

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第41卷第2期

中央銀行 編印
中華民國 108 年 6 月

中央銀行季刊

第41卷 第2期

中央銀行 編印

中華民國 108 年 6 月

中央銀行季刊

目錄 第41卷 第2期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
---------------------	---------	---

論著與分析

探討台灣食物類價格及其與通膨情勢之關係	朱 浩 榜	5
---------------------------	-------	---

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國108年第1季）

總體經濟	國 內 經 濟 科	33
國際收支	國 際 收 支 科	43
貨幣與信用	金 融 統 計 科	51
金融市場	金 融 統 計 科	59
	國 際 收 支 科	

國際經濟金融情勢（民國108年第1季）	國 際 經 濟 科	79
---------------------------	-----------	----

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國108年4月至6月）	國 內 經 濟 科	105
-----------------------------	-----------	-----

國際經濟金融日誌（民國108年4月至6月）	國 際 經 濟 科	109
-----------------------------	-----------	-----

中央銀行理監事聯席會議決議

(108年6月20日發布)

一、國際經濟金融情勢

本(2019)年3月本行理事會會議以來，全球景氣持續趨緩，貿易成長下滑；復以美中貿易衝突升溫、英國脫歐進程延宕等影響，國際金融市場動盪，經濟下行風險加大，國際機構普遍下修本年全球經濟及貿易量成長預測，主要經濟體貨幣政策立場多趨於寬鬆。

展望未來，美中貿易衝突及美國與其他經濟體間貿易爭端之後續發展、高債務經濟體之金融脆弱性上升、英國脫歐僵局、地緣政治緊張情勢，以及國際原油價格波動等不確定性因素甚多，恐進一步衝擊全球經濟成長。

二、國內經濟金融情勢

(一) 年初以來，由於全球經貿不確定性持續升高，國際景氣降溫，衝擊國內出口，且台股隨國際股市波動加大，影響消費信心，致經濟成長趨緩。1至4月平均失業率較上年同期略升，薪資成長略緩；惟就業人數持續緩增，勞動市場情勢尚屬穩定。

至於下半年，雖然預期國際需求仍弱，惟美中貿易衝突帶來部分轉單效應及基期較低之影響，出口成長

略升；加以政府推動擴大內需政策，有助民間消費與投資。本行預測下半年經濟成長2.36%(上半年為1.73%)，全年為2.06%；惟美中貿易談判進展，將是影響經濟成長的重要變數。

(二) 本年1至5月消費者物價指數(CPI)平均年增率為0.51%，不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為0.49%，漲幅和緩。

考量颱風季節來臨，蔬果等食物類價格恐受影響，預期下半年CPI年增率高於上半年；惟全球經濟展望向下，預期本年國際原油價格略低於上年，加以國內需求溫和，全年通膨展望平穩。本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別為0.87%及0.76%(詳附表1)。

(三) 本年1至5月準備貨幣及貨幣總計數M2平均年增率分別為6.40%及3.25%；同期間，銀行放款與投資平均年增率為5.14%。

近月因外資淨匯出及稅款繳庫，市場資金情勢略緊，短期利率略升，本行彈性調節，銀行超額準備維持在4百餘億元水準；國內10年期公

債殖利率主要隨美債殖利率下滑；

國際美元走強，致新台幣對美元匯率貶值，國內金融情勢仍屬寬鬆。

三、本行理事會一致決議維持政策利率不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量當前國內物價漲幅和緩，本年產出缺口負值略微擴大，通膨展望穩定；全球經濟雖潛藏下行風險，惟在內需支撐及基期較低下，預期下半年國內經濟成長高於上半年，全年景氣力道仍屬溫和；益以國內實質利率水準與主要經濟體相較，亦屬居中(詳附表2)，本行理事會認為維持政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，有助物價穩定及整體經濟金融穩健發展。

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.375%、

1.75%及3.625%。

鑑於國際間存在諸多不確定性，本行將密切注意主要經濟體貨幣政策動向、美中貿易談判後續發展、地緣政治風險，以及全球金融市場變化等對國內經濟金融情勢之影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行之法定職責。

四、近期國際資金快速移動，各國金融市場波動擴大，台灣亦然；惟新台幣對美元匯率波動幅度低於其他主要幣別。

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

附表1 台灣當前通膨及通膨展望

單位：%

預測機構		當前通膨	通膨展望	
		2019年 1-5月	2019年 全年(f)	
國內機構	主計總處(2019/5/24)	0.51 (CPI) 0.49 (核心CPI*)	0.71	國內機構預測 中位數 0.83%
	台經院(2019/4/25)		0.80	
	台綜院(2019/6/14)		0.83	
	中經院(2019/4/17)		0.83	
	中央銀行(2019/6/20)		0.87 (CPI) 0.76 (核心CPI*)	
國外機構	HSBC(2019/6/13)		0.30	國外機構預測 中位數 0.88%
	BofA Merrill Lynch(2019/6/15)		0.70	
	Barclays Capital(2019/6/14)		0.70	
	Citi(2019/6/5)		0.80	
	UBS(2019/6/14)		0.81	
	IHS Markit(2019/6/18)		0.94	
	JP Morgan(2019/6/14)		1.00	
	Morgan Stanley(2019/6/10)		1.00	
	Deutsche Bank(2019/6/6)		1.00	
	Goldman Sachs(2019/6/15)		1.10	

*核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。
資料來源：主計總處、各預測機構

附表2 主要經濟體實質利率

單位：%

經濟體	(1) 1年期定存利率* (2019年6月20日)	(2) CPI年增率** (2019年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
馬來西亞	2.750	0.68	2.070
印尼	4.750	2.86	1.890
南韓	1.500	0.50	1.000
泰國	1.500	1.00	0.500
台灣	1.065	0.87	0.195
新加坡	0.700	1.05	-0.350
日本	0.010	0.65	-0.640
瑞士	0.000	0.72	-0.720
美國	1.240	2.07	-0.830
中國大陸	1.500	2.40	-0.900
英國	0.700	1.88	-1.180
歐元區	0.050	1.44	-1.390
香港	0.300	2.26	-1.960
菲律賓	0.500	3.06	-2.560

* 台灣為本國五大銀行之1年期定期存款機動利率；其他國家係當地大型銀行之1年期小額定存利率。

** 為IHS Markit 2019年6月18日之預測值；台灣CPI年增率係本行預測值。

探討台灣食物類價格及其與通膨情勢之關係*

朱浩榜**

摘 要

本文分析台灣食物類的價格變動，以及其與通膨情勢的關係。實證結果發現，需求面因素雖可能影響食物類年增率的短期變動，但長期效果並不顯著；相較於需求面因素，食物產量、降雨災害，甚至進口成本等供給面因素，或與食物類價格變動的關聯性較高，且可能存在非線性關係。其次，CPI年增率的持續性大於食物類年增率，顯示CPI年增率的持續性可能源自非食物類通膨，但幅度皆不大，且食物類年增率的衝擊可能較為短暫；惟食物類年增率在樣本期間內的均值較高，致食物類對CPI年增率貢獻較大。再者，食物類年增率的變動多屬短暫性，且不會影響至非食物類。最後，雖然通膨預期可能較不受食物類「單一因素」影響，但整體的CPI年增率仍可能影響通膨預期，而食物類又是CPI的重要成分，故仍應予留意。

* 本文初稿完成於民國106年2月，107年5月修正完稿。本文感謝兩位匿名審稿人，以及本行嚴副總裁宗大、林處長宗耀、林副處長淑華、吳副處長懿娟、汪研究員建南、葉研究員盛、廖研究員俊男與經濟研究處同仁給予寶貴意見。惟本文觀點為作者個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

** 作者為中央銀行經濟研究處四等專員。

壹、前言

食物類為消費者物價指數（consumer price index, CPI）的基本分類之一，且為社會大眾的日常生活所需，購買頻度較高，民眾往往容易感受其價格變動。再者，食物類的權重占CPI約四分之一^{註1}，且食物類價格變動往往影響CPI年增率甚多，近來亦是CPI上漲的主因。例如，2016年第2季CPI較2015年同期上漲1.34%，食物類的貢獻度即高達1.64個百分點；倘若扣除食物類的貢獻，則CPI反將下跌0.30%。而除了食物類本身以外，其價格變動也可能對非食物類的價格造成影響，進而擴及整體CPI。因此，分析食物類價格的變動將有助了解國內物價情勢，並可供決策參考。

雖然國內不乏探討通膨的文獻，但近年僅陳佩玗（2013）與吳中書（2014）對食物類價格較有著墨。陳佩玗（2013）就台灣CPI年增率進行短期預測，且在分別估計CPI的各組成項目時，觀察到台灣的食物類價格深受天候因素影響，並於食物類價格的預測模型加入虛擬變數，以捕捉天候效果。吳中書（2014）則探討台灣物價的相關議題。依據該文觀察，食物類價格易大幅震盪，上揚隔年的下跌機會頗高，故長期而言，食物類價格與CPI的變動趨勢相若；且食物類易受天候或疫情影響，亦可能受國際原物料價格變動波及。惟該文僅做敘述性的探討，並無

量化分析。

然而，即便上述文獻論及食物類價格，但內容仍以探討通膨相關的議題為主，亦未就食物類價格或其相關議題進行較為深入的分析。爰此，本文擬探討食物類的價格變動，以及其與整體CPI年增率的關係，期能填補國內文獻的不足之處，增進對台灣物價情勢的瞭解。本文分析的樣本期間起始自亞洲金融風暴結束後（1999年第1季至2016年第2季）。

首先，本文將探討食物類價格年增率（以下簡稱食物類年增率）的定型特徵（stylized facts），並將其與CPI年增率兩相比較，可知兩者走勢密切，且食物類價格變動的幅度較高，波動程度亦較大，不若CPI年增率的走勢平穩。

其次，再以不同的實證模型分析影響食物類價格變動的因素，以及食物類年增率與整體通膨情勢的關係，包括CPI與食物類年增率的持續性（persistence）、食物類對非食物類物價的關係，以及食物類價格變動是否影響通膨預期等，以瞭解食物類年增率是否藉本身的走勢與特性，或是對非食物類的外溢效果等，影響整體的通膨情勢。本文發現，相較需求面因素，食物類的價格較易受產量、降雨災害，甚至進口成本等供給面因素影響，且可能存在非線性效果；CPI及

食物類年增率的持續性皆不大，且食物類年增率的持續性較低，顯示其衝擊可能較屬於短暫性的衝擊；食物類年增率的變動不會影響至非食物類，不具外溢效果；最後，雖然通膨預期可能較不受食物類「單一因素」影響，但整體的CPI年增率仍可能影響通膨預期，而食物類又是CPI的重要成分，故仍應予留意。

本文共分為5節。除前言外，第2節概述食物類年增率與CPI年增率的定型特徵，第3節探討影響食物類價格變動的因素，第4節則從通膨持續性、食物類年增率變動的外溢效果，以及其對通膨預期的影響等面向，探討食物類年增率與整體通膨情勢的關係。最後，第5節為本文結論。

貳、定型特徵

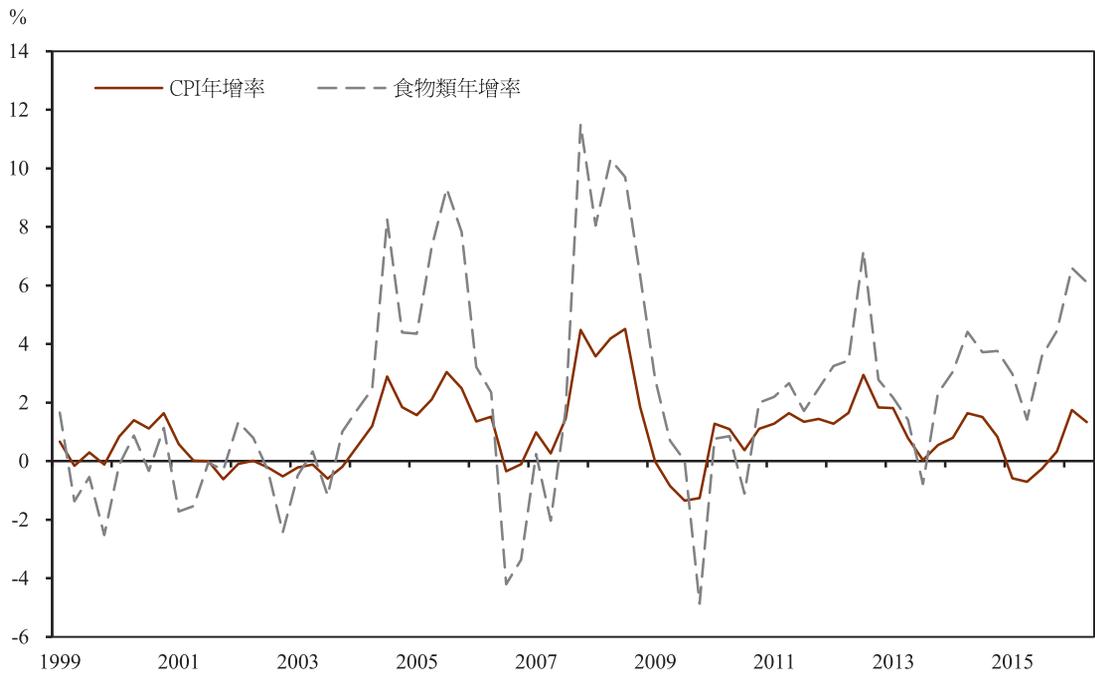
圖1為1999年第1季至2016年第2季間，CPI年增率與食物類年增率的走勢。在2003年以前，CPI年增率與食物類年增率皆在零軸上下2個百分點之間波動，且幅度不大。2004年以後，兩者皆上升，且食物類漲幅明顯高於CPI；至2006年下半年，兩者回跌，且食物類跌幅亦較CPI為深。2007年下半年起，CPI年增率與食物類年增率再度走升，且升幅更高；其後兩者皆於金融海嘯期間回跌，且食物類年增率跌幅大於CPI年增率。金融海嘯後，CPI年增率走勢大致平穩，僅2014年底至2015年間，受國際原物料下跌影響走低而呈負數；食物類漲幅則較高，近年尤為明顯。

若計算樣本期間內的相關係數，可得

CPI年增率與食物類年增率達0.84，而CPI年增率與非食物類價格年增率（以下簡稱非食物類年增率）則僅0.68，可知CPI年增率與食物類年增率的同期相關程度較高。

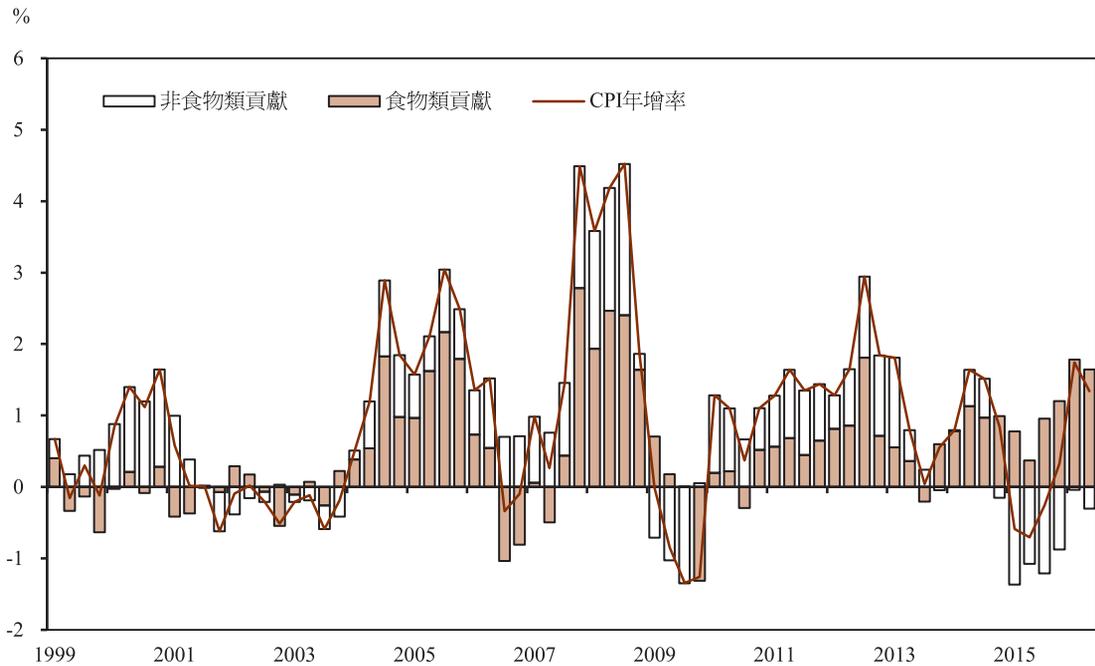
由於CPI係由食物類及非食物類加權平均而得，故食物類價格的變動幅度會直接影響CPI年增率。為觀察食物類對CPI年增率的影響程度，圖2繪示樣本期間內，食物類對CPI年增率的貢獻度。觀察圖2，可發現除2000年至2001年、2009年等少數期間外，食物類價格變動均影響CPI年增率甚多；甚至近半數期間，食物類對CPI年增率的貢獻幅度過半^{註2}。近年食物類的貢獻為正，減緩2015年的CPI跌幅，並為2016年以來CPI上漲的主因。

圖1 CPI及食物類年增率



資料來源：主計總處

圖2 食物類對CPI年增率的貢獻

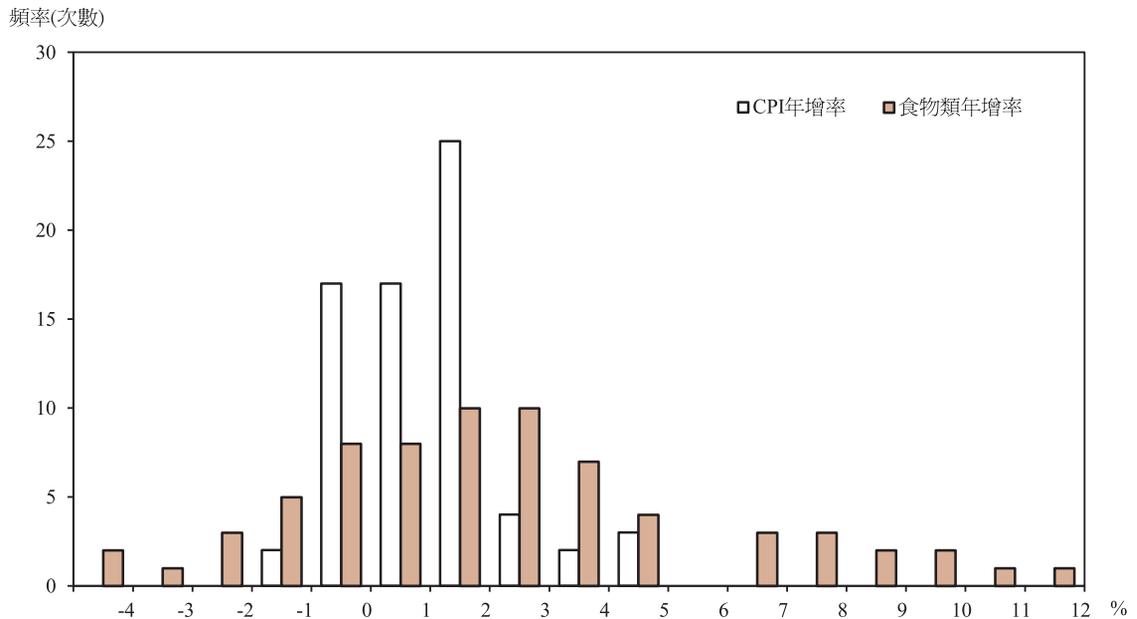


資料來源：主計總處

接著，圖3為CPI年增率與食物類年增率的直方圖（histogram），繪示兩者次數分配的情形。觀察圖3，可知CPI年增率大多在0%至2%之間波動，高於2%的情形較為少見；低於0%的次數亦頗多，其主要集中在2002年至2003年間、2009年金融海嘯期間，以及2015年國際原物料價格下跌期間。整體

而言，樣本期間內的CPI年增率不高，且相當穩定。另一方面，食物類年增率雖以0%至3%之間的次數最多，但分布較為分散，高於3%或低於0%的情形亦頗常見，最高於2007年第4季達11.49%，最低則於2009年第4季達-4.87%，差距頗大，食物類年增率的波動程度大於CPI年增率。

圖3 CPI與食物類年增率次數分配直方圖



為確切了解波動程度，本文計算樣本標準差，可得CPI年增率為1.27%；而食物類年增率為3.46%，波動程度為CPI年增率的2.7倍。食物類價格變動的波動程度顯然較大。此外，非食物類年增率的樣本標準差則僅0.97%，故樣本期間內，CPI年增率的波動應來自食物類年增率較多。

綜上所述，可知CPI年增率與食物類年增率的同期相關程度較高，兩者走勢密切；

CPI年增率易受食物類價格變動影響，在近半數的樣本期間內，食物類對CPI年增率的貢獻幅度過半；最後，食物類價格變動的幅度較高，波動程度亦較大，不若CPI年增率的走勢平穩。相較於吳中書（2014），與其「就長期的變動趨勢而言，食品類別物價與消費者物價走勢相若」及「食品類別物價容易出現大幅振盪的波動」的觀察相同。

參、影響食物類年增率的因素

可能影響食物類價格變動的因素眾多，但整體而言，仍不脫市場供需之範疇。因此，本節擬參考相關文獻的做法（如Zhang and Law, 2010；Durevall et al., 2013），從需求、供給等不同面向，考量可能的解釋變數，估計影響台灣食物類年增率的因素。

一、模型設定

為考慮變數間可能存有跨期的關聯性，以及食物類年增率本身的持續效果，本文擬藉自我迴歸落後分配（autoregressive distributed lag, ARDL）模型估計影響食物類年增率的因素。其模型可表示為

$$\pi_t^f = \beta_0 + \sum_{p=1}^n \beta_p \pi_{t-p}^f + \sum_{r=1}^k \sum_{q=0}^{m_r} \gamma_q^r x_{t-q}^r + \varepsilon_t, \quad (1)$$

其中， π_t^f 為食物類年增率， x_t^r 為影響食物類年增率的解釋變數，而 $r = 1, 2, \dots, k$ ，故 x_t^k 即為第 k 個解釋變數； β_0 為模型的常數項， ε_t 為誤差項， β_p 、 γ_q 為待估計的參數；最後， n 為自我迴歸項的落後期數， m_k 則為第 k 個解釋變數的落後期數^{註3}。

接著，為了解各解釋變數的長期效果，可進一步計算第 k 個解釋變數的長期係數（long-run coefficient）為

$$\phi_k = \frac{\sum_{q=0}^{m_k} \gamma_q^k}{1 - \sum_{p=1}^n \beta_p}.$$

至於模型各變數的落後期數，本文將以赤池資訊評選準則（Akaike information criterion, AIC）決定。

二、可能的影響因素

在此詳述可能影響食物類年增率的解釋變數。首先，本文以產出缺口（output gap）作為需求面的代理變數。產出缺口為季調後的實質國內生產毛額（gross domestic product, GDP）偏離潛在GDP的百分比，而潛在GDP係利用1990年第1季至2017年第4季的季調後實質GDP及HP filter估算（2016年第3季後資料，為主計總處2016年8月19日公布之預測值）^{註4}。若產出缺口為正，則實際產出大於潛在產出，表示經濟體具有通膨壓力。

另外，本文亦以失業率缺口（unemployment gap）代替產出缺口，作為需求面因素的另一種衡量方式。失業率缺口為季調後失業率與其長期趨勢之差距，而失業率的長期趨勢係利用1990年第1季至2016年第3季的季調後失業率及HP filter估算^{註5}。與產出缺口相反，若失業率缺口為負，則實際失業率小於其長期趨勢，經濟體有通膨壓力。

至於供給面因素，本文以農林漁牧業產品的躉售物價指數（wholesale price index,

WPI) 代表食物類成本，作為供給面的代理變數。由於影響食物類成本的因素眾多，故本文再將其分為進口成本、降雨災害及食物產量等，以便進一步探究影響食物類價格的原因。

由於近年台灣以價格計算的糧食自給率逐年下降，至2015年僅66.44%^{註6}，故廠商的進口價格可能是影響食物類價格的原因之一。因此，本文以新台幣計價之農產品進口物價指數年增率作為廠商進口成本的替代變數。其次，豪、大雨等災害是影響食物類價格的重要原因，除造成農損外，其引發的預期心理也可能造成農產品價格上漲。然而，降雨有其季節性，為捕捉異常的降雨災害，本文參考Zhang and Law (2010) 的做法，將降雨量「偏離歷年同季平均的幅度」作為雨災變數^{註7}。最後，國內的食物產量以主計總處編製之「農業別實質GDP」年增率衡量。由於農業GDP亦可能受豪、大雨等災害影響；而降雨災害的影響已另行考量，故本文將農業GDP先對同期的雨災變數進行迴歸，剔除降雨災害的影響後，再取其年增率。

(各解釋變數的資料來源可參考附表，時間序列走勢則繪於附圖。)

三、估計結果

(一) 基本估計結果

首先，本文在(1)式中考慮的解釋變數包括代表需求面因素的產出缺口(\hat{y})，以及代表食物類成本的農林漁牧業產品WPI年增率(PC)。在最大落後期數為4期的前提下，本文根據AIC選取食物類年增率本身的落後項、產出缺口、食物類成本的落後期數各為4期、0期、3期，估計結果列於表1欄(1)。另因殘差可能有自我相關，欄(1)以Newey-West HAC估計式作為估計標準誤。

估計結果顯示，當期產出缺口的係數不顯著，而食物類成本的短期係數則正負兼有。從長期係數觀之，產出缺口仍不顯著，食物類成本則顯著為正。因此，在樣本期間內，食物類的價格變動與其成本的變動較有關聯，與產出缺口則關聯不大。

表1 食物類年增率影響因素的基本估計結果 I

	(1)		(2)	
	係數	標準誤	係數	標準誤
β_0	0.478*	0.276	0.978**	0.378
π_{t-1}^f	0.778***	0.116	0.467***	0.100
π_{t-2}^f	0.041	0.123	0.190*	0.112
π_{t-3}^f	0.053	0.093	0.141	0.112
π_{t-4}^f	-0.275***	0.087	-0.262**	0.101
\tilde{y}_t	0.005	0.078	0.192	0.125
PC_t	0.340***	0.049	--	
PC_{t-1}	-0.341***	0.077	--	
PC_{t-2}	-0.010	0.090	--	
PC_{t-3}	0.138**	0.061	--	
π_t^{im}	--		0.028	0.018
y_t^A	--		-0.186***	0.048
RF_t^{dev}	--		0.004***	0.001
長期係數				
\tilde{y}	0.012	(0.951)	0.413	(0.185)
PC	0.314***	(0.002)	--	
π^{im}	--		0.060	(0.200)
y^A	--		-0.399***	(0.007)
RF^{dev}	--		0.009***	(0.008)
調整後R ²	0.742		0.645	
LM (1)	5.740**	(0.017)	0.001	(0.973)
LM (4)	7.298	(0.121)	1.259	(0.868)
White	60.550	(0.251)	45.923	(0.392)

說明：1. 小括弧內為p-值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. LM為Breusch-Godfrey LM檢定統計量。(1)、(4)表虛無假設為殘差項不具1階、4階自我相關。

4. White為White檢定統計量，虛無假設為殘差項不具變異數異質性。

接著，本文仍保留產出缺口，但進一步將食物類成本分為進口成本（ π^{im} ）、食物產量（ y^A ）及降雨災害（ RF^{dev} ）等3種影響因素，重新進行估計。另由於先前選定農林漁牧業產品WPI年增率的落後期數為3期，故此3個解釋變數的最大落後期數亦設為3期，其餘變數的最大落後期數維持不變，可得AIC建議的食物類年增率落後期數仍為4期，其他解釋變數的落後期數則皆為0期。估計結果列於表1欄（2）。

在考量不同的供給面影響因素後，產出缺口仍不顯著，進口成本也不顯著^{註8}。食物產量顯著為負，表示食物類的產量上升將有助減緩食物類的價格漲勢，原因可能係市場供給增加所致。降雨災害顯著為正，表示豪、大雨等災害將增加食物類的價格漲勢，可能係因降雨災害導致農損或引發市場預期心理等，亦相同於陳佩玗（2013）、吳中書（2014）認為食物類價格深受天候影響之觀察。

雖然產出缺口的係數皆不顯著，但為確認需求面因素的影響，本文另以失業率缺口（ \tilde{u} ）作為需求面因素的代理變數，重新估計（3）式，並仍依相同準則，以AIC選取落後期數。估計結果列於表2欄（1），並仍以Newey–West HAC估計式作為估計標準誤。結果顯示，代表需求面因素的失業率缺口仍不顯著，且食物類成本的估計結果亦未改變。

同樣地，表2欄（2）進一步將食物類成本改以進口成本、食物產量及降雨災害替代，並選定食物類年增率本身的落後期數為4期、失業率缺口為2期，其他解釋變數則仍為0期。根據欄（2）的估計結果，當期的失業率缺口顯著為負，惟長期係數仍不顯著。當期的進口成本、食物產量及降雨災害等變數的估計結果則維持不變。因此，即使改以失業率缺口作為需求面因素的代理變數，整體估計結果仍差異不大。

表2 食物類年增率影響因素的基本估計結果 II

	(1)		(2)	
	係數	標準誤	係數	標準誤
β_0	0.498**	0.225	1.028***	0.381
π_{t-1}^f	0.751***	0.124	0.448***	0.101
π_{t-2}^f	0.040	0.120	0.214*	0.114
π_{t-3}^f	0.057	0.094	0.120	0.110
π_{t-4}^f	-0.259***	0.082	-0.261**	0.099
\tilde{u}_t	-0.594	0.361	-2.790*	1.500
\tilde{u}_{t-1}	--		2.193	1.516
PC_t	0.339***	0.046	--	
PC_{t-1}	-0.337***	0.081	--	
PC_{t-2}	-0.013	0.092	--	
PC_{t-3}	0.136**	0.059	--	
π_t^{im}	--		0.029	0.018
y_t^A	--		-0.195***	0.049
RF_t^{dev}	--		0.004***	0.001
長期係數				
\tilde{u}	-1.446	(0.148)	-1.246	(0.295)
PC	0.305***	(0.002)	--	
π^{im}	--		0.061	(0.188)
y^A	--		-0.406***	(0.004)
RF^{dev}	--		0.009**	(0.015)
調整後R ²	0.749		0.649	
LM (1)	5.660**	(0.017)	0.037	(0.847)
LM (4)	8.504*	(0.075)	0.471	(0.976)
White	64.085	(0.164)	55.182	(0.430)

說明：1. 小括弧內為p-值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. LM為Breusch-Godfrey LM檢定統計量。(1)、(4)表虛無假設為殘差項不具1階、4階自我相關。

4. White為White檢定統計量，虛無假設為殘差項不具變異數異質性。

(二) 非線性效果

值得探討的是，進口成本的當期係數不甚顯著，可能肇因於廠商非線性的轉嫁（pass-through）行為。Taylor（2000）認為，在低通膨環境下，廠商的定價能力較低，此時若進口價格或工資變動使得成本上升，則轉嫁的程度將較低。而林柏君與吳中書（2013）以門檻（threshold）模型分析台

灣的進口物價，亦發現在不同的通膨環境下，匯率轉嫁程度將隨之不同；因此，食物類價格亦可能存在非線性的轉嫁行為。

為探究非線性的轉嫁行為，本文參考林柏君與吳中書（2013），改以門檻模型重新估計（1）式，而本文以食物類年增率本身的落後項作為門檻變數（threshold variable）：

$$\pi_t^f = \begin{cases} \beta_{0,1} + \sum_{p=1}^n \beta_{p,1} \pi_{t-p}^f + \sum_{r=1}^k \sum_{q=0}^{m_r} \gamma_{q,1}^r x_{t-q}^r + \varepsilon_t, & \pi_{t-d}^f < c, \\ \beta_{0,2} + \sum_{p=1}^n \beta_{p,2} \pi_{t-p}^f + \sum_{r=1}^k \sum_{q=0}^{m_r} \gamma_{q,2}^r x_{t-q}^r + \varepsilon_t, & \pi_{t-d}^f \geq c. \end{cases}$$

其中， π_{t-d}^f 即為門檻變數且 $1 \leq d \leq n$ ， c 為門檻值（threshold value），計算方式詳見 Hansen（1999a）；其餘符號則皆與（1）式相同。

表3、表4分別為表1欄（2）、表2欄（2）改以門檻模型估計之結果，而門檻變數皆為落後1期的食物類年增率（即 π_{t-1}^f ）、門檻值皆為1.42%^{註9}。

表3 食物類年增率影響因素的門檻模型估計結果 I

	$\pi_{t-1}^f < 1.42\%$ (1)		$\pi_{t-1}^f \geq 1.42\%$ (2)	
	係數	標準誤	係數	標準誤
β_0	0.266	0.433	2.549***	0.684
π_{t-1}^f	-0.136	0.235	0.348***	0.121
π_{t-2}^f	-0.027	0.222	0.070	0.117
π_{t-3}^f	0.074	0.153	-0.042	0.139
π_{t-4}^f	-0.326***	0.111	-0.121	0.154
\tilde{y}_t	0.069	0.166	0.025	0.189
π_t^{im}	-0.018	0.033	0.046**	0.021
y_t^A	-0.089	0.077	-0.237***	0.060
RF_t^{dev}	0.000	0.002	0.008***	0.002
長期係數				
\tilde{y}	0.049	(0.694)	0.033	(0.898)
π^{im}	-0.013	(0.554)	0.062*	(0.068)
y^A	-0.063	(0.316)	-0.318**	(0.012)
RF^{dev}	0.000	(0.996)	0.011***	(0.001)
調整後R ²	0.801			
LM (1)	0.927	(0.336)		
LM (4)	3.469	(0.483)		
White	15.464	(0.562)		

