

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第40卷第3期

中央銀行 編印

中華民國 107 年 9 月

中央銀行季刊

第40卷 第3期

中央銀行 編印

中華民國 107 年 9 月

中央銀行季刊

目錄 第40卷 第3期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
虛擬貨幣與數位經濟：央行在數位時代的角色	楊 金 龍	5

論著與分析

本國銀行業資本結構分析		
— 跨越循環期的槓桿比率與資本適足率比較	黃朝熙、鍾經樊 謝依珊、周卉敏	15

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國107年第2季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	51
國際收支	國 際 收 支 科	61
貨幣與信用	金 融 統 計 科	69
金融市場	金 融 統 計 科 國 際 收 支 科	75
國際經濟金融情勢（民國107年第2季）	國 際 經 濟 科	95

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國107年7月至9月）	國 內 經 濟 科	121
國際經濟金融日誌（民國107年7月至9月）	國 際 經 濟 科	125

中央銀行理監事聯席會議決議

(107年9月27日發布)

一、國際經濟金融情勢

自本(2018)年6月本行理事會會議以來，全球經濟持續成長；惟伴隨美中貿易摩擦有擴大現象，美國貨幣政策持續正常化，以及土耳其等部分新興市場經濟體貨幣貶值、經濟金融情勢惡化，全球金融市場波動加劇，影響國際景氣展望。

國際機構預測本年下半年全球經濟成長將低於上半年，明(2019)年主要經濟體景氣多走緩。惟美元強勢導致多國貨幣走貶，加以能源價格上揚，全球通膨預期升溫。

二、國內經濟金融情勢

(一) 年中以來，國內出口受美中貿易摩擦等國際不確定因素及基期較高影響，成長略緩，內需則為經濟成長主要動能。其中，就業穩定及薪資提高，帶動民間消費溫和成長；資本設備進口增加，民間投資增溫，公共投資亦續擴增。本行預測本年下半年經濟成長率為2.30%，全年為2.73%。

展望明年，政府致力推動公共投資，民間消費成長持穩；惟全球景氣及貿易趨緩，輸出及民間投資成

長均略低於本年，本行預測經濟成長率為2.48%，內需續為驅動經濟成長的主力。

(二) 本年1至8月平均消費者物價指數(CPI)年增率為1.64%，不含蔬果及能源之CPI(核心CPI)年增率為1.44%，漲幅尚屬溫和。近期豪雨農損及油價居高，雖影響短期物價上升，惟預期第4季菸稅調高效應明顯消退，通膨可望趨緩；本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別為1.50%及1.28%。

展望明年，國際機構預測國際油價相對本年漲幅不大，加以國內需求溫和，且菸稅調高效應消失；本行預測明年CPI及核心CPI年增率分別降為1.05%及1.00%，通膨展望溫和(詳附表1)。

(三) 在國內經濟持續成長及通膨溫和下，本行彈性調節市場資金，銀行準備部位維持於適當水準；銀行放款與投資穩定增加，本年1至8月平均年增率為5.23%；同期間M2平均年增率為3.66%，維持於目標區內成長。因市場資金充裕，長短期利率穩定，金融情勢續呈寬鬆。

三、本行理事會一致決議維持現行政策利率不變

考量國內當前通膨壓力尚屬溫和，且今、明年產出缺口雖續縮小，惟仍為負值，通膨展望穩定；復因國際經濟前景存在諸多不確定性，影響本年下半年及明年國內經濟成長動能，景氣力道仍屬溫和；益以國內名目利率及實質利率水準與主要經濟體相較，亦屬居中(詳附圖1、附表2)，本行理事會認為維持現行政策利率不變，持續貨幣政策適度寬鬆立場，有助營造物價穩定及金融穩定的環境，協助經濟持續成長。

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%。

本行將持續關注國內經濟金融情勢動態，並密切留意國際貿易爭端後續發展、主要經濟體貨幣政策正常化進程(除美國持續升息外，目前歐元區、日本及中國大陸貨幣政策仍持續寬鬆)、

新興市場經濟體金融風險等對國內經貿活動及金融市場穩定之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行法定經營目標。

四、基於金融穩定之考量，本行持續注意金融機構不動產授信之風險控管情形；且由於購屋貸款負擔率(每月房貸還款額占家庭月可支配所得比率)逾三成，本行呼籲借款人宜留意貸款寬限期屆滿後還款負擔增加，以及未來利率變動之風險。

五、上次理事會以來，多數新興市場經濟體匯率波動加劇，新台幣對美元匯率波動度亦呈擴大，惟仍低於其他主要幣別。

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

附表1 台灣當前通膨及通膨展望

單位：%

預測機構		當前通膨	通膨展望	
		2018年 1-8月	2018年 全年(f)	2019年 全年(f)
國內機構	中央銀行(2018/9/6)	1.64 (CPI) 1.44 (核心CPI**)	1.50* (CPI) 1.28 (核心CPI**)	1.05 (CPI) 1.00 (核心CPI**)
	主計總處(2018/8/17)		1.52	0.93
	元大寶華(2018/9/26)		1.59	1.15
	中經院(2018/7/18)		1.65	1.43
國外機構	ADB(2018/9/26)		1.40	1.30
	Goldman Sachs(2018/9/25)		1.40	0.90
	Credit Suisse(2018/9/20)		1.40	1.60
	BoA Merrill Lynch(2018/9/25)		1.50	1.20
	Nomura(2018/9/21)		1.50	1.30
	Barclays Capital(2018/9/21)		1.50	1.50
	UBS(2018/9/24)		1.55	1.35
	IHS Markit(2018/9/18)		1.58	1.43
	HSBC(2018/9/25)		1.60	1.40
	Citi(2018/9/14)		1.60	1.60
	Morgan Stanley(2018/9/12)	1.60	1.10	
	EIU(2018/9/17)	1.70	1.40	
Deutsche Bank(2018/9/7)	1.70	1.20		

國內機構預測
中位數
2018年、2019年
1.56%、1.10%

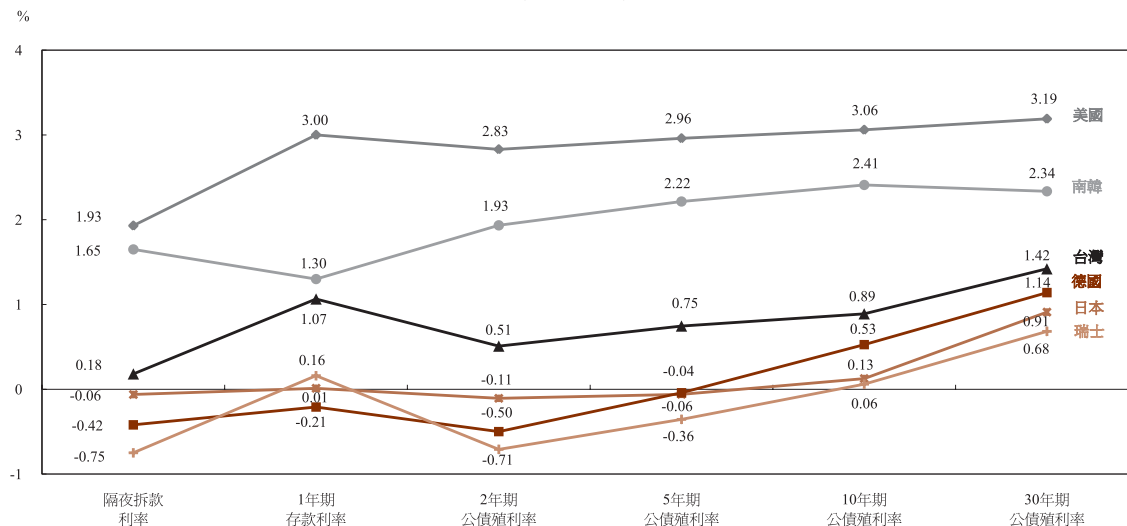
國外機構預測
中位數
2018年、2019年
1.55%、1.35%

*本行預測本年CPI年增率為1.50%，若剔除菸稅調漲約0.40個百分點影響，約為1.1%。

**核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

資料來源：主計總處、各預測機構

附圖1 主要經濟體名目利率
(2018/9/27)



資料來源：Bloomberg、中央銀行、證券櫃檯買賣中心、日本央行、美國聯準會、美國財政部、瑞士央行

附表2 主要經濟體實質利率

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率* (2018年9月27日)	(2) CPI年增率** (2018年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
馬來西亞	2.950	1.04	1.910
印尼	4.750	3.21	1.540
美國	3.000	2.53	0.470
泰國	1.500	1.30	0.200
南韓	1.300	1.49	-0.190
新加坡	0.400	0.77	-0.370
台灣	1.065	1.50	-0.435
中國大陸	1.500	2.21	-0.710
瑞士	0.160	1.01	-0.850
日本	0.011	0.93	-0.919
英國	1.080	2.55	-1.470
歐元區	-0.210	1.75	-1.960
香港	0.050	2.33	-2.280
菲律賓	0.500	5.17	-4.670

* 台灣為本國五大銀行之一年期定期存款機動利率。

** 為IHS Markit 2018年9月18日之預測值；台灣CPI年增率係本行預測值。

虛擬貨幣與數位經濟：央行在數位時代的角色*

楊金龍**

王副校長、各位金融及科技界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友，大家早安！

今天很高興能應國立政治大學的邀請，參加本次「金融科技生態系」高峰論壇，並以「虛擬貨幣與數位經濟：央行在數位時代的角色」為題，就各界所關心的虛擬貨幣與數位經濟議題，以及央行對此議題的看法，就教於各位。

一、數位經濟與數位科技興起，引發對虛擬通貨的期待

近年來，數位經濟逐漸成為全球先進國家經濟轉型與發展的主軸，根據行政院引用OECD及英國對數位經濟之定義，數位經濟泛指透過數位產業所帶動的經濟活動，加上非數位產業透過數位科技（digital technology）的創新活動，其特色是以知識為基礎，透過網路擴散，形成全球化發展。

數位科技改變人們從事經濟、金融及社交等行為方式，並開啟新的經濟型態，如電子商務、社群網站與通訊軟體，以及近期發展熱絡的虛擬通貨（virtual currency）與首

次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）等創新模式。埃森哲公司（Accenture Plc）於2016年的研究報告預估，數位經濟占全球經濟產值的比重，將由2005年的15%上升至2020年的25%。

近年，技術進步與金融科技（FinTech）創新，加速新商品導入及新競爭者加入市場，帶動數位經濟快速成長，亦使市場對於數位支付的需求提高。

我們知道支付體系與經濟活動的關係，有如公共工程的管線與民眾日常生活的關係^{註1}，因此，建置一個安全且有效率的支付體系至關重要，不僅有助於經濟活動運作順暢，提升相關產業之生產力，亦有助於擴大一國經濟規模與全球化發展。

伴隨數位經濟與數位科技的興起，近年標榜去中心化（decentralization）特性的虛擬通貨，備受科技界與若干自由主義論者的期待，冀望能實現替代現行以法定貨幣（legal tender）為中心的制度，來提升支付的效率。其實，諾貝爾經濟學獎得主海耶克教授（Friedrich Hayek）早於1976年所發表

* 應國立政治大學邀請，於本(107)年8月7日「2018金融科技生態系」領袖高峰論壇所作演講。

** 中央銀行總裁。

《去國家化的貨幣》（The Denationalization of Money）乙書中即已提議，貨幣發行應由市場決定，以避免央行受政治力掣肘，無法解決高通膨問題，且建議廢止政府的貨幣發行獨占權；主要因私人通貨（private currency）在面臨市場競爭下，將會讓銀行有誘因提供穩定的交易媒介^{註2}。儘管海耶克教授的倡議引起若干討論，但在過去的幾十年，其論述大多被當成新奇但不切實際的構想；近年科技進展似乎實現了海耶克教授有關競爭性的私人通貨倡議，不過此次虛擬通貨的興起是由市場力量所促成，而非政府有計畫的政策推動^{註3}。

目前市面上已有1,700多種虛擬通貨，但總市值僅約2,930億美元，即使加上累計至今之214餘億美元的ICO，整體規模仍遠低於IMF所預估，本（2018）年全球經濟產值87.5兆美元。

值得強調的是，虛擬通貨試圖以新興技術取代長期建立的現行央行與商業銀行的貨幣制度（monetary system），將取決於虛擬通貨能否建立信任機制，以及能否賦予其彈性調節的能力。雖然虛擬通貨底層之區塊鏈（blockchain）或分散式帳本技術（DLT），確有其特別之處，包括去中心化機制、不可竄改性（incorruptibility）及可追蹤性（trackability）等，但若運用在支付系統，該技術仍存在諸多挑戰。

因此，當論及去中心化的虛擬通貨，能

否取代以法定貨幣為中心的支付系統，那麼回顧歷經300餘年貨幣的演進，始建立的現行貨幣制度，就顯得格外重要。

二、現行貨幣制度所建立的信任機制，虛擬通貨尚不具備

回顧貨幣扮演支付工具之歷程，即是圍繞在建立信任基礎之歷史，自早期的無中心化商品貨幣（commodity money），演變為私部門各自競相發行之信用貨幣（credit money），這些貨幣能否流通或被普遍接受，完全建立在人們對商品的內含價值（intrinsic value）或發行者的信賴，而此一信任機制一旦崩潰，貨幣價值很可能歸零。

諾貝爾經濟學獎得主Paul Krugman指出^{註4}，貨幣的演進係朝減少交易摩擦（frictions of doing business）^{註5}，及節省所需耗費資源的方向前進。早期的金、銀幣等金屬鑄幣，其重量較重、需要高度保全，且須耗費大量天然資源來鑄造。

其後，紙幣問世，提升了攜帶的便利性，且降低對實體貴金屬的需求。雖然目前的法定貨幣一如虛擬通貨，並不具備內含價值，但其擁有央行法定授權所提供之貨幣價值重要的保護^{註6}，且在嚴密的制度性安排（institutional arrangement）下，透過法規與監管機制，以央行法定貨幣為中心的支付系統，獲得了民眾的信任，該中心化的信任機制一直延續至今。

(一) 私部門各自發行的貨幣不易獲得民眾普遍的信任

首先，我擬以早期美國自由銀行時代（Free Banking Era）的銀行券（banknote），因缺乏信任機制而導致失敗的例子，來說明信任要素的重要。美國於1830~1860年代，處於自由銀行時代，銀行四處林立，可以發行自己的銀行券；迨至1860年，美國已發行的銀行券高達近8,000種。一旦發行者破產或倒閉，其發行的銀行券將一文不值，如此低信任度的銀行券發行者，被稱為「野貓銀行」（wildcat banks）^{註7}。

最後，美國透過國家銀行法的實施，才結束了這一段又長又耗費成本的金融不穩定時期，隨後在幾番波折後，才於1913年成立美國聯邦準備體系（Fed），並由Fed獨占貨幣發行權。Fed解決了貨幣制度紛亂、各種銀行券可兌換性不一，以及貨幣供應量無法控制的問題。

時至今日，一個受信任之貨幣須具備的三大功能，包括：

- 可普遍被接受作為交易媒介；
- 可普遍做為計價或記帳單位；
- 可做為保值的價值儲藏工具。

(二) 法定貨幣並搭配制度性安排，建立穩固之信任基礎

信任機制為貨幣制度存續的根本，無信任基礎則無以為繼，也因此歷經數百年的演變，成就今日的雙層（two-tiered）金融體

系—即央行對商業銀行，以及商業銀行對客戶之運作架構。雙層金融體系下，藉由央行與商業銀行等機構之制度性安排，透過法規與監管機制賦予央行與商業銀行相符之權責，以維持整體金融體系之順暢運作，並建立紮實的信任基礎。

我國「中央銀行法」明訂本行四大經營目標：促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展，實為前述制度性安排的體現。例如，央行透過持有外匯或黃金作為貨幣發行準備，並要求銀行須於央行提存足額準備金，央行再藉由所謂的央行貨幣（central bank money），透過各種貨幣政策工具之操作，如公開市場操作，使準備貨幣與貨幣數量得以隨需求變化彈性調節，以維持貨幣價值之穩定，讓民眾得以信任央行發行之法定貨幣，進而達成整體物價穩定的目標。另外，央行扮演最後貸款者（lender of last resort）角色，並提供大額支付系統日間透支融通機制，以及政府建立審慎監理機制、存款保險機制等，在在提供了民眾對金融穩定之信心。

此等利用法規與制度性安排，將央行與商業銀行等機構緊密連結，旨在維持整體市場的順暢運作，以及貨幣穩定與金融穩定，從而建立民眾對現行央行及銀行體系之信任，使一國的貨幣具有穩定的購買力，並符合貨幣的三大功能。

(三) 科技創新帶來電子型態的法定貨幣，提高了支付效率

其實，伴隨科技進步與數位經濟的興起，實體貨幣早已逐漸發展成電子型態的貨幣，除了央行貨幣與商業銀行貨幣（commercial bank money）扮演批發交易的要角外，零售的電子貨幣（electronic money）係將法定貨幣之價值儲存於卡片或網路，並透過中心化的結清算機制完成款項移轉，以利網路購物等遠端交易之進行。這在過去早已存在，並非新鮮事。

自2000年以來，隨著行動裝置及無線網路快速普及，也帶動行動支付（mobile payment）的興起，藉由將信用卡、金融卡、儲值卡等卡式支付工具與行動裝置結合，大幅提高法定貨幣的便利性。我國目前也正大力發展行動支付，可望在近期有具體成果。

(四) 虛擬通貨的出現及其面臨的問題

1. 虛擬通貨目前的問題

2009年全球金融危機爆發後，標榜毋須透過中介機構處理，採用加密技術並由多個節點驗證交易，將交易記錄於區塊鏈帳本上之虛擬通貨－比特幣（bitcoin）問世，掀起了一波虛擬通貨的熱潮。

然而，虛擬通貨迄今仍面臨許多問題，致其未能被市場普遍信任^{註8}，例如：

- 貨幣供應量無法調節：因虛擬通貨之供給量是依循事先決定的協定

（protocol）而來，無法依市場需求，有彈性地調整供給。

- 價格波動大：價格不穩定導致無法做為廣被接受的支付工具，但易成為投機炒作標的。

- 效率低：虛擬通貨在雙方交易後，須經特定時間被包入區塊再經礦工驗證，導致系統每秒能處理之交易筆數非常有限，若市場交易量大，將造成壅塞並導致使用者的交易費用暴增；此外，新增之區塊亦有可能被否認，即所謂的軟分叉（soft fork），此等耗時且不具清算最終性的運作機制不具效率。

- 耗能：虛擬通貨挖礦過程耗電，據估計約為瑞士全國用電量，此與貨幣演進過程旨在節省資源浪費、降低成本的發展，完全背道而馳^{註9}。

- 硬分叉（hard fork）導致虛擬通貨貶值（debasement）：由開發者複製比特幣的軟體後，加入一些新的特性或調整演算參數，再以新名稱及新形式釋出，即可獲益。因為每次分叉都使得原先舊虛擬通貨的持有者，又可額外取得新的虛擬通貨，形同天外飛來一筆意外之財。光是上（2017）年就有10幾次比特幣硬分叉，包括比特幣現金、比特幣黃金和比特幣鑽石等^{註10}。

此種硬分叉如同1618~1648年代德國硬幣「剪邊（clipping）」的翻版，當時德國爆發多年戰爭，政府對硬幣剪邊籌措

財源，民眾隨之群起效尤，而引發劣幣驅逐良幣（Bad money drives out good），最後在失去對貨幣之信心下，導致貨幣大幅貶值，造成嚴重的經濟危機及惡性通膨（hyperinflation）^{註11}。

- 無求償管道：虛擬通貨採去中心化發行，並非任何發行人或機構之負債，亦沒有任何主管單位支持，若面臨網路攻擊或受到51%電腦運算力之惡意礦工把持使系統癱瘓時，持有人之損失將求償無門。

- 易被不法人士利用：除虛擬通貨交易平台被駭及虛擬通貨相關詐騙案例層出不窮外，虛擬通貨易被用於洗錢（money laundering）、資恐（terrorist financing）、逃稅、規避管制等用途，皆會打擊民眾對其信任。

2. 虛擬通貨充其量只是加密資產，而非貨幣，無法取代法定貨幣

虛擬通貨所營造的信任機制，有賴於良善的網路參與者掌控大多數電腦運算力，且每個使用者皆須遵循虛擬通貨的協定，驗證所有交易。究諸實際，虛擬通貨記錄交易所倚賴的去中心化共識機制與系統設計具有許多潛在缺陷，例如一旦有心人士控制半數以上電腦運算力，即可惡意操控整個系統，若市場對其失去信任，虛擬通貨可能一文不值。因此，BIS（2018）亦認為^{註12}，虛擬通貨尚難以取代中心化機構之貨幣。

因虛擬通貨不具備貨幣的三大核心功

能，故本行及金管會早於2013年即共同發布新聞稿，將虛擬通貨定義為虛擬商品，而非貨幣。近期歐洲央行（ECB）亦指出，虛擬通貨被稱作貨幣一詞並不恰當（misnomer），G20也將虛擬通貨改稱為加密資產（crypto-assets）。

三、我國已建構完善且具特色的數位化金流基礎設施，深化普惠金融

鑑於支付系統與貨幣政策執行、貨幣穩定、金融穩定，以及促進經濟發展息息相關，本行在建構國內金流基礎設施方面，一直扮演積極的角色。目前國內金流基礎設施安全又有效率，具有下列特色：

（一）大額支付系統已連結金融交易與零售支付結算系統，且已全面數位化

我國的大額支付系統如今已全面數位化。自1995年起，央行同資系統正式辦理電子化跨行資金移轉，2002年全面採行即時總額清算機制（RTGS），並陸續與票券、債券、股票等結算交割系統及處理信用卡等零售結算系統連結，使金融市場及零售支付交易，皆可透過央行同資系統清算，讓金融交易得以運作順暢。上年，同資系統全年營運量高達新台幣517兆元，約為國內GDP的30倍。

（二）外幣結算平台提供便捷與效率之外幣資金收付服務

為建構我國完善的外幣支付系統，提升

外幣資金支付效率，本行督促財金公司建置外幣結算平台，自2013年起正式營運。目前已提供美元、人民幣、日圓、歐元及澳幣等5種外幣之匯款、款對款同步交割（PvP）及款券同步交割（DvP）服務。國內民眾辦理境內的外幣匯款無須再繞經國外中轉行轉匯，可節省到匯時間及降低成本；此外，外幣結算平台透過臺灣集保結算所與國際保管機構（Euroclear 及 Clearstream）連結，提供金融機構間有效率之跨境款券同步交割服務。上年，營運金額約1.9兆美元（約新台幣56兆元）。

（三）零售支付網絡遍及全國

零售支付發展方面，主要是透過央行同資系統連接財金公司之金融跨行資訊系統，再與全體金融機構（含基層金融機構）串連，建構出遍及全國的數位金融支付結算網絡，提供消費者安全、有效率的零售支付跨行結算服務，深化我國普惠金融（financial inclusion）的程度。上年，財金公司整體營運金額約新台幣190兆元，營運筆數超過7億筆。

（四）提供24小時不間斷、即時又便宜的服務

自1987年起，本行同意銀行將資金預撥到本行的跨行擔保清算專戶，由財金公司進行24小時不間斷的即時多邊結算作業，讓跨行交易在非營業時間亦可完成即時清算，以利消費者得於任何時間進行繳費、繳稅、

網購匯款、轉帳等，收款方資金亦能即時到帳；此外，2003年起，再擴增企業跨行資金調撥服務（FXML）^{註13}，讓企業亦能以低成本方式即時轉帳。

反觀部分先進國家如日本、香港與加拿大等國，迄今在銀行非營業時間，尚無法提供即時到帳的跨行服務。上年美國Real Time Payments及2014年新加坡FAST Payment，才開始利用銀行預撥資金機制，提供24小時營運。據上年BIS報告^{註14}顯示，我國在數位化金流體系的發展，領先主要國家。

（五）完善金流數位化的最後一哩路，積極推動行動支付

因應數位經濟行動化趨勢，加上我國具有高度的無線網路涵蓋率及行動裝置滲透率，已具備發展行動支付的條件，惟目前行動支付發展方案眾多（如Apple Pay等國際支付、Line Pay、街口支付等），市場小，競爭太激烈，且規格不一。

有鑑於此，目前政府已積極推動行動支付，並設定目標，另亦責成財金公司發展QR code共通支付標準，已自上年10月實施，以整合國內不同支付業者的金融卡QR code規格。目前用戶已可使用手機金融卡進行P2P轉帳、繳費、繳稅及消費。另外，本年下半年財金公司也將與國際信用卡組織合作，將信用卡QR code共通支付標準納入，並與電子支付及電子票證機構洽談合作的可能性。行動支付QR code共通支付標準自上

年10月實施，截至本年6月止，交易金額已近79億元，略有成效。另據本行統計，國內20家主要銀行行動支付交易金額，2016年至本年第1季累計已達215億元；其中，本年第1季約82億元，較上年同期成長31倍。

由於行動支付在行動商務的可能應用極為多元，也是打造數位金流服務的最後一哩路。本行仍會持續督促財金公司協助支付機構推廣，更深化普惠金融。

四、在數位經濟下本行將推動的重要工作

數位經濟時代的來臨，創造出新的商業模式，改變企業經營方式及消費者支付習慣，也為央行維持物價穩定及金融穩定的職責，帶來新的挑戰。在此，我想談談本行在數位經濟下將推動的幾件重要工作：

(一) 持續確保民眾對新台幣的信任，並施行有效的貨幣政策，以維持國內物價穩定與金融穩定

虛擬通貨（如比特幣）標榜將顛覆（disrupt）既有中心化運作機制，但迄今仍面臨相當大的問題與挑戰。虛擬通貨市場參與者雖試圖藉由改善區塊鏈電腦化協定，創造出其認為更有效率更易被接受的去中心化虛擬通貨，做為可廣泛被接受及交易之支付工具。惟現行二層級的金融體系，即是因早期去中心化作業不具效率，而演變為如今之中心化作業，再經由各種法規與監管之制度

性安排，方能歷經數百年歷史之演進而穩定運作至今。

因此，我個人對於虛擬通貨欲僅以電腦化協定及去中心化作業方式，取代目前的中心化貨幣運作體系，有相當大的質疑；對此，Krugman（2018）^{註15}亦存在同樣的懷疑。本年世界經濟論壇（WEF）報告即建議，宜維持現有銀行與央行之傳統運作架構，以其為基礎提供創新服務，開放新競爭者與技術加入市場，以提高系統運作效率。

我認為，儘管虛擬通貨不太可能取代既有之中心化貨幣，惟其貢獻之一在於，為抵抗來自虛擬通貨的競爭壓力，央行亦可引入新科技的輔助，讓法定貨幣在數位時代更具吸引力^{註16}。

本行將本於職責，以審慎的態度，擬定與採行適當貨幣政策，透過現行雙層金融體系的制度性安排、順暢的支付系統及適當的貨幣政策操作，建立民眾對於新台幣的信任，營造出有利於數位經濟發展的環境。

(二) 持續強化金融基礎設施，研究利用新技術改善支付系統之運作效率；另期待金融科技業者，向本行提出好的技術與想法

安全、效率的金流基礎設施為數位經濟發展的重要基石，也因此國際間央行近期陸續研究分散式帳本技術（DLT）應用在跨行支付及結清算作業之可能性，例如：新加坡、英國、加拿大、日本、歐洲央行等。但

目前的實驗結果發現，DLT之交易處理效能及效率性並未優於中心化作業系統，也因此英格蘭銀行（Bank of England）於本年3月間發布報告，認為區塊鏈或DLT尚未成熟到足以取代現有央行大額支付系統^{註17}。

本行亦與外部機構合作，完成銀行間代收代付業務等DLT實驗案例，測試結果與國外一致。未來，本行期待金融科技業者如對於央行大額支付系統有好的技術或想法，亦能與本行交流。

（三）認同國際間大多數央行對發行央行數位貨幣（CBDC）宜審慎的看法，惟仍將持續關注此一議題

伴隨虛擬通貨的發展，衍生出央行是否可能發行CBDC的問題。國際間的看法是，對於一般民眾使用的通用型CBDC，因涉及問題較複雜，包括技術與資安、政策，以及使用者隱私保護等議題，故宜審慎。茲簡單說明如下^{註18}：

- 技術與資安：在開放式的CBDC系統運作下，如何確保技術架構不被駭客入侵。

- 政策層面：法定數位貨幣一旦納入既有貨幣體系，勢將對一國貨幣需求行為與貨幣創造機制帶來衝擊。為因應貨幣型態與結構的改變，央行應詳細評估數位貨幣發行對金融穩定、貨幣政策及金融監理的影響。

- 使用者隱私保護：CBDC若採記名式，恐引發民眾對隱私權遭到侵犯的疑慮，而排斥使用；若採匿名式，則可能使犯罪活

動容易隱藏^{註19}。

因為上述問題，國際間主要央行對於發行CBDC之態度，大多仍在發行及運作架構的構思階段，目前尚無央行提出具體的測試研究結果；甚至於以往密切注意CBDC發展的若干央行，經此段時間瞭解後，有部份已公開表示無發行計畫，如丹麥、瑞士、德國、南韓及香港等國家或地區。Fed主席鮑威爾（Jerome Powell）在本年7月18日出席美國國會聽證會時亦明白表示，Fed目前不擬發行自身的數位貨幣^{註20}。

（四）支持將虛擬通貨交易服務提供者，適時納入既有的監管體制，尤其是洗錢防制

虛擬通貨因價格波動大、詐騙案例多，以及匿名交易之特性易被用於洗錢、資恐等行為，潛藏風險。各國紛紛開始對虛擬通貨交易平台進行監管，監管方式大致有三，除少部分國家禁止交易平台營運外，其他各國均著重洗錢防制，甚至要求業者進行登記或取得營業執照。我國亦關注此一監管發展，現階段政府相關單位正進行會商，研議如何將虛擬通貨交易平台納入洗錢防制體系。

Fed主席鮑威爾指出^{註21}，虛擬通貨不具內含價值，並非真正的貨幣。他表示，對試圖藏匿貨幣或洗錢者而言，虛擬通貨為絕佳工具；不過，虛擬通貨的價格波動度大，虛擬通貨的投資者可能面臨極大的投資風險。鮑威爾並表示，Fed並無虛擬通貨

的監管權。虛擬通貨的監管，涉及消費者保護；他認為，虛擬通貨的管制架構與相關的消費者教育，應予強化；惟這些努力，應由美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）、美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）及美國財政部來主導。

(五) 鼓勵DLT應多與實體經濟應用案例連結

虛擬通貨雖有其相關問題，但支撐其運作之DLT應具發展潛力，國際上許多機構組成DLT聯盟，採用許可制（permissioned）運作方式，由聯盟會員共同管理，並利用DLT之去中心化運作方式，探索具潛力之應用案例。尤其是交易過程中涉及多方需即時掌握交易資訊，且無需中心化單位協調彼此運作過程之案例，則可能藉由許可制之DLT運作機制，完成文件標準化、訊息同步化與作業自動化，而有其潛在發展性。

例如：在貿易融資方面，涉及進出口商、海關、銀行等多個單位，作業多由人工、紙本方式處理，易產生錯誤，並缺乏時

效性及透明度；另外在跨境支付方面，因作業程序耗時、成本高且缺乏透明度，採用DLT或有其發展潛力。

(六) 配合政府政策推動多元支付環境，惟現金支付仍有存在之必要

我國智慧型手機滲透率高，部分民眾已習慣用手機處理日常生活事務，因此，有利推展行動支付提供民眾便捷之支付環境。

然而，實體現金為我國的法定貨幣具法償效力，許多民眾仍偏重以現金作為支付工具；此外，一旦電子或行動支付系統運作失靈，最終仍需仰賴實體現金做為支付工具。因此，只要民眾對於實體現金有需求，央行依職責即有提供之義務。再者，一個多元支付的社會，仍須考量數位落差（digital divide）的問題，除了利用法定貨幣之電子化及行動化來支付外，現金支付仍不可或缺，而商家亦不得拒收現金。

以上分享內容，還請各位先進不吝賜教。最後，再次感謝政治大學的邀請，敬祝大家身體健康、萬事如意！謝謝大家！

附註

- (註1) Fry, Maxwell J., Isaack Kilato, Sandra Roger, Krzysztof Senderowicz, David Sheppard, Francisco Solis and John Trundle (1999), *Payment Systems in Global Perspective*, Bank of England, May 5.
- (註2) Hayek, Friedrich A. (1976), *The Denationalization of Money*, Institute of Economic Affairs, London.
- (註3) Fernández-Villaverde, Jesús (2017), “On the Economics of Currency Competition,” *VoxEU*, Aug. 3.
- (註4) Krugman, Paul (2018), “Transaction Costs and Tethers: Why I’m a Crypto Skeptic,” *The New York Times*, Jul. 31.
- (註5) 一般所稱的交易摩擦，係指交易過程中所可能產生的不便，及其衍生出來的相關成本，例如：交易資訊不對稱、交易對手不易尋找，及貨幣運送、貯存、資源耗費等成本。
- (註6) Bofinger, Peter (2018), “Digitalisation of Money and the Future of Monetary Policy,” *VOX CEPR Policy Portal*, Jun. 12.
- (註7) 野貓銀行的說法，一般是指銀行將營業場所設置在只有野貓出沒的荒野，以致持鈔人難以前去兌換等值金幣，並常無預警倒閉，請參閱Rolnick, Arthur J. and Warren E. Weber (1983), “New Evidence on the Free Banking Era,” *American Economic Review*, Vol. 73, No. 5, pp. 1080-1091, Dec.；另一種說法是野貓銀行乙詞可能源於美國密西根州一家倒閉的銀行，該銀行發行的私人銀行券上印了一隻野貓，請參閱Sehgal, Kabir (2015), *Coined: The Rich Life of Money and How Its History Has Shaped Us*, Grand Central Publishing.
- (註8) 主要取材自BIS (2018), “Cryptocurrencies: Looking Beyond the Hype,” *BIS Annual Economic Report*, Jun. 17.
- (註9) 同註4。
- (註10) Carstens, Agustín (2018), “Money in the Digital Age: What Role for Central Banks?,” BIS, Speech at House of Finance, Goethe University, Feb. 6.
- (註11) Carstens, Agustín (2018), “Money in the Digital Age: What Role for Central Banks?,” BIS, Speech at House of Finance, Goethe University, Feb. 6; Narron, James and David Skeie (2013), “Crisis Chronicles: 300 Years of Financial Crises (1620-1920),” *Liberty Street Economics*, Jun. 24.
- (註12) 同註8。
- (註13) 企業跨行資金調撥(Financial Extensible Markup Language, FXML)，採用國際XML訊息標準。
- (註14) Bech, M, Y Shimizu and P Wong (2017), “The Quest for Speed in Payments,” *BIS Quarterly Review*, Mar.
- (註15) 同註4。
- (註16) He, Dong (2018), “Monetary Policy in the Digital Age,” IMF: *Finance & Development*, Vol. 55, No. 2, Jun.
- (註17) BoE (2018), “RTGS Renewal Proof of Concept: Supporting DLT Settlement Models,” Mar. 27.
- (註18) 詳楊金龍 (2018)，「金融科技與貨幣管理」，出席俞國華文教基金會舉辦「金融科技與貨幣金融政策」論壇之演講詞，1月10日。
- (註19) Bech, Morten and Rodney Garratt (2017), “Central Bank Cryptocurrencies,” *BIS Quarterly Review*, Sep.
- (註20) Imbert, Fred (2018), “Fed Chairman Powell Says Cryptocurrencies Present Big Risks to Investors,” *CNBC*, Jul. 19; Maurya, Nilesh (2018), “Fed Chairman Powell Testifies Says Cryptos have No Intrinsic Value,” *Coingape*, Jul. 19; Maurya, Nilesh (2018), “U.S. Congress Strikes Positive Tone on Cryptocurrency in Latest Hearing Bitcoin” *CCN*, Jul. 19.
- (註21) 同註20。

本國銀行業資本結構分析

－跨越循環期的槓桿比率與資本適足率比較*

黃朝熙、鍾經樊、謝依珊、周卉敏**

摘要

本文利用1998年第四季至2016年第二季本國32家銀行的資料，檢視Basel III新增訂的非風險計算基礎的槓桿比率與風險加權的資本適足率之景氣循環與信用循環特性，並分析槓桿比率是否可作為風險加權資本適足率規定的重要輔佐規定以提升整體金融體系的穩定性。本文的主要實證發現為：「本國銀行的槓桿比率比資本適足率呈現更強的順景氣循環與順信用循環波動特色」，此結果來自以下兩項原因：(1)槓桿比率分子項(股東權益)順循環的程度較資本適足率分子項(自有資本)為高；以及(2)槓桿比率分母項(資產總額)順循環的程度較資本適足率分母項(風險性資產總額)為低。雖然上述實證發現無法支持 Basel III新槓桿比率規範能有效降低國內信用與景氣波動的論述，然而我們亦發現在國內重大金融事件期間或之後，若干銀行的槓桿比率下降幅度遠較資本適足率劇烈，此顯示槓桿比率的變動比資本適足率更能即時反映個別銀行的風險。最後，我們的實證結果顯示，在Basel III實施後國內銀行資本適足率與槓桿比率間的相關係數遠高於其在Basel III實施前的相關係數，此提供了Basel III最低槓桿比率規範影響國內銀行資產與資本管理相關決策的證據。

* 本研究節錄自財團法人台灣票據交換所委託研究計畫報告，作者感謝陳業寧教授、李怡庭教授、中央銀行侯德潛研究員、潘雅慧稽核、黃淑君科長、王曉敏專員、陳啟超專員、吳俊毅副研究員、王大弘、蔡鈞旻、與票據交換所吳啓源主任委員、曾士元總經理、林占山副總經理、郭榮貴處長、李金華處長、胡震亞代理處長、蔡紹瑞科長、胡美惠副科長，以及李玄偉等所提供的寶貴意見與指正。所有論點皆屬作者之意見，不代表委託機關及作者服務單位之立場。

** 黃朝熙係國立清華大學經濟學系教授；鍾經樊係國立清華大學計量財務金融學系教授；謝依珊係國立清華大學經濟學系博士；周卉敏係國立清華大學計量財務金融學系碩士生。

壹、前言

2007-2008年全球金融海嘯後，巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)檢討巴塞爾資本協定(Basel Accord)對於金融系統性風險抑制效果不彰的缺失，並再次進行該協定的修正與改革。根據巴塞爾銀行監理委員會2010年發布之新版巴塞爾資本協定(簡稱Basel III)文件(BCBS, 2010)，導致全球金融海嘯如此嚴重的原因除了銀行體系過度利用資產負債表內與表外的槓桿操作外，前一版協定(簡稱Basel II)關於風險加權資本適足率的規定(risk-weighted capital requirements, 簡稱RWRs)，亦為金融海嘯推波助瀾的因素之一(相關實證研究可見Acharya and Richardson 2009; Brei and Gambacorta 2016; Hellwig 2010; Vallascas and Hagendorff 2013)。RWRs係依據銀行資產風險高低給予權數計算資本適足率，在景氣擴張期，隨著放款違約率與資產暴險程度的降低以及盈餘帶來資本的增加，銀行更易符合資本適足率的規定，導致銀行大幅增加風險性高的放款與資產，此將更加熱景氣的擴張；在景氣收縮期，隨著銀行放款違約率與資產暴險程度的提高以及虧損帶來資本的減少，銀行為了滿足資本適足率的要求，在景氣低迷籌資成本偏高的情況下，將被迫大幅減少放款，此將更加深景氣的衰退。

有鑒於Basel II中強調個體審慎的RWRs會加深銀行體系放款順景氣循環的波動，進而導致景氣波動加劇，Basel III改革內容之一為強化Basel II中的第一支柱「最低資本要求」，以解決RWRs所暴露的缺陷。為了更嚴格監管銀行業的系統性風險，BCBS於2010年發布的「Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems」中，除了逐年提高資本適足率外，主要增訂非風險計算基礎的「槓桿比率」(leverage ratio, 簡稱LR)最低要求，作為RWRs之輔助措施。對銀行槓桿比率最低要求的出發點在於總體審慎的考量，目的為充分監督銀行資產負債表內與表外的槓桿操作，避免銀行放款在景氣循環中過度劇烈的波動、降低金融體系的系統性風險、以及強化銀行體系面對金融危機的應變能力。透過簡化、透明與非風險計算基礎的槓桿比率的規範，可強化金融體系的穩定，使金融監理機構及市場參與者更明確地施行市場紀律。

我國關於Basel III的相關措施於2013年起逐步實施，列定2013至2019年為過渡期，並計畫於2019年達到全面實施的目標。由於我國的金融環境和法規規範與其他國家不同，銀行槓桿比率規定是否為良好的監理工具，以及是否適用於本國仍是未知。準此，本文的主要目的為探討本國關於槓桿比率規

定之妥適性，利用資料的分析與整理、槓桿比率與資本適足率的建立，以及計量模型的設定與估計，藉由實證研究檢視非風險計算基礎的槓桿比率與風險加權的資本適足率之景氣循環特性，分析Basel III新增訂的槓桿比率是否可作為RWRs的重要輔佐規定以提升整體金融體系的穩定，並透過實證研究結果來回答以下問題：

1. 相較於資本適足率，槓桿比率是否具有較弱的順景氣循環(或較強烈的逆景氣循環)特徵？
2. 我國實施Basel II之後，以風險加權計算資本適足率的方式是否使其更加順

景氣循環(或逆景氣循環情況減輕)？

3. 槓桿比率是否為RWRs良好的輔助措施？並針對我國銀行槓桿比率規定妥適性提供建議。

本文在第貳節回顧巴塞爾資本協定的發展歷程，與目前我國與國際間的實施情況；第參節介紹槓桿比率與資本適足率之定義以及討論其可能的循環特性；第肆節檢視我國銀行的槓桿比率與資本適足率，以及其在循環過程中的變化趨勢與特色；第伍節介紹實證研究方法；第陸節分析與討論實證結果；第柒節為結論。

貳、巴塞爾資本協定發展歷程與目前實施情況

一、巴塞爾資本協定

自1980年代起，世界各先進國家逐漸邁入金融自由化的階段，各種金融創新興起，促進金融市場的蓬勃發展。在此同時也使得金融市場的波動更加劇烈，且各國央行對於法定資本採取較低的標準，也沒有考量風險因素，導致金融中介機構的風險大增。為了健全與強化金融體系之穩定性，國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)轄下的BCBS於1988年頒布第一版的巴塞爾資本協定(簡稱 Basel I)，此協定要求會員國內的國際銀行須遵循自有資金佔風險性資產之比率不得低於8%的規定(包括加拿大、法

