

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第三十二卷 第三期

中央銀行 編印

中華民國九十九年九月

# 中央銀行季刊

第三十二卷 第三期

中央銀行 編印

中華民國九十九年九月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第三十二卷 第三期

### 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

主要國家貨幣目標機制之變革與啟示 .....	侯 德 潛	3
台灣失業率和產出之關聯及可能影響因素探討 —歐肯法則(Okun's Law)實證分析 .....	田 慧 琦	29

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢 (民國99年第2季)		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	67
國際收支 .....	國 際 收 支 科	77
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	87
金融市場 .....	張炳耀、蔡志賢 曹竹民、李美琴	93
國際經濟金融情勢 (民國99年第2季) .....	國 際 經 濟 科	115

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌 (民國99年7月至9月) .....	國 內 經 濟 科	137
國際經濟金融日誌 (民國99年7月至9月) .....	國 際 經 濟 科	141



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(99年9月30日發布)

## 一、本(30)日本行理事會決議：

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，分別由年息1.375%、1.75%及3.625%調整為年息1.50%、1.875%及3.75%，自本(99)年10月1日起實施。

## 二、本次調升利率，主要考量因素如下：

(一) 本年第二季經濟成長率高達12.53%，主要因亞洲新興國家經濟強勁成長，帶動我國出口及民間投資大幅擴張，益以民間消費穩定成長所致。近期雖然國際景氣復甦力道略緩，惟我國出口、接單、工業生產及批發零售表現良好；8月失業率亦轉呈下降。行政院主計處預估本年全年經濟成長率達8.24%；明(100)年將續成長4.64%。

(二) 本年1至8月消費者物價(CPI)年增率為0.99%。隨穀物等國際原物料行情上漲，國內零售市場反映成本調高售價，主計處預估本年CPI年增率為1.23%，明年將再升為1.43%。

(三) 隨景氣升溫，銀行授信穩定成長，隔夜拆款利率走升，M2年增率維持在目標區(2.5%~6.5%)中線

值附近。為加強調節銀行體系流動性，本行除接受銀行轉存款及發行短天期定存單外，本年4月以來，每月並標售364天期定存單，迄今共發行6,000億元，收回銀行餘裕資金，其效果相當於調高存款準備率2.35個百分點。

鑑於經濟穩定復甦，市場利率反映走高，以及物價溫和上升，經審慎評估，本行理事會認為續採調升政策利率的作法，有助市場利率循序接近正常水準，以達成本行維持物價穩定與金融穩定之經營目標。未來本行將視經濟金融情勢之發展，適時採行適當措施。

三、上次理事會以來，銀行辦理特定地區第二棟以上購屋貸款撥款金額及貸款成數均有下降，放款集中度有所改善，貸款利率則上升，有助銀行的風險控管與健全經營。

近月特定地區房市交易議價空間擴大，且成交量縮減，惟房價仍高，本行將繼續執行上次理事會決議之針對性審慎措施。

7月以來，本行再度籲請銀行防範不動產投資炒作；並促請銀行對高價標購土地之大額融資案件，設定審慎的貸款條件，以及覈實評估建商土地開發計畫與擔保品鑑估

值。

鑑於銀行資金主要來自社會大眾，為保障存款民眾權益及避免銀行資金流供土地炒作，本行理事會認為，應續促請銀行對空地抵押貸款訂定妥適規範，徵取具體詳實之興建計畫，並訂定合理的貸款成數及利率，以加強控管土地融資風險。未來本行將密切注意實際發展狀況，適時採行妥適之因應措施。

此外，行政院於本年4月通過「健全房

屋市場方案」，本行針對性審慎措施係落實該方案有關「不動產貸款風險控管面」之因應做法；惟健全房屋市場發展，仍有賴各部會相關政策之配合，方能達成政策目標。

四、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，惟若有不規則因素（如短期資金大量進出）及季節因素，導致匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。

# 主要國家貨幣目標機制之變革與啟示\*

侯德潛\*\*

## 摘要

本文探討貨幣政策架構的理論發展，及美、英、德、瑞等主要國家採行貨幣目標機制的歷史經驗、施行過程與制度變革，以及我國實施貨幣目標機制的概況。我們發現主要國家貨幣目標機制的實施有「過猶不及」的特殊現象，其歷史啟示是：貨幣目標機制在執行上應具備適度的彈性，且為達成物價穩定最終目標，嚴格追逐貨幣目標區的做法實無必要性。

**關鍵詞：**貨幣政策架構；貨幣目標機制；過猶不及現象

## 壹、前言

一個可行的貨幣政策架構(中央銀行, 2003)，必須能夠達成中央銀行追求的最終目標(如物價穩定)；此一架構須具備政策施行的彈性(flexibility)、公信力(credibility)、權責化(accountability)與透明度(transparency)。各國貨幣目標機制的施行，在實務上通常不採用嚴格的法則，而容許政策具有彈性；其中德國與瑞士的成功經驗，是以持續及明確的政策溝通來提高其公信力，藉以顯現央行重視維持物價穩定的權責，其貨幣目標區的設定與計算，簡單、明確及易於瞭解，亦可增進貨幣政策之透明

\* 本文完稿於99年8月；文中錯誤概由作者負責，個人見解與服務機關無關，且所有論點皆屬作者個人意見，並不代表中央銀行之立場。

\*\* 作者感謝經濟研究處嚴處長宗大、林副處長宗耀、陳副處長一端、發行局施副局長遵驊、經研處及業務局張研究員炳耀、李研究員榮謙，吳研究員懿娟、劉副研究員淑敏；與金融業務檢查處孫處長全玉、邱副處長明全，以及金融穩定科與本行同仁所提供的寶貴意見、建議與指正；作者為中央銀行金檢處稽核。

度。採用貨幣目標機制在學理上的重要關鍵是：貨幣與所得、物價間具有長期且穩定的關係<sup>註1</sup>。

除前言外，本文將在第貳節探討貨幣政策架構的理論回顧，與美、英、德、瑞等工業化國家，採行貨幣目標機制的歷史發展、

施行過程與制度變革；第參節說明各國貨幣目標機制的轉型原因，及其因應轉型期所採行的過渡措施，並表列各種貨幣目標機制的優缺點；第肆節討論主要國家貨幣目標機制的實施啟示，與我國貨幣目標機制的概況介紹；第伍節為結論。

## 貳、主要國家貨幣目標機制的實施歷程

工業化國家在1973年固定美元匯率制即布里敦森林制度(Bretton Woods System)瓦解後，普遍採用貨幣目標機制因應全球的高通貨膨脹現象(BIS, 1997)，即利用貨幣總計數為名目基準(nominal anchor, Macfarlane, 1997)，用以抑制通膨預期，並規範時間不一致陷阱(time -inconsistency trap, Kydland and Prescott, 1977)，藉以避免貨幣政策在短期過於寬鬆而導致的通膨偏向(inflationary bias)；有關貨幣政策架構的詳細文獻回顧，主要有Blinder(1998)、Mishkin(2007)與Walsh(2007)等，本節僅就貨幣政策架構的理論發展，及貨幣目標機制的施行經驗與制度變革為重點，加以簡要的說明。

### 一、貨幣政策架構的理論回顧

貨幣政策架構應具備政策實施的彈性、透明度、權責化與公信力是目前全球央行的共識，其理論演進並非一蹴可及，而是經過數十年的持續研究與制度變革所形成。

經濟理論與貨幣制度的發展歷史，一向摒棄純粹權衡(pure discretion)的貨幣政策(Simons, 1936)；知名貨幣學者Brunner (1981)曾批評中央銀行家的無能(incompetence)，反對給予貨幣決策者完全依照其個人偏好的權衡；但是相對地，Friedman在1959年提出無視經濟情況的固定貨幣成長率 $k\%$ 法則(Gordon, 2008)，則是一種完全排除政策權衡的嚴格法則，卻也從未被任何國家所採行。

Kydland and Prescott (1977)的動態不一致性(dynamic inconsistency)理論，說明今日最適的政策權衡明日權衡下未必最適，即低通膨的承諾在未來不必然為決策採行的可能性，致完全政策權衡將導致較高的長期通膨率，為具公信力之承諾(credible commitment)提供了重要的理論基礎，藉以避免貨幣政策在短期過於寬鬆而導致的通膨偏向。Lucas and Sargent (1978)理性預期假設的政策意涵，強調貨幣政策必須系統化，大眾對央行

的政策措施需要明確瞭解，並可適度預期其未來可能的作為，因此導致對貨幣政策措施「透明度」的要求(Woodford, 2003)。而「公信力」的重要性，是貨幣政策措施與作為得以達成最適總體經濟效果的前提(Barro and Gordon, 1983)，只有具備公信力的央行，才能持續與一致性的導引大眾預期，且為了維持公信力，央行必須以透明化的方式定期與大眾政策溝通，並依其權責承諾盡力達成維持物價穩定的政策目標(Cukierman, 1992)。

學理上對貨幣政策法則<sup>註2</sup>的研討(Fischer, 1990)似永無止境，但有關保守的中央銀行家(conservative central banker)的討論(Rogoff, 1985, 1987)，及中央銀行家最適契約即「權責」的探討(以紐西蘭央行為例；或Walsh, 1995)，卻與央行的貨幣政策獨立性(policy independence)有關(Alesina and Summers, 1993)。重要的是：一個具有貨幣政策獨立決策的中央銀行必須要有明確的法定授權(mandate)，及以法則為基礎下的權衡(rule-based discretion, Taylor, 1999)或有限制的權衡(constrained discretion, Bernanke, 2003)。

Issing (2009)曾經將貨幣政策實施原則整理為四項：(一)、公信力的建立與維持，必須植基於對法定授權之承諾。(二)、貨幣政策施行必須有策略，但並非僅是完全權衡或一個簡單法則所能解決。(三)、央行要審酌所有可得的經濟、金融等訊息，其中貨幣

(廣義上包括信用)必須占有重要的地位。(四)、具備貨幣政策獨立性的央行，必須透過有效率的政策溝通以達成透明化，並對層峰與社會大眾承諾擔負其權責。

至於貨幣政策架構採行「貨幣目標法則」的作用，是增進中央銀行事先承諾的能力，藉以免除貨幣性意外(monetary surprises)，並達成長期通貨膨脹率的穩定。至少在原則上，固定貨幣法則並不允許央行對未預期的情況做出反應(Kydland and Prescott, 1977)，準此，主要國家實施的貨幣目標機制並非嚴格的貨幣法則，而是一種「政策權衡」策略，有限制地允許央行彈性的對未預期情況採取應變措施。如將完全政策權衡視為是沒有事先承諾之最適的時間一致政策，即要求央行對未來所有經濟變動都能在政策權衡前衡量其影響，並採取正確的先制反應措施，這在實務上是過於嚴格、事實上也做不到，因此，政策權衡確實比貨幣法則較缺乏透明度(Bernanke and Mishkin, 1992)；而一定期間內固定範圍的貨幣目標區，使央行能維持有限制的政策權衡，換言之，貨幣目標機制的透明度雖較嚴格的貨幣法則為差，但實務上是可以增加央行在貨幣目標區限制下的政策「彈性」。

以學理的觀點考量，貨幣政策的實施需要兩項要件(Borio and Nelson, 2008)，其一為顯現貨幣政策立場的信號(signaling)機能，其次為運用央行資產負債表以達成政策

立場的有效操作措施(effective operations)，由於這些操作將直接影響金融體系內央行挹注資金的數額，故又稱為流動性管理措施(liquidity management operations)；而在實務上，傳統貨幣目標機制的實施步驟有三：(一) 依據某一種貨幣總計數的訊息<sup>註3</sup> 執行貨幣政策，(二) 公布貨幣總計數的成長目標區，(三) 利用具體的操作措施，消除持續性與過大的目標偏離誤差，即實際統計值與目標值的差距(Mishkin, 2000)。

總而言之，貨幣政策目標機制的實施，主要係採用某一種名目經濟指標（如我國為M2）做為目標基準<sup>註4</sup>，除用以明示當前貨幣政策的立場、平穩大眾的通膨預期，藉以達成物價穩定長期目標，並同時對因應經濟、金融短期衝擊的政策權衡與外在政治壓力加以約制；而採行貨幣目標機制的主要優點有二：(一) 央行較能專注於國內經濟金融狀況的調整，(二) 以貨幣作為中間目標，央

行較能相對重視有關貨幣金融變動的即時訊息。

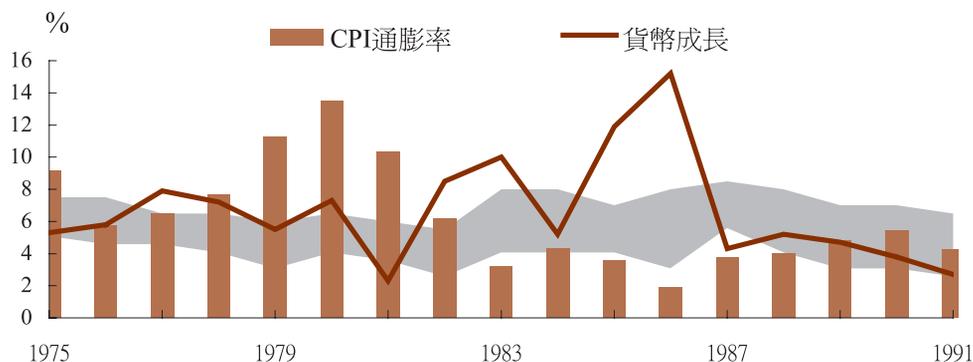
## 二、貨幣目標機制的實施過程

本節探討貨幣目標機制的制度變革，主要係觀察美國、英國、德國與瑞士貨幣目標機制之實施經驗、過程及其制度沿革，茲分別摘要說明如下(Bernanke and Mishkin, 1992)：

### (一) 美國

美國為對抗通膨壓力，自1975至1982年間應國會決議(House Concurrent Resolution 133, 1975)，以M1總計數為主，公布多種貨幣目標區(M1, M2等)，藉以避免Fed貨幣政策操作過度受限，且對外宣稱時，至少容易達成其中一個目標(1978年充分就業與平衡成長法案：又稱Humphrey-Hawkins Act，要求每半年Fed主席須赴國會報告一次，此一法案已於2000年屆滿)。

圖一 美國貨幣目標區及通膨率



資料來源：Bernanke and Mishkin (1992)、Edey(1997, 2006)。

1979年在所謂「Volker disinflation」期間，Fed淡化聯邦資金利率的操作目標，使用落後準備制的非借入準備(nonborrowed reserves)取代聯邦資金利率，是介於利率目標（準備金供給完全彈性）與貨幣目標（準備金供給完全無彈性）之間的操作程序，藉以承諾抑制通膨，但仍以政治而非技術性考量為主(political rather than technical)，M1成長波動反而提高(圖一，陰影部分為目標區間)。

1980至1982年間美國M1年增率持續3年偏離目標區，其中1980、1982年高於目標上限，1981年低於目標下限；分別為1980年(目標4.0-6.5%，實際7.3%)，1981年(目標3.5-6.0%，實際2.3%)，1982年(目標2.5-5.5%，實際8.5%)。

至1982年起受金融創新、金融管制放寬，與貨幣流通速度不穩定(velocity instability)<sup>註5</sup>之影響，Fed認為M1作為交易媒介的功能減弱(Bernanke and Mishkin, 1992)<sup>註6</sup>，經衡酌M1已不足以反映貨幣政策動向，Fed開始淡化貨幣的角色，除將目標區範圍放寬外(Borio, 2004)，當貨幣成長超出目標時，仍採用順景氣循環的寬鬆貨幣政策(a pro-cyclical monetary policy)，且因聯邦資金利率與借入準備關係緊密，並將操作目標轉為借入準備（與利率目標近似）；1987年Fed宣布不再設定M1目標區。

1993年Greenspan國會證詞明示：Fed施

行貨幣政策將不再依據任何一種貨幣目標，但仍根據Humphrey-Hawkins Act持續公布目標範圍至2000年底。

根據美國聯邦準備法案(Federal Reserve Act)，Fed所追求的貨幣政策最初目標包括：高度就業、物價穩定及長期利率穩定等；現行貨幣政策機制屬於不公布目標機制(No published guideline；Borio, 2004)，或不公開的名目基準(Implicit nominal anchor；Mishkin, 2008)。

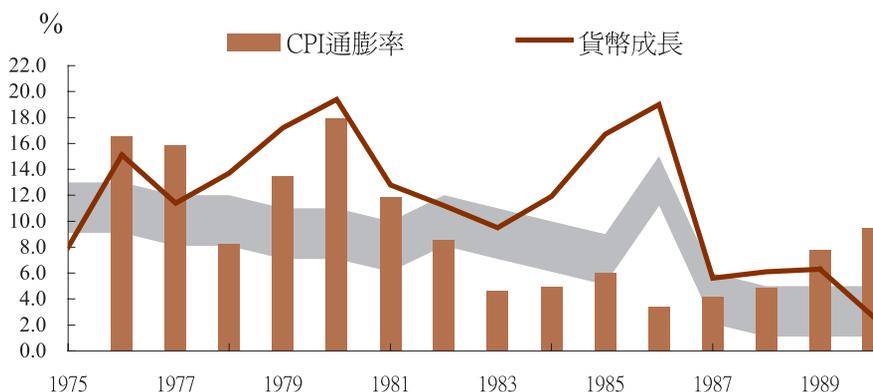
Fed自1979年以後，從未認真執行貨幣目標機制(Bernanke and Mishkin, 1992)，至於1979年操作目標的轉換，學界認為只是Fed為能將利率調至非常高水準(聯邦資金利率自1979年9月之11%上升至1980年4月之17%)藉以抑制通膨的障眼法(smokescreen)；此外，由於貨幣總計數與所得、物價間逐漸缺乏足以信賴的關聯，終致喪失作為貨幣政策目標的功能(Mishkin, 2001)。現任聯邦準備理事會主席Bernanke主張，以高度就業與物價穩定為Fed之雙重使命與並重的目標(the dual mandate and the equal weighting of objectives)，且認為實務上Fed並不宜採取通膨目標機制(Bernanke, 2007)；值得重視的問題是，通膨目標機制僅提升貨幣政策其中一個目標的重要性，然而過度或僅聚焦於通膨目標，或許會使央行以犧牲其他總體經濟目標為代價(Friedman, 2004)。

## (二) 英國

英格蘭銀行(Bank of England, BOE)為因應1970年代初期的通膨壓力，自1973年底開

始設定M3目標，1976年正式公布M3貨幣目標區(圖二，陰影部分為目標區間)。

圖二 英國貨幣目標區及通膨率



資料來源：Bernanke and Mishkin (1992)、Edey(1997, 2006)。

1976年受全球石油危機影響使英國通膨加速，雖然BOE經常在期中修正目標區，1976-79年的四年間M3成長率仍持續超出目標區上限，至1980年通膨率高於18% (Mishkin, 2000)。

1980年英國首相柴契爾夫人(Margaret Thatcher)曾擬議中期金融策略(Medium-Term Financial Strategy, MTFS)，分五年逐步調降M3年增率，以抑制高通膨，惟受貨幣與名目所得關係不穩定影響，終歸失敗。

1983年英格蘭銀行認為金融改革與創新削弱貨幣與名目所得間的關聯，而開始淡化M3的角色並轉為重視M0(貨幣基數)。

1985年M3貨幣目標暫時被終止，1987年完全放棄；其間，英國在加入歐洲匯率

機制(ERM)並將英鎊釘住德國馬克前，英格蘭銀行為抑制英鎊升值，M0成長率均高於目標區；1990年10月至1992年9月英國加入ERM並轉為重視匯率目標。

1992年英國退出ERM，為因應匯率危機(foreign exchange crisis)，10月其財政大臣宣布採用通膨目標機制，並以短期利率為操作工具(在1997年以前BOE對貨幣政策並沒有法定決策權)。

英、美實施貨幣目標機制未能成功地控制通膨，學者認為主要因素有二：(一)貨幣目標機制從未認真執行，以致沒有機會成功，(二)受貨幣與最終目標(通膨與名目所得)關係不穩定影響，貨幣目標機制註定要失敗，且確實不應嚴格執行(Mishkin,

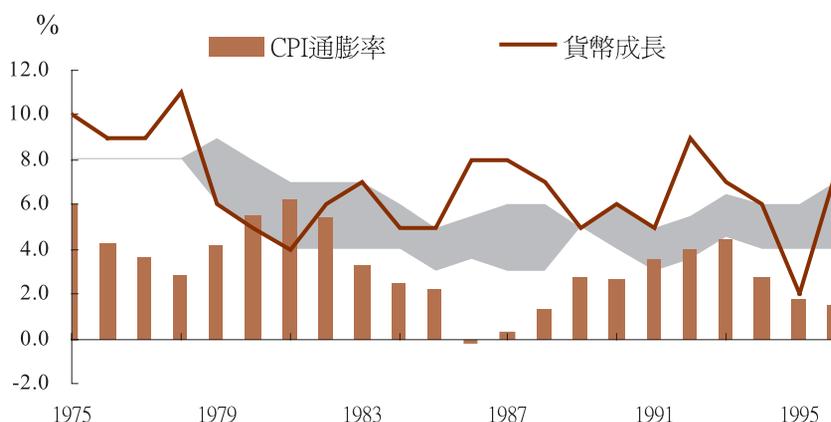
2000)。

### (三) 德國

德國央行(Deutsche Bundesbank)自1975年開始實施貨幣目標機制，目標值為8%，在1979年改為目標區間(圖三，陰影部分為目標區)，使用漸進方式成功的控制通膨；歐洲央行並正式引為借鏡。

初期釘住CBM(central bank money)，即以1974年存款準備率加權的狹義貨幣(通貨與存款貨幣)，Bundesbank相信CBM的變動對名目所得變化具有可預測的影響，且央行政策工具對CBM具顯著的可控性；1988年轉為廣義貨幣M3，包括通貨、存款貨幣、四年期以下的定期存款與儲蓄存款。

圖三 德國貨幣目標區及通膨率



資料來源：Bernanke and Mishkin (1992)、Edey(1997, 2006)。

自1979年以後德國央行逐年設定貨幣成長目標區間(為中線值加減1.0至1.5%區間，但1989年僅設定目標中線值)，1980年開始Bundesbank逐步調降貨幣成長目標區，並成功達成穩定物價目標；1986至1988年為降低(當時)西德馬克兌美元匯價，Bundesbank以超出目標成長方式增加貨幣供應，並容忍實際值脫離目標區期間長達二至三年；1996年底為提高貨幣決策彈性(1999年加入歐洲貨幣同盟，EMU)而一次設定1997-98兩年貨

幣成長目標值為5%。

一般公認德國最成功的經驗，是在1990年開始的兩德統一期間：當時工資上漲、財政擴張，由於以西德通貨平價兌換實質幣值遠低的東德通貨，以及在統一期間政治上較重視經濟成長，使Bundesbank採用更具彈性的操作程序，惟通膨率仍低於其設定的規範目標2%，直至1999年加入歐洲央行為止(Hubbard, 2008)。在操作上Bundesbank持續採用Lombard rate。

Bundesbank早在1974年底設定貨幣成長目標為8%時，即同時公布高於長期最終目標(final goals)的中期通膨目標值(medium-term inflation goal)4%，稱為無可避免的物價上漲率(unavoidable rate of price increase)，並以漸進方式，於九年間逐步控制通膨以達成物價穩定，至1984年始將中期通膨目標更名為規範的物價上漲率(normative rate of price increase)並設為2%，在1997年更調整為1.5至2.0%；其間僅在1980年代二次石油危機時，為因應能源與原材料價格上漲，Bundesbank曾一度調高中期通膨目標，即將無可避免的物價上漲率自3.5%增至4%。

德國央行一向強調貨幣目標機制是保障金融紀律與透明化的方法，Bundesbank始終以維持中長期物價穩定為最終目標(Deutsche Bundesbank, 1995)。至於採用中期通膨率的考量是：除受暫時價格衝擊外，中期通膨亦受長期物價趨勢所影響，特別是相對於應該重視的短期物價穩定，德國央行更應審慎斟酌抑低長期通膨率均衡水準的相關事宜(Gerberding, 2007)。為追求物價穩定，當通膨控制與貨幣目標衝突時，德國央行寧願讓貨幣成長錯失目標(Bernanke and Mihov, 1997；或Von Hagen, 1995)。

德國貨幣政策的成功關鍵，在於最終目標採用中期通膨，實施漸進微調，及持續、明確及定期的與大眾政策溝通，藉以顯現央行重視長期貨幣政策考量與通膨的控制

(Issing 1996)，與近年主張通膨目標區的經驗類似(Hubbard, 2008)，而非僅關切短期貨幣成長是否落入目標區。學者認為德國貨幣目標機制的施行，在實務上並非遵循嚴格的法則，而是容許政策具有彈性；且貨幣目標區<sup>註7</sup>的設定是以貨幣數量學說為基礎，使用通膨目標<sup>註8</sup>、潛在產出成長與流通速度的預期趨勢等數量來計算(Gerberding, 2007)，方法明確、簡單與易於瞭解，亦可強化貨幣政策透明度；同時，在短期間德國貨幣與所得、通膨間的關係並不緊密<sup>註9</sup>，以致德國央行甚至允許一半期間的貨幣成長率偏離目標區(Estrella and Mishkin, 1997)。

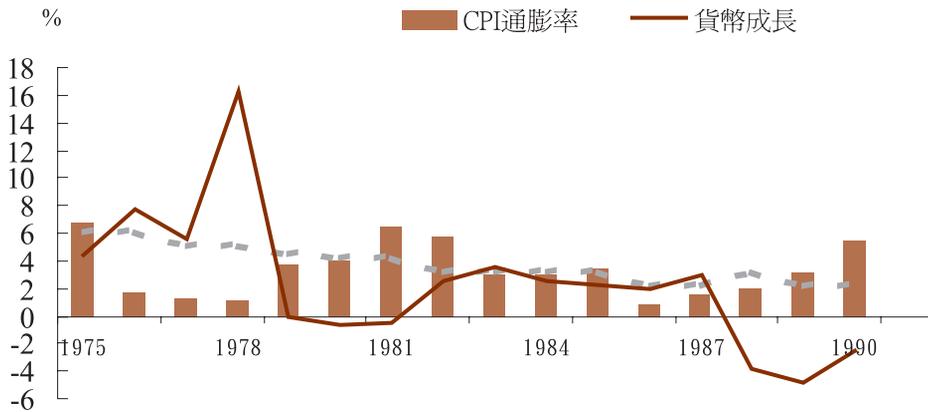
#### (四) 瑞士

瑞士央行(Swiss National Bank, SNB)自1975年開始採行貨幣目標機制(圖四，虛線部分為目標值)，因M1與所得、物價間有相當緊密的關聯，初期釘住M1。

受小型開放經濟的結構性影響，以貿易加權的瑞士法郎名目有效匯率在1977至1978年間升值40%，1978年秋季SNB認為不能容忍過高的匯價，轉而採用匯率目標機制，至1979年春季再轉回貨幣目標機制，惟未公布(not publicly announced；Schiltknecht, 1983)，且被稱為是排除貨幣目標機制的隱性條款(implicit escape clause)<sup>註10</sup>。

1980年為免於遭受資產組合變動干擾(immunity to portfolio shifts)，且利於小型開放經濟的可控性，貨幣目標由易受匯率預

圖四 瑞士貨幣目標值及通膨率



資料來源：Bernanke and Mishkin (1992)、Edey(1997, 2006)。

期影響的M1轉為狹義的貨幣M0（貨幣基數），1989年後受通膨遽升影響，採用更狹義的經季節調整之貨幣基數(SAMB)目標為2%<sup>註11</sup>。

1985至1987年強勢瑞士法郎使SNB在1987年允許M0以高過目標2%成長，至1988年受景氣走緩及股市狂跌影響，更將M0目標提高為3%。1989至1992年間瑞士通膨率超過5%，學者普遍認為原因係：1988年引進銀行間新支付系統(Swiss Interbank Clearing)、修改準備金制度(1987至1989年底M0由55億美元降至21億)，及瑞士央行誤判情勢調高目標區，即貨幣政策過於寬鬆所造成。

1990年瑞士央行體認SAMB充當預測短期通膨之訊息內涵(information content)的功能已經大幅減弱，且貨幣目標機制已不足以代表貨幣政策動向，遂採取更具彈性的作法，淡化貨幣目標，除放棄每年的貨幣基

數目標，改為中期貨幣成長目標，且不再發布中期貨幣成長目標的起始年及目標區間；1992年底雖發布目標成長區間的起點為1989年第四季，但允許目標區基期調整(base drift)，1994年底一次宣布1995年至1999年五年新的中期貨幣目標區，並追溯1990-1995年的貨幣目標區間。在1989至1992年間通膨率雖然暫時提高，惟瑞士央行隨即成功將通膨率抑制至1%以下。

2000年採行以通膨預測為政策重心<sup>註12</sup>，並將貨幣視為訊息變數。雖然Bernanke等(1999)多數學者認為瑞士為通膨目標機制，但SNB始終宣稱其並非且從不是(not and never)通膨目標機制(Rich, 2001)，而是以通膨為政策重心(inflation-focus)的通膨預測策略架構，中期通膨目標CPI為0-2%；操作目標參考三個月期LIBOR(Truman, 2003)。

瑞士施行貨幣目標機制較德國困難，除反映小型開放經濟特性外，亦顯現貨幣市場

制度變革的影響；瑞士與德國相同，均堅持與大眾溝通政策，並以貨幣目標機制作為貨幣政策的溝通架構；SNB經常在其出版品與官員講辭中，充分闡述央行的作為與期望達成的目標；其貨幣目標機制可視為：一種使貨幣政策能達成物價穩定最終目標，而用來與大眾溝通，並增加央行公信力的透明化機制。

以長期維持物價穩定的觀點，德、瑞兩國施行貨幣目標<sup>註13</sup>機制的成功經驗顯示：(一) 縱使允許貨幣成長率多年脫離目標區間，貨幣目標機制在長期仍能用以抑制通膨(Bernanke, 1999, P84)，因此為達成物價穩定最終目標，嚴格追逐貨幣目標區的法則(strict, ironclad rules)並無必要性。(二) 無論是否經常偏離目標區間，兩國央行的貨幣政策，長期與明確地追求物價穩定目標，且堅持與大眾溝通以加強政策透明度與公信力(Mishkin, 2008)，值得借鏡。

## 參、貨幣目標機制的轉型與過渡措施

澳洲央行總裁Macfarlane (1998)表示，除非像英國退出歐洲匯率機制(ERM)的特定事件，政策機制的轉型是漸進的，通常很難明確地界定何時發生，目標機制的轉換亦應避免過度明確地指出轉換日期。本文嘗試將主要國家貨幣目標區轉型時程，依據大致的轉型時間按歷年排列彙整如下表一：

總而言之，美、英、德、瑞等主要國家實施貨幣目標機制的發展經驗，可歸納為三項：(一) 貨幣與物價及所得間關係不穩定或轉弱，將使貨幣目標機制陷於困境，(二) 積極加強與大眾政策溝通是貨幣目標機制的成功關鍵，並可提高央行的透明度與公信力，(三) 貨幣目標機制在執行上應具備適度的彈性，且為達成物價穩定最終目標，嚴格追逐貨幣目標區的做法實無必要性。

近年從實務面觀察，雖然各國央行執行貨幣政策有其制度性差異，卻有兩項共通特點：(一) 以貨幣總計數作為中間目標的貨幣政策架構，主要國家大多已經放棄(Hubbard, 2008)，且轉為重視與強調最終目標(goals，如低通膨率)，並淡化特定的貨幣中間目標(如僅作為參考指標)；(二) 對於貨幣政策目標的達成，各工業化國家均使用短期利率(如美國的聯邦資金利率)作為操作目標。

### 一、貨幣目標機制的轉型原因

主要國家放棄貨幣目標機制的的原因，可歸納為兩項：

(一) 受金融創新、金融管制放寬與流通速度不穩定的影響，美、英及瑞士等國央行對貨幣總計數的預測與控制能力減弱：其中，金融廣化與深化導致貨幣流通速度不

表一 主要國家貨幣目標區轉型時程

	美國	英國	德國 <sup>(1)</sup>	瑞士 <sup>(2)</sup>
貨幣目標區	1975-87	1976-85	1975-99	1975-95
偏離目標區	1979-82	1976-79	容忍2-3年	-
淡化目標區 <sup>(3)</sup>	1982	1983	-	1990-92
不設目標區	1987	1985	-	1995
放棄貨幣目標	1993	1987	-	1999
當前政策機制 (起始年)	不公布目標 (1993)	通膨目標 (1992)	歐元區雙支柱 (1999)	通膨預測 (2000)

資料來源: Mishkin(1999); Bernanke and Mishkin(1992); BIS(2001)。

說明: (1) Bundesbank在1999年加入ECB前並未放棄貨幣目標區。

(2) 瑞士於1978年秋轉為匯率目標, 1979年春轉回貨幣目標; 1995年放棄設立每年的M0目標區, 除於1994年底追溯1990-95年目標區外, 另定1995-99年中期目標區。

(3) 淡化目標區包括: 不再強調目標變數的重要性與每年達成目標等淡化(deemphasize)過程, 及將目標值改為參考值的降級(downgrade)過程。

穩, 金融商品多元化使貨幣的定義模糊, 金融市場國際化更加重各國貨幣預測與控制的困難, 以致放棄貨幣目標機制。

(二) 貨幣總計數與最終目標包括通膨與所得間的長期關係<sup>註14</sup> 不穩定或轉弱, 致貨幣總計數不能作為代表貨幣政策動向的指標, 同時不能適當反映貨幣政策立場, 或即使貨幣達成目標亦不能預期可達成物價穩定的最終目標, 此包括美國、英國、加拿大、瑞士(Estrella and Mishkin, 1997)及拉丁美洲國家(Mishkin and Savastano, 2000)等, 其中, 瑞士曾因嚴格執行貨幣目標, 產生政策誤導以致通膨反而提高。

茲將主要國家轉型原因分別整理如下:

(一) 美國: 1982年受金融創新、金融管制放寬及流通速度不穩定影響, Fed認為M1作為交易媒介的功能減弱(Bernanke and

Mishkin, 1992), 遂淡化貨幣角色, 1987年Fed宣布不再設定M1貨幣目標區。

(二) 英國: 1983年由於金融改革與創新削弱M3貨幣與名目所得間的關係, 且M3與貨幣政策的緊密度下降, M3已不再是貨幣政策的可信賴指標; BOE遂淡化M3的角色並轉為狹義貨幣M0(貨幣基數)。1985年10月M3貨幣目標暫時終止, 至1987年完全放棄。

(三) 德國: 德國是主要國家中實施貨幣目標機制的特例, Bundesbank在1999年加入ECB前, 通膨維持穩定且從未放棄貨幣目標區, 目前ECB採行雙支柱(two-pillars)機制, 亦借鏡德國經驗。

(四) 瑞士: 1990年受小型開放經濟結構及金融市場制度變革影響, SNB認為貨幣目標機制不足以反映貨幣政策動向, 開始淡化

貨幣目標區，1995年放棄每年的M0貨幣目標，1999年放棄中期貨幣目標區；2000年宣布採行通膨預測制，並將貨幣視為訊息變數。

此外，加拿大堅持以貨幣目標區制降低貨幣成長來抑制通膨，1975年至1980年仍持續高通膨(每年10%)，這是執行貨幣目標區的一個失敗例子<sup>註15</sup>；1982年因M1作為貨幣政策目標的不確定性提高(公信力降低)，及其與匯率目標衝突，其央行總裁 Gerald Bouey表示：「我們並未放棄貨幣總計數，而是它放棄了我們」Macfarlane(1997)，遂放棄M1貨幣目標機制。至1991年2月財政部與央行聯合宣布轉為通膨目標機制。

## 二、轉型期間的過渡措施

主要國家貨幣目標機制的轉型過程是漸進的，自設定貨幣目標，偏離目標、淡化目標、不設目標，至放棄貨幣目標機制為止，在發展出適合的貨幣政策架構前，通常須經歷十餘年以上的摸索過程(參考表一)。除初期各國央行多沿用貨幣目標機制並持續調整(play games, Bernanke and Mishkin, 1992)外，美國轉為不公布目標機制；英國與多數國家則直接轉換為通膨目標機制；澳洲先強調觀察所有訊息的政策檢查表，再轉為通膨目標機制；僅德國成功的將貨幣目標機制轉型為歐洲央行物價穩定導向的雙支柱機制，而瑞士以通膨預測為政策重心的制度亦與德國近

似。轉型期過渡措施可區分為：(一)、持續調整；(二)、政策檢查表；(三)、不公布目標制；(四)、直接採行新機制；(五)、轉型為雙支柱等，茲分別說明如下：

### (一) 持續調整

主要國家央行初期多沿用貨幣目標機制，並持續不斷調整，包括：改換貨幣定義；放寬目標區間；允許期中調整目標區間的基期變換(base drift)，以及在每期目標終止時，以新的基期設定貨幣成長目標；延長達成目標期限；不再按固定日期發布目標區；偏離目標後不以政策措施調回，並對偏離目標原因不加以說明等；大致可區分為：不再強調目標變數重要性、不再強調每年達成貨幣目標等淡化(deemphasize)過程；及將目標值改為參考值的降級(downgrade)過程；換言之，各國央行通常都經過淡化目標區的過程進而放棄貨幣目標區。

### (二) 政策檢查表

澳洲央行在1985年因「金融自由化與金融創新，使貨幣總計數與物價及名目所得不具穩定關係」，放棄貨幣目標區(Edey, 2006)；為避免Reserve Bank毫無限制的政策權衡(unconstrained discretion)，改採用政策檢查表(policy “checklist”)，以多種總體經濟金融指標評估經濟情勢提供決策參考，包括：利率、匯率、貨幣總計數、通膨、對外交易帳、資產價格與總體經濟展望等指標。優點為：決策需考量所有重要訊息，且不僅

只是貨幣總計數；缺點為：缺乏評量訊息及提供政策運作的整體架構，及個別指標的重要性評估，特別是有關政策操作工具、中間目標及最終目標的區分。至1993年Reserve Bank改採通膨目標機制。

### (三) 不公布目標制

美國Fed採用不公布目標機制，Mishkin(2001)稱為“只做不說”(just do it)政策策略，採用不公布的名目基準(Implicit nominal anchor)，以前瞻的方式監測未來長期通膨的趨勢，並定期針對通膨威脅執行先制防範措施。優點為：並不需要仰賴穩定的貨幣與所得間關聯，貨幣政策施行具充分彈性；缺點為：缺乏透明度與權責化，貨幣政策效果將高度依賴Fed的偏好、技巧與大眾的信賴度，且菁英治理在某些部分已背離民主原則。

### (四) 直接轉換新制

1. 匯率目標機制：包括香港聯繫匯率制(currency board，釘住一種通貨)，新加坡不公布匯率目標機制(implicit exchange-rate targeting，釘住一籃通貨)等貿易依存度與服務業比重高的經濟體，匯率變動直接且快速的影響其所得與物價，故採用匯率目標。優點為：政策目標簡單明確，可直接抑制貿易財價格(輸入性通膨)，及具備自動調整機能的貨幣政策機制。缺點為：喪失政策自主性、易致投機攻擊，及喪失匯率的訊息功能等。

2. 通膨目標機制：由於國際貨幣基金(IMF)強力介入，1997年東亞金融危機後，韓(1998)、泰(2000)、菲(2002)等多數國家轉為通膨目標機制。優點為：貨幣政策目標明確且高度透明化<sup>註16</sup>，在學理上將增加央行的公信力；在實務上具抑制通膨衝擊的效果，且並不以貨幣與通膨的穩定關係為要件。缺點為：各國央行實際上並不能直接控制通膨<sup>註17</sup>；且貨幣影響通膨的時差長遠(long lags)，以致通膨目標機制無法對大眾與市場產生及時訊息；加以雖然實務上並沒有出現過，惟通膨目標有可能對決策者加諸過於嚴格的法則；且過於聚焦在抗通膨上，可能導致產出大幅波動的困擾。如果採行嚴格的通膨目標機制，以「祇要實際通膨率高於目標通膨率，央行就必須提高利率」來因應輸入性通膨所帶動的國內物價上漲，則貨幣緊縮政策將使國內付出經濟成長降低、失業率提高的慘痛代價，且對降低國內物價上漲的效果有限(Stiglitz, 2008)。

3. 名目GDP目標機制：Taylor(1985)、Hall and Mankiw(1994)曾建議以名目所得目標取代通膨目標，原因是：以社會最適化觀點，名目所得目標不必事先設定實質產出與通膨的各別權重，且Cecchetti(1995)實證顯示：受通膨預測困難影響，名目所得目標的經濟表現較佳；但實務上舉世尚無央行以名目所得為政策目標。Truman(2003)認為主因是：(1) 名目所得從未被大眾、官

員及市場參與者視為重要或值得關注的經濟指標，難以從事政策溝通；(2) 名目所得目標很容易與實質所得混淆，且貨幣政策長期對實質所得無效；(3) 在實務上最大的困難是，所得資料落後又經常有大幅修正。Bernanke(1999)更認為名目GDP目標將被迫公布潛在產出的成長估計，若估計保守會讓大眾誤解央行過於悲觀，不願達成最大產能，若估計過高又將導致過度助長通膨的批評。

### (五) 歐元區雙支柱

參考德國經驗，歐洲央行(ECB)以中期<sup>註18</sup>調和消費者物價(HICP)年增率0-2%為物價上漲目標；實施物價穩定導向的雙支柱機制(stability-oriented two-pillars)，即經濟分析(短期至中期物價發展趨勢)與貨幣分析(長期貨幣與物價關連)兩者並行，並以廣義貨幣M3成長率為參考值(reference value)。

ECB(2004)說明不採行其他貨幣政策機制的原因為：

1. 不採行貨幣目標機制(monetary targeting)的原因：(1) 承認貨幣以外總體經濟變數訊息的存在，對維持物價穩定的貨幣政策仍然重要；(2) 轉換成貨幣聯盟的制度與行為變化，將使歐元區的貨幣具有部分不確定性，通常某些特定因素會暫時干擾金融發展，以致不能僅依賴貨幣分析。

2. 不採行通膨目標機制(direct inflation

targeting)的原因：(1) 影響物價穩定的因素甚多，祇是關注通膨率或通膨預測的貨幣政策架構並不夠周延且不具公信力；(2) 一般的通膨目標機制缺乏客觀標準，如認定貨幣政策的預測反饋期間固定為兩年期等，且並非最適政策，如金融失衡與資產價格偏離基本面(misalignments)，在當期可能就必須納入決策考量；(3) 利用傳統的總體計量模型，從事通膨預測時很難將貨幣總計數的所有訊息完全納入；(4) 歐元區經濟結構具有相當多的不確定因素，ECB只考慮單一通膨率預測是不明智的，能夠同時參酌多元形式與不同的經濟資料分析方法應較為合宜。

3. 不採行匯率目標機制(exchange rate targeting)的原因：對小型開放且貿易依存度高的經濟體，匯率變動透過輸入價格對國內價格將有相當的衝擊；歐元區是相對較大且封閉的經濟體，匯率變動對價格的衝擊較為輕微，因此不適合採行匯率目標機制。

## 三、各種貨幣政策目標機制的優缺點

國際經驗顯示，放棄貨幣目標機制多係特定因素造成，且轉型過程曠日費時，亦多屬調適與摸索所致；惟淡化特定的貨幣政策中間目標，則是轉型前的普遍現象。貨幣目標機制轉型仍須就經濟金融主客觀條件與未來發展方向審慎斟酌；茲簡要將各種貨幣政策目標機制的重要優缺點列表二如下：