說明：1. 小括弧內為p-值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. LM為Breusch-Godfrey LM檢定統計量。(1)、(4)表虛無假設為殘差項不具1階、4階自我相關。

4. White為White檢定統計量，虛無假設為殘差項不具變異數異質性。

從表3可知，當落後1期的食物類年增率低於門檻值時，進口成本的係數不顯著；但當落後1期的食物類年增率高於門檻值時，進口成本的係數則顯著大於0。亦即，在上期食物類通膨較高時，進口成本的轉嫁程度較高；但在上期食物類通膨較低時，廠商則無明顯的轉嫁行為。此結果顯示食物類進口

成本的確存在非線性的轉嫁行為，與Taylor（2000）的看法相同。此外，在落後1期的食物類年增率高於門檻值時，食物產量、降雨災害的估計結果維持不變；但在低於門檻值時，皆轉呈不顯著。另一方面，無論落後1期的食物類年增率高於或低於門檻值，產出缺口皆仍不顯著。

表4 食物類年增率影響因素的門檻模型估計結果 II

	$\pi_{t-1}^f < 1.42\%$ (1)		$\pi_{t-1}^f \geq 1.42\%$ (2)	
	係數	標準誤	係數	標準誤
β_0	0.334	0.440	2.837	0.666
π_{t-1}^f	-0.118	0.230	0.346***	0.124
π_{t-2}^f	0.061	0.225	0.014	0.122
π_{t-3}^f	0.054	0.149	-0.072	0.134
π_{t-4}^f	-0.320***	0.108	-0.171	0.150
\tilde{u}_t	-2.886	1.900	2.346	2.163
\tilde{u}_{t-1}	2.604	1.798	-3.278	2.630
π_t^{im}	-0.015	0.032	0.042**	0.021
y_t^A	-0.112	0.071	-0.223***	0.064
RF_t^{dev}	0.001	0.002	0.008***	0.002
長期係數				
\tilde{u}	-0.213	(0.651)	-1.055	(0.520)
π^{im}	-0.011	(0.619)	0.048*	(0.099)
y^A	-0.085	(0.192)	-0.252**	(0.012)
RF^{dev}	0.001	(0.623)	0.009***	(0.002)
調整後R ²	0.815			
LM (1)	1.161	(0.281)		
LM (4)	4.541	(0.338)		
White	17.879	(0.531)		

說明：1. 小括弧內為p-值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. LM為Breusch-Godfrey LM檢定統計量。(1)、(4)表虛無假設為殘差項不具1階、4階自我相關。

4. White為White檢定統計量，虛無假設為殘差項不具變異數異質性。

表4的估計結果與表3相同，進口成本的係數在落後1期的食物類年增率高於門檻值時顯著為正；低於門檻值時則不顯著。食物產量、降雨災害的估計結果則未改變；且無論落後1期的食物類年增率高於或低於門檻值，失業率缺口皆不顯著，與產出缺口相同。

綜上所述，可知在樣本期間內，雖需求面因素的短期調整可能與食物類年增率有關，惟估計結果不穩健（robust）且長期效果皆不顯著，故食物類年增率與需求面因素的關聯性應較低^{註10}。另一方面，代表食物類生產成本變動的農林漁牧業產品WPI年增率則與食物類年增率密切相關。進一步分析，

食物產量增加將有助食物類年增率下降，而豪、大雨等降雨災害，則將使食物類年增率上升。雖然進口成本對食物類年增率的平均影響不明顯，但在上期食物類通膨較高時，

將有顯著的轉嫁效果。整體而言，相較於需求面因素，生產成本變動等供給面因素或與食物類價格變動的關聯性較高。

肆、食物類年增率與整體通膨的關係

由於CPI係由食物類及非食物類加權平均而得，故食物類年增率可能藉由本身的走勢與特性，或是對非食物類年增率的外溢效果等，進而影響整體的通膨情勢。因此，本節擬從通膨持續性、外溢效果及通膨預期等面向，探討食物類年增率與整體通膨情勢的關係。

一、持續性

(一) 模型設定

當經濟體遭受外生衝擊後，該衝擊造成的影響大小及期間長短，即為「持續性」。通膨的持續性是總體經濟廣為討論的重要議題。由於食物類包含於CPI之中，因此，估計食物類年增率及CPI年增率的持續性，將有助了解兩者遭受外生衝擊後的調整過程及相關特性。

至於估計通膨持續性的方法，文獻上通常是考慮通貨膨脹的自我迴歸模型，再將通膨落後項的係數加總，以衡量過去的通膨對通膨本身的影響。簡述如下：

考慮一個自我迴歸模型

$$\pi_t = \psi_0 + \sum_{p=1}^n \psi_p \pi_{t-p} + \varepsilon_t, \quad (2)$$

其中， π_t 為通貨膨脹率（可為CPI年增率或食物類年增率）、 ε_t 為誤差項，而落後期的通膨係數總和 $\sum_{p=1}^n \psi_p$ ，即為待估計的通膨持續性參數。

接著，可依照ADF（augmented Dickey-Fuller）型式，將（2）式改寫成

$$\pi_t = \alpha + \rho \pi_{t-1} + \sum_{p=1}^{n-1} \theta_p \Delta \pi_{t-p} + \varepsilon_t. \quad (3)$$

其中， $\rho = \sum_{p=1}^n \psi_p$ 且 $\theta_p = -\sum_{s=p}^{n-1} \psi_s$ 。因此，估計（3）式即可得到CPI年增率與食物類年增率的持續性參數^{註11}。

(二) 估計結果

在最大落後期數為6期的前提下，本文依據AIC之建議，選定CPI年增率、食物類年增率的落後期數 n 分別為5期、4期。在選定落後期數後，即可估計（3）式，並將估計結果列於表5。其中， α 是模型的常數項， ρ 為估得的持續性參數。

首先，從表5欄（1）可知，在樣本期間內，CPI年增率的持續性參數為0.585，而

欄(2)顯示食物類年增率的持續性參數為0.456。兩者都在1%的顯著水準下顯著，且食物類年增率的持續性略小於CPI年增率^{註12}，惟幅度均不大。其次，食物類年增率的常

數項大於CPI年增率，顯示樣本期間內食物類年增率的均值較高^{註13}，致食物類對CPI年增率有較高的貢獻(圖2)。

表5 通膨持續性的估計結果

	CPI年增率		食物類年增率			
	(1)		(2)		(3)	
	係數	標準誤	係數	標準誤	係數	標準誤
α	0.387**	0.154	1.173***	0.370	-0.092	0.475
ρ	0.585***	0.121	0.456***	0.107	0.267**	0.109
D_{afl04Q2}	--	--	--	--	2.410***	0.638
調整後R ²	0.598		0.527		0.608	
LM (1)	1.627	(0.207)	3.115*	(0.082)	0.102	(0.751)
LM (4)	1.701	(0.162)	1.059	(0.385)	0.653	(0.627)
White	18.781	(0.536)	14.574	(0.408)	17.623	(0.548)

說明：1. 小括弧內為p-值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. 本表省略差分項 $\Delta\pi_{t-p}$ 的係數 θ_p 。

4. LM為Breusch-Godfrey LM檢定統計量。(1)、(4)表虛無假設為殘差項不具1階、4階自我相關。

5. White為White檢定統計量，虛無假設為殘差項不具變異數異質性。

平均而言，在樣本期間內，雖CPI年增率與食物類年增率持續性的幅度皆不大，但外生衝擊仍會影響未來的CPI年增率及食物類年增率，且CPI年增率的持續性大於食物類年增率，顯示CPI年增率的持續性應源自非食物類的通膨^{註14}。食物類年增率的持續性較低，其衝擊可能較屬短暫性(transitory)。

(三) 結構性改變

由於樣本起始自1999年，國內外經濟環境已歷經許多變化，且期間內涵蓋金融海嘯等重大事件，故可能存在結構性改變(structural change)。因此，本文再以Bai-Perron檢定檢測可能存在的結構性改變(Bai and Perron, 1998, 2003)，並將結果列於表6。

表6 Bai-Perron結構性改變檢定統計量

	CPI年增率		食物類年增率	
	α	ρ	α	ρ
0 vs. 1	6.936	4.184	14.282*	7.354
1 vs. 2	--	--	2.867	--
時點	--	--	2004Q2	--

說明：1. *表示在5%的水準下顯著。

2. 虛無假設為可能發生結構性改變的次數。

從表6可知，在5%的顯著水準下，CPI年增率的常數項及持續性參數，均無法拒絕沒有結構性改變的虛無假設；食物類年增率的持續性參數亦無法拒絕，但常數項卻拒絕該虛無假設，表示常數項仍可能有結構性改變，且改變的時點在2004年第2季。

本文在（3）式加入2004年第2季後的虛擬變數，重新估計食物類年增率的持續性，並將結果列於表5欄（3）。其中， D_{af04Q2} 為虛擬變數的係數。比較欄（3）與考慮結構性改變前的欄（2），可發現食物類年增率持續性的參數值略降至0.267；原本的常數項係數下降且轉呈不顯著，但控制2004年第2季以後效果的虛擬變數卻達2.410，顯示食物類年增率在2004年第2季以前平均接近0，之後的均值則較高。

因此，在樣本期間內，CPI年增率的持續性及均值並未發生結構性改變；食物類年增率的持續性雖未發生結構性改變，但其均值在2004年第2季後明顯上升。即使考慮均值的變動，估計結果仍顯示食物類年增率的持續性低於CPI年增率，且幅度不大。

二、外溢效果

（一）模型設定

若食物類年增率的變動將影響非食物類，則表示具有外溢效果，須注意其二次效應（second-round effect）^{註15}；反之，則食物類的漲勢僅是短暫性地上升，不會造成持久的正向衝擊。為探討食物類年增率的變動是否具外溢效果，本文參考Zhang and Law（2010），利用Cecchetti and Moessner（2008）的分析方法，估計CPI年增率與非食物類年增率之間的動態調整關係。

首先，可估計

$$\pi_t^{nf} - \pi_{t-4}^{nf} = \eta_1 + \delta_1(\pi_{t-4}^{nf} - \pi_{t-4}) + \varepsilon_t, \quad (4)$$

其中， π_t 為CPI年增率、 π_t^{nf} 為非食物類年增率，而 ε_t 為模型誤差。如前所述，CPI為食物類與非食物類的加權平均，故若CPI年增率大於非食物類年增率，則表示食物類的通膨水準高於非食物類。基於此概念，若 $\delta_1 < 0$ ，則非食物類的通膨水準將於1年內往整體通膨水準（即CPI年增率）調整，表示非食物類通膨將受食物類影響；若 $\delta_1 = 0$ ，

則非食物類年增率不會往CPI年增率調整，表示食物類年增率的變動沒有外溢效果。

同樣地，若估計

$$\pi_t - \pi_{t-4} = \eta_2 + \delta_2(\pi_{t-4} - \pi_{t-4}^{nf}) + \varepsilon_t, \quad (5)$$

則可瞭解CPI年增率是否調整至非食物類年增率，其符號定義與（4）式相同。若 $\delta_2 < 0$ ，則表示CPI年增率會往非食物類的通膨水準調整；若 $\eta_2 = 0$ 且 $\delta_2 = -1$ ，則表示

CPI年增率在1年內會完全回復至非食物類的通膨水準。

(二) 估計結果

表7的欄（1）與欄（2）分別為（4）式與（5）式的估計結果。另因（4）式與（5）式均有殘差自我相關的問題，故均以Newey–West HAC估計式作為估計標準誤。

表7 CPI年增率與非食物類年增率之調整關係

	(1)		(2)	
	係數	標準誤	係數	標準誤
η_1	0.029	0.215	--	
δ_1	0.285	0.289	--	
η_2	--		0.525*	0.306
δ_2	--		-1.378***	0.301
調整後R ²	0.038		0.421	
LM (1)	50.183***	(0.000)	58.973***	(0.000)
LM (4)	22.096***	(0.000)	20.753***	(0.000)
Wald檢定				
$\eta_1 = 0, \delta_1 = 0$	0.988	(0.610)	--	
$\eta_2 = 0, \delta_2 = -1$	--		3.139	(0.208)

說明：1. 小括弧內為p-值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. LM為Breusch–Godfrey LM檢定統計量。(1)、(4)表虛無假設為殘差項不具1階、4階自我相關。

4. Wald檢定為Wald聯合檢定之檢定統計量。虛無假設分別為 $[\eta_1, \delta_1] = [0, 0]$ 、 $[\eta_2, \delta_2] = [0, -1]$ 。

在表7欄（1）中， η_1 與 δ_1 皆不顯著異於0，且Wald檢定亦無法拒絕 $[\eta_1, \delta_1] = [0, 0]$ 的虛無假設，表示非食物類年增率不會調整至CPI年增率。接著，在表7欄（2）中， $\delta_2 < 0$ ，顯示CPI年增率在上升後，會逐漸往非食物類的通膨水準調整。而 η_2 、 δ_2 分

別接近0、-1，因此 $\eta_2 = 0$ 且 $\delta_2 = -1$ 可能成立。Wald檢定的結果顯示，無法拒絕 $[\eta_2, \delta_2] = [0, -1]$ 之虛無假設，表示CPI年增率可能在1年內回復至非食物類的通膨水準。因此平均而言，在樣本期間內，食物類通膨水準的變動僅是短暫性的，且不具外溢效果。

(三) 穩健性

由於在(4)式中，模型係直接設定觀察1年期間的變化，故本文再從兩種不同的角度出發，嘗試觀察其可能存在的動態調整過程，以確認結果之穩健性。首先，本文觀察不同期間下的 δ_1 。亦即，將(4)式改為

$$\pi_t^{nf} - \pi_{t-h}^{nf} = \eta_1 + \delta_1(\pi_{t-h}^{nf} - \pi_{t-h}) + \varepsilon_t, \quad (6)$$

其中， $h = 1, 2, \dots, n$ 。代入不同的 h 並估計

(6)式，即可觀察在不同期間下， δ_1 的大小與 $[\eta_1, \delta_1] = [0, 0]$ 是否仍然成立。

表8列示(6)式的估計結果。可知在不同期間下， δ_1 的大小雖略有變化，但其值不大且均不顯著異於0；再者，Wald檢定亦皆無法拒絕 $[\eta_1, \delta_1] = [0, 0]$ 之虛無假設。因此，即使考量不同期間，食物類年增率的變動仍不具外溢效果。

表8 CPI年增率與非食物類年增率之調整關係（不同期間）

h	η_1		δ_1		$[\eta_1, \delta_1] = [0, 0]$	
	係數	標準誤	係數	標準誤	Wald統計量	p-值
1	0.012	0.078	0.053	0.086	0.398	0.819
2	0.025	0.136	0.102	0.171	0.357	0.837
3	0.033	0.183	0.186	0.231	0.650	0.723
4	0.029	0.215	0.285	0.289	0.988	0.610
5	-0.046	0.236	0.231	0.292	0.727	0.695
6	-0.153	0.255	0.086	0.251	0.500	0.779

說明：1. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

2. 變異數採Newey-West HAC估計式估計。

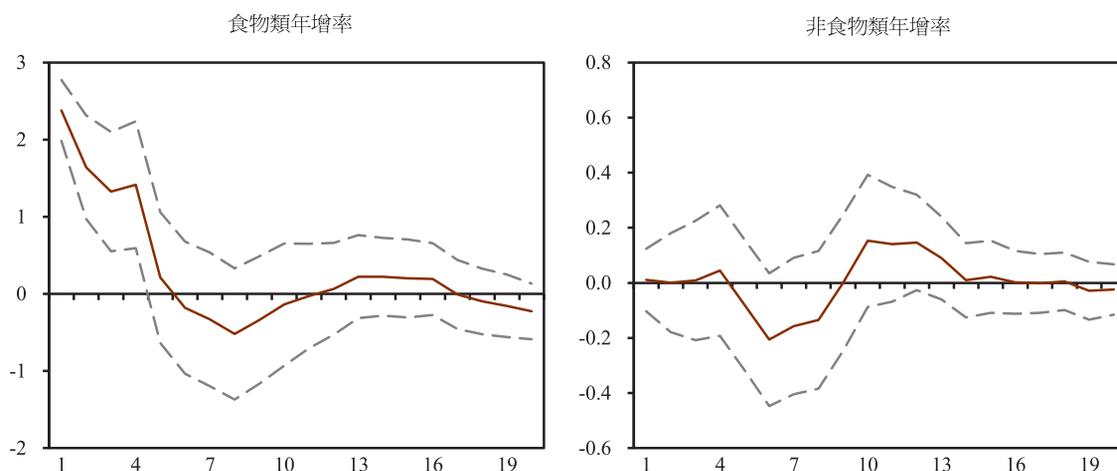
3. $[\eta_1, \delta_1] = [0, 0]$ 為Wald檢定之虛無假設。

其次，本文再以食物類年增率及非食物類年增率，建構雙變量的向量自我迴歸（vector autoregression, VAR）模型，並應用一般化的衝擊反應函數（generalized impulse response function）（Pesaran and Shin, 1998），以瞭解面對食物類年增率的外生衝擊時，非食物類年增率及食物類年增率本身的調整過程。

根據AIC之建議，模型落後期數選定為6期。圖4為面對食物類年增率的衝擊時，食

物類年增率與非食物類年增率的反應圖形。兩側虛線為顯著水準95%的信賴區間，反應期間為20期。從圖中可知，面對食物類年增率的衝擊，其本身在當期上升後逐季下降，至第5期起即不顯著異於0，顯示食物類年增率衝擊對其本身造成的影響在1年內即會消退，效果短暫；而非食物類年增率的變化甚小，且皆不顯著異於0，顯示來自食物類年增率的外生衝擊對非食物類年增率幾無影響。

圖4 面對食物類年增率衝擊的反應圖形



說明：1. 衝擊大小為1個標準差。
2. 虛線為95%信賴區間。

因此，在樣本期間內，無論是考量不同的調整期間，或是考量食物類年增率的外生衝擊，皆顯示食物類的通膨水準不會影響至非食物類，故食物類通膨的變動不具外溢效果。

三、通膨預期

(一) 模型設定

通膨預期是可能影響通膨走勢的重要因素，而食物為民生必需品，購買頻度高，故其價格變動是否影響未來的通膨預期，亦為值得探討的議題。實證上，為檢驗某一變數是否影響另一變數，進行兩變數之間的Granger因果關係檢定（Granger causality test）是常見的做法。然而，影響通膨預期的因素眾多，若遺漏某些重要變數，將導致模型設定錯誤（misspecification），故本文

將在模型中加入其他控制變數，以免檢定結果有誤。

其模型可表示為

$$\pi_t^e = \sum_{l=1}^n \vartheta_l \pi_{t-l}^e + \sum_{l=1}^n \varphi_l \pi_{t-l}^f + \sum_{l=1}^n u_l x_{t-l} + \varepsilon_t. \quad (7)$$

其中， π_t^e 為通膨預期， π_t^f 為食物類年增率， x_t 為其他可能影響通膨預期的控制變數， ε_t 為誤差項，而 n 則為模型的落後期數。接著，可對（7）式中， π_t^f 的係數 φ_l 進行聯合檢定：

$$\varphi_1 = \varphi_2 = \dots = \varphi_n = 0. \quad (8)$$

若檢定結果拒絕（8）式之虛無假設，則表示食物類年增率對通膨預期具有「Granger因果關係」。其他變數亦同。

(二) 通膨預期之衡量

關於通膨預期，本文首先參考Gerlach

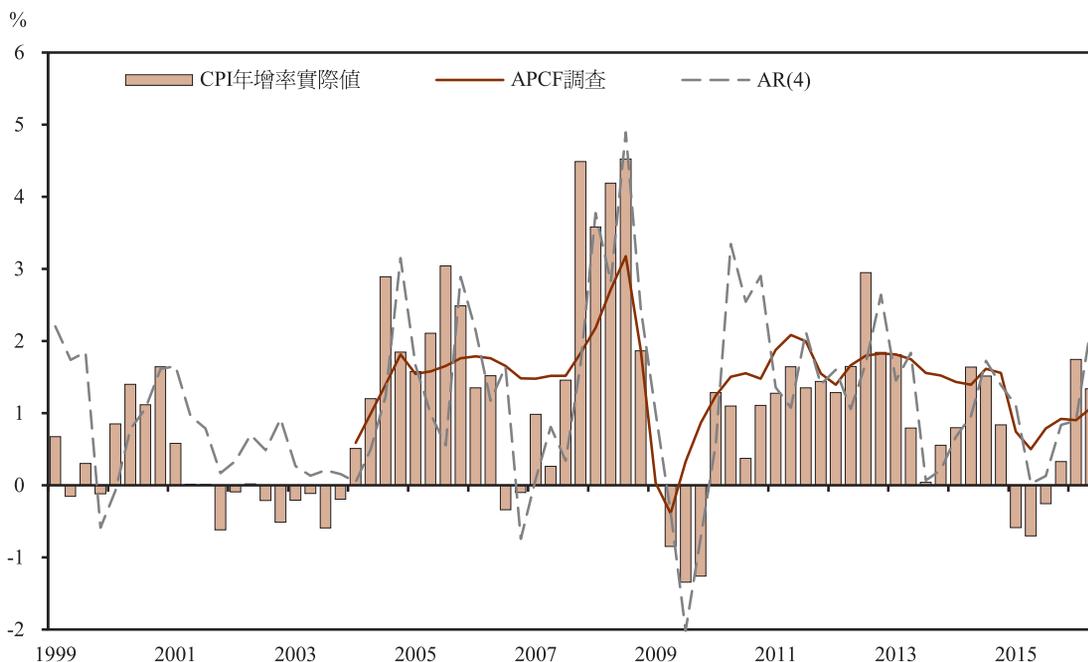
et al. (2011)、Kim and Lee (2013) 與張志揚 (2014) 之做法，將APCF (Asia Pacific Consensus Forecasts) 每月調查各機構對本年及次年的全年通膨預期平均值，按未來1年內，本年及次年的月數予以加權平均後，再取季內各月平均，作為當季對未來1年的通膨預期。由於本文僅能蒐集到2003年後的APCF資料，且為保留部分樣本作為落後期以進行檢定，估計的樣本期間將起始自2004年第1季。

其次，若為適應性預期，則通膨預期將

由過去的通膨走勢決定。因此，本文另假設通膨預期係根據過去一年的通膨情形決定，將CPI年增率以AR(4)模型向前一期進行預測，作為通膨預期。由於僅使用過去年的CPI年增率即可估得適應性之通膨預期，故樣本期間仍起始自1999年第1季。

圖5繪示利用上述2種不同衡量方法得到的通膨預期，以及實際CPI年增率。從圖中可知，利用AR(4)模型推估的通膨預期較實際CPI年增率略為落後，而APCF調查資料則較為平穩。

圖5 通膨預期及實際通膨走勢



(三) 檢定結果

首先，本文利用APCF調查資料進行Granger因果關係檢定。檢定的變數除了食

物類年增率外，本文參考Ueda (2010) 與張志揚 (2014)，另選取產出缺口、國際油價變化 (世界均價，取年增率)、貨幣政策

變動（央行重貼現率，取差分）、實際的通膨情形（CPI年增率）等其他可能影響通膨預期的控制變數（各變數的資料來源及時間序列走勢，參見附表及附圖）。本文考慮落後1至4期等不同的落後期數，且若估計式的殘差具序列相關、變異數異質性等問題，則其變異數以Newey–West HAC估計式相應調

整。

表9為Granger因果關係檢定的結果， n 為（7）式中的落後期數。結果顯示，食物類年增率並不顯著；相較之下，國際油價變化、貨幣政策變動、實際通膨等，皆至少在2種不同的落後期數下顯著。

表9 Granger因果關係檢定統計量 I
（通膨預期採APCF調查值）

	落後期數							
	$n = 1$ †		$n = 2$		$n = 3$		$n = 4$ †	
食物類年增率	0.524	(0.469)	3.488	(0.175)	3.555	(0.314)	5.608	(0.230)
產出缺口	1.015	(0.314)	1.307	(0.520)	2.039	(0.564)	2.140	(0.710)
國際油價變化	2.007	(0.157)	7.939	(0.019)**	7.262	(0.064)*	9.398	(0.052)*
貨幣政策變動	18.511	(0.000)***	7.279	(0.026)**	3.186	(0.364)	5.894	(0.207)
實際CPI年增率	2.335	(0.127)	5.913	(0.052)*	5.607	(0.132)	13.062	(0.011)**

說明：1. n 為落後期數；小括弧內為 p -值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. †表變異數採Newey–West HAC估計式估計。

其次，若將通膨預期改以AR（4）模型推估，則可得到Granger因果關係檢定的結果如表10。結果顯示，食物類年增率皆不顯著；而通膨預期本身即由過去的CPI年增率

推得，故反映實際通膨情形的實際CPI年增率皆在1%的顯著水準下顯著。此外，產出缺口及貨幣政策變動等，也是可能影響通膨預期的因素。

表10 Granger因果關係檢定統計量 II
(通膨預期採AR模型推估)

	落後期數							
	$n = 1^\dagger$		$n = 2^\dagger$		$n = 3^\dagger$		$n = 4^\dagger$	
食物類年增率	0.002	(0.966)	3.038	(0.219)	3.905	(0.272)	4.739	(0.315)
產出缺口	3.348	(0.067)*	3.270	(0.195)	1.384	(0.709)	3.458	(0.484)
國際油價變化	0.005	(0.942)	0.123	(0.941)	2.363	(0.501)	6.706	(0.152)
貨幣政策變動	0.219	(0.640)	2.331	(0.312)	8.816	(0.032)**	4.160	(0.385)
實際CPI年增率	17.865	(0.000)***	22.130	(0.000)***	20.315	(0.000)***	23.941	(0.000)***

說明：1. n 為落後期數；小括弧內為 p -值。

2. ***、**與*分別表示在1%、5%與10%的水準下顯著。

3. †表變異數採Newey–West HAC估計式估計。

綜上所述，食物類年增率對通膨預期的「Granger因果關係」並不顯著。與食物類的價格變動相較，國際油價變化、貨幣政策變動，以及實際的CPI年增率等，皆較可能「Granger影響」（Granger-cause）通膨預期。此結果顯示，通膨預期可能較不受食物

類之「單一因素」影響，但仍會受整體通膨情形影響^{註16}。然而，食物類是整體CPI的重要成分，故食物類的價格變動未必不重要，且民眾往往易感受食物類的價格變化，仍應予留意。

伍、結 論

由於近來國內食物類價格是導致CPI上漲的主要成分，且其變動往往與CPI年增率走勢密切，故分析食物類價格的變動有助於了解國內物價情勢，並可供決策參考。然而，近來國內文獻即便論及食物類價格，但內容仍以探討通膨相關議題為主，且未就食物類價格或相關議題進行較為深入的分析，故本文分析食物類的價格變動，以及其與通膨情勢的關係。

藉由探討食物類及CPI年增率的定型特

徵，可知CPI年增率與食物類年增率的同期相關程度高，且CPI年增率的確易受食物類價格變動影響，在近半數的樣本期間內，食物類對CPI年增率的貢獻幅度過半；最後，食物類價格變動的幅度較高，波動程度亦較大，不若CPI年增率平穩。

本文亦探討可能影響食物類年增率的因素。結果發現，雖然需求面因素可能影響食物類年增率的短期變動，但長期效果並不顯著；相較於需求面因素，食物產量、降雨災

害等供給面因素或與食物類價格變動的關聯性較高。進口成本的平均影響不明顯，但若考量非線性效果，則進口成本也是可能的影響因素。

接著，本文從持續性、外溢效果及通膨預期等面向，進一步探討食物類年增率與整體通膨情勢的關係。首先，在樣本期間內，平均而言，CPI年增率的持續性大於食物類年增率，惟幅度皆不大，且CPI年增率的持續性應源自非食物類通膨。食物類年增率的衝擊可能較為短暫，但食物類平均年增率較高，致食物類對CPI年增率有較高的貢獻。雖然食物類年增率的均值在2004年第2季後明顯上升，但不影響上述的估計結果。其次，分析CPI年增率與非食物類年增率間的調整關係，可發現食物類通膨的變動多屬短暫性，且不具外溢效果。即使改為考量不同的調整期間，或是食物類年增率的外生衝

擊，結果仍顯示食物類通膨的變動不會影響至非食物類。最後，食物類價格變動對通膨預期的影響不顯著，顯示通膨預期可能較不受食物類「單一因素」影響，但整體的CPI年增率仍可能影響通膨預期，而食物類又是CPI的重要成分，故仍應予留意。

穩定物價為貨幣政策的重要目標。雖然近來食物類價格漲幅較高，惟鑑於上述食物類價格變動的特性，貨幣政策仍應以整體通膨情勢作為考量對象。吳中書（2014）亦認為「以全面的貨幣政策緊縮造成經濟成長趨緩以壓抑季節性的蔬菜或肉類價格波動，不僅代價太大且不切實際」。但另一方面，食物類為民生必需品，價格變動易為社會大眾感受，且食物類為CPI的重要成分，故仍需持續關注其價格變動、原因及影響等，俾增進對整體通膨情勢之瞭解。

附 註

(註1) 以2011年為基期之食物類權重為251.94%。

(註2) 若從更長期的變動趨勢來看（如1982年至2016年），則食物類在1999年前、後的長期上漲趨勢變動不大，但非食物類則趨降，故也可說是非食物類對CPI的影響程度在1999年後變小了。由於本文探討的樣本期間為1999年以後，故觀察到「食物類影響CPI年增率甚多」之特性。

(註3) 為考量落後期並避免樣本觀察值因而減少，實際上使用的落後期數資料將往前延伸，以確保第1筆樣本觀察值落在1999年第1季。本文其餘估計式均同。

(註4) 為減少端末點之影響，本文用於估計潛在GDP的資料期間較長。然而，若將資料期間改為與樣本期間相同，並不影響後續之實證結果。

(註5) 使用較長資料期間估計失業率的長期趨勢的理由同註4。同樣地，若將資料期間改為與樣本期間相同，亦不影響實證結果。

- (註6) 據農委會編印之「糧食供需年報」，樣本期間內，以價格計算之糧食自給率在2001年最高，達81.91%，其後呈下降趨勢。另外，以熱量計算之糧食自給率則約介於30%至35%間。
- (註7) Zhang and Law (2010) 係以「氣溫」偏離歷年同季平均的「絕對值」作為天災的代理變數。本文考量台灣的情況，將其改以偏離歷年同季平均值的降雨幅度。本文亦曾考慮氣溫對食物類價格的影響，但結果不顯著。
- (註8) 此外，欄(1)顯示農林漁牧業產品WPI年增率至落後3期仍可能有影響，故本文亦曾嘗試納入進口成本3期的落後項，並發現進口成本的長期係數在10%的水準下顯著為正；食物產量、降雨災害等估計結果則維持不變。雖產出缺口的短期係數轉呈正顯著，惟長期係數仍不顯著。
- (註9) 此外，本文檢定模型之門檻效果 (Hansen, 1999a)，結果皆顯著拒絕「沒有任何門檻」之虛無假設，且皆無法拒絕「存有1個門檻」之虛無假設，故確有門檻效果且門檻數為1。
- (註10) 感謝匿名評論人之建議，本文亦嘗試以國民可支配所得之缺口（以下簡稱「所得缺口」，計算方式與產出缺口、失業率缺口相同）作為食物類的需求面變數，並重新估計。結果發現：(1) 無論考慮當期至落後1期的所得缺口、當期至落後3期的農林漁牧業產品WPI年增率，或是當期的所得缺口、降雨災害、食物產量、進口成本，所得缺口皆不顯著；(2) 門檻模型在考量當期的所得缺口、降雨災害、食物產量、進口成本時，無論落後1期的食物類年增率高於或低於門檻值，所得缺口亦皆不顯著。因此，改採所得缺口作為需求面的替代變數不影響估計結果。
- (註11) 關於通膨持續性的模型設定，可參見Levin and Piger (2003)、O'Reilly and Whelan (2005)、林馨怡與彭竣永 (2012) 等。
- (註12) 由於AR(1)的係數在接近1時，OLS估計式將產生向下偏誤 (downward bias) 的問題，文獻上多採bootstrap的方式解決。例如，O'Reilly and Whelan (2005)、Zhang and Clovis (2010) 即以Hansen (1999b) 的grid-bootstrap方法，分別估計歐元區、中國大陸的通膨持續性。若將(3)式改以Hansen (1999b) 的方法估計，則可估得CPI年增率的持續性參數為0.628 (90%信賴區間為[0.417, 0.847])、食物類年增率的持續性參數為0.479 (90%信賴區間為[0.299, 0.660])，結果相近，且不影響後續討論。
- (註13) 指樣本期間內的非條件平均值 (unconditional mean)， $\frac{\alpha}{1-\rho}$ 。
- (註14) 樣本期間內，非食物類年增率的持續性參數為0.742 (落後期數為6)，顯然較高。另外，若以Hansen (1999b) 的grid-bootstrap方法估計，則持續性參數將為0.802 (而90%信賴區間為[0.605, 1.041])。
- (註15) 當物價發生外生衝擊，通膨或通膨預期升高，勞工或工會將要求廠商提高薪資，導致廠商將進一步提高產品售價以維持利潤，此即二次效應。
- (註16) 由於食物類包含於整體CPI之中，故本文亦曾嘗試以另一種設定：亦即，同時納入食物類及非食物類年增率，並剔除實際CPI年增率及國際油價變化 (非食物類已內含油料費)。結果顯示，食物類年增率將轉呈顯著，但可能係因食物類年增率與CPI年增率走勢較為接近所致。由於台灣整體CPI係影響通膨預期的因素之一 (張志揚, 2014)，且Ueda (2010) 在通膨預期的VAR模型中，亦同時考量CPI變動 (內生變數) 及食物類價格變動 (外生變數)，故本文仍在模型中納入實際CPI年增率，以控制其影響效果。

