁給予寶貴意見，在此亦一併致謝。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辦事員。

## 壹、前言

穩定物價為央行經營目標之一。目前中央銀行除關注消費者物價指數外，亦參考主計總處編製之核心消費者物價指數(不含蔬果及能源)，並藉由適當的通貨膨脹預測工具，掌握未來通膨變化，供決策參考。核心物價領先指標能預先判斷核心物價年增率未來走勢變化，尤其是預測核心物價年增率由上升轉至下降(高峰)，或由下降轉而走升(谷底)的轉折時間點，可及早掌握未來核心物價年增率上升或下降的趨勢。

編製核心物價領先指標的主要概念為，有些經濟變數的循環移動(cyclical movement)系統性的早於核心物價年增率，將這些變數加總後成為綜合領先指標，以預測核心物價年增率走勢。例如國際商品及原物料價格、單位產出勞動成本與核心物價具上下游結構關係，上游生產成本提高會傳遞至核心物價，因此具領先性質。此外，貨幣學派認為，通貨膨脹為貨幣現象，因此貨幣總計數增加會使未來物價上揚；景氣領先指標的上升反映未來需求可能增加，提高了物價上揚的可能性；而利率或殖利率曲線和股價等變數則隱含了一般大眾對未來價格的預期。由於物價變化是供給面、需求面多種經濟因素的總和結果，故將多個具領先性質的變數加總而成之綜合領先指標，往往會優於只隱含部分訊息的單一變數。

鄭麗玲(1999) (以下簡稱鄭文)選取9項對核心物價年增率具領先性質的經濟變數，並設定不同權數，編製台灣核心物價領先指標<sup>註1</sup>。9個構成項目包含：核心國產內銷價格指數年增率、台灣地區房租指數年增率、國家發展委員會(以下簡稱國發會)景氣領先指標年增率、新台幣計價之進口物價指數年增率、第一銀行一年期定存利率減活期存款利率、製造業每人每月平均經常性薪資年增率、失業總人數(倒數)年增率、M2(日平均)年增率與股價指數年增率，變動率越大之數列給予的權數越小。詳細的權數設定如表1。

然而，近年我國經濟結構轉變甚劇，核心物價領先指標之構成項目可能隨經濟結構改變，逐漸喪失對核心物價年增率的領先性，致加總而成之核心物價領先指標代表性不足。此外，依構成項目的變動率大小加權平均，但未隨時間調整之核心物價領先指標，其預測未來核心通膨走勢之能力，亦值得重新評估檢討。

本文從眾多變數中重新篩選核心物價領先指標之構成項目，建置新的領先指標，並就該指標對核心物價年增率的領先性，與鄭文進行比較，檢視對核心物價年增率轉折點(turning point)的領先期數，以及評估對核心物價年增率與年增率上升機率的樣本外預測

表1 鄭麗玲(1999)核心物價領先指標構成項目

構成項目	權數(百分比)
核心國產內銷價格指數年增率	29.3
台灣地區房租指數年增率	22.5
國發會景氣領先指標年增率	14.7
新台幣計價之進口物價指數年增率	10.3
第一銀行一年期定存利率減活期存款利率	8.3
製造業每人每月平均經常性薪資年增率	5.5
失業總人數(倒數)年增率	3.9
M2(日平均)年增率	3.8
股價指數年增率	1.7
合計	100

能力，強化核心物價領先指標預先反映核心物價年增率走勢變化之能力。

本文架構如下：第壹節為前言。第貳節為文獻回顧，介紹國內外文獻編製通膨領先指標的方式及結果。第參節從80個候選變數

篩選出具領先性質的變數，加總成為本文編製的核心物價領先指標。第肆節比較鄭文領先指標與本文新建領先指標對核心物價年增率的領先性質。最後則為本文之結論與建議。

## 貳、文獻回顧

### 一、央行需掌握未來通膨變化，提出對應的貨幣政策

穩定物價可降低未來經濟不確定性，有助民間部門安排與執行生產、消費、投資等經濟活動，利於長遠的經濟發展。因此，各國央行皆將物價穩定作為經營目標之一，Fischer(1996)更強調央行應以維持物價穩定為主要目標，只有在物價穩定範圍內才能協助經濟成長。

為防範通貨膨脹於未然，央行須隨時注意各種經濟金融情勢，採行適宜的貨幣政

策，調節社會上的資金，影響未來通膨變化，以達成物價穩定。由於貨幣政策的執行到最終目標的實現存在時間落後<sup>註2</sup>，若央行等待政策效果完全顯現後，才決定是否採取新措施，往往會緩不濟急或錯失先機。因此，欲穩定物價，就需充分掌握通膨預測(Cecchetti et al., 2000)，以及早預知未來通膨變化，提出因應對策。

### 二、通膨領先指標之發展沿革與編製方法

綜合領先指標的建構方法可追溯至1919年，最早由美國國家經濟研究局(National Bureau of Economic Research, NBER)所發展，此方法主要用於編製景氣領先指標。如，OECD(2012)延續此方法，建置了OECD會員與非會員國的景氣綜合領先指標(OECD's composite leading indicator)<sup>註3</sup>。而我國國發會所編製之景氣領先指標，亦運用類似的方法建置，篩選出7個構成項目，經適當處理後，以相同權重加權平均合成綜合指數<sup>註4</sup>。

建置通膨領先指標的研究則發展較晚，最早的文獻為Moore and Kaish(1983)編製美國通膨領先指標，之後陸續有相關文獻針對歐洲各國編製通膨領先指標，如Artis et al.(1995)、Quinn and Mawdsley(1996)、Bikker and Kennedy(1999)及Gibson and Lazaretou(2001)等。而歐美以外國家的文獻則相對較少，如Moosa(1998)、鄭麗玲(1998、1999)及Sfia(2010)。各國通膨領先指標的相關文獻及編製方法整理如附錄1。

相較於景氣領先指標係用以預測未來景氣變動，通膨領先指標因對通膨率的轉折點具領先性，則是用以預測未來通膨率的走勢變化與轉折時間點。在編製通膨領先指標前，需先選定以何種物價指數的年增率為基準數列(reference series)<sup>註5</sup>，過去文獻多選擇以CPI年增率為基準數列<sup>註6</sup>，而鄭麗玲(1999)為唯一以核心物價年增率為基準數列，編製

核心物價領先指標的文獻，主要係因蔬果及能源價格極易受季節、偶發性因素或國際能源價格波動影響，若僅以CPI年增率作為物價穩定與否之觀察指標，恐易導致貨幣當局政策偏誤，甚至使政策過度反應。因此宜同時考量以核心物價年增率<sup>註7</sup>作為通膨領先指標的基準數列。

通膨領先指標的主要編製方法為：收集涵蓋各種經濟面向的候選變數，將變數標準化<sup>註8</sup>後，篩選出對基準數列具領先性的變數，作為領先指標的構成項目，再將構成項目加總成通膨領先指標。而為即時反應未來物價年增率的走勢，文獻多以頻率較高的月資料編製通膨領先指標。

在判斷候選變數領先性的方法，文獻多比較候選變數與基準數列的轉折時間點(如，Gibson and Lazaretou, 2001；鄭麗玲, 1998、1999)，若候選變數的轉折點多發生於基準數列的轉折點之前，且未遺漏過多基準數列的轉折點，即表示該候選變數對基準數列具領先性。Bikker and Kennedy(1999)與Sfia(2010)則計算基準數列與候選變數領先期至落後期的交叉相關係數(cross correlation)，衡量兩數列共同移動(co-movement)的程度，若候選變數的落後期與基準數列的相關係數最大，表示該候選變數具領先性。

而文獻常見的加總方法有3種：(一)簡單平均法：將構成項目以等權平均的方法加總，此方法能避免給予特定構成項目過大權

數，擴大該數列可能存在的錯誤訊息。(二)加權平均法：依構成項目的波動程度給予不同權數，波動越大的變數給予的權數越小，以此方法得到的領先指標較為平滑，有利於轉折點的判斷。(三)主成分分析法：利用主成分分析萃取能解釋大部分構成項目變異的少數新變數，通常以主成分分析的第一主成分作為通膨領先指標。

### 三、通膨領先指標檢討有其必要

理想的通膨領先指標其轉折點應領先於基準數列，且每一個轉折點領先的月數要相近，亦不能有額外的錯誤轉折或遺漏了基準數列的轉折點，方能有效判斷物價走勢的變化。此外，由於央行採行貨幣政策至影響最終物價，往往歷經長而變動(long and variable)的時間落後(Friedman, 1972)，因此，通膨領先指標領先基準數列轉折點的期

數不能過短，始能提供貨幣當局足夠的政策反應時間。

彙整過去編製通膨領先指標的文獻，整體而言，通膨領先指標平均領先基準數列的期數多介於3個月到9個月之間。而Artis et al.(1995)與Gibson and Lazaretou(2001)依構成項目對基準數列的領先程度，分別編製了領先程度較長與較短的兩個通膨領先指標，領先期數較長的指標平均領先期數可達14-16個月。

領先指標的構成項目對基準數列的領先性可能因經濟情勢改變而減弱，故應定期對構成項目檢討調整。如，國發會景氣領先指標自1977年起發布後，分別於1978年、1987年、2007年及2013年進行修訂<sup>註9</sup>。鑑於近年國內外經濟情勢急遽改變，實有必要重新檢視核心物價領先指標之編製，以期能及早反映核心物價年增率走勢變化。

## 參、核心物價領先指標之編製

### 一、核心物價年增率轉折點認定

在建構核心物價領先指標前，需先找出核心物價年增率高峰和谷底之轉折時間點，以作為判斷變數領先性質的依據。由於核心物價指數具明顯農曆春節等季節性因素，因此先以美國普查局(U.S. Census Bureau)開發的X-13 ARIMA-SEATS軟體處理物價指數所含的農曆春節等移動節日因子，再取年增

率。由於核心物價年增率具有不規則的短期隨機波動，為避免影響轉折點的判定，將季調後核心物價年增率做三個月中心移動平均(centered moving average)<sup>註10</sup>，數列經平滑化後再進行轉折點的判定。

本文依據多數編製通膨與景氣領先指標的文獻，運用簡化的Bry and Boschan(1971)演算法來判定核心物價年增率的轉折點。

採用相同方法的文獻有Artis et al.(1995)、Bikker and Kennedy(1999)與Gibson and Lazaretou(2001)，而OECD(2012)亦以此方法判定構成項目與基準數列<sup>註11</sup>的轉折點。

轉折點判定的準則為：

- (一) 高峰必在谷底<sup>註12</sup>之後，谷底必在高峰之後(即不能連續出現兩次高峰或谷底)。
- (二) 轉折點為兩兩相鄰的上升與下降區間數值最大或最小之時點。
- (三) 各循環階段(phase)<sup>註13</sup>至少持續5個月。
- (四) 各完整循環(cycle)<sup>註14</sup>至少持續15個月<sup>註15</sup>。
- (五) 如果有兩個以上數值相同的轉折

點，選擇日期最近的轉折點。

表2為依據上述轉折點演算法所判定之台灣核心物價年增率的轉折時間點。1982年1月<sup>註16</sup>至2014年10月間共有13次循環，最近一次高峰發生於2011年11月，而谷底發生於2013年11月。整體而言，核心物價年增率擴張時間平均持續14.4個月，平均上升2.10個百分點；收縮時間平均持續15.7個月，平均下降2.46個百分點。圖1為季調前、季調後以及以三個月中心移動平均平滑化的季調後核心物價年增率走勢，而陰影部分為高峰至谷底的區間，由圖1可知，轉折點的判定大致可以正確捕捉核心物價年增率高峰與谷底的時點。

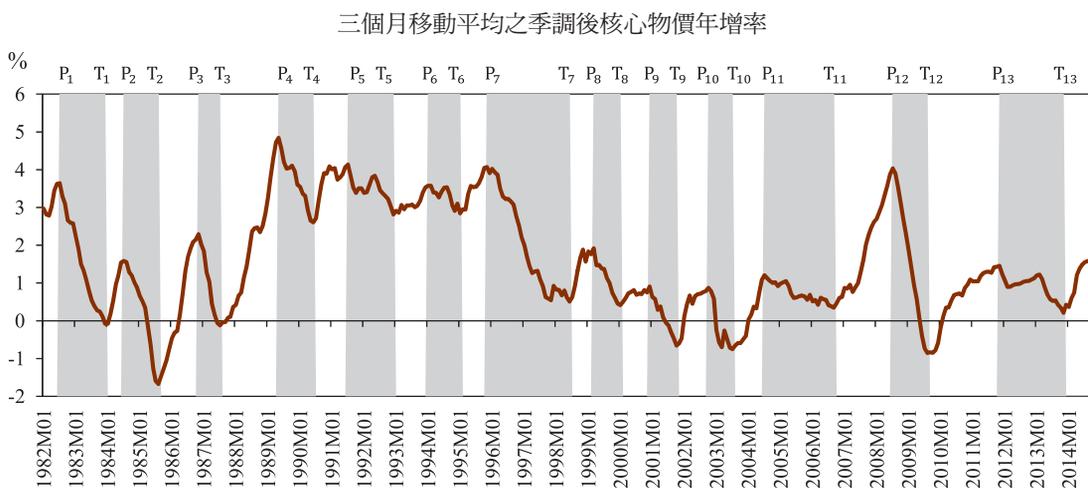
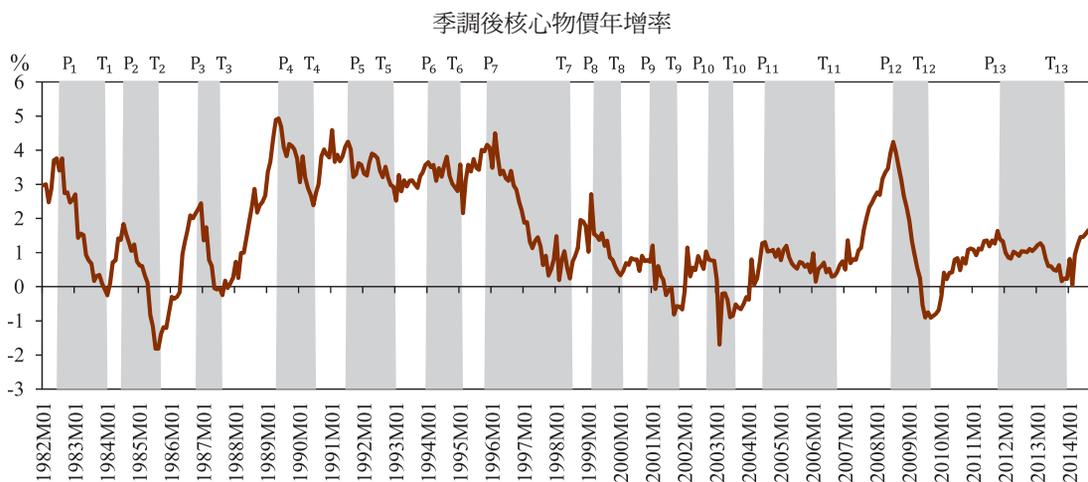
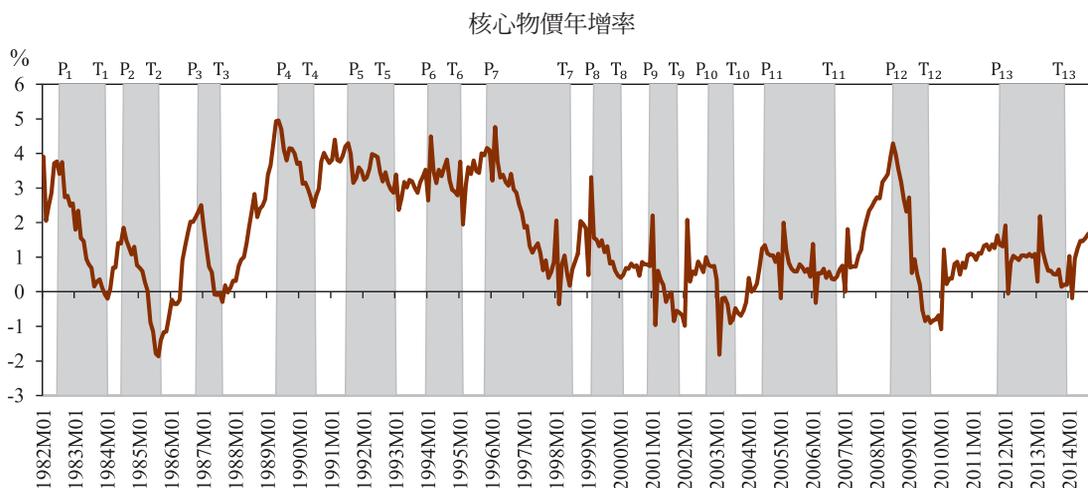
表2 台灣核心物價年增率高峰/谷底時點

高峰/谷底	時間點	存續時間(月) 擴張/收縮	振幅(百分點) 擴張/收縮
P1/T1	1982M07/1983M12	—/17	—/-3.49
P2/T2	1984M07/1985M08	7/13	1.91/-3.65
P3/T3	1986M11/1987M07	15/8	4.10/-2.33
P4/T4	1989M05/1990M06	22/13	4.78/-2.54
P5/T5	1991M07/1992M12	13/17	1.86/-1.32
P6/T6	1994M01/1995M01	13/12	0.72/-1.49
P7/T7	1995M11/1998M06	10/31	0.57/-3.91
P8/T8	1999M03/2000M01	9/10	1.31/-1.21
P9/T9	2000M12/2001M10	11/11	0.40/-1.30
P10/T10	2002M10/2003M07	12/9	1.36/-1.65
P11/T11	2004M07/2006M09	12/26	2.15/-0.98
P12/T12	2008M07/2009M08	22/13	3.92/-4.99
P13/T13	2011M11/2013M11	27/24	2.14/-1.15
平均		14.4/15.7	2.10/-2.46

說明：1. P代表高峰，T代表谷底。

2. 振幅係依據季調後核心物價年增率計算。

圖1 核心物價年增率走勢



說明：陰影部分為核心物價年增率由高峰至谷底的區間，P表示高峰，T表示谷底。

資料來源：主計總處及作者自行計算

## 二、領先指標構成項目的篩選與加總

依據OECD(2012)，領先指標構成項目除了對基準數列具領先性外，其他應具備的特質包含：構成項目為涵蓋廣泛經濟活動的變數，與基準數列之關係具經濟意義，月頻率資料優於季頻率資料，且資料較少修正、無中斷。本文依據Cecchetti, Chu, and Steindel(2000)對通膨領先指標的分類，考慮了包含國內外商品價格、金融指標與實質經濟活動指標，共80個候選變數，所有資料皆更新至2014年10月，詳細的候選變數見附錄2。

所有候選變數須經預先處理，其過程如下：

- (一) 季節調整<sup>註17</sup>：以美國普查局開發的X-13 ARIMA-SEATS與Genhol軟體<sup>註18</sup>，來處理農曆春節移動節日效果。
- (二) 取年增率：與去年同月比較計算年增率。部分候選變數直接使用水準值或原始值，如長短期利差與景氣指標循環波動(不含趨勢)。
- (三) 平滑化：為避免加總後的領先指標受構成項目隨機波動影響，將候選變數取三個月中心移動平均，緩和與不規則波動，也利於轉折點的判定。
- (四) 標準化：由於各候選變數的數值和

單位皆不相同，故將數列標準化以利比較。處理方式為將候選變數減去平均數，除以平均絕對離差(mean absolute deviation)，再加上100。

- (五) 有些候選變數之走勢與核心物價年增率相反，如失業率，因此將變數取倒數，再取年增率、平滑化與標準化。

候選變數經上述方法處理後<sup>註19</sup>，將候選變數與核心物價年增率進行轉折點與相關係數分析，以判斷候選變數是否領先基準數列。分析方法如下：

- (一) 轉折點分析：將候選變數依據前述轉折點演算法找出候選變數的轉折點，並與核心物價年增率的轉折點進行比較，計算出候選變數轉折點領先或落後核心物價年增率幾個月。此外，相對於核心物價年增率，候選變數可能產生多餘或遺失的轉折點，此為候選變數釋放出的假訊號(false signals)，多餘或遺失的轉折點越少表示該數列越能捕捉核心物價年增率的循環波動。
- (二) 相關係數分析：計算季調後核心物價年增率與候選變數從落後24期至領先24期，共49個同期與跨期交叉相關係數。若49個相關係數中，最大的相關係數為候選變數的落後項

與核心物價年增率的相關係數，表示該數列具領先性質。

依據上述兩個方法，本文參考OECD(2010)設定兩個篩選變數的準則：(一)遺漏與額外的轉折點少於核心物價年增率轉折點數目的30%，且平均領先期數為2個月以上；(二)候選變數落後期與核心物價年增率最大的相關係數大於0.5，且最大的相關係數為落後2個月以上。本文篩選出的核心物價領先指標構成項目需至少滿足其中一項準則，並為涵蓋範圍較大，具經濟重要性，能反映整體經濟活動的變數。

例如，於1994年12月至2014年10月間，新台幣計價之進口物價指數年增率未遺漏任何轉折點，但有4個額外轉折點(佔所有轉折點比率為28.6%)，轉折點平均領先期數為5.21個月，符合第一個篩選準則，因此將之列為可能的構成項目之一。

依據上述兩個準則篩選後，再排除不足以代表總體經濟活動之變數，選出可能的領先指標構成項目，分別以文獻常見的三種加總方法：權數相同的簡單平均法、加權平均法<sup>註20</sup>及主成分分析法，試編多個領先指標。再與核心物價年增率進行轉折點與相關係數分析，判斷試編領先指標的優劣，從中選出最佳的構成項目與加總方法，作為本文新編製的核心物價領先指標，再將此新建領先指標與鄭文領先指標進行預測能力之比較。

### 三、編製新的領先指標

依據上述方法，本文最終選擇將8個構成項目以相同權數的簡單平均做為新建核心物價領先指標。8個構成項目包含2個商品價格變數：核心國產內銷價格指數年增率、新台幣計價之進口物價指數年增率，3個金融指標變數：M2(日平均)年增率、10年期政府公債次級市場利率減1-30天期商業本票次級市場利率、貨幣機構放款年增率，以及3個實質經濟活動變數：國發會景氣領先指標年增率、製造業每人每月平均經常性薪資年增率、失業率(倒數)年增率。

鄭文與新建領先指標的構成項目之比較列於表3。其中，核心國產內銷價格指數年增率、新台幣計價之進口物價指數年增率、M2(日平均)年增率、國發會景氣領先指標年增率及製造業每人每月平均經常性薪資年增率等5項為鄭文與新建領先指標共同的構成項目。

原構成項目失業總人數(倒數)年增率替換為失業率(倒數)年增率，主要係因考慮失業率(倒數)年增率所編製的領先指標，對核心物價年增率的領先性，優於考慮失業總人數(倒數)的領先指標。

新建領先指標刪除了房租指數年增率與股價指數年增率。其中，季調後核心物價年增率與2期後房租指數年增率的相關係數最大，顯示房租指數可能已轉變為核心物價年

表3 鄭文領先指標與新建領先指標構成項目

經濟性質		鄭文領先指標	新建領先指標	資料來源
商品價格	國內商品	1. 核心國產內銷價格指數年增率 2. 台灣地區房租指數年增率	1. 核心國產內銷價格指數年增率	主計總處
	國外商品	3. 新台幣計價之進口物價指數年增率	2. 新台幣計價之進口物價指數年增率	主計總處
金融指標	貨幣	4. M2(日平均)年增率	3. M2(日平均)年增率	中央銀行
	利率	5. 第一銀行一年期定存利率減活期存款利率	4. 10年期政府公債次級市場利率減1-30天期商業本票次級市場利率	第一銀行 中央銀行
	金融市場	6. 股價指數年增率	5. 貨幣機構放款年增率	中央銀行
實質經濟變數	經濟情勢	7. 國發會景氣領先指標年增率 8. 失業總人數(倒數)年增率	6. 國發會景氣領先指標年增率 7. 失業率(倒數)年增率	國發會 主計總處
	生產成本	9. 製造業每人每月平均經常性薪資年增率	8. 製造業每人每月平均經常性薪資年增率	主計總處

增率的落後指標<sup>註21</sup>。季調後核心物價年增率與3期後第一銀行一年期定存利率減活期存款利率的相關係數最大，顯示該變數可能已轉為落後指標。且第一銀行一年期定存利率減活期存款利率於全球金融危機後僅有小幅的變動，已無法協助預測未來核心物價年增率的轉折。

而由於國發會景氣領先指標中已經包含股價指數，此外，雖季調後核心物價年增率與10期前股價指數年增率的相關係數最大，惟其轉折點領先期數的波動程度較大<sup>註22</sup>，且考慮股價指數的領先指標對核心物價年增率的領先性較差，因此將股價指數刪除。另增加貨幣機構放款年增率與10年期政府公債次級市場利率減1-30天期商業本票次級市場利率兩個金融指標變數。

由於10年期政府公債次級場利率資料期

數較短，因此本文以1994年12月後的資料加總成領先指標。將8個構成項目與加總後的領先指標以Bry and Boschan(1971)演算法判定轉折點，再與核心物價年增率的轉折時間點比較，比較結果列於表4。表4中－號表示構成項目領先核心物價年增率的月數，＋號表示落後的月數，M表示該構成項目遺漏了核心物價年增率的轉折點。遺漏/額外循環表示該構成項目遺漏幾個核心物價年增率的轉折點，又多了幾個額外的轉折點；平均數/標準差為該構成項目轉折點領先或落後核心物價年增率幾個月的平均數與標準差；相關係數/期數表示構成項目落後24期至領先24期與季調後核心物價年增率最大的相關係數，以及與季調後核心物價年增率相關係數最大的構成項目落後或領先期數。

相對於核心物價年增率的轉折點，8個

構成項目領先最多者為國發會景氣領先指標年增率，平均領先12.64個月；領先最少者為製造業每人每月平均經常性薪資年增率，平均領先4.69個月。而核心國產內銷價格指數年增率、進口物價指數年增率及國發會景氣領先指標年增率捕捉到核心物價年增率每一

個轉折點，惟三個構成項目皆有額外的轉折點。M2(日平均)年增率遺漏的轉折點最多，共有5個，且有4個額外錯誤訊息，但其與核心物價年增率的相關係數為8個構成項目中最高。

表4 新建核心物價領先指標及其構成項目與核心物價年增率轉折點的對應表現

核心物價年增率 轉折點 高峰(P),谷底(T)	核心國產內 銷價格指數 年增率	進口物價 指數年增率	M2(日平均) 年增率	長短期利差	貨幣機構 放款年增率	國發會景氣 領先指標年 增率	製造業每人 每月平均經 常性薪資年 增率	失業率(倒數) 年增率	新建核心物 價領先指標
P7(1995M11)	-6	-8	-17	-5	-14	-13	-13	-8	-12
T7(1998M06)	-19	-15	-9	-9	-20	-30	-15	-22	-22
P8(1999M03)	-15	-15	-5	+5	-13	-22	-16	-12	-15
T8(2000M01)	-4	-13	M	M	-11	-18	-14	-9	-14
P9(2000M12)	-12	-5	M	M	-1	-16	-13	-6	-12
T9(2001M10)	1	+1	M	-3	M	-4	+4	-1	0
P10(2002M10)	-5	+4	M	-6	M	-4	+4	M	3
T10(2003M07)	0	+2	-3	-2	-13	-4	+3	M	-2
P11(2004M07)	-3	+2	-3	0	+4	-4	+5	-3	-1
T11(2006M09)	-11	-14	-17	+8	+4	+3	+3	-9	-15
P12(2008M07)	0	0	M	-8	+2	-11	M	-2	-1
T12(2009M08)	-2	0	-19	-10	+2	-8	-7	-2	-7
P13(2011M11)	-18	-1	-5	-29	-9	-23	+5	-8	-18
T13(2013M11)	-15	-11	-11	-13	-7	-23	-7	-9	-13
遺漏/ 額外循環	0/2	0/4	5/4	2/2	2/0	0/2	1/5	2/2	0/2
平均數/ 標準差	-7.79/7.03	-5.21/7.18	-9.89/6.41	-6.00/9.47	-6.33/8.23	-12.64/9.65	-4.69/8.79	-7.58/5.74	-9.21/7.78
相關係數/ 期數	0.32/-5	0.29/-7	0.69/-17	0.45/-2	0.69/-15	0.17/-22	0.65/-6	0.18/-22	0.60/-8

說明：1. -號表示構成項目領先核心物價年增率轉折點的月數，+號表示落後的月數，0表示兩者同時發生，M表示構成項目遺漏了核心物價年增率的轉折點。

2. 長短期利差為10年期政府公債次級市場利率減1-30天期商業本票次級市場利率。

將8個構成項目簡單平均編製而成的新建領先指標其轉折點與相關係數分析列於表4最後一列，相較於核心物價年增率，新建領先指標有2個額外轉折點，但無遺漏基準

數列每一個轉折點，轉折點平均領先9.21個月，而季調後核心物價年增率與8個月前新建領先指標的相關係數最大。

#### 四、領先指標構成項目與核心物價年增率的經濟關係

檢視新建領先指標8個構成項目與核心物價年增率的經濟關係。在兩個商品價格指數方面，進口物價指數反應國際商品與原物料價格提高，可能引發輸入性通膨；而核心國產內銷價格指數則反映國內原材料、中間財及最終產品生產成本的提高。上游原物料與中間財價格上揚，提高生產成本，將帶動下游最終財價格提高<sup>註23</sup>，導致核心物價上升。

在金融指標方面，根據貨幣數量學說，物價與貨幣數量應成同向等比例變動，因此，當M2貨幣數量的成長率提高時，會是未來物價上漲的訊號。而長短期利差<sup>註24</sup>反映大眾對未來通膨與景氣的預期，利差擴大反映對未來景氣樂觀及通膨升高的預期。

貨幣機構放款年增率則反映民間資金需求程度，當景氣復甦，民間消費、投資需求

增溫，使借款需求提高，亦推升商品市場價格。葉盛與田慧琦(2004)實證發現資產價格與銀行信用變化有助於預測物價變動<sup>註25</sup>。

在實質經濟活動的指標方面，國發會景氣領先指標年增率提高表示未來經濟可能增溫，將帶動國內需求，進而提高商品價格。失業率與通膨率的關係為菲利浦曲線(Phillips curve)，兩者在短期呈負向關係。失業率提高，將抑制民間消費，增加物價下降的壓力。

勞動成本影響物價變動源自成本加成假說(price markup hypothesis)：當生產成本提高時，廠商將上升的成本以較高的商品價格轉嫁出去，造成物價上漲(葉盛與田慧琦, 2004)。製造業每人每月平均經常性薪資年增率上升反映勞動成本提高，進而將影響核心物價。此外，薪資提高亦將帶動民間消費需求，提高商品價格。

### 肆、核心物價領先指標之評估

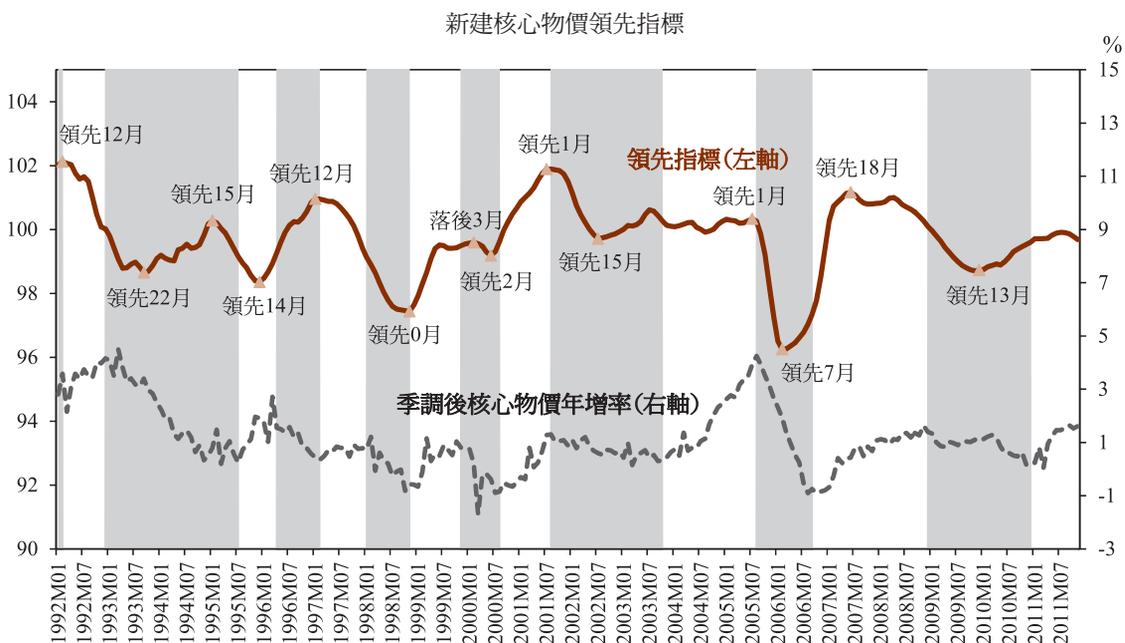
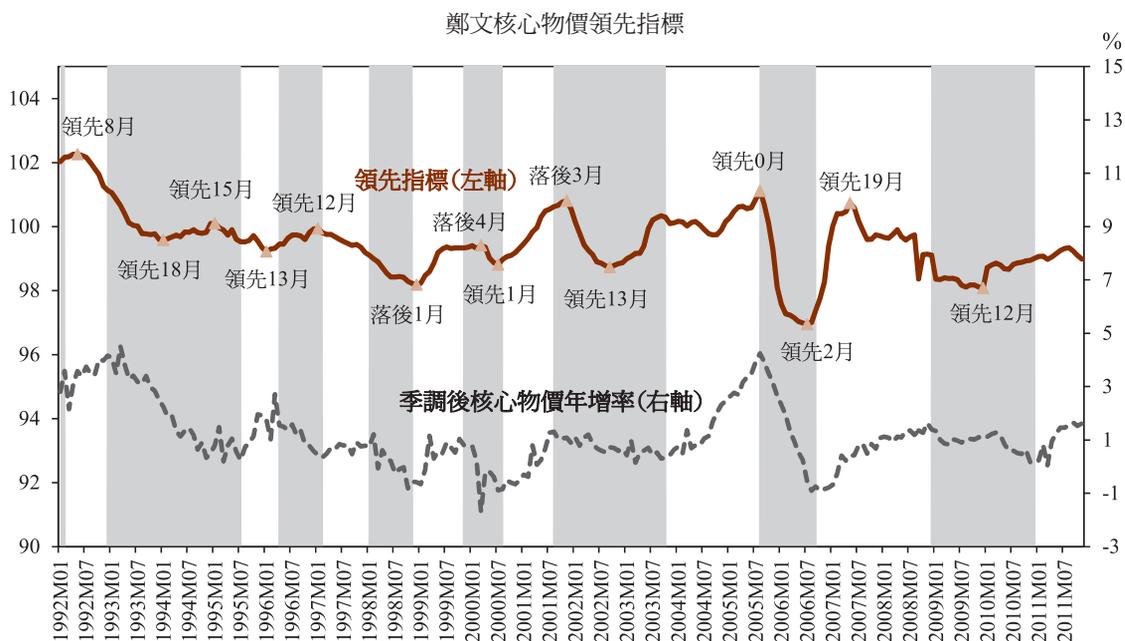
本節對鄭文核心物價領先指標與新建領先指標分別進行轉折點分析、樣本外預測及核心物價年增率上升機率的樣本外預測分析，評估兩個領先指標的表現與預測能力。