表二 各種貨幣政策目標機制的重要優缺點

	項 目	匯 率 目標機制	貨 幣 目標機制	通 膨 目標機制	不 公 布 目標機制
優 點	政策目標簡單明確	*		*	
	政策具公信力與權責	*	*	*	
	可考量國內經濟狀況		*	*	*
	目標達成的訊息即時		*		
	直接抑制貿易財價格	*			
	具備自動調整機制	*			
	不依賴貨幣與通膨關聯			*	*
	實務上可降低通膨衝擊			*	
缺 點	政策不具高透明度				*
	喪失政策自主性	*			
	易致投機攻擊	*			
	喪失匯率的訊息功能	*			
	依賴穩定貨幣通膨關聯		*		
	目標達成的訊息落後			*	
	有過於嚴格的可能性			*	
	可能引起產出波動過大			*	

資料來源: 依據Mishkin(2007, 2008), Stiglitz(2008)整理。

## 肆、貨幣目標區實施概況與啟示

雖然主要國家在1970年代初期，開始施行貨幣目標區機制(BIS, 2001)，惟能夠有效控制通膨率的國家，並非嚴格追逐貨幣目標區國家(Macfarlane, 1997)。對多數國家而言，目標區達成率（貨幣成長率落入該年目標區間），大多僅為實施期間的一半(Issing, 2009)；且各國央行並不會嚴格固守單一法則（如Friedman在1959年提出的固定貨幣成

長率 $k\%$ 法則；Gordon, 2008），而是採用混合(hybrid)法則與權衡的策略，如德國、瑞士及日本<sup>註19</sup>，在追求貨幣成長中間目標的同時，也保有相當的短期權衡以維持匯率與產出的穩定；且允許貨幣目標區隨經濟情勢等變化而至少每年調整(Bernanke and Mishkin, 1992)。主要國家貨幣目標區的施行結果比較，經整理如表三：

表三 貨幣目標區實施結果比較

單位：%

國家	施行期間	偏離中線*	達成率	CPI通膨率
澳洲	1977-1985	2.6	33.3	9.0
加拿大	1976-1982	1.3	71.4	9.6
法國	1977-1996	2.5	50.0	6.0
德國 <sup>(1)</sup>	1975-1996	1.8	54.5	3.0
義大利	1975-1996	2.7	31.8	10.2
瑞士	1975-1996	2.6	47.6	3.1
英國	1976-1996	2.7	52.4	7.5
美國M2	1975-1996	1.5	63.6	5.4
我國M2 <sup>(2)</sup>	1992-2009	2.6	61.1	1.0

資料來源：Edey(1997, 2006)，其中各國貨幣目標變數分別為：澳-M3；加-M1；法-M2(1977-1983), M2R(1984-85), M3(1986-1987), M2(1988-1991), M3(1992-1996)；德-CBM(1975-1987), M3(1988-1996)；義-TDC(1975-1996), M2(1986-1996)；瑞-M1(1975-1979), SAMB(1980-1996)；英-M3(1975-1983), M0(1984-1996)。

說明：\* 偏離中線係以歷年目標中線的離差（deviation）表示。

(1) 德國1992年以前CPI通膨率係採用原西德資料。

(2) 如按國際慣例將我國貨幣目標區範圍限制為中線上下各寬1.5個百分點，則落入目標區比率為43.8%。

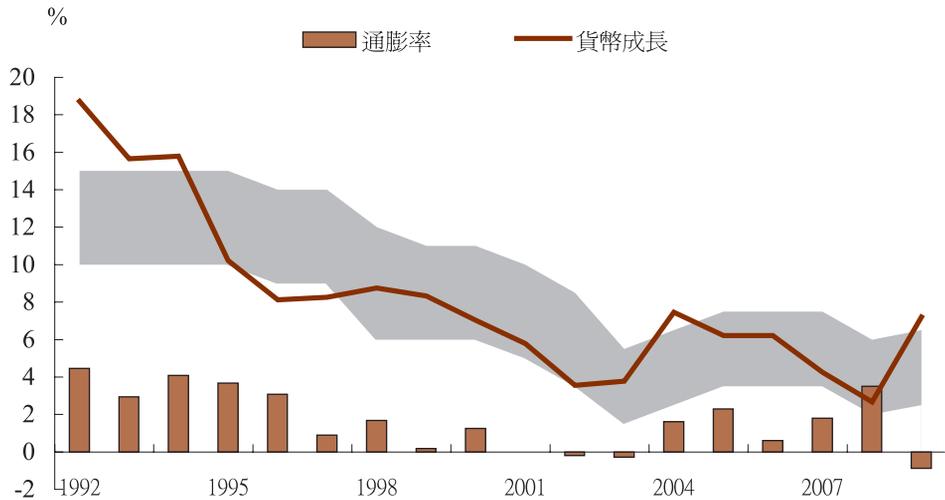
## 一、我國貨幣目標區實施概況

我國央行自民國81年開始正式設定M2貨幣成長目標區(圖五，陰影部分為目標區間)：81至84年設定目標中線為12.5%，目標區範圍為10.0%至15.0%；其中81至83年M2年增率均高於目標區，分別為18.7%、15.7%及15.8%，主要因81年間國際景氣疲弱，為營造有利經濟穩定成長所需之金融環境所致。85、86兩年經濟景氣走緩，調降目標中線為11.5%，目標區範圍為9.0%至14.0%；85年初受中共軍事演習影響，國內資金出現外流壓力、股市及房市續呈疲態，

加上86年間豬隻口蹄疫及東南亞金融風暴影響，以致85、86兩年M2年增率<sup>註20</sup>均低於目標區，分別為8.1%及8.3%。

在民國87年以前，各年經濟成長率與物價上漲率設定值係採用行政院經建會的國家發展經建目標；至民國87年以後則採用行政院主計處預測數，並每年於中央銀行季刊公布「中央銀行理監事聯席會議有關貨幣政策之決議」，及次年「貨幣成長目標區設定說明」，除詳盡檢討當年目標區實施狀況，並公布次年M2貨幣成長目標區範圍，本節所有我國資料均係依據央行季刊歷年已公開揭露資料整理。

圖五 台灣貨幣目標區及CPI通膨率



資料來源:表四。

民國93年受外資大幅匯入、銀行放款與投資持續成長，加上實質經濟成長及物價上漲高於預期，M2年增率高於2.5至6.5%目標區而為7.5%；民國98年M2年增率為7.2%亦高於目標區2.5至6.5%，主因為：外匯收入大幅增加(進口衰退大於出口)、外資淨流入、貶值(外匯存款折算新台幣後帳面虛增0.42個百分點)，及為營造較寬鬆資金環境所致。

M2貨幣成長目標區的設定，如以民國98年貨幣成長目標區為例，係以80年第1季至97年第3季的季資料來估計M2的實質貨幣需求函數，其中，外生解釋變數值的設定，係參酌行政院主計處民國97年11月20日公佈之98年經濟成長率(2.12%)與消費者物價上漲率(0.37%)的預測值，以及持有M2之相對成本、預期物價上漲率等變數後，利用動態模

擬方式計算出98年M2年增率約為4.30%，而將目標區中線值設定為4.50%，並上、下各加計2.0個百分點的統計估計誤差，推算民國98年貨幣成長目標區為2.5%至6.5%。

茲將央行季刊我國歷年M2貨幣成長目標區設定值與長期貨幣需求所得彈性整理如表四。

與主要國家實施貨幣目標機制期間比較，我國貨幣成長目標區的目標範圍計算方式較類似德國央行<sup>註21</sup>，學理上均以貨幣數量學說<sup>註22</sup>為基礎，實證估計貨幣需求函數： $m - p = \alpha y - \beta i + \gamma x + \varepsilon$ ，其中 $m$ 為貨幣總計數， $p$ 為物價， $y$ 為所得， $i$ 為名目利率， $x$ 為其他解釋變數；在模型架構上，貨幣需求函數仍採用部分調整模型，並以最小平方方法(OLS)來進行估計，由於取雙對數式 $\alpha$ 即為貨幣需求的所得彈性。值

表四 貨幣成長目標區實際值與設定值<sup>(1)</sup>

民國 (年)	貨幣 目標	短期 彈性	長期 彈性	M2 中線值	M2 實際值	y 成長率	y 設定值	CPI 通膨率	CPI 設定值
87	6.0-12.0	0.041	1.05	9.0	8.76	4.55	6.70	1.67	3.00
88	6.0-11.0	0.033	0.89	8.5	8.33	5.75	5.50	0.18	1.77
89	6.0-11.0	0.045	1.13	8.5	7.04	5.77	6.04	1.25	2.11
90	5.0-10.0	0.044	1.13	7.5	5.79	-2.17	6.03	-0.01	2.01
91	3.5-8.5	0.034	1.13	6.0	3.55	4.64	2.23	-0.20	0.71
92	1.5-5.5	0.033	1.10	3.5	3.77	3.50	3.38	-0.28	0.77
93	2.5-6.5	0.045	1.18	4.5	7.45	6.15	4.10	1.61	0.38
94	3.5-7.5	0.046	1.21	5.5	6.22	4.16	4.56	2.31	1.88
95 <sup>(2)</sup>	3.5-7.5	0.113	1.04	5.5	6.22	4.89	4.08	0.60	1.51
96	3.5-7.5	0.110	1.03	5.5	4.25	5.70	4.14	1.80	1.52
97 <sup>(3)</sup>	2.0-6.0	0.092	0.96	5.0	2.67	0.73	4.53	3.53	1.84
98	2.5-6.5	0.050	0.74	4.5	7.21	-1.87	2.12	-0.87	0.37
平均值		0.071	1.05	6.13	5.94	3.48	4.45	0.97	1.49

資料來源：本表係作者依據央行季刊歷年「貨幣目標區設定說明」資料整理。

說明：(1)因採用OLS估計實質貨幣需求雙對數式，所得項係數估計值為貨幣需求所得彈性(短期彈性)，長期彈性=短期彈性/(1-前期貨幣項估計係數)。

(2)行政院主計處國民所得改採SNA93新制。

(3)期中調整前目標區為3.0-7.0%。

得注意的是CPI通膨率的設定值，除87年為3%外，餘均較低；至98年止12年間平均為1.49%，而實際CPI通膨率更低，平均為0.97%(參考表四)。

依據「中央銀行制度與功能」(中央銀行, 2003)所述，我國貨幣政策係以貨幣總計數M2為中間目標，以準備貨幣為操作目標。惟由於貨幣市場內量與價是一體的兩面(Goodhart, 1989)，學理上的價量關係存在對偶性(duality)，如以貨幣需求函數觀察：

$m - p = \alpha y - \beta i + \gamma x + \varepsilon$  ( $i$ 表名目利率)，若假定貨幣供給為： $m = ay + bp$ ；則自貨幣供給與需求均衡關係中，可解出在貨幣總計數均衡的數量下，僅以利率表示的反應函數：

$$i = \left(\frac{\alpha - a}{\beta}\right) y + \left(\frac{1 - b}{\beta}\right) p + \frac{\gamma}{\beta} x + \frac{1}{\beta} \varepsilon$$

由供需均衡導出利率反應函數所強調的是，從理論的等價關係(theoretical equivalence)探討，縱使是以貨幣總計數M2

(量)為目標機制，學理上仍然可藉由利率(價)的操作工具來達成，未必一定會呈現以準備貨幣操控(monetary base control)的形態<sup>註23</sup>；且如果充分掌握貨幣市場的價、量關係，無論政策操作工具採用價或量，應有相同的貨幣政策效果(Walsh, 1994)。

Gerberding (2007) 曾從貨幣為基準的利率法則來解釋德國央行貨幣成長目標的經驗，在貨幣成長目標下的利率反應函數，隨著通膨目標差距、產出缺口變動、貨幣需求衝擊，及過去利率水準等而調整反應，且可以良好的描繪出德國央行1979至1998年的貨幣政策<sup>註24</sup>。

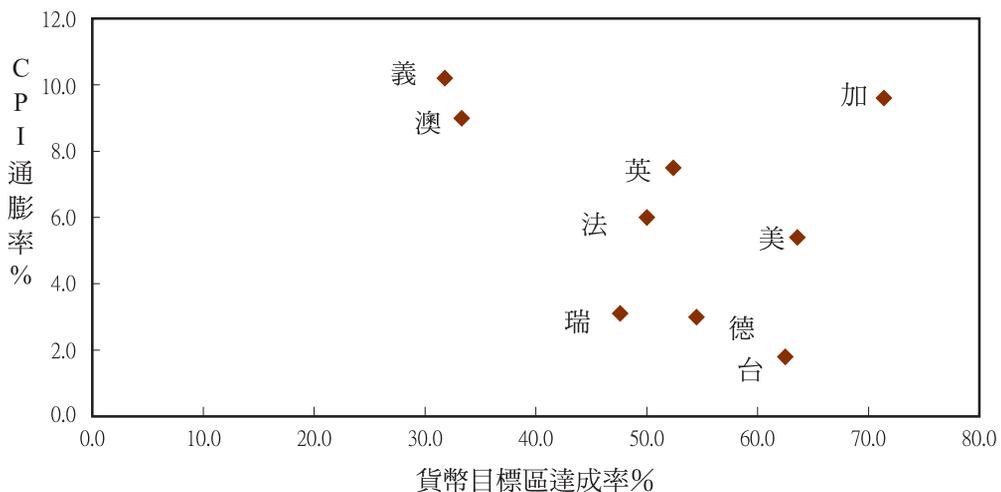
## 二、貨幣目標機制實施經驗與啟示

我國貨幣目標區實施期間，全期M2

目標區達成率為61.1%，微低於美國的63.6%；偏離目標中線2.6個百分點，約與瑞2.6、澳2.6、英2.7、義2.6及法2.5個百分點相當，整體表現尚佳(參考表三)。

由於貨幣目標區施行期間較晚，以CPI通膨率表現的貨幣政策最終目標(final goal)我國平均為1.0%，較主要國家貨幣目標區實施期間平均通膨率，如美國5.4%、英國7.5%、德國3.0%與瑞士3.1%等明顯較為穩定<sup>註25</sup>；就主要國家間觀察也可以發現一個「過猶不及」的特殊現象：貨幣目標達成率最低的義大利31.8%，與最高的加拿大71.4%，均是通貨膨脹率表現最差的國家，其平均CPI通膨率分別為最高的10.2%及其次的9.6%(圖六)。

圖六 貨幣目標區達成率與CPI通膨率



資料來源:表三。

## 伍、結 論

雖然主要國家貨幣政策架構目前均已放棄貨幣目標機制，絕大多數國家改採通膨目標機制，且在此次全球金融危機之前，通膨目標機制曾在一些國家獲致成功的經驗，如促成通貨膨脹低而穩定，同時也未出現產出的大幅波動；更被一些經濟學家視為中央銀行的最佳作法而受到好評，包括Rose (2007) 及Walsh (2009)。但諾貝爾經濟獎得主Joseph Stiglitz早在危機爆發前的2008年5月即表示：「今天通膨目標機制被人們用來實驗—且幾乎確定是失敗了」；其主要關鍵是，由長期國際情勢所驅動的能源、原物料等價格上漲，凸顯了通膨目標機制無法因應供給面價格衝擊現象，特別是對小型開放經濟體系的影響深遠。

由於我國長期貨幣需求函數仍屬穩定，貨幣目標機制的整體表現尚佳；惟考量台灣的小型開放經濟特性與資本移動的影響日益重要，加上受國際原油、大宗物資與原材料

價格等輸入性通膨帶動國內物價上揚的風險極高，央行貨幣政策面臨嚴峻的考驗。

在歷經2008-09年間全球金融海嘯之後，通膨目標機制僅提升貨幣政策中物價穩定的重要性，過度或僅聚焦於通膨目標，更引發各界質疑通膨目標機制的未來，例如Frankel (2009)即認為，通膨目標機制已經出局。

在本次金融危機之後，各國經驗顯示，忽略金融部門影響與不重視貨幣的慘痛教訓，使人們警醒對金融穩定的關注，以及再度重視貨幣的重要性(侯德潛、吳懿娟，2009)。此外，主要國家經驗顯示：「即使允許貨幣成長率多年脫離目標區間，貨幣目標機制在長期仍能用以抑制通膨」(Bernanke, 1999)，除應適時加強貨幣政策措施執行時的政策溝通外，似可考慮參酌歐洲央行的經驗。

## 附 註

- (註1) Lucas (1980) 認為貨幣總計數與物價的長期密切關聯性，是經濟學上最確定的事實。而貨幣政策對經濟穩定的重要性，應溯自Friedman and Schwartz (1963) 的「美國貨幣史」及其後貨幣學派闡揚的貢獻。Edmund Phelps(1967) 與Milton Friedman亦認為理論上，通膨與失業率在長期沒有抵換(trade-off)關係，貨幣政策只會影響長期物價的水準值(Bernanke與Mishkin, 1997)。
- (註2) Taylor (2000) 定義貨幣政策法則是：明確地設定一國中央銀行在某種狀況發生時，變動其貨幣政策工具的應變計畫(contingency plan)；貨幣政策法則是央行達成其目標的政策程序(policy procedure)，是作為政策方向的指導綱要或一般性的政策架構，且不應機械性的制式使用。
- (註3) 訊息變數(information variable)通常用來做為指標(indicator)反映貨幣市場實況，亦可用以反映貨幣政策立場是寬鬆或緊縮，俾利央行與大眾政策溝通。
- (註4) 不同的貨幣政策目標基準即代表各別貨幣政策目標機制，大致可區分為：貨幣目標機制、匯率目標機制及通膨目標機制等；此外，美國係採用不公布目標機制(Mishkin, 1999)。
- (註5) 流通速度不穩定的原因並不明朗，有可能是金融創新與銀行制度變革的影響，也可能是政策上以貨幣總計數為目標，致時間數列資料歷史關聯的訊息逐漸喪失(Bernanke, 1999)。
- (註6) Bernanke and Mishkin (1992)指出M1的成長波動有顯著且恆久(permanent)的增加，及M1流通速度不穩定(velocity instability)。
- (註7) 依據Deutsche Bundesbank年報，貨幣成長目標的計算(使用貨幣數量學說方程式)：為通膨目標(加)潛在產出成長(減)流通速度的預期變動。
- (註8) Bernanke and Mihov(1997)及Bernanke、Laubach、Mishkin and Posen(1999)等認為德國是實際上(de facto)或初期形式(precursors)的通膨目標機制。
- (註9) 德國央行認為貨幣與最終目標間的相關，並沒有強到可以排除其他(如產出與匯率等)重要的訊息而必須堅守貨幣目標；且如果流通速度經常不穩，以貨幣目標機制為主，就要經常修正或錯失目標以致犧牲透明化、紀律與權責，不然就要接受無法達成目標區的後果，Bernanke等(1999)。
- (註10) 簡單的說，即匯率目標重於貨幣目標。
- (註11) SNB認為潛在產出成長高於2%，為使通膨率趨穩，與此對應的SAMB為2%。
- (註12) BIS年報(2001)形容SNB的貨幣政策架構為：瑞士並非通膨目標機制，而是以數量化通膨率為中心，涵蓋廣泛訊息的通膨預測策略。
- (註13) 德國1979年起設定貨幣目標區(target range)，並視為短期政策權衡的來源；瑞士公布目標值(point target)是考量未達成目標區比錯失目標值還糟，且避免大眾誤會SNB不但有能力建立合理的目標值，又可將貨幣成長控制在狹窄的範圍內(Bernanke, 1999)。
- (註14) 貨幣與物價的中長期關係(以貨幣需求函數的形式)穩定，則可以導出維持物價穩定下的貨幣供給；若配合流通速度穩定，則央行可透過貨幣數量的控制間接維持物價穩定，ECB(2004)。
- (註15) 加拿大貨幣目標區實施期間，全期貨幣目標達成率為71.4%，較美、英、德、瑞等主要國家貨幣目標區達成率為高，且其全期平均CPI通膨率為9.6%，亦較主要國家CPI通膨率為高，僅略低於義大利的10.2%，充分顯現貨幣目標區機制並不是維持長期CPI通膨率穩定的充分與必要的政策選項。後文將詳述有關資料比較；或請參考本文第肆節，表三：主要國家貨幣目標區施行結果統計表，及圖六，主要國家貨幣目標達成率與CPI通膨率圖。
- (註16) 在通膨目標機制下，一般係以利率為操作目標，通膨率同時是中間與最終目標，因此不致產生貨幣目標機制國家經

常必須面對的短期與長期目標衝突的問題。

- (註17) Masson等(1997)指出：通膨目標機制的貨幣政策必須具備前瞻性(forward-looking)，開發中國家通膨過程波動度較大，有時甚至連建構適合通膨預測的模型都有困難，以致成為採行通膨目標機制的主要障礙；Debelle(2001)表示：由於開放度(openness)較高，短期內匯率轉嫁(pass-through)至消費者物價的效果非常快速，且同時對產出與通膨波動度影響極大，因此通膨目標與匯率變動將形成抵換(trade-off)關係；Williamson(2000)雖提出設置匯率區間(band)的作法，但仍面臨目標衝突的本質不能相容(fundamental incompatibility)困擾。
- (註18) 貨幣影響物價的傳遞機能有明顯的時差，其變動性與不確定性高，央行不可能隨時將通膨率控制在特定的目標點上，或短期內將通膨率抑低至大眾期望的水準，因此對所謂「中期」的明確期間保留彈性(it's not advisable to specify ex-ante a precise horizon)，ECB(2004)。
- (註19) Ito(2004)：新日本銀行法(Bank of Japan Act)自1998年施行，以維持物價穩定為主要使命(mandate)；舊央行法自1942年施行，則以促進經濟最大產能為主要使命。雖然受通貨緊縮與零利率政策(Zero Interest Rate Policy, ZIRP)影響，但Ito仍認為日本銀行不採行通膨目標區制的原因是政治考量(Therefore, why inflation targeting was not adopted, can be explained and understood from a political economy perspective.)；惟2006年日本銀行已實施貨幣政策新架構，中期通膨率目標為2%，且日銀仍否認為通膨目標機制。Gerdesmeier等(2007)則認為日銀是與ECB極為近似的貨幣政策策略。
- (註20) 年增率係依據當時M2定義所發布資料計算，與現行M2定義計算之9.23及8.26%不同。
- (註21) 主要差異在於德國貨幣成長目標區之設定係以貨幣數量說的交易方程式為計算基礎( $MV=PY$ )，成長率係以前一年第4季為基期，且德國央行採用中期的觀點，使用中期通膨目標、潛在產出成長與流通速度的預期趨勢等數量來計算目標區範圍；而我國則在民國87年以後採用行政院主計處預測數，即外生解釋變數的設定值為當年預測值。
- (註22) 雖然貨幣數量學說需要先設定貨幣需求的所得彈性為一，但歷年我國長期彈性均接近一。
- (註23) 侯德潛(2005)針對台灣地區小型開放經濟特性，在新台幣匯率變動下，實證比較McCallum與Taylor貨幣政策法則，即準備貨幣與利率操作對經濟成長與物價波動的影響，發現由於實質經濟面的干擾衝擊較金融面大，以致準備貨幣(量)的操作使經濟成長與物價穩定的波動度均較利率操作小，符合Poole(1970)的傳統理論。
- (註24) 侯德潛、田慧琦(2000)利用泰勒法則的利率反應函數，同樣可以良好的描繪我國的貨幣政策。
- (註25) 即使以較長期觀察而言，我國除受國際石油危機的輸入性通膨等極少數期間外，物價情勢大致歷年來均能維持穩定。

## 參考文獻

- 中央銀行 (2003) , 「中華民國中央銀行之制度與功能 (九十二年版)」 , 中央銀行編印。
- 侯德潛、田慧琦 (2000) , 「通貨膨脹預期與泰勒法則—台灣地區實證分析」中央銀行季刊, 第二十二卷第三期。
- 侯德潛 (2005) , 「開放經濟之貨幣政策法則—台灣的實證分析」中央銀行季刊, 第二十七卷第二期。
- 侯德潛、吳懿娟 (2009) , 「金融危機與當代經濟理論的省思」全球金融危機專輯(增訂版), 第十四章, 中央銀行編印。
- Alesina, A. and L. Summers (1993): “Central bank independence and macroeconomic performance,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 25, no. 2, pp. 157 -62.
- Bank for International Settlements (1997): “The evolution of central banking,” *BIS 67th Annual Report*, Chapter VIII, June, pp.140-60.
- (2001): *BIS 71st Annual Report*, p70.
- Barro, R. J. and D. B. Gordon (1983): “A positive theory of monetary policy in a natural rate model,” *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp.589-610.
- Bernanke, B. S. (2003): “Constrained discretion and monetary policy,” *FRB Speech before the money marketeers of New York University, New York*, February 3, 2003.
- (2007): “Federal Reserve communications,” *Speech at the Cato institute 25th annual monetary conference*, Washington, D.C.
- Bernanke, B. S. and Ilian Mihov (1997): “What does the Bundesbank target?” *European Economic Review*, vol. 41, pp. 1025-53.
- Bernanke, B. S. and F. S. Mishkin (1992): “Central bank behavior and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries,” *NBER, Working Papers*, No. 4082.
- (1997): “Inflation targeting: a new framework for monetary policy?” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, No. 2, pp.97-116.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton.
- Blinder, A. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press.
- Borio, C. and W. Nelson (2008): “Monetary operations and the financial turmoil,” *BIS Quarterly Review*, March.
- Borio, C. and W. White (2004): “Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes,” *BIS Working Papers*, No. 147, pp.1-37.
- Brunner, Karl (1981): “The art of central banking,” in H. Goeppel and R. Henn eds., *Geld, Banken und Versicherungen*, Band 1, Koenigstein.
- Bundesbank (1995): *The Monetary Policy of the Bundesbank*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, Germany.
- Cecchetti, Stephen G. (1995): “Inflation indicators and inflation policy,” *NBER, Working Papers*, No. 5161.
- Cukierman, A. (1992): *Central Bank Strategies: Credibility and Independence*. MIT Press.
- Debelle, G. (2001): “The case for inflation targeting in East Asian countries,” in *The Future Directions for Monetary Policies in East Asia*, David Gruen and John Simon eds., Reserve Bank of Australia conferences (2001), pp.66-87.
- ECB (2004): *The Monetary Policy of the ECB*, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany.
- Edey, Malcolm (1997): “The debate on alternatives for monetary policy in Australia,” in *Monetary Policy and Inflation Targeting*, P. Lowe (ed), Reserve bank of Australia, October 1997.
- (2006): “An Australian perspective on inflation targeting, communication and transparency,” *BIS Papers*, No. 31, pp.3-24.
- Estrella, Arturo, and Frederic S. Mishkin (1997): “The predictive power of the term structure of interest rates in Europe and the

- United States: implications for the European Central Bank,” *European Economic Review*, 41, pp.1375-1401.
- Fischer, Stanley (1990) “Rules versus discretion in monetary policy,” in B. Friedman and F. Hahn, eds., *Handbook on Monetary Economics*, vol. 2, North Holland.
- Frankel, Jeffrey (2009): “Monetary policy in emerging markets,” written for the *Handbook of Monetary Economics*, edited by Benjamin Friedman & Michael Woodford.
- Friedman, Benjamin M. (2004): “Why the Federal Reserve should not adopt inflation targeting,” *International Finance* 7:1, pp.129-36.
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- Gerberding, C., F. Seitz and A. Worms (2007): “Money-based interest rate rules: lessons from German data,” *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series I*: No. 06, pp. 1-27.
- Gerdemesier, D., F. Mongelli and B. Roffia (2007): “The Eurosystem, The Federal Reserve and The bank of Japan: similarities and differences,” European Central Bank, *Working Paper Series*: No. 742.
- Goodfriend, M. (1997): “Monetary policy comes of age: a 20th century odyssey,” FRB of Richmond *Economic Quarterly*, vol. 83/1, pp.1-21.
- Goodhart, C.A.E. (1989): “The conduct of monetary policy,” *Economic Journal*, 99(396), pp.293-346.
- Gordon, R. J. (2008): *Macroeconomics*, eleventh edition, Pearson International Edition, Boston.
- Hall, R. E. and G. N. Mankiw (1994): “Nominal income targeting,” In *Targeting Inflation*, Andrew G. Haldane, ed., Bank of England, London, pp.170-201.
- Hubbard, R. G. (2008): *Money, the Financial System, and the Economy*, sixth edition, Pearson International Edition, Boston.
- Issing, Otmar (1996): “Is monetary targeting in Germany still adequate?” In *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, Horst Siebert, ed., Tübingen, Mohr.
- (2009): “In search of monetary stability: the evolution of monetary policy,” Bank for international Settlements, *BIS Papers*, No. 273.
- Ito, Takatoshi (2004): “Inflation targeting and Japan: why has the Bank of Japan not adopted inflation targeting?” in *The Future of Inflation Targeting*, Christopher Kent and Simon Guttman ed., Reserve Bank of Australia Conferences (2004), pp.221-67.
- Kydland, F. E. and E. C. Prescott (1977): “Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans,” *Journal of Political Economy*, vol. 85(3), pp.473-92.
- Macfarlane, I. J. (1997): *Governor Speech*, Mr. Macfarlane draws some conclusions about the direction in which monetary policy regimes are likely to evolve · talk given by Governor Macfarlane to the 26<sup>th</sup> Conference of “Policy challenges of the new century,” *BIS Review* 90, pp.1-10.
- (1998): “Australian monetary policy in the last quarter of the twentieth century,” *Reserve bank of Australia Bulletin*, pp.6-19.
- Masson, P. R., M. A. Savastano and S. Sharma (1997): “The scope for inflation targeting in developing countries,” *IMF Working Papers*, No. 97/130.
- Mishkin, F. S. (1999): “International experiences with different monetary policy regimes,” *Journal of Monetary Economics*, pp.579-605.
- (2000): “From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries,” paper presented at *Conference on Stabilization and Monetary Policy: the International Experience*, Bank of Mexico, Mexico City, November 14-15, 2000.
- (2001): “Monetary policy,” *NBER Reporter*, winter 2001/2, pp.1-5.

- (2006): “Monetary policy strategy: how did we get here?” *NBER Working Paper*, No. 12515, pp.1-44.
- (2007): “Will monetary policy become more of a science?” *NBER Working Paper*, No. 13566.
- (2007), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 7th edition, Pearson International Edition, Boston.
- (2008), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 8th edition, Pearson International Edition, Boston.
- Phelps, Edmund S. (1967): “Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time,” *Economica* 34, pp.254-281.
- Poole, William (1970): “The Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Macro Model,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 192-216.
- Rich, Georg (2001): “Inflation and money stock targets: is there really a difference?” Revised version of paper presented at the *International Conference on the Conduct of Monetary Policy*, Taipei, Taiwan, June 12-3, 1998.
- Rogoff, K. (1985): “The optimal commitment to an intermediate monetary target,” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, no. 4, pp.1169-89.
- (1987): “Reputational constraints on monetary policy,” in K. Brunner and A. Meltzer, eds., *Bubbles and other Essays, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 26.
- Rose, Andrew K. (2007): “A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, reversed,” *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, Vol. 26(5), pp.663-681, September.
- Schiltknecht, Kurt (1983): “Switzerland - the pursuit of monetary objectives,” in *Central Bank Views on Monetary Targeting*, Paul Meek, Ed., Federal Reserve Bank of New York, pp.6-17.
- Simons, H. (1936): “Rules versus authorities in monetary policy,” *Journal of Political Economy*, February, pp. 1-30.
- Stiglitz, J. E. (2008): “The failure of inflation targeting,” *Project Syndicate – Print Commentary*, May, 2008.
- Taylor, John B. (1985): “What would nominal GNP targeting do to the business cycle?” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 26.
- Taylor, John B. (ed.) (1999), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press.
- Taylor, John B. (2000): “Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economics,” Paper presented at the 75th Anniversary Conference on Stabilization and Monetary Policy: The International Experience, November 2000, Bank of Mexico.
- Truman, E. M. (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Von Hagen, Jurgen (1995): “Inflation and monetary targeting in Germany,” in *Inflation Targets*, Leiderman, L. and L. Svensson, eds. Centre for Economic Policy Research, London, pp.107-21.
- Walsh, Carl E. (1994), “A Prime on Monetary Policy” FRBSF Economic Letter (Weekly), August.
- (1995): “Optimal contracts for central bankers,” *American Economic Review*, vol. 85, no.1, pp.150-67.
- (2007): “The contribution of theory and practice in monetary policy: recent developments,” in *Monetary policy: a journey from theory to practice*, a colloquium sponsored by the European Central Bank in honor of Otmar Issing, 16-17 March 2006.
- (2009), “Using Monetary Policy To Stabilize Economic Activity,” presented at the 2009 Jackson Hole Symposium, Aug. 22.
- Williamson J. (2000): “Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option,” *Policy Analyses in International Economics*, No. 60, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press.



# 台灣失業率和產出之關聯及可能影響因素探討

## －歐肯法則(Okun's Law)實證分析\*

田慧琦\*\*

### 摘 要

基於失業與產出的動向將影響未來的通膨情勢，攸關央行貨幣政策的釐訂，惟近來國內經濟成長回升，似乎未明顯帶動失業率下降，為此本文嘗試透過實證分析，檢視台灣產出變動與失業率變動二者的關聯性與影響兩者互動的可能因素。實證結果顯示，台灣整體失業率與產出的變動關係大致合乎歐肯法則，惟二者互動關係，可能受到經濟開放程度、產業(就業)結構、景氣循環與外籍勞工引進等因素，對失業率的影響而有所改變。在輸出入占GDP比例提高、工業比重下滑、外籍勞工占就業人數比例上升與景氣趨緩等因素的綜合影響，台灣總體產出變動與失業率的互動關係有轉弱的現象。實證結果之政策意涵：一、景氣收縮時，產出減少對映失業率上升幅度顯著擴大，藉由擴張性的財政政策與貨幣政策，或有助於舒緩此一現象。二、隨經濟開放程度提高，在注重資本密集的高科技出口產業之餘，若輔以扶植中小型企業與內需型服務業，應有助於失業情勢改善。三、產業結構轉變引起的結構性失業，可能導致產出與失業率互動關係下降，為緩解結構性失業的問題，可透過教育及職工訓練等方式，促進勞動力在各部門間的流動。

\* 本文初稿完成於99年5月，經匿名審稿人細心審閱，99年8月修正完稿。作者撰稿期間，承蒙楊副總裁金龍、嚴處長宗大、林副處長宗耀、吳研究員兼科長懿娟、侯稽核德潛、彭副研究員德明、陳專員琬如、李專員怡萱及陳證吉等央行同仁提供諸多寶貴意見，在此一併致謝。本文觀點純屬個人看法，與服務單位無涉，如有錯誤亦由作者負責。

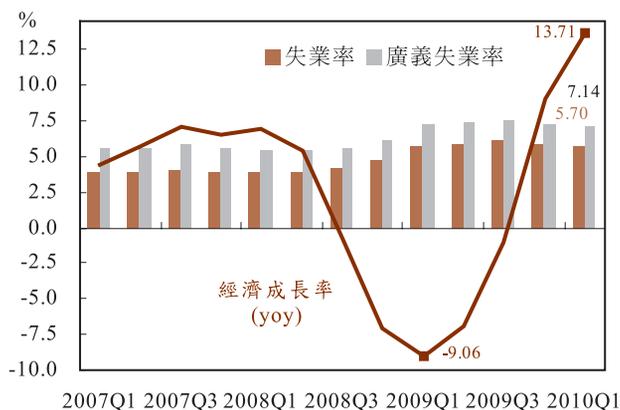
\*\* 作者為中央銀行經濟研究處三等專員。

## 壹、前言

2008年下半年因全球金融風暴衝擊國際經濟景氣，台灣經濟成長遽降，失業率大幅攀升(見圖1)，失業問題與失業率的動向倍受關切。隨著2009年年中以來，國內外景氣步入復甦階段，台灣實質國內生產毛額(GDP)已於2009年第4季回復正成長9.06%<sup>註1</sup>。根據行政院主計處2010年8月國民所得的統計，2010年第1季經濟成長高達13.71%，除因比

較基期偏低的影響外，主要仍顯示國內經濟景氣持續增溫，實質經濟活動轉趨活絡。雖然失業率亦從2009年第3季的高峰逐漸回降，惟2010年第1季失業率仍高達5.70%，若將「想工作而未找工作且隨時可以開始工作者」併入失業率的計算<sup>註2</sup>，廣義失業率更超過7%，顯示目前失業率水準仍屬偏高，失業率下降速度仍緩。

圖1 近年台灣經濟成長率與失業率表現



註：2010Q1經濟成長率為2010年8月主計處之統計。

學理上，總體產出的變化與失業率的動向關係密切。根據Okun(1962)提出的失業率與產出關係式，產出變動與失業率變動二者互呈反向關係<sup>註3</sup>。惟近來國內經濟成長回升，似乎未明顯帶動失業率下降，產出與失業率的動態關係成為各界關注的焦點之一。由於失業與產出的動向將影響未來通膨的走勢，並攸關央行貨幣政策的釐訂，為此，本文嘗試透過實證分析，檢視台灣產出變化與

失業率變動間的關聯性，並探討影響二者動態關係變化的可能原因，俾瞭解二者間的互動情形。

本文章架構除第一節前言外，第二節，失業率變動與產出變化之關聯程度，係觀察歷年台灣經濟成長率與失業率變動的概況，以圖形及統計相關係數初步檢視二者間的關聯程度，第三節，歐肯法則實證分析<sup>註4</sup>，係建構「動態一階差分模型」與

「缺口模型」估計不同樣本期間之產出變動與失業率變動的關係，並透過滾動迴歸分析，檢視二者之互動關係依時變化的情形，第四節，探討影響產出與失業率關聯性改變

的可能原因，包括經濟結構、產業(就業)結構、景氣循環及勞動市場制度面因素，第五節，結論與檢討。

## 貳、台灣失業率變動與產出變化之關聯程度

觀察歷年台灣經濟成長與失業率情況，由表1與圖2顯示，在1995年以前，台灣的經濟成長力道強勁，平均經濟成長率達7%以上，失業率水準低且變動相對平穩，除在1982年至1986年間，受到能源危機與國際經濟不景氣的影響，平均失業率超過2%以外，其他期間失業率大抵維持在2%以下。

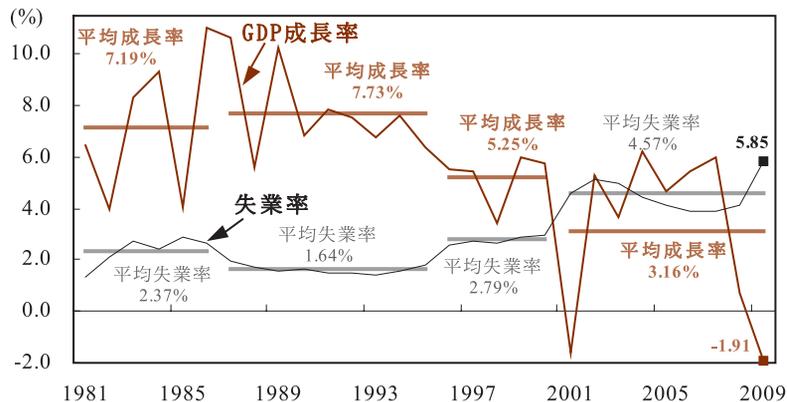
1990年代中期後，經濟成長明顯減緩，失業率逐漸呈現上升趨勢，失業問題亦自此浮現。1996年至2000年期間，平均經濟成長率降為5.25%，平均失業率上升至2.79%。繼IT網路泡沫破滅後，在國際經濟景氣驟降與國內需求不振等不利因素影響下，2001年經濟轉呈衰退，成長率下降為-1.65%，失業率

表1 台灣經濟成長率與失業率表現

期間(年)	1981-1986	1987-1995	1996-2000	2001-2009
平均經濟成長率(%)	7.19	7.73	5.25	3.16
平均失業率(%)	2.37	1.64	2.79	4.57

註：平均經濟成長率與平均失業率係以簡單平均計算。

圖2 歷年台灣失業率與經濟成長率概況



則快速竄升至4.57%。俟後，失業率雖有回降，但相較2000年以前仍然偏高，似乎顯示結構性失業率上升的問題<sup>註5</sup>。及至2009年，受到國際經濟衰退的衝擊，台灣經濟成長再度下降至-1.91%，失業率進一步向上攀升為5.85%，達到歷年最高水準。整體而言，觀察過去三十年台灣的經濟活動與勞動市場表現，呈現經濟成長率逐步下降，失業率節節上升的情勢。

## 一、失業率變動與經濟成長率之相關分析

表2的相關係數計算結果顯示，台灣的經濟成長率與失業率變動大致呈反向關係，

1980年至2009年間，失業率變動與經濟成長率的相關係數約-0.6。其中，

(一) 1980年至1989年間及2000年至2009年間，失業率變動與經濟成長率相關係數均大於0.5，表示這兩段期間失業率變動與產出變化的負相關程度明顯。

(二) 1990年至1999年間，失業率變動與經濟成長率的相關係數明顯偏低。檢討原因，可能與這段期間經濟成長表現仍佳，但失業率除1996年至1997年間，有明顯上升之外，其他期間的失業率變動幅度相對較小，因此在對映產出成長幅度較大的情況下，失業率變動與經濟成長率的相關性減弱。

表2 台灣失業變動與經濟成長率之相關係數

樣本期間	1980-1989	1990-1999	2000-2009	1980-2009 (全樣本)
失業率變動 vs 經濟成長率	-0.7	-0.2	-0.7	-0.6
季調後失業率變動 vs 季調後經濟成長率	-0.7	-0.2	-0.7	-0.6

註：1. 季調後失業率變動與季調後經濟成長率均以相對上年同期(year on year)計算，而非以季變動率折年率。

2. 粗體字之相關係數接近-0.5，代表變數之間呈中度負相關。

## 二、經濟成長率、失業率與失業率變動之時差相關性

利用簡單相關係數分析，觀察經濟成長率與不同領先及落後期失業率及失業率變動的負相關性，圖3顯示，經濟成長率與失業率的負相關程度在當季較小(相關係數約

為-0.39)，在未來2-3季達到最大(相關係數約介於-0.69 ~ -0.73)，表示當季經濟成長率上升時，當季失業率雖會下降但並不明顯，而是在未來第2季至第3季時，失業率下降情形最明顯，亦即經濟成長率上升一段期間後，失業率才會逐漸下降，大致驗證失業率屬景氣活動落後指標。

其次，當季經濟成長率上升，未來6季失業率可望持續下降，惟當季經濟成長率與1年後失業率的負相關程度轉弱，且在第4季後失業率下降情形將隨時間明顯遞減。對應圖3的失業率在經濟成長率上升後約2至3