參考文獻

中文文獻

- 吳中書（2014），「當前物價問題之探討」，臺灣經濟預測與政策，第45卷第1期，頁123–138。
- 林柏君、吳中書（2013），「通膨與通縮之匯率轉嫁」，臺灣經濟預測與政策，第43卷第2期，頁51–81。
- 林馨怡、彭竣永（2012），「通貨膨脹持續性—分量自我迴歸模型之應用」，經濟論文，第40卷第4期，頁525–558。
- 陳佩玕（2013），「台灣地區短期通貨膨脹率之預測」，中央銀行季刊，第35卷第1期，頁63–89。
- 張志揚（2014），「台灣地區通膨預期與總體變數動態關係之探討」，中央銀行季刊，第36卷第4期，頁51–74。

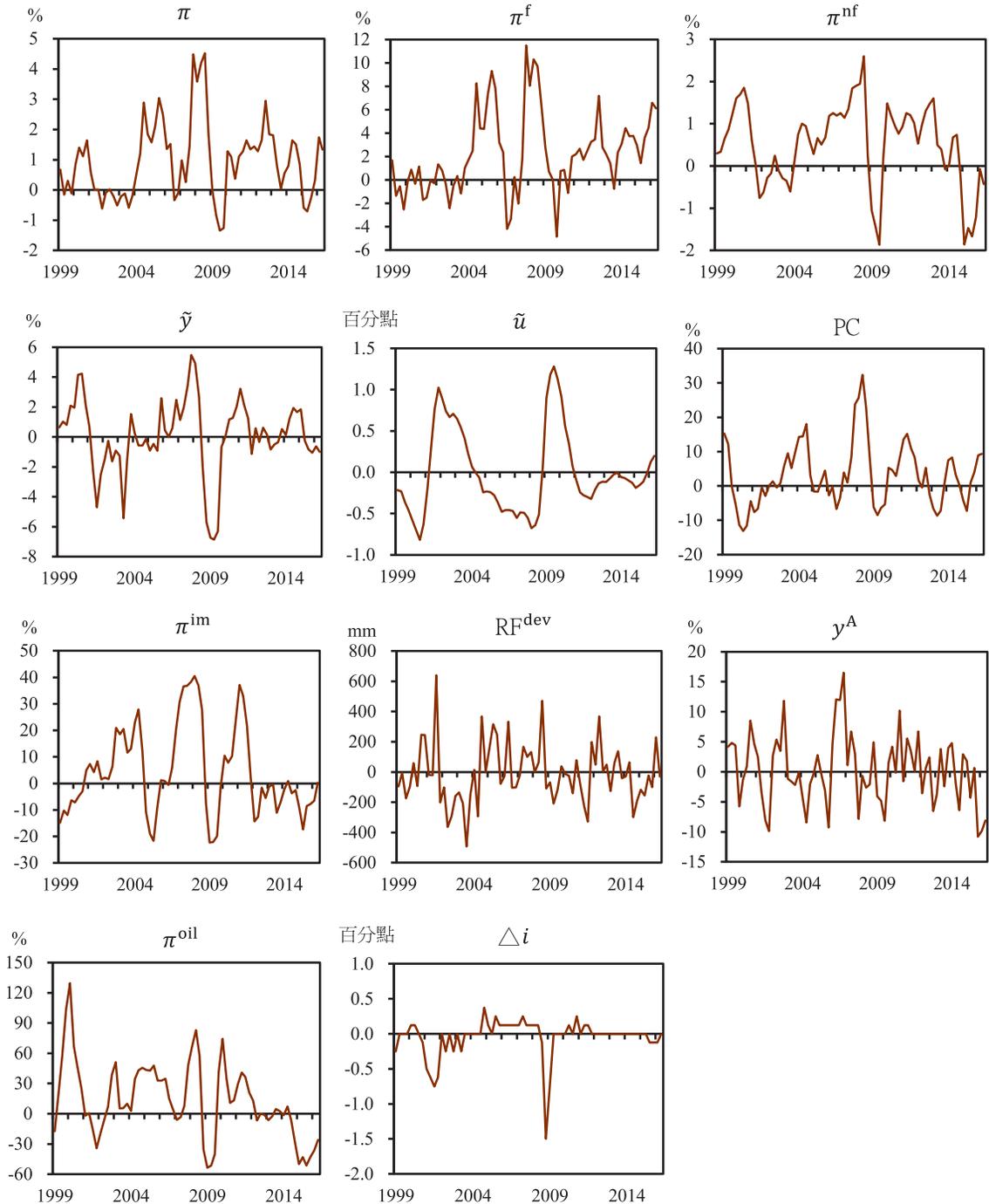
英文文獻

- Bai, J. and P. Perron (1998), “Estimating and Testing Linear Models with Multiple Structural Changes,” *Econometrica*, 66(1), 47–78.
- Bai, J. and P. Perron (2003), “Computation and Analysis of Multiple Structural Change Models,” *Journal of Applied Econometrics*, 18(1), 1–22.
- Cecchetti, S. G. and R. Moessner (2008), “Commodity Prices and Inflation Dynamics,” *BIS Quarterly Review*, December, 55–66.
- Durevall, D., J. L. Loening, and Y. A. Birru (2013), “Inflation Dynamics and Food Prices in Ethiopia,” *Journal of Development Economics*, 104, 89–106.
- Gerlach, P., P. Hördahl, and R. Moessner (2011), “Inflation Expectations and the Great Recession,” *BIS Quarterly Review*, March, 39–51.
- Hansen, B. E. (1999a), “Testing for Linearity,” *Journal of Economic Surveys*, 13(5), 551–576.
- Hansen, B. E. (1999b), “The Grid Bootstrap and the Autoregressive Model,” *Review of Economics and Statistics*, 81(4), 594–607.
- Kim, J. and J. Lee (2013), “How Important Are Inflation Expectations in Driving Asian Inflation?” *BIS Paper*, No.70, 41–63.
- Levin, A. T. and J. Piger (2003), “Is Inflation Persistence Intrinsic in Industrial Economies?” Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper.
- O'Reilly, G. and K. Whelan (2005), “Has Euro-Area Inflation Persistence Changed over Time?” *Review of Economics and Statistics*, 87(4), 709–720.
- Pesaran, H. H. and Y. Shin (1998), “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models,” *Economics Letters*, 58(1), 17–29.
- Taylor, J. B. (2000), “Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms,” *European Economic Review*, 44(7), 1389–1408.
- Ueda, K. (2010), “Determinants of Households’ Inflation Expectations in Japan and the United States,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 24(4), 503–518.
- Zhang, C. and J. Clovis (2010), “China Inflation Dynamics: Persistence and Policy Regimes,” *Journal of Policy Modeling*, 32(3), 373–388.
- Zhang, W. and D. Law (2010), “What Drives China's Food-Price Inflation and How Does It Affect the Aggregate Inflation?” Hong Kong Monetary Authority Working Paper No.06/2010.

附表 變數說明及資料來源

	變數	說明	原始資料來源
π	CPI年增率	CPI年增率	主計總處
π^f	食物類年增率	CPI年增率（食物類）	主計總處
π^{nf}	非食物類年增率	CPI年增率（非食物類）	主計總處
\tilde{y}	產出缺口	季調後實質GDP偏離潛在產出的百分比（潛在產出以1990年第1季至2017年第4季的季調後實質GDP及HP filter估算，2016年第3季後資料為主計總處2016/8/19預測值）	主計總處
\tilde{u}	失業率缺口	季調後失業率與其長期趨勢之差距（長期趨勢以1990年第1季至2016年第3季的季調後失業率及HP filter估算）	勞動部
PC	食物類成本	WPI年增率（農林漁牧業產品）	主計總處
π^{im}	進口成本	進口物價指數年增率（農產品，新台幣計價）	主計總處
RF ^{dev}	降雨災害	降雨量（取其對歷年同季平均值的偏離幅度，樣本期間為1998年第1季至2016年第2季）	中央氣象局
y^A	食物產量	農業實質GDP剔除雨災因素後（對同期雨災變數進行迴歸），再取年增率	主計總處
π^{oil}	國際油價變化	國際油價年增率（油價取世界均價）	IMF
Δi	貨幣政策變動	央行重貼現率每季變動幅度（對各月重貼現率取差分，再季內累加）	中央銀行

附圖 各變數時間序列走勢



說明： π = CPI年增率； π^f = 食物類年增率； π^{nf} = 非食物類年增率； \tilde{y} = 產出缺口； \tilde{u} = 失業率缺口；PC = 食物類成本； π^{im} = 進口成本； RF^{dev} = 降雨災害； y^A = 食物產量； π^{oil} = 國際油價變化； Δi = 貨幣政策變動。

國內經濟金融情勢（民國108年第1季）

總體經濟

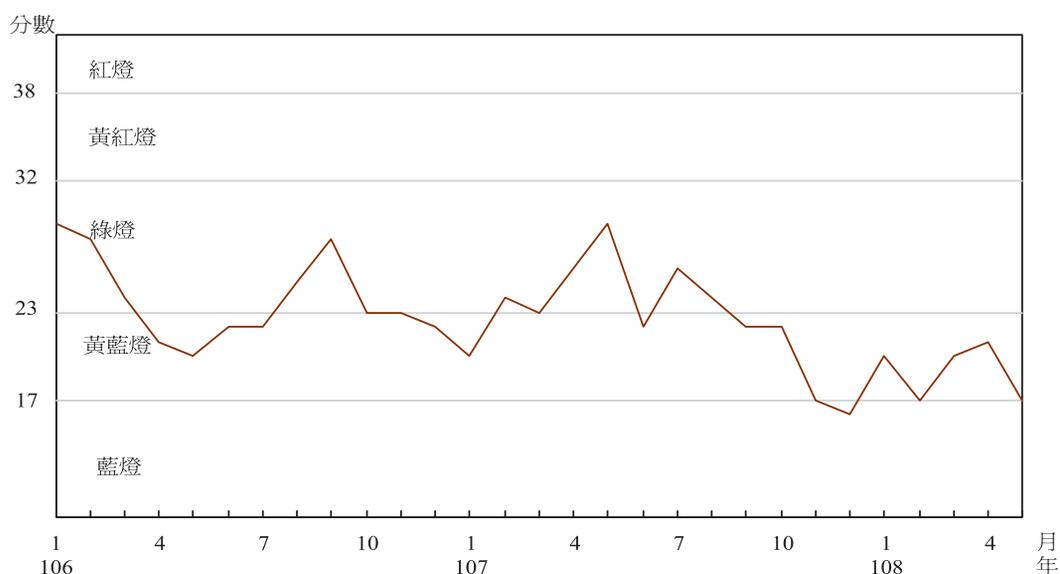
壹、國內經濟情勢

一、景氣改善幅度緩慢

由於工業生產指數、製造業銷售量與批發、零售及餐飲業營業額成長均呈減緩，108年5月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為17分，較上月減少4分(圖1)，續呈黃藍燈；領先指標緩升，惟增幅縮小，同時指標則續緩跌，顯示國內景氣改善幅度仍緩。

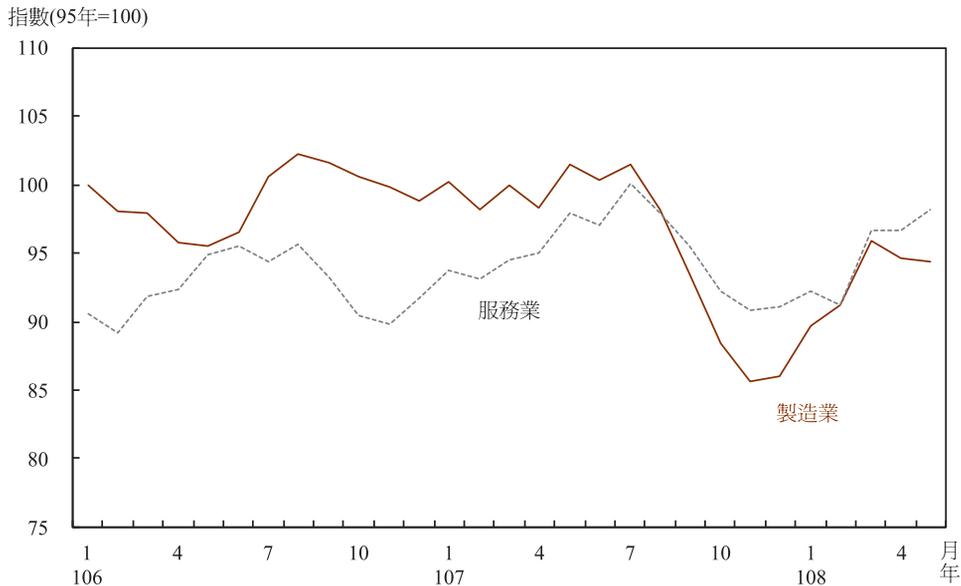
隨全球景氣擴張力道減緩，台灣出口續呈衰退，加以美中貿易衝突升溫，製造業廠商對未來景氣看法偏向保守，台經院製造業營業氣候測驗點由4月之94.59點再降為5月之94.44點；服務業則因旅遊補助方案、來台旅遊人數續增而趨於樂觀，營業氣候點由96.70點升至98.22點(圖2)。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會

圖2 營業氣候測驗點



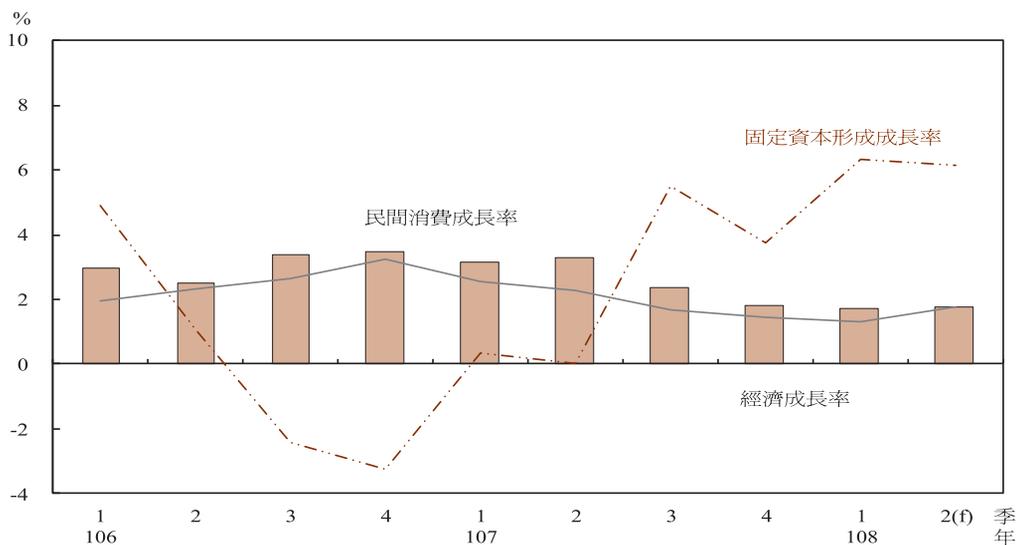
資料來源：台灣經濟研究院

二、經濟成長將略升

本年第1季，國內半導體業者資本支出增加，民間投資成長升溫，惟因全球景氣趨緩，加以基期較高，出口轉呈負成長，益以民間消費成長下降，經濟成長率降為1.71%(圖3、表1)，係近11季(105年第3季以來)最低。

第2季，由於美中貿易衝突加劇，不利全球經貿活動，加以基期仍高，預期出口續呈負成長；惟勞動市場情勢穩定、政府持續推動激勵消費措施，加以半導體廠商持續投資，帶動資本設備進口成長，可望維繫民間消費及投資成長動能，主計總處預測經濟成長率略升為1.78%；全年則為2.19%。

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			
106		3.08	2.54	-0.63	-0.12	-1.09	0.17	5.77	7.43	5.28
107 r		2.63	1.99	3.66	2.47	1.79	13.78	2.53	3.75	4.98
108 f		2.19	2.02	-0.54	5.39	4.48	7.50	10.15	2.62	2.23
107/1		3.15	2.55	6.63	0.36	0.62	-2.92	-0.84	6.42	6.19
	2	3.29	2.29	5.87	0.02	-0.12	4.76	-1.44	6.33	4.53
	3	2.38	1.69	-1.47	5.51	5.48	21.40	1.57	1.35	4.68
	4 r	1.80	1.46	4.11	3.75	0.97	22.59	7.78	1.63	4.61
108/1 p		1.71	1.32	-3.31	6.33	6.45	4.43	6.59	0.97	1.13
	2 f	1.78	1.76	-3.86	6.13	5.06	11.61	10.97	2.21	2.18
108年	第1季 貢獻百分點 p	1.71	0.78	-0.48	1.31	1.18	0.02	0.11	0.61	0.61

註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數

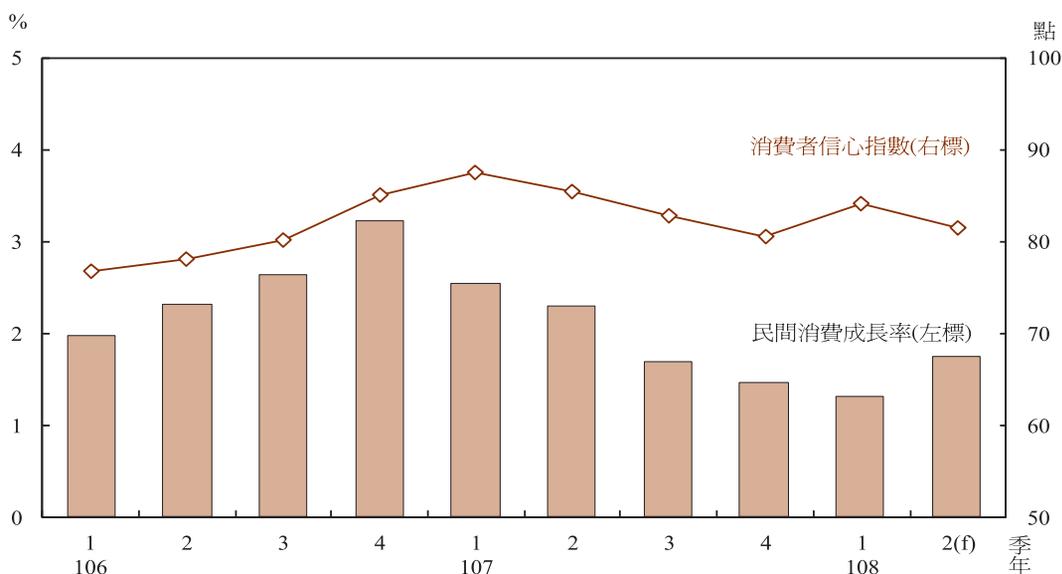
資料來源：行政院主計總處

三、民間消費動能溫和

本年第1季，由於春節等連假天期較長，餐飲業營業額續增5.8%，惟股市交易萎縮(上市櫃股票成交值減幅擴大為-23.8%)，汽車新增掛牌數亦續減15.8%，民間消費成長率降為1.32% (圖4、表1)，係104年第4季以來最低。

第2季，雖台股隨國際股市波動加大，衝擊民間消費信心，惟國內勞動市場情勢穩定，加以政府持續推動國內旅遊及節能家電補助等激勵消費措施，主計總處預測第2季民間消費成長率回升為1.76%；全年則為2.02%。

圖4 消費者信心指數與民間消費成長率



註：f為預測數

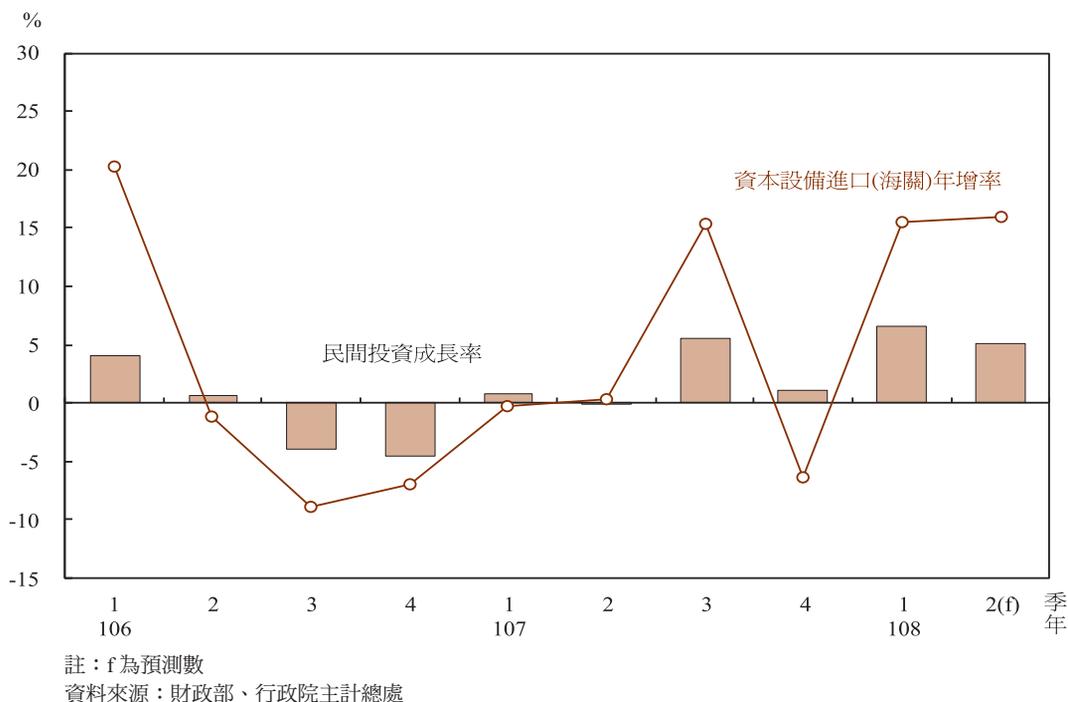
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

四、民間投資穩健成長

本年第1季，由於半導體業者資本支出擴增，民間機器設備投資成長率由上年第4季之0.99%升為21.37%，民間營建工程投資亦年增1.46%，民間投資成長率由上年第4季之0.97%升為6.45% (圖5、表1)，係105年第1季以來新高。

因半導體業者持續投資，第2季平均資本設備進口續增15.95%，加以政府持續落實公共建設預算執行及前瞻基礎建設計畫，以及台商陸續回台投資，民間投資動能可望持穩，主計總處預測第2季民間投資成長率為5.06%；全年則成長4.48%，係近6年新高。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率



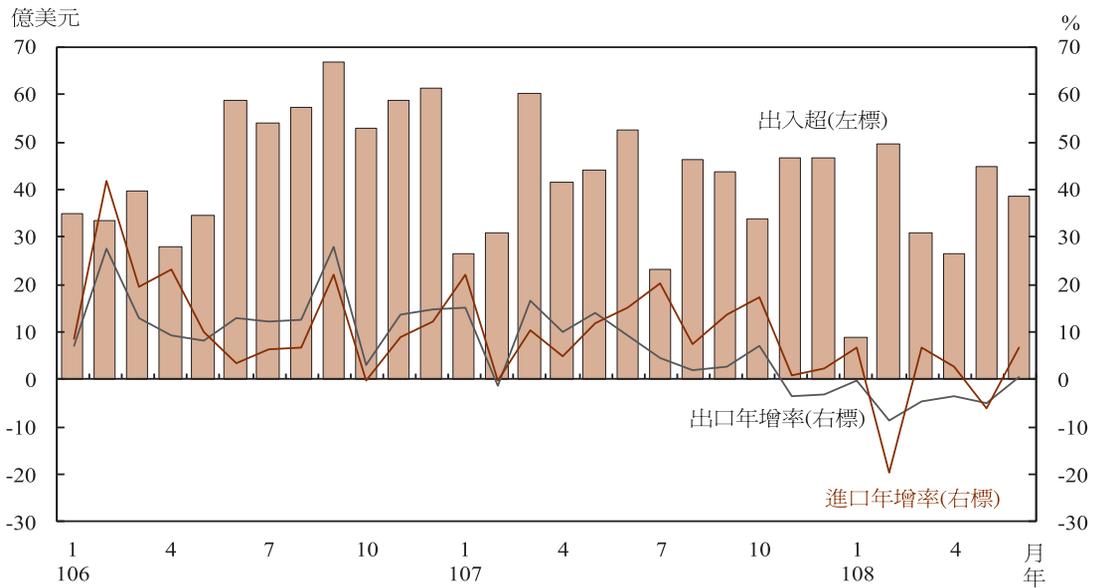
五、出口續負成長

本年第1季，由於全球景氣降溫，智慧型行動通訊產品需求下滑，電子零組件業持續去化庫存，加以基期較高，出口(以美元計價)年減4.24% (圖6)；進口雖因半導體業者增購資本設備，惟國際原物料價格下滑，農工原料進口年減3.80%，消費品進口亦衰退5.79%，致進口(以美元計價)微減0.81%，

商品及服務併計之輸出及輸入成長率分別為0.97%及1.13% (表1)。

由於美中貿易衝突升溫，全球經濟成長減弱，加以國際原物料價格下滑，第2季平均出口續負成長2.57%；進口隨廠商增購半導體設備，年增0.91%。主計總處預測第2季輸出及輸入成長率分別升為2.21%、2.18%；全年則分別為2.62%、2.23%。

圖6 進出口貿易



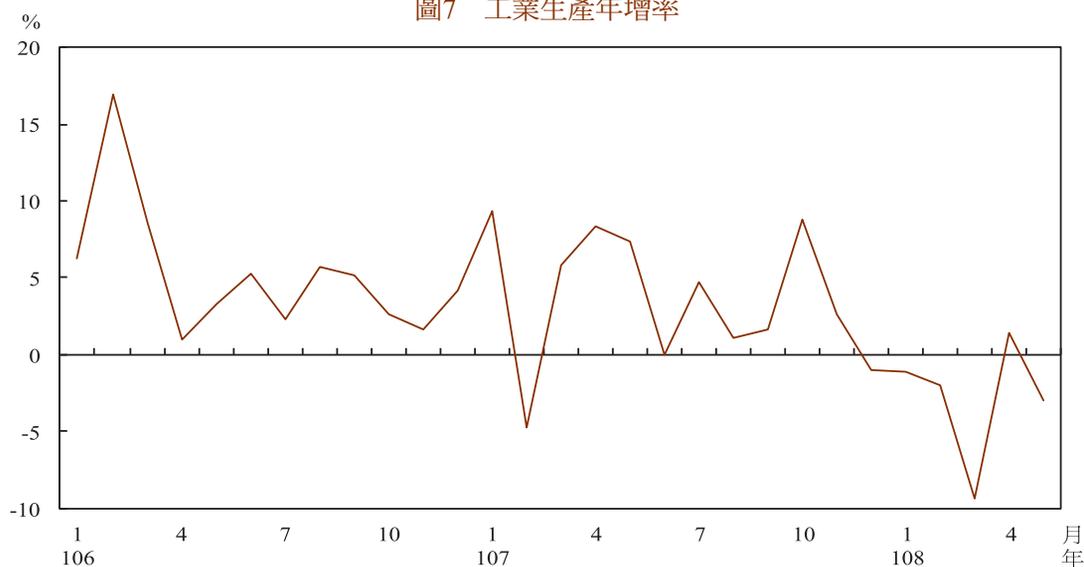
資料來源：財政部

六、工業生產衰退

由於外需疲弱及美中貿易緊張情勢持續，對電子零組件及機械設備等需求下滑，加以汽車及其零件業受基期偏高、進口車搶市影響而減產，5月年增率降為-3.05%(圖

7)。其中，權重最大之製造業(92.5%)年減3.01%；四大業別中，金屬機電、民生工業及資訊電子分別減產8.61%、4.74%及2.56%，僅化學工業增產2.44%。

圖7 工業生產年增率



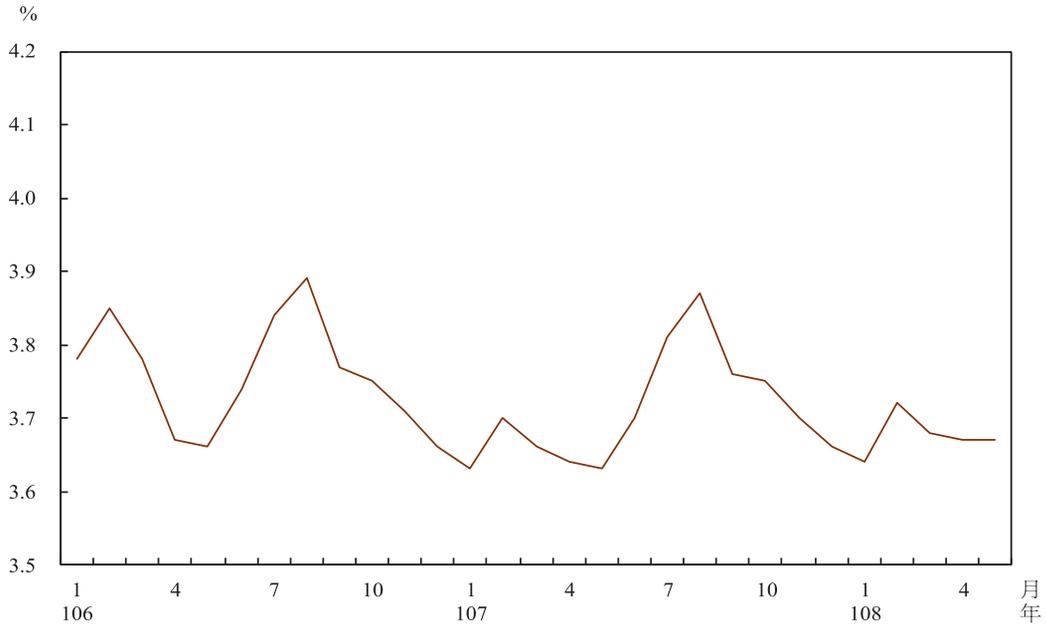
資料來源：經濟部

七、失業率下降，薪資溫和成長

受春節後轉職及部分臨時性工作結束等季節性因素影響，2月失業率曾升至3.72%；之後回降，5月失業率為3.67%(圖8)，惟較上年同月增加0.04個百分點，就業人數則緩增為1,148.4萬人。

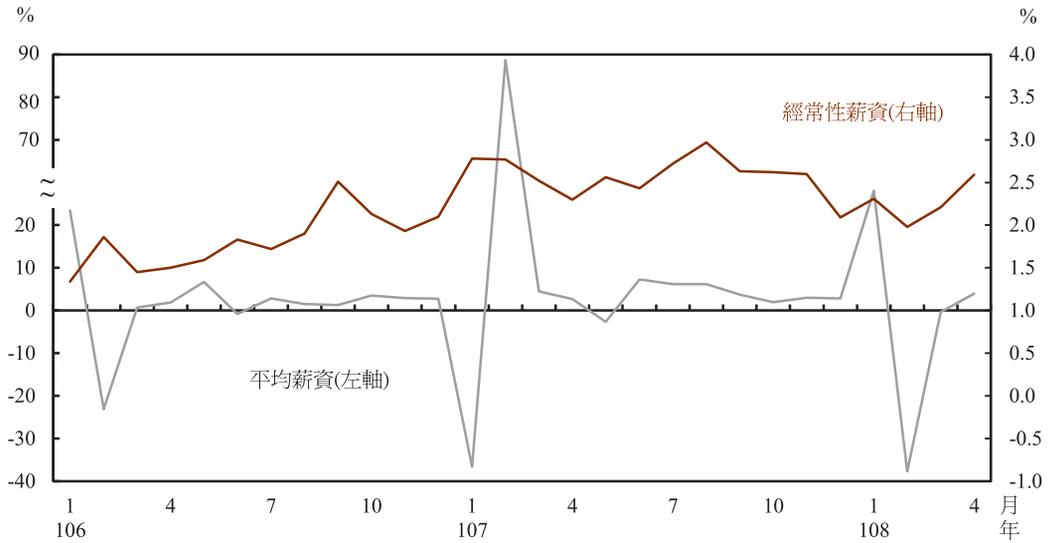
4月工業及服務業受僱員工經常性薪資年增率為2.59%，平均薪資年增3.97%(圖9)。1至4月平均薪資年增率為1.49%，低於上年同期之4.23%；其中，經常性薪資年增率為2.27%，非經常性薪資則減少0.18%。

圖8 失業率



資料來源：行政院主計總處

圖9 工業及服務業平均薪資與經常性薪資年增率



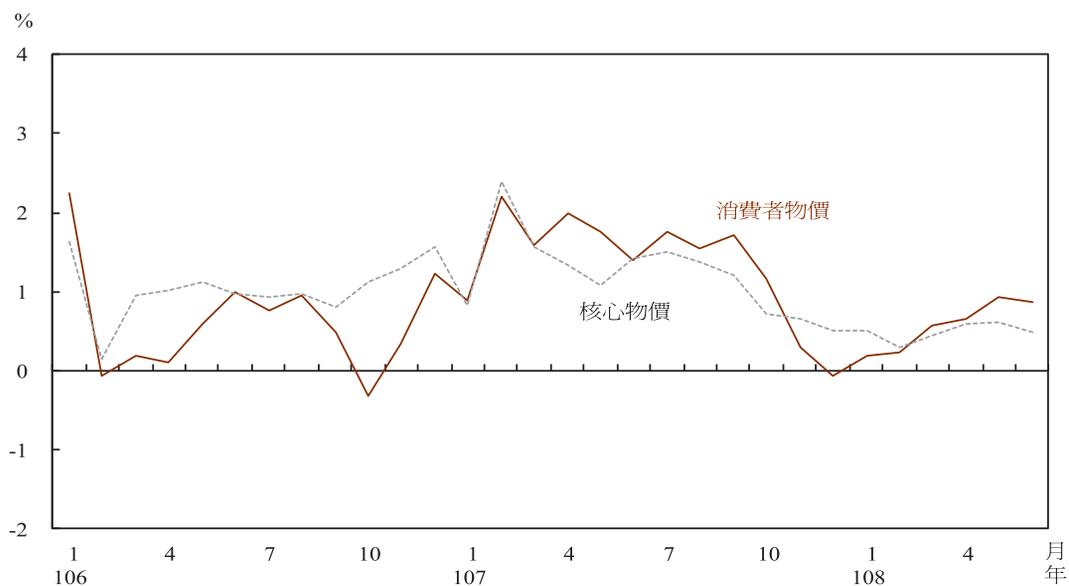
資料來源：行政院主計總處

八、CPI漲幅和緩，通膨展望平穩

本年初，通膨率維持低檔，嗣因國際油價上揚，加以國內蔬菜價格受天候影響走高，且漲幅逐漸擴大，CPI年增率逐月走升，至5月為0.93%，6月回降為0.86%；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.48%(圖10)。

