

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第38卷第4期

中央銀行 編印  
中華民國 105 年 12 月

# 中央銀行季刊

第38卷 第4期

中央銀行 編印

中華民國 105 年 12 月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第38卷 第4期

### 專 載

中央銀行理監事聯席會議決議 .....	中 央 銀 行	1
民國106年貨幣成長目標區設定說明 .....	中 央 銀 行	3

### 論著與分析

台灣貨幣政策執行及傳遞機制之探討 .....	張天惠、朱浩榜	11
------------------------	---------	----

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國105年第3季）		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	43
國際收支 .....	國 際 收 支 科	53
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	61
金融市場 .....	金 融 統 計 科	67
	國 內 經 濟 科	
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢（民國105年第3季） .....	國 際 經 濟 科	87

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國105年10月至12月） .....	國 內 經 濟 科	113
國際經濟金融日誌（民國105年10月至12月） .....	國 際 經 濟 科	117



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(105年12月22日發布)

## 一、國際經濟金融情勢

近期主要先進經濟體經濟成長力道略增。其中，美國復甦動能轉強，歐元區成長步調平穩，惟日本景氣仍緩；新興市場經濟體持續穩步成長，中國大陸則維持平緩。

展望明年，由於主要經濟體採取財政措施激勵景氣，加以國際原物料價格回升，有利新興市場經濟體，全球經濟成長可望優於本年。惟未來美國升息及新政府政策走向、全球貿易保護主義、英國脫歐後續發展、中國大陸經濟再平衡等議題，均增添全球經濟之不確定性。

## 二、國內經濟金融情勢

(一) 近期出口恢復成長，工業生產持續擴張，民間消費與投資溫和成長，主計總處預測本年第4季經濟成長率由第3季之2.03%升為2.37%，全年為1.35%。隨經濟回溫，近月失業率緩降，勞動市場漸趨改善。

明年隨國際景氣溫和復甦，全球貿易量成長回增，有利我國出口，加上政府增加公共投資，可望帶動民間投資；惟薪資成長有限，民間消費仍緩，主計總處預測明年經濟成

長率升至1.87%。

(二) 受蔬果價格漲幅較高影響，本年10至11月平均消費者物價指數(CPI)年增率為1.84%，不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為0.90%；主計總處預測本年全年CPI年增率為1.31%，物價漲幅溫和。

近期產油國達成減產協議，國際油價走升，惟明年國際景氣溫和，全球通膨壓力不大，加以國內需求仍緩，國內機構預測明年平均CPI年增率約1.1%。

(三) 鑑於國內景氣逐漸復甦，為協助經濟成長，本行維持寬鬆貨幣基調，透過公開市場操作，1至11月銀行超額準備平均為430億；同期間銀行放款與投資及M2平均年增率分別為4.15%及4.54%，足以支應經濟活動所需資金。

隨本行4度調降政策利率，市場利率多呈下滑；惟11月中旬以來，台債殖利率受美債殖利率上揚影響緩升。與主要國家比較，國內長短期利率仍處相對低檔，有助企業降低融資成本。

### 三、本日本行理事會一致決議

雖國際機構預測明年全球經濟成長略優於本年，惟全球景氣前景仍存有諸多不確定性，考量明年國內經濟復甦力道和緩，且負的產出缺口仍大，在當前通膨溫和及未來通膨預期穩定下，本行理事會認為維持政策利率不變，並維持M2貨幣成長目標區(2.5%~6.5%)不變，持續貨幣寬鬆，以協助促進經濟成長。

未來本行將持續密切關注國內外經濟金融情勢，適時採行妥適的貨幣政策，以達成本行法定職責。

(一) 本行重貼現率、擔保放款融通利

率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%。

(二) 考量經濟成長與物價情勢等因素，明年M2貨幣成長目標區訂為2.5%至6.5%(詳附件)，與本年相同。

四、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定。惟主要國家貨幣政策走向分歧，國際資金快速移動，恐使國際金融市場震盪加劇；若導致新台幣匯率過度波動與失序變動(excess volatility and disorderly movements)，而有不利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。

## 附件 106年貨幣成長目標區設定說明

一、考量明(106)年國內經濟和緩復甦，且通膨壓力不大，加上主要國家貨幣政策分歧，跨國資金移動頻繁，且美國新政府政策之影響未定，中國大陸實施經濟再平衡之外溢效應等諸多不確定因素，恐影響國內復甦力道。經參酌學者專家意見，明年M2成長目標區維持2.5%至

6.5%，透過寬鬆貨幣，充分支應民間資金需求，以協助經濟成長。

二、鑑於明年國內外經濟與金融情勢不確定性甚高，本行將循往例於明年中進行目標區檢討與評估，必要時調整M2目標區。

# 民國106年貨幣成長目標區設定說明

## 壹、105年貨幣成長目標區之檢討

### 一、105年貨幣成長目標區設定方式回顧

105年貨幣成長目標區係於104年12月設定，並以80年第1季至104年第3季的季資料來估計M2的實質貨幣需求函數，詳見表1之1-1式。外生解釋變數值的設定，係參酌主計總處104年11月27日公布之經濟成長率(2.32%)與消費者物價上漲率(0.84%)預測值，以及利率等金融面變數後(見表2)，將105年各季設定值代入表1之1-1式，並利用動態模擬方式計算出105年M2年增率為3.83%，選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值4.0%。由此推估的目標區為2%至6%。

惟當時考量105年國內經濟可能呈現和

緩復甦，且物價漲勢溫和，加上主要國家貨幣政策分歧，全球景氣(尤其是中國大陸)及電子產品需求可能不如預期，在諸多不確定因素恐影響台灣復甦力道情況下，經參酌學者專家意見，105年M2成長目標區訂為2.5%至6.5%，透過寬鬆貨幣政策，充分支應民間資金需求，以協助經濟成長。

### 二、延伸樣本點後之貨幣需求函數估計結果

#### (一) 修正外生變數設定值，重估貨幣需求函數

將表1貨幣需求函數1-1式的樣本點延伸至105年第3季(亦即更新外生變數數值、並

表1 貨幣需求函數設定與估計結果

應變數： $\ln(M2*100/CPI)$

程式代號	樣本期間	解釋變數係數估計值								$\bar{R}^2$	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	$\ln(M2*100/CPI)-1$	$\ln(GDP)$	OC	$d(\ln(CPI))*100$	S1	S3	dum			
1-1	80.1-104.3	0.347 (10.13)**	0.920 (63.75)**	0.069 (4.09)**	-0.013 (-2.53)*	-0.011 (-11.26)**	0.022 (10.57)**	0.004 (2.35)*	-0.015 (-4.11)**	0.9997	0.0071	0.861
1-2	80.1-105.3	0.337 (10.34)**	0.923 (66.06)**	0.066 (4.01)**	-0.014 (-2.82)**	-0.011 (-11.42)**	0.022 (10.74)**	0.004 (2.37)*	-0.015 (-4.21)**	0.9997	0.0070	0.859

說明一：符號代表之意義如下：

1.  $\ln$ 代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。 $\ln(M2*100/CPI)$ ：實質貨幣餘額。
3. CPI：消費者物價指數，以100年為基期。
4. GDP：以100年為參考年之實質國內生產毛額。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即 $OC=CPS30/4-IRY1/4$ ，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S3：季節虛擬變數。
7. dum：96年第3季至97年第3季設為虛擬變數。

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

說明三：長期所得彈性=實質國內生產毛額係數估計值/(1-實質貨幣餘額前期項係數估計值)。



延伸4個樣本點)重新估計貨幣需求函數，則迴歸結果如表1之1-2式所示。

外生變數的設定值方面，根據主計總處105年11月25日之初步估計，105年全年經濟成長率為1.35%，較去年11月原設定之2.32%下調0.97個百分點；消費者物價上漲率全年預估值為1.31%，較原設定之0.84%上調0.47個百分點。其他外生變數方面，持有M2之機會成本微幅上調0.026個百分點，由原預設值-0.215%，向上調整為-0.189%。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

比較1-2式與1-1式的估計結果發現，主要解釋變數估計係數的符號與顯著性維持不變，至於係數估計值方面差異亦不大。除前

期實質貨幣餘額與持有M2機會成本的估計係數取絕對值後略為上升，實質GDP的估計係數略為下降外，其餘係數估計值大多相同，且在5%顯著水準下皆呈統計顯著。

整體而言，在更新資料、並加入4個樣本點後，貨幣需求函數的估計係數變動不大，估計結果大致相近。因此，利用1-2式重新推估105年M2成長目標區。

## (二) 105年貨幣成長目標區之檢討

將表2中105年各項外生變數的各季新設定值，與104年第四季之M2實際值<sup>註1</sup>，分別代入貨幣需求函數模型(表1之1-2式)，經由動態模擬估算，得到新的105年M2成長模擬值3.69% (見表2)，較104年底之原模擬值3.83%

表2 105年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

年/季	經濟成長率 (%)	消費者物價指數	持有M2之機會成本	1-30天期商業本票次級市場利率(年率)	一年期定期存利率(年率)	預期物價上漲率 (%)	貨幣需求函數動態模擬值	目標中線值	M2成長目標區	
			(1)= [(2)-(3)]/4	(2) (%)	(3) (%)					
原預設值	105/1	1.27	103.88	-0.215	0.42	1.28	-0.53	3.83	4.00	2.5-6.5
	2	2.57	104.12	-0.215	0.42	1.28	0.22			
	3	3.01	104.85	-0.215	0.42	1.28	0.70			
	4	2.40	105.24	-0.215	0.42	1.28	0.38			
全年(a)	2.32	104.52	-0.215	0.42	1.28	0.19	3.83	4.00	2.5-6.5	
初步統計值	105/1	<b>-0.23</b>	<b>104.24</b>	<b>-0.204</b>	<b>0.37</b>	<b>1.18</b>	<b>-0.21</b>	3.69	3.50	2.5-6.5
	2	<b>1.13</b>	<b>104.67</b>	<b>-0.203</b>	<b>0.32</b>	<b>1.13</b>	<b>0.41</b>			
	3	<b>2.03</b>	<b>105.15</b>	<b>-0.183</b>	<b>0.31</b>	<b>1.04</b>	<b>0.46</b>			
	4	2.37	105.84	-0.165	0.38	1.04	0.65			
全年(b)	1.35	104.97	-0.189	0.34	1.10	0.33	3.69	3.50	2.5-6.5	
變動=(b)-(a)	-0.97	0.45	0.026	-0.08	-0.18	0.14	-0.14	-0.50	0.00	

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 105年第四季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存利率係假定12月數值與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

下調0.14個百分點。經檢討，除受去年第4季M2年增率設定值高估外，加上經濟成長率下修及持有M2之機會成本上升，致使M2模擬值下調。

### 三、105年以來M2成長情況

本年1至11月M2平均年增率為4.54%，較目標區中線值4.5%高0.04個百分點，落於本年目標區2.5%至6.5%範圍內。就各月M2成長情況來看，前7月大致呈先降後升趨勢，1至5月，受景氣不佳，銀行放款與投資成長趨緩以及外資相較去年同期淨匯入金額

較少，甚或5月轉為淨匯出等因素影響，致使本年1至5月M2年增率呈現逐漸下滑之趨勢，從1月5.63%降至5月的4.14%，之後6、7月因外資復轉為淨匯入，致M2年增率轉為上升趨勢，7月M2年增率升至4.70%；之後受外資淨匯入減少及銀行放款與投資成長減緩影響，M2年增率復呈下降走勢，10月因外資轉呈淨匯出，M2年增率續降至3.98%，11月M2雖受外資淨匯出擴大影響，惟在銀行放款與投資成長增加帶動下，M2年增率僅略降至3.96%。

## 貳、106年貨幣成長目標區之訂定

貨幣成長目標區之訂定，除以貨幣需求函數為推估基礎外，亦須考量影響未來經濟與通膨展望及M2成長之不確定性因素，俾能設定合宜的貨幣成長目標區。關於106年貨幣成長目標區之訂定，說明如下：

### 一、貨幣需求函數之設定與估計

貨幣需求函數採部分調整模型，並以最小平方方法來進行估計，主要解釋變數與104年底選取之變數相同。

#### (一) 模型解釋變數之說明

分別說明如下(參考表1之1-2式)：

1. 前期實質貨幣餘額  $(\ln(M2 * 100 / CPI)_{-1})$ ：以前期M2對前期CPI平減代表前期實質貨幣餘額， $\ln$ 表示取對數(以下同)。

2. 實質所得  $(\ln(GDP))$ ：以100年為參考年之實質GDP代表。

3. 持有M2之機會成本  $(OC)$ ：以其他本國資產報酬率與持有M2自身報酬率之利差代表，並除以4，折算為季報酬率。其中，其他本國資產報酬率以1-30天期商業本票次級市場利率代表，M2自身報酬率則以一年期定期存款利率代表。

4. 預期物價上漲率  $(d(\ln(CPI)) * 100)$ ：此一變數反映的是持有貨幣(特別是不付息的部份，如通貨、支票存款等)的成本，以消費者物價指數之當期季變動率代表。

#### (二) 貨幣需求函數估計結果、診斷檢定及穩定性檢定之說明

以下針對M2貨幣需求函數進行估計。

樣本期間為80年第1季至105年第3季，估計結果見表1之1-2式。所有解釋變數係數估計值的符號均與理論預期相符，且所有的係數估計值均顯著異於零。由模型配適度 ( $\bar{R}^2$ )、以及估計誤差 (S.E.R)等統計量可以看出，貨幣需求函數的估計結果尚可接受。

M2貨幣需求函數的相關診斷檢定結果及說明詳見表3，穩定性檢定則詳見圖1與圖2。由表3及圖1、2可以看出，各項檢定結果顯示方程式的模型設定及穩定性大致可以接受。

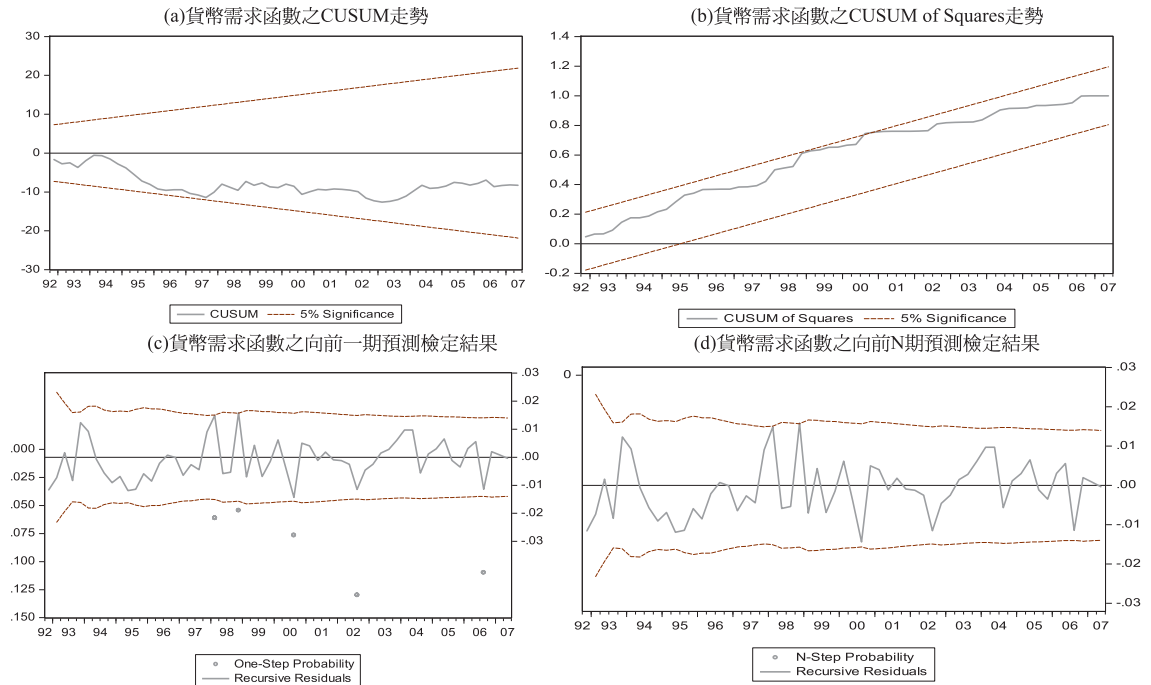
表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定: Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	MAE(%)	F統計量	p值
0.73	0.59	1.17	0.33
3. ARCH檢定: (4期)		4. White 變異數異質性檢定:	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.41	0.80	1.47	0.10

說明：

1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80/1-99/3的樣本進行估計後，預測99/4-100/3的M2(動態預測)值及該預測期間的RMSE (Root Mean Squared Error)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測100/4-101/3的M2及該預測期間的RMSE，重覆此一程序，最後求算上述6個移動樣本之RMSE的平均值。表中MAE (Mean Absolute Error) 數值則為上述6個移動樣本之 MAE之平均值。此外，預測誤差來源為偏誤成份(bias proportion)、變異成份 (variance proportion)、以及共變異成份(covariance proportion)之結果分別為：0.40、0.23以及0.37。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕1-2式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性 (autoregressive conditional heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性 (heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

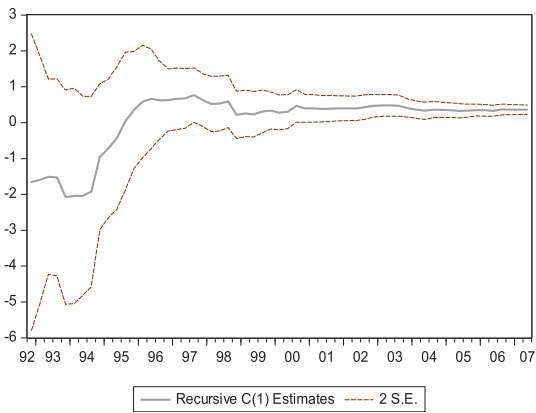
圖1 模型穩定性檢定



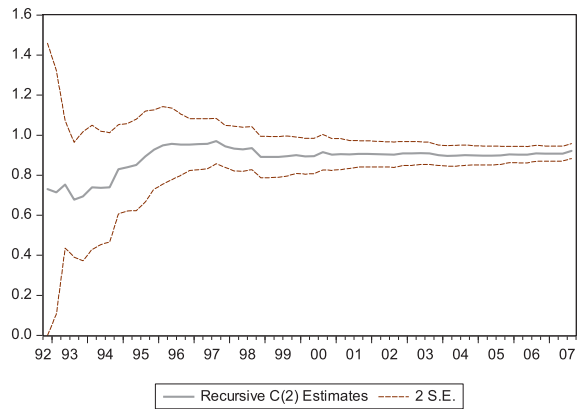
說明：1. 由於加上虛擬變數(dum)，所以本檢定只呈現估計到96年第2季的檢定結果。  
 2. 貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前T1個樣本點進行估計，然後進行剩餘T2個資料點的預測。至於T1之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例，T1=7)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

圖2 遞迴係數估計值 (Recursive Coefficient Estimates)

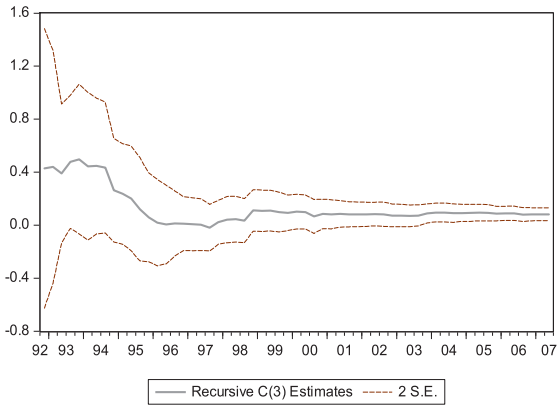
1. 常數項



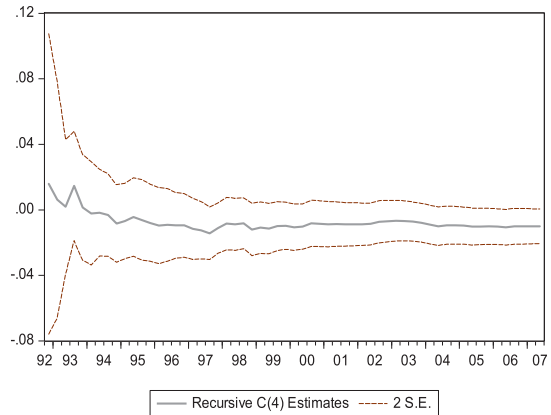
2.  $\ln(M2*100/CPI)_{-1}$



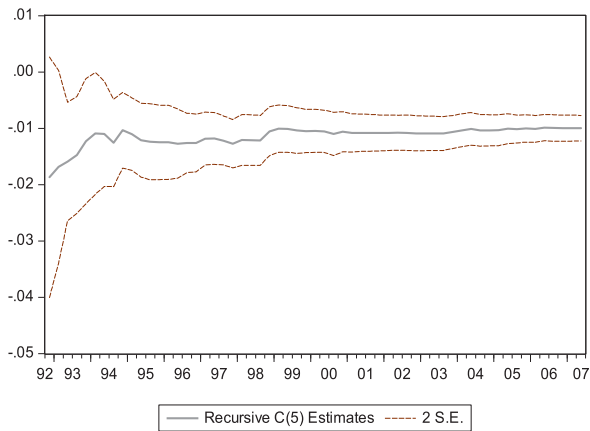
3.  $\ln(GDP)$



4. OC



5.  $d(\ln(CPI))*100$



說明：由於加上虛擬變數(dum)，所以本檢定只呈現估計到96年第2季的檢定結果。

**(三) 貨幣需求函數推估106年M2需求成長**

為估算106年M2需求成長，各項解釋變數未來1年的數值必須預先設定，其中，經濟成長率與消費者物價上漲率係依據主計總處105年11月25日公布之預測值，全年分別為1.87%與0.75%，一年期定期存款利率與1-30天期商業本票次級市場利率則假定為105年第4季相同<sup>註2</sup>，有關106年各項外生變數的設定詳見表4。

若考量105年10月M2實際數與影響供給、需求面等因素後，推估105年第4季的M2年增率為3.97%，並將表4各項變數的未來各季設定值，及前述之105年第4季M2年

增率推估值代入表1之1-2式的貨幣需求函數，則由動態模擬估算得出，106年M2需求年增率約為2.88%，選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值3.0%<sup>註3</sup>。

**二、影響明年經濟展望及M2成長之不確定因素**

- (一) 國際金融情勢不確定性仍高—主要國家貨幣政策分歧，致跨國資金移動頻繁，未來勢必影響M2成長。
- (二) 全球經濟與金融不確定性高，民眾可能基於安全性考量，較偏好存款，致M2成長較高。
- (三) 貿易保護主義升溫，全球貿易成長

表4 106年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟成長率	消費者物價指數	持有M2之機會成本	1-30天期商業本票次級市場利率(年率)	一年期定期存款利率(年率)	預期物價上漲率
	(%)		(1)=[(2)-(3)]/4	(2)(%)	(3)(%)	
105/3	2.03	105.15	-0.183	0.31	1.04	0.46
4 (f)	2.37	105.84	-0.165	0.38	1.04	0.65
106/1 (f)	2.25	104.90	-0.165	0.38	1.04	-0.88
2 (f)	2.07	105.62	-0.165	0.38	1.04	0.68
3 (f)	1.59	106.25	-0.165	0.38	1.04	0.59
4 (f)	1.60	106.45	-0.165	0.38	1.04	0.19
105年全年(f)	1.35	104.97	-0.189	0.34	1.10	0.33
106年全年(f)	1.87	105.80	-0.165	0.38	1.04	0.14

f：代表預估值。

說明：1. 經濟成長率與消費者物價指數係引用行政院主計總處最新預測(105.11.25發布)。  
 2. 預期物價上漲率係以消費者物價指數取對數後之一階差分表示，即 $d(\ln(CPI)) * 100$ 。  
 3. 105年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存款利率係假定12月數值與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。  
 4. 106年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存款利率係假定與105年第4季相同。

動能不足，不利全球經濟成長，恐影響台灣出口動能。

(四) 明年美國川普政府上任後之政策走向對全球經貿及金融市場之不確定性，加以中國大陸持續再平衡與供應鏈在地化，均可能影響台灣經濟成長力道。

### 三、106年貨幣成長目標區訂為2.5%至6.5%

考量106年國內經濟和緩復甦，且通膨壓力不大，加上主要國家貨幣政策分歧，

跨國資金移動頻繁，且美國新政府政策之影響未定，中國大陸實施經濟再平衡之外溢效應等諸多不確定因素，恐影響台灣經濟復甦力道。經參酌學者專家意見，明年M2成長目標區維持2.5%至6.5%<sup>註4</sup>。本行透過寬鬆貨幣，充分支應民間資金需求，協助經濟成長。

此外，鑑於106年國內、外經濟與金融情勢不確定性甚高，本行將循往例於106年中進行目標區檢討與評估模型低估的問題，必要時調整M2成長目標區。

## 附 註

(註1) 104年底採用的104年第4季M2年增率預測值為6.35%，惟實際值為6.22% (下調0.13個百分點)。

(註2) 105年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定12月數值與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

(註3) 根據學者之意見，本文亦曾嘗試縮短樣本期間、模型中加入誤差修正項、景氣循環變數或以Asia Pacific Consensus Forecast調查資料取代預期物價上漲率，然而均未能改善模型估計結果。此外，考量國內、外利差或股票報酬率差距等因素對國內貨幣需求可能產生的影響，在貨幣需求函數中納入不同的國內、外利率或股票市場報酬率差距等解釋變數後，重新估計模型，惟實證結果顯示新增解釋變數之係數估計值並不顯著，甚或影響整體模型的估計結果。

(註4) 另考量我國106年潛在產出成長率預測值為2.83% (根據生產函數法推估)，長期所得彈性為0.859，可容忍的通膨率設定為2% (根據國發會之總體經濟目標，消費者物價上漲率維持在2%以下)，則按歐洲央行(ECB)作法(貨幣需求成長參考值=潛在產出成長率×貨幣需求長期所得彈性+可容忍的通膨率)，推算我國106年M2成長參考值約為4.43%，中線值為4.5%。

# 台灣貨幣政策執行及傳遞機制之探討\*

張天惠、朱浩榜\*\*

## 摘要

央行透過瞭解與掌握貨幣政策之傳遞機制，決定採取何種政策工具，進而評估採取貨幣政策的時機與成效，故傳遞機制對央行貨幣政策具有重大意涵。探討貨幣政策傳遞機制之文獻眾多，惟多僅聚焦於探討某幾個特定傳遞管道的存在與否，卻忽略總體經濟變數間的動態關聯。本文主要目的在探討台灣的貨幣政策傳遞機制，有別於多數文獻僅著重某些特定管道的作法，本文較全面性以結構向量自我迴歸（SVAR）模型進行實證分析。SVAR模型有別於遞迴式的排序方法，考慮貨幣政策與重要變數間的同期影響，予以適當的限制條件，使模型設定更具彈性。實證結果發現，央行可藉由公開市場操作，影響操作目標及市場利率，並進一步影響中間目標（M2）；利率管道、銀行放款管道、資產負債表管道及匯率管道均呈顯著，這些管道在台灣的貨幣政策傳遞機制扮演重要角色。

**關鍵詞：**貨幣政策傳遞機制、SVAR模型

JEL 分類代號：E41，E51，E52

\* 本文係將東南亞國家中央銀行聯合會（South East Asian Central Banks, SEACEN）所屬研訓中心2015年度研究計畫「SEACEN 經濟體之貨幣政策傳遞機制」（Monetary Policy Transmission in the SEACEN Economies）研究報告作進一步擴充。作者感謝三位匿名審稿人給予寶貴意見，以及本行嚴副總裁宗大、林處長宗耀、林副處長淑華、吳副處長懿娟、李行務委員光輝、廖研究員俊男、侯研究員德潛、劉科長淑敏、鄭副研究員漢亮與許副研究員碧純，惟本文觀點與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

\*\* 作者分別為中央銀行經濟研究處副研究員及四等專員。



## 壹、前言

貨幣政策透過許多不同的管道運作，影響經濟活動，這些管道即是一般所稱的貨幣政策傳遞機制。央行透過掌握貨幣政策之傳遞機制，決定採取何種政策工具，進而評估採取貨幣政策的時機與成效，故傳遞機制對央行貨幣政策相當重要，相關研究亦頗豐富。一般咸認，貨幣政策影響總合需求的管道，大致可區分為利率、匯率、狹義與廣義信用、通膨預期、財富等眾多管道<sup>註1</sup>，惟無明確的證據顯示這些管道確切之運作方式，以及各個管道間的相對重要性（Mishkin, 1995）。

自1980年代中期以來，台灣採取貨幣目標機制作為貨幣政策架構。但過去三十幾年來，台灣的金融市場歷經許多重大變化，如金融全球化、直接金融興起、金融管制鬆綁、金融創新與衍生性商品發展等，致貨幣政策與經濟活動的聯結可能已隨時間演變而有所不同。因此，瞭解貨幣政策如何影響經濟活動，將有助貨幣政策分析與執行。

探討台灣貨幣政策傳遞管道的實證研究眾多。如吳中書與陳建福（2010）證實台灣的廣義與狹義信用管道均存在；馮立功（2009）檢驗利率管道與信用管道，發現貨幣政策衝擊的確會透過這兩種管道影響股票報酬。在其他研究中，Huang and Yu（2015）著重銀行放款在貨幣政策傳遞中的

角色，確認信用管道的有效性；王泓仁與陳南光（2011）則無法找到統計上的證據證明財富效果管道存在。然而，上述研究多僅著重在某幾個特定管道的存在與否，可能忽略總體經濟變數間的動態關聯，目前僅吳懿娟（2004）全面性地分析各個傳遞管道效果。而如前所述，貨幣政策的傳遞機制亦可能因為金融市場的變革而隨時間演變，故有必要重新估計各傳遞管道的效果。另外，貨幣傳遞機制的探討重點為中間目標對最終目標的影響，因此，央行貨幣政策的執行（包含操作工具與操作目標）能否有效影響中間目標，當為相當重要的環節，惟國內就此議題進行實證分析的文獻不多，且樣本期間較早。爰此，本文擬一併探討貨幣政策的執行、貨幣政策的傳遞管道，以及各管道的效果與速度等。

實證研究分成兩部分。首先，藉由結構向量自我迴歸模型（structural vector autoregressive, SVAR）限制貨幣政策工具（公開市場操作）及貨幣政策目標（操作目標為準備貨幣、中間目標為M2）間的同期關係，檢驗貨幣政策執行的環節，並得知央行確可藉由政策工具，影響操作目標及市場利率，並進一步影響中間目標。

其次，進一步利用SVAR模型分析貨幣政策傳遞管道。與過去大多數文獻不同的

是，本文並非僅著重某些特定管道，而是通盤檢驗不同傳遞管道的效果。估計結果顯示，利率管道、資產負債表管道、銀行放款管道及匯率管道均呈統計顯著，這些管道在台灣的貨幣政策傳遞機制扮演重要角色。以利率管道為例，當央行採取緊縮性貨幣政策時，對實質經濟活動的降溫效果約落後8個月始得顯現，提早因應當有助於防範景氣過熱，可供央行在做貨幣決策時之參考。

本文除第1節為前言之外，其餘各節安排如次：第2節簡述台灣的貨幣政策架構，並回顧近期台灣有關貨幣政策執行及傳遞管道的實證文獻。第3節說明研究方法及資料，包括SVAR模型，與用於實證分析的經濟金融變數；第4、5節分別為貨幣政策執行、貨幣政策傳遞管道的實證分析與穩健性測試；最後，第6節為本文結論。

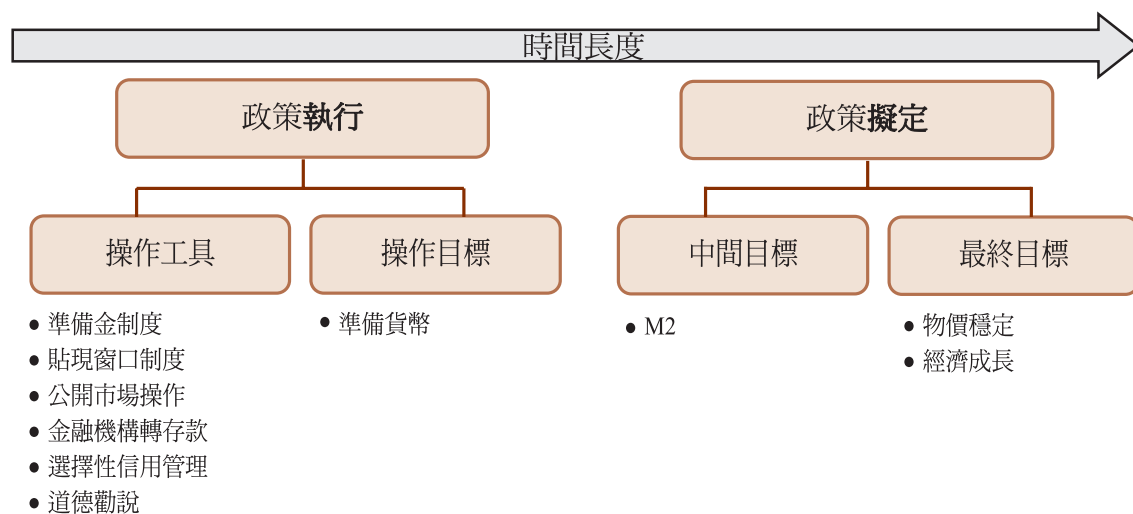
## 貳、台灣的貨幣政策架構與傳遞管道

### 一、台灣的貨幣政策架構

台灣的貨幣政策架構採貨幣目標機制，並自1992年起，每年發布M2成長目標區。在貨幣目標機制的的基本架構下，貨幣政策的最終目標為物價穩定與經濟成長。然而，貨幣政策的傳遞有時間落差，若央行等到政策

效果顯現後再調整政策，則可能錯失達到政策目標的最佳時機與效果。因此，央行會運用貨幣政策工具影響短期操作目標（準備貨幣），再由操作目標影響中間目標（M2），最終達成貨幣政策的最終目標。整體而言，台灣貨幣政策的基本架構整理如圖1。

圖1 台灣的貨幣政策架構



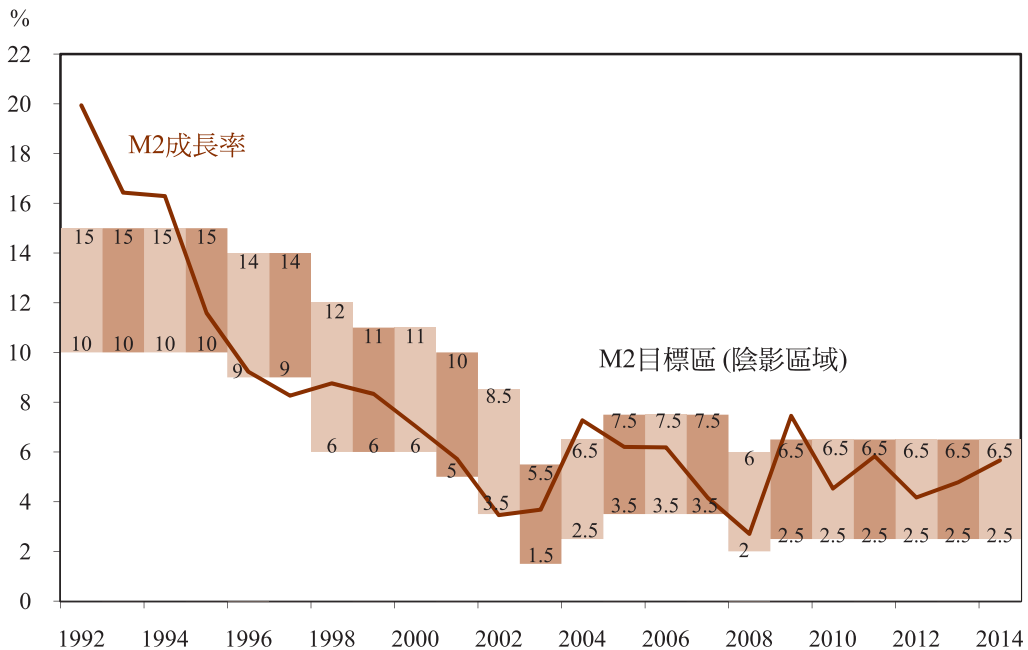
資料來源：中央銀行（2003）。

在政策擬定上，央行以貨幣總計數M2為中間目標。每年底，央行以實質GDP、預期通膨率、持有貨幣的機會成本等變數，參酌主計總處預估之次年經濟成長率與通膨率，以計量方法估算次年的貨幣需求情況；並邀集學者專家就估計結果表示意見，再經評估後提交理事會討論，擬定隔年的M2成長目標範圍。在政策執行上，由於準備貨幣可受央行政策工具直接影響，並與中間目標密切關聯，故央行採準備貨幣為操作目標，引導其日常業務操作；近年來，公開市場操作是最重要且使用頻繁的操作工具。其他政策工具包括準備金制度、貼現窗口制度、選擇性信用管理、金融機構轉存款或道德勸說

等（中央銀行，2003）。

圖2為歷年的M2成長率及目標區。M2成長目標區在1998年因亞洲金融危機造成不確定因素增加，目標區調降並擴大為6%至12%。2001年因國內景氣衰退，貨幣需求下降，目標區調降為5%至10%；2002年、2003年再持續調降。2004年隨國內景氣復甦，目標區調升為2.5%至6.5%，2005年至2007年進一步調升為3.5%至7.5%。2008年因美國次貸風暴引起的金融危機導致全球性的景氣衰退，目標區隨之調整為2%至6%。其後，2009年至2014年，目標區均維持在2.5%至6.5%。

圖2 M2成長率及目標區



## 二、國內相關文獻

### (一) 貨幣政策執行的文獻

一般而言，貨幣政策傳遞機制聚焦在操作目標或中間目標對最終目標的影響；而操作工具與操作目標對中間目標之間的關係，則屬「政策執行」的環節（圖1）。然而，若要界定有效的傳遞管道，央行須能有效影響中間目標；因此，操作目標與中間目標的關係便相當重要（汪建南與李光輝，2004）。

國內文獻方面，汪建南與李光輝（2004）發現，央行可搭配使用定存單與債券附條件交易等操作工具，有效影響隔拆利率及準備貨幣等操作目標，且隔拆利率對實質利率具顯著並可控的影響；而陳一端與劉淑敏（2007）則就準備貨幣與準備金總額進行操作目標分析，發現準備貨幣具較佳的操作目標性質。由於國內相關的實證文獻較少，且樣本期間較早，故本文在探討貨幣政策傳遞管道之前，擬就此議題進行實證分析，以瞭解貨幣政策執行的環節。