季下降最為明顯，圖4經濟成長率與失業率變動的時差關係顯示，當經濟成長率上升時，失業率下降的幅度在未來1至2季達到最大，之後下降幅度亦將明顯隨時間縮減。

圖3 經季調後之經濟成長率和不同領先及落後期數失業率之相關係數

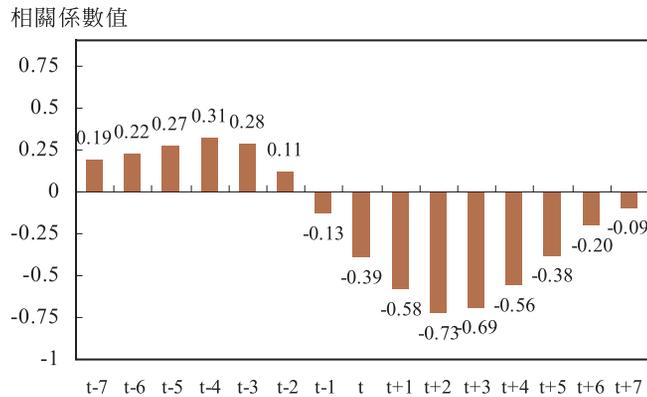
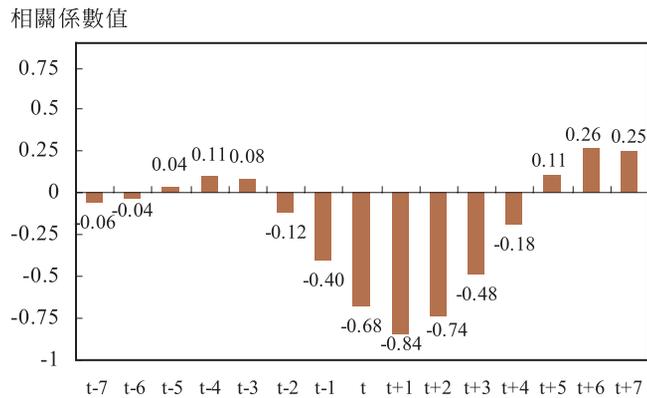


圖4 經季調後之經濟成長率和不同領先及落後期數失業率變動之相關係數圖



## 參、歐肯法則實證分析

根據初步的相關係數分析結果顯示，台灣失業率與產出成長互為反向變動，此一關係頗合乎總體經濟之歐肯法則理論，惟二者間的關聯性在不同時期或有差異，因此本節將實證分析台灣失業率變動與產出變化的關係，以瞭解其間的互動在近年是否有明顯改變的情形。

### 一、歐肯法則回顧

Okun(1962)提出兩種衡量產出與失業率之間互動的(實證)關係式，分別為差分模型(如(2)式)與缺口模型(如(3)式)，其中，Y為季失業率變動，X為季GNP變動率，gap為產出缺口，U為失業率缺口(即實際失業率－自然失業率)，Okun 假設自然失業率為4%。

$$Y = 0.3 - 0.3X \quad (r=0.79) \quad (2)$$

$$U = 3.72 - 0.36\text{gap} \quad (r=0.93) \quad (3)$$

Okun根據(2)式推論GNP相對上季額外上升1%，失業率下降0.3個百分點，假設其他條件不變時，此關係式相當於失業率每上升1個百分點，GNP減少3.3%。另外，根據(3)式顯示，失業率額外上升1個百分點，產出相對潛在產出將減少2.8%。

回顧過去歐肯法則的相關實證文獻發現，歐肯法則的研究對象以歐美國家居多，包括Schnabel (2002)、Perman and Tavera (2005)及Malley and Molana (2008)等均以估

計歐肯法則來探討不同國家之失業率變動與產出變化之間的關係。Knotek (2007)與IMF(2010)並進一步利用歐肯法則的估計結果預測失業率的動向。由附表6與附表7跨國實證研究結果顯示，大部分國家的歐肯關係在統計上是成立的，但不同經濟體的產出與失業率抵換比率則存在差異。1991年至2000年間，歐美主要國家的失業率變動與實質產出成長率大致呈現反向變動；其中，美國的歐肯係數估計值(產出變動1個百分點對映失業率變動的百分點)約-0.44，歐元區約-0.67，日本約-0.21。根據IMF(2010)實證結果發現，1990年迄今，先進國家產出變動對映失業率變動明顯提高。

其次，實證文獻亦指出失業與產出的關係取決於勞動市場、人口及產業結構，與法規和制度面等因素，當這些因素發生變動時，將可能改變歐肯法則之係數估計值。IMF(2010)最近的實證結果發現，當經濟衰退時，一國的就業保護程度愈小、臨時勞工比例與失業救濟金愈高，產出減少所對映的失業率上升幅度愈大。

再者，產出變動對失業率變動的影響，也可能受到經濟體系處於景氣擴張期或收縮期的狀態不同而有所差異，當景氣不佳時，經濟成長下降，失業上升的幅度有擴大的現象，加重失業問題惡化的程度，惟此一論點

在實證上尚無定論<sup>註6</sup>。

至於國內學者針對台灣失業率與實質產出二者變動關係的研究結果顯示，歐肯法則在台灣實證上是成立的，如吳中書、林金龍(2004)、江靜儀(2006)萬哲鈺、高崇瑋(2008)和林淑敏(2010)等，惟歐肯係數估計值的大小受估計方法與樣本期間而略有差異。

## 二、實證模型設定說明

本文根據Okun(1962)建議之失業率與實質產出二者關係的縮減式，並參酌Schnabel(2002)、Knotek(2007)及吳中書、林金龍(2004)<sup>註7</sup>等相關實證研究，分別建構「動態一階差分模型」與「缺口模型」進行台灣歐肯法則實證分析。實證模型設定為(4)式與(5)式，並說明如后<sup>註8</sup>。

### (一) 動態一階差分模型

$$\Delta u_t = \alpha + \beta \cdot y_t + \gamma_1 \cdot \Delta u_{t-1} + \gamma_2 \cdot \Delta u_{t-2} + \varepsilon_t \quad (4)$$

其中，「 $u_t$ 」代表失業率、「 $\Delta$ 」為差分運算元、「 $\Delta u_t$ 」代表失業率變動，「 $y_t$ 」代表實質GDP變動<sup>註9</sup>，「 $\varepsilon_t$ 」代表干擾項(white noise)，「 $\beta$ 」代表當期失業率的產出彈性，亦即產出變動1個百分點，對映失業率變動的百分點<sup>註10</sup>，「 $\frac{\beta}{1-r_1^*-r_2^*}$ 」係衡量經濟成長率對失業率變動的長期影響結果。

### (二) 缺口模型

$$ugap_t = \alpha^* + \beta^* \cdot ygap_t + \gamma_1^* \cdot ugap_{t-1} + \gamma_2^* \cdot ugap_{t-2} + v_t \quad (5)$$

其中，「 $ugap_t$ 」代表失業率缺口，

以失業率減掉經HP Filter平滑後的失業率來衡量，「 $ygap_t$ 」代表產出缺口，以 $(\frac{\text{實際產出} - \text{潛在產出}}{\text{潛在產出}} \times 100)$ 來衡量，實際產出為實質GDP，潛在產出以生產函數法<sup>註11</sup>和HP Filter平滑後的實質GDP二種方法推估而得，「 $v_t$ 」代表干擾項，「 $\beta^*$ 」代表當期失業率缺口與產出缺口的關係，「 $\frac{\beta^*}{1-r_1^*-r_2^*}$ 」係衡量產出缺口對失業率缺口的長期影響。

基於影響失業率變動的因素不僅只有經濟成長率，因此在實證分析時，本文加入落後期的失業率變動值，以綜合其他變數對當期失業的影響<sup>註12</sup>。根據動態的模型設定，本文以季節調整後之失業率取年變動，和季節調整後實質GDP相對上年同期的變動率二個時間數列資料，作為實證變數進行估計<sup>註13</sup>，資料來源為行政院主計處資料庫。樣本期間為1980年第1季至2010年第1季。

## 三、估計結果<sup>註14</sup>

### (一) 全段樣本與分段樣本

將全段樣本與分段樣本的歐肯法則的係數估計值結果歸納於表3<sup>註15</sup>。迴歸估計結果，以全樣本期間來看，不論是動態一階差分模型或是缺口模型，產出變數之係數估計值均顯著小於0，且模型的配適度相當高(Adj. R<sup>2</sup>約0.90)，此結果顯示，失業率變動與產出變動二者呈反向關係之歐肯法則理論在台灣實證上是成立的。

根據差分模型的全樣本實證結果，平

均而言，當期產出上升1個百分點，當期失業率可額外下降約0.04個百分點；若同時考慮失業率調整的落後效果，則衡量經濟成長率對失業率變動的長期影響結果，產出上升1個百分點，失業率約額外下降0.15個百分

點，此與吳中書、林金龍(2004)發現所得成長1%，長期約降低失業率0.13%，以及林淑敏(2010)的實證結果發現，經濟成長率成長1%，長期累積可使失業率下降約0.10~0.16個百分點的結果相當接近。

表3 差分模型與缺口模型之歐肯法則係數估計值結果比較

解釋變數	調整後樣本期間	1982:1-1989:4	1990:1-1999:4	2000:1-2009:4	1982:1-2010:1 (全樣本)
$y_t$		差分模型			
當期係數估計值( $\beta$ )		-0.081***	-0.020	-0.045***	-0.041***
長期係數估計值( $\beta^l$ )					
$(\frac{\beta}{1-r_1-\gamma_2})$		-0.242***	-0.051	-0.186***	-0.150***
$ygap_t$		缺口模型-產出缺口推估採生產函數法			
當期係數估計值( $\beta^*$ )		-0.049***	0.001	-0.038***	-0.038***
長期係數估計值( $\beta^{*l}$ )					
$(\frac{\beta^*}{1-r_1^*-r_2^*})$		-0.159***	—	-0.159***	-0.159***
$ygap_t$		缺口模型-產出缺口推估採HP Filter法			
當期係數估計值( $\beta^*$ )		-0.070***	-0.019	-0.048***	-0.052***
長期係數估計值( $\beta^{*l}$ )					
$(\frac{\beta^*}{1-r_1^*-r_2^*})$		-0.184***	-0.092	-0.199***	-0.195***

註：「\*\*\*」，「\*\*」與「\*」分別表示在1%、5%和10%顯著水準下，係數估計值顯著異於0。長期係數估計值係根據Wald檢定結果。

至於用缺口模型估計的結果顯示，當期產出相對潛在產出上升1個百分點，預估當期失業率缺口將下降0.04~0.05個百分點，而產出缺口上升對失業率缺口的長期影響效果，將使失業率缺口下降約為0.15~0.20個百分點。在其他情況不變下，若根據此產出缺口與失業率缺口的長期關係反推，失業率缺口下降1個百分點，產出缺口上升約5~6.7個百分點，則此結果與江靜儀(2006)發現，失業率缺口下降1個百分點，產出缺口上升約

5.2~7.8個百分點的結論差異不大。

其次，在分段樣本估計結果方面，差分模型與缺口模型的估計結果均顯示，1990年代台灣產出變動對失業率變動的關聯並不顯著，至於2000年後產出變動對失業率變動的影響係數雖顯著為負，但當期產出變動之係數估計值(絕對值)低於1980年代。此結果呼應前述相關係數的分析結果。

檢討實證結果可能原因之一是，自2000年以來，台灣經濟成長率由大企業與高科

技產業帶動的現象益趨明顯，而勞動密集產業或中小企業對經濟成長的貢獻不如1980年代，因而使得經濟成長率上升1個百分點，但反映在失業率下降的幅度，較1980年代的幅度小<sup>註16</sup>。另一方面，也可能係反映結構性失業的問題，是以當經濟成長率上升，但對映的失業率下降幅度變小。

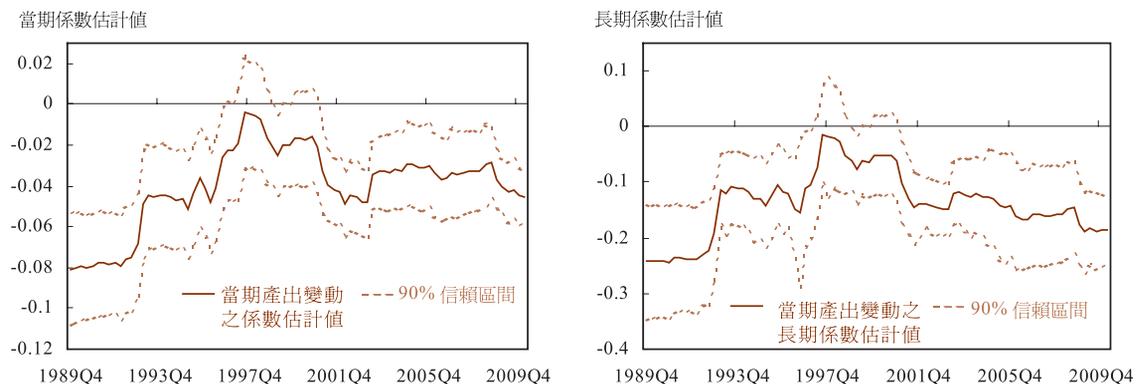
## (二) 滾動迴歸分析－漸次移動樣本期間

為了瞭解產出變化與失業率變動之關聯性依不同時期改變的情形，本文進一步就差分模型採取移動樣本期間估計，進行滾動迴歸分析<sup>註17</sup>。採用滾動迴歸分析的優點在於，樣本期間隨時間移動，估計時，可排除較早期間之樣本點的影響，實證變數對結構的改變較為敏感，估計結果較能反映估計期間的經濟結構，有利於觀察係數估計值依時變化的情形。雖然國內景氣擴張與收縮持續期間均不超過5年，惟為避免因自由度過低，造成模型估計結果不穩定，本文以10年作為滾動迴歸分析的移動樣本期間。其估計

作法，係以1980第1季至1989第4季作為第1個估計樣本期間，之後，每延長1個新樣本點，就同時剔除最初的樣本點，因此，第2個估計樣本期間為1980第2季至1990第1季，依此類推至最後1個估計樣本期間為2000年第2季至2010年第1季，並得到81個當期產出變動或產出缺口的係數估計值。其次，在進行滾動迴歸估計時，將剔除不顯著的失業率變動落後項 $\Delta u_{t-2}$ 。

由圖5滾動迴歸實證結果發現，動態歐肯法則之產出變動係數估計值有所起伏，或可能顯示產出變動與失業率變動的負向關聯性並不固定<sup>註18</sup>，特別是在1996年至1997年有明顯的跳動，檢討原因，可能與當時景氣雖處於衰退，但在政府擴張的財政政策支持下，經濟成長降幅不大，而就業市場卻受到1997年亞洲金融風暴的影響，失業率明顯上揚，造成失業率變動出現突峰而影響長期係數的估計值。

圖5 差分模型之滾動迴歸分析結果(移動樣本期間：10年)



就動態歐肯法則之產出變動係數估計值的趨勢觀察發現，1990年至2009年間，當期係數估計值與長期係數估計值，略呈現先升後降的走勢。其中，

1. 1990年至1999年間，產出變動對失業率變動的影響逐漸縮小，與先前相關係數分析發現，1990年代產出變動與失業率變動的負相關性偏低的結果一致。對於這段期間導致經濟成長率上升，但失業率下

降幅度變小，或甚至沒有下降的原因，或許是與1996年以後，結構性失業問題的浮現影響有關<sup>註19</sup>。

2. 2000年以來，產出變動與失業率變動之間的關係略有提高，或可反映2000年後產出變動對映失業率變動的幅度有擴大的現象，是以當經濟成長率轉負時，失業率惡化情況益加明顯。

## 肆、長期係數估計值變動的原因

前述實證結果顯示，產出變動所對映的失業率變動可能有所轉變。由於經濟環境的變化、勞動市場結構，以及衝擊(shock)本質的不同，對產出與失業率的互動可能產生影響，而改變長期係數的估計值，因此本節嘗試從台灣的經濟結構、產業與就業結構、景氣循環與勞動市場制度面等層面，探討其他可能影響失業率變動的因素，並擴充前一節差分模型的設定進行實證分析，俾檢視影響台灣產出變動與失業率變動之關聯的可能原因。附錄1簡述台灣經濟結構、產業與就業結構、景氣循環與勞動市場制度面的發展概況，作為背景參考與實證變數選取依據。

### 一、影響產出與失業率互動關係改變的可能因素

#### (一) 經濟結構

經濟開放程度昇高，國內廠商較以往更容易受到國外經濟的衝擊，在國際化競爭壓力的影響所及下，廠商為了提昇競爭力，對勞動投入的調整可能較過去出現更明顯的反應動作；同時，隨著經濟開放程度提高(如加入WTO之後)，產業間的消長，或可能對勞動市場產生影響，進而改變總體產出與失業率之間的互動關係。

#### (二) 產業與就業結構

工業轉型至服務業為主是台灣經濟發展的趨勢之一，在工業部門的轉型與產業升級過程中，工業部門以使用更專精的技術生產商品，使得商品的附加價值得以提高，故在提昇技術層次的同時，將逐漸朝向資本與技術密集的產業發展，如機械、電子電機、資訊與運輸工具等製造業，而傳統勞力密集的製造業則逐漸萎縮，如：紡織業、食品業與

成衣業，因此導致關廠歇業的情形增加，以及加速勞力密集的產業外移或勞動力在部門間/內的移動，同時，隨生產技術的進步，國內勞動生產力提升，各產業的勞動集中度普遍下降，可能改變產出與就業間的關係，並間接影響產出變動與失業率變動的關聯性。同時，當工業部門就業機會減少而釋放出來勞動力，無法順利移轉至其他部門，或者是高科技與服務業等新創就業機會不足以吸納傳統工業釋出的勞力<sup>註20</sup>，造成結構性失業提高，亦可能改變產出與失業率間的互動關係。

### (三) 景氣循環

過去已有學者指出，經濟體系位於景氣擴張期或收縮期的不同，可能影響產出對失業率間的互動，而導致歐肯係數會隨景氣循環出現變化的原因，惟其變動方向並無定論。Virén(2001)認為，不同部門與區域內，因工作機會與失業者間無法契合，使經濟在出現快速下滑時，對失業的影響遠比其他時間來得劇烈。其次，由於雇主對於經濟預期的表現反應不一，使得經濟成長下滑時，在解僱勞動不受外在限制或法規影響下，僱主會以快速解僱員工的方式因應，但在面對經濟向上成長時，除非僱主能確定經濟成長可以繼續維持，否則不會輕易增加員工的僱用。不過，也有學者持不同的看法，認為制度性因素的影響，會讓雇主解僱勞動所受到的限制比其僱用勞動時為嚴格，致使失業受

經濟下滑的影響比經濟擴張時來得小。其次，由於訓練員工需耗費相當的成本，除非有必要，雇主不會輕易解僱員工。

### (四) 勞動市場的法規與制度

關於台灣勞動市場的制度面因素，以下針對就業保護、外籍勞工，以及非典型就業三項，對於產出與失業間的互動關係可能產生的影響，說明如后。

#### 1. 就業保護

理論上，就業保險或就業保護措施，會讓雇主解僱勞動所受到的限制變得比較嚴格，致使僱主因解僱員工的成本提高，而不會輕易裁員，因此降低經濟下滑對失業的影響，但另一方面，也可能讓僱主因為擔心未來解僱員工的成本提高而降低提供就業機會的意願，使得產出與失業率的互動關係下降。至於失業保險給付，可能引發失業者的道德風險，導致景氣衰退時，產出下降所對映的失業率上升幅度提高，抑或是景氣復甦時，產出上升所對映的失業率下降幅度縮小<sup>註21</sup>。

#### 2. 外籍勞工

我國自1990年代初期，為紓解短期國內基層勞力不足的問題，適時引進外籍勞工，惟外籍勞工的引進，雖然有助於企業擴大國內生產規模，對台灣的經濟成長有所貢獻，但若其就業影響國內基層勞工的工作機會<sup>註22</sup>，或者無法促進國內企業增加本國勞動的僱用，則可能改變產出變動與失業率變動之間



動的負向關聯仍然存在，歐肯法則的關係仍然成立。惟在控制經濟開放程度、產業(就業)結構、景氣狀況與勞動市場制度面因素的影響後，產出變動對失業率變動的影響相對下降，以全樣本而言，比較原差分模型與擴充後的差分模型之經濟成長率的係數

估計值發現，當期係數估計值由-0.041上升為-0.033，而長期係數估計值由-0.150上升為-0.106，歐肯係數的估計值的變動，隱含這些其他解釋變數對失業率變動的影響，可能造成產出與失業率互動關係的改變。

表4 納入其他解釋變數之歐肯法則係數估計值結果比較<sup>註28</sup>

解釋變數	調整後樣本期間			
	1982:1-1989:4	1990:1-1999:4	2000:1-2009:4	1982:1-2010:1 (全樣本)
原差分模型				
$y_t$				
當期係數估計值( $\beta$ )	-0.081***	-0.020	-0.045***	-0.041***
長期係數估計值( $\beta'$ )				
$(\frac{\beta}{1-r_1-\gamma_2})$	-0.242***	-0.051	-0.186***	-0.150***
擴充後的差分模型				
$y_t$				
當期係數估計值( $\beta^*$ )	-0.075***	-0.004	-0.020***	-0.033***
長期係數估計值( $\beta^{*'}_1$ )				
$(\frac{\beta^*}{1-r_1^*-\gamma_2^*})$	-0.203***	-0.018	-0.094***	-0.106***

註：同表3。

由分段樣本的估計結果亦顯示，擴充模型的產出變動對失業率變動的影響係數估計值均較原差分模型的係數估計值上升，並以2000年代為樣本期間的係數估計值上升較為明顯，其經濟成長率之當期係數估計值由-0.045上升為-0.020，而長期係數估計值由-0.186上升為-0.094。其次，在控制其他解釋變數後，1990年代產出變動對失業率變動的影響雖為負，但係數估計值仍不顯著，此結果與先前相關係數及滾動迴歸分析結論一致。且2000年代產出變動對失業變動的影

響，更明顯低於1980年代，反映近年產出雖有成長，但對映失業率的降幅有限的現象。

此外，實證結果發現，失業率變動除受產出變動影響外，亦會受到經濟開放程度、產業(就業)結構、景氣狀況與勞動市場制度面因素的影響。整體而言，當經濟開放程度提高、服務業的比重上升、景氣回升、外籍勞工比例下降時，失業率將下降。其中：

1. 輸出入占GDP比例提高，將使失業率下降。惟1980年代輸出入占GDP比例變動之係數估計值低於2000年代，隱含近年經濟

開放程度上升，對降低失業率的影響較過去小。此可能反映近年輸出入活動多集中於大企業與高科技廠商，由於大企業與高科技廠商屬於資本密集產業，其輸出入占GDP比例雖然提高，對經濟成長貢獻比重上升，但對降低失業率的效果可能不如過去勞動密集出口產業的效果大，以致於近年經濟開放程度提高對改善失業率的效果轉弱。

2. 工業就業人數相對服務業就業人數的比例對失業率的影響，除了在1990年代係數估計值顯著為負外，在其他分段樣本的估計結果並不顯著。由於1990年代是台灣產業結構變化最為明顯的階段，因此實證結果隱含產業結構轉變期間，將導致整體失業率的上升。

台灣自1990年代起，政府開始全力推動產業升級，並於1991年頒布「促進產業升條例」，之後，傳統製造業沒落，服務業產值持續擴增，至1996年後經濟結構轉型漸趨成熟，結果亦相當明確，即以服務業與高科技業為主。在這波產業升級的過程中，勞力密集的工業就業機會減少，但其釋放出來勞動力，因無法順利移轉至服務業部門，使得結構性失業率提高，導致整體失業率的上升，因此弱化產出變動與失業率變動間的關聯性。

3. 景氣趨緩，將使失業率上升幅度擴大。代表景氣的虛擬變數係數估計值顯著大於0，顯示當景氣處於下滑（高峰步入谷底）

階段，失業率的變動幅度提高。此隱含產出同樣變動1%，在景氣趨緩情況下所對映失業率變動的幅度，將大於景氣好轉的情況。

此或可進一步推論，近年台灣景氣不佳，經濟成長率下降，導致失業率跳升後，短期內，要再讓失業率再調整回復至原來較低的水準恐有困難。因為景氣好轉，經濟成長率上升1%，失業率下降的幅度，不及經濟成長率下降1%，失業率上升的幅度。從過去失業率的變化來看，1995年至1996年景氣下滑，失業率由1.79%跳升至2.6%，其後，持續維持在2%以上，直到2000年至2001年間，因IT網路泡沫破滅，景氣嚴重衰退，失業率由2.99%再度跳升至4.57%，至2008年，失業率大致維持在4%上下。美國近兩次經濟衰退也有類似的現象。

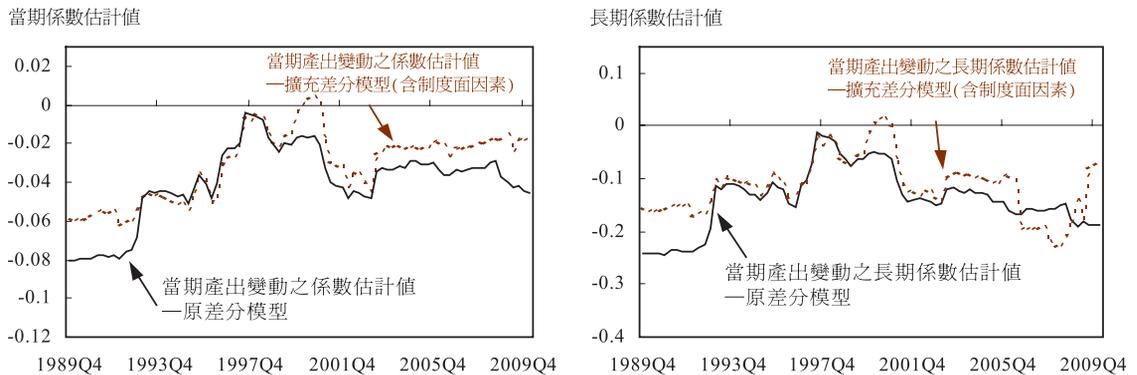
4. 外籍勞工相對就業人數的比例上升，失業率上升。外籍勞工比例變動的係數估計值顯著大於0，表示外籍勞工引進愈多，失業率亦隨之升高。此結果大致符合估計期間外籍勞工由基層勞動需求的補充性來源，轉成替代性來源的現象<sup>註29</sup>，由於外籍勞工的勞動成本遠低於本國勞工的成本，外籍勞工的引進，可能排擠本國勞工的就業機會，而造成整體失業率的上升。

5. 失業給付規模的變動對失業率變動的影響並不顯著，由此結果或可推論失業給付尚未對產出與失業率之間的互動產生顯著影響。此與IMF(2010)以先進國家為實證對

象，發現失業救濟金支出，會影響產出變動與失業率變動的關係的結果並不相同。由於台灣的就業安全體系施實期間仍短，許多措施尚在研議中，而失業給付的條件與對象亦有更動，因此，就業安全體系或者失業給付規模對於失業率，以及對產出變動與失業率變動之間的關聯所產生的效應，仍待後續觀察與研究。

最後，由圖6滾動迴歸實證結果發現，產出變動與失業率變動的關聯性，會間接受到經濟開放程度、產業(就業)結構、景氣循環與外籍勞工占就業人數比例等對失業率的影響而改變。在輸出入占GDP比例提高、工業比重下滑、外籍勞工引進與景氣趨緩等因素的綜合影響，產出變動與失業率互動關係可能轉弱。

圖6 擴充後的差分模型之滾動迴歸分析結果(移動樣本期間：10年)



## 伍、結論與檢討

基於失業與產出的動向將影響未來的通膨情勢，攸關央行貨幣政策的釐訂，惟近來國內經濟成長回升，似乎未明顯帶動失業率下降，為此本文嘗試透過實證分析，檢視台灣產出變動與失業率變動二者的關聯性與影響兩者互動的可能因素。

歸納本文實證結果發現：

一、1980年至2009年間，經濟成長率逐步下降，失業率節節上升，二者同期相關係數約為-0.65。就二者時差相關性分析，經濟

成長率與失業率的負相關性在當季較小(相關係數約為-0.39)，在未來2-3季達到最大(相關係數約介於-0.73 ~ -0.69)。

二、迴歸分析顯示，台灣整體失業率與產出的互動型態合乎歐肯法則。平均而言，經濟成長率上升1個百分點，對失業率變動的當期效果將使失業率額外下降約0.04個百分點，長期效果將使失業率額外下降約0.15個百分點。當期產出相對潛在產出上升1個百分點，預估當期失業率缺口將下降

0.04~0.05個百分點，而產出缺口上升對失業率缺口的長期影響效果，將使失業率缺口下降約為0.15~0.20個百分點。

三、由分段樣本與滾動迴歸估計結果來看，1990年代台灣產出變動對失業率變動的關聯並不顯著，至於2000年後當期產出變動與產出缺口對失業率變動的影響雖顯著為負，但效果低於1980年代。

四、產出與失業率的互動關係，可能受到經濟開放程度、產業(就業)結構、景氣循環與外籍勞工引進等對失業率的影響而產生變化。由於輸出入占GDP比例提高、工業比重下滑、外籍勞工占就業人數比例與景氣趨緩等因素的綜合影響，致使台灣總體產出變動與失業率的互動關係有轉弱的現象。

根據實證分析結果提出之政策意涵如下：

一、產出與失業率的互動關係會隨景氣循環出現變化，當景氣下滑，產出減少對映失業率上升的幅度，會大於景氣擴張，產出上升對映失業率下降的幅度，是以失業率跳升後，不易在短期內調整至原先較低的水準。因此，經濟收縮時，運用擴張性財政政策或貨幣政策，來縮小失業率上升幅度擴大的問題值得重視。

二、就小型開放經濟體的特性而言，出

口產業近幾年來成為台灣經濟成長的主要來源，惟目前出口產業多以資本密集的高科技產業居多，在降低失業的效果上，可能不如過去勞力密集的中小型企業。因此，政府在注重出口產業之餘，或應鼓勵民間中小型企業發展，如內需型服務業，或許對創造就業量較為有效，進而改善失業問題。

三、產業結構調整的過程所引發的結構性失業，可能使總體失業率上升，並導致產出與失業率的互動關係下降。擴張性的財政政策與貨幣政策雖可舒緩循環性失業的問題，但對降低結構性失業的效果較為有限。政府若能結合教育及職工訓練政策、產業政策及提升勞動市場彈性，應有助於緩解結構性失業問題惡化。

最後，本文的實證分析顯示，失業率與產出的變動關係可能受到經濟開放程度、產業(就業)結構、景氣循環與外籍勞工引進而發生改變。不過，根據Gordon(2010)最近的研究指出，美國在過去20年間，受到技術創新、資訊通訊科技投資激增、勞動市場彈性提高，以及就業市場的結構改變，可能讓產出與就業循環之間的時點偏離，並出現「無就業復甦(jobless recovery)」的現象，此一發現將值得作為後續研究的參考。

## 附錄一 影響台灣產出與失業率互動關係的可能因素

本附錄簡述台灣經濟結構、產業與就業結構、景氣循環與勞動市場制度面的發展概況，以觀察可能影響台灣產出變動與失業率變動二者互動關係的原因，並作為實證變數選取之參考依據。

### 一、經濟結構

附表1的經濟結構概況顯示台灣小型開放經濟的特性，輸出入相對GDP的比例相當高，且自2000年以來對外貿易持續擴張，2001年至2009年間，輸出入相對GDP的比例平均為117.57%，國外淨貢獻度平均為2.53%，占經濟成長率8成以上，二者均較

1981年至2000年間的平均值高出許多，顯示國內經濟體的開放程度提高。至於國內需求方面，受到民間消費不振與國內投資成長趨緩的影響，2001年以來國內需求占GDP比重平均約93.81%，對經濟成長的貢獻度平均不及1個百分點，相較過去均明顯下滑。

隨著經濟開放程度升高，與台灣經濟成長的主要貢獻來源，由國內部門轉為國外部門，顯示國內廠商較以往更容易受到國外經濟的衝擊，在國際化競爭壓力的影響所及下，廠商為了提昇競爭力，對勞動投入的調整可能較過去出現更明顯的反應動作，進而改變產出與失業率的互動關係。

附表 1 台灣經濟結構與失業率概況

單位：%，百分點

	經濟 成長率	國內需求 貢獻度	國外需求 貢獻度	國內需求 占GDP比重 <sup>1</sup>	輸出入 占GDP比重 <sup>1</sup>	失業率
1981-1990平均	7.65	7.68	-0.03	90.85	95.31	2.11
1991-2000平均	6.24	6.94	-0.70	97.87	90.68	2.18
2001-2009平均	3.16	0.63	2.53	93.81	117.57	4.57
2010Q1 <sup>2</sup>	13.71	11.93	1.79	93.55	134.19	5.70

註：1. 根據主計處公布之當期(名目)金額，由作者自行計算。

2. 行政院主計處2010年8月19日公布之統計結果。

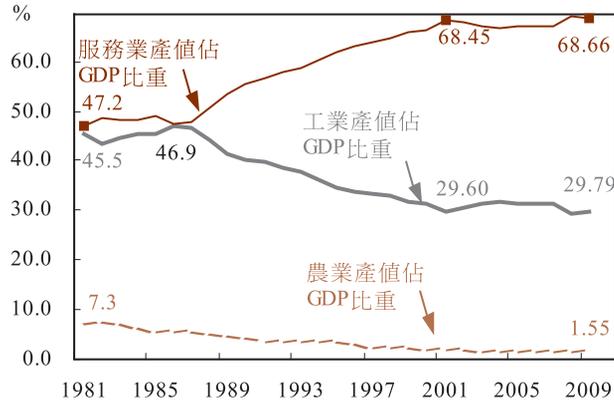
### 二、產業與就業結構

經濟活動與勞動市場的運作和變化密不可分。隨著台灣經濟的發展，產業結構已逐漸朝向服務業與高科技產業為主。根據附圖1所示，台灣整體經濟結構的調整過程中，農

業產值占GDP的比重，自1981年的7.3%持續下降至2009年的1.6%，工業與服務業二個產值的個別比重，在1980年代中期以前，相對平穩且差異不大，但之後，服務業產值的比重持續上揚，工業產值的比重則呈持續

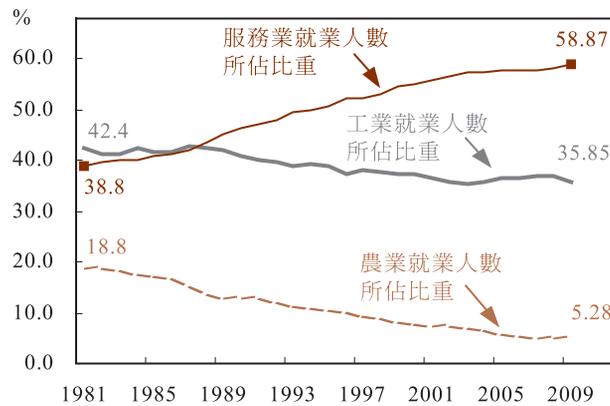
下降。其中，服務業產值的比重，由1985年47.5%上升至2001年68.4%後逐漸趨緩，並維持在68%上下波動，而工業產值的比重，則由1985年46.9%一路下降至2009年29.8%。

附圖1 歷年產業別之國內生產毛額比重



註：按當期價格計算各產業別的比重。

附圖2 歷年產業別之就業人口結構



註：按當期價格計算各產業別的比重。

由於產業結構的轉型，使得對映的勞動投入亦呈現相當的變化<sup>註30</sup>。其中，隨著農業生產機械化、農產品精緻化，以及加入WTO逐漸開放進口的發展，農業就業者占全體就業者的比重持續下降，工業部門就業人數因自動化生產程度加深、勞力密集產業

衰退及企業外移等綜合因素的影響，就業者比重亦呈下滑，至於服務業則因國人生活水準提昇，對服務業的需求日益增強，及工業生產方式漸趨複雜對輔助性勞務的需求增多，就業人數比重持續上升。附圖2顯示服務業的就業人口持續穩定成長，占總就業人

數的比重明顯提高，至2009年已接近60%，而農、工業的就業人口比重則持續減少，至2009年分別下降至5.3%與35.8%。雖然服務業已成為創造就業機會的主要來源，但從服務業占總就業人口的比率仍明顯低於服務業產值占GDP的比重來看，似乎顯示服務業的新創就業效果不足。

另一方面，在產業結構轉變的期間，由於工業部門與傳統產業萎縮，導致因外移或關廠失業勞工增加，失業結構亦開始產生變化。由附表2、附圖3與附圖4來看，自1991

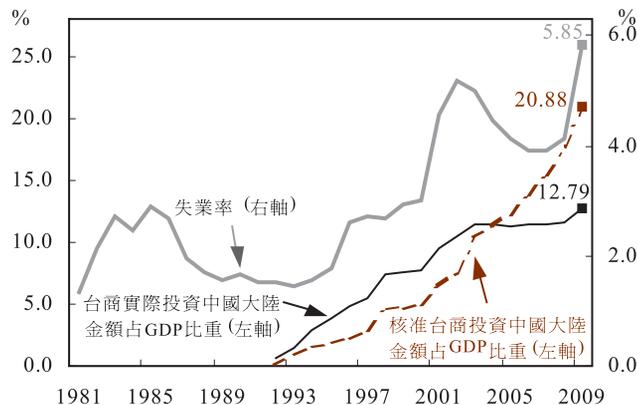
年至2001年，產業持續外移，特別是中國大陸地區，加上國內景氣趨緩<sup>註31</sup>，工廠歇業及公司解散家數大幅增加，使得過去失業結構以初次尋職者及對原有工作不滿意者為主的情形逐漸下降，而因工作場所歇業或業務緊縮而導致失業的情形明顯增加，並成為失業的主因<sup>註32</sup>，及至2009年受到全球金融風暴所引發的經濟緊縮影響，因工作場所業務緊縮或歇業的失業者占全體失業者的比重高達52.7%。

附表2 工廠與公司歇業及新登記概況

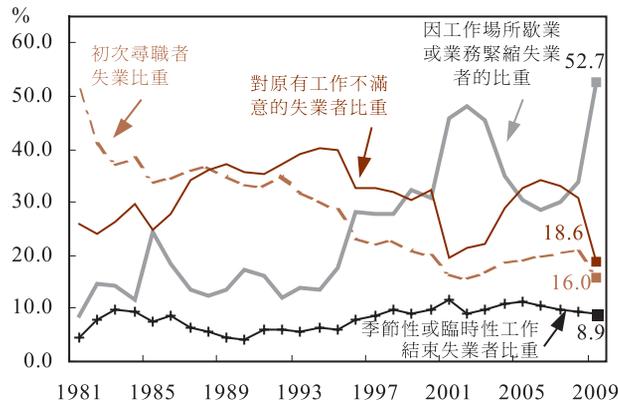
	工廠歇業家數	新登記工廠家數	公司解散撤銷廢止家數	新登記公司家數	新登記公司資本額(億元)	失業率(%)
1981-1990平均	3,493	7,421	7,594 <sup>1</sup>	29,980	318,144	2.11
1991-2000平均	5,362	7,153	22,681	45,897	621,180	2.17
2001-2009平均	4,658	4,884	38,112	37,766	301,651	4.57
2010Q1	761	676	6,825	8,266	51,794	5.70

註：1.因行政院經濟部資料統計自1985年開始，故以1985年至1990平均值計算。

附圖3 歷年失業率與台商投資大陸占名目GDP比重概況



附圖4 歷年失業結構—按失業原因區分



近幾年，不乏國內學者針對台灣產業結構轉變與失業率的關聯進行研究，其中，辛炳隆(2005)認為我國產業逐漸轉型至資本密集與技術密集的產業，造成原屬勞力密集產業的勞工無法找到合適的就業機會，進而使我國失業率上升。黃仁德與鍾建屏(2008)實證結果顯示，整體產業結構的改變會使失業率上揚，惟吳中書與林金龍(2010)認為，理論上，產業結構調整的確會影響失業率，不過實證結果顯示台灣失業率的大幅攀升是受到經濟成長的影響，產業結構調整並非主因。雖然學者對於產業結構的轉變是否會造成台灣失業率上升的看法不一，但由於工業轉型至服務業為主要是台灣經濟發展的趨勢之一，在工業部門的轉型與產業升級過程中，傳統勞力密集的製造業釋放出來勞動力，若無法順利移轉至其他部門，或者是高科技與服務業等新創就業機會不足以吸納傳統工業釋出的勞力，造成結構性失業提高，將可能影響產出與失業率間的互動關係。

### 三、景氣循環

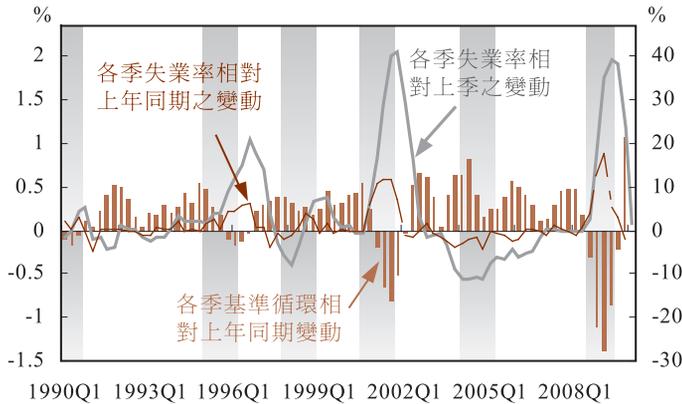
經濟體系位於景氣擴張期或收縮期的不同，可能影響產出對失業率間的互動，而導致歐肯係數會隨景氣循環出現變化的原因。觀察附圖5台灣失業率變動與行政院經濟建設委員會(以下簡稱經建會)所公布的景氣循環落點<sup>註33</sup>發現，在景氣趨緩(由景氣高峰步入谷底)時，失業率的變動似乎較景氣復甦或景氣擴張時期更為明顯，特別是在2000年第3季至2001年第3季與2008年第1季至2009年第3季。此或許反映景氣減緩或衰退時，僱主壓縮勞動僱用的情形特別明顯，造成產出與失業率的互動情形提高。一方面是景氣不佳時，經濟成長下滑，廠商僱用勞動因而轉趨保守，加以公司解散、撤銷、廢止等因素的影響，有些工作永久性消失，使得產出下降造成失業率上升的幅度擴大。舉例來看，根據經濟部的統計，1993年至2000年間，公司解散、撤銷與廢止平均家

數為24,945家，2001年至2008年平均家數為39,250家，成長率高達57.3%。

另一方面，也可能是產業結構轉變後，大企業與資本密集產業在景氣好時會過度投

資，以致於在景氣減緩或衰退時，受到競爭壓力與成本考量，壓縮勞動僱用的情形特別明顯，造成產出下降反映在失業率上升的幅度擴大。

附圖5 台灣歷年各季失業率變動與景氣循環



註：1. 灰色區域為歷年台灣景氣循環高峰至谷底的階段。  
2. 最近一次景氣循環高峰為2008年3月，谷底仍待經建會召開學者專家會議討論後決定。

#### 四、勞動市場的法規與制度

根據IMF(2010)的報告，近年經濟衰退期間，不同先進經濟體的產出變動與失業率變動之間的抵換關係，存在明顯的差異<sup>註34</sup>，此現象與勞動市場的制度和規範有密切關係，包括就業保護程度、臨時勞工比例與失業救濟金的支出等。關於台灣勞動市場的制度面因素，以下針對就業保護、外籍勞工，以及非典型就業三項發展情形，對於產出與失業間的互動關係可能產生的影響，說明如后。

##### (一) 就業保護

台灣就業保護措施肇始於1999年開始實

施之「勞工保險失業給付實施辦法」<sup>註35</sup>，於勞工保險中新增失業給付之給付項目，惟該階段僅屬消極的給予失業勞工基本生活保障。一直到2003年開始實施的「就業保險法」涵蓋失業保險、就業服務及職業訓練三項就業措施後，才算是具備完整的就業保險制度。

根據行政院勞工委員會(以下簡稱勞委會)的統計，附表3為就業保險法施行迄今之歷年保險給付概況顯示，失業率提高，失業給付金額明顯增加，但提早就業獎助津貼和職業訓練生活津貼的給付金額相對上卻增加有限。此現象可能與近年景氣不佳就業機會

