

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第40卷第4期

中央銀行 編印

中華民國 107 年 12 月

中央銀行季刊

第40卷 第4期

中央銀行 編印

中華民國 107 年 12 月

中央銀行季刊

目錄 第40卷 第4期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
民國108年貨幣成長目標區設定說明	中 央 銀 行	5
零售支付基礎設施與普惠金融	楊 金 龍	13

論著與分析

影響台灣投資因素之探討－兼論貨幣政策的角色	林馨怡、陳彥凱	19
-----------------------------	---------	----

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國107年第3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	75
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢（民國107年第3季）	國 際 經 濟 科	97

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國107年10月至12月）	國 內 經 濟 科	125
國際經濟金融日誌（民國107年10月至12月）	國 際 經 濟 科	129

中央銀行理監事聯席會議決議

(107年12月20日發布)

一、國際經濟金融情勢

本(2018)年9月本行理事會會議以來，受美中貿易衝突升溫、全球金融情勢趨緊等影響，全球經濟擴張力道趨緩，貿易動能減弱，國際金融市場波動劇烈；國際機構多下修本年及明(2019)年全球經濟及貿易成長預測。

預期明年全球及主要經濟體景氣走緩，加以全球貿易緊張情勢、主要經濟體貨幣政策動向、新興市場經濟體經濟金融脆弱性，以及歐洲政經情勢發展等不確定性，全球景氣潛藏下行風險。

二、國內經濟金融情勢

(一) 由於全球景氣降溫，美中貿易衝突持續存在，近月國內出口及資本設備進口成長轉緩；國內勞動市場情勢穩定，失業率下降，薪資溫和成長，惟台股隨國際股市震盪下跌，影響消費信心，本行預測本年第4季經濟成長持續走緩，全年經濟成長率為2.68%。

展望明年，民間消費成長持穩，政府持續推動前瞻基礎建設投資，民間投資亦續成長；惟主要貿易對手國經濟成長走緩，恐抑制外需動能，本行預測明年經濟成長率為

2.33%。

(二) 本年10月以來，因國際油價大幅回跌，加以國內蔬菜盛產價跌，以及菸稅調高效應減退，消費者物價指數(CPI)漲幅趨緩。本行預測本年CPI與核心CPI(即不含蔬果及能源之CPI)年增率分別為1.38%及1.21%。

展望明年，國際機構預測國際油價略低於本年，輸入性通膨壓力減輕；加以國內需求溫和，以及菸稅調高效應消失，本行預測明年CPI及核心CPI年增率分別降為1.05%及0.93%(詳附表1)，通膨展望溫和。

(三) 因應國內景氣變動，本行彈性調節市場資金，銀行體系準備部位維持於適當水準。本年1至11月貨幣總計數M2平均年增率為3.56%；同期間，銀行放款與投資平均年增率為5.24%，反映市場資金足以支應經濟活動所需。

近期長、短期利率略升，主要係年關之季節性資金需求增加所致。全球金融市場波動雖然加劇，跨國資金移動頻繁，惟國內市場流動性充裕，利率仍相對穩定。

三、本行理事會一致決議維持現行政策利率及M2成長目標區不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量明年全球景氣降溫，且國際經濟金融前景不確定性升高；明年國內經濟成長趨緩，產出缺口負值略為擴大，通膨展望溫和且低於今年；益以國內名目利率及實質利率水準與主要經濟體相較，仍屬居中(詳附圖1、附表2)，本行理事會認為維持現行政策利率及M2成長目標區不變，持續貨幣適度寬鬆，有助整體經濟金融穩健發展。

(一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%。

(二) 明年M2成長目標區維持2.5%至6.5%，主要係考量經濟成長、金融與物價情勢等因素(詳附件)。

四、本行將密切關注全球貿易保護主義發展、主要經濟體貨幣政策動向、全球金融市場波動、地緣政治風險等對國內經濟金融情勢之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行法定職責。

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

附件 108年M2成長目標區

一、考量近期國內金融情勢指數(FCI)^註轉呈緊縮，明(108)年經濟成長率可能低於今年，物價尚屬平穩，加以主要經濟體貨幣政策仍然分歧，預期跨國資金移動頻繁；此外，美中貿易衝突，不利全球經濟成長，國內企業投資與消費信心可能轉趨保守，影響台灣經濟成長動能。

二、在上述國際政經及金融情勢不確定性仍

高的情況下，明年M2成長目標區續維持2.5%至6.5%。本行維持貨幣適度寬鬆，以充分支應民間資金需求，協助經濟成長。

三、鑑於明年國內外經濟與金融情勢仍存有不確定性，本行將循往例於明年中進行目標區檢討與評估。

^註 金融情勢指數(financial conditions index, FCI)融合外匯、貨幣及股票市場等各種金融變數，捕捉一國整體的金融情況，以衡量當前金融情勢處於緊縮或寬鬆的狀態，描述金融變數與總體經濟活動之間的關係。FCI為正，表示金融情勢較為寬鬆，寬鬆的金融情勢對未來經濟成長有正向拉力；反之，FCI為負，表示金融情勢較為緊縮，抑制經濟成長。

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 全年(f)	2019年 全年(f)
國內機構	中央銀行(2018/12/20)	1.38 (CPI) 1.21 (核心CPI*)	1.05 (CPI) 0.93 (核心CPI*)
	中經院(2018/12/19)	1.42	1.01
	台綜院(2018/12/18)	1.43	1.39
	主計總處(2018/11/30)	1.43	0.96
	中研院(2018/12/5)	1.49	1.08
	台經院(2018/11/12)	1.60	1.40
國外機構	IHS Markit(2018/12/18)	1.40	1.28
	Nomura(2018/12/14)	1.40	1.00
	Barclays Capital(2018/12/14)	1.40	1.20
	Citi(2018/12/12)	1.40	1.30
	ADB(2018/12/11)	1.40	1.30
	EIU(2018/12/10)	1.40	1.30
	Deutsche Bank(2018/12/6)	1.40	1.00
	BoA Merrill Lynch(2018/12/17)	1.50	1.10
	Goldman Sachs(2018/12/17)	1.50	1.10
	HSBC(2018/12/14)	1.50	1.20
	Credit Suisse(2018/12/13)	1.50	1.40
	IMF(2018/10/11)	1.50	1.30
	Morgan Stanley(2018/11/26)	1.54	1.08
	UBS(2018/12/14)	1.60	1.43

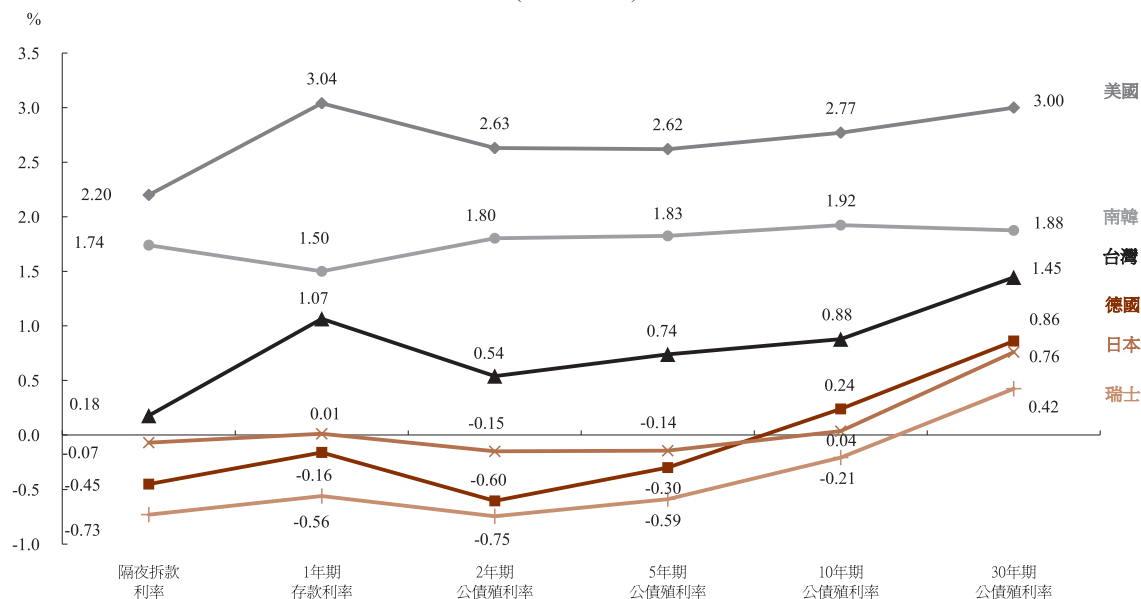
國內機構預測
中位數
2018年、2019年
1.43%、1.07%

國外機構預測
中位數
2018年、2019年
1.45%、1.24%

*核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

資料來源：各預測機構

附圖1 主要經濟體名目利率
(2018/12/20)



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12月20日)	(2) CPI年增率** (2019年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
印尼	4.750	3.54	1.210
馬來西亞	2.950	1.95	1.000
美國	3.040	2.16	0.880
泰國	1.500	1.35	0.150
台灣	1.065	1.05	0.015
南韓	1.500	2.35	-0.850
日本	0.011	0.97	-0.959
英國	1.230	2.26	-1.030
瑞士	-0.560	0.57	-1.130
新加坡	0.400	2.11	-1.710
中國大陸	1.500	3.25	-1.750
歐元區	-0.160	1.68	-1.840
香港	0.300	2.28	-1.980
菲律賓	0.500	3.88	-3.380

* 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12月18日之預測值；台灣CPI年增率係本行預測值。

民國108年貨幣成長目標區設定說明

壹、107年貨幣成長目標區之檢討

一、107年貨幣成長目標區設定方式回顧

106年12月設定之107年貨幣成長目標區，係以80年第1季至106年第3季的季資料估計M2的實質貨幣需求函數，詳見表1之1-1式。外生變數值的設定，係根據本行106年12月預測之107年經濟成長率2.35%、消費者物價上漲率1.12%，以及利率等金融面變數後（見表2），將107年各季設定值代入表1之1-1式，並利用動態模擬方式計算出107年M2名目貨幣需求年增率為3.11%。當時考量107年國內經濟可能和緩復甦，且通膨壓力不大，國際政經及金融情勢不確定性仍高，在諸多不確定因素恐影響台灣復甦力道情況

下，107年M2成長目標區訂為2.5%至6.5%，透過寬鬆貨幣政策，充分支應民間資金需求，以協助經濟成長。

二、延伸樣本點後之貨幣需求函數估計結果

（一）修正外生變數設定值，重估貨幣需求函數

將表1貨幣需求函數1-1式的樣本點延伸至107年第3季（亦即更新外生變數數值、並延伸4個樣本點）重新估計貨幣需求函數，則迴歸結果如表1之1-2式所示。

外生變數的設定值方面，根據本行107年12月預測數，107年全年經濟成長率為

表1 貨幣需求函數設定與估計結果

應變數： $\ln(M2*100/CPI)$

程式代號	樣本期間	解釋變數係數估計值								$\bar{R}^2$	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	$\ln(M2*100/CPI)-1$	$\ln(GDP)$	OC	$d(\ln(CPI))*100$	S1	S3	dum			
1-1	80.1-106.3	0.330 (10.60)**	0.926 (67.76)**	0.063 (3.92)**	-0.015 (-2.99)**	-0.011 (-11.53)**	0.022 (10.75)**	0.004 (2.37)*	-0.015 (-4.29)**	0.9997	0.0069	0.854
1-2	80.1-107.3	0.330 (11.15)**	0.927 (68.43)**	0.062 (3.88)**	-0.015 (-3.06)**	-0.011 (-11.69)**	0.021 (10.75)**	0.004 (2.26)*	-0.015 (-4.34)**	0.9997	0.0069	0.852

說明一：符號代表之意義如下：

1. $\ln$ 代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。 $\ln(M2*100/CPI)$ ：實質貨幣餘額。
3. CPI：消費者物價指數，式1-1係以100年為基期，式1-2係以105年為基期。
4. GDP：以100年為參考年之實質國內生產毛額。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即 $OC=CPS30/4-IRY1/4$ ，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S3：季節虛擬變數。
7. dum：96年第3季至97年第3季設為虛擬變數。

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

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

2.68%，較106年原設定之2.35%上調0.33個百分點；消費者物價上漲率全年預估值為1.38%，較原設定之1.12%上調0.26個百分點。其他外生變數方面，持有M2之機會成本(1-30天期商業本票次級市場利率減去銀行一年期定存利率)為-0.149%，較原設定之-0.160%上調0.011個百分點。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

比較1-2式與1-1式的估計結果發現，解釋變數估計係數的符號與顯著性維持不變，除前期實質貨幣餘額的估計係數微幅上升，實質GDP的估計係數略為下降外，其餘係數估計值大多相同，且在5%顯著水準下皆呈統計顯著。

整體而言，在更新資料、並加入4個樣本點後，貨幣需求函數的估計係數變動不大，估計結果大致相近。因此，利用1-2式重新推估107年M2成長目標區。

(二) 107年貨幣成長目標區之檢討

將表2中107年各項外生變數的各季設定值，與106年第4季之M2實際值^{註1}，同時代入貨幣需求函數模型(表1之1-2式)，經由動態模擬估算，得到新的107年M2名目貨幣需求成長模擬值3.24% (見表2)，較106年底之原模擬值3.11%上調0.13個百分點。經檢討，主要係107年經濟成長率及消費者物價上漲率上修幅度較大，使該模擬值上調。

表2 107年模型外生變數設定及M2目標預測值推估

年/季		經濟成長率 (%)	消費者物價指數 (年增率%)		持有M2之機會成本 (1)= [(2)-(3)]/4	1-30天期商業本票次級市場利率 (2) (%)	一年期定存利率 (3) (%)	預期物價上漲率 (CPI之當期季變動率) (%)	貨幣需求函數動態模擬值	模擬預測值	M2成長目標區
原預設值	107/1	2.40	105.95	(0.86)	-0.160	0.40	1.04	-0.72			
	2	2.58	106.58	(1.25)	-0.160	0.40	1.04	0.59			
	3	2.15	107.35	(1.33)	-0.160	0.40	1.04	0.72			
	4	2.31	107.81	(1.02)	-0.160	0.40	1.04	0.43			
全年(a)		2.35	106.92	(1.12)	-0.160	0.40	1.04	0.25	3.11	3.00	2.5-6.5*
初步統計值	107/1	3.15	101.51	(1.56)	-0.163	0.39	1.04	-0.06			
	2	3.29	101.88	(1.72)	-0.159	0.40	1.04	0.36			
	3	2.27	102.48	(1.67)	-0.143	0.47	1.04	0.59			
	4	2.07	102.15	(0.56)	-0.130	0.52	1.04	-0.33			
全年(b)		2.68	102.01	(1.38)	-0.149	0.45	1.04	0.14	3.24	3.00	2.5-6.5*
變動=(b)-(a)		0.33		(0.26)	0.011	0.04	0.00	-0.11	0.13	0.00	0.00

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 107年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-20日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

3. 消費者物價指數一欄中的括弧內數值為消費者物價指數對上年同期之年增率。

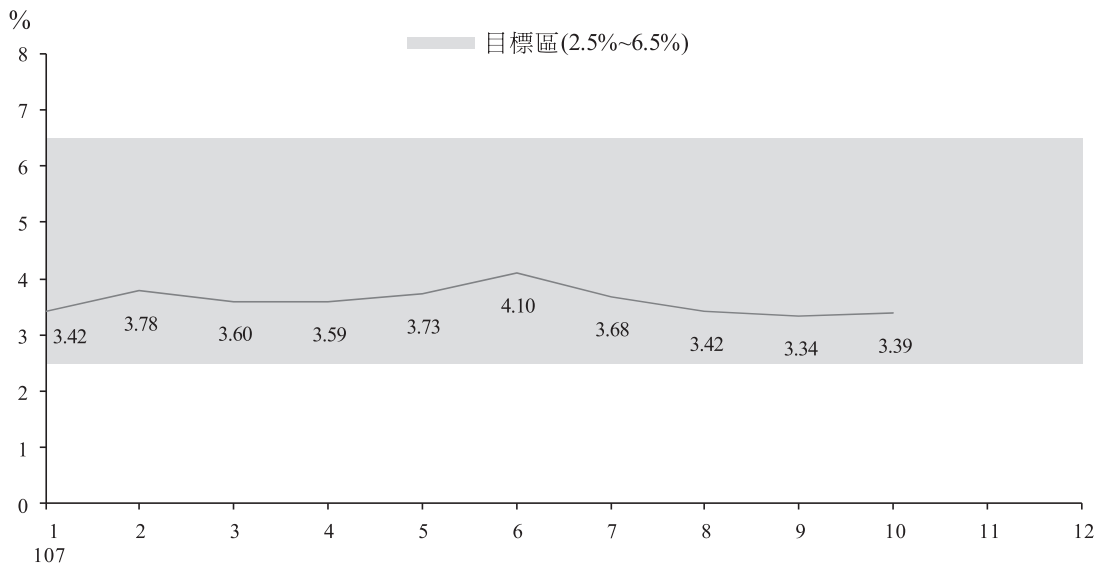
* 去年底設定時，考量國際政經及金融情勢不確定性仍高，外在環境變化可能影響台灣景氣復甦力道，本行宜主動因應，採行反景氣循環政策，爰將107年M2成長目標區訂為2.5%至6.5%。

三、107年以來M2成長情況

107年1至10月M2年增率平穩，大致落在3.3~4.1%之間(詳見圖1)，平均為3.60%，落於目標區2.5%至6.5%範圍內。各月成長情況說明如下：第1季，除2月受春節因素影響致M2年增率較高外，隨全體貨幣機構放款與投資持續成長，大抵仍呈上升走勢，至3月為3.60%；之後，外資雖呈淨匯出，惟在

放款與投資成長強勁帶動下，至6月M2年增率上揚至4.10%，7月隨放款與投資成長減緩，加以外資淨匯出較6月擴大，M2年增率復降至3.68%。8至9月分別受放款與投資及外匯存款成長減緩影響，M2年增率持續下滑至9月之3.34%，10月則因活期存款成長增加，M2年增率微升至3.39%。

圖1 本年M2年增率各月走勢



貳、108年貨幣成長目標區之訂定

貨幣成長目標區之訂定，係以貨幣需求函數為推估基礎，並考量影響未來經濟與通膨展望及M2成長之不確定性因素，俾設定合宜的貨幣成長目標區。關於108年貨幣成長目標區之訂定，說明如下：

一、貨幣需求函數之設定與估計

貨幣需求函數採部分調整模型，並以最小平方方法進行估計，主要解釋變數與106年底選取之變數相同。

(一) 模型解釋變數之說明

分別說明如下 (可同時參考表1 之1-2式)：

1. 前期實質貨幣餘額($\ln(M2 \cdot 100 / CPI)_{-1}$)：以M2除以CPI表示實質貨幣餘額， $\ln$ 表示取對數(以下同)。
2. 實質所得 ($\ln(GDP)$)：以100年為參考年之實質GDP代表。
3. 持有M2之機會成本 (OC)：以其他本國資產報酬率與持有M2自身報酬率之利差代表，並除以4，折算為季報酬率。其他本國資產報酬率提高，將使貨幣需求降低，其中，其他本國資

產報酬率以1-30天期商業本票次級市場利率代表，M2自身報酬率則以一年期定期存款利率代表。

4. 預期物價上漲率 ($d(\ln(CPI)) \cdot 100$)：此一變數反映的是持有貨幣(特別是不付息的部份，如通貨、支票存款等)的預期購買力。預期物價上漲率提高會降低實質貨幣需求，以CPI之當季變動率代表。

(二) 貨幣需求函數估計結果、診斷檢定及穩定性檢定

有關M2貨幣需求函數之估計。樣本期間為80年第1季至107年第3季，估計結果見表1 之1-2式。所有解釋變數係數估計值的符號均與理論預期相符，且所有的係數估計值均顯著異於零。由模型配適度 ($\bar{R}^2$)、以及估計誤差 (S.E.R)等統計量可以看出，貨幣需求函數的估計結果尚可接受。

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

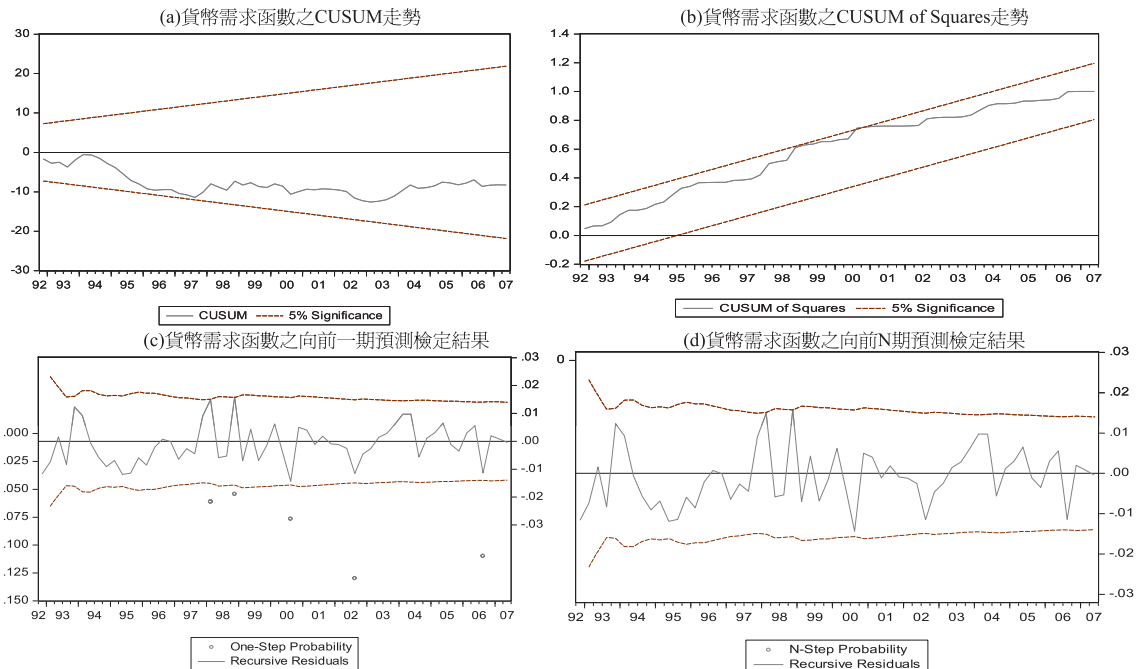
表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定： Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	MAE(%)	F統計量	p值
0.87	0.74	1.61	0.18
3. ARCH檢定： (4期)		4. White 變異數異質性檢定：	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.37	0.83	1.17	0.33

說明：

1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80/1-101/3的樣本進行估計後，預測101/4-102/3的M2(動態預測)值及該預測期間的RMSE (Root Mean Squared Error)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測102/4-103/3的M2及該預測期間的RMSE，重覆此一程序，最後求算上述6個移動樣本之RMSE的平均值。表中MAE (Mean Absolute Error) 數值則為上述6個移動樣本之MAE之平均值。此外，預測誤差來源為偏誤成份(bias proportion)、變異成份 (variance proportion)、以及共變異成份(covariance proportion)之結果分別為：0.56、0.09以及0.35。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕1-2式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性 (autoregressive conditional heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性 (heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示在5%顯著水準下無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

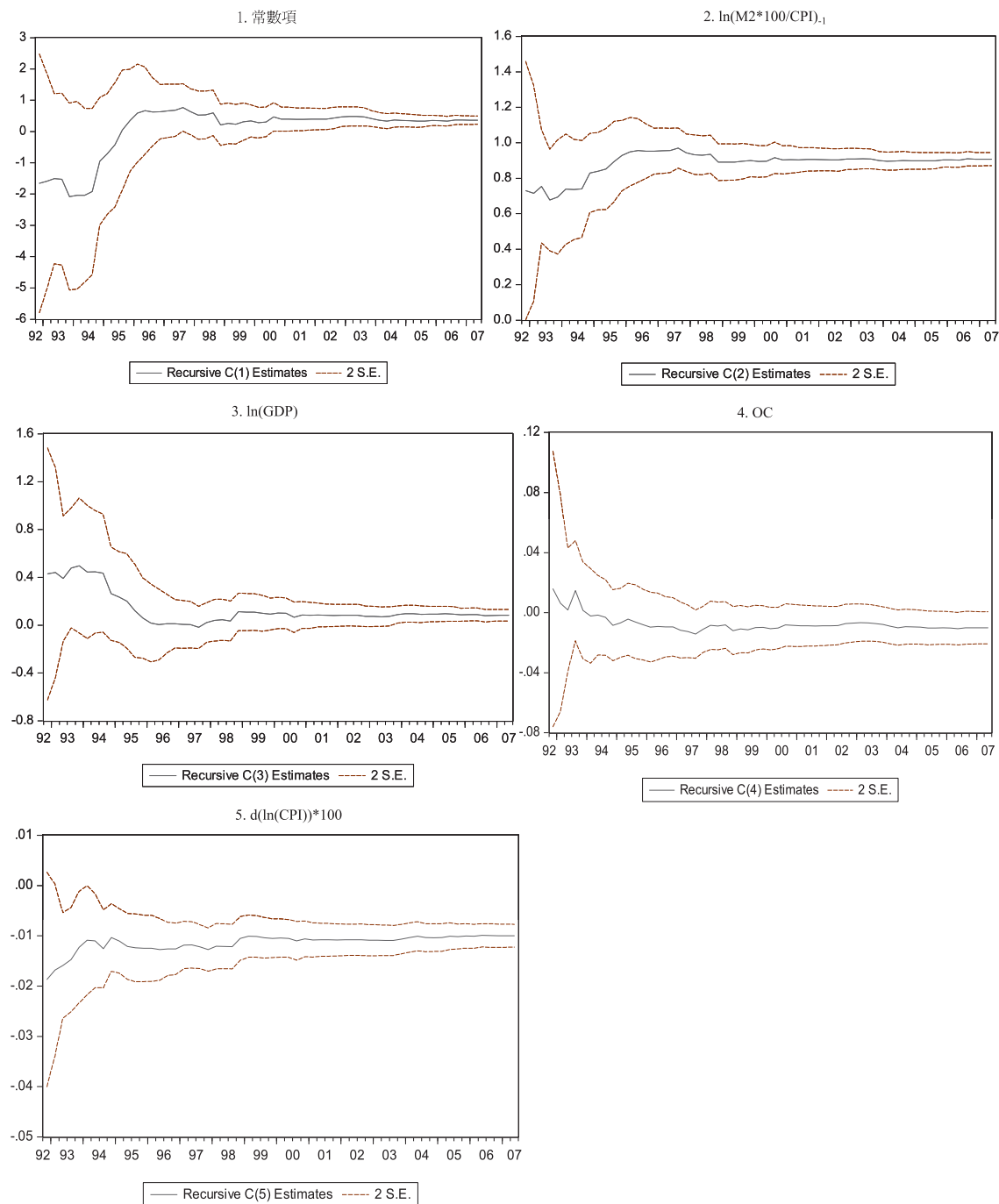
圖2 模型穩定性檢定



說明：1. 由於加上虛擬變數(dum)，所以本檢定只呈現估計到96年第2季的檢定結果。

2. 貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前T1個樣本點進行估計，然後進行剩餘T2個資料點的預測。至於T1之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例，T1=7)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

圖3 遞迴係數估計值 (Recursive Coefficient Estimates)



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

(三) 108年M2名目貨幣需求成長推估

為估算108年M2名目貨幣需求成長，各項解釋變數未來1年的數值必須預先設定，其中，108年經濟成長率與消費者物價上漲率係依據本行107年12月最新預測數，分別為2.33%與1.05%，一年期定期存款利率與1-30天期商業本票次級市場利率則假定為與107年第4季相同^{註2}，有關108年各項外生變數的設定詳見表4。若考量107年10月M2實際年增率，以及影響M2供給、需求面等因素後，推估107年第4季的M2年增率為3.41%，並將表4各項變數的未來各季設定值，以及前述之107年第4季M2年增率推估值代入表1之1-2式的貨幣需求函數，則由動

態模擬估算得出，108年M2名目貨幣需求年增率約為2.84%，選取最接近的每0.5個百分點為變量之預測值3.0%。考量自102年起，貨幣需求函數模型皆有低估的問題^{註3}，若考慮近5年(102至106年)預測誤差平均約1個百分點，推估M2名目貨幣需求年增率接近於4.0%^{註4}。

二、影響108年經濟展望及M2成長之不確定因素

(一) 主要經濟體貨幣政策仍然分歧，預期跨國資金移動頻繁，進而影響M2成長。

(二) 美中貿易衝突，衝擊全球貿易與產

表4 108年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟成長率 (%)	消費者物價指數 (年增率%)		持有M2之機會成本 (1)= [(2)-(3)]/4	1-30天期商業本票次級市場利率 (年率) (2) (%)	一年期定期存利率 (年率) (3) (%)	預期物價上漲率 (CPI之當期季變動率) (%)
107/3	2.27	102.48	(1.67)	-0.143	0.47	1.04	0.59
4 (f)	2.07	102.15	(0.56)	-0.130	0.52	1.04	-0.33
108/1 (f)	2.20	102.22	(0.69)	-0.130	0.52	1.04	0.07
2 (f)	2.07	102.91	(1.01)	-0.130	0.52	1.04	0.67
3 (f)	2.49	103.52	(1.01)	-0.130	0.52	1.04	0.59
4 (f)	2.53	103.66	(1.48)	-0.130	0.52	1.04	0.14
107年全年(f)	2.68	102.01	(1.38)	-0.149	0.45	1.04	0.14
108年全年(f)	2.33	103.08	(1.05)	-0.130	0.52	1.04	0.37

f：代表預估值。

說明：1. 經濟成長率與消費者物價指數係使用本行107年12月預測數。

2. 消費者物價指數一欄中的括弧內數值為消費者物價指數對上年同期之年增率。

3. 預期物價上漲率係以消費者物價指數取對數後之一階差分表示，即 $d(\ln(CPI)) \times 100$ 。

4. 107年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存利率係假定12月數值與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

5. 108年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存利率係假定與107年第4季相同。

業供應鏈，不利全球經濟成長^{註5}，可能衝擊台灣相關供應鏈業者出口表現及國內消費與投資信心，影響國內貨幣需求。

(三) 預期美國Fed持續升息，部分民眾可能基於資產選擇多樣化或為追求較高報酬，持續投資連結海外之指數股票型基金(ETF)，或將資金轉向壽險商品^{註6}，皆可能導致M2成長趨緩。

三、108年貨幣成長目標區訂為2.5%至6.5%

考量近期國內金融情勢指數(FCI)轉呈緊

縮，且108年經濟成長率可能低於107年，物價尚屬平穩，加以主要經濟體貨幣政策仍然分歧，預期跨國資金移動頻繁；美中貿易衝突，不利全球經濟成長，國內企業投資與消費信心可能轉趨保守，影響台灣經濟成長動能。國際政經及金融情勢不確定性仍高，外在環境變化可能影響台灣經濟成長表現，本行宜主動因應，採行反景氣循環政策，爰將108年M2成長目標區訂為2.5%至6.5%。透過寬鬆貨幣政策，充分支應民間資金需求，以協助經濟成長。

此外，鑑於108年國內外經濟與金融情勢不確定性甚高，本行將循往例於108年年中進行目標區檢討與評估。

附 註

(註1) 106年底採用的106年第4季M2年增率預測值為4.01%，惟實際值為3.84% (下調0.17個百分點)。

(註2) 107年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係採10-12月平均值，其中10月為實際值，11月為1-20日之平均數，而12月假定與11月相同。

(註3) 102至107年，貨幣需求函數估算之M2名目貨幣需求年增率較實際值分別低估0.49、1.05、1.92、0.68、0.87與0.49個百分點，其中107年係與同年1-10月實際年增率3.60%比較。

(註4) 另參考歐洲央行(ECB)作法(貨幣成長參考值=潛在產出成長率×貨幣需求長期所得彈性+可容忍的通膨率)，考量我國108年潛在產出成長率預測值為2.35%(根據生產函數法推估)，長期所得彈性為0.852，可容忍的通膨率設定為2%，推算我國108年M2成長參考值為4.0%。

(註5) IHS Markit (2018/11/15)預測2019年全球經濟成長率為3.1%，較2018年低0.1個百分點。

(註6) 根據台灣經濟新報(TEJ)統計資料，國內發行之連結海外ETF規模於107年11月達5,010億元，年增率為152.22%；另根據本行金融統計月報，人壽保險準備持續攀升，107年1至11月平均餘額已達21兆7,284億元，平均年增率為9.83%。

零售支付基礎設施與普惠金融*

楊金龍**

金管會顧主委、財政部蘇部長、國發會鄭副主委、趙董事長、各位金融界先進、各位貴賓以及媒體朋友，大家早安！今天很榮幸獲邀參加財金公司一年一度的盛會。大家都知道，財金公司長年擔負國內零售支付基礎設施的重大責任，成效顯著。近年為提升金融科技之應用及深化普惠金融，政府相關單位均積極推動各項措施，例如金管會致力於法規鬆綁及鼓勵創新，財政部主導公股銀行推動「台灣Pay QR Code共通支付標準」，而國發會則積極進行跨部會整合，逐步擴大行動支付應用場域，促進數位經濟發展。

有鑑於各國央行在支付基礎設施均扮演重要的角色，我想藉著本次年會來談一談，近年國內外零售支付基礎設施的發展，以及其對普惠金融的助益。最後，借鏡國外發展趨勢，提出幾個研議方向，以深化我國普惠金融。

一、新興科技改變金融支付服務面貌，深化普惠金融程度

普惠金融係指能夠全方位的提供符合民

眾需求的金融服務，尤其是那些被傳統金融忽視的弱勢民眾及微眾商家或企業。我認為在支付服務方面，須包括以下幾個要素，才能讓大眾都願意使用銀行及非銀行所提供的支付服務：

- (一) 費用低廉，特別是小額支付部分；
- (二) 使用便捷；
- (三) 交易安全；
- (四) 受款方可快速取得並動用資金。

近年受到網路銀行、行動裝置的普及，以及非銀行支付業者加入支付市場，結合新科技與新的運作模式，讓民眾以更便利的方式與更低廉的費用取得所需的服務，從而改變了金融服務的面貌，並提高普惠金融程度。因此，配合建立安全、高效率的金融支付基礎設施^{註1}，連結各式新興支付方案，讓民眾享有低成本、便捷及安全的支付服務，成為近年國際間零售快捷支付系統發展的方向，亦為深化普惠金融的方式。

二、國內零售支付基礎設施發展現況

(一) 零售快捷支付基礎設施

首先我來說明本行跨行業務結算擔保專

* 應財金公司邀請，於107年11月19日「107年金融資訊年會」所作演講。

** 中央銀行總裁。

戶(以下簡稱「跨行專戶」)機制對零售快捷支付的重要性。

1. 依國際清算銀行(BIS)定義^{註2}，快捷支付係指收付款雙方進行支付過程中，付款人幾近即時付款，且收款人亦幾近即時收到款項之支付模式。
2. 早在1987年，本行即同意金融機構自其在本行準備金帳戶撥轉資金至本行的「跨行專戶」作為清算資金之用，再由財金公司跨行金融資訊系統與該專戶連結，並串連全體金融機構(含基層金融機構)，進行即時清算作業，建構出遍及全國的金融支付網絡，提供大眾及偏鄉居民24小時全年無休的即時跨行提款、轉帳服務。2003年財金公司再增加企業24小時即時跨行資金調撥；2004年另提供全時的繳費稅服務。因此，BIS報告^{註3}指出我國推展零售快捷支付系統早於其他先進國家。

(二) 非銀行機構參與支付市場

1. 以往銀行為支付市場之主要參與者，在行動支付尚未出現前的卡式支付，主要為銀行發行之信用卡及提款卡(或金融卡)，銀行在支付市場扮演重要的角色。

2. 愈來愈多的非銀行支付機構參與支付服務

隨著行動支付時代的來臨，配合手機的普及率提高，銀行雖積極推動各項行動銀

行服務，但非銀行支付機構亦積極透過手機app提供民眾多項支付選擇。透過彼此競爭結果，如能帶給民眾更便利及低成本的服務，也是一件好事。

(三) 行動支付交易使用QR Code的情形變得普遍

實務上，商家可以使用POS讀卡機感應或QR Code掃碼方式接受支付，而使用QR Code的好處在於商家無須配置讀卡機，可節省成本，但因支付業者彼此QR Code規格不一、無法互通，造成同一商家必須與多家不同支付機構介接或簽訂收單服務，才能應付不同支付app之交易需求，造成商家使用的不便。

為解決此一問題，財金公司在財政部支持及協助下，偕同公股銀行於上(2017)年10月間推出台灣Pay 金融卡QR Code共通支付標準，整合前端交易彼此不互通的現象；另將於今(2018)年底，推出信用卡QR Code共通支付之繳費及消費服務。此外，國發會亦積極協調跨部會推廣行動支付之應用場域，朝向2025年國內行動支付普及率90%之目標邁進。

三、國外零售支付發展趨勢

- (一) 採用類似本行的撥轉資金模式，提供清算資金

觀察近年各國積極推出的零售快捷支付系統，如美國Real Time Payment (RTP)、新

加坡FAST Payment及香港「轉數快平台」(Faster Payment System, FPS)，均採用類似我國由銀行撥轉資金於央行專戶之運作模式，達到支付指令即時清算效果。

(二) 提高用戶使用的便捷性

為吸引用戶使用，國外新系統多整合其他附加功能。例如，在轉帳方面，讓用戶可以利用受款方手機號碼或電子郵件進行跨行轉帳、採用新的訊息標準以帶入更多交易訊息，如美國、新加坡、香港等。此外，在QR Code掃碼支付方面，新加坡、香港則與我國一樣，發展共通支付規格。

(三) 非銀行支付機構亦可成為零售支付系統的參加單位

近年愈來愈多非銀行支付機構加入支付市場，以香港「轉數快平台」為例，因銀行在金管局開立清算帳戶，因此，可成為該系統的清算參加單位，並進行款項清算。至於非銀行支付機構(如八達通公司)亦為該系統之參加單位，惟因其無法在金管局開立清算帳戶，因此，非銀行支付機構的前端交易訊息傳送至「轉數快平台」後，其後端款項清算，則由管理銀行代為處理。中國大陸近年成立的網聯平台，亦採相同作法。

(四) 運用科技降低成本

配合行動支付興起後，行動轉帳或購物的部分設備，已由實體ATM轉換為民眾手機，小額交易明顯增加。由於各國新建置之零售快捷支付系統，提供民眾透過網路或行

動裝置進行支付交易(不再使用實體ATM)，因此，收費相對低廉，有些銀行並在推廣期間，對於小額交易在定額以下者，免收手續費。

四、研議未來推動方向，以深化我國普惠金融

綜合前述國內發展現況與借鏡國際發展趨勢，本人試著提出以下三個可研議的推動方向，以深化我國普惠金融。

(一) 研議降低小額跨行轉帳費用

網路與行動支付興起，許多民眾改以網路或手機轉帳，因交易不會經過實體ATM，成本相對較低，尤其小額轉帳手續費部分，銀行計收方式似有調降空間。例如，民眾購物100元，透過網路或行動ATM轉帳，每筆須負擔15元，是否合理？參考國際間新建置之零售快捷支付，多採較低廉的收費。

據悉，目前銀行與財金公司正在研議合宜的費率。另外，本行也會督促財金公司就提供資訊交換服務，向銀行收取服務費率部分，配合研議調降之可行性。

(二) 研議建構電子支付、電子票證等跨機構共用平台之可行性

1. 電支機構與銀行個別介接直連之情況
若愈來愈多時，支付網絡將更加複雜，交易資訊安全不易兼顧

電支機構的不同用戶間如連結不同銀行帳戶並彼此進行P2P轉帳時，目前該筆跨行

轉帳交易多係由電支機構分別發送指令至收款及付款銀行，再由個別銀行內的電支機構帳戶及其客戶帳戶間進行互轉。

前述模式與先前中國大陸電支機構的清算運作模式相同，但因大陸有數百家電支機構，每家電支機構與銀行直連，則會造成支付網絡十分混亂，且交易資訊安全不易兼顧。因此，大陸近年推出網聯平台，解決紛亂的直連問題；另觀察香港最近於本年9月推出的「轉數快平台」，電支機構亦是透過該平台統一進行跨行款項清算。

鑒於國內電支機構與銀行直連的多對多網絡作業模式，會隨著電支機構愈來愈多，而愈加複雜與不便，此問題值得我們進一步研議解決方案。因此，財金公司正規劃建置跨機構共用平台。

2. 建置跨機構共用平台

目前財金公司已發展QR Code共通支付標準，整合前端交易介面，至於交易後之訊息交換，可經由財金公司規劃之跨機構共用平台即時處理，再透過該平台串接後端現有的跨行清算系統，達到前端交易訊息即時交換、後端款項快速清算的效益。

目前財金公司正在研議本案，本行樂見此案之推展，但亦提醒其在研議過程中，宜與銀行及相關支付機構多方面溝通，俾建構安全、效率、且符合使用者需求的跨機構共用平台。

(三) 提供用戶更便捷的使用方式

參考鄰近香港及新加坡經驗，在消費支付方面與我國財金公司相同，均致力於推動QR Code共通支付標準。惟在遠端轉帳部分，或許財金公司未來亦可思考，是否可以就其零售支付基礎設施再提供其他附加功能，提升用戶體驗。

最近財金公司推出的行動支付結合雲端發票，民眾發票中獎時，獎金可直接撥入銀行帳戶的做法，就是很好的範例；未來可研議讓用戶可直接利用手機內的受款方手機號碼或電子郵件進行跨行轉帳服務，或透過支付服務結合帳戶管理及理財服務等，吸引更多人使用行動或電子支付，以推廣普惠金融。

五、結語

最後，我想就促進零售支付系統順暢運作的關鍵要素－金融機構在本行的「跨行專戶」清算資金需求，提出本行的調整措施：

考量電子與行動商務交易動能持續擴大，即時跨行支付的需求逐年增加，為因應交易量的擴大，目前財金系統於金融機構營業時間內，平均每日透過本行「跨行專戶」動用的清算資金已達2,230億元，另因應非營業時間(包括夜間及假日時段)跨行交易需要，平均每日日終留存「跨行專戶」的餘額，亦從早期200多億元增至今年500多億元。

因此，本行將現行金融機構日終留存

「跨行專戶」餘額可作為準備金之上限比率，由4%提高至8%。藉由提供充分的清算資金，促進整體零售支付基礎設施更加順暢運作，以便於金融機構提供更廣泛的支付服

務，深化普惠金融。

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

附 註

(註1) BIS (2016), “Payment Aspects of Financial Inclusion,” April.