本年1至6月CPI年增率為0.56%，漲幅溫和，主因通訊費率調降，加以3C消費性電子產品持續降價促銷，耐久性消費品價格下跌，抵消旅遊團費、房租及外食費調漲所致(表2)；核心CPI年增率則為0.49%。本行預測全年CPI年增率為0.87%。

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108年1至6月平均CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	0.56	0.56
教養娛樂服務	96	1.46	0.14
房租	146	0.93	0.13
外食費	78	1.63	0.13
蔬菜	14	7.15	0.10
醫療費用	21	1.69	0.04
合計			0.54
通訊費	27	-4.37	-0.12
耐久性消費品	105	-0.70	-0.07
成衣	33	-2.04	-0.07
合計			-0.26
其他			0.28

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

今年上半年，雖民間投資穩健成長，惟全球景氣擴張力道減緩，衝擊台灣出口，加以台股隨國際股市波動，影響民間消費信心，經濟成長趨緩。展望下半年，雖外需仍弱，且國際經貿金融前景不確定性仍高，惟因基期較低，出口成長將略回升；加以政府

持續推動激勵消費措施、歡迎台商回台投資等，可望提升民間消費及投資動能，下半年經濟成長將高於上半年。本行預測108年經濟成長率為2.06%(表3)；國內外各預測機構預測值之平均數則為2.04%。

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	國泰台大	台綜院	IHS Markit	EIU	平均值
發布日期	108.6.20	108.5.24	108.6.19	108.6.14	108.6.18	108.5.27	
實質國內生產毛額	2.06	2.19	2.20	2.08	1.93	1.80	2.04
實質民間消費支出	1.97	2.02	2.02	1.98	1.85	2.60	2.07
實質政府消費支出	-0.56	-0.54	---	-0.59	0.52	2.00	0.17
實質固定投資	5.44	5.39	3.67	5.09	3.14	2.80	4.26
實質民間投資	4.54	4.48	---	4.19	---	---	4.40
實質政府投資	10.13	10.15	---	9.65	---	---	9.98
實質輸出	2.50	2.62	2.49	2.32	2.32	2.70	2.49
實質輸入	2.29	2.23	2.36	2.06	2.24	2.50	2.28

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

本（108）年第1季我國經常帳順差 百萬元，央行準備資產增加2,728百萬元，金融帳淨資產增加14,648 百萬元，（表1及圖1）。

表1 國際收支

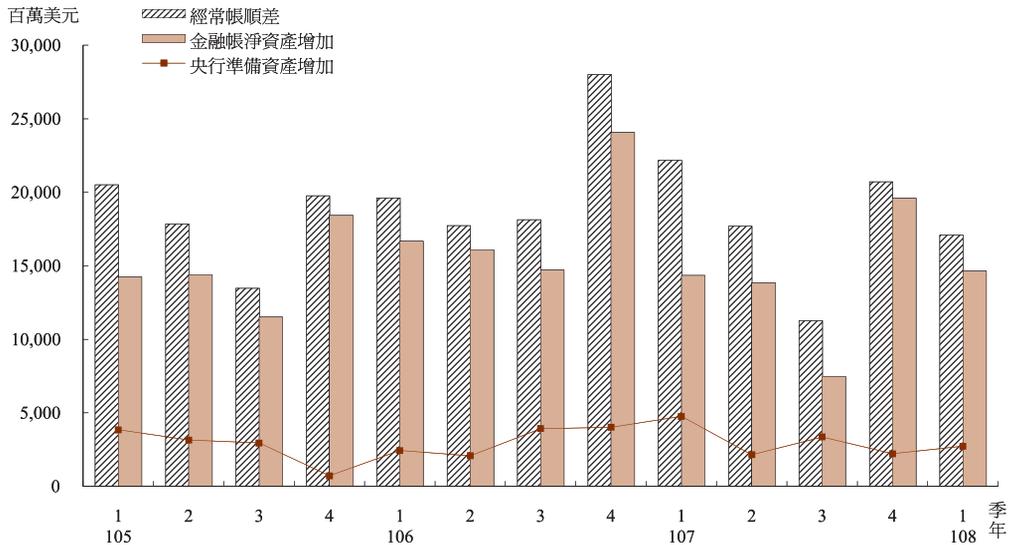
108年第1季暨107年第1季

單位：百萬美元

	(1) 108年 第1季	(2) 107年 第1季	(1)-(2)
A.經常帳	17,089	22,183	-5,094
商品貿易淨額	12,427	16,525	-4,098
商品：收入（出口）	76,217	83,113	-6,896
商品：支出（進口）	63,790	66,588	-2,798
服務收支淨額	-760	-1,189	429
服務：收入（輸出）	12,774	12,399	375
服務：支出（輸入）	13,534	13,588	-54
初次所得收支淨額	6,220	7,764	-1,544
初次所得：收入	9,056	9,829	-773
初次所得：支出	2,836	2,065	771
二次所得收支淨額	-798	-917	119
二次所得：收入	2,004	1,972	32
二次所得：支出	2,802	2,889	-87
B.資本帳	4	-1	5
C.金融帳	14,648	14,349	299
直接投資：資產	2,316	3,796	-1,480
股權和投資基金	2,204	3,760	-1,556
債務工具	112	36	76
直接投資：負債	843	1,962	-1,119
股權和投資基金	770	1,988	-1,218
債務工具	73	-26	99
證券投資：資產	15,700	28,742	-13,042
股權和投資基金	1,823	6,131	-4,308
債務證券	13,877	22,611	-8,734
證券投資：負債	2,931	-1,051	3,982
股權和投資基金	3,133	-608	3,741
債務證券	-202	-443	241
衍生金融商品：資產	-4,588	-4,439	-149
衍生金融商品：負債	-4,362	-4,436	74
其他投資：資產	8,964	-1,872	10,836
其他投資：負債	8,332	15,403	-7,071
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	2,445	7,833	-5,388
D.誤差與遺漏淨額	283	-3,073	3,356
E.準備與相關項目	2,728	4,760	-2,032

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76,217百萬美元，較上（107）年同季減少8.3%；進口63,790百萬美元，較上年同季減少4.2%。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差縮減為12,427百萬美元，較上年同季減少4,098百萬美元或24.8%。

服務方面，本季服務貿易逆差760百萬美元，較上年同季減少429百萬美元或36.1%，主要係專業與管理顧問服務收入

（其他事務服務項下）增加。

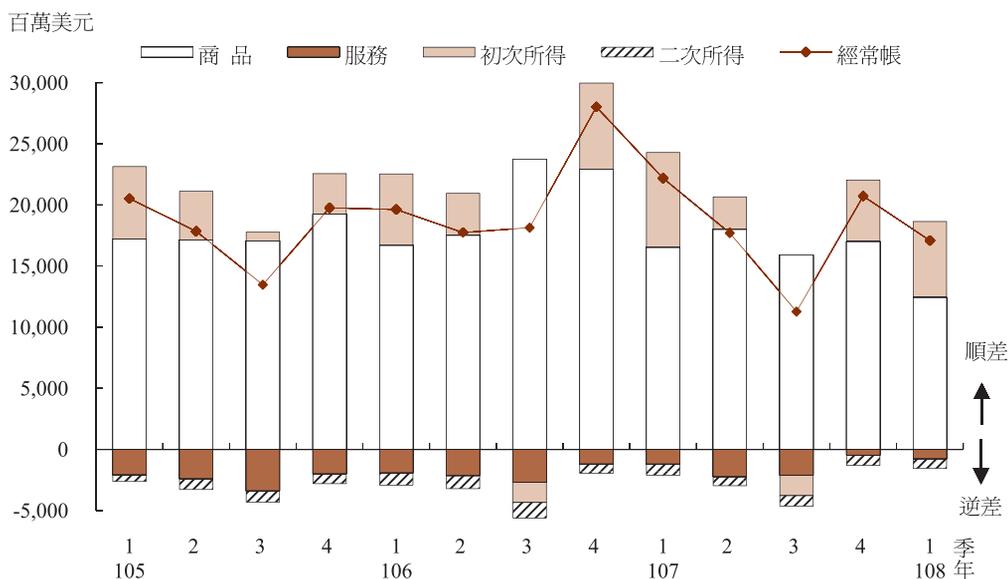
初次所得方面，本季初次所得順差6,220百萬美元，較上年同季減少1,544百萬美元或19.9%，主要係國人對外直接投資所得減少。

二次所得方面，本季淨支出798百萬美元，較上年同季減少119百萬美元或13.0%，主要係贍家及工作者匯出款減少。

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17,089百萬美元，計減少5,094百萬美元或23.0%（圖2）。

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

圖2 經常帳



二、資本帳

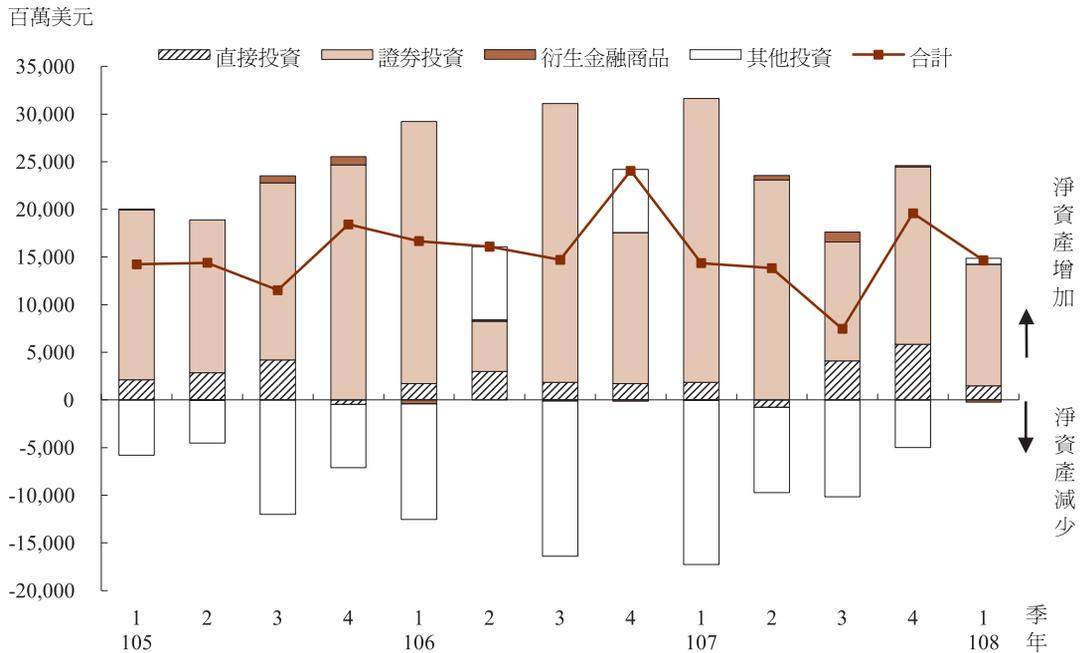
資本帳包括資本移轉（資本設備之贈與及債務之免除）與非生產性、非金融性資產交易（如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷）。本季資本帳順差4百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加14,648百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加1,473百萬美元，其中，居民對外直接投資及非居民來

台直接投資淨額分別增加2,316百萬美元及843百萬美元。證券投資淨資產增加12,769百萬美元，其中，居民投資國外證券淨增加15,700百萬美元，主要係國內投信基金及保險公司投資國外證券增加；非居民投資國內證券淨增加2,931百萬美元，主要係外資增持台股。衍生金融商品淨資產減少226百萬美元。其他投資淨資產增加632百萬美元，主要係銀行存放及拆放國外同業淨增加。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎計算，商品出口76,217百萬美元，較上年同季減少6,896百萬美元或8.3%，主要係美中貿易摩擦、全球經濟成長趨緩及基期較高，通關商品出口、委外加工貿易廠商之境外商品出口及商仲貿易商品淨出口均減少。商品進口63,790百萬美元，較上年同季減少2,798百萬美元或4.2%，主要係出口衍生需求減少。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差縮減為17,089百萬美元，較上年同季減少5,094百萬美元或23.0%。

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，本季受全球經濟趨緩及基期較高等影響，較上年同季減少4.2%，其中，中間產品及消費品出口分別減少6.5%及2.6%，資本財則較上年同季增加9.0%。進口方面，受礦產品、化學品、基本金屬及其製品價格下跌，進口亦較上年同季減少0.8%，其中，農工原料及消費品進口分別減少3.8%及5.8%，資本設備進口因廠商大幅增購半導體設備及處理器零組件之影響，則較上年同季增加15.6%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上

年同季減少3,696百萬美元或11.2%，出口減額最大；其次為東協，減少1,672百萬美元或11.8%；對中東出口亦減少464百萬美元或25.6%；對美國出口則增加1,174百萬美元或19.3%。進口方面，自中東進口較上年同季減少571百萬美元或8.6%，進口減額最大，其次自南韓及日本分別減少476百萬美元及355百萬美元；惟自美國進口則增加882百萬美元或11.2%，自東協進口增加204百萬美元。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重38.2%為首，其次依序為東協、美國及歐洲，比重分別為16.3%、13.9%及9.8%。主要

進口來源以中國大陸比重19.9%最高，其次依序為日本、美國、歐洲及東協，比重分別為15.8%、13.0%、12.6%及12.0%。

二、服務

本季服務收入12,774百萬美元，較上年同季增加375百萬美元；服務支出13,534百萬美元，較上年同季減少54百萬美元。由於收入增加，支出減少，服務貿易逆差由上年同季之1,189百萬美元縮減為760百萬美元。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

	108年第1季			107年第1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	12,774	13,534	-760	12,399	13,588	-1,189	375	-54
一、加工服務	649	515	134	663	680	-17	-14	-165
二、維修服務	534	202	332	495	237	258	39	-35
三、運輸	2,569	2,765	-196	2,556	2,881	-325	13	-116
(一)客運	687	519	168	684	600	84	3	-81
(二)貨運	1,782	1,144	638	1,775	1,235	540	7	-91
(三)其他	100	1,102	-1,002	97	1,046	-949	3	56
四、旅行	3,559	4,923	-1,364	3,395	4,523	-1,128	164	400
五、其他服務	5,463	5,129	334	5,290	5,267	23	173	-138
(一)營建	230	351	-121	235	239	-4	-5	112
(二)保險及退休金服務	77	267	-190	93	271	-178	-16	-4
(三)金融服務*	763	493	270	772	392	380	-9	101
(四)智慧財產權使用費	391	800	-409	493	939	-446	-102	-139
(五)電信、電腦及資訊服務	950	474	476	897	500	397	53	-26
(六)其他事務服務	2,877	2,541	336	2,623	2,696	-73	254	-155
(七)個人、文化與休閒服務	85	54	31	77	78	-1	8	-24
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	90	149	-59	100	152	-52	-10	-3

*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649百萬美元，較上年同季減少14

百萬美元，主要係接受非居民委託之境內加工服務收入減少；加工支出515百萬美元，較上年同季減少165百萬美元，主要係委外加工貿易廠商支付國外加工費減少。由於加

工服務收入減額小於支出減額，加工服務貿易轉呈順差134百萬美元。

(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534百萬美元，較上年同季增加39百萬美元；維修支出202百萬美元，較上年同季減少35百萬美元。維修服務收入及支出，主要均係航空器維修收支變動較大。由於收入增加，支出減少，維修服務貿易順差增為332百萬美元，較上年同季增加74百萬美元。

(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2,569百萬美元，較上年同季增加13百萬美元，主要係國籍輪船之出口貨運收入增加。運輸支出2,765百萬美元，較上年同季減少116百萬美元，主要係支付外籍輪船進口貨運費用及外籍航空客運支出減少。由於收入增加，支出減少，運輸服務貿易逆差較上年同季減少129百萬美元，縮減至196百萬美元。

(四) 旅行

本季來台旅客人次及平均每人每日消費金額均較上年同季增加，致旅行收入增為3,559百萬美元，較上年同季增加164百萬美元。旅行支出4,923百萬美元，較上年同季增加400百萬美元，主要係國人出國人次及平均每人停留夜數均較上年同季增加。由於收入增額小於支出增額，旅行收支逆差較上年同

季增加236百萬美元，擴增為1,364百萬美元。

(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5,463百萬美元，較上年同季增加173百萬美元，主要係專業與管理顧問（其他事務服務項下）服務收入增加；其他服務支出5,129百萬美元，較上年同季減少138百萬美元，主要係智慧財產權使用費支出減少。由於收入增加，支出減少，其他服務貿易順差由上年同季之23百萬美元擴大至334百萬美元。

三、初次所得

初次所得包括薪資所得、投資所得及其他初次所得。本季初次所得收入9,056百萬美元，較上年同季減少773百萬美元，主要係國人直接投資所得減少；初次所得支出2,836百萬美元，較上年同季增加771百萬美元，主要係銀行部門支付非居民利息支出增加。由於收入減少，支出增加，初次所得收支順差縮減為6,220百萬美元，較上年同季減少1,544百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入2,004百萬美元，較上年同季增加32百萬美元；支出2,802百萬美

元，較上年同季減少87百萬美元，主要均係於收入增加而支出減少，二次所得逆差由上
 贍家及工作者匯入款及匯出款變動較大。由年同季的917百萬美元縮減為798百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	108年第一季			107年第一季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	9,056	2,836	6,220	9,829	2,065	7,764	-773	771
一、薪資所得	337	178	159	314	197	117	23	-19
二、投資所得	8,677	2,562	6,115	9,473	1,786	7,687	-796	776
(一)直接投資	1,697	732	965	3,191	867	2,324	-1,494	-135
(二)證券投資	784	218	566	682	5	677	102	213
(三)其他投資	6,196	1,612	4,584	5,600	914	4,686	596	698
三、其他初次所得	42	96	-54	42	82	-40	0	14
二次所得	2,004	2,802	-798	1,972	2,889	-917	32	-87

參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生金融商品與其他投資。本季金融帳淨資產增加14,648百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	108年第一季			107年第一季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)-(2) 淨資產	(3) 資產	(4) 負債	(3)-(4) 淨資產	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	2,316	843	1,473	3,796	1,962	1,834	-1,480	-1,119
二、證券投資	15,700	2,931	12,769	28,742	-1,051	29,793	-13,042	3,982
(一)股權和投資基金	1,823	3,133	-1,310	6,131	-608	6,739	-4,308	3,741
(二)債權證券	13,877	-202	14,079	22,611	-443	23,054	-8,734	241
三、衍生金融商品	-4,588	-4,362	-226	-4,439	-4,436	-3	-149	74
四、其他投資	8,964	8,332	632	-1,872	15,403	-17,275	10,836	-7,071
(一)其他股本	0	0	0	0	0	0	0	0
(二)債務工具	8,964	8,332	632	-1,872	15,403	-17,275	10,836	-7,071
1.現金與存款	4,155	-7,081	11,236	145	2,575	-2,430	4,010	-9,656
2.貸款/借款	7,916	10,952	-3,036	702	4,740	-4,038	7,214	6,212
3.貿易信用及預付/收款	-1,987	1,196	-3,183	-3,475	3,764	-7,239	1,488	-2,568
4.其他應收/付款	-1,120	3,265	-4,385	756	4,324	-3,568	-1,876	-1,059
合 計	22,392	7,744	14,648	26,227	11,878	14,349	-3,835	-4,134

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1,473百萬美元。其中，對外直接投資淨增加2,316百萬美元，投資行業則以電子零組件製造業、金融及保險業為主；非居民來台直接投資淨增加843百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、化學材料製造業。受到美中貿易摩擦及全球經濟成長趨緩影響，對外直接投資及非居民來台直接投資規模分別較上年同期減少39.0%及57.0%。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加12,769百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券淨增加15,700百萬美元。其中股權和投資基金淨增加1,823百萬美元，主要係退休基金投資國外股權證券增加；債務證券淨增加13,877百萬美元，主要係國內投信基金及保險公司投資國外債務

證券增加。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨增加2,931百萬美元。其中股權及投資基金淨增加3,133百萬美元，主要係外資增持國內股票；債務證券投資淨減少202百萬美元，主要係國外投資人減持我國公債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少226百萬美元。其中，資產淨減少4,588百萬美元，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4,362百萬美元，主要係其他金融機構支付衍生金融商品處分損失。

四、其他投資

其他投資包括其他股本及債務工具，本季其他投資淨資產增加632百萬美元，主要係銀行存放及拆放國外同業淨增加。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加2,728百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

108年第1季以來，除2月因放款與投資成長減緩，M2年增率下滑至2.92%外，由於資金持續淨匯入，M2年增率大抵呈上升走勢，至4月為3.71%；5月受外資轉為淨匯出影響，M2年增率降至3.40%(表1)，累計1至5月M2平均年增率為3.25%，在貨幣目標區內成長，市場資金維持適度寬鬆。

108年第1、2季本行理事會均決議維持政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策，目前重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.375%、1.75%及3.625%。在存

放款利率方面，108年第1季底五大銀行一年期存款固定利率持穩於1.039%，與上季底(107年第4季底)相同；五大銀行平均基準放款利率本季(108年第1季)略升至2.632%，惟4月受華銀調降基準放款利率影響，略降至2.631%，與上季底相同。另在五大銀行新承做放款方面，本季由於承做利率較低的政府借款及受大額企業貸款影響，108年第1季底加權平均利率為1.344%，較上季底下降0.014個百分點，至4、5月始陸續回升。

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				
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
107	5.32	3.52	5.61	2.62	5.39	5.33
107/ 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
12	5.69	3.07	5.92	2.62	5.39	5.33
108/ 1	6.55	3.14	7.11	2.57	5.92	5.65
2	5.97	2.92	6.46	3.00	5.48	5.45
3	6.87	3.10	5.59	3.24	5.00	4.85
4	7.65	3.71	6.38	3.51	4.97	4.95
5	7.23	3.40	6.50	3.15	4.38	4.25

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

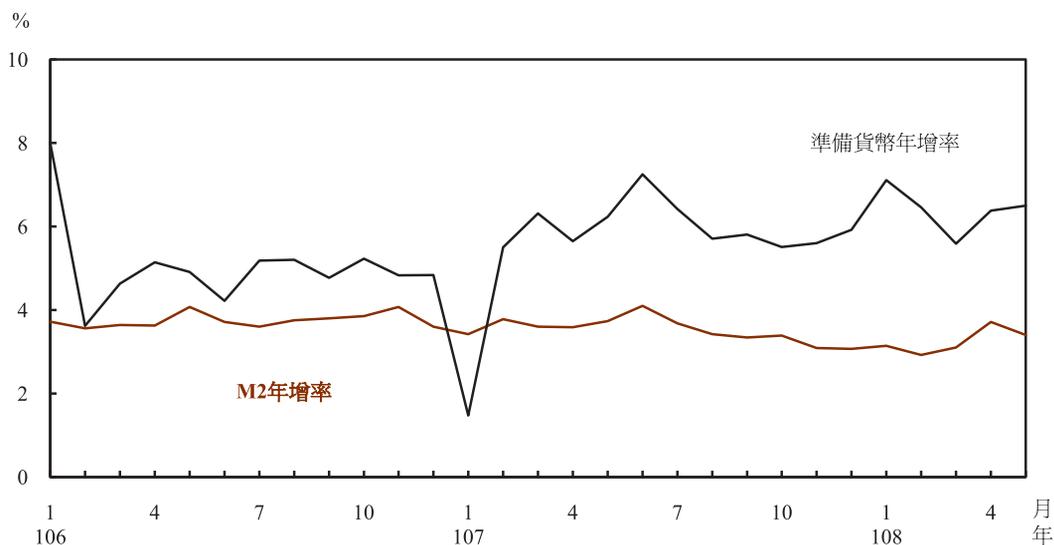
貳、準備貨幣年增率先升後降再回升

受外資轉呈淨匯入，以及活期性存款成長增加，致準備金需求上升影響，108年第1季日平均準備貨幣年增率為6.38%，較上季之5.68%為高。其中，1月受外資轉呈淨匯入，以及農曆春節前，通貨需求漸增影響，準備貨幣年增率上升至7.11%；2月則因春節過後，通貨陸續回籠，準備貨幣年增率降為6.46%；3月因放款與投資成長減少，致準備金需求下降，準備貨幣年增率續降為5.59%。至於4月受活期性存款成長增加，以及外資淨匯入擴增影響，準

備貨幣年增率上升為6.38%；5月準備貨幣年增率續升至6.50%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，108年第1季雖有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行發行定存單等緊縮因素，惟受公債還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣水準值較上季增加。至於4月及5月，日平均準備貨幣水準值呈上升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率

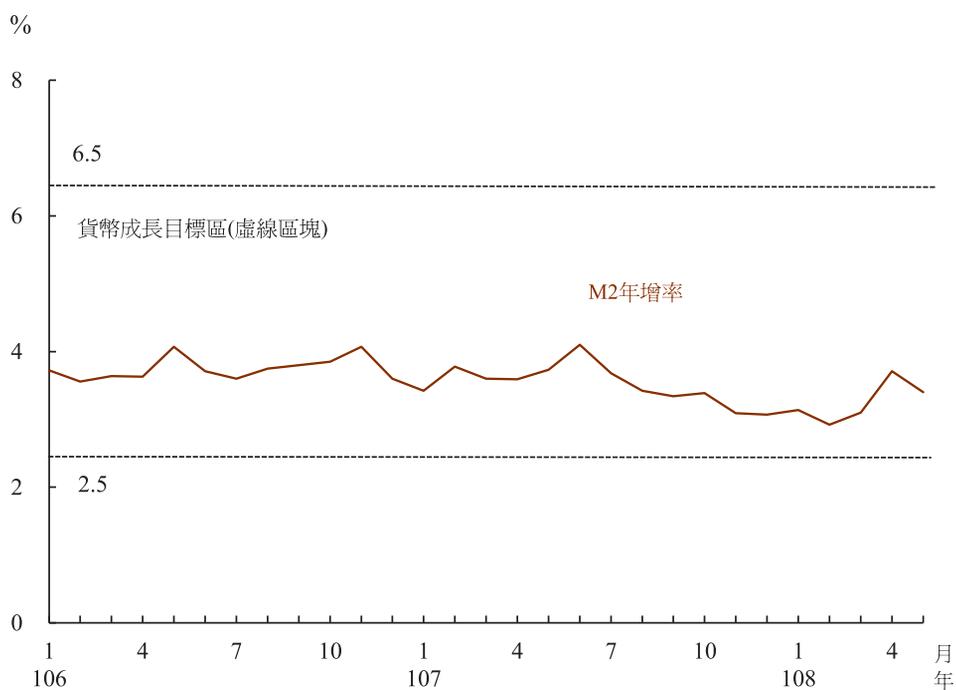


參、M2維持目標區內成長

108年第1季以來，除2月因放款與投資成長減緩，M2年增率下滑至2.92%外，由於資金持續淨匯入，M2年增率由上年12月的3.07%大抵呈上升走勢，至3月為3.10%，第1

季M2平均年增率為3.05%。4月、5月復受資金移動影響，M2年增率先升後降，累計1至5月M2平均年增率為3.25%，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、存款年增率先升後降

108年第1季底全體貨幣機構存款年增率由上季底之2.62%上升至3.24%，主要係因外資轉呈淨匯入，加以農曆春節交易性資金需求增加所致。4月由於資金流入較多，致4月底存款年增率續升至3.51%，而5月正值繳納所得稅期間，加以外資轉呈淨匯出，復以放款與投資成長減緩，致5月底存款年增率降至3.15%。

就各類存款觀察，活期性存款方面，108年第1季底年增率由上季底的5.51%增加至7.48%，主要係因股價指數上漲，證券劃撥存款增加，致活期儲蓄存款成長上升。4月仍受股市交易活絡之影響，活期儲蓄存款成長持續上升，致4月底年增率增加至7.51%；而5月則因繳納所得稅，加以繳納之所得稅較上年同期為多，致5月底年增率轉降至6.86%。

定期性存款¹方面，108年第1季底定期性存款年增率由上季底的0.62%微升至0.64%，主要因農曆春節過後，民眾將年終獎金轉入定期儲蓄存款，加以本年年終獎金較上年微增，致定期儲蓄存款成長上升。4月因上年同

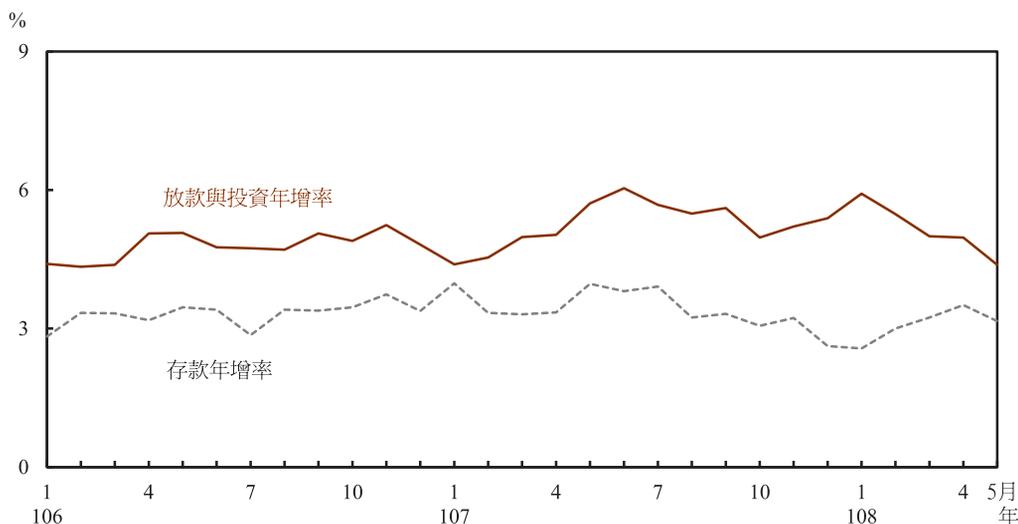
期為負成長，基期較低，造成定期儲蓄存款成長上升，加以部分廠商將國外貨款與投資款匯回，造成外匯存款成長增加，以致4月底年增率升至1.05%；5月由於部分廠商支付國外貨款或償還外幣借款，或為償還新台幣借款而將外幣轉換成新台幣，造成外匯存款轉呈負成長，以致5月底年增率轉降至0.60%。

政府存款方面，因春節發放年終獎金，致108年第1季底政府存款年增率由上季底的10.60%降至7.88%。4月雖因政府借款增加，惟公債與國庫券到期較多，致4月底政府存款年增率微降至7.87%；惟5月適逢繳納所得稅期間，加以稅收較上年同期多，致5月底年增率明顯升至13.30%。

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60.63%略降為108年第1季底之60.60%；活期性存款之比重次高，由上季底之36.52%升至36.82%；政府存款比重由2.86%降至2.59%。5月底，定期性、活期性及政府存款比重分別為60.52%、36.50%及2.98%。

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。

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

108年第1季底全體貨幣機構放款與投資之餘額，以成本計價，較去年底增加4,748億元，就性質別觀察，放款增加1,760億元，投資增加2,988億元；放款與投資年增率由去年底之5.39%降至5.00%，主要因第1季底銀行對民間部門放款成長下降所致；4月底，由於銀行對公營事業及政府債權成長下降，致放款與投資年增率續降為4.97%；5月底，由於銀行對民間部門及政府債權成長下降，致放款與投資年增率再降至4.38%(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，108年第1季底全體非金融部門取得資金總額年增率由去年底之3.85%下降至3.71%；4月底，由於人壽公司投資年增率上升，主要因購買連結海外之債券型ETF成長，致取

得資金總額年增率回升至3.82%；5月底回降至3.77%。

就放款與投資之對象別觀察，108年第1季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由去年底之5.33%續降至4.85%，主因景氣走緩、出口成長衰退及電子業淡季，加以農曆春節及228和平紀念日連假，工作天數減少，企業資金需求下降，致銀行對民間部門放款成長下降；對政府債權年增率由去年底之5.42%下降至5.22%，主因中央政府借款較上年同期為少，加以地方政府償還較多借款所致；對公營事業債權年增率由6.74%上升至7.59%，主要係台電為配合政府開發電源政策，向銀行借款及發行商業本票，以新建擴建、汰舊換新廠房設備，致銀行對公營事業放款及投資成長均上升。

比重方面，108年第1季底對民間部門債權比重最高，由上年底之81.71%下降至80.83%，5月底上升至81.12%；對政府債權比重次之，由上年底之15.06%上升至15.92%，5月底下降至15.64%；對公營事業債權比重由上年底之3.22%上升至3.24%，5月底持平於3.24%。

在全體銀行²對民營企業放款行業別方面，108年第1季底對民營企業放款餘額較上年底減少1,325億元。行業別方面，全體銀行對製造業放款減少1,299億元，其中，以對電子零組件製造業之放款金額減少577億元最多，主因智慧型手機需求疲弱，及半導體供應鏈進行庫存調整，致行業資金需求動能下降；對服務業³放款減少117億元，以對批發