減少，或是失業者退出勞動力的情形增加有關。另一方面，也可能顯示隨著就業保險法給付項目的增加、給付水準的提高<sup>註36</sup>，讓原本性質上屬於社會保險之制度，被失業者

視為一種社會福利，抱持著「不領白不領」的心態，造成就業保險轉變成單純發放給付，而積極促進就業功能漸漸喪失所致。

附表3 歷年失業率與就業保險之保險給付概況

單位：%，新台幣百萬元

	失業率	失業給付	提早就業 獎助津貼	職業訓練 生活津貼	合計
2003	4.99	5,459	195	204	5,858
2004	4.44	3,680	447	203	4,330
2005	4.13	4,406	656	219	5,282
2006	3.91	4,958	808	214	5,980
2007	3.91	5,353	953	261	6,568
2008	4.14	6,646	1,016	255	7,916
2009	5.85	20,825	1,790	827	23,442
2010Q1	5.70	3,124	378	124	3,626

資料來源：行政院勞委會資料庫。

就業保險制度的立意是，為了提供非自願性失業者於失業期間金錢資助，維持勞工原有的生活水準，並進一步透過就業促進或職業訓練等措施，幫助失業勞工儘速重返職場。理論上，就業保險或就業保護措施，會讓雇主解僱勞動所受到的限制變得比較嚴格，致使僱主因解僱員工的成本提高，而不會輕易裁員，因此降低經濟下滑對失業的影響，但另一方面，也可能讓僱主因為擔心未來解僱員工的成本提高而降低提供就業機會的意願，使得產出與失業率的互動關係下降。至於失業保險給付，可以讓失業者得以

延長尋覓新的工作的期間，且當失業津貼給付金額高時，失業者的保留工資(reservation wage)也較高，因此可能影響勞工就業願意，以領取失業津貼替代賺取就業薪資，換言之，當就業保險的道德風險提高時，失業給付反而可能降低促進就業的功能，並影響產出與失業率間的互動關係，讓景氣衰退時，產出下降所對映的失業率上升幅度提高，抑或是景氣復甦時，產出上升所對映的失業率下降幅度縮小。

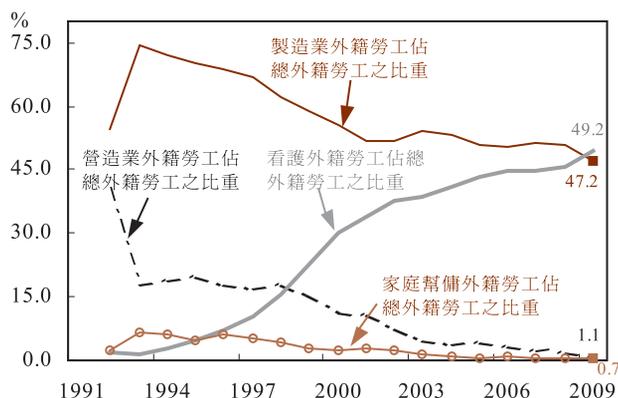
## (二) 外籍勞工

我國自1990年代初期，為紓解短期國內

基層勞力不足的問題，適時引進外籍勞工<sup>註37</sup>。自引進後，外籍勞工在台人數不斷昇高，由附圖6外籍勞工之結構顯示，外籍勞工引進之初，主要以製造業和營造業為主，自1996年後，營造業外籍勞工所佔比重逐漸下降，而重大投資與看護工之外籍勞工所佔比重逐漸昇高，目前，外籍勞工的結構已轉變為以製造業的勞工和服務業的看護工為主。附圖7顯示，外籍勞工占受僱人員比例，自1993年1.62%快速攀升至2000年4.84%，同期

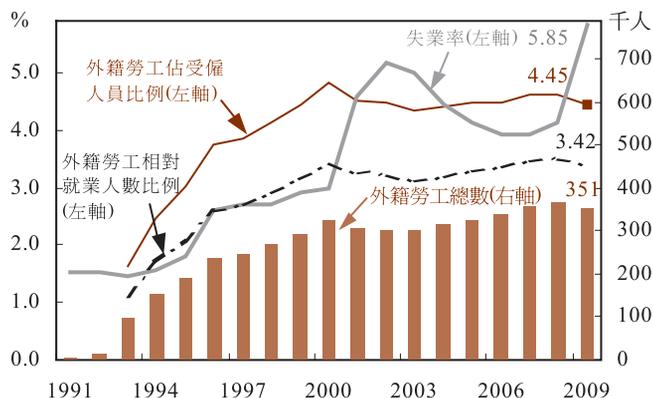
間，台灣的失業率亦有逐漸升高的現象。由於這段期間新增的失業者多來自於製造業、商業與營造業，並以「生產有關工人、機械操作工及體力工」為主，顯示外籍勞工的引進與國內部分勞工的就業已產生互動影響。有鑑於此，勞委會數度採取緊縮政策，並於2001年5月全面凍結外籍勞工引進，致使外籍勞工人數開始減少，相對就業人數的比例不再提高。

附圖6 歷年外籍勞工之結構－按產業別區分



註：因外籍勞工受僱農林漁牧業者比重微小，故未予圖中列示。

附圖7 歷年失業率與外籍勞工規模



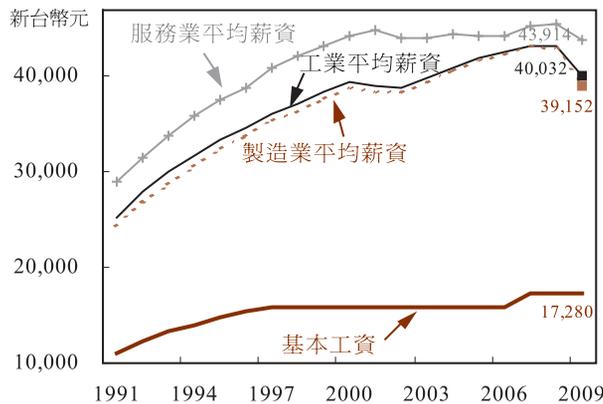
附表4 近5年基本工資與產業平均薪資概況

單位：新台幣元

年	基本工資	工業	服務業	
			製造業	服務業
2005	15,840	41,908	41,858	44,290
2006	15,840	42,507	42,393	44,359
2007	17,280	43,302	43,169	45,380
2008	17,280	43,233	43,105	45,450
2009	17,280	40,032	39,152	43,914

資料來源：行政院主計處資料庫。

附圖8 歷年基本工資與各產業之平均薪資



根據勞委會的統計顯示，2010年7月底外籍勞工規模為370,703人，相對就業人數比例為3.52%。雖然近幾年外籍勞工相對就業人數(或佔受僱人員)比例不像過去呈現快速上升的趨勢，但因國內產業的平均薪資水準皆高於基本工資(見附表4與附圖8)，而外籍勞工一般係以基本工資的水準僱用，且薪資亦包含膳宿費用，因此相對上有利於企業降低僱用人事成本，加以外籍勞工相較本國勞工樂於配合彈性工時的要求，使得外籍勞工

逐漸成為基層勞動需求的替代性來源，就此觀點來看，外籍勞工的引進，雖然有助於企業擴大國內生產規模，對台灣的經濟成長有所貢獻，但若其就業影響國內基層勞工的工作機會，或者無法促進國內企業增加本國勞動的僱用，可能讓產出變動與失業率變動的關聯下降。

### (三) 非典型就業

過去幾年，受到景氣變化的影響，特別是經歷金融海嘯衝擊後，僱主對人事成本的

控制益趨嚴格，且為規避正式員工退休金等非薪資成本之支出，企業將業務委託人力派遣業，裁減相關業務之員工，或聘用及時性(just-in-time)勞工的僱用情形與日俱增，促成了非典型工作安排的蓬勃發展。非典型勞動力包括了部分工時工作者、人力派遣、定期契約工、臨時工、外包工、自我僱用工作

者、甦活族(SOHO)等型態。根據主計處「98年人力運用調查」統計結果(見附表5)，2009年台灣就業人數雖然減少，但從事部分時間、臨時性或人力派遣工作等非典型就業者的規模卻逆勢成長5.69%，占就業者的比例高達6.71%。

附表5 部分時間、臨時性或人力派遣工作者人數與成長概況<sup>1</sup>

年	平均就業人數(千人)	成長率(%)	部分時間、臨時性或人力派遣工作者			臨時性或人力派遣工作者		
			人數(千人)	成長率(%)	占就業者之比例 <sup>2</sup> (%)	人數(千人)	成長率(%)	占就業者之比例 <sup>2</sup> (%)
2008	10403	1.06	650	—	6.24	498	—	4.78
2009	10279	-1.19	687	5.69	6.71	517	3.82	5.04

註：1. 行政院主計處自2008年開始調查「臨時性或人力派遣工作」。

2. 根據歷年5月份的調查資料結果計算，資料來源為主計處「98年人力運用調查」報告。

值得一提的是，在非典型就業結構中，由於人力派遣機制對於勞資雙方而言都是相當具彈性及多元化的安排，因此近年各國人力派遣使用的數據急遽增加。雖然台灣的人力派遣行業已發展十多年<sup>註38</sup>，過去多侷限於短期性、非專業性之工作，委由人力派遣業承攬，惟基於派遣人力的勞動成本較低，且有助企業提高人力使用的彈性與效率，預

期國內各行業採取此種僱用方式將蔚為風潮。在此趨勢下，可能逐漸改變就業市場的結構，讓企業得以延遲或精簡永久性勞工的雇用。此外，人力派遣其工作型態與內容的臨時性及彈性，形成了和傳統僱用制緊密勞雇關係的另一種對比，亦即企業與勞工的僱用關係亦變得較不穩定，影響所及，皆可能導致產出改變時，對映的失業率變動提高。

## 附 註

- (註1) 本文定義各季經濟成長率，係以相對去年同期(year on year)作為比較基礎計算。
- (註2) 根據主計處的定義，失業率(%)=失業者/(失業者+就業者)×100%。廣義失業率(%)=(失業者+想工作而未找工作且隨時可以開始工作者)/(失業者+就業者+想工作而未找工作且隨時可以開始工作者)×100%。
- (註3) 由於Okun是文獻上首位提出產出與失業率負向關聯的學者，後人對於產出成長與失業率的關係通常以歐肯法則稱之。短期間給定失業率與產出的關係式，根據統計機構所公布的經濟成長，將可預測整體失業率的變化。
- (註4) 本文根據Okun(1962)所提出的產出與失業率關係式作為實證模型設定依據，故以歐肯法則實證分析稱之。
- (註5) 結構性失業(structural unemployment)是指在轉業上有困難，或者地域間流動的困難，因而形成供需失調的失業現象
- (註6) 有關歐肯係數在經濟擴張與收縮階段可能有所不同之理論回顧，詳參萬哲鈺與高崇璋(2008)。
- (註7) 吳中書、林金龍(2004)利用迴歸分析與卡門濾器(Kalman filtering)估計台灣的歐肯法則，發現卡門濾器方法的估計結果並不穩定，而採用線性模型來估計與預測失業率，據此本文後續實證研究將採用線性模型，並以分段樣本與滾動迴歸的方式進行分析。
- (註8) 雖然失業率變動可能落後於產出變動，但參酌相關實證文獻的模型設定，均未包含產出變動的落後項，加以初步估計檢定結果，產出變動落後項係數估計值並不顯著，因此本文並未將產出變動的落後項納入模型設定。另外，實證文獻中，亦有學者根據Prachowny(1993)的推導，將產出變動(產出缺口)作為被解釋變數，而以失業率變動(失業率缺口)作為解釋變數，如：萬哲鈺、高崇璋(2008)。
- (註9) 實證研究上，國內生產總值與GDP均可視為產出，雖然就生產函數的觀點來看，就業與失業會影響勞動要素的投入，與國內生產總值的關係較密切，但若暫時不考慮生產技術、產業關聯關係，一般國內的實證分析多用GDP作為實證資料來源，由於目前主計處的資料庫並未提供國內生產總值的季資料，因此本文亦採用GDP作為實證變數。
- (註10) 由於失業率變動的單位為百分點，而失業率變動的變動，單位亦為百分點，因此，歐肯係數的大小是可以解讀為經濟成長率變動對失業率的影響(百分點)。
- (註11) 有關潛在產出的生產函數估計作法，見劉淑敏(1999)。在此，對於潛在產出生產函數的估計，係假設以有效率的方式下運用能源（能源投入量以相對投入價格取代，即產出極大化的一階條件）進行生產，且潛在每人生產函數為固定規模報酬限制的Cobb-Douglas型態，其函數型式設定為 $y_t / L_t = f(K_t / L_t, P_t^{oil} / PGDP_t, A_t, D)$ ，其中， $y_t$ 為實質GDP， $L_t$ 為勞動力， $K_t$ 為實質資本存量， $P_t^{oil}$ 為國際油價指數， $PGDP_t$ 為GDP平減價格， $A_t$ 為外生性時間趨勢項，在此作為技術進步過程， $D$ 為虛擬變數，代表2001年台灣首次經濟成長率為負的衝擊，以及2008年全球金融危機的衝擊。本文以1984年第1季至2010年第1季為樣本期間，潛在產出估計結果如下(變數前加「ln」表示取自然對數)：  

$$\ln(y_t / L_t) = -0.41 + 0.763 \cdot \ln(K_t / L_t) - 0.007 \cdot \ln(P_t^{oil} / K_t) + 1.074 \cdot A_t - 0.047 \cdot D_{2001} - 0.053 \cdot D_{2008}。$$
- (註12) 模型設定採用AR(2)主要是考量資料產生特性(data generating process)，並符合模型穩定性與統計檢定的要求，包括殘差符合無序列相關、常態分配與無遺漏解釋變數等假設(詳見附表8與附表9)。
- (註13) 本文曾分別以失業率與實質GDP二個時間數列之季調前與季調後取年變動率，進行實證分析，二者結果差異不大，但以季節調整後的時間數列作為實證變數，模型估計結果的配適度較佳。其次，若將實證變數以季調後數列的季變動率取代，重新估計後，係數估計值符號雖與理論預期相符，但配適結果並不理想，且便於迴歸方程式的解讀，最後，本文將解釋變數與被解釋變數以年變動率方式進行實證分析。此外，採用廣義失業率進行實證分析，結果顯示，經濟成長率的係數估計值(絕對值)略為提高，且1990Q1至1999Q4的分段樣本係數估計值由不顯著變成顯著，但整體上，以廣義失業率作為實證變數的模型配適度亦明顯低於以狹義失業率作為實證變數。
- (註14) 本文曾就台灣失業率和實質產出進行單根檢定，結果顯示台灣失業率和實質產出無法拒絕單根假設，將失業率與產

取出二階差分後，檢定為平穩(stationary)數列，惟失業率和實質產出經共整合關係檢定發現，二者並無存在長期共整合關係，此與江靜儀(2006)和萬哲鈺、高崇璋(2008)結論相同。因此本文在實證分析的模型設定上，將直接以動態一階差分與缺口模型直接進行估計。

- (註15) 詳細估計結果見附表8至附表9。根據模型穩定性檢定與殘差項的檢定結果顯示，本文實證模型設定大致允當。
- (註16) 劉克智與董安琪(2001)指出，1990年以前，家庭經營方式的中小企業雇主淨成長速度最快，所僱用勞動者人數也最多。此後，由於勞動人口成長趨緩，加上產業升級，以及鄰近國家低工資勞力成本競爭，使中小企業競爭優勢衰弱，以致關廠歇業或外移，對國內勞動力需求日益減弱。
- (註17) 由於缺口模型的係數估計值易受潛在產出估計方法的影響，故後續的討論僅就差分模型進行修正與實證分析。
- (註18) 產出變動與失業率變動的負向關聯性有所變動，有可能是受到樣本數下降的影響，亦可能是反映參數有依時變動的情形，若參數為依時變動，可能須再進一步以Kalman Filter或其他估計方法分析。
- (註19) 林慈芳(2002)指出，許多研究認為台灣結構性失業問題，是造成1996年至2001年失業的主要原因，其實證研究結果顯示，這段期間平均失業率中結構性失業佔76.1%，僅有2001年因景氣重挫，循環性失業佔42.3%。
- (註20) 見邱秋瑩(2002)與吳林惠(2006)。
- (註21) 根據國外學者的實證結果顯示，失業率受失業給付金額的高低較不明顯，但受失業給付的期間長短較為顯著，見Abel and Bernakne(2005), *Macroeconomics*, pp 454。
- (註22) 見單驥與廖建富(1999)、苗坤齡(2000)。
- (註23) 由於主處計目前仍在進行GDP行業別5年統計修正，資料庫並未提供工業與服務業產值的季資料，因此，本文以「工業就業人數相對服務業就業人數的比例」的就業結構作為代表產業結構轉變的代理變數。
- (註24) 雖然經建會以基準循環作為判斷景氣循環的依據，惟考量基準循環數列與實質GDP數列走勢相當一致，二者同時作為解釋變數，可能造成經濟成長率的估計結果不顯著，因此本文採用虛擬變數作為解釋變數，來捕捉景氣循環的狀況。
- (註25) 外籍勞工相對就業人數的比例與外籍勞工占受僱人員比例的趨勢差異不大，但相對上走勢較為平緩，因此本文就此兩個實證變數擇一進行實證分析。
- (註26) 模型設定原本有考慮經濟成長率與其他新增解釋變數相乘之交互項的影響效果，惟因交互項的係數估計值均不顯著，因此，最後並未將交乘項納入擴充後的模型設定。
- (註27) 詳細估計結果見附表11。
- (註28) 為便於比較，全樣本的估計結果未將制度面因素納入模型中。惟在分段樣本估計時，擴充差分模型中2000:1-2009:4估計結果，係包含制度面因素。
- (註29) 李誠(2010)指出，在1992年至1997年間，產業外勞主要是扮演補充本地勞動力的不足，在1997年以後，台灣勞力短缺問題減少，政府改用外勞協助高科技產業、重大投資與新興產業的發展，至2008年以後，外勞又回歸到補充某些產業中勞工短缺的部分。基於外勞的引進在我國不同的經濟發展階段扮演不同的角色，或可能影響外籍勞工比例變動之解釋變數對失業率變動的影響。
- (註30) 有關台灣產業結構轉型與經濟部門間的勞動力分析，詳見蔡青龍與林季平(1999)。
- (註31) 根據行政院經濟建設委員會(2007)的就業情勢分析顯示，國內外景氣衰退，加上產業外移產生之結構性失業持續發生作用，使台灣失業率由2000的2.99%，大幅度上升至2001年之5.17%。
- (註32) 顧瑩華(2002)實證結果指出，只對中國地區投資的廠商，在台灣的職員雇用總數增加1.2%，但員工的總數減少10%，當廠商生產線外移的情形普遍，國內雇用的生產性勞工將減少。
- (註33) 依據經建會的定義，景氣基準循環(reference cycle)代表一國在段期間內總體經濟的循環波動，而循環波動的高峰、

谷底出現日期便稱為基準日期(reference date)。目前經建會在認定景氣循環的高峰與谷底的方式，是由生產、所得、交易、外貿、就業等各層面選擇代表性變數，再利用綜合指數(composite index)法將各個變數資料合成一項指標(簡稱基準循環)，以表示一段期間內全國的總體經濟活動，且當基準循環愈高(低)，表示景氣佳(差)。

- (註34) 例如愛爾蘭與西班牙的失業率皆上升約7.5 個百分點，然愛爾蘭的產出減少了8%以上，而西班牙的產出減少僅為愛爾蘭的一半，而德國的產出減少了約7%，但失業率反而下降。
- (註35) 1996年起，國內許多事業單位因關廠歇業而引發勞資糾紛，失業勞工採取大規模的遊行抗爭，促使政府於1999年起開辦勞工保險失業給付。
- (註36) 勞委會提出之「就業保險法修正草案」於2009年5月正式實施，除新增「育嬰留職停薪津貼」外，更針對失業週期較長之中高齡及身心障礙失業勞工延長失業給付請領期間，且失業勞工如有扶養眷屬(包含外籍配偶)，可加給給付或津貼。有關上述就業保險法修正後討論，詳見林煥柏(2009)、曹毓珊(2010)。
- (註37) 1989年，由於政府推動14項重要建設，勞力短缺，於是以「專案方式」正式引進第一批低技術外勞。1992年「就業服務法」通過，其中設有外籍勞工專章，允許民間產業引進外勞，並且逐次放寬引進的行業種類。
- (註38) 1999年行政院經濟部正式核准「人力派遣業」為營業項目，2004年經建會將人力派遣業列為服務業中的重點發展產業，目前勞委會正積極進行派遣勞工保護法制作業。有關台灣人力派遣議題，詳參勞委會網站勞動派遣專區，[http://www.cla.gov.tw/cgi-bin/SM\\_theme?page=43c46d84](http://www.cla.gov.tw/cgi-bin/SM_theme?page=43c46d84)。

## 參考文獻

- 主計處(2009)，人力運用調查報告，行政院主計處，民國98年。
- 江靜儀(2006)，「歐肯法則(Okun's Law)－臺灣實證研究」，經濟論文，第三十四卷第三期，中央研究院經濟研究所，頁355-389。
- 李誠(2010)，「人力資本與就業」，遠東60週年白皮書，頁373-431。
- 辛炳隆(2005)，「我國產業結構調整就業的影響與因應」，台灣經濟論衡，第3卷第3期，行政院經濟建設委員會，頁21-47。
- 吳中書、林金龍(2004)，「勞動市場核心總體經濟模型之建置」委託研究，行政院經濟建設委員會人力規劃處，民國93年7月。
- 吳中書、林金龍(2010)，「失業率與產業結構」，劉克智教授紀念學術研討會，中央研究院經濟研究所，民國99年4月。
- 吳惠林(2006)，「台灣服務業生產與就業結構缺口之研究」，委託研究，行政院經濟建設委員會人力規劃處，民國95年12月。
- 林淑敏(2010)，「歐肯法則在我國之實證研究」，主計建制八十週年慶祝活動系列－「經濟及社會指標之發展、應用與挑戰座談會」，民國99年9月。
- 林慈芳(2003)，「自然失業率之分析與對策」，自由中國之工業，第92卷第6期，行政院經濟建設委員會，頁111-128。
- 林煥柏(2009)，「就業保險法修正前後有何不同？」，台灣勞工季刊，行政院勞工委員會，104-112，民國98年6月。
- 邱秋瑩(2002)，「當前台灣失業率攀升之分析與對策」，自由中國之工業，第92卷第6期，行政院經濟建設委員會，頁1-44。
- 苗坤齡(2000)，「台灣地區勞動市場失業與缺口問題之研究」，臺灣銀行季刊，第51卷第1期，臺灣銀行，頁179-209。
- 曹毓珊(2010)，「就業新風險與社會安全制度之挑戰—台灣經驗初探」，台灣經濟論衡，第8卷第2期，行政院經濟建設委員會，頁52-79。
- 黃仁德、鍾建屏(2008)，「台灣產業結構變動與失業 關係之探討」，經社法制論叢，第41期，行政院經濟建設委員會財經法制協調服務中心，頁67-108。
- 曾敏傑(2003)，「技術脫節勞工的就業政策之探討」，委託研究，行政院經濟建設委員會人力規劃處，民國92年2月。
- 經濟建設委員會(2007)，「我國近5年勞動市場情勢分析」，中華民國台灣地區就業市場情勢月報，行政院經濟建設委員會人力規劃處，民國96年5月。
- 單驥、廖建富(1999)，「薪資差異對外籍勞工與國內生產要素需求之影響」，經濟法制論叢，第23期，行政院經濟建設委員會財經法制協調服務中心，頁255-270。
- 單驥(2009)，「後金融海 時代的台灣人力政策」，李國鼎資政百歲紀念學術研討會：後金融海百時代的台灣經濟發展政策，2009年9月26日。
- 萬哲鈺、高崇璋(2008)，「不對稱歐肯法則之臺灣實證」，台灣經濟預測與政策，39卷第1期，中央研究院經濟研究所，頁1-31。
- 蔡青龍、林季平(1999)，「經濟結構轉型與勞動市場變化：台灣經濟部門內/間之勞動力流動」委託研究，行政院經濟建設委員會人力規劃處，民國88年6月。
- 劉克智、董安琪(2001)，「台灣勞動市場與失業問題」，自由中國之工業，第91卷第4期，行政院經濟建設委員會，頁1-40。
- 劉淑敏(1999)，「泰勒法則在台灣的實證研究」，中央銀行季刊，21卷第4期，中央銀行，頁77-98，民國88年12月。
- 龔明鑫(2006)，「如何促進我國勞工就業之研究」，委託研究，行政院經濟建設委員會人力規劃處，民國95年2月。

- Abel, A. and B. Bernanke(2005), *Macroeconomics*, 5th edition, 2005.
- Gordon, R. J. (2010), "Okun's Law and Productivity Innovations," *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 100, 2, 11-15, May.
- IMF(2010), "Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and beyond", *World Economic Outlook*, 69-107. Apr. 21.
- Johansen, S. and K. Juselius(1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-With Applications to the Demand for Money," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- Knotek, E. S. II(2007), "How Useful Is Okun's Law?" *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 4, 73-103.
- Lee, J. (2000), "The robustness of Okun's law: evidence from OECD countries.," *Journal of Macroeconomics*, 22, 2, 331-356, Spring, 34.
- Malley, J. and H. Molana (2008), "Output, unemployment and Okun's law: Some evidence from the G7", *Economics Letters*, Nov., 113-115.
- Moosa, I. A (1997), "A cross-country comparison of Okun's coefficient." *Comparative Economics*, 24, 3, June.
- Neely, C. J. (2010), "Okun's Law: Output and Unemployment" *International Economic Trend*, Feb.
- Okun, A. M. (1962), "Potential GNP: its measurement and significance," *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association*, Alexandria, VA: American Statistical Association 98-104.
- Prachowny, M. F. J. (1993), "Okun's Law: Theoretical Foundations and Revised Estimates," *The Review of Economics and Statistics*, 75, 2, 331-336.
- Perman R. and C. Tavera (2005), "A cross-country analysis of the Okun's Law coefficient convergence in Europe.," *Applied Economics*, 37, 21, Dec., 2501 - 2513.
- Schnabel, G. (2002), "Output trends and Okun's law", *BIS Working Paper*; 111, April.
- Vir'en, M. (2001), "The Okun Curve is Non-Linear," *Economics Letters*, 70,2, 253-257.

附表6 歐肯法則之係數估計值跨國比較(一)<sup>1</sup>

國家	Schnabel <sup>2</sup>	Lee <sup>3</sup>	Moosa <sup>4</sup>	其他
美國	(1954-2000) -0.42 (1990-2000) -0.44	(1955-96) -0.54	(1960-95) -0.46	(1975-97) -0.44 (Buscher et al) <sup>5</sup> (1948-88) -0.31 (Weber) <sup>6</sup>
加拿大	(1962-2000) -0.33 (1990-2000) -0.48	(1955-96) -0.60	(1960-95) -0.49	
日本	(1962-2000) -0.04 (1993-2000) -0.21	(1955-96) -0.23	(1960-95) -0.09	
德國	(1964-2000) -0.27 (1992-2000) -0.52	(1960-96) -0.40	(1960-95) -0.41	(1975-97) -0.27 (Buscher et al)
法國	(1966-2000) -0.17 (1992-2000) -0.60	(1955-96) -0.34	(1960-95) -0.36	
義大利	(1962-2000) -0.14 (1992-2000) -0.78	(1955-96) -0.92	(1960-95) -0.18	
荷蘭	(1971-2000) -0.65 (1992-2000) -0.58	(1955-96) -0.90		(1975-97) -0.37 (Buscher et al)
西班牙	(1965-2000) -0.48 (1992-2000) -0.95			
歐元區	(1966-2000) -0.23 (1992-2000) -0.67			
英國	(1963-2000) -0.50 (1991-2000) -0.75	(1955-96) -0.72	(1960-95) -0.37	(1975-90) -0.41 (Buscher et al) (1991-96) -0.50 (Buscher et al)
澳大利亞	(1961-2000) -0.36 (1991-2000) -0.50	(1955-96) -0.65		
瑞典	(1961-2000) -0.25 (1991-2000) -0.38	(1955-96) -0.53		

資料來源：摘自Schnabel(2002)

1. ( )內為實證分析之樣本期間。
2. 以年資料進行差分迴歸分析，失業率變動的解釋變數包含GDP變動的當期與落後期。
3. 以經濟成長率對失業率作迴歸分析。
4. 以循環性失業對前期值及循環性產出部分進行迴歸分析。
5. 以失業率變動對前期值與產出缺口作迴歸分析。
6. 以失業率缺口對產出缺口進行靜態迴歸(static OLS)。

附表7 歐肯法則之係數估計值跨國比較(二)<sup>1</sup>

樣本期間1970:1-2002:2

國家	歐肯法則之當期係數估計值 (僅產出同期效果)	歐肯法則之長期係數估計值 (含產出同期與落後期效果)	配適度( $R^2$ )
奧地利	-0.061	-0.099	0.77
比利時	-0.093	-0.280	0.90
丹麥	-0.163	-0.633	0.92
芬蘭	-0.218	-0.672	0.92
法國	-0.144	-0.364	0.77
德國	-0.009	-0.159	0.91
希臘	-0.023	-0.081	0.94
愛爾蘭	-0.083	-0.171	0.89
義大利	-0.108	-0.630	0.47
盧森堡	-0.021	-0.048	0.59
荷蘭	-0.116	-0.572	0.96
挪威	-0.099	-0.371	0.81
葡萄牙	-0.108	-0.342	0.89
西班牙	-0.332	-0.791	0.79
瑞典	-0.151	-0.463	0.89
瑞士	-0.038	-0.109	0.85
英國	-0.233	-0.681	0.95

資料來源：Perman R. and C. Tavera (2005)。

1. 以失業率缺口對前期值及產出缺口進行滾動迴歸分析。

附表8 動態一階差分模型估計結果

(被解釋變數：失業率變動 $\Delta u_t$ )

解釋變數 \ 調整後樣本期間	1982:1-1989:4	1990:1-1999:4	2000:1-2009:4	1982:1-2010:1 (全樣本)
常數項 ( $\alpha$ )	0.641 (4.64)**	0.138 (1.51)	0.226 (5.24)***	0.280 (6.66)***
當期實質GDP成長率 ( $y_t$ )	<b>-0.081</b> <b>(-4.98)***</b>	<b>-0.017</b> <b>(-1.21)</b>	<b>-0.045</b> <b>(-5.41)**</b>	<b>-0.042</b> <b>(-6.84)***</b>
前1期失業率變動 ( $\Delta u_{t-1}$ )	0.667 (8.09)***	1.203 (9.34)***	1.236 (10.57)***	1.127 (14.05)***
前2期失業率變動 ( $\Delta u_{t-2}$ )	—	-0.525 (-4.20)***	-0.477 (-4.14)***	-0.405 (-5.31)***
$D_{1996Q3}$	—	0.406 (2.86)***	—	0.379 (1.89)*
Adj. R <sup>2</sup>	0.82	0.82	0.96	0.90
Q(1)	0.207 [0.65]	1.880 [0.17]	1.218 [0.27]	0.067 [0.80]
Q(4)	8.260 [0.08]*	8.86 [0.07]*	3.102 [0.54]	7.76 [0.10]
Jarque-Bera	2.345 [0.31]	0.10 [0.95]	1.117 [0.56]	0.538 [0.76]
RESET F	2.683 [0.11]	0.613 [0.44]	1.302 [0.26]	1.336 [0.25]
White $\chi^2$	5.064 [0.41]	10.996 [0.36]	11.147 [0.27]	10.047 [0.44]

註：1. ( )內為t值，[ ]內為p-value。「\*\*\*」「\*\*」與「\*」分別表示在1%、5%和10%顯著水準下，係數估計值顯著異於0。

- 估計結果已剔除不顯著之失業率變動的前期項。「 $D_{1996Q3}$ 」為虛擬變數，係排除1996年第3季失業率變動出現突峰對估計的影響。
- Q代表Ljung-Box Q檢定統計量，檢定殘差是否存在序列相關，其中Q(1)與Q(4)分別檢定1階與4階的序列相關。
- Jarque-Bera檢定殘差是否為常態分配。
- RESET F為Ramsey之迴歸設定錯誤檢定(Regression Specification Error Test)統計量，檢定階次設為1。主要在檢定遺漏解釋變數或解釋變數與誤差具有相關等迴歸問題。
- White  $\chi^2$ 為White Test(含交乘項)檢定統計量，係檢定誤差項是否符合變異數齊一性的假設。若殘差項拒絕變異數齊一性假設，估計時，已採用White處理殘差變異數不齊一的問題。

附表9 缺口模型估計結果  
(被解釋變數：失業率缺口  $ugap_t$ )

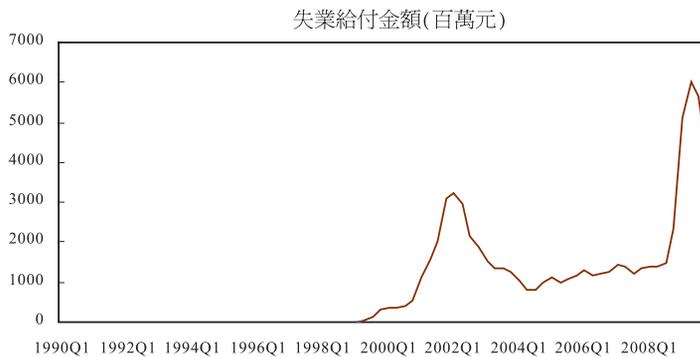
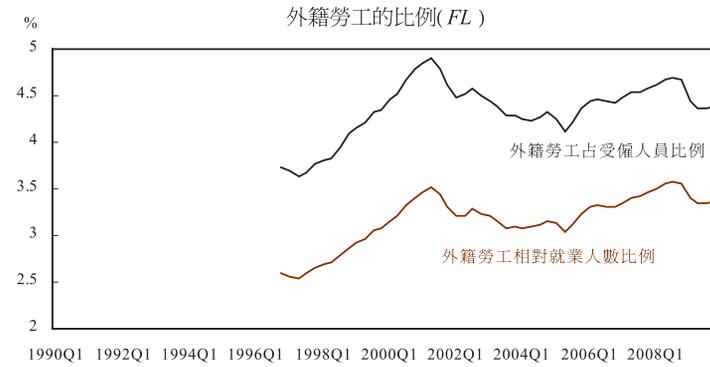
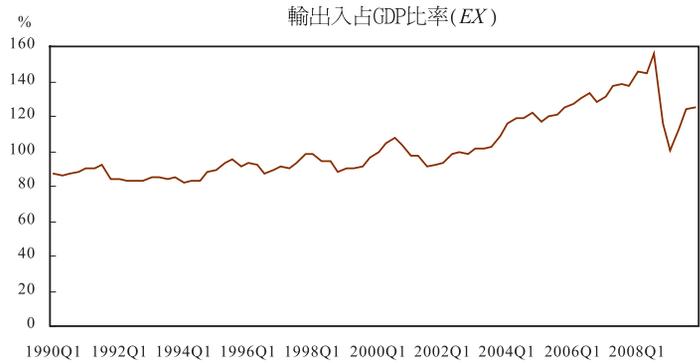
調整後樣本期間 解釋變數	1984.1-1989.4		1990.1-1999.4		2000.1-2009.4		1984.1-2010.1 (全樣本)		1981.1-2010.1 (全樣本)	
	以生產函數 估算產出缺口	以HP filter 估算產出缺口	以生產函數 估算產出缺口	以HP filter 估算產出缺口	以生產函數 估算產出缺口	以HP filter 估算產出缺口	以生產函數 估算產出缺口	以HP filter 估算產出缺口	以生產函數 估算產出缺口	以HP filter 估算產出缺口
常數項 ( $\alpha$ )	-0.026 (-0.64)	-0.007 (0.21)	-0.011 (-0.62)	-0.014 (-0.92)	-0.025 (-1.32)	0.005 (0.27)	-0.028 (-1.98)**	0.000 (0.01)	-0.039 (-4.63)**	0.000 (0.01)
當期產出缺口 ( $ygap_t$ )	-0.049 (-2.34)**	-0.070 (-3.13)**	0.004 (0.26)	-0.019 (-1.11)	-0.038 (-3.68)**	-0.048 (-5.83)**	-0.039 (-4.63)**	-0.052 (-6.89)**	-0.039 (-4.63)**	-0.052 (-6.89)**
前1期失業率缺口 ( $ugap_{t-1}$ )	0.688 (5.21)**	0.619 (7.08)**	1.217 (8.02)**	1.226 (8.39)**	1.344 (6.80)**	1.225 (7.46)**	1.171 (9.09)**	1.024 (9.54)**	1.171 (9.09)**	1.024 (9.54)**
前2期失業率缺口 ( $ugap_{t-2}$ )	—	—	-0.426 (-2.85)**	-0.431 (-2.95)**	-0.581 (-3.16)**	-0.467 (-3.02)**	-0.414 (-3.43)**	-0.293 (-3.12)**	-0.414 (-3.43)**	-0.293 (-3.12)**
$D_{1996Q3}$	—	—	0.234 (2.29)**	0.231 (2.31)**	—	—	0.225 (6.44)**	0.267 (8.59)**	0.225 (6.44)**	0.267 (8.59)**
Adj. R <sup>2</sup>	0.63	0.71	0.81	0.82	0.95	0.96	0.88	0.88	0.88	0.88
Q(1)	0.011 [0.92]	0.003 [0.96]	0.426 [0.51]	1.102 [0.29]	1.113 [0.29]	0.652 [0.42]	0.173 [0.68]	1.01 [0.31]	0.173 [0.68]	1.01 [0.31]
Q(4)	2.83 [0.59]	1.872 [0.76]	3.305 [0.51]	4.202 [0.38]	4.059 [0.40]	1.239 [0.87]	2.398 [0.66]	3.239 [0.52]	2.398 [0.66]	3.239 [0.52]
Jarque-Bera	12.15 [0.00]**	3.44 [0.18]	0.184 [0.91]	0.032 [0.98]	0.494 [0.78]	0.355 [0.84]	4.855 [0.09]*	4.73 [0.09]*	4.855 [0.09]*	4.73 [0.09]*
RESET F	0.278 [0.60]	0.679 [0.42]	0.31 [0.58]	0.459 [0.49]	15.286 [0.00]**	0.877 [0.34]	4.27 [0.04]**	0.118 [0.73]	4.27 [0.04]**	0.118 [0.73]
White $\chi^2$	8.980 [0.11]	16.538 [0.00]**	5.769 [0.83]	15.873 [0.10]	25.589 [0.00]**	18.343 [0.03]**	26.229 [0.00]**	19.051 [0.04]**	26.229 [0.00]**	19.051 [0.04]**

註：同附表8。

附表10 影響經濟成長率與失業率變動之互動關係實證變數說明

變數符號	變數名稱及意義	說 明	資料來源
<i>XM</i>	經濟開放程度	$XM=(輸出+輸入)/GDP \times 100\%$ 按季節調整後之當期(名目)金額計算	主計處資料庫
<i>ES</i>	產業(就業)結構	$ES=工業就業人數/服務業就業人數 \times 100\%$	
<i>FL</i>	外籍勞工比例	$FL^1=外籍勞工人數/總受僱人員 \times 100\%$ $FL^2=外籍勞工人數/總就業人數 \times 100\%$ 自1997年1月起公布外籍勞工人數之統計資料	勞委會資料庫
<i>UB</i>	失業津貼規模	失業津貼金額之統計資料自1999年1月起公布。	
<i>D<sub>cycle</sub></i>	虛擬變數	「0」代表景氣谷底至高峰， 「1」代表景氣高峰至谷底	—
<i>D<sub>1996Q3</sub></i>	虛擬變數	1996年第3季因失業率變動出現突峰，造成估計的影響	

附圖9 實證變數之時間數列圖



附表11 動態一階差分模型納入其他解釋變數後的估計結果

 (被解釋變數：失業率變動  $\Delta u_t$ )

調整後樣本期間 解釋變數	1982:1-1989:4 (不含制度面 因素)	1990:1-1999:4 (不含制度面 因素)	2000:1-2009:4 (不含制度面 因素)	2000:1-2009:4 (含制度面 因素)	1982:1-2010:1 (全樣本不含 制度面因素)	1996:4-2010:1 (全樣本含 制度面因素)
常數項 ( $\alpha$ )	0.580 (4.37)**	-0.065 (-0.53)	0.157 (3.24)***	0.129 (3.71)***	0.183 (4.06)***	0.172 (4.24)***
當期實質GDP成長率 ( $y_t$ )	<b>-0.075</b> <b>(-4.84)***</b>	<b>-0.004</b> <b>(-0.24)</b>	<b>-0.028</b> <b>(-3.06)***</b>	<b>-0.020</b> <b>(-2.78)***</b>	<b>-0.033</b> <b>(-5.62)***</b>	<b>-0.033</b> <b>(-4.29)***</b>
經濟開放程度變動 ( $\Delta EX_t$ )	-0.016 (-2.21)**		-0.006 (-2.28)**	-0.012 (-5.09)***	-0.008 (-3.70)***	-0.008 (-3.27)***
產業(就業)結構變動 ( $\Delta ES_t$ )		-0.031 (-3.21)***			-0.015 (-2.12)*	0.033 (2.09)***
虛擬變數 $D_{cycle}$		0.106 (1.85)*	0.096 (1.79)*	0.092 (2.54)**	0.104 (2.72)***	0.067 (2.72)***
外籍勞工比例變動 ( $\Delta FL^2_t$ )				0.595 (6.78)***		0.372 (4.48)***
前1期失業率變動 ( $\Delta u_{t-1}$ )	0.631 (7.97)***	0.777 (9.51)***	1.150 (9.58)***	1.018 (12.68)***	0.934 (11.13)***	1.109 (12.04)***
前2期失業率變動 ( $\Delta u_{t-2}$ )			-0.422 (-4.13)***	-0.231 (-2.94)***	-0.249 (-3.29)***	-0.290 (-3.35)***
虛擬變數 $D_{1996Q3}$		0.368 (2.45)**			0.336 (1.84)***	
Adj. R <sup>2</sup>	0.84	0.81	0.97	0.99	0.92	0.97
Q(1)	0.105 [0.75]	2.984 [0.08]*	7.421 [0.00]***	0.519 [0.47]	0.514 [0.47]	0.416 [0.52]
Q(4)	6.495 [0.16]	7.271 [0.12]	13.75 [0.00]***	1.787 [0.78]	4.516 [0.34]	1.216 [0.88]
Jarque-Bera	0.792 [0.67]	0.236 [0.89]	0.898 [0.64]	0.648 [0.72]	0.550 [0.76]	0.484 [0.79]
RESET F	4.58 [0.04]**	0.653 [0.42]	6.051 [0.02]**	0.667 [0.42]	1.270 [0.26]	0.986 [0.33]
White $\chi^2$	8.25 [0.50]	9.60 [0.79]	26.823 [0.03]**	25.503 [0.49]	34.107 [0.16]	38.935 [0.26]

註：1. 配合解釋變數為失業率相對上年同期之年變動， $\Delta XM$ 、 $\Delta ES$ 及 $\Delta FL$ 均為相對上年同期之年變動， $\Delta UB$ 為相對上年同期之年變動率，因 $\Delta UB$ 不顯著，故未予列示。