### (二) 貨幣政策傳遞管道的文獻

過去探討台灣貨幣政策傳遞管道的文獻眾多，本文就近期的實證文獻擇要回顧。首先，利率管道是傳統貨幣傳遞的主要管道，從貨幣的觀點來看，貨幣供給增加將導致利率下降，影響家計單位與廠商之消費及投資決策，進而使GDP上升。

林金龍（2003）以VAR模型、衝擊反應分析與總體計量模型分別對各種利率的日、月、季資料與相關的總體變數，進行利率政策效果與傳遞機制的探討。該研究發現重貼現率變動，對各種市場利率具顯著影響，惟其對經濟成長及物價影響效果皆不顯著。然而，Ho and Yeh（2010）認為林金龍（2003）估得的貨幣政策效果不顯著，可能係無法正確認定（identified）貨幣政策衝擊所致。該文利用VAR模型及符號限制法（sign restrictions）認定結構衝擊，其估計結果顯示，緊縮性的貨幣政策衝擊對GDP及CPI均具顯著且持續的負向影響，貨幣政策衝擊解釋GDP變動與CPI變動的變異數比率均約20%。

傳統的利率管道在貨幣政策傳遞機制中扮演重要的角色，惟利率管道無法解釋實際經濟活動的擴大（amplification）、持續（persistence）效果，以及支出組成（composition）反應的差異（Bernanke and Gertler, 1995），因此，經濟學家透過信用、資產價格等其他管道尋求答案。

信用管道包括銀行放款管道（bank lending channel，狹義信用管道）與資產負債表管道（balance sheet channel，廣義信用管道）等2種。其中，銀行放款管道主要是透過改變銀行的準備金，影響銀行可貸資金的運作；因此，當央行採取緊縮性貨幣政策時，銀行將減少放款，進而投資、消

費等經濟活動也將下降，此管道對於依賴銀行（bank-dependent）之中小型企業影響較大。而資產負債表管道則強調貨幣政策的變動會影響廠商的淨值，當採行擴張性的貨幣政策時，股價上漲，資產價格與現金流量增加，導致廠商淨值上升，使逆選擇與道德風險下降，則銀行放款意願將隨之提升，進一步增加投資支出與總合需求。

吳中書與陳建福（2010）建構季頻率的台灣總體計量模型，分析貨幣政策的信用傳遞管道。情境模擬結果顯示，準備貨幣增加將帶動銀行放款及民間投資擴增，代表狹義信用管道存在；隔拆利率下降會影響股市、房市、銀行放款及國內需求，驗證廣義信用管道存在。此外，國際經濟情勢惡化也會造成信用緊縮，並對民間消費與投資造成負面影響。

而張瑞娟等（2010）搜集商業銀行自1993年1月至2008年6月的追蹤資料（panel data），估計貨幣政策對銀行放款的不對稱效果，並以隔拆利率為貨幣政策的代理變數。該文發現台灣的貨幣政策可透過銀行放款管道傳遞，惟效果具不對稱性，即緊縮性貨幣政策對銀行放款的影響較寬鬆性政策為大。至於不對稱性的效果則取決於銀行資產負債表的特性，如銀行資產規模、持有流動性資產強度等。近來，Huang and Yu（2015）運用VAR模型，以1997年1月至2011年5月台灣的商業銀行分類放款資料，

從銀行放款的供給面研究狹義信用管道。該文發現，面對緊縮的貨幣政策衝擊時，銀行放款決策行為將導致銀行放款組合改變，使得企業放款與擔保放款增加、消費性放款與無擔保放款減少，證實銀行放款管道在台灣扮演重要角色。

關於財富效果，係指擴張性的貨幣政策或將提高股票與房地產等資產價格，使資產持有者的財富增加，有助提高其消費支出。王泓仁與陳南光（2011）使用1992年第1季至2009年第3季的總體資料，以及1996年至2006年的家戶調查資料，估計資產價格變動對民間消費支出的影響。根據該文的估計結果，股票的財富效果顯著但影響不大；在家戶層級上，年輕世代對股價的反應不顯著，中、老年世代卻會隨股價上升而增加消費。房地產的財富效果並不顯著，且在家戶層級上，房地產價格上升對年輕世代、老年世代與租屋者的消費支出有顯著的負面影響。

匯率管道為貨幣政策可透過匯率影響淨出口。具體而言，擴張性的貨幣政策使利率下降，國外的資產報酬率較國內高，致本國貨幣貶值，使得本國商品的國際價格競爭力提高，淨出口增加。台灣為小型開放經濟體，與國際貿易活動之關係密切，因此匯率通常被認為是重要的傳遞管道。Osorio et al.（2011）利用加權總和（weighted-sum）及主成分分析（principal components analysis）等方法，以2001年第1季至2010年

第2季的資料，建構13個亞洲經濟體的金融情勢指數（financial condition index, FCI）。該文發現，匯率管道對台灣相對重要，如同香港、新加坡等依賴出口的小型開放經濟體。

另外，亦有許多文獻同時探討數個不同管道的傳遞效果。吳懿娟（2004）利用1985年至2003年的季資料，以向量自我迴歸（vector autoregression, VAR）模型綜合分析不同管道的效果，並發現利率管道、銀行放款管道、資產負債表管道及匯率管道均呈顯著，僅財富效果管道不顯著。而汪建南與李光輝（2004）則以SVAR模型、向量誤差修正模型（vector error correction model, VECM）、VAR模型等方式分析貨幣傳遞管道。該文發現，利率對總體經濟具顯著影響，資金供給增加將透過銀行放款增加使GDP上升，而股價上升則可增加實質民間投資。因此，利率管道、銀行放款管道、資產負債表管道均呈顯著。

林建甫（2006）建構總體計量季模型，就貨幣政策對總體經濟的影響進行情境分析。模擬結果顯示，央行調升隔拆利率將使經濟成長率及CPI年增率下降；新台幣兌美元匯率升（貶）值，亦將使經濟成長率及CPI年增率下降（上升）。該文結果支持利

率及匯率管道存在。馮立功（2009）則針對利率與信用管道進行研究，該文以1989年至2008年的日資料，擷取SVAR模型隔拆利率變動的正交殘差（orthogonal residual）作為貨幣政策意外變量，估計台灣的貨幣政策衝擊對股票報酬的影響。其估計結果支持利率管道存在，尤其對資本密集及與景氣相關性較高之消費部門影響較大；此外，估計結果亦支持信用管道存在，且以受財務制約較強的公司影響較大。

綜上所述，本文將台灣貨幣政策傳遞機制的相關實證文獻整理如表1。從表1可知，台灣大部分的傳遞管道均顯著，包括利率管道（吳懿娟，2004；林建甫，2006；Ho and Yeh, 2012；馮立功，2009）、銀行放款管道（吳懿娟，2004；吳中書與陳建福，2010；張瑞娟等，2010；Huang and Yu, 2015）、資產負債表管道（吳懿娟，2004；馮立功，2009；吳中書與陳建福，2010）與匯率管道（吳懿娟，2004；林建甫，2006；Osorio et al., 2011）等，僅財富效果管道不顯著（吳懿娟，2004；王泓仁與陳南光，2011）。由於台灣的財富效果不顯著或效果不大，因此，本文的實證部分將聚焦於其餘較重要與有效的傳遞管道。

表1 台灣貨幣政策傳遞的相關文獻

文獻	估計方法	樣本期間	主要結論
林金龍（2003）	事件分析法/VAR/總體計量模型	-2002 <sup>a</sup>	政策利率變動對市場利率具顯著影響，惟對經濟成長及通膨則否
吳懿娟（2004）	VAR	1982Q1-2003Q4	利率管道、匯率管道、信用管道均呈顯著
汪建南與李光輝（2004）	VAR/SVAR/VECM	1981Q1-2001Q4/ 1992M7-2003M9/ 1996M1-2003M9	利率管道顯著，資金供給可藉銀行放款影響GDP，且股價上升可增加實質民間投資
林建甫（2006）	總體計量模型	1983Q1-2004Q4	隔拆利率及匯率之變動均會影響GDP及CPI
馮立功（2009）	OLS	1989/1/1-2008/12/31	貨幣政策衝擊會透過利率管道與信用管道影響股票報酬
Ho and Yeh（2010）	VAR（符號限制法）	1981Q1-2005Q4	貨幣政策衝擊對GDP與CPI具顯著且持續的效果
吳中書與陳建福（2010）	總體計量模型	-2008Q2 <sup>b</sup>	狹義與廣義信用管道均存在
張瑞娟等（2010）	追蹤資料GMM	1993M1-2004M6	貨幣政策可透過銀行放款管道傳遞，且不對稱效果取決於銀行資產負債表的特性
Osorio et al.（2011）	建構FCI（加權總和/主成分分析）	2001Q1-2010Q2	匯率管道對台灣相對重要
王泓仁與陳南光（2011）	OLS/2SLS/VECM/隨機效果模型	1992Q1-2009Q3/ 1996-2006	財富效果不顯著或效果不大
Huang and Yu（2015）	VAR	1997M1-2011M5	貨幣政策衝擊會影響銀行部門的放款供給

說明：<sup>a</sup>資料頻率為日、月、年資料，且各變數起始時間不一致。

<sup>b</sup>各變數起始時間不一致，作者未明確說明樣本起始時間。

## 參、研究方法及資料

### 一、結構向量自我迴歸模型

由於VAR模型可衡量產出或物價等經濟活動受到特定衝擊後的變化，故廣為運用於貨幣政策傳遞的實證文獻，其濫觴為Sims（1980）對於貨幣政策的研究。然而，Cushman and Zha（1997）認為，一般的VAR模型可能較適合相對封閉且規模較大的經濟體，較不適合小型開放經濟體。與縮減式（reduced form）且運用遞迴式排序（recursive order）的VAR模型相較，SVAR模型對模型參數的限制更具彈性，並可估計變數間的同期關係。因此，本文藉限制變數間之同期影響的認定條件（identification）建立SVAR模型，並估計衝擊反應函數（impulse response function）與預測誤差變異數分解（forecast error variance decomposition），以分析貨幣政策變動對總體經濟（即產出與物價）的影響。

首先，假設 $k$ 個內生變數且落後 $p$ 期的SVAR模型：

$$\mathbf{A}\mathbf{y}_t = \sum_{i=1}^p \mathbf{A}_i L^i \mathbf{y}_t + \mathbf{e}_t,$$

其中 $\mathbf{y}_t$ 為 $k \times 1$ 的向量， $\mathbf{A}$ 與 $\mathbf{A}_1, \dots, \mathbf{A}_p$ 為 $k \times k$ 的矩陣， $L^i$ 為落後運算元（lag operator）， $\mathbf{e}_t$ 則為具白噪音（white noise）性質的殘差向量，符合

$$E[\mathbf{e}_t \mathbf{e}_t'] = \mathbf{D},$$

其中 $\mathbf{D}$ 為正定（positive definite）矩陣， $E[\mathbf{e}_{it} \mathbf{e}_{jt}] = 0$ 且 $i \neq j$ 。

由於 $\mathbf{A}$ 矩陣代表變數間的同期關係，因此認定條件即透過限制 $\mathbf{A}$ 矩陣規範變數間的同期影響效果。 $\mathbf{A}$ 矩陣又稱作短期限制（short-run restrictions）。遞迴式排序是一種常見的短期限制條件。在遞迴式模型中， $\mathbf{A}$ 矩陣設定為下三角矩陣，代表 $y_{jt}$ 受 $y_{it}$ 同期影響（ $i < j$ ），但反之則不然，故變數的排序有其經濟意義。雖然遞迴式的SVAR模型可完全認定（just-identified）且較易估計，但僅以變數排序決定變數之間的關係卻使模型的應用受到限制且缺乏彈性。因此，為了避免這項缺點，Blanchard and Watson（1986）、Bernanke（1986）、Sims（1986）及Sims and Zha（2006）等建議更一般化的SVAR模型，使用非遞迴的結構式限制參數間的同期影響。

值得注意的是，SVAR模型有兩項議題可進一步探究。首先，對於應使用變數的水準值或差分值進行估計，文獻上頗為分歧。對於VAR模型的變數，一般有3種處理方式：（1）取差分使變數轉呈定態；（2）仿照Sims（1980）與Christiano et al.（1996），逕以變數的水準值估計SVAR模型；（3）應用向量誤差修正模型（vector error correction



model) 進行共整合分析。以上作法皆各有支持或反對的理由，惟目前尚無明確論據認為VAR模型的變數須為定態或水準值<sup>註2</sup>，何種作法較佳仍待探討。例如，Bernanke and Blinder (1992)、Sims (1992)、Levy and Halikias (1997)、Peersman and Smet (2001) 使用變數的水準值估計VAR模型；Kim and Roubini (2000) 使用變數的水準值估計SVAR模型；而Monticelli and Tristani (1999) 則採定態變數估計SVAR模型。

再者，Toda and Yamamoto (1995) 指出單根檢定在有限樣本的情況下的檢定力不高，且共整合檢定並不十分可靠，故依此對變數取差分或進行共整合分析可能有事前檢定誤差 (pretest biases) 的問題。此外，對變數取差分亦將喪失其部分訊息，因此本文將以變數的水準值估計SVAR模型。

另一個議題是有關落後期數的選擇。

在SVAR模型的相關文獻中，落後期數的選擇通常較為任意 (ad hoc)。例如，一樣都是採月資料的文獻中，Cushman and Zha (1997) 選擇落後12期的落後期數，而Gordon and Leeper (1994)、Kim and Roubini (2000) 與Kim (2003) 則選擇6期的落後期數。本文依據Toda and Yamamoto (1995) 的建議，採用 $p + d_{max}$ 作為模型的落後期數；其中 $p$ 為一般評選方法選出的最適落後期數， $d_{max}$ 則為變數可能存在的最大積數 (integration)。

## 二、資料說明

本文分析2000年後主要貨幣政策管道的傳遞效果，樣本期間為2000年1月至2014年12月，共180筆月資料。變數及資料來源整理如表2。

表2 變數說明及資料來源

變數符號	變數說明	資料來源
Y	工業生產指數	工業生產統計月報
P	消費者物價指數	物價統計月報
L	全體貨幣機構放款與投資 一對民間部門債權	金融統計月報
NCD	央行可轉讓定期存單	金融統計月報
RM	準備貨幣	金融統計月報
M2	貨幣總計數M2	金融統計月報
R	金融業隔夜拆款利率	金融統計月報
ER	新台幣兌美元匯率	金融統計月報
SP	台股加權指數	金融統計月報
WI	世界工業生產指數	IHS Global Insight
OIL	國際原油價格 (世界均價)	IMF

主要的實質經濟活動變數包含產出（Y）與物價（P）。由於GDP的資料頻率為季度，故以工業生產指數作為產出的替代變數。物價的替代變數則為消費者物價指數，兩者的基期年皆為2011年。本文以「全體貨幣機構放款與投資一對民間部門債權」作為銀行放款（L）的替代變數<sup>註3</sup>。值得注意的是，選用「全體貨幣機構放款與投資」而非「全體貨幣機構放款」<sup>註4</sup>，主因全體貨幣機構的投資涵蓋公司債等，是企業融資的重要管道之一；且全體貨幣機構投資的變動也會影響貨幣總計數M2，因此全體貨幣機構投資亦與經濟活動及M2有關<sup>註5</sup>。

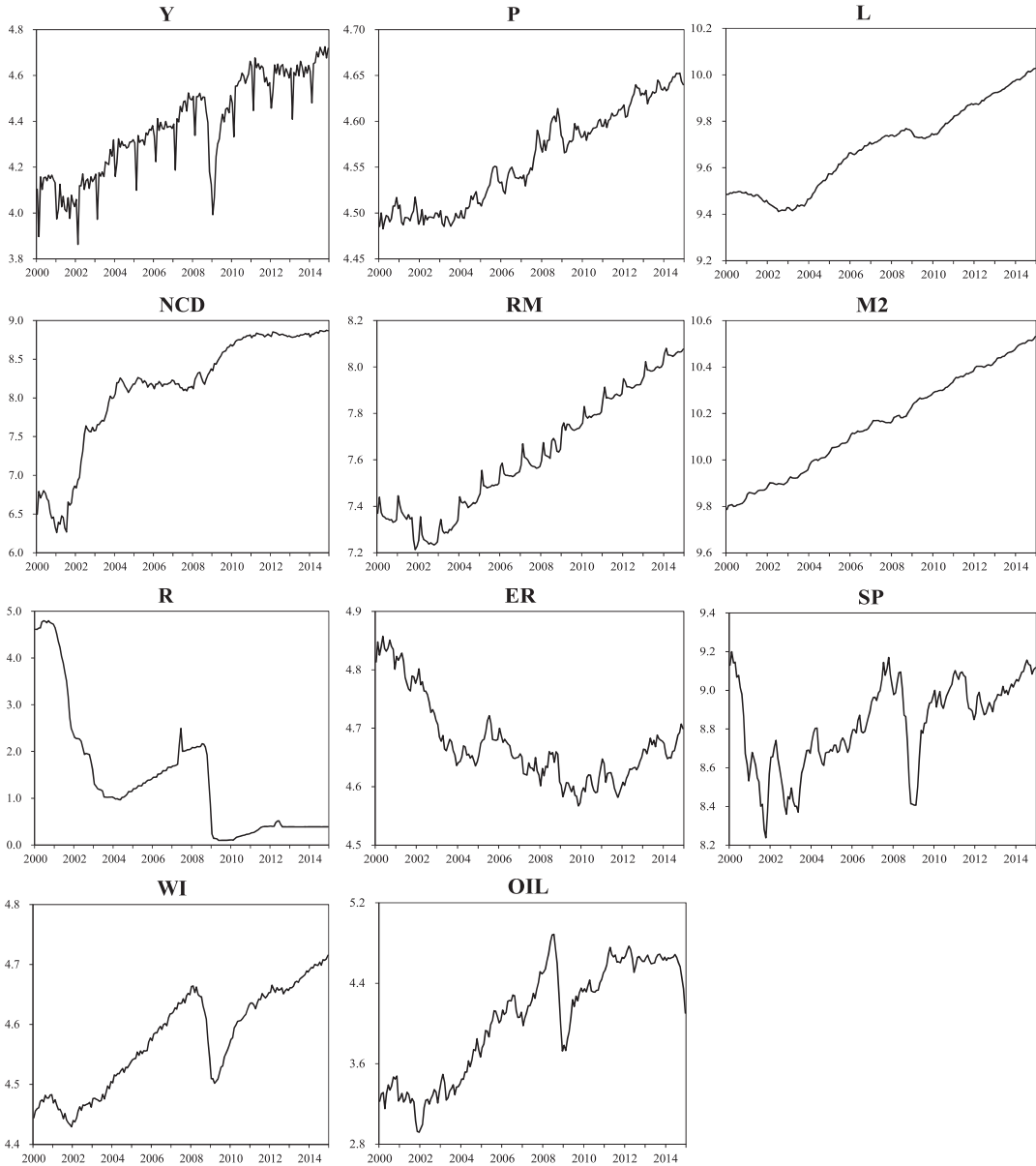
其他變數方面，本文以金融業隔夜拆款利率（R）作為貨幣政策的代理變數。匯率變數（ER）為新台幣兌美元匯率。股票市場的表現（SP）則以台股加權指數作為代理變數。此外，台灣為小型開放經濟體，經濟活動易受國際因素影響，故本文將世界工業生產指數（WI）與國際原油價格（OIL）作為外生變數，以捕捉國際景氣及國際油價的效果。

另一方面，為瞭解台灣貨幣政策執行的

環節，本文亦估計政策工具及貨幣政策目標之間的關係。貨幣政策目標包括中間目標與操作目標等兩種，前者為貨幣總計數M2，後者為準備貨幣（RM），係逐日操作之標的。由於公開市場操作為最重要且最常用的貨幣政策工具，其央行最常使用的公開市場操作工具為央行可轉讓定期存單（NCD），故本文以NCD餘額作為政策工具變數。

除了利率之外，所有的變數皆取對數值，而變數的時間序列走勢繪於圖3。觀察圖3，可知產出與國際景氣關係密切，並在2008年的金融危機期間大幅衰退。物價與國際油價走勢相近，尤其從2007年中至2008年，兩者皆明顯走升。利率在樣本期間內兩次大幅下降，分別是2001年中至2003年，以及2008年的金融危機期間，主要反映經濟衰退及國內需求不振等因素。NCD餘額分別在2001年中至2003年，以及2008年中至2010年兩度明顯上升，至2014年底累計約新台幣7.1兆元。準備貨幣有明顯的季節性，主因農曆春節致貨幣需求暫時性增加。

圖3 各變數時間序列走勢圖



## 肆、貨幣政策的執行

### 一、認定條件

近年來，公開市場操作是央行執行貨幣政策最重要且使用頻繁的操作工具。為檢

視貨幣政策執行的環節，本文建構4個變數的SVAR模型，探討公開市場操作的政策工具，是否能有效影響貨幣政策的操作目標及中間目標。

公開市場操作為中央銀行在公開市場買賣債券或票券，藉以調節銀行體系的準備金。由於我國進出口貿易長期出超，銀行體系資金較為充裕，故央行在公開市場以賣出的操作為主。具體而言，央行藉由發行NCD收回銀行體系的過剩資金，使銀行準備金減少，進而使作為操作目標的準備貨幣減少；另一方面，提供金融機構間短期資金借貸的金融業拆款市場，其隔夜拆款利率則將上升。而受準備貨幣減少或隔拆利率上升影響，中間目標M2將隨之減少。因此，SVAR模型的變數向量為 $y = [NCD, R, RM, M2]'$ ，其中NCD為政策工具，R、RM分別代表金融業隔夜拆款利率、準備貨幣，M2為貨幣政策的中間目標。模型的認定條件如下：

$$Ay_t = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & 0 & 1 & 0 \\ 0 & a_{42} & a_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} NCD_t \\ R_t \\ RM_t \\ M2_t \end{bmatrix} \\ = \sum_{i=1}^p A_i L^i y_t + Zx_t + \begin{bmatrix} e_t^{NCD} \\ e_t^R \\ e_t^{RM} \\ e_t^{M2} \end{bmatrix}$$

由於NCD發行與否、發行量皆可由央行自行決定，故模型第一式假設政策工具NCD不會受其他變數同期影響<sup>註6</sup>。第二及第三式

假設央行藉NCD的發行量分別影響隔夜拆款利率與準備貨幣，故R與RM受NCD的同期影響。第四式假設中間目標M2受利率及準備貨幣影響，故NCD係透過R與RM間接影響M2。另外， $x_t$ 為外生變數向量，包含月虛擬變數、農曆春節假期變數<sup>註7</sup>，以及2008年金融危機虛擬變數等外生變數<sup>註8</sup>。

若估計結果顯示NCD可影響R與RM，且RM可影響M2，表示央行可藉貨幣政策工具，有效影響操作目標及中間目標。

## 二、實證結果

本文根據赤池資訊評選準則（Akaike information criterion, AIC），得到模型最適落後期數為7（ $p=7$ ）。由於總體時間序列變數可能存在的最大積數通常為1，故本文假設 $d_{max}=1$ ，並據此選定模型的落後期數為8（ $p + d_{max}=8$ ）。

表3為同期相關影響係數的估計結果，R、RM與M2的衝擊反應函數則繪示於圖4。衝擊反應函數為某一變數在面對外生結構性衝擊時的動態行為，有助瞭解政策變動時的效果。衝擊大小為1個標準差的正向結構性衝擊，兩側虛線為顯著水準95%的信賴區間，反應期間為30期。

表3 同期相關影響係數（模型1）

	係數	標準誤	t-統計量	p-值
$a_{21}$	0.056	0.151	0.374	0.708
$a_{31}$	0.053	0.034	1.564	0.118
$a_{42}$	0.005*	0.003	1.798	0.072
$a_{43}$	-0.073***	0.012	-6.262	0.000

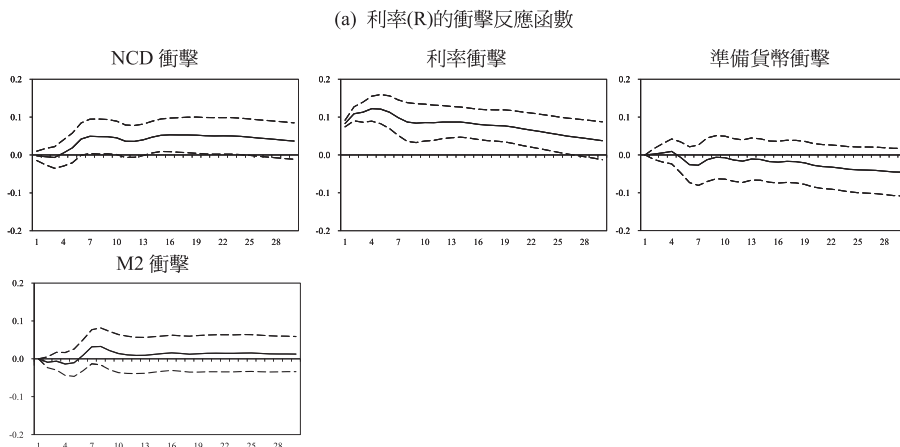
說明：\*\*\*、\*\*與\*分別表在1%、5%與10%的水準下顯著。

從表3可知，隔拆利率及準備貨幣對M2的同期影響皆呈顯著：隔拆利率下降，M2上升（ $a_{42} > 0$ ）；準備貨幣上升，M2上升（ $a_{43} < 0$ ）。雖然NCD對R與RM的同期影響並不顯著，但從圖4的衝擊反應函數可知，央行增加發行NCD之衝擊將使準備貨幣顯著下降，隔拆利率亦將上升，表示央行仍可藉NCD影響R與RM。另外，準備貨幣增加的衝擊對M2有正向且持久的效果，利率上升的衝擊亦對M2具負向影響。

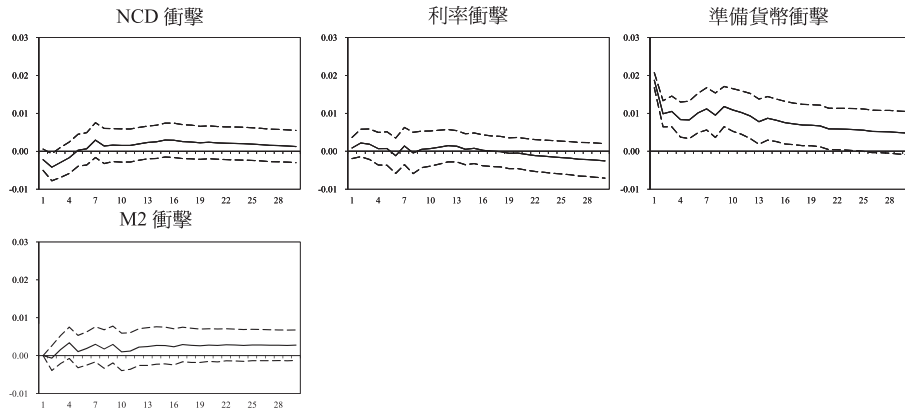
值得說明的是，此SVAR模型的概似

比率（Likelihood Ratio, LR）檢定的檢定統計量及其顯著水準分別為  $\chi^2(2) = 5.785$  與0.055。統計上，LR檢定仍可於10%的顯著水準下拒絕虛無假設，主因本文假設 $a_{41} = 0$ ，使受限前後模型的對數概似函數（log likelihood function）差異較大所致。然而，若放寬 $a_{41} = 0$ 的假設，雖可通過LR檢定，但結果將較不合理<sup>註9</sup>，且是否放寬 $a_{41} = 0$ 的假設，對其他係數的估計結果及各衝擊反應函數圖形幾乎無影響，故本文仍維持 $a_{41} = 0$ 的假設。

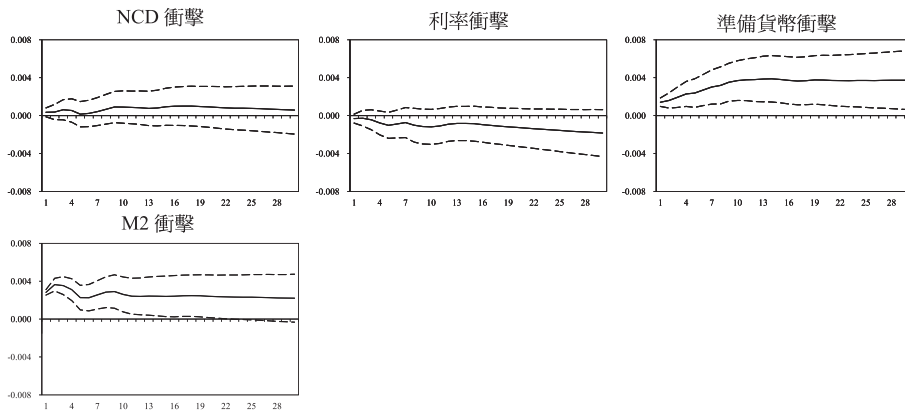
圖4 衝擊反應函數（模型1）



(b) 準備貨幣(RM)的衝擊反應函數



(c) M2 的衝擊反應函數



說明：1. 衝擊大小為1個標準差；  
2. 虛線為95%信賴區間。

另外，估計結果顯示NCD對RM的同期影響仍不及10%的顯著水準 ( $a_{31}$ )，且NCD對R的同期影響亦不顯著 ( $a_{21}$ )，或因本文使用的政策工具變數「NCD餘額」僅能捕捉部分公開市場操作行為所致：(1) 實際上，央行NCD餘額係由短天期（如14天、21天等）及長天期（如364天、2年等）等不同天期的NCD組成，且各具不同的利率，並包括申購與標售等發行方式；(2) 在樣本期間內，除了NCD以外，央行亦曾使用附買回票券等操作工具。例如，在2001年上半

年、2002年6月至2004年9月間，或是金融海嘯期間，央行均曾進行附買回票券之操作。因此，實際上的公開市場操作業務應更為複雜，較難以單一變數捕捉。

惟整體而言，本文的實證結果顯示，在貨幣政策架構下，央行可藉由發行NCD吸收過剩流動性，影響隔拆利率與準備貨幣，並進一步影響M2。因此，央行可藉由政策工具，影響操作目標與市場利率，以及中間目標<sup>註10</sup>。

## 伍、貨幣政策的傳遞管道

### 一、認定條件

為檢視台灣貨幣政策的傳遞管道，在第2個SVAR模型中，將模型的變數向量設為  $\mathbf{y} = [Y, P, L, M2, R, ER, SP]'$ 。前兩個變數，工業生產指數（Y）與消費者物價指數（P）分別代表產出與物價，為貨幣政策的最終目標。為檢視個別管道的效果<sup>註11</sup>，本文考慮銀行放款（L）、隔拆利率（R）、匯

率（ER）及股價（SP）等4個中間變數，分別代表銀行放款、利率、匯率及資產負債表等不同4個傳遞管道<sup>註12</sup>。由於央行可藉公開市場操作影響利率，故R亦可代表貨幣政策態勢。此外，台灣貨幣政策係採M2目標機制，M2為重要的中間變數，故亦將M2納入考量。參考相關實證文獻，本文貨幣政策傳遞管道SVAR模型的認定條件如下：

$$\mathbf{A}\mathbf{y}_t = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & a_{35} & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & a_{45} & 0 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & 1 & a_{67} \\ a_{71} & a_{72} & a_{73} & a_{74} & a_{75} & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Y_t \\ P_t \\ L_t \\ M2_t \\ R_t \\ ER_t \\ SP_t \end{bmatrix} = \sum_{i=1}^p \mathbf{A}_i L^i \mathbf{y}_t + \mathbf{Z}\mathbf{x}_t + \begin{bmatrix} e_t^Y \\ e_t^P \\ e_t^L \\ e_t^{M2} \\ e_t^R \\ e_t^{ER} \\ e_t^{SP} \end{bmatrix}.$$

模型的第一及第二式描述實質經濟活動。由於合約限制或調整成本等因素，產出及物價的調整皆較為遲滯，故假設Y與P皆不受其他變數的同期影響。

第三式描述當銀行部門對民間部門做放款決策時，會將總體經濟與貨幣政策態勢納入考量，故假設L受Y、P與R的同期影響。第四式假設M2受Y、P、R與L的同期影響。根據貨幣數量理論，M2為產出、物價及利率的函數；而銀行放款增加也會導致M2擴增，故M2也是銀行放款的函數。第五式代

表總體經濟情勢為貨幣政策的最終目標，產出與物價為央行制定貨幣政策（以隔拆利率表示）時的主要考量因素，因此假設R受Y與P的同期影響。

最後，由於匯率與股價皆具前瞻性資產價格的特性，故第六及第七式假設ER與SP將立即受其他經濟金融變數影響，即時反映市場訊息。然而，當股價表現佳（差）時，可能會誘使資本流入（出）致匯率變動，故假設ER將立即反應SP的變動，反之則不然。另外， $\mathbf{x}_t$ 為外生變數向量，包含月虛擬

變數、農曆春節假期變數、2008年金融危機虛擬變數，以及反映國際景氣的世界工業生產指數與國際油價等外生變數。

## 二、實證結果

在估計SVAR模型前，仿照前述選定模型落後期數的做法，首先根據AIC得到最適落後期數為2，再加上總體變數可能存在的

最大積數（通常為1），據此選定模型的落後期數為3。

本文根據模型的估計結果，得到LR檢定的檢定統計量及其顯著水準分別為  $\chi^2(1) = 1.542$  與 0.214，顯示無法拒絕虛無假設，因此SVAR模型的認定條件應屬合理。模型同期相關影響係數的估計結果列於表4。

表4 同期相關影響係數（模型2）

	係數	標準誤	t-統計量	p-值
$a_{31}$	-0.017*	0.009	-1.816	0.069
$a_{41}$	0.012**	0.006	2.065	0.039
$a_{51}$	-0.525***	0.155	-3.394	0.001
$a_{61}$	0.022	0.020	1.140	0.254
$a_{71}$	-0.346***	0.095	-3.640	0.000
$a_{32}$	0.099*	0.060	1.654	0.098
$a_{42}$	-0.096**	0.038	-2.503	0.012
$a_{52}$	0.496	1.049	0.473	0.636
$a_{62}$	0.250**	0.124	2.013	0.044
$a_{72}$	0.380	0.627	0.607	0.544
$a_{43}$	-0.082*	0.048	-1.713	0.087
$a_{63}$	-0.090	0.153	-0.585	0.559
$a_{73}$	0.037	0.774	0.048	0.962
$a_{64}$	0.396	0.252	1.569	0.117
$a_{74}$	-5.229***	1.212	-4.316	0.000
$a_{35}$	0.003	0.004	0.803	0.422
$a_{45}$	0.001	0.003	0.288	0.774
$a_{65}$	-0.009	0.009	-1.040	0.298
$a_{75}$	-0.011	0.044	-0.240	0.810
$a_{67}$	0.075***	0.015	5.006	0.000

說明：\*\*\*、\*\*與\*分別表在1%、5%與10%的水準下顯著。

表4中，呈現統計顯著的同期相關影響係數估計值，符號多與理論預期相符。如產出上升將增加對銀行放款的需求（ $a_{31} < 0$ ）。雖然產出對M2的同期影響為負（ $a_{41} > 0$ ），但M2對產出的衝擊反應在當期後仍將轉正

（參見附圖），故產出上升將致M2需求增加，惟存有落後效果；而物價上升亦將致M2需求增加（ $a_{42} < 0$ ）。此外，產出上升將使利率調升（ $a_{51} < 0$ ）；物價對利率的影響（ $a_{52}$ ）並不顯著，有兩個可能的解釋：



(1) 在樣本期間內，台灣的通膨率已經維持在低而穩定的水準<sup>註13</sup>；(2) 央行係以前瞻性 (forward-looking) 的方式制定貨幣政策 (陳旭昇與吳聰敏，2010)。

### (一) 衝擊反應分析

本文的目的在探討貨幣政策如何影響經濟活動的傳遞管道，因此將討論焦點集中在產出及物價。圖5為產出與物價的衝擊反應函數，衝擊大小為1個標準差的正向結構性衝擊，兩側虛線為顯著水準95%的信賴區間，反應期間為30期 (關於銀行放款、M2及股價的衝擊反應函數，參見附圖)。

圖5上半部為產出的衝擊反應函數。如圖所示，面對利率上升的衝擊，產出在第8個月後顯著下降且持續約9個月，利率管道具顯著性。亦即當央行採取緊縮性貨幣政策時，對實質經濟活動的降溫效果約落後8個月始得顯現，提早因應當有助於防範景氣過熱。面對新台幣貶值 (匯率上升) 的衝擊，本國商品以外幣計價的價格相對便宜，有利出口競爭，產出顯著上升 (第8至14個月)，顯示在貨幣政策傳遞的過程中，匯率亦為重要的管道。面對銀行放款增加的衝擊，產出於第8至12個月顯著上升，表示銀行放款管道顯著。

面對股價上升的衝擊，產出顯著上升，並於第9個月回復至初始水準，故資產負債表管道亦呈顯著。當股價上升時，借款人的資產負債表改善，使得外部融資溢酬下降，

可貸資金上升，投資增加。值得注意的是，股價衝擊對產出的影響較大且立即，可能係因股價變動除了資產負債表管道之外，尚反映其他因素。例如，廠商股票資產的市場價值與重置成本比 (即Tobin's Q值) 提高，使廠商的投資意願與支出提高；或是其他產業面的變化，包括產業動態或外來衝擊的影響 (如國際經濟情勢的變化) 等。

此外，當面對M2上升的衝擊時，產出於第22個月後顯著上升，顯示M2須歷經一段期間才能提高產出，貨幣政策中間目標之傳遞有時間的落差。因此，央行應綜合研判經濟金融情勢及其未來走勢，即時調整貨幣政策，俾助最終目標之達成。