國、德國、義大利、日本、英國、瑞典、比利時、荷蘭與美國)。在此之後，此項規定逐漸成為世界各國金融監管機構之共識。

隨著金融市場發展演進，以及金融工具複雜度加深，Basel I計算資本適足率的方式僅考慮信用風險，未將市場風險與作業風險納入考量，且採用one-size-fits-all的風險加權資本適足率規範，以及未要求將金融監理審查與相關資訊公開等缺點，BCBS於2004年頒布第二版的巴塞爾資本協議(即 Basel II)，提供更全面的金融監理指標，其主要架構為最低資本適足率(minimum capital requirement)、監理審查程序(supervisory

review process)，以及市場紀律(market discipline)等三大支柱(Three Pillars)。其目標在於讓銀行維持合理的資本水準、健全金融體系的穩定、維持國際間的公平競爭以降低法規套利的空間，並納入更多類型風險的監控措施。

Basel II對於風險加權資本適足率的規範，提供了標準法以及內部評等基準法(internal-rating-based capital requirements)，前者將債權以主權國家、銀行、企業、零售債權及住宅用不動產擔保區分，並納入信評結果，該債權之風險權數由信用評級而定，乍看之下或許較Basel I精細，但權數的決定受政經因素影響，且未獲評級之企業債權全給予100%權數似乎過於籠統；而內部評等基準法則鼓勵銀行進行自我監督，除了能更適切反映風險，也節省了監理成本，但是銀行信用風險部分的資本計提，係取決於各風險性資產的暴險程度，且整體景氣狀況會影響到各風險性資產的違約率(probability of default)與暴險程度，Basel II內部評等基準法的規範將加深銀行放款順景氣循環的波動：在景氣收縮期，隨著銀行放款違約率與暴險程度的提高，銀行為了維持原風險資產規模所需計提的資本需提高，以滿足最低資本適足率的要求，在景氣低迷資本募集成本偏高的情況下，銀行將被迫大幅減少放款，因此更加深景氣衰退。2007-2008年金融海嘯後，巴塞爾銀行監理委員檢討Basel II無法

避免金融系統性風險且會加深景氣波動的問題，於2010年頒布Basel III。此次協議主要針對銀行業的資本適足率以及流動性緩衝，訂定更嚴格的監管標準，並同時強調總體審慎與個體審慎的重要性。

Basel III增訂的槓桿比率之最低要求並非創新的措施，早在1980年代初期，美國與加拿大即引進該比率作為監管銀行的衡量依據之一：美國在1980年代初期，有鑑於總體經濟疲軟、銀行倒閉以及銀行資本大幅減少，首次引進了數字化的衡量資本標準，即槓桿比率，作為監管銀行資本體質的方式之一(D'Hulster, 2009)；加拿大則因為其國內銀行的資產對資本之比率在1960年代至1980年代間大幅上升，於1982年引進槓桿比率實施監控，並於1991年再度提高標準(Crawford et al., 2009)。此外，瑞士也於2009年開始，嚴格規範其大型銀行的槓桿比率(FINMA, 2009)。

回顧巴塞爾資本協定的發展歷程，歷次修訂規範多是為了順應金融市場的轉變，提供各國監理機構更為完善與一致的金融監理工具。我國跟隨國際金融監理的改革潮流，將巴塞爾資本協議納入對銀行業的規範。而在實施相關措施前，我們有必要全面瞭解Basel III的相關規定以及可能產生的缺失，並深入研究其與總體經濟環境的關係，以作為央行促進金融穩定政策執行與參考依據，並提供政策建議。

二、Basel III目前在我國與國際間的實施情況

為使我國銀行資本與風險能符合Basel III之標準，金融監督管理委員會於2012年11月26日修正發布「銀行資本適足性及資本等級管理辦法」及「銀行自有資本與風險性資產計算方法說明及表格」，並從2013年起開

始實施。相關辦法除了明定逐年提高資本適足性比率之最低法定要求之外(如表1)，亦增加資本扣除項目、強化相關資訊揭露規定、以及增列槓桿比率之最低要求。因建構複雜內部模型法需投入大量資金且經主管機關核准，目前我國銀行業全數仍以標準法計提資本。

表1 本國銀行各年度各類資本比率之最低要求(%)

年度	資本適足率	第一類資本比率	普通股權益比率
2013年	8	4.5	3.5
2014年	8	5.5	4
2015年	8	6	4.5
2016年	8.625	6.625	5.125
2017年	9.25	7.25	5.75
2018年	9.875	7.875	6.375
2019年	10.5	8.5	7

資料來源：金融監督管理委員會

世界多國亦順應國際潮流，逐步實施Basel III，並訂定資本適足性比率之最低法定要求。在表2中，我們列出五個於2013年開始實施Basel III的國家，以及其各項資本比率之相關規範。這些國家多依循Basel III

建議訂定資本比率之最低要求，僅中國大陸的普通股權益比率之最低要求高於其他四國。此外，多數國家採循序漸進的方式，從2013年起至2015年，逐年上調資本比率的最低要求，這些作法與我國相當類似。

表2 各國於2013年的各類資本比率之最低要求(%)與實施時程

	資本適足率	第一類資本比率	普通股權益比率	實施時程
Basel III	8	6	4.5	2013年至2015年循序漸進實施。
日本	8	6	4.5	2013年至2015年循序漸進實施。
香港	8	6	4.5	2013年至2015年循序漸進實施。
中國大陸	8	6	5	系統重要性銀行最遲於2013年實施，其他機構最遲於2016年實施。
澳洲	8	6	4.5	2013年全面實施。
紐西蘭	8	6	4.5	2013年全面實施。

資料來源：香港金融管理局

參、資本適足率與槓桿比率

本文主要目標為探討本國銀行業資本適足率與槓桿比率的循環性，資本適足率的定義如下：

$$\text{資本適足率} = \frac{\text{自有資本}}{\text{風險性資產總額}}$$

其中，分母項為信用風險加權風險性資產，加計12.5倍的作業風險與市場風險應計提資本之合計數；分子項為第一、二與三類資本淨額合計數，包含：普通股股本、資本公積、保留盈餘、資產重估準備、一般損失準備、混合型債務資本工具及長短期次順位債券等等項目。^{註1} 但自2013年起，Basel III 規範下的資本適足率要求不採計第三類資本，故此之後的自有資本為第一類與第二類資本淨額合計數。

依據Basel III，槓桿比率的定義如下：

$$\text{槓桿比率} = \frac{\text{第一類資本淨額}}{\text{暴險總額}}$$

其中，第一類資本淨額(或稱核心資本)的主

要內容包含普通股股本、資本公積與保留盈餘等；暴險總額主要為資產總額、衍生性金融商品交易、有價證券融資交易與資產負債表外等項目金額調整，其皆依照帳面金額計算。

根據上述定義，資本適足率與槓桿比率的差異來源有二：(一)與銀行資產相關的分母項，前者為經過風險權數調整，而後者則依帳面金額計算、(二)與銀行自有資本相關的分子項，前者為較為廣義的定義，涵蓋第一類與第二類資本淨額(2013年起)，而後者僅涵蓋第一類資本淨額。

以下我們從資本適足率以及槓桿比率的分子與分母項在景氣擴張與收縮期理論預期的變化，分析此二比率在景氣循環波動特色上的可能差異。在景氣擴張階段，銀行放款與投資業務擴增，但隨著風險性資產違約率與暴險程度的下降，其所適用的風險

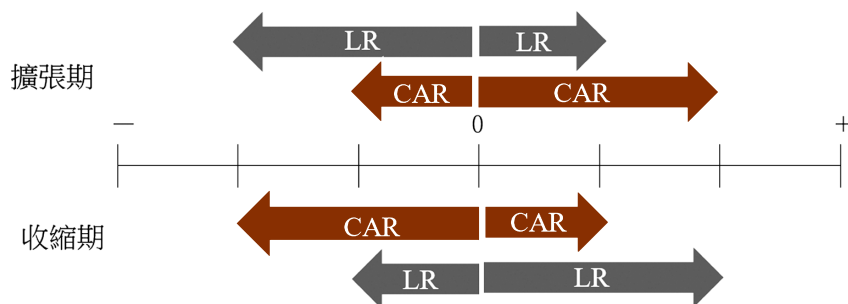
權數下降；準此，風險性資產總額的增幅低於資產總額帳面價值的增幅，在銀行資本不變條件下，資本適足率下降幅度將小於槓桿比率下降幅度；若銀行放款與投資業務擴增比率低於銀行資產適用風險權數下降比率，以及盈餘帶來資本增加時，資本適足率甚至會上升。此時，對槓桿比率最低要求的規範將較對資本適足率最低要求的規範更能有效避免銀行在景氣擴張階段過度的信用擴張。同理，在景氣衰退階段，雖然銀行放款與投資業務緊縮，但由於隨著風險性資產違約率與暴險程度的上升，資產所適用風險權數上升，資本適足率上升幅度將小於槓桿比率上升幅度，甚至在銀行放款與投資業務減少比率低於銀行資產適用風險權數上升比率，以及虧損帶來資本減少時，資本適足率下降幅度將遠超過槓桿比率下降幅度。此時，對槓桿比率最低要求的規範將較對資本適足率最低要求的規範更能有效避免銀行在景氣衰退階段過度的信用緊縮。總括而言，上述資本適足率與槓桿比率景氣循環的波動特徵顯示，對資本適足率最低要求的規範可能造成銀行在景氣繁榮階段過度信用擴張以及計提資本不足以因應未來危機等問題；而對槓桿比率最低要求的規範則可彌補對資本適足率最低要求規範的缺失，在景氣擴張時限制銀行過度信用擴張並要求銀行增提列資本，以提供未來景氣收縮時資本損失的緩衝，並在

景氣低迷時降低銀行資本需求的壓力，減緩銀行「雨天收傘」的情況。

歸納上述的分析，在景氣擴張階段，若利潤增加導致銀行自有資本大幅提高，資本適足率與槓桿比率皆可能上升，且資本適足率上升幅度應大於槓桿比率上升幅度；而若銀行自有資本增加有限時，則資本適足率與槓桿比率皆可能下降，且資本適足率下降幅度應低於槓桿比率下降幅度。在景氣衰退階段，若虧損導致銀行自有資本大幅降低，資本適足率與槓桿比率皆可能下降，且資本適足率下降幅度應大於槓桿比率下降幅度；而若銀行自有資本下降有限時，則資本適足率與槓桿比率皆可能上升，且資本適足率上升幅度應低於槓桿比率上升幅度。

我們將上述的推理結論利用圖1顯示，若資本適足率與槓桿比率皆為順景氣循環變數時，資本適足率順景氣循環的波動幅度應大於槓桿比率的波動幅度；反之，若資本適足率與槓桿比率皆為逆景氣循環變數時，資本適足率逆景氣循環的波動幅度應小於槓桿比率的波動幅度。也基於以上理由，對最低槓桿比率的規範較對最低資本適足率的規範將更能有效避免銀行在景氣擴張時期過度擴張信用以及在景氣收縮期過度收縮信用，此亦為Basel III增訂槓桿比率最低要求以作為RWRs輔助措施之主要理由。

圖1 資本適足率與槓桿比率在景氣循環中的波動幅度



肆、資料概述

本文使用的資料主要由中央銀行所提供，採用目前仍在營運且資料充足的我國銀行資料，包括：資本適足率、槓桿比率、自有資本、資產、股東權益、主要金融機構放款與投資餘額(對民間債權)、備抵呆帳覆蓋率，以及資產報酬率(ROA)等，資料期間為1998年第四季至2016年第二季為止，共8家本國公股銀行與24家本國民營銀行，合計32

家銀行。^{註2} 同時，我們也利用央行提供的資料，以及透過中華民國統計資訊網與台灣經濟新報資料庫蒐集與景氣循環和金融循環相關的資料，以此建構循環變數，包括與景氣循環、信用循環，以及資產價格等相關之變數，並運用這些循環變數進行迴歸式估計分析。本文所採用資料的來源與樣本期間，詳如下表3所列：

表3 資料來源與期間

來源	資料名稱	頻率	期間
中央銀行	資本適足率	半年與季資料	1998H2~2006H1(半年資料) 2006Q3~2016Q2 (季資料)
	自有資本		
	第一類資本淨額		
	風險性資產		
	槓桿比率	季資料	2013Q4~2016Q2
	資產		
	股東權益		
	主要金融機構放款與投資餘額(對民間債權)		
	備抵呆帳覆蓋率		
	信義房價指數		
	資產報酬率(ROA)		
中華民國統計資訊網	GDP	季資料	1998Q4~2016Q2
	人均GDP		
	商品與服務輸出		
台灣經濟新報	每股盈餘	季資料	1998Q4~2016Q2
	季底普通股市值		
	股票收盤價	日資料	1998/10/1~2016/6/30

一、主要變數

本文實證研究所採用的變數包括資本適足率、槓桿比率以及總體循環相關變數。如前所述，資本適足率為銀行自有資本對風險性資產之比率，關於槓桿比率之計算，因礙於我國銀行從2013年起才按季平行試算該比率，資料樣本數不足，故本文採用業界常用的方式替代，定義如下：

$$\text{槓桿比率(替代值)} = \frac{\text{股東權益總額}}{\text{資產總額}}$$

其中，分子項與分母項均為資產負債表中的帳面金額。限於資料取得與估算不易，分母項沒有納入應涵蓋的資產負債表外(off-balance-sheet)項目，分子項則由於第一類資本淨額的資料頻率不一，以股東權益替代之。

關於整體經濟循環性的描繪，我們參考 Drehmann et al. (2010)、Drehmann (2013)、Brei and Gambacorta (2016) 以及黃朝熙等 (2014) 等研究，建構六項循環變數，涵蓋景氣循環、信用循環、資產價格循環以及國際情勢等面向，包括：(1)GDP缺口—利用HP濾波器(Hodrick-Prescott filter)估算實質GDP的長期趨勢(λ值設定為1600)，此數列的原始值與長期趨勢之差即為GDP缺口。(2)GDP成長率—此項變數為實質GDP的年增率。(3)信用缺口—利用HP濾波器估算「信用/平均五年實質GDP」的長期趨勢

(λ值設定為400000)，該數列的原始值與長期趨勢之差即為信用缺口。^{註3} 此項變數中的「信用」係指主要金融機構對民間部門的放款與投資餘額，並經消費者物價指數(CPI)轉換成實質值。不同於Drehmann et al.(2010)、Drehmann(2013)、以及 Brei and Gambacorta(2016)等採用「信用/GDP」缺口作為捕捉信用循環的指標，本文考量我國GDP易受到國外因素影響而劇烈地波動，依照黃朝熙等(2014)建構信用指標的方式，以平均五年實質GDP作為信用指標的分子項，以平滑GDP之波動。(4)景氣循環調整後的本益比(cyclically-adjusted price earnings ratio，簡稱CAPE ratio)—該比率最早是由 Campbell and Shiller(2001)所建構，利用股價對盈餘比捕捉長期的股票市場價值趨勢。本文依照黃朝熙等(2014)建構臺灣的CAPE ratio，以臺灣50指數的成分股衡量該比率，計算方式如下式：

$$\frac{\sum_{i=1}^n \left(P_i \times \frac{MV_i}{\sum_{i=1}^n MV_i} \right)}{\sum_{i=1}^n \left(EPS_i \times \frac{MV_i}{\sum_{i=1}^n MV_i} \right)}, i = 1, 2, \dots, n.$$

其中，n為臺灣50成分股之公司家數， P_i 為每股股價， EPS_i 為落後五年平均之每股盈餘， MV_i 為季底普通股市值。^{註4} (5)房價指標—將信義房價指數以CPI轉換成實質值，並除以落後五年平均之實質每人GDP。(6)出口佔GDP比重—考量我國為小型開放的經濟

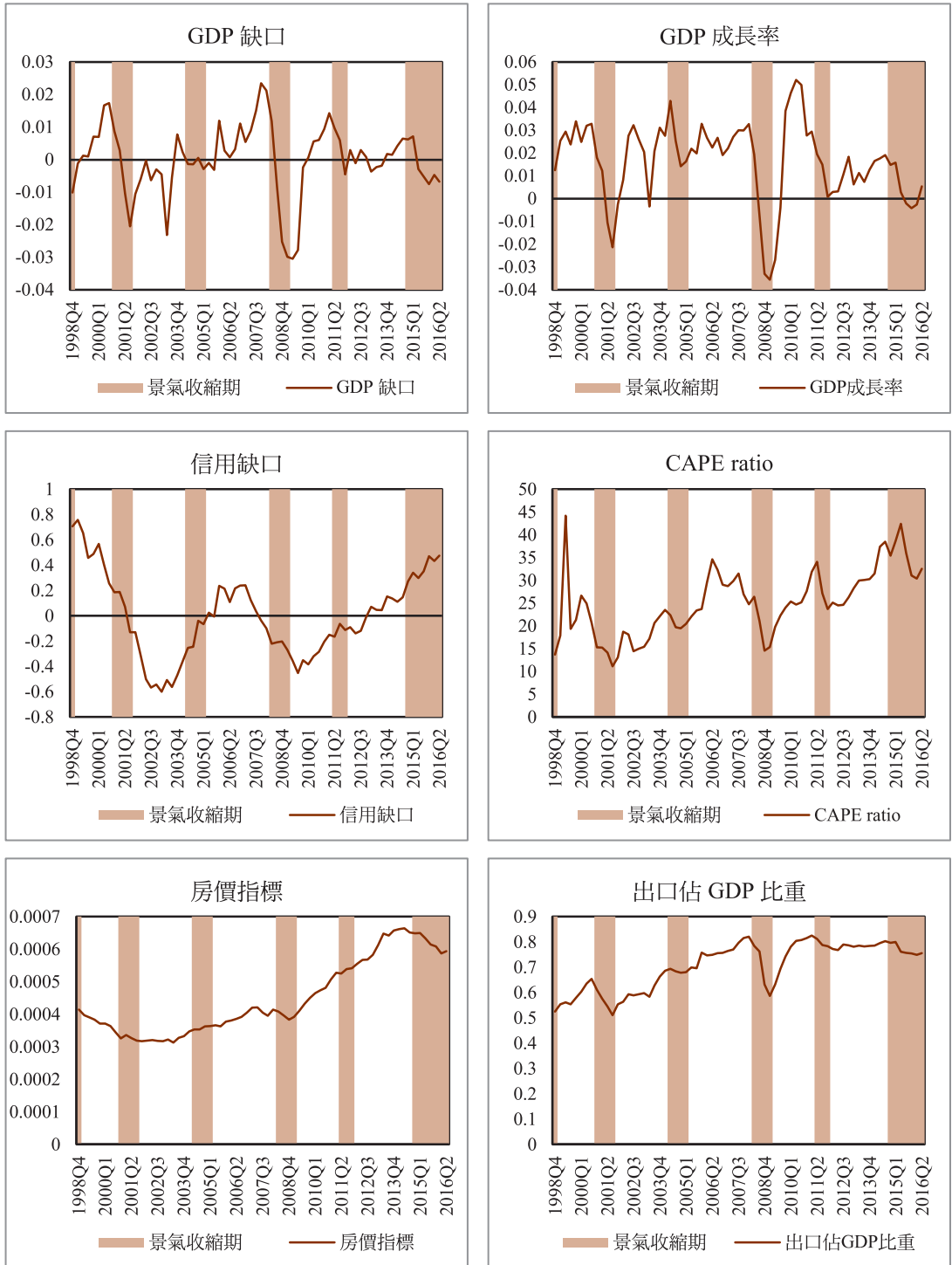
體系，以及仰賴出口的特徵，我們採用該變數描繪我國貿易的狀況。計算方式是將經季節調整之實質商品與服務輸出除以落後五年平均之實質GDP。

上述總體變數具有不同的景氣波動特色，如圖2所示，灰底部分是景氣收縮期，此乃依據國家發展委員會認定之我國景氣循環峰谷基準日期，若該季超過一半的月份為景氣收縮期，則視該季為景氣收縮。^{註5} 各項循環變數中，GDP缺口、GDP成長率、CAPE ratio與出口佔GDP比重在景氣收縮期下滑、在景氣擴張上升，大致與景氣循環呈現同方向變動；與信用循環相關的信用缺口變數則呈現較深且長的波幅。另外，我們

也考慮可能與景氣相關的變數—房價指標，此反映長期資產價格的波動，但是圖中顯示房價指數的循環性並不明顯。總括而言，上述六項循環變數捕捉總體經濟循環的不同面向，但在這些變數中，仍以GDP缺口與景氣循環最為相關，因此本文實證分析的研究重點，將以探討GDP缺口波動時，銀行的資本適足率與槓桿比率會如何改變。至於其他景氣循環變數與資本適足率以及槓桿比率間的關係，僅作為參考。

以下小節我們將檢視國內銀行的槓桿比率與資本適足率，以及其在循環過程中的變化特色。

圖2 循環變數與景氣循環



二、景氣循環下的資本適足率與槓桿比率

為了分析資本適足率與槓桿比率在景氣擴張與收縮期間的變化，我們根據國家發展委員會發布之我國景氣循環峰谷基準日期來認定各期景氣狀態，計算公股與民營銀行的資本適足率與槓桿比率在景氣擴張期與收縮期之平均值，而資本適足率與槓桿比率為各銀行加總的資料計算而得。我們將計算結果列於表4。

如表4所列，國內銀行資本適足率與槓桿比率在景氣收縮期的平均值普遍高於景氣擴張期，顯示此二比率似乎具有逆景氣循環的特性。表4的資料亦顯示，相較於Basel II實施前，Basel II實施後公股與民營銀行的資本適足率均明顯上升，且景氣擴張與收縮期間資本適足率差距的絕對值亦明

顯拉大，公股銀行的差距由原本的-0.094%變為-0.319%，民營銀行的差距亦由原本的0.019%變為-0.602%，逆景氣循環的特徵似更加明顯；另一方面，在Basel II實施之後，公股銀行平均槓桿比率僅較Basel II實施前小幅上升0.018%，而民營銀行的平均槓桿比率卻從原本的7.721%下滑至6.596%，至於景氣擴張與收縮期間槓桿比率的差距，公股銀行由Basel II實施之前的-0.127%變為Basel II實施之後的-0.174%，民營銀行則由Basel II實施之前的-0.388%變為Basel II實施之後的-0.376%。整體而言，雖然以上平均值的比較顯示資本適足率與槓桿比率似乎具有逆景氣循環波動的特色，但由於平均值的差異有限，且其差異大小受到樣本期間的影響甚大，我們無法由上述簡單平均值的比較即斷定資本適足率與槓桿比率為逆景氣循環變數。

表4 資本適足率與槓桿比率之平均值(綜合資料)：景氣擴張期與收縮期

資本適足率之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			景氣擴張期	景氣收縮期	差距	景氣擴張期	景氣收縮期	差距
公股銀行	10.960	11.313	10.934	11.028	-0.094	11.196	11.515	-0.319*
民營銀行	10.688	11.917	10.693	10.674	0.019	11.695	12.297	-0.602*
全體	10.834	11.598	10.818	10.878	-0.060	11.426	11.891	-0.465*
槓桿比率(替代值)之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			景氣擴張期	景氣收縮期	差距	景氣擴張期	景氣收縮期	差距
公股銀行	5.690	5.708	5.655	5.782	-0.127	5.644	5.818	-0.174
民營銀行	7.721	6.596	7.615	8.003	-0.388	6.457	6.833	-0.376**
全體	6.436	6.109	6.372	6.606	-0.234	6.006	6.285	-0.279**

說明：*與**分別代表顯著水準10%與5%。

為了進一步瞭解資本適足率與槓桿比率的波動特色，我們也列出此二比率間的相關係數。如表5所示，在Basel II實施之前，此二比率間的相關係數介於公股銀行約0.4到民營銀行約0.6間。值得注意的是，在Basel II實施期間(2007年第一季至2012年第四季)，民營銀行此二比率的相關係數為0.723，但公股銀行的相關係數卻下降至接近零，此現象可能與公股銀行與民營銀行在該段期間補充資本行為的差異有關：Basel II實施期間正逢金融海嘯，當金融海嘯導致銀行自有資本發生虧損時，公股銀行多透過發行第二類資本工具，如次順位債券，補充其不足之資本，

而此第二類資本之補充只反映在其資本適足率上，不會反映在未涵蓋第二類資本的槓桿比率，故槓桿比率與資本適足率呈現相異的走勢；反之，民營銀行在金融海嘯期間，由於補充資本的成本偏高，並未如公股銀行般發行第二類資本工具補充資本，因此其資本適足率與槓桿比率仍維持相當高的關聯性。最後，表5亦顯示，在實施Basel III之後，公股與民營銀行資本適足率與槓桿比率的相關係數均顯著提高至非常接近一，此隱含Basel III將最低槓桿比率規範作為RWRs之輔助措施確實影響到銀行資產與資本管理的相關決策。

表5 資本適足率與槓桿比率之相關係數(總合資料)

相關係數(資本適足率,槓桿比率)			
	Basel II 前 (1998Q4~2006Q4)	Basel II 期間 (2007Q1~2012Q4)	Basel III 後 (2013Q1~2016Q2)
公股銀行	0.399	-0.099	0.961
民營銀行	0.608	0.723	0.925
全體	0.448	0.143	0.966

在圖3中，我們繪出公股與民營銀行資本適足率與槓桿比率在景氣循環過程中的變化，圖中資本適足率與槓桿比率的計算採用各銀行資本與資產的總合資料。圖中灰色區塊代表國發會所認定的景氣收縮期。如圖所示，銀行資本適足率與槓桿比率與景氣擴張與收縮似無明顯關係，但卻呈現以下的變動特色：

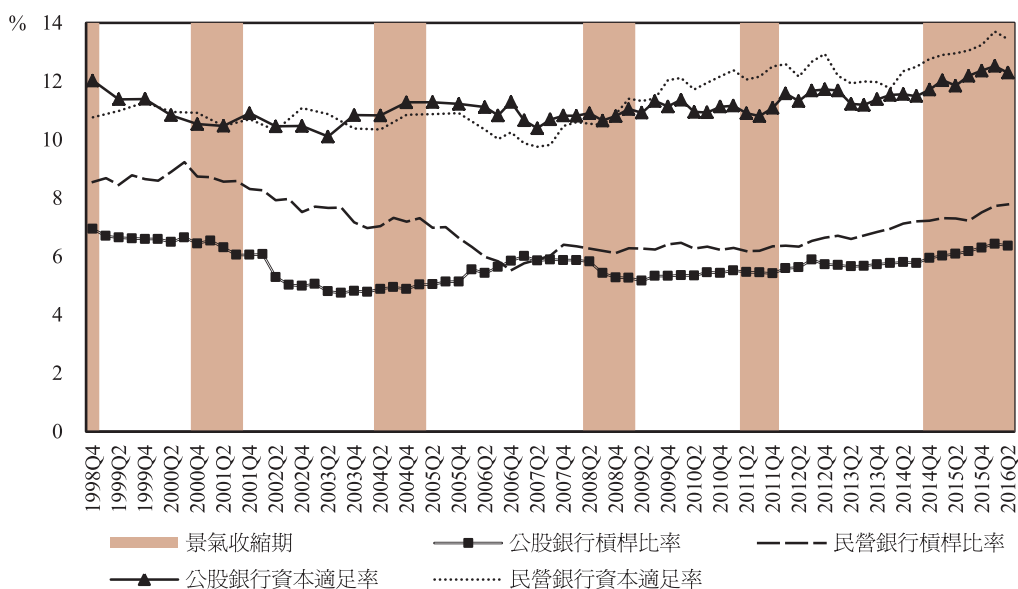
1. 公股銀行與民營銀行的資本適足率與槓桿比率在2000至2003年間皆呈現明顯的下滑趨勢；
2. 民營銀行的資本適足率與槓桿比率在2005至2006年間出現明顯下滑，但公股銀行並沒有類似的變動；
3. 除了公股銀行槓桿比率在2008年出現短暫下滑外，公股銀行與民營銀行

的資本適足率與槓桿比率從2007年初
Basel II實施後皆呈現長期上升的趨
勢。

圖3所顯示公股與民營銀行資本適足率
與槓桿比率重要變化的時點，與本國金融
事件發生的時段重疊或接近，如1990年代

末期的本土金融海嘯、2000年代中期的雙卡
風暴、以及2008年由美國引發的全球金融海
嘯。接下來，我們將檢視我國銀行槓桿比率
與資本適足率的變化與上述重要金融事件間
的可能關聯。

圖3 景氣循環中的資本適足率與槓桿比率



三、資本適足率與槓桿比率的變化與重要金融事件之關聯

為了檢視資本適足率與槓桿比率的變化
與重要金融事件間的可能關聯，我們將公
股與民營銀行資本適足率與槓桿比率以及歷
次重要金融事件發生的時段標列於圖4。同
時，我們也繪出公股與民營銀行資本適足率
與槓桿比率分子項與分母項的變化，圖5的
(a)與(b)分別為公股銀行與民營銀行資本適足

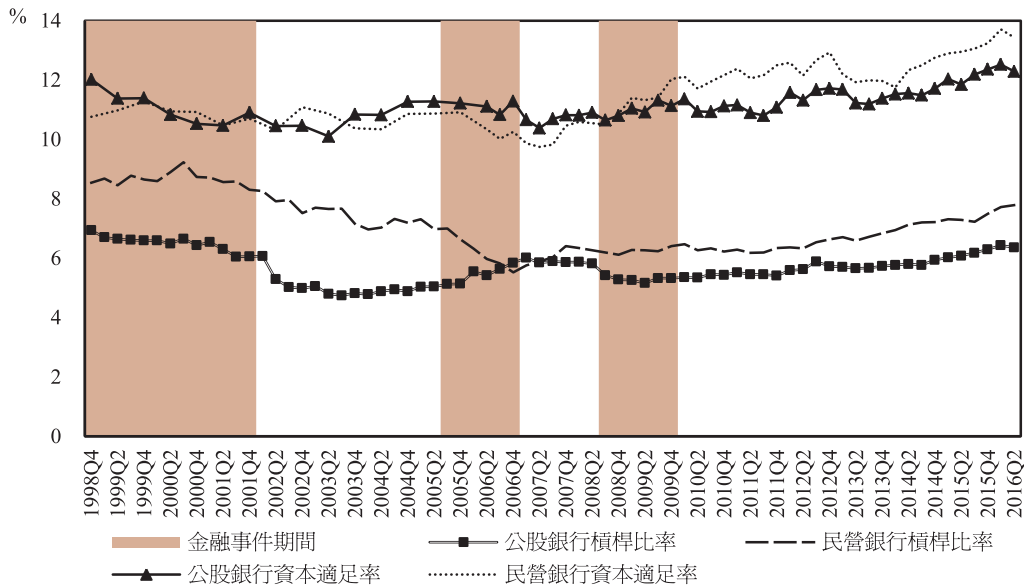
率之分子項與分母項的成長率，亦即自有資
本與風險性資產總值的成長率，圖5的(c)與
(d)則分別為公股銀行與民營銀行槓桿比率之
分子項與分母項的成長率，亦即股東權益與
資產總值的成長率。^{註6}

在圖4中，灰色區塊為金融事件發生
期間，按照時間先後依序為本土金融風暴
(1998年第二季至2001年第四季)、雙卡風暴
(2005年第三季至2006年第四季)與金融海嘯

(2008年第三季至2009年第四季)。註7 首先，在本土金融風暴後期2000年第三季起，資本適足率與槓桿比率均出現下滑情況，尤其以槓桿比率下降的幅度最明顯，此可能與2001

年銀行逾放比快速上升、銀行營運狀況不佳與打銷呆帳等因素有關，導致銀行的股東權益大幅減少。

圖4 金融事件發生期間的資本適足率與槓桿比率

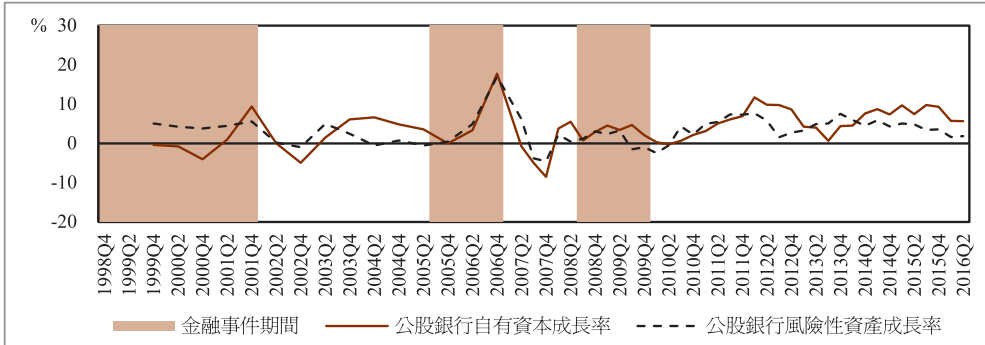


從圖5的(a)與(c)可看出，在本土金融風暴後，公股銀行的自有資本與股東權益均呈現負成長，其中股東權益在2002年第二季跌幅(與2001年同期相比)甚至將近18%；民營銀行也出現類似的情況，但資本減少的比率遠低於公股銀行。其次，從圖5的(b)與(d)可看出，在2005年至2006年的雙卡風暴期間與之後，民營銀行的自有資本與股東權益呈現

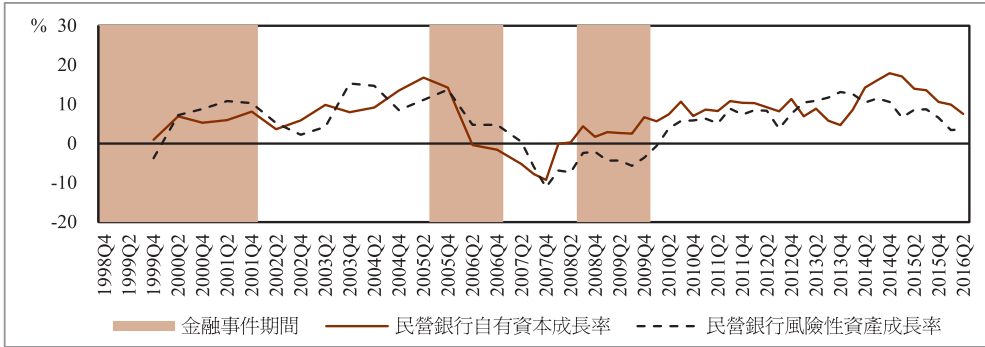
大幅下降，且下降比率高於風險性資產與資產總值，因此造成資本適足率與槓桿比率下滑，而此皆與民營銀行的消費金融出現巨額虧損有關。最後，從圖5的(c)可看出，在金融海嘯期間2009年第二季之前，公股銀行的股東權益呈現負成長，但資產卻持續擴張，而此造成其槓桿比率的下滑。

圖5 資本適足率與槓桿比率之分子與分母成長率

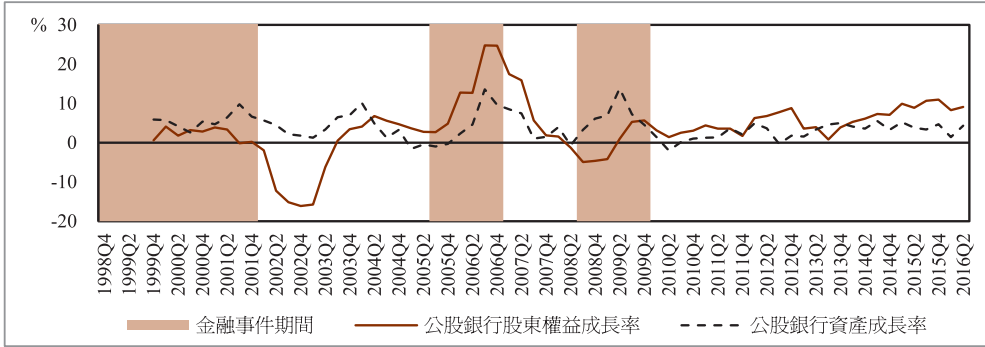
(a) 資本適足率之分子(自有資本)與分母(風險性資產)成長率：公股銀行



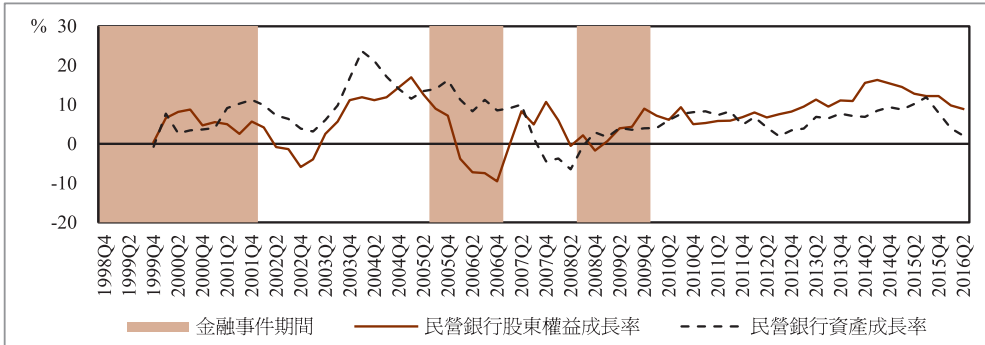
(b) 資本適足率之分子(自有資本)與分母(風險性資產)成長率：民營銀行



(c) 槓桿比率之分子(股東權益)與分母(資產總值)成長率：公股銀行



(d) 槓桿比率之分子(股東權益)與分母(資產總值)成長率：民營銀行

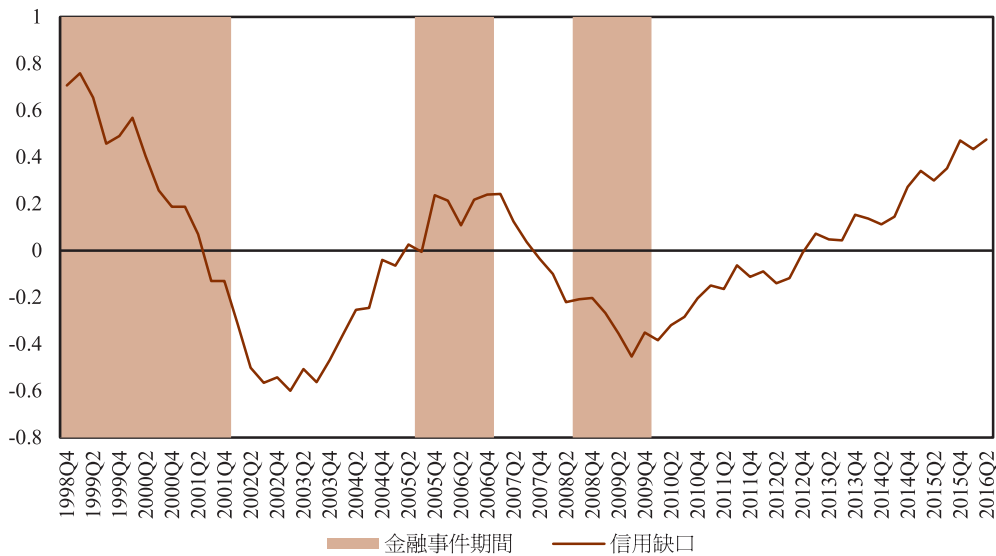


在圖5中，我們可以觀察到公股與民營銀行資本適足率的分子與分母項的變動方向幾乎一致，而波幅也相當類似；反觀，槓桿比率分子與分母項的波動方向雖然也類似，但股東權益的變動幅度一般較資產總值大。

由前述的圖表分析可見，本國銀行資本適足率與槓桿比率的波動與國內重要金融事件(危機)的相關性遠比短期景氣波動為高，而國內重要金融事件可能與波長較長的信用循環較具關連性。如圖6所示，在本土金融

風暴與雙卡風暴期間，信用缺口達到循環高峰並開始下滑，而雙卡風暴後的信用緊縮以及其後的金融海嘯，使信用缺口呈現一路下滑，並在金融海嘯末期達到循環谷底。基於圖6所顯示本國銀行資本適足率及槓桿比率與信用缺口間的關係，我們將利用信用缺口作為信用循環代理變數，進一步分析資本適足率與槓桿比率在不同信用循環階段下的變化特色。

圖6 信用缺口與金融事件期間



四、信用循環下的資本適足率與槓桿比率

為了檢視資本適足率與槓桿比率在信用寬鬆與緊縮期間的變化，我們利用前述所建構的信用循環變數－信用缺口，來認定信用

寬鬆期間與緊縮期間：當該期的信用缺口為正值時，代表處於信用寬鬆期間；當該期的信用缺口為負值時，則代表處於信用緊縮期間。依據上述的認定方式，我們計算公股與民營銀行的資本適足率與槓桿比率在信用寬鬆與緊縮期之平均值 (總合銀行資料之平

均)，並將結果列於表6。

如表6所示，資本適足率與槓桿比率在信用寬鬆期的平均值普遍高於信用緊縮期，顯示此二比率可能具有順信用循環的特性。特別的是，在2007年初Basel II實施之後，民營銀行的資本適足率在信用寬鬆與緊縮期

間之差距擴大，公股銀行亦略為上升，順信用循環的特徵似乎更加明顯；另一方面，在Basel II實施之後，民營銀行的槓桿比率在信用寬鬆與緊縮期間之差距些微上升，但公股銀行則是明顯地縮小。

表6 資本適足率與槓桿比率之平均值(總合資料)：信用寬鬆期與緊縮期

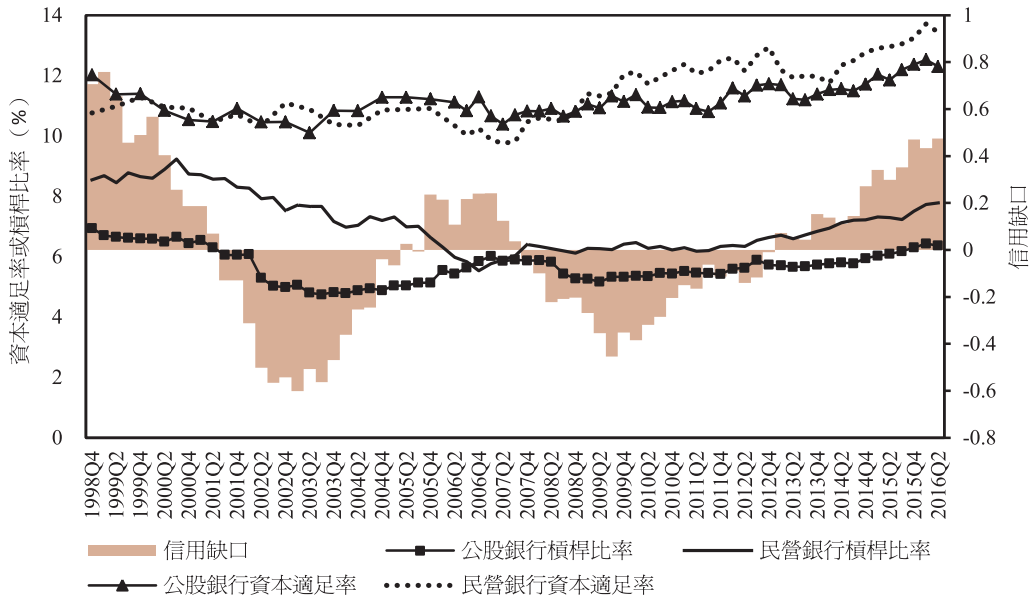
資本適足率之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			信用寬鬆期	信用緊縮期	差距	信用寬鬆期	信用緊縮期	差距
公股銀行	10.960	11.313	11.126	10.698	0.428*	11.577	11.100	0.477**
民營銀行	10.688	11.917	10.709	10.655	0.054	12.131	11.744	0.387
全體	10.834	11.598	10.937	10.673	0.264*	11.851	11.392	0.459*
槓桿比率(替代值)之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			信用寬鬆期	信用緊縮期	差距	信用寬鬆期	信用緊縮期	差距
公股銀行	5.690	5.708	6.187	5.161	1.026**	5.953	5.510	0.443**
民營銀行	7.721	6.596	7.833	7.602	0.231	6.936	6.320	0.616**
全體	6.436	6.109	6.778	6.072	0.706**	6.414	5.862	0.552**