2. 除當期實質GDP年成長率以外，估計結果均已剔除不顯著的解釋變數。

3. 因制度面因素的代理變數 $\Delta FL^2$ 和 $\Delta UB$ 的資料期間較短，未能納入2000年之前的分段樣本進行估計。

4. 其餘符號意義與檢定統計量同附表8。



# 國內經濟金融情勢（民國99年第2季）

## 總體經濟

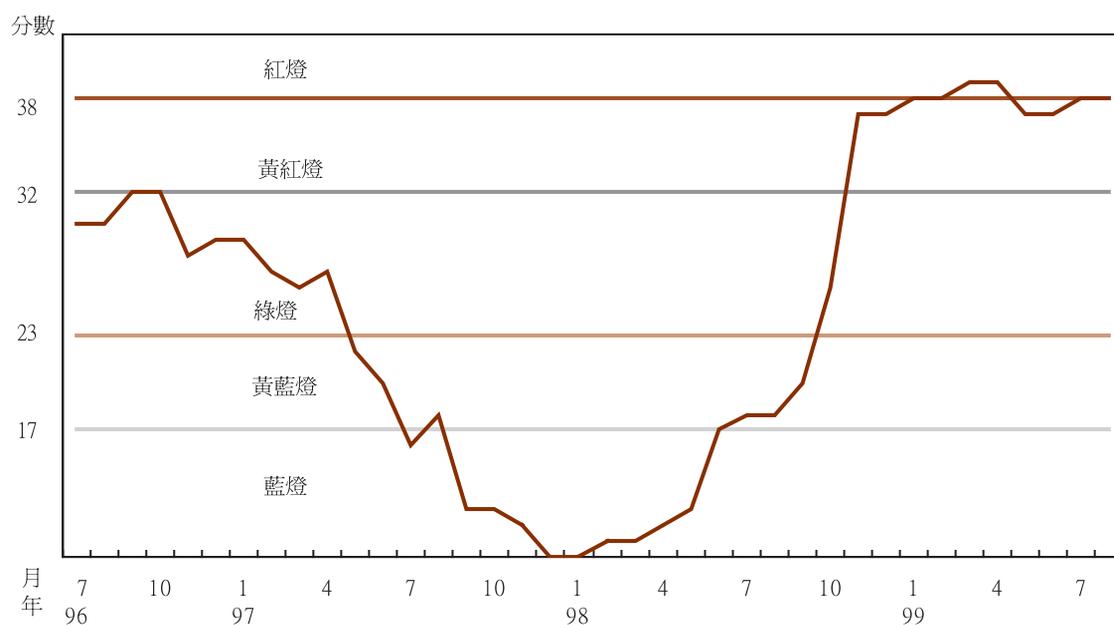
### 壹、國內經濟情勢

#### 一、經濟景氣持續復甦

本（99）年以來，經建會景氣對策信號除了5、6月為黃紅燈之外，均呈現紅燈，主要因全球景氣復甦，國內出口、工業生產指數、機械及電機設備進口、製造業銷售與股價等均大幅成長所致。另外，景氣同時指標持續上升趨勢，景氣領先指標則於6月以來略微回降，顯示景氣復甦仍屬穩定。

此外，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點均延續上年以來的上升趨勢，至本年7月分別為123.90及116.92點，受訪廠商對未來半年景氣看法以樂觀及持平居多。8月服務業營業氣候測驗點續升為124.12，惟製造業營業氣候測驗點則降為115.24點，主要係歐美國家經濟成長趨緩，廠商對市場需求轉趨保守所致。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



## 二、第2季經濟成長大幅上修

本年以來，受惠於全球重建庫存、中國大陸等新興國家經濟強勁成長，加上科技產品推陳出新激勵，需求持續湧現，益以比較基數偏低影響，出口及民間投資均大幅成

長，民間消費亦溫和成長，第1季經濟成長率躍升為13.71%，第2季仍達12.53%，較行政院主計處5月預測數(7.66%)高出4.87個百分點。此外，在比較基數墊高下，主計處預測第3季經濟成長率降為6.90%。

圖2 經濟成長、投資與消費

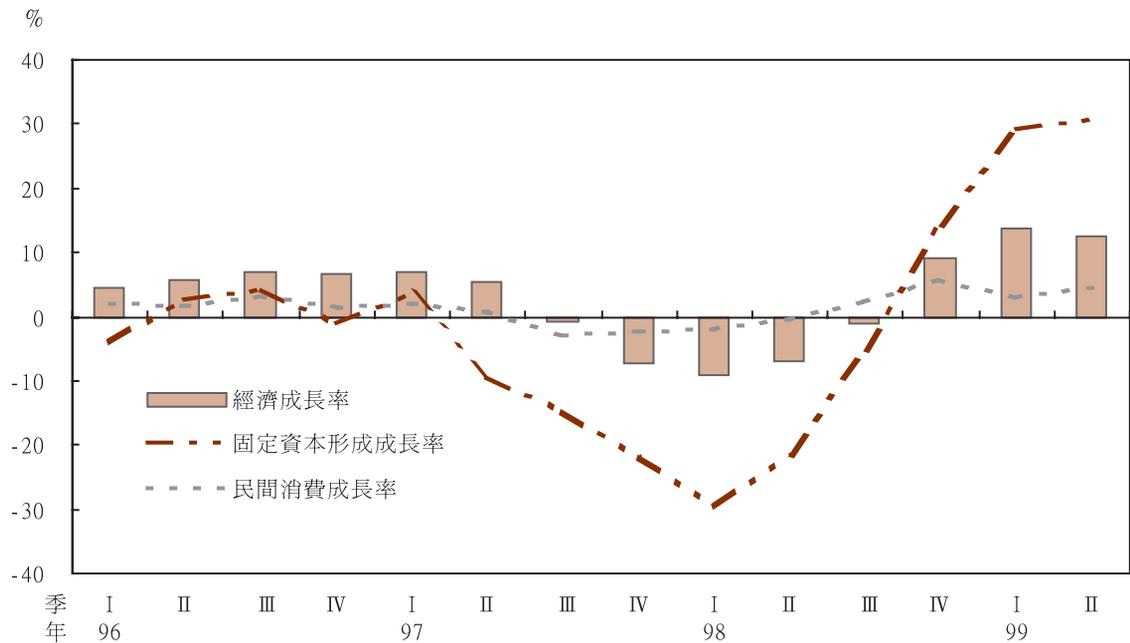


表1 各項需求年增率

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
				合計	民營企業	公營事業	政府		
96年	5.98	2.08	2.09	0.55	1.36	1.57	-4.46	9.55	2.98
97年	0.73	-0.57	0.68	-11.17	-13.78	-2.38	-0.39	0.56	-3.12
98年	-1.91	1.37	3.65	-11.06	-18.38	4.04	18.62	-9.11	-13.44
99年 f	8.24	2.78	1.22	17.10	23.40	7.94	-0.93	24.78	27.83
100年 f	4.64	2.64	1.15	0.06	1.44	-5.17	-3.40	5.39	1.54
98/3	-0.98	2.31	3.64	-5.20	-12.02	7.91	25.83	-8.41	-12.27
4 r	9.06	5.83	3.24	14.38	13.15	23.01	13.59	19.54	15.88
99/1 r	13.71	3.06	1.78	29.26	41.30	3.17	-8.89	41.41	48.83
2 p	12.53	4.41	1.67	30.77	37.48	32.15	7.10	34.27	34.35
3 f	6.90	3.22	0.99	12.13	15.58	8.51	0.44	19.75	23.02
99年 第2季 貢獻百分點 p	12.53	2.58	0.20	4.95	4.26	0.45	0.23	22.22	17.70

資料來源：行政院主計處。

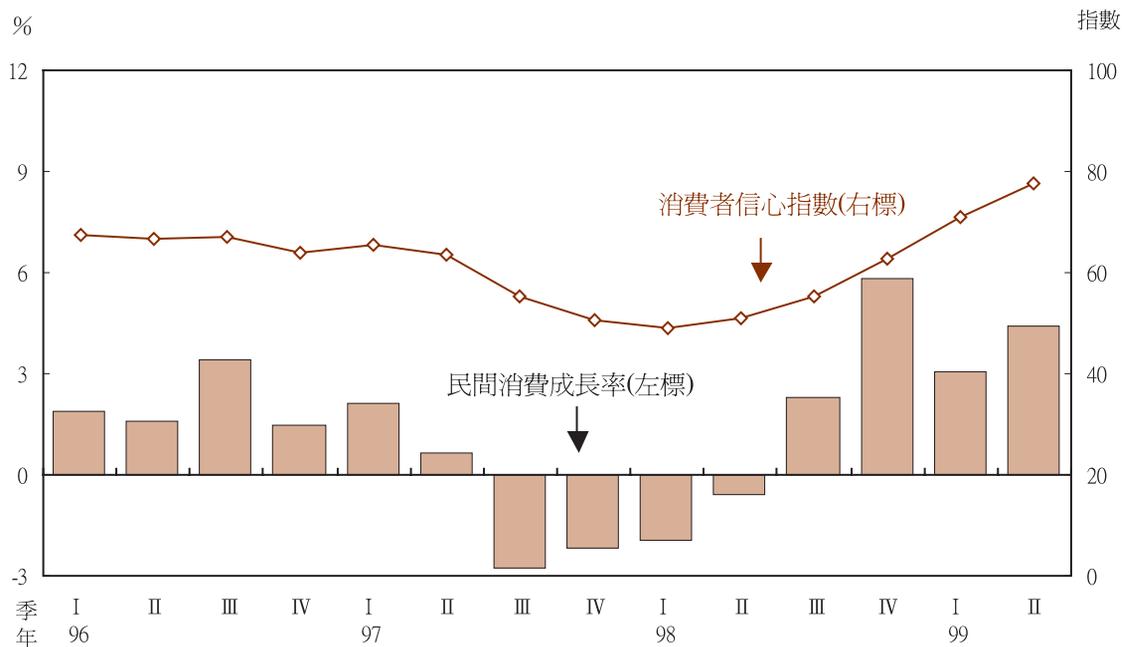
註：r為修正數，p為初步估計，f為預測數

### 三、民間消費維持溫和成長

由於國內景氣穩步復甦，民眾消費意願增強，零售業及餐飲業營業額成長愈來愈

愈快，信用卡簽帳金額與自用小客車新增掛牌數持續增加，第1季民間消費成長率為3.06%，第2季升為4.41%。主計處預測第3季民間消費成長率為3.22%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

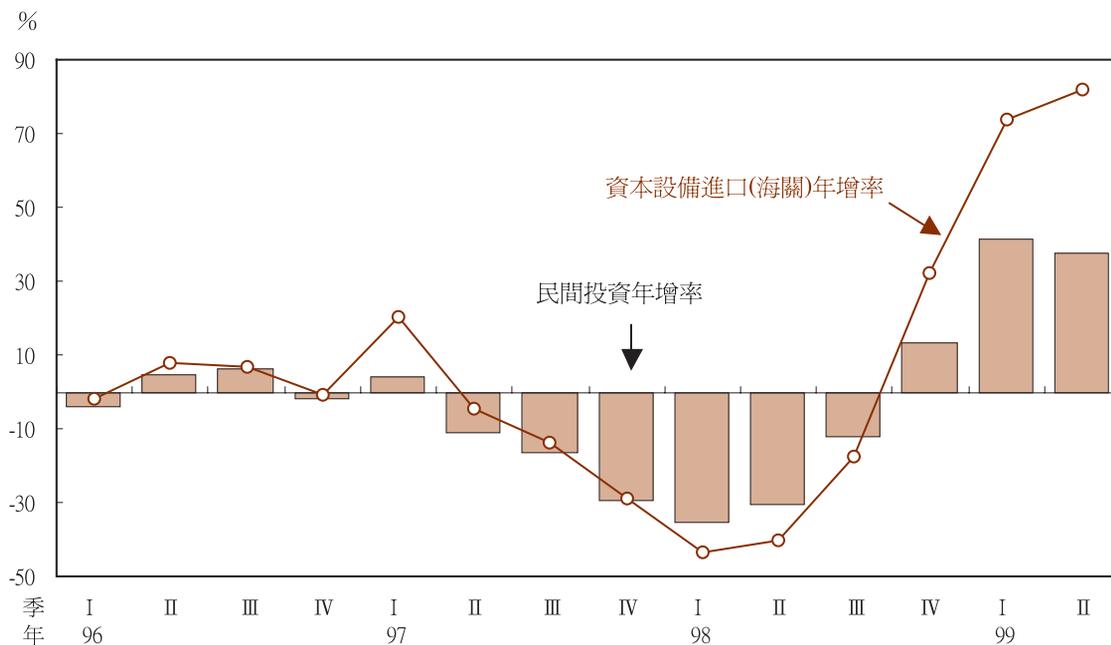


#### 四、民間投資勁升

由於國外需求快速回升，製造業產能利用率提高，加上部分國際電子大廠擴大委外代工及釋放訂單予國內業者，帶動高科

技廠商積極擴充設備及提升製程，益以比較基數偏低影響，第1季民間投資成長率升達41.30%，第2季仍達37.48%。在比較基數墊高下，主計處預測第3季民間投資成長率將降為15.58%。

圖4 民間投資與資本設備進口



#### 五、進出口鉅增

本年以來，由於全球景氣回溫，尤其新興國家經濟強勁成長帶動下，海關統計出口、進口年增率鉅升，至8月分別為26.6%、28.0%；1至8月平均則分別為44.2%、55.5%。1至8月累計貿易出超164.9億美元，較上年同期減少16.2%。同時，外銷訂單亦

大幅成長，至8月年增率為23.30%；1至8月平均年增率則為33.49%。

主計處統計第1季輸出、輸入(含商品及服務)成長率分別躍升為41.41%與48.83%，第2季則分別降為34.27%與34.35%。預測第3季輸出、輸入成長率分別為19.75%與23.02%。

圖5 進出口貿易

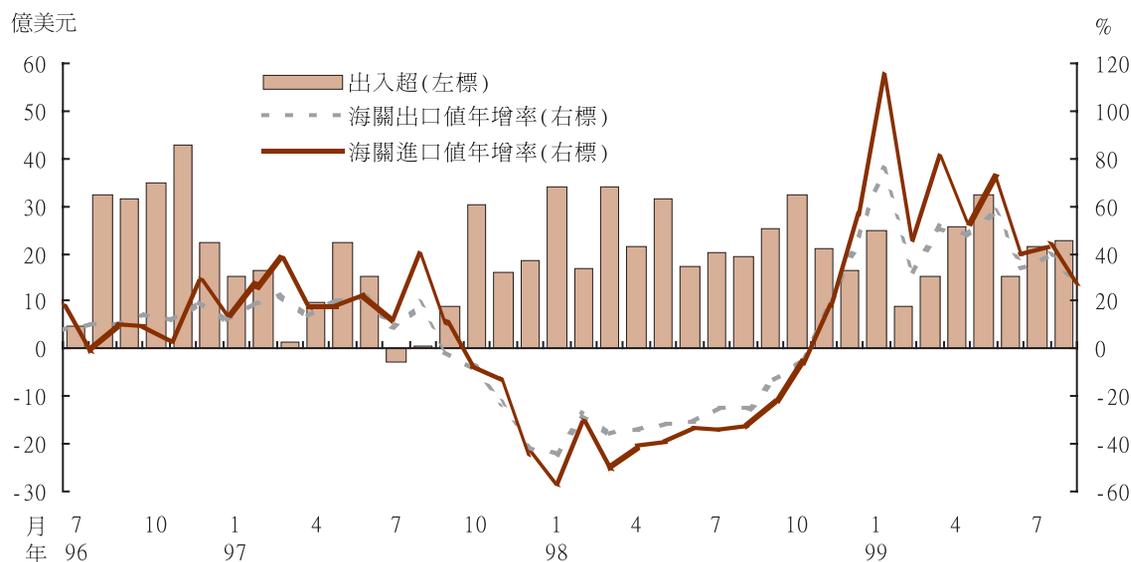


表2 我國對主要出進口貿易國(地區)成長率與比重

單位：百萬美元，%

項目	99年8月			99年1-8月			
	金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)	
出口	合計	24,051	26.6	100.0	179,860	44.2	100.0
	中國大陸及香港	9,791	18.1	40.7	76,260	51.2	42.4
	美國	2,934	51.2	12.2	20,193	35.3	11.2
	日本	1,640	27.0	6.8	11,821	30.1	6.6
	歐洲	2,460	28.4	10.2	18,590	36.5	10.3
	東協六國	3,550	22.2	14.8	27,232	49.4	15.1
進口	合計	21,791	28.0	100.0	163,369	55.5	100.0
	中國大陸及香港	3,342	47.8	15.3	23,704	58.0	14.5
	美國	2,228	39.0	10.2	16,201	50.4	9.9
	日本	4,721	47.0	21.7	34,120	58.0	20.9
	歐洲	2,268	21.1	10.4	16,745	41.9	10.2
	東協六國	2,571	36.6	11.8	18,638	56.1	11.4

資料來源：財政部統計處編「中華民國進出口貿易統計月報」。

表3 進出口貿易結構比較

單位：百萬美元，%

項目		99年8月			99年1-8月		
		金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)
貿易總值		45,842	27.3		343,229	49.4	
出口	出口	24,051	26.6	100.0	179,860	44.2	100.0
	農產品	79	87.4	0.3	484	38.0	0.3
	農產加工品	188	16.8	0.8	1,392	17.0	0.8
	工業產品	23,784	26.6	98.9	177,984	44.5	99.0
	重化工業產品	19,936	25.4	82.9	149,922	46.5	83.4
	非重化工業產品	3,848	32.9	16.0	28,062	34.4	15.6
進口	進口	21,791	28.0	100.0	163,369	55.5	100.0
	資本設備	3,776	64.3	17.3	26,054	73.6	15.9
	農工原料	16,292	22.9	74.8	124,569	55.7	76.2
	消費品	1,724	17.2	7.9	12,747	26.7	7.8
出超(+)或入超(-)		2,260	14.8		16,491	-16.2	

資料來源：財政部統計處編「中華民國進出口貿易統計月報」。

## 六、工業生產持續大增

本年初以來，全球景氣回溫，加以上年比較基期偏低影響，工業生產指數持續大幅成長，至8月年增率為23.40%；1至8月平均年增率則為32.70%，其中製造業年增率為34.95%，又以資訊電子工業增產51.62%最為顯著，而民生工業增產11.53%幅度最小。

## 七、失業率下降、薪資回升

由於景氣復甦，企業人力需求增加，加以政府積極推動多項促進就業措施，失業率漸次回降，至本年5月為5.14%；惟6月起，

受畢業生及暑期工讀生投入職場尋職影響，失業率略微回升，至7月為5.20%；8月則降為5.17%，係民國81年以來同月首次回降，主要係景氣持續好轉，企業僱用人數增加所致。1至8月平均失業率為5.40%，較上年同期下降0.42個百分點。

隨景氣好轉，受僱員工薪資回升，1至7月非農業部門每人每月平均薪資年增率為7.01%，其中經常性薪資年增率為2.04%。同期間，工業部門勞動生產力年增率為21.29%；由於生產力增幅遠大於薪資增幅，致單位產出勞動成本指數大幅下降15.38%。

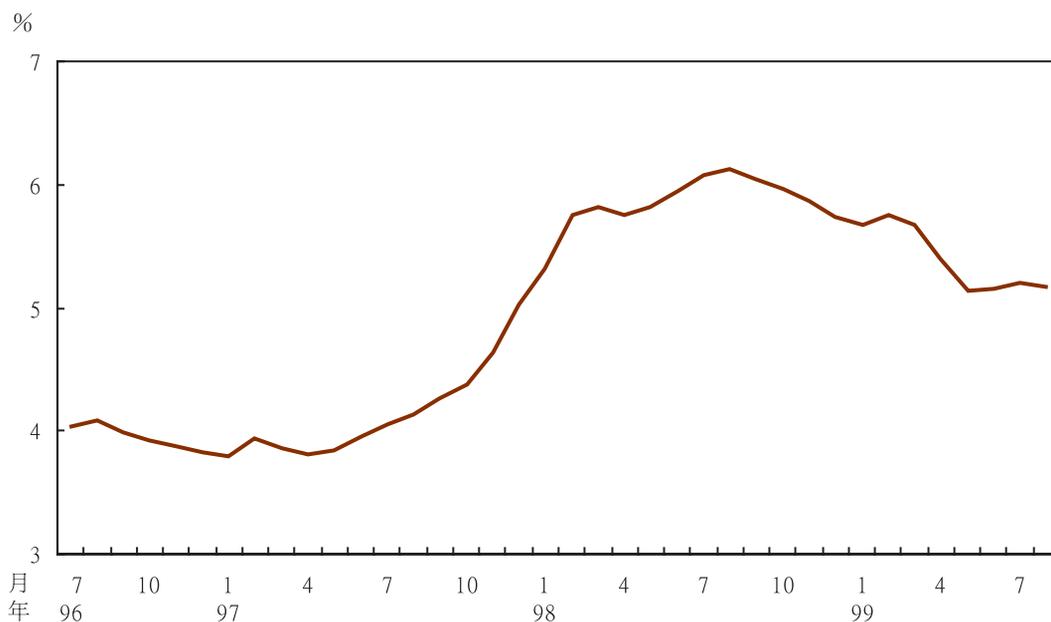
表4 工業生產及各業指數年增率

單位：%

年/月	工業生產							
	礦業及土石採取業	製造業			電力及燃氣供應業	用水供應業	建築工程業	
		重工業	輕工業					
96年	7.77	-17.04	8.34	10.28	-0.33	2.97	0.29	-0.48
97年	-1.78	-4.69	-1.56	-0.74	-5.59	-1.81	-1.78	-9.26
98年	-8.08	-8.40	-7.97	-7.91	-8.23	-3.24	-2.27	-19.08
98/ 8	-8.95	-9.26	-8.73	-8.84	-8.02	-2.54	-2.84	-28.76
9	2.80	5.32	2.89	3.29	0.63	3.21	-0.41	-0.36
10	7.38	4.05	8.86	11.27	-3.20	-2.65	-0.70	-29.70
11	31.95	3.22	34.88	41.10	7.40	4.65	-1.49	-24.51
12	47.76	3.23	50.68	61.47	10.46	14.52	0.51	10.69
99/ 1	70.08	28.77	77.34	89.78	29.34	14.63	2.48	-30.86
2	35.48	-1.88	36.85	45.78	-1.54	5.20	-0.51	42.98
3	39.49	-1.54	42.22	48.77	12.95	10.20	0.92	-18.42
4	32.03	10.89	34.18	38.41	13.67	3.54	0.62	-13.83
5	30.99	8.57	33.34	36.44	16.71	7.17	0.19	-28.66
6	24.69	10.53	26.55	29.71	9.52	1.27	0.14	-14.60
7 r	20.93	14.01	22.44	24.85	9.38	5.08	0.55	-24.03
8 p	23.40	16.35	24.69	26.53	14.41	4.07	3.30	-6.08
1-8月累計	32.70	10.19	34.95	39.41	12.94	6.15	0.98	-13.85

資料來源：經濟部工業局編「工業生產統計月報」。

圖6 失業率



## 八、消費者物價溫和上漲

本年以來，國內油氣價格受上年同期國際油氣進口成本較低影響而大幅上漲，加以上年6月菸品健康捐調高之遞延效應，1至9月平均CPI年增率為0.91%；不包括蔬果、水產及能源之CPI (即核心CPI)年增率則為

0.32%，仍屬平穩。

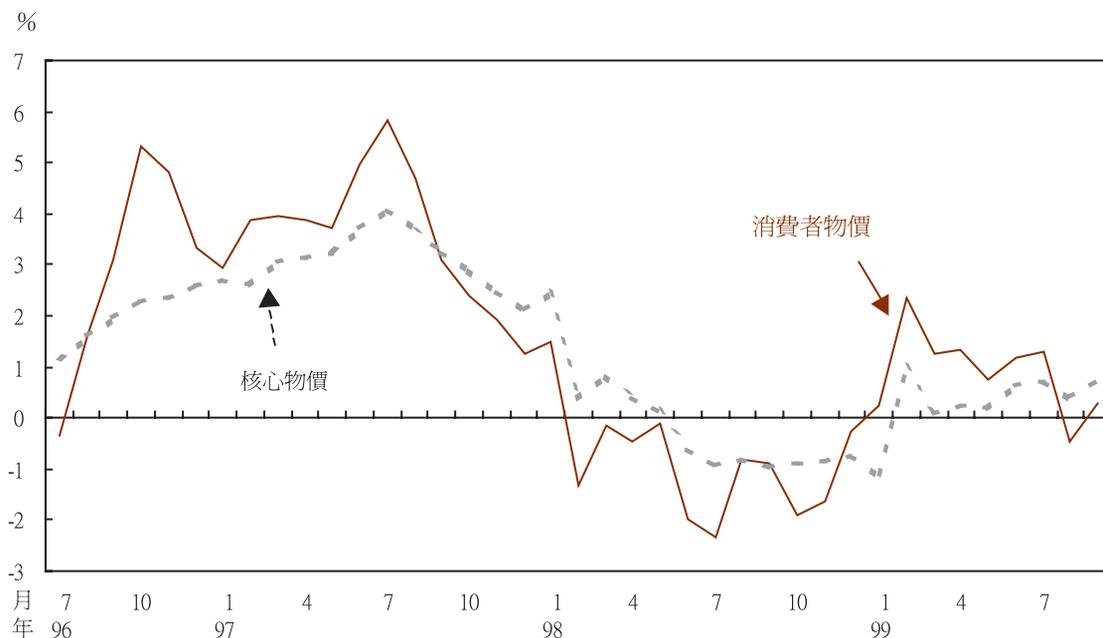
由於國際原油、棉花及穀物等原物料行情較上年為高，國內進口品及國產內銷品價格明顯上漲，零售市場相關商品逐漸反映成本調高售價，主計處預測本年CPI年增率為1.23%。

表5 影響99年1至9月CPI變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	0.91	0.91
油料費	33	13.58	0.42
香菸及檳榔	15	*14.17	0.23
燃氣	10	13.63	0.14
教養娛樂服務費	130	1.05	0.14
水產品	17	6.52	0.13
交通設備	28	3.37	0.08
成衣	27	2.82	0.07
合計			1.21
耐久性消費品	75	-1.35	-0.09
蔬菜	25	-1.71	-0.04
水果	28	-1.38	-0.04
合計			-0.17
其他			-0.13

\*主因上年6月起菸品健康捐調高。

圖7 消費者物價與核心物價



## 貳、經濟展望

本年以來，由於新興國家經濟持續強勁成長，以及全球對資訊及消費性電子產品需求強勁，有助維繫我國對外貿易擴張動能，加以民間投資大幅成長，民間消費亦可望維

持溫和成長，主計處預測經濟成長率升為8.24%。

國內各預測機構對99年經濟成長率預估值之平均數為7.30%。

表6 國內預測機構對民國99年經濟成長預估

單位:年增率(%)

估測機構 項 目	主計處	中經院	寶華經研院	中研院	台經院	平均值
發布日期	99.8.19	99.7.16	99.9.20	99.7.19	99.7.26	
實質國內生產毛額	8.24	6.94	8.52	6.89	5.93	7.30
實質民間消費支出	2.78	2.37	2.89	1.95	2.27	2.45
實質政府消費支出	1.22	1.34	1.22	1.34	0.64	1.15
實質固定投資	17.10	15.79	18.51	14.56	13.39	15.87
實質民間投資	23.40	22.00	25.40	20.26	19.37	22.09
實質政府投資	-0.93	-0.70	-0.93	-0.70	-3.28	-1.31
實質輸出	24.78	20.74	25.64	20.57	18.12	21.97
實質輸入	27.83	26.14	28.33	23.48	22.51	25.66
貿易差額(億美元)	298.02	---	---	---	---	298.02

# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差10,559百萬美元，增加15,377百萬美元(表1及圖1)。  
金融帳淨流入5,914百萬美元，央行準備資產

表1 國際收支

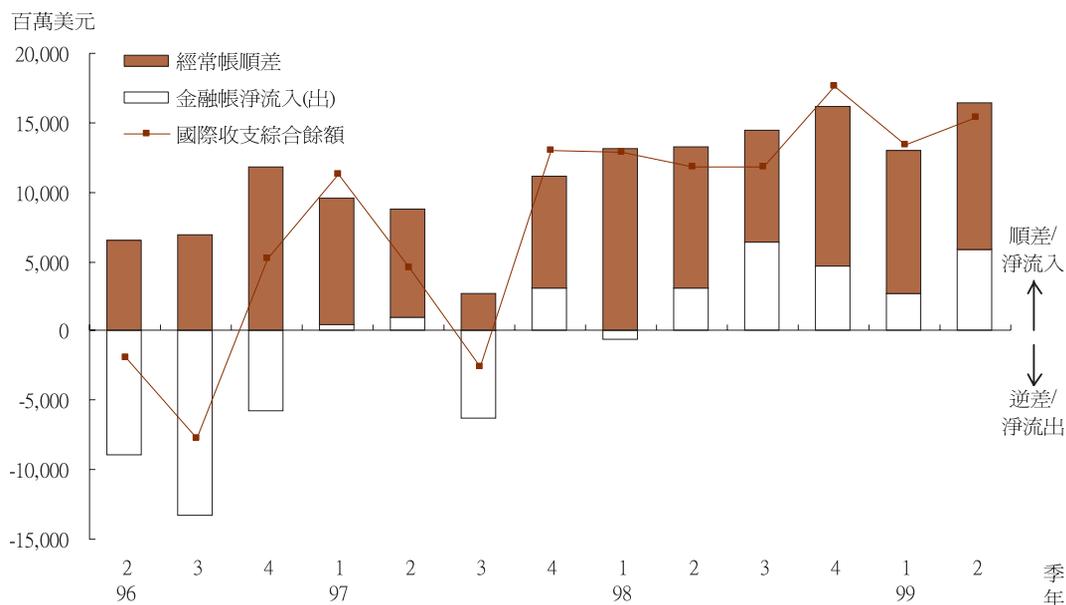
民國99年第2季暨民國98年第2季

單位：百萬美元

	(1) 99年 第2季	(2) 98年 第2季	(1)-(2)
<b>A. 經常帳</b>	10,559	10,285	274
商品出口(f.o.b.)	72,017	47,890	24,127
商品進口(f.o.b.)	-64,516	-40,394	-24,122
商品貿易淨額	7,501	7,496	5
服務：收入	10,131	7,428	2,703
服務：支出	-9,616	-6,826	-2,790
服務淨額	515	602	-87
所得：收入	5,485	4,476	1,009
所得：支出	-2,174	-1,729	-445
所得淨額	3,311	2,747	564
經常移轉：收入	1,284	1,141	143
經常移轉：支出	-2,052	-1,701	-351
經常移轉淨額	-768	-560	-208
<b>B. 資本帳</b>	-36	-17	-19
資本帳：收入	1	1	0
資本帳：支出	-37	-18	-19
合計，A加B	10,523	10,268	255
<b>C. 金融帳</b>	5,914	3,041	2,873
對外直接投資	-2,678	-1,294	-1,384
來台直接投資	529	484	45
證券投資(資產)	-8,769	-9,111	342
股權證券	-5,789	-3,500	-2,289
債權證券	-2,980	-5,611	2,631
證券投資(負債)	1,168	8,683	-7,515
股權證券	1,505	7,394	-5,889
債權證券	-337	1,289	-1,626
衍生性金融商品	331	438	-107
衍生性金融商品(資產)	1,409	1,596	-187
衍生性金融商品(負債)	-1,078	-1,158	80
其他投資(資產)	9,439	5,719	3,720
一般政府	6	7	-1
銀行	9,157	-1,457	10,614
其他	276	7,169	-6,893
其他投資(負債)	5,894	-1,878	7,772
貨幣當局	0	0	0
一般政府	0	0	0
銀行	5,050	-5,158	10,208
其他	844	3,280	-2,436
合計，A至C	16,437	13,309	3,128
<b>D. 誤差與遺漏淨額</b>	-1,060	-1,488	428
合計，A至D	15,377	11,821	3,556
<b>E. 準備資產</b>	-15,377	-11,821	-3,556

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

圖1 國際收支



## 一、經常帳

商品方面，由於全球景氣復甦及基期偏低，本季出口較上年同季增加50.4%；進口則因出口引申需求增加及民間投資回升，亦較上年同季成長59.7%。由於出口增額略大於進口增額，本季商品貿易順差增為7,501百萬美元，較上年同季增加5百萬美元或0.1%。

服務方面，本季服務收入10,131百萬美元，較上年同季增加2,703百萬美元，主要係三角貿易淨收入及運輸業國際線貨運收入增加；服務支出9,616百萬美元，較上年同季增加2,790百萬美元，主要係專利權、商標等使用費及貿易佣金支出增加。收支相抵，本季服務收支順差由上年同季602百萬美元減為

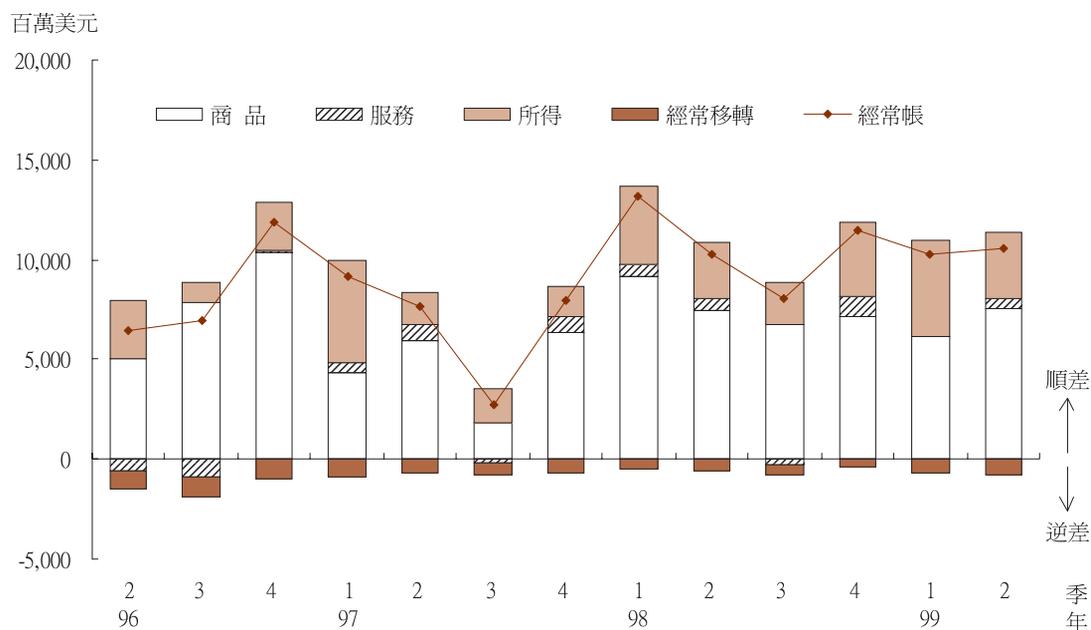
515百萬美元。

所得方面，本季所得收入計5,485百萬美元，較上年同季增加1,009百萬美元，主要係外匯資產投資所得及居民對外直接投資所得增加；所得支出計2,174百萬美元，較上年同季增加445百萬美元，主要係對非居民證券投資所得支出增加。由於收入增額大於支出增額，本季所得收支順差增為3,311百萬美元，較上年同季增加564百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季的560百萬美元增為768百萬美元，主要係民間部門捐贈匯出款增加。

本季雖經常移轉逆差增加及服務貿易順差減少，惟因商品貿易及所得收支順差增加，經常帳順差增為10,559百萬美元，較上年同季增加274百萬美元或2.7%(圖2)。

圖2 經常帳



## 二、資本帳

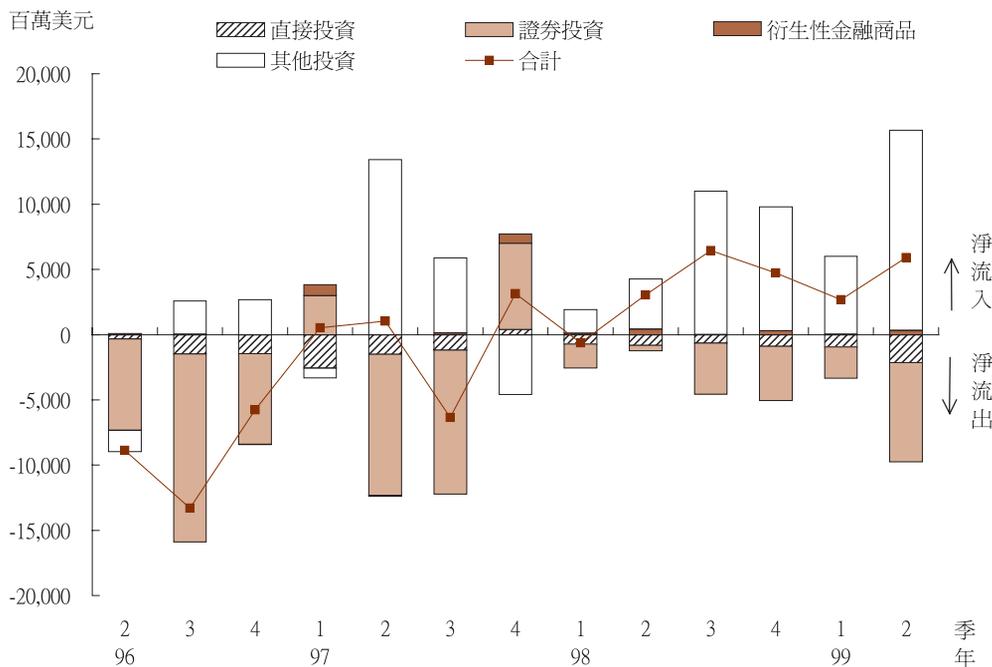
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差36百萬美元，主要係移民匯出款。

## 三、金融帳

本季金融帳淨流入5,914百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,149百萬美元，居民對

外直接投資及非居民來台直接投資淨額分別呈淨流出2,678百萬美元及淨流入529百萬美元。證券投資呈淨流出7,601百萬美元，其中居民對外證券投資呈淨流出8,769百萬美元，主要係居民投資國外基金及保險公司投資國外債權證券；非居民來台證券投資呈淨流入1,168百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票及政府公債。衍生性金融商品呈淨流入331百萬美元。其他投資呈淨流入15,333百萬美元，主要係銀行部門收回國外同業短期放款及自國外聯行引進資金(圖3)。

圖3 金融帳



## 貳、經常帳

### 一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計就計價基礎、時差、類別及範圍予以調整）計算，商品出口計72,017百萬美元，較上年同季增加24,127百萬美元或50.4%；商品進口計64,516百萬美元，較上年同季增加24,122百萬美元或59.7%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為7,501百萬美元，較上年同季增加5百萬美元或0.1%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分

析出、進口概況。

就貿易結構而言，出口方面，本季工業產品大幅成長46.5%，農產品及農產加工品較上年同季成長29.9%及23.1%；工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.1%），較上年同季大幅成長48.5%。進口方面，資本設備、農工原料及消費品進口較上年同季增加81.9%、52.6%及27.9%。資本設備增加係因民間投資意願增強，生產半導體機械設備大幅成長；農工原料亦因油價上漲及出口引申需求增加而成長。

就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「電子產品」、「精密儀器」、

「基本金屬及其製品」及「化學品」增額較大，四者合計占出口總增額的56.1%；進口貨品中，則以「礦產品」、「基本金屬及其製品」、「機械」及「電子產品」增額較大，四者合計占進口總增額的64.9%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加10,333百萬美元或51.7%，為出口增額最大的地區，其次為對東協六國的出口，較上年同季增加3,530百萬美元或48.9%。進口方面，相較上年同季，以自日本進口增加4,732百萬美元或56.5%最大，自中東進口增加3,666百萬美元或71.2%次之。就主要出口市場比重來看，仍以中國大陸所占比重最高，達43.3%，其次為東協六國，比重15.3%，美國的11.2%及歐洲的9.9%分居第三、四位。主要進口來源則以日本所占比重最高，達20.8%，其次為中國大陸的14.8%，中東國家的14.0%及東協六國的11.0%分居第三、四位。

## 二、服務

本季服務收入10,131百萬美元，較上年同季增加2,703百萬美元；服務支出計9,616百萬美元，較上年同季增加2,790百萬美元。收支相抵，服務收支順差由上年同季602百萬美元減為515百萬美元。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(表2)：

### (一) 運輸

就運輸而言，可區分為旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入計2,493百萬美元，較上年同季增加1,109百萬美元，主要係國航及國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,594百萬美元，較上年同季增加743百萬美元，主要係支付外輪進口運費增加。收支相抵，本季運輸淨支出由上年同季之467百萬美元減為101百萬美元。

### (二) 旅行

本季旅行收入計2,180百萬美元，較上年同季增加461百萬美元，主要係陸客來台觀光人次成長。旅行支出計2,259百萬美元，較上年同季增加414百萬美元，主要係國人出國人次增加。收支相抵，本季旅行收支呈淨支出79百萬美元，較上年同季淨支出126百萬美元，減少47百萬美元。

### (三) 其他服務

其他服務收支方面，包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術與雜項服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計5,458百萬美元，較上年同季增加1,133百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計4,763百萬美元，較上年同季增加1,633百萬美元，主要係專利權、商標等使用費及貿易佣金支出增加。收支相抵，其他服務淨收入由上年同季之1,195百萬美元減少為695百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	99年第2季			98年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	10,131	9,616	515	7,428	6,826	602	2,703	2,790
一、運輸服務	2,493	2,594	-101	1,384	1,851	-467	1,109	743
(一)客運	427	375	52	258	199	59	169	176
(二)貨運	1,972	1,391	581	1,024	979	45	948	412
(三)其他	94	828	-734	102	673	-571	-8	155
二、旅行	2,180	2,259	-79	1,719	1,845	-126	461	414
三、其他服務	5,458	4,763	695	4,325	3,130	1,195	1,133	1,633
(一)通訊	98	115	-17	84	103	-19	14	12
(二)營建	82	39	43	44	23	21	38	16
(三)保險	133	262	-129	88	195	-107	45	67
(四)金融	208	61	147	184	95	89	24	-34
(五)電腦與資訊	42	122	-80	47	69	-22	-5	53
(六)專利權、商標等使用費	131	1,287	-1,156	62	649	-587	69	638
(七)其他事務服務	4,679	2,654	2,025	3,690	1,757	1,933	989	897
1. 三角貿易及與貿易有關服務	3,766	1,033	2,733	2,902	587	2,315	864	446
2. 營運租賃	60	263	-203	67	253	-186	-7	10
3. 專業技術與雜項	853	1,358	-505	721	917	-196	132	441
(八)個人、文化與休閒服務	26	56	-30	19	45	-26	7	11
(九)不包括在其他項目的政府服務	59	167	-108	107	194	-87	-48	-27

### 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入5,485百萬美元，較上年同季增加1,009百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加，以及全球景氣復甦，居民對外直接投資所得增加；所得支出計2,174百萬美元，較上年同季增加445百萬美元，主要係對非居民證券投資所得支出增加。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之2,747百萬美元增加為

3,311百萬美元(表3)。

### 四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,284百萬美元，較上年同季增加143百萬美元，主要係禮品、樣品進口增加；支出計2,052百萬美元，較上年同季增加351百萬美元，主要係民間部門捐贈匯出款增加。本季經常移轉淨支出由上年同季之560百萬美元增為768百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	99年第2季			98年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	5,485	2,174	3,311	4,476	1,729	2,747	1,009	445
一、薪資所得	87	83	4	80	77	3	7	6
二、投資所得	5,398	2,091	3,307	4,396	1,652	2,744	1,002	439
(一)直接投資	1,315	1,070	245	908	1,048	-140	407	22
(二)證券投資	297	895	-598	248	344	-96	49	551
(三)其他投資	3,786	126	3,660	3,240	260	2,980	546	-134
經常移轉	1,284	2,052	-768	1,141	1,701	-560	143	351