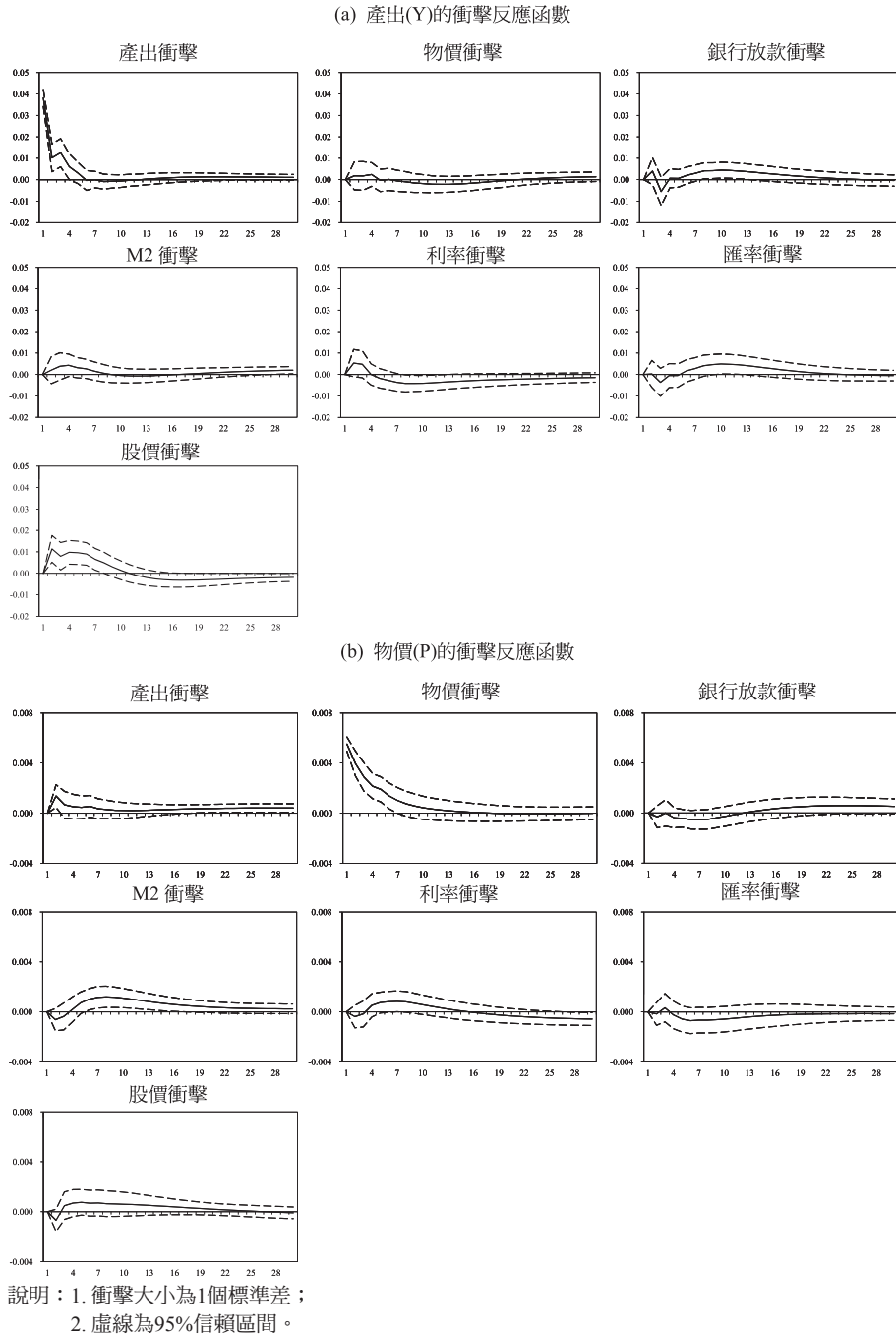
圖5下半部為物價的衝擊反應函數。面對銀行放款增加的衝擊，物價在第16個月後顯著上升，遞延效果較長。面對利率上升的衝擊，雖然物價於第6至8個月顯著上升，但之後即轉呈不顯著且持續下降，並於第21個月後顯著低於初始水準，並未出現貨幣政策緊縮，卻反而使物價持續上漲 (persistent increases) 的價格謎團 (price puzzle) 現象。

新台幣貶值衝擊對物價的影響不顯著。新台幣貶值對物價的影響較為複雜，與廠商的轉嫁能力，或是CPI的組成、貿易財的價格，以及受國際影響的程度等有關；另一方面，Mihaljek and Klau (2008) 亦發現，新興經濟體匯率轉嫁到國內物價的效果在

1990年代中期後已大幅下降，原因或係民眾對貨幣當局控制通膨之信心增加，致匯率對通膨的訊息 (signal) 效果下降 (Mohanty

and Turner, 2008)。最後，面對M2上升的衝擊，物價自第6個月後顯著上升，且效果持續11個月<sup>註14</sup>。

圖5 產出與物價的衝擊反應函數 (模型2)



## (二) 預測誤差變異數分解

由於產出與物價為貨幣政策關心的最終經濟變數，因此本文利用預測誤差變異數分

解，以瞭解各個變數衝擊對產出與物價之影響力，實證結果列於表5。

表5 產出與物價的預測誤差變異數分解（模型2）

(a) 產出(Y)							
期數 (月)	Y (%)	P (%)	L (%)	M2 (%)	R (%)	ER (%)	SP (%)
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	70.80	1.61	1.90	2.76	2.49	1.31	19.13
12	62.54	1.92	4.30	2.51	4.65	4.84	19.23
18	58.97	1.99	4.97	2.40	6.16	5.89	19.61
24	57.07	2.17	4.89	2.76	6.47	5.75	20.91
30	55.51	2.64	5.07	3.55	6.36	5.73	21.14

(b) 物價(P)							
期數 (月)	Y (%)	P (%)	L (%)	M2 (%)	R (%)	ER (%)	SP (%)
1	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	4.86	85.50	0.62	2.58	2.46	1.01	2.98
12	6.07	72.52	0.95	8.36	5.10	1.74	5.26
18	6.82	66.78	4.12	9.22	5.04	1.61	6.41
24	7.25	61.46	8.26	8.80	6.69	1.49	6.05
30	7.75	57.21	10.28	8.46	8.99	1.56	5.75

關於產出的變動，除了其本身，股價變動所能解釋的變異數比率最高。股價變動可能改變借款者的淨值或現金流量，進而影響產出；惟如前所述，股價變動尚反映其他產業面的變化，包括產業動態或外來衝擊（如國際經濟情勢）的影響，或是廠商資產的Tobin's Q值提高，使廠商的投資意願與支出提高等因素，因而使股價衝擊對產出的影響較大且持續。因此，股價變動所能解釋的變異數比率中，或非僅含資產負債表效果，應

予留意。

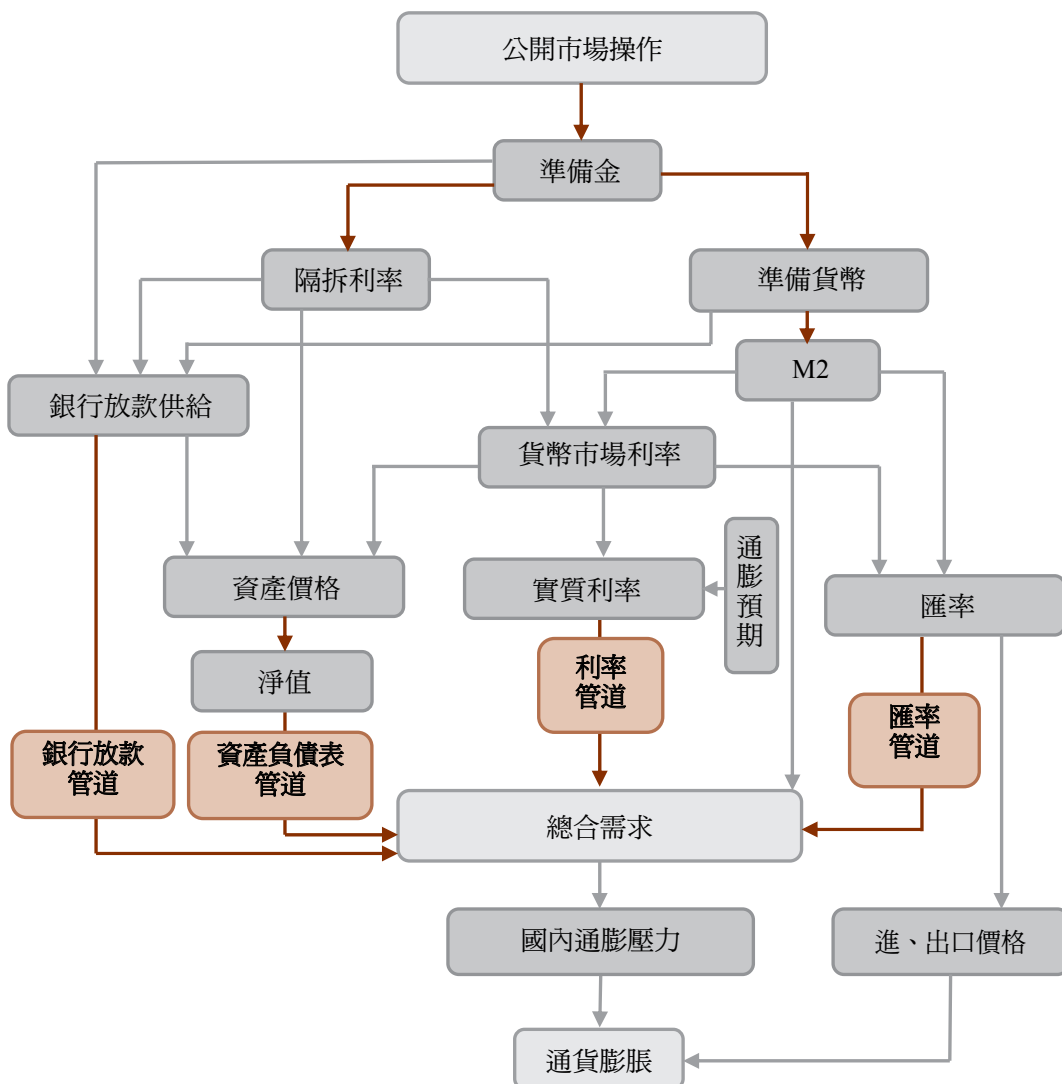
此外，在第18個月後，銀行放款、利率與匯率的變動合計占產出約17%的變異數比率。關於物價的變動，除了其本身，M2在18個月內所能解釋的變異數比率最高，顯示部分的物價變動為貨幣現象；在第24個月後，銀行放款及利率對物價的影響力均明顯上升。

根據上述衝擊反應函數及預測誤差變異數的分析結果，產出的變動可由銀行放款、

利率、匯率及股價等衝擊解釋。因此，在台灣的貨幣政策傳遞機制中，銀行放款管道、利率管道、匯率管道及資產負債表管道皆呈顯著，此實證結果與相關文獻一致；且有別

於多數文獻僅著重某些特定管道的作法，本文較全面性地分析貨幣政策傳遞效果。最後，貨幣政策影響產出與物價之主要傳遞管道整理如圖6。

圖6 台灣的貨幣政策傳遞管道



說明：——→表示效果顯著。

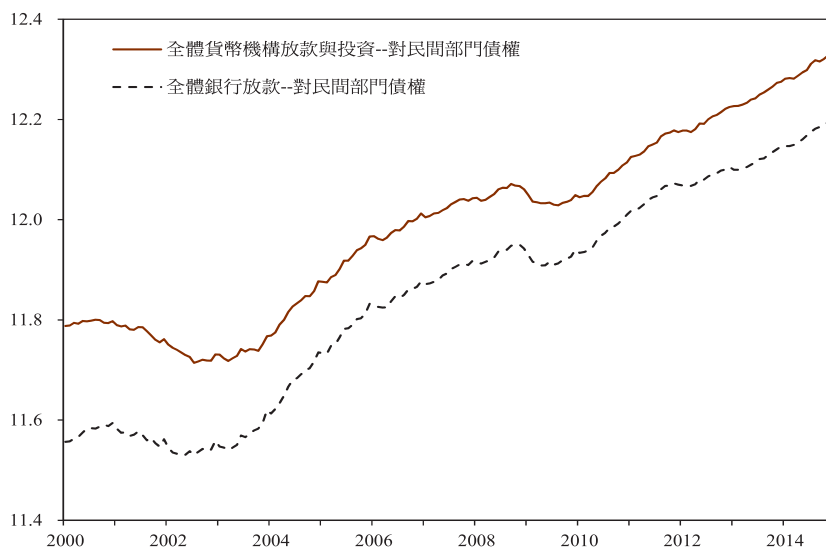
### 三、穩健性測試

本文以兩種方式測試實證結果的穩健性。首先，前文採用「全體貨幣機構放款與投資一對民間部門債權」作為銀行放款的替代變數，但部分文獻採用「銀行貸款」探討台灣信用管道的存在與否（吳中書與陳建福，2010；張瑞娟等，2010；Huang and Yu, 2015）；因此，本文亦使用「全體銀行放款一對民間部門債權」作為銀行放款的替代

變數<sup>註15</sup>。

圖7為「全體貨幣機構放款與投資一對民間部門債權」與「全體銀行放款一對民間部門債權」的時間序列走勢圖（對數值）。在樣本期間內，「全體銀行放款一對民間部門債權」占「全體貨幣機構放款與投資一對民間部門債權」約80%至90%，且兩者走勢十分相近。

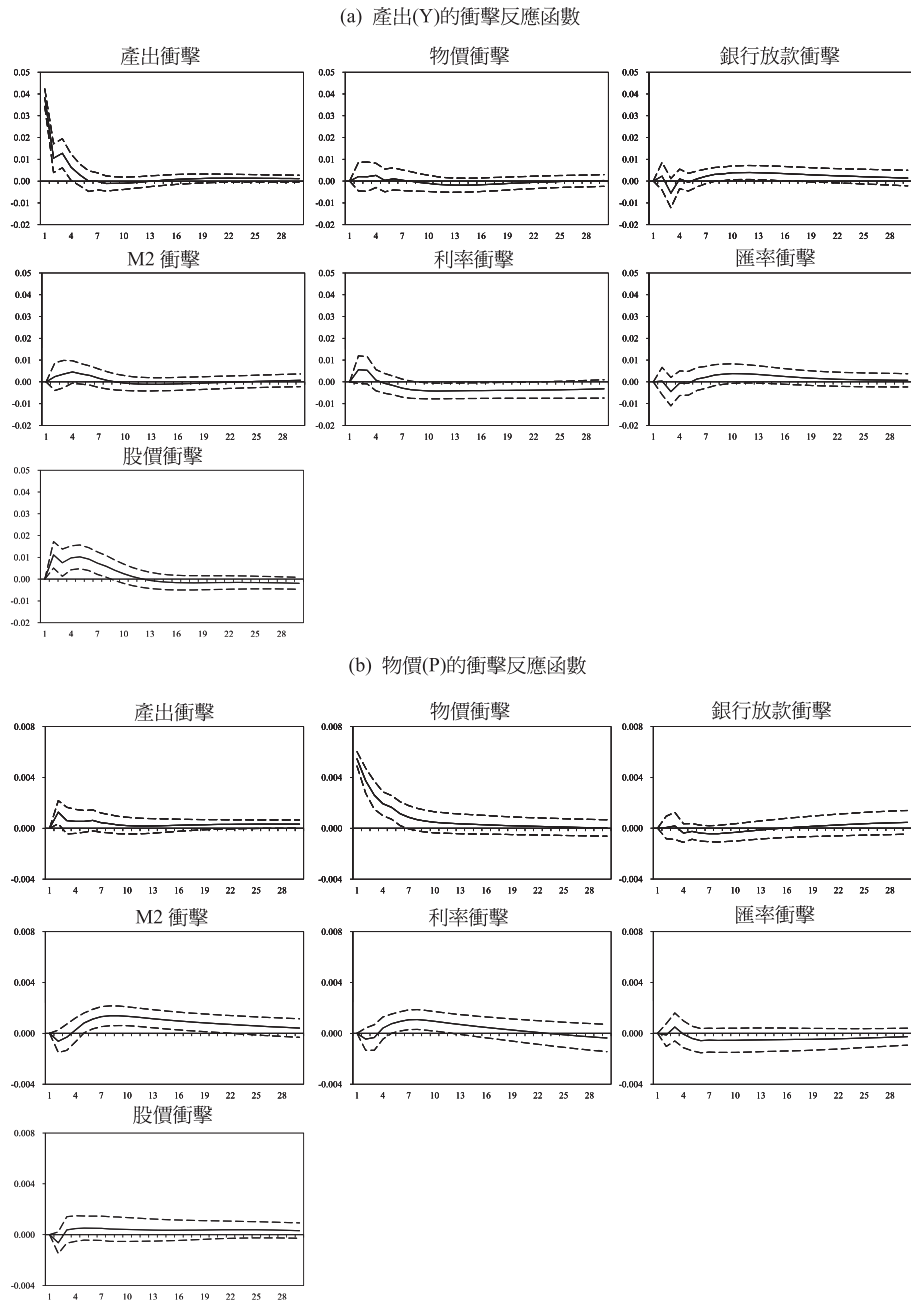
圖7 不同的銀行放款變數



使用不同的銀行放款變數後，本文將產生與物價的衝擊反應函數繪於圖8，可發現

其走勢與圖5相近，僅銀行放款衝擊對物價的影響轉呈不顯著。

圖8 產出與物價的衝擊反應函數（模型2，不同的銀行放款變數）



說明：1. 衝擊大小為1個標準差；  
2. 虛線為95%信賴區間。

表6列示預測誤差變異數分解，可發現M2及銀行放款解釋物價變動的變異數比率，與表5相較，差異較大：前者明顯上升、後者則明顯下降，其餘變異數比率的相

對大小均與表5相近，顯示多考慮貨幣機構投資對物價變動具顯著影響；若使用不含貨幣機構投資的銀行放款變數，其效果將透過M2顯現。

表6 產出與物價的預測誤差變異數分解（模型2，不同的銀行放款變數）

(a) 產出(Y)							
期數 (月)	Y (%)	P (%)	L (%)	M2 (%)	R (%)	ER (%)	SP (%)
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	71.63	1.68	1.68	2.85	2.23	1.63	18.30
12	65.10	1.73	3.19	2.68	4.19	3.67	19.43
18	61.10	1.87	4.42	2.56	6.76	4.56	18.74
24	58.91	1.81	4.72	2.49	8.61	4.51	18.95
30	57.52	1.86	4.66	2.67	9.49	4.40	19.41
(b) 物價(P)							
期數 (月)	Y (%)	P (%)	L (%)	M2 (%)	R (%)	ER (%)	SP (%)
1	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	5.03	84.61	0.43	3.63	3.24	1.00	2.06
12	4.81	66.05	0.69	13.75	9.33	2.13	3.23
18	4.96	59.60	0.90	17.66	9.86	2.76	4.25
24	5.45	55.81	2.17	18.69	9.35	3.16	5.38
30	5.93	52.27	4.33	18.24	9.97	3.21	6.05

再者，根據本文的實證結果，可知M2是模型中的重要變數（如M2對物價有直接的影響）。然而，在大部分的文獻中，M2通常不被視為「傳遞管道」，而僅視為管道內的一個環節；故本文去除模型中的M2，留下其餘6個變數，以測試其他管道的穩健性。

剔除M2後，本文將產出與物價的衝擊反應函數繪於圖9，其走勢仍與圖5相近。表7列示剔除M2後的預測誤差變異數分解，可發現除利率解釋產出變動的變異數比率提高外，其餘各變數的相對重要性與表5相近；至於物價的變動，除了本身以外，產出的相對重要性則較為提高。

圖9 產出與物價的衝擊反應函數（模型2，剔除M2）

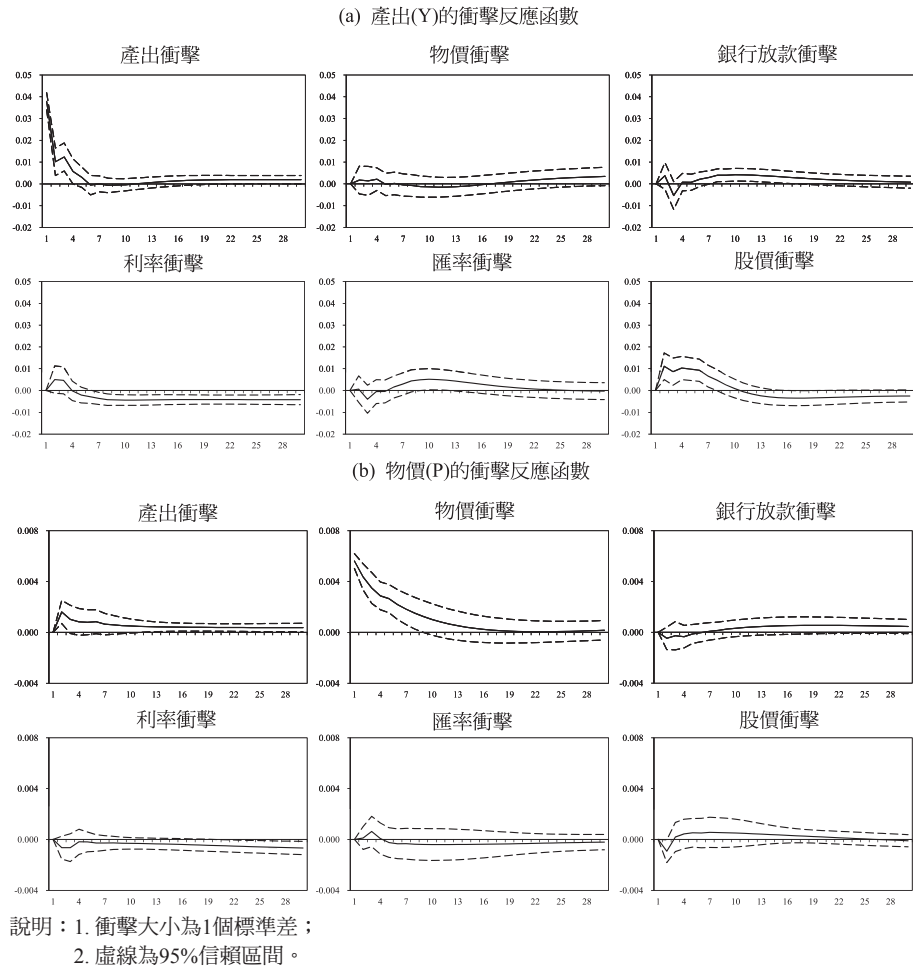


表7 產出與物價的預測誤差變異數分解（模型2，剔除M2）

(a) 產出(Y)

期數 (月)	Y (%)	P (%)	L (%)	R (%)	ER (%)	SP (%)
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	71.82	1.64	1.87	2.48	1.42	20.77
12	62.65	1.64	4.31	5.66	5.59	20.15
18	57.03	1.67	5.22	9.34	6.60	20.13
24	53.01	3.12	4.96	11.95	6.13	20.83
30	49.93	5.44	4.61	13.60	5.76	20.66



(b) 物價(P)

期數 (月)	Y (%)	P (%)	L (%)	R (%)	ER (%)	SP (%)
1	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6	8.15	88.00	0.32	0.89	0.73	1.92
12	9.97	82.51	1.86	1.11	0.80	3.75
18	10.54	76.99	5.08	2.04	0.94	4.41
24	10.82	72.18	7.71	3.91	1.14	4.24
30	11.12	67.77	9.18	6.58	1.32	4.03

綜上所述，無論是使用不同的銀行放款變數，或是從模型中剔除M2，估計結果仍大致相同，均證實台灣的銀行放款管道、利

率管道、匯率管道及資產負債表管道存在，顯示本文的實證結果具穩健性。

## 陸、結 論

鑒於探討台灣貨幣政策傳遞機制的文獻眾多，但大多僅針對某些特定管道的存在與否，卻忽略總體經濟變數間的動態關聯。此外，台灣自1992年起，即每年發布M2成長目標區，惟過去二十多年以來，金融市場歷經許多重大變革，貨幣政策與經濟活動間的關聯可能受其影響而有所改變。爰此，本文探討台灣的貨幣政策傳遞機制，並就過去15年來，貨幣政策的執行及傳遞管道進行實證分析。

首先，本文討論台灣的貨幣政策架構，以及其下之政策擬定與執行；且在此架構下，歷年M2多能在目標區內穩定成長。接著，藉由SVAR模型進行實證分析。有別於遞迴式的排序方法，本文的SVAR模型考慮貨幣政策與重要變數間的同期影響，再予以適當的限制條件，描繪變數間的同期關係，使模型設定更具彈性。

本文實證分析分為兩部分。首先檢視貨幣政策執行的有效性，結果發現央行可藉由貨幣政策工具（公開市場操作），透過操作目標（準備貨幣）影響中間目標（M2），顯示台灣貨幣政策的執行是有效的。其次，通盤檢驗不同傳遞管道的效果。雖然台灣研究貨幣政策傳遞的實證文獻眾多，但多僅著重某些特定管道的存在與否，而忽略總體經濟變數間的動態關聯。估計結果顯示，銀行放款管道、利率管道、匯率管道及資產負債表管道均呈顯著。此外，實證結果也顯示台灣易受外來衝擊（如國際經濟情勢）影響，符合小型開放經濟體的特性。本文的實證結果與相關文獻結果一致。最後，無論改採用「全體銀行放款一對民間部門債權」作為銀行放款的替代變數，或從模型中剔除M2，其估計結果仍大致相同，顯示本文的實證結果具穩健性。

## 附 註

- (註1) 可參考Mishkin (1995) 或近期的Mishkin (2007, Chap.23)、Boivin et al. (2010)，對貨幣政策傳遞管道有更全面且詳盡的討論。
- (註2) 可參考Hamilton (1994) 對多變量時間序列模型 (VAR或SVAR) 全面且技術性的討論。
- (註3) 除銀行外，「全體貨幣機構」尚包括信用合作社、農漁會信用部等其他信用創造機構。
- (註4) 在樣本期間內，「全體貨幣機構放款」占「全體貨幣機構放款與投資」約88%至96%。
- (註5) 另外，本文亦使用「全體銀行放款一對民間部門債權」取代「全體貨幣機構放款與投資一對民間部門債權」作為穩健性測試，但結果差異不大，詳後討論。
- (註6) 實際上，NCD可能因為央行的防衛性操作 (如外資大幅進出) 而受準備貨幣影響，故本文亦曾嘗試放寬 $a_{31}=0$ 的假設，惟估計結果並無改變。作者感謝評論人之提醒。
- (註7) 本文利用美國普查局 (U.S. Census) 提供之Genhol程式取得農曆假期虛擬變數，詳情可參考X-12使用手冊。
- (註8) 2008年金融危機虛擬變數，其值自2008年9月至2009年8月設定為1，其餘為0。
- (註9) LR檢定統計量與顯著水準將各為 $\chi^2(1) = 0.360$ 與 $0.549$ ；而 $a_{41}$ 係數與標準誤則將各為 $-0.012$ 與 $0.005$ ，表示央行增加發行NCD，M2卻反將上升，較不合理。
- (註10) 作者感謝匿名評論人之建議。事實上，此模型的設定或未臻完善。例如，可能忽略變數間的重要關係，無法辨別NCD與隔拆利率縮減式殘差間的相關僅來自單向影響，或是央行可能在短期內發行NCD，維持隔拆利率的穩定 (如準備金需求上升時，央行可能減少發行NCD以減緩隔拆利率的上升壓力)。爰此，未來或可依據Bernanke and Mihov (1998) 的作法，同時考量準備金市場的需求面及供給面衝擊，即除了需求面衝擊，亦考量央行因應需求面衝擊採取資金供給面順應性 (accommodative) 操作的可能性，以反映準備金市場的運作與央行公開市場操作的角色，另可再納入台灣市場及政策操作的特性，建構完整的準備金市場模型。據此分析貨幣政策的操作應更為妥當。
- (註11) 如前所述，由於財富效果皆不顯著或影響不大 (吳懿娟，2004；陳南光與王泓仁，2011)，因此本文不考慮財富效果管道。
- (註12) 作者感謝匿名評論人之提醒，以單一經濟變數代表傳遞管道，有可能不足以認定不同的傳遞管道。例如，銀行放款的變動可能來自需求面 (資產負債表管道) 或供給面 (銀行放款管道)，僅以總體資料可能無法分辨此二管道。然而，受限於模型自由度，僅能選取少數經濟變數進行分析；且需求面因素導致的放款增加往往會與股價上升同時發生，供給面因素則通常僅使放款增加，而SVAR模型的結構性衝擊具正交性質，彼此不具相關性，應有助辨別放款增加係源自何種衝擊。
- (註13) 自2000年1月至2014年12月，CPI年增率的平均值為1.07%，樣本標準差為1.45%。
- (註14) 不同文獻的估得貨幣政策傳遞效果之落後期皆不盡相同，原因係貨幣政策的傳遞通常具落後期長且不固定 (both long and variable) 之特性，且不同文獻的資料頻率、樣本期間、模型設定與估計方法亦不同 (Havranek and Rusnak, 2013)。
- (註15) 「全體銀行放款一對民間部門債權」係依借戶部門別，由「對民營企業」與「對個人等」相加而得，資料來源為金融統計月報。

## 參考文獻

### 中文文獻

- 中央銀行（2003），「中華民國中央銀行制度與功能」，台北：中央銀行。
- 王泓仁、陳南光（2011），「資產價格變動對民間消費支出影響效果之研究」，中央銀行季刊，第33卷第1期，頁7-40。
- 汪建南、李光輝（2004），「我國貨幣政策操作及傳遞機制之實證分析—兼論銀行信用管道與股票價格管道」，中央銀行季刊，第26卷第3期，頁17-56。
- 吳中書、陳建福（2010），「臺灣信用管道之探討」，臺灣經濟預測與政策，第41卷第1期，頁121-153。
- 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26卷第4期，頁33-68。
- 林金龍（2003），「利率政策的傳遞機制及其對總體經濟金融影響效果之實證分析」，中央銀行季刊，第25卷第1期，頁5-47。
- 林建甫（2006），「台灣總體經濟金融模型之建立」，中央銀行季刊，第28卷第1期，頁5-41。
- 張瑞娟、權清全、吳杰聰（2010），「台灣貨幣政策與銀行信用之非對稱性效果—動態縱橫資料分析」，經濟與管理論叢，第6卷第2期，頁229-246。
- 馮立功（2009），「貨幣政策傳遞之信用管道—來自臺灣股市證據」，第10屆全國實證經濟學論文研討會。
- 陳一端、劉淑敏（2007），「以準備金總額為操作目標之妥適性分析」，中央銀行季刊，第29卷第2期，頁13-44。
- 陳旭昇、吳聰敏（2010），「台灣貨幣政策法則之檢視」，經濟論文，第38卷第1期，頁33-59。

### 英文文獻

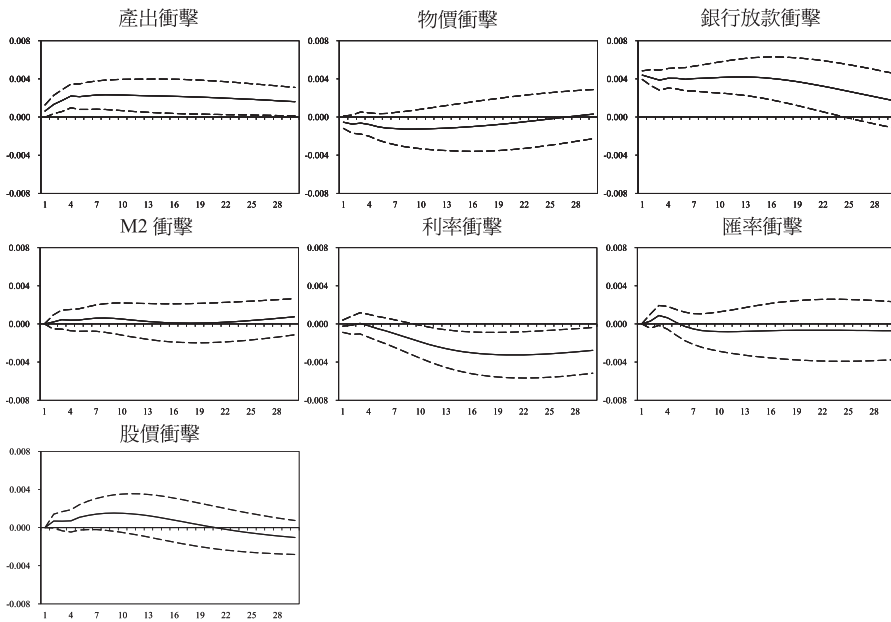
- Bernanke, B. S. (1986), "Alternative Explanations of the Money-Income Correlation," *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, Vol.25, pp.49-99.
- Bernanke, B. S. and A. S. Blinder (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *American Economic Review*, Vol.82, No.4, pp.901-921.
- Bernanke, B. S. and M. Gertler (1995), "Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, pp.27-48.
- Bernanke, B. S. and I. Mihov (1998), "Measuring Monetary Policy," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.113, No.3, pp.869-902.
- Blanchard, O. J. and M.W. Watson (1986), "Are Business Cycles All Alike?" Gordon, R. (Ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*. University of Chicago Press, Chicago IL, pp.123-156.
- Boivin, J., M. Kiley, and F. Mishkin (2010), "How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?" NBER Working Paper No.15879.
- Christiano, L., M. Eichenbaum, and C. Evans (1996), "The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flow of Funds," *Review of Economics and Statistics*, Vol.78, No.1, pp.16-34.
- Cushman, D. O. and T. A. Zha (1997), "Identifying Monetary Policy in a Small Open Economy under Flexible Exchange Rates," *Journal of Monetary Economics*, Vol.39, No.3, pp.433-448.
- Gordon, D. B. and E. M. Leeper (1994), "The Dynamic Impacts of Monetary Policy: An Exercise in Tentative Identification," *Journal of Political Economy*, Vol.102, No.6, pp.1228-1247.
- Havranek, T. and M. Rusnak (2013), "Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis," *International Journal of Central*

*Banking*, Vol.9, No.4, pp.39-75.

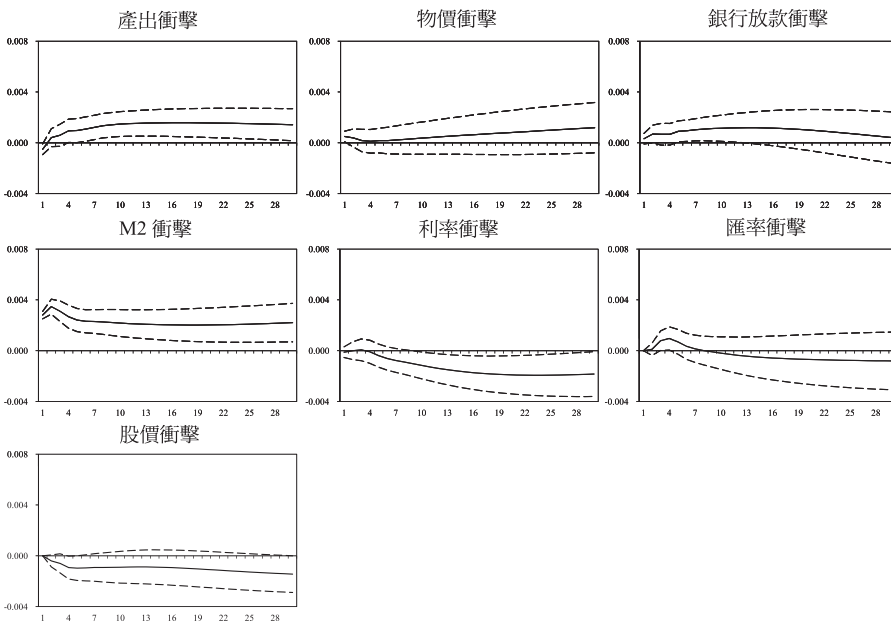
- Ho, T. K. and K. C. Yeh (2010), "Measuring Monetary Policy in a Small Open Economy with Managed Exchange Rates: The Case of Taiwan," *Southern Economic Journal*, Vol.76, No.3, pp.811-826.
- Huang, C. H. and L. H. Yu (2015), "Bank Lending Behavior and a Credit Channel in Monetary Transmission: Evidence from Taiwan," *Taiwan Economic Review*, Vol.43, No.2, pp.219-242.
- Kim, S. (2003), "Monetary Policy, Foreign Exchange Intervention, and the Exchange Rate in a Unifying Framework," *Journal of International Economics*, Vol.60, No.2, pp.355-386.
- Kim, S. and N. Roubini (2000), "Exchange Rate Anomalies in the Industrial Countries: A Solution with a Structural VAR Approach," *Journal of Monetary Economics*, Vol.45, No.3, pp.561-586.
- Levy, J. and I. Halikias (1997), "Aspects of Monetary Transmission Mechanism under Exchange Rate Targeting: The Case of France," IMF Working Paper No.44.
- Mihaljek, D. and M. Klau (2008), "Exchange Rate Pass-through in Emerging Market Economies: What Has Changed and Why?" *BIS Papers*, No.35, pp.103-130.
- Mishkin, F. (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, pp.3-10.
- Mishkin, F. (2007), "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets," 8th Edition, Pearson.
- Mohanty, M. S. and P. Turner (2008), "Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What Is New?" *BIS papers*, No.35, pp.1-59.
- Monticelli, C. and O. Tristani (1999), "What Does the Single Monetary Policy Do? A SAVR Benchmark for the European Central Bank," European Central Bank Working Paper No.2.
- Osorio, C., R. Pongsaparn, and D. F. Unsal (2011), "A Quantitative Assessment of Financial Conditions in Asia," IMF Working Paper No.11/173.
- Peersman, G and F. Smet (2001), "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis", European Central Bank Working Paper No.91.
- Sims, C. A. (1980), "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, Vol.48, No.1, pp.1-48.
- Sims, C. A. (1986), "Are Forecasting Models Usable for Policy Analysis?" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol.10, No.1, pp.2-16.
- Sims, C. A. (1992), "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts," *European Economic Review*, Vol.36, No.5, pp.975-1011.
- Sims, C. A. and T. A. Zha (2006), "Does Monetary Policy Generate Recession?" *Macroeconomic Dynamics*, Vol.10, No.2, pp.231-272.
- Toda, H. Y. and T. Yamamoto (1995), "Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes," *Journal of Econometrics*, Vol.66, No.1, pp.225-250.