#### 一、轉折點分析

圖2為鄭文、新建領先指標與核心物價

年增率轉折點比較，圖中陰影為核心物價年增率高峰至谷底的區間，虛線為季調後核心物價年增率，實線為領先指標，三角形為依據Bry and Boschan (1971)演算法得到的領先指標轉折點。轉折點領先月數的相關統計結果如表5。

圖2 核心物價領先指標與核心物價年增率轉折點對應性



資料來源：主計總處及作者自行自算

表5 核心物價領先指標的轉折點分析

	平均數			中位數			標準差		
	全部	高峰	谷底	全部	高峰	谷底	全部	高峰	谷底
鄭文領先指標	7.50	6.71	8.29	10	8	12	8.06	9.16	7.43
新建領先指標	9.21	8.00	10.43	12	12	13	7.78	8.16	7.81

說明：表中數值表示領先指標領先核心物價年增率高峰或谷底的月數。

在1994年12月至2014年10月間，兩個領先指標皆捕捉到14個轉折點。鄭文領先指標對核心物價年增率高峰轉折點平均領先6.71個月，谷底平均領先8.29個月，整體而言平均領先7.50個月；而新建領先指標高峰轉折點平均領先8個月，谷底平均領先10.43個月，整體平均為9.21個月。若以領先指標為提供決策者預先判定物價未來變動並及早因應的目的而言，新建領先指標有較長的領先期數，應優於鄭文領先指標。

鄭文領先指標領先核心物價年增率各轉折點的中位數為10個月，且對高峰的領先程度較短，中位數為8個月，谷底領先月數較長，中位數為12個月；而新建領先指標領先核心物價年增率各轉折點的中位數為12個月，高峰與谷底領先月數的中位數分別為12

個月與13個月。

好的領先指標亦需對每一個核心物價年增率轉折點「穩定的」領先，領先期數變動過大不利於決策者判斷未來核心物價年增率轉折的時點。鄭文與新建領先指標領先月數的標準差差距不大，新建領先指標領先月數的標準差略低。

此外，若領先指標的轉折點同時甚至落後於核心物價年增率的轉折點，領先指標即無法幫助貨幣當局掌握未來核心物價年增率走勢的轉折。表6為領先指標轉折點同時或落後於核心物價年增率轉折點的次數，鄭文領先指標轉折點同時或落後出現的次數有4次，新建領先指標的次數較少，共計2次。且新建領先指標延遲出現轉折的次數亦較少。

表6 領先指標轉折點同時或落後出現的次數

	同時或落後出現轉折			落後出現轉折		
	全部	高峰	谷底	全部	高峰	谷底
鄭文領先指標	4	3	1	3	2	1
新建領先指標	2	1	1	1	1	0

說明：表中數值表示領先指標轉折點同時或落後於核心物價年增率轉折點的次數。

## 二、因果檢定與樣本外預測績效衡量

在進行樣本外預測前，先對鄭文領先指標、新建領先指標與季調後核心物價年增率進行單根檢定，本文採用ADF檢定與PP檢定，增廣項(augmented part)的最適落後期由BIC(Bayesian Information Criterion)決定。單根檢定結果如表7，ADF與PP檢定結果顯示，在5%顯著水準下，季調後核心物價年增率為非定態，兩個領先指標為定態數列。而將季調後核心物價年增率取一階差分後，數列為定態。以下將季調後核心物價年增率一階差分，再進行預測分析。

我們先以Granger因果關係檢定，檢視

鄭文領先指標、新建領先指標對季調後核心物價年增率是否具領先性。由於季調後核心物價年增率為I(1)數列，兩個領先指標為I(0)數列，因此本文另採用Toda and Yamamoto (1995)提出的修正Granger因果檢定，以避免單根檢定可能造成的預先檢定偏誤(pretest biases)<sup>註26</sup>，因果關係檢定如表8，鄭文領先指標與新建領先指標對核心物價年增率的因果檢定皆拒絕虛無假設，兩個領先指標Granger影響(Granger cause)季調後核心物價年增率，顯示兩種指標相對於季調後核心物價年增率皆具領先性。

表7 單根檢定結果

檢定方法	虛無假設	變數名稱			
		$\pi_t$	$\Delta\pi_t$	鄭文領先指標	新建領先指標
ADF	序列具單根	-1.956	-6.950***	-3.214**	-6.261***
PP	序列具單根	-2.797*	-21.670***	-2.882**	-4.952***

說明：1.  $\pi_t$ 為季調後核心物價年增率， $\Delta$ 表示一階差分。

2. 表內數值為檢定統計量，\*為顯著水準10%下顯著，\*\*為顯著水準5%下顯著，\*\*\*為顯著水準1%下顯著。

表8 季調後核心物價年增率與領先指標之Granger因果檢定

虛無假設		Chi-square	p-value
Granger因果檢定			
鄭文領先指標	不Granger Cause	$\Delta\pi_t$	19.078***
新建領先指標	不Granger Cause	$\Delta\pi_t$	21.447***
Toda and Yamamoto (1995)修正Granger因果檢定			
鄭文領先指標	不Granger Cause	$\pi_t$	14.129***
新建領先指標	不Granger Cause	$\pi_t$	17.571***

說明：1.  $\pi_t$ 為季調後核心物價年增率， $\Delta$ 表示一階差分，落後期數的選擇準則為BIC。

2. \*為顯著水準10%下顯著，\*\*為顯著水準5%下顯著，\*\*\*為顯著水準1%下顯著。

為比較領先指標對季調後核心物價年增率樣本外的預測能力，本文採用的預測誤差評量指標為均方根誤差 (Root Mean Squared Error, RMSE) 與平均絕對值誤差 (Mean Absolute Error, MAE)，衡量模型預測誤差的大小，其公式如下：

$$\text{RMSE} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{t=T+1}^{T+N} (\pi_t - \hat{\pi}_t)^2},$$

$$\text{MAE} = \frac{1}{N} \sum_{t=T+1}^{T+N} |\pi_t - \hat{\pi}_t|,$$

其中， $\pi_t$  為季調後核心物價年增率實際值， $\hat{\pi}_t$  為預測值，而  $T+N$  為全部樣本，保留  $N$  筆當作樣本外資料，因此以第 1 筆到第  $T$  筆為樣本內資料來估計模型，再以第  $T+1$  筆開始，一直到第  $T+N$  筆為止當作樣本外資料 (共  $N$  筆樣本外資料觀察值)，進行預測能力評估。

樣本外預測的迴歸模型設定為：

$$\Delta \pi_t = \alpha + \beta \Delta \pi_{t-1} + \gamma I_{t-1} + \varepsilon_t$$

其中， $\Delta$  表示將變數做一階差分<sup>註27</sup>， $I_{t-1}$  為落後一期領先指標， $\varepsilon_t$  為誤差項。樣本外預測採遞迴估計方法，首先以 1994 年 12 月至 2006 年 12 月估計迴歸模型<sup>註28</sup>，進行未來  $h$  期的預測 ( $h=1, 2, 3, 6, 9, 12$ )，得到  $t+h$  期的預測值，然後再增加 1 個樣本點，使用 1994 年 12 月至 2007 年 1 月的資料，重新估計迴歸模型參數，同樣進行未來  $h$  期的預測，可得到另一筆預測值，重複此過程直到樣本結束。

本文以自我迴歸模型 AR(1) 之預測誤差

評量指標做為比較基準，將領先指標的預測誤差評量指標除以 AR(1) 模型的預測誤差評量指標，若數值小於 1，表示多考慮領先指標的模型相對於 AR(1) 模型預測能力較佳。

預測結果如表 9，除了鄭文領先指標向前預測 6 期的 MAE，其餘評量指標皆小於 1，表示考量領先指標後的預測能力優於 AR(1) 模型之預測能力。而新建領先指標的 RMSE 與 MAE 指標皆小於鄭文領先指標，顯示新建領先指標樣本外預測能力優於鄭文領先指標。

本文進一步運用 Diebold and Mariano (1995) 的 DM 檢定，判定兩領先指標的樣本外預測能力是否有統計上顯著的差異。依循多數文獻的作法，以預測均方差 (MSPE) 來衡量預測損失。DM 檢定的虛無假設與對立假設為：

$$H_0 : E(\pi_t - \hat{\pi}_{\text{new},t})^2 = E(\pi_t - \hat{\pi}_{\text{old},t})^2,$$

$$H_1 : E(\pi_t - \hat{\pi}_{\text{new},t})^2 < E(\pi_t - \hat{\pi}_{\text{old},t})^2.$$

其中， $\pi_t$  為第  $t$  期的季調後核心物價年增率， $\hat{\pi}_{\text{new},t}$  為新建領先指標對第  $t$  期的預測值， $\hat{\pi}_{\text{old},t}$  為鄭文領先指標的預測值。因此虛無假設表示新建領先指標之預測損失等於鄭文領先指標之預測損失，而對立假設為新建領先指標之預測損失小於鄭文領先指標之預測損失。表 10 的 DM 檢定結果顯示，在 5% 顯著水準下，新建領先指標的樣本外預測能力顯著地優於鄭文領先指標。

表9 樣本外預測評量指標比較

預測	預測能力指標	鄭文領先指標	新建領先指標
h=1	RMSE	0.959	0.913
	MAE	0.989	0.939
h=2	RMSE	0.963	0.917
	MAE	0.994	0.944
h=3	RMSE	0.965	0.916
	MAE	0.997	0.946
h=6	RMSE	0.971	0.923
	MAE	1.000	0.952
h=9	RMSE	0.971	0.923
	MAE	0.996	0.948
h=12	RMSE	0.971	0.919
	MAE	0.998	0.943

說明：1. 表格內數字為鄭文領先指標與新建領先指標相對於AR(1)模型之預測能力。

2. 若表格內數字<1，表示相對於AR(1)模型，其RMSE與MAE較小，則領先指標相對於AR(1)模型預測能力較佳。

表10 樣本外預測DM檢定

預測	h=1	h=2	h=3	h=6	h=9	h=12
H <sub>0</sub> ：新建領先指標之預測損失=	[-2.844]	[-2.375]	[-2.401]	[-2.513]	[-2.587]	[-2.525]
鄭文領先指標之預測損失	(0.021)**	(0.019)**	(0.018)**	(0.014)**	(0.011)**	(0.014)**

說明：1. 中括號[]為DM統計量，小括號()為p值。

2. \*為顯著水準10%下顯著，\*\*為顯著水準5%下顯著，\*\*\*為顯著水準1%下顯著。

### 三、核心物價年增率上升機率樣本外預測績效衡量

由於編製領先指標之目的在於掌握未來核心物價年增率上升或下降的走勢，而前小節預測核心物價年增率的方法未必能正確評估領先指標預測未來核心物價年增率上升、下降的能力，因此本文依據徐之強與黃裕烈(2005)，以probit模型來預測未來核心物價年增率上升的機率，再以根據Diebold and Rudebusch(1989)提出的二次機率評分準則(quadratic probability score, QPS)與對數概似分數(log probability score)評估兩個領先指標的預測能力。

令 $D_t$ 為核心物價年增率是否處於上升階段的二元指標，當年增率由高峰至谷底時，即圖1陰影區間， $D_t = 0$ ，反之， $D_t = 1$ 。本文以領先指標變動率的落後期預測核心物價年增率上升機率：

$$P(D_t = 1) = \Phi(\boldsymbol{\theta}'\mathbf{z}_{t-p}),$$

其中， $\Phi(\cdot)$ 為累加常態分配， $\mathbf{z}_{t-p}$ 為領先指標變動率落後項的矩陣。因此，probit模型的概似函數表示為：

$$L(\boldsymbol{\theta}) = \sum_{t=1}^T \{D_t \ln[\Phi(\boldsymbol{\theta}'\mathbf{z}_{t-p})] + (1 - D_t) \ln[1 - \Phi(\boldsymbol{\theta}'\mathbf{z}_{t-p})]\},$$

並以McFadden的adjusted pseudo  $R^2$ <sup>註29</sup>決定

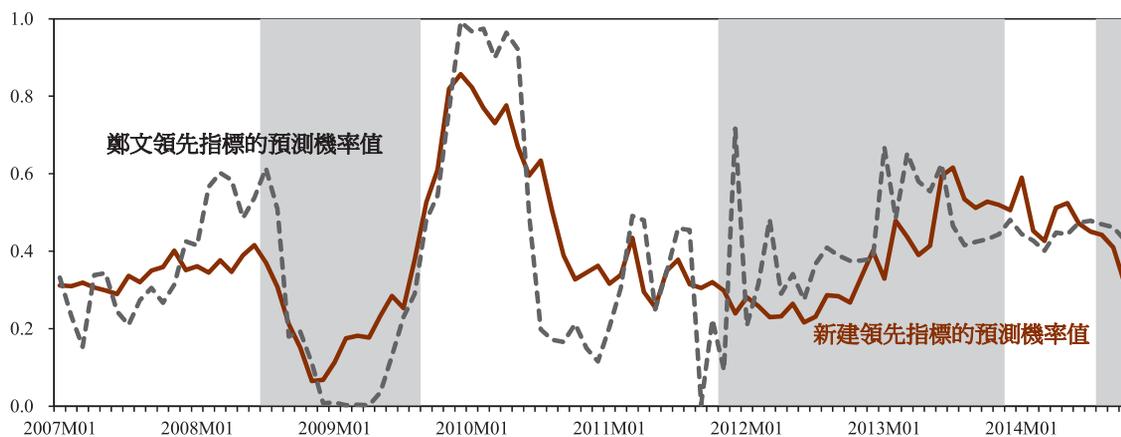
probit模型應考慮多少領先指標變動率的落後項。利用最大概似估計法，可得 $\theta$ 的估計值。透過上述的估計，可以預測未來核心物價年增率上升的機率。

分別以兩種領先指標建立probit預測模型，並以遞迴估計方法進行樣本外預測的表現評估。首先以1994年12月至2006年12月期間估計probit模型，預測未來 $h$ 期( $h=1, 2, 3, 6, 9, 12$ )物價年增率上升的機率。再以1994年12月至2007年1月期間重新估計模型，並預測未來 $h$ 期，以此類推，直到樣本結束。比

較預測機率值與同期核心物價年增率實際升降情形，以判斷兩種領先指標樣本外預測的優劣。

圖3為兩種領先指標以probit模型配適出向前預測1期( $h=1$ )核心物價年增率上升的機率值，其中虛線為考慮鄭文領先指標落後項的probit模型所配適出的機率值，實線為考慮新建領先指標所配適出的機率值，而陰影部分為核心物價年增率實際下降的區間，因此在陰影區間內，核心物價年增率上升的實際機率值為0，其他期間實際機率值為1。

圖3 向前預測1期的核心物價年增率上升機率



說明：樣本外預測期間為2007M01至2014M10。

圖3顯示在核心物價年增率上升期間(白色區間)，新建領先指標得出的核心物價年增率上升機率值多高於鄭文領先指標得出的機率值。反之，在核心物價年增率下降期間(陰影區間)，新建領先指標得出的機率值多低於鄭文領先指標的機率值。顯示新建領先指標對核心物價年增率上升機率的樣本外預

測能力可能優於鄭文領先指標。

惟以繪圖比較並不足以判斷兩個領先指標間的優劣，因此本文以二次機率評分準則與對數概似分數兩個評量指標來判斷何種指標較能預測核心物價年增率的升降。令 $\hat{D}_{it}$ 為以領先指標 $i$ 預測第 $t$ 期核心物價年增率上升的機率，則二次機率評分準則為：

$$QPS(i) = \frac{1}{N} \sum_{t=T+1}^{T+N} 2(D_t - \widehat{D}_{it})^2,$$

QPS(i)介於0至2之間，QPS(i)越接近0，代表領先指標i預測核心物價年增率升降的能力越好。對數概似分數的定義為：

$$L(i) = -\frac{1}{N} \sum_{t=T+1}^{T+N} [D_t \log(\widehat{D}_{it}) + (1 - D_t) \log(1 - \widehat{D}_{it})],$$

L(i)介於0至∞之間，L(i)越接近0，表示領先指標i預測核心物價年增率升降的能力越強。

表11為二次機率評分準則與對數概似分數評量指標結果的比較，考量領先指標在高峰與谷底領先期數並不相同，本文再將樣本期間分為核心物價年增率上升期與下降期(即 $D_t = 1$ 與 $D_t = 0$ 的期間)，分別計算兩時期的二次機率評分準則。二次機率評分準則與對數概似分數的評量指標皆顯示，新建領先指標預測未來核心物價年增率上升機率的能力優於鄭文領先指標<sup>註30</sup>。

表11 樣本外核心物價年增率上升機率預測評量指標比較

預測	領先指標	二次機率評分準則			對數概似分數
		全樣本	上升期	下降期	
h=1	鄭文領先指標	0.561	0.758	0.316	0.341
	新建領先指標	0.474	0.666	0.237	0.286
h=2	鄭文領先指標	0.552	0.748	0.314	0.339
	新建領先指標	0.479	0.678	0.237	0.288
h=3	鄭文領先指標	0.535	0.737	0.295	0.328
	新建領先指標	0.480	0.680	0.243	0.290
h=6	鄭文領先指標	0.526	0.725	0.325	0.328
	新建領先指標	0.464	0.665	0.238	0.283
h=9	鄭文領先指標	0.485	0.680	0.280	0.307
	新建領先指標	0.448	0.658	0.229	0.286
h=12	鄭文領先指標	0.465	0.652	0.283	0.301
	新建領先指標	0.435	0.643	0.234	0.270

說明：樣本外預測期間為2007M01至2014M10。

而probit模型的DM檢定，虛無假設與對立假設為：

$$H_0 : E(D_t - \widehat{D}_{new,t})^2 = E(D_t - \widehat{D}_{old,t})^2,$$

$$H_1 : E(D_t - \widehat{D}_{new,t})^2 < E(D_t - \widehat{D}_{old,t})^2.$$

其中， $D_t$ 為核心物價年增率由高峰至谷底的

二元指標， $\widehat{D}_{new,t}$ 為新建領先指標對第t期的物價上升的預測機率， $\widehat{D}_{old,t}$ 為鄭文領先指標的預測機率。表12為預測未來h期(h=1, 2, 3, 6, 9, 12) DM檢定結果，在10%顯著水準下，向前預測1和2期，DM檢定結果拒絕兩指標

預測損失相等的虛無假設，表示在向前預測 1 和 12 期，新建領先指標預測核心物價年增率上升的能力顯著地優於鄭文領先指標。

表12 樣本外預測核心物價年增率上升機率DM檢定

預測	h=1	h=2	h=3	h=6	h=9	h=12
$H_0$ ：新建領先指標之預測損失=	[-1.970]	[-1.700]	[-1.334]	[-1.394]	[-0.794]	[-0.662]
鄭文領先指標之預測損失	(0.052)*	(0.093)*	(0.186)	(0.167)	(0.429)	(0.510)

說明：1. 中括號[]為DM統計量，小括號()為p值。

2. \*為顯著水準10%下顯著，\*\*為顯著水準5%下顯著，\*\*\*為顯著水準1%下顯著。

## 伍、結論與建議

### 一、結論

本文自80個經濟變數重新篩選核心物價領先指標之構成項目，篩選出的8個領先變數，包含2個商品價格變數：核心國產內銷價格指數年增率、新台幣計價之進口物價指數年增率；3個金融指標變數：M2(日平均)年增率、10年期政府公債次級市場利率減1-30天期商業本票次級市場利率、貨幣機構放款年增率；以及3個實質經濟活動變數：國發會景氣領先指標年增率、製造業每人每月平均經常性薪資年增率、失業率(倒數)年增率。將8個項目簡單平均(等權)得到本文新建的領先指標。

比較鄭文及新建領先指標對核心物價年增率轉折點的領先性，以及樣本外預測能力，本文發現：

- (一) 鄭文領先指標平均領先核心物價年增率轉折點7.50月；新建領先指標平均領先9.21月，領先月數的中位

數分別為10個月與12個月。

- (二) 鄭文領先指標有4個轉折點同時或落後於核心物價年增率轉折點；新建領先指標同時或落後發生的轉折點只有2個。顯示新建領先指標應較能幫助貨幣當局掌握未來核心物價年增率的走勢。
- (三) 新建領先指標在樣本外預測核心物價年增率的表現，統計上顯著的優於鄭文領先指標。而本文採用的二次機率評分準則與對數概似分數準則亦顯示，在樣本外預測核心物價年增率上升機率的表現，新建領先指標優於鄭文領先指標。

綜上所述，新建核心物價領先指標在預測核心物價年增率未來走勢的整體表現優於鄭文核心物價領先指標。惟為確保核心物價領先指標的領先性與預測能力，未來仍應持續針對領先指標的構成項目定期檢討。

## 二、建議

本文所建置的核心物價領先指標，未來仍可多方嘗試以尋求改善空間。茲分述如下：

### (一) 嘗試編製領先期數較長及較短的領先指標

本文編製的新建領先指標相對於核心物價年增率屬於短期(1年以內)領先的指標。惟就執行貨幣政策的貨幣當局而言，貨幣政策對物價的影響，傳遞落後至少1年以上<sup>註31</sup>，為期能事先掌握未來物價的動向，以提前採行適當貨幣政策因應，未來可參考Artis et al.(1995)與Gibson and Lazaretou(2001)，依構成項目領先期數的長短，分別編製領先期數較長與較短的兩個領先指標<sup>註32</sup>，供中央銀行決策參考。

### (二) 以其他統計方法篩選領先指標之構成項目

本文選取領先指標構成項目的方法，係

依照多數編製領先指標的文獻，以轉折點與相關係數分析方法選取。未來亦可考量其他統計方法篩選構成項目，如陳淑玲與黃裕烈(2014)運用Efron et al. (2004)提出之以Least angle regression(LARS)方法認定總體數列的領先、同時與落後性質，編製新的景氣領先指標。透過純粹的統計方法選取，除可更進一步了解各變數與核心物價年增率的領先、落後關係，亦可避免轉折點不易認定，構成項目篩選可能過於主觀等問題。

### (三) 運用其他預測模型預測核心通膨上升或下降機率

除了運用probit模型預測未來核心物價年增率上升或下降的機率，未來亦可運用其他預測模型，如馬可夫轉換模型(Markov switching model)進行預測。從多個模型中，選擇最為合適的計量模型，預測未來核心物價年增率持續上升或下降，或發生轉折的機率，以及早預知未來核心物價年增率變化與高峰、谷底時點。

## 附 註

- (註1) 鄭麗玲(1999)原文以國產內銷價格指數年增率、景氣領先指標年增率、新台幣計價之進口物價指數年增率、第一銀行一年期定存利率減活期存款利率、製造業每人每月平均經常性薪資年增率、失業總人數(倒數)年增率、M2(日平均)年增率與股價指數年增率等8個項目編製領先指標。而後構成項目略有調整，將國產內銷價格指數年增率替換為核心國產內銷價格指數年增率，並增加房租指數年增率。本文以調整後之編製方法為比較依據。
- (註2) 吳懿娟(2004)、張天惠與朱浩榜(2015)的實證研究顯示，台灣貨幣政策落後時間約為3至20個月。
- (註3) OECD綜合領先指標的編製方法詳見OECD(2012)。
- (註4) 關於國發會景氣領先指標的編製方法詳見國發會(2015)。
- (註5) 基準數列係指在判定經濟指標為領先、同時或落後指標時，供對照判斷時間先後順序標準的數列，也是政策目標變數。
- (註6) Artis et al.(1995)則是少數以零售價格指數(retail price index)年增率為基準數列編製通膨領先指標的文獻。
- (註7) 由於核心物價月增率的波動性過大，因此宜以年增率作為領先指標的基準數列。
- (註8) 標準化係為了將各變數轉化為同一單位，以利指標間相互比較與加總。
- (註9) 國發會景氣領先指標檢討修正內容，詳見劉欣姿(2013)與國發會(2015)。
- (註10) 即以前一期、當期與未來一期作移動平均，在數列第一期與最後一期，本文以實際值替代。以中心移動平均平滑化的優點為：相較於一般的移動平均，中心移動平均較不易改變數列的轉折時點。而Artis et al. (1995)、Bikker and Kennedy(1999)在編製通膨領先指標時，亦使用中心移動平均平滑構成項目。
- (註11) 目前OECD所編製的各國景氣綜合領先指標，其基準數列為各國的工業生產指數。
- (註12) 高峰指核心物價年增率由上升轉至下降的時點，谷底為核心物價年增率由下降轉至上升的時點，判定出的高峰、谷底即為核心物價年增率走勢的轉折點。
- (註13) 階段是指兩相鄰轉折點的區間，即高峰至谷底或谷底至高峰的區間。
- (註14) 循環是指高峰至高峰或谷底至谷底的區間。
- (註15) 階段與循環最短持續時間的限制，可排除將短期小幅波動視為轉折點的可能性。本文階段與循環的設定同鄭麗玲(1998)，而小幅改變階段與循環區間的最短持續時間，並不會影響核心物價年增率轉折點的判定。
- (註16) 由於主計總處核心物價資料始自1981年1月，因此核心物價年增率的起始月為1982年1月。
- (註17) 失業率直接使用官方公布之季節調整後數值。
- (註18) 本文以Genhol軟體得到農曆春節之迴歸因子，如假設本年春節期間有7日，且1月落於該期間有4日，則2月有3日，則未經調整的本年1月春節迴歸因子為 $4/7$ ，2月的春節迴歸因子為 $3/7$ ，本年其他月份的春節迴歸因子為0。
- (註19) 各候選變數的詳細處理方式見附錄2。
- (註20) 以構成項目的平均絕對離差之倒數為權數做加權平均。
- (註21) 本文亦嘗試將房租指數年增率作為領先指標構成項目之一，惟加入房租指數年增率之領先指標，其預測未來核心物價年增率的表現較差，爰將房租指數年增率剔除。
- (註22) 1994年12月至2010年10月間，股價指數年增率對核心物價年增率轉折點平均領先5.92個月，領先月數的標準差為10.26，且遺漏2個基準數列的轉折點，而有2個額外轉折點。
- (註23) 葉盛與田慧琦(2004)指出，在不完全競爭市場，個別廠商面對負斜率需求曲線，最適的訂價策略為售價等於邊際成本加上邊際成本之加成(mark up)，故長期而言，廠商的邊際成本會影響核心物價指數。
- (註24) 其他編製通膨領先指標的文獻也考慮了各種利率，如Bikker and Kenndy(1999)以3個月貨幣市場利率以及10年期公債

殖利率為通膨領先指標的構成項目，而Moosa(1998)則使用90天期商業本票利率。

- (註25) 葉盛與田慧琦(2004)發現貨幣機構放款與投資會 Granger 影響CPI年增率。
- (註26) Toda and Yamamoto(1995)指出單根檢定和共整合檢定的檢定力(power)很低，若依據這些檢定結果，再進行Granger因果檢定，可能會有嚴重的預先檢定偏誤。他們提出修正的Granger因果檢定，不論數列是否具單根或共整合關係，都直接以數列的水準值估計VAR模型，避免單根檢定與共整合檢定檢定力過低，可能造成的問題。Toda and Yamamoto (1995)修正Granger因果檢定步驟如附錄3。
- (註27) 由於單根檢定的結果發現，季調後核心物價年增率為I(1)序列，因此將季調後核心物價年增率一階差分後再進行樣本外預測。而本文另嘗試以鄭文與新建領先指標直接預測未差分的季調後核心物價年增率，預測結果相近。
- (註28) 樣本外預測期間為2007年1月至2014年10月，可以觀察領先指標對全球金融危機前後，核心物價年增率劇烈波動時期的預測能力。
- (註29) McFadden的adjusted pseudo R<sup>2</sup>的定義為： $R^2 = 1 - (\ln\hat{L}(M_{Full}) - k) / \ln\hat{L}(M_{Intercept})$ ，其中 $\hat{L}(M_{Full})$ 為模型考慮截距項與領先指標落後項的估計概似值(estimated likelihood)， $\hat{L}(M_{Intercept})$ 為模型僅考慮截距項的估計概似值，而k為迴歸模型待估參數的個數。
- (註30) 由估計出的核心物價年增率上升機率值可推算出年增率下降機率。如，若年增率上升機率為0.8，下降機率即為 $1-0.8=0.2$ 。評量指標與DM檢定的結果並不會因模型係預測年增率上升或下降的機率而改變。
- (註31) Havranek and Rusnak(2013)歸納67篇實證文獻指出，貨幣政策傳遞落後約29個月。
- (註32) 惟分別編製領先期數較長與較短的兩個領先指標，亦可能會因合適的構成項目不足，使得編製而成的領先指標遺漏了過多通膨轉折點，反而不利於判斷未來通膨走勢。

## 參考文獻

### 中文文獻

- 吳懿娟(2004)，「我國貨幣政策傳遞機制之實證分析」，中央銀行季刊，第二十六卷第四期，中央銀行，頁33-68。
- 徐之強、黃裕烈(2005)，「運用領先指標預測景氣變化之研究」，行政院經濟建設委員會委託研究報告。
- 張天惠、朱浩榜(2015)，「台灣貨幣政策傳遞機制之探討」，中央銀行經濟研究處。
- 陳淑玲、黃裕烈(2014)，「總體變數之領先、同時與落後性質之認定與指標構成項目之選取—LARS方法的運用」，台灣經濟預測與政策，第四十四卷第二期，中研院經研所，頁133-170。
- 國發會(2015)，「台灣景氣指標月刊」，第三十八卷第十二期，頁45-47。
- 葉盛、田慧琦(2004)，「台灣的物價情勢：影響因素探析與計量實證模型應用」，中央銀行季刊，第二十六卷第四期，中央銀行，頁69-116。
- 劉欣姿(2013)，「領先指標預測能力之研究」，經濟研究，第十三期，國家發展委員會，頁79-108。
- 鄭麗玲(1998)，「台灣地區通貨膨脹率領先指標之建立」，中央銀行季刊，第二十卷第二期，中央銀行，頁57-75。
- 鄭麗玲(1999)，「台灣地區核心物價領先指標之研究」，中央銀行經濟研究處。

### 英文文獻

- Artis, M. J., R. C. Bladen-Hovell, D. R. Osborn, G. Smith and W. Zghang, (1995), "Predicting Turning Points in the UK Inflation Cycle," *Economic Journal*, 105(3), pp.1145-1164.

- Bikker, J. A. and N.O. Kennedy (1999), "Composite Leading Indicators of Underlying Inflation for Seven EU Countries," *Journal of Forecasting*, 18(1), pp.225-258.
- Bry, G. and C. Boschan (1971), "Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs," *NBER Technical paper* 20, Columbia University Press.
- Cecchetti, S. G., R. S. Chu and C. Steindel (2000), "The Unreliability of Inflation Indicators," *Current Issues in Economics and Finance*, 6(4), Federal Reserve Bank of New York, pp.1-6.
- Diebold, F. X., and R.S. Mariano (1995), "Comparing Predictive Accuracy," *Journal of Business and Economic Statistics*, 13(3), pp.253-265.
- Diebold, F. X. and G. D. Rudebusch (1989), "Scoring the Leading Indicators," *Journal of Business*, 62(3), pp. 369-391.
- Efron, B., T. Hastie, I. Johnstone, and R. Tibshirani (2004), "Least Angle Regression," *Annals of Statistics*, 32(2), pp.407-499.
- Fischer, S. (1996), "Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" in *Achieving Price Stability*, FEB of Kansas City, pp.7-34.
- Friedman, M. (1972), "Have Monetary Policies Failed?" *American Economic Review*, 62(1/2), pp. 11-18..
- Gibson, H. D. and S. Lazaretou (2001), "Leading Inflation Indicators for Greece," *Economic Modelling*, 18(3), pp.325-348.
- Moore, G. H. and S. Kaish (1983), "A New Inflation Barometer," *The Morgan Guaranty Survey* (New York: Morgan Guaranty Trust Company, July 1983, pp. 7-10, and December 1983, pp. 7-10).
- Moosa, I.A. (1998), "A Composite Leading indicator of Australian Inflation," *Applied Economic Letters*, 5(11), pp. 711-713.
- OECD (2010), "Cyclical Analysis and Composite Indicators System (CACIS) User's Guide," < <http://www.oecd.org/dataoecd/17/38/39430336.pdf> >
- OECD (2012), "OECD System of Composite Leading Indicators," < <https://www.oecd.org/std/leading-indicators/41629509.pdf> >
- Quinn, T. and A. Mawdsley (1996), "Forecasting Irish inflation: a composite leading indicator," *Central Bank of Ireland Technical Paper*, June.
- Sfia, M. D. (2010), "A Composite Leading Indicator of Tunisian Inflation," *William Davidson Institute Working Paper* No. 980.
- Toda, H. Y. and T. Yamamoto (1995), "Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated process," *Journal of Econometrics*, 66(1-2), pp.225-250.