## 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、衍生性金融商品與其他投資。本季金融帳淨流入5,914百萬美元。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

	99年第2季			98年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-2,678	529	-2,149	-1,294	484	-810	-1,384	45
(一)對外直接投資	-2,678	—	-2,678	-1,294	—	-1,294	-1,384	—
(二)來台直接投資	—	529	529	—	484	484	—	45
二、證券投資	-8,769	1,168	-7,601	-9,111	8,683	-428	342	-7,515
(一)股權證券	-5,789	1,505	-4,284	-3,500	7,394	3,894	-2,289	-5,889
(二)債權證券	-2,980	-337	-3,317	-5,611	1,289	-4,322	2,631	-1,626
1.債券與票券	-1,881	-205	-2,086	-5,609	1,291	-4,318	3,728	-1,496
2.貨幣市場工具	-1,099	-132	-1,231	-2	-2	-4	-1,097	-130
三、衍生性金融商品	1,409	-1,078	331	1,596	-1,158	438	-187	80
四、其他投資	9,439	5,894	15,333	5,719	-1,878	3,841	3,720	7,772
(一)貿易信用	-108	469	361	-147	684	537	39	-215
(二)借款	6,853	3,650	10,503	-1,575	2,232	657	8,428	1,418
(三)現金與存款	1,893	2,832	4,725	6,253	-4,666	1,587	-4,360	7,498
(四)其他	801	-1,057	-256	1,188	-128	1,060	-387	-929
合  計	-599	6,513	5,914	-3,090	6,131	3,041	2,491	382

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

## 一、直接投資

本季直接投資淨流出2,149百萬美元。其中，對外直接投資呈淨流出2,678百萬美元，對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、不動產業與非金屬礦物製品製造業；非居民來台直接投資淨流入529百萬美元，主要投資行業為金融保險業、化學製品製造業與批發零售業。

## 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出7,601百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出8,769百萬美元。其中股權證券投資續呈淨流出5,789百萬美元，主要係居民投資國外基金；債權證券投資亦呈淨流出2,980百萬美元，主要係保險公司匯出資金投資國外債券。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流出1,881百萬美元及1,009百萬美元。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券續呈淨流入1,168百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票。其中股權證券投資及債權證券投資分別呈淨流入1,505百萬美元及淨流出337百萬美元；債權證券投資中，債券與票券呈淨流出205百萬美元，貨幣市場工具呈淨流出132百萬美元。

## 三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入331百萬美元，資產方面淨流入1,409百萬美元，主要是銀行部門承做衍生性金融商品交易利得；負債方面呈淨流出1,078百萬美元，主要亦為銀行部門承做衍生性金融商品交易損失。

## 四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流入15,333百萬美元，主要係銀行部門收回國外同業短期放款及自國外聯行引進資金。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入9,439百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用淨流出108百萬美元；貸款呈淨流入6,853百萬美元，現金與存款呈淨流入1,893百萬美元，兩項合計呈淨流入8,746百萬美元，主要係國際金融市場資金緊俏情況紓解，銀行部門收回國外短期放款及存款；其他資產呈淨流入801百萬美元，主要係銀行部門其他短期資產減少。

### (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入5,894百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流入469百萬美元；借款呈淨流入3,650百萬美元，現金與存

款呈淨流入2,832百萬美元，兩項合計淨流入6,482百萬美元，主要係銀行體系外幣存款減少，外幣放款增加，銀行部門自國外引進資金；其他負債呈淨流出1,057百萬美元，主要係銀行部門減少其他短期負債。

## 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15,377百萬美元。



# 貨幣與信用

## 壹、概述

本(99)年第2季貨幣總計數M2平均年增率自上季之5.03%降為3.84%，M1B平均年增率亦自上季之24.34%降至15.27%，主要因上年比較基期較高所致。7、8月M1B年增率繼續下滑，主要因上年比較基期較高所致，而M2年增率則轉趨上升，主要因銀行放款與投資持續成長，至8月M1B及M2年增率分別為12.29%及4.60%。至於主要金融機構放款與投資（以成本計價），由於

銀行對民間部門債權增加，第2季平均年增率由上季之1.48%上升為2.95%。隨景氣回溫，銀行對民間部門債權持續擴增，至8月底主要金融機構放款與投資年增率續上升為5.69%。

銀行業存、放款利率方面，由於本行於本年6月調升貼放利率0.125個百分點，第2季銀行存款利率小幅上升。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數			準備貨幣	主要金融機構存款	主要金融機構放款與投資	主要金融機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
96	6.80	6.44	4.25	4.71	1.03	2.35	3.12
97	0.97	-2.94	2.67	3.24	6.75	3.42	1.78
98	13.37	16.54	7.21	12.60	5.64	0.75	-1.09
98/ 6	13.90	17.03	8.15	14.26	7.35	0.14	-2.55
7	15.67	20.64	8.33	15.59	7.46	-0.50	-3.33
8	17.23	22.14	8.17	14.03	7.38	-0.82	-3.40
9	15.63	23.51	8.28	11.08	7.26	-1.28	-3.66
10	17.98	25.66	7.28	10.22	6.68	-1.08	-3.13
11	22.62	28.62	6.59	10.82	6.21	-0.62	-2.69
12	24.14	30.30	5.99	10.66	5.64	0.75	-1.09
99/ 1	18.10	26.17	5.40	1.85	6.45	0.98	-0.40
2	22.55	25.27	5.10	7.30	4.85	2.02	1.17
3	18.28	21.57	4.58	6.28	4.13	1.45	1.30
4	15.71	17.92	4.18	2.58	3.99	2.08	2.36
5	15.92	14.67	3.54	3.52	3.69	3.03	3.62
6	15.73	13.22	3.81	4.38	3.74	3.73	4.30
7	15.11	12.49	4.12	6.12	4.01	4.63	5.47
8	12.92	12.29	4.60	7.00	4.53	5.69	6.78

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

五大銀行一年期存款固定利率自上季底的0.89%微幅調升至本季底的1.02%，至8月底維持不變。五大銀行基準放款利率亦微幅調升，自上季底的2.564%，略升至本季底的2.568%，嗣後受本行調升貼放利率影響再上升至8月底為2.628%。五大銀行新承做放款

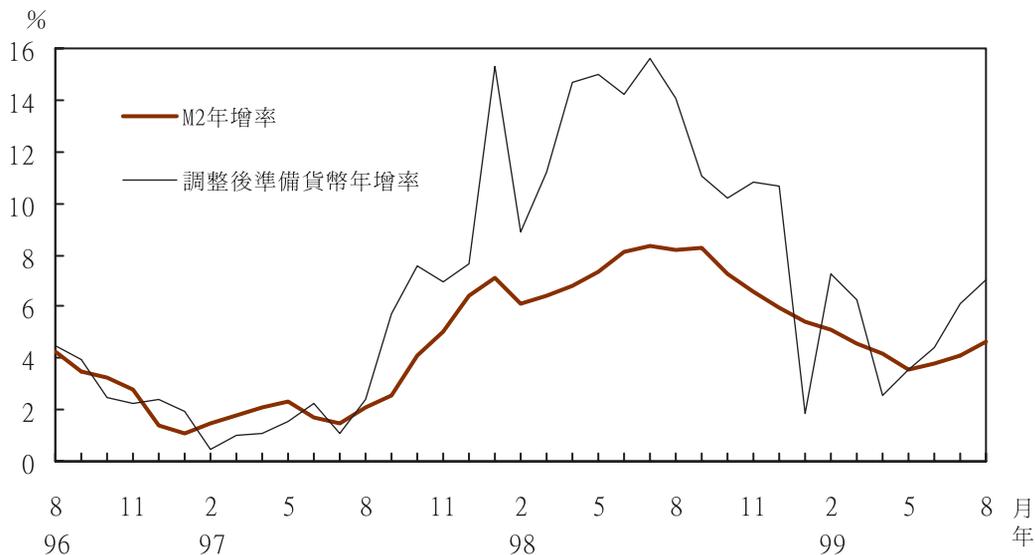
加權平均利率自本年3月的1.502%下降至6月的1.459%，7月因購屋、週轉金及消費性貸款利率均上升，平均利率上升至1.499%，8月則因週轉金及消費性貸款利率下降，平均利率下降至1.422%。

## 貳、準備貨幣年增率先降後升

本年第2季日平均準備貨幣年增率較上季減緩，主要因銀行超額準備較上季明顯減少，以及上年比較基期較高，致日平均準備貨幣年增率由3月的6.28%下降至4月之2.58%，之後轉呈回升至6月為4.38%。總計本年第2季日平均準備貨幣平均年增率為3.49%，較上季之5.15%，減少1.66個百分點。7月及8月因股市回溫，活期性存款擴增，日平均準備貨幣年增率上升至8月為

7.00%。就準備貨幣變動來源分析，本年第2季雖然有公債與國庫券還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，惟因財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行陸續發行定期存單等緊縮因素，日平均準備貨幣較上季減少。至於本年7月及8月日平均準備貨幣則轉呈增加。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 參、貨幣總計數M2年增率先降後升

本年第2季貨幣總計數M2平均年增率自上季之5.03%降為3.84%，M1B平均年增率亦自上季之24.34%降至15.27%，主要因上年比較基期較高所致。7、8月M1B年增率繼

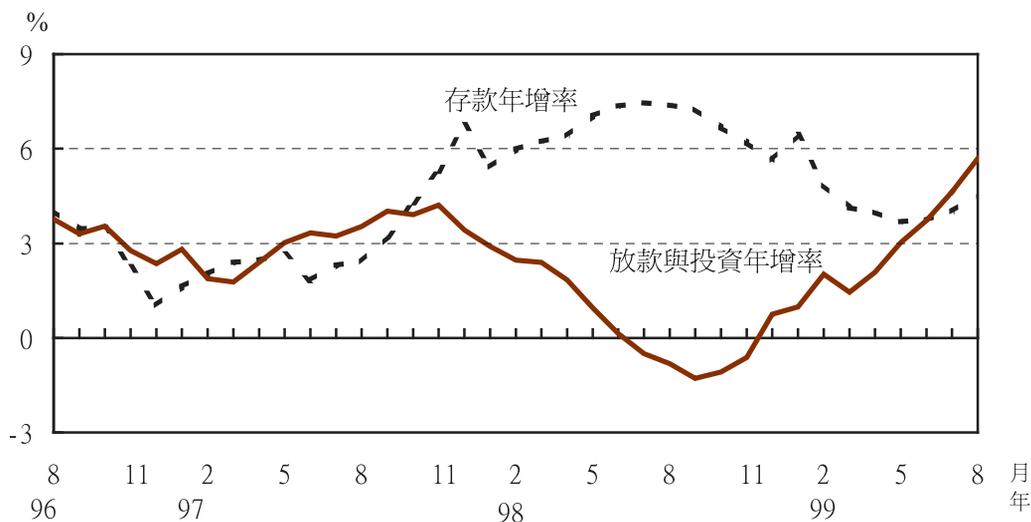
續下滑，而M2年增率則轉趨上升，主要因銀行放款與投資持續成長，至8月，M1B及M2年增率分別為12.29%及4.60%。

## 肆、存款年增率先降後升

本年第2季主要金融機構存款年增率呈先降後升趨勢，4月及5月受上年比較基期較高影響，月底年增率由上季底之4.13%逐月下降至5月底之3.69%，6月由於銀行放款與投資持續成長，月底年增率回升為3.74%；7月及8月底分別續升為4.01%及4.53%。就各類存款觀察，活期性存款方面，受股市交投趨淡及上年比較基期較高影響，年增率由上季底之20.02%逐月下降至本季底之13.02%；7月及8月底年增率分別為12.48%及12.51%。定期性存款方面，由於定期及定期儲蓄存款持續增加，以及上年比較基期較低，本季底年增率由上季底之-2.70%上升

為-0.33%；7月及8月底年增率分別上升為0.12%及0.88%。政府存款方面，4月底年增率由上季底之13.79%持續降至11.44%，5月受政府所得稅收增加影響，月底年增率上升至18.53%；6月因政府提前償還借款，月底年增率大幅降至2.97%；7月底及8月底年增率分別為4.93%及3.31%；比重方面，本季底活期性存款占存款總數之比重由上季底之32.16%上升為32.33%，定期性存款所占比重則由上季底之64.56%下降為64.26%，政府存款所占比重亦由上季底之3.28%上升為3.41%。8月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為33.00%、63.62%及3.38%。

圖2 主要金融機構存款及放款與投資年增率



### 伍、銀行放款與投資年增率呈溫和成長

本年第2季底主要金融機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加3,696億元，其中放款增加4,246億元，投資則減少550億元，年增率由上季底之1.45%上升為本季底之3.73%，主要因銀行對民間部門債權增加所致。7、8月，由於景氣持續回溫，銀行對民間部門債權持續增加，8月底年增率上升至5.69%。若包含人壽保險公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，本季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之2.83%上升為4.05%，8月底再上升至5.17%。

就放款與投資之對象別觀察，本季底主要金融機構對政府債權、公營事業債權及民間部門債權年增率分別為1.90%、0.05%及4.30%，除對政府債權外，均較上季底上

升；8月底對政府債權成長減緩，對公營事業債權及民間部門債權年增率則持續正成長，年增率分別為1.26%、1.83%及6.78%。比重方面，本季底對民間部門債權比重由上季底之79.36%上升為80.29%，至8月底再上升為80.52%，主要為對民營企業放款比重增加所致；對政府債權比重由上季底之16.47%下降為15.35%，至8月底續降為15.14%，主要為對政府債券投資減少所致；對公營事業債權比重由上季底之4.17%上升為4.36%，主要為對公營事業放款增加所致，8月底則略降為4.33%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，本季底對民營企業放款總餘額較上季底增加2,617億元，其中以對製造業放款增加1,074億元為最多，其次為對批發及零售業放

款增加842億元，再次為對服務業放款增加504億元；8月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較本季底增加2,021億元，主要為對製造業放款增加1,595億元，其次為對資訊及通訊傳播業放款增加228億元。就各業別比重而言，本季底以對製造業放款之48.98%為

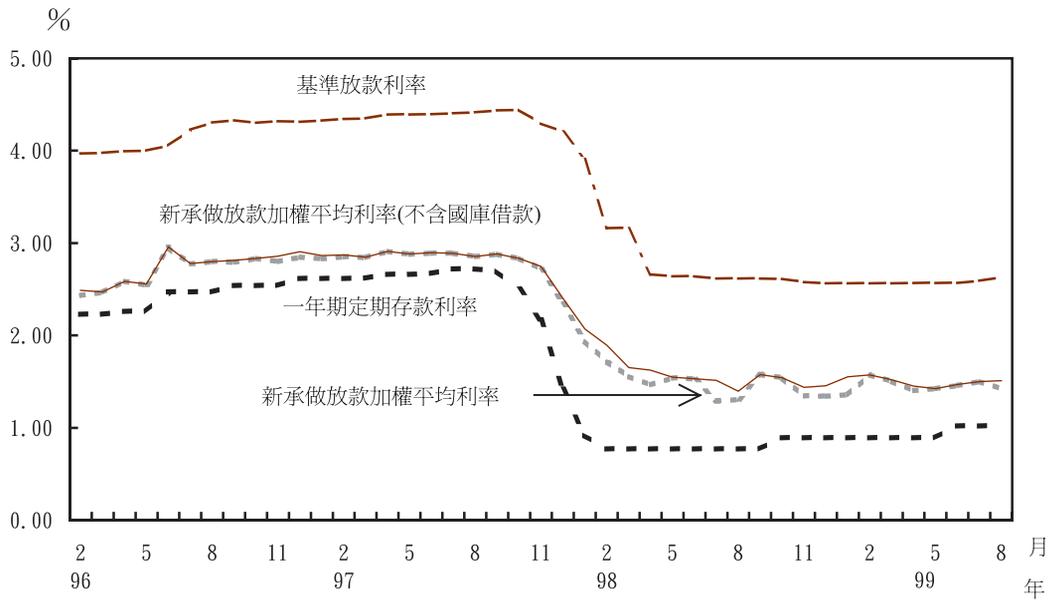
最高，其次為對服務業之21.06%，再次為對批發及零售業之13.20%，其中對製造業與對服務業放款比重較上季底下降，對批發及零售業放款比重則較上季底上升，至於對營造業放款比重略降，為3.43%。

## 陸、銀行業利率小幅調升

本行於本年6月調升貼放利率0.125個百分點，主要銀行第2季存款利率隨之小幅調升。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的0.89%微幅調升至本季底的1.02%，至8月底維持不變。五大銀行基準放款利率方面，受一銀、華銀4月調升影響，致平均基準放款利率自上季底的2.564%，上升至本季底的2.568%，7月及8月受本行調升貼放利率影響再持續上升，至8月底為

2.628%。在新承做放款利率方面，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.502%下降至6月之1.459%，7月因購屋、週轉金及消費性貸款利率上升，平均利率上升至1.499%，8月則因週轉金及消費性貸款利率下降，致平均利率下降至1.422%，較3月下降0.08個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.520%下降至6月的1.468%，8月再回升至1.509%，仍較3月下降0.011個百分點。

圖3 本國五大銀行平均利率\*



註：\*97年10月以前五大銀行係指台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀;97年11月以後彰銀改為土銀。

# 金融市場

## 壹、貨幣市場

本（99）年第2季因全球景氣復甦態勢明顯，兩岸簽定金融MOU與ECFA利多題材持續發酵，國內經濟活動熱絡。其中出口及工業生產皆明顯好轉，廠商設備投資增加，失業率亦漸獲改善，民間消費信心上升。隨景氣轉佳，外資持續淨匯入。為維持金融穩定，本行持續發行定期存單收回銀行體系資金，存款機構（含存款貨幣機構及中華郵政公司儲匯處）日平均淨超額準備平均為277億元，較上季平均之305億元為低；本年7月續降至254億元，8月回升為297億元。金融業隔夜拆款平均利率則自本年3月之0.130%緩步上升至8月之0.203%。

以下分別就本年4月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，4、5月在公債陸續發行與本行持續發行定期存單收回銀行體系資金影響，日平均淨超額準備，分別為327億元及235億元；6月雖有所得稅款陸續繳庫，以及本行定期存單陸續發行等影響，惟因有國庫券到期還本、財政部償還銀行借款、發放各項補助款及統籌分配款，日平均

淨超額準備微升為269億元；7月因本行持續發行定期存單收回銀行體系資金，日平均淨超額準備降為254億元；8月在上市櫃公司發放現金股利及國庫券到期償還等影響，日平均淨超額準備上升至297億元。

### 二、利率走勢

由於國內經濟加速復甦，銀行放款與投資持續成長，市場利率漸次走高；益以房地產價格攀升，以及物價上升，本行引導市場利率逐漸回升，本年6月調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為年息1.375%、1.75%及3.625%。

受本行持續發行定期存單收回銀行體系資金影響，金融業隔夜拆款平均利率由本年3月之0.130%緩步上升至6月之0.183%，8月續上升至0.203%。票券市場利率亦呈緩步上升趨勢，1-30天期商業本票次級市場利率，由4、5月之0.300%持續走升至8月之0.350%；1-30天期商業本票發行利率，由4月之0.430%上升至6、7月之0.440%，8月則續上升至0.470%。

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備部位

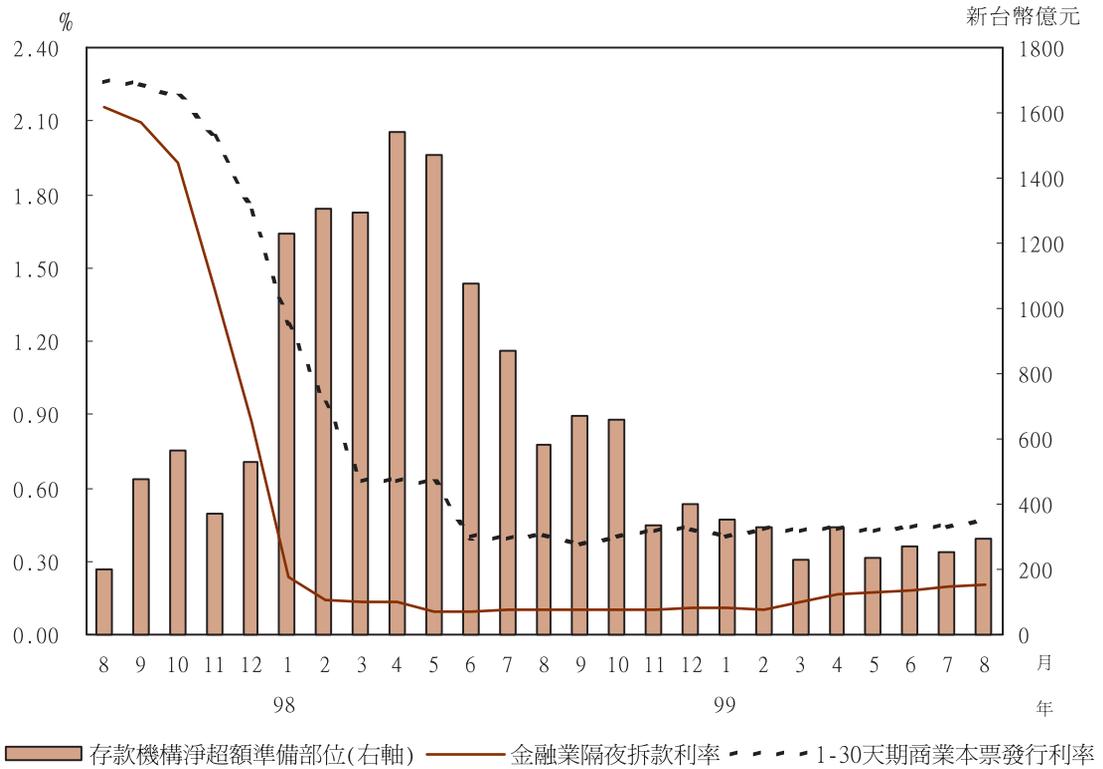


表1.1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單				
		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	
96	1.998	2.12	2.18	2.13	1.89	1.90	1.96	1.91	1.95	1.94	2.29	
97	2.014	2.20	2.25	2.27	1.88	1.92	1.97	1.89	2.05	2.17	2.27	
98	0.109	0.58	0.68	0.71	0.21	0.24	0.29	0.58	0.62	0.72	-	
98/ 8	0.101	0.41	0.74	0.41	0.19	0.22	0.23	0.57	0.61	0.71	-	
9	0.100	0.37	0.45	0.80	0.19	0.24	0.29	0.57	0.61	0.71	-	
10	0.101	0.40	0.41	0.48	0.21	0.22	0.32	0.57	0.61	0.71	-	
11	0.104	0.42	0.57	0.74	0.22	0.24	0.34	0.57	0.61	0.71	-	
12	0.106	0.43	0.56	0.50	0.25	0.27	0.40	0.54	0.61	0.71	-	
99/ 1	0.108	0.40	0.52	0.45	0.24	0.30	0.41	0.57	0.61	0.71	-	
2	0.104	0.43	0.59	0.38	0.25	0.27	0.37	0.57	0.61	0.71	-	
3	0.130	0.42	0.51	0.69	0.26	0.33	0.47	0.57	0.61	0.71	-	
4	0.164	0.43	0.60	0.74	0.30	0.35	0.46	0.57	0.61	0.71	0.75	
5	0.174	0.42	0.51	0.59	0.30	0.33	0.39	0.57	0.61	0.71	0.70	
6	0.183	0.44	0.71	0.58	0.31	0.35	0.37	0.59	0.63	0.73	0.67	
7	0.196	0.44	0.51	0.55	0.34	0.39	0.46	0.63	0.67	0.77	0.73	
8	0.203	0.47	0.54	0.58	0.35	0.39	0.43	0.63	0.67	0.77	0.69	

### 三、票券流通餘額

本年8月底票券流通餘額合計為11,335億元，較3月底減少591億元，其中，國庫券大幅減少550億元，主要因5月以來國庫短期資

金需求降低，國庫券陸續到期還本後未再續發；此外，同期間商業本票亦減少約322億元，可轉讓定存單與銀行承兌匯票，則分別增加271億元與11億元。

表1.2 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			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
96	64,951	66,622	9,253	880	850	280	55,772	56,300	6,648	382	378	84	7,917	9,094	2,240
97	69,486	69,040	9,698	2,400	1,612	1,068	60,747	60,493	6,902	333	368	49	6,006	6,568	1,678
98	62,934	62,202	10,431	4,350	3,268	2,150	53,977	54,366	6,513	219	220	49	4,388	4,348	1,719
98/ 8	4,096	5,044	9,490	-	500	1,500	3,873	4,144	6,739	19	19	45	204	381	1,206
9	5,503	5,293	9,700	450	200	1,750	4,559	4,593	6,705	21	20	45	473	479	1,200
10	5,605	5,152	10,154	600	350	2,000	4,610	4,515	6,800	21	16	51	375	272	1,304
11	5,583	5,561	10,176	450	550	1,900	4,493	4,588	6,704	21	23	48	620	400	1,524
12	6,549	6,294	10,431	700	450	2,150	5,105	5,296	6,513	21	21	48	722	527	1,719
99/ 1	5,743	5,040	11,134	200	-	2,350	5,050	4,582	6,981	20	18	51	473	440	1,752
2	4,412	3,872	11,674	250	250	2,350	3,549	3,166	7,365	19	20	49	594	436	1,910
3	6,394	6,142	11,926	250	400	2,200	5,372	5,114	7,623	27	25	52	745	604	2,051
4	5,771	5,817	11,880	450	400	2,250	4,577	4,634	7,566	28	22	58	717	761	2,007
5	5,030	5,577	11,334	-	250	2,000	4,309	4,902	6,973	30	27	60	692	398	2,300
6	5,994	5,913	11,415	-	200	1,800	4,955	4,902	7,026	28	26	62	1,011	784	2,527
7	6,309	5,952	11,772	350	350	1,800	5,447	4,988	7,485	31	25	68	481	590	2,419
8	6,073	6,510	11,335	300	450	1,650	4,849	5,034	7,301	28	34	63	896	992	2,322

## 貳、債券市場

本(99)年第2季債券發行市場，政府公債方面，除為因應舉新還舊之需，發行1,500億元中央政府公債外，高雄市政府為償還到期債務亦發行公債106億元。本季以來，由於景氣轉趨樂觀，企業紛紛擴大資本支出，銀行對民間部門放款亦相對提升，公司債及金融債券發行規模均較上季大幅成長，其中，公司債部分，發行規模為967億元，較上季大幅增加467億元或93.4%；金融債券部分，發行規模為507億元，發債量亦較上季大幅成長341億元或205.42%；資產證券化商品方面，尚無新案發行，截至本季度累計發行餘額為2,426億元；至於外國債券及國際債券方面，受到國內低利條件吸引，本季韓國輸出入銀行( KEXIM )在台發行美元計價債券，折合新台幣約87億元，成為今年第一檔在台發行之國際債券。債券流通市場部分，本季交易量為28兆4,763億元，較上季增加5兆5,964億元或24.46%。

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

本季中央政府為因應舉新還舊之需，共發行甲類非自償性公債1,500億元，較上季減少400億元或21.05%；發行年期包括5年、10年、20年及30年期；就得標利率觀察，由於本行發行NCD加速回收市場游資，5年期及10年期公債受資金排擠效應影響，利率相較上季走揚；在長債方面，因長債向為市場資金去化的主要標的，利率易跌難漲，本季20年期與10年期公債利差仍維持50個基本點，30年期與10年期公債利差則縮減為75個基本點左右。累計至本季度，中央政府公債發行餘額為4兆496億元，較上季底增加1千億元或2.53%，8月底發行餘額維持4兆496億元。

#### (二) 直轄市政府公債

本季高雄市政府為償還到期債務，於6月22日發行5年期公債106億元，發行利率

表2.1 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	得標倍數	最高得標利率 (%)	行業得標比重(%)			
						銀行業	證券業	票券業	保險業
※99甲2	4.6	30	300	1.96	2.230	41.00	42.33	0.00	16.67
※99甲1	4.16	5	400	1.93	1.007	55.12	33.88	5.25	5.75
※99甲4	5.3	20	400	1.41	1.998	47.63	38.62	2.50	11.25
※99甲5	6.15	10	400	1.55	1.457	57.74	34.63	1.38	6.25

※為增額公債。

為1.4%。截至本季底直轄市政府公債發行餘額為1,470億元，較上季底增加106億元或7.77%，至8月底發行餘額為1,469億元。

### (三) 公司債

本季除季節因素影響外，隨著景氣轉趨

樂觀，加上市場對於下半年再度升息之預期心理濃厚，企業籌資相當熱絡，本季公司債發行總額為967億元，較上季遽增467億元或93.4%。就發行內容觀察，8成以上為不可轉換公司債；其中，無擔保公司債及擔保公司

表2.2 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券及 國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
96	13,836	60,482	3,932	34,100	90	1,098	1,629	11,049	1,925	9,174	6,175	4,262	85	799
97	13,463	61,667	4,100	36,097	287	1,265	2,875	11,390	1,612	8,960	4,576	3,330	13	625
98	10,629	62,519	4,700	38,296	256	1,414	2,039	11,369	987	8,125	2,439	2,644	228	691
98/ 1	592	61,630	400	36,497	-	1,264	60	11,117	30	8,885	65	3,205	37	662
2	669	61,261	300	36,397	-	1,264	50	11,089	10	8,720	309	3,129	20	682
3	552	60,989	400	36,795	-	1,244	-	11,054	5	8,192	147	3,087	-	637
4	818	61,441	400	37,195	-	1,244	247	11,090	81	8,242	90	3,053	-	637
5	827	61,249	300	37,195	83	1,327	80	10,923	67	8,205	297	2,982	-	637
6	936	61,455	400	37,595	100	1,426	42	10,622	121	8,208	188	2,937	85	687
7	687	60,920	400	37,295	-	1,421	101	10,560	44	8,102	142	2,875	-	687
8	936	60,937	300	37,286	-	1,421	284	10,609	10	8,112	342	2,842	-	687
9	817	61,284	400	37,686	-	1,421	137	10,681	90	8,098	190	2,731	-	687
10	1,578	62,395	700	38,386	-	1,421	484	11,058	249	8,142	145	2,721	-	687
11	1,019	62,465	300	38,286	73	1,494	222	11,242	20	8,055	318	2,717	86	691
12	1,198	62,519	400	38,296	-	1,414	332	11,369	260	8,125	206	2,644	-	691
99/ 1	1,135	62,327	700	38,296	-	1,364	221	11,412	72	8,014	142	2,590	-	651
2	1,347	63,089	800	39,096	-	1,364	193	11,599	7	7,784	347	2,595	-	651
3	736	63,106	400	39,496	-	1,364	86	11,528	87	7,647	163	2,540	-	531
4	1,242	63,712	700	40,196	-	1,364	277	11,570	116	7,656	149	2,530	-	396
5	1,123	64,170	400	40,596	-	1,364	274	11,687	110	7,608	339	2,519	-	396
6	1,433	64,183	400	40,496	106	1,470	417	11,615	281	7,693	142	2,426	87	483
7	1,105	64,102	400	40,196	-	1,470	427	11,778	35	7,662	137	2,407	106	589
8	1,231	64,743	400	40,496	-	1,469	315	11,986	128	7,742	388	2,461	-	589

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國金融統計月報」。
- (2) 行政院金管會銀行局「資產證券化案件統計表」。
- (3) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」。

債各占55.4%及44.6%；發行期限別則以5年期占60.71%為最大宗；整體市場仍以台電及台塑集團為發債主力，合計金額約達600億元，占發行總額6成以上。另在加權平均發行利率方面，今年以來短期利率雖不斷墊高，惟因市場資金仍多，債信良好之公司債大獲買盤青睞，因此，除3年期(1.8971%)利率較上季提升外，5年期(1.5253%)及7年期(1.75%)利率均較上季下滑，至於2年期、10年期利率，本季分別為0.98%及1.84%；其中，在7年期及10年期券方面，由於發債企業均係公營事業，風險貼水相對較小，致長短期利差幅度縮減，僅20至30個基本點；此外，再就直間接金融籌資成本加以比較，本季5年期公司債利率與銀行新承作資本支出放款利率(1.5144%)之差距甚微，未及2個基本點。截至本季底，公司債發行餘額為1兆1,615億元，較上季底增加87億元或0.75%，8月底發行餘額為1兆1,986億元。

#### (四) 金融債券

本季包括大型行庫、中小型銀行等共13家金融機構相繼發債，發行總金額為507億元，較上季大幅增加341億元或205.42%。就發行內容觀察，整體發債量8成以上為次順位債；發債金額達50億元以上者，約占發行總額7成；發行期間以7年期券占69.43%為最大宗。在加權平均發行利率方面，5年期主順位債利率為1.331%，至於7年期債，其主、次順位間風險貼水幅度約50個基本點，

利率分別為1.7%及2.181%。此外，本季金融機構為提高第一類資本，亦發行無到期日非累積次順位債80億元，由於債券期限長，加權平均發行利率(3.281%)相較有到期日次順位債高約100至200個基本點。累計至本季底，金融債券發行餘額為7,693億元，較上季底增加46億元或0.60%，8月底發行餘額為7,742億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

資產證券化方面，本季無新案發行，僅金融資產證券化商品定期循環發行金額620億元；至於不動產證券化商品，本季國內8檔不動產投資信託基金資產淨值增加9億餘元。累計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為2,426億元，較上季底減少114億元或4.49%，8月底發行餘額為2,461億元。

#### (六) 外國債券及國際債券

受到國內低利條件吸引，加上多元化籌資管道考量，本季韓國輸出入銀行(KEXIM)於6月23日在台發行2.7億美元計價債券(折合新台幣約87億元)，發行年期為3.5年，發行利率2.65%，為今年第一檔在台發行之國際債券。本季底，外國債券及國際債券發行餘額為483億元，較上季底減少48億元或9.04%，8月底發行餘額為589億元。

## 二、流通市場

### (一) 店頭市場

本年4月，受國際債市走空影響，10年



表2.3 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 (%)	
96	1,940,055	937,876	48.3	1,002,179	51.7	
97	1,355,095	597,490	44.1	757,605	55.9	
98	975,475	394,047	40.4	581,428	59.6	
98/	1	68,201	28,109	41.2	40,092	58.8
	2	80,526	35,938	44.6	44,588	55.4
	3	97,409	45,469	46.7	51,940	53.3
	4	79,618	31,958	40.1	47,660	59.9
	5	77,042	33,215	43.1	43,827	56.9
	6	85,301	35,719	41.9	49,582	58.1
	7	83,017	40,187	48.4	42,830	51.6
	8	76,752	30,417	39.6	46,335	60.4
	9	87,028	34,997	40.2	52,031	59.8
	10	92,069	34,887	37.9	57,182	62.1
	11	73,038	21,063	28.8	51,975	71.2
	12	75,474	22,088	29.3	53,386	70.7
99/	1	88,063	44,490	50.5	43,573	49.5
	2	49,212	17,489	35.5	31,723	64.5
	3	91,524	36,726	40.1	54,798	59.9
	4	93,604	44,842	47.9	48,762	52.1
	5	100,719	49,232	48.9	51,487	51.1
	6	90,440	40,108	44.3	50,332	55.7
	7	100,718	46,231	45.9	54,487	54.1
	8	104,987	41,780	39.8	63,206	60.2

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表2.4 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券及 國際債券	
			普通	可轉換				
96	1,940,055	1,922,416	4,121	9,327	1,709	1,622	860	
97	1,355,095	1,337,539	5,025	8,829	2,054	819	829	
98	975,475	959,932	4,804	8,612	1,525	0	602	
98/	1	68,201	67,250	353	483	62	-	53
	2	80,526	79,266	509	626	68	-	57
	3	97,409	96,175	409	775	15	0	35
	4	79,618	78,230	506	748	100	-	34
	5	77,042	75,902	271	729	106	-	34
	6	85,301	83,950	277	696	319	-	59
	7	83,017	81,882	250	699	116	-	70
	8	76,752	75,574	437	665	43	0	33
	9	87,028	85,816	248	759	170	0	35
	10	92,069	90,572	549	715	180	0	53
	11	73,038	71,680	453	629	142	0	134
	12	75,474	73,635	542	1,088	204	-	5
99/	1	88,063	86,680	532	796	55	-	0
	2	49,212	48,179	524	451	56	-	2
	3	91,524	90,067	463	812	176	-	6
	4	93,604	83,005	8,251	791	1,397	70	90
	5	100,719	90,506	7,854	754	1,471	99	35
	6	90,440	79,350	8,479	779	1,583	196	53
	7	100,718	89,481	8,748	1,034	1,300	101	54
	8	104,987	93,208	8,866	1,178	1,509	170	56

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

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

## 參、股票市場

99年4月上半月，由於美股持續走高及電子業3月份營收表現亮麗，致使股市續強，指數於4月15日升抵8,172點。隨後，由於南歐國家債信危機持續擴散，導致國際股市重挫，外資大舉賣超台股，以致台股自高檔下滑，指數於6月9日跌至7,072點。之後，由於南歐國家債信危機緩和，美國科技股第2季財報亮麗，促使美國股市勁升，激勵外資大幅買超，以及ECFA題材持續發酵，帶動傳產股及金融股走強，致使台股強勁上揚，指數於8月9日升抵8,035點。隨後，由於指數8千點解套賣壓沉重，美國重要的就業及成屋銷售數據表現不佳，美國股市轉弱，外資持續減碼以及鴻海上半年財報表現不如預期，以致台股走軟，指數於8月31日跌至7,616點，較3月底的7,920點下跌3.84%。

### 一、大盤股價指數變動

99年4月份股市先升後跌，4月底加權指數較上月底小漲1.06%。4月上半月股市續強，指數於4月15日升抵8,172點，此期間主要利多因素包括：1.人民幣升值預期，引發熱錢流入亞洲，帶動亞洲股市上揚；2.美股持續走高，再創今年來新高；3.兩岸ECFA二次協商完成，早收清單初步確定，激勵相關受惠類股走高；4.3月份電子業營收表現亮麗。4月下半月股市回跌，此期間主要利空

因素包括：1.中國第1季GDP成長率偏高，市場擔心中國再度緊縮貨幣，導致亞洲股市重挫；2.美國高盛證券被控詐欺，引發美國股市大跌；3.冰島火山灰癱瘓歐洲空運，波及國際股市；4.國安基金宣布5月底前完成退場，市場賣壓升高。

99年5月份股市下跌，5月底加權指數較上月底下跌7.87%。5月份主要利空因素包括：1.中國宣布第3度調高存款準備率；2.南歐國家債信危機持續擴散，國際股市全面下挫；3.5月份報稅季節來到，大股東須賣股求現，使市場賣壓增大；4.南北韓緊張情事升高，衝擊亞洲股市；5.外資大幅賣超台股。

99年6月份股市呈現狹幅盤整局面，6月底加權指數較上月底小跌0.60%。6月上旬股市走低，此期間主要利空因素包括：1.鴻海旗下富士康兩度宣布大幅加薪，壓縮鴻海獲利空間；2.匈牙利爆發債信問題，導致國際股市重挫，外資大幅賣超。6月中旬股市回升，此期間主要利多因素包括：1.西班牙成功標售公債，國際股市反彈，外資恢復買超；2.重量級科技公司對下半年景氣展望樂觀；3. ECFA早收清單敲定，激勵傳產股及金融股走強。6月下旬股市再度回落，此期間主要利空因素包括：1.美國6月份多項重要經濟指標轉弱，引發景氣可能走緩疑慮，致使美國股市重挫，外資賣超；2. ECFA正式簽



表3-1 集中市場各類股股價指數之變動

日期	類股名稱 加權指數	電子	金融保險	食品	紡織纖維	造紙	建材營造	水泥	塑膠	電機機械
99年3月底	7920.1	326.2	840.5	713.5	384.2	197.1	281.4	102.9	213.1	86.6
99年4月底	8004.3	329.8	826.4	720.9	396.3	195.4	283.6	98.3	219.3	91.0
99年5月底	7374.0	303.5	770.6	678.0	358.8	177.3	267.1	92.8	191.4	83.5
99年6月底	7329.4	295.5	796.0	723.3	370.6	173.5	265.4	93.7	194.8	83.4
99年7月底	7760.6	313.6	856.8	792.0	403.9	187.8	275.5	103.3	197.5	92.2
99年8月底	7616.3	298.0	854.4	792.1	416.5	190.3	298.0	100.1	208.9	90.1
99年4月底與 上月底比 %	+1.06	+1.11	-1.68	+1.05	+3.15	-0.88	+0.79	-4.50	+2.93	+5.09
99年5月底與 上月底比 %	-7.87	-7.97	-6.76	-5.96	-9.48	-9.27	-5.83	-5.53	-12.74	-8.32
99年6月底與 上月底比 %	-0.60	-2.65	+3.30	+6.68	+3.31	-2.13	-0.64	+0.94	+1.79	-0.05
99年7月底與 上月底比 %	+5.88	+6.13	+7.63	+9.50	+8.97	+8.23	+3.81	+10.23	+1.37	+10.51
99年8月底與 上月底比 %	-1.86	-4.96	-0.28	+0.01	+3.12	+1.37	+8.17	-3.11	+5.79	-2.21

日期	類股名稱 電器電纜	化學生技 醫療	玻璃陶瓷	鋼鐵	橡膠	汽車	航運	觀光	貿易百貨	其他
99年3月底	52.9	108.8	74.0	116.2	222.0	109.5	86.9	117.2	140.1	144.8
99年4月底	54.8	109.6	67.0	117.3	221.8	123.1	91.6	119.7	150.9	150.9
99年5月底	48.2	101.1	66.8	104.7	211.1	108.2	89.1	114.6	148.9	142.9
99年6月底	48.8	100.8	66.7	102.0	208.8	107.6	94.4	125.6	157.8	144.4
99年7月底	54.6	107.0	73.0	107.7	240.2	118.3	101.1	137.8	172.6	149.4
99年8月底	55.2	114.2	72.6	108.2	237.5	130.2	101.9	160.8	186.2	152.4
99年4月底與 上月底比 %	+3.61	+0.78	-9.47	+0.95	-0.11	+12.37	+5.48	+2.12	+7.66	+4.20
99年5月底與 上月底比 %	-11.96	-7.79	-0.19	-10.74	-4.82	-12.10	-2.72	-4.28	-1.29	-5.31
99年6月底與 上月底比 %	+1.29	-0.30	-0.16	-2.59	-1.08	-0.51	+5.88	+9.66	+5.98	+1.04
99年7月底與 上月底比 %	+11.83	+6.12	+9.44	+5.62	+15.02	+9.94	+7.11	+9.69	+9.39	+3.48
99年8月底與 上月底比 %	+1.08	+6.77	-0.55	+0.47	-1.10	+9.98	+0.76	+16.72	+7.88	+1.99

表3-2 集中市場機構投資人買賣超

單位：億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
97年全年	-4,700	440	433	-3,827
98年全年	4,801	-289	100	4,612
98年 8月	94	28	-60	62
98年 9月	1,422	26	10	1,458
98年10月	-120	-90	-56	-266
98年11月	218	-4	20	234
98年12月	985	-126	59	918
99年 1月	41	-141	-102	-202
99年 2月	-903	3	-45	-945
99年 3月	1,131	18	163	1,312
99年 4月	1,164	-149	-46	969
99年 5月	-1,272	-97	-130	-1,499
99年 6月	-124	-53	29	-148
99年 7月	634	68	75	777
99年 8月	-462	-93	-25	-580