說明：*與**分別代表顯著水準10%與5%。

在圖7中我們繪出公股與民營銀行的資本適足率與槓桿比率在不同信用狀態下的變化。圖中資本適足率與槓桿比率的計算採用各銀行資本與資產的總合資料；灰色陰影是信用缺口，缺口為正代表信用寬鬆、缺口為負代表信用緊縮。由圖可見，公股銀行槓桿比率與信用狀態間的關係最密切，並呈現順

信用循環的特色；民營銀行的槓桿比率則與信用狀態間缺乏相關性，呈現在2001至2007年間持續下降，之後持續上升的趨勢。^{註8}至於資本適足率方面，公股與民營銀行資本適足率皆具些微的順信用循環，並皆在2007年Basel II實施後，呈現上升的趨勢。

圖7 資本適足率、槓桿比率與信用缺口



在前圖5中，我們發現資本適足率與槓桿比率分子與分母項的變動方向相當一致，為了瞭解此二比率的分子與分母在信用循環中的相對變動幅度，我們在圖8中繪出「資產/風險性資產」與「股東權益/自有資本」在信用循環的變動狀況。在圖8中，灰色陰影顯示信用缺口值，下方較接近1的折線是「股東權益/自有資本」，上方數值較高的折線則是「資產/風險性資產」。由該圖可見，「股東權益/自有資本」與信用缺口的變動同向，顯示信用寬鬆(緊縮)期間，股東權益增加(下滑)的幅度大於自有資本，此尤其在2007年之前特別明顯。特別值得注意的是，在1990年代末至2000年代初的本土金融風暴後，隨著信用緊縮，公股銀行的「股東權益/自有資本」呈現明顯的下滑。此可能的原因

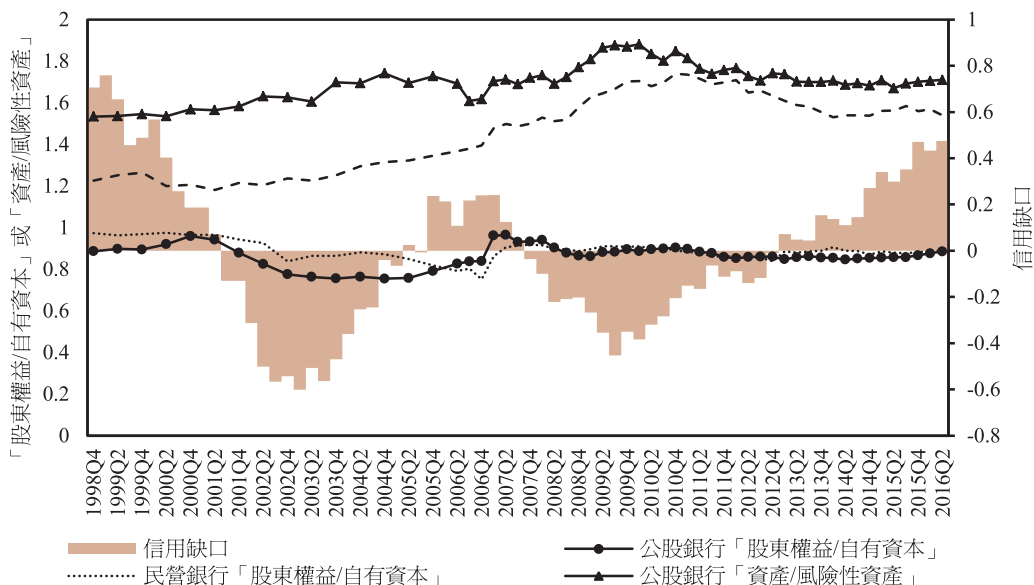
為，當公股銀行因打銷呆帳而導致保留盈餘減少後，其為了維持足夠的資本適足率，增加第二類資本工具的發行，因第二類資本工具並未計入股東權益，但計入自有資本，遂使得「股東權益/自有資本」明顯下滑。2007年之後，公股銀行與民營銀行的「股東權益/自有資本」的波動皆不明顯，且其值接近1，顯示股東權益與自有資本的變動方向與幅度相當接近。

圖8亦顯示「資產/風險性資產」與信用缺口一般呈現反向的關係，此隱含在信用寬鬆(緊縮)期間，風險性資產總額增加(下滑)幅度大於帳面上的資產總額。其可能原因為，在信用寬鬆期間，銀行傾向持有較高比例的高風險資產；在信用緊縮期間，銀行傾向持有較高比例的低風險資產；由於銀行隨

著信用擴張與收縮而改變其風險資產組合，使得以風險計價的資產總額波動較帳面資產總額劇烈。總括而言，圖8所反映的順信用循環的「股東權益/自有資本」以及逆信用循

環的「資產/風險性資產」均可能導致槓桿比率比資本適足率呈現更強烈順信用循環(或較輕微逆信用循環)的特徵。

圖8 「資產/風險性資產」與「股東權益/自有資本」



五、個別銀行之資本適足率與槓桿比率

透過以上國內銀行總合資料的分析，我們瞭解到我國銀行資本適足率與槓桿比率的大致輪廓，但銀行間存在差異性，個別銀行資本適足率與槓桿比率的波動特色無法完全由總合資料中觀察到。因此，我們也利用個別銀行的資料，檢視該二比率的波動特色。

由於我國銀行槓桿比率從2013年第四季起開始按季試算，並於2015年起才公開揭露該比率，我們之前採用的槓桿比率皆為替

代值，而此替代值顯然高於實際上銀行申報之數值。為了更貼近真實數值，我們將槓桿比率的替代值進行轉換調整，利用2015年後各銀行公布之槓桿比率與替代值間的倍數關係，估算較早年度的槓桿比率，計算方式如下：^{註9}

$$\text{槓桿比率(估算值)} = \text{槓桿比率(替代值)} \times \text{倍數平均值}$$

其中，倍數平均值為2015年第一季至2016年第二季的「槓桿比率真實值/槓桿比率(替代值)」之季平均。我們不僅估算個別銀

行之倍數平均值，也計算公股銀行、民營銀行與全體銀行之總合資料的倍數平均值。根據上述估算方式，我們計算在景氣循環與信用循環下槓桿比率估算值與資本適足率之平均，並將其分別列於表7與表8。由表中可看出，槓桿比率估算值平均略低於槓桿比率替

代值平均約1%~1.5%，並呈現類似的景氣循環與信用循環特色。整體而言，我國銀行平均的槓桿比率均高於國際規範的3%，即使是該比率較低的公股銀行，其槓桿比率仍至少有4.67%。

表7 個別銀行資本適足率與槓桿比率之平均值：景氣擴張期與收縮期

資本適足率之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			景氣擴張期	景氣收縮期	差距	景氣擴張期	景氣收縮期	差距
公股銀行	10.768	11.266	10.770	10.762	0.008	11.158	11.453	-0.295**
民營銀行	10.687	11.545	10.649	10.789	-0.140	11.377	11.831	-0.453**
全體	10.708	11.475	10.680	10.782	-0.102	11.322	11.736	-0.414**
槓桿比率(替代值)之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			景氣擴張期	景氣收縮期	差距	景氣擴張期	景氣收縮期	差距
公股銀行	5.600	5.604	5.552	5.728	-0.176	5.531	5.730	-0.199
民營銀行	7.485	6.629	7.423	7.651	-0.228	6.497	6.855	-0.358**
全體	6.998	6.373	6.940	7.151	-0.211	6.255	6.574	-0.319**
槓桿比率(估算值)之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			景氣擴張期	景氣收縮期	差距	景氣擴張期	景氣收縮期	差距
公股銀行	4.672	4.701	4.628	4.789	-0.161	4.635	4.816	-0.181*
民營銀行	6.410	5.659	6.353	6.563	-0.210	5.547	5.850	-0.303**
全體	5.960	5.419	5.908	6.102	-0.194	5.319	5.592	-0.273**

說明：*與**分別代表顯著水準10%與5%。

除了表7與表8所呈現個別銀行之資本適足率與槓桿比率平均值與表4與表6所顯示總合資料之平均值相去不遠外，我們亦發現個別銀行的資本適足率與槓桿比率的波動特色

也與總合資料所呈現的相當類似。然而，部份銀行在國內重大金融事件期間或之後，其資本適足率與槓桿比率出現較平均值更劇烈的波動。

表8 個別銀行資本適足率與槓桿比率之平均值：信用寬鬆期與緊縮期

資本適足率之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			信用寬鬆期	信用緊縮期	差距	信用寬鬆期	信用緊縮期	差距
公股銀行	10.768	11.266	10.904	10.555	0.349	11.534	11.050	0.484**
民營銀行	10.687	11.545	10.791	10.526	0.265	11.637	11.470	0.167
全體	10.708	11.475	10.820	10.533	0.287	11.611	11.365	0.246**
槓桿比率(替代值)之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			信用寬鬆期	信用緊縮期	差距	信用寬鬆期	信用緊縮期	差距
公股銀行	5.600	5.604	6.100	5.068	1.032**	5.897	5.368	0.529**
民營銀行	7.485	6.629	7.707	7.250	0.457**	6.897	6.413	0.484**
全體	6.998	6.373	7.291	6.687	0.604**	6.646	6.152	0.494**
槓桿比率(估算值)之平均值 (%)								
	Basel II 前	Basel II 後	Basel II 前			Basel II 後		
			信用寬鬆期	信用緊縮期	差距	信用寬鬆期	信用緊縮期	差距
公股銀行	4.672	4.701	5.091	4.227	0.864**	4.960	4.492	0.468**
民營銀行	6.410	5.659	6.595	6.214	0.381**	5.889	5.473	0.416**
全體	5.960	5.419	6.205	5.701	0.504**	5.656	5.228	0.428**

說明：*與**分別代表顯著水準10%與5%。

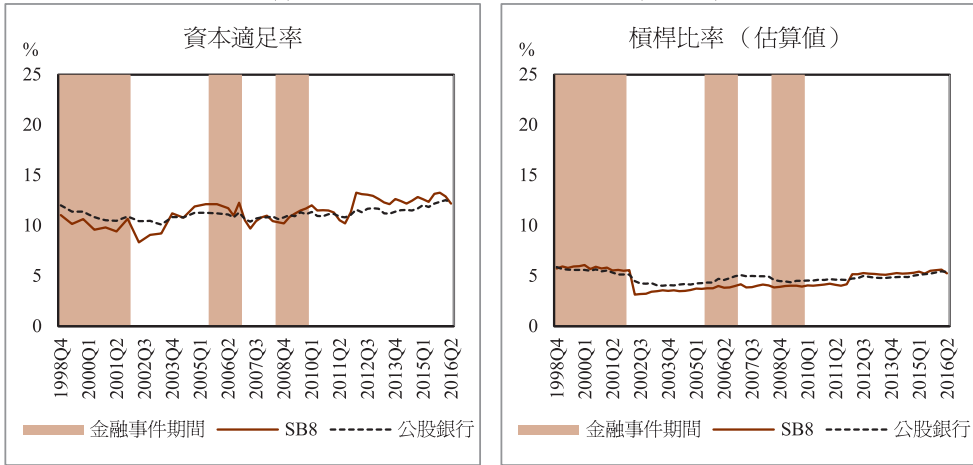
在圖9中，我們繪出所特別選出之六家銀行資本適足率與槓桿比率的波動狀況。在圖中，灰底部分代表國內重大金融事件發生期間，虛線為前述利用總合資料所計算的資本適足率與槓桿比率，實心線則是「個別銀行」的資本適足率與槓桿比率。我們選取的六家銀行虛擬代號分別為「SB8」、「CB30」、「CB7」、「CB25」、「CB28」與「CB32」，其分別屬於公股銀行、大型民營銀行與中小型民營銀行。圖中可見在國內重大金融事件發生期間與之後，這些銀行的資本適足率與槓桿比率皆出現明顯的波動。公股銀行之一的「SB8」在本土金融風暴後，其資本適足率與槓桿比

率均出現明顯下滑；在雙卡風暴期間大型民營銀行之一的「CB30」以及中小型民營銀行的「CB7」、「CB25」、「CB28」與「CB32」，其資本適足率或槓桿比率呈現明顯下滑。特別值得注意的是，其中的兩家銀行：「CB25」與「CB32」，在雙卡風暴期間後，其槓桿比率下滑幅度遠較資本適足率劇烈，此提供了槓桿比率確能彌補資本適足率之不足，即時反映銀行風險增加的案例。

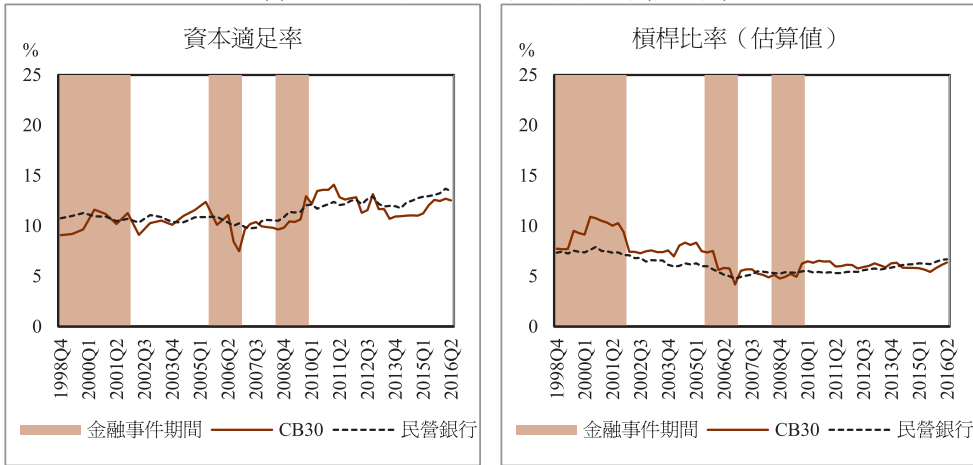
除了上述六家銀行外，我們發現亦有其他銀行的資本適足率與槓桿比率呈現與總合資料所顯示不同的波動狀況，但限於篇幅，本文不一一列出。

圖9 個別銀行之資本適足率與槓桿比率

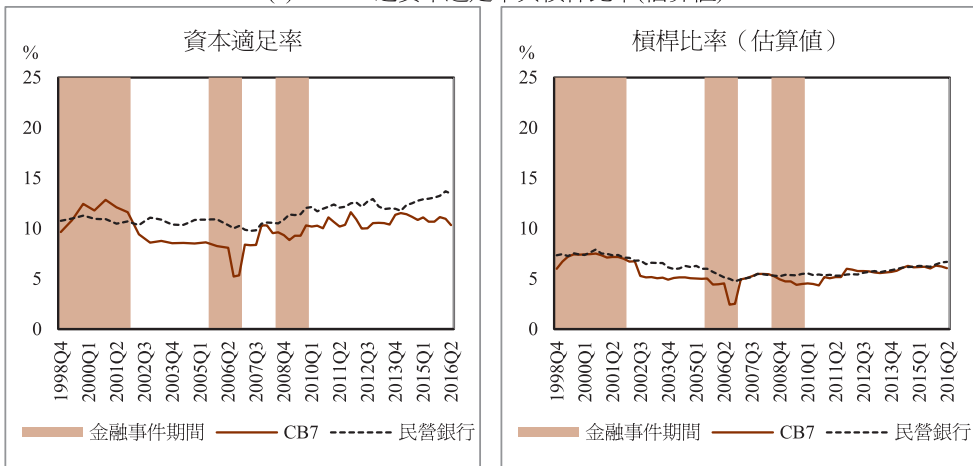
(a) SB8 之資本適足率與槓桿比率(估算值)



(b) CB30 之資本適足率與槓桿比率(估算值)



(c) CB7 之資本適足率與槓桿比率(估算值)

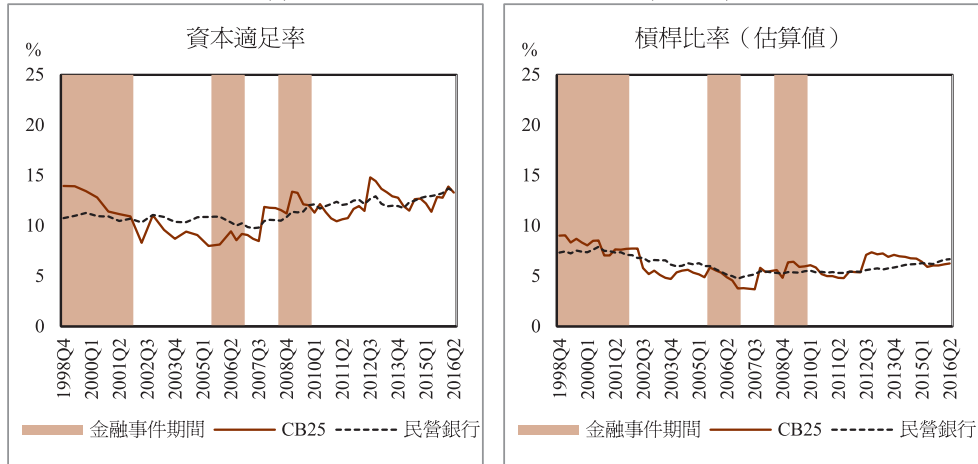


(接下頁)

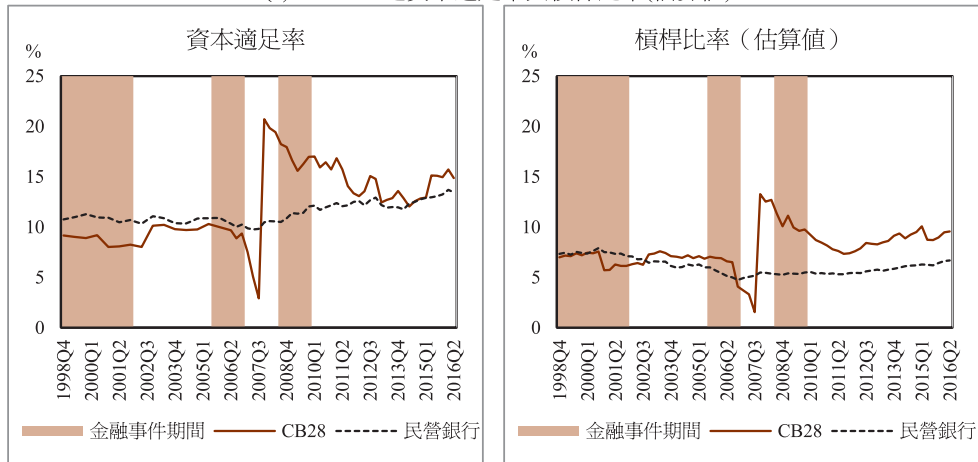
(續上頁)

圖9(續) 個別銀行之資本適足率與槓桿比率

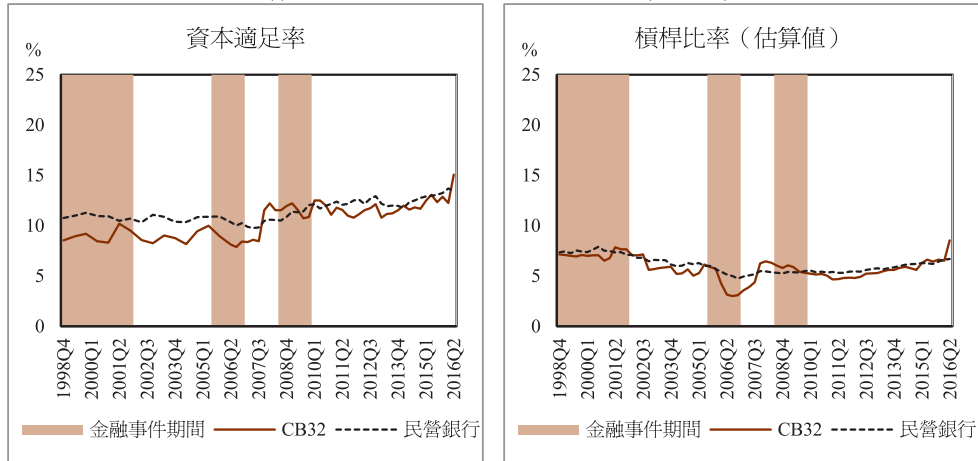
(d) CB25 之資本適足率與槓桿比率(估算值)



(e) CB28 之資本適足率與槓桿比率(估算值)



(f) CB32 之資本適足率與槓桿比率(估算值)



伍、迴歸模型與實證結果

在本節中，我們利用迴歸分析檢驗1998年第四季至2016年第二季本國銀行槓桿比率與資本適足率在景氣循環與信用循環過程中變化，並檢視此二比率的循環程度差異。此外，為了瞭解Basel II是否導致資本適足率更加順景氣循環，以及槓桿比率是否可作為資本適足率良好的輔助措施，我們在迴歸式中加入與Basel II實施時期相關的虛擬變數，以檢視Basel II實施前與後資本適足率與槓桿比率循環性的差異。

我們的基本迴歸模型設定如下：

$$CAR_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{循環變數}_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$LR_t = \beta_0 + \beta_1 \text{循環變數}_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中， CAR_t 代表資本適足率， LR_t 代表槓桿比率。我們分別利用公股銀行、民營銀行、以及全體銀行資料所計算的總合資本適足率與槓桿比率，估計迴歸式(1)與(2)。循環變數如前一節所述，分別為(1)GDP缺口(2)實質GDP成長率(3)信用缺口(4)CAPE ratio(5)房價指標(6)出口佔GDP比重。^{註10} 我們估計時每次僅納入一項循環變數。根據第一節的敘述，如果槓桿比率可作為資本適足率的輔助措施，其應呈現較資本適足率弱的順循環特徵，即 α_1 與 β_1 皆大於零且 α_1 大於 β_1 。

為了檢視Basel II實施前與後資本適足率與槓桿比率循環性的差異，我們亦估計以下迴歸式：

$$CAR_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Basel2}_t + \alpha_2 \text{循環變數}_{t-1} + \alpha_3 (\text{Basel2}_t \times \text{循環變數}_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$LR_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Basel2}_t + \beta_2 \text{循環變數}_{t-1} + \beta_3 (\text{Basel2}_t \times \text{循環變數}_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中， Basel2 為虛擬變數，自2007年起， Basel2 之值設定為 1，其他時段其值設定為 0。實施Basel II之後，國內銀行為滿足資本適足之規範，資本適足率應會提升，因此我們預期 α_1 之值應大於0；此外，資本適足率可能會更加順景氣循環，此時 α_3 之值會大於0。如果資本適足率的順循環程度大於槓桿比率，則 α_2 應大於 β_2 且 $\alpha_2 + \alpha_3$ 應大於 $\beta_2 + \beta_3$ 。

除了利用迴歸式(1)~(4)的估計來檢視銀行總合資料所計算的資本適足率與槓桿比率的循環特性外，我們也利用個別銀行的追蹤資料估計以下迴歸式，以進一步檢視適足率與槓桿比率的循環特性：

$$CAR_{it} = \alpha_i + \alpha_1 \text{循環變數}_{it-1} + \alpha_2 X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$LR_{it} = \beta_i + \beta_1 \text{循環變數}_{it-1} + \beta_2 X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中， X 為與銀行特性相關的控制變數，本文參考Brei and Gambacorta(2016)，並考量我們可取得的資料，以銀行資產規模(Size)、與銀行風險相關的備抵呆帳覆蓋率(Risk)，以及與銀行獲利能力相關的資產報酬率(ROA)作為控制變數；這些控制變數一般被認為是影響銀行資本管理的重要因素，例如

Ayuso et al. (2004)。此外，我們亦在迴歸式中納入虛擬變數*Basel2*，以檢視Basel II實施前與後資本適足率與槓桿比率循環性的差異，如下式：

$$CAR_{it} = \alpha_i + \alpha_1 Basel2_t + \alpha_2 \text{循環變數}_{t-1} + \alpha_3 (Basel2_t \times \text{循環變數}_{t-1}) + \alpha_4 X_{it-1} + \alpha_5 (Basel2_t \times X_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$LR_{it} = \beta_i + \beta_1 Basel2_t + \beta_2 \text{循環變數}_{t-1} + \beta_3 (Basel2_t \times \text{循環變數}_{t-1}) + \beta_4 X_{it-1} + \beta_5 (Basel2_t \times X_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

關於以上迴歸式(5)~(8)的估計，個別銀行間的差異將造成解釋變數與誤差項具有相關性，使得估計無效率；因此，上述迴歸模型皆將固定效果(fixed effect)納入考量，且所有估計檢定皆採用穩健異質標準誤差。

我們首先探討公股銀行、民營銀行與全體銀行各別組內總合的資本適足率與槓桿比率之循環性。在探討資本適足率與槓桿比率各迴歸式的估計結果時，我們以與景氣循環最為相關的GDP缺口以及與信用循環最為相關的信用缺口對資本適足率與槓桿比率的影響作為分析重點，以瞭解此二比率的景氣與信用循環特色。^{註11}

在表9中，我們列出迴歸式(1)與(2)的估計結果，從表中可觀察到，當應變數為資本適足率時，GDP缺口的係數為負值，但在統計上並不顯著，此顯示資本適足率具有微弱的「逆景氣循環」特徵；此外，代表信用循環的變數：信用缺口，其係數多為正值且

顯著異於零，顯示資本適足率具「順信用循環」特色。另一方面，當應變數為槓桿比率時，公股銀行的GDP缺口係數為統計上顯著的正值，顯示槓桿比率呈現「順景氣循環」特色，但民營銀行的GDP缺口係數為負值，且統計上不顯著，顯示槓桿比率呈現微弱的「逆景氣循環」特色。此外，當應變數為槓桿比率時，信用缺口的係數皆為正值且顯著異於零，顯示槓桿比率具「順信用循環」特色。若進一步比較槓桿比率與資本適足率的循環性，我們發現，相較於資本適足率，槓桿比率一般呈現較強烈的順景氣循環與順信用循環波動。

在表10中，我們列出迴歸式(3)與(4)的估計結果，表中循環變數之係數，即迴歸式(3)與(4)中的 α_2 與 β_2 ，分別代表Basel II實施前資本適足率與槓桿比率的循環特性。從該表我們發現，當應變數為資本適足率時，GDP缺口的係數皆為正值但在統計上並不顯著，顯示在Basel II實施之前，資本適足率具有微弱的「順景氣循環」特色。另，當應變數為槓桿比率時，GDP缺口的係數皆為正值，且有若干呈現統計上顯著，顯示在Basel II實施之前，槓桿比率具有較資本適足率為強的「順景氣循環」特色。至於資本適足率與槓桿比率在Basel II實施前的信用循環特色，根據表10所示，當應變數為資本適足率時，信用缺口的係數均呈現顯著正值，顯示在Basel II實施之前，資本適足率具有順信

用循環的特徵。此外，當應變數為槓桿比率時，信用缺口的係數均呈現顯著正值，顯示在Basel II實施之前，槓桿比率亦具有順信用循環的特徵。

表9 迴歸式(1)與(2)之估計結果

	公股銀行		民營銀行		全體	
	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率
	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)
1.GDP 缺口	-0.046 (0.056)	0.109** (0.048)	-0.076 (0.108)	-0.041 (0.090)	-0.061 (0.077)	0.055 (0.053)
2.GDP 成長率	-0.064* (0.034)	-0.008 (0.031)	-0.115* (0.065)	-0.008 (0.056)	-0.090* (0.046)	-0.012 (0.033)
3.信用缺口	0.007** (0.002)	0.012** (0.001)	0.004 (0.004)	0.009** (0.003)	0.006** (0.002)	0.011** (0.001)
4.CAPE ratio	0.036** (0.007)	0.016** (0.007)	0.059** (0.014)	-0.034** (0.013)	0.048** (0.010)	0.002 (0.008)
5.房價指標	0.323** (0.037)	0.097** (0.046)	0.705** (0.058)	-0.189** (0.083)	0.508** (0.040)	0.028 (0.051)
6.出口佔GDP比重	0.020** (0.006)	-0.005 (0.006)	0.047** (0.011)	-0.063** (0.007)	0.033** (0.008)	-0.022** (0.006)

說明：表中列出各項循環變數之估計係數，括弧中之數值為穩健異質修正標準誤差值，*與**分別代表顯著水準10%與5%。樣本數為70。截距項之估計係數未在表中列出。

在表10中，*Basel2* 與循環變數之交乘項，即迴歸式(3)與(4)中的 α_3 與 β_3 ，代表實施*Basel II*之後與之前資本適足率與槓桿比率循環程度之差異；迴歸式(3)與(4)中的 $\alpha_2 + \alpha_3$ 與 $\beta_2 + \beta_3$ 則代表*Basel II*之後資本適足率與槓桿比率的循環特性。從估計結果我們發現，實施*Basel II*後，資本適足率與槓桿比率的順景氣循環特徵皆減弱，其中，資本適足率從原實施*Basel II*前的微弱順景氣循環

特徵，轉變為逆景氣循環波動特色，而槓桿比率在*Basel II*實施後則多仍維持微弱的順景氣循環波動特色。關於信用循環特徵方面，我們發現資本適足率與槓桿比率在實施*Basel II*之前，皆呈現統計上顯著的順信用循環特色，且槓桿比率順信用循環的波動幅度大於資本適足率，而在實施*Basel II*之後，資本適足率更加順信用循環，且資本適足率與槓桿比率的順信用循環程度變得十分接近。

表10 迴歸式(3)與(4)之估計結果

	公股銀行		民營銀行		全體	
	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率
	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)
1. Basel2	0.004** (0.001)	0.000 (0.001)	0.012** (0.002)	-0.010** (0.002)	0.008** (0.001)	-0.003** (0.001)
GDP 缺口	0.023 (0.095)	0.204** (0.088)	0.031 (0.156)	0.027 (0.136)	0.021 (0.116)	0.141 (0.095)
Basel2*GDP 缺口	-0.115 (0.113)	-0.136 (0.105)	-0.199 (0.186)	-0.060 (0.162)	-0.148 (0.139)	-0.114 (0.114)
2. Basel2	0.006** (0.002)	-0.000 (0.002)	0.014** (0.003)	-0.011** (0.002)	0.010** (0.002)	-0.003* (0.002)
GDP 成長率	0.042 (0.060)	-0.028 (0.059)	0.040 (0.101)	-0.124 (0.085)	0.038 (0.074)	-0.057 (0.062)
Basel2*GDP 成長率	-0.117 (0.071)	0.032 (0.070)	-0.124 (0.119)	0.082 (0.101)	-0.119 (0.088)	0.041 (0.073)
3. Basel2	0.004** (0.001)	0.001 (0.001)	0.012** (0.002)	-0.009** (0.001)	0.008** (0.001)	-0.002** (0.001)
信用缺口	0.006** (0.002)	0.013** (0.001)	0.002 (0.003)	0.007** (0.003)	0.004* (0.002)	0.011** (0.001)
Basel2*信用缺口	0.006* (0.003)	-0.003 (0.002)	0.008 (0.006)	0.005 (0.005)	0.008* (0.004)	0.001 (0.003)
4. Basel2	-0.002 (0.004)	-0.006 (0.004)	-0.006 (0.007)	-0.031** (0.006)	-0.005 (0.005)	-0.015** (0.004)
CAPE ratio	0.021* (0.011)	0.009 (0.011)	-0.007 (0.019)	-0.043** (0.016)	0.008 (0.014)	-0.009 (0.012)
Basel2*CAPE ratio	0.017 (0.016)	0.022 (0.016)	0.067** (0.028)	0.086** (0.023)	0.042** (0.020)	0.048** (0.017)
5. Basel2	0.024** (0.007)	0.026** (0.010)	-0.022* (0.013)	-0.044** (0.014)	0.003 (0.009)	0.001 (0.010)
房價指標	1.129** (0.191)	0.930** (0.253)	0.170 (0.339)	-0.455 (0.380)	0.711** (0.235)	0.459* (0.269)
Basel*房價指標	-0.744** (0.198)	-0.793** (0.261)	0.593* (0.351)	0.803** (0.393)	-0.139 (0.243)	-0.214 (0.278)
6. Basel2	0.011 (0.014)	-0.034** (0.012)	-0.014 (0.023)	-0.077** (0.014)	-0.002 (0.017)	-0.047** (0.011)
出口佔GDP比重	0.012 (0.012)	-0.035** (0.010)	-0.017 (0.019)	-0.097** (0.012)	-0.003 (0.015)	-0.053** (0.010)
Basel2*出口佔GDP比重	-0.011 (0.019)	0.051** (0.017)	0.038 (0.031)	0.105** (0.019)	0.013 (0.023)	0.067** (0.016)

說明：表中列出各項循環變數、Basel II 虛擬變數以及其交乘項之估計係數，括弧中之數值為穩健異質修正標準誤差值，*與**分別代表顯著水準10%與5%。樣本數為70。截距項之估計係數未在表中列出。

表9與表10的估計結果皆顯示，不論是否實施Basel II，本國銀行的資本適足率並沒有明顯比槓桿比率更為順景氣循環或順信用循環。接下來，我們將檢視銀行追蹤資料迴歸模型的估計結果，以驗證其結果是否與上述結果相同。

在表11中，我們列出迴歸式(5)與(6)的估

計結果，其呈現的結果與表9的估計結果相去不遠：GDP缺口的估計係值顯示，資本適足率具有顯著逆景氣循環的特徵，而槓桿比率則呈現順景氣循環的特徵。此外，資本適足率對於信用缺口的變動反應不顯著，但槓桿比率依舊呈現順信用循環的特徵。

表11 迴歸式(5)與(6)之估計結果

	公股銀行		民營銀行		全體	
	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
	(Std.Err.)	(Std.Err.)	(Std.Err.)	(Std.Err.)	(Std.Err.)	(Std.Err.)
1. GDP 缺口	-0.110** (0.047)	0.094** (0.027)	-0.072* (0.041)	0.004 (0.021)	-0.076** (0.032)	0.024 (0.017)
2. GDP 成長率	-0.108* (0.047)	0.097** (0.026)	-0.066 (0.041)	0.006 (0.021)	-0.070** (0.033)	0.027 (0.017)
3. 信用缺口	-0.001 (0.004)	0.011** (0.002)	-0.001 (0.003)	0.007** (0.001)	0.000 (0.002)	0.008** (0.001)
4. CAPE ratio	0.001 (0.019)	0.014 (0.009)	0.001 (0.018)	0.006 (0.006)	0.004 (0.015)	0.011* (0.006)
5. 房價指標	0.215 (0.201)	0.178 (0.142)	0.694** (0.218)	0.204** (0.087)	0.567** (0.179)	0.225** (0.072)
6. 出口佔GDP比重	0.004 (0.016)	-0.003 (0.009)	0.016 (0.025)	-0.017 (0.010)	0.015 (0.020)	-0.008 (0.008)

說明：表中列出各項循環變數之估計係數，括弧中之數值為穩健異質修正標準誤差值，*與**分別代表顯著水準10%與5%。公股、民營與全體銀行樣本數分別為528、1547與2075。截距項與控制變數之估計係數未在表中列出。

表12列出迴歸式(7)與(8)的估計結果，其與表10所列結果類似，顯示在Basel II實施之前，槓桿比率具有較資本適足率為強的順景氣循環與順信用循環特徵。實施Basel II後，資本適足率與槓桿比率皆轉變為傾向逆

景氣循環波動，但資本適足率逆景氣循環的程度較槓桿比率為強。表12結果與表10主要差異為，在實施Basel II之後，資本適足率與信用循環間缺乏關聯性，雖然槓桿比率仍維持順信用循環的特色。

表12 迴歸式(7)與(8)之估計結果

	公股銀行		民營銀行		全體	
	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率	資本適足率	槓桿比率
	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)
1. Basel2	0.317 (0.317)	-0.013 (0.143)	-0.122* (0.062)	-0.065* (0.034)	-0.013 (0.052)	-0.043** (0.021)
GDP 缺口	-0.097 (0.074)	0.237** (0.047)	0.122 (0.113)	0.105** (0.035)	0.072 (0.085)	0.134** (0.030)
Basel2*GDP 缺口	-0.028 (0.082)	-0.206** (0.050)	-0.236** (0.109)	-0.137** (0.040)	-0.184** (0.083)	-0.150** (0.033)
2. Basel2	0.317 (0.317)	-0.013 (0.143)	-0.122* (0.062)	-0.065* (0.034)	-0.013 (0.052)	-0.043** (0.021)
GDP 成長率	-0.089 (0.074)	0.238** (0.047)	0.123 (0.111)	0.106** (0.035)	0.074 (0.083)	0.134** (0.030)
Basel2*GDP 成長率	-0.036 (0.082)	-0.207** (0.049)	-0.238** (0.108)	-0.138** (0.040)	-0.186** (0.081)	-0.151** (0.033)
3. Basel2	0.317 (0.315)	0.022 (0.145)	-0.124* (0.062)	-0.064* (0.034)	-0.014 (0.052)	-0.041* (0.022)
信用缺口	0.000 (0.002)	0.012** (0.002)	0.004 (0.003)	0.006** (0.002)	0.003 (0.002)	0.007** (0.001)
Basel2*信用缺口	-0.001 (0.006)	-0.002 (0.004)	-0.005 (0.006)	0.004 (0.003)	-0.004 (0.004)	0.002 (0.002)
4. Basel2	0.319 (0.321)	-0.022 (0.147)	-0.127* (0.061)	-0.073** (0.034)	-0.019 (0.051)	-0.051** (0.022)
CAPE ratio	-0.017 (0.024)	0.012 (0.007)	-0.014 (0.021)	-0.014 (0.011)	-0.019 (0.017)	-0.009 (0.009)
Basel2*CAPE ratio	0.011 (0.028)	0.015 (0.012)	0.029 (0.020)	0.043** (0.015)	0.029* (0.017)	0.036** (0.012)
5. Basel2	0.327 (0.302)	0.011 (0.146)	-0.146** (0.056)	-0.082** (0.034)	-0.028 (0.050)	-0.050** (0.023)
房價指標	0.115 (0.761)	0.872** (0.223)	0.407 (0.523)	0.020 (0.252)	0.137 (0.445)	0.155 (0.214)
Basel2*房價指標	0.140 (0.728)	-0.646** (0.245)	0.265 (0.485)	0.325 (0.270)	0.389 (0.405)	0.133 (0.237)
6. Basel2	0.326 (0.320)	-0.032 (0.145)	-0.141** (0.062)	-0.081** (0.034)	-0.033 (0.052)	-0.065** (0.022)
出口佔GDP比重	-0.013 (0.041)	-0.018* (0.009)	-0.023 (0.025)	-0.037** (0.015)	-0.025 (0.022)	-0.031** (0.012)
Basel2*出口佔GDP比重	-0.002 (0.042)	0.027* (0.012)	0.034 (0.023)	0.038** (0.016)	0.030 (0.022)	0.034** (0.012)

說明：表中列出各項循環變數、Basel II 虛擬變數以及其交乘項之估計係數，括弧中之數值為穩健異質修正標準誤差值，*與**分別代表顯著水準10%與5%。公股、民營與全體銀行樣本數分別為528、1547與2075。截距項與控制變數之估計係數未在表中列出。

總括而言，本文迴歸分析的一項共同結論為：「本國銀行的槓桿比率呈現比資本適足率更強的順景氣循環與順信用循環波動特色」，而此發現有二種可能原因：第一、槓桿比率分子項(股東權益)順循環的程度較資本適足率分子項(自有資本)順循環的程度為高，此分子順循環差異的一個可能原因為，在景氣或信用緊縮時期，銀行因打銷呆帳而導致股東權益與自有資本減少時，其為了維持足夠的資本適足率，增加第二類資本工具的發行；因第二類資本工具並未計入股東權益，但計入自有資本，遂使得「股東權益/自有資本」下滑；第二、槓桿比率分母項(資產總額)順循環的程度較資本適足率分母項(風險性資產總額)順循環的程度為低，此分母順循環差異的一個可能來源為，在景氣或信用擴張期間，銀行的資產組合中，權重高的高風險資產比重增加，使得風險性資產總額增加的幅度大於資產總額增加的幅度。

為了探討上述「槓桿比率順循環程度大於資本適足率」的發現是來自於資本適足率與槓桿比率分子項或是分母項的變動差異，我們將上述迴歸式中資本適足率與槓桿比率的分母項互換，並進行迴歸估計，即迴歸式的應變數為：(1)自有資本/資產總額；(2)股東權益/風險性資產。在表13中，我們列出上述二迴歸式之估計結果，並比較其與表9中所列資本適足率與槓桿比率對GDP缺口、GDP成長率與信用缺口等循環變數之迴歸

係數。若造成「槓桿比率順循環程度大於資本適足率」的原因是此二比率的分子項變動差異，即股東權益的順循環程度大於自有資本，則欄(a)係數應小於欄(d)係數，且欄(b)係數應大於欄(c)係數；若造成「槓桿比率順循環程度大於資本適足率」的原因是此二比率的分母項變動差異，即風險性資產的順循環程度大於資產總額，則欄(a)係數應小於欄(c)係數，且欄(b)係數應大於欄(d)係數。根據上述的判斷準則，我們將造成「槓桿比率順循環程度大於資本適足率」的原因係來自二比率「分子項」(資本項)亦或「分母項」(資產項)的循環差異，整理於表中的欄(e)。如欄(e)所示，資本適足率與槓桿比率「分子項」與「分母項」的景氣循環特色均為構成「槓桿比率順景氣循環程度大於資本適足率」的原因。此外，對公股銀行而言，資本適足率與槓桿比率「分子項」的信用循環特色為「槓桿比率順信用循環程度大於資本適足率」的主要原因；對民營銀行而言，則資本適足率與槓桿比率「分子項」與「分母項」的信用循環特色均為構成「槓桿比率順信用循環程度大於資本適足率」的原因。

我們將本節迴歸分析的主要實證發現歸納如下：第一、銀行總合資料迴歸模型的實證結果顯示，若以GDP缺口當作景氣循環變數，在實施Basel II之前，槓桿比率與資本適足率皆呈現輕微順景氣循環的特色，且槓桿比率的順景氣循環程度大於資本適足率，在

實施Basel II之後，槓桿比率順景氣循環的程度降低，而資本適足率則呈現輕微的逆景氣循環；第二、個別銀行追蹤資料迴歸模型的實證結果顯示，若以GDP缺口當作景氣循環變數，在實施Basel II之前，槓桿比率與資本適足率皆呈現順景氣循環的特色，且槓桿比率的順景氣循環程度大於資本適足率；在實