## 附錄1 各國編製通膨領先指標之比較

文獻		Moore and Kaish(1983)	Artis et al.(1995)		Quinn and Mawdsley (1996)	Bikker and Kennedy (1999)
適用國		美國	英國		愛爾蘭	比利時、德國、法國、義大利、荷蘭、瑞典及英國
起始年		1948	1958		1980	1970
基準數列		消費者物價指數	零售價格指數		消費者物價指數	消費者物價指數
指數頻率		月	月		季	月
構成項目篩選方法		轉折點分析	轉折點分析	轉折點分析	相關係數分析	相關係數分析
構成項目	商品價格	工業原料價格指數、進口價格指數	進口單位價值指數	世界商品價格指數	英國生產價格指數、世界通膨的加權指數	生產者價格指數、進口物價指數
	金融指標	公司部門的未償債務	準備貨幣		廣義貨幣數量、有效匯率指數	M3貨幣數量、3個月貨幣市場利率、10年公債殖利率本、股價指數
	實質經濟變數	勞動就業率、鄧白氏指數(Dun and Bradstreet index)	失業人數指數(倒數)	職位空缺數、零售業銷售價值指數、工業生產力指數	製造業平均工資	單位產出勞動成本
加總法		加權平均法	簡單平均法		主成分分析法	主成分分析法
領先性質		7.7個月	9.2個月	15.9個月	1季	6個月

說明：1. 構成項目歸類係依作者主觀依據構成項目性質分類，或與原文獻之分類不同。

2. 加權平均法係以構成項目的平均絕對離差之倒數為權數。

3. 鄧白氏指數係衡量經理人對未來商品銷售價格預期的指數。

文獻		Gibson and Lazaretou(2001)		Moosa(1998)	Sfia (2010)	鄭麗玲(1998)	鄭麗玲(1999)
適用國		希臘		澳洲	突尼西亞	臺灣	臺灣
起始年		1954		1972	1996	1960	1981
基準數列		消費者物價指數		消費者物價指數	消費者物價指數	消費者物價指數	核心消費者物價指數
指數頻率		月		季	月	月	月
構成項目篩選方法		轉折點分析	轉折點分析	依過去文獻選取	相關係數分析	轉折點分析	轉折點分析
構成項目	商品價格	批發價格指數、進口物價指數、世界商品價格指數		製造業原物料價格指數		進口物價指數、躉售物價指數	核心國產內銷價格指數、台灣地區房租指數、新台幣計價之進口物價指數
	金融指標	準備貨幣數量		名目有效匯率、M1貨幣數量、90天期商業本票利率	準備貨幣數量、廣義貨幣數量、實質有效匯率、貨幣市場利率	全體貨幣機構放款餘額	M2貨幣數量、第一銀行一年期定存利率減活期存款、股價指數
	實質經濟變數		工業生產力指數、零售業銷售價值	製造業產能利用率	原油生產量	失業總人數(倒數)	國發會景氣領先指標、失業總人數(倒數)、製造業每人每月平均經常性薪資
加總法		簡單平均法		以共整合向量的係數值為權數加權平均	主成分分析法	加權平均法	加權平均法
領先性質		2.6個月	14個月	6季	0.5個月	3個月	6.47個月

## 附錄2 候選變數說明與處理方式

變數名稱	起始月	變數來源	變數處理
國內外商品價格			
消費者物價房租指數	1981M01	主計總處	2
國產內銷品價格指數	1981M01	主計總處	2
核心國產內銷價格指數	1991M01	主計總處	2
進口物價指數(以台幣計)	1981M01	主計總處	2
進口物價指數(以美元計)	1981M01	主計總處	2
剔除原油之進口物價指數(以台幣計)	1991M01	主計總處+自行計算	2
躉售物價國產品(依產地來源)	1991M01	主計總處	2
布蘭特原油價格(以美元計)	1987M05	Datastream	2
西德州原油價格(以美元計)	1986M01	Datastream	2
杜拜原油價格(以美元計)	1986M06	Datastream	2
布蘭特原油價格(以台幣計)	1987M05	Datastream +中央銀行	2
西德州原油價格(以台幣計)	1986M01	Datastream +中央銀行	2
杜拜原油價格(以台幣計)	1986M06	Datastream+中央銀行	2
IMF世界原油價格指數	1980M01	IMF	2
IMF世界工業投入價格指數	1980M01	IMF	2
IMF世界商品價格指數	1992M01	IMF	2
金融指標			
名目有效匯率(board)	1994M01	BIS	2
名目有效匯率(narrow)	1964M01	BIS	2
新台幣兌美元匯率(NTD/USD)	1981M01	中央銀行	2
日圓兌美元匯率(JPY/USD)	1981M01	中央銀行	2
韓元對美元匯率(KRW/USD)	1981M01	中央銀行	2
人民幣兌美元(CNY/USD)	1981M01	中央銀行	2
準備貨幣日平均	1997M01	中央銀行	2
M1A日平均	1987M05	中央銀行	2
M1B日平均	1987M05	中央銀行	2
M2日平均	1987M05	中央銀行	2
準備貨幣月底數	1997M01	中央銀行	2
M1A月底數	1987M05	中央銀行	2
M1B月底數	1987M05	中央銀行	2

變數名稱	起始月	變數來源	變數處理
M2月底數	1987M05	中央銀行	2
金融業隔夜拆款利率(加權平均)	1981M01	中央銀行	2
1-30天期商業本票初級市場利率	1987M05	中央銀行	2
1-30天期商業本票次級市場利率	1987M05	中央銀行	2
五大銀行一個月期存款利率減基準利率	1988M01	中央銀行	1
五大銀行一年期存款利率減基準利率	1988M01	中央銀行	1
五大銀行一年期存款利率減一個月存款利率	1988M01	中央銀行	1
第一銀行一年期定存利率減活期存款利率	1961M07	第一銀行	1
10年期政府公債次級市場利率減1-30天期商業本票次級市場利率	1994M12	中央銀行	1
10年期政府公債次級市場利率減五大銀行一個月期存款利率	1994M12	中央銀行	1
貨幣機構放款與投資	1961M07	中央銀行	2
貨幣機構放款	1961M07	中央銀行	2
貨幣機構對非金融機構證券投資	1961M07	中央銀行	2
股價指數	1968M01	證交所	2
實質經濟活動指標			
工業生產指數(2011年=100)	1960M01	主計總處	2
製造業生產指數(2011年=100)	1971M01	主計總處	2
工業部門勞動生產力指數	1982M01	主計總處	2
製造業勞動生產力指數	1982M01	主計總處	2
工業部門單位產出勞動成本指數(2011年=100)	1982M01	主計總處	2
製造業單位產出勞動成本指數(2011年=100)	1982M01	主計總處	2
主要接單貨品外銷訂單(以台幣計)	1984M01	主計總處	2
主要接單貨品外銷訂單(以美元計)	1984M01	主計總處	2
外銷訂單指數(2011年=100)	1984M01	經濟部	2
非農業部門就業人數(千人)	1978M01	主計總處	2
失業人數(千人)	1978M01	主計總處	4
季節調整後失業率(%)	1978M01	勞動部	5
受僱員工每人每月平均工時(工業及服務業)	1980M01	主計總處	2
受僱員工每人每月平均工時(工業)	1973M01	主計總處	2
受僱員工每人每月平均工時(製造業)	1973M01	主計總處	2
受僱員工每人每月平均工時(服務業)	1980M01	主計總處	2

變數名稱	起始月	變數來源	變數處理
景氣領先指標綜合指數	1982M01	國發會	3
景氣領先指標循環波動(不含趨勢)	1982M01	國發會	1
景氣同時指標綜合指數	1982M01	國發會	3
景氣同時指標循環波動(不含趨勢)	1982M01	國發會	1
出口總值(以台幣計算)	1981M01	財政部	2
進口總值(以台幣計算)	1981M01	財政部	2
製造業每人每月薪資	1973M01	主計總處	2
製造業經常性薪資	1973M01	主計總處	2
製造業非經常性薪資	1973M01	主計總處	2
製造業生產價值	1982M01	經濟部	2
製造業銷售價值	1982M01	經濟部	2
製造業內銷價值	1982M01	經濟部	2
製造業存貨價值	1982M01	經濟部	4
製造業存貨率(%)	1982M01	經濟部	4
製造業存貨量指數(2011年=100)	1982M01	經濟部	4
製造業生產價值指數(2011年=100)	1982M01	經濟部	2
製造業銷售量指數(2011年=100)	1982M01	國發會	2
工業及服務業受僱員工淨進入率(%)	1980M01	主計總處	2
工業及服務業經常性受僱員工人數(千人)	1980M01	主計總處	2
電力(企業)總用電量(十億度)	1982M01	國發會	2
機械及電機設備進口值(十億元)	1988M01	國發會	2

## 變數處理說明：

- 1為長短期利差，或已去除趨勢且去除季節性因素之變數，故直接使用原始值，無須轉換。
- 2為季調前原始資料，故季調後，再取年增率。
- 3為官方季調後之變數，無須季調，直接取年增率。
- 4為變數走勢與核心物價年增率相反之變數，季調後，取倒數，再計算年增率。
- 5為走勢與核心物價年增率相反，且經官方季節調後之變數，故無需季調，取倒數後，再計算年增率。

### 附錄3 Toda and Yamamoto(1995)修正的Granger因果檢定

Toda and Yamamoto(1995)修正的Granger因果檢定，估計步驟如下：

1. 分別對每個數列作單根檢定，確定每個數列的自積階次，並且令變數中最大的階次為 $m$ 。例如，若兩個時間數列分別為 $I(1)$ 與 $I(0)$ 序列，則 $m=1$ 。
2. 直接以數列水準值設定VAR模型(不做差分)，並以資訊評選準則(information criterion)選擇VAR模型的最適落後期數 $p$ 。並以水準值估計落後期數為 $p+m$ 的VAR模型，即多考慮了額外 $m$ 個落後期。
3. 進行Granger因果檢定，但只對落後 $p$ 期進行Wald test。例如，當VAR模型只有兩個變數， $X$ 和 $Y$ 。在 $Y$ 的式子，以Wald test檢定 $X$ 的前 $p$ 個落後項係數估計值是否為0，相同的，在 $X$ 的式子檢定 $Y$ 的前 $p$ 個落後項係數估計值是否

為0。而不要將額外的 $m$ 個落後期數考慮進Granger因果檢定中。

4. 在虛無假設成立下，Wald test的檢定統計量為卡方分配，自由度為 $p$ 。
5. 若在 $Y$ 的式子，統計檢定量顯著異於0，表示拒絕 $X$ 不Granger因果影響 $Y$ 的虛無假設；相同的，在 $X$ 的式子，若統計檢定量顯著異於0，表示拒絕 $Y$ 不Granger因果影響 $X$ 的虛無假設。

本文依據Toda and Yamamoto (1995)的方法進行修正的Granger因果檢定，在鄭文領先指標與季調後核心物價年增率的VAR模型，BIC選擇的落後期數為2期，因此以VAR(3)估計模型，並對前2期落後項進行Granger因果檢定；新建領先指標與季調後核心物價年增率的VAR模型，BIC選擇的落後期數為5期，因此以VAR(6)估計模型，並對前5期落後項進行Granger因果檢定。

# 國內經濟金融情勢（民國104年第4季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

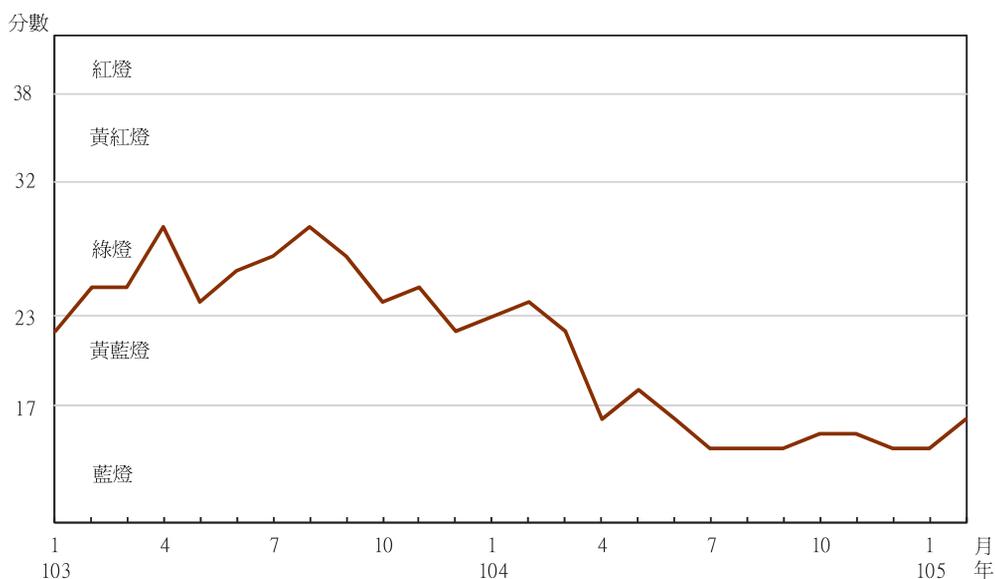
#### 一、景氣復甦仍緩

由於工業生產、出口、製造業銷售量與批發、零售及餐飲業營業額表現持續低緩，105年2月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為16分，雖較1月上升2分(圖1)，惟燈號連續第9個月呈現藍燈，景氣領先、同時指標持續下滑，國內經濟成長力道疲弱。

由於中國大陸等新興經濟體成長減速，

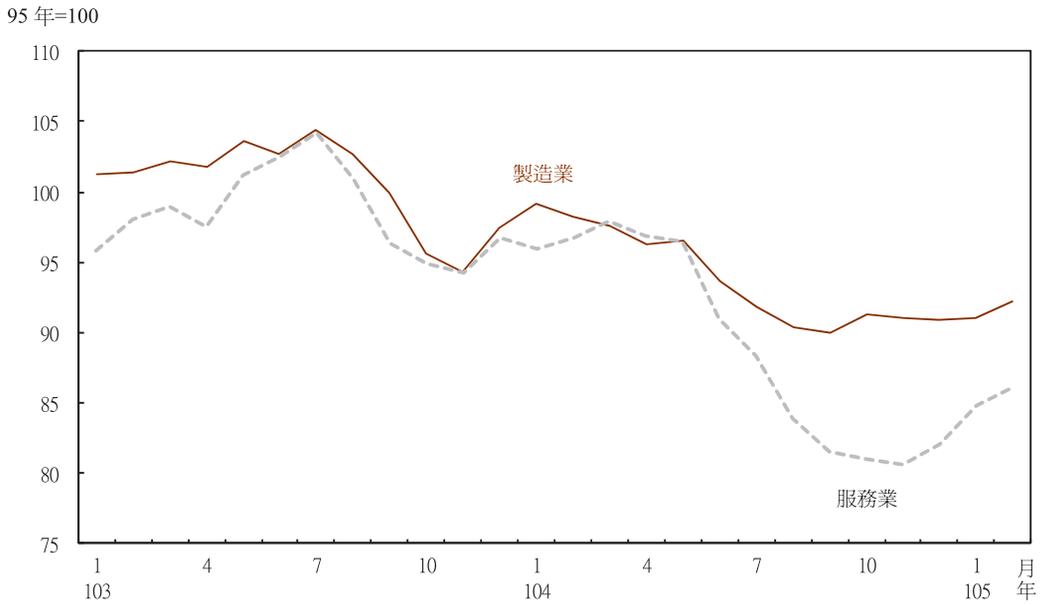
且先進經濟體復甦力道有限，全球景氣復甦仍緩，台灣外銷訂單與出口持續負成長，惟減幅均縮減。據台灣經濟研究院調查，105年2月製造業及服務業營業氣候測驗點分別由1月之90.99點及84.77點升至92.26點及86.07點(圖2)，廠商對未來景氣看法已有改善。

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



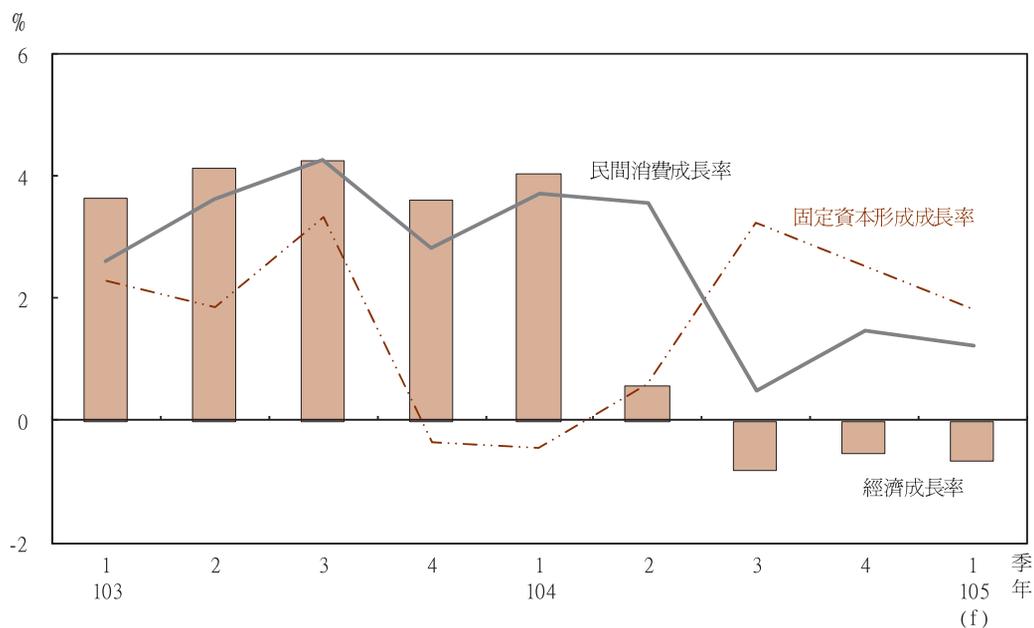
資料來源：台灣經濟研究院

## 二、經濟續呈負成長

104年第4季，因國際需求低迷，電子產品庫存去化緩慢，加上中國大陸供應鏈在地化效應持續發酵，以及國際油價續跌，台灣出口續呈衰退，經濟負成長0.52%(圖

3、表1)，惟較第3季之-0.80%縮小，全年為0.75%。105年初以來，由於全球景氣展望保守，內外需動能不易提升，主計總處預測105年第1季經濟成長率為-0.64%。

圖3 經濟成長、投資與消費



註：f為預測數  
資料來源：行政院主計總處

表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入	
					民間	公營事業	政府			
103		3.92	3.33	3.55	1.76	3.17	5.31	-7.36	5.91	5.65
104 p		0.75	2.28	-0.44	1.52	3.11	-6.79	-4.28	-0.21	0.87
105 f		1.47	1.36	1.42	2.57	1.98	2.83	6.34	2.53	2.97
103/4		3.63	2.81	4.04	-0.36	0.36	5.76	-6.01	6.44	6.14
104/1		4.04	3.73	-2.71	-0.44	1.33	-30.02	-1.32	6.13	2.87
2		0.57	3.55	0.54	0.60	-0.64	21.83	0.60	-0.74	3.43
3 r		-0.80	0.48	0.29	3.24	5.24	-5.74	-5.90	-2.88	-1.54
4 p		-0.52	1.46	-0.06	2.54	6.81	-10.27	-8.08	-2.57	-1.01
105/1 f		-0.64	1.24	2.33	1.82	1.89	-3.16	2.54	-2.36	0.55
104年第四季	貢獻百分點 p	-0.52	0.77	-0.02	0.54	1.05	-0.21	-0.30	-1.83	-0.56

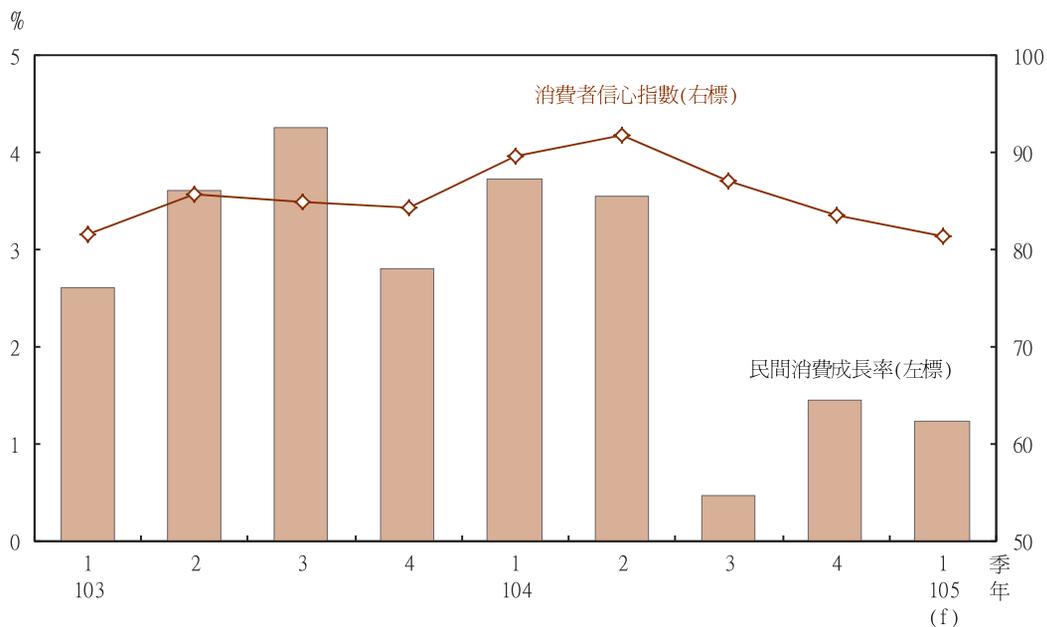
註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數  
資料來源：行政院主計總處

### 三、民間消費和緩成長

104年第4季，受103年同季食安問題致比較基期較低影響，餐飲業營業額成長4.23%，加以股市成交值年增5.36%，民間消費成長率由第3季之0.48%升至1.46%(圖

4)，全年為2.28%。由於國內景氣下滑，失業率緩升，企業加薪意願及幅度趨於保守，影響消費者信心，不利民間消費成長，主計總處預測105年第1季民間消費成長率降為1.24%。

圖4 消費者信心指數與民間消費



註：f為預測數

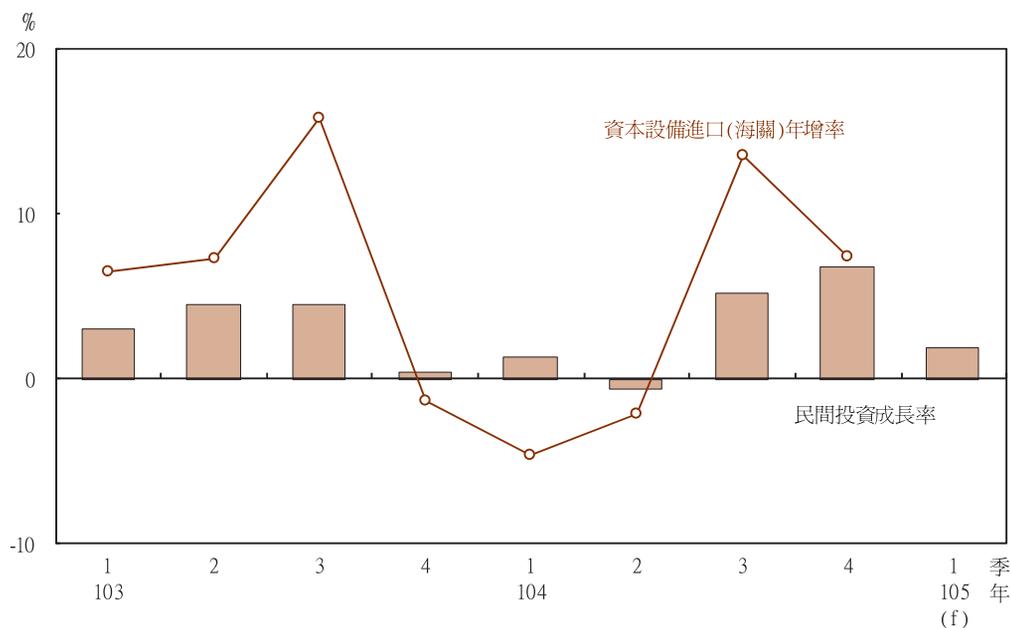
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

### 四、民間投資溫和成長

由於比較基期較低，104年第4季以新台幣計價之資本設備進口成長7.44%，民間運輸工具與機器及設備投資分別成長23.96%及9.41%，致民間投資成長6.81%(圖5)，全

年為3.11%。105年初以來，由於出口動能仍弱且房市景氣趨緩，影響廠商投資意願，主計總處預測105年第1季民間投資成長率降為1.89%。

圖5 民間投資與資本設備進口



註：f為預測數

資料來源：財政部、行政院主計總處

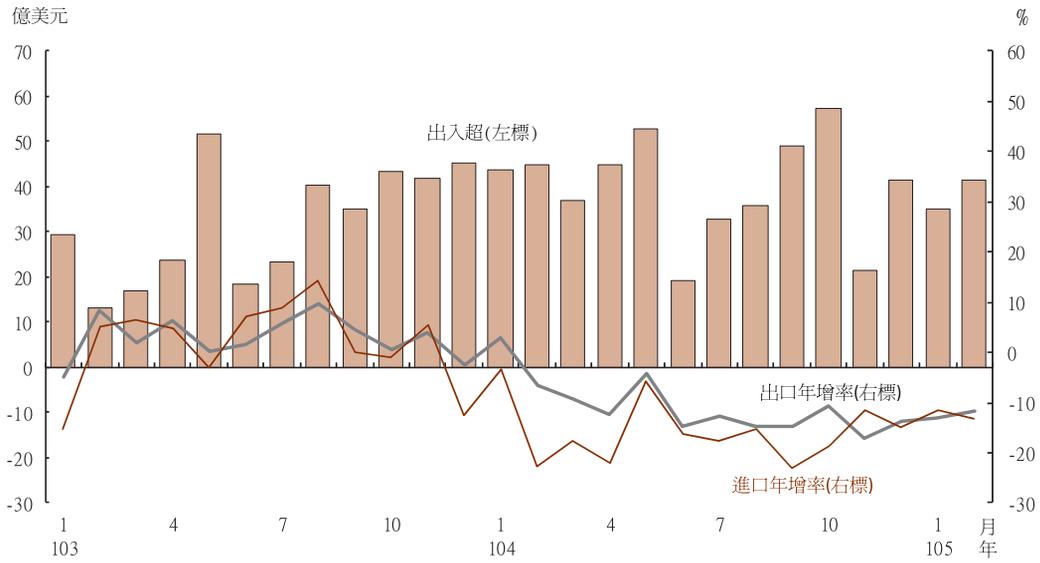
## 五、進出口疲軟

由於全球經濟成長力道不足，科技業景氣循環下滑，加上原油等原物料價格續跌，104年第4季出口續呈衰退，年減13.87%(圖6)；進口則因原物料價格續處低檔，以及投資及出口衍生需求減少，亦負成長15.05%。商品及服務併計之輸出及輸入分別衰退

2.57%及1.01%。全年年增率則分別為-0.21%及0.87%。

由於外需持續疲弱，105年1至2月出口、進口分別衰退12.46%及12.20%。主計總處預測本年第1季輸出、入成長率分別為-2.36%與0.55%。

圖6 進出口貿易



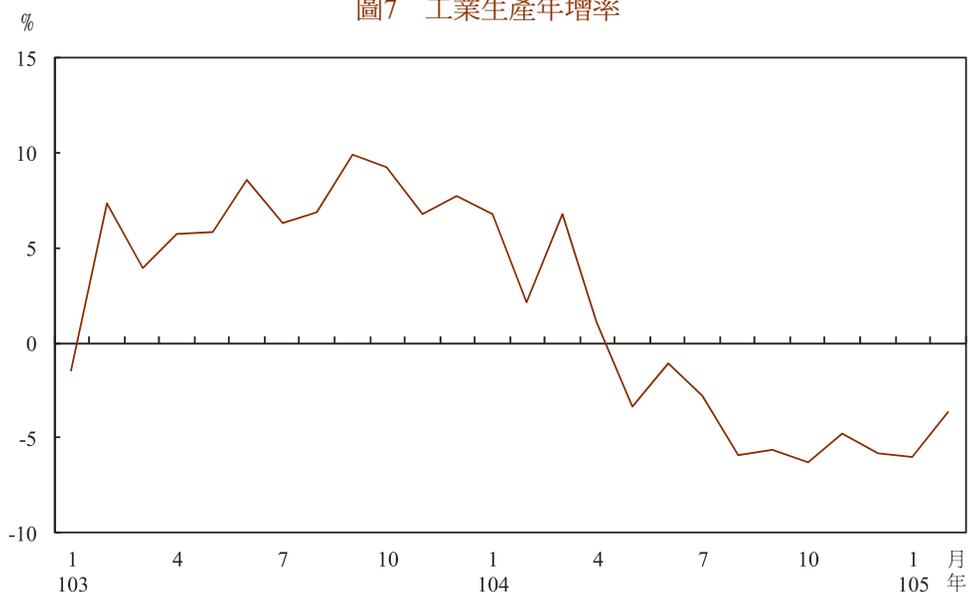
資料來源：財政部

## 六、工業生產持續衰退

全球景氣下滑，消費性電子產品銷售情況不佳，致面板、積體電路等電子零組件需求疲弱；鋼鐵、機械等產業則因國際競爭激烈影響產能，加以汽車及其零件業受買氣觀望及進口車市占提升等影響，產量減少，

104年第4季工業生產指數負成長5.66%，105年1至2月平均負成長4.92%(圖7)；其中，製造業年增率為-5.70%，四大業別中，資訊電子及金屬機電工業減幅分別為7.41%、6.89%，民生及化學工業亦分別減產5.28%及0.69%。

圖7 工業生產年增率



資料來源：經濟部

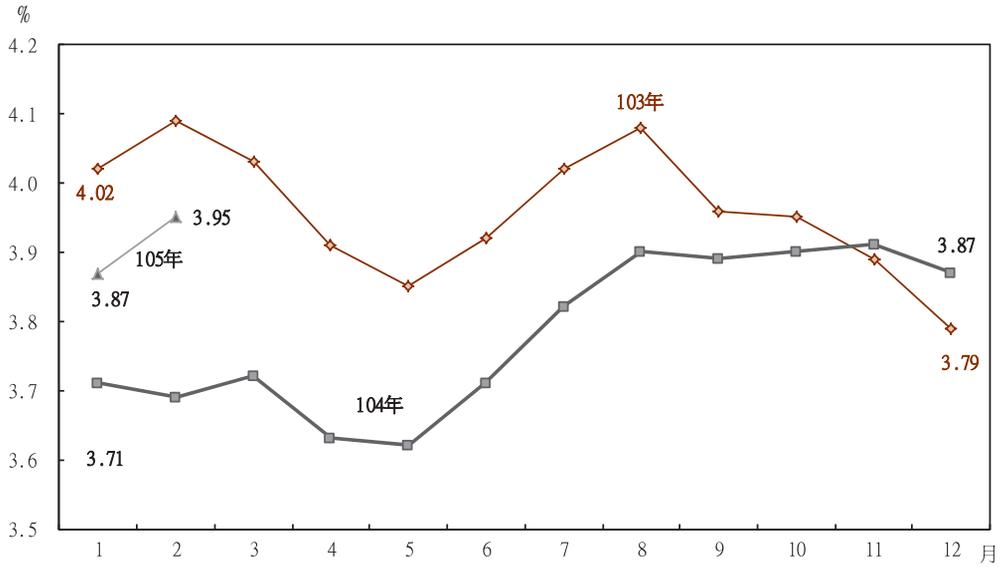
## 七、失業率緩步上升，薪資成長略緩

受國內景氣趨緩，以及春節後轉職及部分臨時性工作結束影響，105年2月就業人數略減至1,123.1萬人；失業率則由1月之3.87%升至3.95%(圖8)，較上年同月上升0.26個百分點。

104年工業及服務業受僱員工平均薪資

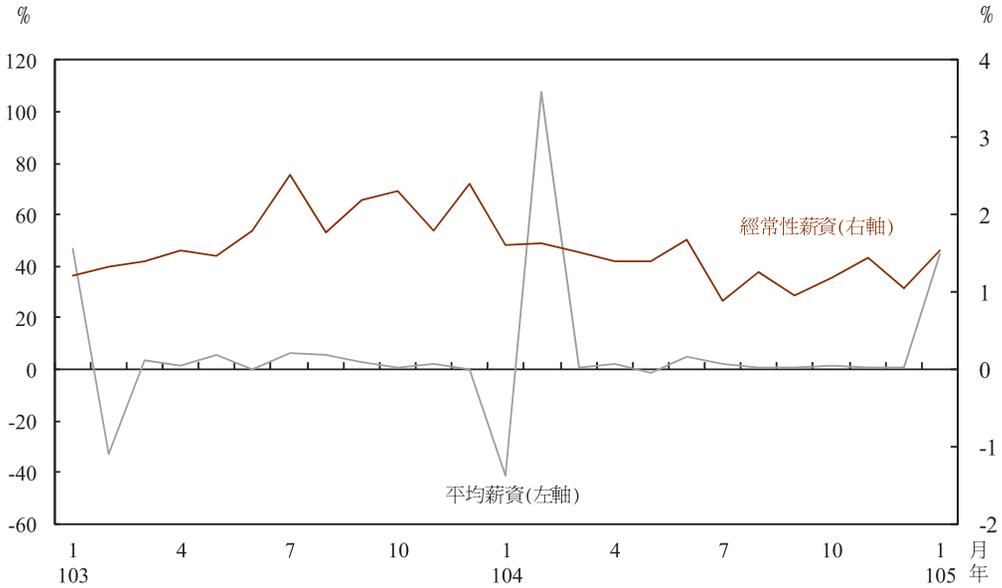
年增率為2.52%，較103年之3.58%略緩，惟仍係近4年次高增幅，其中經常性薪資年增率為1.33%；105年1月經常性薪資年增率為1.54%(圖9)，平均薪資年增率則為44.94%，主要係104年廠商多集中於2月發放獎金，比較基期較低所致。

圖8 失業率



資料來源：行政院主計總處

圖9 工業及服務業平均薪資與經常性薪資年增率



資料來源：行政院主計總處

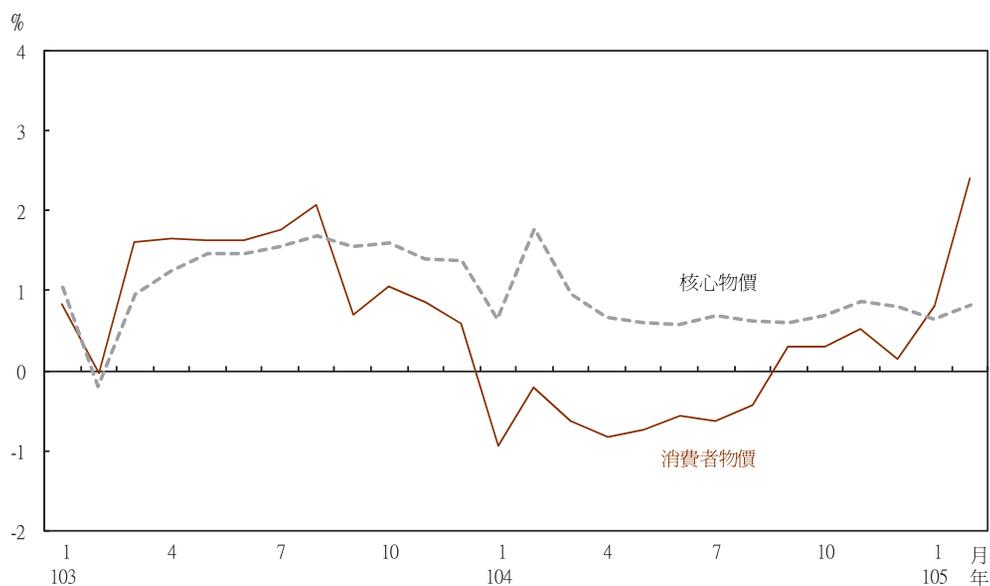
## 八、物價漲幅溫和，通膨展望穩定

104年9月以來，雖油料費、燃氣、電費等能源價格下跌，惟因103年同期油價基期較低，對物價影響已略為減弱，加上蔬果受颱風大雨影響，價格上揚，CPI年增率轉為正數，全年為-0.31%(圖10)；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.79%，漲