及零售業放款減少363億元最多，主因大型百貨業者償還借款，及外銷淡季，出口通路批發商資金需求下降所致。108年5月底，全體銀行對民營企業放款餘額較第1季底增加2,069億元，其中，對製造業放款增加1,013億元，對服務業放款增加1,053億元。

就各業別比重而言，108年第1季底對服務業放款比重最高，自上年底之52.30%上升至52.83%，對製造業放款比重則自上年底之43.63%下降至42.97%；對營建工程業放款比重則自上年底之2.63%上升至2.68%。108年5月底對服務業放款比重較第1季底下降至52.78%，對製造業放款比重續上升至43.10%，對營建工程放款比重下降為2.60%。

陸、銀行業利率持穩

108年4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%，與第1季相同，至6月底仍維持不變。至於基準放款利率，因4月華銀調降基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由第1季底之2.632%略降至2.631%，至6月底仍維持不變。

在五大銀行新承做放款加權平均利率方

面，由107年12月的1.358%降至108年1月之1.245%，2月回升至1.358%，主要因新承做較低利率的大額政府借款及企業貸款先增後減，帶動週轉金貸款利率先降後升所致。之後，3月因新承做較低利率的大額企業貸款及地方政府借款增加，以致平均利率回降至1.344%。4月、5月復因利率較低的大額企業貸款與政府借款減少，加以部分銀行有利率較高的聯貸案放款，致平均利率回升至5

² 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

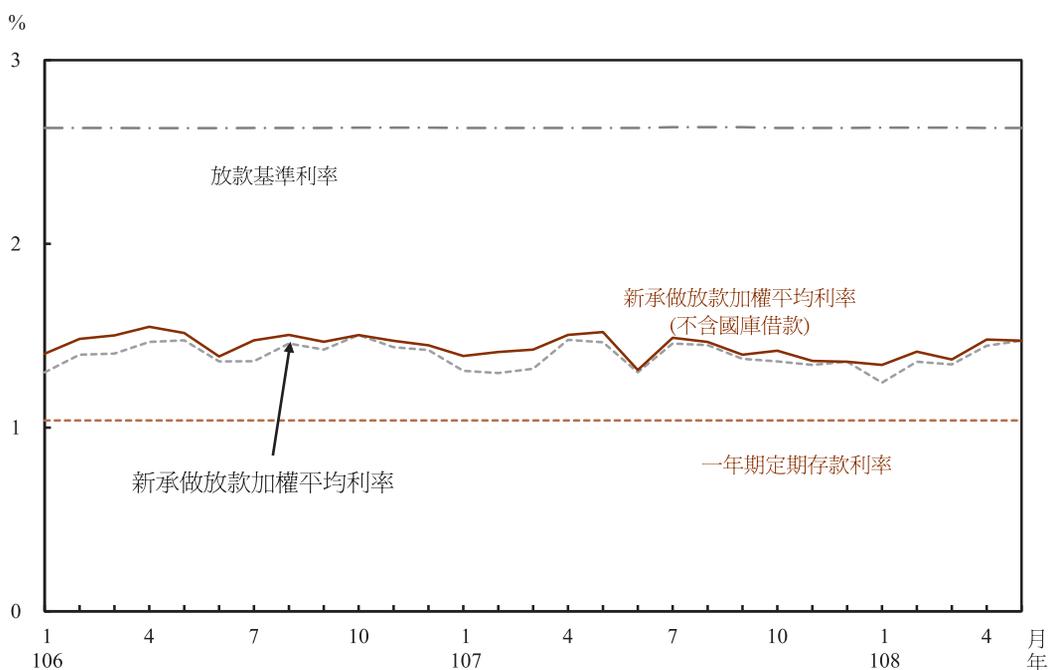
³ 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

月之1.473%，較107年12月上升0.115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107年12月的1.358%上升至108年5月的1.473%，較107年12月皆上升0.115個百分點(圖4)。

考量當前國內物價漲幅和緩，且通膨展望穩定，全球經濟雖潛藏下行風險，惟在內

需支撐及基期較低下，預期108年下半年國內經濟成長高於上半年，全球景氣力道仍屬溫和，益以國內實質利率水準與主要經濟體相較，亦屬居中，本行6月理事會決議，維持現行政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策。

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

108年3月農曆年後通貨陸續回籠，市場資金續呈寬鬆，致金融業隔夜拆款加權平均利率降至0.178%；4月市場資金平穩寬鬆，惟適逢清明連假，交易資金需求較高，致金融業隔夜拆款利率回升至0.189%；5月受美中貿易關係趨於緊張，外資淨匯出，加以適逢繳稅月份等因素影響，銀行資金調度轉趨保守，惟市場資金仍呈寬鬆，金融業隔夜拆款加權平均利率略降至0.188%。貨幣機構4月及5月的日平均超額準備為429億元，較第1季平均之459億元下降。

年初以來，由於全球經貿不確定性持續升高，國際景氣降溫，衝擊國內出口，且台股隨國際股市波動加大，影響消費信心，使經濟成長趨緩；至於下半年，雖然預期國際需求仍弱，惟美中貿易衝突帶來部分轉單效應及基期較低之影響，出口成長略升，加以政府推動擴大內需政策，有助民間消費與投資。惟考量全球經濟潛藏下行風險，且國際間存在諸多不確定性，國內經濟成長略緩，在通膨展望穩定的前提下，本行6月理事會決議與3月相同，仍維持現行政策利率不變。

以下分別就108年3月至5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

3月因通貨陸續回籠，市場資金續呈寬鬆，惟受政府發行公債、國庫券等緊縮因素影響，致日平均超額準備由2月之604億元下降至309億元。4月雖適逢清明連假，交易資金需求較高，惟市場資金仍屬寬鬆，加以外資淨匯入，致日平均超額準備回升至407億元。5月受美中貿易摩擦升溫，外資淨匯出，加以適逢繳稅月份，銀行為因應短期資金移動，遂維持較高部位的超額準備，致日平均超額準備續升至451億元。

二、利率走勢

3月通貨陸續回籠，市場資金仍屬寬鬆，致金融業隔夜拆款加權平均利率由2月0.180%略降至0.178%。之後，4月市場資金續呈寬鬆，加以外資淨匯入，惟適逢清明連假，交易資金需求較高，致金融業隔拆加權平均利率回升至0.189%。5月雖受美中貿易衝突升溫，外資淨匯出，加以適逢繳稅月份等因素影響，銀行資金調度轉趨保守，惟市場資金仍屬寬鬆，金融業隔拆加權平均利率略降至0.188% (表1)。

至於票券市場短期利率方面，各天期利率普遍呈現下降趨勢，其中商業本票1-30

天期發行利率由2月之0.62%略降至3月之0.61%，5月續降至0.57%。次級市場利率亦由2月之0.50%略降至3月之0.49%，5月續降至0.44%；同期間，31-90天期發行利率由2月之0.68%降至5月之0.65%，次級市場利率則由2月之0.55%下降5月之0.49%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

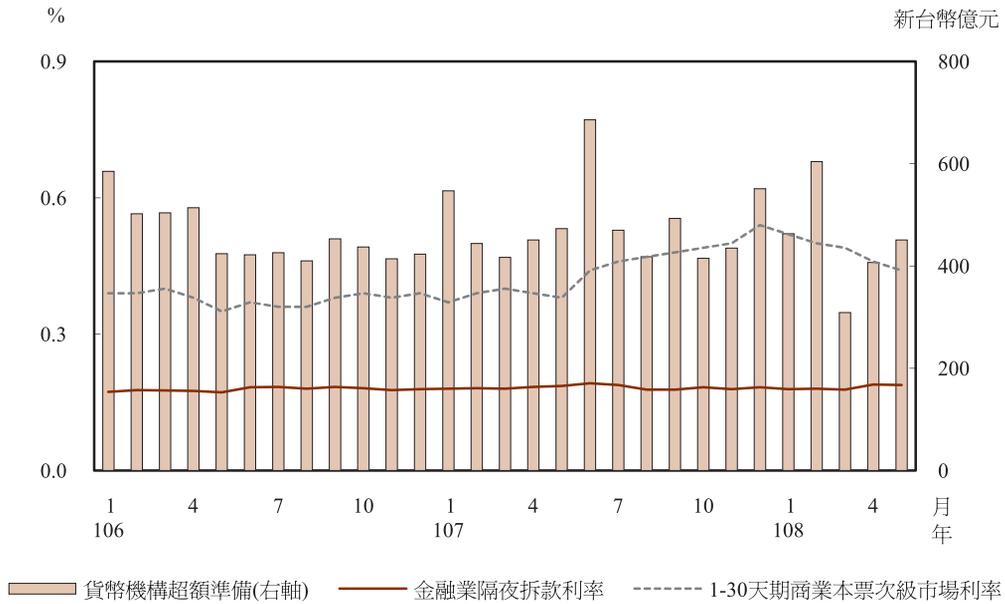


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分比率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 ^註				
		初級市場			次級市場			初級市場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
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
107	0.183	0.58	0.65	0.63	0.44	0.49	0.55	0.544	0.650	0.770	0.487	0.619
107/												
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
12	0.183	0.68	0.75	0.79	0.54	0.62	0.67	0.561	0.650	0.770	0.564	0.689
108/												
1	0.179	0.65	0.75	0.71	0.52	0.57	0.67	0.545	0.650	0.770	0.557	--
2	0.180	0.62	0.68	0.66	0.50	0.55	0.64	0.553	0.650	0.770	0.520	0.635
3	0.178	0.61	0.65	0.61	0.49	0.52	0.59	0.525	0.650	0.770	0.519	0.606
4	0.189	0.58	0.66	0.61	0.46	0.49	0.55	0.541	0.650	0.770	0.510	0.577
5	0.188	0.57	0.65	0.58	0.44	0.49	0.53	0.532	0.650	0.770	0.505	0.561

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1季底票券流通餘額合計為2兆4,793億元，較上季底增加2,562億元，其中以國庫券增加1,540億元為最多，主要係配合國庫資金調度需要，發行金額較多所致。其次是商業本票增加1,533億元，主要係因票券市場短期利率維持低檔，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資所致。之後，本年4、5月票

券流通餘額下降，5月底流通餘額合計為2兆4,638億元，較第1季底減少155億元(表2)。其中以可轉讓定期存單(NCD)減少785億元為最多，係因部分銀行基於資金部位與成本，到期不續發或持有NCD的企業另有資金用途，到期NCD不續做所致。至於商業本票則增加570億元，主要係票券市場短期利率持續走低，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資所致。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合計			國庫券			市庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
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
107	149,719	149,033	22,231	1,600	1,550	300	0	0	0	129,650	129,134	17,606	185	186	40	18,285	18,163	4,285
107/ 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
12	10,844	10,965	22,231	0	0	300	0	0	0	9,162	9,634	17,606	14	12	40	1,668	1,320	4,285
108/ 1	13,817	12,888	23,159	890	300	890	0	0	0	11,563	11,091	18,077	15	18	37	1,349	1,479	4,155
2	10,567	9,655	24,071	650	0	1,540	0	0	0	9,272	8,712	18,637	11	12	37	633	932	3,857
3	13,497	12,775	24,793	300	0	1,840	0	0	0	11,897	11,396	19,139	11	15	33	1,289	1,364	3,781
4	13,166	12,751	25,208	650	590	1,900	0	0	0	11,852	11,222	19,769	14	13	34	650	926	3,505
5	12,158	12,727	24,638	0	0	1,900	0	0	0	11,556	11,616	19,708	11	12	33	591	1,099	2,997

貳、債券市場

108年第1季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債1,300億元，較上季增加300億元；公司債方面，發行規模為278億元，較上季減少474億元，主要因部分企業轉向銀行借款所致；金融債券方面，國內銀行發債總額為252億元，較上季減少207億元，主要因次順位債券發行量下滑所致；至於國際債券方面，108年第1季外國機構在台發行總額折合新台幣為2,633億元，較上季增加2,355億元，主要因卡達來台發行60億美元公債所致。

債券流通市場方面，108年第1季債券交易量為14兆8,015億元，較上季減少9,396億元或5.97%。

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

108年第1季中央政府發行甲類建設公債1,300億元，較上季增加300億元或30.00%，發行年期有5年、10年及20年期。就行業得標比重觀察，本季平均仍以證券業得標比重為最高37.15%，其次為銀行業的36.73%，再次為保險業的18.54%，至於票券業平均只標得7.58%。累計至108年第1季底，中央政府公債發行餘額為5兆4,466億元，較上季底減少1,120億元或2.01%，至108年5月底發行餘額則為5兆4,606億元。

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
108甲1	108.01.14	5	250	0.740	44.60	43.40	11.60	0.40
108甲2	108.01.28	20	300	1.180	30.83	32.50	0.00	36.67
108甲3	108.02.13	10	300	0.848	43.99	28.17	11.17	16.67
108甲4	108.03.04	20	250	1.138	17.60	50.40	0.00	32.00
※108甲1	108.03.22	5	200	0.656	48.75	33.25	18.00	0.00

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分

108年第1季末發行直轄市政府公債。

別為100億元及339億元。

108年5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
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	125,755	4,000	55,948	-	416	3,857	19,379	1,895	12,273	-	114	77	145	11,392	37,480
107	19,139	134,619	3,473	55,586	148	439	4,123	20,228	2,287	13,171	-	50	71	151	9,037	44,993
107/ 5	2,224	132,735	200	54,949	-	416	702	19,839	159	13,100	-	69	6	159	1,157	44,202
6	1,670	133,710	373	55,322	-	416	651	19,978	99	13,087	-	67	4	161	544	44,679
7	1,263	134,584	250	55,572	-	416	566	20,277	115	13,116	-	65	6	155	326	44,985
8	764	134,695	250	55,822	-	416	255	20,180	75	13,095	-	63	9	139	175	44,980
9	959	134,359	400	55,422	-	416	317	20,293	199	13,129	-	62	6	141	37	44,897
10	830	134,046	250	55,136	148	439	202	20,238	38	13,026	-	60	10	148	183	44,998
11	977	134,333	400	55,236	-	439	310	20,328	199	13,072	-	50	4	145	64	45,063
12	851	134,619	350	55,586	-	439	240	20,228	223	13,171	-	50	8	151	31	44,993
108/ 1	1,105	134,157	550	54,916	-	439	173	20,233	80	13,093	-	50	2	144	300	45,282
2	608	134,159	300	54,816	-	439	70	20,124	25	13,118	-	50	-	140	213	45,471
3	2,752	135,871	450	54,466	-	439	35	20,034	147	13,235	-	50	-	135	2,120	47,512
4	1,412	136,532	250	54,356	-	439	531	20,486	90	13,152	-	50	15	149	526	47,900
5	1,579	137,664	250	54,606	-	439	480	20,670	16	13,112	-	50	14	161	820	48,626

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

108年第1季公司債發行總額為278億元，較上季減少474億元或63.07%，主要因部分企業以向銀行借款代替發債所致。108

年第1季前六大發債公司為中信金、樺漢、玉山金、三發、正文及立隆，合計發債金額為230億元，占發行總額82.84%；就債券發行期限觀察，以5年期券占50.61%為最大

宗，其次為7年期券的21.39%。截至108年第1季底，公司債發行餘額為2兆34億元，較上季底減少195億元或0.96%，至108年5月底發行餘額為2兆670億元。

(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。108年第1季有8家本國銀行發行金融債券，總金額為252億元，較上季減少207億元或45.04%，主要因本國銀行均達最低資本適足率要求，次順位債券發行量下滑所致。其中，美元計價之金融債券以主順位債券為主，發行金額為3億元，占總發行金額1.22%，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，發行期間為10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20.45%、32.48%及28.23%。累計至108年第1季底，金融債券發行餘額為1兆3,235億元，較上季底增加64億元或0.49%，至108年5月底發行餘額則增至1兆3,112億元。

(五) 資產證券化受益證券

108年第1季資產證券化受益證券商品無新案發行，季底發行餘額為50億元，至108年5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。108年第1季外國債券發行總額為2億元，較上季減少20億元或93.02%，累計至108年第1季底，外國債券發行餘額為135億元，較上季底減少17億元或10.98%。至108年5月底發行餘額增為新台幣161億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。108年第1季國際債券發行總額折合新台幣為2,633億元，較上季增加2,355億元或847.28%，主要係因卡達政府來台發行60億美元的公債所致。就國際債券發行幣別觀察，美元、南非幣及人民幣債券發行總額折合新台幣分別為2,617億元、9億元及7億元，占國際債券總發行額分別為99.39%、0.36%及0.26%。累計至108年第1季底，國際債券發行餘額折合新台幣為4兆7,512億元，較上季底增加2,519億元或5.60%。至108年5月底發行餘額增為新台幣4兆8,626億元。

二、流通市場

108年第1季因主計總處下修本年經濟成長預測，加以國內市場資金仍屬寬鬆，10年期指標公債殖利率由107年第4季平均的0.91%，下降至108年第1季平均的0.81%。108年4月及5月平均殖利率分別為0.75%及0.72%。

108年第1季國內整體債市交易金額為14兆8,015億元，較上季減少9,396億元或5.97%，主要適逢農曆春節，工作天數較少，致附條件交易減少1兆5,941億元或12.29%，惟買賣斷交易則增加6,545億元或23.60%。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17.62%上升至當季之23.16%，附條件交易金額占交易總額比重由上季之82.38%下降至當季之76.84%。

若就各類債券交易來看，108年第1季以政府公債交易比重占65.57%為最高，交易金額為9兆7,052億元，其次依序為公司債4兆2,704億元、金融債券6,171億元、國際債券1,872億元、外國債券181億元及資產證券化受益證券34億元。108年4月至5月債券交易金額為10兆7,865億元，較上年同期增加485億元或0.45%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

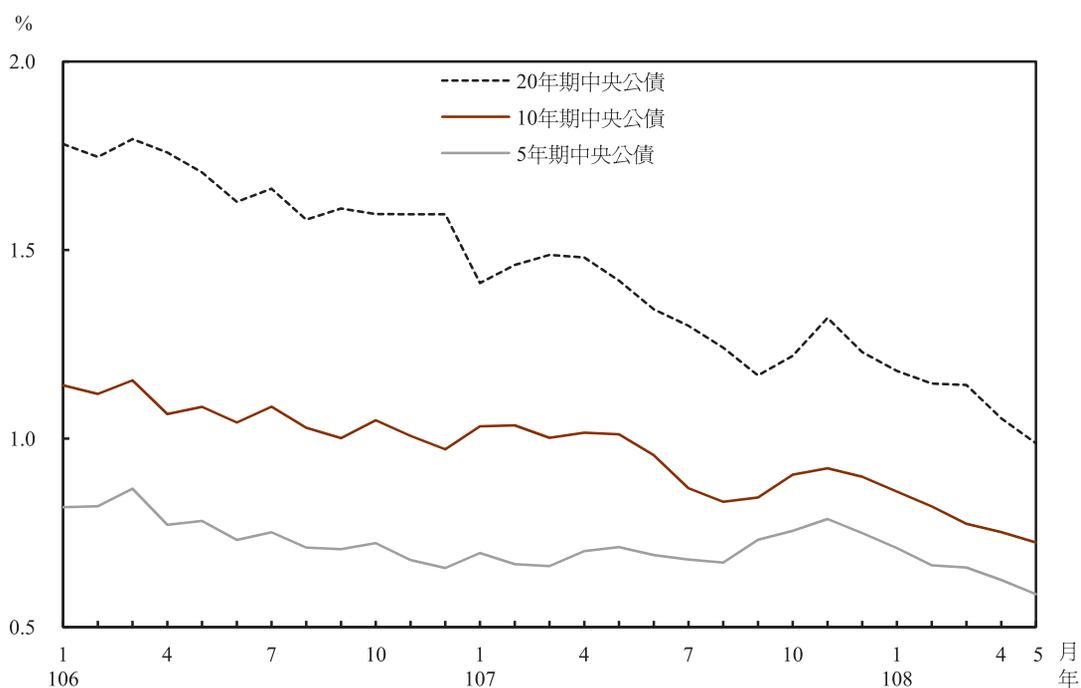


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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(%)
105	668,179	145,737	21.8	522,443	78.2
106	615,835	125,386	20.4	490,449	79.6
107	648,221	115,348	17.8	532,873	82.2
107/ 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
12	48,611	8,553	17.6	40,058	82.4
108/ 1	54,537	12,498	22.9	42,039	77.1
2	38,826	9,562	24.6	29,263	75.4
3	54,652	12,219	22.4	42,432	77.6
4	52,619	9,535	18.1	43,084	81.9
5	55,246	10,786	19.5	44,460	80.5

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

表6 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券	國際債券
			普通	可轉換				
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
107	648,221	423,698	175,532	9,831	26,653	125	885	11,497
107/ 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
12	48,611	29,669	15,284	984	2,101	12	68	492
108/ 1	54,537	35,029	15,619	801	2,364	12	68	644
2	38,826	25,809	10,169	654	1,650	10	49	485
3	54,652	36,214	14,425	1,036	2,157	12	65	742
4	52,619	34,244	14,758	851	2,158	10	105	494
5	55,246	34,496	16,425	934	2,395	14	142	839

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

108年開年以來，在中美貿易摩擦明顯降溫、美國Fed升息步調放緩、資金重回新興市場、全球股市反彈走升、外資連續4個月買超台股等利多因素帶動下，台股由1月4日之9,383點，震盪走升至5月3日之波段新高11,096點。其後，川普發文揚言對中國出口到美國的2千億美元商品加徵25%關稅，以及針對華為下禁令，使得貿易衝突再起，加上中國對美亦採取強硬關稅報復，致戰火愈演愈烈，台股隨全球股市下挫，至5月底為10,499點，較108年底上漲7.93%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

108年1月份股市反彈回升，1月底加權指數較上月底上漲2.11%。此期間主要利多因素包括：1.國際主要股市止跌回穩，美股強勢反彈；2.資金回流新興市場，外資買超台股；3.美中貿易談判氣氛好轉，關稅危機有望解除；4.市場預期美國聯準會升息步調可能放緩。

108年2月份股市持續走升，2月底加權指數較上月底上漲4.60%，創6年多來最大漲幅。此期間主要利多因素包括：1.美股與

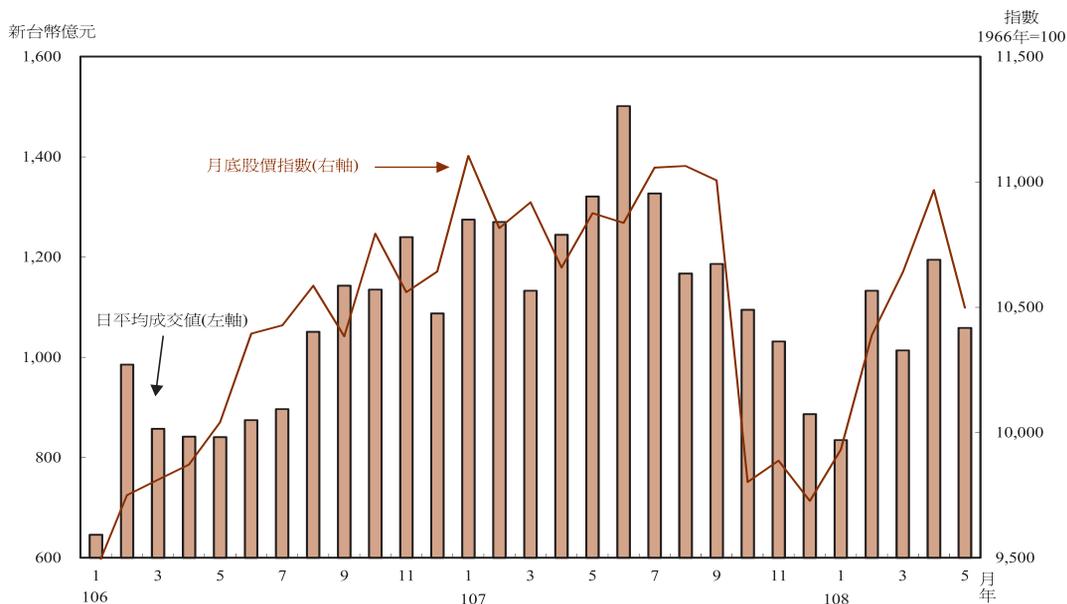
陸股引領全球股市續漲；2.外資大幅買超台股；3.美中貿易摩擦持續降溫；4.美國Fed釋放未來升息腳步放緩的訊息；5.國際油價回穩走升；6.台積電(2330)季配息題材及全球行動通訊大展(MWC)，帶動電子類股大漲。

108年3月份股市震盪走高，3月底加權指數較上月底上漲2.42%。此期間主要利多因素包括：1.美國Fed表示本年不升息，並預計於9月停止縮表；2.國際主要股市上漲；3.美中貿易談判進展順利；4.外資買超台股；5.投信與集團企業季底作帳。

108年4月份股市持續走高，4月底加權指數較上月底上漲3.07%。此期間主要利多因素包括：1.美中貿易談判愈趨樂觀；2.主要經濟體製造業PMI走揚；3.國際股市持續走升，美股屢創新高；4.外資買超台股；5.台積電與大立光法說會均釋出佳音。

108年5月份股市下挫，5月底加權指數較上月底下跌4.28%。此期間主要利空因素包括：1.美中貿易衝突升溫，雙方互相報復加徵關稅，致全球主要股市大跌；2.川普打壓華為，影響台灣相關供應鏈，外資賣超電子權值股；3.MSCI調降台股權重。

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)，108年1月除航運與油電燃氣類股下跌，其餘類股均上漲。其中，汽車類股在中國大陸推出「汽車下鄉」政策之激勵下，國內汽車零組件相關個股受惠，帶動股價上揚7.20%居冠；電機機械類股因即將舉辦工具機展，股價上漲6.94%居次；生技醫療類股隨美國那斯達克生技類股指數(NBI)走升及國內相關業者營收持穩，股價上漲6.62%。

108年2月所有類股均上漲。其中，汽車類股持續大漲8.38%；油電燃氣類股因國際原油價格反彈走升，股價一掃連跌數月的陰霾，上漲7.94%；造紙類股隨國際漿價回溫，帶動紙價調漲下，主要工紙業大廠營收

獲利表現出色，股價上漲7.03%；電子類股在台積電(2330)季配息題材及全球行動通訊大展(MWC)，外資積極買進作多下，股價上漲6.08%，漲幅創16個月以來新高。

108年3月多數類股上漲。其中，汽車類股再漲9.35%，已連續3個月漲幅居首；紡織纖維類股由於美國服飾、鞋類品牌財報表現佳，加以來年東京奧運題材開始發酵，帶動股價上漲5.78%次之；水泥類股因主要大廠(台泥、亞泥)營收及獲利表現亮眼，股價上漲5.56%。貿易百貨類股則受到百貨公司逢淡季，業績下滑之影響，股價下跌3.08%最多。

108年4月多數類股上漲。其中，汽車類股因新車改款熱賣，營收大幅成長，帶動股價連續第4個月漲幅居冠，再大漲12.63%；

紡織纖維類股在新產能開出，出貨量增加下，股價續漲4.80%居次；電子類在美中貿易談判愈趨樂觀及美股持續走高帶動下，股價上漲4.74%。玻璃陶瓷類股因市場景氣下滑，拉貨動能降低，致營收下滑，股價下跌8.38%最多；貿易百貨類股仍受淡季影響，股價續跌3.90%次之。

108年5月類股漲跌各半。由於貿易戰火加劇及美國發出華為禁令，電子類股及電機

機械類股遭到外資大幅賣超，股價分別大跌8.24%及7.80%，並拖累大盤指數重挫；造紙類股因國際紙漿價格走跌，股價下跌6.05%。不受貿易戰衝擊的食品類股，在冷飲旺季到來下，股價大漲9.00%居冠；汽車類股續漲6.84%次之；水泥類股在主要大廠獲利表現優異下，股價上漲4.33%；建材營造類股則拜貿易戰促使台商回流建廠、購宅之賜，帶動股價上漲4.18%。

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12月底	9,727.4	388.0	1,187.6	129.8	1,617.7	277.9	506.0	159.0	46.4	34.8	181.7
108年1月底	9,932.3	394.3	1,201.5	136.6	1,658.0	281.7	522.5	170.0	47.8	35.1	187.6
108年2月底	10,389.2	418.3	1,237.2	141.7	1,715.9	282.5	535.0	178.5	49.9	36.4	200.8
108年3月底	10,641.0	430.3	1,252.0	149.6	1,721.6	296.1	565.9	177.2	50.1	36.6	199.1
108年4月底	10,967.7	450.6	1,277.5	153.5	1,723.3	296.7	593.1	181.7	49.2	33.6	198.9
108年5月底	10,498.5	413.5	1,285.3	160.1	1,878.5	292.5	584.7	167.5	48.0	33.6	186.8
108年1月底 與上月底比%	+2.11	+1.63	+1.17	+5.21	+2.49	+1.37	+3.26	+6.94	+3.04	+0.83	+3.23
108年2月底 與上月底比%	+4.60	+6.08	+2.97	+3.76	+3.49	+0.29	+2.39	+4.98	+4.20	+3.85	+7.03
108年3月底 與上月底比%	+2.42	+2.86	+1.20	+5.56	+0.33	+4.79	+5.78	-0.71	+0.40	+0.52	-0.85
108年4月底 與上月底比%	+3.07	+4.74	+2.04	+2.58	+0.10	+0.20	+4.80	+2.51	-1.68	-8.38	-0.09
108年5月底 與上月底比%	-4.28	-8.24	+0.61	+4.33	+9.00	-1.39	-1.40	-7.80	-2.52	-0.03	-6.05

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12月底	104.7	242.6	198.3	259.7	64.4	101.4	241.6	138.2	101.9	55.3	233.6
108年1月底	108.8	254.8	212.5	270.5	63.9	103.3	251.1	136.5	103.7	58.9	254.5
108年2月底	109.8	261.9	230.4	273.0	65.4	106.1	252.6	147.3	107.0	61.3	263.2
108年3月底	110.1	256.7	251.9	285.8	65.4	105.2	244.8	146.2	108.0	63.1	274.6
108年4月底	108.4	258.8	283.7	282.5	67.1	104.4	235.2	145.1	107.5	61.2	281.0
108年5月底	106.6	253.0	303.1	294.3	68.8	103.1	239.7	146.9	109.1	63.1	271.8
108年1月底 與上月底比%	+3.93	+5.03	+7.20	+4.15	-0.78	+1.89	+3.91	-1.24	+1.69	+6.62	+8.99
108年2月底 與上月底比%	+0.90	+2.79	+8.38	+0.92	+2.35	+2.66	+0.60	+7.94	+3.18	+4.04	+3.39
108年3月底 與上月底比%	+0.22	-1.98	+9.35	+4.68	+0.09	-0.84	-3.08	-0.77	+0.94	+2.92	+4.34
108年4月底 與上月底比%	-1.53	+0.80	+12.63	-1.14	+2.60	-0.70	-3.90	-0.75	-0.46	-2.95	+2.34
108年5月底 與上月底比%	-1.65	-2.22	+6.84	+4.18	+2.46	-1.24	+1.90	+1.25	+1.48	+2.96	-3.30

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，108年1至4月因美中貿易摩擦降溫、美國Fed可望放緩升息步調，資金回流新興市場，買超台股。5月在貿易戰火加劇及美國發出華為禁令下，外資大舉撤離，賣超台股。

投信法人方面，108年1月及3月買超台股，108年2月、4月及5月則為了因應投資人贖回壓力、作帳需要或指數處於相對高檔等

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。108年1至5月自營商均買超台股，其中，1至4月台股穩步走升，自營商連續買超，5月台股雖下跌，惟自營商為換股操作，將資金從華為概念股，轉進其他具業績、資產題材的類股，故仍呈買超。

表8 集中市場機構投資人買賣超

單位：新台幣億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
106年全年	1,552	-335	114	1,331
107年全年	-3,551	-15	-994	-4,560
107年 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
12月	-669	-5	-174	-848
108年 1月	370	24	208	602
2月	647	-19	119	747
3月	17	4	47	68
4月	544	-43	172	673
5月	-1,449	-9	95	-1,363

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 108年1月1日，自108年起，台股於銀行業周六補行上班日不交易亦不交割。
- (二) 108年2月1日，金管會針對該會管轄的財團法人(包括櫃買中心、金融研訓院、聯合信用卡處理中心等

14個所屬單位)，開放可以投資台股基金、台股ETF和無擔保公司債等3項金融商品，投資總額限該財團法人財產總額之20%。

- (三) 108年4月30日，包含8檔追蹤台股指數及2檔追蹤陸股指數的ETN(指數投資證券)，首度在證交所及櫃買中心掛牌交易。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

本（108）年第1季新台幣對美元匯率最低為3月11日之30.910元，最高為1月31日之30.740元，差距為0.170元。季底新台幣對美元匯率為30.825元，較上（107）年第4季底貶值0.3%，對人民幣貶值2.4%，對歐元、韓元及日圓則分別升值1.7%、1.4%及0.01%。

本季（本年第2季）底與上季（本年第1季）底比較，新台幣對日圓、歐元與美元貶值，對人民幣及韓元升值（圖4），致對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價（以貿易資料計算權數）貶值0.8%。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：4月初公布的3月份FOMC會議紀錄顯示，面對英國脫歐、歐洲與中國大陸經濟成長下滑，加上美國持續低通膨等因素，市場預期Fed本年可能不再升息，4月新台幣對美元匯率於30.801元至30.907元狹幅區間變動。5月初，美國總統川普宣布對中國大陸2千億美元輸美商品加徵關稅稅率由10%調高至25%，月中將華為列入出口管制實體名單；中國大陸則宣布將自6月1日起對美國600億美元進口商品加徵關稅，並將建立不可靠實體清單制度，美中貿易爭端加劇，5月31日新台幣對美元匯率貶至31.612元。6月19日FOMC會議維持政