施Basel II之後，此二比率呈現逆景氣循環特色，且資本適足率的逆景氣循環程度大於槓桿比率；第三、銀行總合與追蹤資料迴歸模型的實證結果顯示，在實施Basel II之前與之後，槓桿比率與資本適足率多半呈現順信用循環且槓桿比率的順信用循環程度大於資本適足率。

表13 「槓桿比率順景氣循環程度大於資本適足率」之來源

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
	資本適足率 ($= \frac{\text{自有資本}}{\text{風險性資產}}$)	槓桿比率 ($= \frac{\text{股東權益}}{\text{資產總額}}$)	自有資本 資產總額	股東權益 風險性資產	差異來源
	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	Coef. (Std.Err.)	
<u>公股銀行</u>					
1. GDP 缺口	-0.046 (0.056)	0.109** (0.048)	0.030 (0.038)	0.102 (0.069)	分子與分母
2. GDP 成長率	-0.064* (0.034)	-0.008 (0.031)	-0.007 (0.023)	-0.049 (0.043)	分母
3. 信用缺口	0.007** (0.002)	0.012** (0.001)	0.008** (0.001)	0.013** (0.002)	分子
<u>民營銀行</u>					
1. GDP 缺口	-0.076 (0.108)	-0.041 (0.090)	-0.052 (0.076)	-0.060 (0.092)	分子與分母
2. GDP 成長率	-0.115* (0.065)	-0.008 (0.056)	0.002 (0.047)	-0.101* (0.055)	分母
3. 信用缺口	0.004 (0.004)	0.009** (0.003)	0.006** (0.002)	0.008** (0.003)	分子與分母
<u>全體</u>					
1. GDP 缺口	-0.061 (0.077)	0.055 (0.053)	0.002 (0.047)	0.030 (0.074)	分子與分母
2. GDP 成長率	-0.090* (0.046)	-0.012 (0.033)	-0.007 (0.029)	-0.075* (0.045)	分母
3. 信用缺口	0.006** (0.002)	0.011** (0.001)	0.007** (0.001)	0.011** (0.002)	分子

說明：此表為利用迴歸式(1)與(2)進行估計之結果，各欄之應變數分別為：(a)資本適足率、(b)槓桿比率、(c)自有資本/資產總額，與(d)股東權益/風險性資產。表中列出各項循環變數之估計係數，括弧中之數值為穩健異質修正標準誤差值，*與**分別代表顯著水準10%與5%。樣本數為70。截距項之估計係數未在表中列出。

陸、結 論

本文利用1998年第四季至2016年第二季本國32家銀行的資料，檢視Basel III 新增訂的非風險計算基礎的槓桿比率與風險加權的資本適足率之景氣循環與信用循環特性，並分析槓桿比率是否可作為風險加權資本適足率規定的重要輔佐規定以提升整體金融體系的穩定性。本文主要的實證結果歸納如下：

1. 銀行總合資料迴歸模型的實證結果顯示，若以GDP缺口當作景氣循環變數，在實施Basel II之前，槓桿比率與資本適足率皆呈現輕微順景氣循環的特色，且槓桿比率的順景氣循環程度大於資本適足率，在實施Basel II之後，槓桿比率順景氣循環的程度降低，而資本適足率則呈現輕微的逆景氣循環。
2. 個別銀行追蹤資料迴歸模型的實證結果顯示，若以GDP缺口當作景氣循環變數，在實施Basel II之前，槓桿比率與資本適足率皆呈現順景氣循環的特色，且槓桿比率的順景氣循環程度大於資本適足率；在實施Basel II之後，此二比率呈現逆景氣循環特色，且資本適足率的逆景氣循環程度大於槓桿比率。
3. 銀行總合與追蹤資料迴歸模型的實證結果顯示，在實施Basel II之前與之

後，槓桿比率與資本適足率多半呈現順信用循環或輕微順信用循環的特色，且槓桿比率的順信用循環程度大於資本適足率。

本文最重要的實證發現為：「本國銀行的槓桿比率呈現比資本適足率更強的順景氣循環與順信用循環波動特性」，我們發現此結果來自二項原因：第一、槓桿比率分子項(股東權益)順循環的程度較資本適足率分子項(自有資本)順循環的程度為高，此分子項順循環差異的一項可能原因為，在景氣或信用緊縮時期，銀行因打銷呆帳導致保留盈餘減少時，為了維持足夠的資本適足率，增加第二類資本工具的發行，因第二類資本工具並未計入股東權益，但卻計入自有資本，遂使得「股東權益/自有資本」下滑，此造成「股東權益/自有資本」順循環的波動；第二、槓桿比率分母項(資產總額)順循環的程度較資本適足率分母項(風險性資產總額)順循環的程度為低，此分母順循環差異的一項可能原因為，我國銀行目前皆以「標準法」計算風險加權之資本計提，風險權數不似國外「內部評等基準法」會有逆景氣循環或逆信用循環的波動，且在景氣或信用擴張期間，銀行的資產組合中，權重高的高風險資產比重增加，使得風險性資產總額增加的幅度大於資產總額。我們透過進一步的檢驗發

現，上述資本適足率與槓桿比率的分子與分母項的變動特色均為構成「槓桿比率順循環程度大於資本適足率」的原因。

本文的實證結果與國外文獻的發現不盡相同；例如，Brei and Gambacorta (2016)對14個先進國家105家銀行的跨國實證研究顯示「槓桿比率呈現較資本適足率更強的逆景氣與逆信用循環特性」，而此實證發現提供了支持Basel III最低槓桿比率規範的有利證據：「最低槓桿比率對銀行信用創造的限制在景氣與信用擴張階段自動趨嚴，而在景氣與信用緊縮階段自動趨寬」。而本文的實證研究並未發現上述「槓桿比率呈現較資本適足率更強的逆景氣與逆信用循環(或更弱的順景氣與順信用循環)的波動特性」，準此，本文的實證發現無法支持Basel III新槓桿比率規範能有效降低國內信用與景氣波動的論述。然而，從個別銀行的資本適足率與槓桿比率的歷史資料，我們亦發現若干銀行在國內重大金融事件發生期間或之後，其槓

桿比率下降的幅度遠較資本適足率劇烈，顯示槓桿比率變動比資本適足率更能即時反映個別銀行的風險。

總括而言，本文的實證發現係基於過去有限樣本期間的歷史資料，且國內對於Basel III相關措施於2013年起才逐步實施，而2013至2019年為過渡期，因此新槓桿比率規範對降低國內信用與總體波動效果更嚴謹的評估，尚待更充裕的經驗與資料方得為之。此外，本文的一個有趣發現為，本國銀行資本適足率與槓桿比率間之相關係數在Basel III實施前與實施後有重大的變化，Basel III實施後該二比率的相關係數遠高於Basel III實施前之相關係數，此提供了Basel III將最低槓桿比率規範作為風險加權資本適足率的輔助措施影響到銀行風險資產與資本管理的初步證據，而其影響的方式與管道，則待可取得更充裕的資料後，方得進行更深入的研究。

附 註

- (註1) 2010年9月12日以前發行之次順位債券及特別股，若不符合新規定之發行條件（尤其是須有Bail-in條款），須以每年至少遞減10%之方式計入自有資本；至於2010年9月12日至2012年12月31日間發行之次順位債券及特別股，若不符合新規定條件，自2013年起全數不得計入自有資本。
- (註2) 公股銀行係指八大行庫，包括：百分百公營的兩大公股銀行以及公股銀行民營化的六家銀行，公股銀行之外的銀行則皆係民營銀行。
- (註3) Drehmann et al. (2010)指出，由於信用循環的波幅通常比景氣循環長，以HP濾波器估算信用變數的長期趨勢時，建議季資料的 λ 值設定為400000。
- (註4) 臺灣50指數的成分股為臺灣股市中較具規模之企業，且這些企業的市值佔臺灣股市市值約七成，故對整體股市有足夠的代表性。
- (註5) 最近一次景氣峰谷認定日期是2014年10月，此為第14循環之高峰日期，由於谷底日期尚未發布，本文暫將2014年第四季之後的資料認定為景氣收縮期。
- (註6) 由於每一季銀行資料個數不定，在此的分子與分母項成長率為每一季的平均值。
- (註7) 2010-2012年曾發生歐洲主權債務危機，但其對我國銀行業的影響層面較小，故本文未將此事件納入。
- (註8) 圖中呈現公股銀行與信用狀態間的關係密切。這可能與我們採用的信用資料有關，此筆資料中公股銀行之信用占多數，因此信用缺口之趨勢與公股銀行相當類似。
- (註9) 本文採用2015年後之正式公開的資料估算在此之前的槓桿比率，此係因2013年Q4至2014年Q4的槓桿比率明顯低於2015年Q1之後的數值，且2014年Q4至2015年Q1之間出現不明原因的明顯差距。為確保估算結果貼近真實，我們遂採用銀行實際申報槓桿比率的資料，而不包含試算期間的資料。
- (註10) 為了較清楚呈現並比較估計係數，我們將循環變數中的CAPE ratio與房價指標進行單位轉換：（1）CAPE ratio除以100；（2）房價指標乘以100。
- (註11) 在進行迴歸式估計之前，我們須將資料頻率不一致的資本適足率轉換成相同的頻率，利用Eviews內建的內插法功能，以線性內插方式將1998年第四季至2006年第二季的半年資料轉換成季資料。

參考文獻

中文文獻

黃朝熙、黃裕烈、黃淑君、謝依珊、楊茜文(2014)，資產價格與信用循環對金融穩定之影響效果分析，中央銀行季刊，第三十六卷第四期，15-50。

英文文獻

Acharya, V. and Richardson, M. (2009), "Causes of the Financial Crisis," *Critical Review*, 21, 195-210.

Ayuso, J., Pérez, D., and Saurina, J. (2004), "Are Capital Buffers Pro-cyclical? Evidence from Spanish Panel Data," *Journal of Financial Intermediation*, 13, 249-264.

Basel Committee on Banking Supervision (1988), "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards," Bank for International Settlements.

- _____ (2004), “Basel II:International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards:A Revised Framework,” Bank for International Settlements.
- _____ (2010), “Basel III:A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking systems,” Bank for International Settlements.
- _____ (2010), “Basel III:International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring,” Bank for International Settlements.
- _____ (2013). “Instructions for Basel III Monitoring,” Bank for International Settlements.
- _____ (2014). “Basel III Leverage Ratio Framework and Disclosure Requirements,” Bank for International Settlements.
- Brei, M. and Gambacorta, L. (2016), “Are Bank Capital Ratios Pro-cyclical? New Evidence and Perspectives,” *Economic Policy*, 31(86), 357-403.
- Campbell, J. Y. and Shiller, R. J. (2001), “Valuation Ratios and the Long Run Stock Market Outlook:An Update,” NBER Working Paper Series No.8221.
- Crawford, A., Graham, C., and Bordeleau, E. (2009), “Regulatory Constraints on Leverage:the Canadian Experience,” *Financial System Review*, 45-50.
- Drehmann, M., Borio, C., Gambacorta, L., Jimenez, G., and Trucharte, C. (2010), “Countercyclical Capital Buffers:Exploring Options,” *BIS Working Paper*, 317.
- Drehmann, M. (2013), “Total Credit as an Early Warning Indicator for Systemic Banking Crises”, *BIS Quarterly Review*, June.
- D’Hulster, K (2009), “The Leverage Ratio,” The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Note Number 11.
- FINMA – Swiss Financial Market Supervisory Authority(2009), “New Capital Adequacy Requirements in Switzerland Applicable for Large Banks:Higher Capital Ratio Targets and Leverage Ratio”.
- Heid, F. (2007), “The Cyclical Effects of the Basel II Capital Requirements,” *Journal of Banking and Finance*, 31, 3885-3900.
- Hellwig, M. (2010), “Capital Regulation after the Crisis:Business as usual?” Working Paper No. 31, Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
- Vallascas, F. and Hagendorff, J. (2013), “The Risk Sensitivity of Capital Requirements:Evidence from an International Sample of Large Banks,” *Review of Finance*, 17, 1947-1988.

國內經濟金融情勢（民國107年第2季）

總體經濟

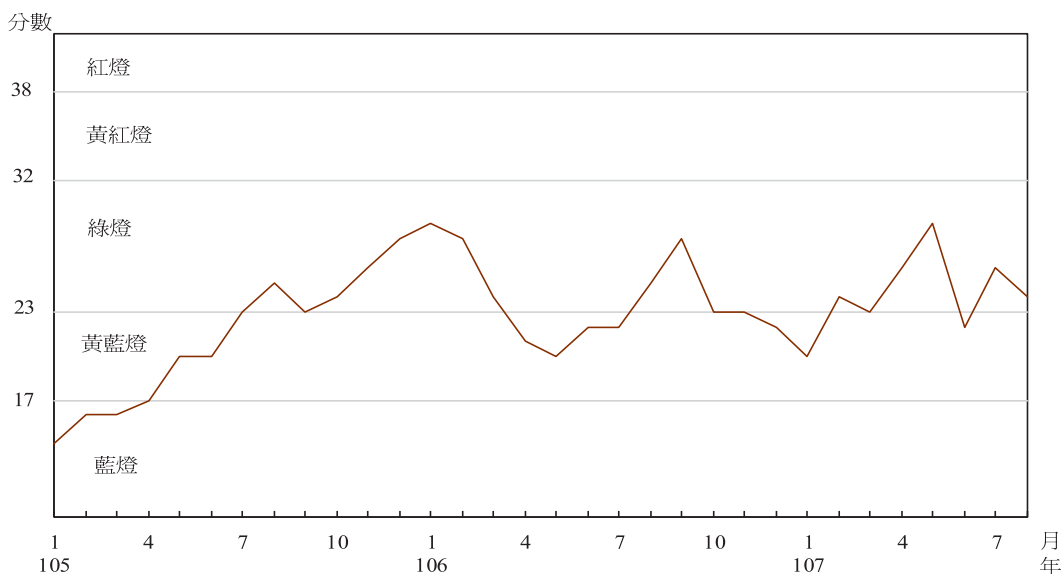
壹、國內經濟情勢

一、景氣溫和擴張

由於工業生產、製造業銷售量成長減緩，本(107)年8月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為24分，較上月減少2分(圖1)。景氣燈號續呈綠燈，領先指標、同時指標雖均下跌，惟跌幅尚緩，顯示國內景氣力道仍屬溫和。

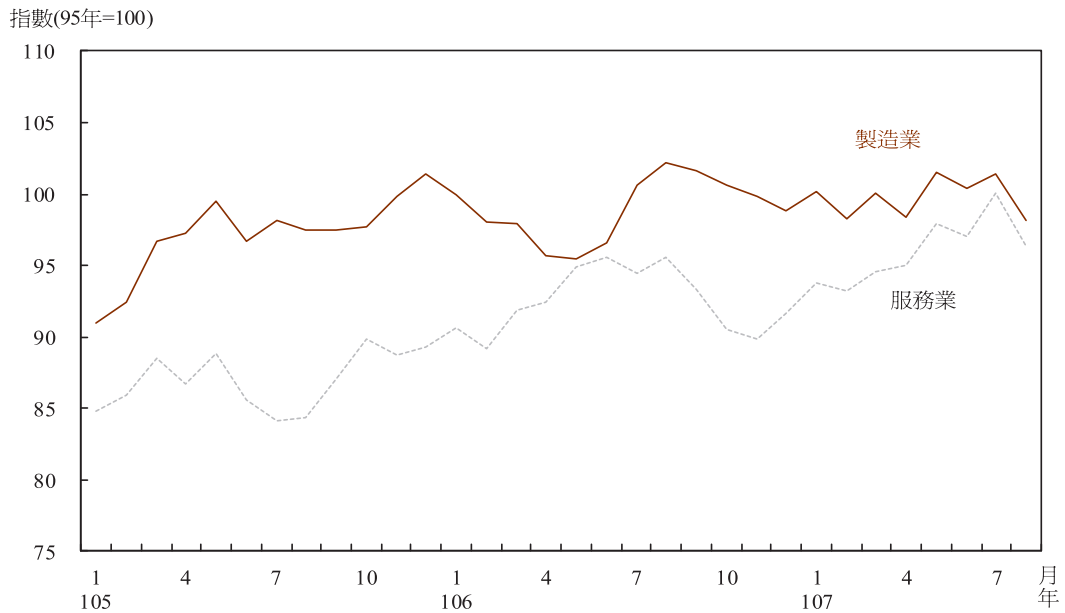
隨新興科技應用商機持續擴增，8月我國出口與外銷訂單持續成長；惟受美中貿易摩擦擴大影響，8月台經院製造業營業氣候測驗點由7月101.46點降至98.16點，服務業營業氣候點亦由100.08點降至96.39點(圖2)，顯示廠商對未來景氣看法傾向保守。

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

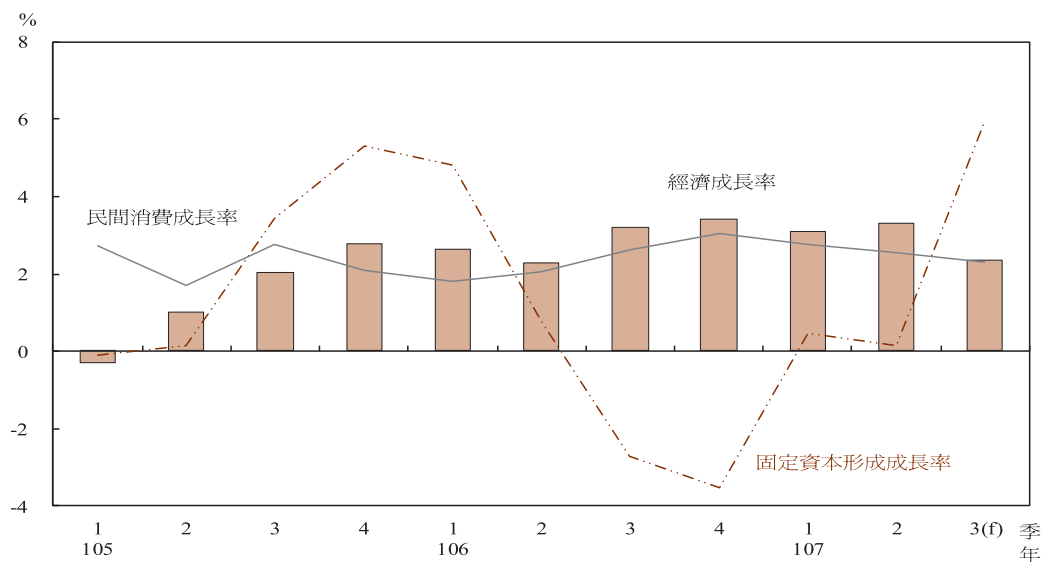


二、經濟連續4季成長逾3%

本年第2季，雖然半導體業者資本支出持續減緩，抑制民間投資成長，惟新興科技應用商機，以及海外機械需求強勁，出口持續活絡，加以政府消費成長優於預期，經濟成長率升為3.30%(圖3、表1)。

展望第3季，半導體廠商擴大資本支出，惟全球景氣擴張略緩，以及美中貿易摩擦擴大，加以上年同期基期較高，出口成長動能將放緩，主計總處預測經濟成長率降為2.36%，全年則為2.69%。

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			
105		1.41	2.32	3.72	2.27	2.77	-3.60	1.24	1.93	3.45
106		2.89	2.38	-1.15	-0.35	-1.35	0.67	5.46	7.46	5.18
107 f		2.69	2.47	3.12	4.58	4.26	7.84	5.06	3.35	4.74
106/2		2.28	2.05	0.84	0.80	0.26	-7.49	8.73	5.08	5.01
	3	3.18	2.62	0.90	-2.73	-4.35	1.79	6.07	11.28	6.82
	4	3.42	3.03	-1.65	-3.51	-4.94	-1.24	1.76	6.13	1.69
	107/1 r	3.10	2.76	6.60	0.45	0.74	-4.79	-0.15	6.30	6.15
	2 p	3.30	2.55	5.76	0.14	0.01	3.52	-0.77	6.29	4.48
	3 f	2.36	2.31	-0.49	5.96	5.08	14.54	8.87	1.15	4.48
	107年第2季 貢獻百分點 p	3.30	1.38	0.81	0.03	0.02	0.04	-0.02	3.97	2.32

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

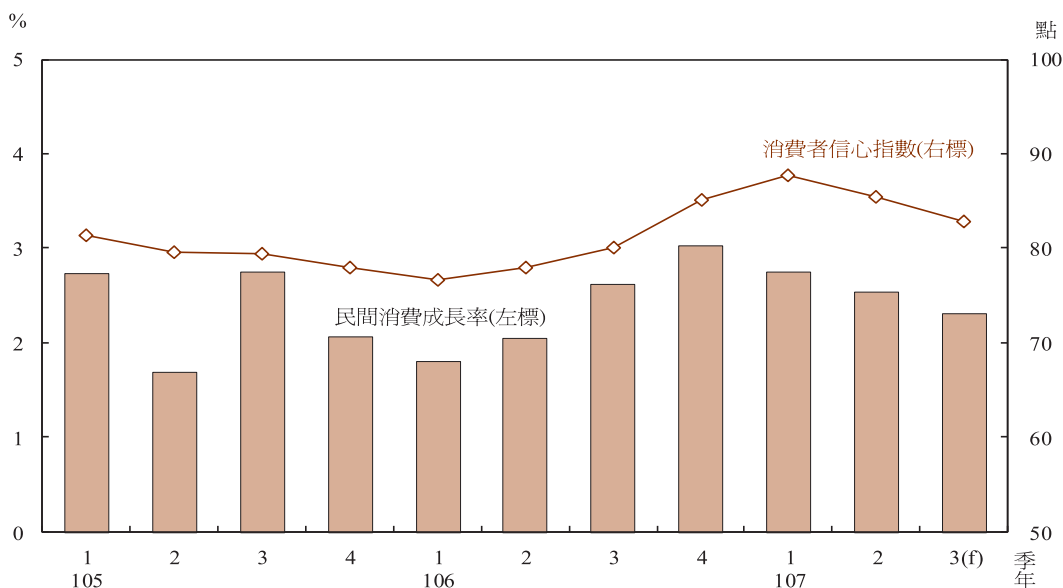
三、民間消費溫和成長

本年第2季，國內薪資穩健成長，加以股市交易活絡(第2季上市櫃股票成交值年增56.61%)，零售業及餐飲業營業額分別成長4.58%、5.42%，帶動民間消費溫和成長2.55%(圖4、表1)。

雖然企業獲利持續成長，現金股利發

放創新高，企業調薪亦趨積極，以及基本工資調漲與公務員調薪3%，平均薪資穩健增長；惟7月軍公教年金改革正式實施，民間消費意願可能略受影響，民眾消費信心下滑，主計總處預測第3季民間消費成長率降為2.31%；全年為2.47%，則係近3年來新高。

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

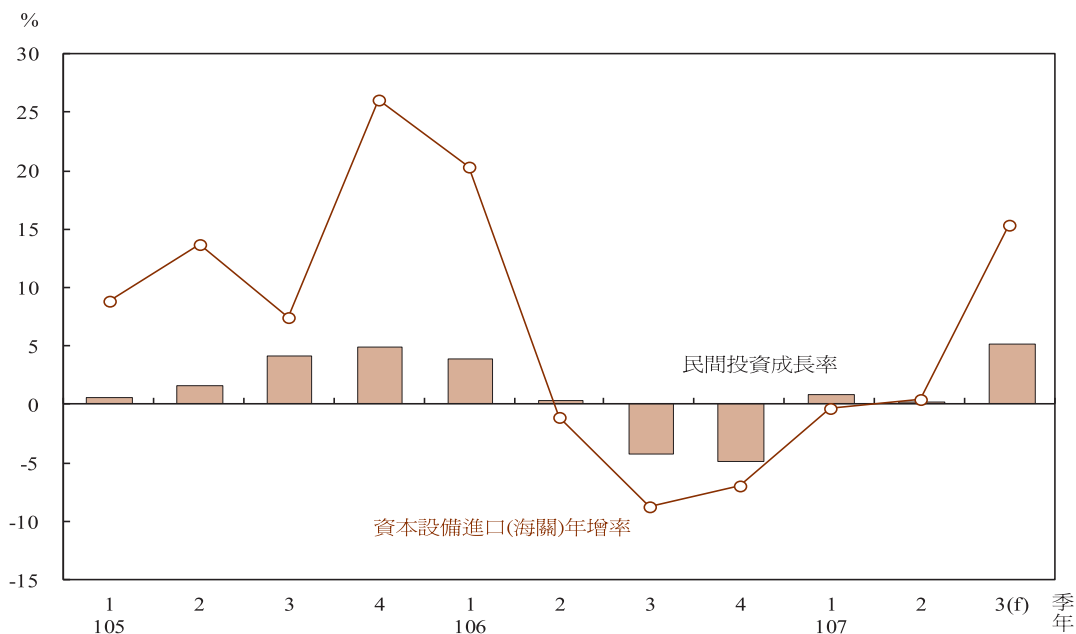
四、民間投資成長較緩

本年第2季，雖然營業用車及航空業者購機等投資增加，民間運輸工具投資成長12.05%，加以民間營建工程投資續成長4.91%；惟半導體業者資本設備進口續減1.66%，使民間機器設備投資續呈負成長8.75%，致整體民間投資成長率降為

0.01%(圖5、表1)。

由於半導體廠商提高資本支出，加以政府積極推動前瞻基礎建設，以及住宅陸續動工興建，營建工程投資可望持續成長，民間投資成長動能轉強，主計總處預測第3季民間投資成長5.08%；全年則成長4.26%，係近5年新高。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率



註：f 為預測數

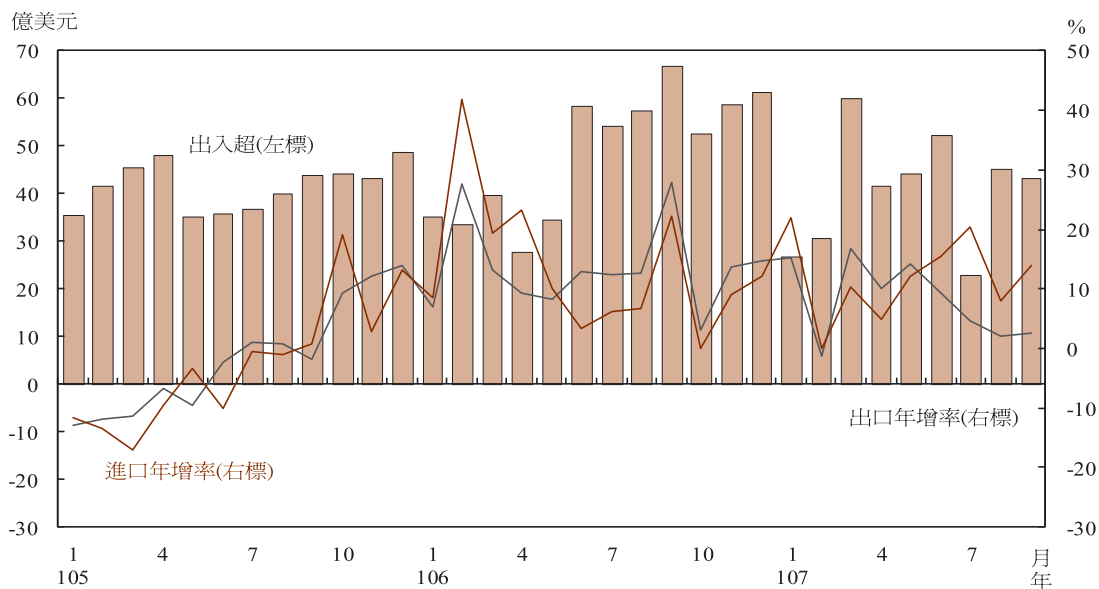
資料來源：財政部、行政院主計總處

五、外需穩健成長

本年第2季，由於科技應用創新商機、國際原油等農工原料價格續揚，加以海外機械設備需求強勁，出口續增11.21%(圖6)；進口則因出口衍生需求增加及國際原物料行情居高，亦年增10.66%，商品及服務併計之輸出及輸入成長率分別為6.29%及4.48%(表1)。

雖然新興科技應用需求持續擴增，加以國際原物料價格居高，7至9月出口持續增加，惟因基期較高，增幅減緩至3.07%；進口則因出口衍生需求，以及半導體設備進口大幅成長44.66%，致年增13.99%。主計總處預測第3季輸出及輸入成長率分別為1.15%、4.48%；全年則分別為3.35%、4.74%。

圖6 進出口貿易



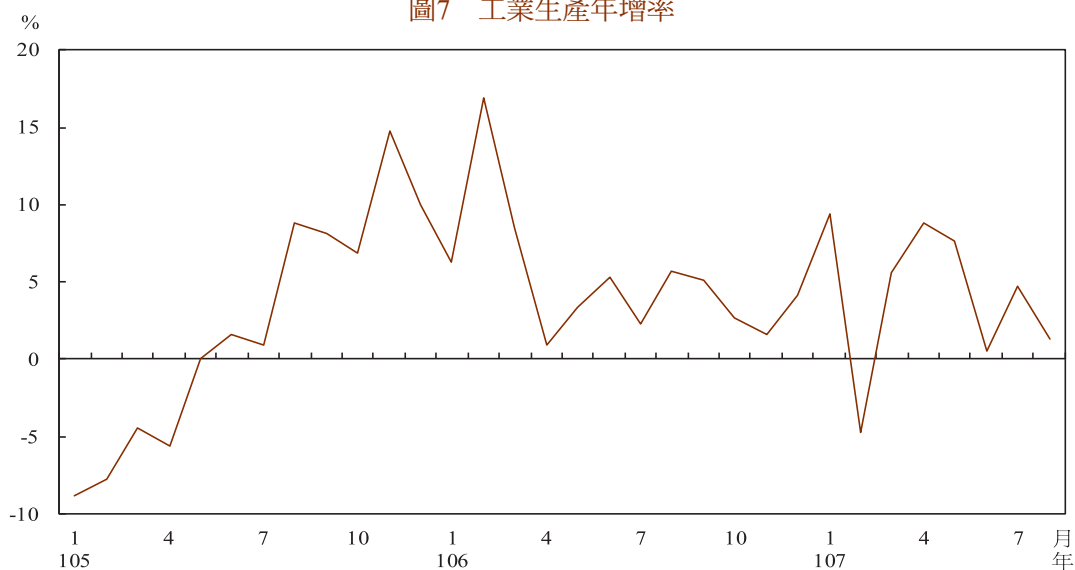
資料來源：財政部

六、工業生產成長減緩

因手機晶片庫存調整及虛擬貨幣挖礦需求降溫，致晶圓代工產量縮減，以及汽車及其零件業受進口車搶市影響減產，本年6月工業生產年增率減緩至0.51%，7月則回升為4.69%。8月因部分晶圓廠生產線受干擾致

生產遞延，加以汽車及其零件業逢傳統淡季而減產，年增率減緩為1.33%(圖7)，其中，權重最大之製造業(92.2%)成長1.85%；四大業別中，民生工業及資訊電子增產3.34%及3.20%，金屬機電及化學工業則分別減產0.25%及0.26%。

圖7 工業生產年增率



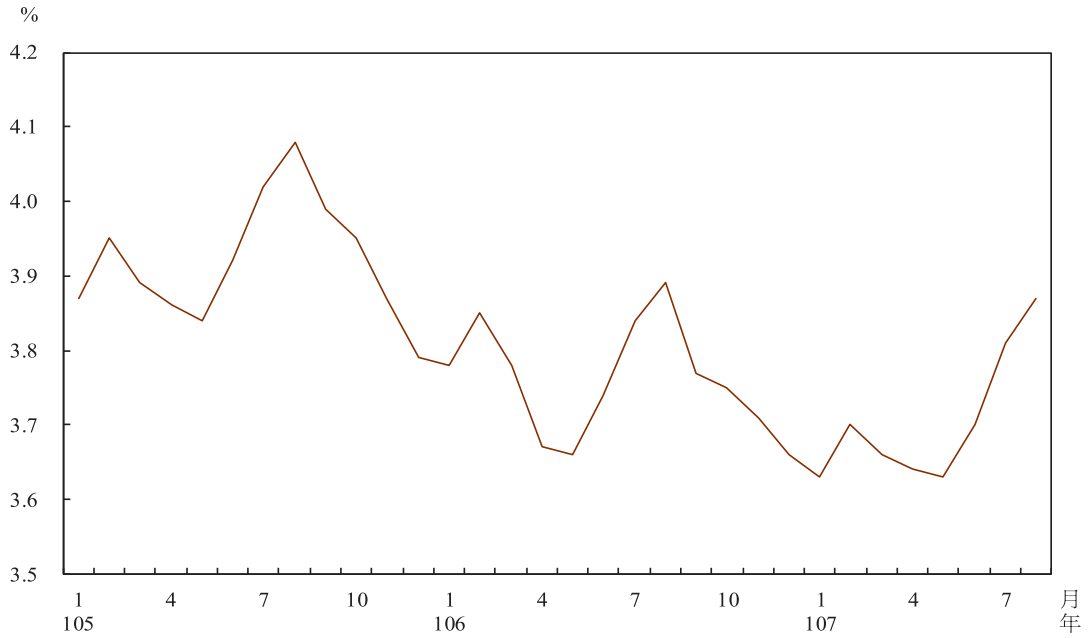
資料來源：經濟部

七、失業率季節性回升，薪資溫和成長

勞動市場情勢穩定，本年8月就業人數續增為1,145.9萬人(年增率為0.72%)；失業率反映季節性變化，自6月起，由於應屆畢業生投入勞動市場及暑期工讀生尋職而回升，8月升至3.87%(圖8)，惟仍係90年以來同月最低。

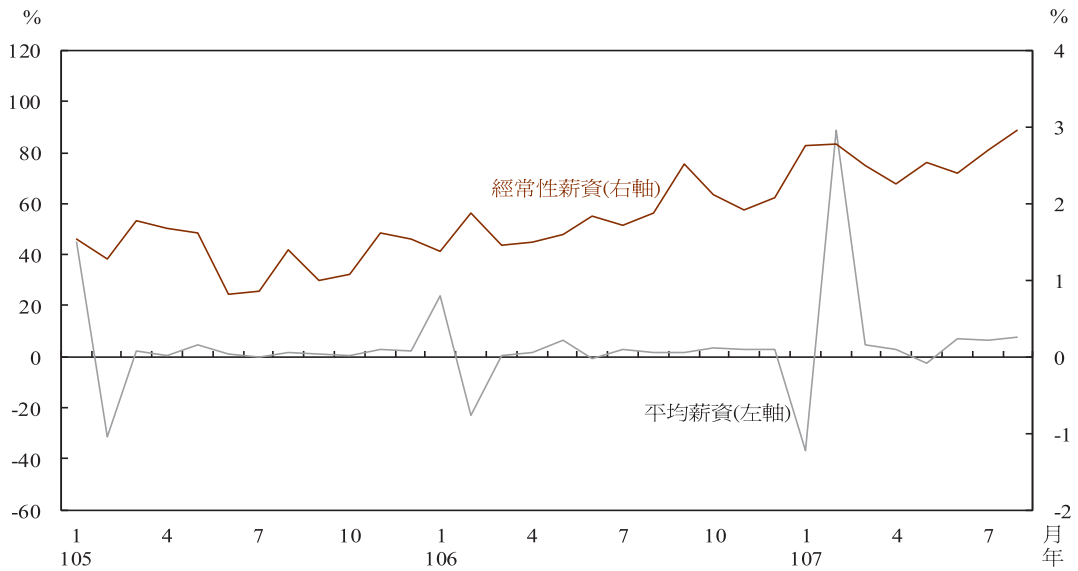
由於經濟穩健擴張，廠商獲利成長，加薪轉趨積極，8月工業及服務業受僱員工平均薪資年增率為7.44%，其中經常性薪資年增率為2.95%(圖9)。1至8月平均薪資年增率為4.39%，為104年以來同期新高；其中經常性薪資年增率為2.61%，係90年以來同期最大增幅。

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

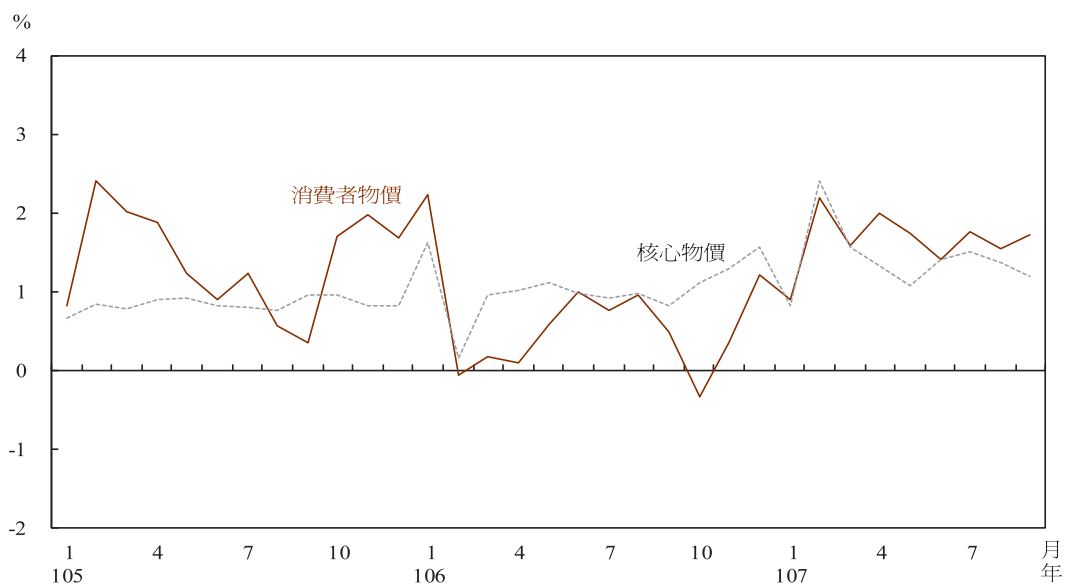
八、CPI漲幅回升，通膨展望溫和

本年5月起，陸續因電信業者推出行動通訊優惠方案，蔬菜價格受上年同期比較基期較高影響下跌，以及菸稅調高之遞延效應漸減，CPI年增率回降，至8月為1.54%；惟9月回升為1.72%，主因蔬菜受8月下旬豪雨影響，價格上揚，加以國內油料費漲幅增加

所致(圖10)；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率為1.20%。

1至9月平均CPI年增率為1.66%(表2)，主因香菸、油料費及蔬菜等價格上漲；核心CPI年增率則為1.40%，漲幅仍屬溫和。本行預測本年CPI年增率為1.50%。

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107年1至9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	1.66	1.66
香菸及檳榔	16	31.96	0.44
油料費	26	14.98	0.41
蔬菜	14	2.59	0.28
外食費	76	2.07	0.19
房租	146	0.85	0.14
燃氣	4	8.48	0.08
運輸費	28	2.40	0.07
教養娛樂服務	97	0.88	0.07
水產品	14	3.27	0.05
合計			1.73
水果	25	-13.01	-0.34
耐久性消費品	107	-1.01	-0.09
通訊費	29	-1.99	-0.06
合計			-0.49
其他			0.42

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

由於出口及政府消費支出優於預期，本年第2季經濟成長率上修。下半年出口因美中貿易摩擦持續，加以基期較高，致成長動能減緩；惟因政府積極推動前瞻基礎建設計畫及落實預算執行，且半導體業者擴大資

本支出，內需成為驅動經濟成長的主要動力。本行上調本年全年經濟成長率預測值至2.73%(表3)；國內外各預測機構預測值之平均數則為2.69%。

表3 國內外預測機構預測107年經濟成長率

單位：%

預測機構	中央銀行	主計總處	元大寶華	國泰台大	IHS Markit	EIU	平均值
發布日期	107.9.27	107.8.17	107.9.26	107.9.28	107.9.18	107.9.4	
實質國內生產毛額	2.73	2.69	2.60	2.80	2.74	2.60	2.69
實質民間消費支出	2.55	2.47	2.48	2.33	2.52	2.70	2.51
實質政府消費支出	3.13	3.12	---	---	3.84	3.20	3.32
實質固定投資	4.47	4.58	---	3.88	2.26	1.40	3.32
實質民間投資	4.13	4.26	3.61	---	---	---	4.00
實質政府投資	5.08	5.06	---	---	---	---	5.07
實質輸出	3.41	3.35	3.14	3.96	4.00	4.10	3.66
實質輸入	4.78	4.74	4.60	4.15	4.70	4.50	4.58

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

107年第2季我國經常帳順差17,820百萬 央行準備資產增加2,156百萬美元(表1及圖
美元，金融帳淨資產增加12,640百萬美元， 1)。

表1 國際收支

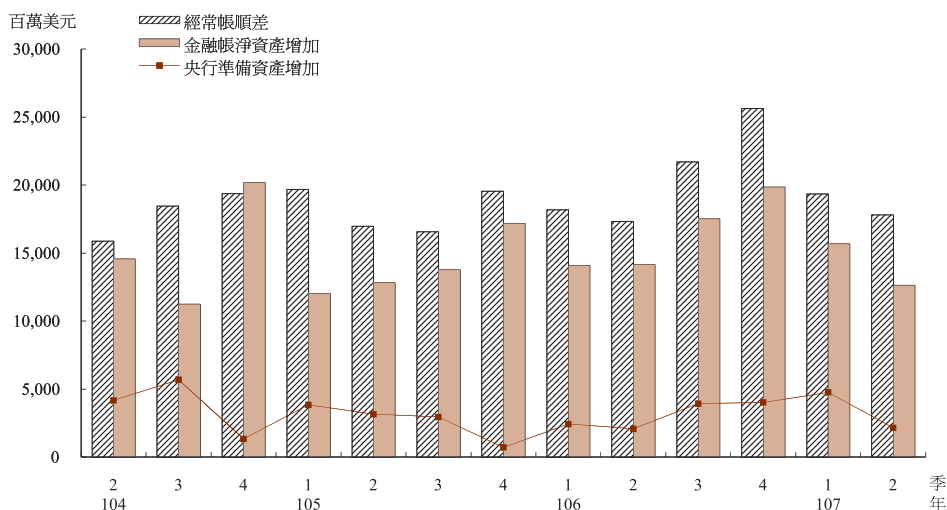
107年第2季暨106年第2季

單位：百萬美元

	(1) 107年 第2季	(2) 106年 第2季	(1)-(2)
A.經常帳	17,820	17,337	483
商品貿易淨額	19,414	17,506	1,908
商品：收入（出口）	91,623	84,551	7,072
商品：支出（進口）	72,209	67,045	5,164
服務收支淨額	-2,260	-2,262	2
服務：收入（輸出）	12,123	10,784	1,339
服務：支出（輸入）	14,383	13,046	1,337
初次所得收支淨額	1,375	3,165	-1,790
初次所得：收入	9,102	7,833	1,269
初次所得：支出	7,727	4,668	3,059
二次所得收支淨額	-709	-1,072	363
二次所得：收入	1,959	1,643	316
二次所得：支出	2,668	2,715	-47
B.資本帳	-3	-2	-1
C.金融帳	12,640	14,167	-1,527
直接投資：資產	2,370	3,676	-1,306
股權和投資基金	2,327	3,532	-1,205
債務工具	43	144	-101
直接投資：負債	3,156	701	2,455
股權和投資基金	3,125	2,494	631
債務工具	31	-1,793	1,824
證券投資：資產	15,392	9,288	6,104
股權和投資基金	-1,685	-317	-1,368
債務證券	17,077	9,605	7,472
證券投資：負債	-6,487	4,264	-10,751
股權和投資基金	-5,877	5,063	-10,940
債務證券	-610	-799	189
衍生金融商品：資產	-3,944	-2,864	-1,080
衍生金融商品：負債	-2,015	-1,932	-83
其他投資：資產	2,622	-2,352	4,974
其他投資：負債	9,146	-9,452	18,598
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	5,177	3,168	2,009
D.誤差與遺漏淨額	-3,021	-1,084	-1,937
E.準備與相關項目	2,156	2,084	72