幅溫和。

105年1至2月CPI年增率為1.60%(表2)，主因受1月寒害影響，蔬果價格大漲，加以上年同期實施電價回饋方案，電價比較基期較低所致；核心CPI年增率則為0.73%，漲幅維持溫和。主計總處預測全年CPI年增率為0.69%。

圖10 消費者物價與核心物價年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響105年1至2月平均CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	1.60	1.60
食物類	252	5.57	1.52
蔬菜	20	40.60	0.86
水果	23	12.55	0.32
外食費	99	1.75	0.19
水產品	16	3.26	0.06
電費	22	21.18	0.35
房租	182	0.84	0.15
教養娛樂服務費	128	0.69	0.09
合計			2.11
油料費	35	-16.12	-0.43
合計			-0.43
其他			-0.08

資料來源：行政院主計總處

## 貳、經濟展望

由於全球經濟成長率不如預期，需求疲弱，影響105年廠商投資意願；益以國內景氣低緩，企業僱用及調薪意願降低，民間消費成長趨緩，主計總處預測經濟成長率下修至1.47%(表3)；國內外各預測機構預測值之平均數為1.42%。

表3 國內預測機構預測105年經濟成長率

單位：%

項目	預測機構	主計總處	元大寶華	國泰金	台經院	EIU	IHS Global Insight	平均值
發布日期		105.2.17	105.3.23	105.3.15	105.1.25	105.3.23	105.3.15	
實質國內生產毛額		1.47	1.42	1.60	1.57	0.70	1.73	1.42
實質民間消費支出		1.36	1.92	1.44	2.42	1.70	1.91	1.79
實質政府消費支出		1.42	-	-	1.68	1.50	0.77	1.34
實質固定投資		2.57	-	1.90	3.15	-0.30	2.25	1.91
實質民間投資		1.98	1.69	-	2.98	-	-	2.22
實質政府投資		6.34	-	-	3.60	-	-	4.97
實質輸出		2.53	-0.32	2.70	2.02	-0.30	1.57	1.37
實質輸入		2.97	-0.42	2.67	2.62	-0.10	1.67	1.57

資料來源：各預測機構

# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差20,011百萬美元， 產增加1,341百萬美元(表1及圖1)。  
金融帳淨流出22,035百萬美元，央行準備資

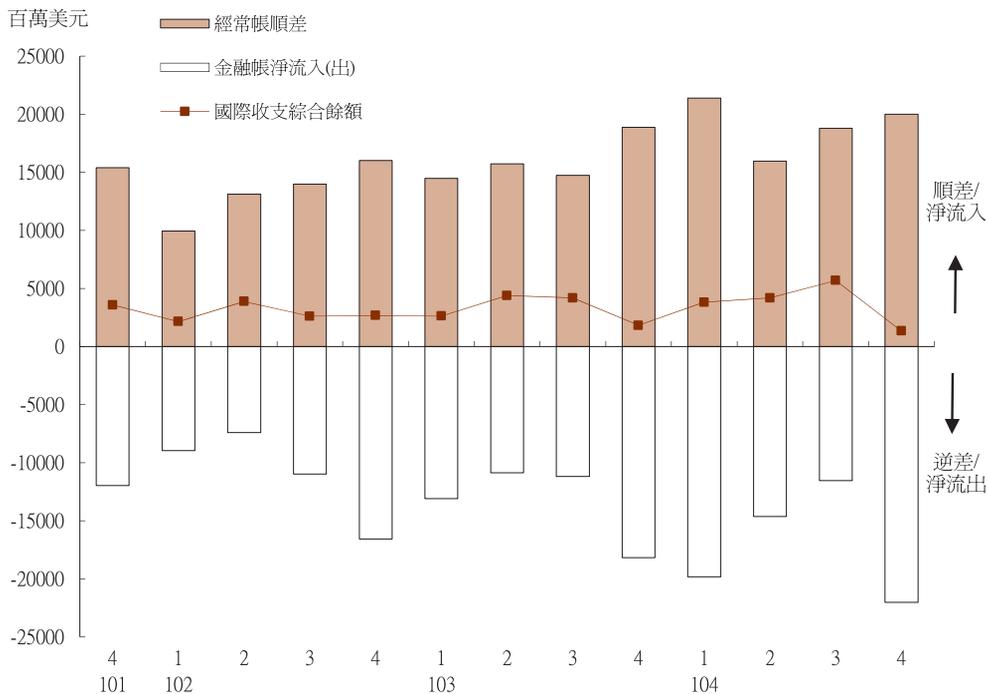
表1 國際收支

單位：百萬美元

	(1) 104年 第4季	(2) 103年 第4季	(1)-(2)
<b>A. 經常帳</b>	20,011	18,876	1,135
商品貿易淨額	13,813	14,006	-193
商品出口(f.o.b.)	69,452	80,251	-10,799
商品進口(f.o.b.)	-55,639	-66,245	10,606
服務淨額	2,576	2,991	-415
服務：收入	14,470	15,116	-646
服務：支出	-11,894	-12,125	231
所得淨額	4,288	2,610	1,678
所得：收入	7,107	7,181	-74
所得：支出	-2,819	-4,571	1,752
經常移轉淨額	-666	-731	65
經常移轉：收入	1,669	1,662	7
經常移轉：支出	-2,335	-2,393	58
<b>B. 資本帳</b>	-34	-34	0
<b>C. 金融帳</b>	-22,035	-18,170	-3,865
直接投資淨額	-2,967	-2,421	-546
對外直接投資	-3,221	-2,905	-316
來台直接投資	254	484	-230
證券投資淨額	-14,865	-14,208	-657
證券投資(資產)	-14,451	-15,888	1,437
股權證券	-2,796	-5,213	2,417
債權證券	-11,655	-10,675	-980
證券投資(負債)	-414	1,680	-2,094
股權證券	73	1,811	-1,738
債權證券	-487	-131	-356
衍生金融商品淨額	481	-256	737
衍生金融商品(資產)	3,542	1,809	1,733
衍生金融商品(負債)	-3,061	-2,065	-996
其他投資淨額	-4,684	-1,285	-3,399
其他投資(資產)	9,943	8,351	1,592
銀行	7,165	1,672	5,493
非銀行民間部門	2,783	6,678	-3,895
其他投資(負債)	-14,627	-9,636	-4,991
銀行	-14,511	-11,278	-3,233
非銀行民間部門	-116	1,642	-1,758
合計，A至C	-2,058	672	-2,730
<b>D. 誤差與遺漏淨額</b>	3,399	1,147	2,252
合計，A至D	1,341	1,819	-478
<b>E. 準備資產</b>	-1,341	-1,819	478

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

圖1 國際收支



## 一、經常帳

商品方面，由於全球景氣疲弱，國際油價持續下跌，電子產品持續庫存去化，本季出口總值較上年同季減少13.5%；進口亦因油價低迷及出口引申需求疲弱，農工原料進口減少，進口總值較上年同季減少16.0%。由於出口減額略大於進口減額，本季商品貿易順差減為13,813百萬美元，較上年同季減少193百萬美元或1.4%。

服務方面，服務收入14,470百萬美元，較上年同季減少646百萬美元，主要係國際線貨運收入與三角貿易淨收入減少；服務支出11,894百萬美元，較上年同季減少231百萬

美元，主要為營運租賃的租船支出與專業技術事務支出減少。由於收入減額大於支出減額，本季服務收支順差減為2,576百萬美元，較上年同季減少415百萬美元或13.9%。

所得方面，本季所得收入7,107百萬美元，較上年同季減少74百萬美元，主要外匯資產投資所得減少；所得支出2,819百萬美元，較上年同季減少1,752百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得減少。由於收入減額小於支出減額，本季所得收支順差增為4,288百萬美元，較上年同季增加1,678百萬美元或64.3%。

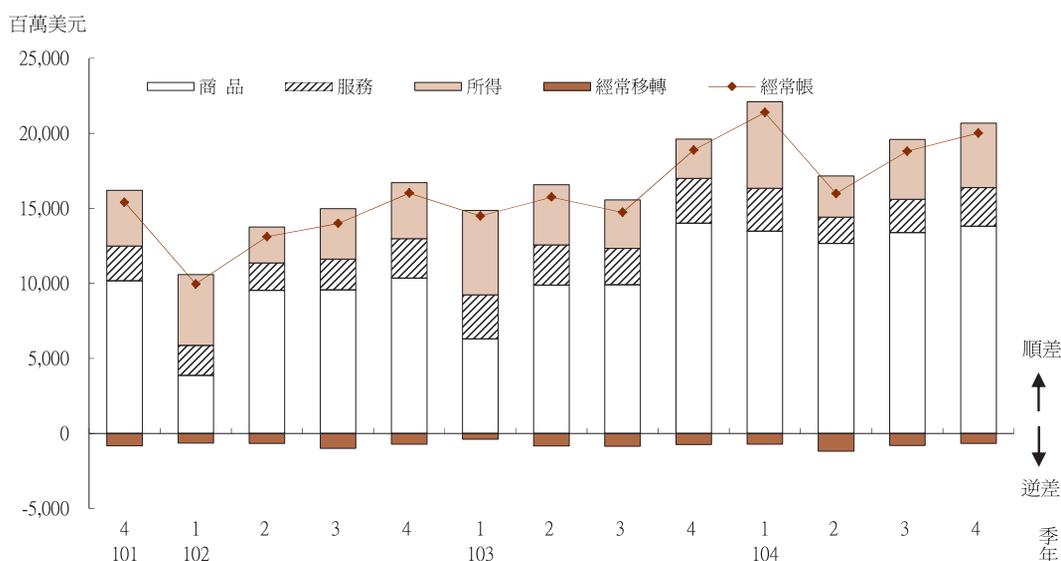
經常移轉方面，本季經常移轉收入及支出分別為1,669百萬美元及2,335百萬美元，

淨支出為666百萬美元，較上年同季減少65百萬美元或8.9%，主要係贍家匯出款減少。

本季雖商品及服務貿易順差減少，惟所

得順差增加，且經常移轉逆差略減，使經常帳順差增為20,011百萬美元，較上年同季增加1,135百萬美元或6.0%(圖2)。

圖2 經常帳



## 二、資本帳

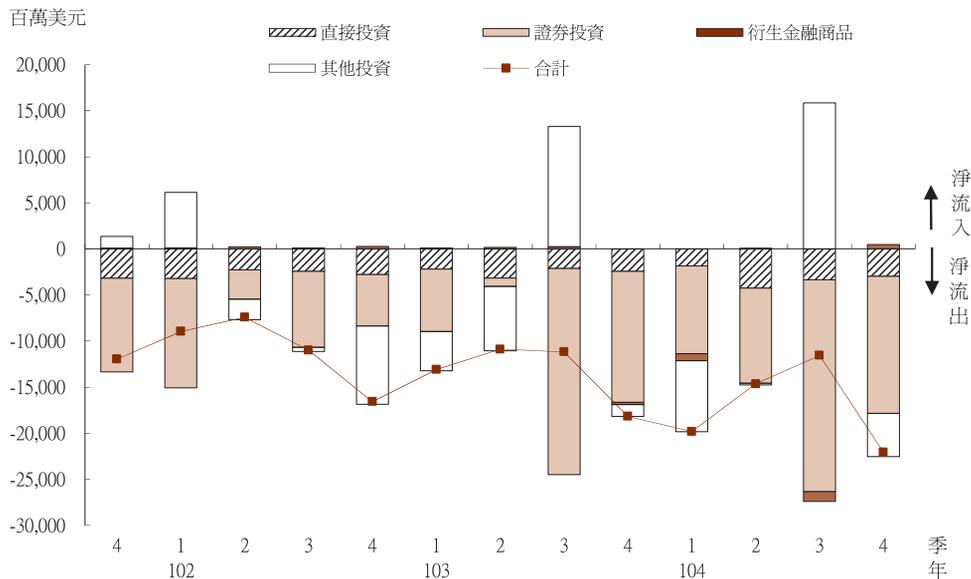
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差34百萬美元。

## 三、金融帳

本季金融帳淨流出22,035百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,967百萬美元，居民

對外直接投資及非居民來台直接投資淨額分別呈淨流出3,221百萬美元及淨流入254百萬美元。證券投資呈淨流出14,865百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出14,451百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券增加；非居民證券投資呈淨流出414百萬美元，主要係外資減持國內債券。衍生金融商品呈淨流入481百萬美元。其他投資呈淨流出4,684百萬美元，主要係銀行部門償還國外同業及聯行的短期借款(圖3)。

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（根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍予以調整）計算，商品出口計69,452百萬美元，較上年同季減少10,799百萬美元或13.5%；商品進口計55,639百萬美元，較上年同季減少10,606百萬美元或16.0%。由於出口減幅大於進口減幅，商品貿易順差減為13,813百萬美元，較上年同季減少193百萬美元或1.4%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分析出、進口概況。

就貿易結構而言，出口方面，本季僅農

產加工品增加4.5%；農產品及工業產品出口分別減少10.2%及14.1%，其中工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力(占出口比重高達79.7%)，較上年同季減少15.2%。進口方面，資本設備較上年同季增加1.1%，主要因精密儀器與機械設備進口增加；消費品增加3.2%，主要係因手機進口增加；農工原料則因國際油價及鋼鐵持續低檔，礦產品、塑化原料及基本金屬進口大減，本季減少23.1%。

就主要貨品而言，與上年同季比較，出口以「電子零組件」、「光學器材」、與「基本金屬及其製品」減額最大，占出口總減額的44.1%；進口方面則以「礦產品」、

「基本金屬及其製品」與「化學品」減額較大，合計占進口減額的85.9%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸(含香港，以下同)出口較上年同季減少4,990百萬美元或15.2%，為出口減額最大的地區；其次為東協，較上年同季減少2,763百萬美元或18.5%。進口方面，由於國際原油價格持續偏低，自中東進口較上年同季減少3,586百萬美元或41.0%最大；其次為東協，減少1,637百萬美元或20.1%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重40.1%最高，其次為東協的17.4%；美國及歐洲則占12.1%及9.4%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重20.8%最高，日本及美國則以16.5%及13.7%分居第二、三位。

## 二、服務

本季服務收入14,470百萬美元，較上年同季減少646百萬美元；服務支出11,894百萬美元，較上年同季減少231百萬美元。由於收入減額大於支出減額，服務收支順差由上年同季2,991百萬美元縮減為2,576百萬美元。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(表2)：

### (一) 運輸

就運輸而言，可區分為旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入計2,508百萬美元，較上

年同季減少458百萬美元，主要係國際線貨運收入減少。運輸支出計2,713百萬美元，較上年同季減少90百萬美元，主因係進口貨運支出減少。由於收入減額大於支出減額，本季運輸由上年同季之順差163百萬美元轉為逆差205百萬美元。

### (二) 旅行

本季來台旅客人次雖成長8.7%，惟因平均每人每日消費金額減少，致旅行收入僅較上年同季微幅增加12百萬美元，為3,785百萬美元。旅行支出增至3,608百萬美元，較上年同季增加40百萬美元，主要係國人出國人次增加所致。由於收入增額小於支出增額，旅行收支順差減至177百萬美元，較上年同季減少28百萬美元。

### (三) 其他服務

其他服務包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術事務服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計8,177百萬美元，較上年同季減少200百萬美元，主要係三角貿易淨收入減少。其他服務支出計5,573百萬美元，較上年同季減少181百萬美元，主要為營運租賃的租船支出與專業技術事務支出減少。由於收入減額大於支出減額，本季其他服務淨收入減為2,604百萬美元，較上年同季減少19百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	104年第4季			103年第4季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	14,470	11,894	2,576	15,116	12,125	2,991	-646	-231
一、運輸服務	2,508	2,713	-205	2,966	2,803	163	-458	-90
(一)客運	649	501	148	712	479	233	-63	22
(二)貨運	1,667	1,043	624	2,115	1,114	1,001	-448	-71
(三)其他	192	1,169	-977	139	1,210	-1,071	53	-41
二、旅行	3,785	3,608	177	3,773	3,568	205	12	40
三、其他服務	8,177	5,573	2,604	8,377	5,754	2,623	-200	-181
(一)通訊	112	145	-33	107	122	-15	5	23
(二)營建	127	244	-117	139	163	-24	-12	81
(三)保險	64	192	-128	89	254	-165	-25	-62
(四)金融	287	84	203	319	80	239	-32	4
(五)電腦與資訊	400	213	187	452	262	190	-52	-49
(六)專利權、商標等使用費	256	954	-698	223	892	-669	33	62
(七)其他事務服務	6,774	3,500	3,274	6,906	3,736	3,170	-132	-236
1. 三角貿易及與貿易有關服務	5,287	1,273	4,014	5,543	1,211	4,332	-256	62
2. 營運租賃	46	432	-386	62	562	-500	-16	-130
3. 專業技術與雜項	1,441	1,795	-354	1,301	1,963	-662	140	-168
(八)個人、文化與休閒服務	70	64	6	65	71	-6	5	-7
(九)不包括在其他項目的政府服務	87	177	-90	77	174	-97	10	3

### 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入7,107百萬美元，較上年同季減少74百萬美元，主要外匯資產投資所得減少；所得支出2,819百萬美元，較上年同季大減1,752百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得減少。由於收入減額小於支出減額，本季所得收支順差增為4,288百萬美元，較上年同季增加1,678百萬美元(表3)。

### 四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,669百萬美元，較上年同季增加7百萬美元；支出計2,335百萬美元，亦較上年同季減少58百萬美元，主要係贍家匯出款減少。由於支出減額大於收入減額，本季經常移轉淨支出由上年同季的731百萬美元縮減為666百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	104年第4季			103年第4季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	7,107	2,819	4,288	7,181	4,571	2,610	-74	-1,752
一、薪資所得	160	84	76	158	87	71	2	-3
二、投資所得	6,947	2,735	4,212	7,023	4,484	2,539	-76	-1,749
(一)直接投資	1,956	1,484	472	1,919	3,189	-1,270	37	-1,705
(二)證券投資	526	747	-221	565	809	-244	-39	-62
(三)其他投資	4,465	504	3,961	4,539	486	4,053	-74	18
經常移轉	1,669	2,335	-666	1,662	2,393	-731	7	-58

## 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。 本季金融帳淨流出22,035百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	104年第4季			103年第4季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-3,221	254	-2,967	-2,905	484	-2,421	-316	-230
(一)對外直接投資	-3,221	—	-3,221	-2,905	—	-2,905	-316	—
(二)來台直接投資	—	254	254	—	484	484	—	-230
二、證券投資	-14,451	-414	-14,865	-15,888	1,680	-14,208	1,437	-2,094
(一)股權證券	-2,796	73	-2,723	-5,213	1,811	-3,402	2,417	-1,738
(二)債權證券	-11,655	-487	-12,142	-10,675	-131	-10,806	-980	-356
1.債券與票券	-11,596	-487	-12,083	-9,326	-131	-9,457	-2,270	-356
2.貨幣市場工具	-59	0	-59	-1,349	0	-1,349	1,290	0
三、衍生金融商品	3,542	-3,061	481	1,809	-2,065	-256	1,733	-996
四、其他投資	9,943	-14,627	-4,684	8,351	-9,636	-1,285	1,592	-4,991
(一)貿易信用	43	-709	-666	438	-503	-65	-395	-206
(二)借款	-2,683	-6,002	-8,685	165	-10,072	-9,907	-2,848	4,070
(三)現金與存款	6,186	-5,578	608	8,922	2,021	10,943	-2,736	-7,599
(四)其他	6,397	-2,338	4,059	-1,174	-1,082	-2,256	7,571	-1,256
合 計	-4,187	-17,848	-22,035	-8,633	-9,537	-18,170	4,446	-8,311

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

### 一、直接投資

本季直接投資淨流出2,967百萬美元。其

中，對外直接投資呈淨流出3,221百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為金融及保險業、非金屬礦物製品製造業，

以及電腦、電子產品及光學製品製造業；非居民來台直接投資淨流入254百萬美元，主要投資行業為批發及零售業、金融及保險業，以及專業、科學及技術服務業。

## 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出14,865百萬美元。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呈淨流出14,451百萬美元。其中股權證券淨流出2,796百萬美元，主要係國人買入國外股權證券；債權證券呈淨流出11,655百萬美元，主要係保險公司投資國外債券增加。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流出414百萬美元，主要係OBU贖回發行之債券。其中股權證券投資淨流入73百萬美元，主要係外資增加投資國內股票；債權證券投資淨流出487百萬美元，主要係外資減持國內債券。

## 三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨流入481百萬美元，資產方面淨流入3,542百萬美元，主要係銀行及民間部門承做衍生金融商品交易利得；負債方面呈淨流出3,061百萬美元，主要

係銀行及民間部門承做衍生金融商品交易損失。

## 四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流出4,684百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入9,943百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用淨流入43百萬美元；貸款淨流出2,683百萬美元，主要係銀行部門國外短期放款增加；現金與存款淨流入6,186百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流入6,397百萬美元，主要係OBU收回國外應收款。

### (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流出14,627百萬美元，表示居民對非居民之其他負債減少。其中，貿易信用淨流出709百萬美元；借款淨流出6,002百萬美元，主要係OBU償還對境外金融機構之拆款；現金與存款淨流出5,578百萬美元，主要係銀行償還自國外聯行引進的資金；其他負債呈淨流出2,338百萬美元，主要係OBU國外應付款減少。

## 肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加1,341百萬美元。

# 貨幣與信用

## 壹、概述

104年第4季以來，由於銀行放款與投資成長大抵減緩，加以外資自11月起轉呈淨匯出，M2年增率呈下降走勢，至12月為5.68%；累計104年全年M2平均年增率為6.34%。105年1、2月雖受春節因素影響，資金需求較高，惟在銀行放款與投資成長減緩下，M2年增率持續下降，至2月為5.17%(表1)。

本行自104年9月調降政策利率以來，全球景氣復甦步調仍不如預期，國內經濟成長預測下修，在負的產出缺口擴大、通膨預期溫和下，爰於104年12月18日起再次調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率

各半碼，影響所及，104年第4季主要銀行存放款利率均呈現下降趨勢。其後，考量全球經濟仍存在下行風險，以及國內景氣復甦力道尚緩等因素，本行為促進經濟成長，復於105年3月25日三度調降政策利率各半碼，持續維持貨幣寬鬆。截至3月底，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.5%、1.875%及3.75%。此外，由於受新承做政府借款金額變動影響，104年第4季五大銀行新承做放款利率呈先降後升走勢，至12月為1.602%，105年2月則回降至1.541%。

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
	M1A	M1B	M2				
102	9.15	7.27	4.78	7.18	5.29	4.59	5.16
103	9.25	7.96	5.66	6.94	5.91	5.20	5.68
104	6.53	6.10	6.34	5.79	5.98	4.61	4.69
104/ 2	7.09	6.12	6.51	6.08	6.30	5.26	5.65
3	6.23	5.87	6.57	7.53	6.15	5.14	5.57
4	5.97	5.85	6.53	6.68	6.45	4.72	5.16
5	5.94	6.18	6.81	6.39	6.62	4.59	5.10
6	6.81	6.09	6.53	5.67	6.10	4.23	4.80
7	6.34	5.66	6.06	5.22	5.54	4.01	4.24
8	6.73	5.86	6.01	5.67	5.90	4.43	4.47
9	7.52	6.62	6.50	5.76	6.57	5.03	5.42
10	6.54	6.75	6.58	5.81	6.72	4.84	5.08
11	6.95	6.73	6.39	5.75	6.04	4.56	4.55
12	7.59	6.37	5.68	5.74	5.98	4.61	4.69
105/ 1	8.91	6.92	5.63	6.64	5.70	4.43	4.37
2	6.84	6.11	5.17	6.74	5.06	4.12	4.24

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

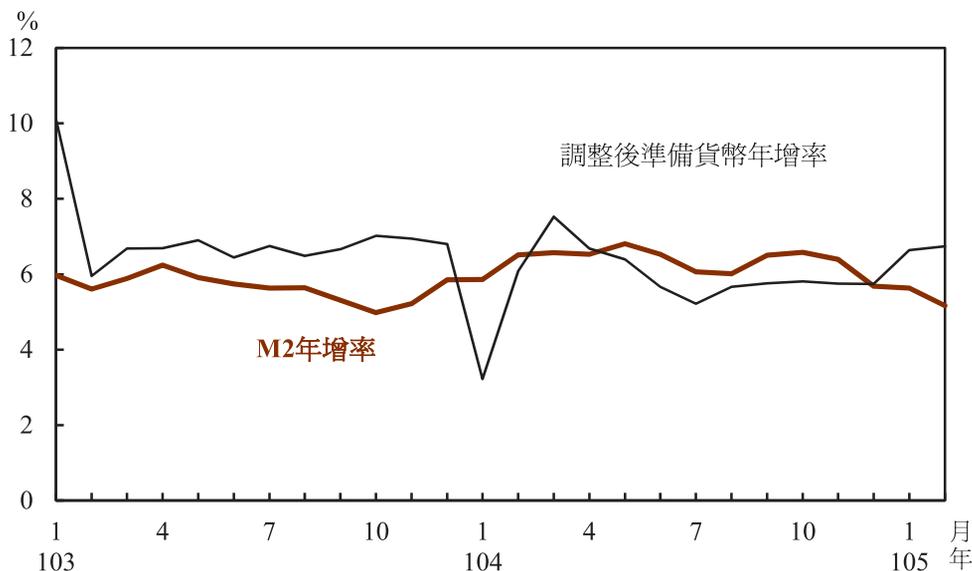
## 貳、準備貨幣年增率先升後降

104年第4季日平均準備貨幣年增率為5.77%，較上季之5.55%為高，主要係因外資呈淨匯入，加以景氣衰退減緩，資金需求增加，使準備金需求增加所致。其中，10月因外資淨匯入，加以活期性存款成長增加，致準備金需求上升，準備貨幣年增率續升至5.81%，11、12月則因外資轉呈淨匯出，加以放款與投資成長減緩，使準備金需求減少，準備貨幣年增率下降為5.75%及5.74%。至於105年1月因活期性存款成長增加，準備貨幣年增率升至6.64%，2月則受外資轉呈淨

匯入影響，年增率續升至6.74%。

就準備貨幣變動來源分析，第4季雖有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行定存單發行等緊縮因素，惟受本行定存單到期、公債還本付息、國庫券到期、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣較上季增加。至於105年1月及2月，日平均準備貨幣續呈上升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 參、貨幣總計數M2年增率下滑

104年第4季以來，由於銀行放款與投資成長大抵減緩，加以外資自11月起轉呈

淨匯出，M2年增率呈下降走勢，至12月為5.68%；累計104年全年M2平均年增率為

6.34%。105年1、2月雖受春節因素影響，資金需求較高，惟在銀行放款與投資成長減緩

下，M2年增率持續下降，至2月為5.17%。累計1至2月M2平均年增率為5.40%。

## 肆、存款年增率下降

104年第4季全體貨幣機構存款年增率呈下降趨勢，由第3季底的6.57%降至第4季底的5.98%，係因外資續呈淨匯出，加以放款與投資成長減緩所致。105年1至2月底存款年增率持續走跌，年增率分別為5.70%與5.06%，主要係因去年基期較高，加以放款與投資成長大幅減緩所致。

就各類存款觀察，活期性存款方面，由於本行分別於104年9月與12月兩度降息，部分銀行提供某些企業大額活存優惠，復以上年基期較低，致活期性存款年增率由104年第3季底的6.71%升至第4季底的6.83%；105年1月因上年同月基期較高，致活期性存款年增率下降至6.56%；105年2月因農曆春節，民眾對通貨需求提高，活期性存款年增率續降至6.08%。

定期性存款<sup>1</sup>方面，本行兩度降息後，長短期存款利差縮小，持有活期性資金的機會成本降低，致部分定期性存款流向活期性存款，加以存款利率低，部分民眾為追求較高資金報酬將存款轉向類定存之壽險商品，

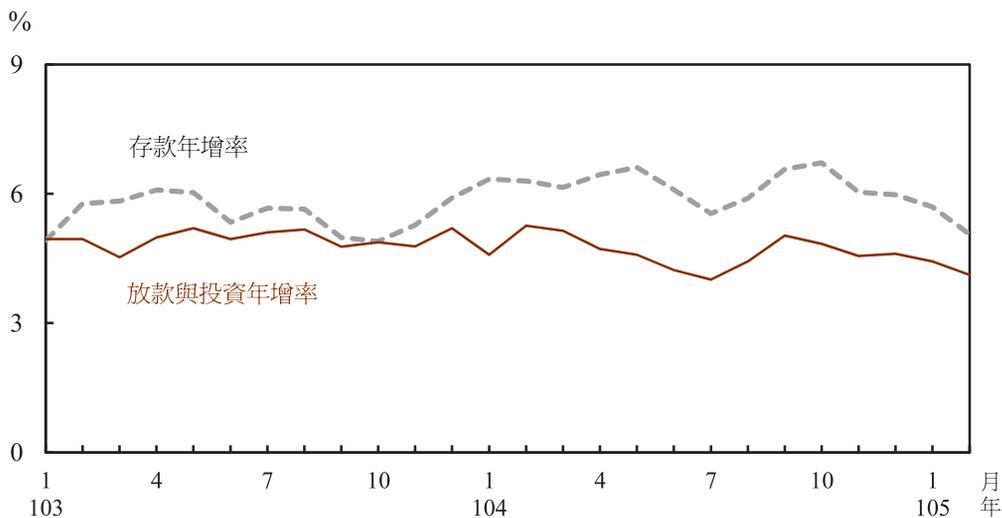
復以銀行致力拓展財富管理業務，部分資金流向保險公司，因而導致定期性存款年增率自104年第3季底的6.72%開始下滑至第4季底的5.15%，105年2月底年增率續跌至4.21%。

政府存款方面，104年第4季因地方政府資金調度需求及機關專戶存款增加，致政府存款年增率由104年第3季底之1.51%升至第4季底之15.51%。此外，105年1月為年終獎金發放時期，其他貨幣機構之政府存款餘額減少，致1月底全體貨幣機構之政府存款餘額減少，年增率降至10.78%；2月底因機關存款增加幅度大，致政府存款2月年增率再度走升為13.40%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由104年第3季底之34.50%升至第4季底之34.88%，定期性存款比重由104年第3季底之62.81%續降至第4季底之62.49%，政府存款比重由104年第3季底之2.68%稍微降至第4季底之2.64%。105年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為34.59%、62.93%及2.48%。

<sup>1</sup> 包括定期及定期儲蓄存款、外匯存款、郵政儲金、外國人新台幣存款、附買回交易餘額及貨幣市場共同基金。

圖2 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



## 伍、銀行放款與投資年增率下降

104年第4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2,795億元，其中放款增加2,253億元，投資增加541億元；放款與投資年增率由上季底之5.03%下降至4.61%，主要係因相對於上季底，第4季底對民間部門之債權成長減緩所致。105年1月底，由於對公營事業債權轉呈衰退，加以對民間部門之債權成長持續減緩，放款與投資年增率降至4.43%；2月底，對公營事業債權衰退幅度擴大，對政府及民間部門債權成長減緩，致放款與投資年增率續降至4.12%(圖2)。若包含人壽保險公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，104年第4季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之2.82%降至2.54%，105年1月底及2月底各續降至2.53%及2.13%。

就放款與投資之對象別觀察，104年第4季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率自上季底之5.42%降至4.69%，反映對民間部門放款成長減緩；對政府債權年增率則較上季底之4.52%增至4.89%，主要係銀行持有之政府公債增加；至於對公營事業債權則由衰退0.93%轉呈成長1.66%，主要係對其放款衰退幅度縮小，及對其證券投資持續成長所致。105年2月底對民間部門債權年增率降至4.24%，對政府及公營事業債權年增率則分別降至5.69%及-5.14%。比重方面，104年第4季底對民間部門債權比重由上季底之80.78%降至80.63%，105年2月底續降至80.01%；對政府債權比重由15.53%升至15.71%，105年2月底則續升至16.52%；對公營事業債權比重則由3.69%降至3.66%，105年2月底則續降至3.47%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，104年第4季底對民營企業放款餘額較上季底增加145億元，其中，對資訊及通訊傳播業、運輸及倉儲業分別增加342、126億元，對製造業放款減少277億元。105年2月底，全體銀行對民營企業放款餘額較第4季底減少502億元，其中，對製造業放款減少683億元為大宗，係因對電腦、電子產品及光學製品製造業、電子零組件製造業、以及金屬製品製造業分別減少256、115、以及

115億元，而使整體製造業放款大幅減少。就各業別比重而言，104年第4季底對服務業放款比重自上季底之52.85%升至53.21%，對製造業放款比重則自上季底之42.80%降至42.44%，對營造業放款比重則自上季底之2.93%升至2.96%。105年2月底對服務業放款比重較104年第4季底升至53.68%，對製造業放款比重續降至41.95%，對營造業放款比重則續升至2.99%。