策利率不變，但決策聲明刪除利率調整保持「耐心」措辭，投資人解讀Fed最快於7月份降息，美元走低；月底美中領導人於G20會議後達成共識，兩國將恢復貿易談判，新台幣對美元匯率回升。本季底新台幣對美元匯率為31.072元，較3月底貶值0.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值1.0%。

新台幣對歐元匯率：4月下旬，英國脫歐、貿易保護主義及歐元區部分成員國政治不確定性等因素，影響市場對歐元信心，歐元一度走弱。5月初歐元區PMI等經濟數據優於預期，加上美中貿易衝突擴大，歐元回升，6月12日新台幣對歐元匯率貶至本季低點35.640元。本季底新台幣對歐元匯率為35.382元，較上季底貶值2.1%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值0.1%。

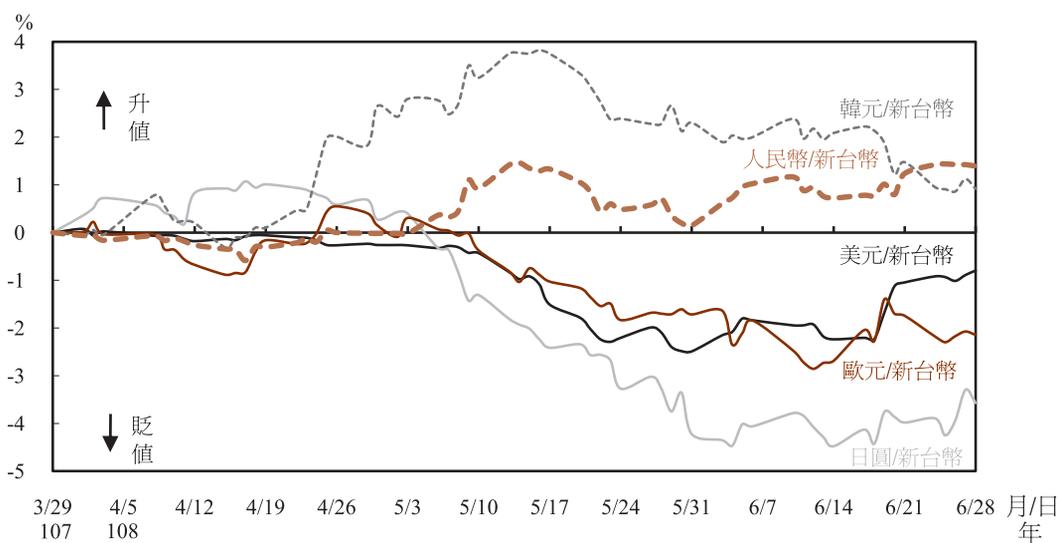
新台幣對日圓匯率：4月初BOJ調查顯示，日本製造業信心出現6年來最大降幅；同月25日貨幣政策會議，決議維持政策利率負0.1%不變，並承諾於2020年春季前維持低利率，日圓貶值。嗣後，美中貿易衝突升溫，避險需求使日圓轉升。本季底新台幣對日圓匯率貶至0.2887元，較上季底貶值3.6%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值1.2%。

新台幣對人民幣匯率：4月初，市場樂觀

預期美中貿易協商結果，新台幣對人民幣匯率於4.5846元至4.6140元區間變動。5月起，美中貿易衝突再度升溫，人民幣走貶，5月14日新台幣對人民幣匯率升至4.5209元本季高點。本季度新台幣對人民幣匯率為4.5240元，較上季底升值1.4%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季微幅升值0.1%。

新台幣對韓元匯率：4月下旬，南韓公布第1季GDP較上年第4季下滑0.3%，加上5月出口減幅擴大至9.5%，韓元持續貶值，5月16日新台幣對韓元匯率升至本季高點0.0262元。本季度新台幣對韓元匯率為0.0269元，較上季底升值0.9%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值2.7%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與108/3/29比較)



二、外匯市場交易

本年2月至4月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為18,161.3億美元，較上期（上年11月至本年1月，以下同）減少8.8%，日平均交易淨額為330.2億美元。其中，OBU外匯交易淨額為1,739.4億美元，較上期減少4.6%，占外匯市場交易比重9.6%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為9,220.9億美元，較上期減少9.3%；即期交易居次，交易量為6,843.6億美元，較上期減少8.5%；占外匯市場交易比重分別為50.8%及37.7%。遠匯交易居第三，交易量為1,446.6億美元，占8.0%，較上期減少5.9%。匯率選擇權居第四，交易量為527.2億美元，占2.9%，較上期減少3.3%（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

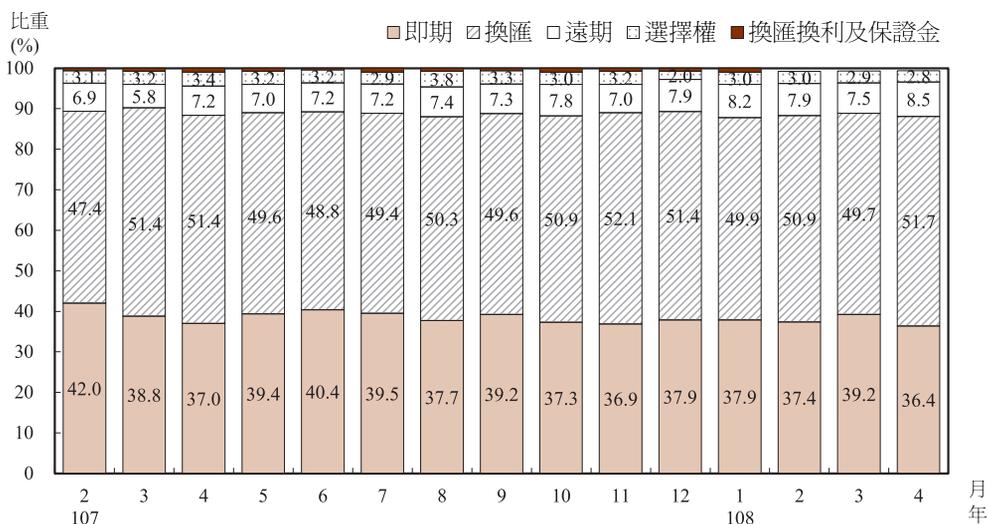
單位：百萬美元

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
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
107	3,111,414	3,992,873	1,361,832	567,790	29,278	7,876	58,354	249,254	7,987,560	731,895	32,079
107/ 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
11	237,476	335,523	118,405	45,040	2,052	616	4,521	20,362	643,538	57,269	29,252
12	226,502	307,126	109,024	47,503	2,110	597	4,353	12,017	598,098	54,144	28,481
108/ 1	284,320	373,964	139,240	61,150	2,943	779	7,505	22,126	749,844	70,844	32,602
2	187,752	255,968	83,168	39,606	1,715	594	3,295	15,179	502,393	49,705	33,493
3	263,673	334,862	102,536	50,396	1,934	944	3,926	19,456	673,258	65,066	33,663
4	232,938	331,264	109,588	54,661	2,107	774	2,756	18,080	640,474	59,174	32,024

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。

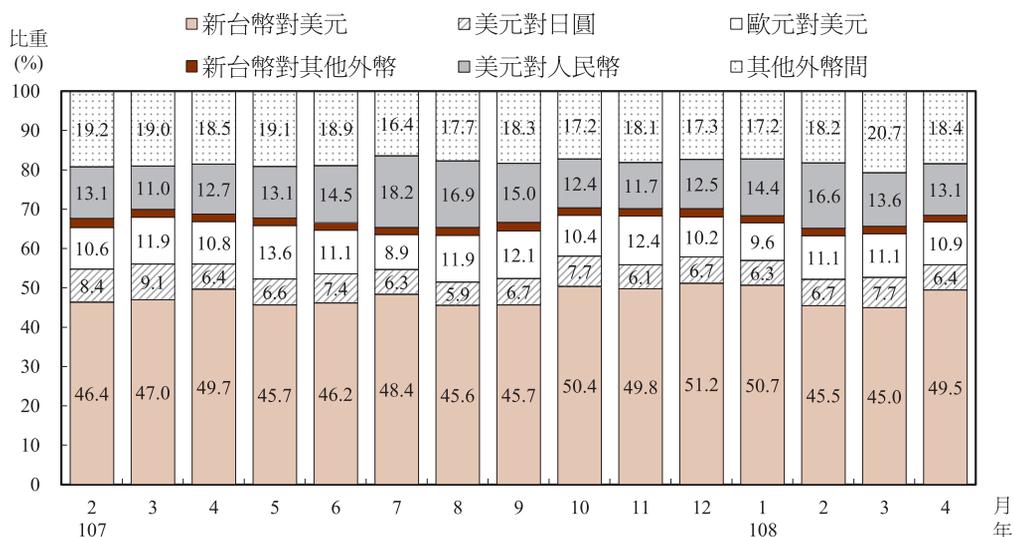
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，本年2月至4月的交易比重為46.7%，較上期減少3.8個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.8%；外幣間的交易比重為51.5%，其中美元對人民幣交易比重為

14.3%，較上期增加1.3個百分點；歐元對美元交易比重為11.0%，較上期增加0.3個百分點；美元對日圓交易比重為7.0%，較上期增加0.6個百分點；其他外幣間交易比重為19.2%，較上期增加1.7個百分點(圖6)。

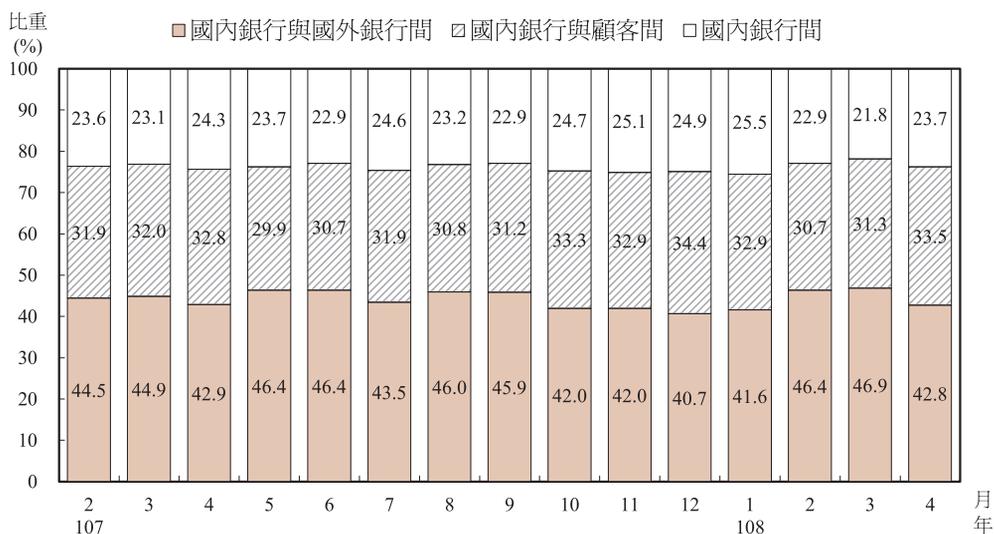
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，本年2月至4月交易比重為45.3%，較上期增加3.9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31.9%及22.8%，分別較上期減少1.4與2.4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

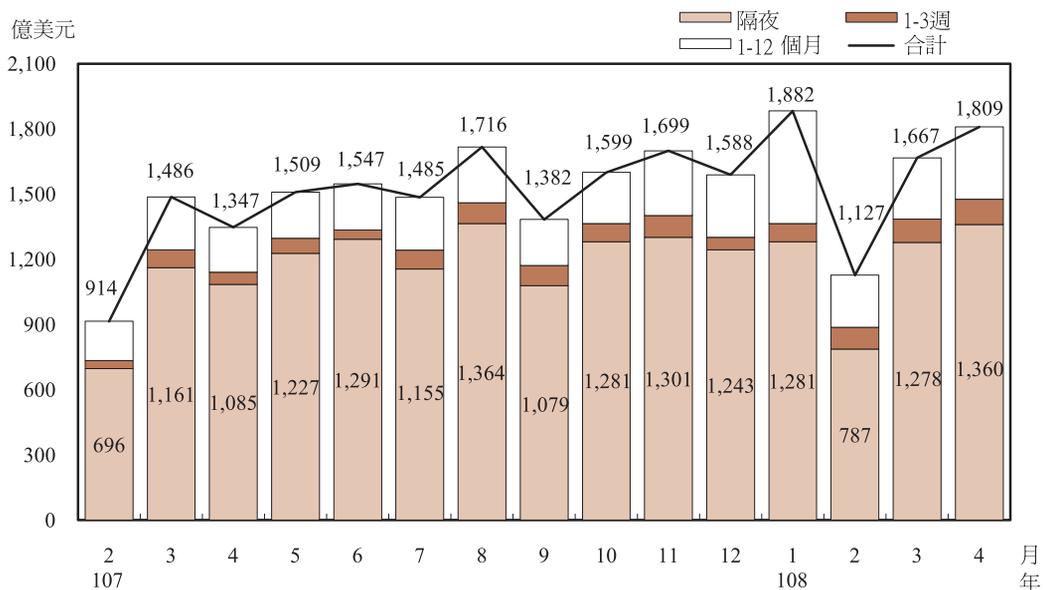
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

新台幣與外幣換匯交易方面（表9），本年2月換匯交易量為831.7億美元，較上月減少40.3%，主要係部分壽險業者美元換匯需求減少，以及春節及228連假影響，營業日數大減。3月交易量為1,025.4億美元，較上月增加23.3%，係因營業日數較2月多，壽險業等客戶到期金額較高；另適逢季底，資金調度需求提高，銀行間換匯市場拋補金額增加。4月交易量為1,095.9億美元，較上月增加6.9%，主因美國公布第1季GDP及零售銷售等數據多優於預期，顯示美國經濟仍穩

健成長，但核心通膨疲弱，致投資人對Fed年內是否降息看法紛歧，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），本年2月外幣拆款交易量為1,126.9億美元，較上月減少40.1%，主要係因市場預期本年全球經濟成長走緩，Fed可能放慢升息步調，銀行間資金寬鬆而減少拆借，加上春節等連續假期營業天數減少。3月交易量為1,666.8億美元，較上月增加47.9%，主因營業天數較2月多，以及適逢季底，銀行資金需求增加，大多以隔夜拆借調度資金，週轉率提高。4月交易量為1,808.7億美元，較上月增加8.5%，主要係銀行增加隔夜資金拆借，週轉率提高。

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

本年2月至4月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為489億美元，較上期減少13.3%。其中，以外幣利率期貨317.3億美元

最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的64.9%，較上期增加15.2個百分點；外幣換利交易居次為146.9億美元，所占比重為30.0%，較上期減少13.7個百分點（表10）。

表10 匯率以外涉及外幣之衍生金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣換利	外幣遠期利率協議	外幣利率選擇權	外幣利率期貨	商品價格交換與選擇權	股價交換與選擇權	信用衍生品	合計
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
107	78,848	0	25,974	149,310	3,524	403	2,861	260,920
107/ 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
11	7,904	0	749	8,070	281	0	242	17,246
12	7,766	0	1,364	7,675	247	7	209	17,268
108/ 1	8,984	0	121	12,269	429	14	86	21,901
2	2,664	0	198	8,367	241	7	103	11,580
3	8,357	0	328	14,368	378	12	191	23,634
4	3,669	0	716	8,995	271	16	16	13,682

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。

國際經濟金融情勢（民國108年第1季）

壹、概述

一、第1季全球經濟動能持穩，惟預期第2季及下半年走緩

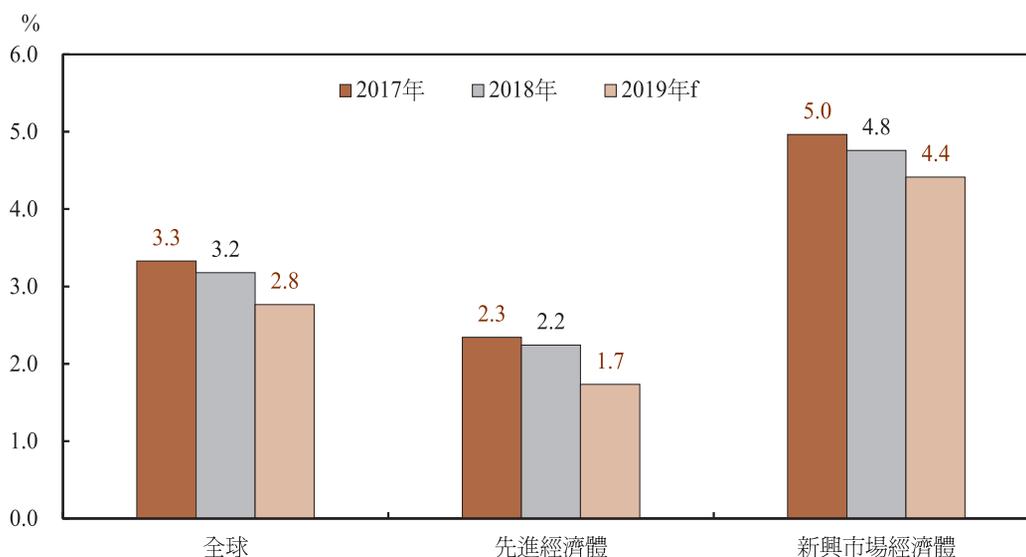
本(2019)年第1季，主要經濟體經濟表現大抵優於市場預期，惟在中美貿易談判不確定下，部分經濟體景氣走緩，IHS Markit預估全球經濟成長率為2.8%，略低於上(2018)年第4季之2.9%。

鑑於本年5月以來中美貿易衝突加劇，經濟成長放緩，致債務已高國家金融脆弱性恐上升，復以英國硬脫歐機率上升及地

緣政治緊張等諸多風險，衝擊全球經濟，IHS Markit預測第2季全球經濟成長率再降至2.7%，下半年將由上半年之2.8%降至2.7%，全年則由上年之3.2%降至2.8%，另先進及新興市場經濟體亦分別降至1.7%及4.4%(圖1)。

預期貿易緊張情勢及經濟成長趨緩之連帶影響，國際機構紛下調本年全球貿易量成長率預測值，且遠低於上年(表2)。

圖1 全球經濟成長率



註：f表示預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/6/18)

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2017年	2018年	2019年	
			(1)	(2)
全球	3.8 (3.3)	3.6 (3.2)	3.3	2.8
先進經濟體	2.4 (2.3)	2.2 (2.2)	1.8	1.7
OECD國家	2.6 (2.4)	2.3 (2.3)	1.8	1.7
美國	2.2	2.9	2.3	2.5
日本	1.9	0.8	1.0	0.6
德國	2.2	1.4	0.8	0.8
英國	1.8	1.4	1.2	1.2
歐元區	2.4	1.9	1.3	1.2
台灣	3.08	2.63	2.5	1.9
香港	3.8	3.0	2.7	1.9
新加坡	3.7	3.1	2.3	1.4
南韓	3.2	2.7	2.6	1.5
東協五國	5.4	5.2	5.1	—
泰國	4.0	4.1	3.5	3.5
馬來西亞	5.7	4.7	4.7	4.3
菲律賓	6.7	6.2	6.5	6.0
印尼	5.1	5.2	5.2	4.9
越南	6.8	7.1	6.5	6.5
中國大陸	6.8	6.6	6.3	6.2
印度	7.2	6.8	7.3	6.6
新興市場暨開發中經濟體	4.8	4.5	4.4	—

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2017、2018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. 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 (2019), “World Economic Outlook,” Apr. 9、OECD (2019), “OECD Economic Outlook,” May 21、IHS Markit (2019/6/18)

表2 全球貿易量成長率

單位：%

機構	發布日期	2018年	2019年f
IMF	2019/4/9	3.8	3.4 ↓
OECD	2019/5/21	3.9	2.1 ↓
UN	2019/5/21	3.6	2.7 ↓
World Bank	2019/6/4	4.1	2.6 ↓

註：包含商品及服務貿易；f表示預測值；↓表示較前1年下降。

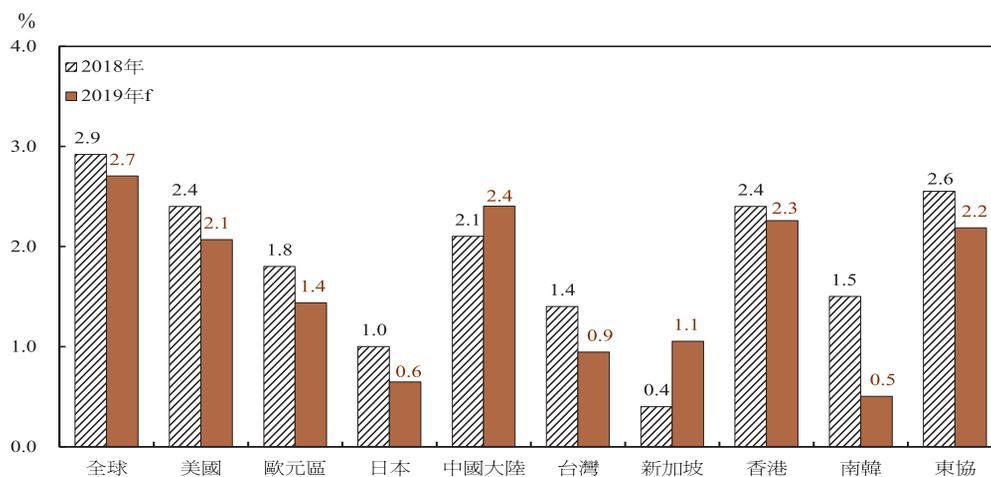
資料來源：IMF、OECD、UN、World Bank

二、預測本年下半年全球通膨率高於上半年，全年展望則溫和

本年4月以來，國際油價曾升至年內高點後下滑，IHS Markit預估第2季全球通膨率

由第1季之2.4%升至2.7%，下半年則持平於2.7%。由於預期本年全球經濟成長趨緩，國際油價將低於上年，全球通膨率預測值為2.7%，略低於上年之2.9%(圖2)。

圖2 主要經濟體通膨率



註：f表示預測值。

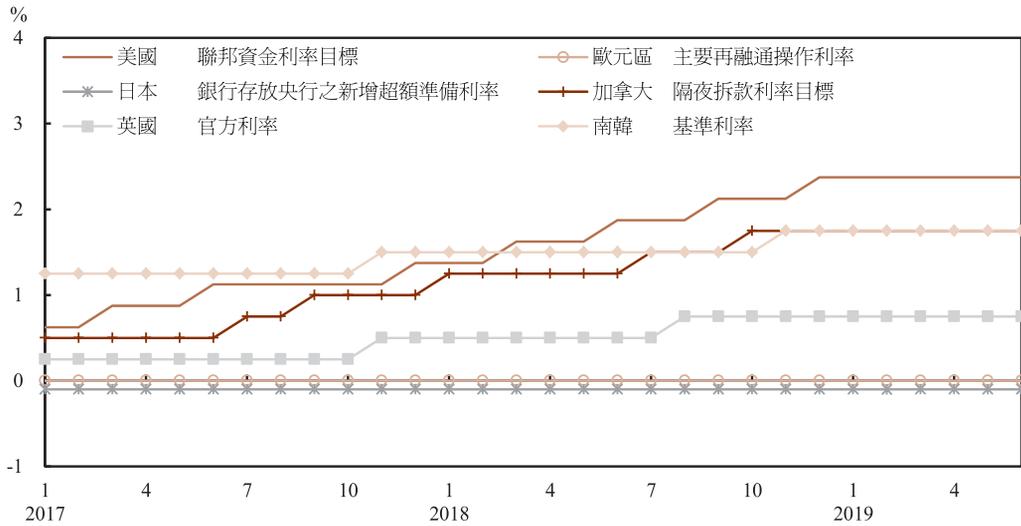
資料來源：各國官方資料、IHS Markit (2019/6/18)

三、主要央行貨幣政策立場趨向寬鬆，亞太地區部分央行降息

本年4月以來，主要央行貨幣政策立場趨向寬鬆。美國聯準會(Fed)雖維持政策利率不變，惟表示將密切關注相關訊息對經濟展望之影響，並適時採取措施維持擴張；歐洲央行(ECB)宣布維持利率不變，且預計至少到明(2020)年上半年，並表示曾討論降息等措施之可能性；日本央行(BoJ)則表示目前極低之長、短期利率水準至少維持至明年春季；中國人民銀行雖維持政策利率不變，

惟透過公開市場操作等工具及定向降準，維持市場流動性合理充裕。此外，為激勵經濟成長或減緩全球經貿不確定性增加所致之衝擊，亞太地區部分央行調降政策利率，包括印度央行降息2次各1碼至5.75%，馬來西亞、紐西蘭、菲律賓及澳洲央行均降息1碼，分別至3.00%、1.50%、4.50%及1.25%。然而挪威央行鑑於經濟成長穩健且通膨略升，升息1碼至1.25%。其餘經濟體則多維持政策利率不變(圖3、圖4)。

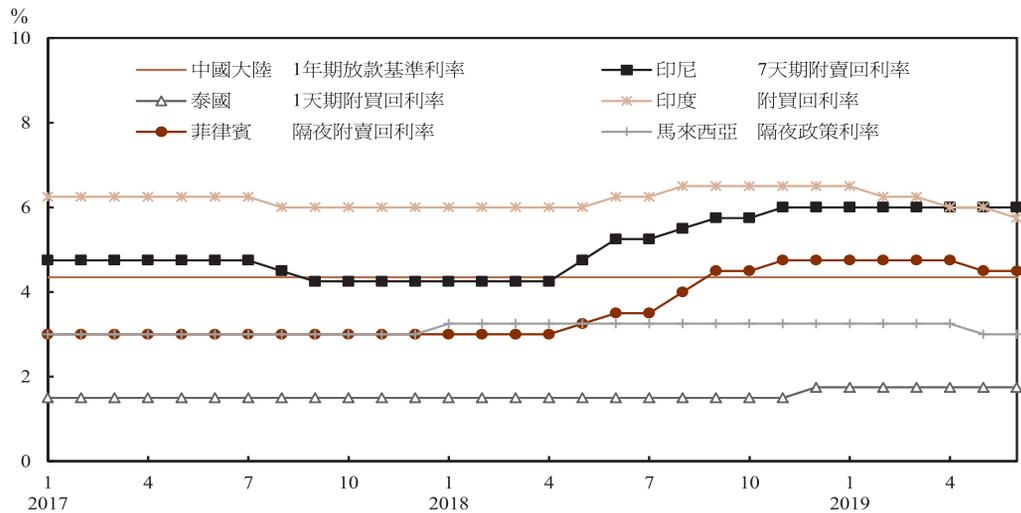
圖3 先進經濟體政策利率



註：美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：各國官方資料

圖4 亞洲新興經濟體政策利率



資料來源：各國官方資料

貳、美國經濟穩健成長，預期通膨率下滑，Fed維持利率不變

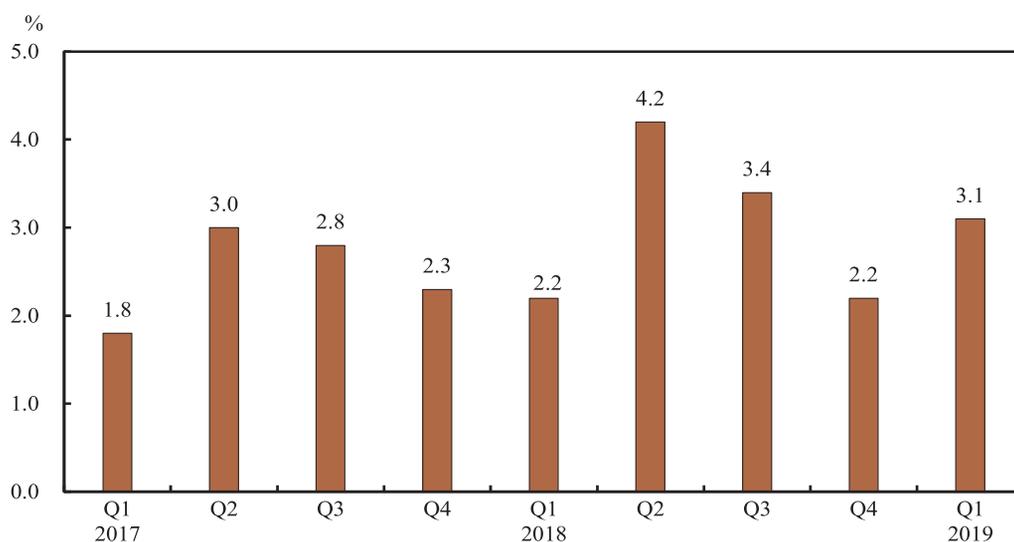
一、第1季經濟成長優於預期，預期第2季起稍降溫

本年第1季，因淨輸出成長、企業庫存攀升，以及政府投資增加，經濟成長率(與

上季比，換算成年率)由上年第4季之2.2%升為3.1%(圖5、表3)，優於市場預期。

本年4月以來，就業市場尚屬穩健，5月失業率連續2個月持平於3.6%，低於第1季之

圖5 美國經濟成長率



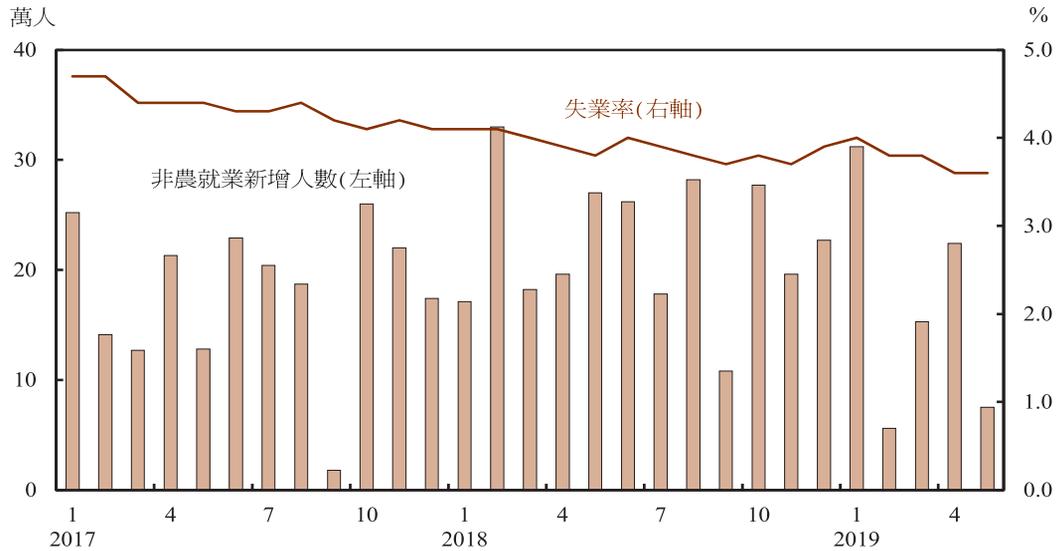
資料來源：Bureau of Economic Analysis

3.9%(圖6、表3)，係逾49年新低；惟該月非農就業僅新增7.5萬人，低於預期，4至5月平均新增約15萬人，低於第1季之17.4萬人；平均時薪則穩定成長3.2%。

雖然就業市場復甦動能趨於溫和，預期仍將支撐民間消費成長；惟與中國大陸貿易

談判進展停滯，可能削弱企業信心，並抑制消費與投資，加以財政擴張之激勵效益將逐漸消退，IHS Markit預測第2季經濟成長率降至1.5%，全年為2.5%(表1)，Fed之預測區間為2.0%~2.2%，均低於上年之2.9%。

圖6 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics

表3 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)	貿易餘額 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2016	1.6	4.9	-2.0	2.2	1.3	0.4	-735,327
2017	2.2	4.4	2.3	1.9	2.1	2.3	-793,411
2018	2.9	3.9	3.9	2.1	2.4	2.9	-874,814
2018/ 5		3.8	2.8	2.2	2.8	3.0	-65,631
6	4.2	4.0	3.4	2.3	2.9	3.4	-68,462
7		3.9	3.9	2.4	2.9	3.4	-73,057
8		3.8	5.3	2.2	2.7	3.0	-75,271
9	3.4	3.7	5.4	2.2	2.3	2.8	-76,235
10		3.8	4.1	2.1	2.5	3.2	-76,148
11		3.7	4.1	2.2	2.2	2.7	-72,913
12	2.2	3.9	3.8	2.2	1.9	2.6	-79,790
2019/ 1		4.0	3.6	2.2	1.6	1.9	-71,918
2		3.8	2.7	2.1	1.5	1.8	-69,877
3	3.1	3.8	2.2	2.0	1.9	2.2	-71,804
4		3.6	0.9	2.1	2.0	2.3	-70,915
5		3.6	2.0	2.0	1.8	1.9	

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

二、近期通膨略升溫，惟預期全年通膨率略低於上年

本年4至5月消費者物價指數(CPI)年增率為1.9%，高於第1季之1.7%(表3)，主因能源價格上揚；扣除食品與能源之核心CPI年增率為2.1%，則與第1季持平。IHS Markit預測本年CPI年增率為2.1%，略低於上年之2.4%(圖2)。