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

圖1 國際收支



一、經常帳

商品方面，按國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍¹予以調整）計算，本季出口91,623百萬美元，較上年同季增加8.4%；進口72,209百萬美元，較上年同季增加7.7%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為19,414百萬美元，較上年同季增加1,908百萬美元或10.9%。

服務方面，本季服務貿易逆差2,260百萬美元，較上年同季減少2百萬美元或0.1%，主要係專業與管理顧問服務費收入增加。

初次所得方面，本季初次所得順差1,375百萬美元，較上年同季減少1,790百萬美元或56.6%，主要係支付非居民直接投資所得增

加。

二次所得方面，本季淨支出709百萬美元，較上年同季減少363百萬美元或33.9%，主要係保險理賠收入增加。

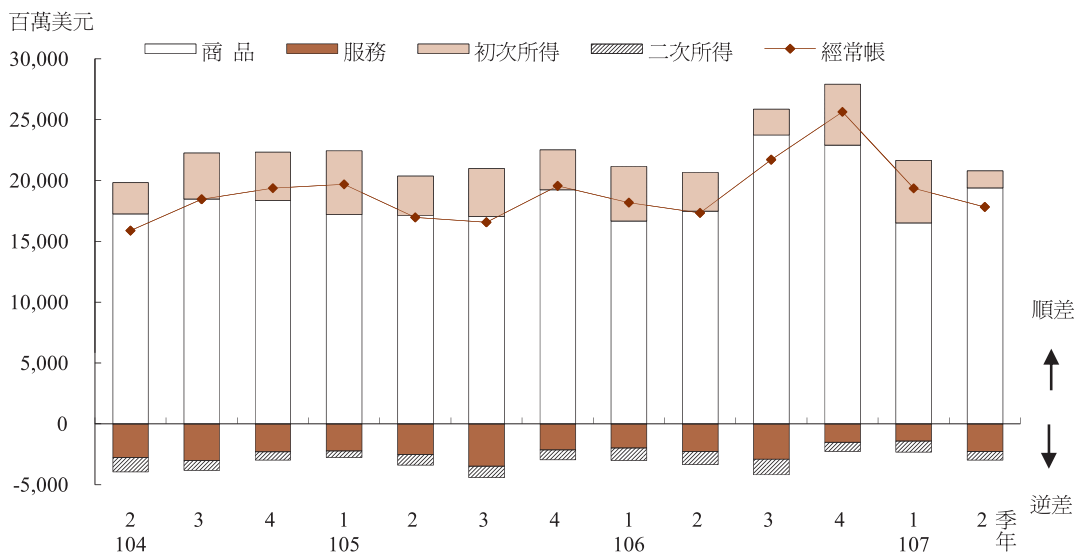
本季與上年同季比較，因商品貿易順差擴增，以及服務貿易及二次所得逆差縮減，致經常帳順差增為17,820百萬美元，計增加483百萬美元或2.8%（圖2）。

二、資本帳

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

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

圖2 經常帳

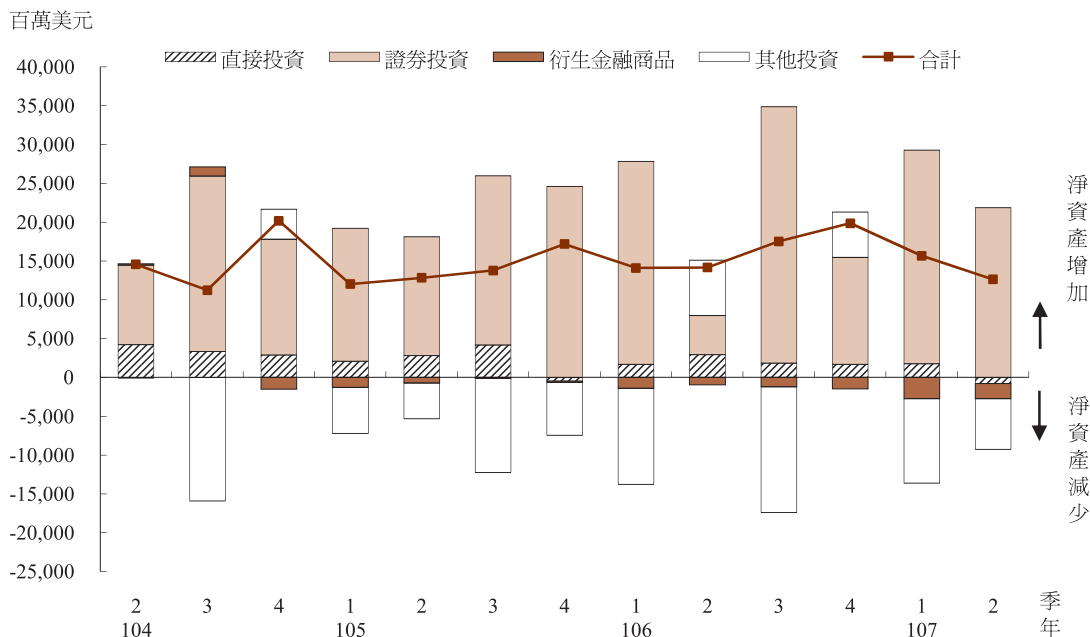


三、金融帳

本季金融帳淨資產增加12,640百萬美元(圖3)。直接投資淨資產減少786百萬美元，其中，居民對外直接投資及非居民來台直接投資淨額分別增加2,370百萬美元及3,156百萬美元。證券投資淨資產增加21,879百萬美元，其中居民投資國外證券淨增加15,392百

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減少6,487百萬美元，主要係外資減持台股。衍生金融商品淨資產減少1,929百萬美元，主要係其他金融機構收取國外衍生金融商品處分利得。其他投資淨資產減少6,524百萬美元，主要係銀行部門自國外聯行引進資金。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎計算，商品出口91,623百萬美元，較上年同季增加7,072百萬美元或8.4%，主要係一般商品出口較上年同季增加；商品進口72,209百萬美元，較上年同季增加5,164百萬美元或7.7%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為19,414百萬美元，較上年同季增加1,908百萬美元或10.9%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構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，受惠於全球經濟穩健成長、新興科技應用需求擴增、

海外機械需求強勁及國際農工原料價格上漲等因素，本季資本財、中間產品及消費品出口較上年同季分別增加9.6%、11.6%及11.3%。進口方面，因出口引申需求及國際原物料價格續居高檔，本季農工原料進口較上年同季增加14.0%；資本設備進口雖因半導體設備投資購置減緩，惟因交通運輸設備及資通設備進口增加，較上年同季增加0.4%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸(含香港，以下同)出口較上年同季增加4,232百萬美元或14.1%，為出口增額最大的地區；其次為歐洲，較上年同季增加1,036百萬美元或14.4%。進口方面，以自

中東進口較上年同季增加1,970百萬美元或37.2%居冠；其次為中國大陸，較上年同季增加1,332百萬美元，成長率則為10.7%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重40.7%為首，其次依序為東協、美國及歐洲，比重分別為17.7%、11.8%及9.8%。主要進口來源以中國大陸比重19.7%最高，其次依序為日本、歐洲、東協及美國，比重分別為15.8%、12.0%、12.0%及11.6%。

二、服務

本季服務收入12,123百萬美元，較上年同季增加1,339百萬美元；服務支出14,383百萬美元，較上年同季增加1,337百萬美元。由於收入增額略大於支出增額，服務貿易逆差由上年同季之2,262百萬美元減為2,260百萬美元。茲將服務貿易主要項目之內容及變動說明如下(表2)：

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	107年第2季			106年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
服務	12,123	14,383	-2,260	10,784	13,046	-2,262	1,339	1,337
一、加工服務	570	701	-131	547	770	-223	23	-69
二、維修服務	516	229	287	331	226	105	185	3
三、運輸	2,585	3,196	-611	2,451	2,783	-332	134	413
(一)客運	614	845	-231	601	592	9	13	253
(二)貨運	1,875	1,277	598	1,740	1,194	546	135	83
(三)其他	96	1,074	-978	110	997	-887	-14	77
四、旅行	3,181	4,993	-1,812	2,952	4,433	-1,481	229	560
五、其他服務	5,271	5,264	7	4,503	4,834	-331	768	430
(一)營建	288	374	-86	329	372	-43	-41	2
(二)保險及退休金服務	49	205	-156	115	237	-122	-66	-32
(三)金融服務*	768	394	374	680	319	361	88	75
(四)智慧財產權使用費	359	947	-588	333	971	-638	26	-24
(五)電信、電腦及資訊服務	929	459	470	725	414	311	204	45
(六)其他事務服務	2,688	2,656	32	2,157	2,293	-136	531	363
(七)個人、文化與休閒服務	99	73	26	77	74	3	22	-1
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	91	156	-65	87	154	-67	4	2

*金融服務包括間接衡量的金融中介服務（FISIM）。

(一) 加工服務

加工服務係指加工者對他人所屬貨品進行加工、組裝、加標籤及包裝等服務。本季加工收入570百萬美元，較上年同季增加23百萬美元，主要係非居民委託境內加工之服務收入增加；加工支出701百萬美元，較上

年同季減少69百萬美元，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，致加工服務貿易逆差減至131百萬美元，較上年同季減少92百萬美元。

(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516百萬美元，較上年同季增加185百萬美元，主要係航空器維修收入增加；維修支出229百萬美元，較上年同季增加3百萬美元，主要係航空器維修支出增加。因收入增額大於支出增額，維修服務貿易順差287百萬美元，較上年同季增加182百萬美元。

(三) 運輸

運輸包括旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入2,585百萬美元，較上年同季增加134百萬美元，主要係運輸業者之國際線貨運收入增加。運輸支出3,196百萬美元，較上年同季增加413百萬美元，主要係支付國外航空客運費用增加。由於收入增額小於支出增額，運輸服務貿易逆差增至611百萬美元，較上年同季增加279百萬美元。

(四) 旅行

本季來台旅客人次雖較上年同季略減0.1%，惟平均每人每日消費金額及平均停留夜數均增加，因此旅行收入增為3,181百萬美元，較上年同季增加229百萬美元。旅行支出4,993百萬美元，較上年同季增加560百萬美元，主要係國人出國人次、平均停留夜數及平均每人每日消費金額均增加。由於收入增額小於支出增額，旅行收支逆差增至1,812百萬美元，較上年同季增加331百萬美元。

(五) 其他服務

其他服務包括營建、保險及退休金服務、金融服務、智慧財產權使用費、電信電腦及資訊服務、其他事務服務及個人、文化與休閒服務，以及政府服務等項目。本季其他服務收入5,271百萬美元，較上年同季增加768百萬美元，主要係其他事務服務項下的專業與管理顧問服務費收入增加。其他服務支出5,264百萬美元，較上年同季增加430百萬美元，主要係其他事務服務項下的專業技術事務支出增加。由於收入增額大於支出增額，其他服務貿易由上年同季逆差331百萬美元，轉為順差7百萬美元。

三、初次所得

初次所得包括薪資所得、投資所得及其他初次所得。本季初次所得收入9,102百萬美元，較上年同季增加1,269百萬美元，主要係銀行國外利息收入增加；初次所得支出7,727百萬美元，較上年同季增加3,059百萬美元，主要係支付非居民直接投資所得增加。由於收入增額小於支出增額，初次所得收支順差減為1,375百萬美元，較上年同季減少1,790百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入1,959百萬美元，較上年同季增加316百萬美元，主要係保險理賠收入及非居民繳交稅款增加；支出2,668百萬

美元，較上年同季減少47百萬美元，主要係收入增加、支出減少，二次所得逆差由上年同季的1,072百萬美元減至709百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	107年第2季			106年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	9,102	7,727	1,375	7,833	4,668	3,165	1,269	3,059
一、薪資所得	245	196	49	195	104	91	50	92
二、投資所得	8,816	7,456	1,360	7,593	4,503	3,090	1,223	2,953
(一)直接投資	1,717	4,095	-2,378	1,773	2,726	-953	-56	1,369
(二)證券投資	1,182	2,234	-1,052	736	1,137	-401	446	1,097
(三)其他投資	5,917	1,127	4,790	5,084	640	4,444	833	487
三、其他初次所得	41	75	-34	45	61	-16	-4	14
二次所得	1,959	2,668	-709	1,643	2,715	-1,072	316	-47

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12,640百萬美元。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

	107年第2季			106年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)-(2) 淨資產	(3) 資產	(4) 負債	(3)-(4) 淨資產	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	2,370	3,156	-786	3,676	701	2,975	-1,306	2,455
二、證券投資	15,392	-6,487	21,879	9,288	4,264	5,024	6,104	-10,751
(一)股權和投資基金	-1,685	-5,877	4,192	-317	5,063	-5,380	-1,368	-10,940
(二)債權證券	17,077	-610	17,687	9,605	-799	10,404	7,472	189
三、衍生金融商品	-3,944	-2,015	-1,929	-2,864	-1,932	-932	-1,080	-83
四、其他投資	2,622	9,146	-6,524	-2,352	-9,452	7,100	4,974	18,598
(一)其他股本	0	0	0	0	0	0	0	0
(二)債務工具	2,622	9,146	-6,524	-2,352	-9,452	7,100	4,974	18,598
1.現金與存款	-6,345	5,613	-11,958	-4,486	-643	-3,843	-1,859	6,256
2.貸款/借款	2,445	1,235	1,210	1,013	-12,369	13,382	1,432	13,604
3.貿易信用及預付/收款	-137	764	-901	-846	1,568	-2,414	709	-804
4.其他應收/付款	6,659	1,534	5,125	1,967	1,992	-25	4,692	-458
合 計	16,440	3,800	12,640	7,748	-6,419	14,167	8,692	10,219

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減少786百萬美元。其中，對外直接投資增加2,370百萬美元，投資地區以中國大陸居首，主要投資行業為金融及保險業、基本金屬製造業，以及電子零組件製造業；非居民來台直接投資淨增加3,156百萬美元，為歷年單季次高，主要投資行業為電子零組件製造業、批發及零售業，以及專業科學及技術服務業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加21,879百萬美元。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15,392百萬美元。其中股權和投資基金淨減少1,685百萬美元，主要係保險公司減持國外股權證券；債務證券淨增加17,077百萬美元，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減少6,487百萬美元。其中股權及投資基金淨減少5,877百萬美元，主要係外資減持國內股票；債務證券投資淨減少610百萬美元，主要係國內其他民間部門贖回海外公司債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少1,929百萬美元。其中，資產淨減少3,944百萬美元，主要係其他金融機構收取衍生金融商品處分利得；負債淨減少2,015百萬美元，主要係其他金融機構支付衍生金融商品處分損失。

四、其他投資

其他投資包括其他股本及債務工具，本季其他投資淨資產減少6,524百萬美元，主要係銀行部門自國外聯行引進資金。

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2,156百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本(107)年第2季以來，M2主要受放款與投資成長影響，年增率大抵呈上升走勢；之後則因外資持續淨匯出，以及放款與投資成長減緩，M2年增率轉呈下滑(表1)。累計1至8月M2平均年增率為3.66%，在貨幣目標區內穩定成長，市場資金維持適度寬鬆。

鑒於國內物價漲幅平穩及通膨展望穩定，加以國際經濟前景仍存不確定性，影響本年下半年及明年國內經濟成長動能，本年6月及9月本行理監事會均決議維持政策利率不變，持續貨幣政策適度寬鬆立場。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%。

存放款利率方面，第2季底五大銀行一年期存款固定利率與上季底相同，至9月底維持不變。五大銀行平均基準放款利率，第2季亦持穩於上季底水準，惟至7月，因一銀及華銀分別調升基準放款利率，影響所及，平均基準放款利率略升，至9月底維持不變。在五大銀行新承做放款加權平均利率方面，第2季隨新承做較低利率的政府借款以及大額公民營企業貸款金額先減後增，致加權平均利率先升後降。之後，雖有回升，惟8月復又下降。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數		準備貨幣	全體貨幣機構存款	全體貨幣機構放款與投資	全體貨幣機構對民間部門債權
	M1B	M2				
104	6.10	6.34	5.79	5.98	4.61	4.69
105	6.33	4.51	5.92	3.46	3.89	4.19
106	4.65	3.75	5.04	3.38	4.82	5.97
106/ 8	5.11	3.75	5.20	3.41	4.71	5.22
9	4.51	3.80	4.77	3.39	5.06	5.51
10	4.61	3.85	5.23	3.46	4.90	5.64
11	4.40	4.07	4.83	3.74	5.24	6.14
12	4.03	3.60	4.84	3.38	4.82	5.97
107/ 1	3.11	3.42	1.47	3.98	4.39	5.45
2	5.16	3.78	5.50	3.34	4.54	5.28
3	5.46	3.60	6.31	3.31	4.98	5.83
4	5.60	3.59	5.65	3.35	5.03	5.73
5	6.35	3.73	6.23	3.97	5.71	6.63
6	5.90	4.10	7.25	3.81	6.04	6.71
7	5.76	3.68	6.42	3.91	5.68	6.23
8	5.21	3.42	5.71	3.24	5.49	5.97

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。

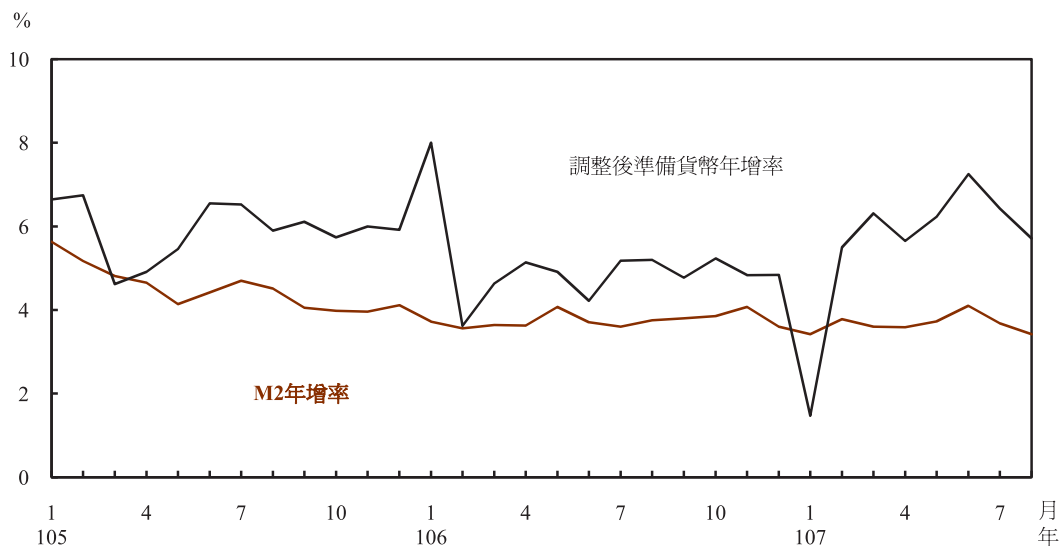
貳、準備貨幣年增率先降後升再回降

受銀行放款與投資成長增加，準備金需求上升影響，本年第2季日平均準備貨幣年增率為6.37%，較上季之4.42%為高。其中，4月受外資淨匯出影響，準備貨幣年增率下降為5.65%，5月及6月則因放款與投資成長增加，致準備金需求上升，準備貨幣年增率分別上升為6.23%及7.25%。至於7月受外資淨匯出擴大影響，準備貨幣年增率下降為6.42%，8月則因活期性存款成長減少，致準備金需求下降，準備貨幣年增率續降至

5.71%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，第2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，惟受國庫券還本及公債付息、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7月及8月，日平均準備貨幣水準值續呈上升走勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率

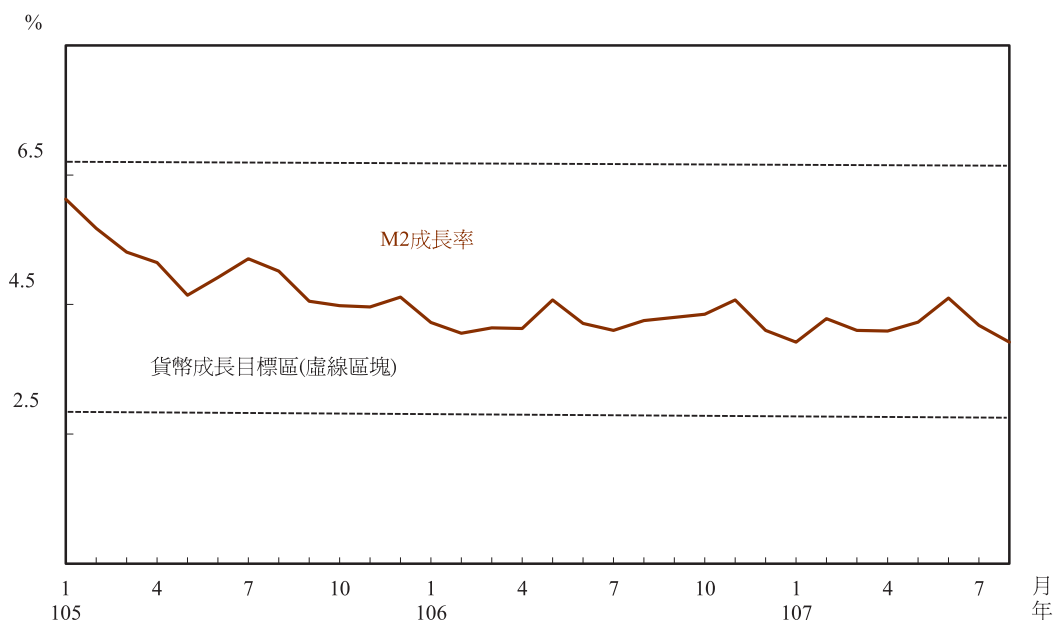


參、M2維持目標區內穩定成長

本年第2季，主要受放款與投資成長擴大影響，M2年增率大抵呈上升走勢，至6月為4.10%；之後則因外資持續淨匯出，以及放款與投資成長減緩，M2年增率轉呈下

滑，至8月為3.42%。累計1至8月M2平均年增率為3.66%，在貨幣目標區內穩定成長(圖2)，市場資金維持適度寬鬆。

圖2 M2與貨幣成長目標區



肆、存款年增率先升後降

本年第2季全體貨幣機構存款年增率由上季底之3.31%上升至3.81%，主要係因放款與投資較上年同期明顯成長，加以定期性存款成長幅度較大所致。至7月，由於活期性存款成長增加，致月底存款年增率續升至3.91%；其後受放款與投資成長減緩影響，加以活期性存款成長減少，8月底存款年增率則轉降至3.24%。

就各類存款觀察，活期性存款方面，本年第2季底活期性存款年增率由上季底的4.97%增加至5.06%，主要係因股市交易活躍，成交值較上季增加所致。7月底因年金改

革，台銀優利定期儲蓄存款減少，部分流入活期儲蓄存款，加以部分銀行以大額優惠利率活存專案吸收資金所致，致年增率明顯成長至5.76%；8月適逢股利發放期間，部分企業減持活期存款，以支應股利發放，加以部分民眾收到股利後存入定期性存款中，造成部分活期性存款流向定期性存款，致年增率降至4.52%。

定期性存款¹方面，第2季底定期性存款年增率由上季底的2.31%升至2.72%，主要因部分廠商為發放股利做準備且為追求較高之存款利息收入，將部分存款暫泊於定期存款

¹ 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。

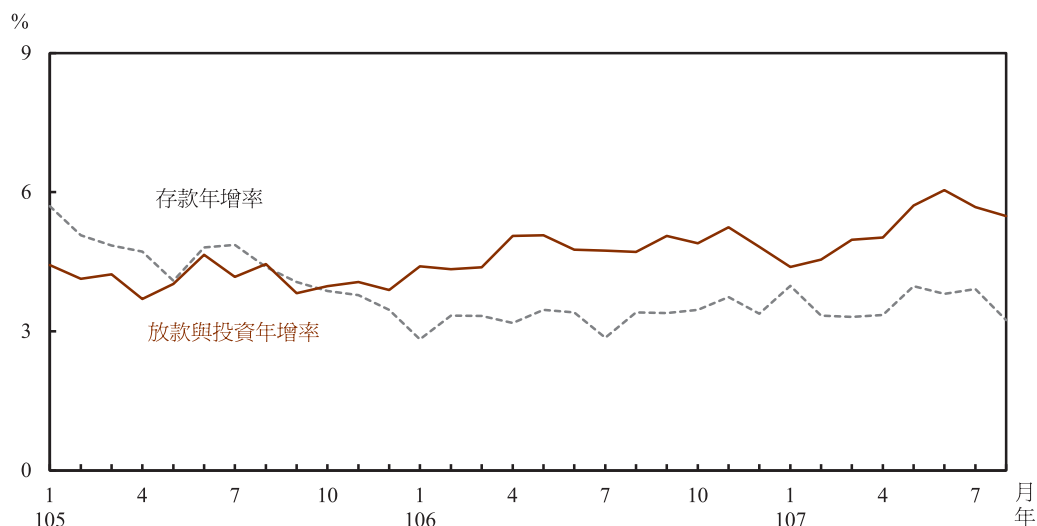
所致。7月底定期性存款年增率因年金改革，致定期儲蓄存款流入活期儲蓄存款，年增率因而下降至2.32%；8月底雖然因股利發放，部分活期性存款流入定期性存款，惟因部分外匯資金匯出台灣，外匯存款成長減緩，以致定期性存款年增率續降至2.06%。

政府存款方面，由於所得稅收入與營業稅收入均較上年同期增加，以致政府存款年增率由上季底的5.39%大幅成長至12.67%。本年7月底因綜合所得稅收入與營業稅收入較上年同期增加，加以政府以往每半年（1月、7

月）撥付薪俸，現改為每月撥付，此舉導致支出平均分攤於各月中，致7月年增率明顯升至16.73%；8月底因所得稅收入較上年同期減少，致政府存款年增率降至13.72%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由上季底之35.36%降至第2季底之35.24%，定期性存款比重由62.16%降為61.71%，政府存款比重由2.47%升至3.04%。107年8月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為36.05%、61.09%及2.86%。

圖3 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升後降

本年第2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5,308億元，就性質別觀察，放款增加4,292億元，投資增加1,016億元；放款與投資年增率由

上季底之4.98%上升至6.04%，主要因第2季底銀行對民間部門放款成長及對政府投資成長均上升所致；7月底，由於銀行對民間部門放款成長趨緩，致放款與投資年增率下

降為5.68%；8月底，由於銀行對民間部門投資成長趨緩，致放款與投資年增率續降至5.49%(圖3)。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，第2季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之3.39%上升至3.90%，7月底降為3.74%，8月底回升為3.79%，主要因8月上市公司現金增資金額較多。

就放款與投資之對象別觀察，第2季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上年底之5.83%回升至6.71%，主要因進出口貿易增溫、繳稅季節及企業併購案，民營企業資金需求增加，致銀行對民間部門放款成長上升；對政府債權年增率由上季底之1.17%續升為3.12%，主要係美國計畫修改伏爾克條例（Volcker Rule），放寬銀行短期投資限制、加以上年同期政府償還較多國庫券，基期較低，以及人壽公司續減公債部位，將公債拋予銀行承接，致銀行對國庫券及公債投資成長均上升；對公營事業債權年增率則由3.11%回升至3.63%，主要係某金控公司向銀行借款，增資人壽子公司以提高其風險適足率(RBC)，以及某公營事業向銀行借款以償還到期之商業本票，致銀行對公營事業放款成長上升。比重方面，本年第2季底對民間部門債權比重由上季底之80.94%上升至

81.37%，8月底續升至81.68%；對政府債權比重由上季底之15.89%下降至15.38%，8月底續降至15.09%；對公營事業債權比重由上季底之3.17%上升至3.25%，8月底下降至3.23%。

在全體銀行²對民營企業放款行業別方面，第2季底對民營企業放款餘額較上年底增加3,821億元，以對服務業³放款增加2,343億元為大宗，其中，以金融及保險業放款增加1,538億元最多，主因某投資控股公司併購案之大額聯貸案動撥，加以第2季台股交投熱絡，帶動券商營運及交割資金週轉需求所致；另對製造業放款增加1,288億元，以對電腦、電子產品及光學製品製造業放款增加722億元為最多，主因新興科技應用擴增以及國際品牌推出新手機，推升高階手機鏡頭需求所致。8月底全體銀行對民營企業放款餘額較第2季底增加759億元，其中，對製造業放款增加724億元，對服務業放款減少71億元。就各業別比重而言，第2季底對服務業放款比重自上季底之51.97%上升至52.30%，對製造業放款比重則自上季底之44.00%下降至43.64%，對營建工程業放款比重則自上季底之2.65%續升至2.68%。8月底對服務業放款比重較第2季底下降至51.88%，對製造業放款比重上升至43.99%，對營建工程放款比重上升至2.70%。

² 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

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

陸、銀行業利率持穩

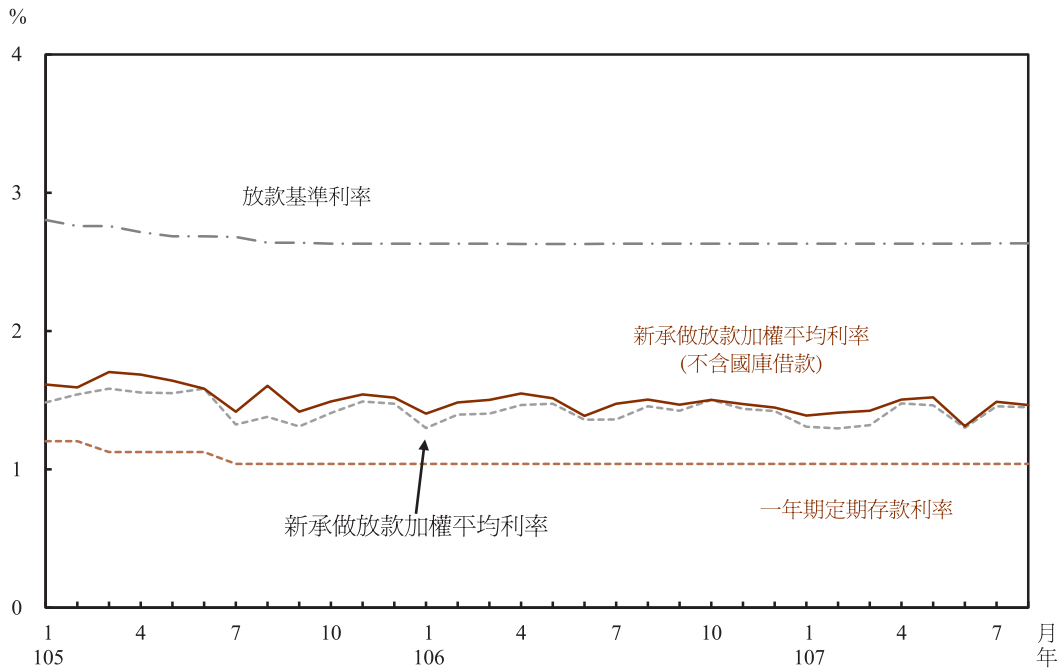
本年7月以來，主要銀行存款利率持穩，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行平均利率為例，一年期存款固定利率持穩於1.039%，與本年第2季相同，至9月底仍維持不變。至於基準放款利率，因7月一銀及華銀分別調升基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由第2季底之2.631%略升至2.635%，至9月底仍維持不變。

6月五大銀行新承做放款加權平均利率由5月的1.464%下降至1.301%，主要因新承做較低利率的地方政府借款及大額公民營企業貸款增加，使週轉金貸款利率下降。之後，7月因上述借款較為減少，以致平均利

率回升至1.457%。8月復因新承做利率較低的公民營企業貸款再度增加，致平均利率又降至1.449%，較5月下降0.015個百分點；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5月的1.520%下降至8月的1.466%，較5月下降0.054個百分點(圖4)。

鑒於國內物價漲幅及本年通膨展望尚屬溫和，全球經濟前景仍存不確定性，且下半年及明年國內經濟成長可能略緩，加以除美國持續升息外，主要經濟體仍維持貨幣寬鬆立場，本行9月理事會決議，維持現行政策利率不變，持續貨幣適度寬鬆。

圖4 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

年中以來，伴隨美中貿易摩擦擴大、外資持續淨匯出，加上6月有稅款繳庫、端午節連假及企業半年報效應等因素影響，致金融業隔夜拆款加權平均利率由5月平均之0.186%先升至6月之0.192%；7月及8月因部分銀行為因應企業發放現金股利，加以受土耳其貨幣危機衝擊，銀行資金調度仍偏向保守。惟本國銀行在土耳其曝險部位不高，加以市場資金仍屬充裕，金融業隔夜拆款加權平均利率回降至8月之0.178%。貨幣機構7月及8月的日平均超額準備為444億元，較第2季平均之537億元下降。

雖近期豪雨農損及油價居高，影響短期物價上升，惟當前國內物價漲幅及本年通膨展望仍維持溫和，且展望下半年及明年出口成長動能可能受全球景氣走緩而趨緩，加以國內名目利率及實質利率與主要經濟體相較，亦屬居中，本行9月理事會決議與6月相同，仍維持現行政策利率不變。

以下分別就6月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本年6月雖受外資淨匯出、政府發行公債及所得稅款繳庫等因素影響，市場資金偏

緊，加上端午節連假及企業半年報效應，銀行資金調度偏向保守，為因應短期資金移動，銀行遂維持較高部位的超額準備，致日平均超額準備由5月之473億元上升至686億元。7月及8月雖整體市場資金平穩寬鬆，惟部分銀行為因應企業發放現金股利及美中貿易摩擦擴大等因素，資金調度仍偏保守，傾向維持較高部位的超額準備，惟因政府發行公債，以及本行發行定存單，收回餘裕資金等緊縮因素影響，致7月日平均超額準備回降至470億元，8月再降至418億元。

二、利率走勢

受外資持續淨匯出、稅款繳庫，加以端午節連假及企業半年報效應等因素影響，銀行資金調度保守，金融業隔夜拆款利率由5月之0.186%上升至6月之0.192%。之後，7月及8月雖受企業發放現金股利、土耳其貨幣危機與美中貿易戰衝突擴大等因素影響，銀行資金調度仍偏保守，惟本國銀行在土耳其曝險部位不高，加以市場資金仍屬充裕，隔夜拆款利率回降至8月之0.178% (表1)。至於票券市場短期利率方面，各天期利率普遍呈現小幅上升趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由5月之0.52%上升至8月之0.61%，次級市

場利率亦由5月之0.38%上升至8月之0.47%； 上升至8月之0.67%，次級市場利率亦由5月
同期間，31-90天期發行利率由5月之0.61% 之0.41%上升至8月之0.52%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

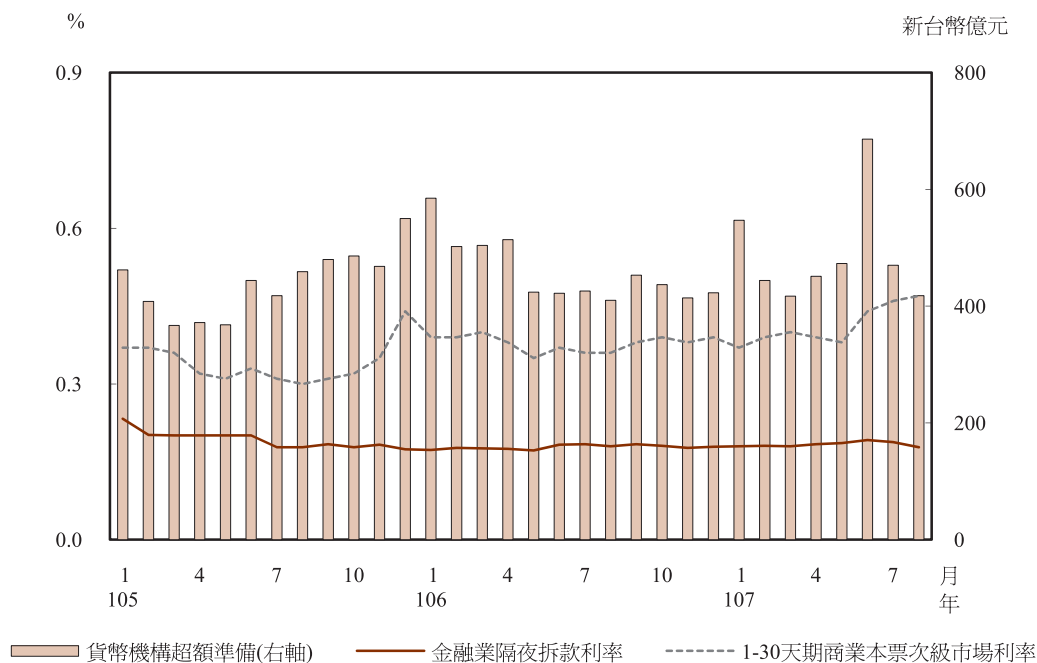


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分比率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 ^註				
		初級市場			次級市場			初級市場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
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
105	0.193	0.55	0.63	0.53	0.34	0.39	0.40	0.619	0.701	0.823	0.375	0.458
106	0.178	0.56	0.61	0.59	0.38	0.44	0.48	0.532	0.650	0.770	0.479	0.585
106/ 8	0.180	0.55	0.61	0.56	0.36	0.41	0.45	0.518	0.650	0.770	0.460	0.579
9	0.184	0.56	0.61	0.61	0.38	0.42	0.46	0.507	0.650	0.770	0.451	0.563
10	0.181	0.57	0.60	0.60	0.39	0.46	0.47	0.533	0.650	0.770	0.443	0.557
11	0.177	0.57	0.60	0.63	0.38	0.42	0.52	0.513	0.650	0.770	0.434	0.548
12	0.179	0.58	0.61	0.56	0.39	0.43	0.48	0.508	0.650	0.770	0.433	0.554
107/ 1	0.180	0.54	0.60	0.56	0.37	0.44	0.50	0.529	0.650	0.770	0.446	0.577
2	0.181	0.54	0.61	0.62	0.39	0.46	0.52	0.505	0.650	0.770	0.469	0.603
3	0.180	0.53	0.59	0.54	0.40	0.43	0.48	0.515	0.650	0.770	0.484	0.618
4	0.184	0.51	0.58	0.55	0.39	0.43	0.49	0.531	0.650	0.770	0.487	0.620
5	0.186	0.52	0.61	0.58	0.38	0.41	0.49	0.535	0.650	0.770	0.485	0.616
6	0.192	0.58	0.67	0.58	0.44	0.47	0.49	0.556	0.650	0.770	0.481	0.630
7	0.188	0.60	0.65	0.66	0.46	0.47	0.56	0.559	0.650	0.770	0.484	0.624
8	0.178	0.61	0.67	0.63	0.47	0.52	0.57	0.548	0.650	0.770	0.481	0.613

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

三、票券流通餘額

第2季底票券流通餘額合計為2兆3,354億元，較上季底減少55億元，其中以商業本票減少697億元為最多，主要係因企業半年報效應影響，償還金額較發行金額為多所致。其次是國庫券減少100億元，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。之後，7、8月票券流通餘額續減，故8月底流通餘額合計為2兆2,740億元，較第2季底減少614億元(表2)。其中以可轉讓定期

存單(NCD)減少762億元為最多，主要係因其為存款種類之一，部分銀行推出大額優惠存款專案，到期NCD不續做所致。其次是國庫券減少600億元，主要係配合國庫資金調度需要，償還金額較多所致。至於商業本票則增加751億元，係因票券發行利率雖然小幅走升，但利率仍屬低檔，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資，致商業本票餘額持續走揚。

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
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
105	127,785	125,828	18,735	2,173	2,174	900	0	0	0	113,713	112,379	14,801	183	177	41	11,716	11,098	2,994
106	148,785	145,975	21,545	2,200	2,850	250	0	0	0	130,778	128,489	17,090	194	193	42	15,613	14,443	4,164
106/ 8	12,415	12,338	21,681	0	0	800	0	0	0	10,988	10,641	17,047	17	16	41	1,410	1,682	3,793
9	18,957	18,831	21,807	0	0	800	0	0	0	17,907	17,809	17,145	16	16	41	1,034	1,006	3,821
10	12,033	12,402	21,438	0	550	250	0	0	0	10,450	10,356	17,239	16	16	41	1,568	1,481	3,907
11	12,481	11,922	21,998	0	0	250	0	0	0	10,775	10,574	17,441	16	16	41	1,690	1,332	4,266
12	11,160	11,612	21,545	0	0	250	0	0	0	9,965	10,316	17,090	15	14	42	1,179	1,282	4,164
107/ 1	13,490	12,247	22,788	650	0	900	0	0	0	11,461	10,754	17,798	16	20	38	1,363	1,474	4,052
2	9,981	9,383	23,387	700	0	1,600	0	0	0	8,201	7,998	18,000	14	12	40	1,067	1,373	3,747
3	14,337	14,315	23,409	0	0	1,600	0	0	0	12,673	12,720	17,953	17	19	38	1,648	1,577	3,818
4	13,242	12,407	24,244	250	0	1,850	0	0	0	11,107	10,875	18,185	16	14	40	1,869	1,518	4,169
5	13,406	13,451	24,199	0	350	1,500	0	0	0	11,281	11,239	18,227	16	17	39	2,110	1,845	4,434
6	11,890	12,735	23,354	0	0	1,500	0	0	0	10,502	11,472	17,256	16	12	43	1,372	1,251	4,555
7	13,415	13,620	23,149	0	250	1,250	0	0	0	11,731	11,438	17,549	15	20	38	1,669	1,912	4,311
8	12,889	13,298	22,740	0	350	900	0	0	0	11,401	10,943	18,007	17	15	40	1,471	1,990	3,793

貳、債券市場

107年第2季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債823億元，較上季增加73億元；公司債方面，發行規模為1,535億元，較上季增加839億元，主要因企業發行公司債償還銀行借款所致；金融債券方面，國內銀行發債總額為523億元，較上季減少395億元，主要因美元債發行下滑所致；至於國際債券方面，107年第2季外國機構在台發行總額折合新台幣為3,758億元，較上季減少704億元，主要因部分壽險業投資國外金額已高，自行調節，致國際債券成長趨緩。