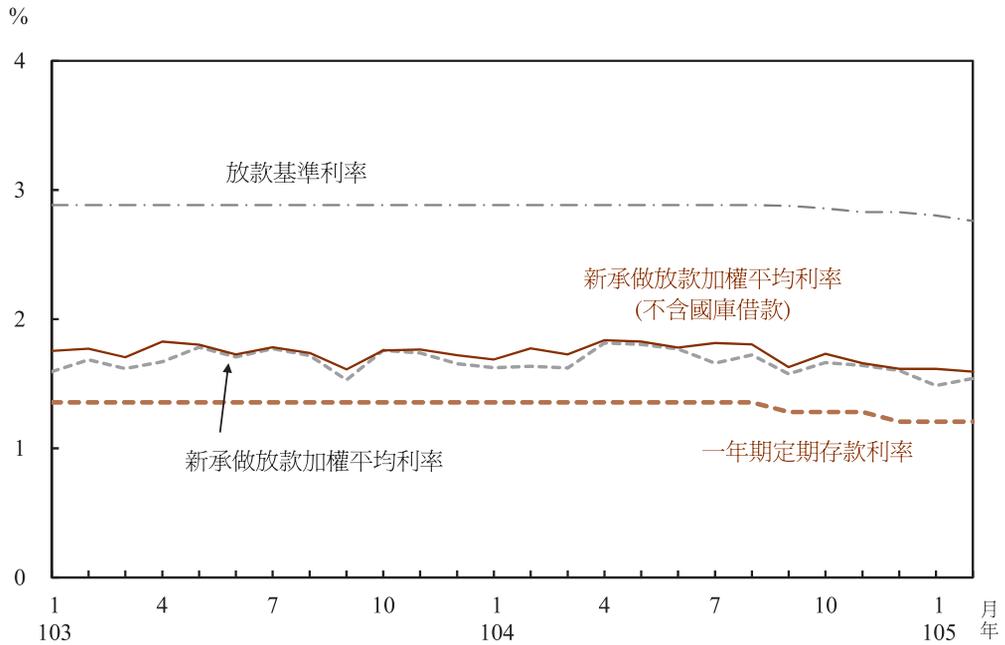
## 陸、銀行業利率下降

本行自104年9月調降政策利率以來，全球景氣復甦步調仍不如預期，國內經濟成長預測下修，在負的產出缺口擴大、通膨預期溫和下，爰於104年12月18日起再次調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為1.625%、2%及3.875%。受本行降息影響，104年第4季主要銀行存放款利率均呈現下降趨勢，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底之1.281%降至1.205%，至105年2月底維持不變；五大銀行平均放款基準利率方面，亦自上季底之2.877%，降至2.829%，105年2月再續降至2.760%。其後考量全球經濟仍存在下行風險，國內景氣雖可望改善，惟復甦力道

尚緩等因素，本行於105年3月25日三度調降政策利率各0.125個百分點，截至105年3月底，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.5%、1.875%及3.75%。

在新承做放款利率方面，五大銀行新承做放款加權平均利率自104年9月之1.575%上升至12月之1.602%，之後平均利率先降後升，主要受新承做政府借款金額先增後減，牽動週轉金貸款利率先降後升所致，105年2月平均利率為1.541%，較104年9月下降0.034個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自9月之1.627%下降至12月之1.615%，105年2月再續降至1.593%，較104年9月同樣下降0.034個百分點。

圖3 本國五大銀行平均利率



註：五大銀行係指臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀。

# 金融市場

## 壹、貨幣市場

104年第4季全球經濟表現不如預期，加以國內經濟成長動能減緩，在通膨無虞下，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持寬鬆的金融機構超額準備部位，繼9月後，再於12月18日及105年3月25日三度調降政策利率各0.125個百分點，引導金融業隔夜拆款加權平均利率逐步下滑。貨幣機構日平均淨超額準備由第3季平均之294億元上升至第4季平均之343億元，105年1至2月平均再升至435億元。

以下分別就104年10月至105年2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

104年第4季貨幣機構日平均淨超額準備平均為343億元，較第3季平均之294億元為高，市場資金大致呈現寬鬆情勢(圖1)。就各月資金情勢觀察，10月受稅款繳庫及公債發行等緊縮因素影響，日平均淨超額準備下降為330億元；11月因公債還本付息、各項社會福利支出補助款及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升至355億元；12月復受稅款繳庫、公債及國庫券發行，以及本行定存單發行等緊縮因素影

響，日平均淨超額準備下降為344億元；105年1月受農曆春節前資金需求、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備上升至462億元；2月份則因政府發行公債及國庫券、稅款繳庫，以及農曆春節後，通貨回籠，本行發行定存單等因素影響，日平均淨超額準備下降為408億元。

### 二、利率走勢

在全球景氣復甦步調仍不如預期，國內景氣復甦力道尚緩，以及近期主要國家多採取擴大寬鬆貨幣政策的情況下，本行分別於104年12月及105年3月2次調降政策利率各0.125個百分點，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，分別由104年9月底之1.75%、2.125%及4%調降為105年3月底之1.5%、1.875%及3.75%。

由於國內景氣走緩，廠商資金需求薄弱，致貨幣市場資金寬鬆，為維持物價及金融穩定，本行持續發行定期存單，收回市場游資。由於市場資金充裕，第4季金融業隔夜拆款利率自10、11月之0.301%，隨本行調降政策利率，12月降至0.275%，105年2月再逐步下滑至0.202%(表1)。至於票券市

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

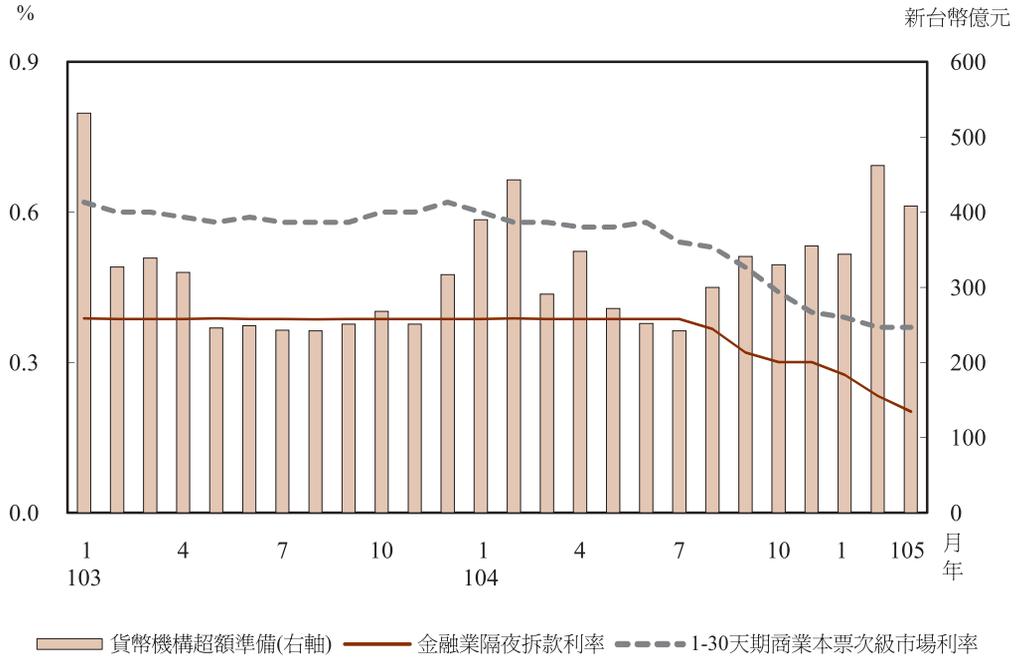


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 <sup>註</sup>				
		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
102	0.386	0.78	0.81	0.77	0.67	0.69	0.73	0.870	0.930	1.050	0.656	0.769
103	0.387	0.77	0.80	0.78	0.60	0.62	0.69	0.870	0.930	1.050	0.575	0.786
104	0.353	0.76	0.82	0.73	0.52	0.58	0.63	0.842	0.911	1.031	0.502	0.617
104/ 1	0.387	0.79	0.86	0.83	0.60	0.64	0.78	0.836	0.930	1.050	0.596	0.793
2	0.388	0.79	0.87	0.80	0.58	0.64	0.72	0.870	0.930	1.050	0.591	—
3	0.387	0.78	0.87	0.79	0.58	0.63	0.70	0.845	0.930	1.050	0.585	0.778
4	0.387	0.78	0.87	0.80	0.57	0.65	0.71	0.870	0.930	1.050	0.571	0.755
5	0.387	0.77	0.82	0.78	0.57	0.64	0.67	0.870	0.930	1.050	0.557	0.728
6	0.387	0.80	0.87	0.71	0.58	0.61	0.64	0.870	0.930	1.050	0.540	0.698
7	0.387	0.78	0.85	0.74	0.54	0.62	0.68	0.867	0.930	1.050	0.519	0.669
8	0.367	0.78	0.85	0.72	0.53	0.58	0.59	0.866	0.930	1.050	0.494	0.619
9	0.320	0.77	0.80	0.65	0.49	0.53	0.55	0.858	0.922	1.040	0.447	0.553
10	0.301	0.71	0.77	0.69	0.44	0.49	0.56	0.796	0.860	0.980	0.417	0.505
11	0.301	0.67	0.75	0.63	0.40	0.45	0.48	0.795	0.860	0.980	0.389	0.465
12	0.275	0.67	0.69	0.60	0.39	0.43	0.42	0.772	0.836	0.952	0.384	0.464
105/ 1	0.233	0.63	0.65	0.57	0.37	0.40	0.42	0.682	0.790	0.910	0.351	0.427
2	0.202	0.64	0.72	0.52	0.37	0.41	0.42	0.699	0.790	0.910	0.349	0.428

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。

場短期利率方面，各天期利率亦普遍呈現下降趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由9月之0.77%下降至105年2月之0.64%，次級市場利率則由0.49%下降至0.37%；同期間，31-90天期發行利率由0.80%下降至0.72%，次級市場利率亦由0.53%下降至0.41%。

### 三、票券流通餘額

105年2月底票券流通餘額合計為1兆

8,700億元，較第3季底增加1,831億元(表2)。其中以商業本票增加997億元最多，主要係票券市場短期利率持續維持低檔，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資，致商業本票餘額走揚。至於國庫券增加887億元，主要係配合國庫農曆年關資金調度需要，發行金額較償還金額為多所致。另可轉讓定期存單餘額較第3季底減少49億元；銀行承兌匯票則變動不大。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合計			國庫券			市庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
102	98,090	96,127	16,502	3,246	3,050	2,146	-	-	-	88,274	86,518	11,992	235	235	42	6,335	6,323	2,323
103	108,406	108,496	16,412	2,449	3,294	1,300	100	100	0	99,195	98,119	13,068	241	240	43	6,422	6,743	2,002
104	115,128	114,763	16,777	2,337	2,737	900	0	0	0	104,260	103,862	13,466	208	215	35	8,323	7,949	2,376
104/ 1	9,931	8,650	17,694	537	0	1,837	0	0	0	9,058	8,206	13,921	18	15	45	318	429	1,891
2	7,428	7,308	17,814	300	200	1,937	0	0	0	6,640	6,533	14,027	16	18	43	472	557	1,806
3	10,962	10,974	17,802	350	550	1,737	0	0	0	9,973	9,816	14,185	21	23	41	618	584	1,839
4	10,588	9,891	18,500	250	200	1,787	0	0	0	9,622	9,227	14,580	19	18	42	697	446	2,091
5	9,242	10,076	17,665	0	300	1,487	0	0	0	8,621	9,018	14,183	18	14	46	603	745	1,949
6	8,830	9,788	16,707	0	700	787	0	0	0	8,426	8,721	13,888	18	23	41	386	344	1,991
7	9,691	9,553	16,845	300	250	837	0	0	0	8,440	8,828	13,501	18	20	40	932	456	2,468
8	9,644	9,021	17,467	250	0	1,087	0	0	0	7,784	8,015	13,270	18	19	39	1,592	988	3,072
9	9,297	9,894	16,870	0	0	1,087	0	0	0	8,639	8,532	13,377	15	14	39	643	1,348	2,367
10	9,432	9,707	16,594	0	287	800	0	0	0	9,033	8,650	13,759	16	17	39	383	753	1,997
11	9,342	9,556	16,381	0	250	550	0	0	0	8,420	8,547	13,632	15	19	34	908	740	2,165
12	10,742	10,346	16,777	350	0	900	0	0	0	9,604	9,770	13,466	16	15	35	772	561	2,376
105/ 1	11,133	9,436	18,474	874	0	1,774	0	0	0	9,383	8,675	14,174	15	13	37	862	748	2,490
2	8,166	7,940	18,700	200	0	1,974	0	0	0	7,358	7,158	14,374	13	15	35	596	767	2,318

## 貳、債券市場

104年第4季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債1,250億元，與上季持平；公司債方面，發行規模為365億元，較上季減少720億元，主要因市場預期利率將持續走跌所致；金融債券方面，金融機構發債總額為189億元，較上季減少175億元，主要目的為中長期授信業務需求及充實資本適足率；至於外國債券及國際債券方面，104年第4季外國機構在台發行總額折合新台幣為2,071億元，較上季減少476億元。

債券流通市場方面，104年第4季債券交易量為17兆4,582億元，較上季減少8,366億元或4.57%，主要因上市及上櫃公司於年底為改善資產負債結構，降低債券需求所致。

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

104年第4季中央政府發行甲類建設公債1,250億元，發行年期有5年、10年及20年期。就各期別公債得標利率觀察，5年期公債發行得標利率較上季下降14個基本點，10年期公債發行得標利率較上季上升1個基本點，主要因104年第4季第一次10年期增額公債於11月10日標售時，流通市場利率較高所致；就行業得標比重觀察，第4季平均仍以銀行業得標比重為最高62.24%，其次為證券業的24.12%，再次為保險業的9.52%，至於票券業平均只標得4.12%。累計至第4季底，中央政府公債發行餘額為5兆4,788億元，較上季底增加1,250億元或2.33%，至105年2月

表3 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標 利率(%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
△104甲13	104.10.15	5	350	0.845	56.72	30.86	6.71	5.71
104甲14	104.10.26	20	300	1.843	61.34	9.50	2.83	26.33
※104甲12	104.11.13	10	300	1.199	67.34	27.00	2.33	3.33
※104甲12	104.11.13	10	300	1.199	67.34	27.00	2.33	3.33

※為增額公債；△為可分割公債。

底發行餘額則為5兆4,587億元。

### (二) 直轄市政府公債

104年第4季未發行直轄市政府公債。

105年2月底發行餘額為906億元，其中，台北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分別為390億元及516億元。

表4 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券及 國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
102	12,686	82,891	6,419	50,682	0	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	1,351	424	494
103	19,741	94,253	6,753	53,385	-	1,017	3,604	20,130	3,975	12,736	85	1,187	5,324	5,799
104	20,902	104,670	6,053	54,788	82	906	2,684	20,042	1,963	12,859	0	945	10,120	15,130
104/ 2	2,458	96,625	635	53,488	-	1,017	85	20,181	132	12,838	-	1,081	1,607	8,019
3	2,482	97,449	750	52,938	-	1,017	244	20,254	358	13,018	-	1,079	1,130	9,143
4	962	97,806	300	53,238	82	1,099	89	20,151	106	12,791	-	1,000	386	9,527
5	2,016	99,445	600	53,838	-	1,099	255	20,227	179	12,787	-	988	982	10,506
6	2,309	100,957	600	54,438	-	993	397	20,401	529	12,864	-	982	783	11,279
7	1,673	101,257	600	53,938	-	993	329	20,474	27	12,880	-	980	717	11,991
8	1,752	102,201	300	53,938	-	993	528	20,766	136	12,976	-	978	789	12,550
9	1,821	102,783	350	53,538	-	993	229	20,789	202	13,140	-	977	1,041	13,347
10	1,889	104,185	650	54,188	-	993	126	20,778	58	13,111	-	949	1,055	14,166
11	551	104,302	300	54,488	-	906	181	20,738	12	13,004	-	945	58	14,222
12	1,435	104,670	300	54,788	-	906	58	20,042	119	12,859	-	945	958	15,130
105/ 1	1,774	104,750	650	54,288	-	906	141	19,847	257	12,908	-	946	727	15,854
2	2,127	106,526	299	54,587	-	906	9	19,545	65	12,951	-	935	1,754	17,601

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) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」。

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

### (三) 公司債

104年第4季公司債發行總額為365億元，較上季減少720億元或66.34%，主要因

市場預期利率將持續走跌所致。就發行內容觀察，前六大發債公司為鴻海、遠東新世紀、陽明海運、遠鼎、力麒及應華，合計發

債金額為265億元，占發行總額72.56%；就債券發行期限觀察，以5年期券占64.62%為最大宗，其次為3年期券的25.52%。截至第4季底，公司債發行餘額為2兆42億元，較上季底減少747億元或3.59%，至105年2月底發行餘額為1兆9,545億元。

#### (四) 金融債券

金融債券係指本國銀行、外國及大陸銀行在台分行發行以新台幣或外幣計價之債券。104年第4季有9家本國銀行發行以新台幣及美元計價之金融債券，總金額為189億元，較上季減少175億元或48.13%。新台幣計價之金融債券，以次順位債券為主，發行目的主要為中長期授信業務需求及充實資本適足率，發行期間主要為7年期、8年期、10年期及無到期日，分別占16.60%、22.24%、37.07%及24.09%；美元計價之金融債券，均在10月發行，以第一順位債券為主，發行目的主要預期年底美國將升息，長期美元可能走強，為籌措中長期美元資金，以支應外幣中長期放款，發行期間為30年期及無到期日，分別占74.1%及25.9%。累計至104年第4季底，金融債券發行餘額為1兆2,859億元，較上季底減少281億元或2.14%，至105年2月底發行餘額則增至1兆2,951億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

104年第4季資產證券化受益證券商品無新案發行，累計至第4季底資產證券化受益證券發行餘額為945億元，較上季底減少32

億元或3.30%，至105年2月底發行餘額續減至935億元。

#### (六) 外國債券及國際債券

外國債券係指外國機構在台發行以新台幣計價之公司債，目前流通在外之外國債券，均為在台上市櫃之境外公司所發行之可轉換公司債。104年第4季外國債券發行總額為16億元，較上季減少12億元或43.64%，累計至104年第4季底，外國債券發行餘額為96億元，較上季底增加4億元或4.18%。至105年2月底發行餘額減為新台幣86億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。104年第4季國際債券發行總額折合新台幣為2,056億元，較上季減少464億元或18.42%。就國際債券發行幣別觀察，美元及人民幣債券發行總額折合新台幣分別為1,990億元及66億元，占國際債券總發行額分別為96.81%及3.19%。累計至104年第4季底，國際債券發行餘額折合新台幣為1兆5,034億元，較上季底增加1,780億元或13.43%。至105年2月底發行餘額增為新台幣1兆7,515億元。

## 二、流通市場

104年第4季以來，由於經濟成長率低於預期，景氣明顯趨緩，市場預期利率走跌，加以本行於12月18日降息，致國內各期別指標公債殖利率均下滑，其中10年期指標公債殖利率由第3季底為1.14%，下跌至當季底

為1.02%。105年1月及2月平均殖利率分別為1.01%及0.86%。

因上市及上櫃公司於年底為改善資產負債結構，降低債券需求，致104年第4季國內整體債市交易金額降為17兆4,582億元，較上季減少8,366億元或4.57%，其中，買賣斷交易減少9,516億元或22.22%，附條件交易增加1,150億元或0.82%。若就交易比重觀察，附條件交易金額占交易總額比重由上季之76.6%上升至當季之80.9%，買賣斷交易金

額占交易總額比重則由上季之23.4%下降至當季之19.1%。若就各類債券交易來看，105年第4季以政府公債交易比重占68.52%為最高，交易金額為11兆9,628億元，其次依序為公司債4兆6,348億元、金融債券5,843億元、外國債券與國際債券2,709億元及資產證券化受益證券54億元。105年1月至2月債券累計交易金額為10兆964億元，較上年同期增加521億元或0.52%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

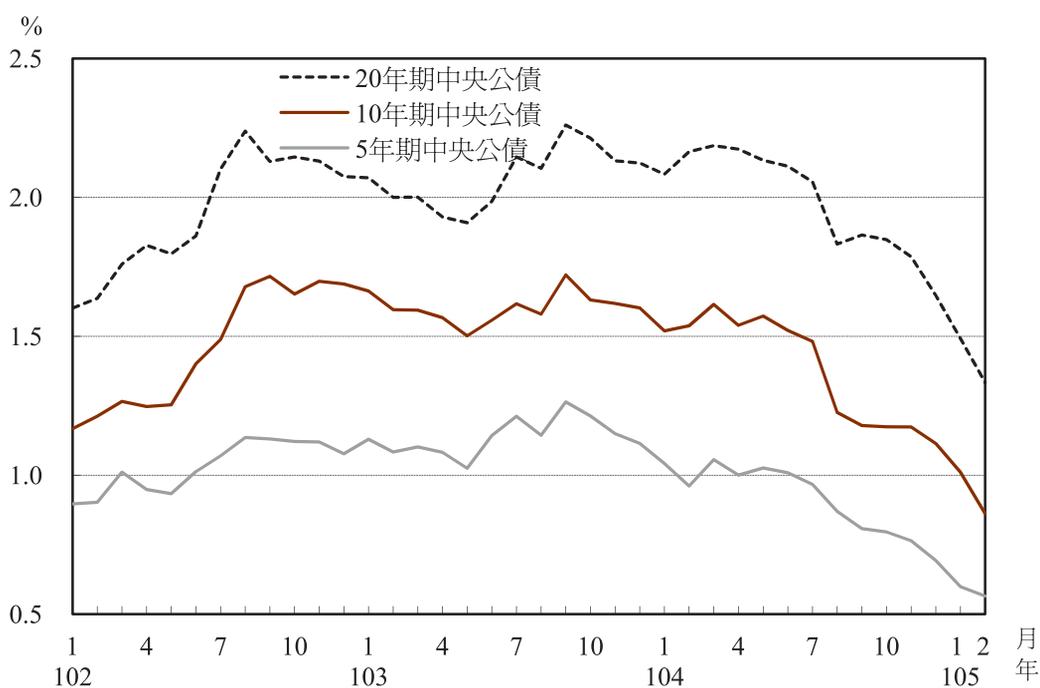


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

單位：新台幣億元

年 / 月	總成交金額	買 賣 斷		附條件交易	
		金 額	比重 (%)	金 額	比重 (%)
102	692,261	136,953	19.8	555,308	80.2
103	680,324	147,060	21.6	533,264	78.4
104	677,257	154,143	22.8	523,114	77.2
104/ 2	38,854	8,247	21.2	30,607	78.8
3	63,697	17,174	27.0	46,523	73.0
4	53,259	11,664	21.9	41,594	78.1
5	50,486	12,352	24.5	38,134	75.5
6	51,842	12,882	24.8	38,960	75.2
7	55,876	13,376	23.9	42,500	76.1
8	66,014	16,806	25.5	49,209	74.5
9	61,057	12,640	20.7	48,417	79.3
10	58,853	11,051	18.8	47,802	81.2
11	54,604	11,173	20.5	43,431	79.5
12	61,125	11,082	18.1	50,043	81.9
105/ 1	62,737	17,829	28.4	44,909	71.6
2	38,227	9,117	23.9	29,110	76.1

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表6 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合 計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券及 國際債券
			普通	可轉換			
102	692,261	514,905	148,634	8,070	19,485	764	403
103	680,324	497,765	142,969	7,539	24,833	895	6,324
104	677,257	457,787	173,969	6,505	25,743	347	12,907
104/ 2	38,854	24,221	10,990	386	1,584	29	1,644
3	63,697	42,995	16,096	683	2,506	52	1,365
4	53,259	35,938	13,846	613	2,109	27	725
5	50,486	32,995	13,092	584	2,437	21	1,357
6	51,842	33,071	14,613	562	2,491	32	1,073
7	55,876	36,875	15,003	560	2,132	43	1,262
8	66,014	46,793	15,329	493	2,485	22	893
9	61,057	41,868	15,141	475	2,261	32	1,280
10	58,853	39,786	15,342	474	1,995	16	1,240
11	54,604	37,784	14,035	497	1,854	16	417
12	61,125	42,058	15,461	539	1,994	21	1,052
105/ 1	62,737	44,511	13,764	562	2,258	12	1,630
2	38,227	24,346	9,759	354	1,743	12	2,013

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

註：自99年4月起，各類債券交易資料包含買賣斷及附條件交易；之前，因缺乏詳細資料，附條件交易均歸入「政府債券」。

## 參、股票市場

104年10月以來，在國際主要股市回穩及國安基金護盤下，台股緩步走升至11月4日之8,857點。爾後，由於歐美股市及國際油價下挫，加以我國內外需表現不佳，使得台股震盪走跌。105年初以來，受到全球股市重挫、油價續跌、外資賣超台股等利空因素衝擊，台股指數跌至1月21日之7,664點。之後在國際主要股市彈升、油價回溫及外資買超下，台股走揚至2月底之8,411點，較104年9月底上漲2.81%(圖3)。

### 一、大盤股價指數變動

104年10月份股市走升，10月底加權指數較上月底上漲4.56%。此期間主要利多因素包括：1.國際股市走升；2.市場預期Fed可能延後升息；3.進入消費旺季及百貨公司周年慶。

104年11月份股市走跌，11月底加權指數較上月底下跌2.73%。此期間主要利空因素包括：1.Fed年底前升息可能性提高，國際股市表現不佳；2.國內出口、外銷訂單及工業生產等經濟指標持續衰退；3.MSCI調降台股權重。

104年12月份股市先跌後升，12月底加權指數較上月底上漲0.21%。12月1日至14日股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.市場預期本月Fed將升息；2.歐美股市及國際

油價均大跌；3.內外需表現不佳。12月中起台股反轉回升，此期間主要利多因素包括：1.我國央行降息半碼；2.國際股市反彈回升；3.外資回補台股。

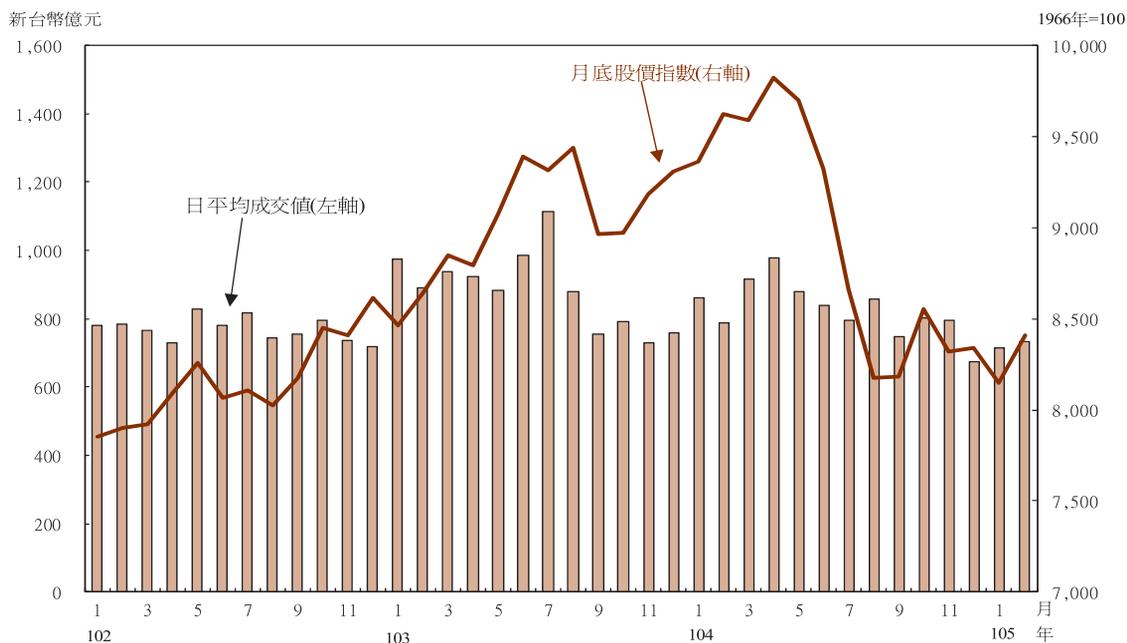
105年1月份股市先跌後升，1月底加權指數較上月底下跌2.31%。1月4日至21日股市走低，此期間主要利空因素包括：1.全球股市重挫；2.油價續跌；3.中東緊張情勢升高、北韓試爆核武；4.外資賣超台股。1月下旬台股反轉回升，此期間主要利多因素包括：1.歐洲央行擬擴大寬鬆及日本央行實施負利率；2.油價回溫，全球股市彈升；3.選後不確定因素消除。

105年2月份股市走升，2月底加權指數較上月底上漲3.27%。此期間主要利多因素包括：1.國安基金及政府基金持續護盤；2.市場預期Fed可能降低本年升息機率及次數，外資回流買超台股；3.消費者信心指數回升。

### 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動(表7)，104年10月份多數類股上漲。其中以生技醫療類股延續漲勢，上漲13.85%最多；塑膠類股及化學類股由於進入第四季旺季，加上塑化產品報價回溫，分別上漲11.25%及10.74%；汽車類股在車商推出舊換新購車補貼優惠下，買氣回

圖3 集中市場價量變動趨勢



籠，致股價上漲10.01%。

104年11月份多數類股下跌。由於經濟部表示，年底前可能不會簽署兩岸或貿協議，致傳產股普遍走跌，其中以水泥類股下跌16.36%最多；航運類股因海運需求疲弱，運價崩跌，長榮、陽明等貨運公司虧損擴大，致股價下跌11.96%；生技醫療類股則持續大漲15.77%。

104年12月份多數類股上漲。其中以玻璃陶瓷類股上漲10.55%最多；航運類股因跌深反彈，上漲6.86%；塑膠類股受惠國際油價止跌回升及年底集團作帳，上漲4.32%；生技醫療類股則因漲多拉回，致股價下跌7.41%。

105年1月份多數類股下跌。其中汽車類

股因銷售不如預期，下跌8.55%最多；建材營造類股隨國內房市價量聯袂下滑，致股價下跌7.43%；由於國際股匯市波動劇烈，金融保險業者持有的風險性資產(如TRF)可能面臨虧損，外資大幅賣超該類股，致股價下跌7.29%；觀光類股則受到中國大陸限縮來台觀光人數衝擊，下跌5.64%。

105年2月份除了觀光及汽車類股分別續跌1.94%及0.28%外，其餘類股均上漲。其中鋼鐵類股受惠於台南地震災後重建拉貨、中國大陸宣布庫存與產能改革，以及國際報價反彈等因素影響，上漲13.87%最多；橡膠類股需求回溫，價格持續走揚，致股價上漲7.52%；電器電纜類股則因今年冬天潮濕多雨，造成除濕機大賣，股價上漲7.06%。

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
104年9月底	8181.2	316.4	1018.4	117.0	1312.8	197.0	601.9	139.9	28.3	32.7	147.7
104年10月底	8554.3	329.7	1056.7	124.7	1311.4	219.2	594.6	151.6	30.6	34.6	155.9
104年11月底	8320.6	325.8	1023.9	104.3	1287.7	206.6	544.3	143.5	28.2	31.6	149.0
104年12月底	8338.1	327.7	992.1	100.5	1321.7	215.6	551.1	141.8	28.8	34.9	150.0
105年1月底	8145.2	323.8	919.8	97.6	1317.1	210.0	541.8	142.8	28.0	33.4	143.0
105年2月底	8411.2	335.1	923.4	104.2	1365.9	222.2	541.9	150.0	30.0	34.9	145.9
104年10月底 與上月底比%	+4.56	+4.22	+3.76	+6.64	-0.11	+11.25	-1.23	+8.36	+7.87	+5.72	+5.60
104年11月底 與上月底比%	-2.73	-1.20	-3.11	-16.36	-1.81	-5.72	-8.45	-5.35	-7.69	-8.71	-4.46
104年12月底 與上月底比%	+0.21	+0.60	-3.10	-3.70	+2.64	+4.32	+1.23	-1.19	+2.06	+10.55	+0.68
105年1月底 與上月底比%	-2.31	-1.19	-7.29	-2.90	-0.35	-2.56	-1.68	+0.70	-2.67	-4.19	-4.68
105年2月底 與上月底比%	+3.27	+3.46	+0.39	+6.81	+3.71	+5.81	+0.01	+5.01	+7.06	+4.52	+2.02

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
104年9月底	75.9	281.0	254.6	232.8	68.3	115.8	198.0	100.4	85.5	67.0	250.0
104年10月底	78.5	302.1	280.0	244.0	71.4	116.8	207.8	101.5	94.6	76.3	255.4
104年11月底	73.0	284.9	265.8	229.8	62.9	113.8	205.0	99.2	92.3	88.3	245.1
104年12月底	73.1	277.3	272.5	227.9	67.2	118.5	201.8	101.3	91.3	81.8	241.8
105年1月底	72.3	275.8	249.2	211.0	64.1	111.8	203.9	104.8	89.9	79.3	234.1
105年2月底	82.4	296.5	248.5	218.6	65.6	109.7	208.2	108.0	93.9	80.3	240.1
104年10月底 與上月底比%	+3.39	+7.49	+10.01	+4.81	+4.54	+0.79	+4.95	+1.09	+10.74	+13.85	+2.14
104年11月底 與上月底比%	-6.99	-5.70	-5.10	-5.82	-11.96	-2.55	-1.33	-2.25	-2.48	+15.77	-4.01
104年12月底 與上月底比%	+0.22	-2.67	+2.53	-0.80	+6.86	+4.18	-1.59	+2.12	-1.12	-7.41	-1.36
105年1月底 與上月底比%	-1.11	-0.54	-8.55	-7.43	-4.63	-5.64	+1.06	+3.49	-1.46	-3.05	-3.18
105年2月底 與上月底比%	+13.87	+7.52	-0.28	+3.62	+2.42	-1.94	+2.10	+3.00	+4.37	+1.31	+2.58

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，除了104年10月及105年2月因國際股市走升及市場預期Fed可能延後升息，外資回流亞洲新興市場，買超台股外，104年11月至105年1月均因國際股市出現跌勢，致外資連續賣超台股。

投信法人方面，除104年10月出現買超

外，104年11月至105年2月則為了年底作帳需要及因應投資人贖回壓力下，促使投信法人賣超台股。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超。104年12月因台股回升，致自營商買超，104年10、11月及105年1、2月自營商均出現賣超。

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
103年全年	3,546	-381	-4	3,161
104年全年	462	-352	-566	-456
104年 2月	966	-13	-28	925
104年 3月	-428	-142	56	-514
104年 4月	1,002	-53	139	1,088
104年 5月	311	-17	-39	255
104年 6月	-847	-30	-158	-1,035
104年 7月	-507	35	-261	-733
104年 8月	-571	18	-143	-696
104年 9月	-62	-48	-32	-142
104年10月	663	15	-40	638
104年11月	-432	-60	-73	-565
104年12月	-275	-51	46	-280
105年 1月	-595	-11	-131	-737
105年 2月	506	-17	-99	390