### 附圖 銀行放款、M2與股價的衝擊反應函數

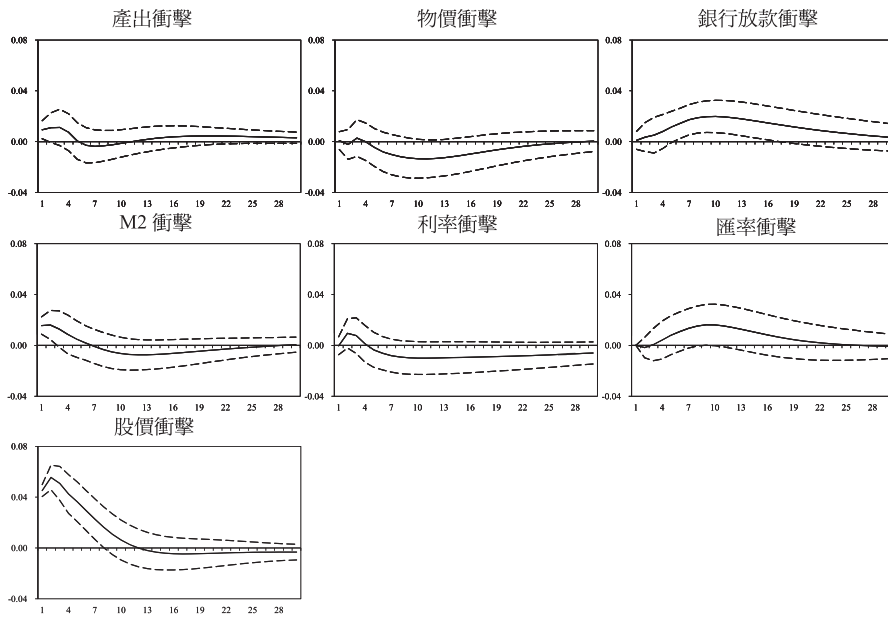
(a) 銀行放款(L)的衝擊反應函數



(b) M2 的衝擊反應函數



(c) 股價(SP)的衝擊反應函數



說明：1. 衝擊大小為1個標準差；  
 2. 虛線為95%信賴區間。



# 國內經濟金融情勢（民國105年第3季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

#### 一、景氣持續回溫

由於工業生產、出口及製造業銷售量成長擴增，本年11月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為26分，較10月上升2分(圖1)，燈號連續5個月呈現綠燈；景氣領先指標持平、同時指標則穩定上升，國內景氣持續回溫。

隨國際景氣回穩，半導體需求續強，我國11月出口成長率與外銷訂單金額續創本年新高，11月台經院製造業營業氣候測驗點由10月之97.69點續升至99.06點，服務業營業氣候點亦由89.89點續升至90.82點(圖2)，廠商對未來景氣看法漸趨改善。

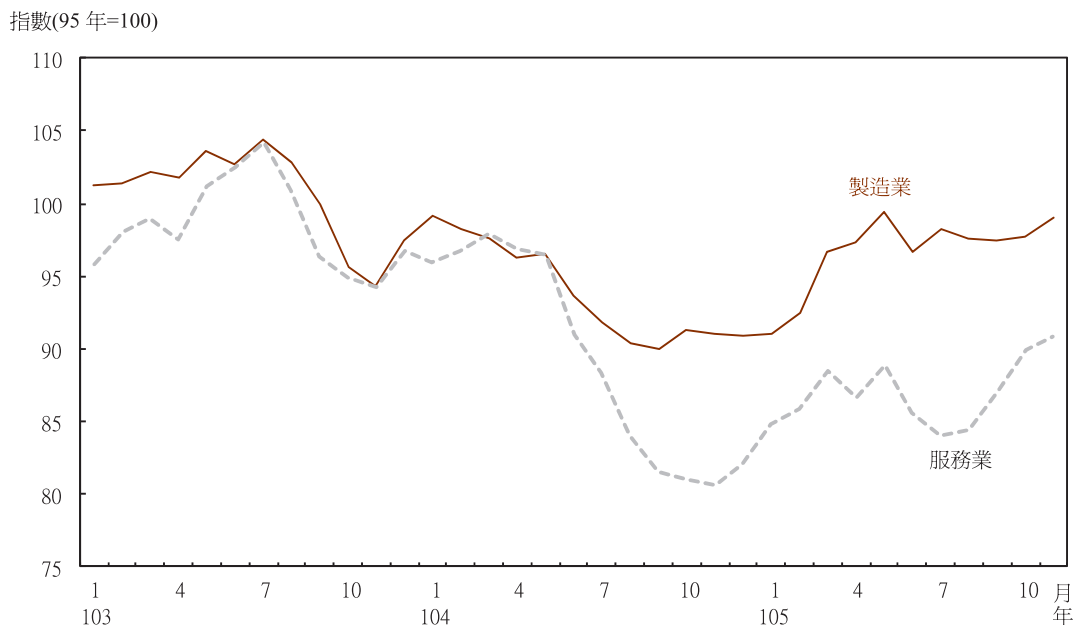
圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會



圖2 營業氣候測驗點

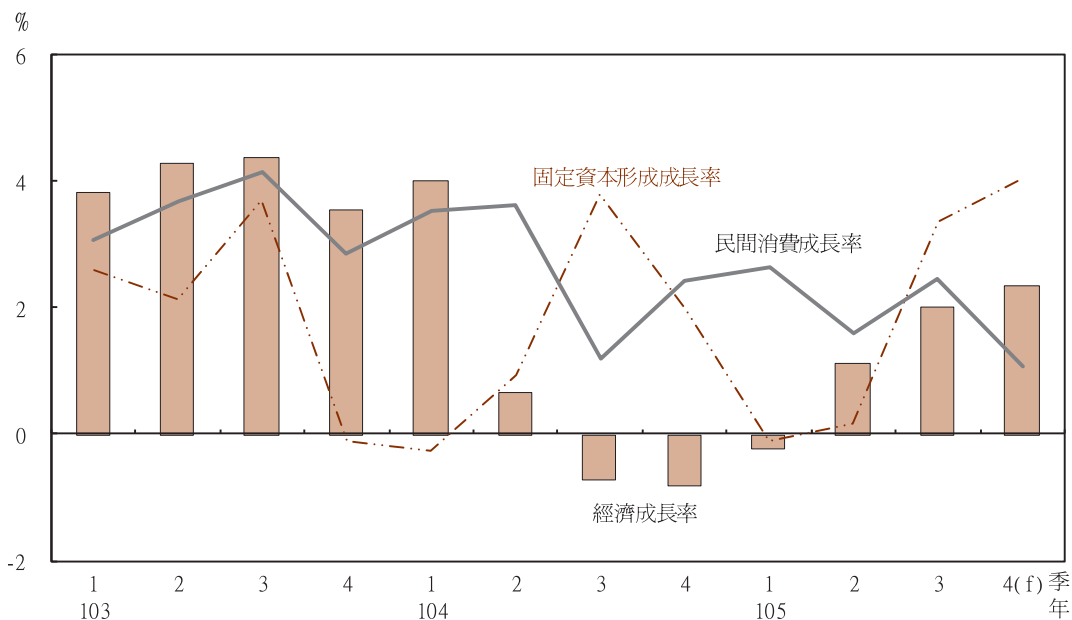


## 二、經濟成長動能略增

本年第3季，由於半導體需求轉強，電子零組件等相關商品出口擴增，加以國際油價及鋼價回升，出口動能回溫，民間消費及民間投資成長率亦優於預期，經濟成長率由

第2季之1.13%升為2.03%(圖3、表1)。由於全球消費性電子新品需求持續暢旺，相關產品出口持續好轉，加以政府加強執行公共預算，主計總處預測第4季經濟成長率續升為2.37%，全年為1.35%。

圖3 經濟成長率、投資與民間消費成長率



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 r		4.02	3.44	3.66	2.05	3.58	4.95	-7.52	5.86	5.67
104 r		0.72	2.68	-0.26	1.64	2.97	-7.21	-2.41	-0.34	1.19
105 f		1.35	1.94	2.43	1.92	1.88	1.35	2.36	1.54	2.47
104/3 r		-0.70	1.20	0.16	3.78	6.10	-5.72	-7.09	-2.92	-0.95
4 r		-0.79	2.42	0.72	1.98	4.32	-12.00	-0.23	-2.59	0.29
105/1 r		-0.23	2.64	6.34	-0.12	0.22	-5.07	-1.70	-3.88	-1.39
2 r		1.13	1.59	2.03	0.16	1.16	-2.50	-5.09	0.21	-0.29
3 p		2.03	2.46	3.56	3.35	3.62	-6.38	4.66	3.59	5.27
4 f		2.37	1.06	-1.46	4.04	2.42	11.03	8.47	5.85	6.05
105年	第3季貢獻百分點p	2.03	1.29	0.50	0.69	0.62	-0.06	0.12	2.33	2.73

註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數

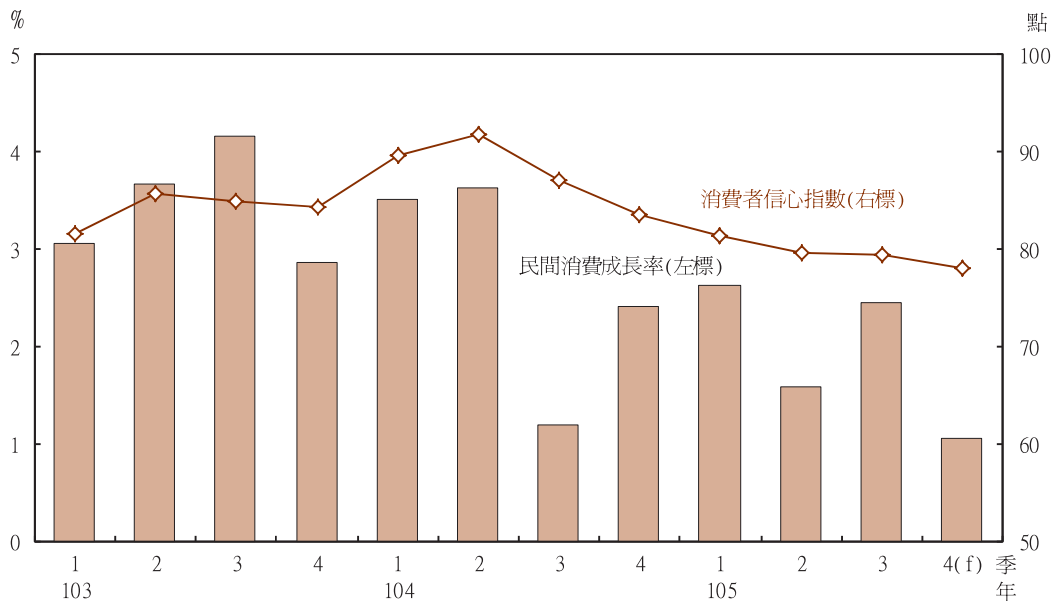
資料來源：行政院主計總處

### 三、民間消費溫和成長

本年第3季，受惠於汽車汰舊換新減徵貨物稅政策，新車買氣續增；零售業及餐飲業營業額分別持續成長1.91%、3.29%，加以上年基期較低，民間消費成長率由第2

季之1.59%升為2.46%(圖4)。雖然車市持續暢旺(10至11月自用小客車新增掛牌數年增14.49%)，惟實質薪資成長仍緩，消費者信心疲弱，主計總處預測第4季民間消費成長率降為1.06%，全年為1.94%。

圖4 消費者信心指數與民間消費成長率



註：f為預測數

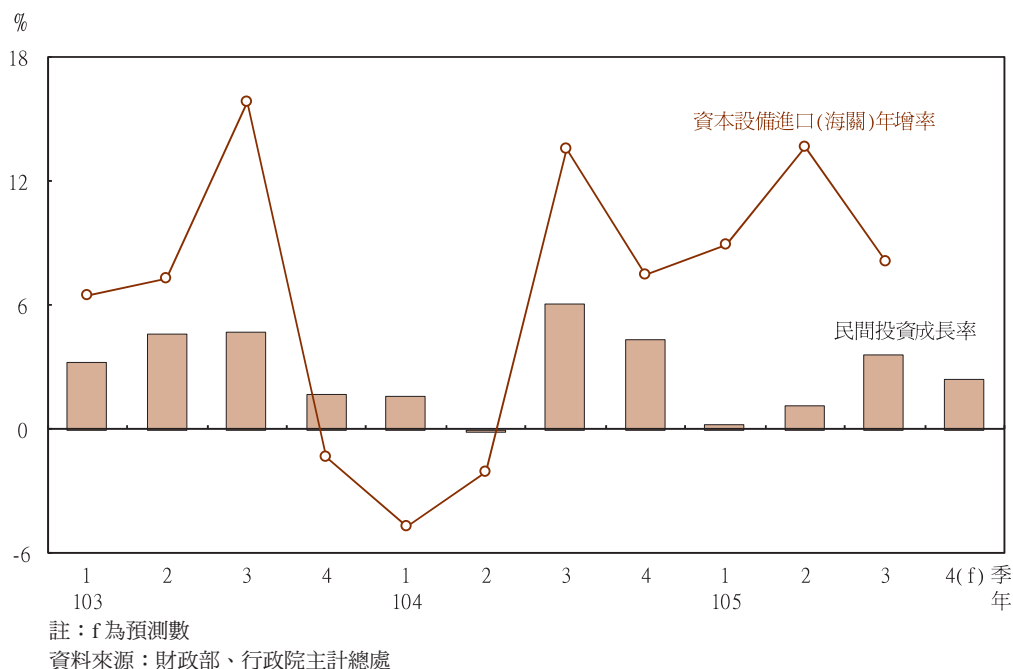
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

### 四、民間投資穩定成長

本年第3季，半導體業者持續擴充先進製程，按新台幣計價之資本設備進口成長8.10%，民間機器及設備投資成長11.07%，加以航空業者擴充機隊購置新機，民間運輸工具投資由前2季之衰退(減幅分別為-3.48%、-2.87%)，轉為成長3.89%，民間

投資成長率升為3.62%(圖5)。由於半導體業者持續擴充高階製程，10至11月按新台幣計價之資本設備進口大幅成長25.46%，加以10月、11月製造業PMI持續擴張，有助維繫投資動能，主計總處預測第4季民間投資成長率為2.42%，全年為1.88%。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率

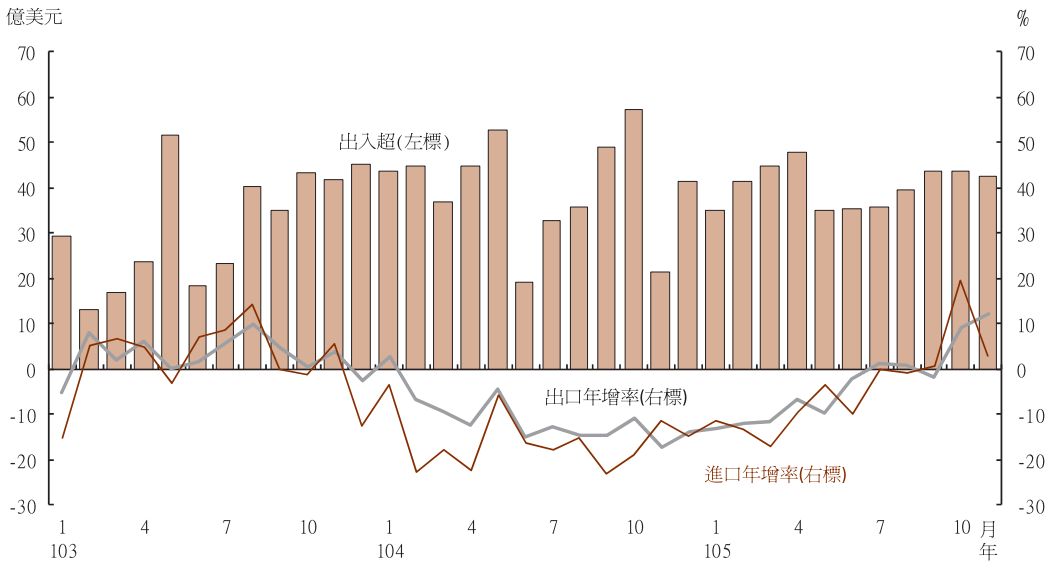


## 五、進出口成長升溫

本年第3季，全球景氣復甦仍緩，中國大陸供應鏈在地化之排擠效應持續，惟半導體需求續強，加以國際原油等農工原料價格回穩，出口動能回溫，擺脫連6季衰退後微幅成長0.11%；進口減幅亦縮小為-0.10%(圖6)。商品及服務併計之輸出及輸入成長率分別為3.59%及5.27%。

由於國際品牌行動裝置大廠陸續推出新品，半導體需求轉強，推升電子零組件等相關產品出口，以及國際鋼價及油價回升，相關產業出口增溫，10至11月出口成長10.68%；進口則因出口衍生需求擴增，亦成長10.88%。主計總處預測第4季輸出及輸入成長率分別升為5.85%、6.05%。

圖6 進出口貿易



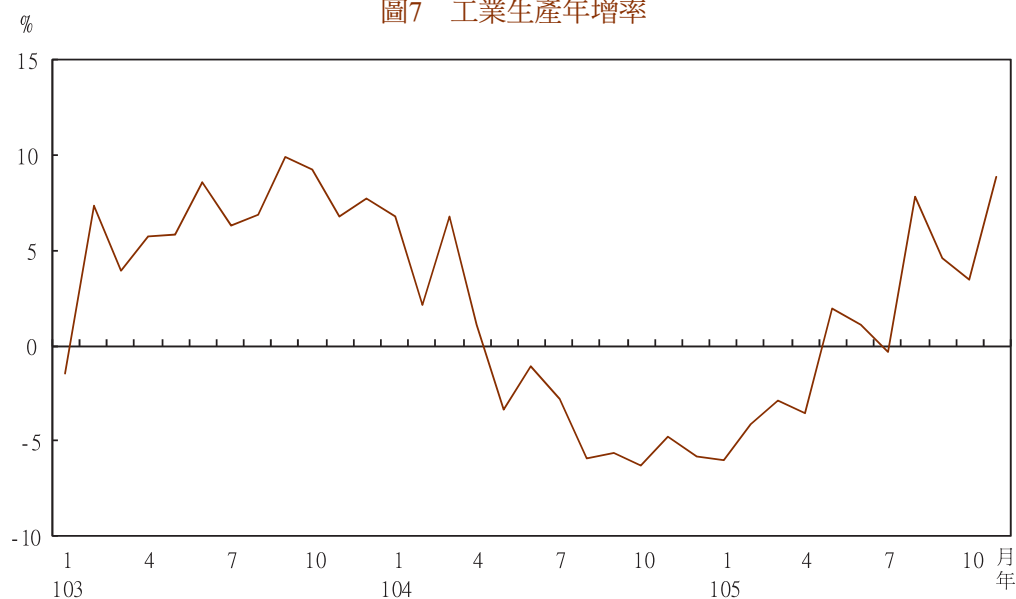
資料來源：財政部

## 六、工業生產持續成長

因國際品牌行動裝置新品陸續上市，帶動半導體高階製程生產擴增，加上國際原物料價格回穩，業者積極回補庫存，工業生產連續4個月成長，至11月為8.83%(圖7)；其

中，權重最大之製造業成長10.36%，連續7個月為正成長，且增幅為103年10月以來最高。四大業別中，資訊電子、金屬機電、化學及民生工業分別增產14.25%、9.70%、5.73%及4.06%。

圖7 工業生產年增率



資料來源：經濟部

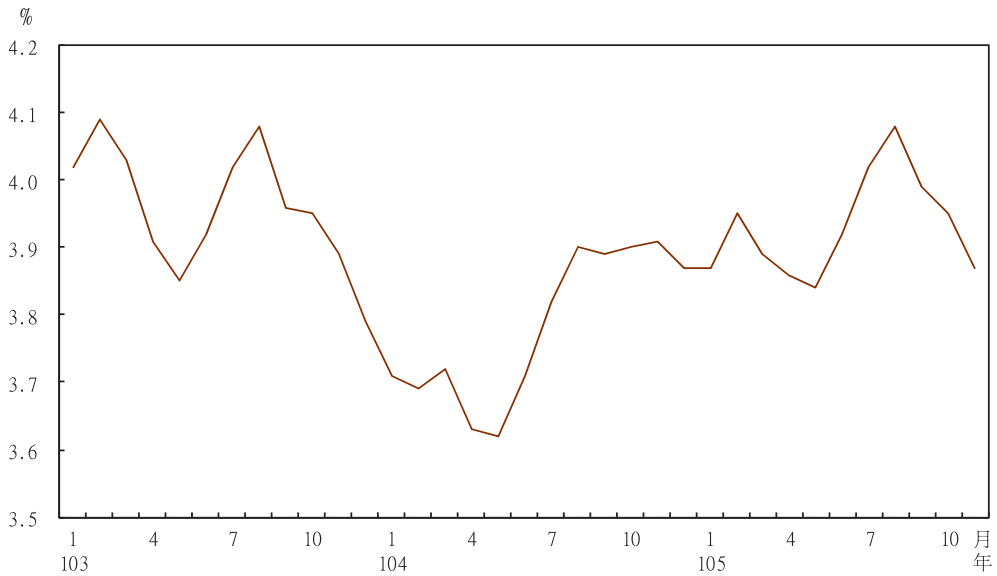
## 七、失業率緩降，薪資成長仍緩

近期隨國內景氣回溫，失業率緩降，11月為3.87%(圖8)，較上月下降0.08個百分點；就業人數為1,130.7萬人，年增0.64%，惟增幅係近7年同月最低。

本年10月工業及服務業受僱員工薪資

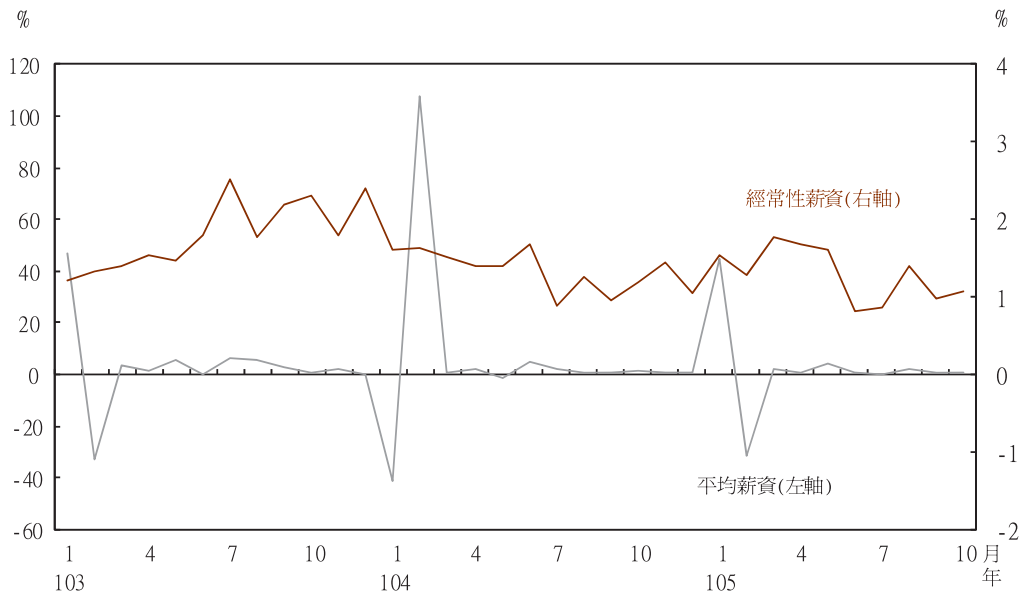
年增率為0.42%，其中經常性薪資年增率為1.08%(圖9)；1至10月平均薪資年增率為0.26%，增幅係近3年最低，其中經常性薪資年增率為1.30%，非經常性薪資年增率為-3.56%，主因上年下半年景氣低緩，本年初廠商減發年終及績效獎金所致。

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

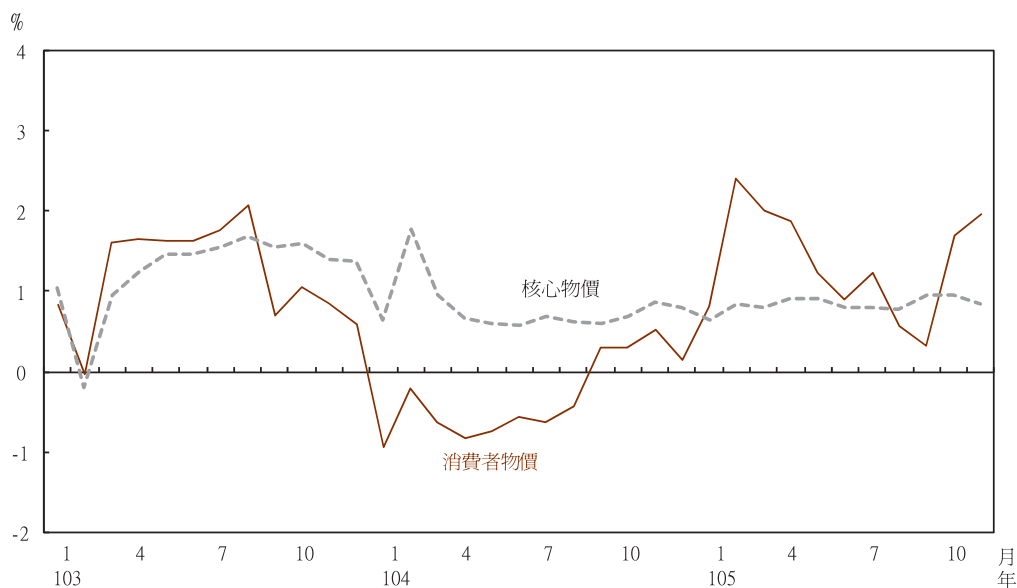
## 八、蔬果價揚，推升CPI漲幅

9月CPI年增率為0.33%，漲幅持續趨緩，亦係本年以來最低。惟10月起，受9月颱風大雨遞延影響，蔬菜、水果價格大漲，推升CPI年增率，11月升至1.97%(圖10)，係本年4月以來最大漲幅。不含蔬果之CPI年增率僅為0.58%，不含蔬果及能源之CPI(即核

心CPI)年增率則為0.84%。

1至11月平均CPI年增率為1.36%，主因蔬果等食物類價格上漲所致(表2)，不含蔬果之CPI年增率僅0.29%；核心CPI年增率則為0.84%，漲幅溫和。主計總處預測全年CPI年增率為1.31%。

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11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	1.36	1.36
食物類	252	5.31	1.46
蔬菜	20	22.95	0.61
水果	23	19.19	0.48
外食費	99	1.50	0.16
水產品	16	4.65	0.08
房租	182	0.81	0.15
合計			1.61
油料費	35	-7.59	-0.21
燃氣	10	-15.89	-0.14
電費	22	-5.81	-0.12
合計			-0.47
其他			0.22

資料來源：行政院主計總處

## 貳、經濟展望

展望106年，隨國際景氣略增溫，全球貿易量成長率提高，可望維繫我國出口及民間投資成長動能，加上民間消費溫和成長，主計總處預測經濟成長率將由本年之1.35%略升至1.87%(表3)，國內各預測機構預測值之平均數則為1.71%。

表3 國內預測機構預測106年經濟成長率

單位：%

項目	預測機構	主計總處	元大寶華	國泰台大	中研院	中經院	台綜院	台經院	平均值
發布日期		105.11.25	105.12.28	105.12.26	105.12.22	105.12.20	105.12.15	105.11.10	
實質國內生產毛額		1.87	1.80	1.51	1.68	1.73	1.74	1.65	1.71
實質民間消費支出		1.74	1.83	1.31	1.30	1.70	1.72	1.81	1.63
實質政府消費支出		0.06	-	1.23	0.06	-	0.04	0.10	0.30
實質固定投資		1.88	-	-	1.04	2.55	1.81	1.98	1.85
實質民間投資		2.00	3.02	-	1.14	2.85	1.91	2.08	2.17
實質政府投資		1.19	-	-	1.19	-	1.16	0.87	1.10
實質輸出		3.83	4.30	2.68	4.13	1.95	3.38	3.26	3.36
實質輸入		3.85	4.50	2.21	3.76	1.82	3.43	3.67	3.32

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17,090百萬美元，備資產增加2,949百萬美元(表1及圖1)。金融帳淨資產增加14,329百萬美元，央行準

表1 國際收支

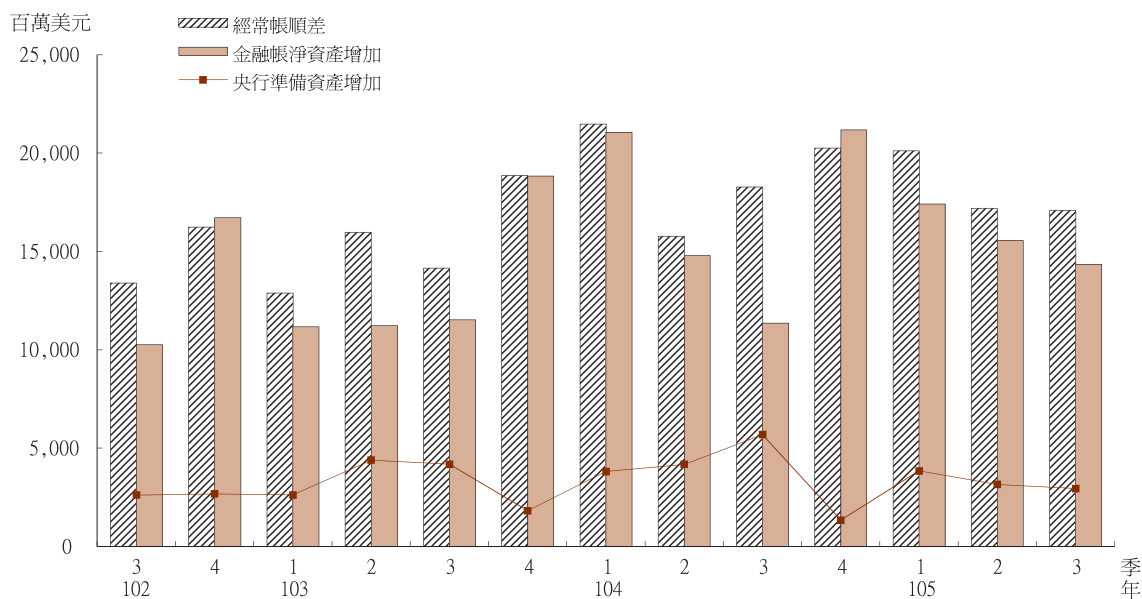
民國105年第3季暨民國104年第3季

單位：百萬美元

	(1) 105年 第3季	(2) 104年 第3季	(1)-(2)
A.經常帳	17,090	18,280	-1,190
商品貿易淨額	17,696	18,433	-737
商品：收入（出口）	78,972	84,789	-5,817
商品：支出（進口）	61,276	66,356	-5,080
服務收支淨額	-3,698	-3,145	-553
服務：收入（輸出）	10,099	10,188	-89
服務：支出（輸入）	13,797	13,333	464
初次所得收支淨額	4,008	3,789	219
初次所得：收入	8,110	8,171	-61
初次所得：支出	4,102	4,382	-280
二次所得收支淨額	-916	-797	-119
二次所得：收入	1,642	1,613	29
二次所得：支出	2,558	2,410	148
B.資本帳	1	-2	3
C.金融帳	14,329	11,352	2,977
直接投資：資產	4,338	4,128	210
股權和投資基金	3,439	3,688	-249
債務工具	899	440	459
直接投資：負債	203	806	-603
股權和投資基金	99	809	-710
債務工具	104	-3	107
證券投資：資產	24,612	14,227	10,385
股權和投資基金	5,883	-544	6,427
債務證券	18,729	14,771	3,958
證券投資：負債	2,869	-8,357	11,226
股權和投資基金	2,731	-6,425	9,156
債務證券	138	-1,932	2,070
衍生金融商品：資產	-2,411	-2,973	562
衍生金融商品：負債	-2,294	-4,159	1,865
其他投資：資產	-1,295	-19,112	17,817
其他投資：負債	10,137	-3,372	13,509
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	2,762	6,926	-4,164
D.誤差與遺漏淨額	187	-1,241	1,428
E.準備與相關項目	2,949	5,685	-2,736

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

圖1 國際收支



## 一、經常帳

商品方面，受惠於半導體需求暢旺，本季出口減幅縮小，惟全球景氣成長動能尚未明顯復甦，且國際產業競爭加劇，出口仍較上年同季減少6.9%；進口亦因出口引申需求疲弱，較上年同季減少7.7%。由於出口減額大於進口減額，本季商品貿易順差減為17,696百萬美元，較上年同季減少737百萬美元或4.0%。

服務方面，服務收入10,099百萬美元，較上年同季減少89百萬美元，主要係旅行收入減少；服務支出13,797百萬美元，較上年同季增加464百萬美元，主要係航空客運及智慧財產權使用費支出增加。由於支出增加、收入減少，本季服務收支逆差增為3,698

百萬美元，較上年同季增加553百萬美元或17.6%。

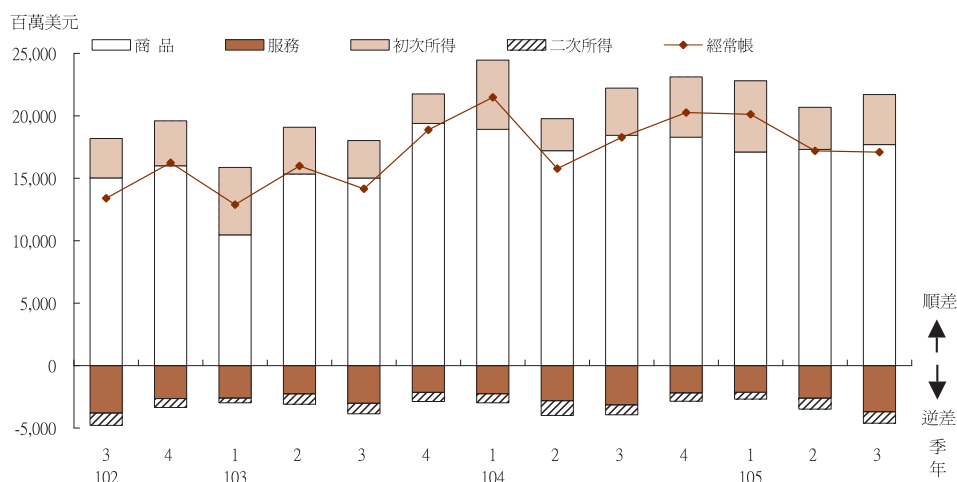
初次所得方面，本季初次所得收入8,110百萬美元，較上年同季減少61百萬美元，主要係對外直接投資所得減少；初次所得支出4,102百萬美元，較上年同季減少280百萬美元，主要係支付非居民直接投資所得減少。由於收入減額小於支出減額，本季初次所得順差增為4,008百萬美元，較上年同季增加219百萬美元或5.8%。

二次所得方面，本季二次所得收入及支出分別為1,642百萬美元及2,558百萬美元，淨支出為916百萬美元，較上年同季增加119百萬美元或14.9%，主要係工作者匯出款增加。

本季雖初次所得順差增加，惟商品貿易

順差減少，且服務貿易及二次所得逆差均擴大，使得經常帳順差減為17,090百萬美元，較上年同季減少1,190百萬美元或6.5%(圖2)。

圖2 經常帳



## 二、資本帳

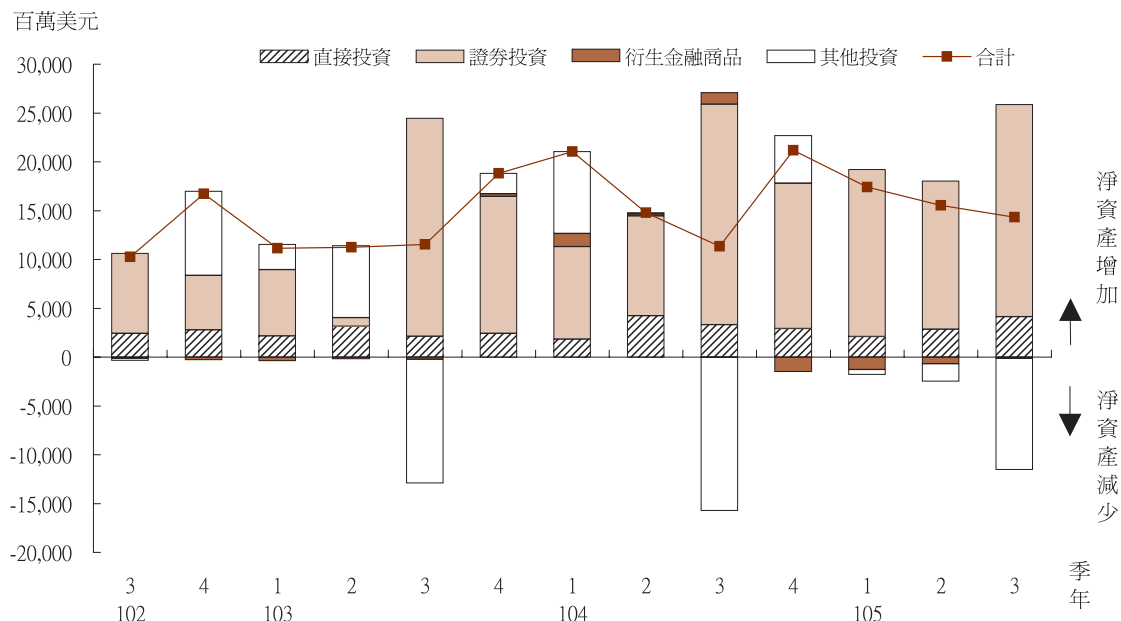
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與及債務之免除)與非生產性、非金融性資產交易(如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷)。本季資本帳順差1百萬美元。

## 三、金融帳

本季金融帳淨資產增加14,329百萬美元。其中直接投資淨資產增加4,135百萬美元，居民對外直接投資及非居民來台直接投

資淨額分別增加4,338百萬美元及203百萬美元。證券投資淨資產增加21,743百萬美元，其中居民投資國外證券淨增加24,612百萬美元，主要係保險公司投資國外債務證券增加；非居民投資國內證券淨增加2,869百萬美元，主要係外資增加投資台灣股市。衍生金融商品淨資產減少117百萬美元。其他投資淨資產減少11,432百萬美元，主要係銀行非居民存款及自國外短期借款增加，國外負債增額較大(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<sup>1</sup>予以調整）計算，商品出口計78,972百萬美元，較上年同季減少5,817百萬美元或6.9%；商品進口計61,276百萬美元，較上年同季減少5,080百萬美元或7.7%。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差減為17,696百萬美元，較上年同季減少737百萬美元或4.0%。

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，本季農產品出口減少7.3%，農產加工品及工業產品出口則分別增加2.5%及0.1%，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81.1%)，較上年同季增加1.8%。進口方面，資本設備較上年同季增加7.4%，主要係半導體業者為維持製程領先優勢，增加半導體設備投資；消費品增加1.0%，主要係汽車與手機進口增加；農工原料則因國際油價及大宗商品價格止跌，本季減幅縮小為1.9%。

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

就主要貨品而言，與上年同季比較，出口以「電機產品」、「運輸工具」與「塑橡膠及其製品」與「化學品」減額最大；進口方面則以「家用電器」、「礦產品」與「非金屬礦物製品」減額較大。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中東出口較上年同季減少417百萬美元或23.2%，為出口減額最大的地區；其次為新加坡，較上年同季減少231百萬美元或5.3%。進口方面，由於國際原油仍處低價水準，自中東進口較上年同季減少1,469百萬美元或24.0%最大；其次為美國，減少450百萬美元或6.1%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸(含香港，以下同)所占比重40.6%最高，其次為東協的18.1%；美國及歐洲則占12.0%及9.2%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重19.3%最高，日本及歐洲則以18.0%及12.5%分居第二、三位。

## 二、服務

本季服務收入10,099百萬美元，較上年同季減少89百萬美元；服務支出13,797百萬美元，較上年同季增加464百萬美元。由於支出增加而收入減少，服務收支逆差由上年同季3,145百萬美元擴大為3,698百萬美元。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(表2)：