(註2) BIS (2016), “Fast Payments-Enhancing the Speed and Availability of Retail Payments,” Nov.

(註3) Bech, M, Y Shimizu and P Wong (2017), “The Quest for Speed in Payments,” BIS Quarterly Review, Mar.

影響台灣投資因素之探討 －兼論貨幣政策的角色*

林馨怡、陳彥凱**

摘 要

投資是影響一國經濟成長的重要成因，本研究使用門檻迴歸模型以及動態追蹤資料門檻迴歸模型，分析1982–2016年台灣總體面與產業面資料，探討影響台灣投資的因素。本文實證結果顯示，利率與投資之間為非線性關係，且以利率作為貨幣政策對台灣投資之影響效果並不對稱，在低利率時期，寬鬆貨幣政策沒有顯著效果，在較高利率時期，適用利率的貨幣政策有效。若以匯率作為貨幣政策工具，無論利率高低，匯率對民間投資沒有顯著影響效果，但匯率波動對民間投資有顯著的負向效果。本文的政策建議為，在低利率時期，央行應努力維持匯率穩定，降低匯率波動，以提振民間投資。而在較高利率時期，央行則可使用降低利率或是穩定匯率的貨幣政策，以促進民間投資，並增進台灣經濟成長。

* 本文節錄自中央銀行委託研究計畫報告，本文若有任何謬誤，當屬作者之責。

** 林馨怡為國立政治大學經濟學系教授，陳彥凱為國立政治大學經濟學系碩士。

壹、前言

促進一國經濟成長是世界各國政府積極追求的目標。當國家經濟成長，失業率下降，此時人民所得提高，且增加消費；反之，在景氣低迷時期，國內人民所得停滯，且消費力道減弱。當前台灣經濟成長疲軟，且人民所得停滯。因此，了解影響台灣經濟成長的因素至為重要。許多研究經濟成長的文獻皆指出，投資是影響一國經濟成長的重要成因。例如，Levin and Renelt (1992)、Landon and Smith (2009)、Favilukis and Lin (2013)。有鑑於此，若能確認影響國內投資的因素，一國政策實施者將能適切地採行有效的政策，以促進國內投資與刺激經濟成長。

財政政策與貨幣政策同為政府用以調整總合需求與刺激經濟的兩大工具，但由於財政政策在執行上，被認為具有較久的延遲性，無法立即成為對抗經濟衰退的解藥。在面對經濟問題時，貨幣政策因應快速，受關注程度也較高，因此以往學界對於刺激經濟的政策討論，著重於貨幣政策的效果。自2008年起，受到全球金融危機的影響，各國為了緩和危機的衝擊，迅速地將利率下調至接近零利率的水準。當貨幣政策的操作空間變小時，許多經濟學家便開始重新探討貨幣政策的效果。也因此，本文除了探討影響台灣投資因素，也將討論貨幣政策所扮演的角

色。

總體經濟理論中，較低的利率將促進投資支出與經濟成長，而提高利率將增加資本成本而導致投資下降 (Haavelmo, 1960; Jorgenson, 1963)。雖然以往理論文獻指出利率與投資之間呈現負向關係，然而實證文獻並無法得出一致之結論 (Molho, 1986; Jones and Tuzel, 2013; Blackley, 2014)。近年來的文獻則更進一步指出利率對投資的影響為非線性，此非線性效果需視利率或經濟成長水準而定。例如，Morgan (1993) 指出緊縮貨幣政策的效果大於寬鬆貨幣政策。Chetty (2007) 認為在不同利率水準之下，利率變動對於投資的影響效果並不對稱，利率與投資之間呈現後彎 (backward-bending) 關係。Kropp and Power (2016) 以美國廠商進行實證分析，發現投資需求確實為利率的後彎函數。匯率也是影響投資的重要因素，但其影響效果並不一定。既有文獻認為各國或各產業的進出口開放性不同而導致此不穩定結果 (Goldberg, 1993; Campa and Goldberg, 1995; Campa and Goldberg, 1999; Nucci and Pozzolo, 2001; Landon and Smith, 2009)。當一國出口銷售開放性較高，貨幣貶值會使投資上升，當一國進口生產要素開放性較高，貨幣貶值會使投資減少。

除了利率、匯率之外，不確定性對

於投資的影響也受到很多關注。例如，Servén (2003)、Fuentes (2006) 與Kandilov and Leblebicioğlu (2011) 的實證結果均支持匯率波動對投資有負向影響。Elder and Serletis (2010)、Lee *et al.* (2011) 以及Kellogg (2014) 則認為油價波動對投資為負向影響，而Stokey (2016) 也提及政策不確定性將導致投資低落。再者，總體經濟的加速理論指出，對產出需求的變化會導致對資本存量需求的變化，從而引致投資，因此預期產出需求的變動將影響廠商的投資決策。最後，目前文獻對於公部門投資的影響效果以及排擠效果是否存在也有廣泛討論，如，Blackley (2014)、Bahal *et al.* (2015)、Ibarra (2016) 與Dreger and Reimers (2016)。綜合上述文獻可知，利率、匯率、產出變動、匯率波動、油價波動以及公部門投資等因素皆對投資有重要影響。

本文蒐集1982–2016年台灣總體與產業別資料，以探討影響台灣投資的因素。由於不同利率水準之下，利率對投資有非線性影響，所以我們使用Hansen (1999) 的門檻迴歸模型分析總體民間投資影響因素。本研究也使用動態追蹤資料門檻迴歸模型，分析產業別的投資影響因素。實證結果顯示，不論是總體或產業別資料，利率對民間投資影響是非線性的：當利率高於門檻值時，利率對民間投資有負向效果，當利率低於門檻值時，利率則對民間投資有正向效果。上述結果顯

示利率與投資之間為後彎關係，可適切地詮釋Chetty (2007) 的理論模型。值得注意的是，總體面與產業面資料所判定之台灣利率門檻值，分別在3.588 % 與 2.616 %，當實質利率低於此門檻值時，利率對於投資之影響不顯著；只有在利率高於門檻值時，利率對投資才有顯著影響效果。在台灣，以利率作為貨幣政策工具，貨幣政策對投資之影響效果並不對稱，在低利率時期，寬鬆貨幣政策沒有效果，在較高利率時期，適用利率的貨幣政策有效，呼應Morgan (1993) 看法。

若以匯率作為貨幣政策工具，總體別實證結果顯示，無論利率高低，匯率本身對投資的影響並不顯著，但在低利率時期，匯率波動對民間投資具有顯著的負向效果，央行應著重維持匯率穩定，以促進民間投資。產業別實證結果同樣地顯示，不論利率高低，匯率對前三大產業投資皆無顯著影響效果，但當較高利率時期，匯率波動對前三大產業投資有顯著負向影響。當處於較高利率環境時，政府必須注意匯率波動對投資帶來的負面傷害，努力減少匯率波動，致力於匯率穩定。因此，本文的政策建議為，在低利率時期，央行應努力維持匯率穩定，降低匯率波動，以提振民間投資。而在較高利率時期，則可使用降低利率或是穩定匯率的貨幣政策，以促進民間投資，並增進台灣經濟成長。

本文的章節安排如下：第貳章為文獻回

顧，第參章為研究方法，第肆章為研究資料說明，第伍章為實證結果，最後一章為結論。

貳、文獻回顧

在維持物價與金融穩定的前提下，促進經濟成長為各國政府的重要目標。過去，許多研究經濟成長的文獻指出，投資是一國經濟成長的重要成因。如，Levin and Renelt (1992) 指出廠商投資為推動一國經濟成長之重要引擎。Landon and Smith (2009) 認為投資對於短期產出波動以及長期經濟成長與生產力相當重要。若投資動能不足，則一國的經濟成長將受到傷害；反之，若能有效的促進國內投資，將可推升一國經濟成長 (Favilukis and Lin, 2013)。因此，如何有效促進國內投資，進而推升一國經濟成長，是政策實施者所關注的重要議題。

一個國家的總體投資依購買主體可區分為民間企業投資、公營企業投資及政府投資，其中民間企業投資即為Levin and Renelt (1992) 的廠商投資。此外，對照台灣主計總處總體資料庫之統計資料，民間企業投資為民間固定資本形成毛額 (gross fixed capital formation)，此為民間企業所購置或自產的固定資產，扣除固定資產的銷售和轉出後的價值，其中不包含存貨的變動以及折舊。本文聚焦於民間企業投資，以探討影響國內廠商投資意願之因素。爬梳影響投資成因的文獻

之後，我們發現，除了傳統單一國家總體投資因素的探討外，目前文獻聚焦於廠商或產業面資料的分析，以及影響投資因素的非線性效果。以下將分別回顧相關文獻。

一、影響投資因素

利用調降利率刺激投資是貨幣政策影響總體變數的主要方法之一，利率調升對投資的負向影響將抑制總體效果。例如，根據新古典投資理論，利率上升將導致資本成本上升，投資量會因而下降 (Haavelmo, 1960; Jorgenson, 1963)。Hall (1977) 雖指出較低利率是刺激投資增加的途徑之一，但他發現短期利率會影響投資支出，但長期利率則否。他同時也發現當投資對利率的反應愈大時，貨幣政策將較財政政策更為有效。相同地，Molho (1986) 指出雖然大部分開發中國家的政策實施者使用調降利率的政策以促進經濟成長，但許多實證研究在觀察投資對利率的敏感程度時，得到的結論並不一致。

Lawrence and Siow (1985) 利用向量自我迴歸模型分析美國1947–1980年季資料，他們發現短期實質利率對生產設備投入支出有微弱的負向效果，而且短期利率對美國

生產設備支出的解釋能力遠大於長期利率。徐千婷 (2006) 使用轉換模型分析台灣1982–2005年的總體資料，實證結果顯示利率對台灣民間投資有顯著負向效果，徐千婷以此說明資本使用成本為影響台灣民間投資的重要因素。Bader and Malawi (2010) 使用共整合誤差修正模型探討約旦1990–2005年利率對投資的影響效果，實證結果指出實質利率對投資有顯著負向的影響。Ibarra (2016) 使用自我迴歸遞延分配模型與邊界共整合檢定 (Bounds test) 處理內生性與共整合問題，探討墨西哥1988–2013年總體投資之成因，實證結果為名目利率對投資有顯著負向的影響。

相反地，近年來許多實證研究發現利率對投資有正向影響。例如，Ehsani and Khatibi (2012) 使用三階段最小平方法分析利率對伊朗總體投資的影響效果，他們發現利率對投資的影響效果為正向。Gruber and Kamin (2016) 以固定效果追蹤資料迴歸模型分析26個OECD 國家1995–2014年的資料，探討投資下降的成因，實證結果發現利率對於投資有顯著正向影響。此外，Jones and Tuzel (2013) 使用兩階段最小平方法對美國1958–2006年之資料進行總體別、產業別與公司別之實證分析，他們發現利率對投資之影響效果不顯著。

除了利率之外，另一個影響投資支出的重要因素為匯率。Goldberg (1993) 指出匯率

的變化觸動廠商決定擴展或縮小其生產行為規模、進入或退出國外市場、改變廠房的位置或經由併購擴展其市場力量。他分析美國31個產業1970–1990年季資料，以觀察匯率對於投資的影響，其實證結果發現在1970年代，貨幣貶值導致產業投資擴張，而貨幣升值導致產業投資縮減。相反的，在1980年代，貨幣貶值造成投資減少，而貨幣升值則造成投資增加。也因此，Goldberg 對於貨幣貶值是有效刺激經濟的標準政策處方抱持著很大的疑慮。Campa and Goldberg (1995) 藉由出口銷售或進口生產要素對國外市場的開放程度，探討美國製造業投資與匯率之間的關係。他們計算1972–1986年美國製造業進口生產要素開放性及出口銷售開放性資料，並比較投資對匯率改變的反應。實證結果發現匯率變動對投資的影響會依據生產者對外開放的模式不同而不同。當進口生產要素較開放時，則國內貨幣貶值會降低國內投資；當出口銷售開放性較高時，則國內貨幣貶值會刺激國內投資。

Campa and Goldberg (1999) 利用不完全競爭模型推導匯率與投資的關係，在他們的模型中，匯率變動會透過國內市場價格、國外市場價格及進口生產要素價格之管道，進而影響資本預期邊際利潤及生產利潤。他們研究1970–1993年美國、加拿大、英國及日本的產業年資料，其實證結果發現，出口銷售開放性與匯率的交互作用為正，而進口生

產要素開放性與匯率的交互作用為負。由此可知，匯率對投資的影響效果及方向，會因為產業對外開放程度的不同而有所不同。Nucci and Pozzolo (2001) 使用一般動差估計方法，分析義大利製造業廠商的追蹤資料。他們指出貨幣貶值存在兩個效果，一個來自於收益面的正效果，另一個則是基於成本面的負效果。就收益面來看，當出口銷售比率愈高，貨幣貶值使廠商獲得利益的效果愈大，對投資的影響為正。而以成本面來看，貨幣貶值的負效果需視對進口生產要素的依賴程度而定，因此總體效果是不確定的。

Landon and Smith (2009) 提出廠商長期投資最適化決策模型，該模型指出，國內貨幣升值造成國內出口廠商的產品競爭力下降，進而降低需求量且使廠商減少生產，導致資本投資減少。另一方面，國內貨幣升值則會降低可交易資本的國內價格，導致投資增加。因此，實質匯率對於投資的影響效果不確定。關於1971–2003年17個國家年資料的實證結果顯示，短期內，部門別的投资會隨著貨幣的升值而增加。這表示，貨幣升值造成進口生產要素成本下降的力量，大於國內商品需求下降的力量。此部門別的投资增加效果在長期並不顯著。但若以總體投資來看，長期貨幣升值會導致總體投資增加。徐千婷與陳琬如 (2009) 使用共整合與誤差修正模型，分析台灣1982–2009年總體資料。她們的實證結果發現有效匯率指數上升會顯著

降低台灣民間投資，這表示新台幣升值會使得國內廠商商品外銷競爭力降低，進而抑制台灣民間投資。

關於不確定性對於投資的影響，最受關注的成因為匯率波動所造成的不確定性。Goldberg (1993) 與Campa and Goldberg (1995) 探討匯率對投資影響時也同時探討匯率波動的影響效果。他們指出，在總體理論中，匯率波動對投資的影響效果受到凸性效果與風險趨避效果兩股力量拉扯，總效果可能為正向，也可能為負向。Servèn (2003) 指出許多開發中國家面臨較高的匯率波動，對投資人的投資獲利率與成本而言，匯率波動造成很高的不確定性。波動大的匯率不僅會使投資獲利率不穩定，且新增的資本成本也變得較難以預測。Servèn (2003) 分析 61 個開發中國家1970–1995年的追蹤資料，實證結果發現匯率波動對投資為負向影響，但此負向效果只有在匯率波動超過某個特定數值時才顯著。當經濟體的貿易開放性較高及金融體制較不完整時，此負向效果愈強烈。

Fuentes (2006) 利用兩期模型說明匯率波動對投資的影響，他指出當調整成本函數為凸性且對稱時，此凸性效果會造成不確定性與投資之間有正向關係，而當投資的不可逆性導致調整成本不對稱時，此時不可逆效果會顯現。投資不可逆的負向效果一般而言會比凸性效果大，這造成匯率波動的不確定性與投資之間呈現負向關係。他研究智利

1979–2000年製造業廠商年資料，並利用不同貿易權重所計算出的各行業匯率資料來衡量匯率波動，其實證結果發現匯率波動對廠商的投資有顯著的負向影響。Kandilov and Leblebicioğlu (2011) 的廠商最適決策模型裡，匯率波動影響資本的邊際利潤，進而影響到投資決策，但影響效果不一定。他們分析哥倫比亞製造業廠商在1981–1987年的追蹤資料，以貿易份額來計算各廠商所面臨的匯率，並計算各廠商的匯率波動。實證結果發現匯率波動對廠商投資有負向影響效果。值得注意的是，較高訂價能力廠商的負向效果較小，這顯示高訂價能力廠商可以藉由調整其邊際利潤率來抵銷部分波動的影響。此外，較高的出口開放性也將降低匯率波動對廠商投資的負向影響效果。

除匯率波動之外，油價波動也是影響廠商投資的不確定性因素之一。Elder and Serletis (2010) 指出石油價格會透過不同的途徑影響經濟活動，他們以向量自我迴歸模型分析1974–2008年美國季資料，實證結果顯示石油價格的不確定性對實質產出、消費及投資有統計顯著的負向影響。此外，文中的衝擊反應函數分析結果指出，當石油價格上升時，石油價格的不確定性可能擴大實質產出下降的幅度。Lee *et al.* (2011) 提到石油價格衝擊可能藉由供給途徑及需求途徑影響非住宅的固定投資，其中供給途徑是指若石油價格上升將使生產成本上升，進而減少生

產，而需求途徑則是能源價格上升會使消費者的支出下降。他們使用一般動差估計方法分析美國3,000個製造業廠商在1962–2006年的資料。實證結果發現石油價格衝擊確實會抑制廠商的投資決策，且石油價格衝擊投資之負向效果持續至少一至兩年。

Kellogg (2014) 應用實質選擇權理論，解釋廠商在做投資決策時需考慮到沉沒成本。因為現實世界中，決策者會選擇在預期報酬與成本有相當大的差距時才會進行投資，此為延遲投資之現象，而當不確定性增加，延遲投資的現象更明顯。實證結果顯示油價波動對投資具有負向效果。Stokey (2016) 建構具有政策不確定性的投資決策模型，她假設政府有稅制改變的不確定性，由於該政策不確定性會影響投資計畫的獲利能力，廠商於是採取等著瞧措施。當政策不確定性結束後，廠商會重拾擱置的投資計畫，此時往往導致暫時性的投資熱潮，而該投資熱潮之幅度視該政策不確定性的持續時間與程度而定。Stokey (2016) 以此理論解釋2008年全球金融危機後的投資衰退大於二次世界大戰過後的幾次大蕭條的投資衰退，並認為許多與稅制相關的財政政策不確定性，是造成投資大幅衰退的因素之一。

除上述因素外，加速理論指出，對產出需求的變化會導致對資本存量需求的變化，從而引致投資，因此，預期產出需求的變動將影響廠商的投資決策。當廠商預期產出成

長時，會有正的淨投資，而當廠商預期產出和銷售量下降時，加速理論的作用會使得投資急遽下降。Favilukis and Lin (2013) 建構成長衝擊模型，以捕捉投資成長率與產出成長率的正向關係。他們的模型捕捉到持續性的總要素生產力衝擊，而這會使產出成長率持續成長，進而影響到投資率成長也具有持續性。Gruber and Kamin (2016) 之實證結果也發現當期與前一期的產出成長率皆會顯著正向地影響民間投資。再者，外人直接投資是否影響國內民間投資，這兩年來開始受到關注。Chen *et al.* (2017) 使用自我迴歸遞延分配模型與邊界共整合檢定，對中國1994–2014年季資料進行實證分析，結果顯示外人直接投資對民間投資的影響效果不顯著，然而若將外人直接投資之企業對象分為股權合資企業與外商獨資企業，則外人直接投資對民間投資之影響效果分別為正向與負向。

近年來，公部門投資對民間投資的影響廣受討論，惟文獻對於財政政策的影響效果以及排擠效果是否存在有所分歧。Ibarra (2016) 針對墨西哥所做的實證結果顯示，公部門投資對私部門投資有顯著負向影響，排擠效果存在。相反的，Blackley (2014) 使用共整合誤差修正模型分析美國1956–2010年季資料，他發現公部門投資對私部門投資有顯著正向的影響。Dreger and Reimers (2016) 使用追蹤資料共整合分析歐元區12個國家1991–2012年資料，其實證結果顯示公

部門投資對私部門投資有顯著正向的影響。此外，Bahal *et al.* (2015) 使用結構型向量共整合模型，若以樣本期間 (1950–2012年) 來看，公部門投資會顯著排擠私部門投資，若僅分析1980年代以後的資料，則公部門投資增加會顯著提升私部門投資。

二、非線性效果

由前面回顧的文獻可知，投資與利率之間的關係可能為正向，也可能為負向。近年來的文獻更進一步指出投資與利率之間的關係，可能並非線性關係，需視利率水準或經濟成長水準而定。Chetty (2007) 探討廠商在投資不可逆性及收益不確定性下，利率對投資的影響效果。他考慮一個追求利潤最大化的廠商，在決定新的投資時可能選擇立即投資或是等待以獲得更多資訊，後者也就是延遲投資。立即投資的成本是資本成本，Chetty稱之為資本成本效果；延遲投資的成本是廠商因為無法立即投資賺得利潤，導致無法快速償還債務而增加的利息支出，Chetty稱之為時間成本效果。資本成本效果會導致廠商在利率上升時減少當期投資，時間成本效果則會導致廠商在利率上升時增加當期投資。因此，當利率上升時，其對當期投資的影響效果將不一定。

Chetty (2007) 依此概念建構動態模型，他指出廠商會在投資的預期利潤大於零時，增加投資量。此外，廠商延遲投資時，其

所能獲得的市場資訊會增加，減少因冒險而投資失敗的機率，使得延遲投資的預期利潤會有較高的成長率，並以利率折現。因此，只有在預期利潤成長率小於利率時，廠商才會立即投資。綜合上述理論，當利率較低時，廠商投資的預期利潤成長率高於利率的機率較大，許多廠商將延遲投資，導致當期投資量較低。反之，當利率太高時，投資的資本成本效果過高，使得廠商減少投資，投資量也在較低水準，惟有在利率處於最適值時，會達到當期最高的投資量。值得注意的是，在低利率時期，資本成本效果較低，因此，利率上升會增加投資，利率對投資有正向效果。而當利率太高時，資本成本效果較高，利率上升會減少投資，利率對投資有負向效果。因此，投資和利率為非線性關係，Chetty稱為後彎關係。

Kropp and Power (2016) 以Chetty (2007) 的理論為基礎，利用固定效果迴歸模型以及兩階段最小平方法，分析美國1985–2003年2,685個廠商，共23個產業的追蹤資料。他們以廠商的資本使用成本作為利率的代理變數，並在模型中放入利率的一次方項及二次方項，用以檢測投資需求函數是否為後彎型式。實證結果為一次方項係數為正，二次方

項係數為負，表示投資的確為利率的後彎函數。惟Kropp and Power (2016) 的實證僅能說明在不同利率水準之下，利率對投資的影響，但無法說明不同利率水準之下，其他因素對投資的影響，因此，本文將應用門檻迴歸模型，完整地探討在不同利率水準之下，影響投資的因素。

除此之外，另有文獻指出在經濟成長狀態不同時，代表貨幣政策的利率變數對於投資的影響效果會不同。Morgan (1993) 對此貨幣政策不對稱性提出兩個解釋。首先，他提出信心程度問題：在經濟蕭條時期，廠商與消費者對政策信心不足，對於景氣的看法較悲觀，此時央行實施寬鬆貨幣政策，如降低利率，將無法刺激廠商增加借款，因此無法有效提升投資與產出，使得貨幣政策較不有效。再者，他提出信用限制問題：當經濟處於高成長且高利率時，銀行較不願意借款給高風險的借款人，當利率上升，銀行通常藉由提高放款利率以彌補上升的資金成本，這使得借款人的倒帳風險增加，銀行更不願意放款給高風險的借款人。因此，利率提高確實達到抑制投資的效果，緊縮貨幣政策有效。由Morgan (1993) 可知，貨幣政策在經濟蕭條時期與經濟過熱時期效果不同。

參、研究方法

由於利率對投資的影響為非線性，需視利率水準高低而定，亦即利率對國內投資的影響有門檻效果，故我們在探討影響投資因素時，必須考慮此非線性效果。本文採用 Hansen (1999) 的門檻迴歸方法估計及分析總體面的資料，並將門檻效果加入至追蹤資料迴歸模型，參考 Kremer *et al.* (2013) 所提方法估計動態追蹤資料迴歸模型，以分析產業別的資料。

首先，影響民間投資率的迴歸模型可設定如下：

$$\begin{aligned} IR_t = & \alpha_{1,0} 1\{i_t \leq \gamma\} + \sum_{j=1}^k \alpha_{1,j} IR_{t-j} 1\{i_t \leq \gamma\} \\ & + \beta_1 i_t 1\{i_t \leq \gamma\} + \delta_1 z_t 1\{i_t \leq \gamma\} \\ & + \alpha_{2,0} 1\{i_t > \gamma\} + \sum_{j=1}^k \alpha_{2,j} IR_{t-j} 1\{i_t > \gamma\} \\ & + \beta_2 i_t 1\{i_t > \gamma\} \\ & + \delta_2 z_t 1\{i_t > \gamma\} + e_t, \end{aligned}$$

其中，被解釋變數 IR_t 為民間投資率， IR_{t-j} 為落後 j 期的民間投資率， i_t 為利率， z_t 為其他控制變數，包括匯率、產出成長率、匯率波動、油價波動、公部門投資、直接投資淨額等。 α_0 、 α_j 、 β 、 δ 為迴歸參數， e_t 為誤差項， $1\{A\}$ 為指標函數，當 A 為真時，此函數值為 1， γ 為利率門檻值。根據上述門檻迴歸模型，當利率低於門檻值時，門檻迴歸模型可簡化為：

$$IR_t = \alpha_{1,0} + \sum_{j=1}^k \alpha_{1,j} IR_{t-j} + \beta_1 i_t + \delta_1 z_t + e_t,$$

而當利率高於門檻值時，門檻迴歸模型可簡化為：

$$IR_t = \alpha_{2,0} + \sum_{j=1}^k \alpha_{2,j} IR_{t-j} + \beta_2 i_t + \delta_2 z_t + e_t.$$

因此，可知，當利率低於門檻值時，利率對民間投資率的影響效果為 β_1 ，而當利率高於門檻值時，利率對民間投資率的影響效果為 β_2 。

為了使模型有較高的彈性，我們允許門檻值未知。但是，此時待估計參數取決於門檻值，因此需要兩階段的估計步驟來估計斜率參數與門檻值，估計步驟如下：

第一步驟：考慮所有可能的門檻值 $\{\gamma_r : r = 1, \dots, R\}$ ，先給定任一門檻值，並以最小平方法估計出 $\hat{\alpha}_{1,0}(\gamma_r)$ 、 $\hat{\alpha}_{2,0}(\gamma_r)$ 、 $\hat{\alpha}_{1,j}(\gamma_r)$ 、 $\hat{\alpha}_{2,j}(\gamma_r)$ 、 $\hat{\beta}_1(\gamma_r)$ 、 $\hat{\beta}_2(\gamma_r)$ 、 $\hat{\delta}_1(\gamma_r)$ 、 $\hat{\delta}_2(\gamma_r)$ ，作法如下：

$$\begin{aligned} & (\hat{\alpha}_{1,0}(\gamma_r), \hat{\alpha}_{2,0}(\gamma_r), \hat{\alpha}_{1,j}(\gamma_r), \hat{\alpha}_{2,j}(\gamma_r) \\ & , \hat{\beta}_1(\gamma_r), \hat{\beta}_2(\gamma_r), \hat{\delta}_1(\gamma_r), \hat{\delta}_2(\gamma_r)) \\ = & \underset{\{\alpha_{1,0}, \alpha_{2,0}, \alpha_{1,j}, \alpha_{2,j}, \beta_1, \beta_2, \delta_1, \delta_2\}}{\operatorname{argmin}} \\ & \sum_{t=1}^T e_t^2(\alpha_{1,0}, \alpha_{2,0}, \alpha_{1,j}, \alpha_{2,j}, \beta_1, \beta_2, \delta_1, \delta_2; \gamma_r), \end{aligned}$$

估計完後，將估計式代回模型中算出殘差平方和 $ESS_r(\gamma_r)$ ：

$$ESS_r(\gamma_r) = \sum_{t=1}^T e_t^2(\hat{\alpha}_{1,0}, \hat{\alpha}_{2,0}, \hat{\alpha}_{1,j}, \hat{\alpha}_{2,j}, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\delta}_1, \hat{\delta}_2; \gamma_r), r = 1, \dots, R.$$

第二步驟：找出上述 R 個 $ESS_r(\gamma_r)$ 中最小的殘差平方和後，對應的門檻值即為門檻估計值 $\hat{\gamma}$ ：

$$\hat{\gamma} = \underset{\gamma \in \{\gamma_r : r=1, \dots, R\}}{\operatorname{argmin}} ESS_r(\gamma_r),$$

此時，同時可得到參數估計值 $\hat{\alpha}_{1,0}(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\alpha}_{2,0}(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\alpha}_{1,j}(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\alpha}_{2,j}(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\beta}_1(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\beta}_2(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\delta}_1(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\delta}_2(\hat{\gamma})$ 。^{註1}

再者，除了分析總體面的投資因素，我們也分析產業面的追蹤資料之投資因素，此時，我們需要使用追蹤資料門檻模型，此模型同時包含門檻值與追蹤資料的特性。此外，由於解釋變數包括被解釋變數的落後期，因此我們稱之為動態追蹤資料門檻迴歸模型。令利率為門檻變數，考量一個具固定效果的動態追蹤資料門檻迴歸模型如下：

$$\begin{aligned} IR_{it} = & \mu_i + \alpha_0 1\{i_{it} \leq \gamma\} + \alpha_{1,1} IR_{it-1} 1\{i_{it} \leq \gamma\} \\ & + \beta_1 i_{it} 1\{i_{it} \leq \gamma\} + \delta_1 z_{it} 1\{i_{it} \leq \gamma\} \\ & + \alpha_{2,1} IR_{it-1} 1\{i_{it} > \gamma\} + \beta_2 i_{it} 1\{i_{it} > \gamma\} \\ & + \delta_2 z_{it} 1\{i_{it} > \gamma\} + e_{it}, \end{aligned}$$

其中， μ_i 為各個產業的固定效果， e_{it} 為平均數0且變異數 σ^2 的誤差項，被解釋變數 IR_{it} 為第 i 個產業第 t 年的民間投資率， i_{it} 為利率， γ 為門檻值， z_{it} 為解釋變數矩陣，包含匯率、產出成長率、匯率波動、油價波動、公部門投資、直接投資淨額等解釋變

數。 α_0 、 $\alpha_{1,1}$ 、 $\alpha_{2,1}$ 、 β_1 、 β_2 、 δ_1 、 δ_2 為迴歸參數向量。

當解釋變數包括被解釋變數的落後期時，動態追蹤資料門檻迴歸模型會有內生性問題，因此，我們採用Arellano and Bover (1995) 所提出的向前離差轉換 (forward orthogonal deviations transformation) 處理內生性問題。由於我們允許門檻值未知，因此參考Kremer *et al.* (2013) 所提出的估計方法來估計動態追蹤資料門檻迴歸模型，估計步驟如下：

第一步驟：考慮所有可能的門檻值 $\{\gamma_r : r = 1, \dots, R\}$ 。給定任一門檻值後，以向前離差轉換方法來轉換資料，並將轉換後的資料以最小平方法估計出 $\hat{\alpha}_0$ 、 $\hat{\beta}_1$ 、 $\hat{\beta}_2$ 。作法如下：

$$(\hat{\alpha}_0(\gamma_r), \hat{\alpha}_{1,1}(\gamma_r), \hat{\alpha}_{2,1}(\gamma_r), \hat{\beta}_1(\gamma_r), \hat{\beta}_2(\gamma_r), \hat{\delta}_1(\gamma_r), \hat{\delta}_2(\gamma_r))$$

$$= \underset{\{\alpha_0, \alpha_{1,1}, \alpha_{2,1}, \beta_1, \beta_2, \delta_1, \delta_2\}}{\operatorname{argmin}} \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^N e_{it}^{*2}(\alpha_0, \alpha_{1,1}, \alpha_{2,1}, \beta_1, \beta_2, \delta_1, \delta_2; \gamma_r),$$

其中，

$$e_{it}^* = \sqrt{\frac{T-t}{T-t+1}} \left[e_{it} - \frac{1}{T-t} (e_{i,(t+1)} + \dots + e_{iT}) \right].$$

估計完後，將估計式代回模型中算出殘差平方和 $ESS_r(\gamma_r)$ ：

$$ESS_r(\gamma_r) = \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^N e_{it}^{*2}(\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_{1,1}, \hat{\alpha}_{2,1}, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\delta}_1, \hat{\delta}_2; \gamma_r), r = 1, \dots, R.$$

第二步驟：找出上述 R 個 $ESS_r(\gamma_r)$ 中最小的殘差平方和後，對應到的門檻值即為門檻估計值 $\hat{\gamma}$ ：

$$\hat{\gamma} = \underset{\gamma \in \{\gamma_r : r=1, \dots, R\}}{\operatorname{argmin}} ESS_r(\gamma_r),$$

其中，對應的數值 $\hat{\alpha}_0(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\alpha}_{1,1}(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\alpha}_{2,1}(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\beta}_1(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\delta}_1(\hat{\gamma})$ 、 $\hat{\delta}_2(\hat{\gamma})$ 即為參數估計值。使用二步驟方法可以估計利率對民間投資率的非線性效果，並找出效果發生轉變的利率門檻值。

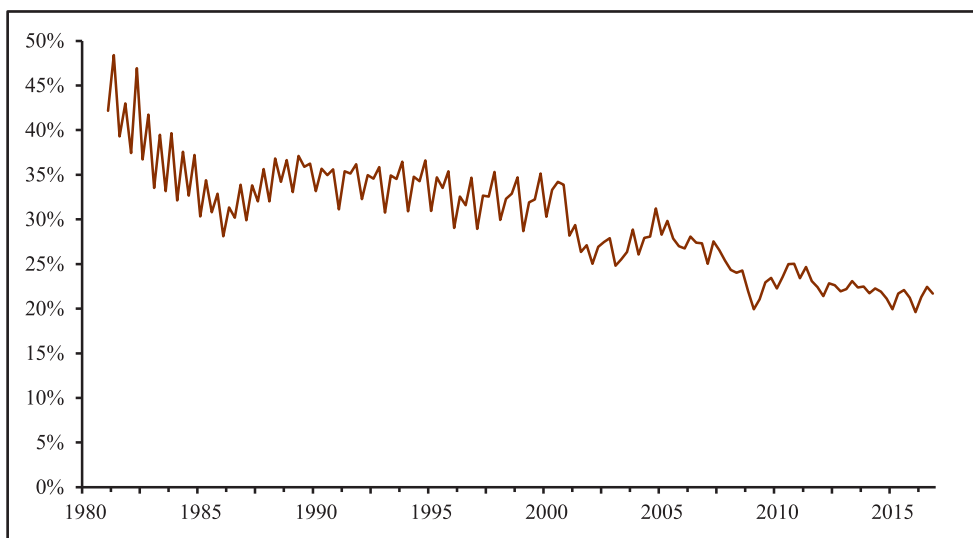
肆、資料說明與分析

一、投資概況

近年來，台灣經濟成長動能縮減，許多人關心影響原因。由於投資是一國經濟成長的主要因素，因此，台灣經濟成長疲乏的原因可能來自投資。以主計總處的固定資本形

成毛額作為台灣總體投資量，圖1畫出台灣整體實質投資量占名目GDP比率。由圖1可看出，早期台灣投資占比約在四成左右，1990年代投資占比大致維持在三成至三成五之間上下波動，此後逐步下降，近年台灣投資占比已下滑至接近兩成。

圖1 1981–2016年實質固定資本形成毛額占名目GDP比率(季資料)

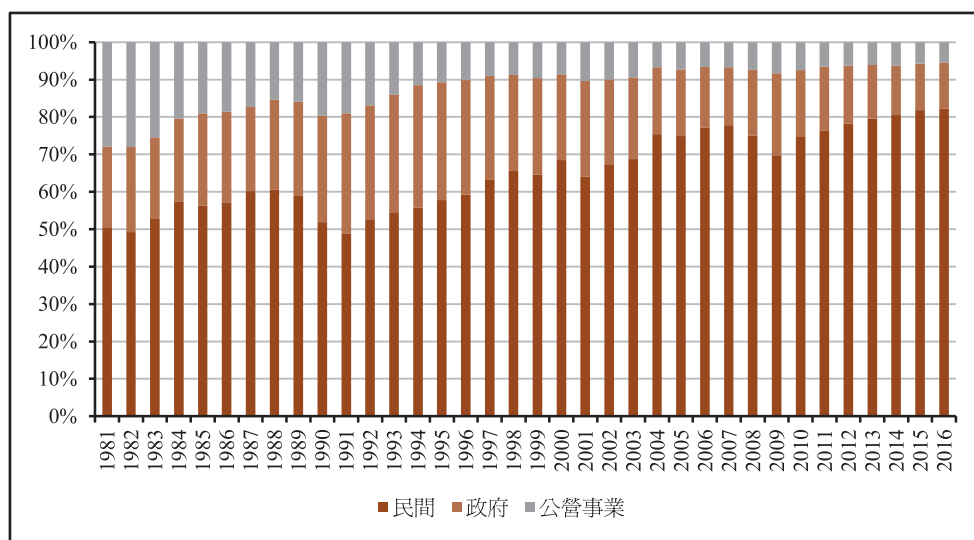


資料來源：行政院主計總處。

依投資主體來看，總體投資可區分為民間投資、政府投資以及公營事業投資。圖2畫出各主體別投資占總體投資比率。由圖2可看出民間投資約占總體投資比率五成以上，自1981年起呈增加趨勢，除了1990年代初期台灣股市泡沫化、2000年代初期美國網路泡沫化時期，以及2008年全球金融危機時期有些微下降趨勢，其他時期大抵呈緩步上升狀況。由於民間投資是整體投資主要來

源，且近三年來占比超過八成，故本文將著重於影響民間投資因素之探討。依主計總處定義，國內資本形成毛額分為固定資本形成毛額與存貨變動兩項，本文主要分析的投資為固定資本形成毛額，並未將存貨變動列入考量，而毛額在此係指未扣除「固定資本消耗」(俗稱折舊)的部分。本文後續內容論及的投資皆屬民間固定資本形成毛額，簡稱民間投資。

圖2 1981-2016年各主體別投資占總體投資比率(年資料)