在外資持續大舉加碼及ECFA題材加持下，大多數類股均呈上揚，僅金融、水泥、橡膠及玻璃陶瓷等少數類股下跌。漲幅較大的類股依序為：汽車股上漲12.37%，貿易百貨股上揚7.66%，電機機械股上升5.09%，電器電纜股上揚3.61%。金融股因尚未能納入ECFA的早收清單，令投資人失望，以致下跌1.68%。電子股上漲1.11%。

99年5月份因國際利空事件頻傳，國際股市全面下挫以及外資大舉賣超，各類股均告下跌。跌幅較大的類股依序為：塑膠股下跌12.74%，汽車股下跌12.10%，電器電纜股下跌11.96%，鋼鐵股滑落10.74%。電子

股下跌7.97%，金融股下跌6.76%。

99年6月份因國際股市持續下挫，外資仍續賣超台股，致使多數類股均告下跌，其中電子股下跌2.65%，主要係受到鴻海旗下富士康大幅加薪的衝擊，鋼鐵股下跌2.59%。至於金融股、食品股、航運股、觀光股及貿易百貨股等類股，均因ECFA簽訂題材的激勵而上漲，其中觀光股大漲9.66%，食品股上漲6.68%，金融股上揚3.3%。

99年7月份因南歐國家債信危機已趨緩和，國際股市反彈回升，激勵外資大幅買超台股，加以ECFA題材加持，致使各類股

均全面上漲，漲幅較大的類股依序為：橡膠股（15.02%）、電器電纜股（11.83%）、電機機械股（10.51%）以及水泥股（10.23%）。至於電子股則上揚6.13%，金融股上漲7.63%。

99年8月份因ECFA題材持續發酵，市場資金由電子股轉至傳產股，致使大多數傳產股均告上漲，其中漲幅較大者依序為：觀光股（16.72%）、汽車股（9.98%）、建材營造股（8.17%）及貿易百貨股（7.88%）。至於電子股下跌4.96%，主要係因市場對電子業景氣展望較保守，以及鴻海第2季財報獲利不如預期。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，99年4月及7月外資出現買超，主要係因美國股市走強，激勵外資看多台股。99年5月、6月及8月外資出現賣超，主要係因南歐國家債信危機擴散，美國經濟指標表現不佳，國際股市下挫，促使外資看空台股。

99年4月至8月投信法人操作仍很保守，除了7月因ECFA題材發酵，金融及傳產股表現強勢，激勵投信法人加碼外；其餘各月均出現賣超，主要係因國際股市表現弱勢，台股上漲空間不大，以及市場對電子業景氣展望較保守，促使其逢高減碼。

此外，自營商通常採取較短線操作策

略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超。99年6月即使台股行情走低，但因兩岸ECFA正式簽訂而激勵自營商出現買超；7月因台股行情走高而使自營商出現買超；至於4月、5月及8月均因台股行情疲軟而出現賣超。

### 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 99年4月7日，金管會開放發行人得以外國證券交易市場之外國證券或指數為連結標的發行國內認購權證等。

2. 99年5月21日，金管會開放證券商得接受委託人以定時不定額方式申購境外基金。

3. 99年6月7日，台灣證券交易所將台灣存託憑證（TDR）初次申請上市程序調整為與國內公司相一致，並增列TDR上市前原股股價未有異常變化為上市標準。

4. 99年6月8日，台灣證券交易所修正「有價證券借貸辦法」，新增特定境外外國機構投資人得提供美元作為擔保品。

5. 99年7月6日，金管會開放證券商得以其他證券商為有價證券借貸對象。

6. 99年8月17日，金管會公告，證券金融事業因經營業務所需，得於我國之外匯指定銀行開設外幣存款帳戶持有外幣，其持有外幣總額度以公司資本淨值之30%為限。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

99年第2季（4至6月）新台幣對美元匯率最低為6月7日之32.528元，最高為4月26日之31.359元，波幅為1.169元。季底新台幣對美元匯率為32.278元，較上季底貶值1.4%。對歐元及韓元分別較上季底升值8.3%及6.5%，對日圓及人民幣則較上季底貶值6.3%及2.0%。

99年第3季底與第2季底比較，新台幣雖然對美元及人民幣升值，惟對日圓、歐元及韓元均貶值（圖4.1），致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）反呈貶值1.5%。以下分別分析第3季新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元之匯率變動。

新台幣對美元匯率：本季最低為7月13日之32.300元，最高為9月30日之31.330元，波幅為0.970元。7月由於美國經濟數據表現不佳及歐元區債信危機暫獲緩解，國際美元走弱，新台幣對美元走升，8月中旬起因市場憂心二次經濟衰退，致美元避險需求增加，國際美元小幅反彈，加上國內受到國人對外證券投資及外資匯出影響，新台幣對美元轉貶，惟9月以來，人民幣升值壓力再起，外資流向亞洲，加上Fed憂慮美國經濟

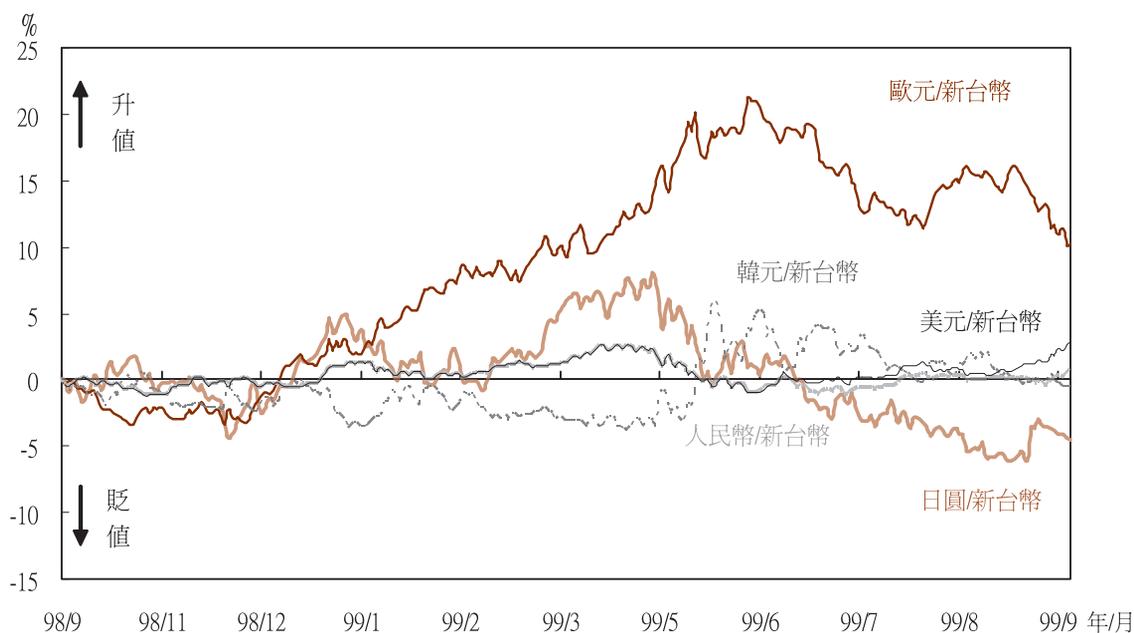
復甦減緩，繼續維持低利率政策，國際美元走貶，新台幣對美元回升。本季底新台幣對美元匯率為31.330元，較上季底升值3.0%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季微貶0.1%。

新台幣對歐元匯率：在希臘、西班牙等國致力削減赤字及國債順利發行下，歐元區主權債信危機淡化，支撐歐元回升。本季底新台幣對歐元較上季底貶值7.5%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季亦貶值1.5%。

新台幣對日圓匯率：由於市場擔心美國經濟減緩，吸引避險資金匯入日本，加上中國持續買進日圓資產，以及8月起日本限制外匯槓桿交易倍數，空頭回補日圓，致日圓對美元持續升值，本季底新台幣對日圓較上季底貶值3.2%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓亦較上季貶值7.0%。

新台幣對人民幣匯率：中國人民銀行於6月中旬調整人民幣匯率機制不再釘住美元後，7、8月間人民幣對美元先升後貶。9月以來，由於中國出口成長仍強勁，美國國會通過「促進公平貿易匯率改革法案」，再度要求人民幣升值，人民幣對美元回升。本季底新台幣對人民幣較上季底升值1.5%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣則較上季

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與98/9/30比較)



貶值0.9%。

新台幣對韓元匯率：因南韓經濟成長優於預期及外資匯入，支撐韓元匯價。本月底新台幣對韓元較上季底貶值3.9%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值1.4%。

## 二、外匯市場交易

99年5月至7月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為13,048.55億美元，較上期(2月至4月，下同)增加9.0%，日平均交易淨額亦增為204.02億美元，反映外貿持續暢旺及國內外資金移動規模擴大。其中，OBU外匯交易淨額為734.67億美元，較上期增加7.5%，占外匯市

場總交易量5.6%。

各交易類別中，以即期外匯交易最多，交易量達5,669.10億美元，換匯交易居次，交易量為5,583.98億美元，合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為43.4%及42.8%，且兩者交易較上期分別成長10.1%及13.1%。匯率選擇權與遠匯交易分居第三及第四，兩者比重分別為7.3%及5.5%（表4.1及圖4.2）。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，99年5月至7月的交易比重為46.8%，較上期增加1.6個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.0%；第三種貨幣間的交易比重為51.2%，美元對日圓、美元對歐元及其他外幣間的交易比重分別為9.1%、

表4.1 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)<sup>1</sup>

單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
		國內銀行 間新台幣 對外幣	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 <sup>2</sup>	OBU 交易淨額							
95	1,910,270	1,107,646	241,528	411,182	137,871	37,809	47,353	396,578	3,910,838	192,354	15,631
96	2,418,963	1,362,112	288,406	477,189	142,672	42,482	29,683	303,857	4,634,286	190,812	18,623
97	2,455,394	1,548,763	471,974	459,399	124,377	34,871	40,097	307,857	4,846,381	259,316	19,367
98	1,841,951	1,627,020	703,409	283,233	93,659	20,809	26,927	311,353	4,111,293	226,613	16,222
98 / 5	146,557	118,805	55,623	24,432	8,330	1,686	3,474	21,795	316,750	16,630	17,597
6	175,536	137,688	63,742	23,216	8,409	1,859	2,369	26,365	367,033	19,785	15,958
7	154,903	136,101	60,961	25,102	10,439	1,621	3,781	28,980	350,487	21,776	15,239
8	135,668	141,603	59,722	23,074	6,011	1,499	1,961	30,369	334,174	20,429	16,709
9	168,169	157,255	74,178	26,068	6,769	1,508	2,418	35,343	390,761	22,029	17,762
10	180,945	175,320	81,381	24,931	5,980	1,710	1,749	34,937	419,592	22,673	19,072
11	162,933	171,009	79,060	23,549	6,646	1,668	2,281	33,447	394,887	22,524	18,804
12	154,818	173,371	73,350	22,139	5,488	1,630	1,341	25,655	378,955	19,874	16,476
99 / 1	178,493	160,956	72,550	27,042	7,484	1,483	1,781	36,106	405,861	23,985	20,293
2	129,866	137,443	58,147	17,295	4,140	1,063	1,569	30,371	317,607	20,129	19,850
3	191,496	186,098	79,150	24,712	6,321	1,484	3,092	36,409	443,291	23,559	19,274
4	193,731	170,206	82,056	30,519	7,779	1,694	1,561	38,778	436,487	24,657	20,785
5	216,378	186,758	96,040	27,348	6,826	2,261	3,969	36,397	473,112	25,750	22,529
6	169,593	178,845	75,404	22,457	5,846	1,755	1,231	28,220	402,100	24,121	19,148
7	180,939	192,794	84,196	22,098	5,242	1,528	1,670	30,614	429,643	23,596	19,529

註：1. 自87年1月起各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外，與匯率有關之衍生性金融商品交易均列於此表。

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部份。

圖4.2 外匯交易-按交易類別

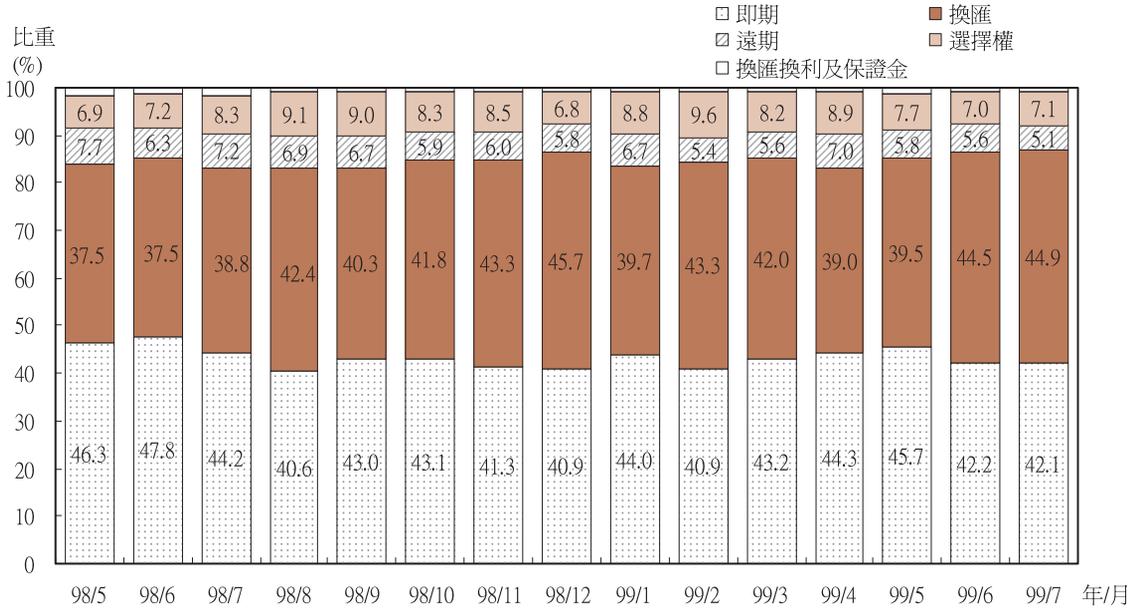


圖4.3 外匯交易-按幣別

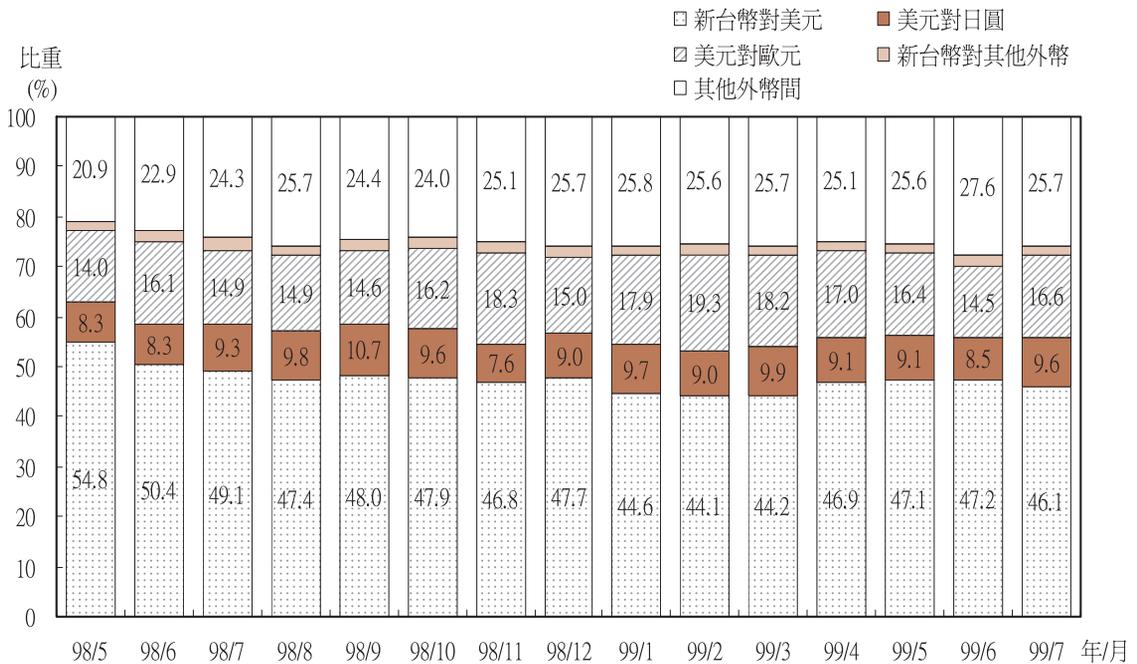
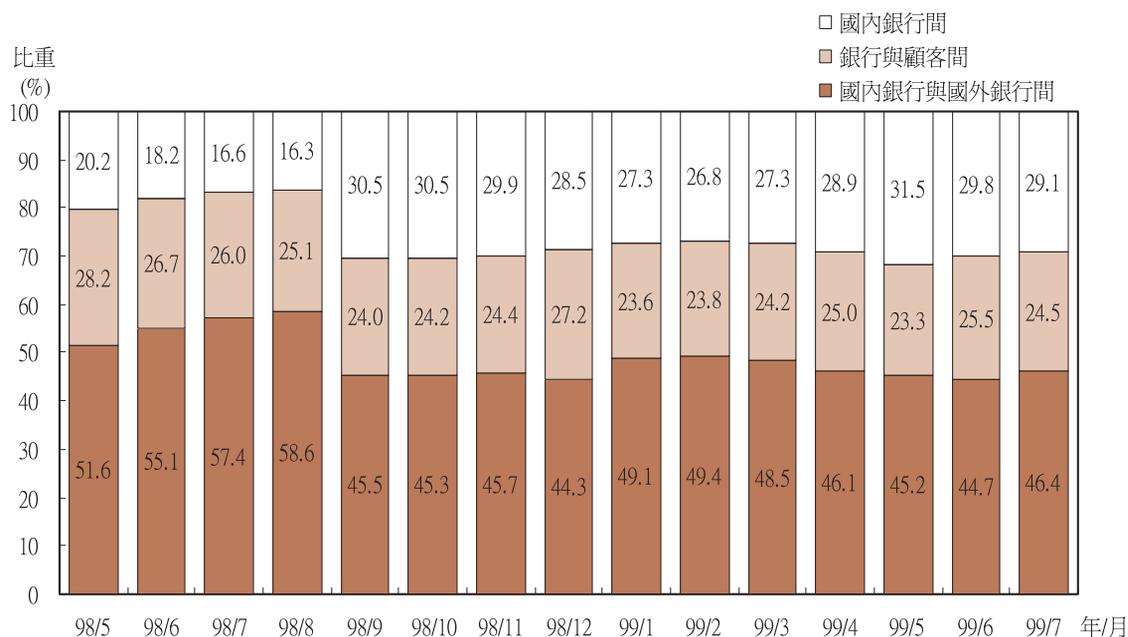


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



15.9%及26.2%，三者較上期分別下降0.3、2.2個百分點及上升0.8個百分點（圖4.3）。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，99年5月至7月交易比重為45.4%，較上期下降2.4個百分點；國內銀行間的交易居次，比重為30.2%，較上期增加2.4個百分點；國內銀行與顧客間的交易比重24.4%為最少（圖4.4）。

### 三、銀行間換匯及外幣拆款交易

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

在新台幣與外幣換匯交易方面(表4.1)，99年5月換匯交易量為960.40億美元，較上月

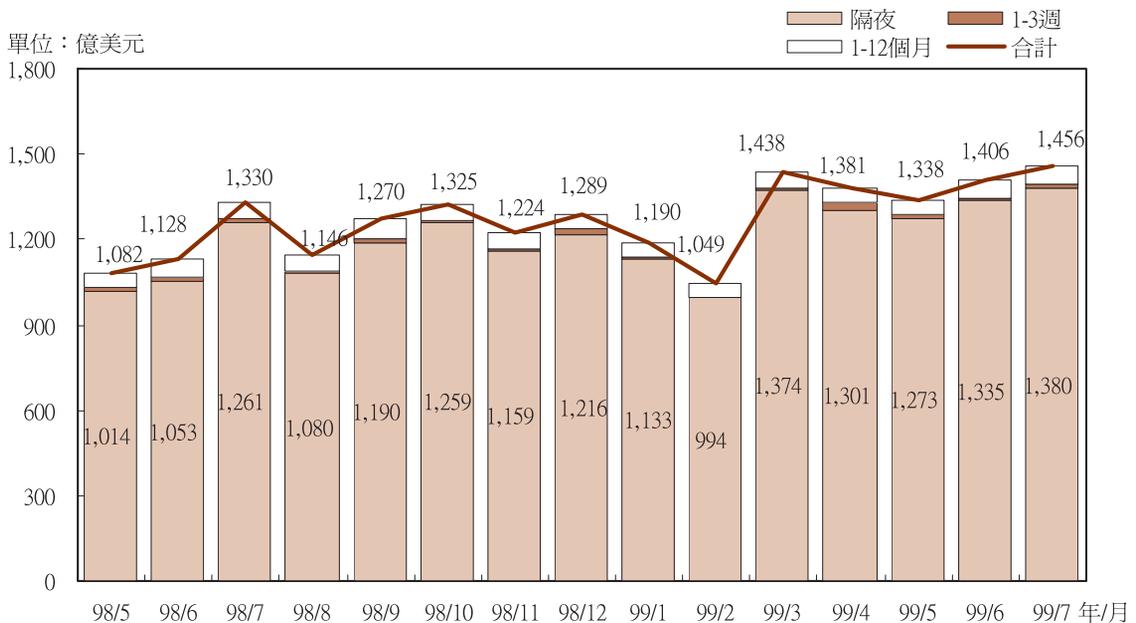
增加17.0%，主要受下列因素影響：(1)壽險業等客戶之換匯交易到期續作及新承作量續增，轉向銀行間拋補之交易因而增加；(2)受歐洲債信危機及兩韓緊張情勢影響，美元避險需求增加，部分銀行以換匯交易籌措美元資金。6月交易量為754.04億美元，較上月減少21.5%，主要受下列因素影響：(1)本月NCD發行額增加，加上央行升息半碼，新台幣資金略為緊俏，換匯市場交易量減少；(2)市場憂慮歐債危機擴大，匯銀換出美元意願偏低。7月交易量為841.96億美元，較上月增加11.7%，主要受下列因素影響：(1)壽險業等客戶續作到期換匯交易，以及對新增國外投資辦理換匯交易，匯銀轉向銀行間拋補交易因而增加；(2)希臘、西班牙及葡萄牙等國

公債陸續順利發行，歐債危機緩和，匯銀換出美元意願提高。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖4.5)，5月交易量為1,337.8億美元，較上月減少3.1%，主要因歐元區主權債務危機擴散，銀行拆款轉趨保守，以及外匯存款減少，匯銀可貸外幣資金趨緊。6月交易量為1,406.3

億美元，較上月增加5.1%，主要因適逢季底，銀行資金需求增加，而多以隔夜拆放調度資金，週轉率相對提高所致。7月交易量為1,456.2億美元，較上月增加3.6%，主要係因美國多項經濟數據表現不佳，市場預期美國將維持低利率，銀行增加短天期與隔夜拆款，維持高周轉率所致。

圖4.5 外幣拆款市場月交易量



#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品

99年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為1,215.4億美元，較上期減少8.9%。其中，以外幣利率期貨交易金額844.7億美元最多，較上期增加19.9%，

占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量的69.5%，主要係因歐元區債信問題尚未完全解決，金融市場仍不穩定，與利率有關之避險需求增多。外幣換利交易居次，占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量的22.5%，惟較上期減少48.4%，（表4.2）。

表4.2 匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣 換利	外幣遠期 利率協議	外幣利率 選擇權	外幣利率 期貨	商品價格交 換及選擇權	股價指數 選擇權	信用衍生 商品	合計
95	69,219	24,796	11,970	40,992	1,827	1,005	964	150,772
96	93,072	12,958	17,475	176,723	6,947	627	5,243	313,044
97	205,911	18,799	8,860	172,918	17,875	126	3,586	428,075
98	469,003	5,715	4,999	208,636	18,360	51	3,312	710,076
98 / 5	50,771	840	94	18,489	887	0	144	71,225
6	60,199	1,020	211	22,765	1,771	2	114	86,082
7	59,543	0	306	15,300	2,140	0	405	77,693
8	65,470	160	458	15,031	1,441	9	158	82,727
9	34,032	200	666	11,208	1,466	11	418	48,001
10	9,506	0	358	20,936	1,510	0	701	33,011
11	5,679	0	546	16,584	842	16	373	24,039
12	7,293	0	708	10,055	1,495	5	313	19,869
99 / 1	22,642	0	1,218	20,019	1,811	21	1,267	46,978
2	21,546	35	1,098	19,164	1,806	0	1,768	45,415
3	15,950	30	252	24,919	1,248	2	595	42,996
4	15,557	15	100	26,393	1,769	10	1,185	45,029
5	11,430	250	1,763	34,422	1,418	26	1,671	50,979
6	10,529	100	383	23,921	952	9	632	36,525
7	5,430	0	189	26,131	1,848	4	434	34,037

## 五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化、國際化既定政策，及促進銀行外匯業務的健全發展，持續同意金融機構申請開辦各項新種外匯業務、網路銀行外匯業務及衍生性外匯商品業務等。同時，為維持金融市場的穩定，本行持續重申外資（FINI）匯入資金務必依申報用

途使用，不宜藉以炒作匯率。

此外，為進一步滿足國內民眾之需求，確保人民幣貨源及新鈔供應之穩定，並降低兌換成本及偽鈔率，7月13日會同行政院金融監督管理委員會修正「人民幣在臺灣地區管理及清算辦法」，並據以許可臺灣銀行、兆豐國際商業銀行辦理人民幣現鈔拋補業務。



# 國際經濟金融情勢（民國99年第2季）

## 壹、概述

本(2010)年年中以來，由於歐洲主權債信危機未除，加以企業重建庫存接近完成等影響，全球景氣復甦力道轉趨緩和。

國際機構多預測本年全球經濟較上(2009)年明顯回溫，惟明(2011)年成長力道將減緩。其中，IMF 7月預測今、明兩年全球經濟成長率分別為4.6%及4.3%（表1）。

Global Insight 9月的預測值則分別為3.7%及3.3%。

物價方面，由於景氣升溫，帶動商品價格上揚，多數國家WPI年增率及CPI年增率回升。IMF預測今、明兩年全球通膨率分別為3.7%及3.0%；Global Insight 的預測值則分別為2.7%及2.8%。

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2009	2010	2011
全球	-0.6 (-1.8)	4.6 (3.7)	4.3 (3.3)
先進經濟體	-3.2	2.6 (2.5)	2.4 (1.8)
OECD國家	-3.3	2.7 (2.5)	2.8 (1.9)
美國	-2.6	3.3 (2.6)	2.9 (2.2)
日本	-5.2	2.4 (2.7)	1.8 (0.9)
德國	-4.9	1.4 (3.2)	1.6 (2.0)
英國	-4.9	1.2 (1.7)	2.0 (1.6)
歐元區	-4.1	1.0 (1.5)	1.3 (1.3)
四小龍	-0.9	6.7	4.7
台灣	-1.91	7.7 (8.4)	4.3 (4.5)
香港	-2.8	6.0 (5.4)	4.4 (4.8)
新加坡	-1.3	9.9 (14.9)	4.9 (4.2)
南韓	0.2	6.1 (6.4)	4.5 (3.5)
東協五國	1.7	6.4	5.5
泰國	-2.2	7.0 (7.8)	4.5 (5.0)
馬來西亞	-1.7	6.7 (6.9)	5.3 (4.3)
菲律賓	1.1	6.0 (6.7)	4.0 (4.3)
印尼	4.5	6.0 (5.9)	6.2 (5.6)
越南	5.3	6.5 (6.5)	6.8 (7.0)
中國大陸	9.1	10.5 (10.2)	9.6 (8.6)
印度	6.7	9.4 (8.2)	8.4 (8.0)
其他新興市場暨發展中國家	2.5	6.8	6.4

註：先進經濟體共33個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體（四小龍）等國；其他新興暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共149國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協、中東及中南美洲國家等。

資料來源：IMF *World Economic Outlook Update*, July 2010，南韓與英國之預測值為IMF 2010年9月公布之修正數據；( )內資料係採用Global Insight *World Overview*, September 2010；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.87, May 2010。

貨幣政策方面，部分國家因有景氣過熱或通膨升溫之虞，而改採緊縮政策。其中澳洲鑑於經濟衰退之風險消退，率先於上年10月升息，至本年5月共六度調升現金利率目標1.5個百分點至4.5%。加拿大於本年6月至

9月，三度調升隔夜拆款利率共0.75個百分點至1.0%，為7大工業國(G7)中唯一調高利率者。此外，馬來西亞、印度、泰國及南韓等亞洲新興國家亦陸續調升其官方利率(圖1、圖2)。

圖1 主要國家政策利率

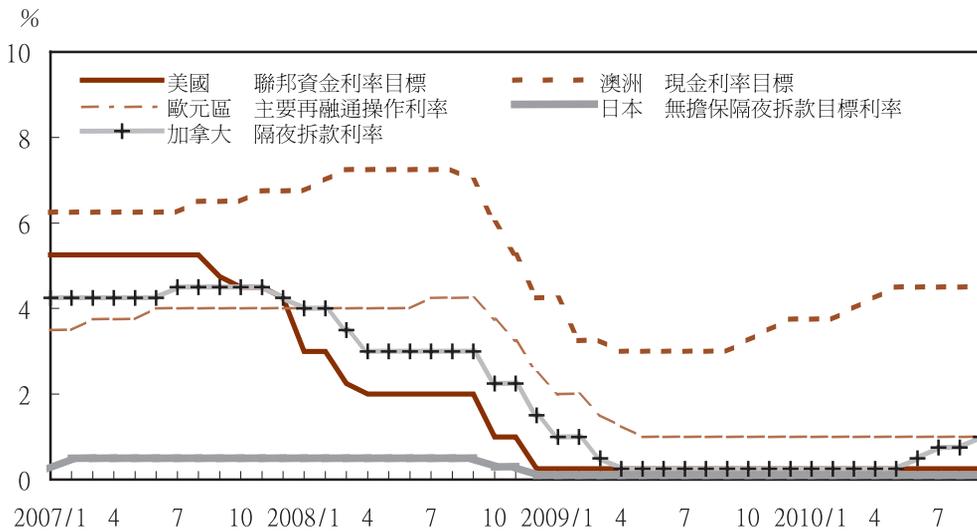
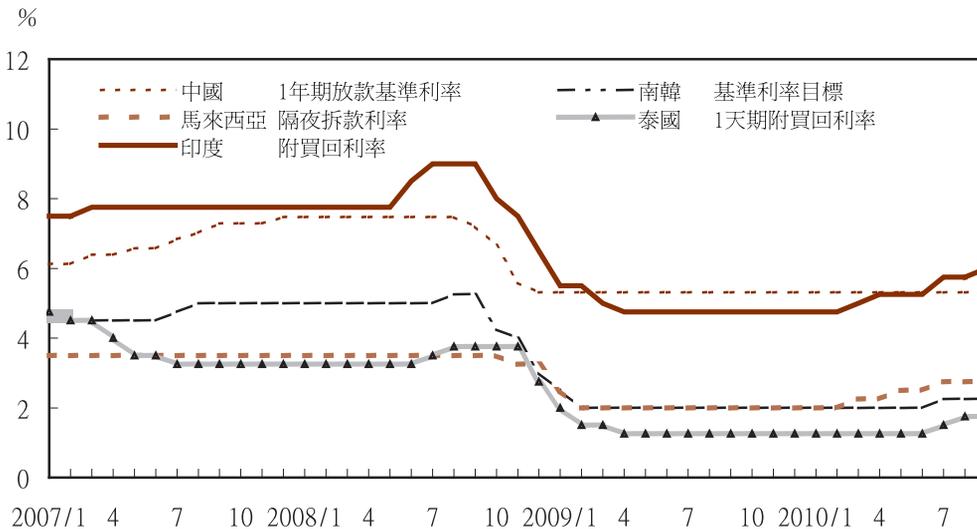


圖2 亞洲新興國家之政策利率



## 貳、美國經濟成長動能放緩，Fed維持低利率政策

### 一、經濟成長趨緩

本年第2季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之3.7%下降為1.7% (圖3)，其中，民間消費與投資成長率

分別為2.2%與26.2%。根據美國海關貿易統計，1至7月出、進口分別成長22.7%與25.7%，貿易入超3,537億美元(表2)，年增率為32.2%。

圖3 美國經濟成長率

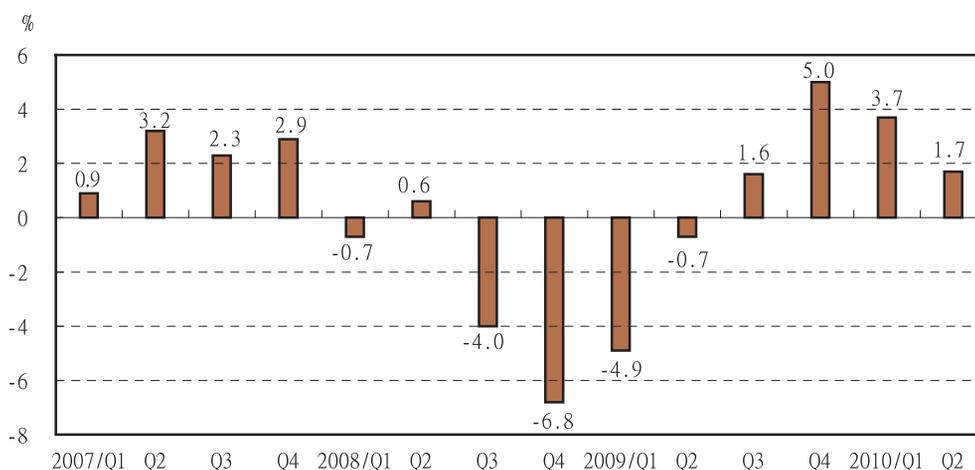


表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	核心消費者物價指數 (1982-84=100)	消費者物價指數 (1982-84=100)	生產者物價指數 (1982=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2007	1.9	4.6	2.7	2.3	2.8	3.9	-808,763
2008	0.0	5.8	-3.3	2.3	3.8	6.3	-816,199
2009	-2.6	9.3	-9.3	1.7	-0.4	-2.6	-503,581
2009/9	1.6	9.8	-4.9	1.5	-1.3	-4.9	-49,546
10		10.1	-5.6	1.7	-0.2	-2.0	-47,021
11		10.0	-4.1	1.7	1.8	2.2	-48,718
12	5.0	10.0	-1.6	1.8	2.7	4.3	-46,734
2010/1		9.7	1.5	1.6	2.6	4.5	-43,371
2		9.7	2.3	1.3	2.1	4.2	-40,417
3	3.7	9.7	4.4	1.1	2.3	5.9	-46,972
4		9.9	5.7	0.9	2.2	5.4	-50,645
5		9.7	7.8	0.9	2.0	5.3	-50,384
6	1.7	9.5	8.2	0.9	1.1	2.8	-61,785
7		9.5	7.4	0.9	1.2	4.2	-60,136
8		9.6	6.2	0.9	1.1	3.1	

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

勞動市場方面，第2季失業率為9.7%，與第1季持平，7、8月則分別為9.5%與9.6%。8月非農業部門就業人口較7月減少5.4萬人，主要係美國政府減少11.4萬個先前僱用之2010年人口普查工作人員所致，短期內失業率恐難下降。

9月8日公布的Fed褐皮書報告顯示，全美各地經濟活動擴張速度減緩。消費者支出與旅遊支出上升，製造業活動持續增強，農業與礦冶產品需求增加，但房屋銷售與營建活動下降，商業不動產需求仍疲軟。金融機構表現平穩，惟貸款需求略微滑落。

Global Insight 預測今、明兩年美國經濟成長率分別為2.6%及2.2%。

## 二、物價上漲壓力減緩

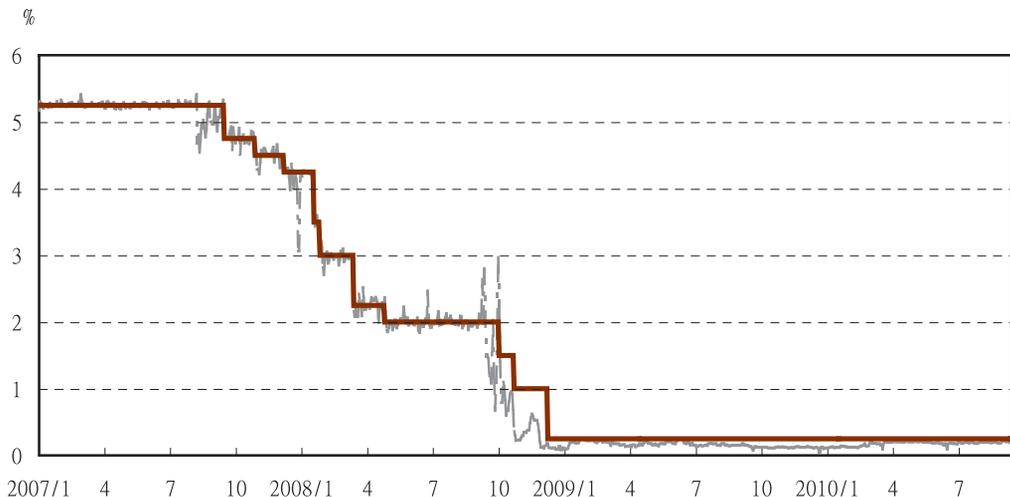
第2季CPI年增率為1.8%，低於第1季之

2.3%，7月與8月則分別為1.2%與1.1%；而第2季扣除能源與食品之核心CPI年增率為0.9%，7月與8月仍持平為0.9%。另外，第2季剔除能源與食品之核心個人消費支出物價指數(Core PCEPI)年增率為1.5%，低於第1季之1.8%，7、8兩月更降至1.4%。Global Insight 預測美國今、明兩年CPI年增率分別為1.6%及1.5%。

## 三、Fed維持政策利率不變

美國聯邦公開市場委員會(FOMC)於前(2008)年12月將聯邦資金利率目標由1%降為0%~0.25% (圖4) 後，迄今維持不變。本年9月21日FOMC集會後宣布，仍維持將持有債券到期還本資金再投資之政策；並準備在必要時提供進一步的寬鬆措施，以支撐經濟復甦及使通貨膨脹返回目標水準。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



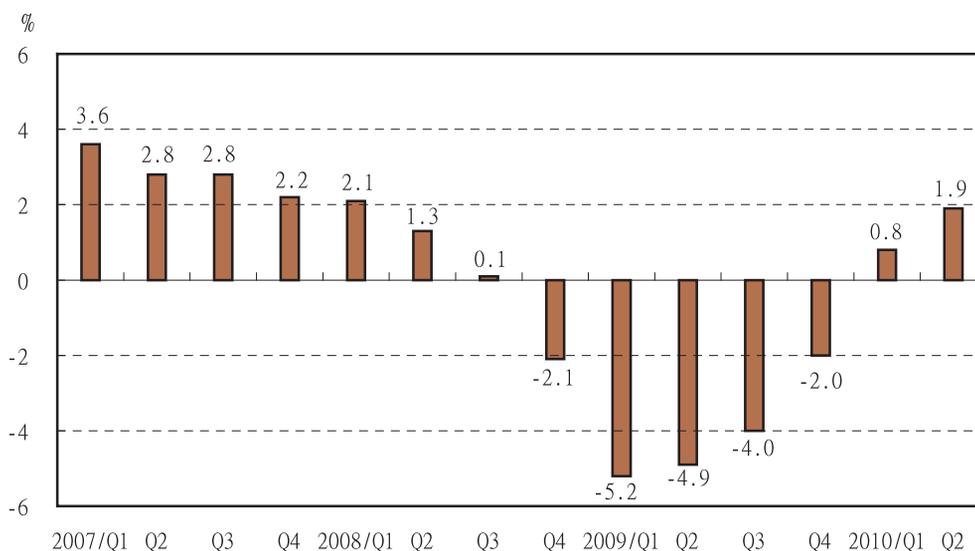
## 參、歐元區景氣升溫，歐洲央行(ECB)政策利率維持不變

### 一、內外需轉佳，景氣明顯增溫

本年第2季，歐元區經濟成長率由第1季之0.8%升為1.9%（圖5）；與上季比之季變動率則由第1季之0.3%上升為1.0%，其中，

固定資本形成由衰退轉為成長，家計部門支出與輸出、入成長幅度均擴大。Global Insight 預測歐元區今、明兩年經濟成長率分別為1.5%及1.3%。

圖5 歐元區經濟成長率



第2季德國經濟成長率由第1季之2.0%大幅躍升為3.7%；季變動率則由第1季之0.5%升為2.2%，係1991年東、西德統一以來之最大增幅。其中，民間消費支出成長率由負轉正，固定資本形成與輸出、入的成長幅度擴大。

在勞動市場方面，8月歐元區失業率維持在10.1%之高點（表3）；其中，德國就業市場表現甚佳，失業率由1月之8.6%降至8月

之7.6%，法國亦由第1季的9.5%降至第2季之9.3%。

### 二、物價溫和上揚

本年以來，歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率緩步上升，至9月為1.8%（圖6）。ECB考量未來能源等原物料價格的變化，以及歐元區會員國因財政重整，間接稅負可能增加等因素，預估短期歐元區通膨率

可能進一步上揚，惟因整體需求仍弱，可望抵銷部分物價上漲壓力。至於歐元區之中、長期通膨預期，仍能符合低於但接近2%的中期通膨目標。扣除能源及未加工食品之核

心HICP年增率則緩步上升，至8月為1.0%。

Global Insight預測歐元區今、明兩年HICP年增率分別為1.4%及1.6%。

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營建業) 年增率 %	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3 年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %	主要再融通操作利率 %
2007	2.7	7.4	3.7	8.5	5.9	29,043	11.6	2.1	4.00
2008	0.6	7.5	-1.8	4.0	8.1	-33,230	8.6	3.3	2.50
2009	-4.1	9.4	-14.9	-18.0	-20.9	20,343	-0.6	0.3	1.00
2009/10		9.8	-11.3	-16.9	-21.2	6,528	0.2	0.50	1.50
11		9.9	-7.3	-5.4	-12.7	3,818	-0.3	0.90	1.25
12	-2.0	9.9	-3.9	-1.7	-4.5	4,057	-0.6	1.00	1.00
2010/1		9.9	1.8	4.3	1.2	-9,638	-0.9	0.90	1.00
2		9.9	4.6	9.8	6.3	1,956	-1.2	1.40	1.00
3	0.8	10.0	7.7	22.9	20.8	4,022	-0.8	1.50	1.00
4		10.0	9.4	17.7	20.2	206	-0.8	1.60	1.00
5		10.1	9.6	23.5	29.6	-3,517	-0.3	1.40	1.00
6	1.9	10.1	8.4	27.1	31.4	2,182	0.1	1.70	1.00
7		10.1	7.4	17.5	24.4	6,739	0.1	1.60	1.00
8		10.1					1.0	1.80	1.00
9								1.80	1.00