債券流通市場方面，107年第2季債券交易量為16兆2,475億元，較上季增加2,525億元或1.58%。

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

107年第2季中央政府發行甲類建設公債823億元，較上季增加73億元或9.73%，發行年期有2年、10年及30年期。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49.45%，其次為證券業的30.56%，再次為保險業的10.94%，至於票券業平均只標得9.05%。累計至107年第2季底，中央政府公債發行餘額為5兆5,322億元，較上季底增加823億元或1.51%，至107年8月底發行餘額則為5兆5,822億元。

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
※107甲2	107.04.20	10	250	1.007	49.80	38.80	11.40	0.00
107甲4	107.05.18	30	200	1.504	33.25	21.75	0.00	45.00
107甲5	107.06.08	10	250	0.989	54.00	33.20	12.80	0.00
107甲6	107.06.28	2	123	0.520	65.86	22.76	11.38	0.00

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分

107年第2季末發行直轄市政府公債。

別為100億元及316億元。

107年8月底發行餘額為416億元，其中，台

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
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
105	25,221	114,980	5,635	55,423	-	631	2,860	18,979	1,401	12,095	50	143	30	98	15,246	27,610
106	21,229	125,760	4,000	55,948	-	416	3,865	19,385	1,895	12,273	-	114	77	145	11,392	37,480
106/ 8	1,800	123,711	250	55,348	-	541	249	19,170	11	12,573	-	135	-	144	1,290	35,800
9	1,611	123,956	250	54,948	-	541	498	19,308	125	12,498	-	129	9	151	730	36,381
10	1,164	124,634	250	55,198	-	541	282	19,383	54	12,463	-	124	8	156	570	36,770
11	1,329	125,571	500	55,698	-	416	165	19,353	138	12,566	-	118	-	146	527	37,274
12	948	125,760	250	55,948	-	416	320	19,385	171	12,273	-	114	-	145	207	37,480
107/ 1	2,079	126,282	250	55,048	-	416	438	19,462	68	12,327	-	109	-	143	1,323	38,779
2	2,098	127,676	250	54,999	-	416	24	19,365	318	12,575	-	109	18	161	1,488	40,053
3	2,668	128,870	250	54,499	-	416	235	19,418	531	12,910	-	75	-	159	1,652	41,394
4	2,756	131,294	250	54,749	-	416	183	19,372	265	13,128	-	72	-	153	2,058	43,406
5	2,224	132,741	200	54,949	-	416	702	19,845	159	13,100	-	69	6	159	1,157	44,202
6	1,670	133,716	373	55,322	-	416	651	19,984	99	13,087	-	67	4	161	544	44,679
7	1,263	134,589	250	55,572	-	416	566	20,282	115	13,116	-	65	6	155	326	44,985
8	764	134,700	250	55,822	-	416	255	20,186	75	13,095	-	63	9	139	175	44,980

資料來源：

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

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

(三) 公司債

107年第2季公司債發行總額為1,535億元，較上季增加839億元或120.44%，主要因本季企業發行公司債償還銀行借款所致。

107年第2季前六大發債公司為台電、台灣大、台泥、南山人壽、台塑及鴻海，合計發債金額為833億元，占發行總額54.26%；就債券發行期限觀察，以5年期券占43.90%為

最大宗，其次為7年期券的23.16%。截至107年第2季底，公司債發行餘額為1兆9,984億元，較上季底增加566億元或2.91%，至107年8月底發行餘額為2兆186億元。

(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。107年第2季有13家本國銀行發行金融債券，總金額為523億元，較上季減少395億元或43.05%。其中，美元計價之金融債券以主順位債券為主，發行金額為109億元，占總發行金額28.53%，發行目的主要預期美國將持續升息，為鎖定中長期美元資金成本，以支應外幣中長期放款，發行期間均為30年期。

新台幣計價之金融債券，則以次順位債券為主，發行目的主要為充實資本及強化財務結構。發行期間主要為7年期、10年期及無到期日，分別占13.37%、22.16%及52.38%。累計至107年第2季底，金融債券發行餘額為1兆3,087億元，較上季底增加178億元或1.38%，至107年8月底發行餘額則增至1兆3,095億元。

(五) 資產證券化受益證券

107年第2季資產證券化受益證券商品無新案發行，惟部分商品償還本金，致本季度資產證券化受益證券發行餘額為67億元，較上季底減少8億元或10.81%，至107年8月底發行餘額為63億元。

(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公司債。107年第2季外國債券發行總額為10億元，較上季減少8億元或44.44%，累計至107年第2季底，外國債券發行餘額為161億元，較上季底增加2億元或1.36%。至107年8月底發行餘額增為新台幣139億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。107年第2季國際債券發行總額折合新台幣為3,758億元，較上季減少704億元或15.78%，主要因4月19日通過保險法修正案，針對保險業財務或風控、法遵不佳業者，授權金管會可限制保險公司投資國際債券；由於壽險業投資國外加計國際債券金額已高，部份壽險業自行調節，致國際債券成長趨緩。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3,407億元、347億元及4億元，占國際債券總發行額分別為90.65%、9.24%及0.11%。累計至107年第2季底，國際債券發行餘額折合新台幣為4兆4,679億元，較上季底增加3,285億元或7.94%。至107年8月底發行餘額增為新台幣4兆4,980億元。

二、流通市場

107年第2季受到中美貿易戰影響，市場避險需求增加，10年期指標公債殖利率由

107年第1季平均的1.02%，降至107年第2季平均的0.99%。107年7月及8月平均殖利率分別為0.87%及0.83%。

107年第2季國內整體債市交易金額為16兆2,475億元，較上季增加2,525億元或1.58%，其中，買賣斷交易減少5,772億元或17.77%，附條件交易增加8,296億元或6.51%，主要因本季繳納所得稅，帶動短期資金需求所致。若就交易比重觀察，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之20.30%

下降至當季之16.44%，附條件交易金額占交易總額比重由上季之79.70%上升至當季之83.56%。若就各類債券交易來看，107年第2季以政府公債交易比重占65.34%為最高，交易金額為10兆6,161億元，其次依序為公司債4兆5,853億元、金融債券6,942億元、國際債券3,273億元、外國債券208億元及資產證券化受益證券37億元。107年7月至8月債券交易金額為11兆7,914億元，較上年同期增加1兆2,821億元或12.20%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

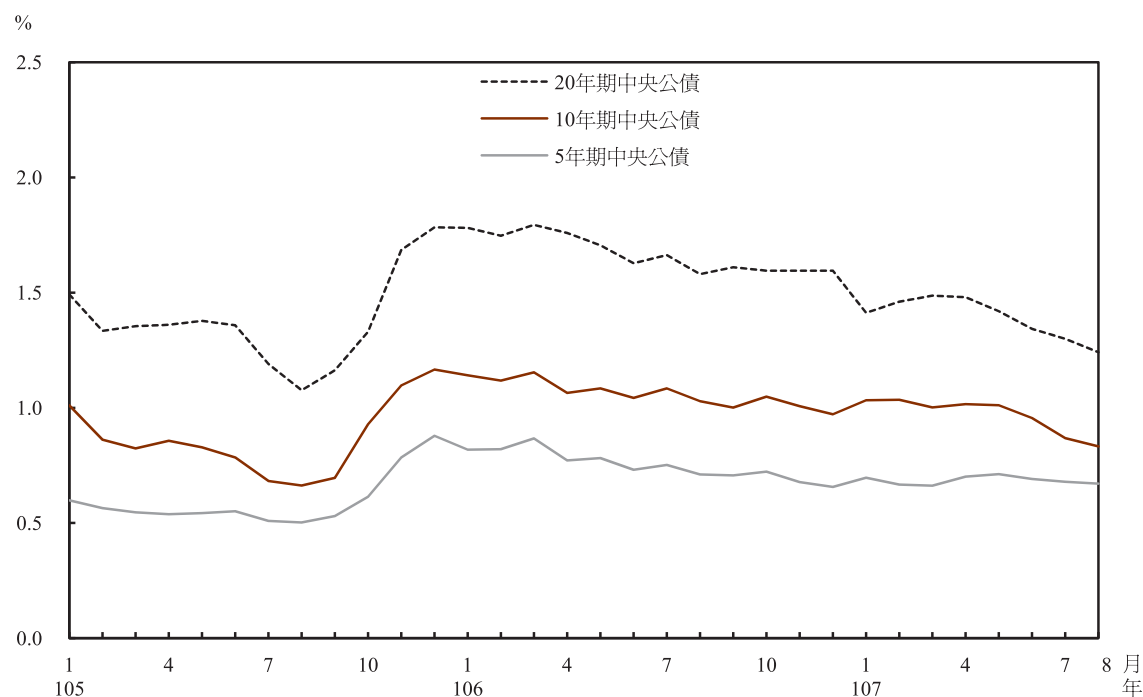


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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 (%)
104	677,257	154,143	22.8	523,114	77.2
105	668,179	145,737	21.8	522,443	78.2
106	615,835	125,386	20.4	490,449	79.6
106/ 8	55,800	10,326	18.5	45,474	81.5
9	53,135	10,801	20.3	42,333	79.7
10	47,308	8,262	17.5	39,046	82.5
11	52,725	8,599	16.3	44,126	83.7
12	48,018	6,982	14.5	41,037	85.5
107/ 1	63,942	15,533	24.3	48,409	75.7
2	38,891	6,473	16.6	32,419	83.4
3	57,117	10,472	18.3	46,645	81.7
4	48,651	8,759	18.0	39,892	82.0
5	58,729	9,585	16.3	49,144	83.7
6	55,094	8,362	15.2	46,732	84.8
7	58,581	9,677	16.5	48,903	83.5
8	59,333	10,235	17.3	49,098	82.7

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				
104	677,257	457,787	173,969	6,505	25,743	347	353	12,554
105	668,179	452,435	165,467	6,553	23,769	194	294	19,468
106	615,835	395,320	172,021	8,872	22,958	217	579	15,868
106/ 8	55,800	36,637	15,016	793	1,895	16	53	1,390
9	53,135	34,320	15,253	873	1,876	15	57	739
10	47,308	30,009	14,012	743	1,734	14	79	716
11	52,725	34,799	14,136	857	1,906	15	61	951
12	48,018	31,510	13,180	718	1,911	14	50	636
107/ 1	63,942	43,921	15,562	885	1,900	13	54	1,607
2	38,891	25,063	10,091	610	1,419	2	87	1,620
3	57,117	38,259	13,773	828	2,496	13	79	1,669
4	48,651	32,389	12,280	638	2,280	12	57	994
5	58,729	38,736	15,415	778	2,533	12	83	1,171
6	55,094	35,036	15,722	1,020	2,129	12	68	1,108
7	58,581	37,646	16,901	770	2,647	12	73	531
8	59,333	38,977	16,167	882	2,569	12	70	656

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

107年4月以來，受到美中貿易戰延燒、美國Fed升息、台積電法說會不如預期、外資大賣超權值股等利空因素衝擊，台股下跌至4月26日之10,489點。復隨貿易戰火暫歇，美國科技類股反彈，激勵台股股價回升至6月7日之11,252點。惟因美中貿易戰火再起、全球股市大跌及外資連續賣超台股下，大盤股價下修至7月6日之10,609點。之後，由於進入第三季出貨旺季，電子類股隨美國蘋果股價走揚，帶動台股震盪走升至8月1日之11,098點。嗣因爆發土耳其貨幣貶值及阿根廷債務危機，外資賣超全球新興股市，台股跌至8月16日之10,684點。復隨美股創新高、主計總處上修經濟成長率及外資買超台股，帶動大盤指數反彈走升，至8月底為11,064點，較3月底上漲1.32%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

107年4月份股市走跌，4月底加權指數較上月底下跌2.40%。此期間主要利空因素包括：1.台積電法說會不如預期；2.美中貿易摩擦蔓延至高科技產業，致電子類股大跌；3.美債殖利率走升，資金觀望或由股轉債；4.外資大賣權值股，如台積電、鴻海等。

107年5月份股市走升，5月底加權指數較上月底上漲2.04%。此期間主要利多因素包括：1.美國科技類股反彈，激勵國內電子

類股股價回升；2.美中貿易戰暫獲舒緩；3.北韓釋出棄核善意，領導人金正恩將於6月與美國總統川普會面；4.主計總處上修本年經濟成長率。

107年6月份股市先漲後跌，6月底加權指數較上月底下跌0.35%。6月1日至7日股市上揚，此期間主要利多因素包括：1.美國那斯達克股價指數創波段新高，帶動台股走升；2.進入股東會旺季及除權息題材發酵。6月8日起股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.美中貿易戰疑慮日益加深；2.全球股市大跌，外資連續賣超台股。

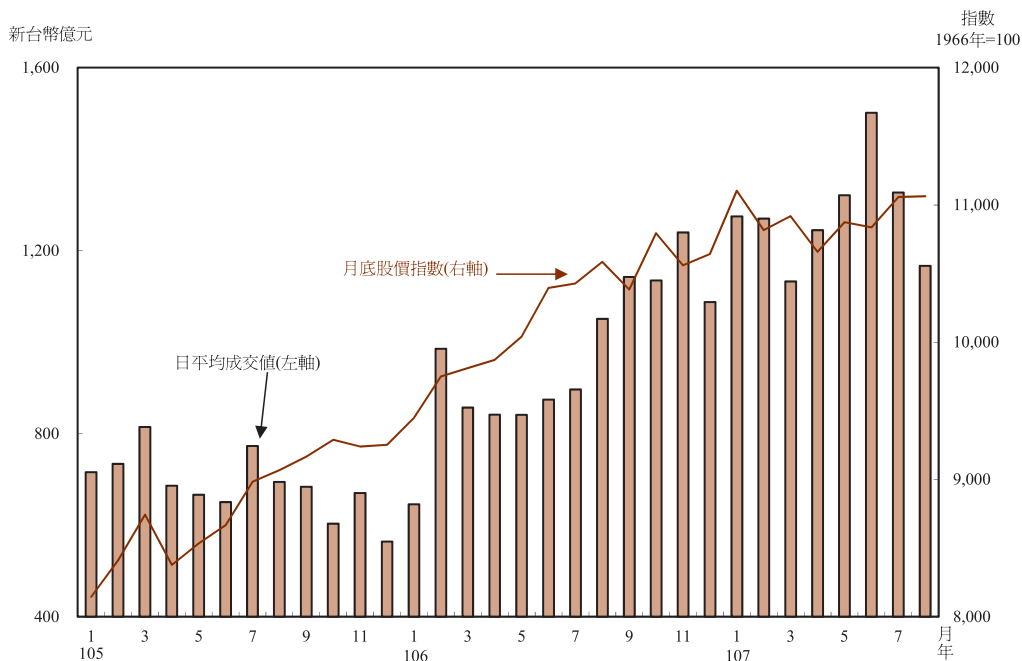
107年7月份股市先跌後漲，7月底加權指數較上月底上漲2.04%。7月1日至6日股市下跌，主要利空因素係美中貿易戰7月6日起正式開打，美國對價值340億美元的中國進口商品課徵關稅，中國也採取對等措施。7月9日起股市反彈走升，此期間主要利多因素包括：1.進入第三季出貨旺季，加以蘋果股價走揚，帶動台廠供應鏈個股攻高；2.新台幣走貶，有利廠商財報匯兌收益。

107年8月份股市先跌後漲，8月底加權指數較上月底略漲0.06%。8月1日至16日股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.土耳其貨幣貶值危機及阿根廷債務憂慮，造成新興市場股匯重挫；2.美國再公布對中國160億元關稅名單(包括半導體)，貿易戰持續延

燒。8月17日起股市反彈走升，此期間主要利多因素包括：1. 美股創新高；2. 主計總處

再度上修本年經濟成長率；3. 外資回補買超台股。

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)，107年4月多數類股上漲。其中水泥類股因報價喊漲，廠商獲利擴大，股價上漲9.91%居冠；電器電纜類股續漲9.04%次之。少數下跌的類股中，占大盤權重最大的電子類股跌幅5.59%最深，主因中美貿易戰火蔓延至電子產業，加以台積電法說會不如預期，外資大賣電子權值股所致；觀光類股受到來台陸客減少及國內飯店拋售潮衝擊，股價下跌4.40%。

107年5月類股漲跌約各半。其中電器電纜類股延續連月漲勢，再大漲11.68%；水

泥類股由於報價上揚，廠商獲利提高，股價上漲5.20%次之；貿易百貨類股在母親節商機帶動下，股價上漲3.28%。下跌類股中，以玻璃陶瓷類股下跌6.47%最大；觀光類股亦擴大跌幅至4.72%；航運類股則因油價走高，致成本增加，股價下跌3.79%。

107年6月類股漲跌互見。其中電器電纜類股漲多拉回，股價跌幅10.71%居首；造紙類股因紙漿原物料價格高漲，加重廠商成本負擔，股價下跌10.19%次之；玻璃陶瓷類股亦續跌5.30%。貿易百貨類股在端午節慶效應挹注下，營運表現優於預期，股價上漲7.15%；塑膠類股因報價續揚，股價上漲

3.92%；食品類股受惠夏日旺季來臨，飲料及冰品等銷售量拉升，股價上漲3.83%。

107年7月多數類股上漲。其中水泥類股由於廠商獲利創高，加以市場預期未來水泥價格漲幅將進一步擴大，股價上漲8.98%居冠；電子類股在新台幣走貶，有利財報匯兌收益，以及蘋果股價走揚，帶動台廠供應鏈個股攻高，加上進入第三季出貨旺季等利多因素激勵下，股價上漲3.68%次之；鋼鐵類

股受惠於中國大陸擬擴大基礎建設投資以因應中美貿易戰衝擊，鋼鐵報價走高，股價上漲3.13%。下跌類股中，貿易百貨類股因股價漲多拉回，跌幅3.46%居首，玻璃陶瓷類股則續跌3.04%居次。

107年8月類股漲跌約各半。其中紡織纖維類股受惠於上半年財報表現佳，加以旺季效應發酵，吸引市場買盤進場加持，拉動股價上漲6.96%最多；水泥類股續漲5.00%

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
107年3月底	10,919.5	457.1	1,214.2	117.9	1,679.1	296.5	499.3	206.0	52.2	48.5	238.4
107年4月底	10,657.9	431.5	1,245.7	129.6	1,718.1	298.7	518.2	206.3	57.0	50.9	242.1
107年5月底	10,875.0	445.6	1,254.4	136.3	1,738.7	308.4	524.0	203.1	63.6	47.6	240.6
107年6月底	10,836.9	440.0	1,257.5	134.7	1,805.4	320.5	522.1	195.8	56.8	45.1	216.1
107年7月底	11,057.5	456.3	1,264.2	146.7	1,843.5	316.9	535.0	190.6	55.9	43.7	218.4
107年8月底	11,063.9	454.1	1,281.2	154.1	1,776.2	318.7	572.3	180.1	56.1	42.9	217.8
107年4月底 與上月底比%	-2.40	-5.59	+2.60	+9.91	+2.32	+0.73	+3.80	+0.17	+9.04	+4.89	+1.55
107年5月底 與上月底比%	+2.04	+3.26	+0.69	+5.20	+1.20	+3.25	+1.13	-1.58	+11.68	-6.47	-0.63
107年6月底 與上月底比%	-0.35	-1.25	+0.25	-1.20	+3.83	+3.92	-0.38	-3.60	-10.71	-5.30	-10.19
107年7月底 與上月底比%	+2.04	+3.68	+0.53	+8.98	+2.11	-1.12	+2.48	-2.64	-1.60	-3.04	+1.06
107年8月底 與上月底比%	+0.06	-0.47	+1.35	+5.00	-3.65	+0.57	+6.96	-5.49	+0.36	-1.81	-0.23

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
107年3月底	104.9	272.3	234.0	267.9	64.4	128.4	249.8	149.7	108.4	70.9	253.2
107年4月底	105.3	268.6	229.4	268.8	65.8	122.7	250.0	153.5	108.7	70.7	250.1
107年5月底	103.6	267.0	225.4	276.1	63.3	117.0	258.2	153.4	111.3	71.5	242.5
107年6月底	105.1	269.2	220.9	273.2	61.2	118.1	276.7	154.5	111.3	70.7	244.7
107年7月底	108.4	271.0	218.8	274.4	62.2	114.6	267.1	151.8	112.0	69.3	245.9
107年8月底	110.4	270.5	213.7	272.3	62.8	103.3	267.4	158.5	111.5	67.5	246.4
107年4月底 與上月底比%	+0.36	-1.36	-2.00	+0.34	+2.16	-4.40	+0.08	+2.51	+0.23	-0.20	-1.22
107年5月底 與上月底比%	-1.57	-0.58	-1.73	+2.69	-3.79	-4.72	+3.28	-0.07	+2.37	+1.10	-3.02
107年6月底 與上月底比%	+1.40	+0.82	-2.00	-1.03	-3.27	+0.94	+7.15	+0.76	+0.02	-1.16	+0.90
107年7月底 與上月底比%	+3.13	+0.65	-0.96	+0.43	+1.63	-2.96	-3.46	-1.74	+0.62	-1.88	+0.48
107年8月底 與上月底比%	+1.91	-0.20	-2.34	-0.75	+0.96	-9.81	+0.12	+4.39	-0.38	-2.64	+0.23

次之；油電燃氣類股在國際油價續處高檔下，股價上漲4.39%。下跌類股中，由於85度C受到兩岸政治議題波及，造成母公司美食-KY(2723)股價重挫，拖累觀光類股下跌9.81%最大；電機機械類股連續第3個月下跌，本月跌幅擴大為5.49%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，外資資金第2季大幅撤離亞洲新興國家，4月至6月連續賣超台股，7月起轉為買超，8月再擴大

買超金額。

投信法人方面，107年4月、7月及8月買超台股，5月及6月則因台股指數處於相對高檔，促使投信法人逢高減碼，賣超台股。

此外，自營商採取較短線操作策略，通常在股市行情上揚時買超台股，而在股市下跌時出現賣超。107年4月、5月、7月及8月因台股向下修正或自營商避險操作及調節持股部位，出現賣超，6月則因台股創波段新高，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
105年全年	3,202	-199	-866	2,137
106年全年	1,552	-335	114	1,331
106年 8月	-64	-14	-77	-155
9月	-620	-55	-89	-764
10月	441	17	109	567
11月	-475	-44	40	-479
12月	-340	-4	-142	-486
107年 1月	755	-13	172	914
2月	-994	18	-112	-1,088
3月	-451	-51	-219	-721
4月	-823	9	-94	-908
5月	-281	-38	-109	-428
6月	-832	-1	21	-812
7月	83	48	-13	118
8月	328	92	-235	185

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 107年4月13日，立法院三讀通過證券交易稅條例修正案，當沖降稅再延長3年8個月，自今年4月28日起實施至110年12月31日止，並將證券商自行買賣現股當日沖銷交易納入適用對象。
- (二) 107年4月19日，證交所宣布，日後公司自遞件申請上市至送進審查委員會的期限，將從8周縮短至6周。此外，上櫃公司轉上市，亦由6周縮至1個月內由經理部門決議後，直接提報董事會核議。
- (三) 107年4月20日，金管會發布「電子支付機構管理條例」第4條第1項第2款規定之解釋令，開放電子支付平台對國內貨幣型基金的代收付款項服務。
- (四) 107年5月29日，金管會宣布，開放符合一定條件的證券商可發行指數投資證券(Exchange-traded Notes，簡稱ETN)。並於7月2日起核定ETN為有價證券。
- (五) 107年8月9日，行政院長拍板《期貨交易法》修正草案，推動店頭衍生性商品採集中結算制度，並將行政罰鍰從12萬~60萬元，調整為12萬~240萬元。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

107年第2季新台幣對美元匯率最低為6月28日之30.586元，最高為4月2日之29.142元，差距為1.444元。季底新台幣對美元匯率為30.500元，較第1季底貶值4.5%，對日圓亦貶值0.5%，對歐元、人民幣及韓元則分別升值1.2%、0.8%及0.1%。

本季（107年第3季）底與上季（107年第2季）底比較，新台幣雖對美元、歐元及韓元貶值，惟對日圓及人民幣升值（圖4），致對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價（以貿易資料計算權數）升值1.4%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：7月6日及8月23日美中雙方分別對彼此約340億美元及160億美元進口商品加徵關稅生效，9月美國再對中國大陸約2,000億美元進口商品加徵關稅，美中貿易衝突升溫，加上Fed將維持升息步調，以及土耳其里拉危機，外資撤出新興市場，國際美元走強，本季新台幣對美元大致維持貶值趨勢；9月下旬因外資淨匯入，新台幣對美元轉升。本季底新台幣對美元匯率為30.551元，較上季底微貶0.2%，就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值2.9%。

新台幣對歐元匯率：7月初，美歐進行貿易磋商，減緩市場對貿易戰的疑慮，歐元走強，新台幣對歐元走貶；嗣後，ECB決議維持利率不變，歐元走貶，新台幣對歐元升值。8月上旬，土耳其爆發金融危機，市場擔憂波及歐洲金融業，加上義大利政治動盪，歐元貶值，新台幣對歐元走升，8月15日升至本季高點34.970元。之後由於歐元區經濟及通膨數據改善，推升歐元匯價，新台幣對歐元轉為貶值；惟9月底因外資淨匯入台灣，且義大利政府設定的預算赤字目標高於歐盟建議標準，引發市場擔憂，歐元轉貶，致新台幣對歐元升幅較大。本季底新台幣對歐元匯率為35.497元，較上季底微貶0.1%，就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季貶值0.5%。

新台幣對日圓匯率：7月上旬，日本央行表示將維持寬鬆貨幣政策直到通膨達2%目標，日圓走弱，新台幣對日圓升值；嗣後，美中貿易衝突升溫，日圓避險需求增加，日圓升值，新台幣對日圓轉貶。7月底，日本央行宣布維持基準利率不變，使日圓走貶，新台幣對日圓升值。8月上旬，土耳其里拉危機升高，日圓避險需求增加，推升日圓匯價，新台幣對日圓走貶，8月13日貶至本季低點0.2796元。9月下旬，日本央行宣布維持利率政策不變，加上IMF擴大對阿

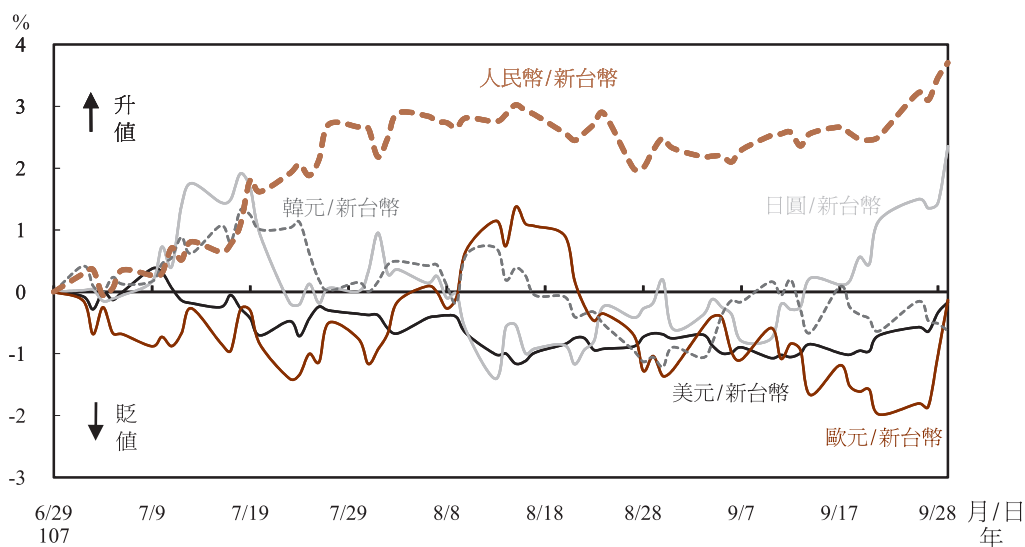
根廷援助金額及土耳其危機舒緩，新興市場風險趨緩，日圓轉為貶值，新台幣對日圓走升，季底新台幣對日圓升至本季高點0.2694元，較上季底升值2.4%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值0.9%。

新台幣對人民幣匯率：本季受到中國大陸經濟趨緩，加上市場擔憂美中貿易衝突升溫恐進一步拖累其經濟成長及股匯市表現，人民幣走貶，新台幣對人民幣升值，8月24日中國人民銀行於人民幣對美元中間價報價機制重啟「逆週期因子」，人民幣匯價短暫獲得支撐，嗣後，新台幣對人民幣匯率於季底升至本季高點4.4396元，較上季底升值

3.7%，就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值3.6%。

新台幣對韓元匯率：本季韓元及新台幣同樣受到國際美元走勢及外資匯出入新興市場國家的影響；惟8月下旬受到美國總統川普對Fed升息表達不滿，亞洲主要貨幣對美元走強，其中韓元升幅較大，8月30日新台幣對韓元貶至本季低點0.0277元。9月上旬，韓元回貶幅度較大，新台幣對韓元升值。本季度底新台幣對韓元匯率為0.0275元，較上季底貶值0.6%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值0.9%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與107/6/29比較)



二、外匯市場交易

107年5月至7月外匯市場（含DBU及

OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為21,205.6億美元，較上期（107年2月至107年4月，以下同）增加12.6%，日平均交易淨額

為331.3億美元。其中，OBU外匯交易淨額為2,073.7億美元，較上期增加25.4%，占外匯市場交易比重9.8%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為10,448.6億美元，較上期增加10.3%；即期交易居次，交易量為8,428.2億美元，較

上期增加14.4%；占外匯市場交易比重分別為49.3%及39.7%。遠匯交易居第三，交易量為1,509.6億美元，占7.1%，較上期增加22.9%。匯率選擇權居第四，交易量為660.7億美元，占3.1%，較上期增加8.5%（表9及圖5）。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

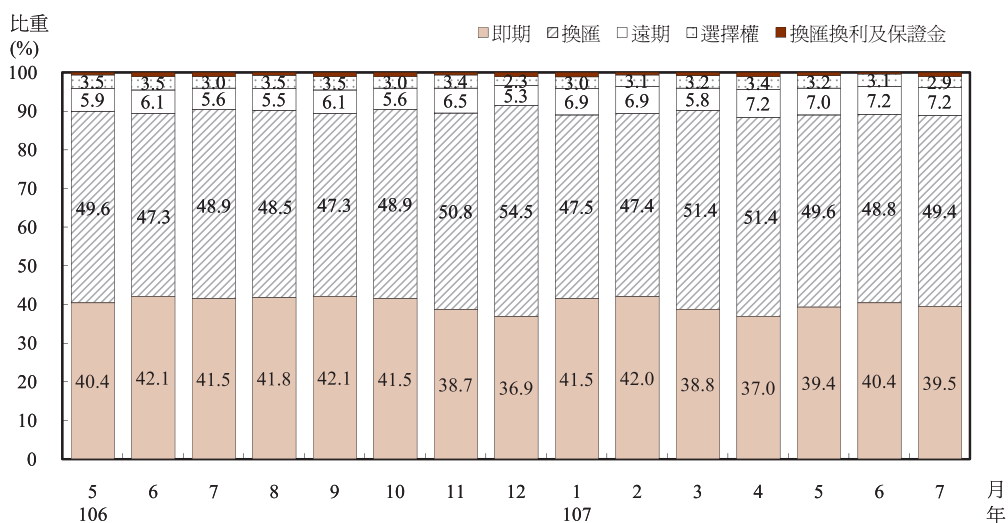
單位：百萬美元

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 ²	保證金 交易	換匯換利	選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均 交易淨額
105	2,780,002	3,430,524	1,130,460	477,036	35,128	17,437	50,109	358,694	7,113,802	852,912	28,918
106	2,826,236	3,550,558	1,241,359	423,119	28,857	12,402	43,934	242,537	7,098,786	646,369	28,624
106/ 5	229,324	281,940	101,389	33,383	2,724	930	2,209	20,150	567,936	55,619	28,397
6	264,014	296,691	98,615	38,435	3,061	828	5,720	22,186	627,874	60,501	27,299
7	250,311	295,245	95,695	33,873	3,023	662	5,156	18,047	603,294	48,059	28,728
8	268,164	310,358	101,067	34,998	2,540	895	3,788	22,251	640,454	53,782	27,846
9	272,343	312,869	105,859	36,396	3,163	812	3,111	22,909	648,439	58,614	29,474
10	200,820	291,025	102,247	31,755	1,331	669	2,654	16,849	543,772	44,198	28,620
11	236,008	309,957	108,599	39,786	1,904	636	3,092	20,510	609,988	52,342	27,727
12	200,580	296,618	104,192	29,031	1,582	616	4,855	12,542	544,242	39,720	25,916
107/ 1	305,954	350,173	128,069	50,666	3,175	794	7,498	22,110	737,195	58,582	33,509
2	223,667	252,382	88,144	36,883	1,961	811	2,198	16,380	532,322	51,851	35,488
3	284,507	376,850	123,419	41,460	2,476	940	5,380	23,789	732,925	56,249	31,866
4	228,551	317,895	107,966	44,446	2,984	660	5,806	20,716	618,074	57,301	34,337
5	285,811	359,486	120,864	50,405	2,971	603	5,294	23,250	724,850	68,923	32,948
6	280,126	338,727	109,501	49,719	2,774	584	2,166	22,458	693,779	67,385	34,689
7	276,879	346,644	119,983	50,832	2,359	563	6,658	20,358	701,934	71,061	31,906

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

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

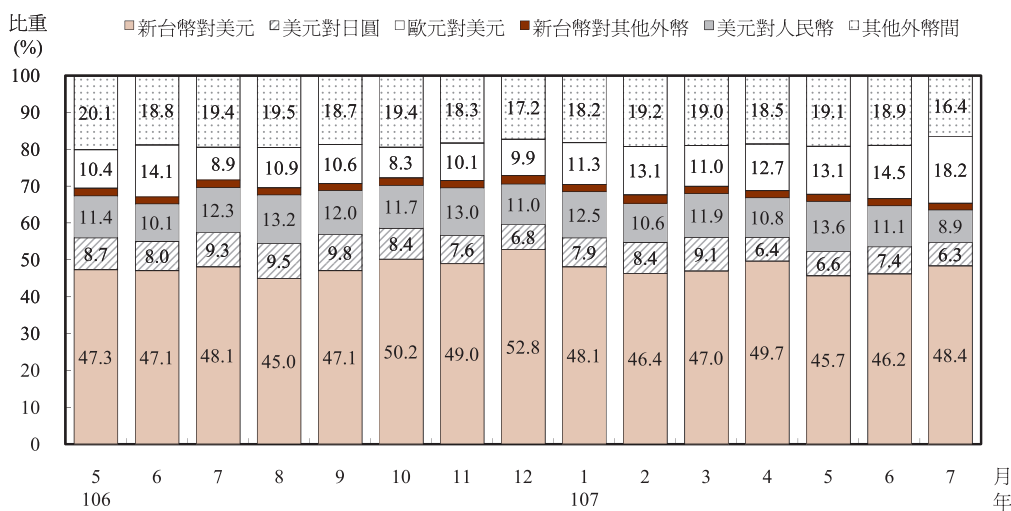
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，107年5月至7月的交易比重為46.8%，較上期減少1.0個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.9%；外幣間的交易比重為51.3%，其中美元對人民幣交易比重為

15.2%，較上期增加3.0個百分點；歐元對美元交易比重為11.2%，較上期持平；美元對日圓交易比重為6.8%，較上期減少1.2個百分點；其他外幣間的交易比重為18.1%，較上期減少0.8個百分點(圖6)。

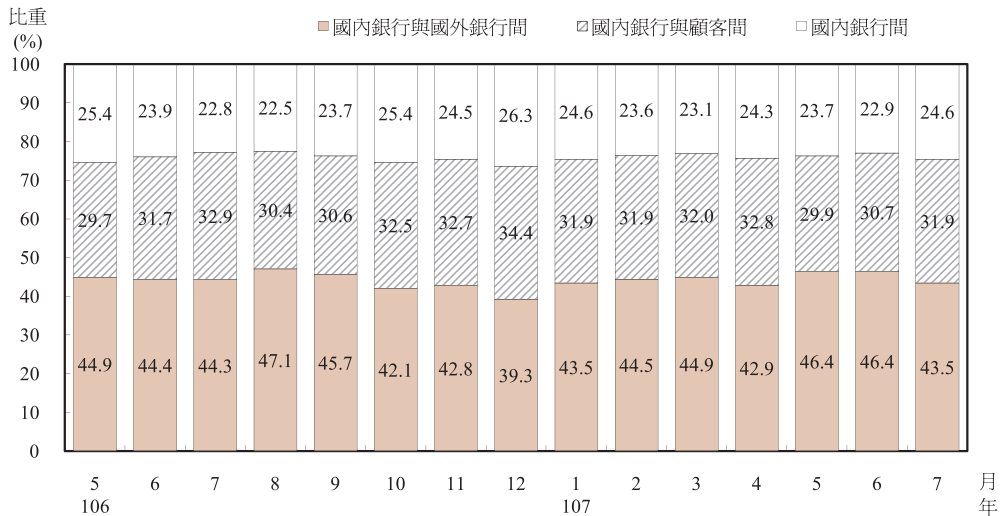
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，107年5月至7月交易比重為45.4%，較上期增加1.3個百分點；國內銀

行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別為30.8%及23.7%，分別較上期減少1.4個百分點及增加0.1個百分點（圖7）。

圖7 外匯交易-按交易對象別



三、銀行間換匯及外幣拆款交易

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

新台幣與外幣換匯交易方面（表9），107年5月換匯交易量為1,208.6億美元，較上月增加12.0%，主因市場對Fed於6月再度升息的預期升高，部分業者為避免6月份因季底因素資金調度不易，承作2個月跨季底天期的換匯交易熱絡，加上5月為報稅季節，部分銀行透過換匯市場調度短天期資金。6月交易量為1,095.0億美元，較上月減少9.4%，係因部分業者提前於5月承作跨季

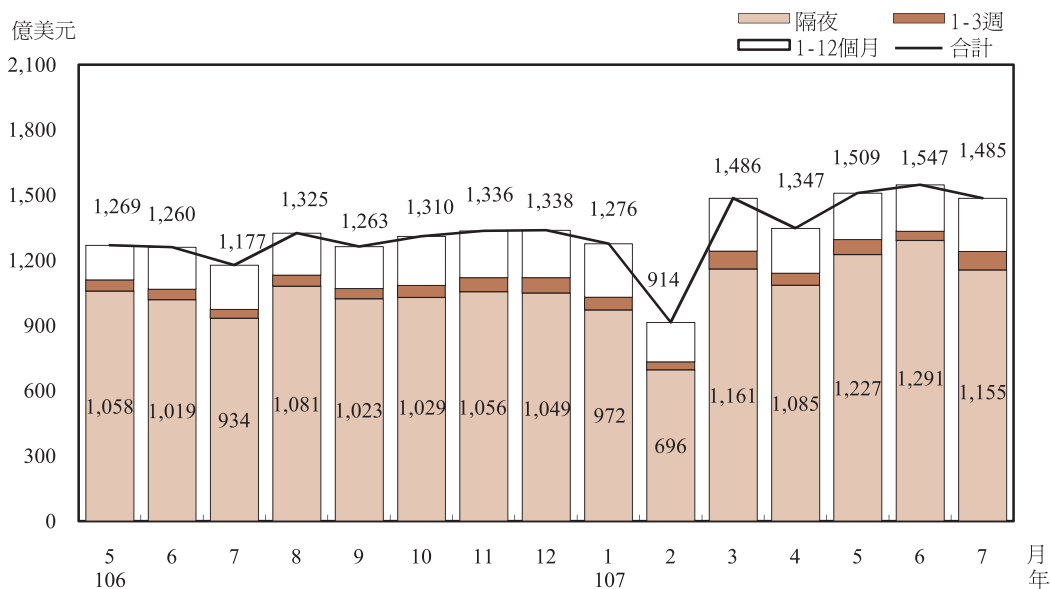
底交易，以及美中貿易摩擦，持續干擾金融市場，國內美元換匯需求方交易趨於謹慎。7月交易量為1,199.8億美元，較上月增加9.6%，主因美國經濟前景樂觀，市場預期Fed將維持升息步調，但美中貿易衝突使下半年全球經濟下行風險升高，多空因素交雜，致銀行資金調度頻繁。

銀行間外幣拆款市場交易方面（圖8），107年5月外幣拆款交易量為1,509.1億美元，較上月增加12.0%，主要係市場預期Fed將於6月再度升息，使得長天期資金成本提高，銀行增加隔夜資金拆借，加上6月底適逢季底及半年底，資金恐較為緊俏，銀行亦增加2個月期拆借交易。6月交易量為

1,547.1億美元，較上月增加2.5%，主因季底因素及6月Fed升息，天期較長之資金成本提高，銀行增加承作隔夜拆款交易。7月交易量為1,485.3億美元，較上月減少4.0%，係因

跨季底後短期資金需求下降，加上1個月期利率回跌較多，部分銀行增加拆入長天期，減少隔夜資金拆借，週轉率下降。

圖8 外幣拆款市場月交易量



四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

107年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為603.4億美元，較上期減少27.6%。其中，以外幣利率期貨376.9億美

元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的62.5%，較上期增加2.5個百分點；外幣換利交易居次為189.9億美元，所占比重為31.5%，較上期增加8.7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 換與選擇權	股價交換 與選擇權	信用衍生 商品	合計
104	42,763	4,928	2,152	56,088	4,058	486	1,122	111,596
105	41,952	120	5,743	51,222	3,053	145	933	103,168
106	49,453	0	11,412	116,911	2,802	121	857	181,556
106/ 5	3,139	0	808	9,828	235	1	121	14,132
6	4,599	0	479	14,417	237	13	155	19,900
7	2,974	0	438	9,102	209	2	10	12,735
8	3,110	0	40	16,045	231	16	52	19,494
9	5,417	0	1,200	13,045	218	5	105	19,990
10	5,063	0	2,620	11,243	221	7	10	19,164
11	3,186	0	477	12,526	135	10	7	16,340
12	3,962	0	1,210	8,161	139	7	35	13,514
107/ 1	9,816	0	6,274	21,429	250	44	75	37,889
2	6,043	0	5,571	19,635	129	75	158	31,611
3	7,015	0	5,546	15,471	273	81	457	28,842
4	5,908	0	1,532	14,878	315	74	222	22,928
5	8,007	0	1,239	16,921	335	56	233	26,791
6	6,540	0	195	13,440	394	26	258	20,853
7	4,447	0	193	7,325	316	24	394	12,699

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。

配合金管會為明定全國農業金庫申設

OBU之法據，6月22日本行與金管會及農委會銜函送「國際金融業務條例」部分條文修正草案總說明及條文對照表等相關文件，請行政院核轉立法院審議。行政院已於7月27日召開會議，「國際金融業務條例」部分條文修正草案審查完畢。