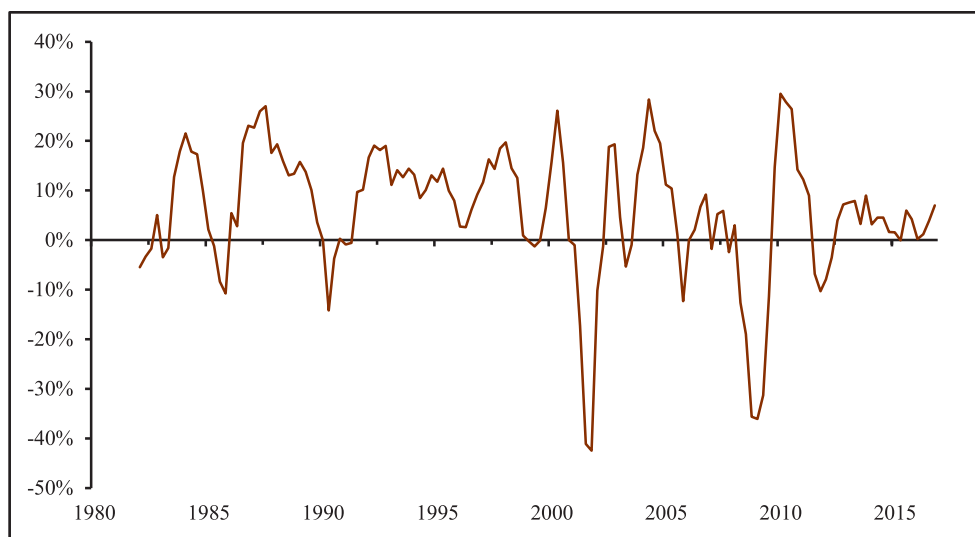


資料來源：行政院主計總處。

台灣民間投資雖然占整體投資比率大，惟其成長率偏低。以圖3為例，我們畫出1982-2016年台灣實質民間投資成長率(又稱實質民間投資率)。由圖3可看出，除少數幾季，台灣實質民間投資率大多在20%以下，

長期平均為5.88%。近十年之台灣平均民間投資率更下降至1.55%水準。綜合圖1與圖3可知，台灣面臨長期投資不振，我們亟需探究影響投資成因，這是本文主要動機。

圖3 1982–2016年實質民間投資率(季資料)

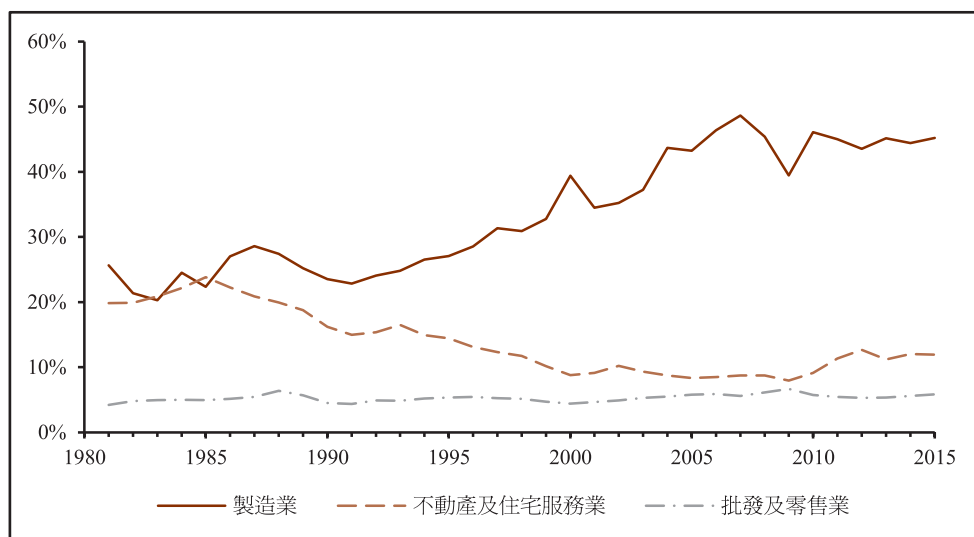


資料來源：行政院主計總處。

除了總體民間投資以外，我們也關心不同產業投資，以深入探究民間投資之成因。在產業別投資資料上，主計總處將全國產業分為19個產業，但由於產業眾多，且個別產業變化很大，在此本文僅針對產業投資占整體投資比重高於5% 的三大產業分析，分別為製造業、不動產及住宅服務業、批發及零售業。前三大產業的產業投資占總體投資比重趨勢請見圖4。由圖4可看出，製造業的投資比重在各個階段皆屬最高，^{註2} 且大抵持續上升，於2004年占比突破40 %，並持續維

持超過四成的占比。除了2008年全球金融危機時期，近年製造業投資比重皆有45 % 左右之水準，顯示製造業為驅動台灣總體投資能量不可或缺的產業類別。此外，由於台灣基礎建設蓬勃發展，不動產及住宅服務業在台灣早期有著不容忽視的投資比重，然而國內市場漸趨飽和，該投資比重也逐年下降，自2000年後，占比大約維持在一成左右。最後，批發及零售業的投資占比則自1980年代以來皆屬穩定，長期維持在5 % 左右的水準。

圖4 1981-2015年前三大產業投資占總體投資比重(年資料)



資料來源：行政院主計總處。

二、影響投資變數

在文獻回顧中，Lawrence and Siow (1985)、Molho (1986)、Chetty (2007)、Jones and Tuzel (2013)、Gruber and Kamin (2016) 與Kropp and Power (2016) 等人認為資本使用成本是影響投資的重要變數，並以利率衡量資本使用成本。在本文中，我們參考徐千婷 (2006) 與徐千婷與陳琬如 (2009)，使用台灣五大銀行基準放款利率為名目利率，並以減去通貨膨脹率後的實質利率作為解釋變數。此外，由於五大銀行基準放款利率事實上是由基本放款利率 (2003年前) 與基準放款利率 (2003年後) 合併而成，兩者在計算方法有所不同，資料銜接上存在落差，因此我們另外採用將基本放款利率與五大銀行新承做放款利率加以平滑連接的合併放款利率，稱之為

「平滑放款利率」，作為另一個名目利率變數，以測試估計結果的穩定性。

台灣為一小型開放經濟體，並以貿易為導向，因此對外貿易的競爭力和幣值強弱等因素皆會影響進出口廠商的利潤及其投資決策。參考Goldberg (1993)、Campa and Goldberg (1995)、Campa and Goldberg (1999)、Nucci and Pozzolo (2001) 與Landon and Smith (2009)，我們選擇匯率以及貿易開放性作為解釋變數，其中，我們參考Nucci and Pozzolo (2001)使用BIS計算之狹義實質有效匯率指數衡量台灣匯率。此外，參考Campa and Goldberg (1999)，我們分別使用出口貿易開放性與進口貿易開放性與狹義實質有效匯率指數交乘，用來衡量貿易開放對民間投資的影響程度。

近二十年來，由於全球化，以致國際因素不確定性對於投資發展的影響對台灣愈來愈重要，因此，本文使用匯率波動、油價波動、政策不確定性作為可能的不確定來源。我們參考 Kandilov and Leblebicio lu (2011)，以新台幣兌美元匯率並使用GARCH (1, 1) 模型計算之條件變異數代表匯率波動。再者，參考Elder and Serletis (2010)，我們以IMF公布之石油價格並以GARCH (1, 1) 模型計算油價波動。最後，我們使用Economic Policy Uncertainty Index網站建構的美國政策不確定性指標作為政策不確定性變數。^{註3}

最後，由於投資加速理論指出，對產出需求的變化會導致對資本存量需求的變化，因此一國產出多寡將影響投資，故參考Gruber and Kamin (2016)，我們選擇產出成

長率作為解釋變數。公部門投資對於一國經濟發展的影響效果存有爭論，我們參考Bahal et al. (2015) 與Dreger and Reimers (2016)，使用公部門投資作為影響投資因素，並以政府與公營部門實質固定資本形成毛額衡量。由於國內廠商赴海外投資風氣興盛，參考Chen et al. (2017)、徐千婷 (2006) 與徐千婷與陳琬如 (2009)，我們以直接投資淨額占GDP比率衡量該因素影響效果。^{註4}

除了總體別資料外，我們也關心產業別的投資成因。不過產業別的資料取得相當困難，就總體別討論的變數而言，僅有投資率與產出成長率兩個變數有產業別的資料。以上各總體別與產業別變數來源與定義如表1。

表1 變數定義和其來源說明

變數	定義與計算	來源
總體別		
民間投資率	民間實質固定資本形成毛額年成長率	行政院主計總處
利率(基準)	五大銀行基準放款利率	中央銀行
利率(平滑)	平滑連接基本放款利率與五大銀行新承做放款利率	中央銀行
匯率	狹義實質有效匯率指數(Narrow REER)	BIS
產出成長率	實質GDP成長率(年成長率)	行政院主計總處
匯率波動	新台幣兌美元匯率月資料，以GARCH模型估計條件變異數	中央銀行
油價波動	Crude Oil (petroleum) Price index月資料，以GARCH模型估計條件變異數	IMF
公部門投資	政府與公營事業實質固定資本形成毛額	行政院主計總處
直接投資淨額	該季直接投資淨額/該季名目GDP	中央銀行
貿易開放性(出口)	該季出口總值/該季名目GDP	財政部
貿易開放性(進口)	該季進口總值/該季名目GDP	財政部
美國政策不確定性	美國政策不確定性季資料	Economic Policy Uncertainty Index
通貨膨脹率	消費者物價指數年增率	行政院主計總處
產業別		
投資率	各產業實質固定資本形成毛額年成長率	行政院主計總處
產出成長率	各產業實質GDP成長率(年成長率)	行政院主計總處

註1：匯率波動與油價波動為使用來源資料自行估計。

註2：利率、匯率、匯率波動、油價波動、進口與出口總值、美國政策不確定性、通貨膨脹率皆屬月資料，係使用簡單平均求得該筆季資料。

三、資料概述

本文蒐集1982年Q1至2016年Q4各個總體變數的季資料，我們將這些資料之敘述統計整理於表2。實質基準利率平均數為 4.60 %，中位數為 4.62 %；實質平滑利率平均數為 3.92 %，^{註5} 中位數為 4.36 %，顯示不論是實質基準利率或實質平滑利率，皆近似對稱分配。再由圖5可發現，實質基準利率與

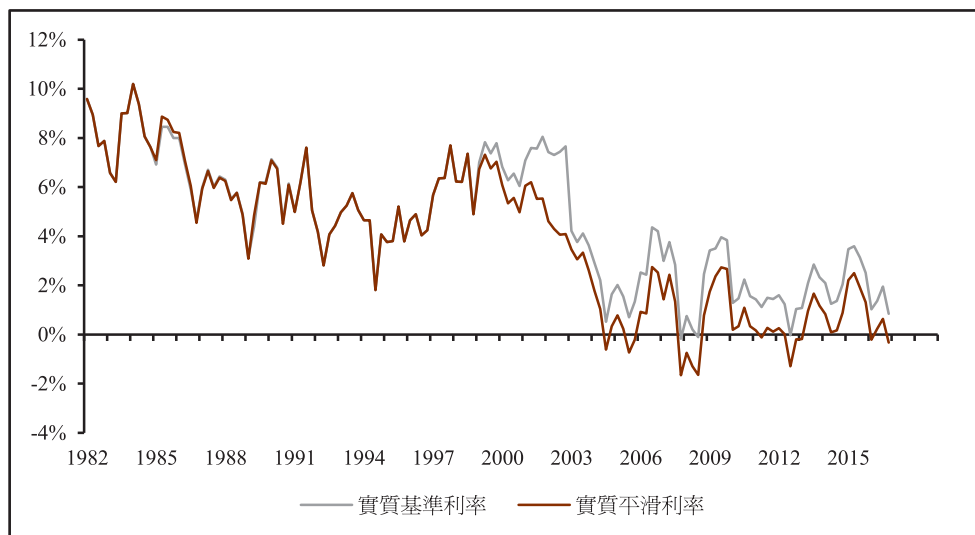
實質平滑利率兩者走勢大致相同，惟實質基準利率在2002–2005年確實有一段不小的落差。實質平滑利率即結合基本放款利率與五大銀行新承做放款利率處理此問題。此外，2003年Q1前的實質利率普遍較 2003年Q1後的實質利率來得高，^{註6} 2003年之後的實質平滑利率甚至多次出現利率為負的情況。

表2 變數敘述統計

變數	平均數	中位數	標準誤	最小值	最大值	樣本數
總體別 (1982Q1-2016Q4，季資料)						
民間投資率(%)	5.88	6.87	13.05	-42.44	29.55	140
實質利率(基準)(%)	4.60	4.62	2.53	-0.18	10.19	140
實質利率(平滑)(%)	3.92	4.36	2.94	-1.66	10.19	140
實質有效匯率指數	120.81	120.85	15.14	97.02	152.94	140
產出成長率(%)	6.18	6.25	3.11	0.23	14.29	140
匯率波動	13.71	14.29	6.59	1.86	33.67	140
油價波動	47.37	19.00	57.72	1.71	211.82	140
公部門投資(百億元)	19.57	19.94	6.56	8.43	34.37	140
直接投資淨額(%)	6.18	5.64	4.09	0.11	22.19	132 ^{註7}
貿易開放性(出口)(%)	49.05	48.36	8.65	33.32	67.62	140
貿易開放性(進口)(%)	42.03	39.11	9.11	30.53	67.03	140
美國政策不確定性	107.80	102.72	29.47	63.12	215.89	128 ^{註8}
前三大產業別 (1982-2015，年資料)						
投資率(%)	4.84	5.28	12.06	-32.36	33.18	102
產出成長率(%)	6.49	6.41	4.82	-6.88	22.66	102

資料來源：行政院主計總處、中央銀行、財政部、BIS、IMF及Economic Policy Uncertainty Index。

圖5 實質利率時間序列圖(季資料)

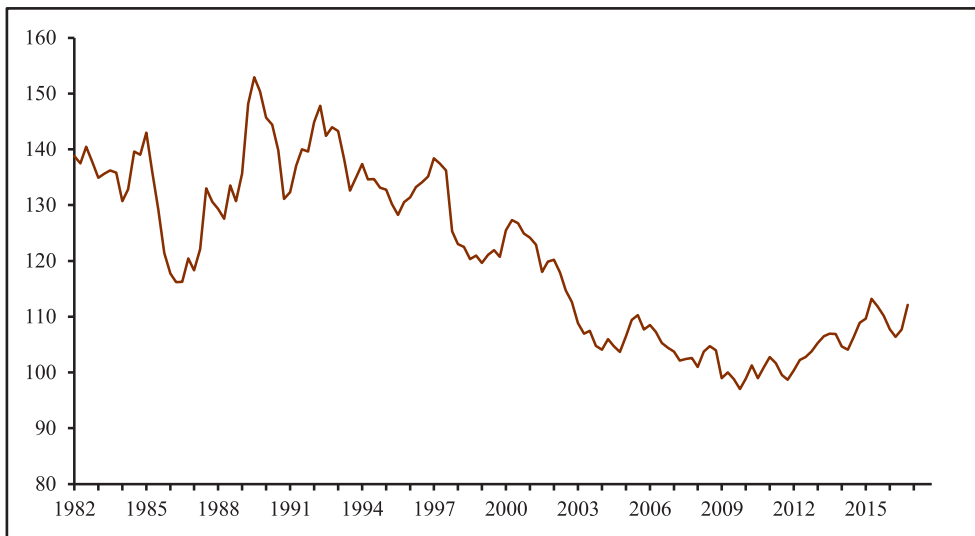


資料來源：中央銀行。

本研究以實質有效匯率指數代表實質匯率，歷年平均為120.81。由圖6可發現，與實質利率相同，2003年Q1之前的實質有效匯率指數普遍較2003年Q1之後的實質有效匯率指數來得高，2003年Q1之前大約在130上下波動，2003年Q1之後大約在100上下波動，^{註9}近年來有稍微上升的趨勢，2016年Q4的實質有效匯率指數為112.13。由利率和匯率的敘述統計分析可知，2003年為這兩個變數可能的結構變化點。接著，由於產出成長率最小

值為0.23%，最大值為14.29%，這顯示1980年代以來台灣經濟成長波動幅度稍大，也顯示台灣經歷了不同成長階段。由表2還可看到，出口貿易開放性與進口貿易開放性平均皆超過40%，兩者相加後之進出口貿易開放性則超過90%，顯示台灣為典型的貿易高度開放之小型經濟體，國內經濟易受國際因素影響。最後，公部門投資平均為1,957億元，大約占平均實質GDP的8.9%。

圖6 實質有效匯率指數時間序列圖(季資料)



資料來源：BIS。

本文於第肆章第一節說明將針對前三大產業之投資進行分析，故我們蒐集1982–2015年前三大產業變數的年資料，資料長度為34年。於表2下方列出台灣前三大產業群組的相關變數之敘述統計。就投資率來看，前三大產業的投資率平均數為4.84 %，低於總體別民間投資率平均5.88 %，顯示前三大產業投資雖占全部投資六成以上，然而投資

率偏低。值得注意的是，由於不動產及住宅服務業的平均投資率僅 2.96 %，大幅拉低了前三大產業平均投資率，可見在探討台灣投資不振問題時，不可忽視不動產及住宅服務業的角色。在產出成長率的部分，前三大產業的產出成長率平均為6.49 %，高於總體別產出成長率平均為6.18 %。

伍、實證結果

一、總體別投資成因分析

本文首先探究可能影響台灣總體投資的因素，為了仔細確認影響台灣投資的可能因素，我們考慮多個模型設定。^{註10} 首先，在投資模型設定上，考慮落後期民間投資率、實質利率、實質匯率，以及產出成長率，作為基本模型。在基本模型中，民間投資落後期數為三。^{註11} 再者，由於不確定性因素愈來愈受到重視，我們延伸基本模型，加入匯率波動以及油價波動變數。我們也考量既有文獻所提的公部門投資與直接投資淨額變數，探討公部門投資與直接投資淨額是否會影響台灣民間投資。又由於2001年與2008年分別發生科技泡沫崩解以及全球金融危機，觀察圖3投資率之走勢，我們發現這兩個時間點為歷年低點，故本文設定標出此兩個衝擊時間點之虛擬變數，以捕捉此現象，並建構完整模型。除完整模型之外，為檢驗實證

結果的穩健性，我們考量兩個穩健性測試。第一，採用央行所提供的平滑利率作為新的利率變數；第二，迴歸模型設定加入出口貿易開放性與實質匯率交乘項、進口貿易開放性與實質匯率交乘項，以及美國政策不確定性因素。

首先，台灣1982年Q1至2016年Q4總體資料的基本模型實證結果列於表3第二至四欄。由一般迴歸模型結果可發現，代表一國貨幣政策的利率與匯率變數，對台灣投資率沒有顯著影響，而產出成長率對投資有顯著正向影響，符合加速理論。由於一般迴歸模型結果無法證明貨幣政策有效性，與既有文獻不符，可能原因是傳統一般線性迴歸不適合用來分析投資因素。此外，由前面文獻回顧可知，貨幣政策對投資有非線性效果。Chetty (2007) 理論推導出投資和利率為非線性關係，兩者為後彎關係。因此，本文參考

Chetty (2007) 與 Kropp and Power (2016)，使用門檻迴歸模型探討影響台灣投資因素。由第參章的研究方法介紹可知，我們設定利率門檻值，在門檻值以上和以下，利率對於

投資影響效果可能不同，具有非線性效果。本文是既有文獻中第一個應用Chetty 經濟理論，使用門檻迴歸模型分析投資成因的文章，此為本文一大貢獻。

表3 總體別模型結果

	基本模型			完整模型		
	一般迴歸模型	門檻迴歸模型		一般迴歸模型	門檻迴歸模型	
門檻值		3.588 %			3.626 %	
		門檻以下	門檻以上		門檻以下	門檻以上
截距項	-1.972 (1.544)	-2.520 (2.410)	0.575 (3.072)	-3.230 (2.278)	-7.150* (3.692)	-1.007 (3.452)
落後一期 民間投資率	0.947*** (0.089)	1.033*** (0.134)	0.794*** (0.110)	0.703*** (0.091)	0.810*** (0.128)	0.463*** (0.115)
落後二期 民間投資率	-0.146 (0.120)	0.068 (0.201)	-0.210 (0.140)	-0.064 (0.110)	0.074 (0.171)	-0.076 (0.125)
落後三期 民間投資率	-0.190** (0.084)	-0.325** (0.138)	-0.108 (0.098)	-0.149* (0.076)	-0.209 (0.127)	-0.032 (0.087)
實質基準利率	0.047 (0.259)	1.692 (1.055)	-0.922** (0.455)	0.187 (0.259)	0.988 (1.253)	-0.754* (0.426)
實質有效 匯率指數	0.004 (0.083)	0.055 (0.278)	0.008 (0.084)	0.072 (0.088)	0.337 (0.251)	0.036 (0.093)
產出成長率	0.666*** (0.230)	-0.089 (0.329)	1.326*** (0.297)	0.912*** (0.242)	0.473 (0.351)	1.644*** (0.325)
匯率波動				-0.793* (0.458)	-2.159** (1.049)	-0.685 (0.479)
油價波動				0.020 (0.022)	0.037 (0.031)	-0.051 (0.049)
公部門投資				-1.115*** (0.333)	-1.258* (0.690)	-1.856*** (0.382)
直接投資淨額				0.143 (0.164)	0.406 (0.287)	0.207 (0.183)
虛擬變數				-14.889*** (2.647)	-9.594*** (3.572)	-19.048*** (3.575)
樣本個數	137	49	88	132	50	82

註1：*、**、*** 分別表示該係數在 10 %、5 %、1 % 之顯著水準下異於零。

註2：括號內為標準誤。

由表3的基本模型的門檻迴歸模型之實證結果可知，基本模型的門檻迴歸模型估計之門檻值為3.588 %，且利率變數對台灣民間投資成長率的效果在利率門檻值以上和門檻值以下明顯不同。當實質利率在3.588 %以下時，利率對民間投資的效果為正向，而實質利率在3.588 %以上時，利率對民間投資的效果為負向。我們實證結果證實，台灣的利率與投資存在Chetty (2007) 所提的後彎關係。值得注意的是，在利率較低時期，利率對民間投資影響不顯著，但利率較高時期，利率對民間投資有顯著影響，顯示台灣貨幣政策的有效性並不對稱；亦即，在低利率時期，貨幣政策無效，而在高利率時，利率提高將抑制投資，此實證發現與Morgan (1993) 一致。一般迴歸模型的利率效果不顯著可能是因為模型未考慮非線性效果，門檻以上與門檻以下效果互相抵銷所致。

藉由表3基本模型的門檻迴歸模型估計結果，我們也發現，不論利率在門檻值以上或以下，匯率對於投資的影響效果為正向，不過，此正向效果皆不顯著。對照本文圖5的實質利率季資料時間序列圖可發現，台灣的利率於2003年Q1出現轉變，在此之後，利率大部份落入低利率時期。因此，本文實證結果說明，近十多年來，由於處於低利率環境，貨幣政策無法有顯著振興經濟的效果。最後，產出成長率的結果說明，當利率在門檻值以下時，產出成長率提高對於投資率無

顯著影響，但利率高於門檻值時，產出成長率提高會顯著促進投資率。

表3第五至七欄為台灣1982年Q1至2016年Q4總體別資料的完整模型實證結果。首先由表3第五欄的一般迴歸模型結果發現，代表貨幣政策的利率與匯率變數之影響效果不顯著，另外，產出成長率因為總體經濟的加速理論，對投資的影響為顯著正向，皆與基本模型結果一致。匯率波動對台灣民間投資有顯著負向影響，顯示不確定性有害投資。公部門投資的估計結果為顯著負向，表示存在財政政策排擠效果。

為了考慮影響投資因素的非線性效果，我們使用門檻迴歸模型。由表3第六和七欄的門檻迴歸模型結果顯示，完整模型的門檻值為3.626 %，接近基本模型的門檻值。完整模型的利率、匯率與產出成長率的結果與基本模型相同，表示我們的實證結果具穩健性。同樣地，利率對投資成長率有非線性與不對稱效果，符合Chetty (2007) 與 Morgan (1993) 之看法。無論在利率門檻值以上或以下，匯率皆沒有顯著效果，但在較低利率時期，匯率波動對民間投資有顯著負向影響，也就是匯率波動上升將使投資下降。綜合上述實證結果可知，在利率較高時期，央行降低利率有助提振投資，但在利率較低期間，央行應採取維持穩定匯率的貨幣政策，以促進投資。

產出成長率有門檻效果，只有在利率高

於門檻值以上才有加速效果產生。但公部門投資則無門檻效果，不論門檻值以上或以下，公部門投資對台灣民間投資皆有顯著的排擠效果，其中，公部門投資在較高利率時期之排擠效果高於較低利率時期。以本研究估計結果來看，實質利率高於3.626 %時，公部門投資提升一百億元時，將導致民間投資成長率下降1.856個百分點；而實質利率低於3.626 % 時，此下降之效果較低，為1.258個百分點。最後，不論門檻值以上或以下，虛擬變數對民間投資率皆有顯著負向效果，顯示科技泡沫崩解與全球金融危機確實對台灣民間投資有負向衝擊。

為了檢驗實證結果的穩健性，我們考量兩個穩健性測試。首先，我們採用央行所提供的平滑利率作為新的利率變數，觀察不同利率是否會影響估計結果，實證結果列於表4第二至四欄。由此表可看到，使用平滑利率重新估計之一般迴歸模型結果與使用基準利率估計之結果完全相同。我們也可以觀察到，以平滑利率進行門檻迴歸估計，其估計之門檻值由原先實質基準利率的3.588 %，降到實質平滑利率的2.616 % 的水準，然而對照圖5可發現，兩者的門檻值皆落在2003年的水準，顯示不論使用何種利率變數，門檻迴歸模型皆可捕捉此種結構轉變現象。

從解釋變數的估計結果可發現，不論使用何種利率進行模型估計，結果均相當接近，這表示本研究之實證結果具穩健性。實

質利率對投資的影響同樣有明顯的門檻效果，呈現 Chetty (2007) 所提的後彎關係，且利率對投資的影響同樣具不對稱性，與 Morgan (1993) 一致。產出成長率在利率處於門檻值以上時，對民間投資有顯著正向影響，符合加速理論。匯率波動對民間投資有負向影響，且利率處於門檻值以下時，該負向效果相當顯著。公部門投資則對民間投資有顯著排擠效果，且利率處於門檻值以上時，該排擠效果更顯著。不過，當使用平滑利率重新估計，在門檻值以下，油價波動對投資有顯著正向效果，與使用原本的利率變數之結果不同。

第二個穩健性測試參考Campa and Goldberg (1999)，在迴歸模型設定加入出口貿易開放性與實質匯率交乘項、進口貿易開放性與實質匯率交乘項，以及美國政策不確定性因素，用以衡量國際經貿因素對台灣民間投資的影響效果。表4第五至七欄列出台灣1982年Q1至2016年Q4總體資料之穩健性測試結果。由表4可以看到，加入交乘項與美國政策不確定性之後，結果大抵與原完整模型之結果相同，故可說明總體別實證結果之穩健性。值得注意的是，與前面完整模型比較可知，加入國際經貿因素後，代表國際不確定因素的匯率波動與油價波動對投資的影響效果相同，但是顯著性有所改變。此實證結果說明國際因素相關變數對台灣投資成因相當重要，且彼此相互影響。

表4 總體別穩健性測試結果

門檻值	平滑利率			增加變數		
	一般迴歸模型	門檻迴歸模型		一般迴歸模型	門檻迴歸模型	
		2.616%			3.626%	
		門檻以下	門檻以上		門檻以下	門檻以上
截距項	-3.182 (2.151)	-7.128* (4.028)	-1.098 (3.071)	-0.388 (3.317)	-2.726 (5.243)	-1.080 (4.659)
落後一期 民間投資率	0.701*** (0.091)	0.726*** (0.126)	0.457*** (0.116)	0.685*** (0.093)	0.796*** (0.131)	0.457*** (0.116)
落後二期 民間投資率	-0.064 (0.109)	0.165 (0.164)	-0.065 (0.125)	-0.035 (0.113)	0.078 (0.174)	-0.080 (0.130)
落後三期 民間投資率	-0.157** (0.076)	-0.235* (0.122)	-0.003 (0.087)	-0.170** (0.079)	-0.257* (0.140)	-0.016 (0.090)
實質基準利率	0.249 (0.236)	1.844 (1.082)	-0.854** (0.407)	0.177 (0.281)	0.965 (1.351)	-0.852* (0.491)
實質有效 匯率指數	0.079 (0.088)	0.132 (0.253)	0.025 (0.092)	0.027 (0.094)	0.291 (0.256)	0.005 (0.103)
產出成長率	0.885*** (0.243)	0.373 (0.345)	1.695*** (0.322)	1.005*** (0.254)	0.414 (0.368)	1.797*** (0.353)
匯率波動	-0.807* (0.456)	-2.858** (1.107)	-0.624 (0.463)	-0.395 (0.510)	-1.296 (1.468)	-0.397 (0.536)
油價波動	0.022 (0.022)	0.059* (0.030)	-0.059 (0.049)	0.007 (0.023)	0.028 (0.035)	-0.076 (0.053)
公部門投資	-1.159*** (0.337)	-1.186* (0.671)	-1.810*** (0.380)	-1.233*** (0.342)	-1.360* (0.775)	-2.081*** (0.408)
直接投資淨額	0.159 (0.164)	0.567 (0.362)	0.175 (0.169)	0.138 (0.167)	0.313 (0.331)	0.235 (0.190)
虛擬變數	-14.849*** (2.628)	-9.291*** (3.519)	-20.017*** (3.468)	-14.414*** (2.687)	-10.024*** (3.638)	-19.133*** (3.746)
貿易開放性 (出口)*匯率				0.023 (0.032)	-0.131 (0.156)	0.060* (0.031)
貿易開放性 (進口)*匯率				0.015 (0.027)	0.167 (0.126)	-0.000 (0.026)
美國政策 不確定性				-0.027 (0.020)	-0.023 (0.033)	0.003 (0.036)
樣本個數	132	50	82	128	50	78

註1：*、**、***分別表示該係數在10%、5%、1%之顯著水準下異於零。

註2：括號內為標準誤。

二、產業別投資成因分析

前一節分析總體台灣民間投資之影響因素，但是匯率變數效果並不顯著，與既有投資文獻不符。一個可能原因為總體資料過於局限，無法深入探究可能成因。^{註12}若能尋找產業別資料，將可助我們進一步釐清台灣民間投資成因。此外，由本文第肆章資料敘述可知，各產業別投資占比差異極大，製造業等前三大產業投資占全部產業投資的比例極高，是帶動台灣民間投資火車頭，因此本文探討前三大產業別投資成因，以分析影響台灣投資因素。由於產業別資料為追蹤資料形式，故本節所有投資成因之實證分析，皆同時進行一般動態追蹤資料迴歸模型，以及動態追蹤資料門檻迴歸模型分析。

為探討台灣產業投資成因，我們首先考慮以利率、匯率以及產出成長率和落後一期投資率作為基本模型設定。^{註13}台灣1982–2015年前三大產業的基本模型實證結果列於表5第二至四欄。由一般動態追蹤資料迴歸模型結果可發現，利率對於前三大產業的投資有顯著負向效果，提升一個百分點的利率，將使投資下降1.063個百分點，這呼應文獻上將利率視為資本成本之看法。產出成長率對前三大產業投資有顯著正向影響，顯示文獻上的加速效果同樣成立。匯率則對投資無顯著影響效果，此實證結果與總體別相同。

由於不同利率水準可能對產業投資有非線性效果，我們以動態追蹤資料門檻迴歸模型進行分析。由表5的動態追蹤資料門檻迴歸模型結果可知，實質利率門檻值為3.137%，當利率高於此門檻值，利率對前三大產業別投資率的影響為負向；當利率低於門檻值，利率對前三大產業投資為正向影響。此實證結果說明，利率與產業投資存在非線性的後彎關係，呼應 Chetty (2007) 的理論。匯率對投資的影響則依利率位於門檻以下或門檻以上而不同，當低利率時期，國內貨幣貶值有助提升投資，而在較高利率時，貨幣升值有助增加投資。不過，無論是利率或匯率變數，其對於產業投資皆無顯著效果，與理論並不一致，故我們於下一段考慮更完整模型。最後，不論利率處於門檻值以上或以下，產出成長率對於前三大產業投資皆有顯著正向影響，惟影響效果不同。

我們進一步考慮其他可能影響投資的變數，採用與前述總體別完整模型相同變數，我們於基本模型再加入匯率波動、油價波動、公部門投資、直接投資淨額變數以及代表科技泡沫崩解以及全球金融危機的虛擬變數，建構產業別完整模型。表5第五至七欄為台灣1982–2015年前三大產業的完整模型實證結果。由表5第五欄的一般迴歸模型可發現，加入其他解釋變數後，利率對於前三大產業投資的負向影響效果更大且顯著，當利率提高一個百分點，會使得投資率下降

表5 產業別動態追蹤資料迴歸模型結果

	基本模型			完整模型		
	一般迴歸模型	門檻迴歸模型		一般迴歸模型	門檻迴歸模型	
門檻值		3.137%			2.087%	
		門檻以下	門檻以上		門檻以下	門檻以上
截距項	-10.345 (8.342)	61.432 (77.554)		-9.094 (21.758)	315.074 (253.245)	
落後一期 民間投資率	0.000 (0.090)	-0.137 (0.155)	0.119 (0.114)	-0.058 (0.090)	-0.012 (0.209)	-0.019 (0.117)
實質基準利率	-1.063* (0.636)	5.029 (3.513)	-0.539 (0.862)	-1.599** (0.794)	11.301 (11.139)	-2.261* (1.178)
實質有效 匯率指數	0.099 (0.088)	-0.573 (0.755)	0.056 (0.122)	0.232 (0.179)	-2.414 (1.919)	0.416 (0.261)
產出成長率	1.198*** (0.239)	0.931* (0.472)	1.371*** (0.285)	0.871*** (0.257)	0.166 (0.605)	0.860*** (0.285)
匯率波動				-1.050 (0.837)	-6.368 (7.480)	-2.392** (1.166)
油價波動				-0.005 (0.046)	-0.030 (0.148)	-0.123 (0.077)
公部門投資				-0.072 (0.055)	-0.522 (0.661)	-0.154** (0.070)
直接投資淨額				-0.403 (0.331)	-0.928 (7.354)	-0.793* (0.401)
虛擬變數				-14.851*** (4.484)	-12.202 (12.307)	-16.721** (6.427)
樣本個數	96	27	69	93	21	72

註1：*、**、***分別表示該係數在10%、5%、1%之顯著水準下異於零。

註2：括號內為標準誤。

註3：一般動態追蹤資料迴歸模型使用ArellanoandBond (1991)提出的GMM估計方法。

1.599 個百分點。匯率與產出成長率對前三大產業投資的影響與基本模型相同。然而，代表不確定性的匯率波動與油價波動變數，以及公部門投資與直接投資淨額，其對前三大產業投資的影響效果皆不顯著。

為了探究不同利率水準對產業投資的非線性影響效果，表5的動態追蹤資料門檻迴歸模型結果顯示，當增加控制變數後，利率門檻值下降，由3.137 % 下降至2.087 %，大

約為全樣本期間的第一分位數。這表示，考慮更完整模型時，台灣投資函數在利率位於第一分位數時，台灣民間投資成因有明顯的結構轉變。此外，表5的門檻迴歸模型的結果也說明，當利率高於門檻值2.087 %時，利率對前三大產業投資的影響為負向；當利率低於門檻值，利率對前三大產業投資為正向影響。上述結果表示，利率與產業投資存在非線性的後彎關係，呼應 Chetty (2007) 的

理論。此外，低於2.087 % 的低利率時期，利率對前三大產業投資影響並不顯著，顯示此時貨幣政策無法收到成效。一旦利率高於2.087 %，利率對產業投資有顯著影響，表示貨幣政策有效。產業面與總體面相同，實證結果皆支持Morgan (1993) 提出貨幣政策的不對稱性。以產業面資料估計結果可知，較高利率時期，一旦提升一個百分點的利率，會減少產業投資成長率達2.261個百分點，可以進一步抑制過熱的經濟。

再者，從表5我們可以看到，在門檻值以下的低利率時期，匯率對前三大產業投資為負向影響，此時台灣有出口生產要素開放較高現象，國內貨幣貶值會提升國內投資。而在較高利率時期，台灣有進口生產要素開放性較高現象，國內貨幣貶值會降低國內投資。然而不論門檻值以上或以下，匯率對前三大產業投資皆無顯著影響效果，顯示以匯率作為貨幣政策，對台灣前三大產業投資並沒有顯著影響。值得注意的是，與使用一般迴歸模型不同，使用動態追蹤資料門檻迴歸模型可以發現，匯率波動對前三大產業投資同為負向影響，但其影響效果並不對稱，當

利率低於門檻值時的較低利率時期，匯率波動對於前三大產業投資沒有顯著影響，而較高利率時期，匯率波動對前三大產業投資有負向影響。此結果顯示，當處於較高利率環境時，政府必須注意匯率波動對投資帶來的負面傷害，努力減少匯率波動，致力於匯率穩定。綜上所述，由產業別完整模型可知，無論是以利率或匯率代表貨幣政策，在較低利率時期較無法發揮作用，但在高成長高利率時期，貨幣政策的重要性上升。

最後，產出成長率對前三大產業投資有正向影響，可說明總體理論之加速效果。公部門投資與直接投資淨額對前三大產業投資的影響則為負向，也可說明總體理論之排擠效果。不過，無論是加速效果或排擠效果，皆在利率較高的高成長時期才具有顯著性，而在低利率時期則否。對比圖5台灣利率走勢圖可知，近年台灣的利率位於較低水準，因此，這二個變數對產業投資的重要性下降。最後，不論利率在門檻值以上或以下，代表國際價格不確定性的油價波動對前三大產業投資皆為負向影響，惟效果不顯著。

陸、結 論

本文探討影響台灣民間投資之因素，並兼論貨幣政策之角色。我們爬梳投資相關文獻，建構投資成因，包括利率、匯率、產

出成長率、匯率波動、油價波動、公部門投資，以及直接投資淨額等變數。更進一步，我們發現討論貨幣政策對於投資影響的文獻

中，著重於非線性效果之討論，本文因此使用門檻迴歸模型進行台灣民間投資成因探討之實證分析。本研究的總體別實證結果顯示，利率對台灣投資之影響效果呈現非線性且不對稱。若以利率作為貨幣政策，在低利率時期，貨幣政策對投資沒有顯著效果，在較高利率時期，貨幣政策則有顯著效果，提升利率可抑制過熱的景氣，或是降低利率以促進投資。匯率本身對投資的影響並不顯著，但在低利率時期，匯率波動則對民間投資有顯著的負向效果。若以匯率作為貨幣政策，無論利率高低，匯率本身對投資的影響並不顯著，但在低利率時期，央行應著重維持匯率穩定，以促進民間投資。

近年來重要投資成因文獻，大都針對廠商等級資料分析，因此我們選擇產業別資料作為總體資料的延伸，並使用動態追蹤資料門檻迴歸模型分析。產業別實證結果同樣地顯示，利率與產業投資存在非線性的後彎關係，在低利率時期，利率對前三大產業投資影響並不顯著。當利率高於2.087%，利率對產業投資有顯著負向效果，央行此時的貨幣政策有效。然而不論利率高低，匯率對前三大產業投資皆無顯著影響效果，但當較高利率時期，匯率波動對前三大產業投資有顯著負向影響。產業別實證結果顯示，當處於

較高利率環境時，政府必須注意匯率波動對投資帶來的負面傷害，努力減少匯率波動，致力於匯率穩定。無論是以利率或匯率代表貨幣政策，在較低利率時期較無法發揮作用，但在高利率時期，貨幣政策的重要性上升。因此，無論是使用利率或匯率作為貨幣政策，貨幣政策對產業投資效果並不對稱。本文因此建議，若欲增加產業投資，應當在高利率時期，積極地使用貨幣政策，而在較低利率時期，貨幣政策所能扮演的角色有限。

綜合言之，無論是總體別或產業別實證結果皆顯示，在低利率時期，若以利率作為貨幣政策，對提振投資無顯著效果，此時應當著重降低匯率波動，維持穩定的匯率。當利率處於較高水準時，央行提升利率可抑制過熱的景氣，或是降低利率以促進投資。央行可在維持匯率穩定的前提下，適當地實施貨幣政策，將可收到預期成效。值得注意的是，本文分析期間為1982–2016年，這段期間，台灣的利率於2003年出現轉變，在此之後，近十多年來，利率大部份落入低利率時期，我們因此建議，降低匯率波動、維持金融市場秩序是目前央行所能提振投資的最好方法。

附 註

- (註1) 在本文中，為了避免實質利率小於或大於門檻值的資料太少，迴歸自由度不足，因此限制門檻估計值需介於所有實質利率資料的第一和第三四分位數之間。
- (註2) 1983年與1985年，不動產及住宅服務業曾短暫超越製造業
- (註3) 由於全球政策不確定性 (Global EPU) 資料始於1997年，資料期間過短，本文使用美國政策不確定性 (US EPU) 作為替代變數。資料來源網址：<http://www.policyuncertainty.com/>。
- (註4) 由於「直接投資淨額占GDP比率」名稱過於冗長，後續皆以「直接投資淨額」稱之。
- (註5) 名目基準利率平均為6.23%，名目平滑利率平均為5.55%，通貨膨脹率平均為1.63%。
- (註6) 2003年Q1之前的實質基準利率平均為6.26%，實質平滑利率平均為5.97%；2003年Q1之後的實質基準利率平均為2.11%，實質平滑利率平均為0.84%。
- (註7) 直接投資淨額資料期間始於1984年Q1。
- (註8) 美國政策不確定性資料期間始於1985年Q1。
- (註9) 2003年Q1之前的實質有效匯率指數平均為131.53，2003年Q1之後的實質有效匯率指數平均為104.74。
- (註10) 由於總體面資料為時間序列資料，我們先進行各個變數的單根檢定，並將具單根之變數以季節差分處理。詳細單根檢定結果與討論，請見中央銀行委託研究報告《影響台灣投資因素之探討—兼論貨幣政策的角色》。
- (註11) 被解釋變數落後期數選擇方法如下：給定一最大落後期 (資料為季資料，故此處選擇8期)，採「由大至小」方法去檢定該最大落後期數項之估計係數，反覆操作直到某落後期數項之估計係數顯著異於零，則該落後期數即為應放進模型中的被解釋變數最適落後期數 (此處結果為3期)。
- (註12) Guiso and Parigi (1999) 主張個別企業所建構之資料優於總體資料。
- (註13) 產業別分析模型中，由於資料期數限制，僅放入投資率的落後一期作為解釋變數

參考文獻

中文文獻

- 徐千婷，2006，利率對台灣民間投資影響之實證分析，中央銀行季刊，第二十八卷第三期，頁49–76。
- 徐千婷，陳琬如，2009，當前我國投資問題與實證分析，中央銀行季刊，第三十卷第三期，頁3–32。

英文文獻

- Arellano, M., Bond, S., 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, **58**, 277–297.
- Arellano, M., Bover, O., 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, **68**(1), 29–51.
- Bader, M., Malawi, A.I., 2010. The impact of interest rate on investment in Jordan: a cointegration analysis. *Economics and Administration Journal*, **24**(1), 199–209.
- Bahal, G., Raissi, M., Tulin, V., 2015. Crowding-out or crowding-in? Public and private investment in India. *IMF Working Paper*, WP/15/264.