### (一) 加工服務

加工服務係指加工者對他人所屬貨品進

行加工、組裝、加標籤及包裝等服務。本季加工收入計561百萬美元，較上年同季增加149百萬美元，主要係非居民委託境內加工之加工費增加；加工支出計970百萬美元，較上年同季減少278百萬美元，主要係委外加工貿易廠商支付國外加工費減少。由於收入增加、支出減少，加工服務貿易逆差減至409百萬美元，較上年同季減少427百萬美元。

### (二) 維修服務

維修服務係指提供或接受非居民對運輸工具等貨品的修理。本季維修收入計237百萬美元，較上年同季增加125百萬美元，主要係航空器維修收入增加；維修支出計178百萬美元，較上年同季減少32百萬美元，主要係航空器維修支出減少。由於收入增加、支出減少，維修服務收支由上年同季之逆差98百萬美元轉為順差59百萬美元。

### (三) 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2,183百萬美元，較上年同季減少224百萬美元，主要係國際線貨運收入減少。運輸支出計2,790百萬美元，較上年同季增加290百萬美元，主因係航空客運支出增加。由於收入減少、支出增加，本季運輸逆差增至607百萬美元，較上年同季增加514百萬美元。

### (四) 旅行

本季來台旅客人次、平均每人每日消費金額及平均停留夜次均下降，旅行收入較上年同季減少481百萬美元，為3,072百萬美元。旅行支出增至4,475百萬美元，較上年同季增加56百萬美元，主要係國人出國人次增加。由於收入減少、支出增加，本季旅行收支逆差增至1,403百萬美元，較上年同季增加537百萬美元。

### (五) 其他服務

其他服務包括營建、保險及退休金服務、金融服務、智慧財產權使用費、電信電

腦及資訊服務、其他事物服務及個人、文化與休閒，以及政府服務等項目。本季其他服務收入計4,046百萬美元，較上年同季增加342百萬美元，主要係營建與金融服務收入增加。其他服務支出計5,384百萬美元，較上年同季增加428百萬美元，主要為智慧財產權使用費與營建支出增加。由於收入增額小於支出增額，本季其他服務收支逆差增為1,338百萬美元，較上年同季增加86百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	105年第3季			104年第3季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
服務	10,099	13,797	-3,698	10,188	13,333	-3,145	-89	464
一、加工服務	561	970	-409	412	1,248	-836	149	-278
二、維修服務	237	178	59	112	210	-98	125	-32
三、運輸	2,183	2,790	-607	2,407	2,500	-93	-224	290
(一)客運	593	706	-113	666	459	207	-73	247
(二)貨運	1,501	1,106	395	1,654	1,053	601	-153	53
(三)其他	89	978	-889	87	988	-901	2	-10
四、旅行	3,072	4,475	-1,403	3,553	4,419	-866	-481	56
五、其他服務	4,046	5,384	-1,338	3,704	4,956	-1,252	342	428
(一)營建	327	389	-62	182	199	-17	145	190
(二)保險及退休金服務	85	216	-131	81	213	-132	4	3
(三)金融服務*	656	224	432	590	191	399	66	33
(四)智慧財產權使用費	289	918	-629	262	718	-456	27	200
(五)電信、電腦及資訊服務	634	318	316	585	250	335	49	68
(六)其他事務服務	1,894	3,101	-1,207	1,850	3,187	-1,337	44	-86
(七)個人、文化與休閒服務	78	52	26	70	67	3	8	-15
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	83	166	-83	84	131	-47	-1	35

\*金融服務包括間接衡量的金融中介服務（FISIM）。

### 三、初次所得

初次所得包括薪資所得、投資所得及其他初次所得。本季初次所得收入8,110百萬美元，較上年同季減少61百萬美元，主要係對外直接投資所得減少；初次所得支出4,102百

萬美元，較上年同季減少280百萬美元，主要係支付非居民直接投資所得減少。由於收入減額小於支出減額，本季初次所得收支順差增為4,008百萬美元，較上年同季增加219百萬美元(表3)。

## 四、二次所得

本季二次所得收入計1,642百萬美元，較上年同季增加29百萬美元；支出計2,558百萬

美元，較上年同季增加148百萬美元，主要係工作者匯出款增加。由於收入增額小於支出增額，本季二次所得淨支出由上年同季的797美元增加為916百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	105年第三季			104年第三季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	8,110	4,102	4,008	8,171	4,382	3,789	-61	-280
一、薪資所得	170	144	26	161	131	30	9	13
二、投資所得	7,912	3,891	4,021	7,984	4,191	3,793	-72	-300
(一)直接投資	1,915	2,109	-194	2,471	2,380	91	-556	-271
(二)證券投資	1,646	1,383	263	967	1,429	-462	679	-46
(三)其他投資	4,351	399	3,952	4,546	382	4,164	-195	17
三、其他初次所得	28	67	-39	26	60	-34	2	7
二次所得	1,642	2,558	-916	1,613	2,410	-797	29	148

## 參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生金融商品與其他投資。

本季金融帳淨資產增加14,329百萬美元。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

	105年第三季			104年第三季			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	4,338	203	4,135	4,128	806	3,322	210	-603
二、證券投資	24,612	2,869	21,743	14,227	-8,357	22,584	10,385	11,226
(一)股權和投資基金	5,883	2,731	3,152	-544	-6,425	5,881	6,427	9,156
(二)債權證券	18,729	138	18,591	14,771	-1,932	16,703	3,958	2,070
三、衍生金融商品	-2,411	-2,294	-117	-2,973	-4,159	1,186	562	1,865
四、其他投資	-1,295	10,137	-11,432	-19,112	-3,372	-15,740	17,817	13,509
(一)其他股本	5	0	5	4	0	4	1	0
(二)債務工具	-1,300	10,137	-11,437	-19,116	-3,372	-15,744	17,816	13,509
1.現金與存款	-2,454	5,284	-7,738	-15,674	-311	-15,363	13,220	5,595
2.貸款/借款	-5	4,080	-4,085	-4,427	-2,595	-1,832	4,422	6,675
3.貿易信用及預付/收款	-61	-203	142	-176	309	-485	115	-512
4.其他應收/付款	1,220	976	244	1,161	-775	1,936	59	1,751
合 計	25,244	10,915	14,329	-3,730	-15,082	11,352	28,974	25,997

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



## 一、直接投資

本季直接投資淨資產增加4,135百萬美元。其中，對外直接投資增加4,338百萬美元，投資地區以日本居首，主要投資行業為電腦、電子產品及光學製品製造業、金融及保險業，以及電子零組件製造業；非居民來台直接投資淨增加203百萬美元，主要投資行業為機械設備製造業、金融及保險業，以及批發及零售業。

## 二、證券投資

本季證券投資淨資產增加21,743百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

本季居民投資國外證券淨增加24,612百萬美元。其中股權和投資基金淨增加5,883百萬美元，主要係退休基金投資國外股權證券增加；債務證券淨增加18,729百萬美元，主要係保險公司投資國外債務證券增加。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨增加2,869百萬美元。其中股權及投資基金淨增加2,731百萬美元，主要係外資增加投資國內股票；債

務證券投資淨增加138百萬美元，主要係外資增持我國公債。

## 三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少117百萬美元。其中，資產淨減少2,411百萬美元，主要係銀行及其他金融機構收取衍生金融商品交易利得；負債淨減少2,294百萬美元，主要亦係銀行及其他金融機構支付衍生金融商品交易損失。

## 四、其他投資

其他投資包括其他股本及債務工具。本季其他投資淨資產減少11,432百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

其他投資資產淨減少1,295百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少，主要係民間部門收回國外存款。

### (二) 負債方面

其他投資負債淨增加10,137百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加，主要係銀行非居民存款及自國外短期借款增加。

## 肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加2,949百萬美元。

# 貨幣與信用

## 壹、概述

105年下半年以來，M2主要受外資資金移動影響，除6、7月年增率略見回升外，由於外資匯入持續縮減，年增率一路走低，至11月為3.96%(表1)，為近3年以來新低；累計1至11月M2平均年增率為4.54%。

鑑於全球景氣前景仍存有包括美國新政府政策走向、全球貿易保護主義、英國脫歐後續發展，以及中國大陸經濟再平衡等諸多不確定因素，考量國內經濟復甦力道和緩，在通膨預期穩定下，本行12月理事會決議維持政策利率不變，並為協助促進經濟成長，持續貨幣寬鬆，維持M2貨幣成長目標區

(2.5%~6.5%)不變。目前重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.375%、1.75%及3.625%。

在存放款利率方面，由於6月底降息效應影響，本年第3季主要銀行存放款利率皆呈下降趨勢，季底五大銀行一年期存款固定利率及平均放款基準利率，分別為1.039%及2.639%；其中，平均放款基準利率由於受部分銀行調降利率影響持續下滑，至11月為2.631%。至於五大銀行新承做放款加權平均利率，亦大抵呈下降走勢，至11月為1.491%，較6月下降0.092個百分點。

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/ 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	5.07	4.13	4.25
3	7.58	6.16	4.81	4.62	4.85	4.23	4.41
4	7.75	6.30	4.65	4.91	4.72	3.70	3.64
5	8.93	6.30	4.14	5.46	4.09	4.02	3.89
6	7.77	6.23	4.42	6.55	4.81	4.65	4.54
7	7.05	6.24	4.70	6.52	4.86	4.17	4.39
8	6.21	6.48	4.51	5.90	4.39	4.45	4.70
9	6.24	6.36	4.05	6.11	4.06	3.81	4.09
10	6.46	6.35	3.98	5.74	3.87	3.96	4.23
11	6.88	6.56	3.96	6.00	3.78	4.06	4.41

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

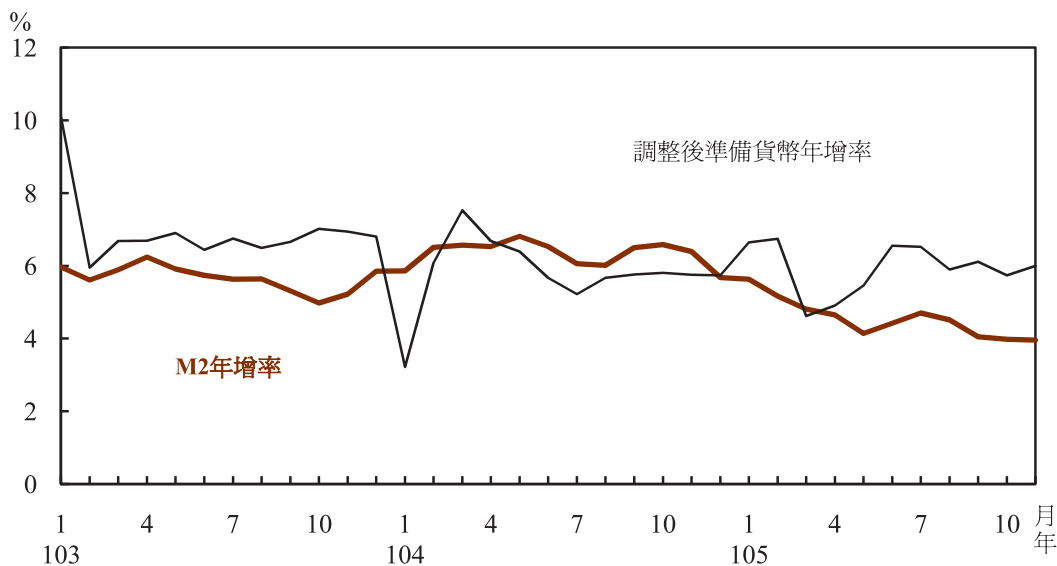
## 貳、準備貨幣年增率下降後回升

受國內景氣溫和復甦影響，105年第3季日平均準備貨幣年增率為6.17%，較上季之5.64%為高。其中，7月因放款與投資成長減少，致準備金需求下降，準備貨幣年增率降至6.52%，8月受外資淨匯入減少影響，準備貨幣年增率續降至5.90%，9月則因適逢中秋節，通貨需求增加，使準備貨幣年增率上升至6.11%。至於10月受外資轉呈淨匯出影響，準備貨幣年增率降為5.74%，11月則因活期性存款成長增加，準備貨幣年增率上升

為6.00%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，第3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，惟受國庫券與公債還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣水準值較上季增加。至於10月及11月，日平均準備貨幣水準值則呈先後升後升走勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 參、M2成長穩定

105年下半年以來，M2年增率先升後降，主要係受外資資金移動影響。6、7月，由於外資轉呈淨匯入，M2年增率逐月回升

至4.70%；8、9月，因外資淨匯入大幅縮減，加以銀行放款與投資成長減緩，M2年增率復降至4.05%；及至10月，由於外資轉

呈淨匯出，M2年增率持續下滑至3.98%；11月，雖受外資淨匯出擴大影響，惟在銀行放款與投資成長增加帶動下，年增率僅略

降至3.96%。累計1至11月M2平均年增率為4.54%，高於本年經濟成長率預測數加計CPI年增率之總和2.66%，市場資金仍呈寬鬆。

## 肆、存款年增率下降

105年第3季全體貨幣機構存款年增率由本年第2季底之4.81%大幅降至4.06%，係因外資淨匯入持續減少，加以存款利率仍處於低水準，為追求較高資金報酬，部分民眾將資金轉向類定存之壽險商品所致。10月底與11月底存款年增率分別降至3.87%及3.78%，主要係因外資轉呈淨匯出，加以金管會於11月10日發布新聞稿指出將於106年調降保單責任準備金利率，屆時壽險保費亦將上漲，預期年底前會有一波簽單潮，使定期存款到期後，資金可能轉向類定存保單所致。

就各類存款觀察，活期性存款方面，105年第3季底之活期性存款年增率較第2季底的5.78%稍微上升至5.80%，主要係因多數企業於第3季發放股利所致。而10月因台股表現上揚，致活期性存款年增率攀升至6.46%。而11月底活期性存款年增率反而因股市表現不佳，11月底證券劃撥存款餘額較上月減少，以致活期性存款年增率降至5.86%。

定期性存款<sup>1</sup>方面，105年第3季底之定期性存款年增率由第2季底的3.90%驟降至2.80%，自其組成成分觀察發現，係因定期及

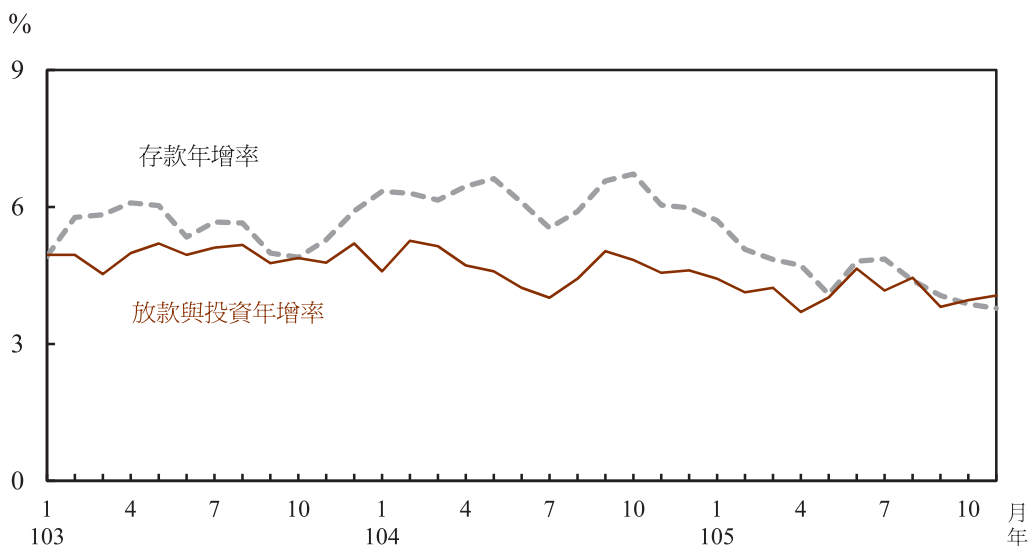
定期儲蓄存款年增率與郵政儲金年增率均持續下滑所致，細究其原因，可能如前所述，資金轉向類定存保單。該趨勢仍持續延燒，10月定期性存款年增率驟降至2.18%，惟年關將屆，廠商集中調度資金並追求較高存款利息，將資金暫泊於短天期定期存款，加以市場預期美國Fed將於年底升息，美元持續走強，外匯存款年增率成長，致11月底定期性存款年增率攀升至2.43%。

政府存款方面，105年第3季底年增率較第2季底的14.36%降至11.04%，係因機關專戶存款年增率下降所致。而10月底與11月底均因機關專戶存款年增率持續下滑所致，以致政府存款年增率分別降至9.89%與8.60%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由105年第2季底之34.43%上升至第3季底之35.08%，定期性存款比重由105年第2季底之62.76%降至第3季底之62.06%，政府存款比重由105年第2季底之2.82%攀升至第3季底之2.86%。105年11月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為35.07%、62.03%及2.89%。

<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先降後升

本年第3季底全體貨幣機構放款與投資之餘額，以成本計價，較上季底增加4,211億元，就性質別觀察，放款增加5,069億元，投資減少858億元；放款與投資年增率則由上季底之4.65%下降至3.81%，係因相對於上季底，第3季底銀行對各部門之證券投資成長均趨緩所致；10月底，由於對政府及民間部門放款成長擴大，致放款與投資年增率回升至3.96%；11月底，銀行對民間部門放款持續成長，加以債券殖利率回升，銀行趁低價回補公債部位，致放款與投資年增率再升至4.06%(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，本年第3季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之2.45%升至2.47%，10月底降至2.35%，11月

底則回升至2.42%。

就放款與投資之對象別觀察，本年第3季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季底之4.54%降至4.09%，因9月適逢季底，銀行為提高資本適足率或流動性覆蓋比率，減持風險係數較高之民營企業的商业本票及受益憑證等投資部位，致對民間部門之證券投資減少；對政府債權年增率則由上季底之7.99%降至5.58%，係因部分金融機構持有之公債及國庫券到期，因預期年底市場利率走升，故未立即回補，致對政府之證券投資減少；對公營事業債權衰退幅度由6.68%擴大至9.75%，主要係銀行投資其公司債及商業本票均呈減少所致。比重方面，本年第3季底對民間部門債權比重由上季底之80.60%升至81.00%，10月底降至80.98%；

對政府債權比重由上季底之16.01%降至15.80%，10月底升至15.88%；對公營事業債權比重由上季底之3.39%降至3.21%，10月底則續降至3.14%，至11月底，對民間部門、政府及公營事業之債權比重分別為81.06%、15.81%及3.13%。

在全體銀行<sup>2</sup>對民營企業放款行業別方面，本年第3季底對民營企業放款餘額較上季底增加2,655億元，其中，以對製造業放款增加1,946億元為大宗，主因行動裝置推陳出新、智慧科技產品應用擴張，帶動電腦、電子產品及光學製品及電子零組件業等製造業的資金需求轉強；另對服務業<sup>3</sup>放款增加

718億元，主要以批發零售業放款增加447億元為大宗。11月底，全體銀行對民營企業放款餘額較第3季底增加698億元，其中，對服務業放款增加431億元，對製造業放款則增加282億元。就各業別比重而言，本年第3季底對服務業放款比重自上季底之53.90%降至53.19%，對製造業放款比重則自上季底之41.71%升至42.55%，對營造業放款比重則自上季底之3.01%降至2.92%。11月底對服務業放款比重較本年第3季底升至53.25%，對製造業放款比重降至42.53%，對營造業放款比重則略升至2.93%。

## 陸、銀行業利率下降

因6月底降息效應影響，第3季主要銀行存放款利率皆呈現下降趨勢，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1.125%降至1.039%，至本年11月底維持不變；至於放款利率，第3季底五大銀行平均放款基準利率亦自上季底之2.686%降至2.639%，10月因一銀及華銀調降基準放款利率，再降至2.631%，至11月底維持不變。

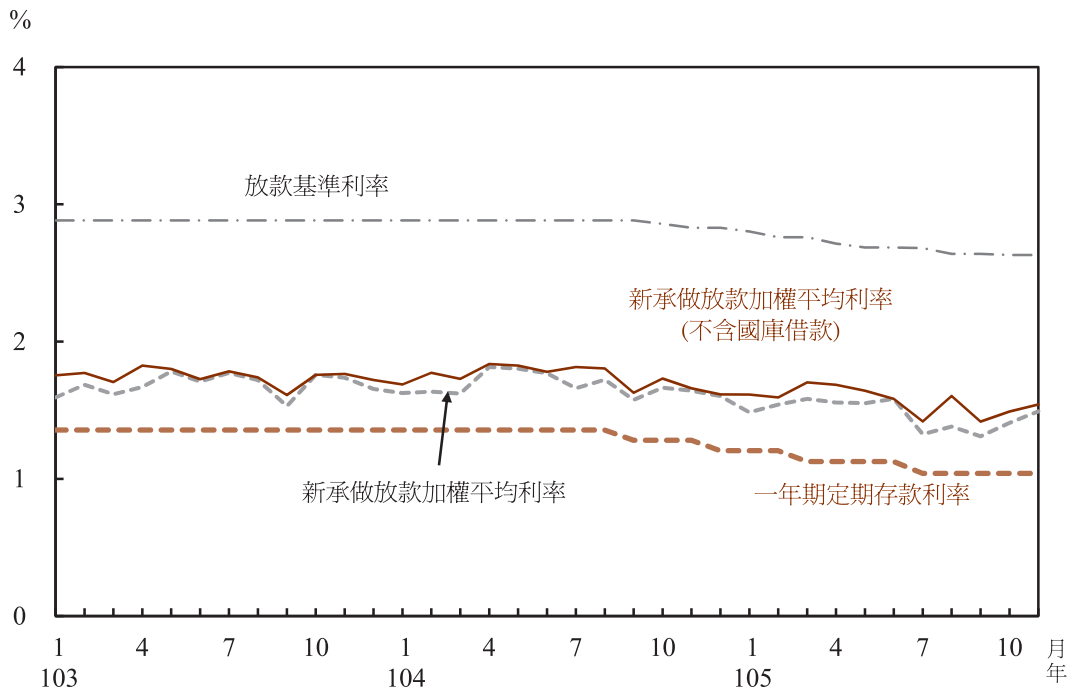
在五大銀行新承做放款加權平均利率方

面，自6月之1.583%先降至7月之1.325%，之後平均利率先升後降，主要受新承做政府借款金額先減後增，牽動週轉金貸款利率先升後降，致9月平均利率降為1.310%，較6月下降0.273個百分點。10月及11月續因新承做政府借款減少，平均利率持續上升，分別為1.408%及1.491%；若不含新承做的低利國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.583%降至11月之1.542%，較6月下降0.041個百分點(圖3)。

<sup>2</sup> 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

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

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

鑑於全球經濟成長和緩，國內景氣回穩，加上明年通膨展望溫和，本行9月理事會決議，維持政策利率不變，並持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持超額準備於寬鬆水準，致金融業隔夜拆款加權平均利率由6月平均之0.201%下降至11月平均之0.183%。貨幣機構日平均淨超額準備由第2季平均之395億元先升至第3季平均之452億元，10至11月平均再升至477億元。

雖然國際機構預測明年全球經濟成長略優於本年，惟全球景氣仍存有諸多不確定因素，考量國內景氣復甦力道和緩，且負的產出缺口仍大，加上未來通膨預期穩定，本行爰於12月理事會決議，維持政策利率不變，本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，仍分別維持1.375%、1.75%及3.625%，並維持M2貨幣成長目標區(2.5%~6.5%)不變，持續貨幣寬鬆，以協助促進經濟成長。

以下分別就本年7月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

本年第3季貨幣機構日平均淨超額準備平均為452億元，較上季平均之395億元為高

(圖1)。就各月資金情勢觀察，7月受政府發行國庫券及稅款續繳庫等緊縮因素影響，日平均淨超額準備下降為418億元；8月受公債及國庫券還本付息，以及外資淨匯入等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升至459億元；9月受公債還本付息、銀行借款到期、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，日平均淨超額準備續升至480億元；10月因國庫券還本付息、銀行借款到期，以及發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備微幅升至486億元；11月因政府發行公債、大額稅款繳庫，以及外資淨匯出擴大等緊縮因素影響，日平均淨超額準備降至468億元。

### 二、利率走勢

由於國內外景氣復甦緩慢，資金需求不強，惟9月適逢季底，加上中秋、颱風連假因素，影響金融機構資金調度規劃，致市場資金趨緊，第3季金融業隔夜拆款利率自7月之0.178%上升至9月之0.184%。後因本行9月下旬理事會決議，維持政策利率不變，且維持寬鬆貨幣，10月金融業隔拆利率回降至0.178%。11月初美國總統大選後，國際金



圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

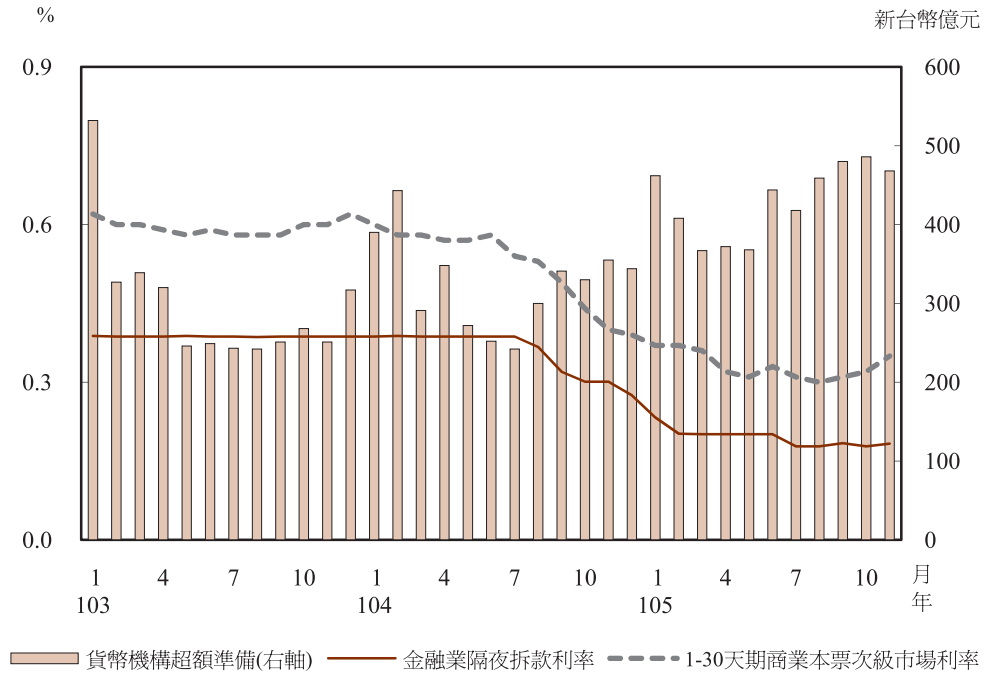


表1 貨幣市場利率

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/ 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
3	0.201	0.58	0.67	0.52	0.36	0.39	0.41	0.664	0.781	0.899	0.363	0.436
4	0.201	0.56	0.65	0.54	0.32	0.36	0.37	0.654	0.720	0.840	0.375	0.442
5	0.201	0.52	0.64	0.51	0.31	0.38	0.36	0.608	0.720	0.840	0.370	0.437
6	0.201	0.53	0.64	0.46	0.33	0.40	0.37	0.625	0.720	0.840	0.360	0.434
7	0.178	0.51	0.55	0.51	0.31	0.35	0.38	0.583	0.650	0.770	0.344	0.413
8	0.178	0.49	0.55	0.49	0.30	0.34	0.33	0.579	0.650	0.770	0.338	0.405
9	0.184	0.51	0.57	0.49	0.31	0.35	0.34	0.581	0.650	0.770	0.342	0.421
10	0.178	0.49	0.56	0.57	0.32	0.37	0.39	0.581	0.650	0.770	0.356	0.449
11	0.183	0.52	0.65	0.58	0.35	0.39	0.45	0.580	0.650	0.770	0.371	0.502

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。

融市場波動加大，銀行資金調度轉趨保守，且中、下旬主要受外資淨匯出擴大及大額稅款繳庫等因素影響，市場資金偏緊，隔拆利率又上升至0.183% (表1)。至於票券市場短期利率方面，各天期利率亦普遍呈現先降後升趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由6月之0.53%先降至9月之0.51%，再升至11月之0.52%，次級市場利率則由0.33%先降至0.31%，再升至0.35%；同期間，31-90天期發行利率由0.64%先降至0.57%，再升至0.65%，次級市場利率亦由0.40%先降至0.35%，再升至0.39%。

### 三、票券流通餘額

本年第3季底票券流通餘額合計為1兆

9,124億元，較第2季底減少111億元。其中以可轉讓定期存單較上季減少453億元為最多，主要係企業考量利率因素或資金調度需要，存單到期不續存及部分銀行基於資金充足暫不發行，致可轉讓定期存單流通餘額大幅減少。之後，10、11月票券流通餘額先增後減，故11月底流通餘額合計為1兆9,302億元，較第3季底增加179億元(表2)。其中以可轉讓定期存單增加468億元為最多，主要係部分銀行資金調度需要，發行可轉讓定期存單籌資，致可轉讓定期存單餘額走揚。其次是商業本票餘額較第3季底增加8億元。至於國庫券則減少300億元，主要係配合國庫資金調度需要，償還金額較發行金額為多所致。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	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/ 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
3	11,706	11,085	19,321	200	0	2,174	0	0	0	10,650	10,122	14,902	14	18	31	842	945	2,215
4	10,628	10,671	19,278	300	850	1,624	0	0	0	9,266	9,070	15,098	14	11	34	1,047	740	2,522
5	10,811	10,598	19,491	0	0	1,624	0	0	0	9,706	9,789	15,015	15	16	33	1,090	793	2,820
6	10,016	10,273	19,235	0	550	1,074	0	0	0	8,978	9,015	14,977	16	14	35	1,023	694	3,149
7	11,283	10,809	19,709	300	274	1,100	0	0	0	9,721	9,448	15,251	16	12	39	1,246	1,076	3,319
8	11,421	11,700	19,431	0	200	900	0	0	0	10,408	9,810	15,849	17	21	35	996	1,669	2,646
9	10,298	10,605	19,124	0	0	900	0	0	0	9,502	9,858	15,494	15	16	34	781	731	2,696
10	11,322	11,008	19,438	0	300	600	0	0	0	10,019	9,889	15,623	16	15	36	1,288	804	3,180
11	11,371	11,507	19,302	0	0	600	0	0	0	9,970	10,091	15,502	15	14	36	1,386	1,402	3,165

## 貳、債券市場

105年第3季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債1,200億元，較上季增加300億元；公司債方面，發行規模為466億元，較上季減少500億元，主要因上季基期較高所致；金融債券方面，金融機構發債總額為285億元，較上季增加117億元，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，105年第3季外國機構在台發行總額折合新台幣為5,080億元，較上季增加863億元。

債券流通市場方面，105年第3季債券交易量為17兆8,347億元，較上季增加1兆6,959億元或10.51%，主要係因企業發放現金股利，資金由海外匯回後，為暫泊資金，與銀行間承作債券附條件交易所致。

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

105年第3季中央政府發行甲類建設公債1,200億元，發行年期有5年、10年、20年及30年期。就各期別公債得標利率觀察，5年、10年、20年及30年期公債發行得標利率，分別較上季下降6、14、16及25個基本點，主要受第2季底央行宣布降息，市場利率持續下滑所致；就行業得標比重觀察，本季平均仍以銀行業得標比重為最高51.30%，其次為證券業的27.62%，再次為保險業的14.92%，至於票券業平均只標得6.16%。累計至105年第3季底，中央政府公債發行餘額為5兆4,537億元，較上季底減少850億元或1.53%，至105年11月底發行餘額則為5兆5,123億元。

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
105甲9	105.07.19	20	300	1.198	41.84	35.83	2.33	20.00
※105甲8	105.07.27	5	300	0.510	46.51	26.83	14.33	12.33
105甲10	105.08.05	30	300	1.403	64.00	18.00	0.67	17.33
105甲11	105.09.07	10	300	0.686	52.84	29.83	7.33	10.00

※為增額公債。

## (二) 直轄市政府公債

105年第3季末發行直轄市政府公債。

105年11月底發行餘額為706億元，其中，台

北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分

別為190億元及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		國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
102	12,686	82,053	6,419	50,682	-	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	513	43	52	381	441
103	19,741	93,372	6,753	53,385	-	1,017	3,604	20,130	3,975	12,736	85	306	60	93	5,264	5,705
104	20,902	103,830	6,053	54,788	82	906	2,684	20,042	1,963	12,859	-	105	55	96	10,066	15,034
104/11	551	103,464	300	54,488	-	906	181	20,738	12	13,004	-	107	11	97	47	14,125
12	1,435	103,830	300	54,788	-	906	58	20,042	119	12,859	-	105	-	96	958	15,034
105/ 1	1,774	103,907	650	54,288	-	906	141	19,847	257	12,908	-	103	-	93	727	15,761
2	2,127	105,686	299	54,587	-	906	9	19,545	65	12,951	-	95	-	86	1,754	17,515
3	1,990	105,605	600	53,887	-	806	67	19,172	52	12,807	-	95	5	89	1,266	18,749
4	1,385	106,836	300	54,187	-	806	184	19,274	0	12,748	-	95	-	89	902	19,638
5	2,559	108,790	600	54,787	-	806	283	19,270	72	12,629	-	95	7	96	1,597	21,107
6	2,907	110,966	600	55,387	-	706	500	19,353	96	12,655	-	94	-	93	1,711	22,677
7	1,524	111,254	600	55,287	-	706	44	19,157	-	12,617	-	94	-	88	881	23,304
8	2,419	112,399	300	55,087	-	706	204	19,105	22	12,550	50	144	-	83	1,843	24,724
9	3,137	113,326	300	54,537	-	706	218	19,056	263	12,717	-	144	7	90	2,349	26,078
10	1,994	113,987	536	54,573	-	706	180	18,870	57	12,531	-	144	-	89	1,221	27,075
11	1,725	114,339	550	55,123	-	706	271	18,614	292	12,190	-	144	8	96	604	27,465

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

105年第3季公司債發行總額為466億元，較上季減少500億元或51.78%，主要因第2季元大金控及鴻海為因應併購所衍生的

資金需求，而大舉發行公司債，墊高比較基期所致。前六大發債公司為鴻海、亞泥、華航、正新、南亞及遠東新，合計發債金額為338億元，占發行總額72.56%；就債券發行

期限觀察，以5年期券占65.11%為最大宗，其次為3年期券的20.29%。截至105年第3季底，公司債發行餘額為1兆9,056億元，較上季底減少297億元或1.53%，至105年11月底發行餘額為1兆8,614億元。

#### (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。105年第3季有7家本國銀行發行以新台幣計價之次順位金融債券，總金額為285億元，較上季增加117億元或69.67%。發行目的主要為中長期授信業務需求及充實資本適足率，發行期間為7年期、10年期及無到期日，分別占33.13%、32.07%及34.80%。累計至105年第3季底，金融債券發行餘額為1兆2,717億元，較上季底增加61億元或0.48%，至105年11月底發行餘額則減至1兆2,190億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

105年第3季資產證券化受益證券商品發行總額為50億元，累計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為144億元，較上季底增加50億元或52.12%，至105年11月底發行餘額仍為144億元。

#### (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，均為在台第一上市櫃之境外公司所發行之可轉換公司債。105年第3季外國債券發行

總額為7億元，與上季相同，累計至105年第3季底，外國債券發行餘額為90億元，較上季底減少3億元或3.81%。至105年11月底發行餘額減為新台幣96億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。105年第3季國際債券發行總額折合新台幣為5,073億元，較上季增加862億元或20.48%，主要受市場預期美國將於年底升息及美元走強影響，加以國內市場利率仍處於低檔，外國機構為鎖定中長期利率，增加來台發行美元債券之誘因。就國際債券發行幣別觀察，美元、人民幣及南非幣債券發行總額折合新台幣分別為4,809億元、253億元及10億元，占國際債券總發行額分別為94.81%、4.99%及0.20%。本年第3季提前贖回總額折合新台幣為1,780億元，較上季增加1,547億元或665.31%，主要因部分國際債券贖回限制期限屆滿，市場利率較原發行利率為低，發行人傾向借新還舊所致。累計至105年第3季底，國際債券發行餘額折合新台幣為2兆6,078億元，較上季底增加3,400億元或15.00%。至105年11月底發行餘額增為新台幣2兆7,465億元。

## 二、流通市場

105年第3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，10年期指標公債殖利率由105年第2季平均的0.82%，下跌至105年第3季平均的0.68%。

嗣後，受到美元升息預期及國內景氣略為回溫影響，帶動10年期指標公債殖利率上升，105年10月及11月平均殖利率分別為0.93%及1.10%。

105年第3季國內整體債市交易金額升為17兆8,347億元，較上季增加1兆6,959億元或10.51%，其中，買賣斷交易增加339億元或0.92%，附條件交易增加1兆6,620億元或13.33%，主要係因第3季為企業發放現金股利的高峰，資金由海外匯回後，為暫泊資金，與銀行間承作附條件交易所致。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77.26%上升至當季之79.23%，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之22.74%下降至當季之20.77%。若就各類債券交易來看，105年第3季以政府公債交易比重占69.02%為最高，交易金額為12兆3,094億元，其次依序為公司債4兆3,724億元、國際債券5,857億元、金融債券5,535億元、外國債券75億元及資產證券化受益證券62億元。105年10月至11月債券平均交易金額為5兆6,240億元，較上年同期減少489億元或0.86%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