國際經濟金融情勢（民國107年第2季）

壹、概述

一、近期全球景氣略降溫，預期本年下半年及明年續放緩

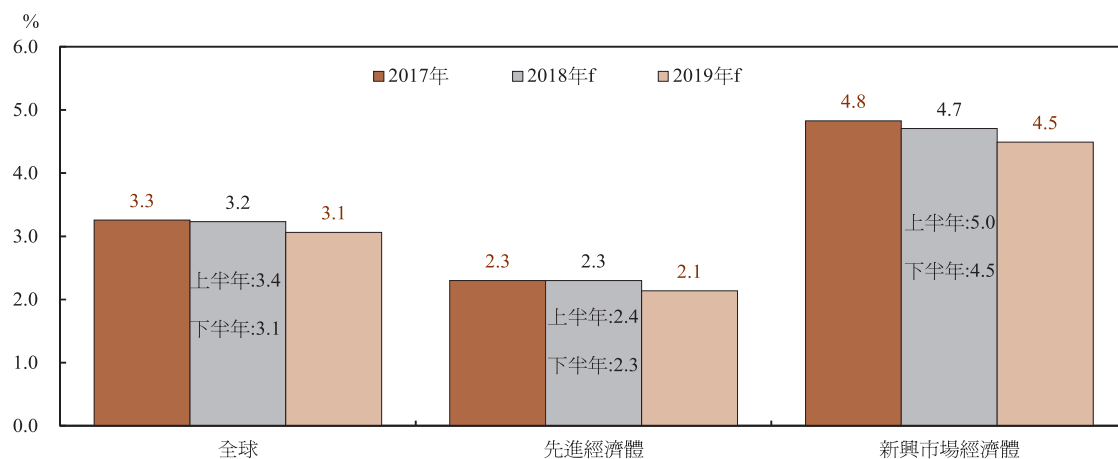
本(2018)年第2季，美國及日本經濟加速成長，歐元區、中國大陸經濟成長則減緩，9月間IHS Markit預估全球經濟成長率為3.3%，略低於第1季之3.4%。

近來國際油價高檔震盪，主要國家貿易爭端不斷，土耳其等部分新興市場經濟體貨

幣重貶、經濟金融情勢惡化，加以地緣政治緊張等，均增添全球經濟前景之不確定性。

IHS Markit預測下半年全球經濟成長率將由上半年之3.4%降至3.1%，全年為3.2%，低於上(2017)年之3.3%，明(2019)年則續降至3.1%(圖1、表1)；WTO則預測本年全球商品貿易量成長率將由上年之4.7%降至3.9%，明年則續降至3.7%(圖2)。

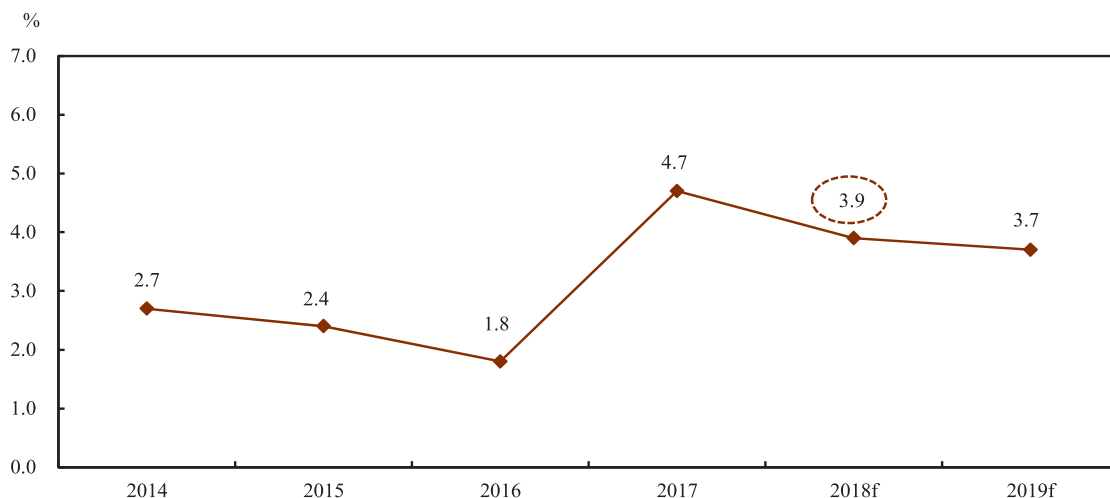
圖1 全球經濟成長率



註：f表示預測值。

資料來源：IHS Markit (2018/9/18)

圖2 全球商品貿易量成長率



註：f表示預測值。

資料來源：WTO (2018), “WTO Downgrades Outlook for Global Trade as Risks Accumulate,” *WTO Press Release*, Sep. 27

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2017年	2018年		2019年	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	3.7 (3.3)	3.9	3.2	3.9	3.1
先進經濟體	2.4 (2.3)	2.4	2.3	2.2	2.1
OECD國家	2.5 (2.4)	2.6	2.3	2.5	2.1
美國	2.2	2.9	2.9	2.7	2.7
日本	1.7	1.0	1.1	0.9	0.9
德國	2.2	2.2	1.9	2.1	1.8
英國	1.7	1.4	1.2	1.5	1.1
歐元區	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7
台灣	2.89	1.9	2.7	2.0	2.4
香港	3.8	3.6	3.6	3.2	2.7
新加坡	3.6	2.9	3.0	2.7	2.4
南韓	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9
東協五國	5.3	5.3	—	5.3	—
泰國	3.9	3.9	4.4	3.8	3.9
馬來西亞	5.9	5.3	4.7	5.0	4.6
菲律賓	6.7	6.7	6.4	6.8	6.4
印尼	5.1	5.3	5.1	5.5	5.1
越南	6.8	6.6	6.7	6.5	6.7
中國大陸	6.9	6.6	6.7	6.4	6.3
印度	6.7	7.3	7.2	7.5	7.1
新興市場暨開發中經濟體	4.7	4.9	—	5.1	—

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2017年區域經濟體為IMF資料，OECD國家為OECD資料，括弧內數字均為IHS Markit資料；各國為官方資料，其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。

3. 2018、2019年(1)為IMF資料，僅OECD國家採用OECD資料；(2)為IHS Markit資料，其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。

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

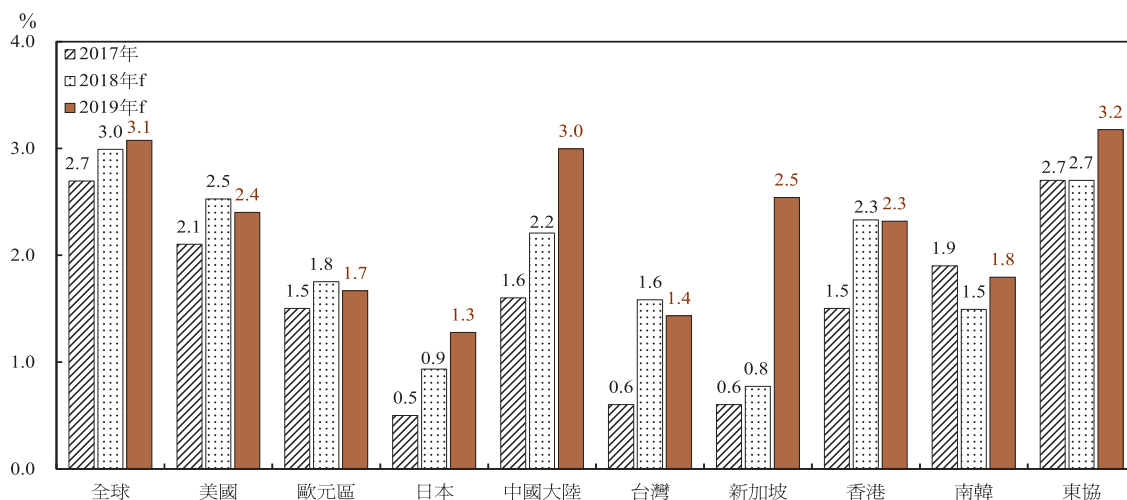
資料來源：IMF (2018), “World Economic Outlook Update,” Jul. 16、IMF (2018), “Regional Economic Outlook: Asia Pacific,” May 9、OECD (2018), “OECD Economic Outlook,” May 30、IHS Markit (2018/9/18)

二、近期全球通膨率上升，預測今、明兩年通膨率均高於上年

受美元走升導致多國貨幣走貶，以及能源價格上揚等影響，IHS Markit預估本年第

3季全球通膨率平均值為3.1%，高於第2季之2.7%；全年預測值亦由上年之2.7%升至3.0%，明年則續升至3.1%(圖3)。

圖3 主要經濟體通膨率



註：f表示預測值。

資料來源：各國官方資料、IHS Markit (2018/9/18)

三、主要央行貨幣政策正常化步調不一，部分新興市場經濟體緊縮貨幣政策

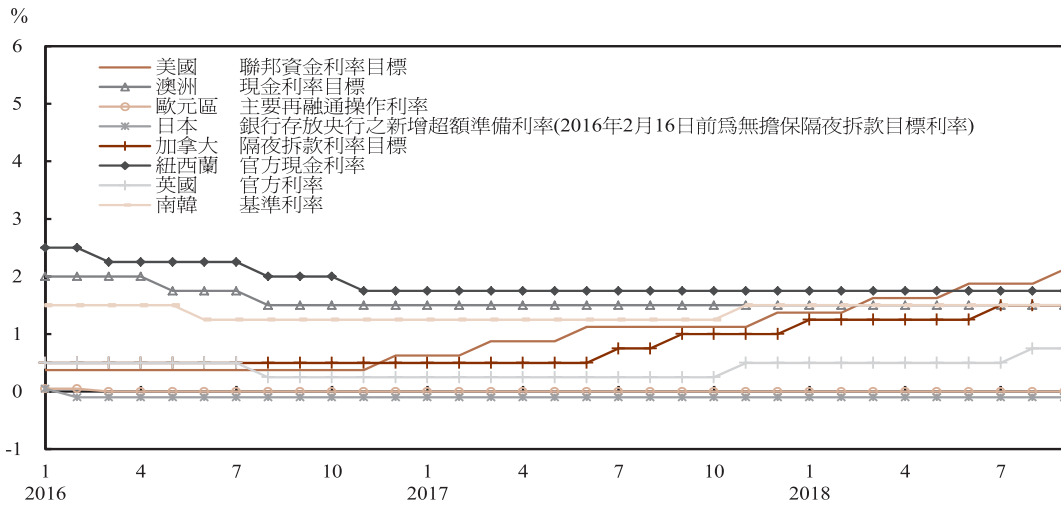
鑑於勞動市場持續增強，經濟活動強勁升溫，本年9月美國聯準會(Fed)升息1碼至2.00%~2.25%；加拿大、英國及挪威央行為減緩通膨上升壓力，7月以來均升息1碼，分別至1.50%、0.75%及0.75%；歐洲央行(ECB)則緩步朝貨幣政策正常化路線推進；日本央行(BoJ)因通膨率仍低，維持寬鬆貨幣

政策不變(圖4)。

8月以來，亞洲經濟體中，香港跟隨美國升息步伐，調升基本利率1碼至2.50%；另為緩和通膨上揚或貨幣貶值壓力，印尼央行、印度央行及菲律賓央行分別升息2碼、1碼及4碼至5.75%、6.50%及4.50%(圖5)。

另為因應貨幣大幅貶值及通膨飆升，至9月底阿根廷、土耳其及俄羅斯之政策利率分別升至60%、24%及7.50%；其餘經濟體多維持政策利率不變。

圖4 先進經濟體政策利率

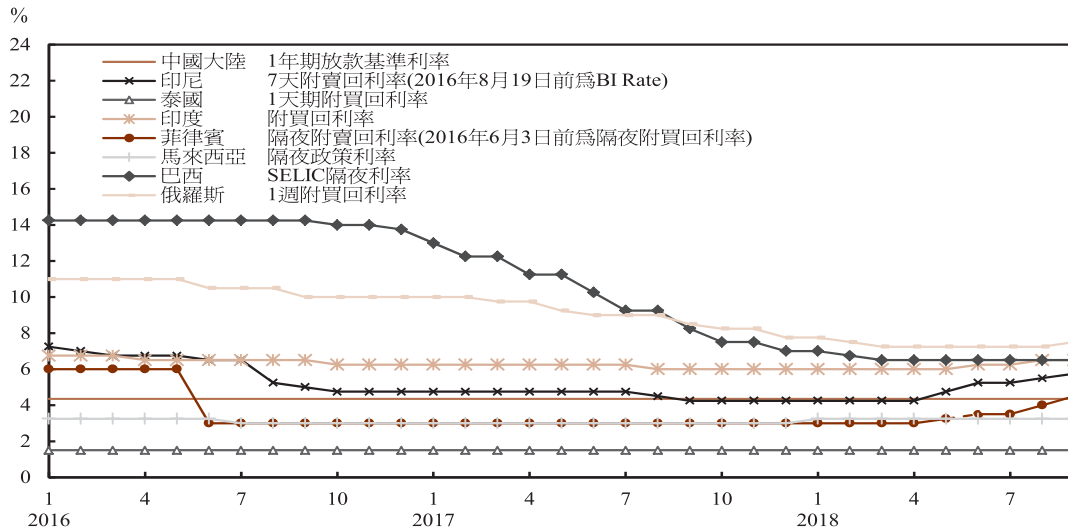


註：1. 美國及日本(2016年2月16日前)之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

2. 日本自2016年2月16日起以銀行存放央行之新增超額準備利率作為短期政策利率。

資料來源：各國官方資料

圖5 新興經濟體政策利率



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：各國官方資料

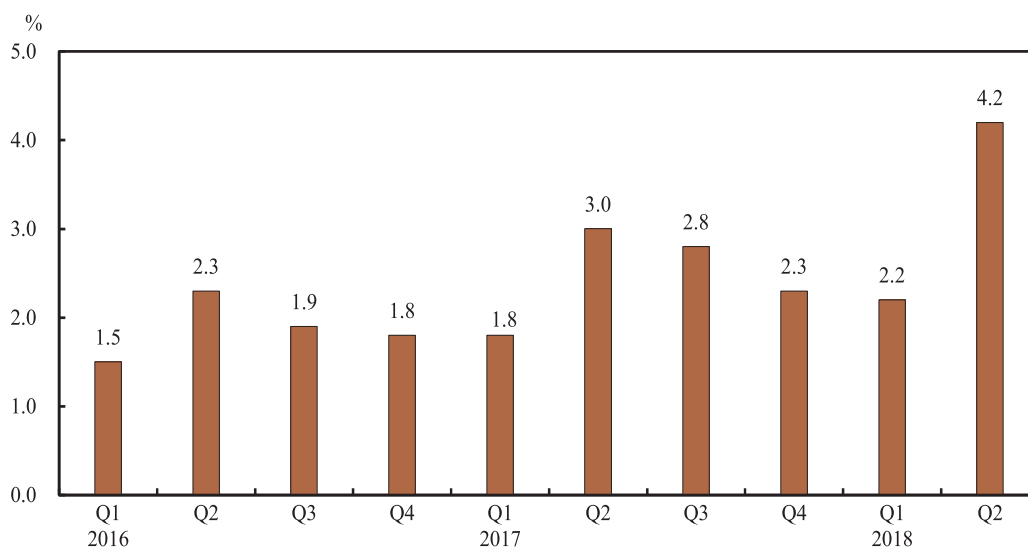
貳、美國擴張力道增強，通膨升溫，Fed再升息1碼

一、本年第2季經濟加速成長，預期下半年及明年續擴張

本年第2季，由於民間消費增加，以

及輸出大幅成長，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之2.2%躍升至4.2%(圖6、表2)。

圖6 美國經濟成長率



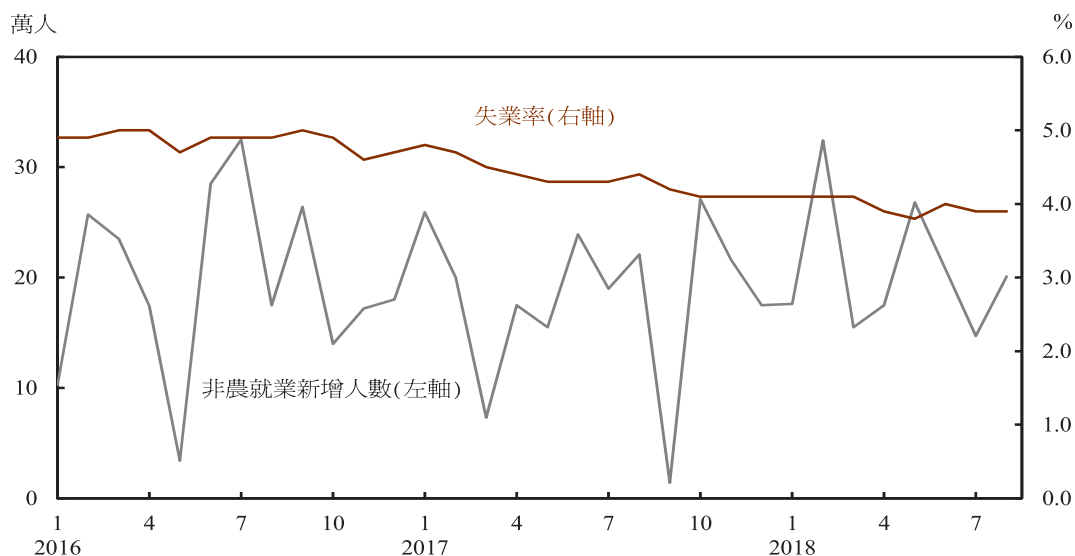
資料來源：Bureau of Economic Analysis

就業市場穩健成長，8月非農就業新增人數由7月之14.7萬人增至20.1萬人，平均時薪年增2.9%，係2009年7月以來新高；失業率則持平於3.9%(圖7、表2)，接近17年以來低點。

由於製造業活動加速擴張，加以就業市場穩定支撐消費動能，且稅改與財政支出擴

增之效益持續發酵，預期本年下半年經濟成長動能續強，明年亦可望維持擴張；惟美國與中國大陸貿易摩擦升溫將影響經濟前景。IHS Markit預測本年經濟成長率為2.9%，高於上年之2.2%，明年則略減至2.7%；Fed對本年及明年經濟成長率預測值分別為3.0%~3.2%及2.4%~2.7%。

圖7 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics

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 %	
2015	2.9	5.3	-1.0	1.8	0.1	-0.9	-745,483
2016	1.6	4.9	-1.9	2.2	1.3	0.4	-736,575
2017	2.2	4.4	1.6	1.9	2.1	2.3	-795,691
2017/ 8		4.4	1.1	1.7	1.9	2.5	-64,478
9	2.8	4.2	1.2	1.7	2.2	2.5	-64,921
10		4.1	2.7	1.8	2.0	2.7	-67,629
11		4.1	3.4	1.7	2.2	3.0	-69,835
12	2.3	4.1	2.9	1.8	2.1	2.6	-72,441
2018/ 1		4.1	2.8	1.8	2.1	2.6	-73,626
2		4.1	3.7	1.8	2.2	2.9	-75,975
3	2.2	4.1	3.6	2.1	2.4	3.0	-68,520
4		3.9	3.8	2.1	2.5	2.7	-67,394
5		3.8	2.9	2.2	2.8	3.1	-64,688
6	4.2	4.0	3.5	2.3	2.9	3.3	-67,903
7		3.9	4.0	2.4	2.9	3.2	-72,046
8		3.9	4.9	2.2	2.7	2.8	

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

二、通膨升溫，明年可能回降

本年7至8月消費者物價指數(CPI)年增率為2.8%，略高於第2季之2.7%，主因能源價格上揚所致；因住房及交通成本上升，扣除食品與能源之核心CPI年增率亦由第2季之2.2%略升至2.3%(表2)。預期國際油價走升，加以美國對貿易夥伴加徵關稅推升進口品價格，導致物價上揚，IHS Markit預測本年CPI年增率將由上年之2.1%升至2.5%，明年則降至2.4%。

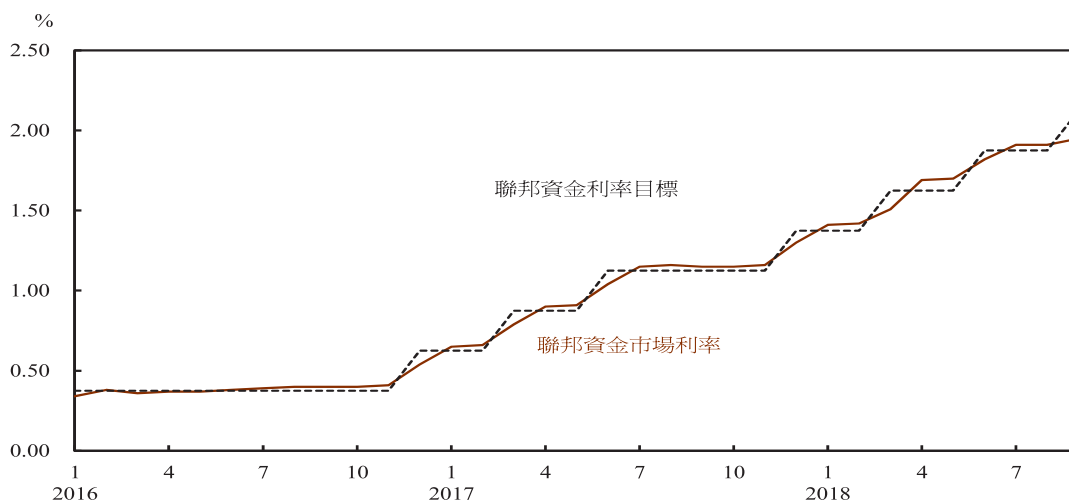
三、Fed升息1碼

本年9月26日，聯邦公開市場委員會(FOMC)會議聲明指出，鑑於勞動市場持續

增強，經濟活動強勁升溫，且通膨數據已接近2%，決議將聯邦資金利率目標區間調升1碼至2.00%~2.25%(圖8)；且自本年10月起，每月政府公債、機構債(agency debt)與機構房貸擔保證券(agency MBS)到期再投資之最高縮減金額，分別由240億、160億美元提高至300億、200億美元。

Fed主席Powell表示，聲明稿中雖刪除「貨幣政策立場仍寬鬆」之措辭，惟此調整並非暗示貨幣政策步調有所改變，Fed仍維持漸進升息立場。本年聯邦資金利率中位數預測值仍為2.375%，市場預期本年內可能再升息1次。

圖8 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、歐元區景氣趨緩，惟通膨預期升溫，本年底可能結束資產購買計畫

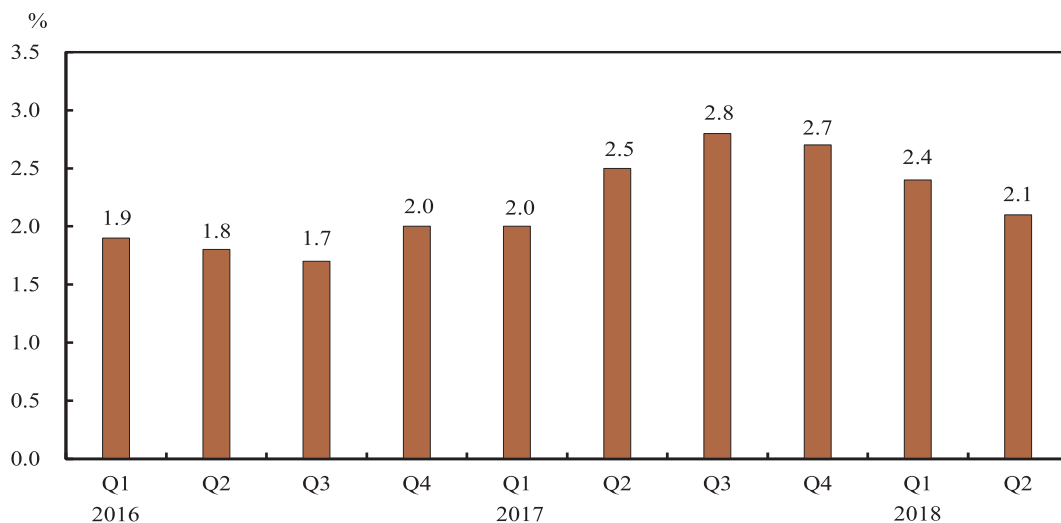
一、本年第2季經濟成長略緩，預期下半年及明年經濟成長減速

本年第2季各會員國經濟基本面良好，惟受全球貿易摩擦加劇、國際油價上漲及部分會員國政局動盪等影響，德、法經濟成長率分別降至1.9%、1.7%，歐元區經濟成長率

由第1季之2.4%降至2.1%(圖9、表3)。

由於經濟信心持續下滑，反映企業對訂單數量及生產前景看法趨審慎，IHS Markit 預測本年下半年經濟成長率低於上半年，全年由上年之2.4%降至2.0%，明年續降至1.7%。

圖9 歐元區經濟成長率

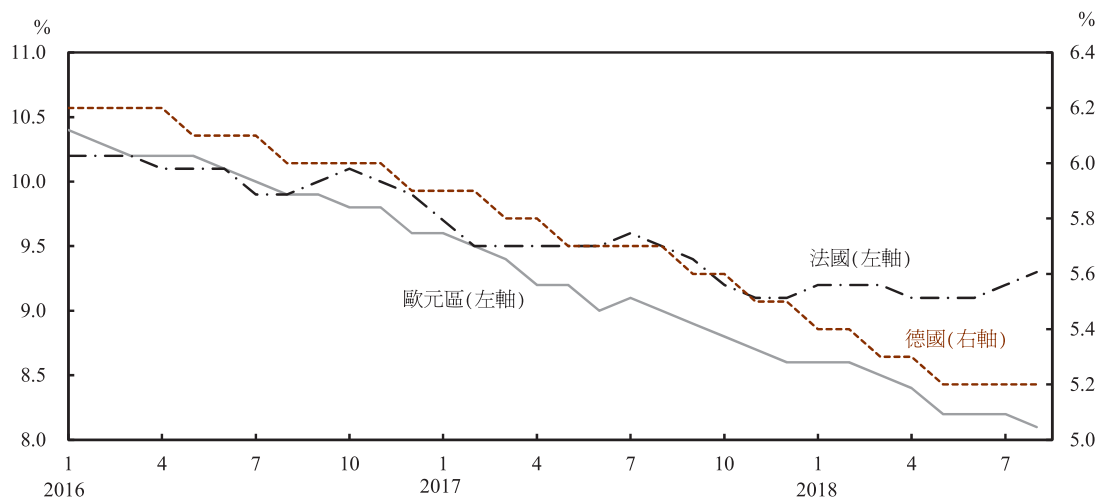


資料來源：Eurostat

勞動市場持續改善，8月歐元區失業率為8.1%(圖10、表3)，係2008年12月以來最低。其中，德國失業率為5.2%，係1981年9

月以來最低；法國失業率為9.3%，亦接近近年低點(圖10)。

圖10 歐元區失業率



資料來源：Thomson Reuters Datastream、Eurostat

表3 歐元區重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 (不含營建業) %	調和消費者物價指數 (HICP)年增率 (2015=100) %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)
2015	2.1	10.9	2.6	0.0	5.3	2.6	238,597
2016	1.9	10.0	1.6	0.2	0.3	-1.1	265,354
2017	2.4	9.1	3.0	1.5	7.1	10.0	232,606
2017/ 8		9.0	4.2	1.5	7.0	9.4	15,244
9	2.8	8.9	4.2	1.5	5.2	5.6	24,995
10		8.8	2.7	1.4	9.1	10.8	18,261
11		8.7	4.7	1.5	8.4	9.3	24,248
12	2.7	8.6	5.2	1.4	0.9	3.0	24,558
2018/ 1		8.6	3.6	1.3	9.1	6.2	2,958
2		8.5	2.7	1.1	1.8	1.8	16,580
3	2.4	8.4	3.2	1.3	-3.3	-2.0	25,360
4		8.4	1.7	1.3	8.1	8.2	16,772
5		8.2	2.6	1.9	-0.8	0.6	16,593
6	2.1	8.2	2.3	2.0	5.8	8.6	22,688
7		8.2	-0.1	2.1	9.5	13.4	17,556
8		8.1		2.0			

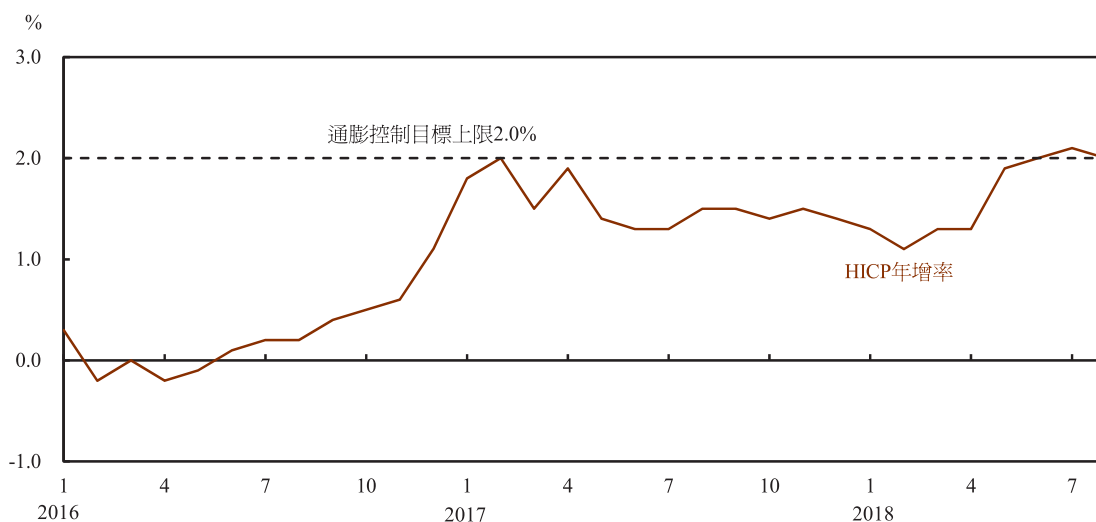
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

二、通膨持續增溫，明年則略降

本年7至8月，因國際油價上漲，歐元區調和消費者物價指數(HICP)平均年增率為2.1%，高於第2季之1.7%(表3、圖11)；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率則為

1.3%，略高於第2季之1.2%。本年初以來，大宗商品價格走升，加以近期歐元對美元貶幅較大推升能源成本，IHS Markit預測本年通膨率為1.8%，高於上年之1.5%，明年則略降至1.7%。

圖11 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可能於本年底結束資產購買計畫，且維持低利率水準至少至明年夏季

本年9月13日ECB決議維持政策利率不變(表4、圖12)，並將維持目前之利率水準至

少至明年夏季；資產購買計畫維持每月購債300億歐元至本年9月底，10至12月之每月購債規模降至150億歐元，屆時通膨展望若符合預期，將於12月底停止資產購買計畫。

表4 ECB之各項利率

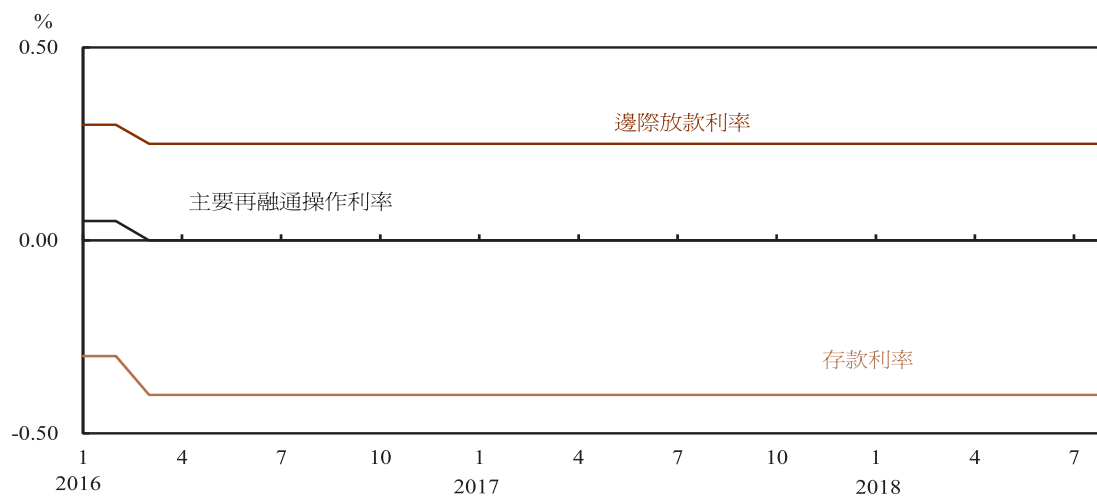
單位：%

名稱	實施日期			
	2014/6/11	2014/9/10	2015/12/9	2016/3/16
主要再融通 操作利率 (政策利率)	0.15	0.05	0.05	0.00
存款利率	-0.10	-0.20	-0.30	-0.40
邊際放款利率	0.40	0.30	0.30	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12 ECB之各項利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

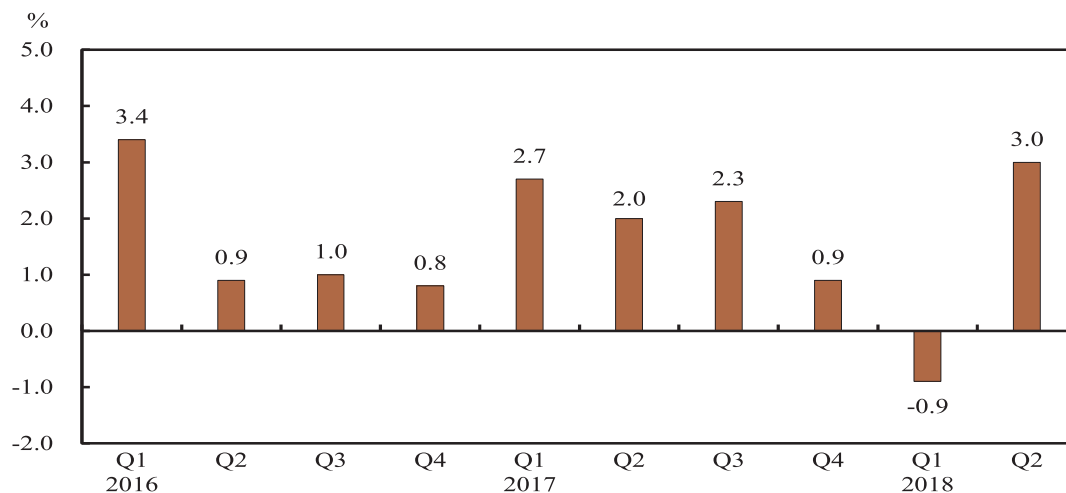
肆、日本通膨預期上揚，惟經濟恐放緩，強化寬鬆貨幣政策機制

一、本年第2季經濟恢復成長，下半年及明年經濟成長恐放緩

本年第2季，由於夏季獎金增加之激勵，民間消費恢復成長，加以企業自動化需

求持續增加，帶動設備投資連續7季呈現擴張，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由上季之-0.9%反彈至3.0%(圖13、表5)。

圖13 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

7至8月以日圓計價之出口年增率由第2季之7.5%降至5.2%(表5)，主因7月對美國出口衰退5.2%，其中汽車出口因上年基期較高大幅衰退12.1%所致。由於全球貿易摩擦加劇恐影響外需動能，IHS Markit預測本年下半年經濟成長率將低於上半年，全年由上年

之1.7%降至1.1%，明年續降至0.9%。

因求職者增加，7至8月失業率為2.5%(表5)，維持於低檔，8月求才求職比維持於1.63倍之44年來高點。勞動市場持續緊俏，帶動中小企業加薪，第2季經常性薪資年增率由第1季之1.0%續升至1.1%。

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 (2015=100)		企業物價指數 (2015=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)
				年增率 %	扣除生鮮食品 年增率 %	年增率 %			
2015	1.4	3.4	-1.2	0.8	0.5	-2.3	3.4	-8.7	-27,916
2016	1.0	3.1	-0.2	-0.1	-0.3	-3.5	-7.4	-15.8	39,938
2017	1.7	2.8	4.4	0.5	0.5	2.3	11.8	14.1	29,072
2017/ 8		2.8	5.0	0.7	0.7	2.8	18.1	15.5	968
9	2.3	2.8	2.5	0.7	0.7	3.0	14.1	12.3	6,538
10		2.8	5.7	0.2	0.8	3.5	14.0	19.0	2,786
11		2.7	3.6	0.6	0.9	3.5	16.2	17.3	1,052
12	0.9	2.7	4.5	1.0	0.9	3.0	9.4	15.0	3,562
2018/ 1		2.4	2.9	1.4	0.9	2.7	12.3	7.8	-9,483
2		2.5	1.6	1.5	1.0	2.5	1.8	16.6	-1
3	-0.9	2.5	2.4	1.1	0.9	2.0	2.1	-0.5	7,933
4		2.5	2.7	0.6	0.7	2.0	7.8	6.0	6,208
5		2.2	4.2	0.7	0.7	2.6	8.1	14.1	-5,833
6	3.0	2.4	-1.0	0.7	0.8	2.8	6.7	2.6	7,184
7		2.5	2.2	0.9	0.8	3.0	3.9	14.7	-2,350
8		2.4	0.6	1.3	0.9	3.0	6.6	15.3	-4,384

資料來源：日本內閣府、總務省統計局、BoJ、Thomson Reuters Datastream

二、通膨率續升，惟仍遠低於2%目標

受能源價格上漲影響，本年7至8月CPI年增率由第2季之0.7%升至1.1%；扣除生鮮食品之核心CPI年增率亦略升至0.9%(表5)，扣除生鮮食品及能源之CPI年增率則略升至0.4%；7至8月企業物價指數(PPI)年增率由第2季之2.5%升至3.0%。IHS Markit預測本年CPI年增率為0.9%，高於上年之0.5%，明年則升至1.3%。

三、BoJ強化寬鬆貨幣政策機制

本年7月底之貨幣政策會議放寬10年期公債殖利率波動幅度可隨經濟及通膨情

勢變化，由目前之-0.1%~0.1%區間，擴大至-0.2%~0.2%，使每年購買約80兆日圓公債之目標更具彈性，有助恢復僵化之公債市場功能。另導入政策利率之前瞻性指引，強化承諾在達成通膨率穩定於2%目標之前，將持續執行附帶殖利率曲線控制之量質兼備寬鬆貨幣政策；每年購買約6兆日圓指數型證券投資信託基金(ETF)中，涵蓋標的範圍較廣之東證股價指數(TOPIX)相關ETF將由目前之2.7兆日圓增加至4.2兆日圓。

9月19日，BoJ貨幣政策會議決議仍維持短期政策利率於-0.1%不變；另為促使長期利率目標(10年期公債殖利率)維持於0%左

右，仍將持續執行每年約80兆日圓之公債購買計畫。且為儘早達成2%通膨目標，並考量明年10月提高消費稅對經濟及物價將造成

不確定性衝擊，將維持極低之長、短期利率水準較長一段期間。

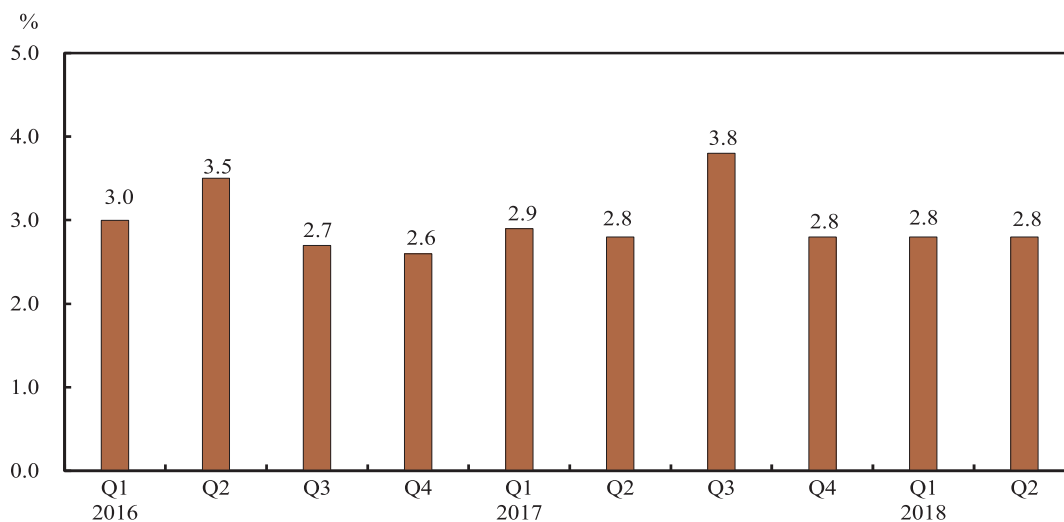
伍、南韓經濟成長恐趨緩，預期本年通膨下滑，政策利率不變

一、本年第2季經濟成長率與上季持平，預期明年景氣略降溫

本年第2季，雖然輸出成長力道轉強，惟民間消費、企業投資及政府消費放緩，經濟成長率為2.8%，與上季持平(圖14、表6)。由於3.8兆韓元追加預算將逐步執行，加以近

期出口表現優於預期，IHS Markit預測本年下半年經濟成長率將高於上半年，全年則由上年之3.1%略降至3.0%；明年則因美中貿易摩擦升溫，以及企業設備投資放緩，續降至2.9%。

圖14 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

表6 南韓重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2015=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)
				年增率 %	扣除食品及能源年增率 %	年增率 %			
2015	2.8	3.6	-0.3	0.7	2.4	-4.0	-8.0	-16.9	90,258
2016	2.9	3.7	2.3	1.0	1.9	-1.8	-5.9	-6.9	89,233
2017	3.1	3.7	1.8	1.9	1.5	3.5	15.8	17.8	95,216
2017/ 8		3.6	2.3	2.6	1.4	3.3	17.4	15.3	6,556
9	3.8	3.4	10.0	2.1	1.4	3.8	34.9	22.6	13,419
10		3.2	-5.6	1.8	1.6	3.6	6.7	8.0	6,935
11		3.1	-1.1	1.3	1.4	3.1	9.7	12.8	7,694
12	2.8	3.3	-4.8	1.5	1.5	2.3	8.8	13.6	5,511
2018/ 1		3.7	4.2	1.0	1.2	1.2	22.3	21.5	3,485
2		4.6	-6.8	1.4	1.3	1.3	3.1	15.2	2,810
3	2.8	4.5	-3.9	1.3	1.4	1.3	5.5	5.4	6,438
4		4.1	1.0	1.6	1.4	1.7	-1.9	14.9	6,262
5		4.0	1.3	1.5	1.4	2.2	12.9	12.9	6,355
6	2.8	3.7	-0.4	1.5	1.2	2.6	-0.3	11.0	6,098
7		3.7	0.9	1.5	1.0	3.0	6.1	16.4	6,871
8		4.0		1.4	1.0	3.0	8.7	9.4	6,853

資料來源：Thomson Reuters Datastream

由於半導體及石化產品等主要出口產品增加，7至8月出口年增率由第2季之3.2%升至7.4%(表6)；惟美中貿易衝突未解，恐影響下半年出口成長動能。

8月失業率由7月之3.7%升至4.0%(表6)，15歲至29歲青年失業率續升至10.0%之歷年同月高點。新增就業持續減少，主因造船及汽車產業結構調整致就業機會流失，加以學者專家質疑大幅調高最低工資與縮短工時政策，致中小企業因人事成本遽增減少僱用。