- Blackley, P.R., 2014. New estimates of direct crowding out (or in) of investment and of a peace dividend for the U.S. economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, **37**(1), 67–90.
- Campa, J.M., Goldberg, L.S., 1995. Investment in manufacturing, exchange rates and external exposure. *Journal of International Economics*, **38**(3), 297–320.
- Campa, J.M., Goldberg, L.S., 1999. Investment, pass-through, and exchange rates: a cross-country comparison. *International Economic Review*, **40**(2), 287–314.
- Chen, G.S., Yao, Y., Malizard, J., 2017. Does foreign direct investment crowd in or crowd out private domestic investment in China? The effect of entry mode. *Economic Modelling*, **61**, 409–419.
- Chetty, R., 2007. Interest rates, irreversibility, and backward-bending investment. *The Review of Economic Studies*, **74**(1), 64–91.
- Dreger, C., Reimers H.-E., 2016. Does public investment stimulate private investment? Evidence for the euro area. *Economic Modelling*, **58**, 154–158.
- Ehsani, M.A., Khatibi, Y., 2012. The impact of interest rate ceiling on investment in Iran. *Quarterly Journal of Economic Growth and Development Research*, **2**(8), 69–82.
- Elder, J., Serletis, A., 2010. Oil price uncertainty. *Journal of Money, Credit, and Banking*, **42**(6), 1137–1159.
- Favilukis, J., Lin, S., 2013. Long run productivity risk and aggregate investment. *Journal of Monetary Economics*, **60**, 737–751.
- Fuentes, O., 2006. Exchange rate volatility and investment: evidence at the plant level. *mimeo*.
- Goldberg, L.S., 1993. Exchange rates and investment in United States industry. *The Review of Economics and Statistics*, **75**(4), 575–588.
- Gruber, J.W., Kamin, S.B., 2016. The corporate saving glut and falloff of investment spending in OECD economies. *IMF Economic Review*, **64**(4), 777–799.
- Guiso, L., Parigi G., 1999. Investment and demand uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, **114**(1), 185–227.
- Haavelmo, T., 1960. A study in the theory of investment. *Chicago: Chicago University Press*.
- Hall, R.E., 1977. Investment, interest rates, and the effects of stabilization policies. *Brookings Papers on Economic Activity*, **1977**(1), 61–121.
- Hansen, B.E., 1999. Threshold effects in non-dynamic panels: estimation, testing, and inference. *Journal of Econometrics*, **93**, 345–368.
- Ibarra, C.A., 2016. Investment, asset market, and the relative unit labor cost in Mexico. *Economic Change and Restructuring*, **49**, 339–364.
- Jones, C.S., Tuzel, S., 2013. Inventory investment and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, **107**(3), 557–579.
- Jorgenson, D., 1963. Capital theory and investment behavior. *American Economic Review*, **53**(2), 247–259.
- Kandilov, I.T., Leblebicioglu, A., 2011. The impact of exchange rate volatility on plant-level investment: evidence from Colombia. *Journal of Development Economics*, **94**, 220–230.
- Kellogg, R., 2014. The effect of uncertainty on investment: evidence from Texas oil drilling. *American Economic Review*, **104**(6), 1698–1734.
- Kremer, S., Bick, A., Nautz, D., 2013. Inflation and growth: new evidence from a dynamic panel threshold analysis. *Empirical Economics*, **44**, 861–878.
- Kropp, J.D., Power, G.J., 2016. Asset fixity and backward-bending investment demand functions. *Research in International Business and Finance*, **38**, 151–160.

- Landon, S., Smith, C.E., 2009. Investment and the exchange rate: short run and long run aggregate and sector-level estimates. *Journal of International Money and Finance*, **28**, 813–835.
- Lawrence, C., Siow, A., 1985. Interest rates and investment spending: some empirical evidence for postwar U.S. producer equipment, 1947–1980. *The Journal of Business*, **58(4)**, 359–375.
- Lee, K., Kang, W., Ratti, R.A., 2011. Oil price shocks, firm uncertainty, and investment. *Macroeconomic Dynamics*, **15(3)**, 416–436.
- Levin, R., Renelt, D., 1992. A sensitivity analysis of cross-country growth regression. *American Economic Review*, **82(4)**, 942–963.
- Molho, L.E., 1986. Interest rates, saving, and investment in developing countries: a re-examination of the McKinnon–Shaw hypotheses. *IMF Staff Papers*, **33(1)**, 90–116.
- Morgan, D.P., 1993. Asymmetric effects of monetary policy. *Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City*, **78(2)**, 21–33.
- Nucci, F., Pozzolo, A.F., 2001. Investment and the exchange rate: an analysis with firm-level panel data. *European Economic Review*, **45(2)**, 259–283.
- Servén, L., 2003. Real exchange-rate uncertainty and private investment in LDCs. *The Review of Economics and Statistics*, **85(1)**, 212–218.
- Stokey, N.L., 2016. Wait-and-see: investment options under policy uncertainty. *Review of Economic Dynamics*, **21**, 246–265.

國內經濟金融情勢（民國107年第3季）

總體經濟

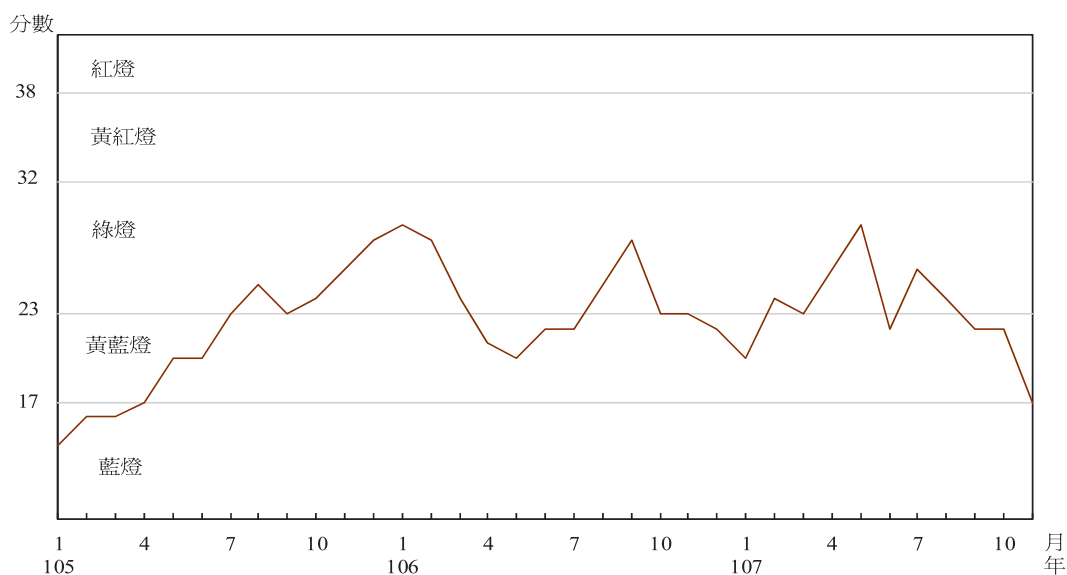
壹、國內經濟情勢

一、景氣擴張動能減緩

由於工業生產、出口、製造業銷售量與批發、零售及餐飲業營業額成長均呈減緩，本(107)年11月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為17分，較上月減少5分(圖1)，瀕臨黃藍燈下限，領先指標及同時指標均跌，顯示國內景氣擴張動能續趨緩慢。

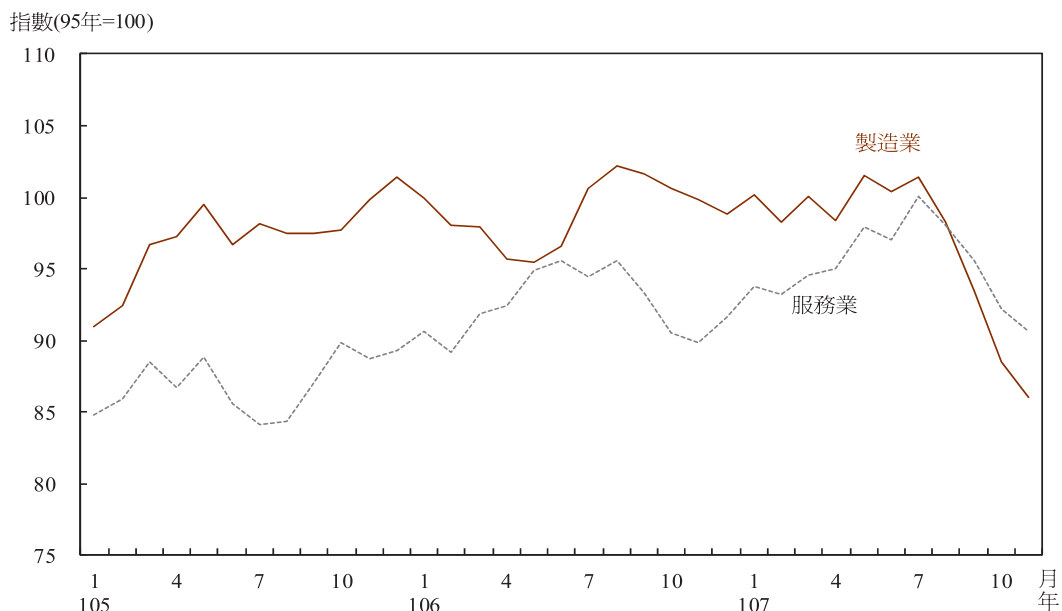
全球景氣降溫，加以美中貿易緊張情勢未解，11月台灣出口及外銷訂單均轉呈負成長；當月台經院製造業營業氣候測驗點由10月之88.45點再降至86.01點，服務業營業氣候點亦由92.19點降至90.66點(圖2)，顯示廠商對未來景氣看法續趨保守。

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



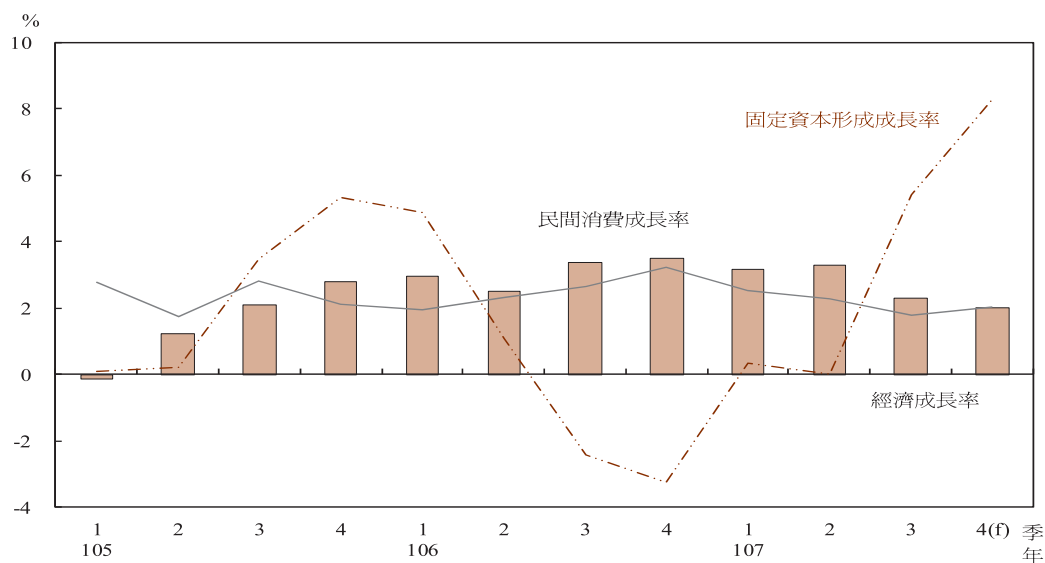
二、經濟成長趨緩

本年第3季，雖然半導體業者資本設備投資回升，惟民間消費及出口成長不如預期，經濟成長率降為2.27% (圖3、表1)。

第4季，由於全球景氣降溫，以及美中

貿易衝突持續，加以上年同期基期較高，出口成長趨緩；益以台股下跌，民間消費信心下滑，主計總處預測經濟成長率續降為2.02%；全年則為2.66%。

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 r		1.51	2.37	3.60	2.36	2.84	-3.87	1.92	3.08
106 r		3.08	2.54	-0.63	-0.12	-1.09	0.17	7.43	5.28
107 f		2.66	2.17	2.95	3.59	3.15	10.27	3.37	4.68
106/3 r		3.36	2.64	1.61	-2.41	-4.00	-1.13	11.39	7.00
4 r		3.48	3.23	-1.23	-3.26	-4.60	-0.67	6.10	2.31
107/1 r		3.15	2.55	6.63	0.36	0.62	-2.92	6.42	6.19
2 r		3.29	2.29	5.87	0.02	-0.12	4.76	6.33	4.53
3 p		2.27	1.80	-1.50	5.40	5.21	24.88	1.21	4.64
4 f		2.02	2.05	1.54	8.25	7.08	11.51	0.39	3.53
107年第三季貢獻百分點 p		2.27	0.94	-0.21	1.12	0.87	0.22	0.79	2.48

註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數

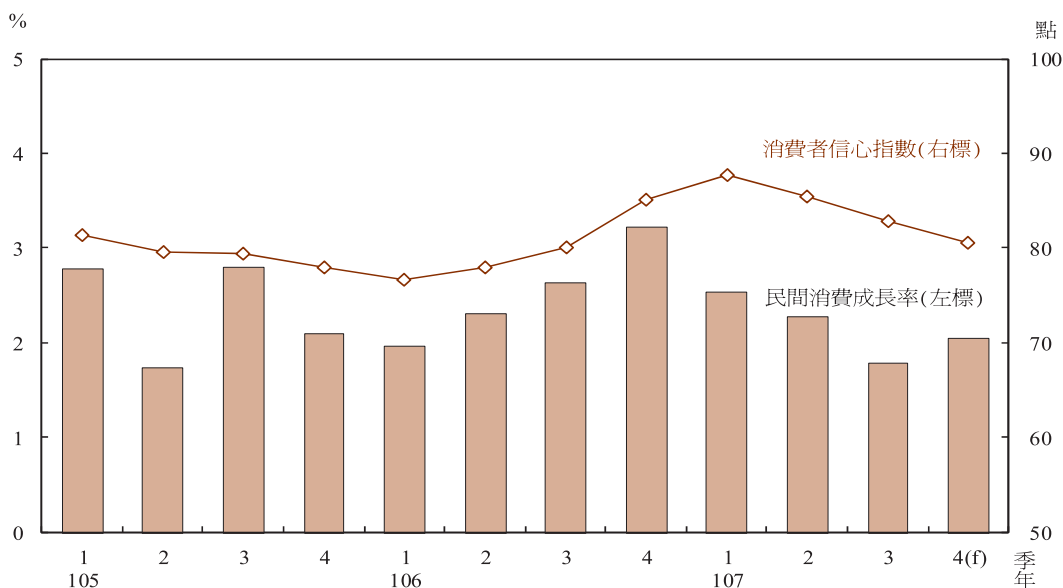
資料來源：行政院主計總處

三、民間消費動能趨緩

本年第3季，雖然國內薪資穩健成長，惟股市成交值增幅減緩(第3季上市櫃股票成交值年增率由第2季之56.61%降至8.35%)，汽車新增掛牌數亦續減8.64%，民間消費動能趨緩，成長率降為1.80% (圖4、表1)，係105年第3季以來最低增幅。

10月以來，雖然台股大跌，民眾消費信心下滑，加以軍公教年金改革影響民間消費意願，惟國內勞動市場情勢穩定，薪資溫和成長；加以廠商營收及獲利續成長，有助維繫民間消費動能，主計總處預測第4季民間消費成長率略回升為2.05%；全年為2.17%，則係近6年來最低。

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、民間投資成長動能轉強

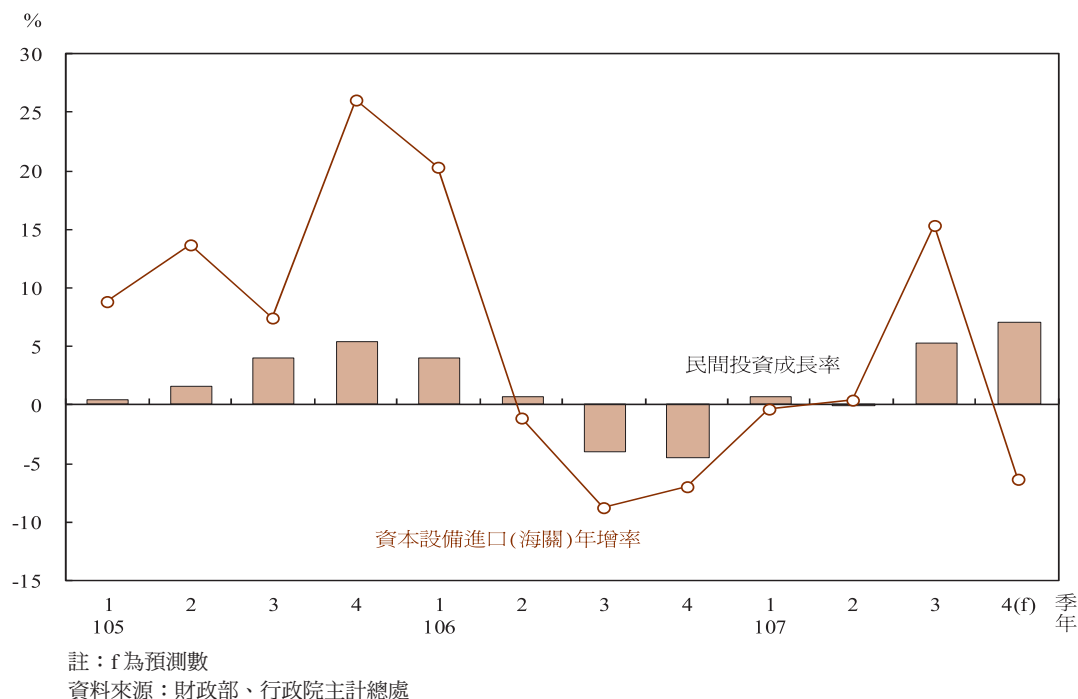
本年第3季，由於半導體廠商提高資本支出，按新台幣計價之資本設備進口轉呈正成長16.90%，致民間機器設備投資成長達16.88%；加以民間營建工程投資續成長3.40%，民間投資由第2季衰退0.12%，轉呈成長5.21%，係106年第1季以來最大增幅(圖

5、表1)。

因半導體、機械、交通運輸設備進口減少，10至12月資本設備進口平均年增率降為-6.30%，加以12月製造業與非製造業採購經理人調查之「未來6個月景氣狀況指數」續呈緊縮，顯示廠商對未來景氣看法審慎保守；惟政府加速執行公共建設預算，營建工

程投資可望持續增溫，加以上年同期基期較低，主計總處預測第4季民間投資成長率再升為7.08%；全年則成長3.15%，係近4年新高。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率



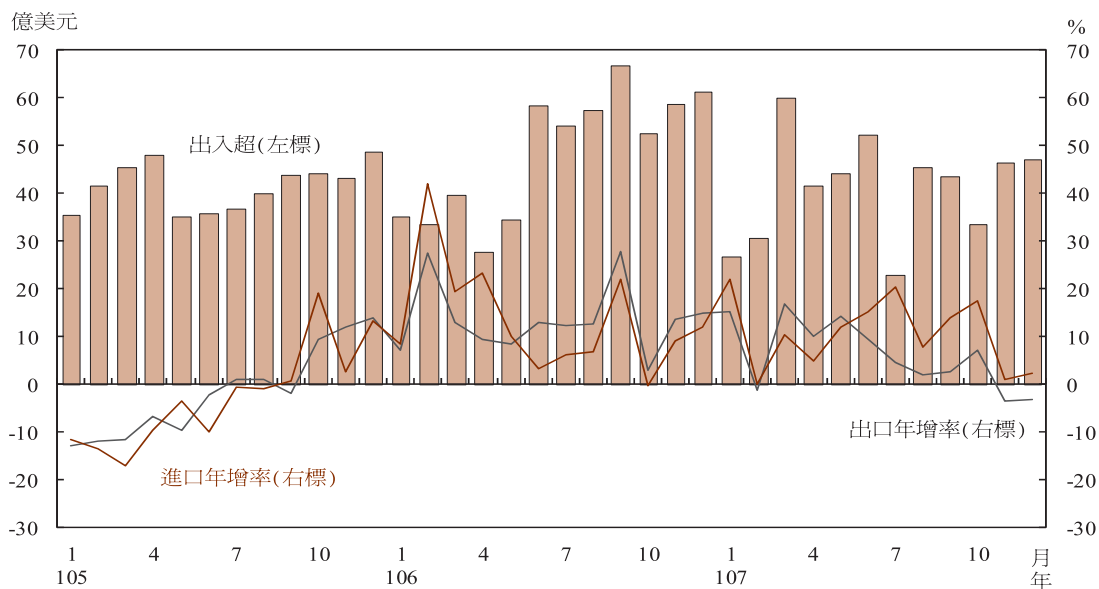
五、外需成長放緩

本年第3季，雖然新興科技應用帶動商機、國際原油價格高檔震盪，惟上年同期基期較高，出口成長率減緩為3.05%(圖6)，致商品及服務併計之輸出僅成長1.21%；進口則因出口衍生需求及國際原物料行情居高，加以新台幣計價之半導體設備進口大幅成長46.85%之帶動下，年增13.96%，商品及服務

併計之輸入成長率則為4.64%(表1)。

雖然新興科技應用需求持續擴增，惟全球景氣趨緩，加以基期仍高，10至12月平均出口年增率再減至0.14%；同期間進口亦因資本設備進口轉呈衰退6.30%，平均年增率減緩至6.84%。主計總處預測第4季輸出及輸入成長率分別降為0.39%、3.53%；全年則分別為3.37%、4.68%，均低於上年。

圖6 進出口貿易



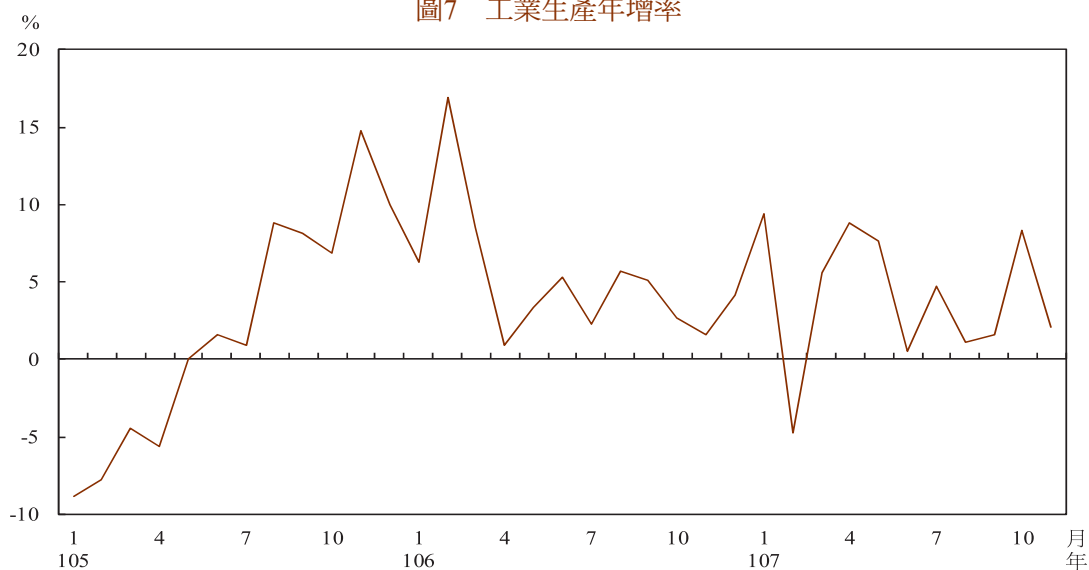
資料來源：財政部

六、工業生產成長減緩

因行動裝置新品上市，加以新興應用需求續增，帶動積體電路與電腦電子產品及光學製品增產，10月工業生產年增率增為8.32%；11月則因汽車及其零件業受進口車搶市，以及機械設備業受大陸需求轉趨

保守而減產等影響，年增率降至2.09%(圖7)，其中，權重最大之製造業(92.2%)年增2.23%；四大業別中，以民生工業年增6.93%最高，化學及資訊電子工業分別增產4.52%及3.03%，金屬機電工業則減產2.89%。

圖7 工業生產年增率



資料來源：經濟部

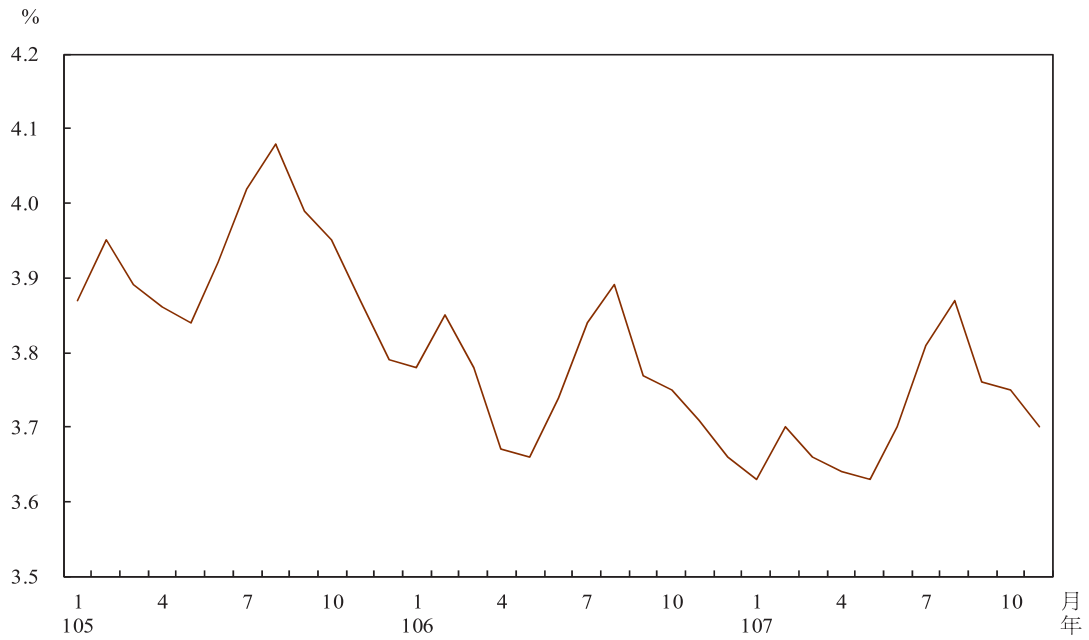
七、失業率續降，薪資溫和成長

勞動市場情勢穩定，11月就業人數續增為1,147.5萬人(年增率為0.68%)；失業率則降至3.70%(圖8)，係90年以來同月最低。

10月工業及服務業受僱員工平均薪資

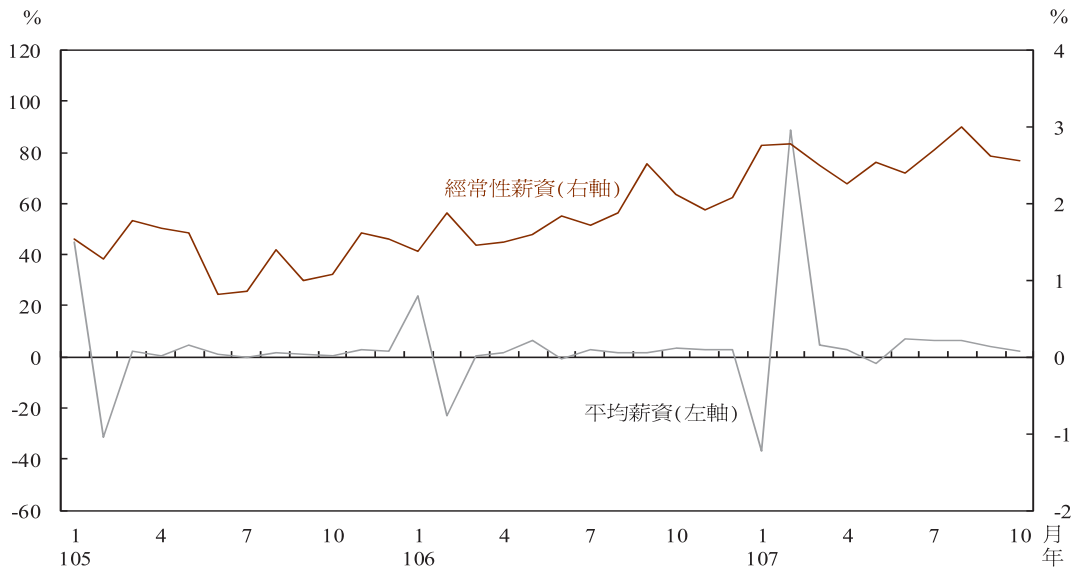
年增率為2.50%，其中經常性薪資年增率為2.56%(圖9)。1至10月平均薪資年增率為4.08%，其中經常性薪資年增率為2.61%，係90年以來同期最大增幅。

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

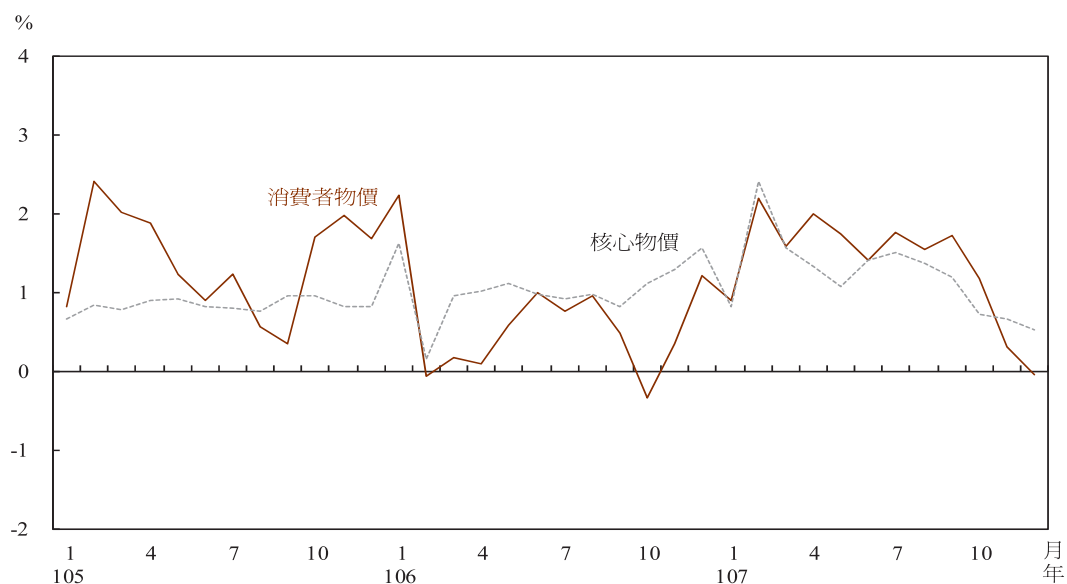
八、本年CPI漲幅溫和

本年10月以來，因天候平穩，蔬果價格跌幅擴大；加以菸稅調高效應逐漸消退，以及國際油價大幅回跌，國內油料費反映調降，CPI年增率回降，至11月為0.30%，12月續降至-0.05%(圖10)，漲幅係106年11月以來

最低；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.52%。

本年全年CPI年增率為1.35%(表2)，主因油料費、香菸及外食費等價格上漲；核心CPI年增率則為1.22%，漲幅溫和。

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	1.35	1.35
油料費	26	13.27	0.37
香菸及檳榔	16	25.19	0.37
外食費	76	2.03	0.18
房租	146	0.86	0.14
蔬菜	14	-3.37	0.12
燃氣	4	6.07	0.06
教養娛樂服務	97	0.76	0.06
運輸費	28	1.89	0.05
合計			1.35
水果	25	-10.27	-0.26
耐久性消費品	107	-1.11	-0.10
通訊費	29	-2.62	-0.07
合計			-0.43
其他			0.43

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

展望108年，全球貿易與經濟成長趨緩，美中貿易衝突持續，不利台灣外需成長；惟政府積極推動前瞻基礎建設計畫，且半導體業者持續投資，有助維繫民間投資動能；益以就業市場穩定改善，企業獲利仍佳

有助調薪，以及基本工資調漲，預期民間消費穩定成長，內需續為明年經濟成長主力，本行預測經濟成長率為2.33%(表3)；國內外各預測機構預測值之平均數則為2.28%。

表3 國內外預測機構預測108年經濟成長率

單位：%

預測機構 項 目	中央銀行	主計總處	中經院	台綜院	國泰台大	中研院	台經院	IHS Markit	平均值
發布日期	107.12.20	107.11.30	107.12.19	107.12.18	107.12.18	107.12.5	107.11.12	107.12.18	
實質國內生產毛額	2.33	2.41	2.18	2.34	2.20	2.45	2.20	2.15	2.28
實質民間消費支出	2.20	2.23	2.01	2.20	---	2.26	2.20	2.17	2.18
實質政府消費支出	0.26	0.26	---	0.20	---	0.26	0.31	1.15	0.41
實質固定投資	5.29	5.40	4.79	5.00	---	5.39	4.40	3.07	4.76
實質民間投資	3.98	4.12	3.41	3.75	---	4.31	3.12	---	3.78
實質政府投資	11.00	11.03	---	10.48	---	11.03	10.23	---	10.75
實質輸出	2.95	3.06	3.06	2.77	---	3.11	3.55	3.54	3.15
實質輸入	2.88	2.94	2.44	2.51	---	3.01	3.98	3.65	3.06

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

107年第3季我國經常帳順差14,040百萬 行準備資產增加3,362百萬美元(表1及圖1)。
美元，金融帳淨資產增加7,826百萬美元，央

表1 國際收支

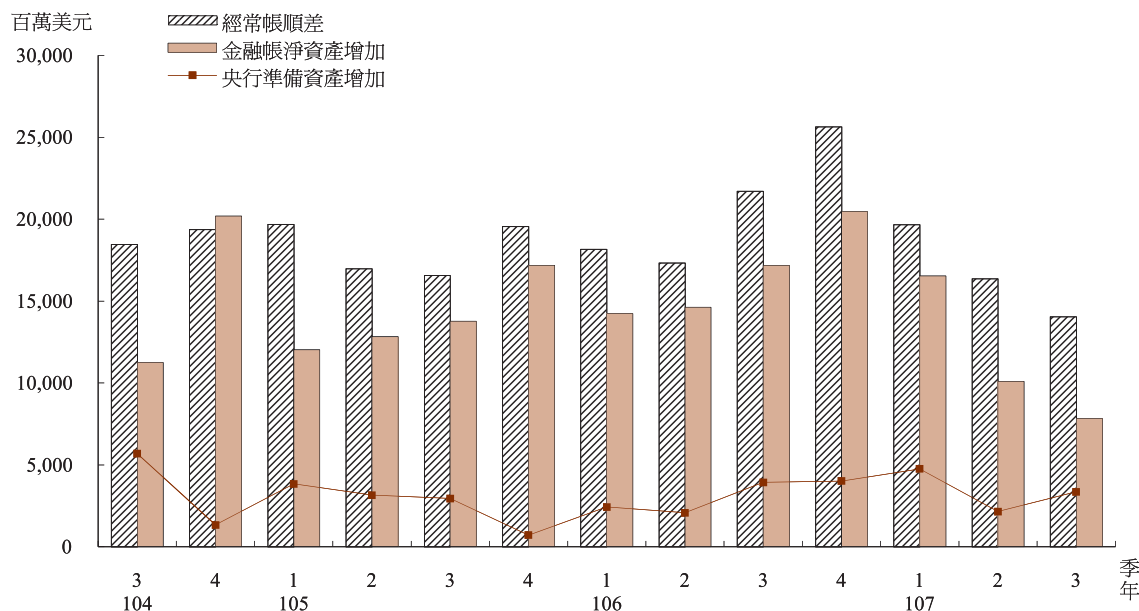
民國107年第3季暨民國106年第3季

單位：百萬美元

	(1) 107年 第3季	(2) 106年 第3季	(1)-(2)
A.經常帳	14,040	21,707	-7,667
商品貿易淨額	16,304	23,747	-7,443
商品：收入（出口）	93,882	90,959	2,923
商品：支出（進口）	77,578	67,212	10,366
服務收支淨額	-2,424	-2,897	473
服務：收入（輸出）	12,328	11,380	948
服務：支出（輸入）	14,752	14,277	475
初次所得收支淨額	1,003	2,128	-1,125
初次所得：收入	10,221	8,475	1,746
初次所得：支出	9,218	6,347	2,871
二次所得收支淨額	-843	-1,271	428
二次所得：收入	1,781	1,726	55
二次所得：支出	2,624	2,997	-373
B.資本帳	7	-1	8
C.金融帳	7,826	17,185	-9,359
直接投資：資產	4,459	2,984	1,475
股權和投資基金	4,393	3,023	1,370
債務工具	66	-39	105
直接投資：負債	494	1,123	-629
股權和投資基金	604	1,138	-534
債務工具	-110	-15	-95
證券投資：資產	11,566	22,735	-11,169
股權和投資基金	3,000	6,940	-3,940
債務證券	8,566	15,795	-7,229
證券投資：負債	-3,572	-10,307	6,735
股權和投資基金	-3,808	-9,709	5,901
債務證券	236	-598	834
衍生金融商品：資產	-3,741	-2,504	-1,237
衍生金融商品：負債	-2,672	-1,311	-1,361
其他投資：資產	-5,499	1,459	-6,958
其他投資：負債	4,709	17,984	-13,275
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	6,221	4,521	1,700
D.誤差與遺漏淨額	-2,859	-589	-2,270
E.準備與相關項目	3,362	3,932	-570