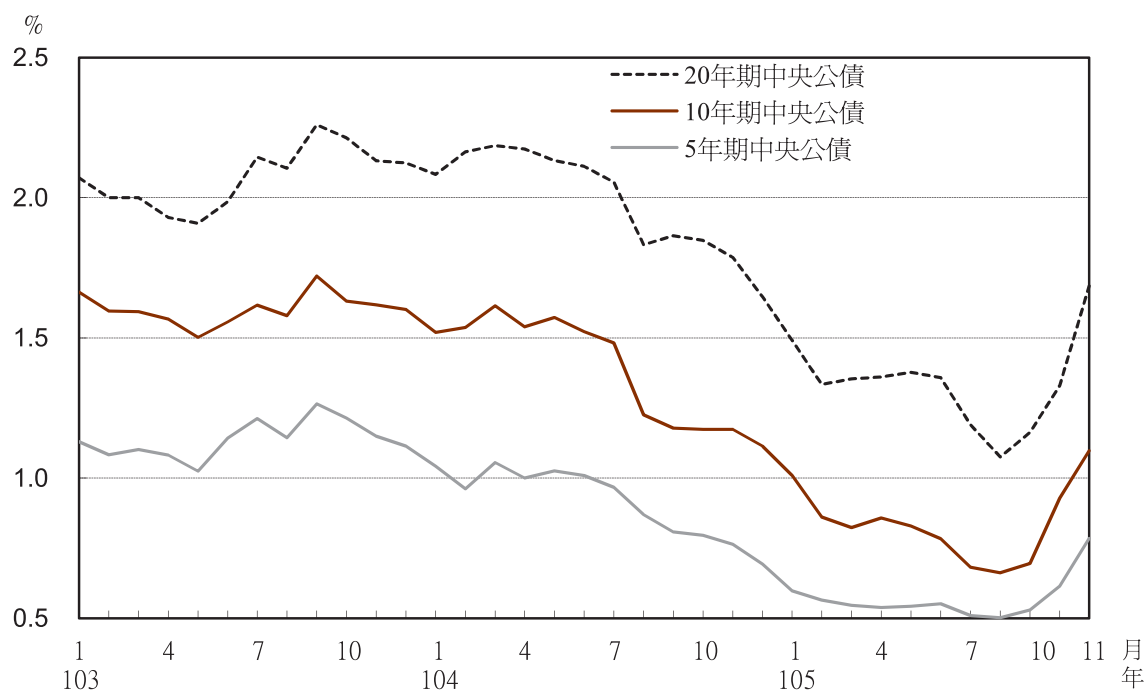


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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/ 11	54,604	11,173	20.5	43,431	79.5
104/ 12	61,125	11,082	18.1	50,043	81.9
105/ 1	62,737	17,829	28.4	44,909	71.6
105/ 2	38,227	9,117	23.9	29,110	76.1
105/ 3	61,738	15,080	24.4	46,658	75.6
105/ 4	48,089	8,481	17.6	39,608	82.4
105/ 5	56,224	13,880	24.7	42,343	75.3
105/ 6	57,075	14,341	25.1	42,735	74.9
105/ 7	57,328	12,636	22.0	44,692	78.0
105/ 8	64,822	13,973	21.6	50,849	78.4
105/ 9	56,197	10,432	18.6	45,765	81.4
105/ 10	54,252	11,370	21.0	42,882	79.0
105/ 11	58,227	10,756	18.5	47,471	81.5

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	國際債券
			普通	可轉換				
102	692,261	514,905	148,634	8,070	19,485	764	92	75
103	680,324	497,765	142,969	7,539	24,833	895	332	5,992
104	677,257	457,787	173,969	6,505	25,743	347	353	12,554
104/ 11	54,604	37,784	14,035	497	1,854	16	46	371
104/ 12	61,125	42,058	15,461	539	1,994	21	38	1,014
105/ 1	62,737	44,511	13,764	562	2,258	12	32	1,598
105/ 2	38,227	24,346	9,759	354	1,743	12	31	1,982
105/ 3	61,738	43,627	13,682	711	2,268	25	25	1,401
105/ 4	48,089	32,246	12,116	522	2,006	7	23	1,170
105/ 5	56,224	37,994	13,230	456	2,199	6	27	2,312
105/ 6	57,075	38,031	14,473	483	1,948	17	24	2,099
105/ 7	57,328	40,444	13,096	577	1,745	4	21	1,441
105/ 8	64,822	44,716	15,210	615	1,785	49	23	2,424
105/ 9	56,197	37,934	13,739	487	2,005	9	31	1,992
105/ 10	54,252	37,327	13,642	455	1,812	17	19	980
105/ 11	58,227	38,788	15,774	645	1,828	16	15	1,161

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

105年7月以來，由於國際股市走升，主要國家央行持續寬鬆貨幣政策，外資大幅買超台股，推升台股上漲至8月10日之9,200點。嗣後因股價處於高檔，投資人獲利了結賣壓湧現，台股下修至9月14日為8,902點。之後，在蘋果新機銷售較預期佳、美股迭創新高、及國內經濟及出口回溫帶動下，台股升至10月25日之9,386點。隨後，由於市場擔憂美國總統選舉及Fed可能升息，外資連續賣超台股，致台股跌至11月15日之8,931點。復因川普勝選利空出盡，台股隨國際股市反彈回升，加以年底集團與投信法人作帳，台股升至11月30日之9,241點，較6月底上漲6.62%(圖3)。

### 一、大盤股價指數變動

105年7月份股市先跌後升，7月底加權指數較上月底上漲3.67%。此期間主要利多因素包括：1.國際股市走揚；2.外資大幅買超台股；3.台灣PMI及NMI(非製造業採購經理人指數)均呈擴張；4.進入第3季電子業旺季，美國蘋果公司股價上揚，帶動國內蘋概股亦大漲。

105年8月份股市先升後跌，8月底加權指數較上月底上漲0.94%。8月1日至10日股市走高，此期間主要利多因素包括：1.市場預期Fed將延後升息，國際主要股市上漲；

2.外資連續買超台股。8月11日起股價拉回盤整，此期間主要利空因素包括：1.上半年財報公布，上市公司營收及獲利均較104年同期衰退；2.投資人獲利了結，市場賣壓湧現；3.國內爆發兆豐金案。

105年9月份股市大幅震盪，9月底加權指數較上月底上漲1.08%。此期間主要利多因素包括：1.美國Fed延後升息，國際資金持續湧入台股；2.韓國三星Note 7接連發生爆炸意外事故，使蘋果iPhone 7新機銷售超乎預期，激勵台股蘋果相關供應鏈成為買盤追價標的；3.投信法人及集團作帳行情發酵，帶動台股股價上揚。此期間主要利空因素包括：1.市場憂心美國總統選情，致外資反手賣超台股；2.投資人逢高獲利了結；3.德意志銀行爆發財務危機，拖累全球股市下跌。

105年10月份股市先升後跌，10月底加權指數較上月底上漲1.34%。10月1日至25日股市震盪走高，此期間主要利多因素包括：1.蘋果新手機銷售佳，美國科技股指數創新高；2.電子展登場，且適逢電子產業旺季；3.國內經濟持續復甦，景氣燈號續亮綠燈，出口轉正。10月26日起股價下跌，此期間主要利空因素包括：1.國際股市走弱；2.外資賣超台股。

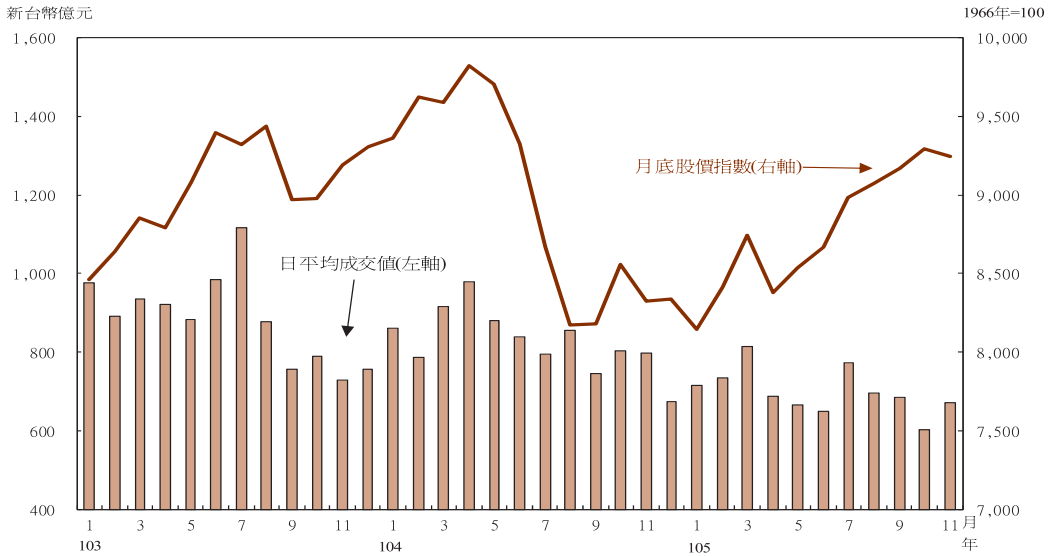
105年11月份股市先跌後升，11月底加權指數較上月底下跌0.53%。11月1日至15日



股市下挫，此期間主要利空因素包括：1.美國總統選前民調波動及川普意外勝選，外資連續賣超台股；2.MSCI調降台股權重。11月16起股市反彈回升，此期間主要利多因素包

括：1.國際股市上漲，美股迭創新高；2.原物料價格續揚；3.年底集團與投信法人作帳行情升溫。

圖3 集中市場價量變動趨勢



## 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動(表7)，105年7月份多數類股上漲。其中觀光類股因逢暑假旺季，民眾旅遊增多，股價上漲7.20%居冠；電器電纜類股受惠市場對電器需求增溫，相關廠商獲利能力大幅改善，股價上漲5.97%；紡織纖維類股由於進入第3季的紡織業旺季，外資機構看好相關廠商營運展望，股價跌深反彈，上漲5.60%；鋼鐵類股則因市場擴展，帶動鋼鐵廠產能提升，股價上漲4.73%。

105年8月份各類股漲跌互見。其中電

器電纜類股續漲6.52%；汽車類股受惠低油價，美國車市穩健成長，中國車市需求暢旺等利多因素，銷售優於預期，致股價上漲5.03%；水泥類股由於旺季漸至，且中國大陸水泥市場持續量增價漲的榮景，股價續漲3.02%。觀光類股則因漲多拉回，股價下跌4.40%最大。

105年9月份多數類股上漲。其中玻璃陶瓷類股上漲11.37%居冠；汽車類股因進入銷售旺季，股價上漲2.35%；生技醫療類股在併購題材及新興市場的醫療需求與日俱增下，股價上漲2.32%；電器電纜類股

續漲2.29%。紡織纖維類股則因下游市場競爭激烈，獲利成長動能萎縮，致股價下跌2.17%。

105年10月份各類股漲跌互見。其中玻璃陶瓷類股因股價漲多拉回，下跌9.24%；電機機械類股由於新台幣走升，以外銷為導向的工具機產業面臨營收及業外匯損壓力，致股價下跌7.16%。油電燃氣類股在國際油價持續走揚下，股價大漲11.27%；塑膠類股

因成本推升，下游產品報價走揚，加以中國大陸基礎建設及印度投資計畫等需求拉動，股價上漲8.51%；電器電纜類股延續漲勢，上漲4.33%；鋼鐵類股亦在鋼價及需求均穩步增溫下，股價續漲3.46%。

105年11月份各類股漲跌互見。其中電器電纜類股受惠銅、鎳等金屬價格上揚，續漲10.59%最多；鋼鐵類股亦續漲9.75%；金融保險類股因預期美國Fed升息後利差擴

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
105年6月底	8666.6	350.9	937.4	108.1	1488.8	222.0	477.1	158.0	31.0	36.1	158.1
105年7月底	8984.4	366.5	975.5	113.0	1515.1	224.4	503.9	159.5	32.8	35.9	155.5
105年8月底	9068.9	370.0	998.1	116.4	1461.0	225.2	503.3	163.7	35.0	35.3	153.4
105年9月底	9166.9	375.5	1001.4	114.1	1447.2	228.8	492.4	166.7	35.8	39.3	152.4
105年10月底	9290.1	380.9	999.7	117.7	1483.1	248.3	481.2	154.7	37.3	35.7	153.5
105年11月底	9240.7	369.7	1062.5	116.9	1377.6	260.3	473.5	148.4	41.3	36.6	160.4
105年7月底 與上月底比%	+3.67	+4.45	+4.06	+4.55	+1.77	+1.08	+5.60	+0.91	+5.97	-0.61	-1.61
105年8月底 與上月底比%	+0.94	+0.97	+2.32	+3.02	-3.57	+0.37	-0.11	+2.65	+6.52	-1.81	-1.40
105年9月底 與上月底比%	+1.08	+1.47	+0.34	-1.98	-0.94	+1.60	-2.17	+1.83	+2.29	+11.37	-0.65
105年10月底 與上月底比%	+1.34	+1.44	-0.17	+3.11	+2.48	+8.51	-2.27	-7.16	+4.33	-9.24	+0.72
105年11月底 與上月底比%	-0.53	-2.94	+6.28	-0.68	-7.12	+4.82	-1.61	-4.12	+10.59	+2.52	+4.50

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
105年6月底	83.3	328.6	230.6	248.0	61.1	113.8	215.3	112.0	93.2	75.6	235.6
105年7月底	87.2	325.2	235.8	239.1	60.5	122.0	222.9	115.7	94.6	77.6	247.3
105年8月底	87.6	330.0	247.7	241.0	59.3	116.6	218.6	118.1	95.4	76.3	247.3
105年9月底	88.2	325.7	253.5	241.5	59.0	116.1	216.5	119.8	94.1	78.1	253.2
105年10月底	91.2	320.8	250.5	235.0	58.4	111.2	208.0	133.3	93.5	75.8	246.1
105年11月底	100.1	306.9	251.4	244.8	60.1	108.8	213.5	135.8	94.0	72.6	238.2
105年7月底 與上月底比%	+4.73	-1.04	+2.27	-3.58	-0.93	+7.20	+3.52	+3.34	+1.51	+2.70	+4.96
105年8月底 與上月底比%	+0.41	+1.48	+5.03	+0.79	-2.10	-4.40	-1.93	+2.03	+0.86	-1.70	-0.02
105年9月底 與上月底比%	+0.63	-1.29	+2.35	+0.22	-0.42	-0.41	-0.97	+1.49	-1.39	+2.32	+2.39
105年10月底 與上月底比%	+3.46	-1.52	-1.16	-2.70	-1.00	-4.25	-3.89	+11.27	-0.66	-2.87	-2.79
105年11月底 與上月底比%	+9.75	-4.32	+0.36	+4.19	+2.88	-2.11	+2.64	+1.83	+0.53	-4.31	-3.23

大，股價上漲6.28%。食品類股由於統一和佳格等廠商獲利大幅衰退，遭到外資連續賣超，致股價下跌7.12%。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，105年7至9月外資連續買超台股，惟買超金額逐月縮減；10、11月因市場預期美國Fed升息，國際資金流出亞洲新興股市，台股也被外資賣超。

投信法人方面，105年7、10及11月出現小幅買超，8、9月則因台股指數處於相對高檔以及因應投資人贖回壓力，促使投信法人逢高減碼台股。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，105年7至9月在調節持股部位及短線獲利了結操作下，自營商連續賣超台股；10、11月因台股處於相對高檔，致自營商出現買超。

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	-351	-566	-455
104年11月	-432	-60	-73	-565
104年12月	-275	-51	46	-280
105年1月	-595	-11	-132	-738
105年2月	506	-17	-99	390
105年3月	1,601	-69	-182	1,350
105年4月	158	-54	-50	54
105年5月	-739	18	129	-592
105年6月	821	-23	-201	597
105年7月	1,677	1	-94	1,584
105年8月	710	-58	-128	524
105年9月	25	-4	-174	-153
105年10月	-19	3	25	9
105年11月	-962	15	90	-857

#### 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 105年8月2日，金管會宣布放寬保險業投資風險係數，以提振台股量能，引導保險業資金投資台股及ETF(指數股票型基金)。
- (二) 105年9月1日，行政院會通過金管會提報的兩岸金融開放措施，包括(1)大陸地區投資人可來台投資基金及外幣債券，無居留證者，每人每次限額100萬美元；(2)在台陸資企業，也可投資基金及外幣債券，比照境內投資人，沒有額度限制；(3)新增QDII可投資興櫃股票，與上市櫃股票投資合計可用共5億美元額度。
- (三) 105年10月3日，為鼓勵證券業者及從業人員積極提升市場成交量，吸引投資人參與交易，證交所推動「證券商獎勵措施」。實施期間自105年第4季至106年第2季，證券商各營業據點之集中市場季度日平均成交金額達一定標準時，根據各證券商營業據點當季成交值較去年同期成長比率大於整體市場平均成長比率取前十名，以其成長比率乘上其當季總成交金額，作為獎勵金。
- (四) 105年10月19日，櫃買中心自即日起開放證券商得於營業處所與專業機構投資人及高淨值投資法人，從事外幣結構型債券之買賣。
- (五) 105年11月21日，金管會新增23檔上市櫃現股當沖股票至1,428檔。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

105年第3季（7至9月）新台幣對美元匯率最低為7月6日之32.407元，最高為8月10日之31.225元，差距為1.182元。季底新台幣對美元匯率為31.366元，較第2季底升值2.9%，對人民幣、歐元與日圓亦分別升值3.3%、2.3%與1.1%；惟對韓元貶值1.6%。

本季（105年第4季）底與上季（105年第3季）底比較，除新台幣對美元貶值外，對日圓、韓元、歐元與人民幣皆升值（圖4），致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）升值2.9%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：10月因美國經濟數據穩健，加上部分聯準會(Fed)官員支持升息的言論，市場預期Fed於12月升息機率提高，國際美元升值；隨後因美國大選不確定性致市場避險情緒升溫，國際美元偏弱，新台幣對美元升值。11月美國總統大選由川普勝選，市場預期川普擴大財政支出及要求美國企業回流，促使美元進一步走強，加上外資出售台股匯出，新台幣對美元貶值。12月初，國際美元盤整，外資轉為匯入買進台股，新台幣對美元呈區間波動；中旬以後因美國升息，新台幣隨著亞洲新興市場貨幣

對美元貶值而走貶。本季底新台幣對美元匯率為32.279元，較上季底貶值2.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值0.2%。

新台幣對歐元匯率：10月上旬受歐元區與美國貨幣政策分歧影響，歐元偏弱；下旬，歐元區經濟表現平穩，歐元升值。11月起，由於義大利修憲公投失敗及ECB決議延長寬鬆貨幣政策，歐元貶值，新台幣對歐元呈升值趨勢。12月下旬因歐元區經濟數據符合預期，歐元表現平穩，新台幣受外資匯出影響偏弱，對歐元走貶。本季底新台幣對歐元匯率為33.9172元，較上季底升值3.4%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值3.3%。

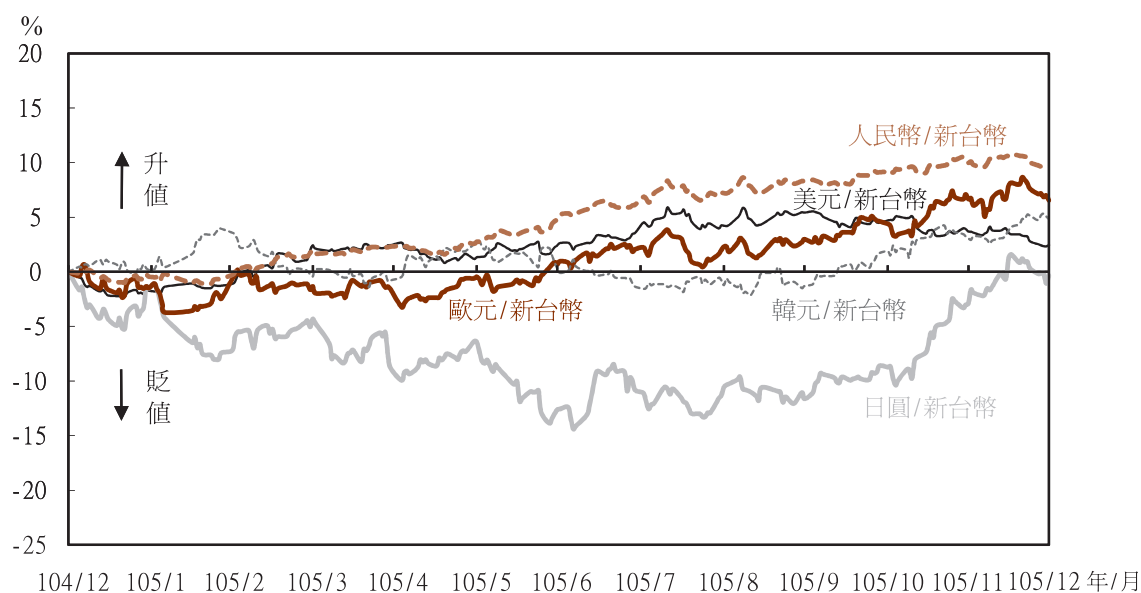
新台幣對日圓匯率：10月因市場預期日本央行可能進一步寬鬆貨幣政策，新台幣對日圓升值。11月起，受日本央行實施按固定利率無限量收購日本公債，擴大美日兩國利差影響，日圓匯率貶勢擴大，新台幣對日圓大幅走升。12月下旬因日本央行持續寬鬆貨幣政策不變，並上修經濟展望，新台幣對日圓轉呈貶值。本季底新台幣對日圓匯率為0.2757元，較上季底升值12.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值6.6%。

新台幣對人民幣匯率：10月因中國大陸

資金外流，人民幣匯率偏弱。11月起，因川普勝選，市場預期中美貿易摩擦可能升溫，以及國際美元續強，加大中國大陸資金外流，新台幣對人民幣大致呈升值趨勢。12月下旬受中國大陸國家外匯管理局加強跨境資金管理影響，人民幣走貶態勢趨緩，新台幣對人民幣轉呈貶值。本季底新台幣對人民幣匯率為4.6448元，較上季底升值1.2%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值2.3%。

新台幣對韓元匯率：10月因南韓出口衰退及經濟成長減緩，加上政治動盪，韓元貶值。12月初，國際美元盤整，外資重回新興市場，且11月出口轉為正成長，韓元跌深反彈，新台幣對韓元轉而走貶。隨後，南韓央行決議利率不變，並下修明年經濟成長預估，新台幣對韓元走升，本季底新台幣對韓元匯率為0.02682元，較上季底升值6.2%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值3.3%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與104/12/31比較)



## 二、外匯市場交易

105年8月至10月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為17,482.0億美元，較上期（105年5月至7月，以下同）減少2.7%，日平均交易淨額為282.0億美元。其中，OBU外匯交易淨額為1,808.5億美元，較上期減少10.3%，占外匯市場交易比重10.3%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易

量為8,823.9億美元，較上期增加0.9%；即期交易居次，交易量為6,546.0億美元，較上期減少7.2%；占外匯市場交易比重分別為50.5%及37.4%。遠匯交易居第三，交易量為1,167.0億美元，占外匯市場交易比重為6.7%，較上期增加4.1%。匯率選擇權居第四，交易量為775.0億美元，占外匯市場交易比重為4.4%，較上期減少11.4%(表9及圖5)。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)<sup>1</sup>

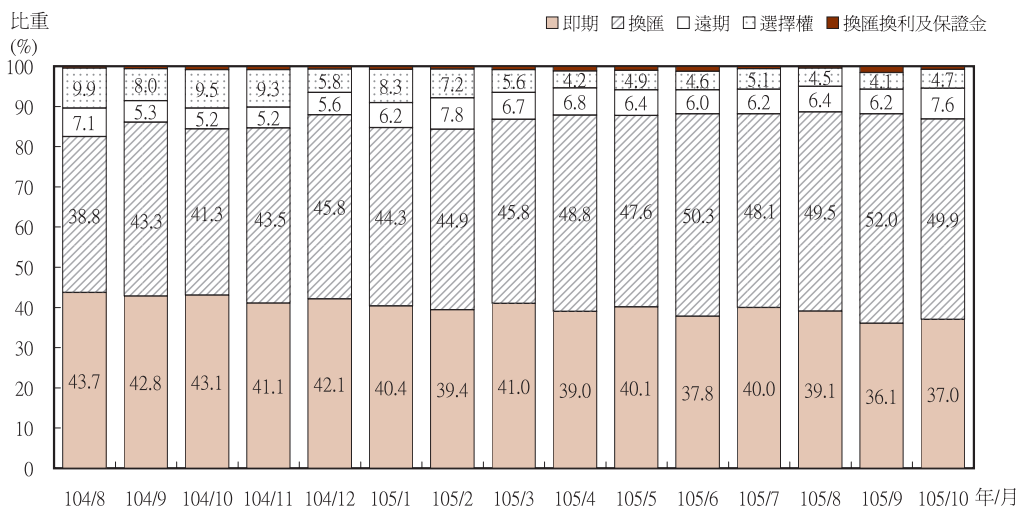
單位：百萬美元

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
104 / 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
2	185,894	211,908	71,850	36,920	3,258	1,582	2,101	33,347	471,751	74,504	31,450
3	263,344	293,625	102,451	42,930	4,911	1,559	4,430	35,845	641,733	80,630	27,901
4	221,651	277,728	94,369	38,535	3,351	1,364	5,510	23,854	568,642	65,088	29,929
5	239,048	284,247	86,003	38,318	2,677	1,359	4,533	29,479	596,984	67,348	28,428
6	228,408	304,309	93,641	36,575	2,312	1,355	6,369	27,667	604,682	67,513	28,794
7	237,575	286,304	93,749	37,170	2,472	1,447	2,241	30,329	595,066	66,679	29,753
8	243,024	308,104	92,483	39,897	3,263	1,135	1,727	27,726	621,613	64,502	27,027
9	206,946	298,320	89,759	34,990	2,269	1,296	8,279	23,686	573,516	60,132	30,185
10	204,631	275,963	96,524	41,789	2,498	1,117	3,488	26,082	553,069	56,212	27,653

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。

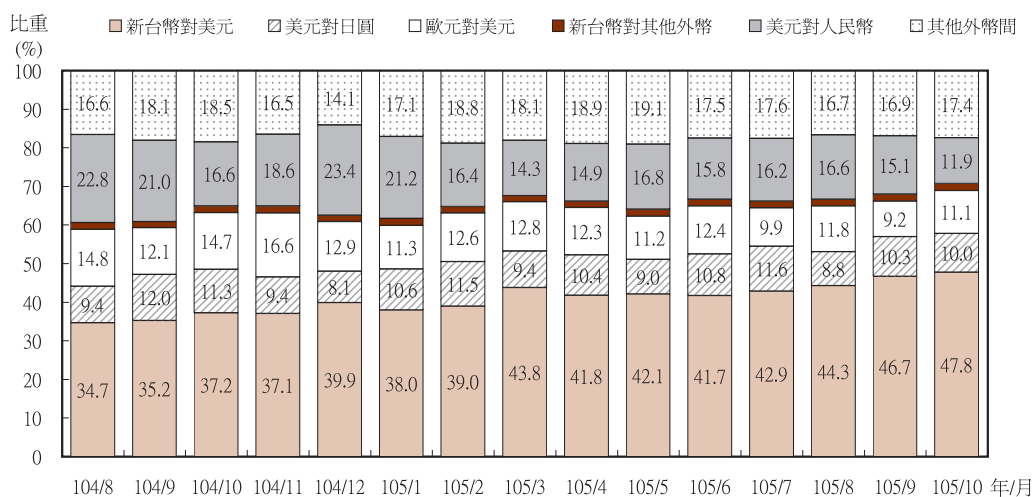
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，105年8月至10月的交易比重為46.2%，較上期增加4.0個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.8%；外幣間的交易比重為52.0%，其中美元對人民幣交易比重

為14.6%，較上期減少1.7個百分點；歐元對美元交易比重為10.7%，較上期減少0.5個百分點；美元對日圓交易比重為9.7%，較上期減少0.8個百分點；其他外幣間的交易比重為17.0%，較上期減少1.1個百分點(圖6)。

圖6 外匯交易-按幣別

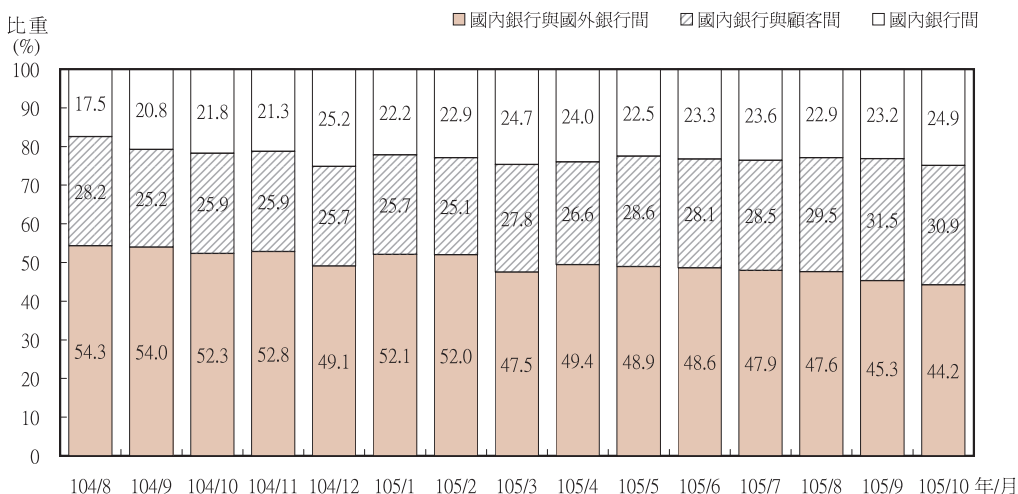




按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，105年8月至10月交易比重為45.8%，較上期減少2.7個百分點；國內銀

行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別為30.6%及23.6%，分別較上期增加2.2個百分點及0.5個百分點(圖7)。

圖7 外匯交易-按交易對象別



### 三、銀行間換匯及外幣拆款交易

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

新台幣與外幣換匯交易方面(表9)，105年8月換匯交易量為924.8億美元，較上月減少1.4%，係因美國就業與經濟持續好轉，市場雖預期Fed可能升息，惟升息時點不確定，致銀行間長天期美元資金提供減少。9月交易量為897.6億美元，較上月減少3.0%，主因月初受美國升息時點不確定，銀行間換匯操作趨於保守，月中過後，美國決議暫緩升息、日本央行未擴大貨幣寬鬆政

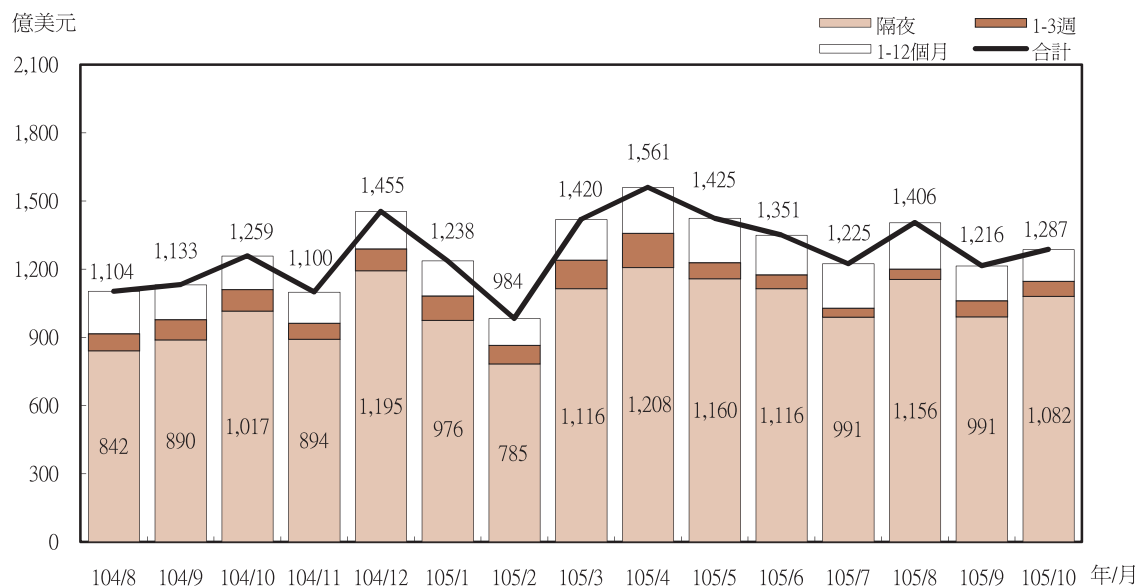
策，美元走弱，需求減緩；此外因中秋連假及颱風停班，營業日數減少，整體交易量因而降低。10月交易量為965.2億美元，較上月增加7.5%，主因美國經濟表現亮眼，部分FOMC委員主張升息，市場對Fed升息預期升溫，國際美元走強，銀行間換匯交易量因市場對美元需求增加而增加。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，105年8月外幣拆款交易量為1,406.4億美元，較上月增加14.8%，係因美國就業改善，經濟溫和成長，升息可能性增強，銀行減少長天期外幣資金拆出，提高短天期外幣拆款交易以支應資金之需求，交易量因周轉率上升而增加。9月交易量為1,215.7億美元，較上

月減少13.6%，主因美國升息時點不確定影響銀行業外幣資金拆借趨於保守，加上連假及颱風停班致營業日數減少，致整體交易量下降。10月交易量为1,287.2億美元，較上月

增加5.9%，主因市場預期美國年底升息機率提高，銀行對長天期拆出交易轉趨保守，但增加隔夜拆款，致拆款交易量增加。

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

105年8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為237.3億美元，較上期減少14.0%。其中，以外幣利率期貨121.2億美元

最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的51.1%，較上期增加1.5個百分點；外幣換利交易居次為97.1億美元，所占比重為40.9%，較上期減少0.1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	股價交換 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
104 / 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
2	2,072	0	175	4,155	129	4	170	6,705
3	2,309	0	255	3,883	266	8	171	6,892
4	3,317	0	796	4,522	307	6	87	9,035
5	4,384	0	335	3,673	246	14	57	8,710
6	3,559	0	940	5,950	271	22	58	10,801
7	3,366	0	293	4,059	287	24	53	8,082
8	4,436	0	315	5,448	313	11	43	10,567
9	1,835	0	161	4,265	343	19	18	6,641
10	3,440	0	432	2,403	223	13	12	6,522

## 五、外匯自由化與外匯管理

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

為利財產保險業者拓展業務及掌握商機，並因應其實際業務所需，爰修正「保險

業辦理外匯業務管理辦法」，並自106年1月1日生效。修正要點如下：

- (一)簡化保險業申辦外匯業務之應檢附書件。
- (二)明定外幣財產保險相關款項得以新台幣收付之例外情形及其結匯事宜。

# 國際經濟金融情勢（民國105年第3季）

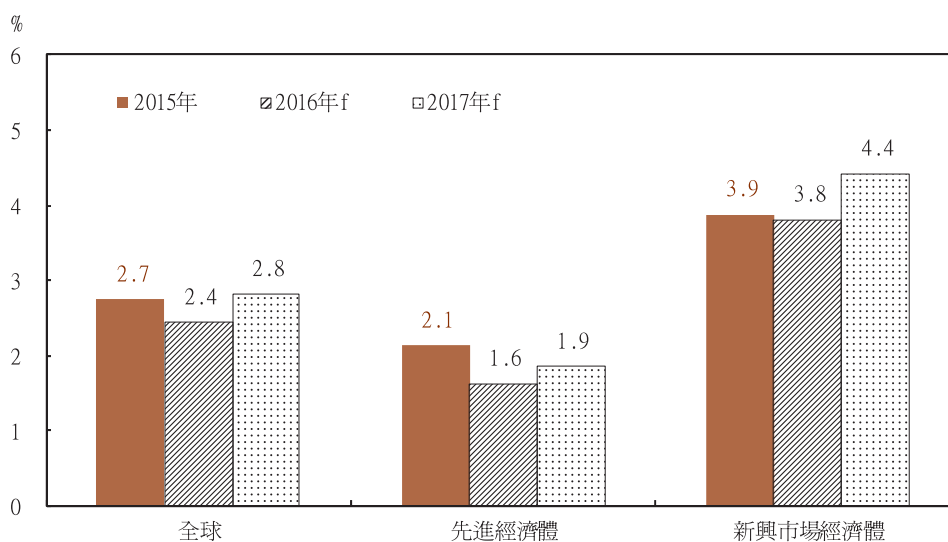
## 壹、概述

### 一、2016年全球經濟成長不如2015年，惟2017年可望優於2016年

2016年第3季先進經濟體經濟成長力道略增，其中美國復甦動能轉強，歐元區成長步調平穩，惟日本景氣仍緩；新興市場經濟體則持續穩步成長，其中大宗商品生產國經濟逐漸改善，惟中國大陸則維持平緩。由於先進經濟體復甦力道不足，2016年全球經濟

成長將低於2015年。展望2017年，由於主要經濟體採積極財政措施激勵景氣，加以油價等國際原物料價格回升，有利新興市場經濟體，全球經濟成長可望優於2016年。IHS Global Insight預測2016年全球經濟成長率為2.4%，低於2015年之2.7%，2017年則升至2.8%(圖1、表1)。

圖1 全球經濟成長率



資料來源：IHS Global Insight(2016/12/15)

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2015	2016		2017	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	3.2 (2.7)	3.1	2.4	3.4	2.8
先進經濟體	2.1 (2.1)	1.6	1.6	1.8	1.9
OECD國家	2.1 (2.2)	1.7	1.6	2.0	1.9
美國	2.6	1.6	1.6	2.2	2.3
日本	1.2	0.5	1.0	0.6	1.0
德國	1.7	1.7	1.8	1.4	1.9
英國	2.2	1.8	2.1	1.1	1.3
歐元區	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4
台灣	0.72	1.0	1.2	1.7	1.7
香港	2.4	1.4	1.5	1.9	1.8
新加坡	2.0	1.7	1.5	2.2	1.5
南韓	2.6	2.7	2.8	3.0	2.7
東協五國	4.8	4.8	—	5.1	—
泰國	2.8	3.2	3.1	3.3	3.0
馬來西亞	5.0	4.3	4.1	4.6	4.0
菲律賓	5.9	6.4	6.8	6.7	6.3
印尼	4.8	4.9	5.0	5.3	5.1
越南	6.7	6.1	6.0	6.2	6.3
中國大陸	6.9	6.6	6.7	6.2	6.4
印度	6.9	7.6	6.9	7.6	7.4
新興市場暨開發中經濟體	4.0	4.2	—	4.6	—

註：1. 2015年為實際值，其餘為預測值。

2. 2015年經濟成長率，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年及2017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。

3. IMF與IHS Global Insight 計算全球經濟成長預測值方式不同，IMF以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的2011年調查版本之PPP計價之GDP計算全球各經濟體權重，IHS Global Insight則以美元計價之名目GDP計算權重。

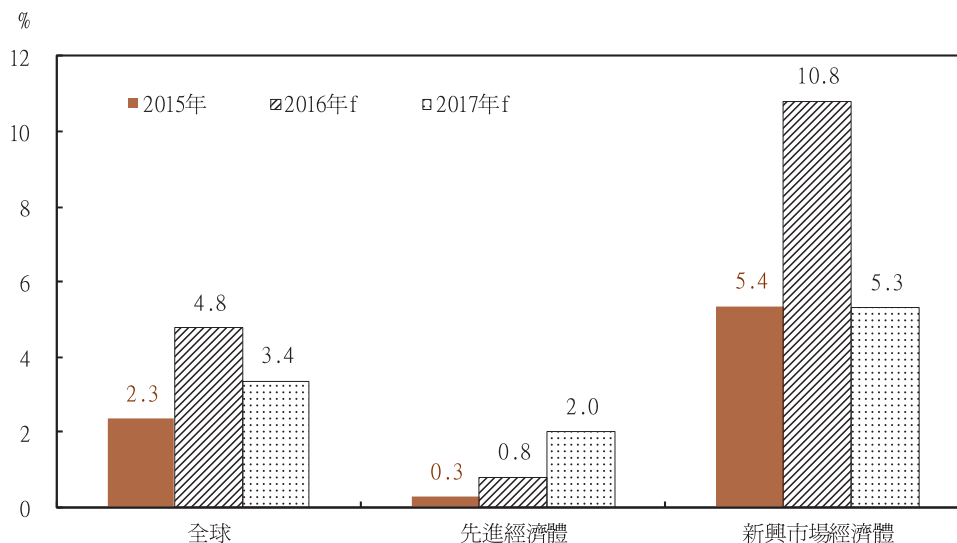
資料來源：IMF World Economic Outlook, October 2016、OECD's Economic Outlook, November 2016、IHS Global Insight World Overview, December 2016