#### 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 104年10月16日，金管會將最低融券保證金成數由120%調回90%，並停止擴大補繳差額擔保品範圍之措施。
- (二) 104年11月17日，立法院三讀通過所得稅法部分條文修正草案，自105年1月1日起再度停徵證所稅。
- (三) 104年11月30日，金管會新制上路，包括：(1)擴大融資融券擔保品範圍，新增投信基金、期信基金及櫃買掛牌黃金；(2)擴增券商及證金公司的融券券源，未來可向客戶或同業借入有價證券。
- (四) 105年1月1日，公開發行公司申請初次上市(櫃)之承銷案件，除募資金額低於4億元或文創類股，其餘公開發行公司承銷方式即日起全數改採競價拍賣方式辦理。
- (五) 105年1月15日，即日起實施「個股訊息面暫停交易機制」，並同步實施股票期貨及選擇權契約相關處理措施。若上市櫃個股因訊息面暫停交易，相關期貨、選擇權契約會暫停交易並停止收單，待現貨恢復交易後才能再使用期貨、選擇權商品。
- (六) 105年1月18日，國安基金委員會議決議延長護盤至4月15日。
- (七) 105年2月1日，金管會放寬股市當日沖銷交易標的範圍，由377檔增至1,432檔。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

104年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為10月2日之33.156元，最高為10月19日之32.418元，差距為0.738元。季底新台幣對美元匯率為33.066元，較104年第3季底升值0.2%，對歐元、人民幣與日圓分別較第3季底升值3.0%、2.3%與0.5%，惟對韓元則貶值0.6%。

本季（105年第1季）底與上季（104年第4季）底比較，新台幣對美元及人民幣升值，對歐元、日圓與韓元貶值（圖4），對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）貶值0.2%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：上年底美國啟動升息，加上本年初美國經濟數據良好，致外資匯出，新台幣對美元匯率自1月4日33.236元高點走跌，嗣因台灣經濟表現不佳，出口衰退，新台幣匯率持續偏弱，1月21日新台幣對美元匯率貶至33.838元低點。隨後，歐洲央行(ECB)總裁德拉吉暗示3月可能擴大寬鬆政策，且日本央行於1月29日採行負利率政策，以及聯準會(Fed)維持利率不變，國際資金流入亞洲新興市場；加上2月美國經濟數據轉弱，Fed主席葉倫表示，中國大陸經濟展望趨緩加上全球金融市場動盪，加深全球

成長風險，市場預期美國將暫緩升息，國際美元走跌，外資匯入。3月，ECB降息且擴大寬鬆，加上Fed維持基準利率不變，國際美元走弱，外資持續匯入，新台幣對美元匯率持續走升。本季底新台幣對美元匯率升至本季高點32.282元，較上季底升值2.4%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值1.4%。

新台幣對歐元匯率：上年底美國升息，國際美元走強，加上歐元區經濟不佳，1月6日歐元兌美元匯率貶至1.0730元低點。爾後，國際股市大跌加上中東地緣政治危機，歐元避險需求增溫，歐元轉呈升值。月底，Fed維持利率不變，美元轉弱，2月15日歐元兌美元匯率升至1.1211元。中旬之後，歐元區製造業數據表現不佳，加上英國脫離歐盟的議題紛擾，以及受到油價持續下跌影響，歐元區通縮疑慮升高，ECB重申寬鬆貨幣政策，3月3日歐元兌美元匯率貶至1.0870元。3月10日ECB決議調降利率，並擴大資產購買規模及範圍，惟表示將持續此一利率水準一段時間，歐元兌美元匯率回升，加上國際美元走弱，3月31日歐元兌美元匯率彈升至1.1344元高點。本季底新台幣對歐元匯率為36.6207元，較上季底貶值1.3%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季貶值1.9%。

新台幣對日圓匯率：年初國際股市大

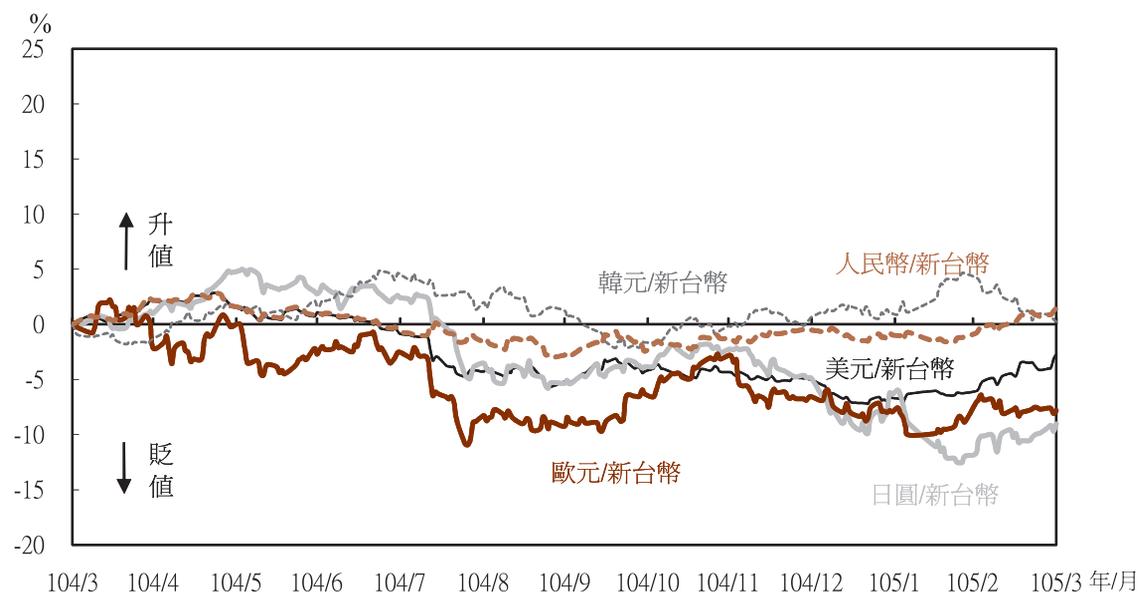
跌，日圓因避險需求增加而走升。隨後因日本上年12月貿易數據不佳，加上無預警推出負利率政策，日圓走跌，2月1日日圓對美元匯率貶至當季低點121.22元。爾後，因油價下跌、全球股市波動，避險需求增加，日圓對美元匯率轉呈升值。此外，Fed主席葉倫對未來全球景氣成長看法保守，市場預期Fed可能延後升息，國際美元走弱。2月24日日圓對美元匯率升至112.12元。3月，ECB降息且擴大資產購買範圍，國際資金匯入亞洲地區，加上美國維持基準利率，國際美元走弱，3月18日日圓對美元匯率升至111.34元高點。本季度新台幣對日圓較上季底貶值4.3%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值6.3%。

經濟表現不佳，股市大跌，1月7日人民幣對美元匯率跌至本季低點6.5939元。隨後因國際美元回貶，加上2月中國大陸貿易順差擴大，中國人民銀行重申人民幣並無貶值基礎，人民幣對美元匯率走升，2月15日達6.4944元高點。爾後，中國大陸持續對金融市場注入流動性，月底中國人民銀行調降金融機構存款準備率，人民幣走跌。3月初，中國大陸兩會登場，在政府維穩下，人民幣緩升，惟隨後因2月出口數據不如預期，人民幣反轉走貶。爾後，國際美元走弱，資金匯入亞洲，3月31日人民幣對美元匯率升至6.4676元高點。本季度新台幣對人民幣較上季底升值2.0%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值0.9%。

新台幣對人民幣匯率：年初，中國大陸

新台幣對韓元匯率：年初市場預期Fed

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與104/3/31比較)



升息，外資流出亞洲新興市場，加上中國大陸股市大跌，朝鮮半島緊張情勢升溫，韓元大跌。2月因南韓上年第4季經濟成長減緩，且出口持續衰退，韓元持續貶值，2月25日韓元對美元匯率跌至1,238.8元。爾後，中國大陸股市回穩，加上美國可能延緩升息，外資匯入亞洲新興地區，韓元轉升，3月31日韓元對美元匯率升至本季高點1,143.5元。本月底新台幣對韓元較上季底貶值0.4%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值2.3%。

## 二、外匯市場交易

104年11月至105年1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18,680.4億美元，較上期（104年8月至10月，以下同）減少9.1%，日平均交易淨額減為287.4億美元。其中，OBU外匯交易淨額為3,275.8億美元，較上期減少19.6%，占外匯市場交易比重17.5%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為8,338.5億美元，較上期減少1.0%；即期交易居次，交易量為7,692.6億美元，較上期減少13.5%；占外匯市場交易比重分別為44.6%及41.2%。匯率選擇權居第三，交易量為1,439.0億美元，占外匯市場交易比重為7.7%，較上期減少23.5%。遠匯交易居第四，交易量為1,060.0億美元，占外匯市場交易比

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)<sup>1</sup>

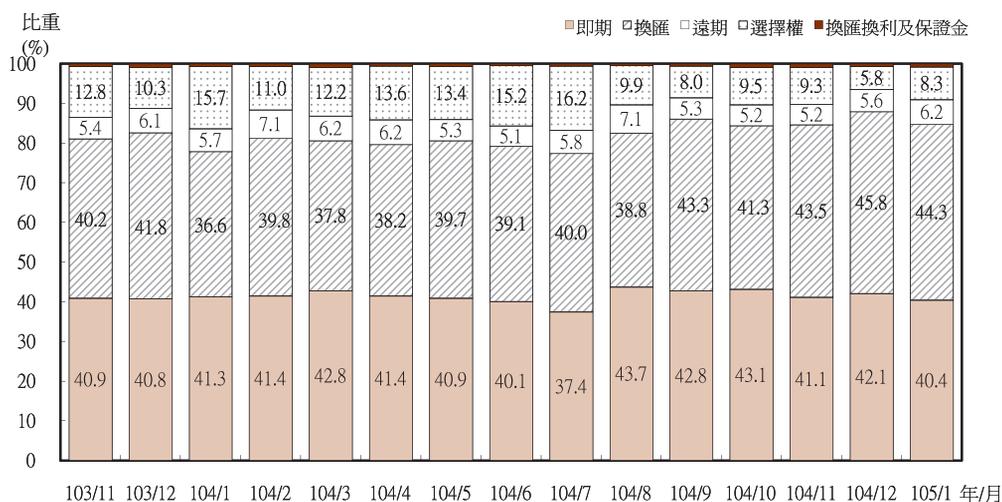
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	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 <sup>2</sup>	保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均 交易淨額
102	2,681,798	2,991,819	1,131,883	373,006	51,421	21,730	32,983	1,072,740	7,174,076	1,093,561	28,928
103	2,869,175	3,352,584	1,240,342	408,770	38,084	20,379	37,365	1,134,172	7,822,445	1,332,026	31,290
104	3,405,177	3,292,799	942,790	475,473	42,356	25,055	33,023	973,082	8,204,608	1,679,171	33,352
103 / 11	271,745	266,385	87,488	35,960	1,880	1,978	2,877	85,121	664,066	103,810	33,203
12	272,331	278,703	91,384	40,341	1,692	2,624	3,919	68,974	666,892	104,772	27,787
104 / 1	316,528	280,731	89,713	43,061	3,302	2,673	3,133	120,110	766,235	162,838	38,312
2	205,977	197,753	59,996	35,250	2,594	1,763	1,349	54,840	496,932	90,814	33,129
3	325,761	287,316	78,116	46,733	4,390	2,266	5,298	93,033	760,406	145,021	34,564
4	297,826	275,132	85,082	44,530	3,400	2,008	2,064	97,904	719,464	149,076	35,973
5	289,502	280,576	74,776	37,786	3,984	1,893	3,161	94,077	706,995	154,567	35,350
6	292,104	284,044	76,615	37,380	2,696	1,640	2,197	110,985	728,349	167,942	34,683
7	289,095	308,632	87,135	44,457	3,632	1,730	3,146	125,329	772,390	186,930	35,109
8	343,632	305,224	72,758	55,546	3,633	1,864	2,234	77,454	785,954	168,253	37,426
9	281,974	284,933	74,482	34,566	5,483	1,754	2,109	52,871	658,205	123,409	32,910
10	263,719	252,132	75,880	31,500	3,927	2,620	3,203	57,857	611,031	115,947	29,097
11	231,208	245,037	71,051	29,161	2,729	2,075	3,025	52,236	562,742	106,791	26,797
12	267,852	291,289	97,186	35,504	2,586	2,771	2,104	36,387	635,907	107,585	27,648
105 / 1	270,200	297,523	93,542	41,293	3,046	2,485	2,631	55,263	669,395	113,203	31,876

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，與匯率有關之衍生性金融商品交易均列於此表。

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

圖5 外匯交易-按交易類別

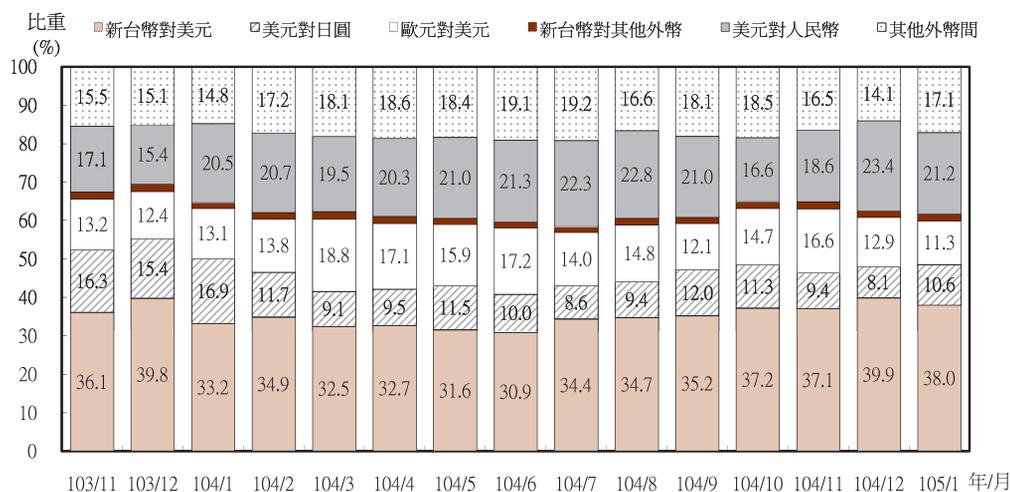


重為5.7%，較上期減少12.9%(表9及圖5)。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，104年11月至105年1月的交易比重為38.4%，較上期增加2.8個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.7%；外幣間的交易比重為59.9%，其中美元對人民幣

交易比重為21.2%，較上期增加0.8個百分點；歐元對美元交易比重為13.4%，較上期減少0.5個百分點；美元對日圓交易比重為9.4%，較上期減少1.4個百分點；其他外幣間的交易比重為15.9%，較上期減少1.7個百分點(圖6)。

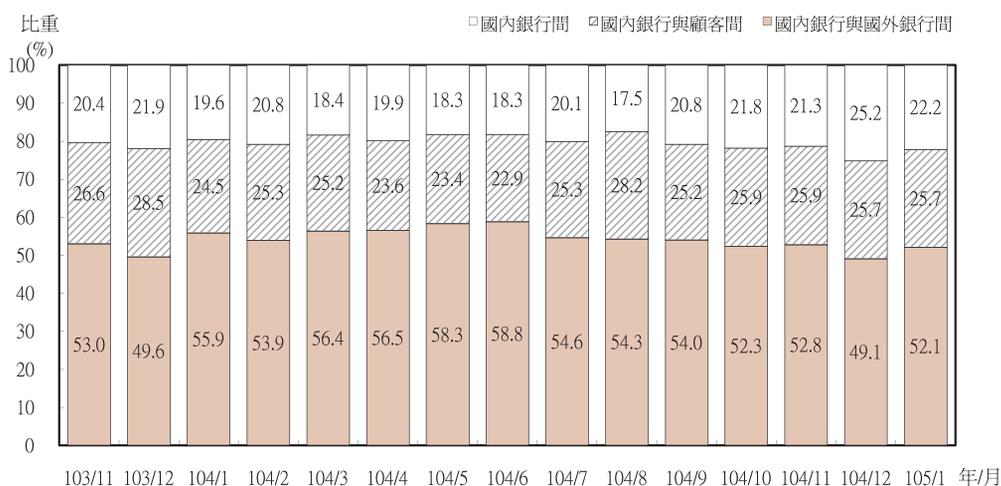
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，104年11月至105年1月交易比重為51.3%，惟較上期減少2.3個百分

點；國內銀行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別為25.8%及23.0%，分別較上期減少0.8個百分點及增加3.1個百分點(圖7)。

圖7 外匯交易-按交易對象別



### 三、銀行間換匯及外幣拆款交易

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

在新台幣與外幣換匯交易方面(表9)，104年11月換匯交易量為710.5億美元，較上月減少6.36%，主因市場預期Fed 12月升息的可能性升高，壽險業客戶傾向以長天期換匯交易鎖定目前較低避險成本，短天期交易比重下降，整體交易量因周轉率下降而減少。12月交易量為971.9億美元，較上月增加36.8%，係因中國大陸經濟成長減緩，國際油價持續下探，美國啟動升息，而我國央行再度降息等，市場對美元資產需求增加；此

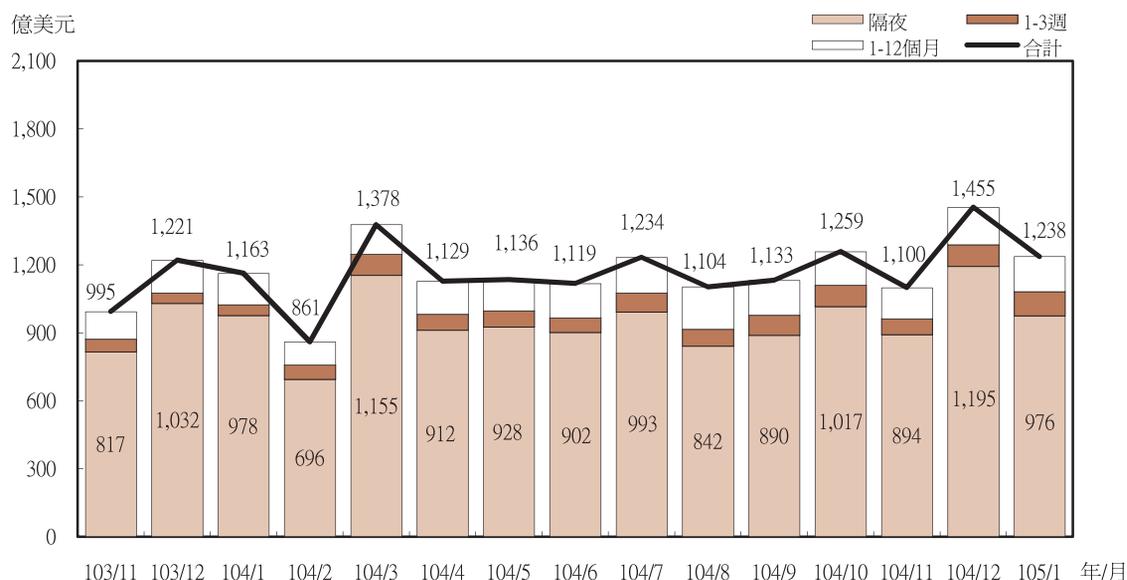
外，適逢跨年資金調度需求提高，致交易量提高。105年1月交易量為935.4億美元，較上月減少3.8%，主因市場雖預期Fed將延緩升息，惟長期升息的基調不變，故長天期換匯交易比重增加，周轉率下降，致整體交易量減少。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，104年11月外幣拆款交易量為1,099.8億美元，較上月減少12.7%，係因市場預期Fed將於12月升息而增加長天期資金拆借，短天期隔夜拆款相對減少，致整體拆款量因周轉率下降而減少。12月交易量為1,454.7億美元，較上月增加32.3%，係因年關將至，短天期跨年資金需求較多，拆款交易量因週轉率提

高而增加。105年1月交易量为1,237.5億美元，較上月減少14.9%，因市場預期美國長期升息基調不變，部分銀行增加長天期資金

拆借，隔夜資金拆借減少，加上銀行外幣存款減少，可用資金短絀，外幣拆款交易量因而下降。

圖8 外幣拆款市場月交易量



#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

104年11月至105年1月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為246.5億美元，較上期減少9.0%。其中，以外幣利率期貨金

額128.9億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的52.3%，較上期增加4.8個百分點；外幣換利交易居次，交易金額為103.5億美元，所占比重為42.0%，較上期增加3.6個百分點(表10)。

表10 匯率以外涉及外幣之衍生金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣 換利	外幣遠期 利率協議	外幣利率 選擇權	外幣利率 期貨	商品價格交 換及選擇權	股價指數 選擇權	信用衍生 商品	合計
102	37,042	523	3,040	115,636	5,488	1,758	1,517	165,004
103	43,179	22	1,657	122,236	3,870	302	1,401	172,666
104	42,763	4,928	2,152	56,088	4,058	486	1,122	111,596
103 / 11	5,365	0	271	5,407	204	16	130	11,392
12	4,056	0	159	2,640	170	2	133	7,160
104 / 1	5,430	700	293	3,691	455	42	309	10,921
2	3,993	0	56	3,598	251	32	16	7,946
3	6,108	600	672	6,364	306	29	87	14,166
4	2,443	1,600	146	7,084	283	14	109	11,679
5	3,492	0	165	6,696	342	16	46	10,757
6	1,357	0	60	6,112	241	247	55	8,073
7	3,680	0	268	5,301	633	50	58	9,990
8	5,570	2,000	195	7,139	390	8	168	15,469
9	1,880	28	160	2,271	372	6	114	4,832
10	2,950	0	51	3,446	276	11	56	6,789
11	3,411	0	52	2,503	248	14	67	6,295
12	2,450	0	34	1,882	262	17	36	4,681
105 / 1	4,494	0	237	8,507	229	9	199	13,675

## 五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化、國際化既定政策，以及促進外匯業務的健全發展，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。

為簡化程序，自104年11月27日起，凡兼營信託業務並已取得金融監督管理委員會金錢信託業務許可之指定銀行，於「電子支付機構管理條例」及相關子法之架構下辦理外幣特定單獨管理運用金錢信託業務，視為業經本行同意，無須再個別報請同意。

自104年12月24日起，國際保險業務分公司(OIU)從事「保險業辦理國外投資管理辦法」第3條之外幣擔保放款，訂定徵信核貸處理程序及風險管理規範者，視同業經本

行許可，無須再個別申請許可；惟須於首案開辦前函報本行備查，且本於「國際金融業務條例」之立法意旨，放款本息應以外幣收付，放款對象應為非居民。

為利財產保險業者滿足通商貿易安全所衍生之保險業務需求及協助其保單多元化發展，並納入保險業辦理擔任外幣聯合貸款案參加行之外幣放款相關規範，爰修正「保險業辦理外匯業務管理辦法」，並自本年3月23日生效。修正要點包括：(1)刪除外幣收付財產保險之保險標的以非屬中華民國境內不動產為限之限制，其業務範圍由主管機關另行規定。(2)規範保險業辦理擔任外幣聯合貸款案參加行之外幣放款業務申請程序及應遵循事項。

# 國際經濟金融情勢（民國104年第4季）

## 壹、概述

### 一、全球經濟下行風險升高

2015年第4季，美國景氣放緩，歐元區溫和復甦，日本經濟再現負成長，中國大陸經濟成長則持續下滑。全球經濟不確定性引

發國際金融市場劇烈震盪，經濟下行風險升高。2016年3月IHS Global Insight持續下修2016年全球經濟成長率預測值至2.6%，與2015年持平(表1)。

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2014	2015	2016	
			(1)	(2)
全球	3.4 (2.7)	3.1 (2.6)	3.4	2.6
先進經濟體	1.8 (1.8)	1.9 (1.9)	2.1	1.9
OECD國家	1.9 (1.8)	2.0 (2.0)	2.2	1.9
美國	2.4	2.4	2.6	2.3
日本	0.0	0.5	1.0	0.8
德國	1.6	1.7	1.7	1.9
英國	2.9	2.3	2.2	1.9
歐元區	0.9	1.6	1.7	1.6
台灣	3.92	0.75	2.6	1.7
香港	2.6	2.4	2.7	1.9
新加坡	3.3	2.0	2.9	1.5
南韓	3.3	2.6	3.2	2.6
東協五國	4.6	4.7	4.8	—
泰國	0.8	2.8	3.2	2.7
馬來西亞	6.0	5.0	4.5	4.5
菲律賓	6.1	5.8	6.3	5.7
印尼	5.0	4.8	5.1	4.5
越南	6.0	6.7	6.4	6.5
中國大陸	7.3	6.9	6.3	6.3
印度	6.9	7.0	7.5	7.5
新興市場暨開發中經濟體	4.6	4.0	4.3	—

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2014年及2015年之經濟成長率，全球及先進經濟體括弧外數字為IMF資料，OECD國家括弧外數字為OECD資料，括弧內數字均為IHS Global Insight資料；印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料；2016年經濟成長預測值(1)為IMF資料，僅OECD國家採用OECD資料，(2)為IHS Global Insight資料。

資料來源：IMF World Economic Outlook Update, January 2016、IMF World Economic Outlook, October 2015、OECD's Economic Outlook, November 2015、IHS Global Insight World Overview, March 2016

### 二、主要經濟體通膨低緩

2016年1月中旬，國際油價一度跌至

12年來新低，嗣因部分石油輸出國家組織(OPEC)會員國與俄羅斯初步達成凍產共識，

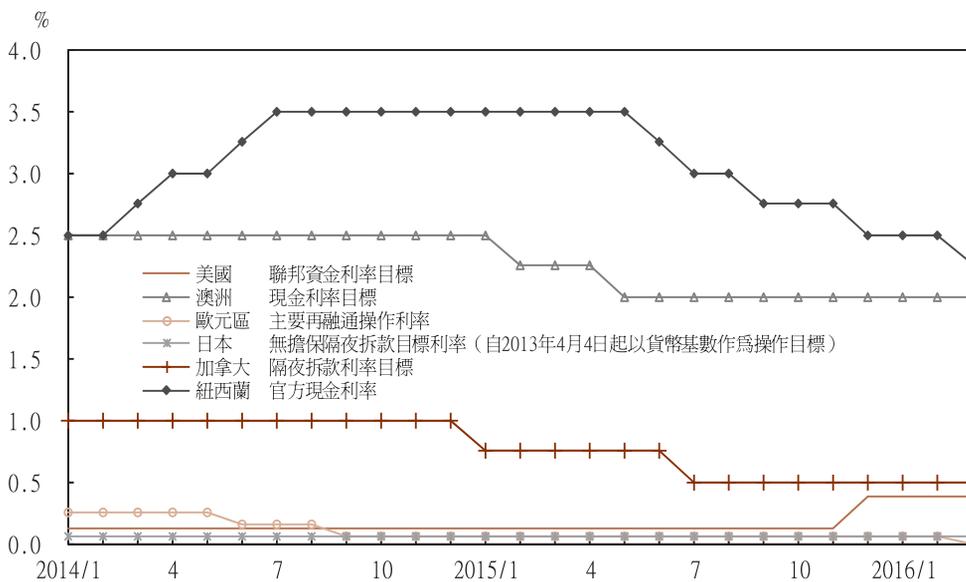
油價緩步回升；金價則因避險需求大增而上漲。由於大宗商品價格可望觸底回升，以及預期美、歐通膨將較2015年回溫，IHS Global Insight預測2016年全球通膨率由2015年之2.4%升至3.6%，惟主要經濟體通膨仍呈低緩。

### 三、Fed暫緩升息，ECB擴大寬鬆力度，日本央行採負利率

2015年12月美國聯準會(Fed)調升聯邦資金利率目標後，2016年3月政策利率目標

維持不變。歐洲央行(ECB)則為支撐經濟復甦，於2016年3月10日宣布降息及擴增購債規模與範圍，並推出「第二輪目標長期再融通操作」(TLTRO II)。日本央行為因應通縮壓力，除維持量質兼備寬鬆貨幣政策外，於2016年1月29日宣布自2月16日實施負利率政策。另為激勵景氣，中國大陸於2016年3月調降金融機構存款準備率0.50個百分點，印尼央行於同年1至3月三度調降政策利率，紐西蘭央行亦於3月降息(圖1、圖2)。

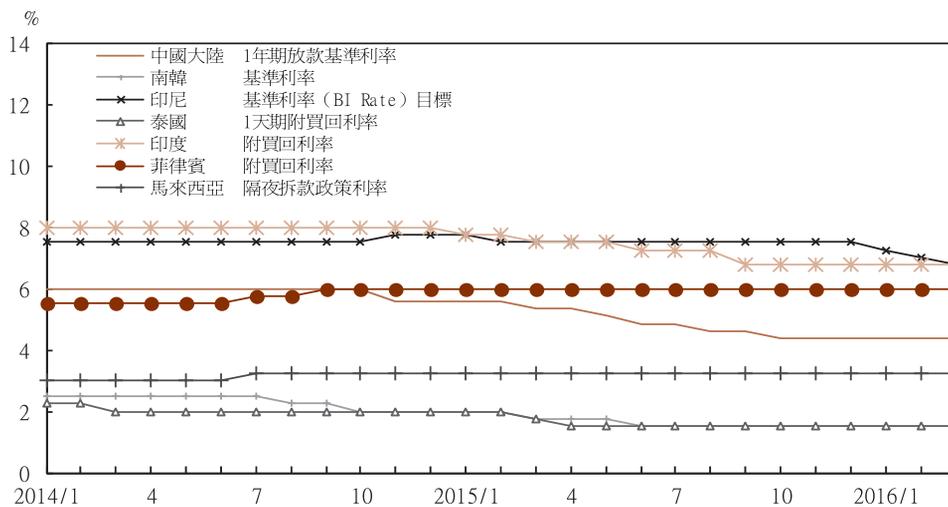
圖1 先進經濟體政策利率



註：美國及日本之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：各經濟體官網

圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



資料來源：各經濟體官網

## 貳、美國經濟成長力道放緩，通膨仍低，Fed未進一步升息

### 一、2016年經濟成長率下修

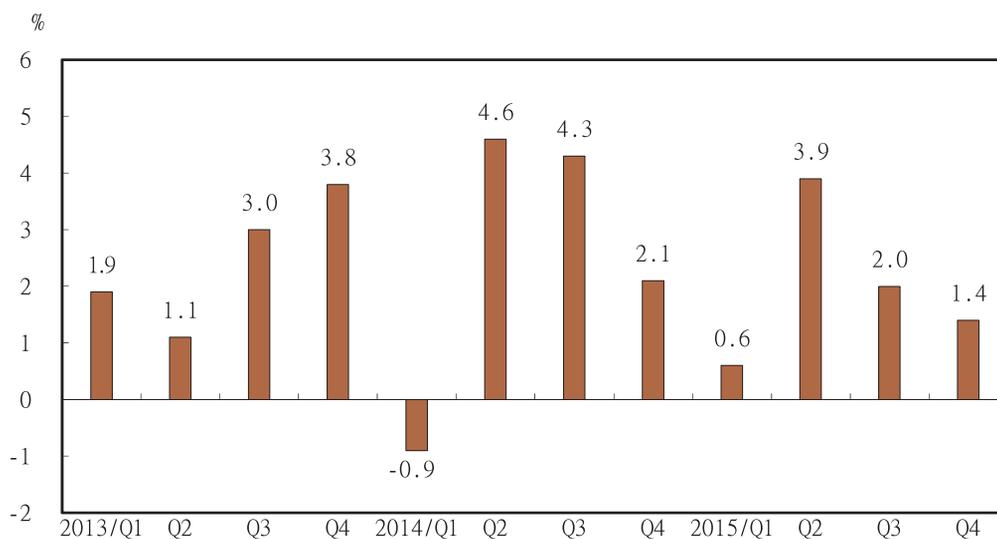
2.0%降至1.4%(與上季比，換算成年率) (圖

2015年第4季，因民間消費支出成長減

3)；全年則為2.4%，與2014年持平。

緩及輸出衰退，美國經濟成長率由第3季之

圖3 美國經濟成長率

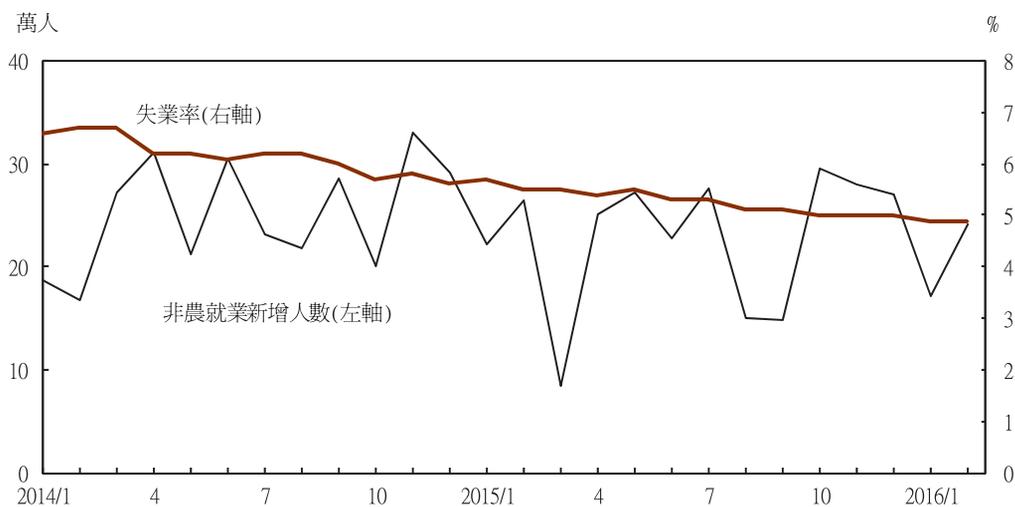


資料來源：Bureau of Economic Analysis

2016年初以來，就業市場表現穩健，2月非農就業新增人數由1月的17.2萬人上升至24.2萬人，失業率維持在4.9%的8年低點(圖4)；房市亦持續改善，2月新屋開工數較上月增加5.2%，可望為經濟成長挹注動能。惟貿易成長疲弱，2016年1月出、進口分別較

2015年同期衰退9.4%及5.7%，預期美元升值及外需疲軟恐持續衝擊製造業及貿易表現，IHS Global Insight預測2016年經濟成長率降為2.3%；Fed之預測值則由2.3%~2.5%下修至2.1%~2.3%。

圖4 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics

## 二、通膨仍低

受能源價格下滑影響，2016年2月消費者物價指數(CPI)年增率由1月之1.4%降至1.0%(表2)，扣除能源與食品之核心CPI年增

率則由2.2%升至2.3%，係2012年5月以來最大增幅。IHS Global Insight預測2016年CPI年增率為0.8%，雖較2015年之0.1%略回溫，惟仍低緩。