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93,882百萬美元，較上年同季增加3.2%；進口77,578百萬美元，較上年同季增加15.4%。由於出口增額小於進口增額，商品貿易順差縮減為16,304百萬美元，較上年同季減少7,443百萬美元或31.3%。

服務方面，本季服務貿易逆差2,424百萬美元，較上年同季減少473百萬美元或16.3%，主要係旅行收入增加。

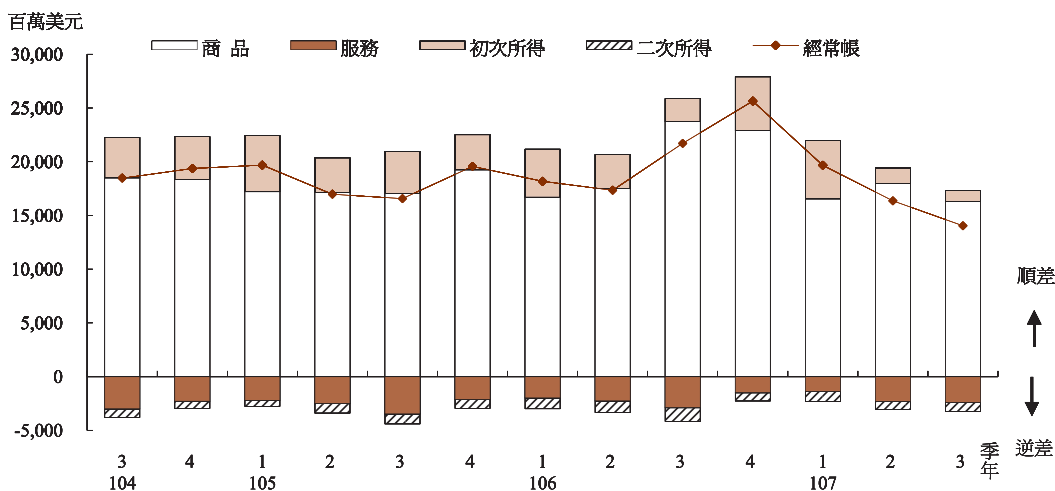
初次所得方面，本季初次所得順差1,003百萬美元，較上年同季減少1,125百萬美元或52.9%，主要係支付非居民證券投資所得增加。

二次所得方面，本季淨支出843百萬美元，較上年同季減少428百萬美元或33.7%，主要係工作者匯出款減少。

本季與上年同季比較，雖然服務貿易逆差及二次所得淨支出縮減，惟因商品貿易及初次所得順差減額更大，致經常帳順差減為14,040百萬美元，計減少7,667百萬美元或35.3%（圖2），順差金額為103年第4季以來新低。

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

圖2 經常帳



二、資本帳

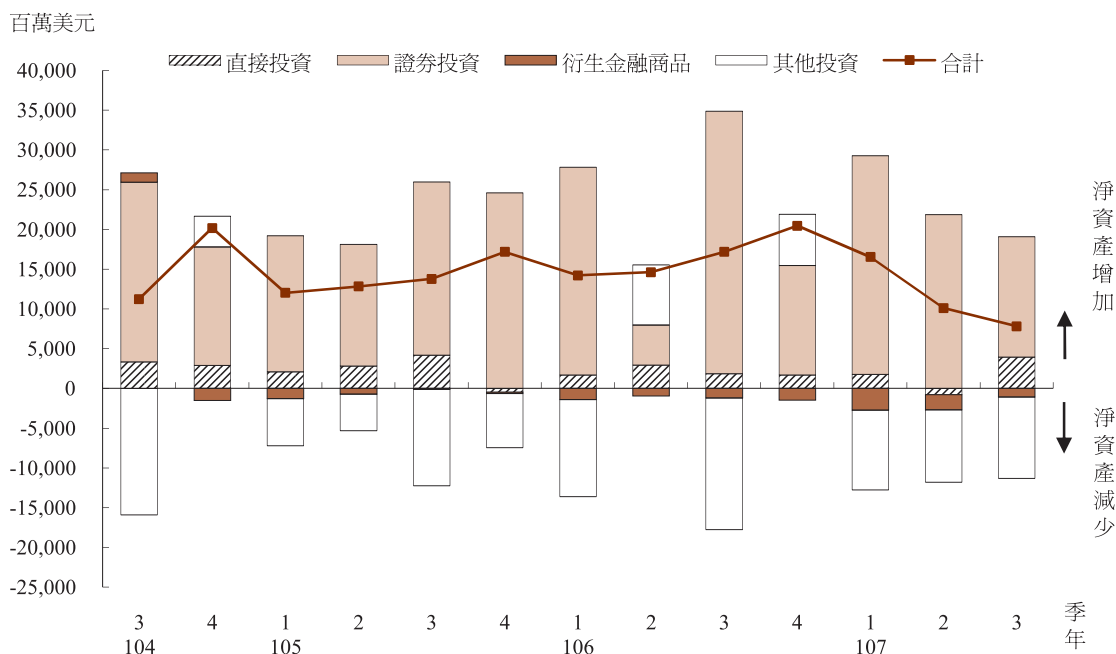
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與及債務之免除)與非生產性、非金融性資產交易(如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷)。本季資本帳順差7百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加7,826百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加3,965百萬美元，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4,459百萬美元及494百萬美元。證券投資淨資產增加15,138百萬美元，其中居民投資國外證券淨增加11,566百萬美元，主要係保險公司投資國外債券增加；非居民投資國內證券淨減少3,572百萬美元，主要係外資減持台股。衍生金融商品淨資產減少1,069百萬美元，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10,208百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行減少所致。

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93,882百萬美元，較上年同季增加2,923百萬美元或3.2%，主要係一般商品出口較上年同季增加；商品進口77,578百萬美元，較上年同季增加10,366百萬美元或15.4%。由於出口增額小於進口增額，商品貿易順差減為16,304百萬美元，較上年同季減少7,443百萬美元或31.3%。

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，本季雖受

惠於全球經濟穩健成長，但因基期偏高，僅較上年同季增加3.1%，其中，中間產品較上年同季增加4.0%，資本財及消費品出口則較上年同季分別略減0.1%及0.4%。進口方面，受原油價格上漲、出口衍生需求增加及半導體設備投資購置回升等影響，較上年同季增加14.0%，其中農工原料、資本設備及消費品進口較上年同季分別增加15.8%、15.4%及3.8%。

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1,446百萬美元或4.2%，為出口增額最大的地區；其次為南韓，較上年同季增加

642百萬美元或16.9%。進口方面，以自美國進口較上年同季增加2,040百萬美元或27.4%居冠；其次為東協，較上年同季增加1,747百萬美元，成長率則為22.7%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重41.4%為首，其次依序為東協、美國及歐洲，比重分別為16.8%、11.9%及9.3%。主要進口來源以中國大陸比重18.5%最高，其次依序為日本、美國、東協及歐洲，比重分別為14.8%、12.6%、12.6%及12.2%。

二、服務

本季服務收入12,328百萬美元，較上年同季增加948百萬美元；服務支出14,752百萬美元，較上年同季增加475百萬美元。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2,897百萬美元減為2,424百萬美元。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3季			106年第3季			增 減 比 較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
服務	12,328	14,752	-2,424	11,380	14,277	-2,897	948	475
一、加工服務	717	814	-97	681	842	-161	36	-28
二、維修服務	372	238	134	364	238	126	8	0
三、運輸	2,793	3,105	-312	2,574	2,981	-407	219	124
(一)客運	657	674	-17	623	690	-67	34	-16
(二)貨運	2,039	1,322	717	1,857	1,225	632	182	97
(三)其他	97	1,109	-1,012	94	1,066	-972	3	43
四、旅行	3,340	5,417	-2,077	2,865	5,041	-2,176	475	376
五、其他服務	5,106	5,178	-72	4,896	5,175	-279	210	3
(一)營建	262	277	-15	347	317	30	-85	-40
(二)保險及退休金服務	70	291	-221	94	294	-200	-24	-3
(三)金融服務*	798	431	367	710	351	359	88	80
(四)智慧財產權使用費	336	853	-517	650	873	-223	-314	-20
(五)電信、電腦及資訊服務	985	434	551	688	631	57	297	-197
(六)其他事務服務	2,466	2,678	-212	2,229	2,494	-265	237	184
(七)個人、文化與休閒服務	91	69	22	94	60	34	-3	9
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	98	145	-47	84	155	-71	14	-10

*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717百萬美元，較上年同季增加36百萬美元，主要係非居民委託境內加工之服

務收入增加；加工支出814百萬美元，較上年同季減少28百萬美元，主要係委外加工貿易廠商支付國外加工費減少。由於收入增加、支出減少，加工服務貿易逆差減至97百萬美元，較上年同季減少64百萬美元。

(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372百萬美元，較上年同季增加8百萬美元，主要係航空器維修收入增加；維修支出238百萬美元，與上年同季相同。因收入增加，支出不變，維修服務貿易順差134百萬美元，較上年同季增加8百萬美元。

(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2,793百萬美元，較上年同季增加219百萬美元，主要係運輸業者之國際線貨運收入增加。運輸支出3,105百萬美元，較上年同季增加124百萬美元，主要係支付國外進口貨運費用增加。由於收入增額大於支出增額，運輸服務貿易逆差較上年同季減少95百萬美元，縮減至312百萬美元。

(四) 旅行

本季來台旅客人次、每人每日消費金額及平均停留夜數均較上年同季增加，因此旅行收入增為3,340百萬美元，較上年同季增加475百萬美元。旅行支出5,417百萬美元，較上年同季增加376百萬美元，主要係國人出國人次及平均每人每日消費金額均增加。由於收入增額大於支出增額，旅行收支逆差較上年同季減少99百萬美元，縮減為2,077百萬美元。

(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5,106百萬美元，較上年同季增加210百萬美元，主要係電信、電腦及資訊服務收入增加。其他服務支出5,178百萬美元，較上年同季增加3百萬美元，主要係運輸工具租金、金融服務及雜項服務等支出增加，抵銷電腦及資訊服務支出減少。由於收入增額大於支出增額，其他服務貿易逆差較上年同季減少207百萬美元，縮減至72百萬美元。

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10,221百萬美元，較上年同季增加1,746百萬美元，主要係銀行國外利息收入增加；初次所得支出9,218百萬美元，較上年同季增加2,871百萬美元，主要係支付非居民證券投資所得增加。由於收入增額小於支出增額，初次所得收支順差減為1,003百萬美元，較上年同季減少1,125百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入1,781百萬美元，較上年同季增加55百萬美元，主要係禮品、樣品廣告收入增加；支出2,624百萬美元，較上年

同季減少373百萬美元，主要係工作者匯出 次所得逆差由上年同季的1,271百萬美元減至款減少所致。由於收入增加、支出減少，二 843百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	107年第3季			106年第3季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	10,221	9,218	1,003	8,475	6,347	2,128	1,746	2,871
一、薪資所得	246	195	51	207	158	49	39	37
二、投資所得	9,929	8,949	980	8,230	6,132	2,098	1,699	2,817
(一)直接投資	2,530	3,826	-1,296	2,065	3,009	-944	465	817
(二)證券投資	1,359	3,813	-2,454	979	2,387	-1,408	380	1,426
(三)其他投資	6,040	1,310	4,730	5,186	736	4,450	854	574
三、其他初次所得	46	74	-28	38	57	-19	8	17
二次所得	1,781	2,624	-843	1,726	2,997	-1,271	55	-373

參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資 102年第3季以來的新低。茲將本季金融帳變
資、證券投資、衍生金融商品與其他投資。 動說明如下(表4)：
本季金融帳淨資產增加7,826百萬美元，為

表4 金融帳

單位：百萬美元

	107年第3季			106年第3季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)-(2) 淨資產	(3) 資產	(4) 負債	(3)-(4) 淨資產	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	4,459	494	3,965	2,984	1,123	1,861	1,475	-629
二、證券投資	11,566	-3,572	15,138	22,735	-10,307	33,042	-11,169	6,735
(一)股權和投資基金	3,000	-3,808	6,808	6,940	-9,709	16,649	-3,940	5,901
(二)債權證券	8,566	236	8,330	15,795	-598	16,393	-7,229	834
三、衍生金融商品	-3,741	-2,672	-1,069	-2,504	-1,311	-1,193	-1,237	-1,361
四、其他投資	-5,499	4,709	-10,208	1,459	17,984	-16,525	-6,958	-13,275
(一)其他股本	5	0	5	5	0	5	0	0
(二)債務工具	-5,504	4,709	-10,213	1,454	17,984	-16,530	-6,958	-13,275
1.現金與存款	-5,145	1,933	-7,078	3,106	14,094	-10,988	-8,251	-12,161
2.貸款/借款	-1,800	2,733	-4,533	-1,546	6,604	-8,150	-254	-3,871
3.貿易信用及預付/收款	-1,083	1,173	-2,256	573	-376	949	-1,656	1,549
4.其他應收/付款	2,524	-1,130	3,654	-679	-2,338	1,659	3,203	1,208
合 計	6,785	-1,041	7,826	24,674	7,489	17,185	-17,889	-8,530

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

一、直接投資

本季直接投資淨資產增加3,965百萬美元。其中，對外直接投資增加4,459百萬美元，投資地區以中國大陸居首，投資行業則以金融及保險業為主；非居民來台直接投資淨增加494百萬美元，主要投資行業為金融及保險業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加15,138百萬美元。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11,566百萬美元。其中股權和投資基金淨增加3,000百萬美元，主要係國內投信基金投資國外股權證券增加；債務證券淨增加8,566百萬美元，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3,572百萬美元。其中股權及投資基金淨減少3,808百萬美元，主要係外資減持國內股票；債務證券投資淨增加236百萬美元，主要係國外投資人增持我國海外公司債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少1,069百萬美元。其中，資產淨減少3,741百萬美元，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2,672百萬美元，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10,208百萬美元，主要係銀行部門存放國外聯行減少所致。

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3,362百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本(107)年第3季，主要受外資淨匯出、放款與投資成長減緩影響，M2年增率呈下滑走勢，至9月為3.34%，10月雖略回升，惟因活期存款成長減緩，加以受基期因素影響，11月M2年增率復降至3.09%(表1)。累計1至11月M2平均年增率為3.56%，在貨幣目標區內穩定成長，市場資金維持適度寬鬆。

鑒於全球景氣降溫、國際經濟金融前景不確定性升高，影響國內經濟成長動能，加以通膨展望溫和且國內利率水準與主要經濟體相較仍屬居中等因素，本年下半年本行政策利率維持不變，持續貨幣適度寬鬆。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3季底五大銀行一年期存款固定利率與上季底相同，持穩於1.039%；五大銀行平均基準放款利率則較上季底略升至2.635%，續因一銀及華銀分別調降基準放款利率，10月復回降為2.631%。另在五大銀行新承做放款加權平均利率方面，由於新承做較低利率的政府借款及大額公民營企業貸款增加，利率逐月下滑，至11月為1.341%，惟仍較6月上揚0.04個百分點。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數		準備貨幣	全體貨幣 機構存款	全體貨幣機構 放款與投資	全體貨幣機構 對 民間部門債權
	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
106/11	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
9	5.22	3.34	5.81	3.32	5.61	6.22
10	5.31	3.39	5.51	3.06	4.97	5.36
11	5.09	3.09	5.60	3.23	5.21	5.51

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。

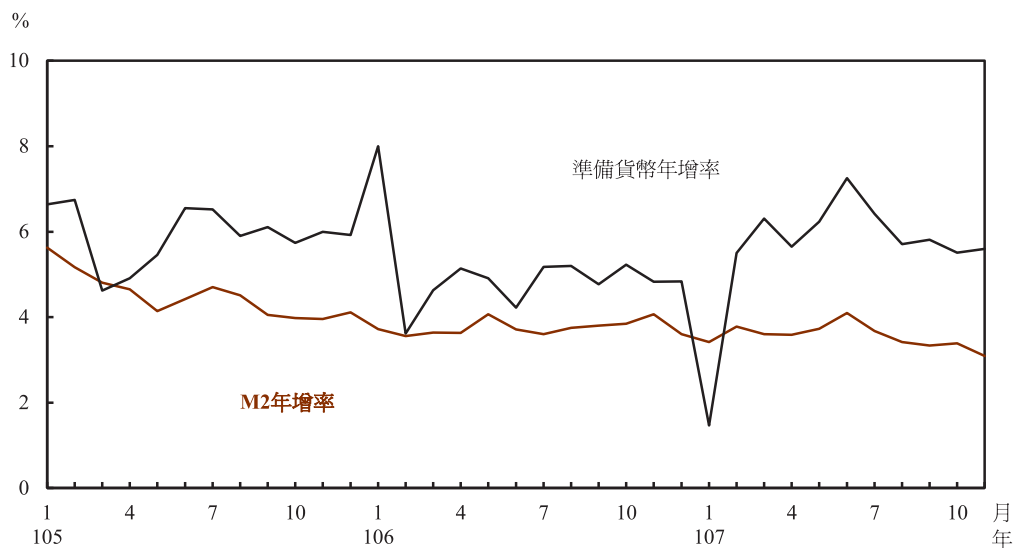
貳、準備貨幣年增率先降後震盪回升

107年第3季日平均準備貨幣年增率為5.98%，較上季之6.37%為低，主要因第3季國內景氣成長較上季減緩所致。其中，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%；9月則因放款與投資成長增加，致準備金需求上升，準備貨幣年增率上升為5.81%。至於10月受外資轉呈淨匯出影響，準備貨幣年增率下降為5.51%；11月則因放

款與投資成長增加，以及外資轉呈淨匯入，準備貨幣年增率上升為5.60%（圖1）。

就準備貨幣變動來源分析，107年第3季雖有財政部發行公債、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行發行定存單等緊縮因素，惟受國庫券與公債還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣水準較上季增加。至於10月及11月，日平均準備貨幣水準值則呈先降後升走勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率

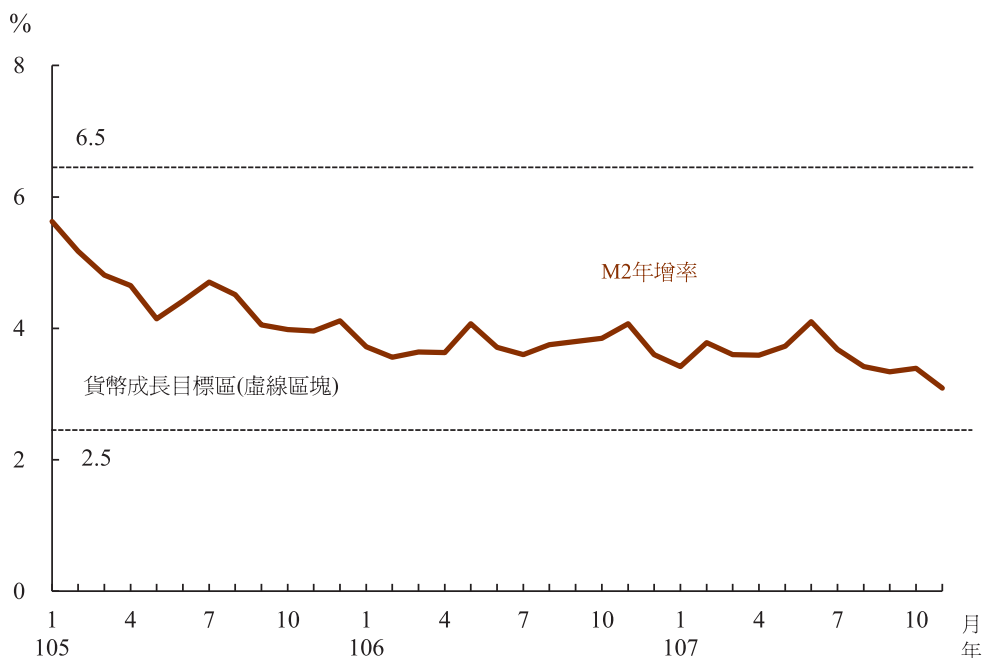


參、M2維持目標區內成長

本年第3季，主要受外資淨匯出、放款與投資成長減緩影響，M2年增率呈下滑走勢，自6月的4.10%降至9月的3.34%；10月雖略回升，惟因活期存款成長減緩，加以受基

期因素影響，11月M2年增率復降至3.09%。累計1至11月M2平均年增率為3.56%，在貨幣目標區內成長（圖2），市場資金維持適度寬鬆。

圖2 M2與貨幣成長目標區



肆、存款年增率先降後升

107年第3季底全體貨幣機構存款年增率由上季底之3.81%下降至3.32%，主要係因定期性存款成長幅度明顯減緩所致。107年10月由於活期性與定期性存款成長均減少，加以放款與投資成長減緩，復以外資轉呈淨匯出，致10月底存款年增率續降至3.06%，而11月受放款與投資成長增加影響，加以活期性與定期性存款成長均增加，復以外資轉呈淨匯入，11月底存款年增率則轉升至3.23%。

就各類存款觀察，活期性存款方面，107年第3季底年增率由上季底的5.06%增加至5.13%，主要係股價上揚，證券劃撥活期儲蓄

存款增加所致。107年10月底與11月底活期性存款年增率亦受到股市影響，造成證券劃撥活期儲蓄存款變動所致。惟不同的是，前者因股市量價齊跌，證券劃撥活期儲蓄存款明顯減少，致10月底年增率下降至4.66%；而後者因月底股價回升，致11月底證券劃撥活期儲蓄存款增加，活期性存款年增率轉升至5.08%。

定期性存款¹方面，107年第3季底定期性存款年增率由上季底的2.72%降至1.97%，主要因部分資金匯出從事國外投資，加以部分廠商為支付國外貸款將資金匯出所致。10月底因外匯存款受上年基期較高以及部分廠商結售外幣

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。

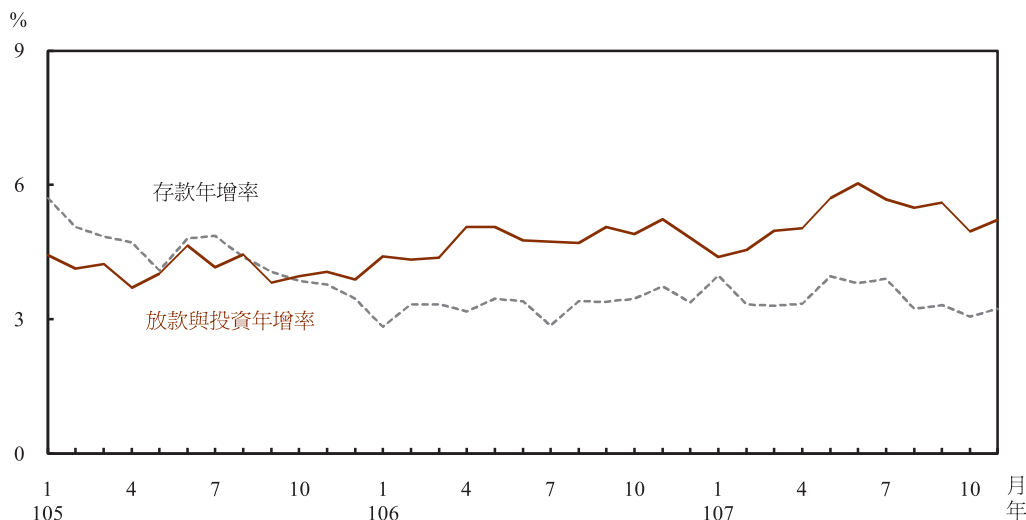
後，資金暫泊於活期性存款中，加以定期存款成長明顯減緩，致年增率降至1.76%；11月底由於定期儲蓄存款因上年基期較低，其負向年增率有所減緩，加以外匯存款因部分廠商將貨款匯回，以及外國私募基金匯入資金做投資，以致年增率轉升為1.82%。

政府存款方面，由於政府支出較上年同期增加，經理國庫存款成長明顯減緩，加以營利事業所得稅暫繳稅款順延入帳，以致第3季底政府存款年增率由上季底的12.67%大幅下降至10.12%。由於第3季底因適逢假日，營

利事業所得稅暫繳稅款順延至10月1日入帳，致10月底政府存款年增率升至11.39%；11月底因營業稅收入較上年同期增加，致年增率升至11.43%。

至於比重方面，以定期性存款占總存款之比重最高，惟由上季底之61.71%降為61.00%；活期性存款之比重次高，由上季底之35.24%升至第3季底之35.98%；政府存款比重由3.04%略降至3.03%。107年11月底，定期性、活期性及政府存款比重分別為61.15%、35.85%及3.01%。

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下降

107年第3季底全體貨幣機構放款與投資之餘額，以成本計價，較上季底增加4,269億元，就性質別觀察，放款增加3,985億元，投資增加284億元；放款與投資年增率由上季

底之6.04%下降至5.61%，主要因第3季底銀行對民間部門債權成長下降所致；10月底，由於銀行對民間部門放款成長續降，致放款與投資年增率下降為4.97%；11月底，由於

銀行對民間部門放款成長上升，致放款與投資年增率回升至5.21%(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，107年第3季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之3.91%下降至3.86%，10月底續降為3.59%，11月底回升為3.88%。

就放款與投資之對象別觀察，107年第3季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季底之6.71%下降至6.22%，主因美元升值預期及出口貿易成長趨緩，出口商外幣借款較上年同期為少，加以本季適逢股利發放高峰，部分金控公司大股東在收到現金股利後，解質股票償還借款，致銀行對民間部門放款成長下降，惟在股利發放及旺季備貨之資金需求仍高下，銀行對民間部門放款餘額較上季底增加；對政府債權年增率由上季底之3.12%續升為3.24%，主因上年同期政府償還較多公債，基期較低，致銀行對政府投資成長上升，惟因政府償還較多國庫券，銀行對政府投資餘額反較上季底減少；對公營事業債權年增率則由3.63%下降至1.72%，主要係台電及中油償還公司債，致銀行對公營事業投資轉呈負成長。

比重方面，107年第3季底對民間部門債權比重最高，由上季底之81.37%上升至81.81%，107年11月底續升至81.92%；對政

府債權比重次之，由上季底之15.38%下降至15.03%，107年11月底續降至14.92%；對公營事業債權比重由上季底之3.25%下降至3.16%，107年11月底持平於3.16%。

在全體銀行²對民營企業放款行業別方面，107年第3季底對民營企業放款餘額較上年底增加1,964億元。行業別方面，以對製造業放款增加1,352億元為大宗，主因股利發放與電子產品出口旺季，推升對電腦、電子產品及光學製品之資金需求，致該行業放款金額增加641億元為最多；另對服務業³放款增加525億元，其中，對批發及零售業放款增加305億元最多，主因手機新品備貨旺季，通訊晶片、記憶體等電子零組件外銷需求強勁，致機械器具批發業之資金需求上升，以及台北金融大樓股權交易所衍生之相關借款所致。11月底，全體銀行對民營企業放款餘額較第3季底增加771億元，其中，對製造業放款增加385億元，對服務業放款增加353億元。

就各業別比重而言，107年第3季底對服務業放款比重最高，自上季底之52.30%下降至51.84%，對製造業放款比重則自上季底之43.64%上升至44.09%；對營建工程業放款比重則自上季底之2.68%下降至2.64%。107年11月底對服務業放款比重較第3季底續降至51.82%，對製造業放款比重續升至44.12%，對營建工程放款比重回升至2.66%。

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

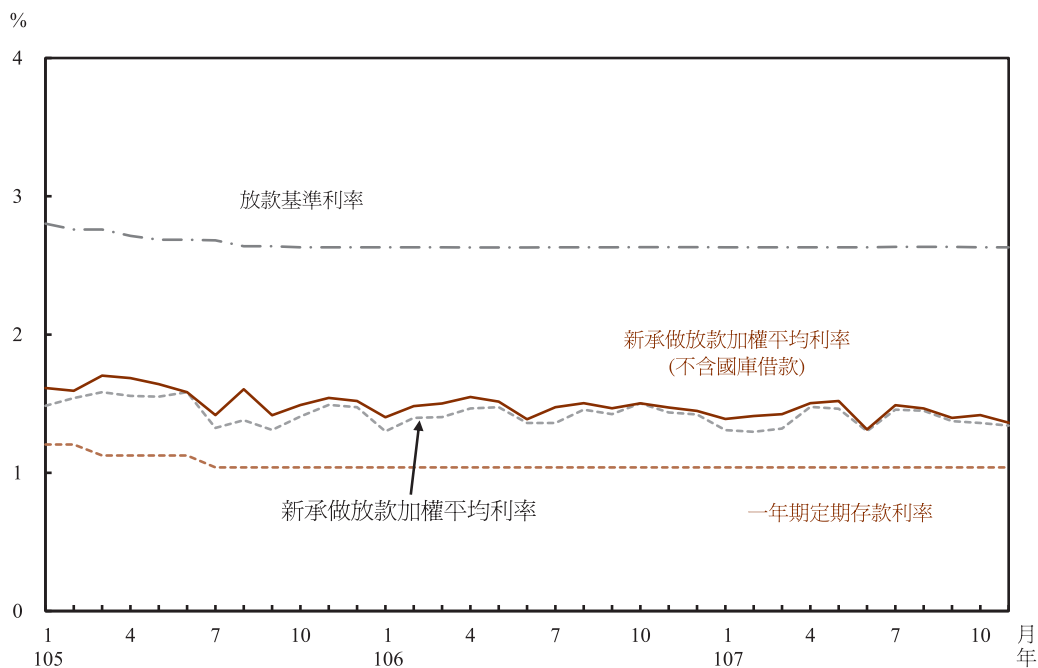
107年10月以來，主要銀行存款利率持穩，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行平均利率為例，一年期存款固定利率持穩於1.039%，與107年第3季底相同，至12月底仍維持不變。至於基準放款利率，因10月一銀及華銀分別調降基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由第3季底之2.635%降至2.631%，至12月底仍維持不變。

107年9月的五大銀行新承做放款加權平均利率由8月的1.449%下降至1.374%，主要因新承做較低利率的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，10月、11月又因上述借款較為增加，致

平均利率續降至11月之1.341%，較8月下降0.108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8月的1.466%下降至11月的1.363%，較8月下降0.103個百分點(圖4)。

考量明(108)年全球景氣降溫，且國際經濟金融前景不確定性升高，明年國內經濟成長可能趨緩，加以通膨展望溫和且低於107年，益以國內名目利率及實質利率水準與主要經濟體相較，仍屬居中，本行12月理事會決議，維持現行政策利率及M2成長目標區不變，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

9月雖受營業稅繳庫影響，加以中秋節連假及季底效應，銀行資金調度略顯保守，惟市場資金尚屬充裕，致金融業隔夜拆款加權平均利率持穩於0.178%；10月因全球金融市場波動加劇，加以外資賣超台股並轉為淨匯出，市場資金分配略顯不均，致金融業隔夜拆款利率升至0.183%；11月雖因地方政府大額借款增加，惟全球股市回穩，外資買超台股並轉為淨匯入，市場資金較為寬鬆，金融業隔夜拆款加權平均利率回降至0.179%。貨幣機構10月及11月的日平均超額準備為425億元，較第3季平均之460億元略降。

由於全球景氣降溫，美中貿易衝突持續存在，近月國內出口及資本設備進口成長趨緩，且台股隨國際股市震盪下跌，影響消費信心，惟國內勞動市場情勢穩定，失業率下降，薪資溫和成長。考量全球景氣降溫，且國際經濟金融前景不確定性升高，明年國內經濟成長趨緩，通膨展望溫和，本行12月理事會決議與9月相同，仍維持現行政策利率不變。

以下分別就9月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本年9月受營業稅繳庫影響，加上中秋節

連假及季底效應，市場資金需求較高，銀行為因應短期資金移動，遂維持較高部位的超額準備，致日平均超額準備由8月之418億元上升至493億元。10月雖因國庫券償還、公債還本付息，市場資金較為寬鬆，惟因全球金融市場波動加劇，加以外資淨匯出，以及本行發行定存單，收回餘裕資金等緊縮因素影響，致日平均超額準備回降至415億元。11月雖因地方政府大額借款增加，惟受全球股市回穩，外資買超台股並轉為淨匯入等寬鬆因素影響，致日平均超額準備回升至435億元。

二、利率走勢

雖受營業稅繳庫影響，加以中秋節連假及季底效應，銀行資金調度略顯保守，惟市場資金尚屬充裕，致金融業隔夜拆款加權平均利率由8月0.178%持穩至9月。之後，10月因全球金融市場波動加劇，加以外資賣超台股並轉為淨匯出，市場資金分配略顯不均，銀行資金調度保守，致金融業隔拆加權平均利率升至0.183%。11月因全球股市回穩，外資買超台股並轉為淨匯入，加以市場資金尚屬寬鬆，金融業隔拆加權平均利率回降至0.179% (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8月之0.61% 31-90天期發行利率由8月之0.67%上升至11
 上升至11月之0.64%，次級市場利率亦由8 月之0.72%，次級市場利率亦由8月之0.52%
 月之0.47%上升至11月之0.50%；同期間， 上升至11月之0.55%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

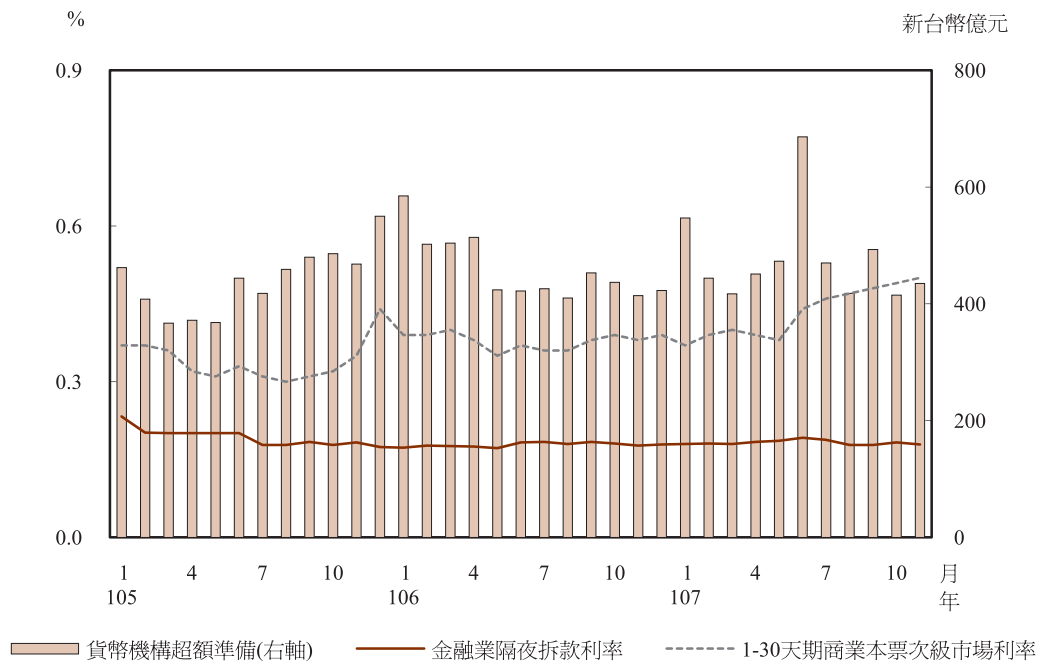


表1 貨幣市場利率

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/ 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
9	0.178	0.62	0.66	0.64	0.48	0.52	0.56	0.565	0.650	0.770	0.482	0.605
10	0.183	0.62	0.65	0.69	0.49	0.51	0.58	0.575	0.650	0.770	0.483	0.608
11	0.179	0.64	0.72	0.74	0.50	0.55	0.63	0.566	0.650	0.770	0.494	0.627

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

三、票券流通餘額

第3季底票券流通餘額合計為2兆2,486億元，較上季底減少868億元，其中以可轉讓定期存單(NCD)減少964億元為最多，主要係因NCD為存款種類之一，部分銀行推出大額優惠存款專案，資金由NCD轉至存款帳戶，加以持有NCD的票券公司有資金需求，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。之後，10、11月票券流通餘額先減後增，11月底流通餘額合計為2兆2,352億元，較第3季底減少134億元(表2)。其中以國庫券減少600億元為最多，主要係配合國庫資金調度需要，償還金額較多所致；至於NCD則增加346億元，係因部分銀行基於資金調度或符合銀行法第72-2條規定，發行NCD以補足資金缺口。

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
106/11	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
9	11,386	11,641	22,486	0	0	900	0	0	0	10,351	10,406	17,952	14	12	42	1,021	1,223	3,592
10	12,200	12,791	21,896	0	600	300	0	0	0	10,499	10,773	17,678	15	20	37	1,686	1,398	3,880
11	12,637	12,181	22,352	0	0	300	0	0	0	11,282	10,883	18,078	15	15	37	1,341	1,284	3,937

貳、債券市場

107年第3季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債900億元，較上季增加77億元；公司債方面，發行規模為1,139億元，較上季減少396億元，主要因基期較高所致；金融債券方面，國內銀行發債總額為388億元，較上季減少135億元，主要因美元債發行下滑所致；至於國際債券方面，107年第3季外國機構在台發行總額折合新台幣為538億元，較上季減少3,220億元，主要因金管會預告草案，限縮壽險業國外投資部位所致。

債券流通市場方面，107年第3季債券交易量為16兆8,386億元，較上季增加5,911億元或3.64%。

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3季中央政府發行甲類建設公債900億元，較上季增加77億元或9.35%，發行年期有5年、10年及20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58.89%，其次為證券業的28.33%，再次為票券業的12.56%，至於保險業平均只標得0.22%。累計至107年第3季底，中央政府公債發行餘額為5兆5,422億元，較上季底增加100億元或0.18%，至107年11月底發行餘額則為5兆5,236億元。

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7	107.07.20	5	250	0.681	58.40	21.40	20.20	0.00
※107甲5	107.08.17	10	250	0.830	73.40	19.80	6.80	0.00
107甲8	107.09.21	20	200	1.153	39.00	58.00	3.00	0.00
※107甲7	107.09.28	5	200	0.753	61.25	18.00	19.75	1.00

※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3季末發行直轄市政府公債。 別為100億元及339億元。

107年11月底發行餘額為439億元，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	114,984	5,635	55,423	-	631	2,860	18,983	1,401	12,095	50	143	30	98	15,246	27,610
106	21,221	125,756	4,000	55,948	-	416	3,857	19,381	1,895	12,273	-	114	77	145	11,392	37,480
106/11	1,329	125,567	500	55,698	-	416	165	19,349	138	12,566	-	118	-	146	527	37,274
12	948	125,756	250	55,948	-	416	320	19,381	171	12,273	-	114	-	145	207	37,480
107/ 1	2,079	126,278	250	55,048	-	416	438	19,458	68	12,327	-	109	-	143	1,323	38,779
2	2,098	127,672	250	54,999	-	416	24	19,361	318	12,575	-	109	18	161	1,488	40,053
3	2,668	128,866	250	54,499	-	416	235	19,413	531	12,910	-	75	-	159	1,652	41,394
4	2,756	131,290	250	54,749	-	416	183	19,368	265	13,128	-	72	-	153	2,058	43,406
5	2,224	132,737	200	54,949	-	416	702	19,841	159	13,100	-	69	6	159	1,157	44,202
6	1,670	133,712	373	55,322	-	416	651	19,980	99	13,087	-	67	4	161	544	44,679
7	1,263	134,585	250	55,572	-	416	566	20,278	115	13,116	-	65	6	155	326	44,985
8	764	134,696	250	55,822	-	416	255	20,182	75	13,095	-	63	9	139	175	44,980
9	959	134,361	400	55,422	-	416	317	20,295	199	13,129	-	62	6	141	37	44,897
10	820	134,037	250	55,136	148	439	202	20,240	38	13,026	-	60	-	138	183	44,998
11	977	134,325	400	55,236	-	439	310	20,330	199	13,072	-	50	4	135	64	45,063