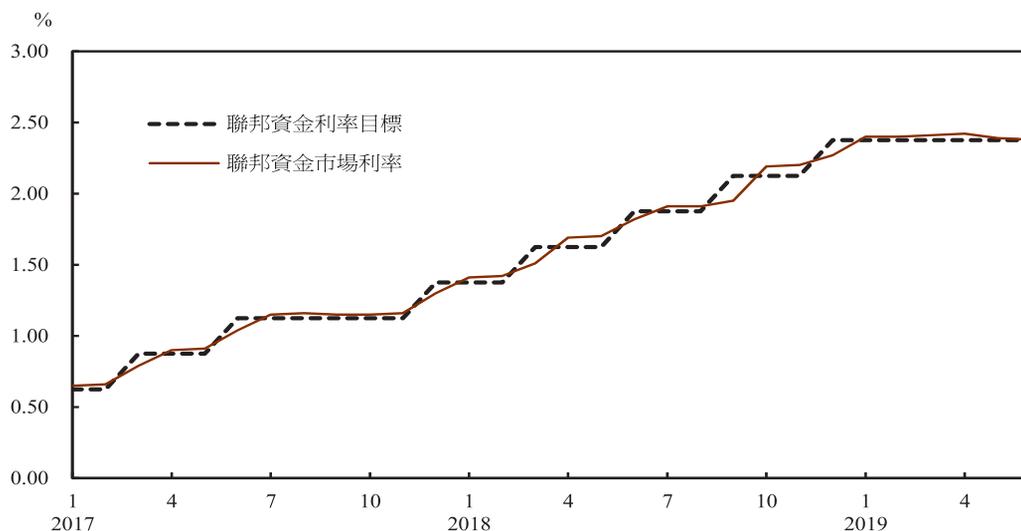
三、Fed維持利率不變，惟聲明稿刪除「耐心」一詞，另5月起已放慢縮表速度

本年6月19日，聯邦公開市場委員會

(FOMC)決議維持聯邦資金利率目標區間於2.25%~2.50%不變(圖7)，惟表示經濟前景不確定性增加，將密切關注相關訊息對經濟展望之影響，並適時採取措施維持擴張；另聲明稿刪除對未來決策保持「耐心」一詞，市場預期年底前降息的可能性升高。

Fed目前持續縮減資產規模，惟依據本年3月會議發布之「資產負債表正常化原則與計畫」，5月起已放慢資產負債表縮減速度，每月減持公債由最多300億美元降至最多150億美元，並計劃於9月底停止縮減資產負債表。

圖7 美國聯邦資金利率目標與市場利率



註：美國聯邦資金利率目標為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：Refinitiv Datastream

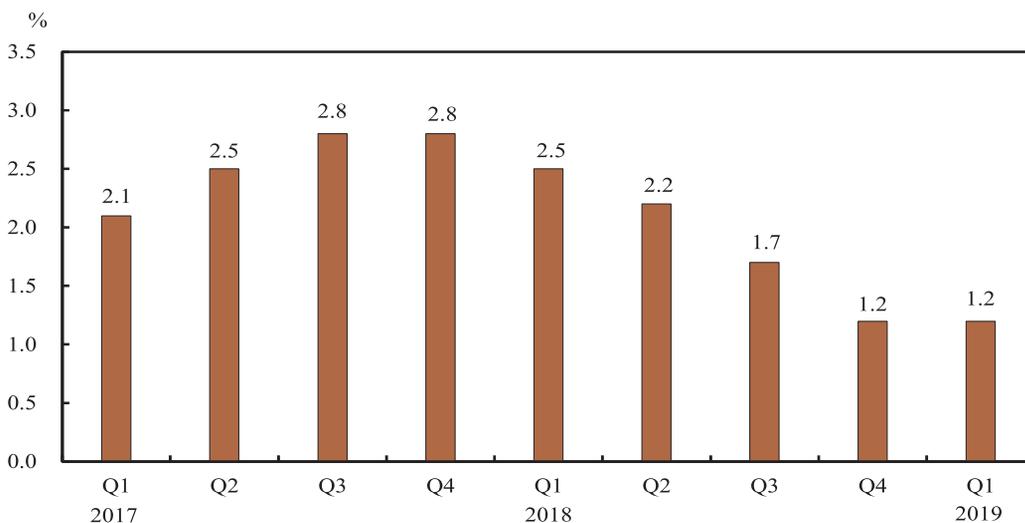
參、歐元區經濟前景不佳，預期通膨率下降，續採寬鬆貨幣政策

一、第1季經濟成長仍緩，預期第2季再降

本年第1季，雖然歐元區就業及薪資穩健成長，民間消費增加，惟出口成長疲弱，經濟成長率為1.2%，與上年第4季持平(圖8、表4)，其中德國成長率略升至0.7%，法國則持平於1.2%。

因美中貿易摩擦加劇及全球經濟成長放緩將持續衝擊製造業與出口，加以美國可能對進口汽車及零組件加徵關稅，以及英國脫歐僵局未解、義大利財政惡化等，恐影響經濟信心，IHS Markit預測第2季經濟成長率降至1.1%，全年則由上年之1.9%降至1.2%(表1)。

圖8 歐元區經濟成長率

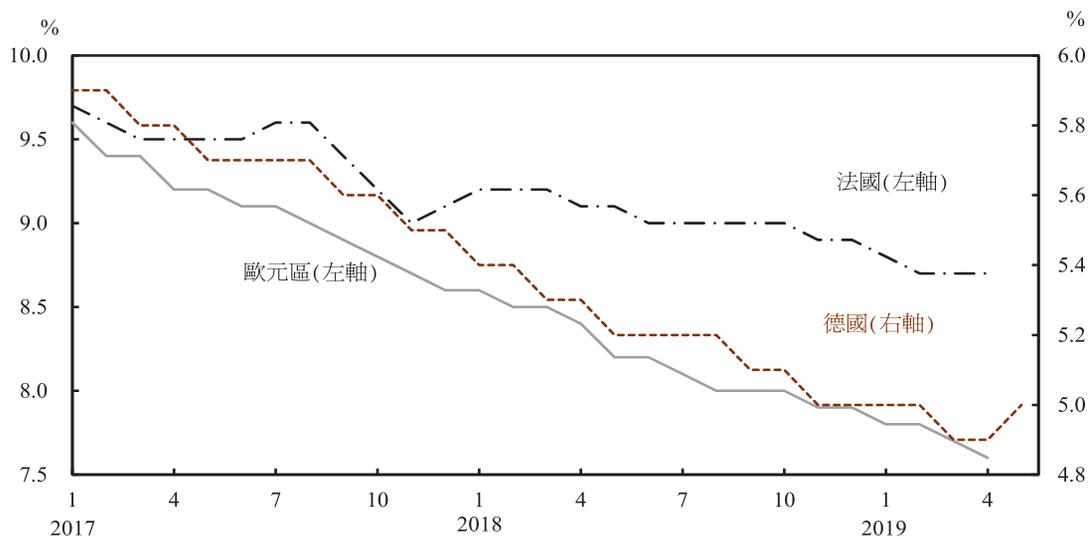


資料來源：Eurostat

本年初以來，勞動市場持續改善，4月歐元區失業率降至7.6%，係2008年8月以來新低；4月德國失業率降至4.9%，續創歷史

新低，惟5月略升為5.0%；4月法國失業率則持平於8.7%(圖9)，係2009年4月以來之低點。

圖9 歐元區失業率



資料來源：Refinitiv Datastream、Eurostat

表4 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 %	貿易餘額 (百萬歐元)
2016	1.9	10.0	1.6	0.2	0.3	-1.3	270,677
2017	2.4	9.1	2.9	1.5	7.1	10.0	239,596
2018	1.9	8.2	0.9	1.8	3.8	6.6	193,531
2018/ 5		8.2	2.7	2.0	-0.8	1.0	16,863
6	2.2	8.2	2.4	2.0	6.2	9.3	22,667
7		8.1	0.0	2.2	9.4	14.4	16,424
8		8.0	0.9	2.1	5.6	8.8	11,824
9	1.7	8.0	0.6	2.1	-0.5	7.9	12,080
10		8.0	1.1	2.3	11.1	14.8	14,143
11		7.9	-2.9	1.9	2.2	5.6	18,490
12	1.2	7.9	-4.2	1.5	-2.0	2.4	17,413
2019/ 1		7.8	-0.4	1.4	2.6	3.5	1,594
2		7.8	0.0	1.5	6.1	5.1	19,212
3	1.2	7.7	-0.7	1.4	3.2	5.9	23,170
4		7.6	-0.4	1.7	5.2	6.6	15,672
5				1.2			

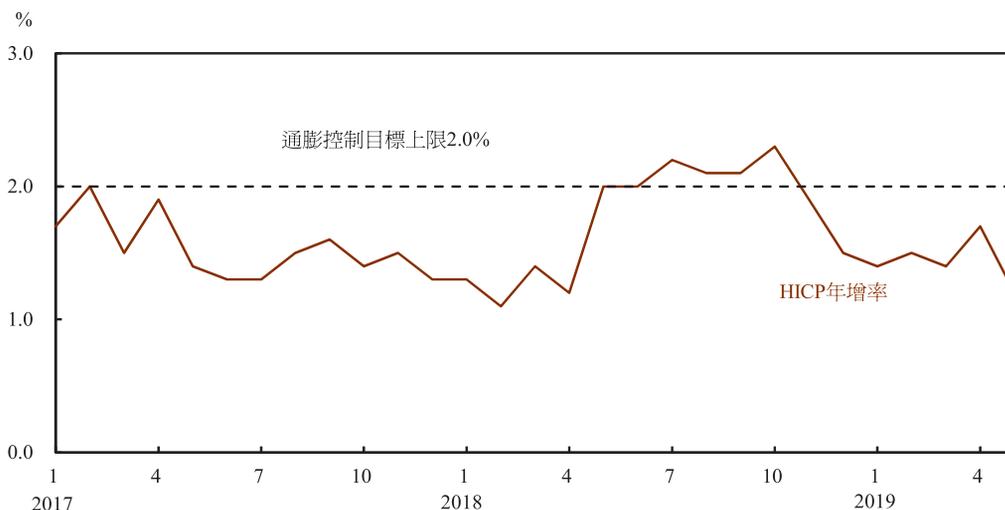
資料來源：ECB、Eurostat、Refinitiv Datastream

二、近期通膨率略升，惟預期本年仍將低於上年

本年4至5月，因國際油價上漲，歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率平均值為1.5%，略高於第1季之1.4%(表4、圖10)；扣

除能源及未加工食品之核心HICP年增率平均值為1.2%，亦略高於第1季之1.1%。IHS Markit預測本年通膨率為1.4%，低於上年之1.8%(圖2)。

圖10 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



資料來源：Refinitiv Datastream

三、ECB維持政策利率不變，公布第三輪TLTRO細節

本年6月6日，ECB貨幣政策會議宣布維持政策利率不變(表5)，且預計至少維持至明年上半年，資產購買計畫到期債券之本金再投資將持續至ECB開始升息後一段時間。另公布本年9月將啟動之第三輪定向長期再融通操作(Targeted Long-Term Refinancing

Operation, TLTRO III)細節，TLTRO III適用利率將為歐元區平均主要再融通操作利率加碼10個基點(目前為0.10%)，若銀行淨放款規模符合規定，適用利率最低可降至平均存款利率加碼10個基點(目前為-0.30%)。

表5 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

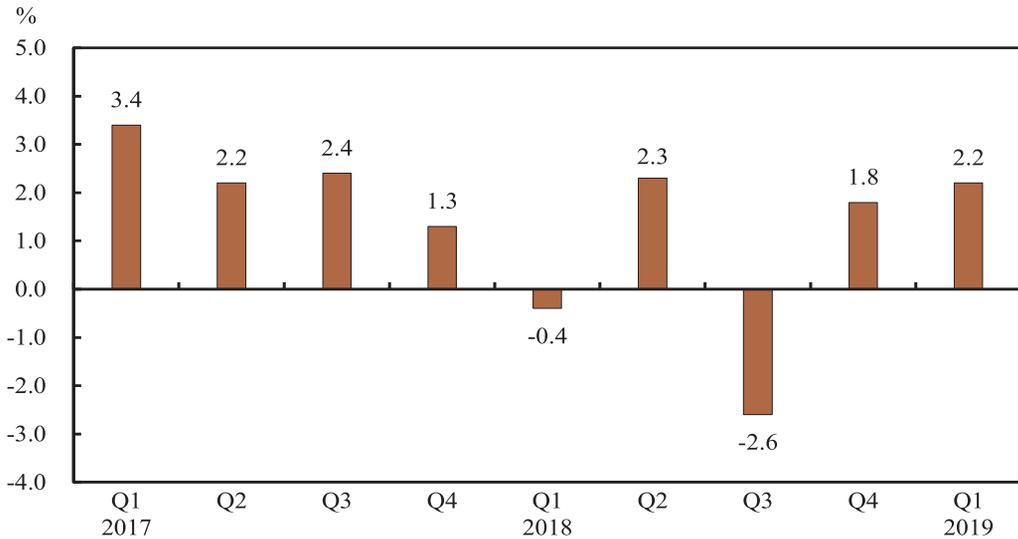
肆、日本經濟展望仍差，預期通膨降溫，維持寬鬆貨幣政策

一、第1季經濟成長意外強勁，惟預期第2季及全年降溫

本年第1季，因公共投資及住宅投資增加，加以輸入減幅大於輸出減幅，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由上年第4季之1.8%升至2.2%(圖11、表6)。為緩和本年10月消費稅稅率將由8%提高至10%對民間消

費之不利影響，日本政府將實施2兆日圓(約182.5億美元)之經濟對策。惟美中貿易衝突加劇，對出口及企業投資之不利影響恐持續擴大，IHS Markit預測第2季經濟成長率降至-0.9%，全年則降至0.6%，低於上年之0.8%(表1)。

圖11 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

本年5月以日圓計價之出口減幅由4月之-2.4%擴大至-7.8%(表6)；對美國仍成長3.3%，惟對中國大陸持續衰退9.7%，主因半導體製造設備出口大幅衰退。

本年4至5月失業率為2.4%，與第1季持

平(表6)，求才求職比率亦大致維持在44年來高點之約1.63倍。勞動市場雖持續緊俏，惟第1季經常性薪資年增率由上年第4季之1.0%轉為-0.5%，薪資成長放緩將不利民間消費。

表6 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 %	貿易餘額 (億日圓)
				年增率 %	扣除生鮮食品 年增率 %	年增率 %			
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
2018	0.8	2.4	1.0	1.0	0.9	2.6	4.1	9.7	-12,246
2018/ 5		2.3	3.5	0.7	0.7	2.7	8.1	14.0	-5,774
6	2.3	2.5	-1.5	0.7	0.8	2.8	6.7	2.5	7,278
7		2.5	2.4	0.9	0.8	3.1	3.9	14.6	-2,274
8		2.4	0.6	1.3	0.9	3.1	6.5	15.4	-4,481
9	-2.6	2.4	-2.5	1.2	1.0	3.0	-1.4	7.1	1,241
10		2.4	4.2	1.4	1.0	3.0	8.2	20.0	-4,563
11		2.5	1.9	0.8	0.9	2.3	0.1	12.5	-7,391
12	1.8	2.4	-2.0	0.3	0.7	1.5	-3.9	1.9	-557
2019/ 1		2.5	0.7	0.2	0.8	0.6	-8.4	-0.8	-14,177
2		2.3	-1.1	0.2	0.7	0.9	-1.2	-6.5	3,316
3	2.2	2.5	-4.3	0.5	0.8	1.3	-2.4	1.2	5,227
4		2.4	-1.1	0.9	0.9	1.3	-2.4	6.5	568
5		2.4	-1.8	0.7	0.8	0.7	-7.8	-1.5	-9,671

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

二、近月通膨升溫，惟預測全年低於上年

受能源價格上揚，以及本年4月下旬起連續假期帶動旅遊費用上漲等影響，4至5月CPI年增率由第1季之0.3%升至0.8%，扣除生鮮食品之核心CPI年增率持平為0.8%；企業物價指數(PPI)年增率則由0.9%略升至1.0%(表6)。IHS Markit預測本年CPI年增率為0.6%，低於上年之1.0%(圖2)。

三、BoJ強調寬鬆貨幣政策至少維持至明年春季

本年6月20日，BoJ貨幣政策會議宣布維持短期政策利率於-0.10%不變，且為促使長期利率目標(10年期公債殖利率)維持於0%左右，將持續執行購買公債計畫；黑田總裁於會後記者會表示，目前極低之長、短期利率水準至少維持至明年春季，若通膨朝向2%目標之動能喪失，BoJ將進一步寬鬆貨幣政策。

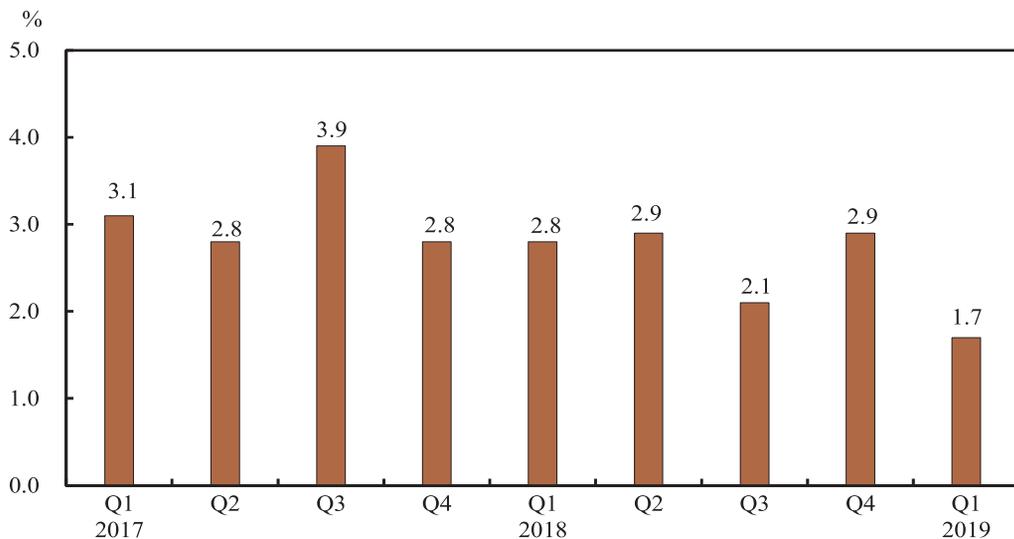
伍、南韓經濟動能放緩，預期通膨降溫，政策利率維持不變

一、第1季經濟成長大幅放緩，經濟展望向下

本年第1季，因輸出萎縮，投資衰退幅度擴大，民間消費疲軟，經濟成長率由上年第4季之2.9%大幅降至1.7%(圖12、表7)，係2008年全球金融危機以來最低。由於美中

貿易衝突加劇恐持續影響出口動能，加以半導體出口衰退幅度大於預期，不利企業投資復甦，南韓財政部宣布將實施6.7兆韓元(約58.7億美元)之追加預算提振經濟。IHS Markit預測第2季經濟成長率續降至1.6%，全年僅1.5%，大幅低於上年之2.7%(表1)。

圖12 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

表7 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 (2015=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易餘額 (百萬美元)
				年增率 %	扣除食品及 能源年增率 %	年增率 %			
2016	2.9	3.7	2.3	1.0	1.9	-1.8	-5.9	-6.9	89,233
2017	3.2	3.7	2.3	1.9	1.5	3.5	15.8	17.8	95,216
2018	2.7	3.8	1.2	1.5	1.2	1.9	5.4	11.9	69,657
2018/ 5		4.0	2.1	1.5	1.4	2.1	12.8	13.0	6,229
6	2.9	3.7	1.6	1.5	1.3	2.5	-0.4	11.0	6,079
7		3.7	3.3	1.1	1.0	2.9	6.1	16.4	6,893
8		4.0	3.9	1.4	1.0	2.9	8.7	9.4	6,820
9	2.1	3.6	-7.0	2.1	1.1	2.5	-8.1	-1.6	9,617
10		3.5	12.9	2.0	1.0	2.1	22.5	28.1	6,380
11		3.2	0.0	2.0	1.2	1.5	3.6	11.4	4,671
12	2.9	3.4	1.2	1.3	1.1	0.9	-1.7	1.1	4,182
2019/ 1		4.5	0.0	0.8	1.0	0.4	-6.2	-1.7	1,143
2		4.7	-3.8	0.5	1.1	0.1	-11.3	-12.5	2,977
3	1.7	4.3	-2.4	0.4	0.7	0.5	-8.4	-6.6	5,087
4		4.4	0.0	0.6	0.7	0.6	-2.1	2.7	3,925
5		4.0	-0.1	0.7	0.6	0.4	-9.5	-1.8	2,249

資料來源：Refinitiv Datastream

本年5月出口年增率為-9.5%，低於4月之-2.1%，亦低於第1季之-8.5%(表7)，其中半導體出口衰退幅度高達30.5%。

本年4至5月失業率由第1季之4.5%降至4.2%(表7)，惟5月失業人口仍較上年同期增加2.4萬人，創2000年以來同月新高，顯示經濟成長趨緩仍影響製造業之就業市場。

二、近期通膨略升溫，惟預期全年將低於上年

本年4至5月CPI年增率由第1季之0.5%略升至0.6%，扣除食品及能源之核心CPI年增率則由0.9%降至0.7%；因能源價格上揚，生產者物價指數(PPI)年增率由0.3%升至

0.5%(表7)。由於國內需求疲軟，IHS Markit預測本年CPI年增率由上年之1.5%大幅降至0.5%(圖2)。

三、政策利率維持不變

本年5月31日，南韓央行鑑於美中貿易衝突加劇導致全球經濟成長持續放緩，金融市場波動加劇，為緩和其對國內經濟之不利影響，並促使疲弱之通膨回到2%目標，決議維持政策利率1.75%不變。6月12日南韓央行總裁李柱烈表示，鑑於美中貿易爭端及半導體市場衰退，致外部不確定性持續上升，央行須採取妥適措施因應經濟情勢之變化。

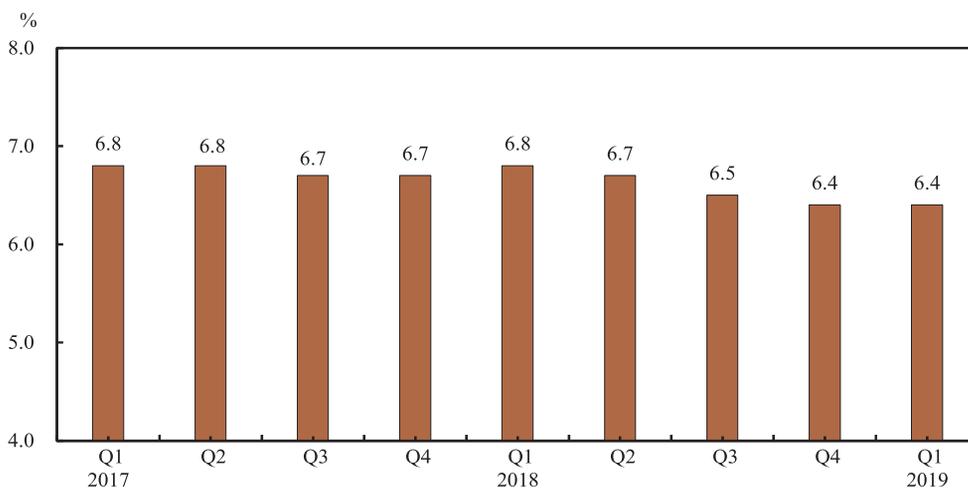
陸、中國大陸經濟成長趨緩，惟預期通膨率上升，貨幣政策持續適度寬鬆

一、第1季經濟溫和成長，預期第2季起放緩

本年第1季經濟成長率為6.4%，與上年第4季持平(圖13)，優於市場預期，其中消費

及投資雖受美中貿易爭端之不確定性影響致成長趨緩；惟淨輸出大幅成長，主要係因製造業投資疲軟，輸入轉為衰退所致。

圖13 中國大陸經濟成長率



資料來源：中國國家統計局

本年4月由於外需疲弱，出口年增率降至-2.7%，對美國、歐盟、日本及東協之出口年增率均告下滑。惟受人民幣貶值及美中貿易摩擦之提前出口效應影響，5月出口年增率回升至1.1%。4至5月出口年增率為-0.8%，仍低於第1季之0.8%。

本年5月官方製造業採購經理人指數(PMI)再度跌破50榮枯線，顯示製造業景氣呈現緊縮。鑑於美中貿易衝突加劇恐影響出口及內需，IHS Markit預測第2季經濟成長率降至6.3%，全年則為6.2%，低於上年之

6.6%(表1)。

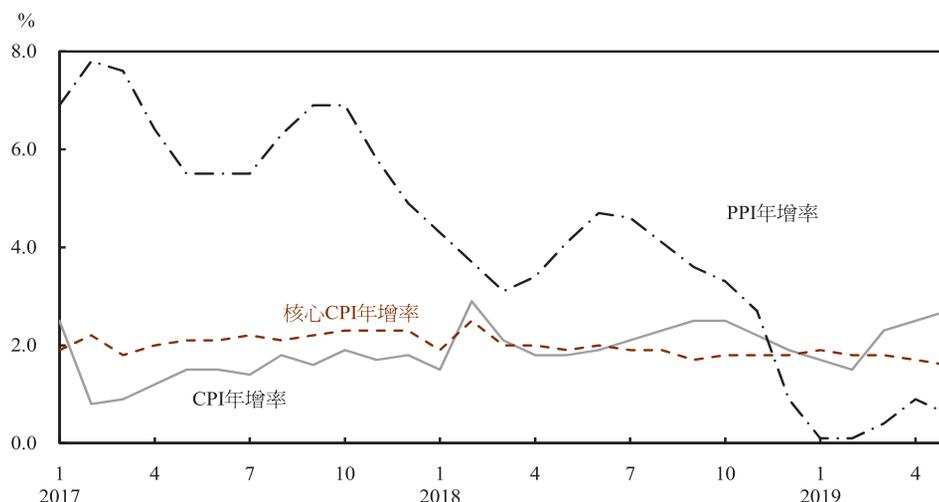
二、近月通膨升溫，預期全年通膨率高於上年

本年4至5月CPI年增率為2.6%，高於第1季之1.8%，主因食品價格漲幅擴大；扣除食品及能源之核心CPI年增率為1.7%，則略低於第1季之1.8%。由於能源相關產品價格上漲，4至5月工業生產者物價指數(PPI)年增率由第1季之0.2%升至0.8%(圖14)。

本年4月起之增值稅稅率下調雖將壓低

物價，惟為控制豬瘟疫情，相關政策限制豬肉供給將推高食品價格，IHS Markit預測本年CPI年增率為2.4%，高於上年之2.1%(圖2)。

圖14 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、中國人民銀行定向降準，支持小微及民營企業信貸

鑑於經濟存在下行壓力及美中貿易衝突升溫，本年4月以來，為兼顧「穩成長」及「防風險」，中國人民銀行續採穩健貨幣政策，維持政策利率不變。

本年4至6月，人行利用公開市場逆回購操作及常備借貸便利(Standing Lending Facility, SLF)¹等方式提供短期資金，以及中期借貸便利(Medium-term Lending Facility,

MLF)²等方式融通中長期資金，共釋出3.07兆人民幣，維持市場流動性合理充裕。且第2度操作定向中期借貸便利(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)³，規模達0.27兆人民幣，並於5月初宣布實施定向降準，訂於5月15日、6月17日及7月15日分別下調服務於縣級行政區域之中小型農村商業銀行存款準備率各1個百分點，共釋出0.28兆人民幣，鼓勵銀行放款予小微及民營企業。

¹ SLF為常設性放款機制，主要功能是滿足大額流動性需求，流動性提供對象為政策性銀行和全國性商業銀行，採抵押方式，合格抵押品包括高信用評等的債券類資產及優質信貸資產等。

² MLF之主要功能是提供符合國家政策之經濟部門中期低廉成本資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括國債、央行票據、政策性金融債、高評等信用債等優質債券。

³ TMLF係針對放款予小微及民營企業之金融機構提供更多資金支持，操作期限為1年，到期可續做2次，實際使用期限可達3年，並給予優惠利率，本年2度操作利率均為3.15%，較MLF利率低15個基點。

柒、本年第1季亞洲經濟體景氣普遍降溫，預期全年亦多走緩，通膨溫和

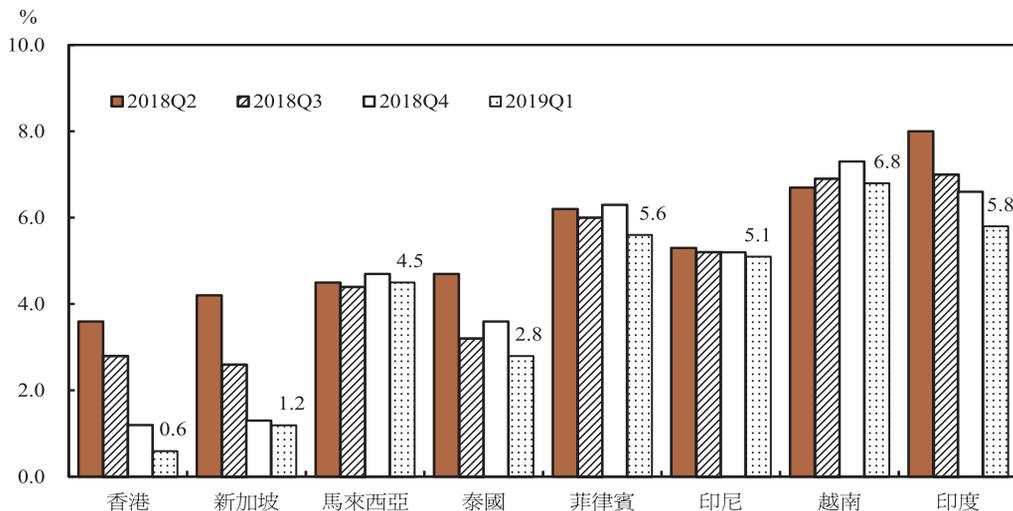
本年第1季，香港因消費及投資疲軟，新加坡因製造業衰退，經濟成長率分別降至0.6%及1.2%(圖15)，均創近10年來新低。IHS Markit預測第2季香港經濟成長率回升至1.6%，新加坡則持平於1.2%，全年則分別為1.9%及1.4%，均低於上年(表1)。

本年第1季，受製造業與貿易部門表現不佳影響，馬來西亞、泰國、菲律賓、印尼及越南等東協五國經濟成長率均低於上年第4季(圖15)。由於全球貿易成長趨緩，IHS

Markit預測此東協五國全年成長皆減弱(表1)。

本年第1季，印度經濟成長率為5.8%，低於上年第4季之6.6%(圖15)。雖然民間消費、投資及出口成長持續減緩，惟政府於本年國會大選前提高社福支出，加以央行貨幣政策更為寬鬆，IHS Markit預測第2季經濟成長率回升至6.3%，全年(財政年度)則為6.6%，略低於上年之6.8%(表1)。

圖15 亞洲經濟體經濟成長率

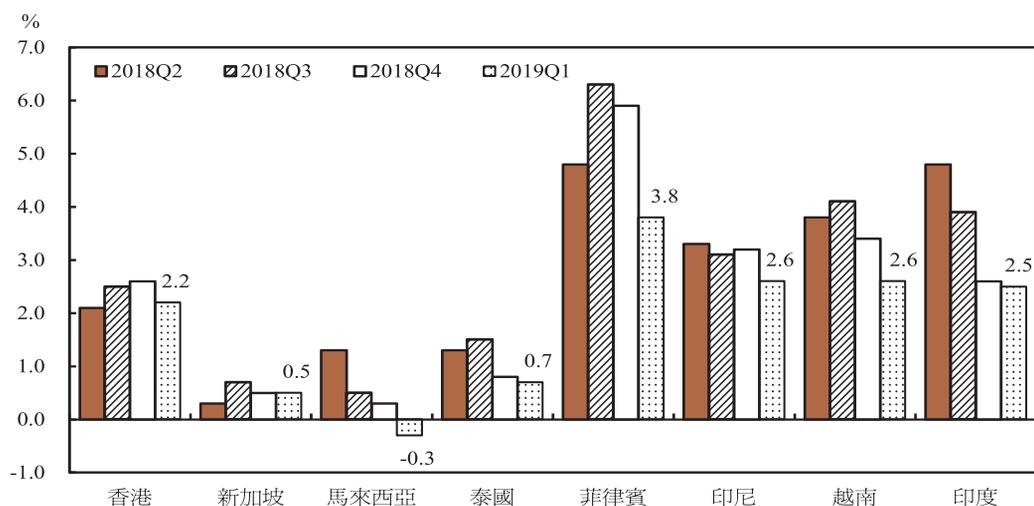


資料來源：各國官方資料

物價方面，本年第1季亞洲多數經濟體CPI年增率低於上年第4季(圖16)，其中馬來西亞因國內燃料價格下跌致通膨率轉負；

IHS Markit預測第2季通膨率多回升，惟全年仍多低於上年(圖2)。

圖16 亞洲經濟體CPI年增率



資料來源：各國官方資料

貨幣政策方面，本年4月與6月印度央行因國內經濟成長及通膨降溫，各調降附買回利率0.25個百分點，至5.75%；5月，馬來西亞央行為因應全球經濟成長下行風險，並提振國內經濟，調降隔夜政策利率0.25個百分

點至3.00%，菲律賓央行鑑於國內經濟成長及通膨降溫，調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至4.50%；其餘經濟體多維持政策利率不變(圖4)。