表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	核心消費者 物價指數 (1982-84=100)		消費者物 價指數 (1982-84=100)		生產者 物價指數 (2009/11=100)		貿易收支 (百萬美元)
				年增率	%	年增率	%	年增率	%	
2013	1.5	7.4	1.9	1.8	1.5	1.4	-689,931			
2014	2.4	6.2	3.7	1.8	1.6	1.6	-727,152			
2015	2.4	5.3	1.3	1.8	0.1	-0.9	-736,019			
2015/ 2		5.5	3.5	1.7	0.0	-0.6	-55,968			
3	0.6	5.5	2.5	1.8	-0.1	-0.9	-69,290			
4		5.4	2.1	1.8	-0.2	-1.1	-59,435			
5		5.5	1.4	1.7	0.0	-0.8	-59,609			
6	3.9	5.3	0.9	1.8	0.1	-0.5	-62,350			
7		5.3	1.3	1.8	0.2	-0.8	-59,300			
8		5.1	1.3	1.8	0.2	-0.9	-66,273			
9	2.0	5.1	0.8	1.9	0.0	-1.2	-59,465			
10		5.0	0.5	1.9	0.2	-1.5	-61,846			
11		5.0	-1.2	2.0	0.5	-1.1	-60,034			
12	1.4	5.0	-1.7	2.1	0.7	-1.0	-61,351			
2016/ 1		4.9	-0.7	2.2	1.4	-0.3	-62,398			
2		4.9	-1.0	2.3	1.0	0.0				

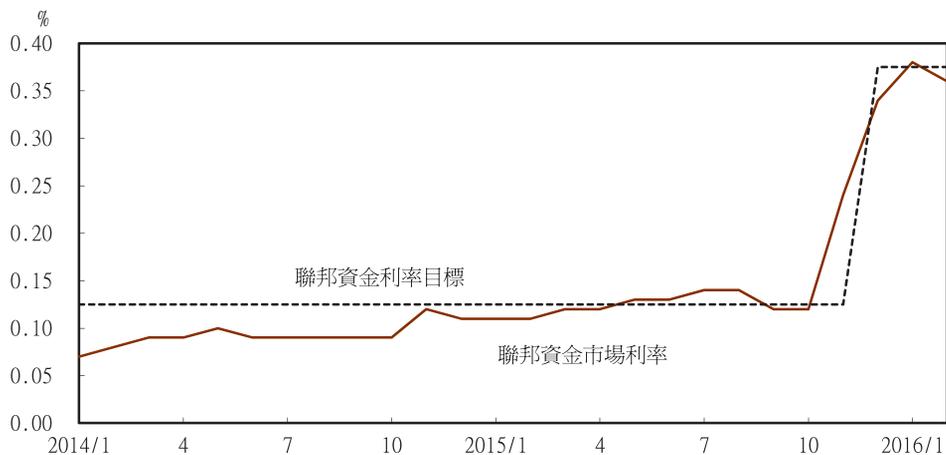
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statistics

### 三、Fed未進一步升息

2016年3月16日，聯邦公開市場委員會(FOMC)表示，由於全球經濟及金融發展持續帶來風險，加上通膨仍處低點，決議將聯邦資金利率目標區間維持在0.25%~0.5%不變(圖5)，貨幣政策繼續保持寬鬆。Fed主席

Yellen表示，美國經濟呈現溫和擴張，未來每次會議均有可能採取行動。惟Fed對2016年聯邦資金利率預測之中位數由2015年12月會議的1.375%降至0.875%，下滑0.5個百分點，使市場預期升息步伐可能減緩，由原先預估之4次減少為2次。

圖5 美國聯邦資金利率目標與市場利率



註：美國聯邦資金利率目標為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

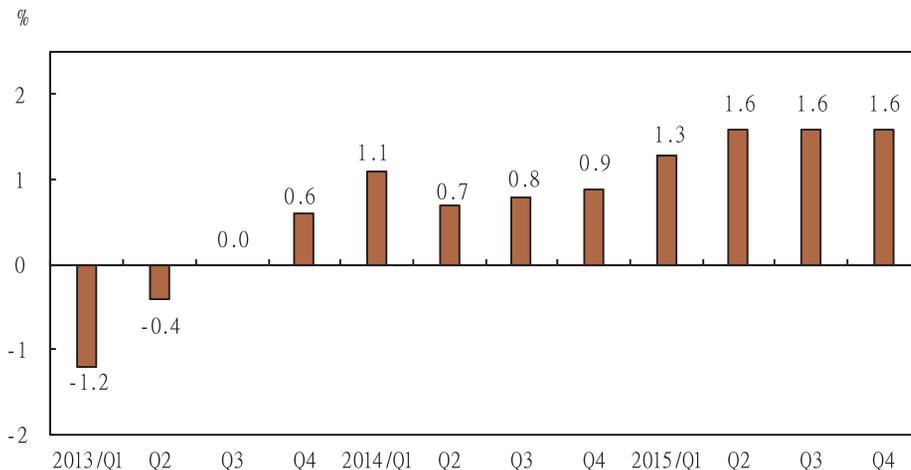
## 參、歐元區穩定成長，通膨仍低，ECB降息並擴大購債規模

### 一、經濟可望溫和成長

2015年第4季，雖德國景氣放緩，惟法國、義大利及西班牙經濟增溫，歐元區經濟成長率為1.6%(圖6)，連續3季持平，係2011年第3季以來最高；全年經濟成長率為

1.6%，高於2014年之0.9%。受惠於低油價帶動消費，以及弱勢歐元有助出口，經濟可望持續復甦，IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為1.6%，與2015年持平。

圖6 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

2015年第4季，德國經濟成長率由第3季之1.7%降至1.3%，主因新興市場經濟成長走緩拖累其出口所致。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為1.9%，高於2015年之1.7%。

勞動市場略有改善，2016年2月歐元區失業率為10.3%，係2011年10月以來新低(表3)。3月德國失業率為6.2%，係1992年1月以來最低；2月法國失業率10.2%，亦為2014年7月以來次低。

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 (不包括營建業) %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2015=100) %
2013	-0.3	12.0	-0.7	1.0	-3.0	152,413	1.0	1.4
2014	0.9	11.6	0.8	2.2	0.7	182,394	3.8	0.4
2015	1.6	10.9	1.6	5.3	2.2	246,570	4.7	0.0
2015/ 3	1.3	11.2	2.1	11.6	9.8	20,070	4.7	-0.1
4		11.1	0.8	9.2	5.6	20,978	5.4	0.0
5		11.0	1.7	2.7	0.1	18,275	5.0	0.3
6	1.6	11.0	1.8	12.6	6.8	25,580	4.9	0.2
7		10.8	1.9	7.1	0.5	31,344	5.2	0.2
8		10.7	2.4	5.7	2.7	11,097	4.9	0.1
9	1.6	10.6	1.5	0.7	-0.7	19,754	4.9	-0.1
10		10.6	2.1	0.4	-0.6	23,802	5.2	0.1
11		10.5	1.8	5.8	4.2	23,202	5.0	0.1
12	1.6	10.4	-0.1	4.0	3.4	25,405	4.7	0.2
2016/ 1		10.4	2.8	-1.8	-1.3	6,206	5.0	0.3
2		10.3					5.0	-0.2
3								-0.1

資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨低緩

2016年3月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率初估值為-0.1%，略高於2月之-0.2%(圖7)，主要因食品及服務業價格

回溫所致；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦由2月的0.8%略升至0.9%。IHS Global Insight預測2016年通膨率為0.5%，高於2015年之0.0%。

圖7 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

### 三、ECB擴大量化寬鬆及負利率政策

由於全球景氣不確定性高、新興市場經濟疲弱及金融市場動盪，恐影響歐元區復甦，2016年3月10日ECB再度調降利率，並擴

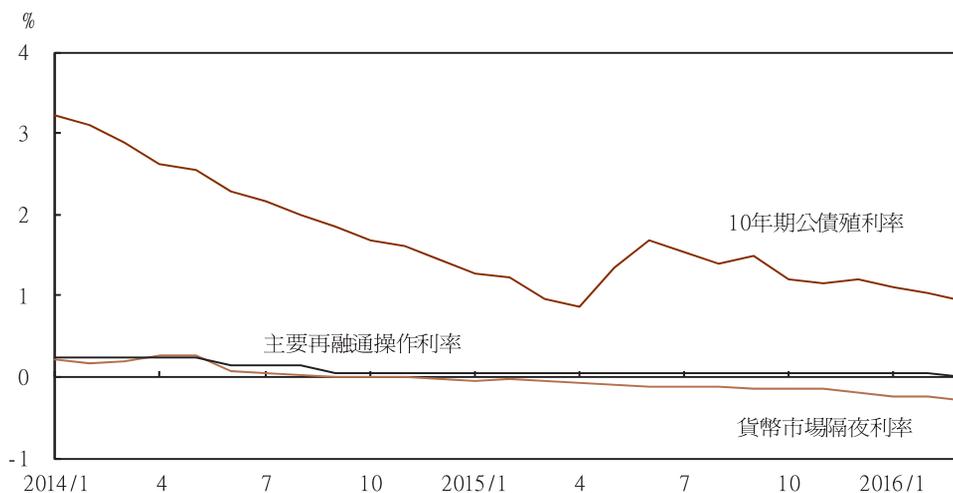
大量化寬鬆規模，另推出「第二輪目標長期再融通操作」(TLTRO II)，以鼓勵銀行放款(表4及圖8)。ECB總裁Draghi亦表示，根據目前情況評估，未來無再降息之必要。

表4 2016年3月10日ECB貨幣政策會議決議之主要內容

	利率名稱	降幅(百分點)	調降後利率(%)
降息	主要再融通操作利率(政策利率)	0.05	0.00
	存款利率	0.10	-0.40
	邊際放款利率	0.05	0.25
擴大量化寬鬆	1. 自4月起，購債規模由每月600億歐元提高至800億歐元； 2. 將以歐元計價投資等級之歐元區企業債券納入購債範圍； 3. 實施期限維持至2017年3月不變。		
TLTRO II	1. 自6月起每季執行1次共4次，每次到期期間為4年，利率採主要再融通操作利率(目前為0.00%)； 2. 若銀行於2016年2月初至2018年1月底之期間，累積淨放款金額超過ECB所訂之門檻，最低可享與ECB存款利率(為-0.40%)相同之利率，意即ECB將資助銀行取得資金，以促進放款，使貨幣政策效果傳遞進入實體經濟。		

資料來源：ECB

圖8 歐元區官方及長短期市場利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 肆、日本經濟負成長再現，通縮壓力上升，日本央行實施負利率政策

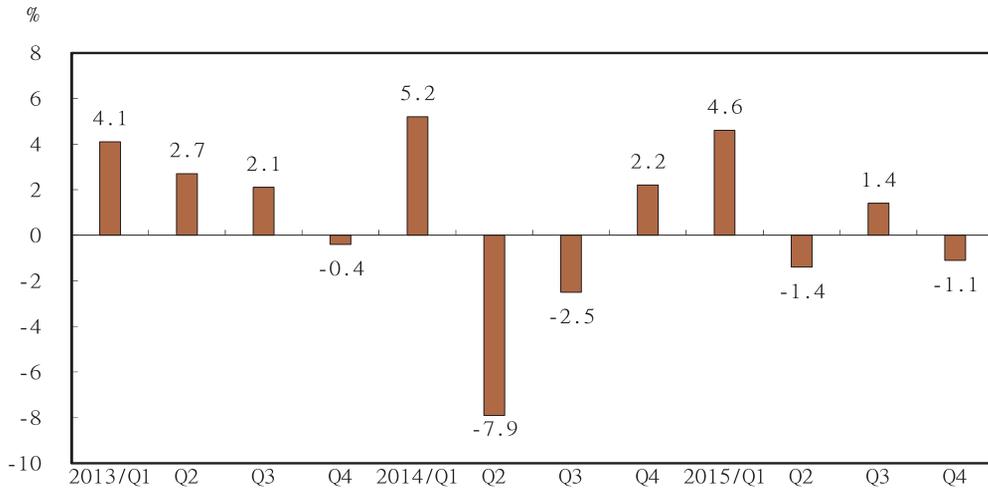
### 一、企業增加設備投資可望支撐2016年經濟成長

2015年第4季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之1.4%遽降至-1.1%(圖9)，主因暖冬冬衣銷售不佳及實質薪資成長持續疲弱(圖10)，民間消費衰退所致，惟全年經濟成長率由2014年之0.0%升

至0.5%。

2016年3月之勞資薪資協商，受全球景氣走緩影響，基本薪資調升幅度不如預期，恐持續打擊消費信心，惟因2015年企業收益增加，設備更新意願提高，可望支撐2016年景氣。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率升至0.8%。

圖9 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

圖10 日本實質薪資成長率



資料來源：日本總務省統計局

對外貿易方面，2016年2月以日圓計價之出口年增率為-4.0%，高於1月之-12.9%，進口年增率則為-14.2%，高於1月之-17.8%，貿易收支由1月入超6,488億日圓轉為出超2,428億日圓(表5)。2月以美元計價之出口年增率由1月之-12.9%升至-1.1%，進口年增率

則由-17.8%升至-11.7%，致貿易收支由1月之入超54.8億美元轉為出超21.1億美元。

勞動市場方面，因雇用條件改善，轉換工作之求職人數增加，2016年2月失業率由1月之3.2%略升至3.3%。

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		企業物價指數 (2010=100)	出口 (日圓計價) 年增率 %	進口 (日圓計價) 年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合 年增率 %	剔除生鮮食品 年增率 %	年增率 %			
2013	1.4	4.0	-0.8	0.4	0.4	1.3	9.5	14.9	-114,684
2014	0.0	3.6	2.1	2.7	2.6	3.1	4.8	5.7	-128,161
2015	0.5	3.4	-0.9	0.8	0.5	-2.2	3.5	-8.7	-28,353
2015/ 2		3.5	-2.0	2.2	2.0	0.4	2.5	-3.6	-4,260
3	4.6	3.4	-1.7	2.3	2.2	0.7	8.5	-14.4	2,235
4		3.3	0.1	0.6	0.3	-2.1	8.0	-4.4	-583
5		3.3	-3.9	0.5	0.1	-2.2	2.4	-8.7	-2,154
6	-1.4	3.4	2.3	0.4	0.1	-2.5	9.5	-3.1	-609
7		3.3	0.0	0.2	0.0	-3.1	7.6	-3.3	-2,614
8		3.4	-0.5	0.2	-0.1	-3.6	3.1	-3.2	-5,675
9	1.4	3.4	-0.8	0.0	-0.1	-4.0	0.5	-11.0	-1,213
10		3.2	-1.4	0.3	-0.1	-3.8	-2.2	-13.4	1,048
11		3.3	1.7	0.3	0.1	-3.6	-3.3	-10.2	-3,875
12	-1.1	3.3	-1.9	0.2	0.1	-3.5	-8.0	-18.0	1,389
2016/ 1		3.2	-3.8	0.0	0.0	-3.2	-12.9	-17.8	-6,488
2		3.3		0.3	0.0	-3.4	-4.0	-14.2	2,428

資料來源：日本內閣府、Thomson Reuters Datastream

## 二、通縮壓力上升

2016年2月CPI年增率為0.3%，高於1月之0.0%；剔除生鮮食品之核心CPI年增率則與1月持平，為0.0%。由於國內石油及相關化學製品價格下跌，2月企業物價指數年增率由1月之-3.2%降至-3.4%。IHS Global Insight預測2016年CPI年增率將由2015年之0.8%降至-0.2%。

## 三、日本央行實施負利率政策

由於國際油價大跌，以中國大陸為首之新興經濟體經濟成長放緩衝擊全球經濟，日本企業及家計部門通縮疑慮再起。2016年1

月29日日本央行宣布自2月16日實施負利率政策，對銀行新增之超額準備實施-0.1%之利率，寬鬆貨幣政策由原先之量化、質化調控，再增加利率一項。

2016年3月15日日本央行維持對銀行新增超額準備適用-0.1%之利率，以及每年增加貨幣基數80兆日圓之政策不變。惟為避免衝擊股市，4月起，準備投資股市之資金，暫時存放「貨幣準備基金」(money reserve funds, MRFs)帳戶，以及依日本央行之特別貸款計畫借入資金等，均可免除適用-0.1%之利率而採0%利率；並下調對經濟展望之評估，且聲明若有必要，將加大貨幣寬鬆。

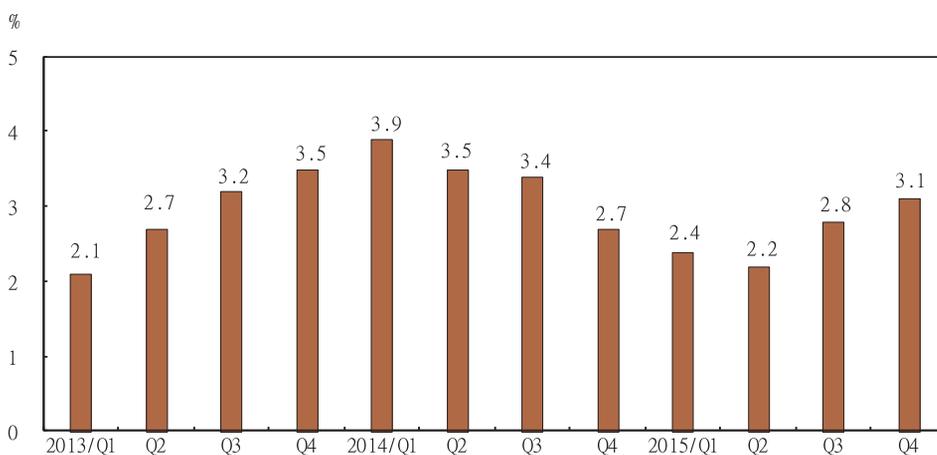
## 伍、南韓經濟成長回溫，通膨偏低，政策利率維持不變

### 一、激勵經濟方案可望支撐經濟成長動能

2015年第4季，南韓經濟成長率由第3季之2.8%升至3.1%(圖11)，係2014年第4季以來

最高，主因調降消費稅帶動民間消費增加，以及21.7兆韓元之振興經濟方案與9.1兆韓元之促進內需方案激勵營建投資成長所致。全年經濟成長率則由2014年的3.3%降至2.6%。

圖11 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

2016年初以來，由於全球經濟疲弱、出口需求降低，勞動市場表現不佳，加以適逢畢業及招募季節，求職人數增加，2月失業率由1月之3.7%升至4.9%，係近6年來最高(表6)。出口貿易則因低油價及中國大陸經濟成長減緩，成長持續疲弱，2016年3月衰退8.2%，為連續第15個月衰退，創最長衰退紀

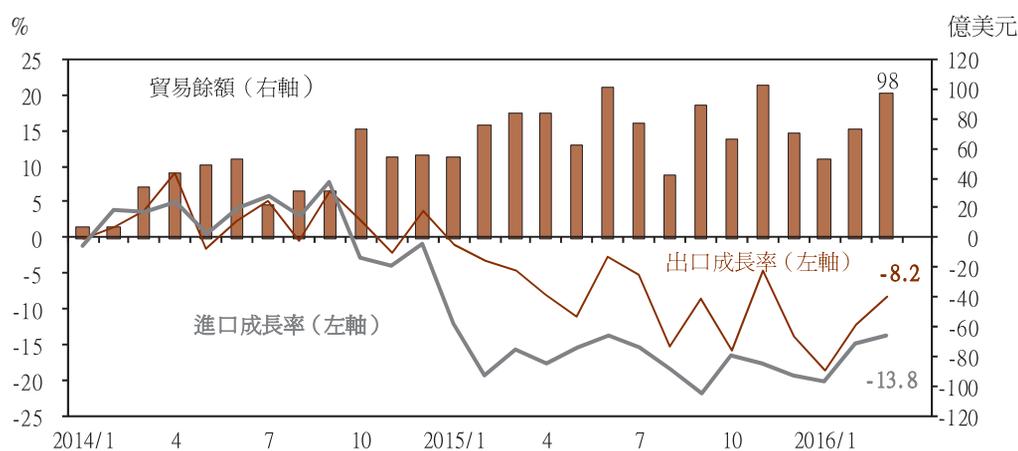
錄(圖12)。預期外需不振恐持續衝擊出口表現，政府為提振景氣，2016年2月推出規模逾20兆韓元之激勵經濟方案，並延長調降消費稅施行期限至2016年6月底，可望提振投資及消費。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為2.6%。

表6 南韓重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		生產者物價指數 (2010=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬美元)
				總合年增率 %	剔除農產品及能源年增率 %	年增率 %			
2013	2.9	3.1	-0.1	1.3	1.6	-1.6	2.1	-0.8	44,088
2014	3.3	3.5	0.9	1.3	2.0	-0.5	2.3	1.9	47,150
2015	2.6	3.6	-0.6	0.7	2.2	-4.0	-8.0	-16.9	90,258
2015/ 3	2.4	4.0	0.1	0.4	2.1	-3.7	-4.6	-15.5	8,337
4		3.9	-2.2	0.4	2.0	-3.6	-8.0	-17.5	8,363
5		3.8	-3.0	0.5	2.1	-3.5	-11.0	-15.4	6,288
6	2.2	3.9	1.6	0.7	2.0	-3.6	-2.7	-13.8	9,956
7		3.7	-3.4	0.7	2.0	-4.1	-5.2	-15.7	7,049
8		3.4	0.2	0.7	2.1	-4.5	-15.2	-18.7	4,335
9	2.8	3.2	3.0	0.6	2.1	-4.6	-8.5	-21.8	8,892
10		3.1	2.1	0.9	2.3	-4.6	-16.0	-16.6	6,589
11		3.1	-0.2	1.0	2.4	-4.7	-5.0	-17.6	10,235
12	3.1	3.2	-2.1	1.3	2.4	-4.0	-14.3	-19.2	6,918
2016/ 1		3.7	-2.2	0.8	1.7	-3.3	-18.9	-20.1	5,177
2		4.9	2.4	1.3	1.8	-3.4	-12.2	-14.6	7,384
3				1.0	1.7		-8.2	-13.8	9,820

資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖12 南韓進出口成長率及貿易餘額



資料來源：南韓央行

## 二、通膨率持續偏低

受國際油價下滑影響，2016年2月生產者物價指數(PPI)年增率為-3.4%，已連續19個月負成長；3月CPI年增率為1.0%，低於2

月之1.3%，且低於南韓央行設定的2%通膨目標；剔除農產品及能源之核心CPI年增率則為1.7%，亦低於2月之1.8%。IHS Global Insight預測2016年CPI年增率為0.8%，僅略

高於2015年之0.7%。

### 三、政策利率維持不變

近期雖全球金融市場動盪、低油價及以

中國大陸為首之新興經濟體成長疲軟，不利南韓出口，惟考量家庭債務居高及資金外流疑慮仍在等因素，2016年3月南韓央行政策利率維持1.5%不變。

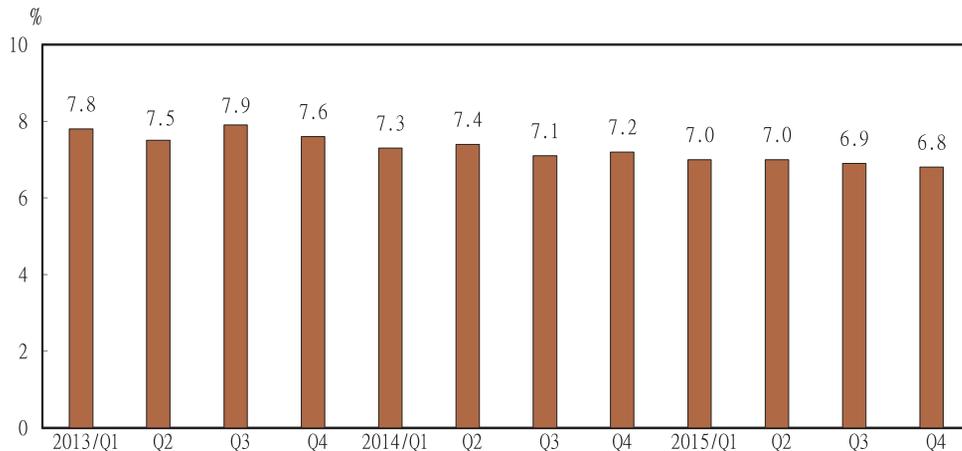
## 陸、中國大陸經濟成長續呈下滑，人行調降存款準備率

### 一、內外需疲弱，經濟下行風險仍高

2015年第4季，中國大陸經濟成長率由第3季的6.9%略降至6.8%(圖13)，主因產能

過剩、內需不足及出口衰退所致；全年經濟成長率則由2014年之7.3%降至6.9%，係25年來最低。

圖13 中國大陸經濟成長率



資料來源：中國國家統計局

2016年1~2月消費品零售總額及工業生產成長均下滑，2月出口則創近7年來最大衰退幅度(表7)，官方製造業採購經理人指數(PMI)亦連續7個月緊縮(圖14)，顯示未來

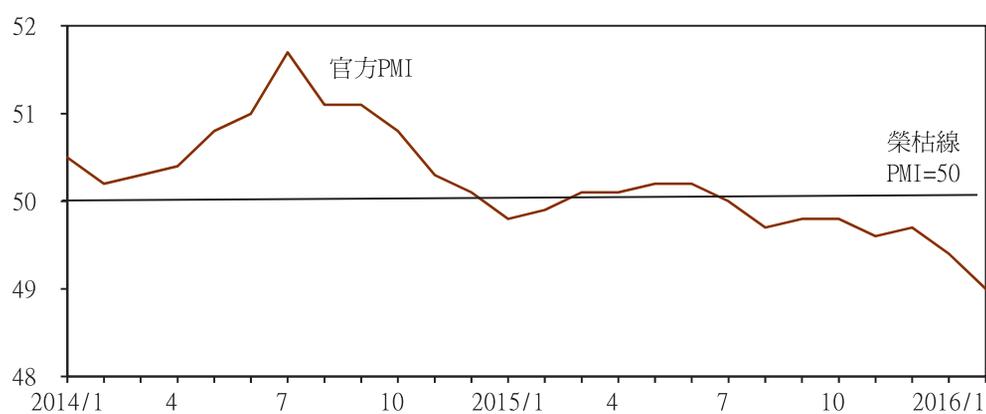
經濟下滑風險仍高。中國大陸官方將2016年經濟成長目標訂為6.5%~7.0%；IHS Global Insight預測則降為6.3%。

表7 中國大陸內外需指標

中國大陸內外需指標	2015年	2016年1~2月
消費品零售總額年增率	10.7	10.2 ↓
工業生產年增率	6.1	5.4 ↓
出口年增率	-2.8	-25.4 ↓ (2016年2月)

資料來源：中國國家統計局、中國海關總署

圖14 中國大陸官方PMI



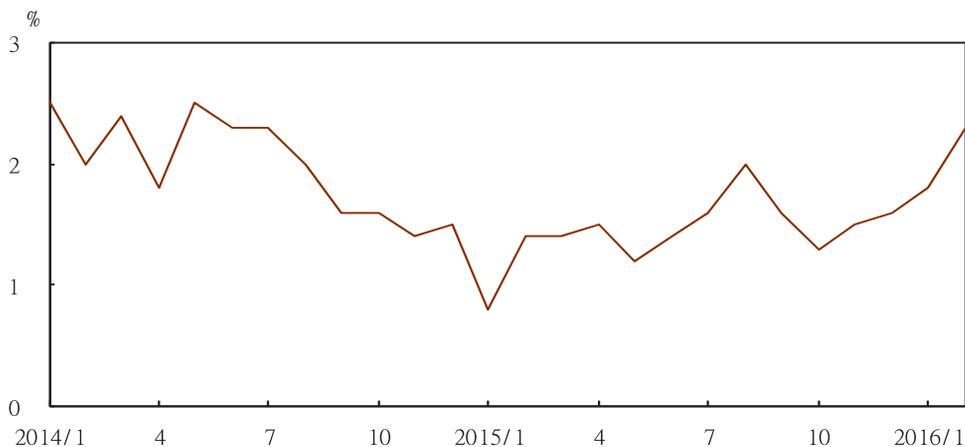
資料來源：中國國家統計局

## 二、通膨溫和

2016年2月CPI年增率由1月之1.8%上升至2.3%(圖15)，連續4個月漲幅擴大，且創2014年8月以來新高，主因受寒冷氣候及春節因素影響，食物類價格漲幅較大所致；工

業品生產物價指數年增率為-4.9%，連續2個月跌幅縮小，顯示產能過剩致產品價格下跌之壓力漸緩。IHS Global Insight預測2016年CPI年增率由2015年之1.4%升至2.2%。

圖15 中國大陸消費者物價年增率



資料來源：中國國家統計局

### 三、人行調降存款準備率以激勵景氣

為提供銀行體系充足流動性，並降低社會融資成本，以激勵景氣，中國人民銀行除透過公開市場操作釋出資金外，自2016年3

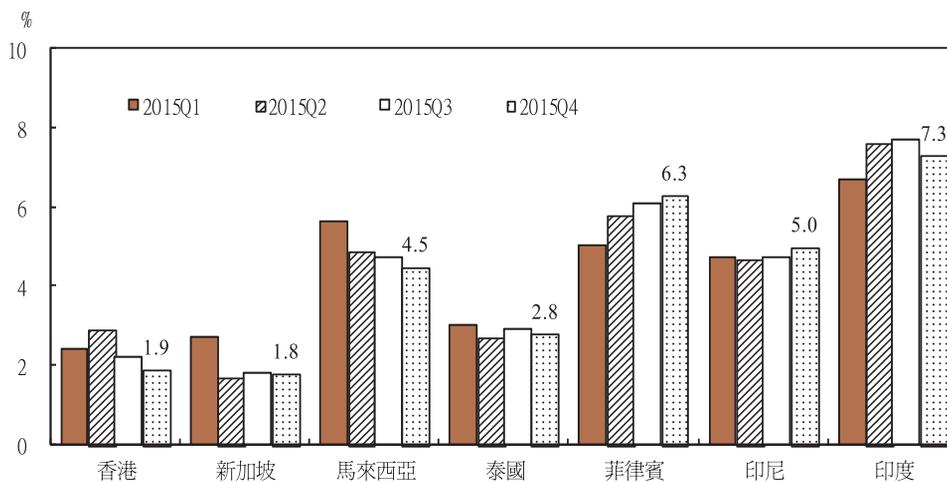
月1日起調降金融機構人民幣存款準備率0.5個百分點，大型銀行及中小型銀行分別降為17.0%、13.5%。

### 柒、亞洲經濟體經濟表現不一，多數國家通膨率走緩

2015年第4季，香港因美元升值影響出口，以及旅遊業成長減緩，經濟成長率由第3季之2.2%降至1.9%；新加坡製造業產出雖衰退，惟服務業持續成長，經濟成長率為1.8%，與第3季持平；主要東協國家方面，由於國際商品價格下跌，馬來西亞出口成長

下滑，泰國內外需皆疲，兩國經濟成長均轉緩；菲律賓及印尼則分別受惠於內需成長及政府支出擴增，成長力道均增強。另印度因投資及出口表現不佳，致經濟成長減緩(圖16)。

圖16 亞洲經濟體經濟成長率

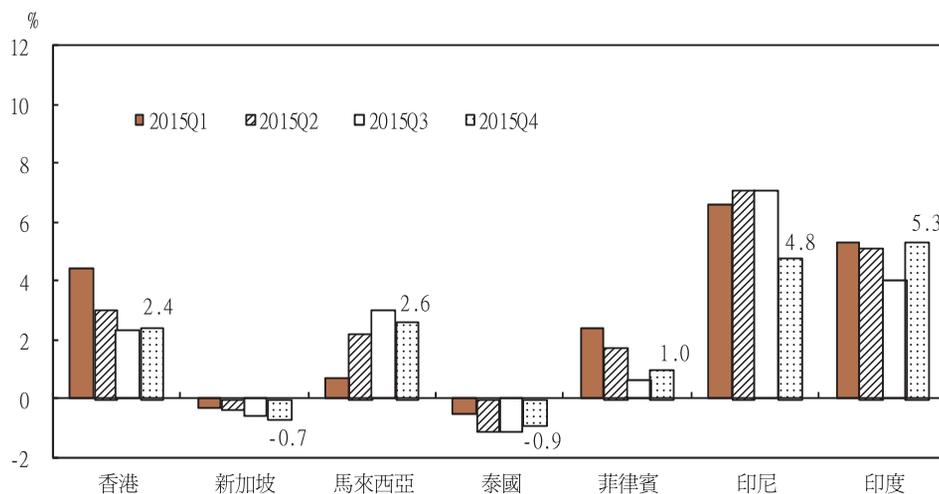


資料來源：Thomson Reuters Datastream

物價方面，2015年第4季多數亞洲國家CPI皆低緩(圖17)。貨幣政策方面，為提振經濟，印尼央行分別於1月15日、2月18日及3

月17日三度調降基準利率共0.75個百分點至6.75%；紐西蘭央行則於3月10日調降官方現金利率0.25個百分點至2.25%。

圖17 亞洲經濟體消費者物價年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

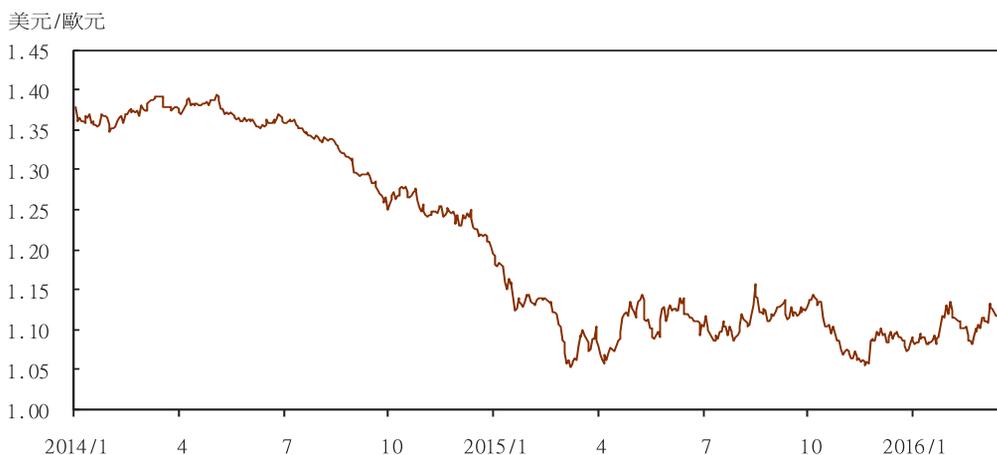
## 捌、歐元回升，日圓走強，多數亞洲國家貨幣轉貶為升

### 一、歐元走升

2016年初以來，因全球景氣放緩、金融市場動盪及油價下挫，歐元在1歐元兌1.08美元上下浮動。2月初，由於美國PMI依舊低迷，市場對Fed延後升息之預期升溫，歐元走強，至2月11日為1歐元兌1.1344美元；嗣因歐元區通膨率轉負，市場對ECB於3月擴