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

為台電、南亞、富邦金、華邦電、元大金

107年第3季公司債發行總額為1,139億元，較上季減少396億元或25.79%，主要因基期較高所致。107年第3季前六大發債公司

及鴻海，合計發債金額為650億元，占發行總額57.05%；就債券發行期限觀察，以5年期券占40.87%為最大宗，其次為7年期券的

33.75%。截至107年第3季底，公司債發行餘額為2兆295億元，較上季底增加315億元或1.58%，至107年11月底發行餘額為2兆330億元。

(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3季有10家本國銀行發行金融債券，總金額為388億元，較上季減少135億元或25.78%。其中，美元計價之金融債券以主順位債券為主，發行金額為86億元，占總發行金額22.06%，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3年期、10年期及無到期日，分別占16.43%、30.55%及47.96%。累計至107年第3季底，金融債券發行餘額為1兆3,129億元，較上季底增加42億元或0.32%，至107年11月底發行餘額則增至1兆3,072億元。

(五) 資產證券化受益證券

107年第3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62億元，較上季底減少5億元或8.33%，至107年11月底發行餘額為50億元。

(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3季外國債券發行總額為21億元，較上季增加11億元或110.00%，累計至107年第3季底，外國債券發行餘額為141億元，較上季底減少20億元或12.54%。至107年11月底發行餘額增為新台幣135億元。

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3季國際債券發行總額折合新台幣為538億元，較上季減少3,220億元或85.68%，主要因8月15日預告保險法修正草案，明定保險業國外投資總額(含國際債券)不得超過保險業經核定國外投資額度的145%(上述修正已於107年11月21日公布生效)，加以部分壽險業已達上限，致國際債券需求下滑。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412億元、117億元及9億元，占國際債券總發行額分別為76.53%、21.76%及1.71%。累計至107年第3季底，國際債券發行餘額折合新台幣為4兆4,897億元，較上季底增加218億元或0.49%。至107年11月底發行餘額增為新台幣4兆5,063億元。

二、流通市場

107年第3季由於中美貿易衝突仍存，市場避險需求增加，帶動債券需求上升，致利

率及債市交易金額增加，10年期指標公債殖利率由107年第2季平均的0.99%，降至107年第3季平均的0.85%。107年10月及11月平均殖利率分別為0.90%及0.92%。

107年第3季國內整體債市交易金額為16兆8,386億元，較上季增加5,911億元或3.64%，其中，買賣斷交易增加1,724億元或6.45%，附條件交易增加4,188億元或3.08%。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16.44%上升至

當季之16.88%，附條件交易金額占交易總額比重由上季之83.56%下降至當季之83.12%。

若就各類債券交易來看，107年第3季以政府公債交易比重占65.12%為最高，交易金額為10兆9,660億元，其次依序為公司債4兆9,471億元、金融債券7,379億元、國際債券1,663億元、外國債券190億元及資產證券化受益證券24億元。107年10月至11月債券交易金額為10兆8,799億元，較上年同期增加8,767億元或8.76%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

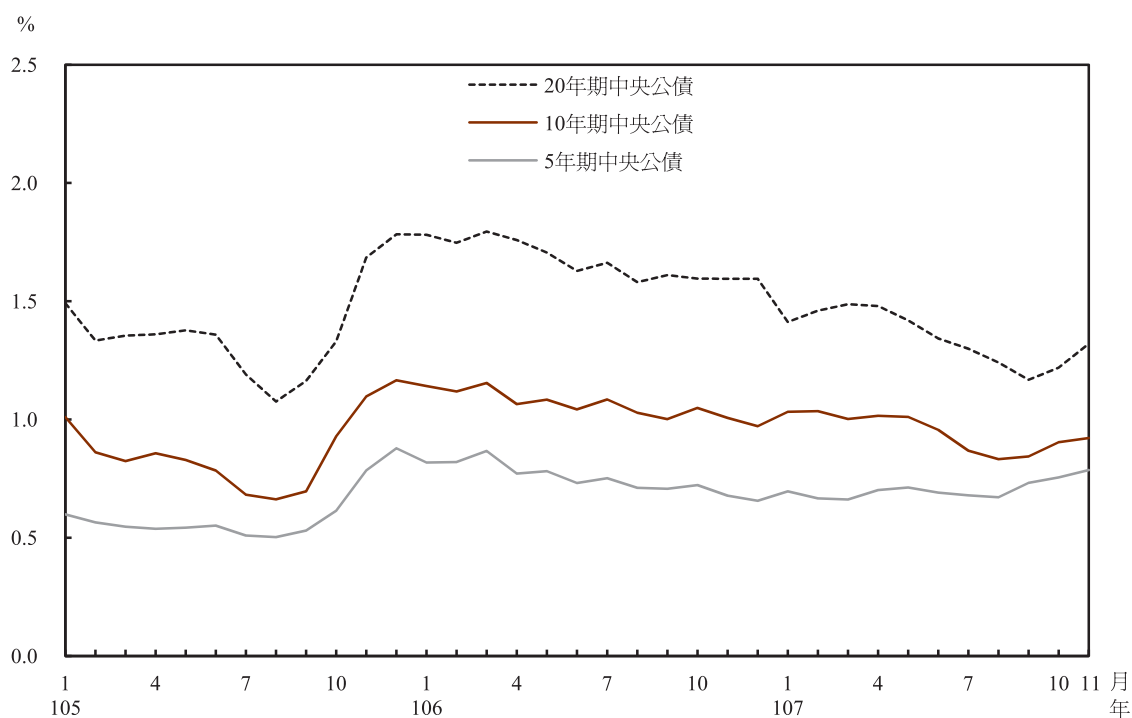


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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/ 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
9	50,472	8,517	16.9	41,956	83.1
10	56,836	10,668	18.8	46,168	81.2
11	51,963	8,514	16.4	43,449	83.6

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/ 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
9	50,472	33,038	13,965	785	2,162	-	47	475
10	56,836	37,636	15,223	887	2,343	12	141	595
11	51,963	33,329	15,148	764	2,075	12	58	578

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

107年7月初至9月底，隨著國際主要股市漲跌，以及美中貿易戰火升溫或緩和，台股呈現高檔劇烈波動。10月初以降，由於全球股市重挫、美債殖利率攀高、地緣政治風險增溫及外資大幅賣超亞洲新興股市，拖累台股從10月1日之11,052點大跌至10月26日之9,489點，攪破已持續一年多的萬點。嗣後，受美中貿易戰、國內選舉等不確定因素影響，台股低檔震盪，至11月底為9,888點，較6月底下跌8.76%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

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160億美元關稅名單(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。

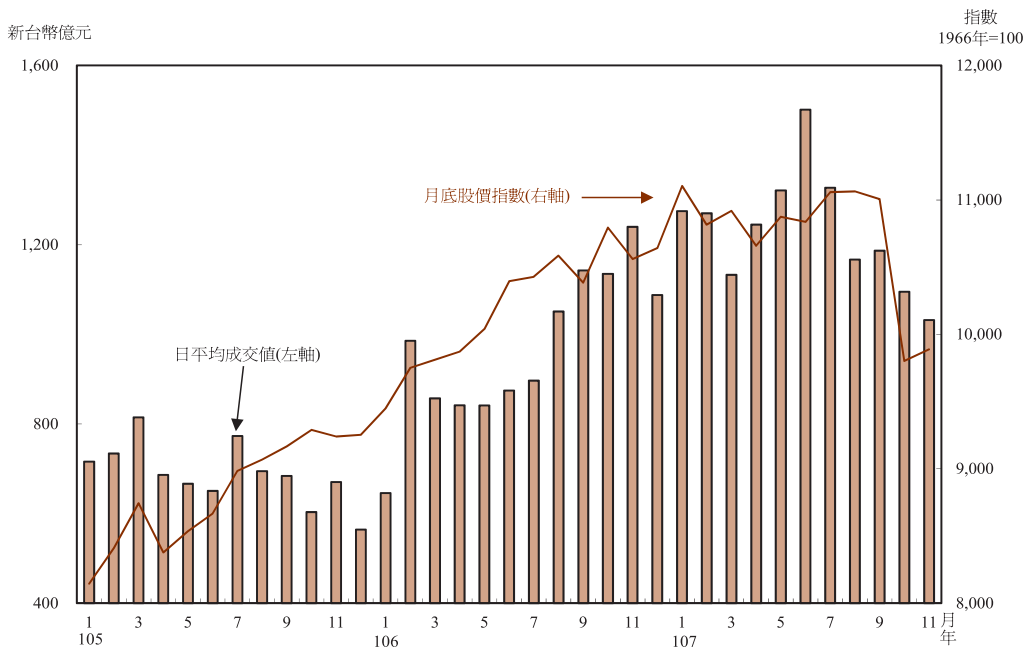
107年9月份股市先跌後漲，9月底加權指數較上月底下跌0.52%。9月1日至12日股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.川普揚言額外再對2千多億美元的大陸商品課徵關稅，美中貿易戰火再度升溫；2.國際主要股市下跌。9月13日起股市走升，此期間主要利多因素包括：1.美中貿易戰緩和；2.投信啟動季底作帳行情。

107年10月份股市重挫，10月底加權指數較上月底大跌10.94%。此期間主要利空因素包括：1.美國科技股暴跌，國際股市重挫；2.美債殖利率持續攀高；3.傳出美國將於11月舉行台海軍演，地緣政治風險增溫；4.外資大幅賣超亞洲新興股市，以台股最多；5.蘋果新機銷售不如預期，衝擊台廠相關供應鏈；6.英國脫歐談判不順利及義大利政局動盪。

107年11月份股市先跌後漲，11月底加權指數較上月底上漲0.88%。11月1日至23日股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.美股及國際油價下跌；2.高盛爆發醜聞，重挫金融股。11月26日起股市反彈走升，此期間主要利多因素包括：1.美中貿易摩擦緩和；

2.國內九合一選舉落幕，股市量能回溫；3.外資買超台股。

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%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，觀光類股因85度C受到兩岸政治議題波及，致母公司美食-KY(2723)股價重挫，拖累觀光類股下跌9.81%最大；電機機械類股下跌5.49%次之。

107年9月多數類股上漲。其中油電燃氣類股因國際原油價格走高，股價大漲16.70%居冠；觀光類股歷經8月突發事件，致股價

跌深，9月反彈5.76%次之；鋼鐵類股受惠於國際鋼價大漲，股價亦上漲4.15%。下跌類股中，電子類股及電器電纜類股分別下跌3.27%及2.87%最重，主要係因美國9月24日對大陸祭出的關稅政策，國內電子產品遭受波及，加以外資賣超所致。

107年10月所有類股均下跌。其中生技醫療類股因流感疫苗發生問題，引發民眾恐慌，股價重挫20.58%；電器電纜類股受基本

金屬價格走跌影響，拖累股價下跌19.55%次之；再者，由於市場擔憂明年中國大陸基礎建設可能放緩，法人調降水泥產業獲利預期，致類股股價下跌16.97%；油電燃氣類股則受國際原油價格大幅下滑衝擊，股價下跌16.91%；此外，大陸房市景氣低迷不振，空屋率持續上升，連累平板玻璃、磁磚、衛廚浴設備銷售不佳，致玻璃陶瓷類股下跌16.89%。

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 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 9 月底	11,006.3	439.3	1,308.7	150.8	1,799.8	325.5	571.8	177.5	54.5	42.6	221.5
107年 10 月底	9,802.1	389.3	1,209.8	125.2	1,653.5	284.5	519.6	154.8	43.8	35.4	185.6
107年 11 月底	9,888.0	393.8	1,216.3	127.0	1,641.1	277.7	520.4	171.3	49.8	36.9	197.4
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
107年9月底 與上月底比%	-0.52	-3.27	+2.14	-2.12	+1.33	+2.14	-0.09	-1.46	-2.87	-0.72	+1.66
107年10月底 與上月底比%	-10.94	-11.37	-7.55	-16.97	-8.13	-12.59	-9.13	-12.81	-19.55	-16.89	-16.17
107年11月底 與上月底比%	+0.88	+1.15	+0.53	+1.39	-0.75	-2.40	+0.15	+10.67	+13.69	+4.29	+6.31

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 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 9 月底	115.0	271.8	210.5	273.0	64.3	109.3	276.6	185.0	112.0	67.8	246.1
107年 10 月底	105.8	248.3	179.2	248.2	61.2	96.1	265.7	153.7	99.8	53.9	221.5
107年 11 月底	104.6	250.7	192.0	262.8	64.5	109.5	251.3	141.2	102.0	56.2	237.0
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
107年9月底 與上月底比%	+4.15	+0.50	-1.50	+0.25	+2.34	+5.76	+3.44	+16.70	+0.38	+0.46	-0.14
107年10月底 與上月底比%	-8.05	-8.65	-14.84	-9.11	-4.84	-12.04	-3.96	-16.91	-10.91	-20.58	-9.98
107年11月底 與上月底比%	-1.05	+0.97	+7.11	+5.89	+5.41	+13.94	-5.42	-8.15	+2.21	+4.27	+6.98

107年11月多數類股上漲。其中，國內九合一選舉，部分候選人政見訴求力拼觀光相關產業，激勵觀光類股大漲13.94%；電器電纜及電機機械類股受到離岸風電題材加持，股價分別上漲13.69%及10.67%。油電燃氣類股則受國際原油價格持續走低影響，股價續跌8.15%；貿易百貨類股在美中貿易戰衝擊下，股價下跌5.42%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，除了107年10月外資因全球股災，自新興市場撤

離資金並賣超台股外，7、8、9及11月均為買超，惟累計買超金額不及10月賣超金額，致台股股價指數跌破萬點以下，低檔震盪。

投信法人方面，107年7、8月及11月買超台股，9月及10月則在季底作帳需要及因應投資人贖回壓力等因素影響下，致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7至11月自營商均賣超台股，主要係因股市走跌，自營商採取避險操作及調節持股部位，出現賣超。

表8 集中市場機構投資人買賣超

單位：新台幣億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
105年全年	3,202	-199	-866	2,137
106年全年	1,552	-335	114	1,331
106年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
9月	659	-9	-18	632
10月	-1,430	-77	-123	-1,630
11月	104	11	-91	24

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理收付款項服務。
- (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。
- (六) 107年9月10日，金管會宣布自108年起，於銀行業周六補行上班日，台股不交易亦不交割。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

107年第3季新台幣對美元匯率最低為8月15日之30.858元，最高為7月9日之30.386元，差距為0.472元。季底新台幣對美元匯率為30.551元，較第2季底貶值0.2%，對韓元及歐元亦分別貶值0.6%及0.1%，對人民幣及日圓則分別升值3.7%及2.4%。

本季（107年第4季）底與上季（107年第3季）底比較，新台幣雖對歐元升值，惟對日圓、人民幣、美元及韓元貶值（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）貶值0.9%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：10月上旬，美國經濟數據優於預期，帶動美債殖利率上升，並推升市場對Fed持續升息的預期，加上美中貿易衝突持續及外媒報導美軍可能在台海演習等因素影響，外資匯出，新台幣對美元貶值，10月11日貶至本季低點31.105元。11月上旬，美國期中選舉結束，民主黨及共和黨分別贏得眾議院及參議院多數席次，市場預期將不利美國減稅或擴大支出等經濟政策之推動，國際美元走弱；隨後，Fed重申未來將繼續升息，國際美元回升，惟11月28日Fed主席Jerome Powell表示目前美國利率

僅略低於中性區間，市場認為Fed升息態度轉向溫和，國際美元轉貶，加上12月初美中領導人達成協議，兩國貿易衝突暫緩，新台幣對美元轉為升值。本季底新台幣對美元匯率為30.733元，較上季底貶值0.6%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值0.6%。

新台幣對歐元匯率：10月上旬，受英國達成脫歐協定的樂觀預期影響，歐元走升，新台幣對歐元貶值；嗣後，因義大利預算問題未解決及英國脫歐不確定性增加，加上歐元區第3季經濟成長不如預期，歐元轉為貶值，新台幣對歐元走升，11月13日升至本季高點34.728元。本季底新台幣對歐元匯率為35.203元，較上季底升值0.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值1.2%。

新台幣對日圓匯率：10月份，由於義大利預算案懸而未決，加上美中貿易衝突升溫，以及美國與沙烏地阿拉伯關係緊張，避險需求使日圓走升，新台幣對日圓貶值；中旬以後，日本央行利率決議維持利率不變，以及美國期中選舉落幕，國際不確定性因素消退，日圓因避險需求減少而走貶，新台幣對日圓走升。11月中旬，英國脫歐疑慮再起及美中貿易衝突不確定性等因素，避險情緒上升導致日圓轉為升值，新台幣對日圓走貶，12月25日貶至本季低點0.2794元。本季

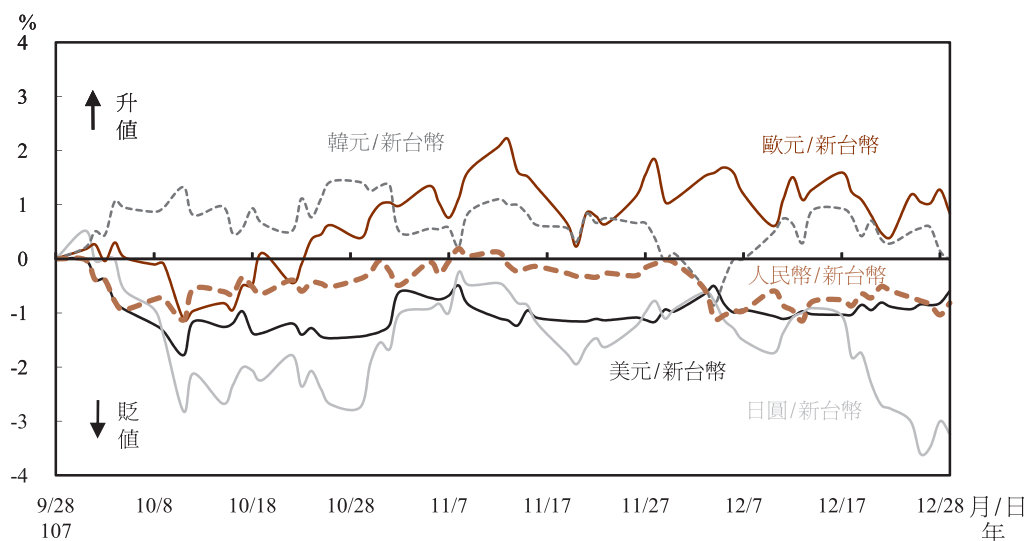
底新台幣對日圓匯率為0.2784元，較上季底貶值3.2%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季略升0.6%。

新台幣對人民幣匯率：10月中旬，受美中領導人可望於G20峰會期間會晤影響，人民幣走升，新台幣對人民幣貶值；嗣後，由於中國大陸經濟數據不佳，人民幣轉貶，新台幣對人民幣升值，11月8日升至本季高點4.4313元。11月中旬，由於市場對G20峰會的川習會面有所期待，推升人民幣匯價，新台幣對人民幣貶值。12月初，川習會後美中貿易衝突暫緩，人民幣大幅升值，新台幣對

人民幣續貶。本季底新台幣對人民幣匯率為4.4762元，較上季底貶值0.8%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值1.1%。

新台幣對韓元匯率：10至11月新台幣對韓元匯率於區間內波動。12月初因美中貿易衝突暫緩，韓元走升，新台幣對韓元貶值，12月4日貶至本季低點0.0278元。本季底新台幣對韓元匯率為0.0276元，較上季底略貶0.02%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季略貶0.1%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與107/9/28比較)



二、外匯市場交易

107年8月至10月外匯市場（含DBU及OBUE交易）各類商品之全體外匯交易淨額為

20,048.5億美元，較上期（107年5月至107年7月，以下同）減少5.5%，日平均交易淨額為313.3億美元。其中，OBUE外匯交易淨額為1,891.3億美元，較上期減少8.8%，占外匯

市場交易比重9.4%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易
量為10,080.7億美元，較上期增減少3.5%；
即期交易居次，交易量為7,619.4億美元，較
上期減少9.6%；占外匯市場交易比重分別為

50.3%及38.0%。遠匯交易居第三，交易量為
1,508.4億美元，占7.5%，較上期減少0.1%。
匯率選擇權居第四，交易量為678.1億美元，
占3.4%，較上期增加2.6%（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

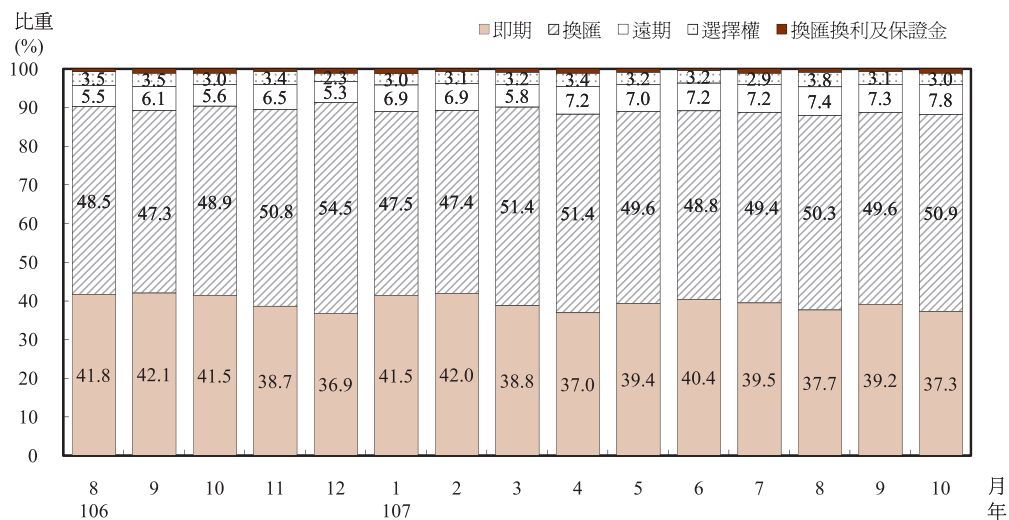
單位：百萬美元

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
104	3,405,177	3,292,799	942,790	475,473	42,356	25,055	33,023	973,082	8,204,608	1,679,171	33,352
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/ 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
8	269,974	361,136	116,007	53,199	2,099	545	4,917	26,902	716,674	71,324	31,160
9	237,775	300,757	97,053	44,240	1,916	469	3,219	20,142	606,602	60,433	31,926
10	254,194	346,173	123,397	53,397	2,401	693	6,345	20,769	681,571	57,374	30,980

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。

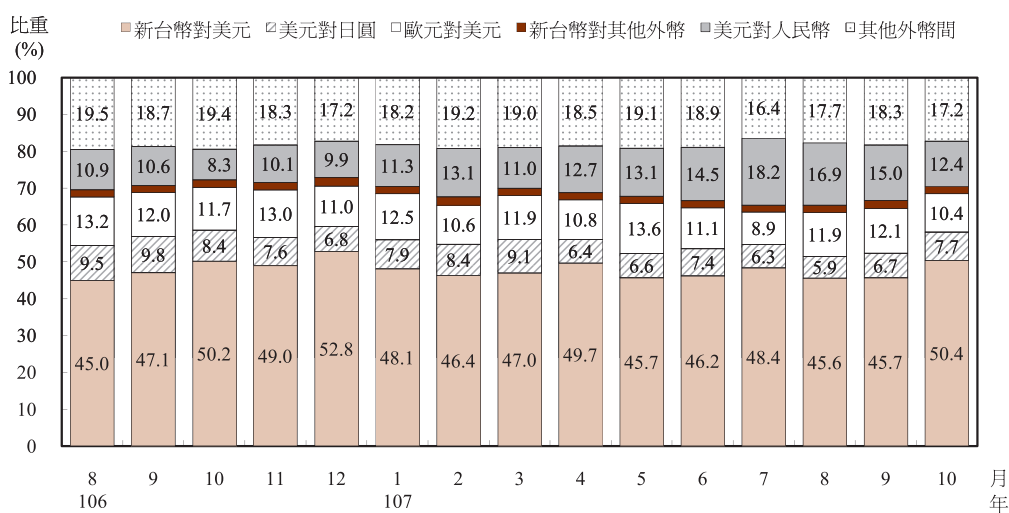
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，107年8月至10月的交易比重為47.3%，較上期增加0.5個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅2.0%；外幣間的交易比重為50.8%，其中美元對人民幣交易比重為

14.8%，較上期減少0.4個百分點；歐元對美元交易比重為11.5%，較上期增加0.3個百分點；美元對日圓交易比重為6.8%，較上期持平；其他外幣間的交易比重為17.7%，較上期減少0.4個百分點(圖6)。

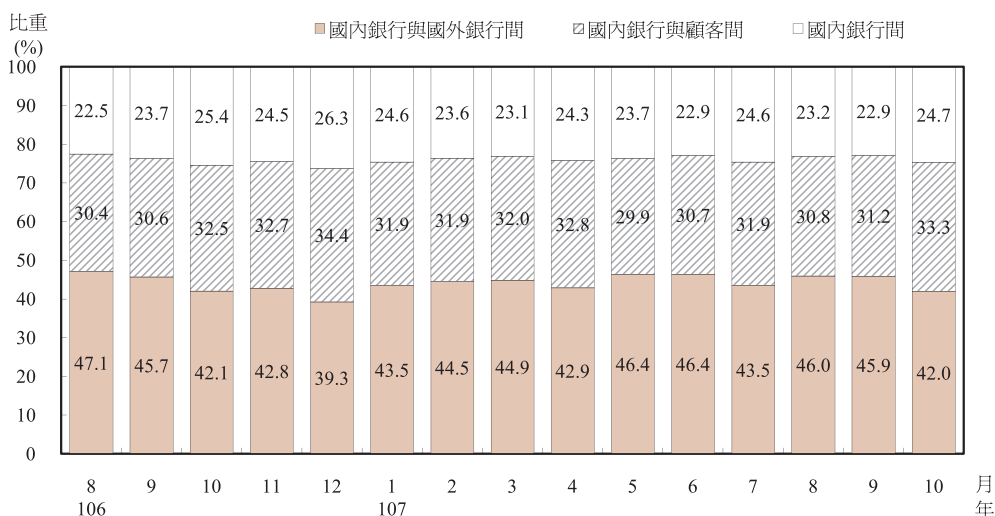
圖6 外匯交易-按幣別



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8月至10月交易比重為44.6%，較上期減少0.8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31.8%及23.6%，分別較上期增加0.9個百分點及減少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8月換匯交易量為1,160.1億美元，較上月減少3.3%，主因美國與其他經濟體間的貿易衝突，加上土耳其及阿根廷等新興市場貨幣對美元大幅貶值，令國際金融市場避險情緒高漲，國內銀行間交易趨於保守。9月交易量為970.5億美元，較上月減少16.3%，係因美中貿易紛爭陷入僵局，全球經濟前景不確定性上升，國內美元換匯交易趨於保守；

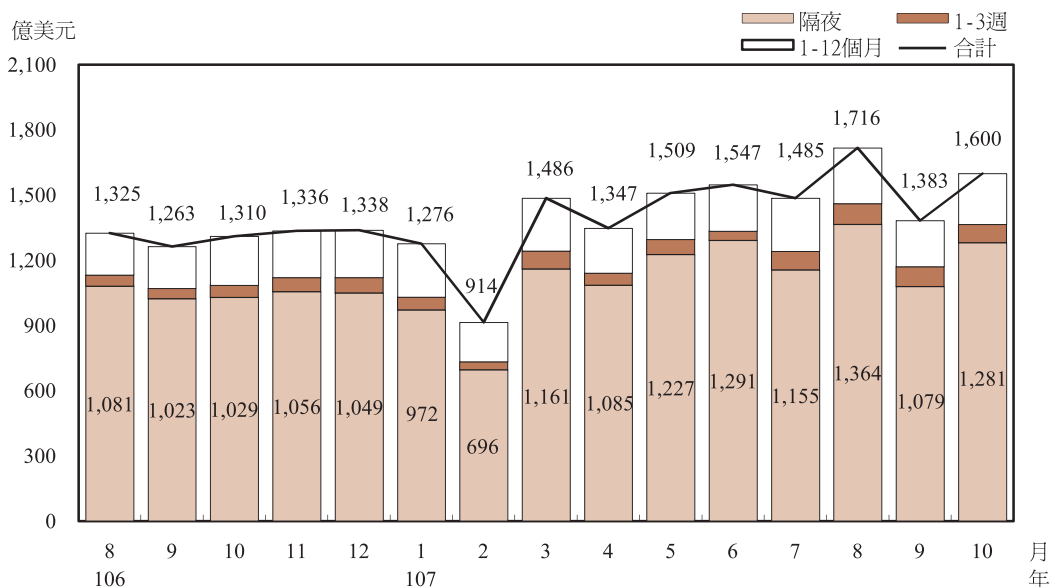
加上市場已預期Fed將於9月再度升息，部分業者已提前辦理跨季底之換匯交易。10月交易量為1,234.0億美元，較上月增加27.1%，主因Fed官員表態支持漸進升息，加上義大利預算案及英國脫歐拖延等因素，致國際金融市場波動劇烈，國內銀行資金調度頻繁。

銀行間外幣拆款市場交易方面（圖8），107年8月外幣拆款交易量為1,716.4億美元，較上月增加15.6%，主要係Fed主席表示穩步升息的立場，市場預期9月升息的可能性高，使得長天期資金成本提高，部分銀行增加隔夜資金拆借。9月交易量為1,382.8億美元，較上月減少19.4%，主因美中貿易談判進展不如預期，加上Fed於9月26日再宣

布升息1碼，銀行對外幣拆款轉趨保守，隔夜期資金周轉率下降。10月交易量为1,600.0億美元，較上月增加15.7%，係因Fed公布9月FOMC會議紀錄，與經濟數據表現良好，

加深市場對12月再度升息之預期，使長天期資金成本提高；另受義大利預算案、英國脫歐談判及美中貿易衝突影響，致全球金融市場大幅波動，銀行間多承做隔夜資金拆借。

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8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為447.9億美元，較上期減少25.8%。其中，以外幣利率期貨244.7億美

元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的54.6%，較上期減少7.8個百分點；外幣換利交易居次為154.0億美元，所占比重為34.4%，較上期增加2.9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/ 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
8	4,502	0	121	8,087	380	8	199	13,297
9	5,393	0	959	7,854	333	3	156	14,697
10	5,508	0	2,231	8,525	273	5	256	16,798

五、外匯自由化與外匯管理

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

另為因應「公司法」修正廢除外國公司認許制度，本行配合修正「外匯收支或交易申報辦法」及「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」。此外，為進一步與防制洗錢金融行動工作組織(FATF)第16項建議充分接軌，修正「銀行業辦理外匯業務作業規範」。修正重點如下：

- (一) 修正「外匯收支或交易申報辦法」及「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」

1. 配合「公司法」廢除外國公司認許制度，修正有關「公司」、「有限合夥」、「非居民」等名詞定義，並調整銀行業受理申報案件應確認文件。

2. 中華民國境內之外國公司分公司或外國有限合夥分支機構不只一家時，全數視為同一申報義務人，以配發統一編號的首家分公司或分支機構名義辦理申報。

3. 因應實際需求，於「申報辦法」明定外國公司在臺辦事處或外國財團法人在臺事務所的結匯規定、「外匯收支或交易申報書」應填列的欄位及「應注意事項」中登記證號填列規定，俾利填報。

4. 配合經濟部廢止「資料處理服務業者受託處理跨境網路交易評鑑要點」，且不再核發合格證明，爰刪除「應注意事項」有

關資料處理服務業者代理結匯規定；另明定本行提供的「外籍勞工薪資結匯委託書」僅為參考範例。

(二) 修正「銀行業辦理外匯業務作業規範」

1. 參酌FATF第16項建議及評鑑方法論對電匯的規範，修正匯款行於收到央行、金

管會、農委會等權責機關要求時，應於三個營業日內提供匯款人及受款人資訊，以及明定匯款電文有關匯款人及受款人帳號資訊是處理該筆匯款交易的帳戶號碼。

2. 配合公司法修正廢除外國公司認許制度，修正新臺幣特定金錢信託委託人資格相關規定。

國際經濟金融情勢（民國107年第3季）

壹、概述

一、預期2018年第4季及2019年經濟成長續緩

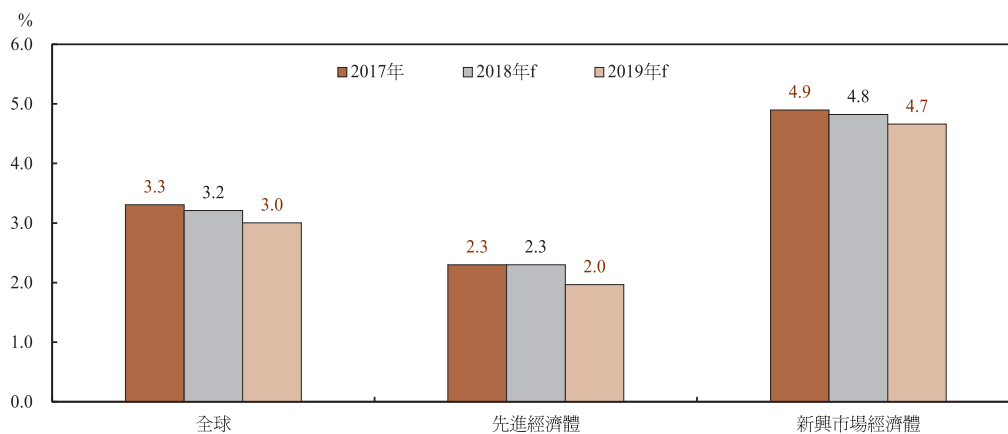
2018年第3季，在主要經濟體景氣多放緩下，IHS Markit預估全球經濟成長率由第2季之3.3%降為3.1%，第4季續降至3.0%，全年為3.2%，低於2017年之3.3%(圖1、表1)。

展望2019年，由於受美中貿易衝突、中國大陸經濟下行、主要經濟體寬鬆貨幣政策

退場及歐洲政經情勢紛擾等不確定性影響，IHS Markit預測全球經濟成長率將續降至3.0%，其中先進及新興市場經濟體亦分別降至2.0%及4.7%(圖1、表1)。

全球貿易緊張情勢升溫，2018年10月IMF分別下調2018年及2019年全球貿易量成長率預測值至4.2%及4.0%(圖2)。

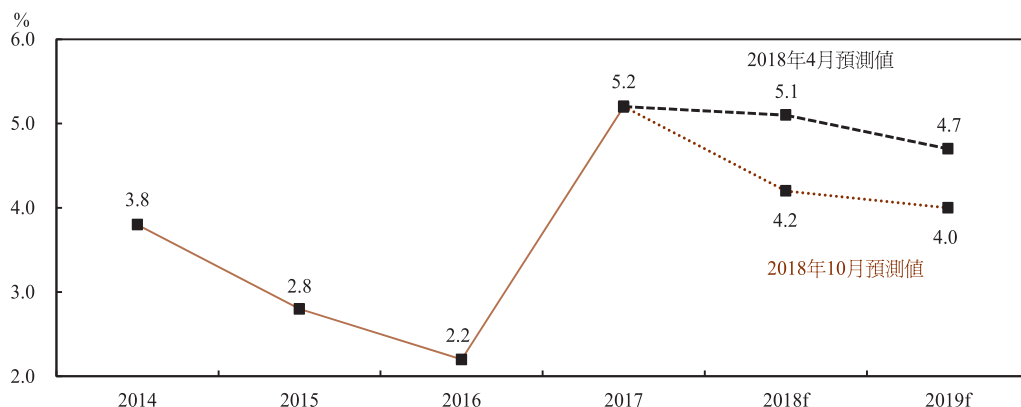
圖1 全球經濟成長率



註：f表示預測值。

資料來源：IHS Markit (2018/12/18)

圖2 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2018/4/17)、IMF World Economic Outlook Database (2018/10/9)

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)	3.7	3.2	3.7	3.0
先進經濟體	2.3 (2.3)	2.4	2.3	2.1	2.0
OECD國家	2.5 (2.4)	2.4	2.3	2.1	2.0
美國	2.2	2.9	2.9	2.5	2.6
日本	1.9	1.1	0.8	0.9	0.9
德國	2.2	1.9	1.5	1.9	1.4
英國	1.7	1.4	1.3	1.5	1.1
歐元區	2.4	2.0	1.9	1.9	1.4
台灣	3.08	2.7	2.6	2.4	2.2
香港	3.8	3.8	3.5	2.9	2.5
新加坡	3.6	2.9	3.2	2.5	2.4
南韓	3.1	2.8	2.6	2.6	2.5
東協五國	5.1	5.0	—	4.8	—
泰國	3.9	4.6	4.4	3.9	4.0
馬來西亞	5.9	4.7	4.6	4.6	4.4
菲律賓	6.7	6.5	6.2	6.6	6.1
印尼	5.1	5.1	5.2	5.1	4.9
越南	6.8	6.6	6.8	6.5	6.5
中國大陸	6.9	6.6	6.6	6.2	6.3
印度	6.7	7.3	7.2	7.4	7.0
新興市場暨開發中經濟體	4.7	4.7	—	4.7	—

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國家為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。

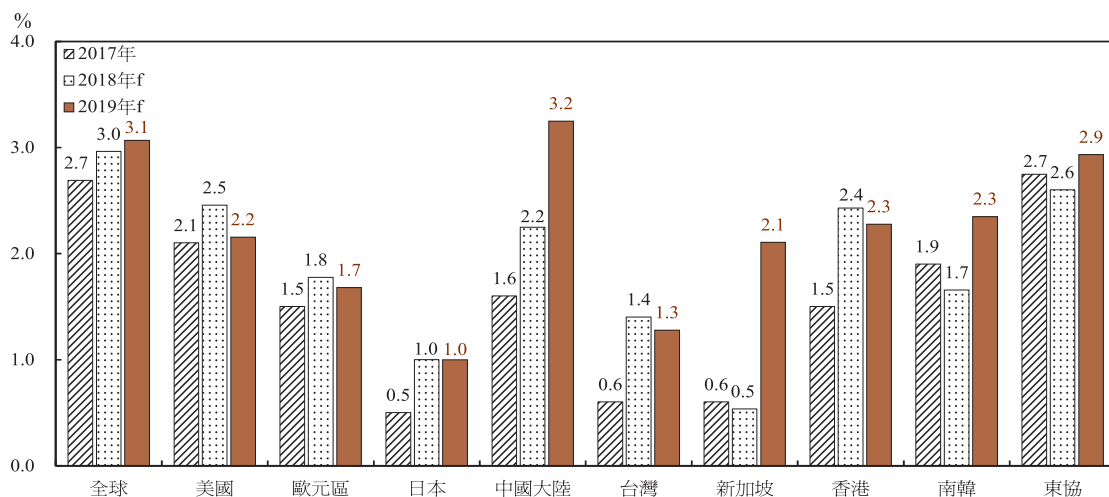
資料來源：IMF (2018), "World Economic Outlook," Oct. 9、IMF (2018), "Regional Economic Outlook: Asia and Pacific," Oct. 11、OECD (2018), "OECD Economic Outlook," Nov. 21、IHS Markit (2018/12/18)

二、近期全球通膨持穩，預測2019年通膨率將略高於2018年

由於全球經濟持續成長，部分先進經濟體勞動市場趨緊，IHS Markit預估2018年第4

季全球通膨率為3.1%，與第3季持平；全年預測值為3.0%，高於2017年之2.7%，2019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 (2018/12/18)