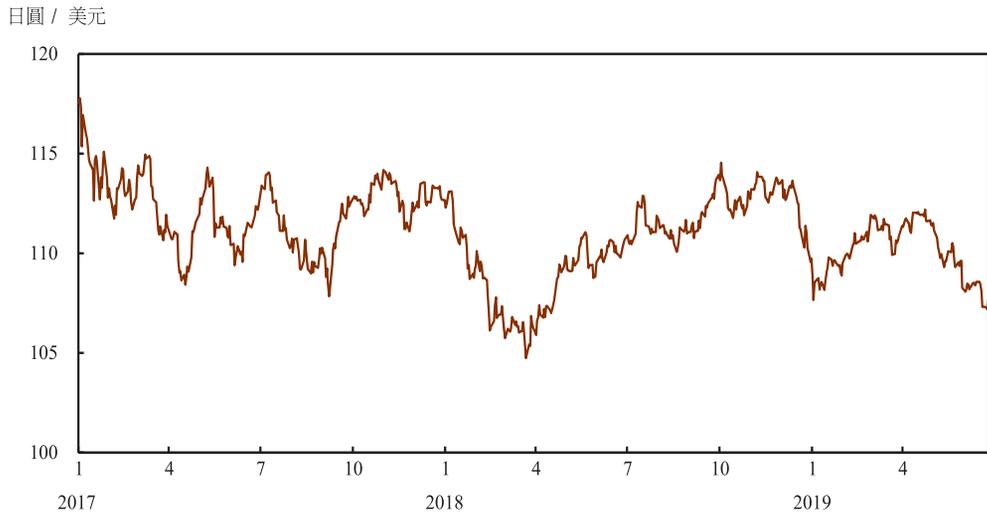
捌、日圓升值、歐元先貶後升，亞洲國家貨幣升貶互見

一、日圓強勢，歐元由貶轉升

本年4月以來，美國經濟與勞動市場持續穩健成長，加以市場樂觀預期美中貿易談判將達成協定，日圓避險需求減弱，日圓對美元走貶，4月15日貶至1美元兌112.01日圓之本年底點；5月因美中貿易談判陷入僵

局，美國禁止其企業向構成國安風險之外國電信公司購買及銷售零件與技術，美中貿易衝突升溫，資金流入日圓避險，加以6月中旬Fed釋出貨幣政策偏寬鬆訊息，致日圓轉升，6月底為1美元兌107.90日圓，較3月底升值2.7%(圖17)。

圖17 日圓匯率

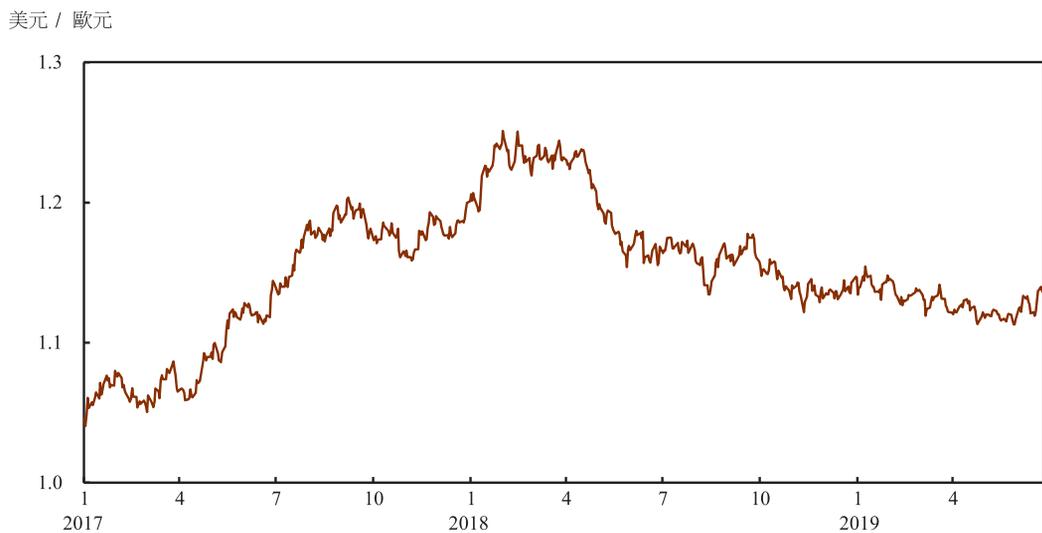


資料來源：Refinitiv Datastream

本年4月以來，由於歐元區製造業疲弱，以及英國脫歐時程延後，歐元對美元走貶。惟5月底後，美國宣布可能對墨西哥加徵關稅，且美國就業數據不佳，市場對Fed

降息預期增溫，加以ECB未如市場預期釋出更多寬鬆訊息，歐元止貶轉升，6月底為1歐元兌1.1370美元，較3月底升值1.4%(圖18)。

圖18 歐元匯率



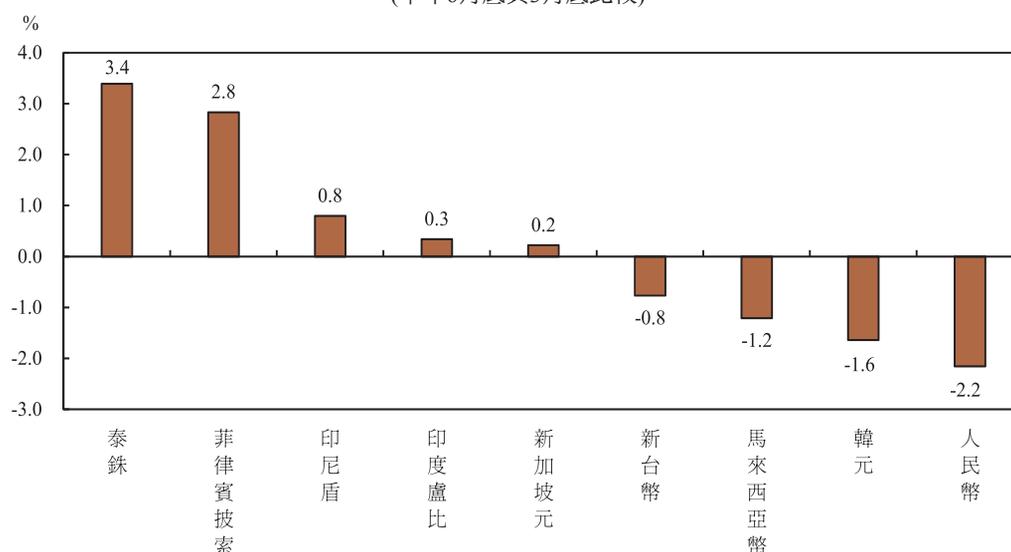
資料來源：Refinitiv Datastream

二、亞洲國家貨幣升貶互見

本年5月以來，因美中貿易衝突加劇，市場避險情緒驟升，資金撤出新興市場，亞洲國家貨幣對美元多貶值，惟6月中旬Fed釋出偏寬鬆訊息，亞洲國家貨幣對美元多回

升。6月底與3月底相較，泰銖升值3.4%，升幅較大，主因泰國大選順利結束；另人民幣則因美國調升中國大陸進口商品關稅稅率，貶值2.2%，貶幅較大(圖19)。

圖19 亞洲經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(本年6月底與3月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

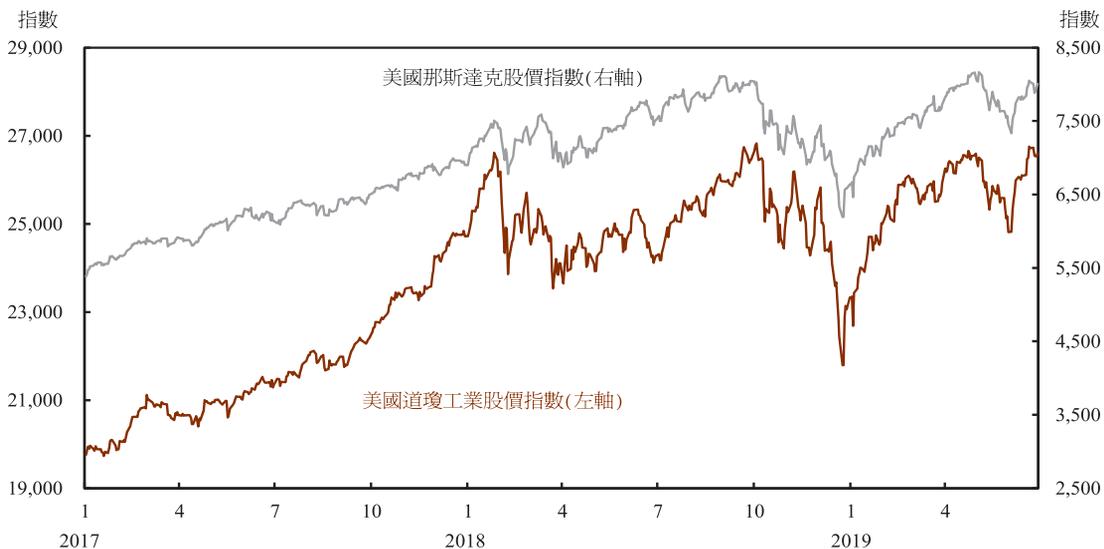
玖、全球股市自本年高點下跌後回穩

一、美、歐、日股下跌後回穩

本年4月以來，美中貿易協議朝正向發展，歐盟同意英國脫歐時程延後，加以美國科技業財報優於預期，激勵美、歐、日股上漲。惟5月美國總統川普宣布對中國大陸加徵關稅，美中貿易衝突加劇，金融市場恐慌情緒升高，全球主要股市下跌。6月後，因

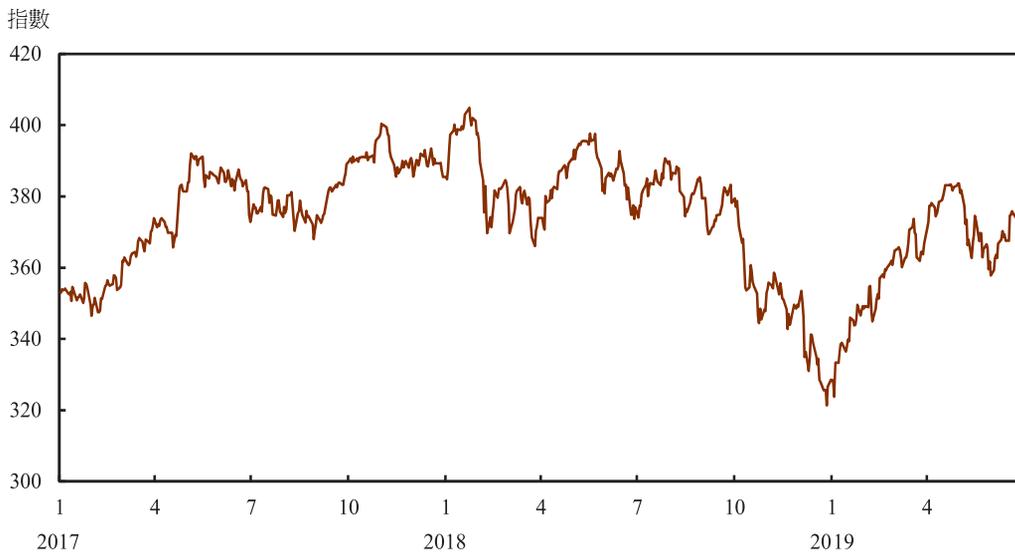
Fed主席暗示降息，以及墨西哥與美國達成協議以避免加徵關稅，緩解市場擔憂，激勵美股回漲，帶動主要股市回升。6月底與3月底比較，道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數分別上漲2.6%及3.6%(圖20)；泛歐元道瓊股價指數與日經225股價指數則分別上漲2.4%與0.3%(圖21、圖22)。

圖20 美國道瓊工業及那斯達克股價指數



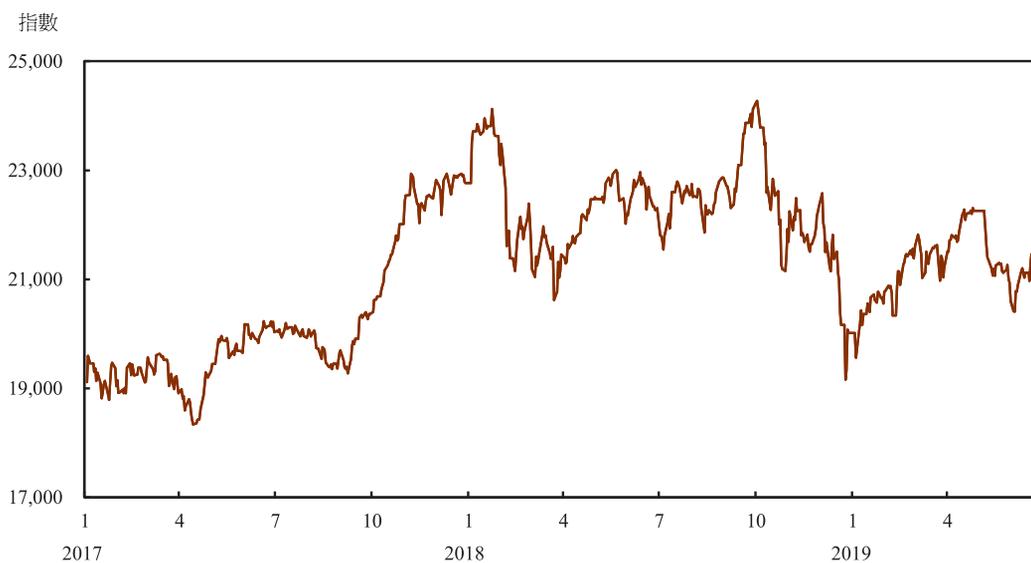
資料來源：Refinitiv Datastream

圖21 泛歐元道瓊股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖22 日經225股價指數



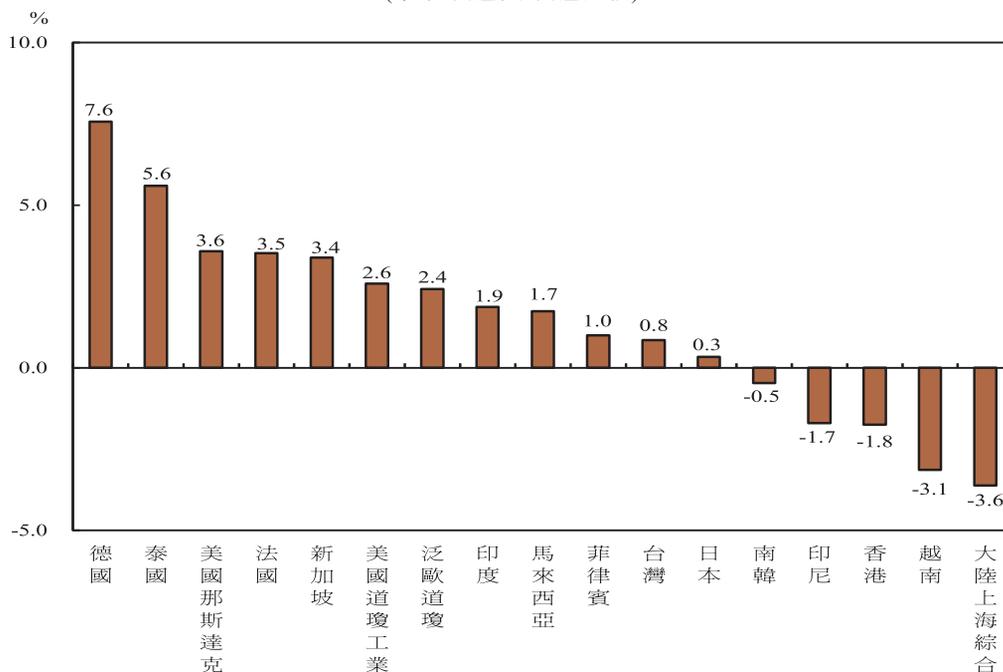
資料來源：Refinitiv Datastream

二、亞股亦重挫後回穩

本年4月以來，由於美中貿易談判進展順利，加以中國大陸經濟出現回穩跡象，提振投資人信心，新興市場股市普遍回升。惟5月美中貿易爭端加劇，市場避險情緒升溫，資金大幅撤出新興市場，亞股普遍下

跌。6月後，因市場對美國降息預期增溫，亞股回穩。6月底與3月底比較，以泰國股市漲幅5.6%較大，主因其政局轉趨明朗提振投資人信心；大陸上海綜合股市則受美中貿易衝突影響下跌3.6%，跌幅較大(圖23)。

圖23 國際股價變動幅度
(本年6月底與3月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

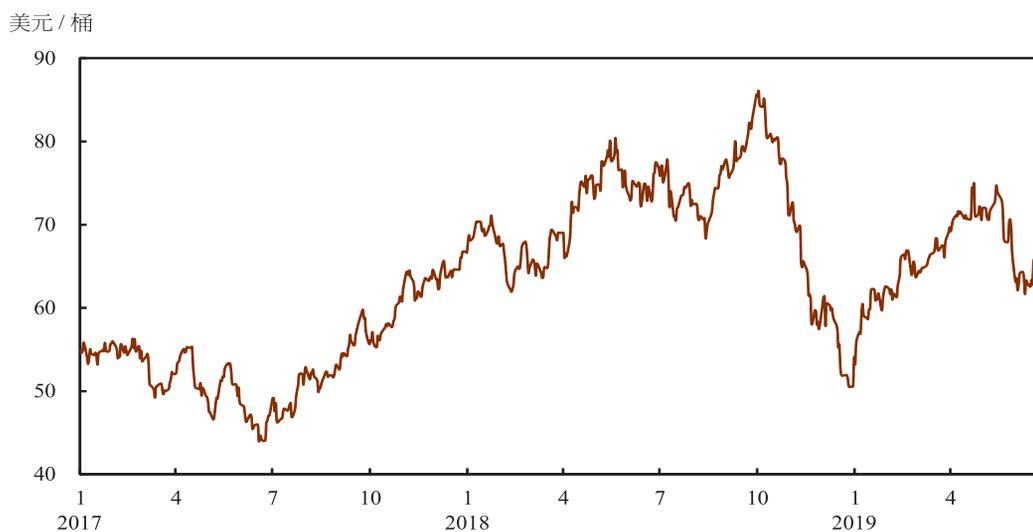
拾、油價下滑，穀價走高

一、油價自本年高點下滑，預期本年油價低於上年

本年4月初以來，石油輸出國組織(OPEC)產量續降，且美國宣布終止部分國家可自伊朗購油之豁免，加以沙烏地阿拉伯油輪及石油設施接連遭襲，油價續呈漲勢。5月下旬後，美國原油庫存及產量攀高，且

美中貿易衝突升溫恐影響全球油需，加以主要經濟體PMI下滑，引發市場對全球經濟成長之擔憂，油價下滑，嗣因中東緊張情勢升溫，加以OPEC可望延長減產而止跌回穩；6月底布蘭特原油現貨價格為每桶67.52美元，較3月底略跌0.6%(圖24)。

圖24 布蘭特原油現貨價格



主要國際機構認為，美國油產續增，且值為每桶67.8美元，低於上年之71.0美元(表中
 美中貿易衝突恐拖累全球經濟成長，導致8)。
 全球油需成長放緩，對本年布蘭特油價預測

表8 布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	2018年實際值	2019年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2019/6/11	71.0	66.7
IHS Markit	2019/6/18		68.8
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2019/6/19		68.0
平均			67.8

資料來源：Refinitiv Datastream、EIA、IHS Markit、EIU

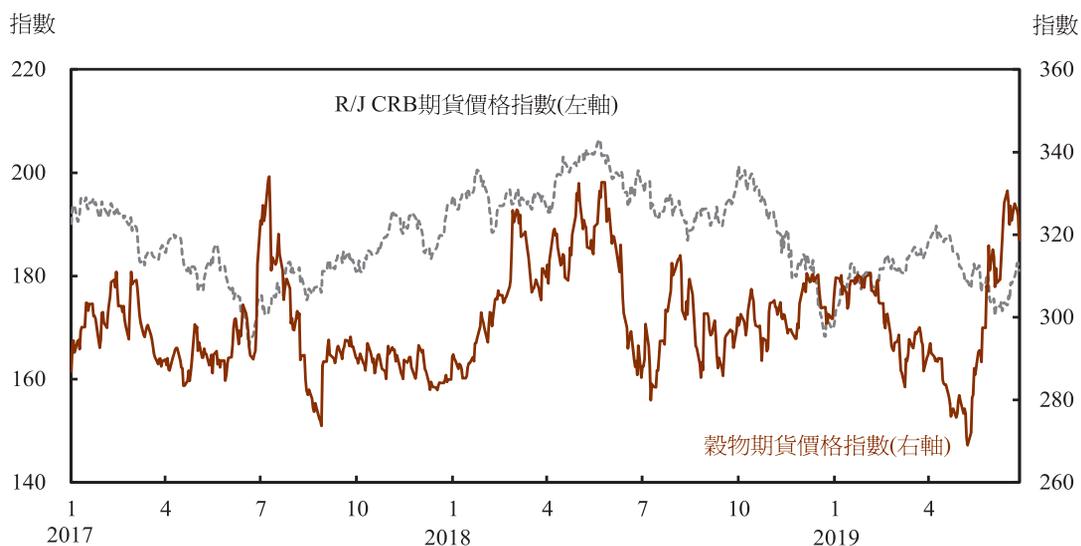
二、穀價先跌後漲

本年4月初以來，由於全球小麥供給預估充裕，以及阿根廷及巴西調升穀物產量預估，Thomson Reuters穀物期貨價格指數下滑，5月10日跌至2016年8月以來新低。5月中旬後，因美國產區天候持續不佳，致穀物播種進度嚴重落後，美國農業部並下調玉米產量預估，該指數反轉走升，6月17日一度升至上年5月以來新高，6月底則較3月底大漲11.1%(圖25)。

三、整體國際商品價格呈先跌後漲走勢

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波動，呈先跌後漲走勢，惟6月底仍較3月底下跌1.5%(圖25)。

圖25 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與R/J CRB期貨價格指數



資料來源：Refinitiv Datastream

國內經濟金融日誌

民國108年4月份

- 1日 △金管會修正「保險業招攬及核保理賠辦法」，明定保險業應訂定保存消費者個資之處理制度及程序。
- 8日 △金管會修正「受託機構發行受益證券特殊目的公司發行資產基礎證券處理準則」及「受託機構募集或私募不動產投資信託或資產信託受益證券處理辦法」，以提高金融資產證券化及不動產證券化業者實務作業彈性，並促進資本市場募資方式多元化。
- 9日 △內政部修正「獎勵土地所有權人辦理市地重劃辦法」，增訂地方政府審核自辦市地重劃計畫書時，應予利害關係人陳述意見等規範，以保障民眾權益。
- 12日 △立法院三讀通過「再生能源發展條例」修正案，以優化再生能源發展環境、因應電業法修正及擴大全民參與。
- 19日 △金管會放寬證券投資信託及證券投資顧問事業人員兼任轉投資本國子公司職務，以及證券投資信託事業人員兼任轉投資子公司擔任私募股權基金之普通合夥人職務規定。
- 23日 △為鼓勵保險業投入都更，金管會放寬「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」。
- 24日 △金管會開放電子支付機構提供客戶於我國境外實體通路利用電子支付帳戶從事支付之代理收付款項服務。
- 25日 △為落實股東行動主義並提升公司治理，金管會函令上市(櫃)公司董事及監察人選舉應採候選人提名制度，自110年1月1日起實施。
- 26日 △立法院三讀通過「勞動基準法」修正案，以保障派遣勞工的工作穩定及確保取得工資的權利。
△立法院三讀通過「勞工退休金條例」修正案，擴大勞工退休金條例適用對象及稅賦優惠範圍，並強化勞動債權保障。
- 30日 △金管會放寬適格之證券投資信託事業運用ETF連結基金所投資之ETF(主基金)得不以國內成分證券ETF為限。

民國108年5月份

- 2日 △金管會當選審計監理機關國際論壇(International Forum of Independent Audit Regulators)之理事。
- △金管會函令開放電子支付機構辦理「保險業依保險法所銷售以新臺幣收付之保險商品」的代理收付款項業務。
- 9日 △配合公司法修正廢除外國公司認許制度，金管會修正「外國保險業設立許可及管理辦法」。
- 14日 △金管會宣布開放10項銀行線上申辦業務項目，包含新戶線上成立貸款契約、線上申請網路銀行及晶片金融卡非約定轉帳功能等，最快本年第三季上路。
- 15日 △金管會函令公開發行銀行自108年起得不再繼續提列特別盈餘公積，作為因應金融科技發展之員工轉型、訓練經費。自108年起，銀行支付員工轉職及教育訓練支出，得就已提列盈餘公積餘額內迴轉。
- 24日 △為鼓勵民眾購買節能電器及防制空氣污染，立法院三讀通過「貨物稅條例」修正案，減徵電冰箱等電器及相關大型車種之貨物稅，適用期限分別為條文生效日起2年內及108年8月18日至111年12月31日止。
- △立法院三讀通過「勞動基準法」修正案，明訂要派單位不得將勞工轉掛派遣事業單位，要派單位應連帶負職災派遣勞工之補償及賠償責任等。
- △為利金控公司轉投資資產管理公司(AMC)推動都市更新及危老建物重建，金管會修正「金控公司(銀行)轉投資資產管理公司營運原則」。
- 29日 △瑞士洛桑管理學院(IMD)發布「2019年IMD世界競爭力年報」，在全球63個受評國家中，台灣排名第16，較上年上升1名。
- 30日 △配合「工業區更新立體化發展方案」，內政部修正「非都市土地使用管制規則」，有條件增加工業區丁種建築用地之容積最高至400%，自108年6月1日生效。
- 31日 △立法院三讀通過「證券交易法」修正案，明定依該法發行股票之公司財務報告應由董事長、經理人及會計主管簽名或蓋章，並經會計師查核簽證。

民國108年6月份

- 4日 △金管會放寬商業銀行得投資證券商發行之「指數投資證券」。
- 10日 △財政部修正「促進民間參與公共建設法之重大公共建設範圍」，新增一定規模社會住宅等為促參法重大公共建設範圍，可適用租稅優惠，以吸引民間投資。
- 14日 △金管會放寬外國發行人於我國發行僅銷售予專業投資人之外幣計價伊斯蘭固定收益證券，及訂定豁免申報生效之規範。
△櫃買中心修正「外幣計價國際債券管理規則」，開放伊斯蘭固定收益證券來台發行與上櫃掛牌。
- 19日 △立法院三讀通過「產業創新條例」修正案，增訂投資智慧機械及第五代行動通訊系統(5G)適用投資抵減，抵減期限分別為108年1月1日至110年底止及108年1月1日至111年底止。
△為鼓勵銀行就已獲核准之業務範疇，持續創新金融商品或服務，金管會訂定「銀行申請業務試辦作業要點」。
- 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。
- 21日 △立法院三讀通過「產業創新條例」修正案，延長研發投資抵減等租稅優惠措施10年(至118年底止)，並增訂以未分配盈餘進行實質投資，得免加徵5%營業稅。
△金管會放寬保險業得投資採現金交付之「指數投資證券」。
- 25日 △金管會開放超商可接受民眾以信用卡支付公私立學校學雜費等受委託代收款項。
△為健全壽險業財務結構穩定性，金管會規範業者自108年起出售未到期債務工具的利益，經扣除稅率20%之稅後金額，須提列「特別盈餘公積」，再依債券剩餘到期期間逐年攤銷釋出為「可供分配盈餘」。
- 27日 △立法院三讀通過「工廠管理輔導法」修正案，完備未登記工廠管理輔導機制，並增訂特定工廠登記20年落日條款，期達成拚經濟、顧環保、守農地的目標。

國際經濟金融日誌

民國108年4月份

- 2日 △世界貿易組織（WTO）將本（2019）年全球貿易成長率預測值由上（2018）年9月預測的3.7%大幅調降至2.6%，主要因美中貿易衝突為全球企業帶來不確定性，致全球貿易前景惡化。
- 3日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲發展展望」（Asian Development Outlook）報告，預測今、明（2020）兩年開發中亞洲（Developing Asia）經濟成長率將分別放緩至5.7%、5.6%，低於上年之5.9%，主要受全球需求放緩及貿易情勢持續緊張等因素影響。
- 4日 △印度央行宣布將附買回利率（Policy Repo Rate）及附賣回利率（Reverse Repo Rate）分別調降0.25個百分點至6.00%及5.75%，為本年以來第2度降息，主要因印度經濟受全球性逆風因素影響，須透過政策刺激私人投資，以增強經濟成長動能。
- 9日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望」（World Economic Outlook）報告，預期全球貿易成長趨疲弱，實體經濟改善速度仍緩，本年全球經濟成長率將續降至3.3%，下半年因新興市場經濟體升溫，經濟前景有所改善，明年成長率可望回升至3.6%。
- 10日 △歐盟27國領袖再度同意將英國之脫歐期限自本年4月12日延後至10月31日。
- 12日 △新加坡本年第1季GDP年增率初估值為1.3%，低於上年第4季之1.9%，主因製造業呈現衰退；GDP與上季比換算年率之初估值為2.0%，高於上年第4季的1.4%，主因營建業與服務業成長幅度擴大。
- 17日 △中國大陸本年第1季GDP年增率為6.4%，與上年第4季持平，惟低於上年全年之6.6%，其中消費及投資成長趨緩，淨輸出則大幅成長。
- 22日 △美國宣布終止上年11月對伊朗石油業制裁生效後，給予部分國家可自伊朗購油之6個月豁免，並自本年5月2日生效。
- 24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，維持今、明兩年東亞暨太平洋地區開發中經濟體

經濟成長率預測值於6.0%不變，惟均低於上年之6.3%，整體經濟成長恐受中國大陸經濟成長放緩拖累，並表示全球經濟前景未明、需求走軟，係最大之風險。

- 25日 △南韓本年第1季GDP年增率為1.8%，係2013年第1季以來之低點，主因民間消費及輸出之成長動能轉趨疲弱，投資之衰退幅度進一步擴大。
- 26日 △美國本年第1季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由上年第4季之2.2%升至3.2%，優於市場預期，主要受淨輸出成長、企業庫存攀升，以及政府投資增加所帶動。
- 30日 △歐元區本年第1季GDP年增率初估為1.2%，與上年第4季持平；經季節調整後GDP季增率為0.4%，高於上年第4季之0.2%，主因法國消費熱絡及西班牙投資強勁，加以義大利經濟擺脫衰退所致。

民國108年5月份

- 6日 △中國人民銀行宣布實施定向降準，訂於5月15日、6月17日及7月15日分別下調服務於縣級行政區域之中小型農村商業銀行存款準備率各1個百分點。
- 7日 △馬來西亞央行為因應全球經濟成長下行風險，並提振國內經濟，調降隔夜政策利率0.25個百分點至3.00%。
- 8日 △紐西蘭央行因全球經貿前景不確定性增加，調降官方現金利率0.25個百分點至1.50%之歷史新低，係2年半來首次降息。
- 10日 △菲律賓央行鑑於國內經濟成長及通膨降溫，調降隔夜附賣回利率0.25個百分點至4.50%。
- 20日 △日本本年第1季GDP成長率（與上季比，換算成年率）為2.1%，連續兩季呈現成長，且優於市場預期之衰退0.2%，主因公共投資及住宅投資增加，加以輸入下滑幅度大於輸出下滑幅度。
- 21日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD經濟展望」（OECD Economic Outlook）報告指出，全球經濟雖然回穩，惟成長仍屬疲弱，主要受貿易成長大幅下滑拖累。在未納入5月美中宣布新關稅措施之影響下，本年全球經濟成長率預測值略微下修0.1個百分點至3.2%，明年預測值則維持3.4%不變。
- △聯合國（UN）發布之「2019年期中全球經濟情勢與展望」（World Economic Situation and Prospects as of mid-2019）報告指出，由於貿易衝突持續未解、國際

政策不確定性升高，加上全球貿易放緩，商業信心惡化，已開發與開發中經濟體經濟前景均減弱，本年全球經濟成長率預測值由3.0%下修至2.7%。

△新加坡本年第1季GDP年增率為1.2%，較初估值1.3%下修0.1個百分點；GDP與上季比換算年率為3.8%，較初估值2.0%上修1.8個百分點。

28日 △美國財政部發布「美國主要貿易對手國之外匯政策」報告，未將任何國家列入匯率操縱國，但將中國大陸、德國、愛爾蘭、義大利、日本、南韓、馬來西亞、新加坡、越南等9國列入觀察名單。

30日 △美國本年第1季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由3.2%略下修至3.1%，主要係因企業存貨及非住宅固定投資較初估值減少。

民國108年6月份

4日 △澳洲央行調降現金利率目標0.25個百分點至1.25%，係為減緩全球貿易緊張及中國大陸經濟成長放緩帶來之衝擊。

△世界銀行發布「全球經濟展望」（Global Economic Prospects）報告指出，全球經濟成長力道仍疲弱，且風險升高，將今、明兩年全球經濟成長率預測值分別下修0.3、0.1個百分點至2.6%、2.7%。

△南韓本年第1季GDP成長率由1.8%下修至1.7%，主要係因輸出從原先初估成長0.2%下調至萎縮0.2%。

6日 △印度央行因經濟成長動能大幅減弱、投資活動銳減及民間消費成長持續放緩，宣布將附買回利率（Policy Repo Rate）及附賣回利率（Reverse Repo Rate）分別調降0.25個百分點至5.75%及5.50%，為本年以來第3度降息。

△歐洲央行（ECB）貨幣政策會議決議維持政策利率不變，且預計至少維持至明年上半年；訂於9月啟動之第三輪定向長期再融通操作（TLTRO），適用利率將為歐元區平均主要再融通操作利率加碼10個基點，若銀行淨放款規模符合規定，適用利率最低可降至平均存款利率加碼10個基點。

10日 △日本本年第1季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由2.1%上修至2.2%，主要係因企業設備投資從原先初估萎縮0.3%上調至成長0.3%。

13日 △瑞士央行（Swiss National Bank, SNB）宣布，將不再以倫敦銀行間拆款利率（Libor）作為該行貨幣政策參考利率，改為參考「瑞士平均隔夜利率」（Swiss

average overnight rate，簡稱Saron），訂定「瑞士央行政策利率」（SNB policy rate）。

20日 △挪威央行鑑於經濟成長穩健且通膨略升，調高政策利率0.25個百分點至1.25%。

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41卷第2期)

發行人：楊金龍
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 蔡焜民 李光輝
蔡惠美 程玉秀 彭德明 游淑雅
行政編輯：楊建業
發行所：中央銀行
地址：10066台北市羅斯福路1段2號
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw>
電話：(02) 2357-1526
電子出版品電話：(02) 2357-1714
出版年月：中華民國 108 年 6 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) ◆