大寬鬆貨幣政策之預期增強，歐元轉貶。3月10日ECB採取一系列超乎市場預期之貨幣寬鬆措施，惟ECB總裁Draghi表示不預期再度降息，加以3月17日Fed利率決議暫緩升息並釋出減少升息次數訊息，歐元走升，至3月底為1歐元兌1.1396美元，較2015年底升值4.9%(圖18)。

圖18 歐元對美元匯率



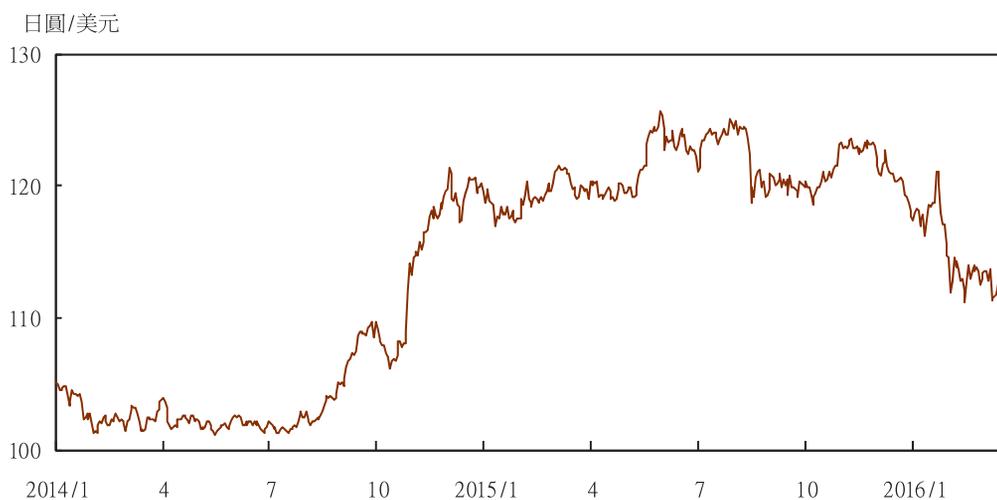
資料來源：Thomson Reuters Datastream

### 二、日圓升值

2016年1月，人民幣持續貶值加深市場對中國大陸經濟放緩之疑慮，加上歐美股市下挫，日圓因避險需求走升至1月20日之1美元兌116.26日圓。1月29日日本央行意外宣布將採行負利率政策，當日日圓對美元即貶值約2%，惟嗣後市場對負利率政策提振景氣

之疑慮加深，金融市場動盪加劇(主要因歐洲及日本銀行股大跌)，以及預期美國暫緩升息，復以日圓利差交易平倉及避險需求，日圓走升至2月11日的1美元兌111.88日圓。之後，於1美元兌111~115日圓間震盪，至3月底為1美元兌112.40日圓，較2015年底升值7.0%(圖19)。

圖19 美元對日圓匯率

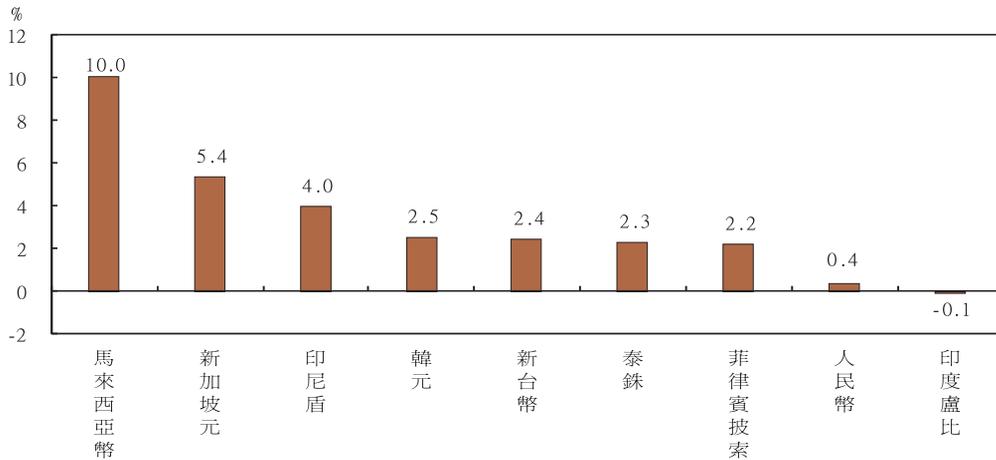


### 三、多數亞洲國家貨幣轉貶為升

2015年12月中旬，中國人民銀行發布人民幣對一籃通貨之匯率指數，引發市場臆測人民幣匯率將由釘住美元轉為參考一籃通貨，加以中國大陸經濟表現不佳，2016年初人民幣持續貶值，並帶動亞洲國家貨幣走貶。2月以後，受日本央行採行負利率、

ECB可能再度寬鬆貨幣之預期升高、Fed升息步調可能趨緩，以及中國人民銀行表達人民幣不存在續貶基礎，且承諾人民幣匯率不競貶等因素影響，人民幣止貶回穩，多數亞洲國家貨幣亦轉呈升值。3月底與2015年底比較，以馬來西亞幣升值10.0%之幅度最大(圖20)。

圖20 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度  
(2016年3月底與2015年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

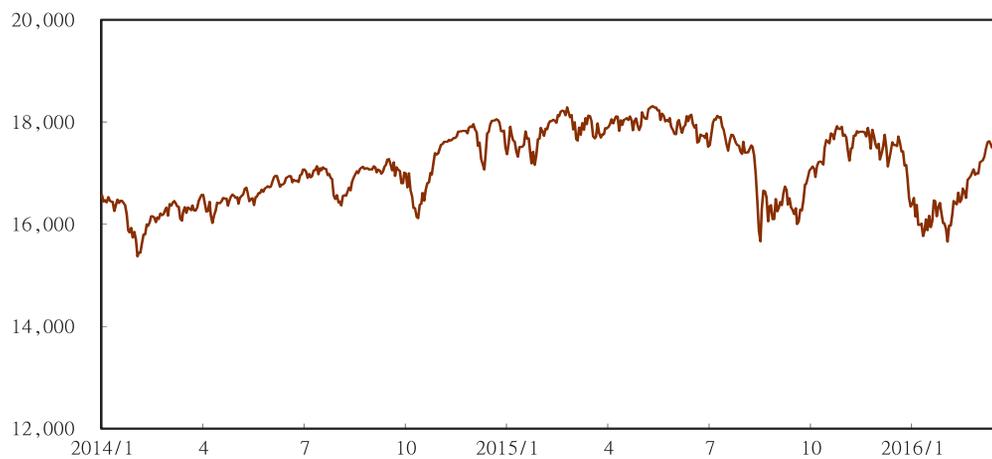
## 玖、國際股市震盪

### 一、美、歐、日股市均自低點回升

2016年初，美股大跌，主要係美國經濟成長面臨美元強勢與借貸成本上揚之衝擊，加上國際油價重挫，以及市場對中國大陸景氣放緩之疑慮增溫所致；2月中旬起，美國經濟表現較預期佳，以及油價回升，帶動美股反轉走揚。歐洲方面，2016年初亦因中國大陸股匯價重挫，以及歐洲銀行業因負利率政策、監理法規趨嚴與大型金融機構弊案頻

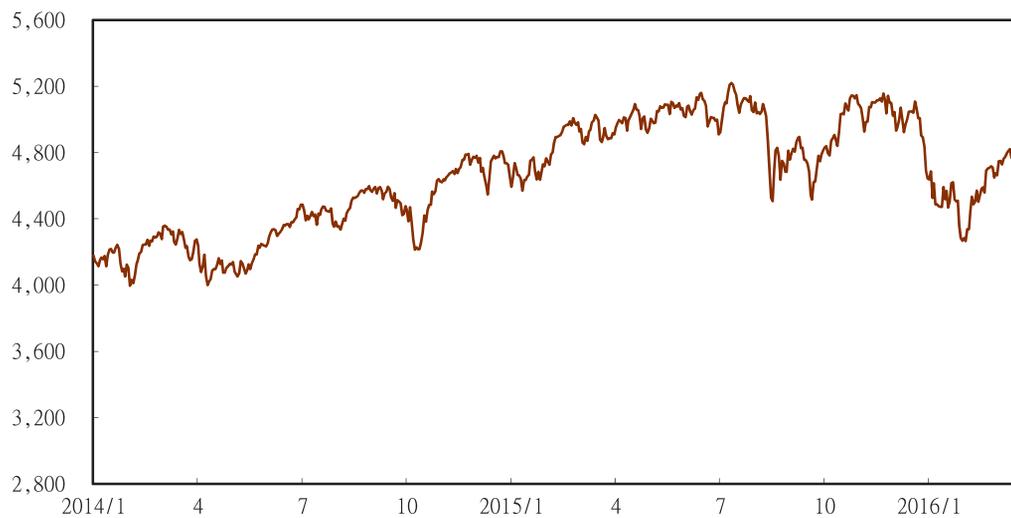
傳獲利劇降，銀行類股領跌，歐股走弱；2月下旬，ECB總裁Draghi暗示3月將加碼寬鬆貨幣，激勵股市回穩；3月10日ECB宣布擴大貨幣寬鬆政策，歐股盤中一度大漲後下挫，之後略回穩。3月底與2015年底比較，美國道瓊工業股價指數及那斯達克指數分別上漲1.5%及下跌2.7%，泛歐元道瓊股價指數下跌6.8%(圖21、圖22、圖23)。

圖21 美國道瓊工業股價指數



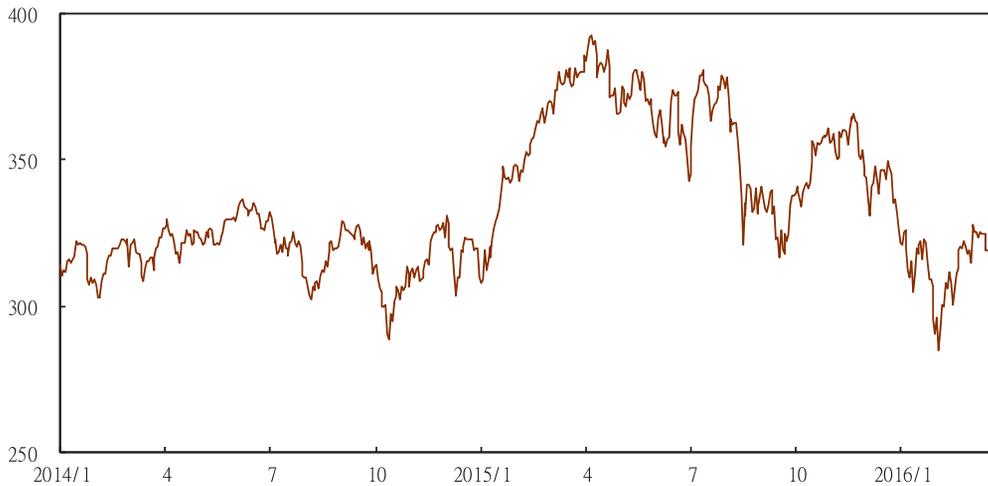
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖22 美國那斯達克股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖23 泛歐道瓊股價指數

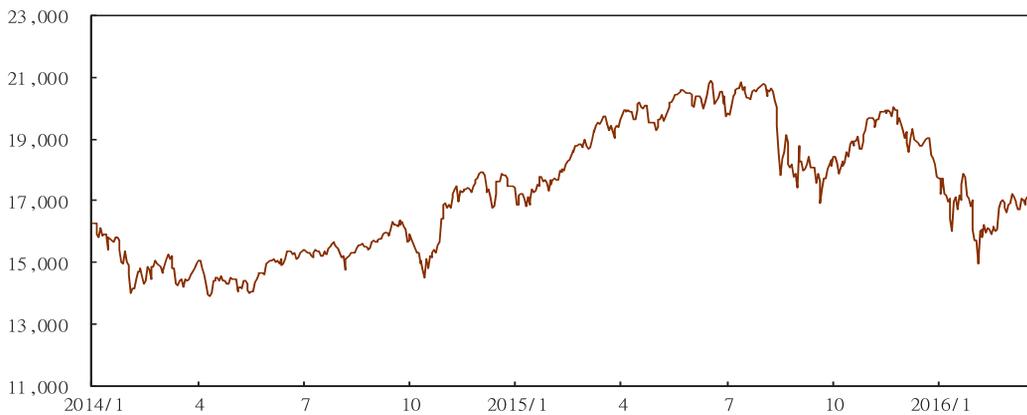


資料來源：Thomson Reuters Datastream

日股方面，2016年初以來，由於中國大陸股匯重挫，以及日圓升值致企業獲利縮減，日股走弱。1月29日日本央行宣布2月中採負利率政策，一度激勵日股上漲。惟2月1日起，由於市場對負利率政策效果存疑，

恐將衝擊銀行業獲利，日股走低，一度跌破15,000點重要關卡。之後，隨歐美股市回升而止跌回穩。3月底與2015年底比較，日經股價指數仍下跌12.0%(圖24)。

圖24 日經225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、陸股重挫後回穩

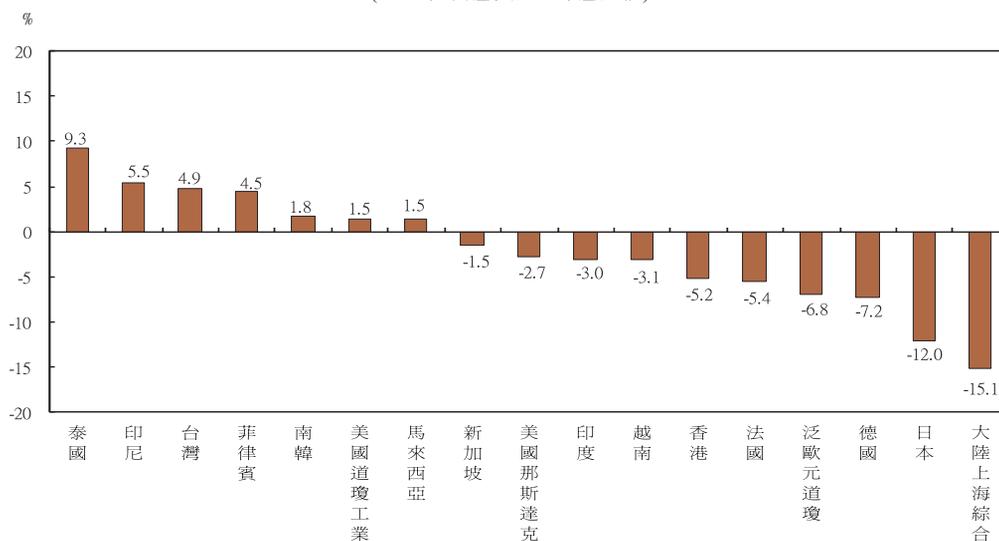
2016年初，由於人民幣重貶，加上PMI持續下降，中國大陸股市開市前4個交易日即重挫，二度觸發熔断機制被迫休市，恐慌情緒蔓延全球，引發全球主要股市下跌。之後，因大股東承諾不減持股票、政府進場護盤、證監會緊急宣布暫停熔断機制，加上政府再推出穩增長措施，以及中國人民銀行調降金融機構存款準備率，陸股止跌回穩。惟

3月底與2015年底比較，上海綜合指數仍重挫15.1%(圖25)。

## 三、亞股動能增強

其他亞洲國家股市隨全球股市震盪起伏，部分東協國家因2015年第4季之經濟表現優於預期，2016年以來吸引大量外資流入，股市表現較佳，3月底與2015年底比較，以泰國上漲9.3%之幅度最大(圖25)。

圖25 國際股價變動幅度  
(2016年3月底與2015年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 拾、油價回穩、金價大漲，穀物價格於低點震盪

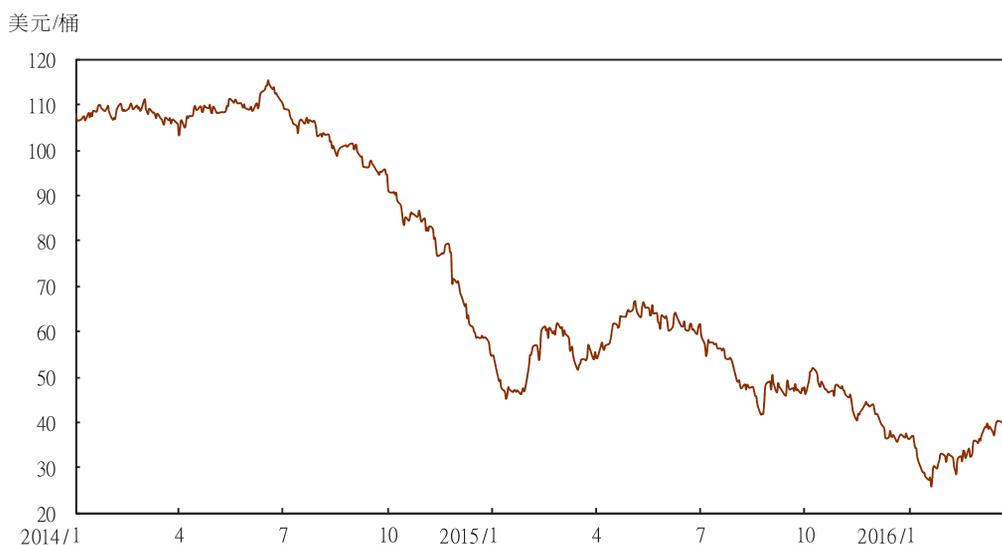
### 一、國際油價跌近12年低點後回升

2016年1月16日伊朗經濟制裁正式解除，加上美國原油產量維持高水位，1月20日布蘭特原油現貨價格一度跌至每桶25.9美元之近12年來新低。嗣因沙烏地阿拉伯、委內瑞拉及卡達等若干OPEC產油國，與俄羅斯初步達成凍產共識，將原油產出維持在2016年1月產量水準，伊拉克亦表達跟進，

且預計在4月17日與非OPEC產油國協商凍產，加上美國鑽油平台數降至2008年11月下旬以來新低，油價回升。3月底為每桶38.9美元，較2015年底上漲6.8% (圖26)。

3月8日美國能源資訊署(EIA)續下修2016年布蘭特原油平均價格預測值至34.3美元，2017年則升至40.1美元。

圖26 布蘭特原油現貨價格



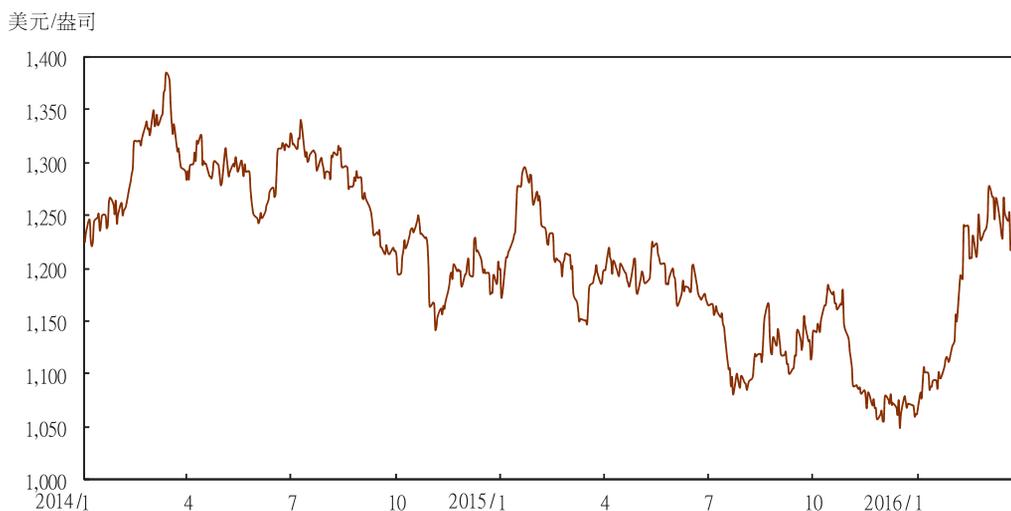
資料來源：Thomson Reuters Datastream

### 二、金價大漲

2016年初以來，因全球景氣疲弱疑慮升溫，股市重挫，加上1月底日本央行推出負利率政策，ECB擴大寬鬆貨幣政策，以及Fed並未進一步升息，黃金避險需求大

增，3月4日倫敦黃金現貨價格升至每盎司1,277.5美元之一年多來高點，隨後於高點震盪，3月底為1,237.0美元，較2015年底大漲16.5%(圖27)。

圖27 倫敦黃金現貨價格



### 三、穀物價格徘徊低點

由於南美洲穀物產區受聖嬰現象影響不利種植之疑慮，2016年1月國際穀物期貨價格回升；2月以後，國際穀物協會(IGC)上調2016年全球穀物產出預測至歷年新高，穀物期貨價格指數震盪走跌。3月則因美國氣候異常恐影響農作物生長，加上美國農業部(USDA)下修2016年全球穀物產量預測值，

穀物期貨價格上揚，3月底Thomson Reuters 穀物期貨價格指數為290.1點，較2015年底上漲1.9% (圖28)。

2016年1月以來，隨原油及黃金等價格自低點回升，Thomson Reuters/Jefferies CRB 期貨價格指數自低點反彈走升，3月底為170.5點，惟仍較2015年底下跌3.2% (圖28)。

圖28 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與RJ/CRB期貨價格指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

# 國內經濟金融日誌

## 民國105年1月份

- 1日 △實施房地合一課徵所得稅制。  
△證券交易所停止課徵所得稅。
- 4日 △金管會開放銀行得透過國際金融業務分行發行外幣可轉讓定期存單。
- 7日 △金管會宣布自105年1月8日起，上市及上櫃有價證券之最低融券保證金成數，由90%調整為120%。
- 13日 △交通部公路總局啟動「公路汽車客運路線費率臨時調整機制」，每延人公里運價將由現行2.892元調降為2.82元，降幅為2.49%。
- 19日 △金管會開放國際保險業務分公司(OIU)保單保費融資業務，嗣後境外客戶得向銀行借款以繳交OIU保單之保費。
- 20日 △臺灣銀行開辦新台幣數位存款帳戶線上開戶業務，為國內首創自然人憑證申辦線上開戶。
- 22日 △衛生福利部公告自105年1月1日起調高國民年金、低收入戶家庭生活及就學生活補助、中低收入老人生活津貼、身心障礙者生活補助、弱勢兒童及少年生活扶助等各項津貼及給付，調整金額為69~600元。
- 26日 △金管會委託財團法人保險安定基金接管朝陽人壽，接管後該公司仍繼續營運，保戶權益不受影響。
- 27日 △臺灣證券交易所轉投資設立「臺灣指數股份有限公司」，期促進國內指數化商品投資及增添資本市場動能。
- 29日 △金管會同意元大金控股份有限公司以股份轉換方式取得大眾商業銀行100%股份。

## 民國105年2月份

- 1日 △臺灣集中保管結算所宣布自本年2月15日起，興櫃市場實施款券T+2日同日給付結算交割新制，以強化興櫃市場效能。  
△美國智庫傳統基金會公布「2016年經濟自由度指數」，台灣在186個經濟體中排

名第14，與上年相同，仍係歷年最佳全球排名。

- 2日 △財政部與經濟部會銜訂定發布「中古汽機車報廢或出口換購新車減徵退還新車貨物稅辦法」。
- 3日 △農委會宣布寒害受災農漁民申請救助金期限可由原公告之105年2月4日延後，但最長延至2月19日。
- 14日 △台灣票據交換所因應南台灣強震災害，對支票存款戶資金調度受到影響，有關存款不足退票紀錄，予以從寬處理。
- 15日 △金管會邀集相關單位及金融機構等研商0206震災金融協助措施，達成之決議包括受災戶既有貸款(含信用卡款)暫緩催繳，以及請銀行公會訂定貸款展延相關措施等。
- 19日 △金管會開放期貨商客戶保證金得以公債方式存放。
- 26日 △金管會宣布自105年3月1日起，將上市及上櫃有價證券之最低融券保證金成數由120%調整為90%。

### 民國105年3月份

- 2日 △金管會開放國內不動產投資信託(REITs)得投資國外不動產投資信託基金及國外不動產。
- 10日 △證券櫃檯買賣中心修訂「創櫃板管理辦法」，開放募資公司得自行選擇募資對象僅限天使投資人，以增加籌資彈性。
- 11日 △勞動部宣布勞保投保薪資上限由目前43,900元調高至45,800元，自5月1日起實施。
- 23日 △中央銀行修正「保險業辦理外匯業務管理辦法」，外幣收付財產保險之保險標的不再以非中華民國境內不動產為限，並納入保險業辦理擔任外幣聯合貸款案參加行之外幣放款業務相關規範。
- 24日 △中央銀行理事會決議調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為年息1.5%、1.875%及3.75%。同時，修正「中央銀行對金融機構辦理購置住宅貸款及土地抵押貸款業務規定」，除維持購置高價住宅貸款規範外，其餘各項貸款規範均予刪除，自3月25日起實施。
- 25日 △立法院三讀通過「災害防救法」部分條文修正案，將土壤液化、輻射災害等納入

天然災害定義，並增列協助災民災後復原重建相關規定，包含災前借款之展延、勞健保等保險費及稅捐減免等。

- 29日 △經濟部宣布依據「電價費率審議會」決議，每度平均電價由2.8181元調降至2.5488元，降幅為9.56%，自4月1日起實施。
- 31日 △金管會修正「保險業辦理電子商務應注意事項」，擴大開放保險業辦理網路投保商品險種等項目。



# 國際經濟金融日誌

## 民國105年1月份

- 1日 △中國大陸實施全面二孩政策，對於生育兩個以內（含兩個）孩子，不需審批，由家庭自主安排，且自願生育一個子女的夫妻，不再給予獎勵優惠。
- 6日 △世界銀行發布「全球經濟展望」報告指出，因新興及先進經濟體成長減緩、油價跌至金融危機後新低，及全球貿易成長漸緩，估計2015年全球經濟成長率為2.4%，低於前次（2015年6月）預測的2.8%。未來若主要國家經濟持續成長、利率不驟然升高、商品價格回穩，且中國大陸經濟結構以漸進式轉型，預測2016及2017年全球經濟成長將分別升至2.9%、3.1%。
- 14日 △印尼央行宣布自1月15日起，調降基準利率（BI rate）目標0.25個百分點至7.25%，以提振持續疲軟之經濟。
- 18日 △亞洲基礎設施投資銀行於16日~18日在北京舉行開業儀式暨理事會和董事會成立大會，由金立群出任首任行長，中國大陸財政部部長樓繼偉出任首屆理事會主席。
- 19日 △2015年第4季中國大陸經濟成長率降至6.8%；全年則成長6.9%，為1991年來最低，主要受出口衰退、內需成長持續放緩，加以經濟結構改革緩慢等因素影響。  
△國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望更新報告」指出，2015年全球經濟表現並無明顯起色，估計經濟成長率為3.1%，低於2014年的3.4%。未來全球經濟仍將繼續受中國大陸經濟成長放緩、能源等商品價格走低及美國於穩健復甦下漸進升息所影響，因此將2016及2017年全球經濟成長預測分別下調至3.4%、3.6%，均較前次（2015年10月）預估值低0.2個百分點。
- 26日 △IMF於2010年第14次之攤額（quota）檢討所提出的攤額及治理改革終於生效，全體188個會員國之攤額總規模由2,382億SDR增加至4,770億SDR；金磚四國（巴西、俄羅斯、印度及中國大陸）躍居攤額及投票權比重前10大，新興市場及發展中經濟體之發言權提升。由於重大議案需經會員國85%以上投票權通過，此次美國投票權比重雖降至16.47%，仍對重大議案具一票否決權。
- 29日 △日本央行宣布，將自2月16日起實施負利率政策，對銀行新增之超額準備實

施-0.1%之利率（亦即收取0.1%之保管費），主要係因國際油價大跌，加上以中國大陸經濟為首之新興經濟體成長放緩衝擊全球經濟，致日本通縮心理復燃，可能不利春季例行之勞資調薪協商。

30日 △2015年第4季美國經濟成長率（與上季比化為年率）為0.7%，低於預期，主要係民間消費支出成長下滑及輸出衰退所致；全年則成長2.4%，與2014年持平，主因勞動市場明顯好轉，房市改善，惟輸出受強勢美元及全球經濟放緩影響，表現略顯疲軟。

### 民國105年2月份

2日 △為穩定房市發展，中國人民銀行宣布在未實施限購措施之城市，居民家庭購買普通住房之商業性房貸，原則上最低首付自備款為25%，可向下浮動5個百分點（原為25%、不可向下浮動）；對已有1套住房且房貸未結清者，再次申請購買普通住房之商業性房貸，最低首付款比率不得低於30%（原為40%）。

3日 △南韓政府宣布規模逾20兆韓元的振興經濟方案，內容包括：增加政府支出6兆韓元、擴大政策性放款4.9兆韓元及增加貿易融資10.6兆韓元等，以期藉此提振本年第1季經濟成長。

11日 △瑞典央行宣布，自2月17日起調降附買回利率0.15個百分點至-0.50%。主要係因通膨持續低於2%之目標水準，及避免瑞典克朗升值過快。

18日 △OECD發布「OECD期中經濟展望」報告，將今、明兩年全球經濟成長預測，由上年11月預測的3.3%與3.6%，分別下修至3.0%與3.3%，主要係因貿易與投資疲弱，需求停滯導致低通膨及薪資與就業成長不足。鑒於金融部門波動加劇及新興市場債務增加帶來經濟下行風險，全球除貨幣政策外，需再強化財政政策與結構性改革，始能提振經濟。

△在全球經濟復甦步調遲緩及通膨壓力漸緩下，為提振疲弱之經濟，印尼央行宣布調降基準利率（BI rate）目標0.25個百分點至7.00%，並自3月16日起調降存款準備率1.0個百分點至6.5%。

26日 △2015年新加坡經濟成長率由2.1%略下修至2.0%，主要係因製造業衰退幅度較初步估計嚴重所致，其中以交通工程及電子業衰退幅度較大。

△2015年第4季美國經濟成長率（與上季比化為年率）由0.7%上修至1.0%，主要係

企業減少庫存投資之情形，未如初步估計嚴重所致。2015年全年經濟成長率則仍維持2.4%不變。

- 29日 △中國人民銀行為提供市場充裕之流動性，引導銀行放款適度成長，宣布自3月1日起調降金融機構人民幣存款準備率0.5個百分點，大型金融機構及中小型金融機構分別調降至17.0%及13.5%。

### 民國105年3月份

- 5日 △中國大陸國務院於兩會發表政府工作報告，設定第13個5年計畫（2016~2020年）平均年經濟成長保持在6.5%以上，並訂定本（2016）年各項財經指標目標值：經濟成長率6.5%~7.0%，消費者物價漲幅3%左右，城鎮新增就業1,000萬人以上，城鎮登記失業率4.5%以內，財政赤字率可達3%，廣義貨幣M2成長13%左右，社會融資規模成長13%左右。
- 10日 △為支持經濟復甦，ECB宣布降息及擴大量化寬鬆政策，包括：（1）調降主要再融通利率及邊際放款利率各0.05個百分點，分別至0.00%及0.25%，並調降存款利率0.1個百分點至-0.40%；（2）自4月起，購債規模由每月600億歐元提高至800億歐元，並將歐元計價投資等級之歐元區企業債券納入購債範圍；（3）推出第二輪目標長期再融通操作（TLTRO II），自6月起，每季執行1次共4次，每次到期期間為4年，利率採主要再融通操作利率；（4）為鼓勵銀行放款，銀行於2016年2月初至2018年1月底，若累積淨放款金額超過ECB所訂之門檻，最低可享與ECB存款利率相同之利率。
- △紐西蘭央行宣布調降官方現金利率0.25個百分點至2.25%，主要因中國大陸等新興市場及歐洲經濟成長減速，全球經濟成長展望惡化，及通膨偏低等，需採寬鬆貨幣政策，以確保未來平均通膨率回到目標區間1%至3%的中間值。
- 17日 △在全球經濟復甦步調遲緩及通膨壓力漸緩下，為提振疲弱之經濟，印尼央行宣布調降基準利率（BI rate）目標0.25個百分點至6.75%，係本年來連續第三度降息。
- 25日 △上（2015）年第4季美國經濟成長率（與上季比化為年率）由1.0%上修至1.4%，主要係民間消費支出力道較前次估計強勁，抵銷企業庫存下滑幅度增加之負面影響所致。
- 29日 △日本國會通過2016年度預算，總金額創下96.72兆日圓新高，較2015年度增加約

4,000億日圓，主因人口快速老化，福利支出激增。

30日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「2016年亞洲發展展望報告」，下修亞洲發展中經濟體今、明（2017）兩年經濟成長率預測值至5.7%，低於上年之5.9%，主因美國貨幣政策趨緊使金融市場波動加劇、中國大陸經濟進一步放緩衝擊鄰近經濟體，及原物料價格疲弱影響商品出口國，並使生產者物價緊縮等下行風險，損及經濟成長動能。

## 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	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60	
5	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
6	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	年刊	300	
7	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	300	
8	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
9	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
10	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
11	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	圖書	400	
12	1009900973	金融業務檢查處	全球金融危機專輯(增訂版)	圖書	400	
13	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
14	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
15	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
16	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
17	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300	
18	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
19	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
20	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
21	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	
22	12062810024	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(80年版)	圖書	350	
23	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	

24	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	
25	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
26	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
27	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
28	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
29	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	圖書	600	
30	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	
31	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊(94 年12月修訂版)	圖書	580	
32	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊(94 年12月修訂版)	圖書	450	
33	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊(95年12 月修訂版)《中英對照本》	圖書	1,040	
34	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊(95年12 月修訂版)《中英對照本》	圖書	880	
35	1009801079	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)	圖書	600	
36	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》	圖書	1,200	
37	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
38	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
39	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻	圖書	贈閱	
40	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
41	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
42	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	
43	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92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38卷第1期)

發行人：彭淮南  
主編：林宗耀  
編輯委員：林淑華 吳懿娟 李光輝 汪建南  
黃富櫻 彭德明 游淑雅  
行政編輯：林建丞  
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) 2357-1718  
出版年月：中華民國 105 年 3 月  
創刊年月：中華民國 68 年 3 月  
定價：新台幣250元

## 展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。(請洽中央銀行經濟研究處，電話：2357-1718) ◆