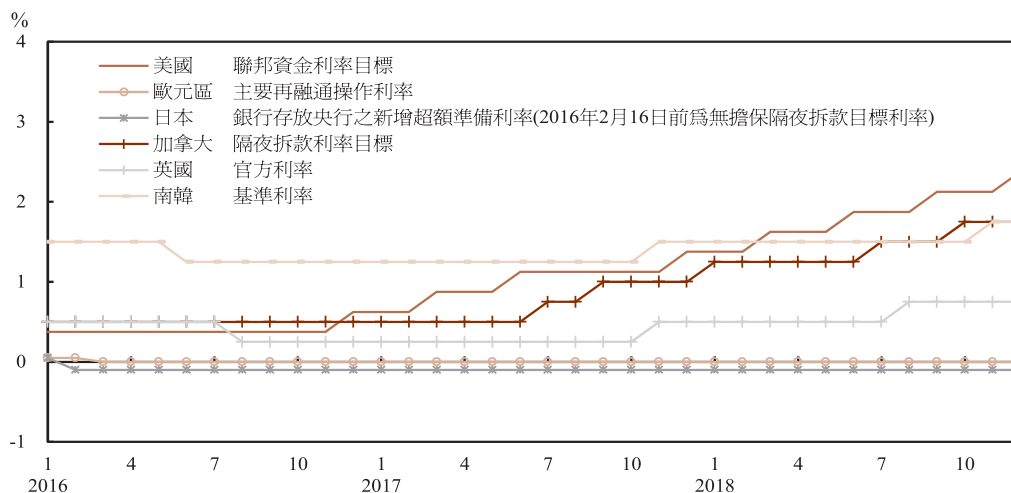
三、主要央行貨幣政策正常化步調不一，部分新興市場經濟體調升政策利率

2018年10月以來，由於通膨上行壓力持續，新加坡略緊縮貨幣政策，允許新加坡元小幅升值；加拿大及南韓央行分別因經濟表現良好及家庭債務惡化，均調升政策利率1碼至1.75%；美國聯準會(Fed)鑑於經濟持續擴張，升息1碼至2.25%~2.50%(圖4)；香港則跟隨美國升息1碼至2.75%；瑞典央行亦決議調升政策利率1碼至-0.25%。然歐洲央

行(ECB)維持寬鬆貨幣政策不變，惟決議於2018年底結束購債計畫；日本央行(BoJ)亦維持寬鬆貨幣政策不變(圖4)。

新興經濟體方面，2018年10月以來，為抑制貨幣貶值、通膨升溫或金融脆弱性上升等壓力，印尼、菲律賓及泰國央行亦升息1碼，分別至6.00%、4.75%及1.75%(圖5)。另俄羅斯央行為抑制加稅及美國擴大貿易制裁引發通膨上升之風險，升息1碼至7.75%。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

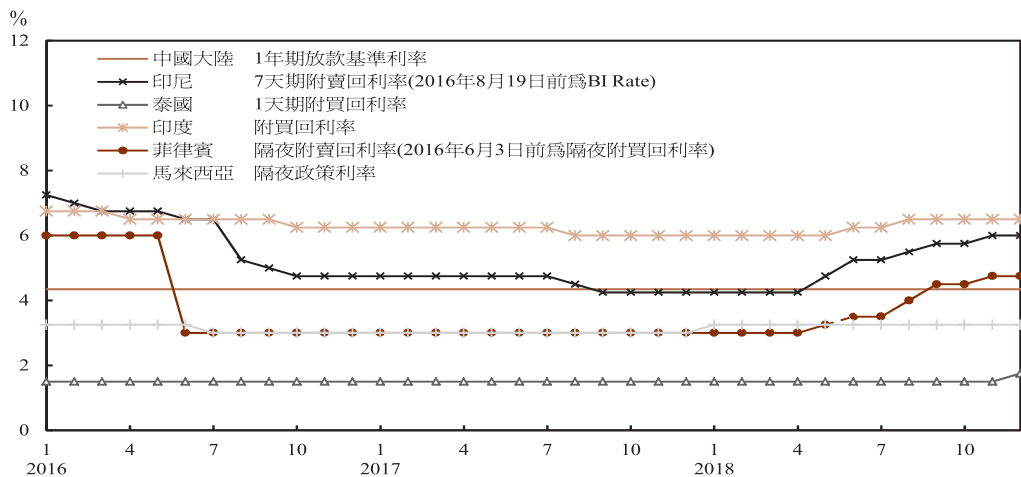


註：1. 美國、日本(2016年2月16日前)之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

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

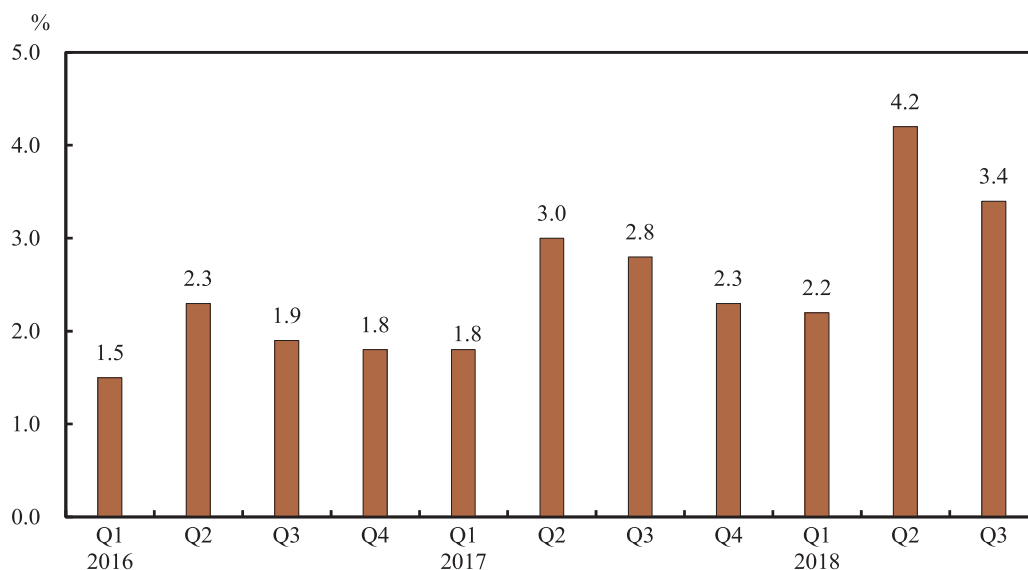
貳、美國經濟維持擴張，通膨預期略降，Fed再升息1碼

一、2018年第3季景氣穩健復甦，第4季及2019年經濟成長力道恐略減緩

2018年第3季，雖然民間消費大幅成

長，惟住宅投資及輸出疲弱，經濟成長率(與上季比，換算成年率)降至3.4%(圖6、表2)，尚屬穩健。

圖6 美國經濟成長率



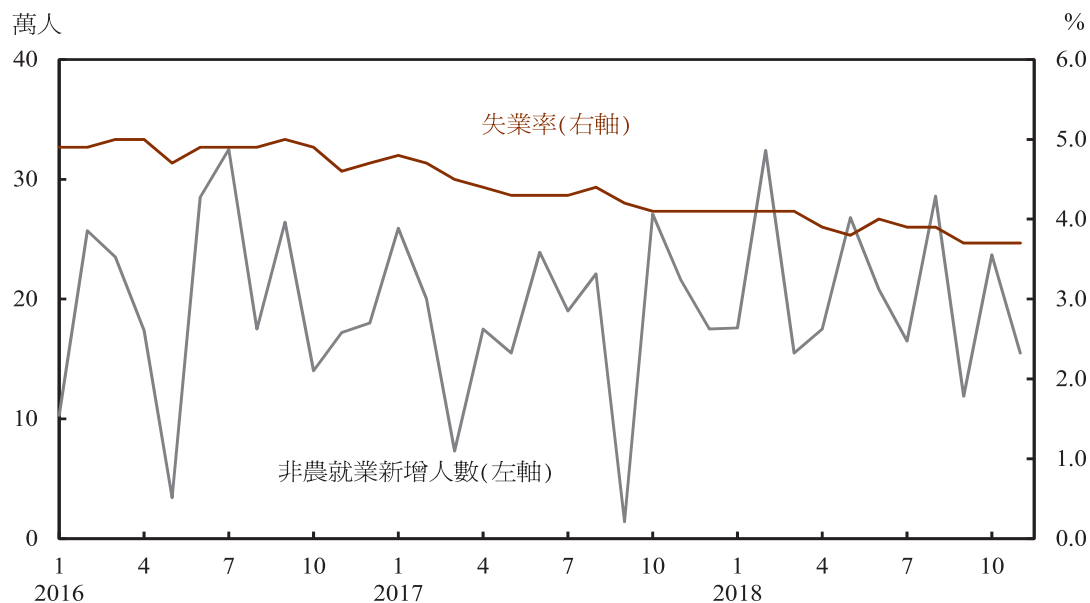
資料來源：Bureau of Economic Analysis

就業市場方面，2018年9月至11月失業率連續3個月維持在3.7%之49年來低點(圖7、表2)；10月及11月平均時薪年增3.1%，係2009年5月以來新高。11月非農就業新增人數則由10月之23.7萬人降至15.5萬人。

由於就業市場穩健，以及民間消費動能續強，IHS Markit預測2018年第4季經濟成長率為2.5%，全年為2.9%，高於2017年之

2.2%；2019年則因加徵關稅措施與貿易摩擦之不確定性，恐影響企業投資與貿易活動，預測經濟成長率降至2.6%(表1)。此外，稅改與財政支出擴增之激勵效益可能減緩，將影響2019年及其後之經濟成長力道。Fed對2018年及2019年經濟成長率預測區間分別為3.0%~3.1%及2.3%~2.5%。

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
2017/11		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	3.0	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	4.1	2.4	2.9	3.3	-72,042
8		3.9	5.4	2.2	2.7	2.8	-75,357
9	3.4	3.7	5.6	2.2	2.3	2.7	-76,277
10		3.7	3.8	2.1	2.5	2.9	-76,982
11		3.7	3.9	2.2	2.2	2.6	

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

二、近期通膨持穩，2019年通膨率預測值低於2018年

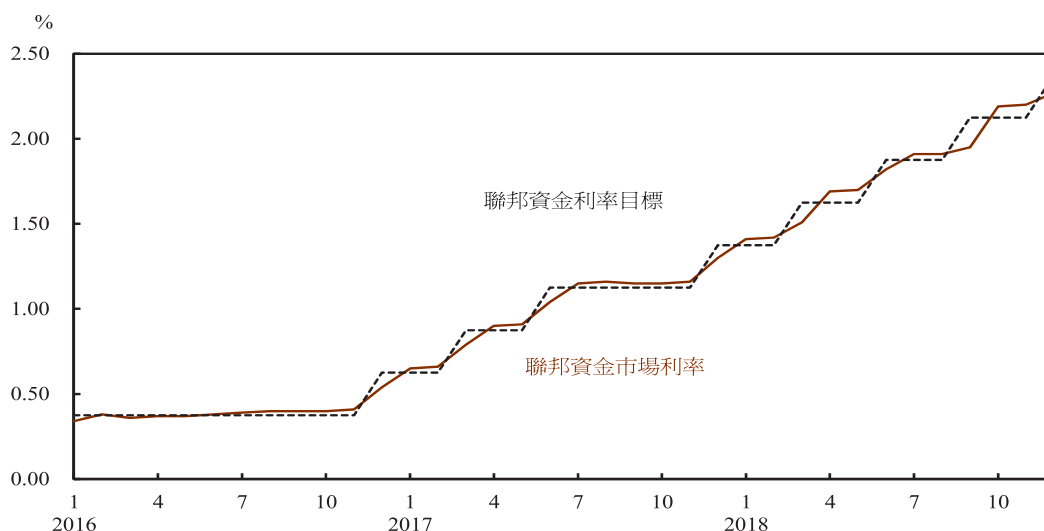
2018年10月至11月消費者物價指數(CPI)年增率平均值為2.4%，低於第3季之2.6%，主因能源價格漲幅減緩所致；扣除食品與能源之核心CPI年增率則因住房及交通成本升幅較小，亦由第3季之2.3%降至2.2%(表2)。IHS Markit預測2018年CPI年增率將由2017年之2.1%升至2.5%，2019年則降至2.2%(圖3)。

三、Fed升息1碼

2018年12月19日，聯邦公開市場委員會(FOMC)會議聲明指出，近期就業數據強勁，失業率續低，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2.25%~2.50%(圖8)。

Fed主席Powell表示，雖多數委員預期2019年經濟狀況仍佳，惟亦見疲軟跡象，預期GDP成長將放緩，並認為目前利率水準已達預估中性利率區間之底端，未來升息與否，將視經濟數據表現而定。

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

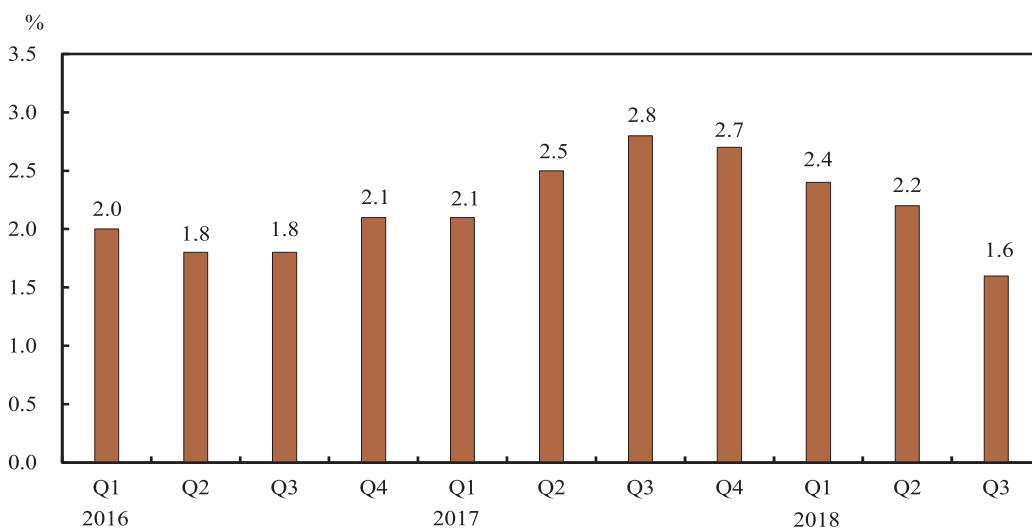
參、歐元區經濟成長趨緩，通膨預期略降，2018年底結束購債計畫

一、2018年第3季經濟擴張力道減弱，預期第4季及2019年成長續緩

2018年第3季，因全球貿易摩擦加劇及部分成員國政局動盪影響經濟信心，德、法經濟成長率分別降至1.2%、1.4%，致歐元區經濟成長率亦降至1.6%(圖9、表3)。IHS Markit預測前述因素將持續影響歐元區景

氣，第4季經濟成長率預測值再降為1.3%，全年亦由2017年之2.4%降至1.9%。由於歐元貶值推升進口油價、英國脫歐前景未明，加以德國景氣深受全球貿易動能減弱影響，IHS Markit預測2019年歐元區經濟成長率續降至1.4%(表1)。

圖9 歐元區經濟成長率

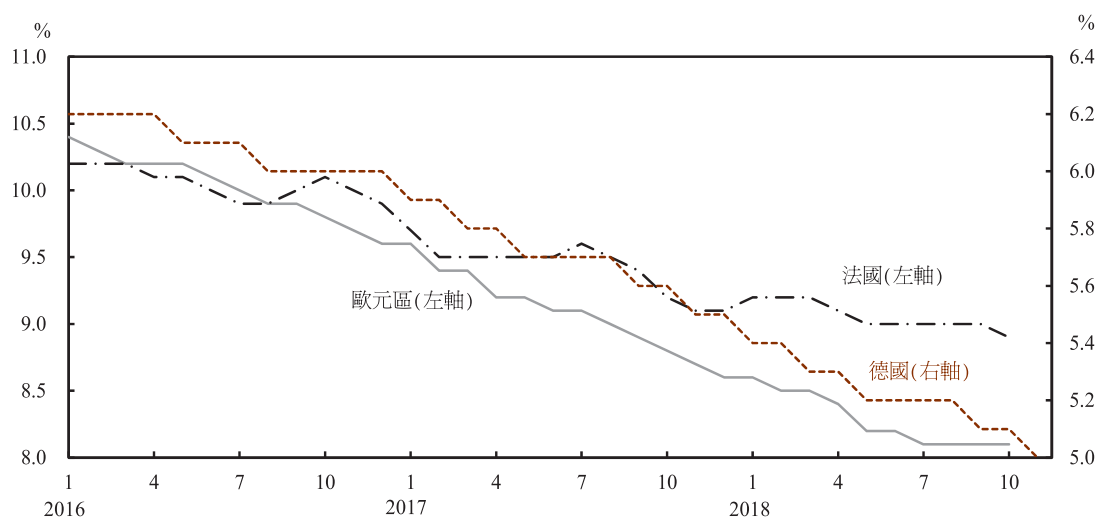


資料來源：Eurostat

10月歐元區失業率為8.1%，係2008年12月以來最低，並已連續4個月持平。主要成員國勞動市場持續改善，其中，11月德國失

業率為5.0%，係1981年8月以來新低；10月法國失業率為8.9%，則為2009年4月以來新低(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	2.7	237,780
2016	1.9	10.0	1.6	0.2	0.3	-1.2	266,316
2017	2.4	9.1	3.0	1.5	7.1	10.0	234,896
2017/11		8.7	4.8	1.5	8.5	9.9	23,421
12	2.7	8.6	5.0	1.4	1.1	3.3	24,485
2018/1		8.6	3.9	1.3	8.9	6.6	2,902
2		8.5	2.4	1.1	1.9	2.2	16,359
3	2.4	8.5	2.9	1.3	-3.2	-1.7	25,391
4		8.4	1.9	1.3	8.2	8.5	17,102
5		8.2	2.9	1.9	-0.9	0.7	16,881
6	2.2	8.2	2.5	2.0	6.1	8.8	22,828
7		8.1	0.5	2.1	9.3	14.0	16,404
8		8.1	1.2	2.0	5.4	8.8	11,313
9	1.6	8.1	0.8	2.1	-0.8	6.8	12,837
10		8.1	1.2	2.2	11.4	14.8	13,952
11				1.9			

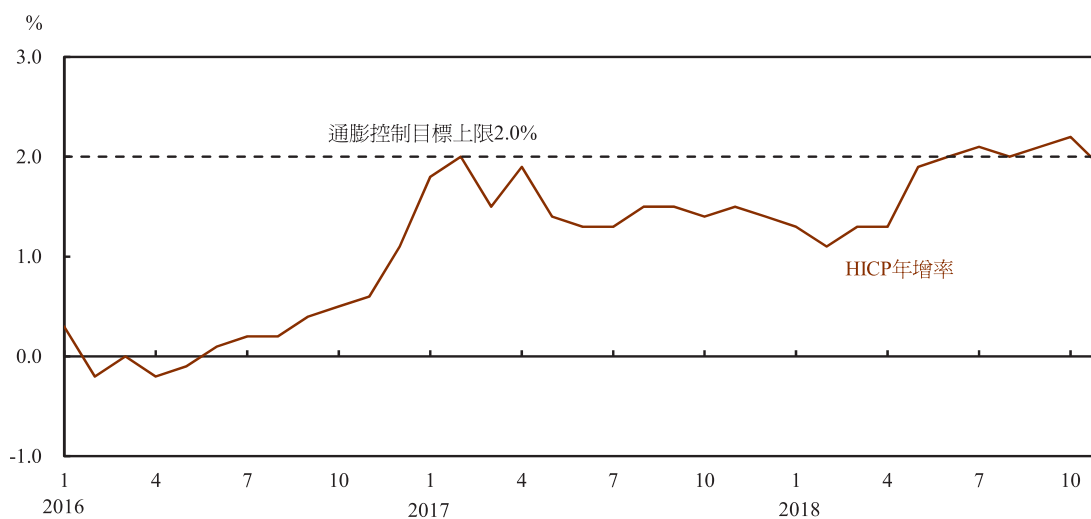
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

二、近期通膨持穩，預期2019年通膨率略低於2018年

2018年10月至11月，歐元區調和消費者物價指數(HICP)平均年增率為2.1%，與第3季持平(表3、圖11)；扣除能源及未加工食品

之核心HICP年增率則為1.2%，亦與第3季持平。IHS Markit預測2018年通膨率為1.8%，高於2017年之1.5%，2019年則可能略降為1.7%(圖3)。

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於2018年底停止資產購買計畫

2018年12月13日，ECB決議維持政策利率不變(表4、圖12)，並重申將維持目前之利

率水準至少至2019年夏季；資產購買計畫於2018年底結束，而到期債券之本金再投資將持續至ECB開始升息之後。

表4 ECB之各項利率

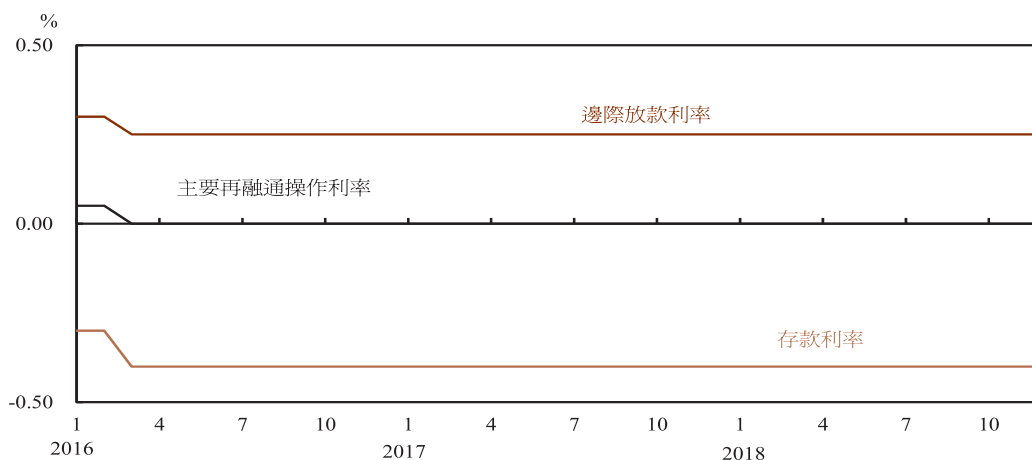
單位：％

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、日本景氣放緩，預期通膨持平，維持寬鬆貨幣政策

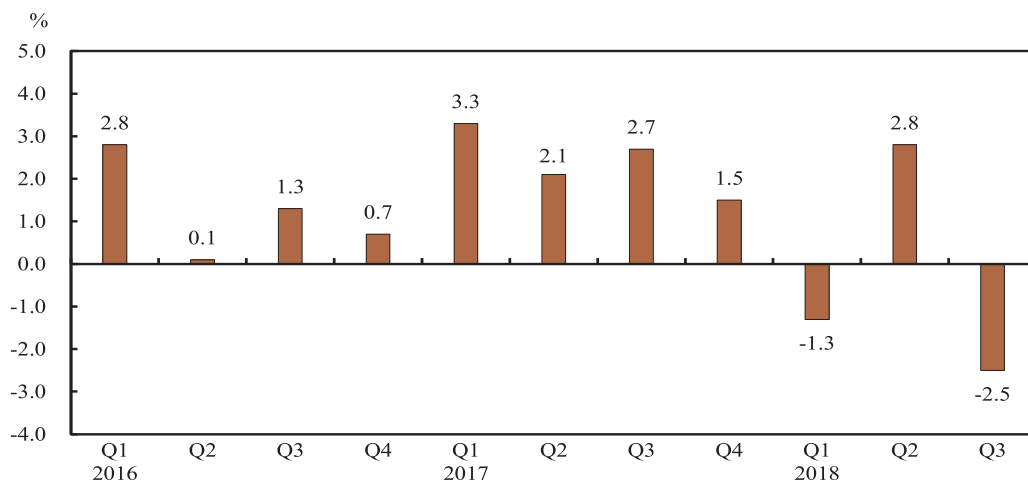
一、2018年第3季經濟萎縮，預期第4季回升，2019年較2018年略升

2018年第3季，由於豪雨、強颱及地震等天災，民間消費、輸出及企業設備投資均呈現衰退，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之2.8%遽降至-2.5%(圖13、

表5)。為因應災後重建需求，日本政府通過追加預算規模約1兆日圓，IHS Markit預測第4季經濟成長率可望回升至2.4%，全年為0.8%，低於2017年之1.9%。2019年雖因災後重建及東京奧運相關設施建設需求，公共建設支出可望增加，惟全球經濟不確定性不

利輸出及投資成長，加以10月消費稅率將從 成長率預測值僅略升至0.9%(表1)。
8%再調高至10%，恐衝擊消費者信心，經濟

圖13 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

2018年10月，以日圓計價之出口年增率由第3季之2.9%回升至8.2%，顯示天災對出口之不利影響已消除；惟11月，受美中貿易衝突升溫，以及全球經濟成長減速拖累，僅微幅成長0.1%(表5)。

2018年10月至11月，失業率為2.5%，略高於第3季之2.4%(表5)，求才求職比率則由44年高點之1.64倍略降至1.63倍。勞動市場持續緊俏雖帶動薪資緩步上揚，惟10月實質家庭消費支出年增率為-0.3%，顯示消費信心仍疲弱。

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	1.2	3.4	-1.2	0.8	0.5	-2.3	3.4	-8.7	-27,916
2016	0.6	3.1	0.0	-0.1	-0.3	-3.5	-7.4	-15.8	39,938
2017	1.9	2.8	3.1	0.5	0.5	2.3	11.8	14.1	29,072
2017/11		2.7	2.2	0.6	0.9	3.5	16.2	17.3	1,052
12	1.5	2.7	3.2	1.0	0.9	3.0	9.4	15.0	3,562
2018/ 1		2.4	1.6	1.4	0.9	2.7	12.3	7.8	-9,483
2		2.5	1.0	1.5	1.0	2.5	1.8	16.6	-1
3	-1.3	2.5	2.5	1.1	0.9	2.0	2.1	-0.5	7,933
4		2.5	2.1	0.6	0.7	2.0	7.8	6.0	6,208
5		2.2	3.3	0.7	0.7	2.6	8.1	14.1	-5,833
6	2.8	2.4	-1.6	0.7	0.8	2.8	6.7	2.6	7,184
7		2.5	2.1	0.9	0.8	3.0	3.9	14.7	-2,350
8		2.4	0.2	1.3	0.9	3.0	6.6	15.5	-4,488
9	-2.5	2.3	-2.5	1.2	1.0	3.0	-1.3	7.1	1,265
10		2.4	4.2	1.4	1.0	3.0	8.2	20.0	-4,539
11		2.5	1.4	0.8	0.9	2.3	0.1	12.5	-7,377

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

二、通膨溫和，仍低於2%目標，預期

2019年通膨持平

2018年10至11月平均CPI年增率為1.1%，與第3季持平；扣除生鮮食品之核心CPI年增率由0.9%略升至1.0%(表5)，扣除生鮮食品及能源之CPI年增率則維持於0.4%低點；企業物價指數(CGPI)年增率則由第3季之3.0%降至2.7%。IHS Markit預測2018年CPI年增率為1.0%，高於2017年之0.5%，2019年則持平為1.0%(圖3)。

三、BoJ維持寬鬆貨幣政策

2018年12月20日，BoJ貨幣政策會議決議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，仍將持續執行公債購買計畫。鑑於2019年調高消費稅稅率將使經濟及物價之不確定性增加，BoJ強調仍將維持目前極低之長、短期利率水準一段期間。BoJ於10月之貨幣政策會議已分別下修2018年度經濟成長率及核心CPI年增率預測值至1.4%及0.9%；2019年度經濟成長率維持0.8%，核心CPI年增率(剔除增稅影響)預測值則下修至1.4%。

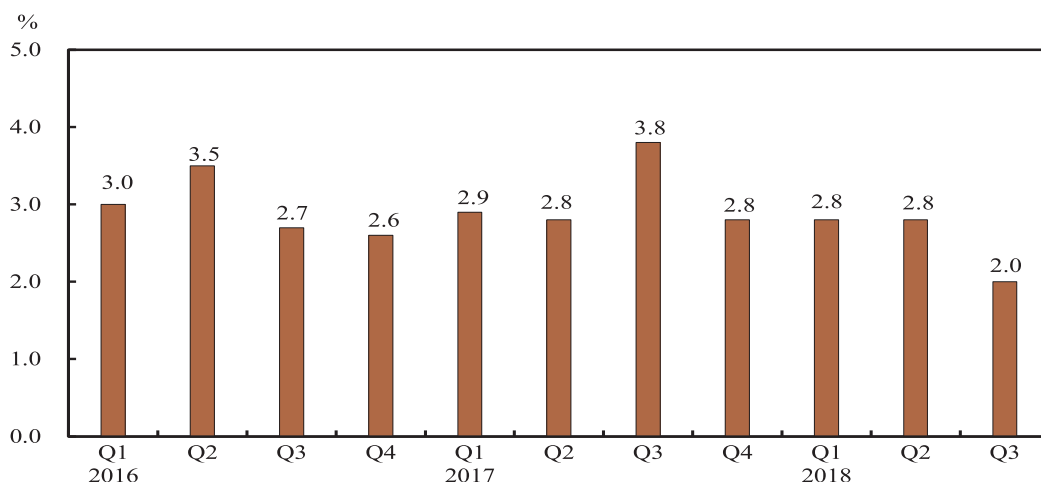
伍、南韓經濟成長動能減弱，通膨預期上升，南韓央行升息1碼

一、2018年第3季經濟成長放緩，預期第4季回升，2019年較2018年略降

2018年第3季經濟成長率走緩至2.0%(圖14、表6)，係2009年第3季以來最低水準，主因美中貿易衝突加劇，益以政府加強管控房市，導致企業設備投資及營建投資衰退幅

度持續擴大。在政府擴大財政措施激勵下，IHS Markit預測2018年第4季經濟成長率可望回升至2.6%，全年亦為2.6%，低於2017年之3.1%。2019年雖仍有政府財政措施支撐，惟全球經濟不確定性不利企業設備投資，加以最低工資大幅調升10.9%恐衝擊勞動市場，經濟成長率預測值略降至2.5%(表1)。

圖14 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

2018年10月出口年增率大幅升至22.6%，主因上年同月適逢中秋節假期，工作日數減少所致；11月回降至4.1%(表6)，主因全球需求放緩，尤其是對記憶體晶片需求減緩，且對中國大陸出口年增率為2年來首度呈現負數所致。

2018年10月失業率雖由第3季之3.8%降至3.5%，惟仍係13年以來同月最高，主因經濟放緩，汽車、鋼鐵及造船產業面臨經營困境，加以政府大幅調高最低工資與縮短工時，導致服務業大量歇業；11月失業率雖降至3.2%，惟亦高於上年同月水準(表6)。

表6 南韓重要經濟指標

年 / 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (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
2017/11		3.1	-1.1	1.3	1.3	3.1	9.7	12.8	7,694
12	2.8	3.3	-4.8	1.5	1.4	2.2	8.8	13.6	5,511
2018/ 1		3.7	4.2	1.0	1.0	1.2	22.3	21.6	3,453
2		4.6	-6.8	1.4	1.2	1.3	3.1	15.2	2,832
3	2.8	4.5	-3.9	1.3	1.3	1.3	5.5	5.5	6,412
4		4.1	1.0	1.6	1.4	1.7	-2.0	15.1	6,162
5		4.0	1.3	1.5	1.4	2.2	12.8	13.0	6,292
6	2.8	3.7	-0.3	1.5	1.3	2.6	-0.4	11.0	6,092
7		3.7	1.1	1.1	1.0	3.0	6.1	16.4	6,862
8		4.0	2.5	1.4	1.0	3.1	8.7	9.4	6,837
9	2.0	3.6	-8.6	2.1	1.1	2.7	-8.1	-1.6	9,633
10		3.5	10.9	2.0	1.0	2.2	22.6	28.1	6,421
11		3.2	0.1	2.0	1.2	1.6	4.1	11.5	4,931

資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、通膨溫和，預測2019年通膨升溫

2018年10月至11月CPI年增率由第3季之1.6%升至2.0%，扣除食品及能源之核心CPI年增率由1.0%略升至1.1%；10月至11月平均生產者物價指數(PPI)年增率由第3季之2.9%降至1.9%(表6)。IHS Markit預測2018年CPI年增率為1.7%，低於2017年之1.9%，2019年則回升至2.3%(圖3)。

三、南韓央行調升政策利率1碼

雖然全球經濟成長放緩，國內投資及就業市場疲弱，惟鑑於家庭債務惡化及與美國之利差持續擴大，南韓央行繼2017年11月後，於2018年11月30日再度調升政策利率1碼至1.75%，係近三年半高點。

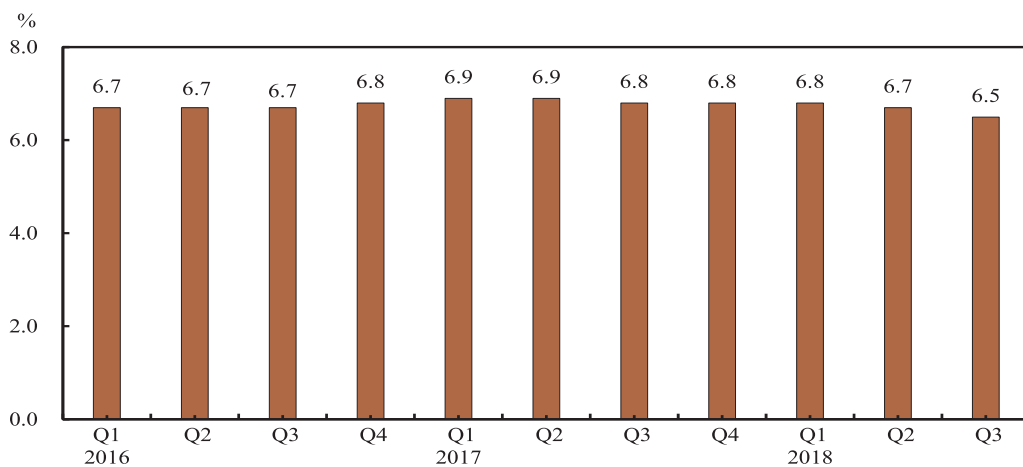
陸、中國大陸景氣降溫，惟預期通膨上升，貨幣政策維持穩健中性

一、2018年第3季經濟成長走緩，預測 第4季及2019年續放緩

2018年第3季經濟成長率略降為6.5%(圖

15)，係9年半來最低，主因消費成長下滑，以及淨輸出續呈負成長所致，惟仍持平於政府設定之6.5%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

2018年10月出口年增率由第3季之11.9%升至15.6%，主因美國對中國大陸2,000億美元產品加徵關稅稅率由10%調高為25%政策實施前之提前出口效應所致；11月則降至5.4%，係因美中貿易衝突引發之提前出口效應趨弱、部分海外訂單轉向他國，以及全球景氣趨緩所致。

2018年11月官方製造業採購經理人指數(PMI)降至50，係2年多來新低，顯示經濟面臨下行壓力，IHS Markit預測第4季經濟成長率為6.4%，全年為6.6%，低於2017年之6.9%。2019年因美中貿易衝突加徵關稅對出

口的負面影響將逐步顯現，以及落實對外開放戰略帶來進口擴增效應，貿易出超規模縮減壓力擴大，加以房地產投資恐因政府推出抑制房價過高政策而趨疲弱，製造業投資亦因污染防治政策趨嚴而受衝擊，經濟成長率預測值續降至6.3%(表1)。

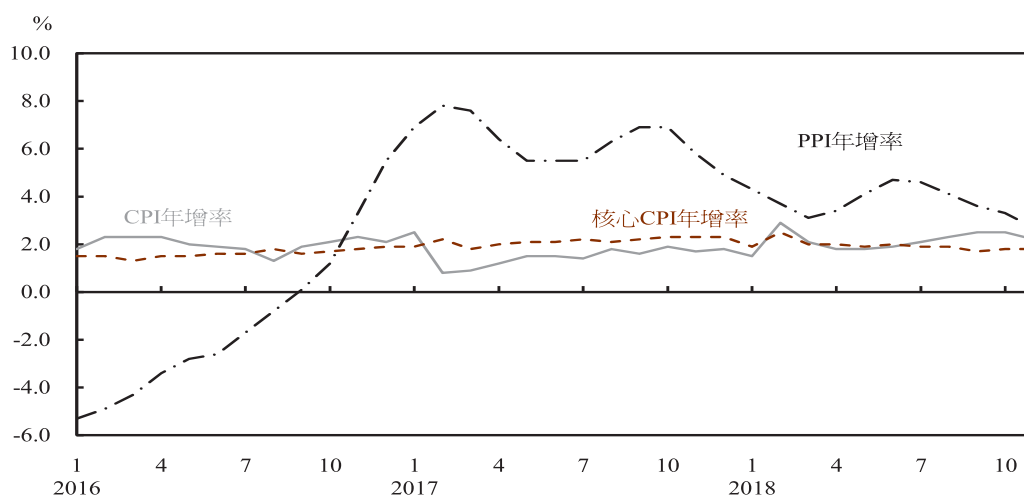
二、近期通膨上揚，2019年通膨率預測值高於2018年

2018年10月至11月平均CPI年增率為2.4%，略高於第3季之2.3%，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1.8%，略低於第3季之1.9%；工業生產者物價指數(PPI)年增率為3.0%，低於第3季之4.1%(圖16)，主因工業成長減緩。IHS

Markit預測2018年CPI年增率為2.2%，高於2017年之1.6%，2019年續升至3.2%(圖3)。

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、人行維持政策利率不變，擴大對民營企業之金融支持

2018年10月以來，中國人民銀行為維持經濟成長及金融監管目標間之平衡，持續實施穩健中性之貨幣政策，維持政策利率不變；惟民營企業因美中貿易衝突升溫及經濟下行壓力加大，致融資及發債不易，人行遂

推出一系列因應措施，包括：10月15日調降部分銀行人民幣存款準備率1個百分點；增加再貸款與再貼現額度1,500億人民幣；提供100億人民幣予中債信用增進公司，透過發行債券融資支持工具¹等方式，支持民營企業發債。

¹ 投資人購買該工具等於購買違約保險，一旦購入之民營企業債券違約，專業機構將賠償債券本息。

柒、2018年第3季亞洲經濟體景氣多降溫，預期第4季及2019年經濟成長普遍走緩，惟通膨趨升；部分經濟體調升政策利率

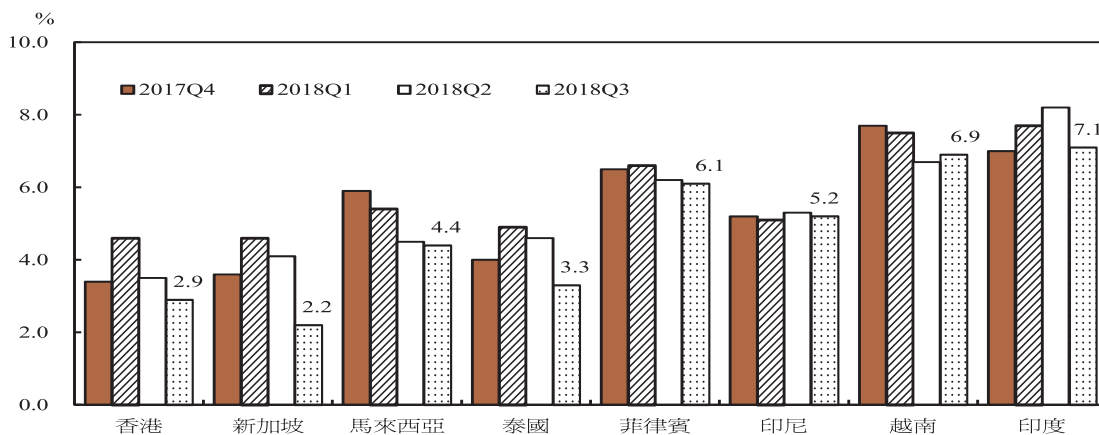
2018年第3季，香港因消費成長下滑，新加坡因製造業成長放緩，經濟成長率分別降至2.9%及2.2%(圖17)，IHS Markit預測第4季香港經濟成長率持平，新加坡則續降至2.1%，2019年則分別為2.5%及2.4%，均低於2018年(表1)。

東協五國中，馬來西亞因政府投資疲軟、泰國因淨輸出成長減緩、菲律賓因消費成長走低、印尼因家庭消費略疲，2018年第3季經濟成長率均較第2季下滑；越南則受惠製造業成長加速，經濟成長率高於第2季(圖

17)。IHS Markit預測第4季泰國經濟擴張力道增強，其餘國家則多與第3季相近；2018年及2019年經濟成長率預測值均以越南之6.8%及6.5%最高，菲律賓之6.2%及6.1%居次，五國成長力道均呈現放緩(表1)。

印度由於投資及消費成長下滑，2018年第3季經濟成長率降至7.1%(圖17)；IHS Markit預測第4季續降至7.0%，全年(財政年度)則因政府擴大公共支出，經濟成長率預測值升為7.2%；2019年(財政年度)則恐因5月國會大選後公共支出減少而降至7.0%(表1)。