## 二、2016年全球通膨回溫，預期2017年下滑

近期OPEC產油國達成限產協議，非OPEC產油國亦同意配合減產，油價大幅回升，加以大宗商品價格持續上揚，2016年

全球通膨高於2015年。惟OPEC限產幅度不大，且能否落實仍待觀察，預期2017年油價漲幅溫和，全球通膨放緩。IHS Global Insight預測2016年全球通膨率由2015年之2.3%升至4.8%，2017年則降至3.4%(圖2)。

圖2 全球通膨率



資料來源：IHS Global Insight(2016/12/15)

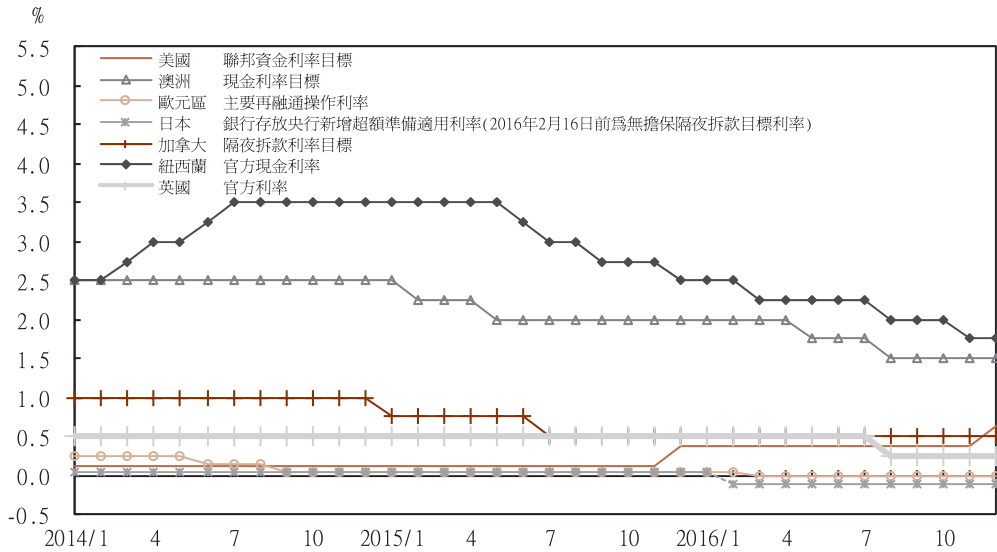
### 三、歐元區及日本續採寬鬆貨幣，美國則升息0.25個百分點

主要先進經濟體多採寬鬆貨幣政策，2016年12月歐洲央行(ECB)將購債計畫期間延長9個月至2017年底，惟自2017年4月起縮減每月購債金額200億歐元至600億歐元；日本央行則續維持寬鬆貨幣；惟美國因就

業成長續強且通膨升溫，聯準會(Fed)將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點至0.5%~0.75%(圖3)。另紐西蘭央行為激勵景氣，於11月調降政策利率1碼(圖3)。

亞洲多數經濟體則維持政策利率不變，僅印度及印尼欲刺激經濟成長，分別於10月調降政策利率0.25個百分點(圖4)。

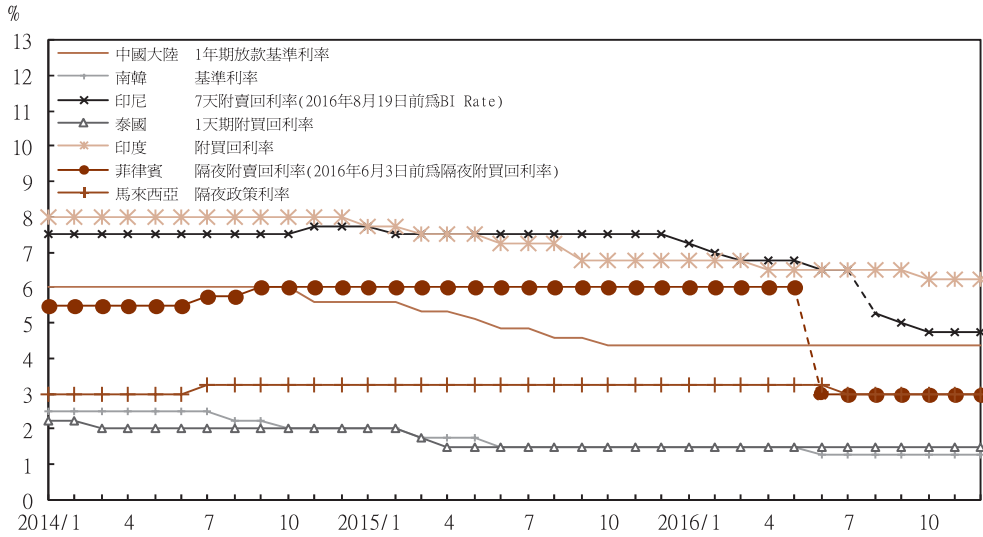
圖3 先進經濟體政策利率



註：美國及日本(2016年2月16日前)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4 亞洲新興經濟體之政策利率



註：1. 菲律賓自2016年6月3日啟用利率走廊(interest-rate corridor, IRC)架構，以隔夜附賣回利率為政策利率。

2. 印尼自2016年8月19日啟用利率走廊架構，基準利率由BI Rate 改為7天期附賣回利率。

資料來源：各經濟體官網

## 貳、美國經濟持續復甦，通膨緩升，Fed升息1碼

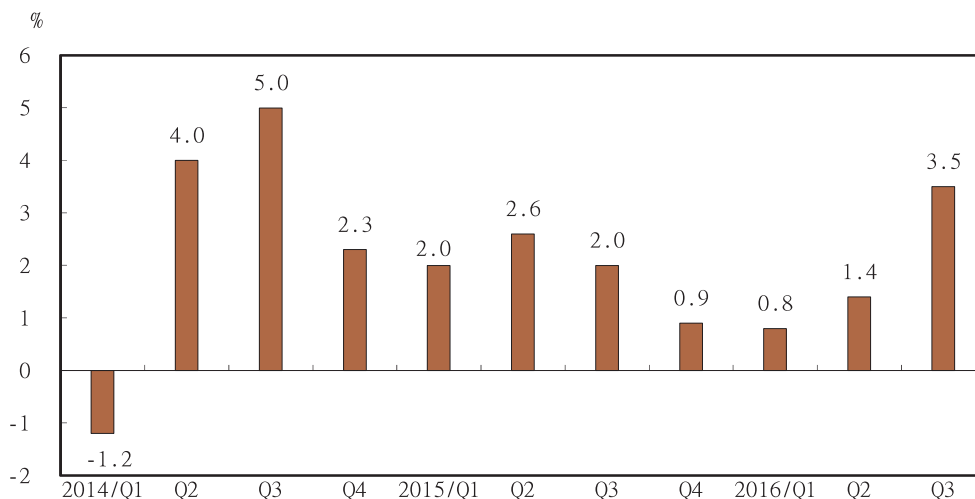
### 一、經濟成長力道可望增強

2016年第3季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之1.4%大幅升至3.5%(圖5)，主因企業回補庫存，以及輸出大幅成長。因外需疲弱情形改善，第3季出、進口年增率分別由上季之-6.1%及-4.7%升至-0.3%及-2.2%；10月轉正，分別為0.3%及0.4%。

由於就業市場穩健，民間消費持續成

長，減緩企業投資疲軟之負面影響，2017年經濟可望溫和擴張，惟美元走強對產業造成衝擊，以及川普新政存在不確定性，對景氣之影響仍待觀察。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為1.6%，低於2015年之2.6%，2017年則回升至2.3%；Fed對2016年及2017年之預測數分別為1.8%~1.9%及1.9%~2.3%。

圖5 美國經濟成長率



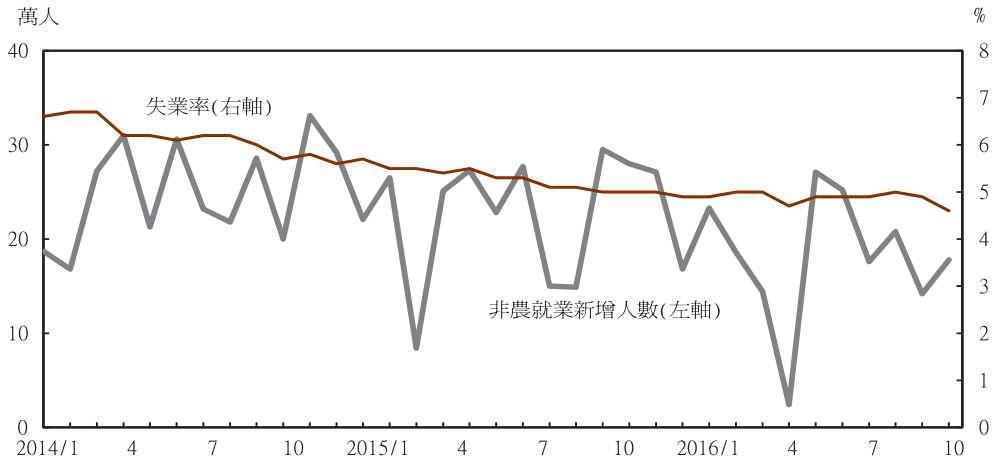
資料來源：Bureau of Economic Analysis

勞動市場持續改善，2016年11月非農就業新增人數由10月之14.2萬人升至17.8萬

人，失業率由4.9%降至4.6%，係近9年來最低(圖6)。



圖6 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics

## 二、通膨溫和

2016年11月消費者物價指數(CPI)年增率由10月之1.6%略升至1.7%(表2)，主因醫療及住房成本上升所致；扣除能源與食品

之核心CPI年增率為2.1%，與上月持平。

IHS Global Insight預測2016年CPI年增率為1.3%，高於2015年之0.1%，2017年則升至2.5%。

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	1.7	7.4	1.9	1.8	1.5	1.4	-689,469
2014	2.4	6.2	2.9	1.8	1.6	1.6	-735,193
2015	2.6	5.3	0.3	1.8	0.1	-0.9	-745,660
2015/11		5.0	-2.1	2.0	0.5	-1.3	-61,075
12	0.9	5.0	-2.3	2.1	0.7	-1.1	-61,858
2016/1		4.9	-1.4	2.2	1.4	-0.1	-62,592
2		4.9	-1.4	2.3	1.0	0.1	-63,987
3	0.8	5.0	-2.0	2.2	0.9	-0.1	-55,975
4		5.0	-1.4	2.1	1.1	0.2	-57,422
5		4.7	-1.3	2.2	1.0	0.0	-61,024
6	1.4	4.9	-0.6	2.2	1.0	0.3	-64,302
7		4.9	-0.9	2.2	0.8	0.0	-58,755
8		4.9	-1.1	2.3	1.1	0.0	-59,015
9	3.5	5.0	-1.0	2.2	1.5	0.7	-55,979
10		4.9	-0.8	2.1	1.6	0.9	-61,890
11		4.6	-0.6	2.1	1.7	1.2	

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

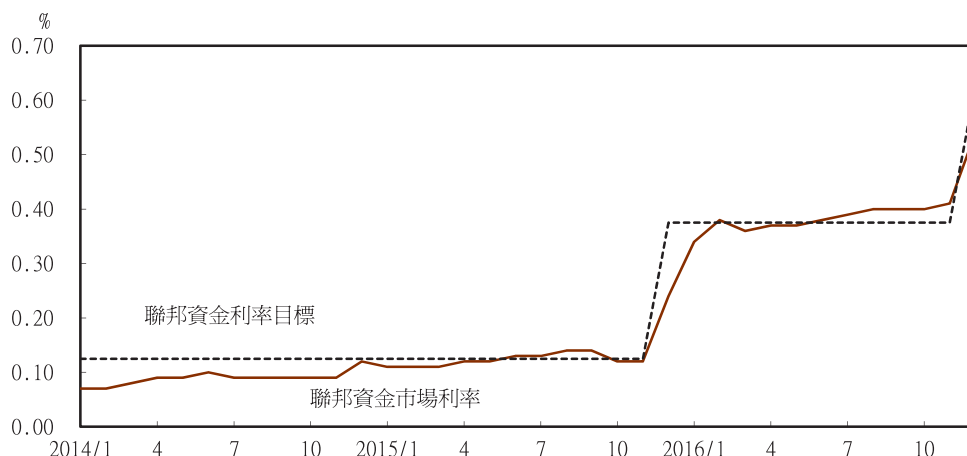
### 三、Fed升息0.25個百分點，惟仍將維持寬鬆貨幣政策

2016年12月14日，聯邦公開市場委員會(FOMC)會議聲明指出，就業市場成長力道持續增強，自年中以來經濟活動溫和擴張，且通膨已見提升，預期中期將升至2%目標。鑑於就業市場與通膨之現況及展望，FOMC決議將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點至0.5~0.75%(圖7)，惟貨幣政策

仍將維持寬鬆。

FOMC對2017年聯邦資金利率預測中位數上調至1.375%，市場因而預期2017年可能升息3次；利率預測上調主要係考慮未來財政政策對經濟的影響，惟財政政策僅為影響經濟前景及貨幣政策的諸多因素之一，聯邦資金利率之實際調整路徑將視未來經濟展望而定。

圖7 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、歐元區經濟持穩，通膨回溫，ECB延長購債計畫期間

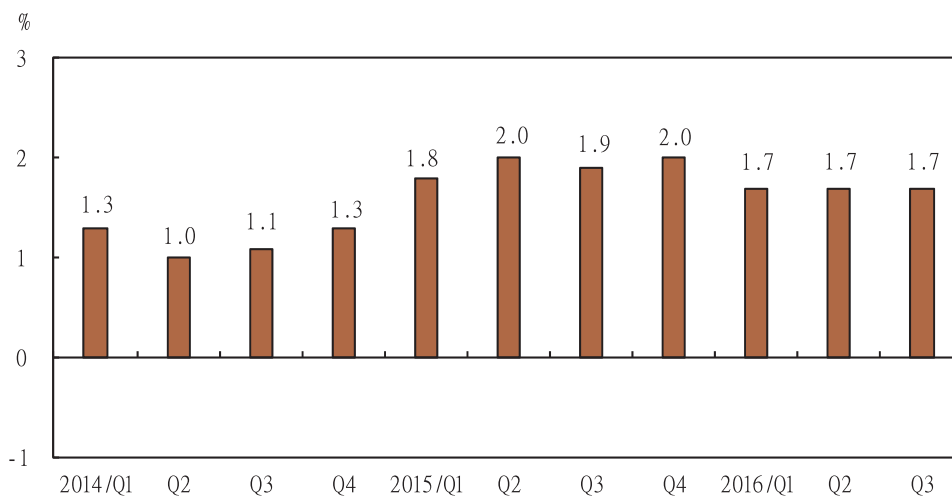
### 一、經濟復甦步調緩慢

2016年第3季，歐元區經濟成長率為1.7%，連續3季持平(圖8)，寬鬆貨幣政策及弱勢歐元持續支撐歐元區經濟成長。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為1.7%，低於2015年之2.0%，惟2017年因法國及德國將舉辦大選，政治風險升溫，降為

1.4%。

德國第3季經濟成長率持平於1.7%，主要係消費成長抵銷資本支出停滯及出口下滑之負面影響。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為1.8%，略高於2015年之1.7%，2017年可望在家庭支出持續成長帶動下，略升為1.9%。

圖8 歐元區經濟成長率

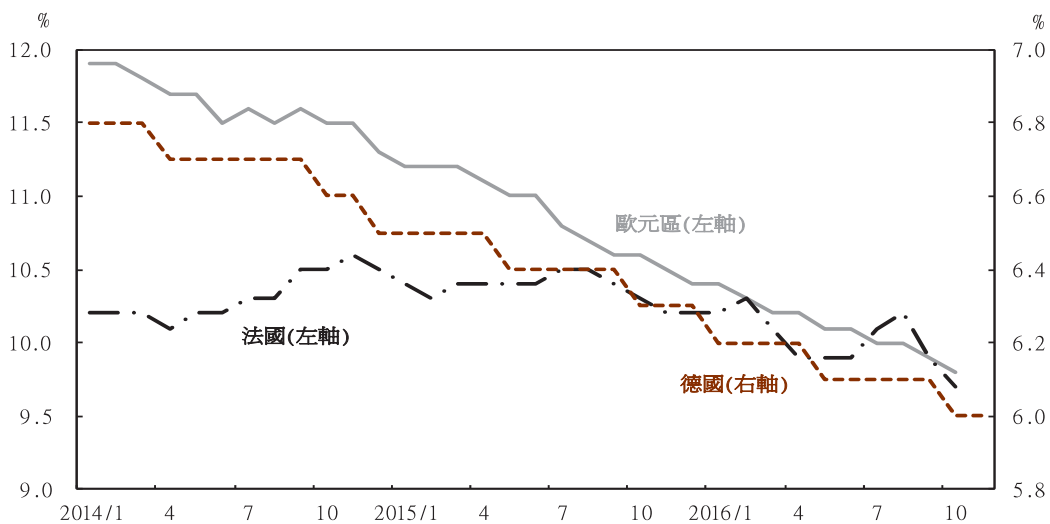


資料來源：Eurostat

2016年10月歐元區失業率由9月之9.9%略降為9.8%(圖9、表3)，係2011年5月以來新低，顯示勞動市場穩定改善。德國11月失

業率為6.0%，係1992年1月以來最低；法國10月失業率為9.7%，亦為2012年9月以來新低。

圖9 歐元區失業率



資料來源：Thomson Reuters Datastream、Eurostat

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	0.9	-3.0	152,057	1.0	1.4
2014	1.2	11.6	0.9	2.2	0.7	182,017	3.8	0.4
2015	2.0	10.9	2.0	5.3	2.6	238,636	4.7	0.0
2015/11		10.5	2.2	6.2	4.9	22,872	4.9	0.1
12	2.0	10.4	0.4	4.0	4.1	24,326	4.7	0.2
2016/1		10.4	3.5	-2.1	-0.9	4,899	5.1	0.3
2		10.3	0.6	1.4	2.0	18,627	5.0	-0.2
3	1.7	10.2	-0.1	-1.9	-8.1	28,805	5.2	0.0
4		10.2	2.1	-0.7	-5.4	27,427	4.8	-0.2
5		10.1	0.4	2.2	-1.8	24,132	4.9	-0.1
6	1.7	10.1	0.8	-1.5	-4.7	29,764	5.1	0.1
7		10.0	-0.4	-9.5	-8.3	25,497	5.1	0.2
8		10.0	2.4	8.4	3.8	18,103	5.1	0.2
9	1.7	9.9	1.3	2.1	-2.7	26,490	5.1	0.4
10		9.8	0.6	-4.6	-3.3	20,090	4.4	0.5
11							4.8	0.6

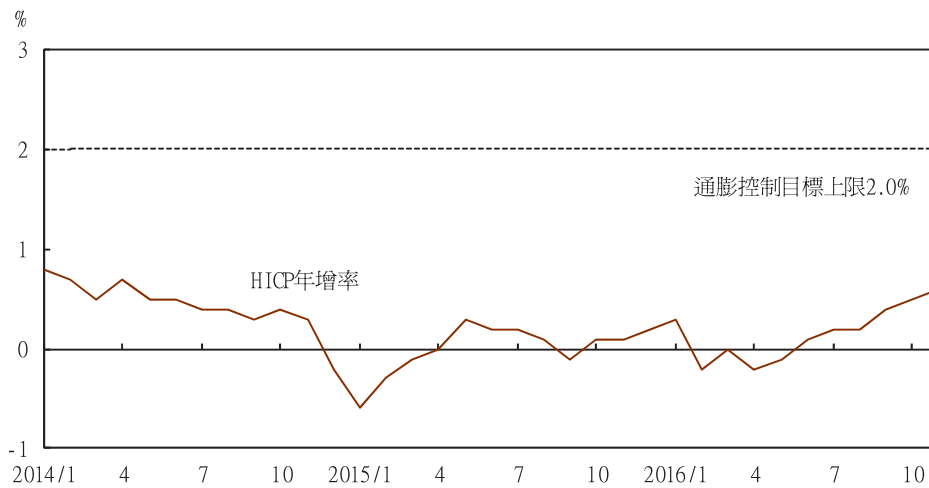
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨逐步回溫

2016年11月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率初估值為0.6%，連續6個月為正，且逐月上升(圖10、表3)；扣除能源及

未加工食品之核心HICP年增率則為0.8%，略高於10月之0.7%。IHS Global Insight預測2016年通膨率為0.3%，高於2015年之0.0%，2017年則因預期油價續漲將升至1.5%。

圖10 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延長購債計畫期間

2016年12月8日ECB決議維持政策利率不變(表4、圖11)，並將原訂實施至2017年3月底之購債計畫延長9個月至12月底，惟自2017年4月起每月購債金額由800億歐元降至

600億歐元。ECB表示未來將視整體經濟金融環境及通膨走勢，決定是否延長購債期間或擴大購債規模，直至通膨穩定邁向2%之目標。

表4 ECB各項利率

(2016年3月16日起實施)

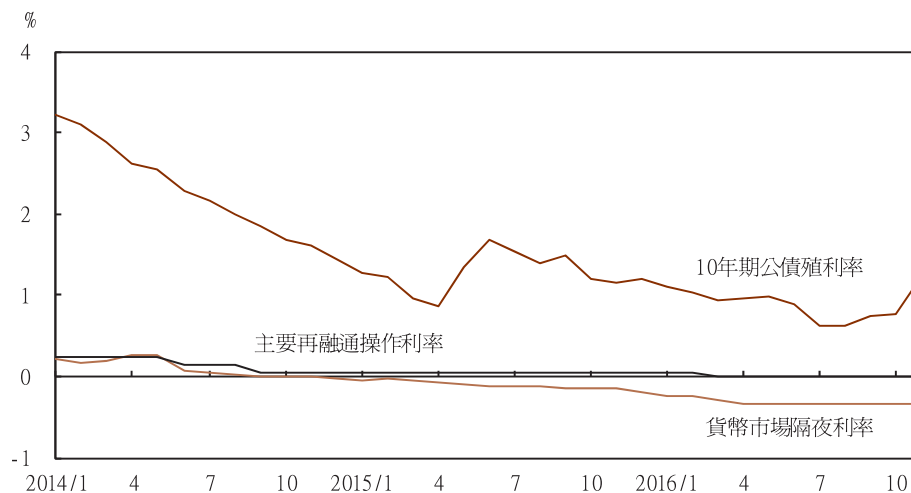
名稱	%
主要再融通操作利率 (政策利率)	0.00
存款利率	-0.40
邊際放款利率	0.25

註：存款利率係銀行存放於ECB之隔夜存款利率。

邊際放款利率係ECB提供銀行之隔夜放款利率。

資料來源：ECB

圖11 歐元區官方及長短期市場利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 肆、日本景氣仍緩，通縮風險下降，央行維持寬鬆貨幣政策

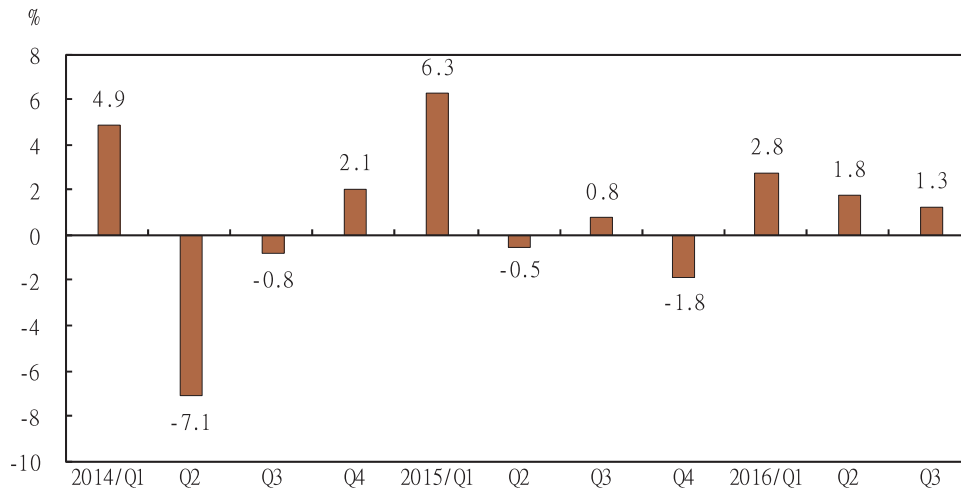
### 一、財政激勵措施可望支撐景氣溫和復甦

2016年第3季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由上季之1.8%降至1.3%(圖12)<sup>1</sup>，主因企業投資減少及庫存下降所致。雖然勞工薪資並未顯著增加，民間消費依舊

疲弱(圖13)，惟政府推出之28.1兆日圓經濟對策將逐步實施，2017年經濟可望溫和復甦。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為1.0%，低於2015年的1.2%，2017年亦為1.0%。

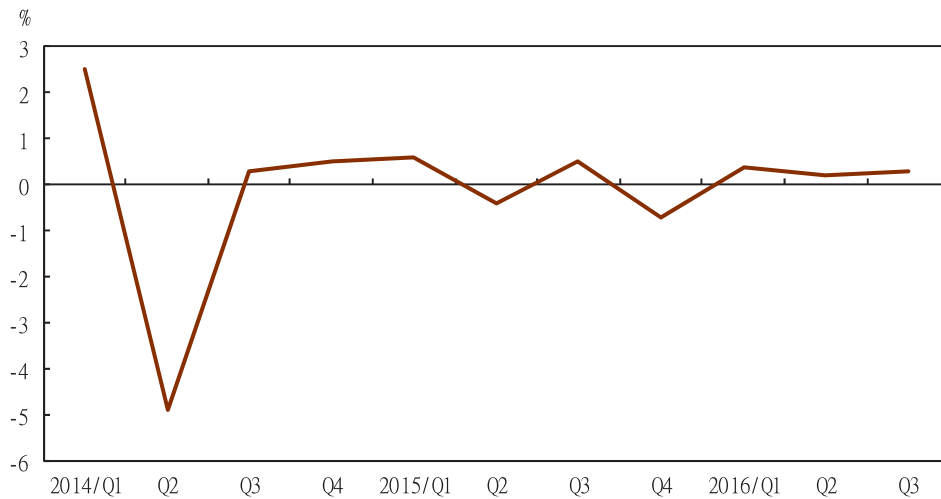
<sup>1</sup> 日本政府於2016年12月8日宣布採用新基準年計算國內生產毛額(GDP)，並依聯合國新的國民所得統計規範(2008SNA)，首次將企業之研發經費列入GDP之資本支出，且追溯至1994年。2015年日本GDP年增率則由0.6%大幅上修至1.2%。

圖12 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

圖13 日本民間消費(季增率)



資料來源：日本內閣府

對外貿易方面，2016年11月以日圓計價之出口年增率自10月之-10.3%升為-0.4%，進口年增率自-16.5%升至-8.8%，貿易出超則由4,960億日圓減為1,508億日圓(表5)；11月以美元計價之出口年增率由10月之3.8%升

至12.9%，進口年增率由-3.4%升至3.3%，貿易出超則由47.8億美元降至14.1億美元。

2016年11月因政府擴大公共投資，致建設、物流業之勞動需求上升，失業率為3.1%，維持於近年之低檔。

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	2.0	4.0	-0.8	0.4	0.4	1.3	9.5	14.9	-114,684
2014	0.3	3.6	2.1	2.7	2.6	3.1	4.8	5.7	-128,161
2015	1.2	3.4	-1.2	0.8	0.5	-2.3	3.4	-8.7	-27,916
2015/11		3.3	1.4	0.3	0.1	-3.7	-3.4	-10.2	-3,875
12	-1.8	3.3	-2.1	0.2	0.1	-3.6	-8.0	-18.0	1,389
2016/ 1		3.2	-4.2	-0.1	-0.1	-3.3	-12.9	-17.8	-6,477
2		3.3	-1.2	0.2	0.0	-3.5	-4.0	-14.2	2,399
3	2.8	3.2	0.2	0.0	-0.3	-3.9	-6.8	-14.9	7,491
4		3.2	-3.3	-0.3	-0.4	-4.3	-10.1	-23.3	8,207
5		3.2	-0.5	-0.5	-0.4	-4.4	-11.3	-13.7	-429
6	1.8	3.1	-1.5	-0.4	-0.4	-4.3	-7.4	-18.7	6,907
7		3.0	-4.2	-0.4	-0.5	-4.0	-14.0	-24.6	5,104
8		3.1	4.5	-0.5	-0.5	-3.6	-9.6	-17.2	-229
9	1.3	3.0	1.5	-0.5	-0.5	-3.2	-6.9	-16.2	4,932
10		3.0	-1.4	0.1	-0.4	-2.7	-10.3	-16.5	4,960
11		3.1	4.6	0.5	-0.4	-2.2	-0.4	-8.8	1,508

資料來源：日本內閣府、Thomson Reuters Datastream

## 二、通縮風險下降

2016年11月CPI年增率為0.5%，高於10月之0.1%(表5)，主因天候不佳，蔬果價格攀升；剔除生鮮食品之核心CPI年增率為-0.4%，與10月持平，主因電費及油價下跌。11月企業物價指數年增率由10月之-2.7%升至-2.2%(表5)。因公共事業費用與部分服務價格漲幅續緩，加以房租跌幅擴大，日本央行分別下調2016年度及2017年度核心CPI年增率預測值至-0.1%及1.5%。惟IHS Global Insight預測2016年CPI年增率由

2015年之0.8%降至-0.1%，2017年則回升為1.1%，顯示通縮風險下降。

## 三、日本央行維持寬鬆貨幣政策不變

2016年12月20日日本央行貨幣政策會議決議維持寬鬆貨幣政策不變，短期政策利率(銀行存放央行新增超額準備適用利率)維持在-0.1%；另為促使長期利率目標值—10年期公債殖利率維持於0%左右，仍維持每年增購80兆日圓長期公債計畫不變。



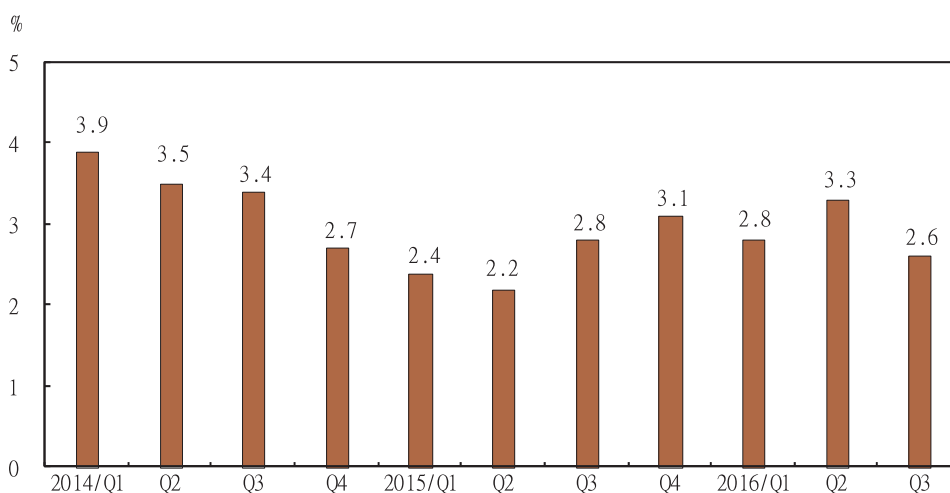
## 伍、南韓景氣略緩，通膨回溫，政策利率維持不變

### 一、財政激勵方案可望提升經濟成長動能

2016年第3季，南韓經濟成長率由第2季之3.3%降至2.6%(圖14)，係2015年第3季以

來最小增幅，主因造船業重整引發失業潮，拖累民間消費，加以汽車業罷工及造船業重整致設備投資疲弱所致。

圖14 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

受總統朴槿惠政治事件延燒影響，11月消費者信心跌至近8年新低，加以10月製造業採購經理人指數(PMI)亦跌至14個月來次低，製造業景氣恐持續低迷，惟10月政府再推出規模10.1兆韓元(約90.0億美元)之追加公共支出方案，可望支撐未來經濟成長動能。IHS Global Insight預測2016年經濟成長

率為2.8%，高於2015年之2.6%，2017年則為2.7%。

勞動市場方面，造船業重整不利製造業部門之就業，惟批發、零售及營建業部門就業改善，11月失業率由10月之3.4%降至3.1%(表6)，為2016年以來最低。

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
2015/12	3.1	3.2	-2.1	1.3	2.4	-4.0	-14.3	-19.2	6,918
2016/ 1		3.7	-2.2	0.6	1.6	-3.3	-19.6	-20.2	4,930
2		4.9	2.3	1.1	1.7	-3.4	-13.4	-14.3	6,784
3	2.8	4.3	-0.5	0.8	1.7	-3.3	-8.2	-13.4	9,682
4		3.9	-2.5	1.0	1.9	-3.0	-11.1	-14.5	8,702
5		3.7	4.7	0.8	1.8	-3.0	-6.1	-8.4	6,741
6	3.3	3.6	0.8	0.7	1.8	-2.7	-2.9	-7.5	11,372
7		3.5	1.6	0.4	1.3	-2.5	-10.5	-13.7	7,524
8		3.6	2.3	0.5	1.3	-1.8	2.6	0.7	5,110
9	2.6	3.6	-1.7	1.3	1.5	-1.1	-5.9	-1.7	6,905
10		3.4	-1.6	1.5	1.8	-0.1	-3.2	-4.8	6,967
11		3.1		1.5	1.6	0.7	2.5	9.3	8,199
12				1.3	1.2		6.4	7.3	

資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨回溫

2016年12月消費者物價指數(CPI)年增率由11月之1.5%降至1.3%(表6)，主因電力、天然氣及自來水價格下跌，為2014年9月以來次高；剔除農產品及能源之核心CPI年增率則由11月之1.6%降至1.2%。11月生產者物價指數(PPI)年增率為0.7%，係28個月以來首度為正值(表6)，主因工業產品價格自2012年5月以來首度上漲。IHS Global Insight預

測2016年CPI年增率為1.0%，高於2015年之0.7%，2017年則升為1.9%。

## 三、政策利率維持不變

近期南韓政局動盪，國外不確定性升高，加以中國大陸經濟成長放緩不利出口，惟考量全球景氣可望溫和復甦，12月南韓央行維持政策利率1.25%不變。

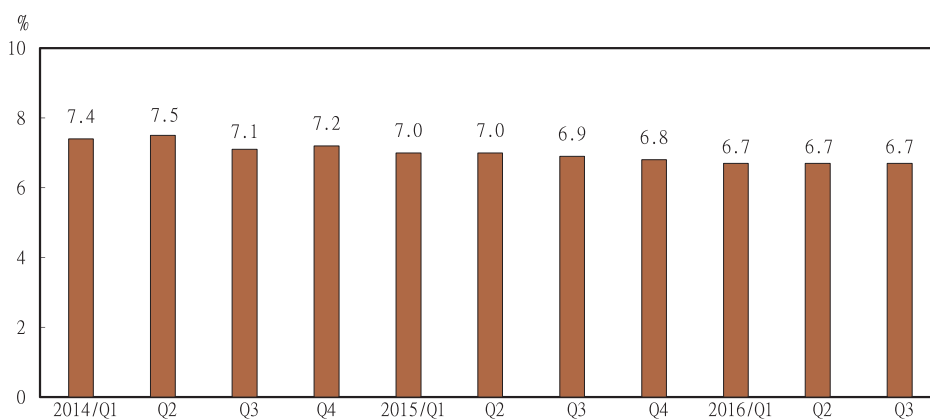
## 陸、中國大陸景氣有復甦跡象，續採寬鬆貨幣措施

### 一、經濟下行壓力仍在

2016年第3季，雖外需疲弱致出口衰退，惟受惠於房地產市場增溫，固定資產投資擴增，加以工業生產及消費品零售額穩定

成長，中國大陸經濟成長率連續第3季維持於6.7%(圖15)，雖為2009年第2季以來最低，惟仍符合官方經濟成長目標6.5%~7.0%。

圖15 中國大陸經濟成長率

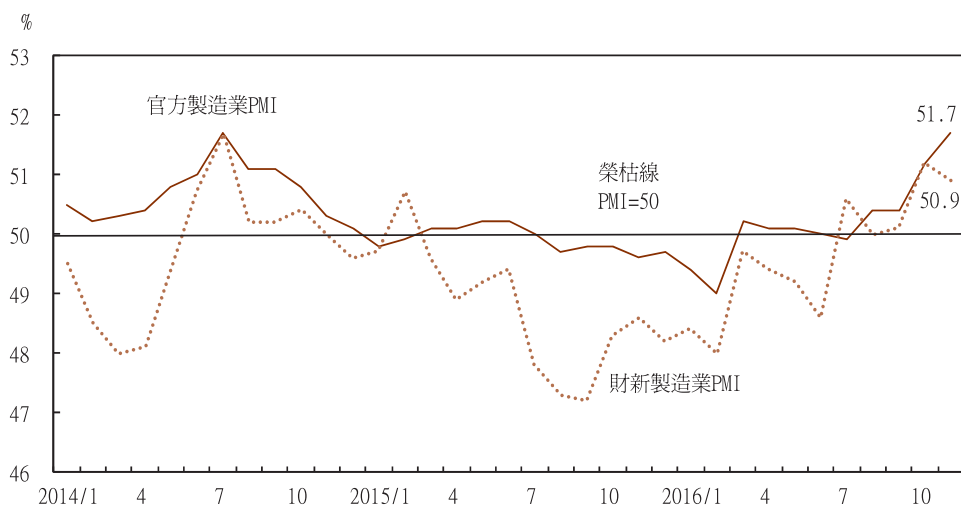


資料來源：中國國家統計局

2016年10月以來，工業生產、固定資產投資及消費品零售額成長續擴增，11月出口亦轉為正成長，加以代表大型企業之官方製造業採購經理人指數(PMI)升至51.7(圖16)，代表中小型企業景氣的財新製造業PMI為50.9，分別連續4個月及5個月在榮枯線50