二、通膨率略降，預測明年將回升

由於石油產品價格漲幅趨緩，本年7至

8月CPI年增率由第2季之1.5%略降至1.4%；扣除食品及能源之核心CPI年增率亦由第2季之1.3%降至1.0%；生產者物價指數(PPI)年增率則由第2季之2.2%續升至2.9%(表6)。IHS Markit預測本年CPI年增率為1.5%，低於上年之1.9%，明年則升至1.8%。

三、政策利率維持不變

雖然輸出與民間消費仍穩健成長，惟企業設備投資明顯轉疲，就業人數增幅亦明顯下降，為維持經濟成長動能，本年8月31日南韓央行決議維持政策利率1.50%不變。

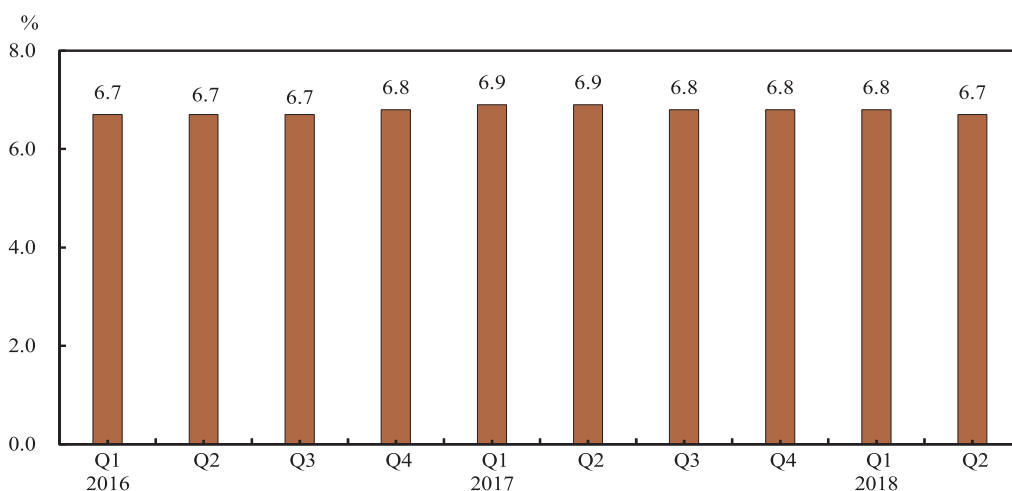
陸、中國大陸景氣恐趨緩，惟通膨預期上升，貨幣政策持續穩健中性

一、本年第2季景氣略降溫，預測下半年及明年續放緩

本年第2季中國大陸經濟成長率由第1季之6.8%略降為6.7%，係2016年以來最低(圖

15)，主因投資及消費成長下降，淨輸出續負成長所致，惟仍高於政府設定的6.5%之全年成長目標。

圖15 中國大陸經濟成長率



資料來源：中國國家統計局

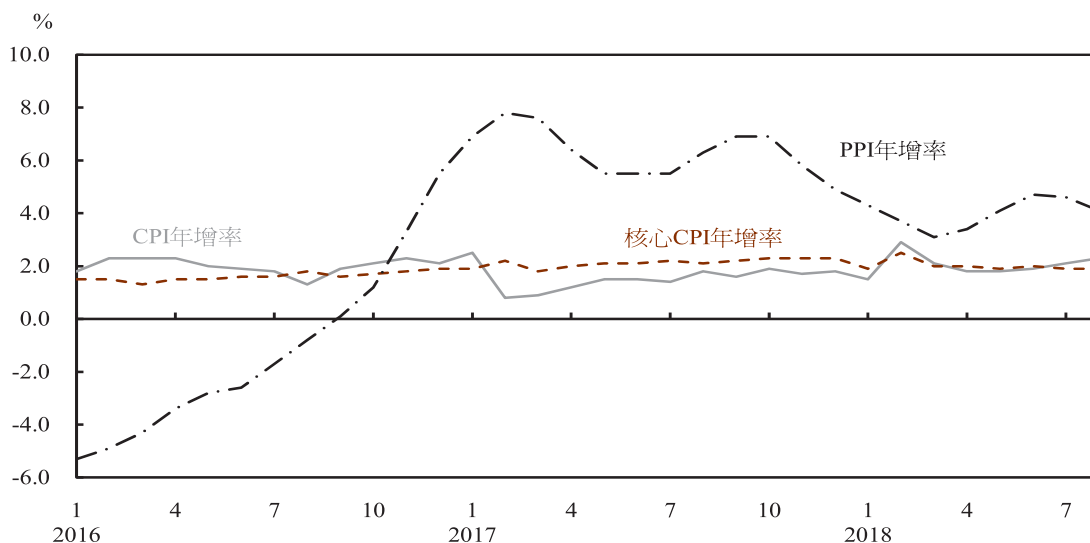
7至8月出口年增率由第2季之11.4%降至10.2%，惟對美國出口成長仍上升，主要受美國加徵關稅政策實施前之提前出口及人民幣貶值影響所致。

為確保經濟穩定成長，近期政府採行更加積極之財政政策，擴大基礎設施投資，惟美中貿易摩擦加劇不利製造業投資及出口，加以持續緊縮之房市政策恐衝擊房地產投資，IHS Markit預測本年下半年經濟成長率低於上半年，全年為6.7%，低於上年之6.9%，明年續降至6.3%。

二、近期通膨升溫，預期今明兩年通膨率續升

本年7至8月CPI年增率為2.2%，高於第2季之1.8%，主因食品價格漲幅擴大；扣除食品及能源之核心CPI年增率為2.0%，略高於第2季之1.9%；工業生產者物價指數(PPI)年增率為4.4%，亦高於第2季之4.1%(圖16)。IHS Markit預測本年CPI年增率為2.2%，高於上年之1.6%，明年續升至3.0%。

圖16 中國大陸主要物價指數年增率



資料來源：中國國家統計局

三、人行採行定向降準等措施，維持合理充裕之流動性

本年7月以來，中國人民銀行持續實施穩健中性之貨幣政策，維持政策利率不變；惟在加強金融監管、抑制整體債務比率及防範金融風險外，由於美中貿易摩擦升溫不利出口、經濟下行風險升高及部分實體經濟面臨信用緊縮，因而採行資金定向增量策略；

例如自7月5日起下調部分銀行人民幣存款準備率0.5個百分點，釋出約7,000億人民幣資金，以支持小微企業及推動企業「債轉股」，且7月至9月已6次透過「中期借貸便利」(Medium-term Lending Facility, MLF)工具釋出資金，以增加市場流動性及鼓勵銀行投資中等評級企業債券等。

柒、本年第2季亞洲經濟體景氣多走緩，惟通膨趨升；預期下半年及明年經濟成長多平緩，通膨升溫；部分經濟體調升政策利率

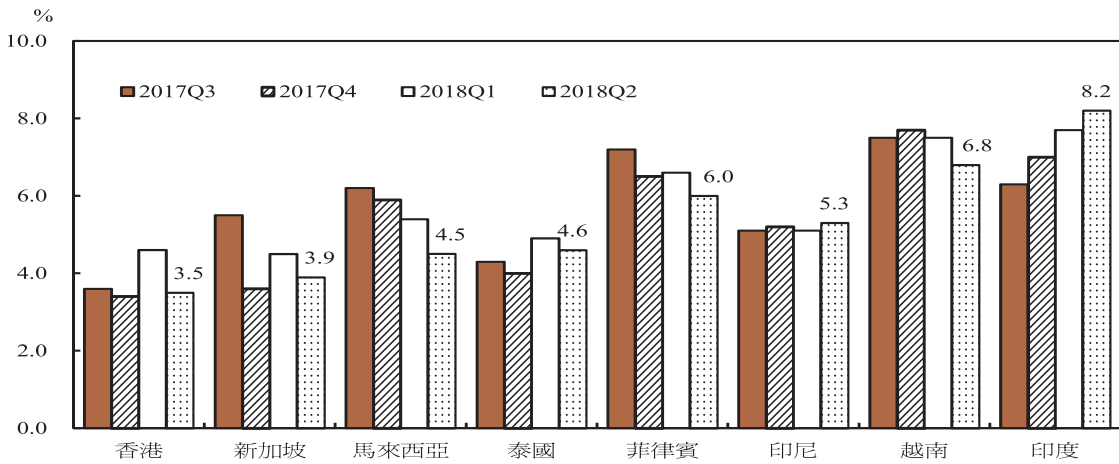
本年第2季，香港因營建投資成長略降，新加坡因製造業及服務業成長放緩，經濟成長率分別降至3.5%及3.9%(圖17)。IHS Markit預測香港、新加坡下半年經濟成長率均低於上半年，今、明兩年亦均走緩。

東協五國中，馬來西亞因政府投資疲軟、泰國因公共支出減少、菲律賓因政府消費成長減緩、越南則因內需略疲，本年第2季經濟成長率分別為4.5%、4.6%、6.0%、6.8%，均低於本年第1季；印尼則受惠於政

府支出大增，經濟成長率為5.3%，高於本年第1季(圖17)。IHS Markit預測下半年菲律賓經濟升溫，馬來西亞、泰國、印尼及越南景氣趨緩；全年泰國成長率高於上年，印尼與上年持平，馬來西亞、菲律賓及越南則低於上年；明年菲律賓、印尼及越南與本年持

平，馬來西亞、泰國則減緩。由於製造業擴張及消費增強，印度第2季經濟成長8.2%(圖17)，IHS Markit預測下半年(財政年度)成長走緩，全年為7.2%，高於上年，明年則略降至7.1%。

圖17 亞洲經濟體經濟成長率

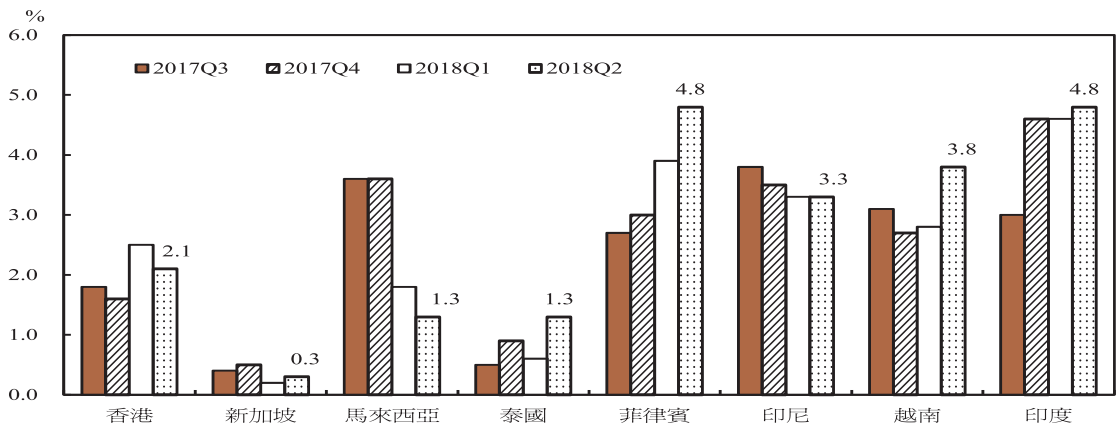


資料來源：各國官方資料

物價方面，第2季亞洲多數經濟體CPI年增率高於第1季(圖18)，IHS Markit預測下半年

通膨率多高於上半年，今、明兩年亦多續升。

圖18 亞洲經濟體CPI年增率



資料來源：各國官方資料

貨幣政策方面，印尼央行為遏阻印尼盾貶值以及抑制資金外流，8月及9月各調升7天期附賣回利率1碼至5.75%；另為抑制通膨升溫，印度央行8月調高附買回利率1碼至

6.50%，菲律賓央行8月及9月各調高隔夜附賣回利率2碼至4.50%；9月香港跟隨美國升息，調升基本利率1碼至2.50%；其餘經濟體多維持政策利率不變。

捌、歐元區間震盪，日圓走弱，新興市場國家貨幣多貶值

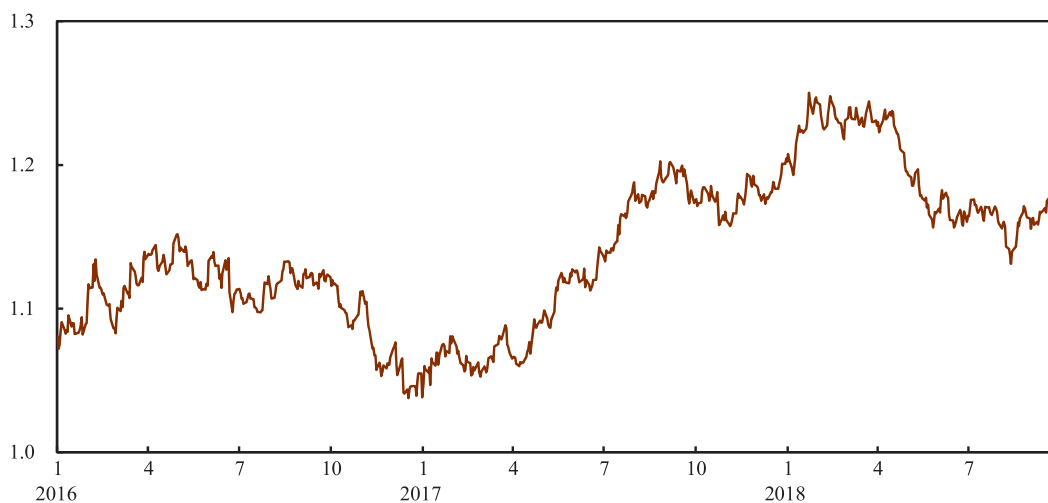
一、歐元對美元一度重貶後區間波動，日圓震盪後走貶

本年7月以來，歐元對美元小幅區間波動，8月後土耳其與美國發生政治、貿易衝突，土國里拉重貶，市場擔憂歐元區銀行業對土國曝險部位較大恐蒙受損失，致8月15日歐元一度貶至本年底點之1歐元兌1.1313

美元；嗣因土國推出穩定措施，加以卡達承諾金援，且ECB預期歐元區通膨率將逐漸走高，強化市場對ECB貨幣政策正常化之預期，歐元止貶回升，惟9月底受市場擔憂義大利政府擴大財政赤字影響而快速下挫。9月底為1歐元兌1.1615美元，較6月底略貶0.5%(圖19)。

圖19 歐元對美元匯率

美元 / 歐元

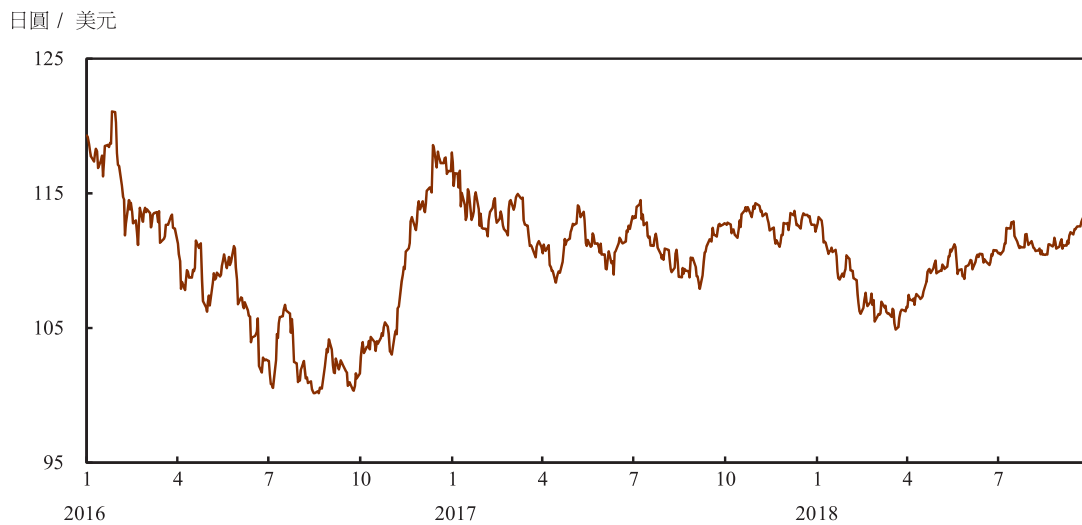


資料來源：Thomson Reuters Datastream

日圓方面，7月上旬美股因企業財報優於預期上漲，日圓走貶，7月中旬更貶至1美元兌112.80日圓左右，接近本年1月之低點；嗣受美國川普總統對Fed升息及強勢美元表示不滿、8月中旬土國匯率危機致市場對日

圓避險需求上升等影響，日圓震盪回升；8月下旬後因土國情勢回穩，且美國就業市場表現良好，Fed維持逐步升息步調，日圓轉貶。9月底為1美元兌113.59日圓，較6月底貶值2.5%(圖20)。

圖20 日圓對美元匯率

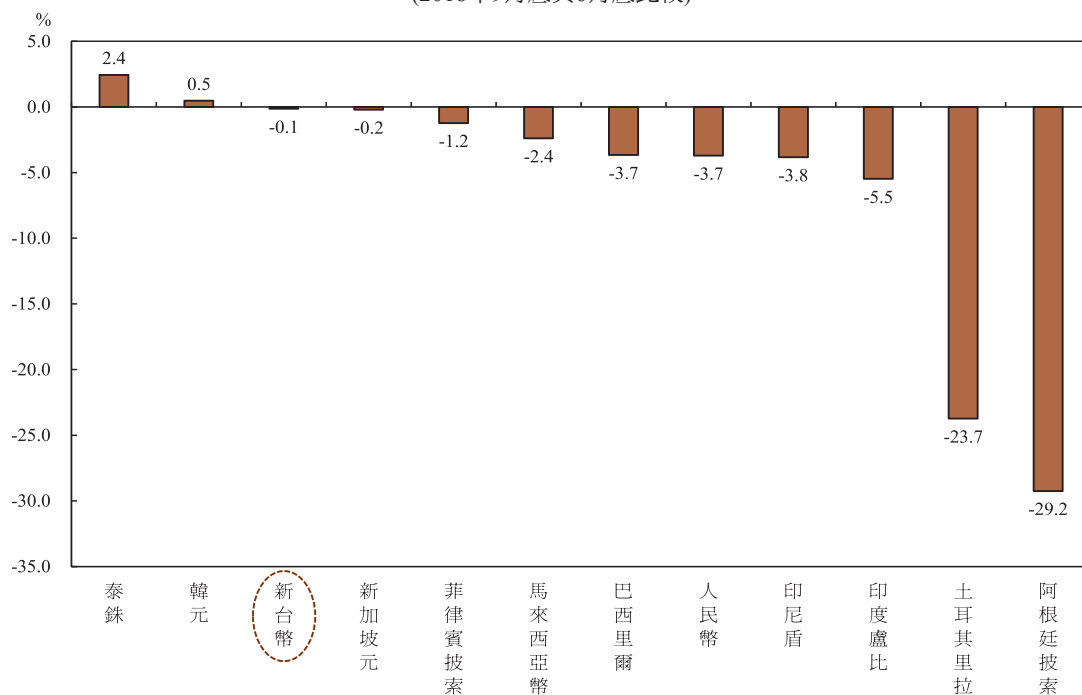


二、新興市場國家貨幣多貶值

本年7月以來，土國里拉重挫引發阿根廷與巴西等國貨幣大幅貶值，經常帳呈現逆差之亞洲新興市場國家如印度與印尼等亦面臨資本外流、貨幣貶值壓力。9月底與6月底相較，以阿根廷披索貶幅29.2%最大，土

國里拉貶幅23.7%居次；亞洲新興市場國家中，印度盧比及印尼盾貶幅最大，分別貶值5.5%及3.8%；中國大陸則受美中貿易摩擦升溫影響，人民幣對美元貶幅亦達3.7%(圖21)。

圖21 新興市場經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2018年9月底與6月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

玖、美股及日股震盪走高，歐股區間震盪，新興市場股市多下滑

一、美股續升，歐股區間震盪，日股回升

本年第3季雖美中貿易摩擦疑慮未除，惟因多數美國企業財報優於預期，加以經濟

成長強勁，就業情況良好，美國道瓊工業股價指數與那斯達克股價指數持續震盪走高，9月底與6月底比較，分別上漲9.0%及7.1%(圖22)。

圖22 美國道瓊工業及那斯達克股價指數

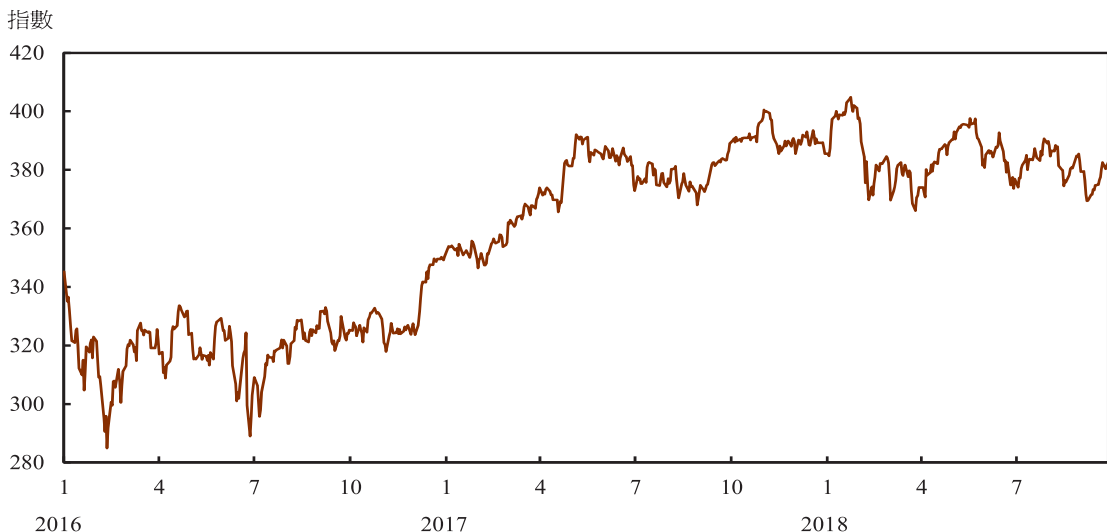


資料來源：Thomson Reuters Datastream

歐、日股方面，7月緩步上升；惟8月上旬以來，由於市場擔憂歐元區銀行業對土國之曝險恐蒙受損失，加以全球貿易摩擦將使歐元區經濟走軟，市場不確定性氣氛轉濃，歐股震盪下滑，惟9月底與6月底比較，泛歐

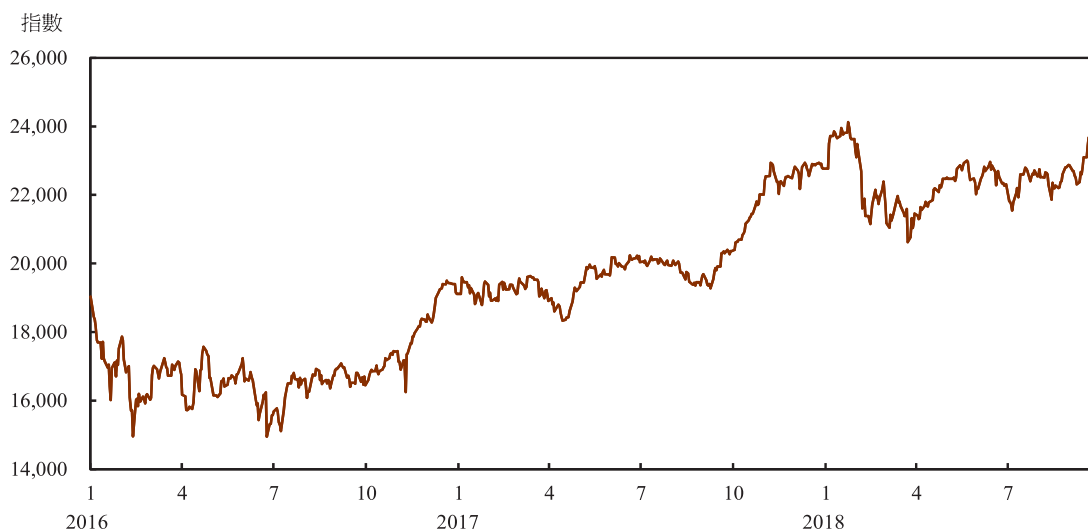
元道瓊股價指數仍略漲0.4%(圖23)。日股亦因土國政經風險引發市場擔憂，8月中旬一度下滑；嗣因內需續溫和復甦，加以美日貿易摩擦稍緩而震盪回升，9月底與6月底比較，日經225股價指數上漲8.1%(圖24)。

圖23 泛歐元道瓊股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖24 日經225股價指數



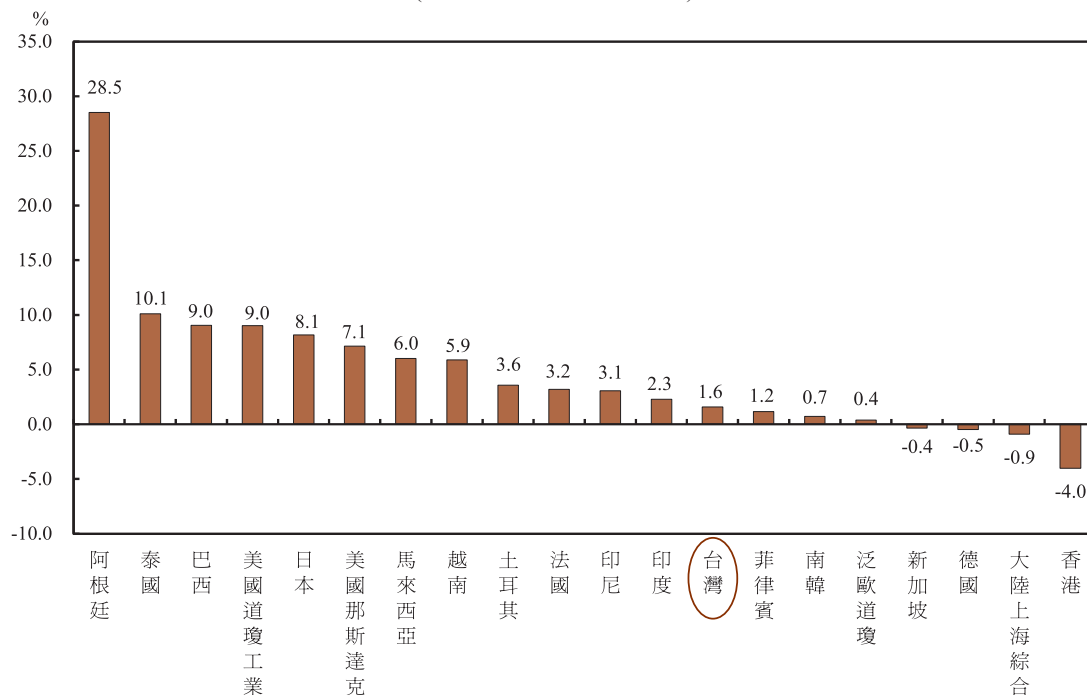
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、新興市場股市漲跌互見

本年7月以來，新興市場股市多呈震盪走升趨勢。8月後，因美中貿易衝突加劇，以及土國政經風險恐擴散，部分新興市場經濟體股價轉趨下跌；阿根廷則因央行大幅升

息，且9月下旬獲IMF同意加速撥付紓困貸款，並擴大總貸款額度，投資人信心回穩，股市大幅回升。9月底與6月底比較，阿根廷股市大漲28.5%，漲幅最大；香港股市則下跌4.0%，跌幅較大(圖25)。

圖25 國際股價變動幅度
(2018年9月底與6月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

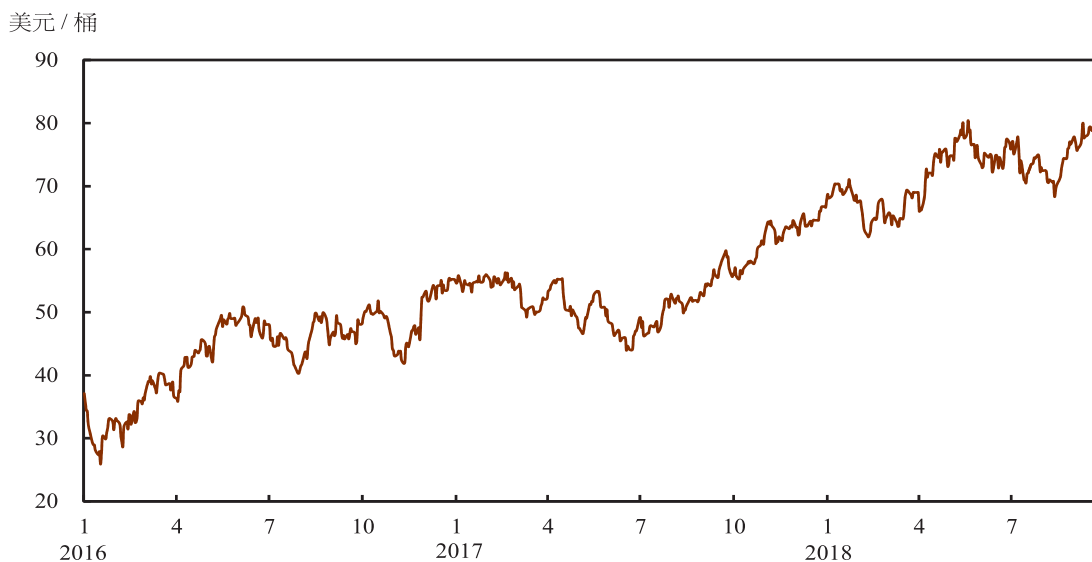
拾、油價創近4年新高，穀價先漲後跌

一、國際油價漲至近4年來新高

本年7月以來，市場擔憂美中貿易摩擦加劇不利全球經濟，且土國匯率危機可能波及其他新興市場，影響原油需求，國際油價走跌；嗣因伊朗原油出口減少、利比亞國家

石油公司總部遭恐攻、美國原油產量與庫存均下降，以及石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯等產油國不願增產，9月底布蘭特原油現貨價格升達每桶82.72美元，創2014年11月以來新高，較6月底上漲6.7%(圖26)。

圖26 布蘭特原油現貨價格



由於地緣政治風險仍存，伊朗原油供給減少之影響可能持續至明年，加以美國產油區面臨輸油管短缺等問題，主要機構對今、明兩年布蘭特油價平均預測值分別為每桶72.9美元及75.3美元，遠高於上年之54.3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	2017年平均值	2018年預測值	2019年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2018/9/11	54.3	72.8	73.7
IHS Markit	2018/9/18		72.7	79.9
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2018/9/19		73.2	72.3
平均預測值			72.9	75.3

資料來源：Thomson Reuters Datastream、EIA、IHS Markit、EIU

二、穀價先漲後跌

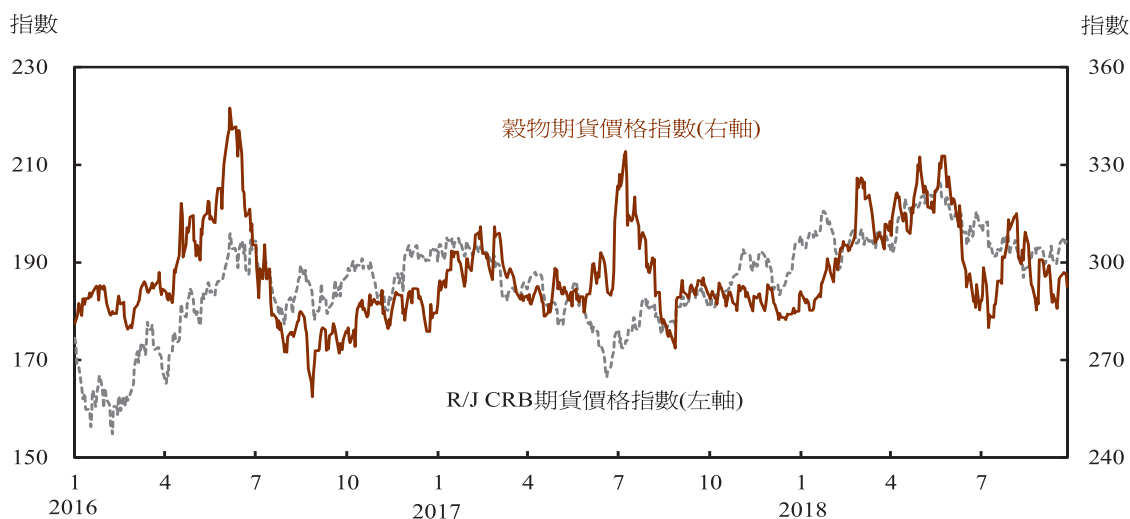
本年7月以來，澳洲、俄羅斯、烏克蘭及美國產區乾旱，穀物期貨價格上漲；嗣因美國冬麥產區降雨有利播種，加以美國農業部上修明年全球小麥供給量及該國玉米產量預估，巴西農業部亦上修本年該國黃豆產量預估，穀物期貨價格回跌，9月底 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數較6月底

略跌0.2%(圖27)。

三、整體國際商品價格走跌後盤整

代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油及穀物等大宗商品價格波動，大抵呈走跌後盤整格局，本年9月底較6月底下跌2.6%(圖27)。

圖27 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與R/J CRB期貨價格指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

國內經濟金融日誌

民國107年7月份

- 2日 △中央銀行券幣數位博物館推出「藝術天地」線上主題特展。
- 4日 △穆迪(Moody's)信評公司發布台灣2018年國家主權信用評等維持Aa3不變，展望亦維持穩定。
- 6日 △立法院三讀通過「公司法」修正案，修正條數148條，修正重點包括友善創新環境、增加企業經營彈性、保障股東權益、強化公司治理、增加法人透明度，以及推動國際接軌等。
- △金管會修正「金融控股公司年報應行記載事項準則」、「銀行年報應行記載事項準則」、「票券金融公司年報應行記載事項準則」及「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」，以強化公司治理運作情形及維護員工權益等資訊透明度。
- 13日 △配合證券投資信託及顧問法之修正及增加證券投顧事業辦理境外基金投顧業務之經營彈性，金管會修正「境外基金管理辦法」。
- 16日 △內政部與財團法人中小企業信用保證基金簽約，中央都市更新基金於107年至110年，勻撥信保基金10億元，提供100億元的融資信用保證，以協助民眾取得危老宅重建資金。
- 19日 △因應國家住宅及都市更新中心將於107年8月成立，內政部依據住都中心設置條例授權通過4項業務執行子法。
- 23日 △配合證券投資信託及顧問法之修正及增加證券投資信託基金操作彈性，金管會修正「證券投資信託基金管理辦法」。
- 30日 △配合證券投資信託及顧問法之修正及吸引境外專業投資機構全權委託國內業者操作，金管會修正「證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法」。

民國107年8月份

- 2日 △教育部推動就學貸款寬緩措施，新增就學貸款寬緩優惠，並放寬緩繳門檻，自107年9月1日起實施。
- 6日 △財政部修正「海關管理保稅工廠辦法」，放寬保稅工廠申請租用廠外倉庫及進口自用機器、設備規定，有助降低業者進口成本。
- 7日 △證交所修正「上市公司申請有價證券終止上市處理程序」，明定上市公司終止上市須經董事會及股東會決議，且須成立特別委員會委請獨立專家表示意見。
- 16日 △為強化金融機構股東會委託書之使用，金管會修正「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」。
- 17日 △金管會發布「不動產證券化條例第六條、第八條及第九條解釋令」，放寬我國不動產投資信託基金投資境外不動產之標的範圍等。
- 21日 △勞動部修正「鼓勵失業勞工受僱照顧服務業作業要點」，擴大社區式長照機構型態，納入就業獎勵適用的雇主範圍。
- 28日 △金管會發布銀行法第72條之2所稱「住宅建築及企業建築放款」之認定標準及排除條件。
△金管會修正「電子支付機構使用者身分確認機制及交易限額管理辦法」，開放第一類電子支付帳戶得具儲值功能，並新增其彈性交易限額機制等。
- 29日 △勞動部及金管會宣布，自108年1月1日起，公開發行公司申請上市(櫃)前，應主動函送勞資會議紀錄等相關文件給勞動部，以強化企業依法落實舉辦勞資會議。
△金管會放寬公開發行公司取得或處分有價證券得豁免洽會計師就交易價格表示意見之範圍。
- 30日 △金管會調降銷售予非專業投資人之境外結構型商品之信用評等，由A+/A1以上調降至A/A2，以擴大國際發行機構參與我國市場，並增加投資人投資金融商品範圍。
- 31日 △金管會修正證券投資信託事業證券投資顧問事業運用委託投資資產從事證券相關商品交易相關規範，刪除全權委託店頭市場交易對手不得為大陸金融機構之規定等。

民國107年9月份

- 3日 △為提升證券市場交易效率並與國際接軌，金管會推動逐筆交易，預訂於109年3月23日正式上線。
△金管會函令投信投顧事業應於財務報告揭露董事長及總經理回任顧問相關資訊。
△金管會訂定「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」之解釋令，增加保險業投資公共建設及新創重點產業管道。
- 5日 △勞動部公告自108年1月1日起，基本工資月薪調升至23,100元，調幅5%；時薪調升至150元，調幅7.14%。
- 7日 △金管會宣布自108年起週末補行上班日，證券期貨市場不交易亦不交割。
- 18日 △金管會核准凱基商業銀行之「運用電信行動身分認證辦理普惠金融業務金融科技创新實驗」申請案，為首宗核准金融科技创新實驗申請案。
△金管會開放投信事業得轉投資於本國投顧事業。
- 26日 △為強化留才攬才，內政部簡化取得梅花卡之高級專業人才歸化程序，自107年10月1日起實施。
△台灣與亞太6國簽署gAsia Pass創業數位公民卡協議，並以「林口新創園」為首個新創入口平台。
- 27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。
△金管會函令放寬一般債券型基金投資於高收益債券總金額不得超過基金淨資產價值之20%。

國際經濟金融日誌

民國107年7月份

- 11日 △加拿大央行宣布上調隔夜拆款利率目標1碼至1.50%，為本（2018）年以來第2度升息，主要因經濟表現佳、勞動市場強勁及通膨已達目標，故升息以使通膨維持接近目標水準。
- 13日 △新加坡貿工部公布本年第2季GDP年增率初估值為3.8%，低於第1季之4.3%（自4.4%下修），主因製造業及服務業成長放緩，營建業仍持續衰退。
- 16日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望更新」（World Economic Outlook Update）報告指出，今、明（2019）兩年全球經濟將持續擴張，成長率預測值均仍為3.9%，惟美國與歐元區及日本之成長差距擴大，新興市場暨開發中經濟體亦受國際油價上漲、美國公債殖利率上揚、貿易衝突引發之市場情緒波動，以及內部政治經濟不確定性之影響，經濟成長表現恐更加不均衡。
- △中國大陸本年第2季GDP年增率為6.7%，略低於第1季之6.8%，係2016年以來最低，主因投資及消費成長均下降，淨輸出仍為負成長所致。
- 19日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲發展展望補充報告」（Asian Development Outlook Supplement）指出，儘管美國與其貿易夥伴間之緊張情勢升高，開發中亞洲仍將維持穩健成長，與本年4月之預測相較，今、明兩年經濟成長率預測值分別維持6.0%、5.9%不變，惟若貿易保護措施進一步增加，恐減弱消費者與企業信心，影響開發中亞洲之成長前景。
- 26日 △南韓本年第2季GDP年增率為2.9%，僅略高於第1季之2.8%，主要因輸出之成長力道轉強，惟民間消費、投資及政府消費均轉趨疲弱。
- 27日 △美國本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）升至4.1%，為2014年第3季以來最高，主要受民間消費支出大幅提高，及輸出明顯增加等激勵。本年第1季成長率由2.0%上調至2.2%，上（2017）年全年則由2.3%略下修至2.2%。
- 31日 △歐元區本年第2季GDP成長率降至2.1%，為上年第2季以來低點。各會員國經濟基本面仍良好，經濟成長趨緩主要受全球貿易摩擦情勢加劇、國際油價上漲及部分會員國政治不確定性等因素影響。

民國107年8月份

- 2日 △英國央行表示，脫歐時程雖已近，且英國經濟成長逐漸放緩，惟通膨率仍持續高於2%目標，因此調升官方利率0.25個百分點至0.75%，係全球金融危機以來第2度升息。
- 10日 △日本本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）為1.9%，主因民間消費受生鮮蔬果價格回跌及夏季獎金增加激勵恢復成長，加以企業自動化需求持續增加帶動設備投資連續7季呈現擴張。
- 13日 △新加坡本年第2季GDP年增率由初估值3.8%上修至3.9%，主因製造業成長上修；GDP與上季比換算成年率則由1.0%下修為0.6%，主因營建業與服務業成長下修。
- 29日 △美國本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由4.1%上修至4.2%，主要係因民間投資及政府支出上修所致。

民國107年9月份

- 4日 △南韓本年第2季經濟成長率由2.9%略下修至2.8%，主要因輸出及固定資本形成下修所致。
- 10日 △日本本年第2季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由1.9%大幅上修至3.0%，主要係因企業設備資本支出優於預期所致。
- 20日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD期中經濟展望」（OECD Interim Economic Outlook）報告，將今、明兩年全球經濟成長率預測值分別下修0.1個百分點及0.2個百分點至3.7%，並指出近期貿易限制措施已影響企業信心與投資，全球貿易成長恐減緩，而若先進經濟體加速貨幣政策正常化步伐或貿易衝突進一步升溫，恐威脅新興市場經濟體金融市場穩定，影響全球經濟成長前景。
- 26日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲展望更新報告」（Asian Development Outlook Update），表示本年開發中亞洲經濟成長率可望維持於4月預測之6.0%不變，惟貿易摩擦升溫與全球流動性緊縮恐影響明年經濟發展，因此將明年經濟成長率由4月預測之5.9%微幅下調至5.8%。
- △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）鑑於勞動市場持續增強，經濟活動強勁升溫，且通膨數據已接近2%目標，決議將聯邦資金利率目標區間調升0.25個百分點

至2.00%~2.25%，且自本年10月起，將每月政府公債、機構債（agency debt）與機構房貸擔保證券（agency MBS）到期再投資之最高縮減金額，分別由240億、160億美元提高至300億、200億美元。

27日 △香港金融管理局伴隨美國升息，將基本利率調升0.25個百分點至2.50%。

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40卷第3期)

發行人：楊金龍
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 蔡焜民 李光輝
蔡惠美 程玉秀 彭德明 游淑雅
行政編輯：楊建業
發行所：中央銀行
地址：10066台北市羅斯福路1段2號
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw>
電話：(02) 2357-1526
電子出版品電話：(02) 2357-1714
出版年月：中華民國 107 年 9 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

- 一、五南文化廣場／網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>
台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號
電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234
台大店／地址：10091台北市中正區羅斯福路四段160號
電話：(02) 2368-3380 傳真：(02) 2368-3381
- 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：2357-1714) ◆