圖17 亞洲經濟體經濟成長率

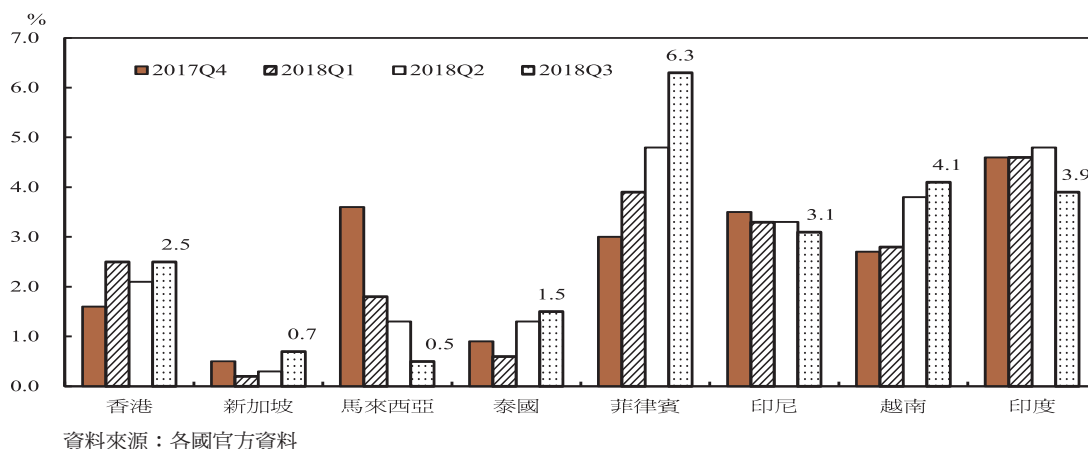


資料來源：各國官方資料

物價方面，2018年第3季因油價上漲，亞洲多數經濟體CPI年增率高於第2季(圖

18)，IHS Markit預測第4季升降互見，2019年則多較2018年為高(圖3)。

圖18 亞洲經濟體CPI年增率



貨幣政策方面，2018年10月新加坡貨幣管理局為抑制通膨上升壓力，小幅緊縮貨幣政策，決議將新加坡元名目有效匯率區間之斜率小幅調升(即小幅升值)。11月印尼央行為遏阻印尼盾貶值及資金外流，調升7天期附賣回利率1碼至6.00%；菲律賓央行

抑制通膨升溫，調升隔夜附賣回利率1碼至4.75%。12月泰國央行為遏制金融脆弱性上升，提高1天期附買回利率1碼至1.75%；香港金融管理局則跟隨美國升息步伐，調升貼現窗口基本利率1碼至2.75%。其餘經濟體則多維持政策利率不變。

捌、歐元走貶，日圓升值，新興市場國家貨幣升貶互見

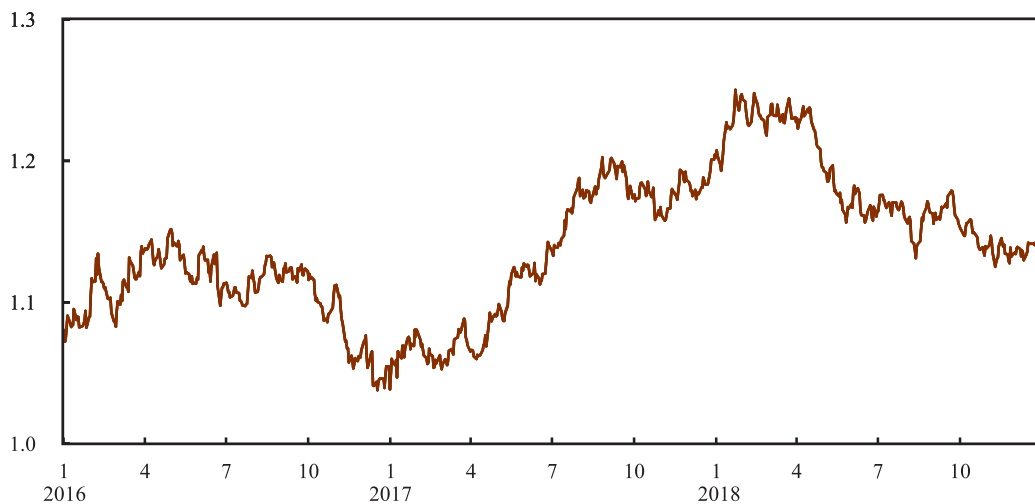
一、歐元對美元貶值，日圓對美元震盪走升

2018年10月以來，歐元區政經情勢動盪，義大利提出2019年財政預算草案，惟遭歐盟以財政赤字過高恐影響歐元穩定為由駁回，加以英國脫歐談判陷入僵局，歐元對美

元走低至11月12日1.1251之年內低點；嗣因Fed官員陸續釋出偏鴿派訊息，且義大利與歐盟達成預算協議，歐元止貶回穩。12月底1歐元兌1.1432美元，仍較9月底貶值1.6%(圖19)。

圖19 歐元對美元匯率

美元 / 歐元

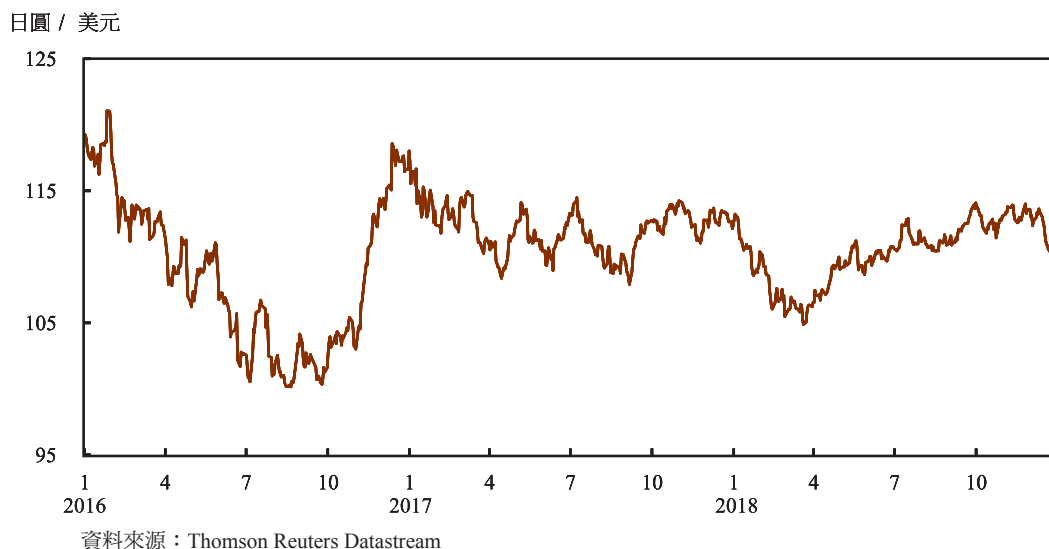


資料來源：Thomson Reuters Datastream

日圓方面，2018年10月上旬全球股市重挫，且IMF調降2019年全球經濟成長率預測值，市場避險情緒升溫帶動日圓買盤，日圓自10月3日之1美元兌114.09日圓低點升至約112日圓；10月下旬後美股回穩，日本央行維持寬鬆貨幣政策不變，日圓回貶後震盪；

12月中旬以來，全球股市劇烈震盪，市場避險情緒再度升溫，Fed雖決議升息，惟與會委員預期未來升息步伐放緩，致日圓大幅走升。12月底為1美元兌109.72日圓，較9月底升值3.5%(圖20)。

圖20 日圓對美元匯率

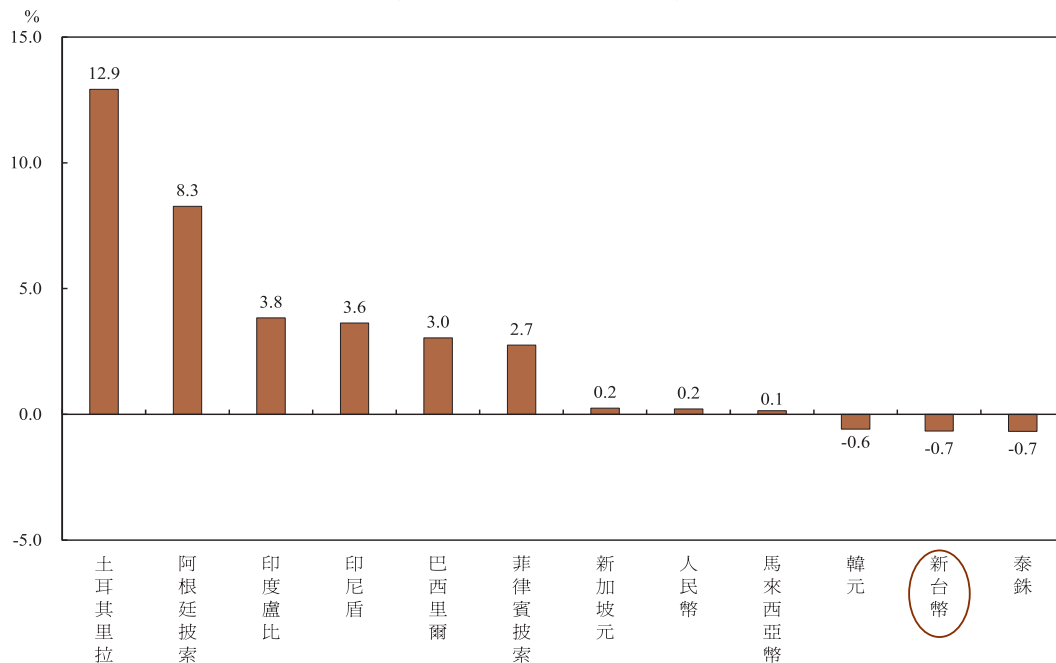


二、新興市場國家貨幣升貶不一

2018年10月以來，於第2季對美元重貶近3成之土耳其里拉與阿根廷披索反彈。亞洲方面，印度央行於外匯市場拋匯抑制盧比貶值，印尼與菲律賓央行升息，均帶動其幣值自2018年低點回升；人民幣則在G20高峰

會後美中貿易衝突暫緩下，止貶回升。12月底與9月底相較，以土耳其里拉升幅12.9%較大，印度、印尼、巴西及菲律賓等國貨幣升值3%左右，泰國、台灣及南韓則略貶(圖21)。

圖21 新興市場經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2018年12月底與9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

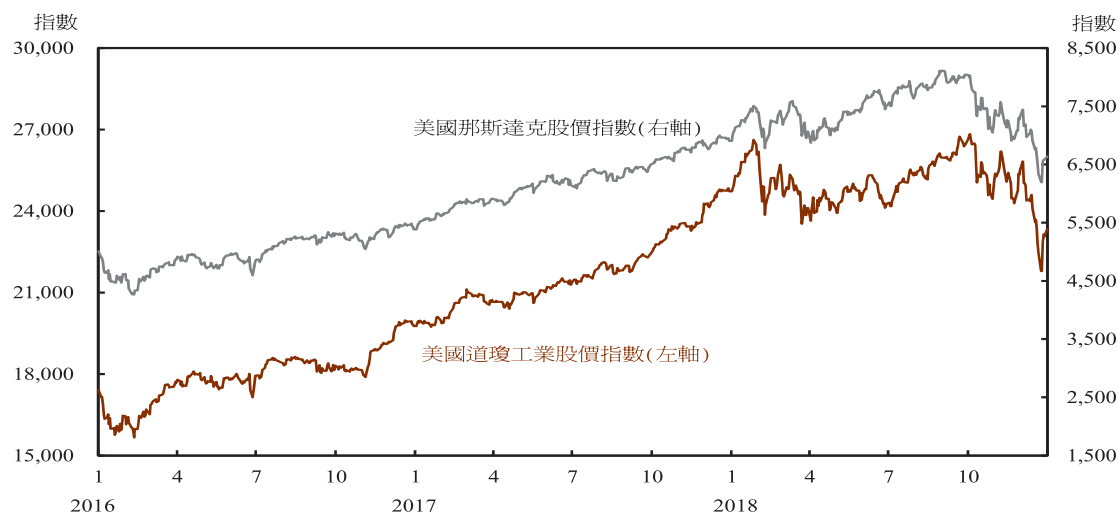
玖、全球股市多下跌

一、美、歐、日股重挫

2018年10月以來，受美中貿易衝突升溫、美債殖利率走揚、IMF下修全球經濟成長預測，以及國際油價走跌等諸多利空因素影響，美股在高科技股領跌下重挫，並帶動全球股市賣壓；11月下旬Fed官員釋出偏鴿派訊息，加以G20高峰會後美中貿易衝突暫

歇，美股反彈；惟12月上旬以來，美中貿易衝突疑慮再起、美國公債殖利率曲線出現負斜率，加以Fed下修2018年及2019年經濟成長率預測值，美股劇烈震盪走跌。12月底道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數分別較9月底大跌11.8%及17.5%(圖22)。

圖22 美國道瓊工業及那斯達克股價指數

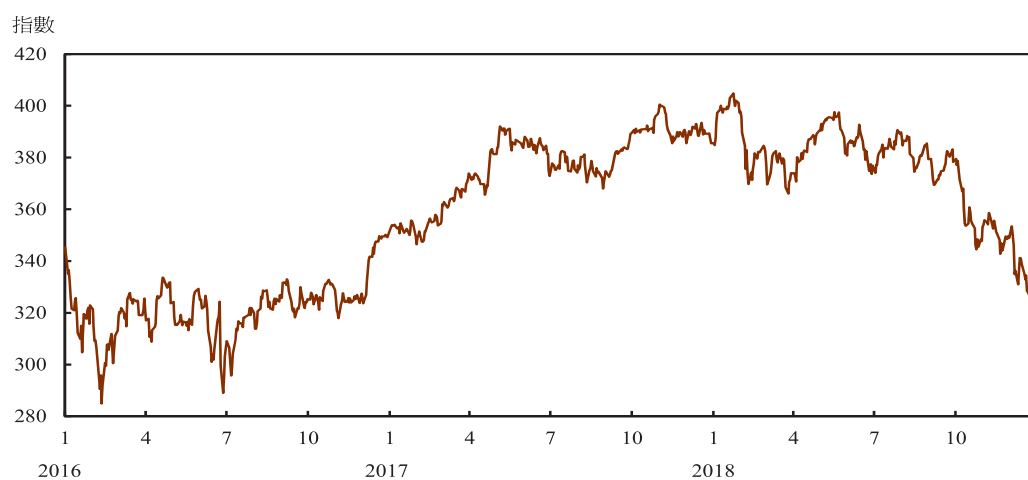


資料來源：Thomson Reuters Datastream

2018年10月以來，歐股隨美股大跌，加以英國脫歐協議懸而未決，以及義大利與歐盟因預算案陷入僵局，致股市表現疲弱；日股亦在美中貿易政策不確定性仍高下表現弱

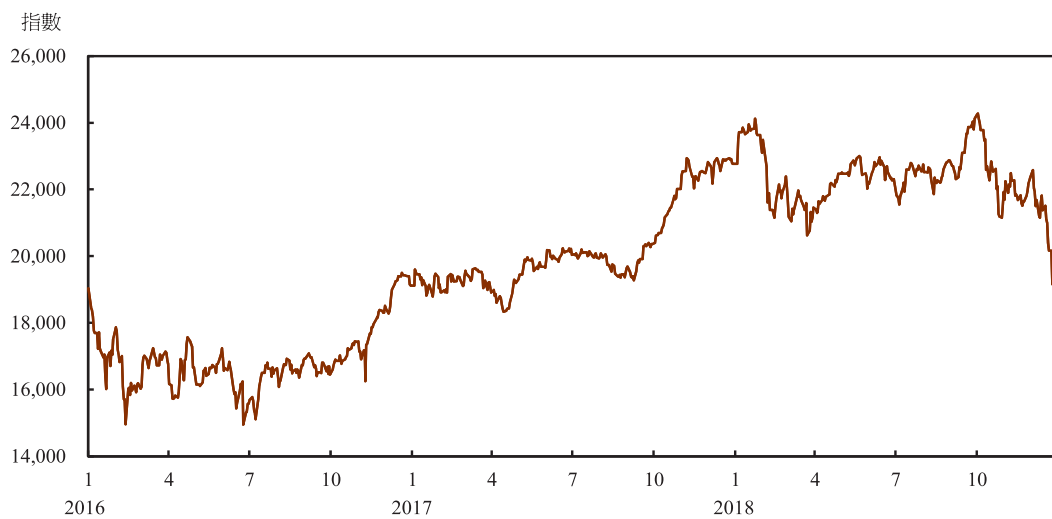
勢。12月底泛歐元道瓊股價指數及日經225股價指數分別較9月底重挫13.2%(圖23)及17.0%(圖24)。

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



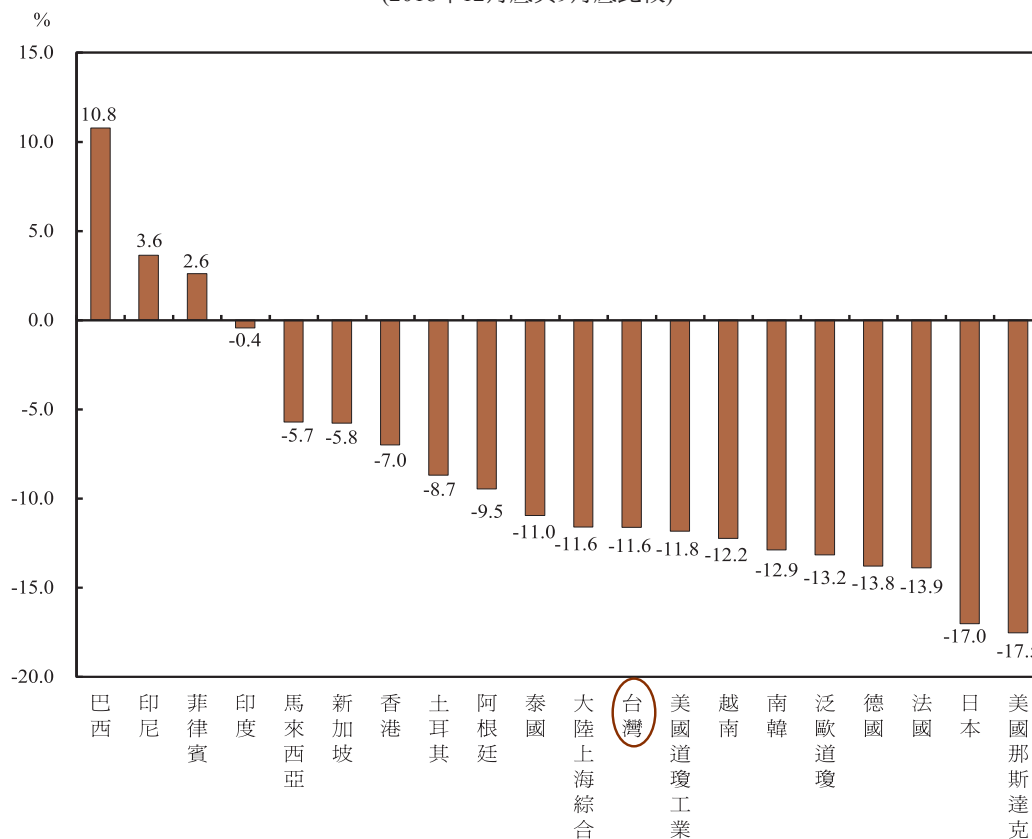
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、新興市場股市亦多下跌

2018年10月上旬，新興市場股市多隨歐美股市重挫而下滑；嗣因國際油價下跌，通膨壓力可望趨緩而回穩。12月底與9月底相

較，巴西股市因總統大選後，市場氣氛樂觀而上漲10.8%，漲幅較大；南韓與越南股市則跌幅較深，均逾12%(圖25)。

圖25 國際股價變動幅度
(2018年12月底與9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

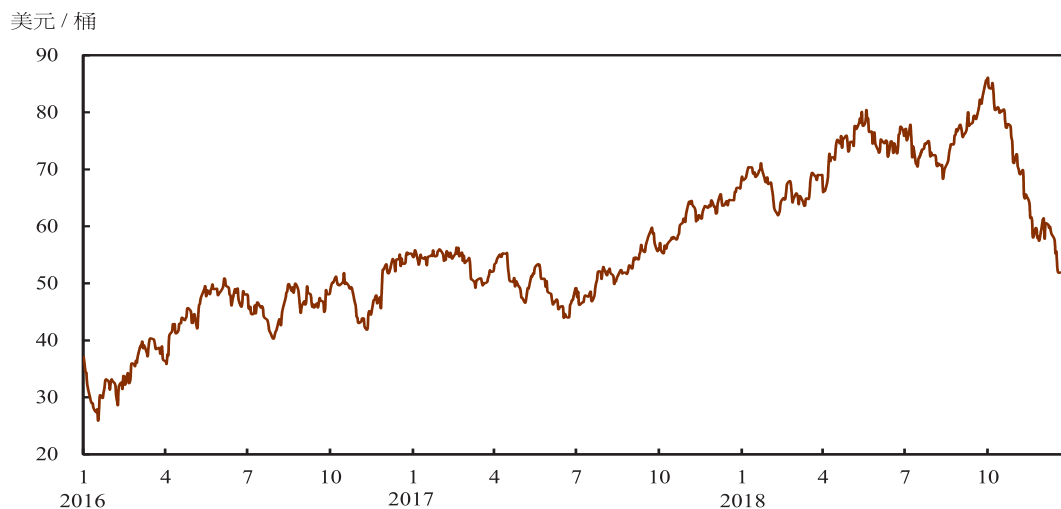
拾、油價重挫，穀價區間震盪

一、國際油價暴跌

2018年10月4日布蘭特原油現貨價格漲至每桶86.07美元之4年來高點後，因美股下跌致投資人撤離原油等高風險標的，加以美國給予部分國家可自伊朗購油之6個月制裁豁免期，且美國、石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯增產，益以美中貿易衝突恐降低全球

經濟成長及油需，油價重挫。至12月上旬，美中貿易衝突暫緩，加以加拿大、OPEC與俄羅斯等國減產，油價短暫回穩；惟中旬後，美國持續增產，市場擔憂OPEC與俄羅斯等國減產未能抵銷供給過剩，油價復跌，12月底布蘭特原油現貨價格為每桶50.56美元，較9月底重挫38.9%(圖26)。

圖26 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

主要國際機構認為，OPEC等國減產雖可部分抵銷美國油產增加，惟美國輸油管問題可望獲得解決，預期2019年油產將加速成長；且美中貿易衝突、2019年中國大陸經

濟成長可能放緩等因素均恐降低全球經濟成長及油需，對2019年布蘭特油價預測值平均為每桶66.8美元，低於2018年之71.0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	2018年平均值	2019年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2018/12/11	71.0	61.0
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2018/12/12		70.0
IHS Markit	2018/12/18		69.5
平均預測值			66.8

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

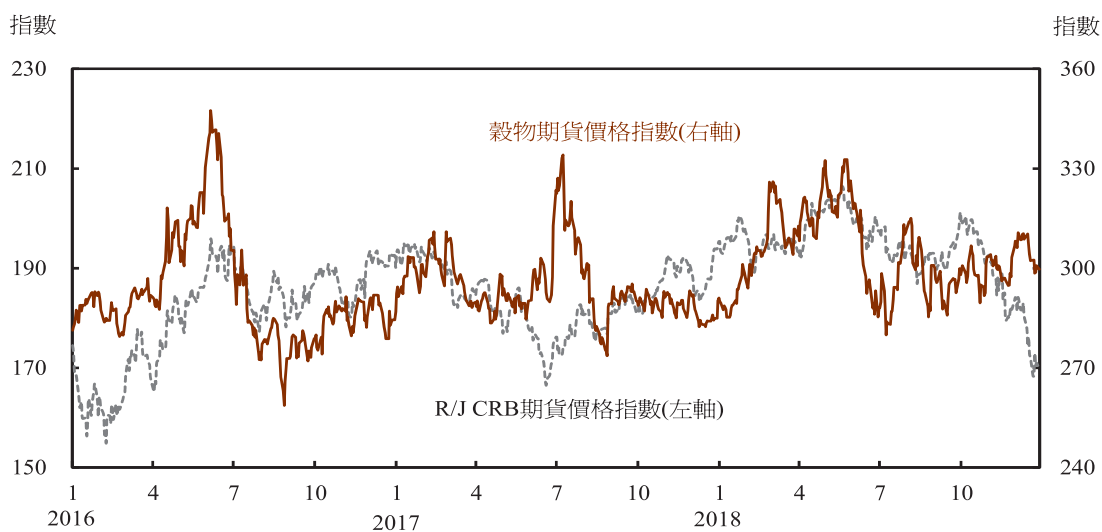
二、穀價小幅波動

2018年10月以來，隨美國、巴西與俄羅斯穀物產量預估，美國與澳洲產區天候變化，以及美中貿易衝突情勢演變，穀物期貨價格小幅波動，12月底Thomson Reuters穀物期貨價格指數較9月底上漲2.4%(圖27)。

三、整體國際商品價格大跌

2018年10月以來，代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油等大宗商品價格變動而下滑，12月底較9月底大跌13.0%(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10月份

- 8日 △為健全期貨市場發展及增加夜盤交易商品之選擇，期交所於107年11月19日起，實施「國內股價指數期貨適用動態價格穩定措施」及「電子期貨納入盤後交易適用商品」之制度調整。
- 9日 △惠譽(Fitch)信評公司發布台灣主權信用評等報告，台灣長期外幣及本幣發行人違約評等維持AA-不變，展望穩定。
- 12日 △金管會修正「銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則」及「金融控股公司發起人負責人應具備資格條件負責人兼職限制及應遵行事項準則」，將競業禁止規範主體，由董(監)事本人擴充至本人及其關係人等。
△金管會發布「槓桿交易商」為洗錢防制法第5條第1項之金融機構。
- 17日 △世界經濟論壇(WEF)發布2018年全球競爭力評比，台灣競爭力排名全球第13。
△金管會明定證券投資信託事業得募集發行「ETF連結基金」及相關規範。
△金管會修正「保險代理人公司保險經紀人公司內部控制稽核制度及招攬處理制度實施辦法」，以強化內部控制及內部稽核作業。
- 18日 △農委會宣布107年11月1日正式開辦農民職災保險，以完備農民社會保險制度。
- 19日 △金管會修正「信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法」，明定信託業對專業投資人之評估應納入瞭解客戶(KYC)程序等。
- 22日 △為符合數位化趨勢，中央銀行修正「中央銀行對銀行辦理證券金融公司或證券商資金融通管理辦法」，簡化銀行申報程序。
- 23日 △為鼓勵保險業設計創新及多樣化之保險商品，金管會同意壽險公會修正「新型態人身保險商品認定標準」。
△台灣證券交易所修正「受益憑證買賣辦法」及「受益憑證流動量提供者作業要點」，開放期貨商兼營證券自營業務者得申請為ETF之參與證券商等，以提升證券市場流動性。
- 24日 △金管會訂定「保險代理人公司保險經紀人公司辦理網路投保業務及網路保險服務管理辦法」。

- 31日 △世界銀行發布「2019經商環境報告」(Doing Business 2019)，在190個經濟體中，台灣經商便利度全球排名第13，較上年進步2名。

民國107年11月份

- 2日 △立法院三讀通過「洗錢防制法」與「資恐防制法」修正案，以強化遵法規範，並將虛擬通貨平台及交易業務納入洗錢防制規範。
- 5日 △金管會修正「電子票證發行機構業務管理規則」，增訂應採記名式電子票證類型及辦理記名作業方式，以及電子票證卡號與儲存區塊提供他人運用之規範等。
△財政部與交通部會銜修正「外籍旅客購買特定貨物申請退還營業稅實施辦法」，提高現場小額退稅金額上限及延長特定營業人得免使用電子發票期限，自108年1月1日施行。
- 9日 △立法院三讀通過「勞動事件法」，明定勞動事件調解、訴訟及保全程序，以維護勞工法定權益。
△立法院三讀通過「就業服務法」修正案，明定雇主提供職缺之經常性薪資未達新臺幣4萬元，須公開揭示或告知薪資範圍等。
- 13日 △配合公司法修正廢除外國公司認許制度，並進一步與防制洗錢金融行動工作組織(FATF)對電匯業務之規範接軌，中央銀行修正「銀行業辦理外匯業務作業規範」、「外匯收支或交易申報辦法」及「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，自107年11月15日施行。
- 14日 △為開放設立純網路銀行，金管會修正「商業銀行設立標準」及「商業銀行轉投資應遵守事項準則」。
△因應亞太防制洗錢組織(APG)相互評鑑，並明確化金融機構通報時程，金管會修正「金融機構對經指定制裁對象之財物或財產上利益及所在地通報辦法」及「金融機構防制洗錢辦法」。
- 20日 △為督促票券金融業強化內稽內控及法律遵循制度，立法院三讀通過「票券金融管理法」修正案，提高違法之罰鍰上限。
△立法院三讀通過「證券交易法」修正案，明定上市櫃公司財務報告須揭露年度內全體員工薪資調整資訊。
△立法院三讀通過「稅捐稽徵法」修正案，明定享租稅優惠卻嚴重逃漏稅者，停止

並追回其優惠待遇，並公告其姓名與事實經過等。

- 21日 △為因應跨行交易量逐年成長，中央銀行宣布提高金融機構日終撥存「跨行業務結算擔保專戶」餘額得抵充存款準備金之比率上限，由4%提高至8%，自108年1月4日施行。
- 22日 △為繼續協助無自有住宅家庭購屋，財政部宣布臺灣銀行等8家公股銀行辦理之「青年安心成家購屋優惠貸款」實施期程，延長至109年底，並新增一段式機動利率1.68%計息方式。
- 26日 △配合適用國際財務報導準則第十六號租賃之規定，金管會修正「公開發行公司取得或處分資產處理準則」。
- 28日 △金管會修正「金融控股公司投資管理辦法」，將金控公司首次投資金融業之持股比例降至10%，以促進金融機構整併。
- 29日 △金管會開放信用卡特約商店為便利商店業及超級市場業時，可接受民眾以信用卡支付政府及公用事業委託代收之規費、稅捐及罰鍰等費用。
- 30日 △立法院三讀通過「無人載具科技創新實驗條例」。
△立法院三讀通過「消費者債務清理條例」修正案，放寬債務人更生聲請要件，及增訂盡力清償門檻等規定，以減輕債務人還款壓力。

民國107年12月份

- 3日 △台日雙方依國際新資訊透明標準，就執行稅務用途金融帳戶資訊(CRS)及國別報告自動交換取得共識，日本成為台灣首個CRS交換簽署國。
△金管會修正「保險業投資保險相關事業管理辦法」，強化保險業申請投資保險相關事業應具備之資格條件、投資風險及經營管理機制，以及應遵循之事後控管機制等。
- 6日 △為推動指數投資證券業務發展，金管會修正「證券商外幣風險上限管理要點」，刪除外幣風險上限金額五千萬美元之規定。
- 10日 △台灣獲准成為APEC跨境隱私保護規則(CBPR)體系成員。
△配合公開發行股票公司於107年適用國際財務報導準則第9號「金融工具」(IFRS 9)及第15號「客戶合約之收入」(IFRS 15)，經濟部修正「商業會計處理準則」，自108年1月1日生效。

△經濟部修正「產業園區閒置土地認定與輔導使用及強制拍賣辦法」，增訂土地所有權人未完成建廠之正當理由，應由產業園區閒置土地審查小組審查。

14日 △配合公司法修正廢除外國公司認許制度，中央銀行修正「外匯經紀商管理辦法」。

19日 △為強化公司治理，金管會擴大強制設置獨立董事及審計委員會之適用範圍，包括興櫃公司設置獨立董事，及所有上市櫃公司設置審計委員會。

20日 △中央銀行理事會決議，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%不變；另108年貨幣總計數M2成長目標區訂為2.5%至6.5%。

21日 △金管會開放證券投資顧問事業得提供與自動化投資顧問服務攸關之金融科技顧問與諮詢服務。

25日 △立法院三讀通過「期貨交易法」修正案，推動店頭衍生性商品採集中結算制度，並提高罰鍰額度等。

△立法院三讀通過「金融控股公司法」修正案，提高罰鍰額度。

△立法院三讀通過「保險法」修正案，明定具一定規模之保險經紀人、代理人等公司，應建立內控內稽與招攬處理制度及程序等。

△金管會修正「保險業辦理微型保險業務應注意事項」，主要係放寬微型保險承保對象至家庭成員。

27日 △金管會放寬員工認股權憑證發放對象及庫藏股轉讓予員工之對象至控制公司員工，以利企業留才。

△國發會「智慧政府規劃」提報行政院，以建立「數位身分識別證」及「資料交換骨幹網路」等架構為基礎，期於2020年全面發行數位身分識別證及推動智慧化服務。

28日 △立法院三讀通過「都市更新條例」修正案，明確化建築容積獎勵、擴大賦稅減免、強化不同意戶權益之處理程序，並增列「政府主導都市更新」專章等，期提升都更量能。

國際經濟金融日誌

民國107年10月份

- 4日 △世界銀行（World Bank）發布「東亞暨太平洋地區經濟展望更新」（East Asia and Pacific Economic Update）報告，表示東亞暨太平洋地區開發中經濟體成長穩健，維持2018年經濟成長率預測值為6.3%不變，惟由於風險環伺，下調2019年成長率至6.0%。
- 9日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望」（World Economic Outlook）報告，表示由於2018年4月中旬以來之貿易保護措施、部分新興市場暨開發中經濟體展望趨悲觀、金融情勢緊縮以及地緣政治緊張等，加以各國及不同區域之成長前景差異顯著，將2018、2019兩年全球經濟成長率預測值均下修0.2個百分點至3.7%。
- 11日 △IMF發布「亞太地區經濟展望」（Regional Economic Outlook: Asia and Pacific）報告，表示亞洲經濟整體展望正向，2018年經濟成長率預測值為5.6%，惟因美國Fed及其他先進經濟體央行可能加快升息步伐，加以貿易衝突加劇、政治及政策不確定性升高等因素可能導致2019年全球金融情勢趨緊，將2019年經濟成長率預測值下修至5.4%。
- 12日 △新加坡2018年第3季GDP年增率初估值為2.6%，低於第2季之4.1%（自3.9%上修），主因製造業成長放緩。
- △新加坡貨幣管理局（MAS）因預期未來數季經濟將維持穩定擴張步伐，實際產出保持小幅高於潛在產出，核心通膨溫和但上行壓力持續，決議將新加坡元名目有效匯率（S\$NEER）區間之斜率小幅調升（即小幅升值），寬度與中線仍維持不變，係繼2018年4月政策會議後再度小幅緊縮貨幣政策。
- 14日 △IMF與World Bank聯合年會表示，全球景氣復甦日益不均衡，諸多下行風險可能削弱經濟信心和成長前景。各經濟體應避免貨幣競爭性貶值，並持續運用政策工具及國際合作因應挑戰；另指出Fintech可促進包容性之永續經濟成長及減貧，而透過國際合作發揮Fintech潛能，亦有助控管風險。
- 20日 △中國大陸2018年第3季GDP年增率為6.5%，低於第2季之6.7%，為2009年第1季以來最低水準，主因金融去槓桿造成消費成長力道疲弱所致。

- 24日 △加拿大央行宣布上調隔夜拆款利率目標1碼至1.75%，為2018年以來第3度升息，主要因全球經濟前景仍佳，美國成長強勁，而新達成之「美墨加貿易協定」（USMCA）將減少北美地區貿易政策之不確定性，有助提振商業信心與投資，故升息以使通膨率維持接近目標水準。
- 25日 △南韓2018年第3季GDP年增率為2.0%，大幅低於第2季之2.8%，係2009年第3季以來最低水準，主因固定資本形成衰退幅度擴大，且輸出成長力道再度轉弱所致。
- 26日 △美國2018年第3季GDP成長率（與上季比，換算成年率）為3.5%，雖較第2季之4.2%略下滑，惟仍屬穩健。其中民間消費強勁；民間投資因企業庫存大增，由上季之負成長轉為正成長，惟固定投資受住宅投資衰退影響小幅下滑；輸出亦疲弱。
- 30日 △歐元區2018年第3季GDP年增率為1.7%，低於第2季之2.2%，主因全球貿易摩擦加劇不利出口且影響經濟信心，加以部分會員國勞動供給不足情形惡化，使歐元區經濟成長續放緩。

民國107年11月份

- 5日 △美國對伊朗經濟制裁生效，惟給予日本及南韓等部分國家可自伊朗購油之6個月豁免期。
- 14日 △日本2018年第3季GDP成長率（與上季比，換算成年率）為-1.2%，主因強颱風、豪雨及地震等天然災害侵襲下，民間消費、輸出及企業設備投資均呈現衰退。
- 21日 △OECD發布「OECD經濟展望」（OECD Economic Outlook）報告，預測全球經濟成長於2018年達到3.7%之高點，2019年回落至3.5%。總體經濟政策寬鬆幅度漸減、貿易緊張情勢升高、金融情況趨緊及油價走升等不利因素持續影響景氣，另美、中相互加徵關稅對全球產出及貿易量亦可能產生負面衝擊。
- 22日 △新加坡2018年第3季GDP年增率由初估值2.6%下修為2.2%，低於第2季之4.1%，主因製造業成長放緩。
- 25日 △英國與歐盟正式通過脫歐協議草案，預計於12月11日送交英國國會投票表決。
- 30日 △鑑於房市過熱且家庭債務惡化，南韓央行繼2017年11月後再度調升政策利率0.25個百分點至1.75%，係3年半高點。

民國107年12月份

- 7日 △石油輸出國組織（OPEC）與俄羅斯等產油國決議自2019年初起每日減產120萬桶原油，為期6個月；另伊朗因石油業已遭美國制裁而不在減產之列，利比亞、委內瑞拉及奈及利亞亦豁免減產。
- △歐元區2018年第3季GDP成長率由1.7%下修至1.6%，主要因就業市場改善幅度不如預期，且生產力成長率放緩。
- 10日 △日本2018年第3季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由-1.2%大幅下修至-2.5%，主要因自然災害之影響較預期嚴重，導致企業設備投資大幅下修所致。
- 11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，儘管美中貿易衝突帶來挑戰，開發中亞洲因內需強勁，2018、2019兩年經濟成長率預測值仍分別維持6.0%、5.8%不變。惟美中雙方政策差異性極大仍待調和，近期股市恐慌亦反映貿易戰對企業與消費者信心之負面影響，皆為開發中亞洲面臨之威脅。
- △英國脫歐協議草案原訂本日送交英國國會投票表決，但首相May認為通過機會不大，決定延後至2019年1月表決。
- 13日 △歐洲央行（ECB）貨幣政策會議決議維持政策利率不變，並重申將維持目前之利率水準至少至2019年夏季；資產購買計畫將於2018年底結束，而到期債券之本金再投資將持續至ECB開始升息之後。
- 19日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）鑑於近期就業數據良好，失業率續低，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2.25%~2.50%。
- 20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2.75%。
- △瑞典央行（Sveriges Riksbank）因通膨達標，調升7天期附買回利率（repo rate）0.25個百分點至-0.25%，並自2019年1月9日生效，為2011年以來首度升息。
- 21日 △美國2018年第3季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由3.5%下修至3.4%，主要係民間消費及輸出下修所致。
- 22日 △由於美國總統川普與國會就美墨邊境築牆費用未達成共識，臨時支出法案未能通過，導致包括商務、司法及交通等部分聯邦政府機構運作停擺。

中央銀行出版品一覽

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

22	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	500	
23	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	600	精裝
24	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
25	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
26	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
27	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	圖書	600	
28	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯(2003年 版)《中英對照本》	圖書	1,200	
29	1010203391	法務室	各國中央銀行法選譯(2013年 版)(上冊)	圖書	1,200	
30	1010203393	法務室	各國中央銀行法選譯(2013年 版)(下冊)	圖書	1,000	
31	1009801079	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)	圖書	600	
32	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》	圖書	1,200	
33	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
34	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
35	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻	圖書	贈閱	
36	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
37	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
38	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	
39	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	
40	1009803376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑92年至98年	圖書	600	
41	1010600376	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑98年至105 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4期）

發行人：楊金龍
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 蔡烱民 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 12 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台大店／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） ◆