以上，顯示景氣有復甦跡象。惟全球貿易保護主義高漲，出口可能受阻，加以經濟結構持續調整，經濟下行壓力仍在。IHS Global Insight預測2016年經濟成長率為6.7%，低於2015年的6.9%，2017年續降至6.4%。

圖16 中國大陸製造業PMI



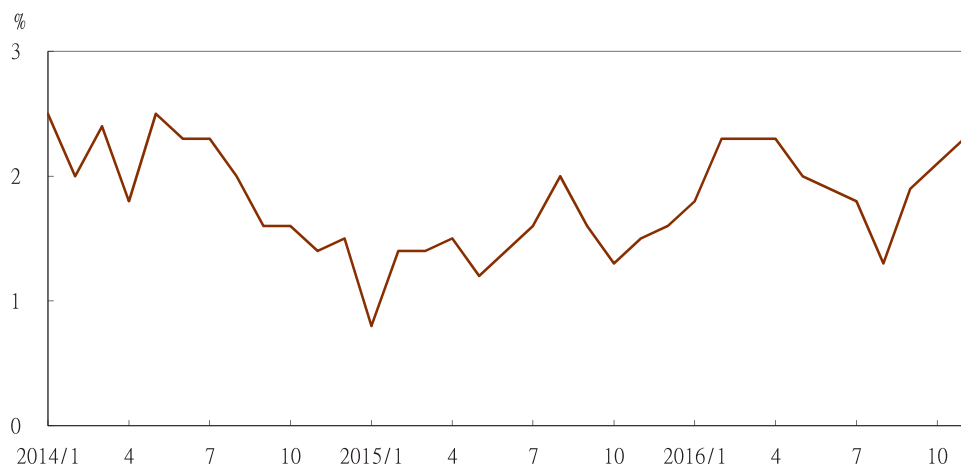
註：PMI高於50代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於50則表示看壞比例較高，即製造業收縮。  
資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨回升

2016年9月起，中國大陸CPI年增率結束自5月以來之下滑走勢，轉趨上揚，至11月升至2.3%(圖17)，主因蔬菜及豬肉價格上漲所致；由於國際原物料價格攀升，9月起工業生產者物價指數年增率亦轉為正

數，結束自2012年3月以來的連續下跌，11月達3.3%，顯示產能過剩之壓力減緩。IHS Global Insight預測2016年CPI年增率為2.0%，高於2015年之1.4%，2017年則升為2.3%。

圖17 中國大陸消費者物價指數年增率



資料來源：中國國家統計局

### 三、人民銀行透過金融機構，對營運正常之經濟活動釋出資金

2016年10月以來，因資金大量外流，致金融市場人民幣資金趨緊，拆款市場利率上揚，中國人民銀行透過公開市場操作釋出流動性，以調節市場資金；另為引導資金流向

營運正常之經濟活動，10月及11月透過中期借貸便利、抵押補充貸款及常備借貸便利等融通措施，提供金融機構資金達9,435億人民幣，以利其融通重大水利建設工程、都市老舊社區改造、中小企業及三農(農民、農業及農村)等中長期資金需求。

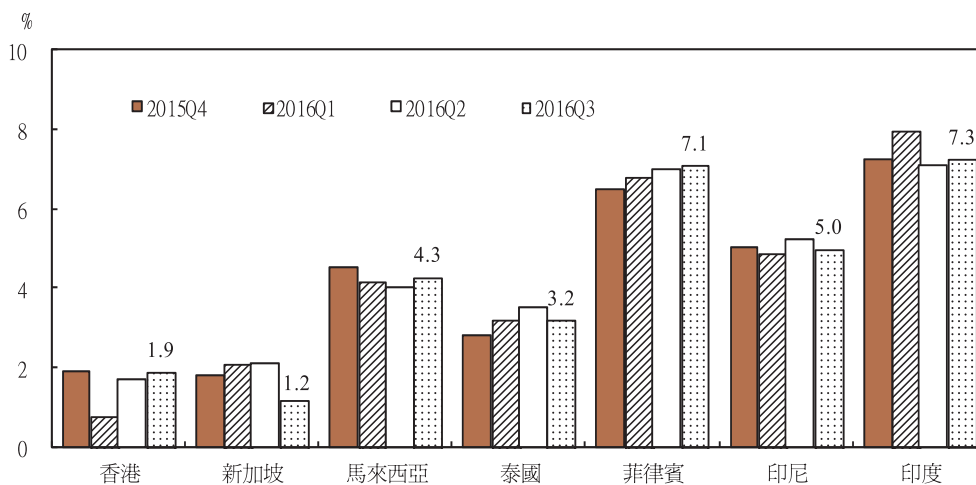
### 柒、亞洲多數經濟體景氣好轉，通膨溫和成長

2016年第3季，香港因內需轉強及服務輸出改善，經濟成長率由第2季之1.7%升至1.9%；新加坡則因製造業、服務業及營建業成長減緩，經濟成長率由第2季之2.1%降至1.2%(圖18)。

長帶動民間消費擴增，菲律賓製造業大幅成長，印度政府及民間消費強勁，致第3季經濟成長率均略高於第2季(圖19)；泰國、印尼則分別因政府消費衰退、政府支出縮減，經濟成長率皆呈下滑。

東協主要國家方面，因馬來西亞薪資成

圖18 亞洲經濟體經濟成長率

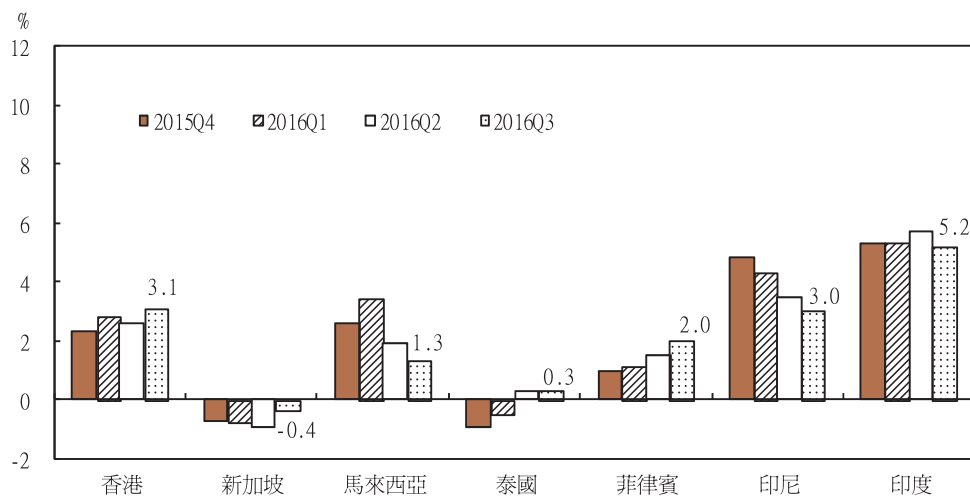


資料來源：Thomson Reuters Datastream

物價方面，受國際商品價格上漲影響，2016年第3季亞洲多數經濟體CPI年增率呈溫和上升(圖19)。貨幣政策方面，為提振經濟，印度央行及印尼央行分別於10月4日及

10月20日調降政策利率各0.25個百分點。新加坡、泰國、馬來西亞及菲律賓央行則維持政策利率不變。另香港金融管理局於12月隨Fed調升貼現窗口基本利率0.25個百分點。

圖19 亞洲經濟體消費者物價年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 捌、美國經濟成長可望提升及Fed升息，帶動主要國家貨幣走貶

### 一、歐元及日圓走貶

2016年10月因美國經濟表現優於預期，市場臆測Fed可能年底升息，加上ECB維持寬鬆貨幣政策，歐元及日圓走貶，10月25日分別貶至1歐元兌1.0860美元及1美元兌104.62日圓。嗣因美國總統大選選情不確定性升高，避險情緒發酵，由貶轉升，11月4日分別為1歐元兌1.1123美元及1美元兌

103.02日圓。

美國總統大選後，市場預期川普新政府將擴大財政支出及降低稅負，經濟成長可望提升，國際美元走強，加以12月義大利修憲公投未過，ECB延長購債計畫期間，以及Fed升息，12月30日歐元及日圓分別貶為1歐元兌1.0548美元及1美元兌116.64日圓，較9月底分別貶值6.1%(圖20)及13.2%(圖21)。

圖20 歐元對美元匯率



圖21 美元對日圓匯率



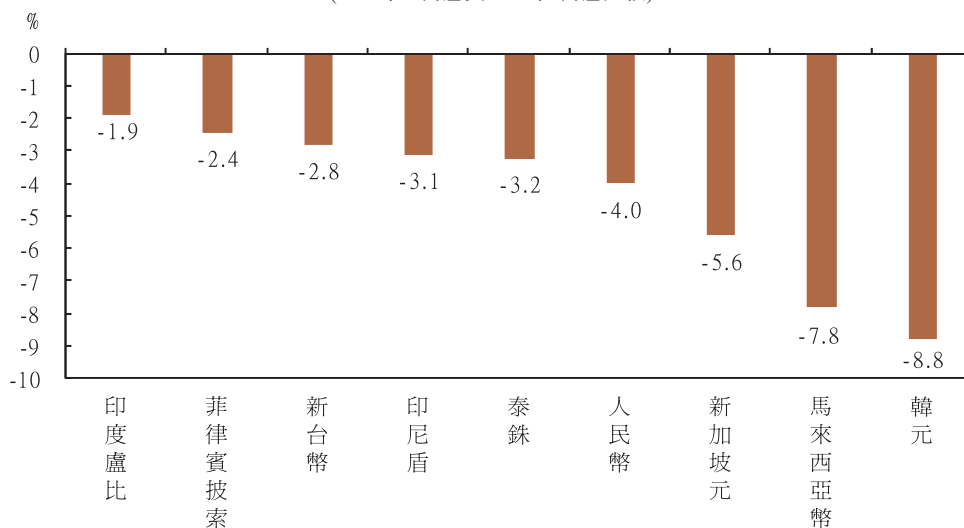
## 二、亞洲新興國家貨幣普遍疲軟

2016年10月以來，受Fed年底升息預期增溫，以及美國可能擴大財政支出激勵經濟之影響，美債殖利率上揚，吸引資金流出亞

洲新興國家，亞幣普遍走貶。12月30日與9月底比較，韓元貶幅8.8%最大，主因國內政治不確定性升高及經濟疲弱所致(圖22)。

圖22 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度

(2016年12月底與2016年9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 玖、國際主要股市震盪走高，新興亞洲股市疲軟

### 一、美股頻創新高，歐股盤整後上揚，日股大漲

2016年10月以來，市場對美國總統大選、Fed升息等議題抱持觀望，美股呈區間整理。11月美國總統大選後，因市場預期新政府將擴大財政支出及減稅，可望提升美國經濟成長，帶動道瓊工業股價指數頻創新高；以科技股為主的那斯達克股價指數一度受蘋果公司營收成長不佳影響下跌，12月起轉升，惟月底復因蘋果公司擬減產智慧型手機而疲軟。12月底與9月底比較，道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數仍分別上漲7.9%及1.3%(圖23、圖24)。

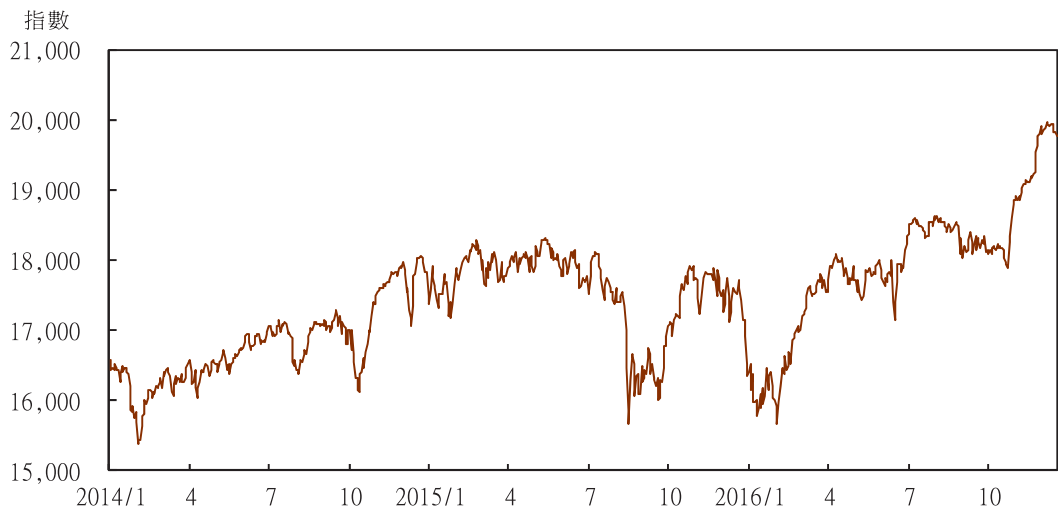
歐洲方面，10月至11月間，受英國脫歐

程序未定、美國總統選情緊繃及經貿政策可能轉向等不確定性因素影響，歐股呈區間盤整。12月上旬，因義大利修憲公投未通過，以及ECB延長購債計畫期間至2017年底，激勵歐股走揚。12月底與9月底比較，泛歐元道瓊股價指數上漲7.7%(圖25)。

10月以來，日股呈盤整走勢。川普勝選後，因Fed升息預期升高，日圓轉貶，加以美股上漲激勵，日股大漲；12月底則因東芝公司表示在美國興建中之核子反應爐可能導致數十億美元損失，日股轉而下跌，惟與9月底比較，日經225股價指數仍勁揚16.2%(圖26)。

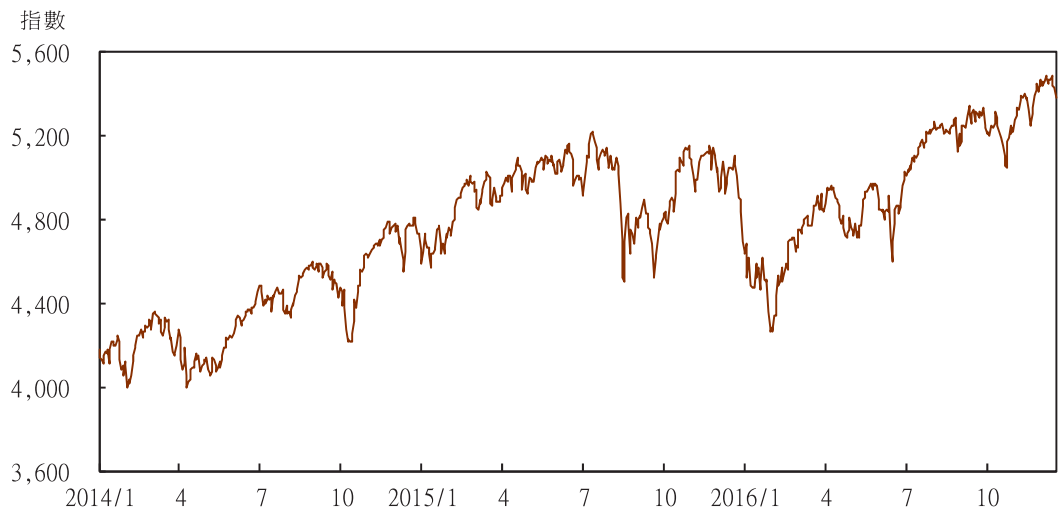


圖23 美國道瓊工業股價指數



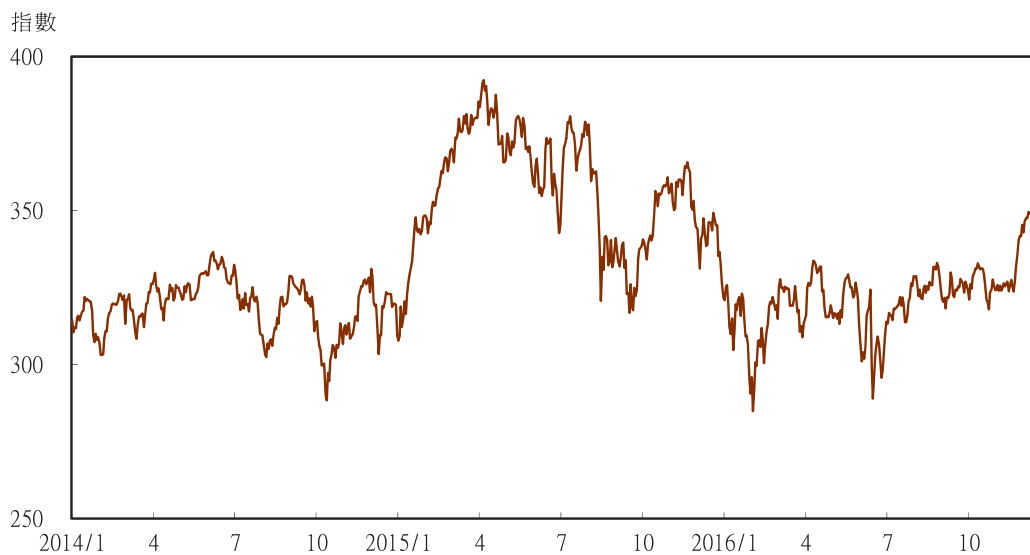
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖24 美國那斯達克股價指數



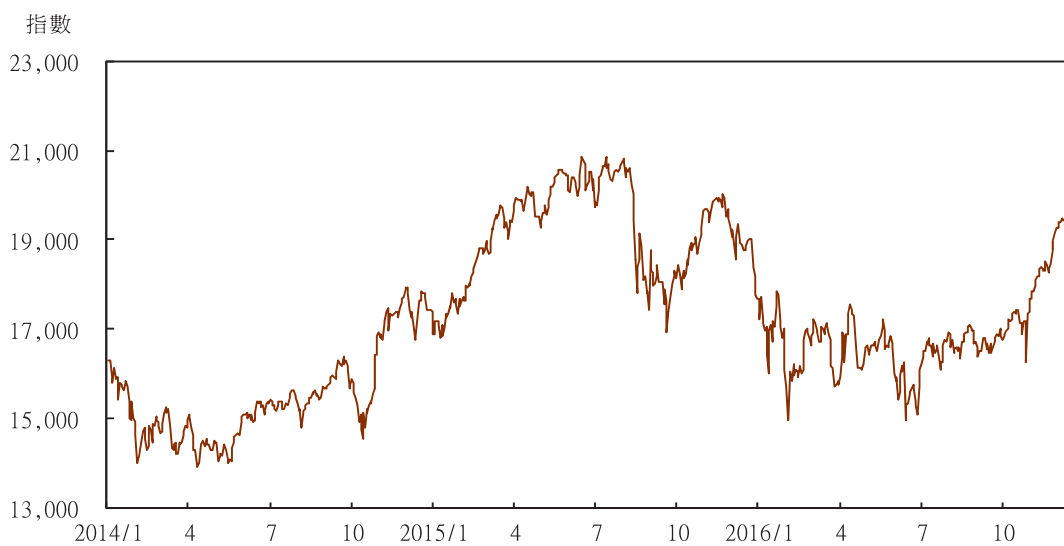
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖25 泛歐元道瓊股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖26 日經225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

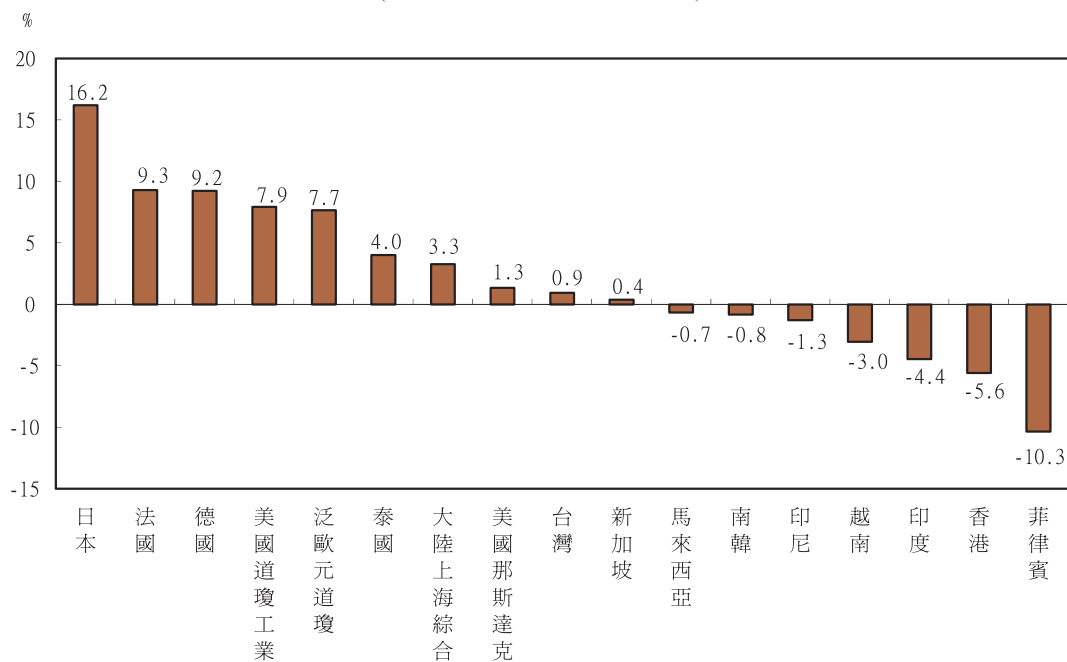
## 二、陸股先漲後跌，其他多數亞股疲軟

10月上旬以來，中國大陸為抑制房市過熱採取限購限貸措施，致資金流向股市，推升股價，加以市場預期深港通將於12月5日開通，陸股續漲。惟12月上旬因官方對保險業購買股票嚴加限制，陸股轉跌，下旬則一

度因政府提出國企改革計畫而略回穩。12月底與9月底比較，上海綜合指數上漲3.3%(圖27)。

11月上旬以來，部分亞洲股市因川普主張貿易保護主義，以及Fed升息預期大增導致資金流出而下跌。12月底與9月底比較，菲律賓下跌10.3%，跌幅最深(圖27)。

圖27 國際股價變動幅度  
(2016年12月底與2016年9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 拾、油價大漲，穀物價格略回升

### 一、國際油價翻升

2016年9月底OPEC初步同意限產，加上美國原油產量及庫存下滑，10月19日布蘭特原油現貨升至1年多來新高之每桶51.8美元。嗣因伊拉克拒絕限產，市場質疑OPEC限產協議之可行性，油價回跌。11月下旬，

市場樂觀看待OPEC限產協議，油價轉升，11月30日OPEC終達成2009年以來首次之限產協議，加以12月上旬非OPEC產油國亦同意配合減產，油價急漲。12月30日布蘭特原油現貨價格為每桶55.2美元，較9月底大漲14.6%(圖28)。

圖28 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

雖OPEC限產協議將加速油市供需平衡，助漲短期油價，惟限產幅度不大，且能否落實遭受質疑，加以美國等非OPEC產油

國可能再度增產，國際機構預測2017年油價漲幅溫和，布蘭特原油平均價格由2016年之每桶43.9美元升至53.9美元(表7)。

表7 布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	2016年平均值	2017年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2016/12/6	43.9	51.7
The Economist Intelligence Unit(EIU)	2016/12/14		56.5
IHS Global Insight	2016/12/15		53.4
平均預測值			53.9

資料來源：EIA、EIU、IHS Global Insight

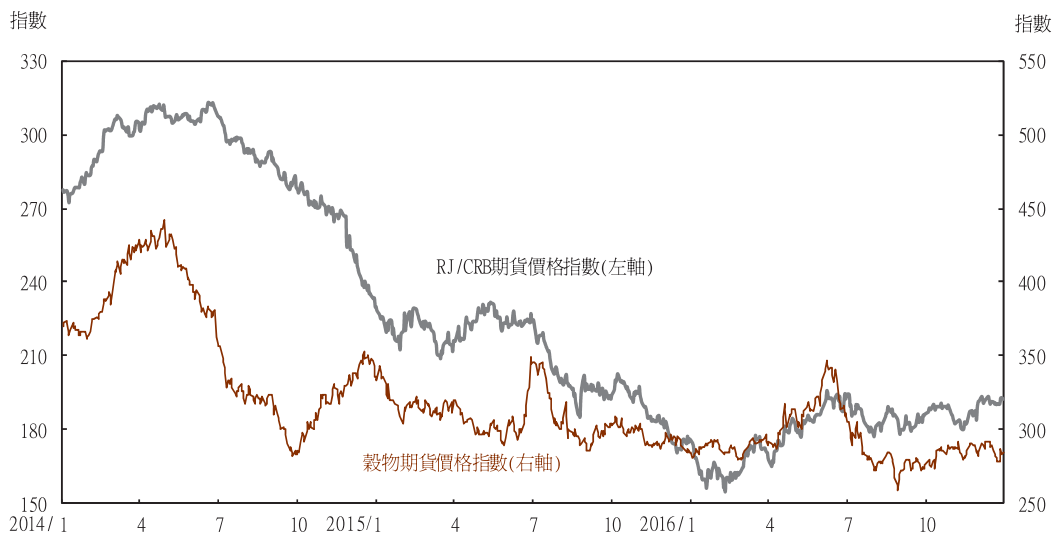
## 二、穀物價格於區間震盪

10月以來，國際穀物期貨價格雖得利於中國大陸穀物需求強勁，美國穀物出口表現轉佳等因素而緩步回升，惟受美國及阿根廷等地天氣好轉有利小麥及黃豆種植之影響，漲幅有限，於區間震盪。12月30日Thomson

Reuters穀物期貨價格指數為284.5點，較9月底上漲3.0%(圖29)。

Thomson RJ/CRB期貨價格指數受能源、穀物、貴金屬及工業用金屬等大宗商品價格走勢影響，12月30日為192.5點，較9月底上漲3.3%(圖29)。

圖29 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10月份

- 4日 △財政部發布修正「促進民間參與公共建設法施行細則」部分條文，強化促參案件之財務規劃、資訊公開、擴大參與層面及績效評估等相關作業規範。
- 7日 △歐付寶電子支付股份有限公司正式開業，為我國首家營業之專營電子支付機構。
- 12日 △惠譽(Fitch)信評公司發布台灣主權信用評等報告，將台灣長期外幣及本幣發行人違約評等由A+調升為AA-，展望穩定。
- 21日 △立法院三讀通過「就業服務法」第52條修正案，取消外籍勞工工作期滿須出國1日之規定，並增訂保障外籍勞工於聘僱許可期間請假返國之規定。  
△立法院三讀通過「關稅法」部分條文修正案，增訂原產地預先審核制度、防範進口人濫用低價免稅規定，以及明定關務案件之執行期間等。  
△立法院三讀通過「保險法」第146條之5及第168條修正案，放寬保險業資金辦理公共投資得擔任被投資公司董監事之規定，以提高保險業投資國內公共建設之意願及投資金額。
- 26日 △世界銀行發布「2017經商環境報告」(Doing Business 2017)，在190個經濟體中，台灣經商便利度全球排名第11，與上年排名相同。
- 27日 △科技部「綠能科技產業創新推動方案—建構沙崙綠能科學城 創新綠色產業生態系」提報行政院會，該方案為政府「五加二」創新產業計畫之一，期發揮聚落經濟效果，推動綠能產業發展。

## 民國105年11月份

- 1日 △立法院三讀通過「勞工退休金條例」部分條文修正案，放寬勞工工作年資滿15年者，得選擇一次退休金或月退休金，並提高事業單位對提出申訴勞工為不利處分者等之處罰上限。
- 4日 △交通部觀光局發布施行「補助接待大陸地區人民來臺觀光業務受衝擊之旅行業辦理國內旅遊實施要點」，為期6個月，政府將挹注3億元資金，補助接待陸團旅行業辦理國內旅遊。

- 8日 △金管會宣布自105年11月21日起，放寬投資人當日沖銷交易標的範圍，俾利投資人交易策略之運用。
- 10日 △科技部「生醫產業創新推動方案」提報行政院院會，該方案係政府「五加二」創新產業計畫之一，透過完善生態體系、整合創新聚落、連結國際市場資源、推動特色重點產業四大行動方案，期至2025年，生技產業發展成為兆元產業。
- 11日 △立法院三讀通過「國民年金法」第16條條文修正案，被保險人尚未逾繳納期限之保險費及逾期繳納保險費所應計收之利息，可直接由保險給付扣抵，以維護民眾之權益。
- 15日 △立法院三讀通過「預算法」部分條文修正案，將中央主計機關籌編政府概算前應供給之參考資料項目，刪除國民幸福指數，另國富統計、綠色國民所得帳及關於稅式支出、移轉性支付之報告，規範行政院應正式編製，並於政府網站公開。
- 18日 △立法院三讀通過「證券交易法」第28條之4條文修正案，放寬公開發行公司募集及發行無擔保公司債之發行限額，以增進企業資金調度效率。  
△立法院三讀通過「證券交易法」第43條之1條文修正案，增訂公開收購人應提出具有履行支付收購對價能力之證明，並授權主管機關訂定相關規範，以健全公開收購機制。  
△金管會發布修正「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」及「公開收購說明書應行記載事項準則」部分條文，以健全公開收購制度及強化公開收購資訊揭露。
- 24日 △行政院科技會報辦公室「數位國家・創新經濟發展方案(2017~2025年)」(簡稱DIGI+方案)提報行政院會，該方案期促進我國數位經濟與環境，於2025年達成數位經濟規模成長至6.5兆元等目標。  
△金管會發布修正「證券投資信託基金管理辦法」部分條文，增訂「多重資產型基金」及其投資規範，並就有約定到期日之基金，放寬其投資比重限制等，俾利證券投信事業募集發行新基金商品，增加基金之操作彈性。

### 民國105年12月份

- 2日 △金管會發布修正「銀行業防制洗錢及打擊資恐注意事項」，新增強化董事會治理及內部控制、總行對海外分支機構之管理，以及帳戶及交易持續監控之規範等規

定。

- 6日 △立法院三讀通過「勞動基準法」部分條文修正案，以落實勞工週休二日及國定假日全國一致，並提高休息日出勤工資及強化特別休假權益。
- 8日 △農委會「新農業創新推動方案」提報行政院院會，該方案係政府「五加二」創新產業計畫之一，透過建立農業新典範，並建構農業安全體系及提升農業行銷能力，創造就業機會並提升糧食自給率。
- 9日 △立法院三讀通過「洗錢防制法」修正案，擴大特定犯罪範圍、放寬特定犯罪所得之認定標準、明定洗錢行為之處罰，以及規範金融機構及指定之非金融事業或人員應有內稽內控機制、專責人員等。
- △立法院三讀通過「加值型及非加值型營業稅法」部分條文修正案，增訂跨境電商應辦理稅籍登記及按期申報繳納營業稅之規定，俾使境內外營業人公平競爭。
- △立法院三讀通過「納稅者權利保護法」，明訂基本生活費不得課稅，推計課稅免罰、非故意或無重大過失減罰，以及設置多項納稅者保護機制等，以保障納稅者基本權益。
- △立法院三讀通過「金融消費者保護法」第4條及第30條之1條文修正案，修正金融消費者定義及金融服務業違反相關規定之罰則。
- △立法院三讀通過「國際金融業務條例」部分條文修正案，增訂國際金融業務分行特許條件、程序、應檢附文件及其他應遵行事項之辦法，由金管會會同中央銀行訂定，並修正罰鍰規定。
- 14日 △行政院核定「新南向政策工作計畫」，該計畫涵蓋政策方向、政策目標，以及各部會106年的具體工作計畫重點，相關部會將自106年1月1日起據以推動辦理，以落實推動「新南向政策推動計畫」。
- △財政部宣布，為繼續協助無自有住宅家庭購置住宅，臺灣銀行等8家公股銀行辦理之「青年安心成家購屋優惠貸款」實施期程，延長至107年底。
- 16日 △立法院三讀通過「證券交易稅條例」第2條之1條文修正案，將公司債及金融債券之證券交易稅暫停徵期間延長至115年12月31日止，並增訂自106年1月1日起至115年12月31日止，暫停徵國內上市及上櫃債券指數股票型基金之證券交易稅。
- 22日 △中央銀行理事會決議，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%不變；另106年貨幣總計數M2成長目標區訂為2.5%至



6.5%。

△金管會發布修正「商業銀行投資有價證券之種類及限額規定」，放寬商業銀行投資國內上櫃股票原始取得成本總餘額，不受銀行核算基數5%之限制。

23日 △立法院三讀通過「發展觀光條例」部分條文修正案，增訂觀光遊樂業、觀光旅館業及旅館業配合觀光政策提升服務品質者，得減免地價稅及房屋稅。租稅優惠實施年限為5年，得視情況延長1次，並以5年為限。

30日 △中央銀行發布修正「保險業辦理外匯業務管理辦法」，簡化保險業申辦外匯業務之應檢附書件，並明定外幣財產保險相關款項得以新台幣收付之例外情形及其結匯事宜，自106年1月1日生效。

# 國際經濟金融日誌

## 民國105年10月份

- 1日 △國際貨幣基金（IMF）將人民幣納入特別提款權（SDR）通貨籃，新的SDR通貨籃貨幣及權重分別為：美元41.73%、歐元30.93%、人民幣10.92%、日圓8.33%及英鎊8.09%。IMF並公布1單位SDR含有0.58252美元、0.38671歐元、1.0174人民幣、11.900日圓及0.085946英鎊，此含量在5年內將固定不變。
- 4日 △印度央行決議將基準附買回利率由6.5%調降1碼至6.25%，為2011年1月以來新低水準。主要係因全球經濟成長趨緩及印度通膨展望仍疲軟，藉降息以刺激經濟。
- △世界銀行（World Bank）發布「東亞暨太平洋地區經濟展望更新」報告指出，由於外部金融情勢穩定，加以貨幣及財政政策寬鬆得以支撐內部需求，並抵銷疲弱的外部需求，將今年東亞暨太平洋地區開發中經濟體經濟成長預測，較4月之預測值上修0.1個百分點至6.4%，明年則維持6.2%不變。
- △IMF發布「世界經濟展望報告」表示，考量英國脫歐公投及美國成長不如預期等不利因素，將本年全球經濟成長率自本年4月之預測值下修0.1個百分點至3.1%；未來在新興暨開發中經濟體成長帶動下，明年全球經濟可望成長3.4%。
- 6日 △為刺激經濟成長，南韓政府宣布推出追加公共支出方案，規模達10.1兆韓元（約90億美元），主要內容包括：中央及地方政府擴大支出、國營企業增加投資、支持企業投資並爭取新興市場營建訂單等。
- △IMF發布「亞太地區經濟展望更新報告」指出，因全球經濟好轉及貨幣政策與金融情況大致寬鬆，亞洲經濟可望維持強勁，預測本年經濟成長率為5.4%，明年則為5.3%，惟仍須注意先進經濟體長期停滯及中國大陸經濟轉型過程不如預期平順等負面影響。
- 20日 △印尼央行宣布自10月21日起調降7天期附賣回利率1碼至4.75%，為連續第2個月調降利率，主要係因全球經濟成長前景不佳，及本年第3季印尼經濟成長不如預期。
- 24日 △加拿大央行及該國政府決議未來5年（至2021年底止）通貨膨脹率（總合消費者物價年增率）目標為2%，目標區間為1%~3%。此外，調整核心通貨膨脹率之衡

量方法，並採取風險管理方式，將金融穩定納入貨幣政策制定之考量。

28日 △美國第3季GDP成長率（與上季比化為年率）由上季之1.4%上升至2.9%，為近2年來最大增幅，主要係企業增加庫存及輸出強勁成長所致。

### 民國105年11月份

4日 △2015年12月12日由195國簽署之「巴黎氣候協定」今日生效，期盼藉由各國減少溫室氣體排放，使全球2050年之均溫不超過工業革命前均溫攝氏2度，並努力達到升溫幅度不超過攝氏1.5度之目標。

△香港政府財政司宣布，自11月5日起住宅物業印花稅率統一調高至交易額的15%，以抑制房屋市場投機，而無任何物業的香港永久性居民可續享豁免權。

8日 △印度總理莫迪（Narendra Modi）宣布，原流通面額500盧比及1,000盧比之紙鈔作廢，不再是法定貨幣，並自11月10日起發行面額500盧比及2,000盧比之新鈔。11月10日至12月30日期間，民眾可持舊鈔向銀行兌換新鈔。此舉旨在打擊貪腐、洗錢、偽鈔及支持恐怖主義的地下經濟。

9日 △美國總統大選開票結果，由共和黨參選人唐納川普（Donald Trump）勝出，可望成為第58任美國總統。

10日 △紐西蘭央行調降官方現金利率1碼至1.75%之歷史新低，主要係實際通膨仍低於目標通膨1%至3%的中間值，因此降息以推升通膨。

29日 △美國第3季GDP成長率（與上季比化為年率）由2.9%上修至3.2%，主要係民間消費成長較初估時更為強勁，民間投資成長幅度雖下修，惟仍為本年以來首次正成長，顯示企業投資回溫。

30日 △石油輸出國家組織（OPEC）達成2009年來首次之限產協議，自2017年1月1日起實施每日3,250萬桶產量的上限目標，較10月日均產量減少120萬桶。

### 民國105年12月份

5日 △義大利於12月4日舉辦修憲公投，結果未通過，總理倫齊（Matteo Renzi）宣布請辭。

△中國大陸證券監督管理委員會宣布啟動「深港股票市場交易互聯互通機制」（簡稱「深港通」），深圳證券交易所及香港聯合交易所允許兩地之投資者，可透過

當地證券經紀商，買賣規定範圍內的對方上市股票。

- 8日 △歐洲中央銀行（ECB）貨幣政策決策會議決議，將原定實施至2017年3月底之購債計畫延長9個月至2017年12月底，惟自2017年4月起每月購債金額由800億歐元降至600億歐元。
- 10日 △包括俄羅斯、亞塞拜然、巴林、汶萊、赤道幾內亞、哈薩克、馬來西亞、墨西哥、阿曼、蘇丹、南蘇丹等11個非石油輸出國家組織（OPEC）產油國同意配合OPEC之限產協議，每日減產55.8萬桶。
- 13日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲發展展望補充報告」指出，儘管全球不確定性仍高，開發中亞洲經濟展望尚稱穩定。受南亞最大經濟體印度經濟成長將略放緩影響，2016年開發中亞洲經濟成長率較9月預測值下修0.1個百分點至5.6%，2017年則維持原預測值5.7%不變。
- 14日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）決議將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點至0.5~0.75%，主要係因就業市場成長力道持續增強，且通膨已見提升，預期中期將升至2%目標所致。
- 15日 △香港金融管理局伴隨美國升息，將貼現窗口基本利率調升0.25個百分點至1.00%。
- 22日 △美國第3季GDP成長率（與上季比化為年率）由3.2%上修至3.5%，主要係因民間消費支出及企業投資之成長幅度上修所致。



## 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4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 12 月  
創刊年月：中華民國 68 年 3 月  
定價：新台幣250元

## 展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

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) ◆