資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率

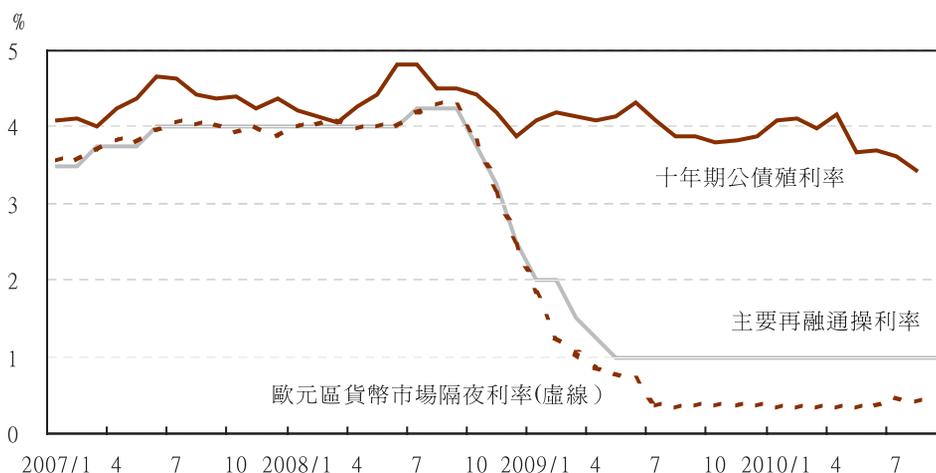


### 三、ECB維持政策利率於歷史低點

ECB管理委員會(ECB Governing Council)自上年5月調降政策利率(主要再融

通操作利率)至1.0%之歷史新低(圖7)後，迄今維持不變。ECB並於本年9月2日會議時將緊急融通措施延長至2011年初。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



### 肆、英國景氣復甦顯著增溫，英國央行(BOE)維持利率不變

#### 一、第2季經濟成長動能顯著增加

本年第2季，英國經濟成長率為1.7% (圖8)，結束連續7季的衰退；與上季比之季變動率由第1季之0.3%升為1.2%，其中，家計部門支出與輸出成長率均由負轉正，惟固定資本形成則轉為衰退。Global Insight預測英國今、明兩年經濟成長率分別為1.7%及1.6%。

勞動市場方面，本年以來，失業率居高，第2季失業率由第1季之8.0%微降至7.8%，7月則持平於7.8%。

#### 二、短期物價上漲壓力增加

本年以來，CPI年增率逐步上升，至8月雖略降至3.1% (表4、圖9)，但仍明顯超出BOE之2%的通膨目標。因2011年營業增值稅率將由現行之17.5%調升至20%，BOE認為高通膨現象持續期間可能較原先預期為長；但由於閒置產能仍高，以及勞動市場疲弱，壓抑薪資成長，一旦油價上漲、英鎊貶值以及營業增值稅率調高等影響物價上漲之短期性因素消退，通膨率將回降至通膨目標水準。Global Insight預測英國今、明兩年CPI年增率分別為3.2%及2.6%。

圖8 英國經濟成長率

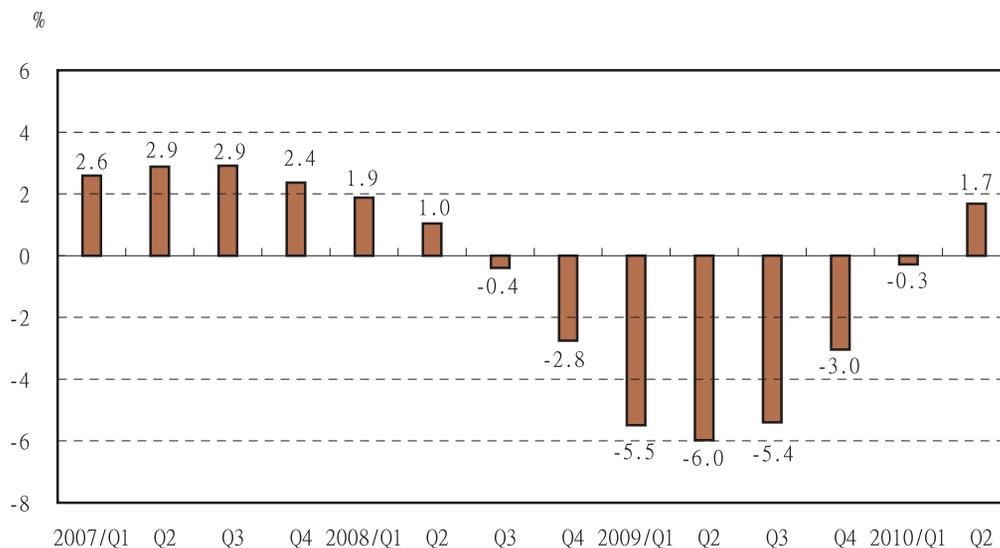


表4 英國重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率* %	工業生產年增率 %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (十億英鎊)	硬幣鈔券在外流通量之年成長率 %	消費者物價指數 (CPI) 年增率 (2005=100) %	官方利率 %
2007	2.7	5.2	0.1	-10.1	2.9	-91.4	5.9	2.3	5.5
2008	-0.1	6.6	-3.1	12.8	9.6	-93.3	7.3	3.6	2.0
2009	-5.0	7.8	-10.1	-9.5	-10.1	-82.5	6.5	2.2	0.5
2009/10		7.9	-8.3	-4.0	-4.8	-6.8	7.7	1.6	0.5
11		7.8	-5.6	0.9	-3.4	-6.7	6.7	1.9	0.5
12	-3.0	7.8	-4.0	7.4	6.6	-7.2	6.5	2.8	0.5
2010/1		7.8	-1.7	5.4	5.2	-8.3	6.4	3.4	0.5
2		7.9	-0.1	13.6	6.9	-6.1	5.5	3.0	0.5
3	-0.3	8.0	2.8	15.6	14.0	-7.7	5.0	3.4	0.5
4		7.9	1.1	15.6	13.1	-7.9	5.6	3.7	0.5
5		7.8	2.6	20.5	21.7	-8.1	5.9	3.3	0.5
6	1.7	7.8	1.4	23.6	21.4	-7.7	5.4	3.2	0.5
7		7.8	2.0	14.3	19.0	-8.4	4.8	3.1	0.5
8							4.9	3.1	0.5
9									0.5

註\*：當月失業率數值係為當月及前二個月的失業率平均數。

資料來源：National Statistics of UK 及 Thomson Datastream。

圖9 英國消費者物價指數（CPI）年增率

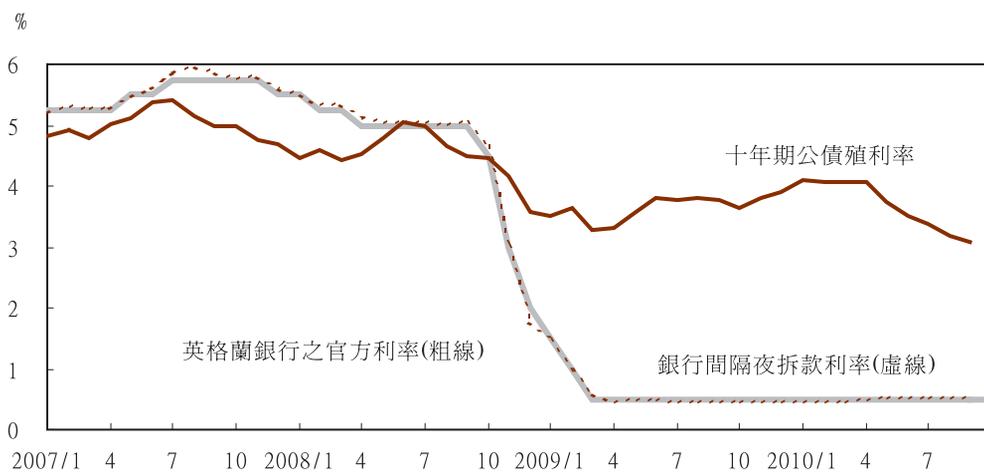


### 三、BOE維持利率不變，並維持挹注資金規模

BOE於上年3月將官方利率調降至0.5%

之歷史新低（圖10）後，迄今維持不變；資產收購機制(Asset Purchase Facility)亦維持在2,000億英鎊的規模。

圖10 英國官方及長短期市場利率



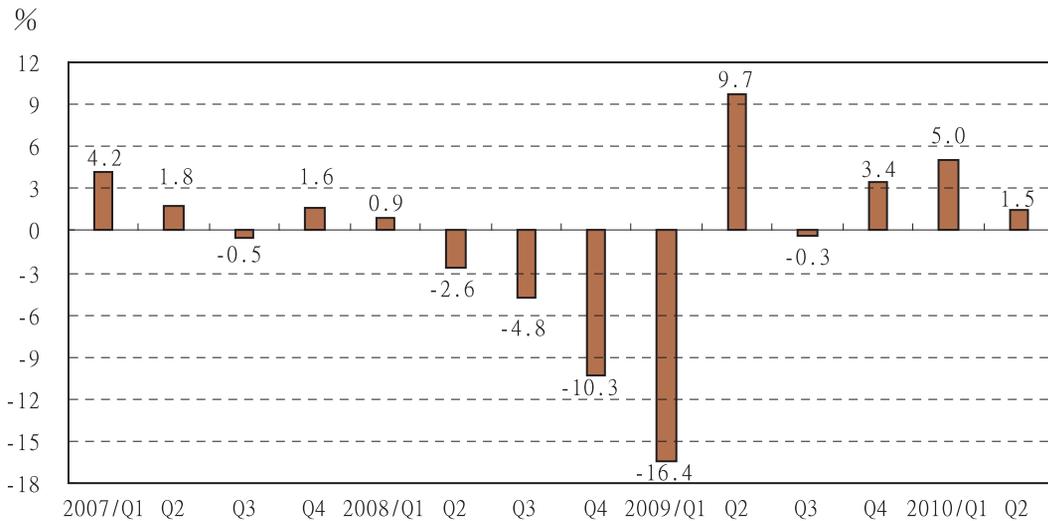
## 伍、日本經濟成長動能放緩，物價持續下跌，貨幣政策進一步寬鬆

### 一、經濟成長轉弱

本年第2季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之5.0%降至1.5% (圖11)，主要係政府節能減碳補助措施接近尾聲，民間消費動能轉弱所致(表5)。Global Insight預測今、明兩年日本經濟成長率分別為2.7%及0.9%。

本年第2季工業生產年增率由上季的27.4%降至21.2%，7、8月則分別為14.2%及15.4%(表5)。對外貿易方面，由於全球經濟復甦帶動日本出口回升，第2季貿易出超17,331億日圓(表5)，其中以對亞洲新興國家出口增加最為明顯。8月進、出口分別成長17.9%與15.5%，貿易出超860億日圓。

圖11 日本經濟成長率



勞動市場方面，第2季失業率由第1季之4.9%升至5.2%，8月略降至5.1%，主因公司歇業或裁員等造成的失業者較上年同期減少之故。

### 二、物價跌幅縮小

第2季國內企業物價指數年增率，由第

1季之-1.7%回升至0.2%，主要係新興國家經濟成長帶動原油等國際商品價格上揚所致；7、8月則均為0%。第2季CPI年增率則由第1季之-1.2%略回升至-0.9%，7、8月持平為-0.9%；第2季剔除生鮮食品之核心CPI年增率為-1.2%，與第1季持平，7、8月微升為-1.1%及-1.0%，物價下跌壓力仍在。

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2005=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2007	2.4	3.9	2.8	0.0	0.0	1.8	11.5	8.6	107,955
2008	-1.2	4.0	-3.3	1.4	1.5	4.6	-3.5	8.0	20,633
2009	-5.2	5.1	-22.4	-1.4	-1.3	-5.3	-33.1	-34.8	26,712
2009/9	-0.3	5.3	-17.5	-2.2	-2.3	-8.0	-30.6	-36.8	5,176
10		5.2	-14.4	-2.5	-2.2	-6.8	-23.2	-35.5	8,001
11		5.3	-2.9	-1.9	-1.7	-5.0	-6.3	-16.7	3,653
12	3.4	5.2	6.4	-1.7	-1.3	-3.9	12.0	-5.5	5,425
2010/1		4.9	19.0	-1.3	-1.3	-2.2	40.9	8.9	610
2		4.9	31.3	-1.1	-1.2	-1.6	45.3	29.5	6,473
3	5.0	5.0	31.8	-1.1	-1.2	-1.3	43.5	20.6	9,499
4		5.1	25.9	-1.2	-1.5	-0.2	40.4	24.3	7,349
5		5.2	20.4	-0.9	-1.2	0.4	32.1	33.6	3,160
6	1.5	5.3	17.3	-0.7	-1.0	0.4	27.7	26.2	6,822
7		5.2	14.2	-0.9	-1.1	0.0	23.5	15.7	8,020
8		5.1	15.4	-0.9	-1.0	0.0	15.5	17.9	860

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

Global Insight 預測今、明兩年日本CPI年增率分別為-0.8%與-0.6%。

### 三、進一步寬鬆貨幣政策

為因應持續的通貨緊縮情勢，以及日圓

匯率與股市之大幅波動，本年8月底日本央行的臨時貨幣政策會議，除維持無擔保隔夜拆款目標利率及基準貼放利率於0.1%及0.3%不變外，並增加供應貨幣市場10兆日圓資金，為期6個月。

## 陸、中國大陸經濟擴張力道放緩，惟通膨升溫，貨幣政策趨緊

### 一、經濟成長趨緩

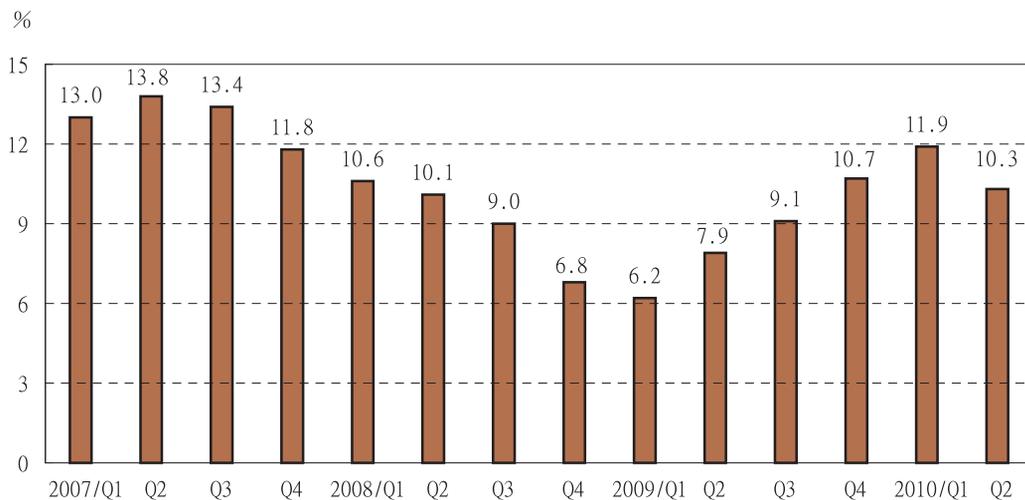
本年第2季，中國大陸經濟成長率由第1季之11.9%降至10.3%（圖12）；其中，固

定資產投資年增率達25.0%，貿易順差年增率為18.6%。7月因進口年增率降幅遠大於出口年增率降幅，致貿易順差較上年同期大增

170.3%，8月則因進口年增率大幅回升，貿易順差年增率縮減為27.5%。Global Insight

預測今、明兩年中國大陸經濟成長率分別為10.2%及8.6%。

圖12 中國經濟成長率



## 二、物價漲幅擴大

8月CPI年增率升至3.5%（圖13），為連續第2個月超出官方設定之3.0%目標，主要

因水災影響食品價格大幅上揚所致；8月工業品PPI年增率則受國際原物料價格回軟影響，續降至4.3%。Global Insight 預測今、明兩年中國大陸CPI年增率均為2.9%。

圖13 中國消費者物價年增率



### 三、放款及房價成長趨緩

本年以來，人民銀行將1年期存放款基準利率分別維持於2.25%及5.31%不變，惟鑑於放款擴增過速及房市過熱，三度調高金融機構存款準備率共1.5個百分點，並多次進行公開市場操作，積極收縮市場流動性。8月

M2年增率由1月之26.0%降至19.2%，銀行放款年增率亦由1月之29.3%降至18.6%。

此外，針對房市過熱現象，中國國務院自3月以來陸續推出一系列抑制房價高漲措施。至8月，70大城市平均房價年增率由4月之12.8%高點降至9.3%。

### 柒、亞洲新興國家經濟持續成長，多數國家貨幣政策趨緊

本年第2季，亞洲新興國家經濟持續成長（圖14），其中尤以新加坡之表現最為亮麗，南韓、泰國及馬來西亞等國經濟擴張力道則不如第1季強勁。

新加坡本年第2季經濟成長率為18.8%，主要係民間消費支出及輸出擴增所致。Global Insight 預測新加坡今、明兩年經濟成長率分別為14.9%及4.2%。

南韓第2季經濟成長率由第1季之8.1%降

為7.2%，成長動能主要來自企業設備投資及出口。Global Insight 預測南韓今、明兩年經濟成長率分別為6.4%及3.5%。

物價方面，因國際原物料價格盤堅，多數國家WPI及CPI年增率普遍走揚（圖15）。Global Insight 預測亞洲新興國家本年CPI年增率普遍高於上年，明年則升降互見。

圖14 亞洲新興國家經濟成長率

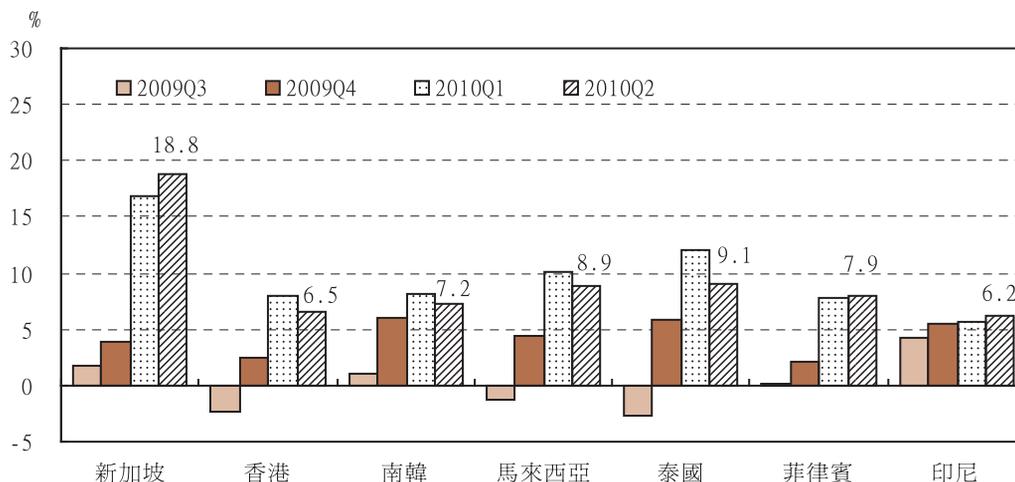
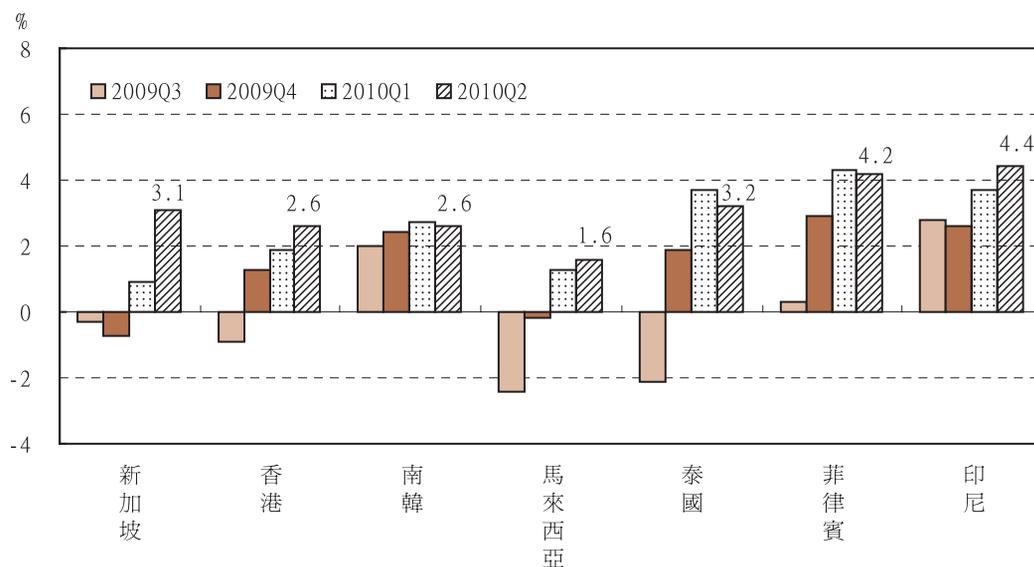


圖15 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，由於經濟持續成長，本年以來，多數亞洲新興國家陸續調升官方利率。其中，馬來西亞於3月至7月，三度調升隔夜拆款利率共0.75個百分點至2.75%；印度亦於3月至9月，五度調升附買回利率共1.25個百分點至6.00%；泰國於7月、8月調

升政策利率共0.5個百分點至1.75%；南韓則於7月調高基準利率0.25個百分點至2.25%。少數亞洲國家則維持利率不變，目前香港之貼現窗口基本利率為0.5%，印尼政策利率仍為6.5%。

## 捌、歐元貶值、日圓大幅升值，亞洲新興國家幣值上揚

### 一、歐元貶值

受希臘等部分歐洲國家政府債務危機影響，歐元自上年11月下旬之1歐元兌1.5140美元高點震盪走低，至本年6月初曾貶至1歐元兌1.1915美元之4年來新低。嗣因主權債信危機緩和，以及銀行壓力測試結果優於預期，

歐元止跌回升，至8月6日為1歐元兌1.3285美元。隨即因市場擔憂歐元區積極緊縮財政支出，恐不利經濟復甦，導致歐元一度疲軟，其後在希臘等歐元區國家公債標售情形良好之下止跌回升，至9月30日為1歐元兌1.3634美元（圖16），仍較去年底貶值4.8%。

圖16 歐元對美元匯率



## 二、日圓升至15年高點

日圓自上年11月之1美元兌86.36日圓回貶，至本年4月2日為1美元兌94.61日圓。嗣因借日圓投資其他外幣資產之逐利交易 (carry trade) 反轉，買入日圓償還借款，加上歐美等國利率已是歷來最低，降低日本國際

大廠持有外幣誘因，將海外營收匯回，益以中國大陸大量購買日本公債等日圓資產影響，日圓走強，至9月14日為1美元兌83.07日圓之15年新高，隨即在日本政府強力干預下回貶，至9月30日為1美元兌83.48日圓（圖17），惟仍較去年底升值11.44%。

圖17 美元對日圓匯率

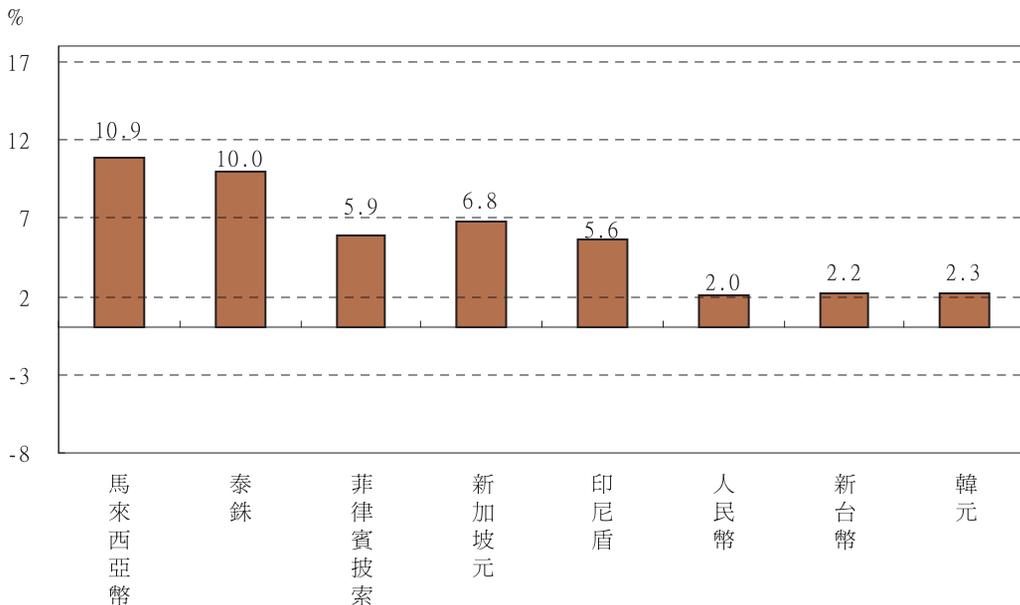


### 三、亞洲新興國家幣值上揚

本年以來，隨全球景氣回溫，美元避險需求降低，資金持續流入亞洲，亞洲新興國家幣值普遍走揚；韓元則因5月下旬朝鮮半

島情勢緊張，曾一度重貶。9月以來，由於投資氣氛熱絡，外資流入金額加劇，擴大亞洲新興國家貨幣對美元升值幅度，9月30日與去年底比較之升貶幅度如圖18所示。

圖18 亞洲新興國家貨幣對美元升貶幅度(2010年9月30日與去年底比較)



### 玖、國際股市震盪走高

本年1月下旬起，受各國政府激勵景氣政策開始退場，部分國家調整寬鬆的貨幣政策，以及歐元區國家債信危機之影響，全球股市大幅下跌。2月中，歐盟承諾支援希臘協助解決債信問題後，危機暫緩，全球股市（圖19、20、21、22）止跌回升。5月中因歐債危機蔓延疑慮再起，主要股市回挫。6

月以來，新興市場經濟表現相對良好，股市再度走強。至9月中旬，印尼股市已創歷史新高，泰國股市亦突破14年來高點；歐、美、中國大陸股市則普遍回穩；惟日本股市因日圓匯率大幅升值，恐重創出口產業而相對疲軟。9月30日與去年底比較，國際股市漲跌幅度如圖23所示。

圖19 美國道瓊工業股價指數

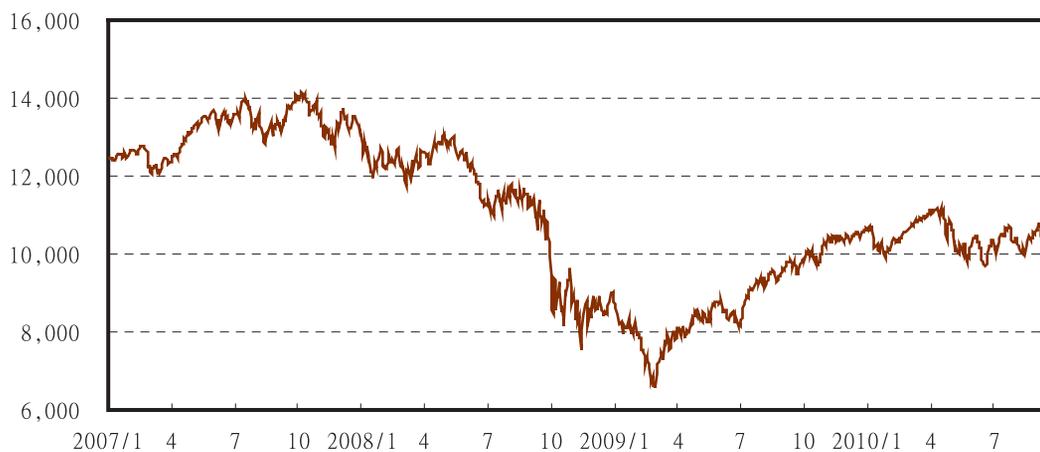


圖20 美國那斯達克股價指數

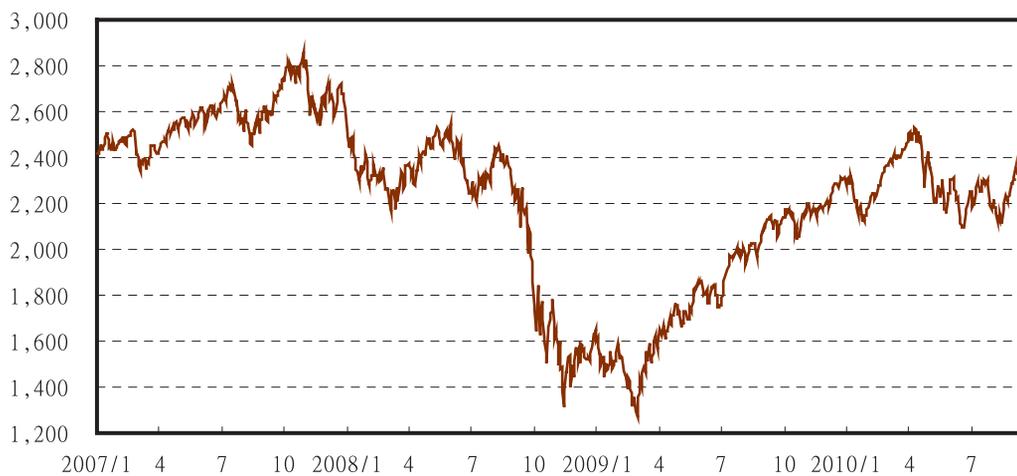


圖21 泛歐股價指數

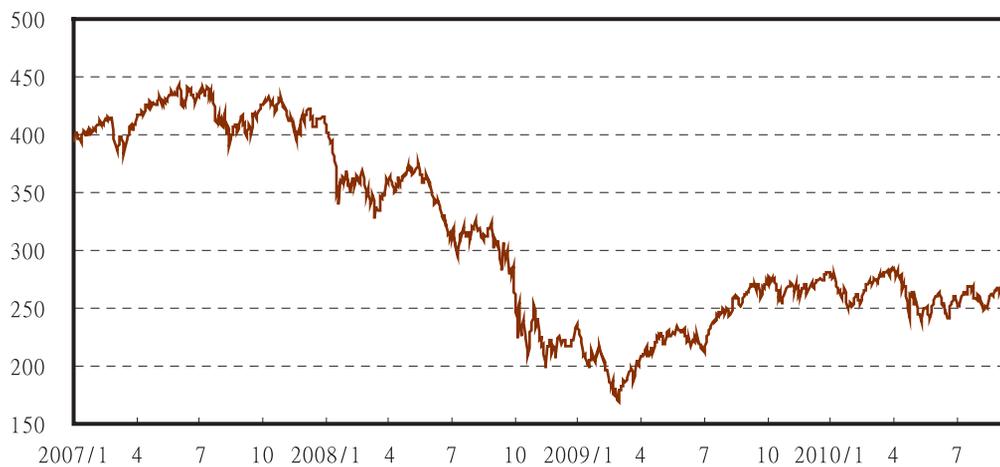


圖22 日本N225股價指數

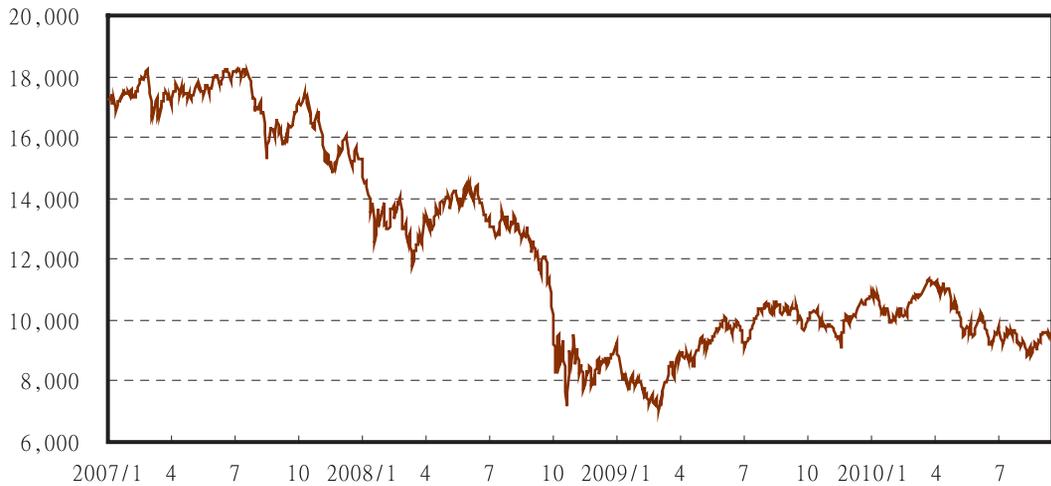
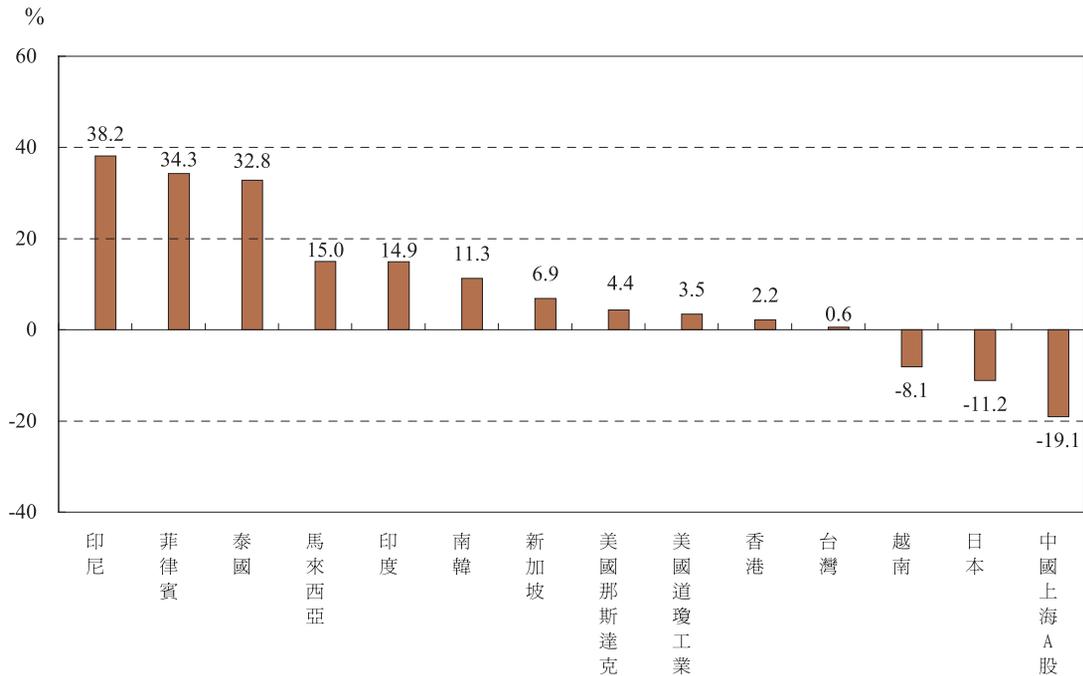


圖23 國際股價變動幅度(2010年9月30日與去年底比較)

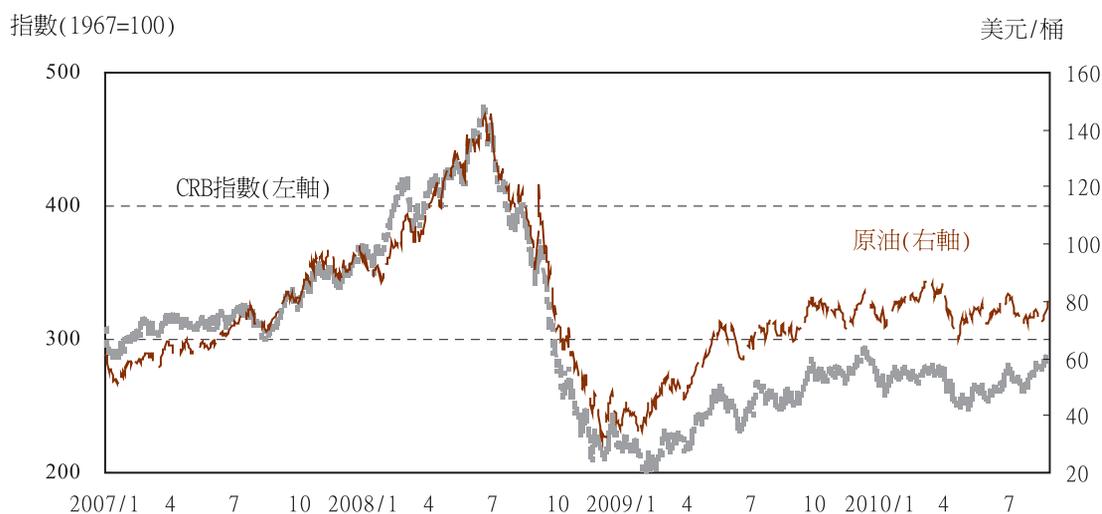


## 拾、國際商品價格回升

受新興市場經濟持續復甦、需求增加激勵，本年4月14日 Thomson Reuters/Jefferies CRB (以下簡稱CRB)期貨價格指數曾上升至279.96點。5月起，受原油、穀物及工業用金屬等價格下跌之影響，CRB指數回跌，至5

月25日為248.79點之本年新低；嗣因原油價格回穩，以及工業用金屬、貴金屬、穀物等價格飆升，CRB指數震盪走升，至9月30日為286.86點，較去年底微升1.2% (圖24)。

圖24 西德州中級原油價格及CRB期貨指數



此外，JOC指數本年4月27日曾升抵128.18點，創2008年8月以來新高，之後回檔整理。7月下旬起，因工業用金屬價格飆升，JOC指數上升，至9月30日為121.15點，較去年底大幅上升11.0%。

油價方面，由於全球景氣持續增溫，本年以來國際油價(美國西德州中級原油價格)續升，至4月6日曾抵每桶86.84美元之2008年10月以來新高。5月起，受美國原油庫存偏

高，加以歐洲國家債務危機之影響，油價重挫，至5月24日為66.88美元之近8個月新低；之後，因美國原油及汽油庫存雙雙下降，加以美元回貶，油價震盪走升，至8月3日為82.55美元。嗣因市場擔憂全球經濟復甦力道減弱，油價回跌盤整，至9月30日為79.97美元，較去年底微升0.8% (圖24)。

美國能源署(EIA)於本年9月8日預測，本年國際油價平均為每桶77.37美元，高於上

年之61.66美元，明年將隨全球景氣持續復甦而續升至82.00美元。

國際黃金方面，本年初以來，受歐洲債務危機影響，黃金避險買盤湧現，加以部分國家央行增持黃金儲備，倫敦黃金現貨價格自2月之1,058美元低點震盪走升至6月28日

之1,261美元；之後回檔整理。8月起，因市場擔憂全球經濟復甦力道減弱，加以美元走貶，避險買盤再度湧現，金價漲勢加速，9月29日升抵1,307.5美元之歷史新高，9月30日為1,307美元，較去年底大漲18.8%（圖25）。

圖25 倫敦黃金現貨價格



## 拾壹、影響全球經濟前景之變數

IMF於本年7月「World Economic Outlook Update」指出，全球經濟復甦雖較預期強勁，惟歐洲債務危機經由金融與貿易的連結關係，影響全球的實質經濟，導致全球經濟成長面臨減緩的風險。

另外，8月下旬在美國Jackson Hole召開的年度央行總裁會議中，各國與會官員、學者對景氣衰退與否看法雖然分歧，惟Fed主席

Bernanke表示，美國經濟復甦當不至陷入衰退，但將緩慢。ECB總裁Jean-Claude Trichet則認為，儘管歐元區第2季經濟成長優於預期，但隨著美、日經濟走緩，歐元區景氣向下風險仍高；並警告若拖延削減公共及民間債務，將可能使歐元區步上日本1990年代經濟衰退的後塵。

9月IMF在提供20國集團(G20)的「Global

Economic Prospects and Policy Challenges」報告中亦指出，若干先進經濟體存在主權債務風險，加上金融部門仍積弱不振，對全球經濟復甦構成極大風險。

再者，OECD 於9月甫發布之「中期經濟評估報告」(Interim Economic Assessment)指出，全球經濟前景面臨極大不確定性，主要係因無法確定成長減緩是暫時性的情況，或是對政府振興方案退場之疑慮，民間部門支出將更加疲弱。若此趨勢只是暫時情況，支持性貨幣政策退場應延後幾個月，並且持續控管公共支出。惟若是長期性趨勢，則應實施更多貨幣刺激措施，並在公共財政情勢許

可下，延後財政整合計畫。

9月上旬美國宣布整建基礎設施及減稅計畫能否獲得國會通過，歐洲債務是否得以順利重整，以及日本推出9,150億日圓振興方案之執行成果，皆為影響全球經濟復甦動能之變數。此外，針對人民幣匯率遭低估問題，9月底美國眾議院通過「促進公平貿易匯率改革法案」(Currency Reform for Fair Trade Act)，此法案未來若經參議院通過，將授權美國商務部對匯率遭大幅低估國家的進口貨品，課徵懲罰性關稅，此舉可能加劇美中之緊張關係。



# 國內經濟金融日誌

## 民國99年7月份

- 8日 △金管會通過「證券交易法第四十三條之一第一項取得股份申報事項要點」第五點及第六點修正草案，簡化取得人為公開發行公司之公告作業，以及參考美、日之立法例，修正取得人持股變動申報之要件為所持有股份數額增、減數量達公開發行公司已發行股份總額百分之一，且持股比例增、減變動達百分之一。
- 9日 △中央銀行標售本年7月12日發行364天期新台幣1,000億元定期存單，得標加權平均利率0.729%；本年4月至7月連續標售364天期定存單共計4,000億元，其效果相當於調升存款準備率1.58個百分點。
- 13日 △中央銀行修正「人民幣在臺灣地區管理及清算辦法」，開放符合條件之金融機構得與中國銀行（香港）簽訂人民幣拋補協議，確保人民幣貨源及新鈔供應之穩定，並降低兌換成本及偽鈔率，進一步滿足國內民眾之需求。本辦法自7月15日起實施。
- 14日 △立法院三讀通過「農村再生條例」，政府設置農村再生基金新台幣1,500億元，推動農村永續發展及農村活化再生，改善基礎生產條件，維護農村生態文化，提升農村生活品質。
- 29日 △金管會通過「保險業辦理電話行銷業務應注意事項」修正草案，增訂人身保險業透過電話行銷傳統個人人壽保險，亦應自本年9月1日起提供要保人審閱期間不低於3日。

## 民國99年8月份

- 2日 △因應台北高等法院於7月30日裁定中科四期開發案暫停執行，國科會會同中科管理局宣布中科三期的七星基地、四期的二林園區暫停開發與招商，惟將提出抗告。
- 5日 △央行發行蔣渭水紀念流通幣。
- △台灣證交所宣布自9月1日起，開放證券商發行以外國證券或指數為標的之受益權證。

- 16日 △內政部公告自民國100年5月1日起，預售屋買賣定型化契約應記載履約保證機制條款，業者未依規定辦理者將處最高150萬元罰鍰。
- 17日 △立法院三讀通過兩岸經濟協議(ECFA)與兩岸智慧財產權保護合作協議。
- 18日 △立法院三讀通過ECFA配套法案(海關進口稅則)，未來台灣同意對中國大陸降稅產品之關稅，將於三年內降為零。
- 19日 △金管會委員會通過「保險業辦理國外投資管理辦法」第12條修正案，分別就保險業從事大陸地區特定有價證券投資者應符合之資格條件、投資總額上限、單一投資標的相關限額，以及公開揭露從事上開有價證券投資總額及損益情形等訂定相關規範，以提升保險業資金運用效率並兼顧分散保險業資金運用風險等監理精神。
- △金管會委員會通過「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」，明訂上市(櫃)公司辦理私募條件，以防大股東套利。
- △立法院三讀通過修正菸酒稅法，米酒每瓶售價可望從50元降為25元。另通過陸生三法(即兩岸人民關係條例、專科學校法大學法與附帶決議等法案修正案)，開放陸生來台就學，並承認大陸名校學歷。
- 23日 △金管會與盧森堡金融業監管委員會(Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF)簽署監理合作備忘錄(MOU)。
- 26日 △行政院院會通過「存款保險條例」，將外幣存款與存款利息納入存款保險範圍，並自2011年1月起存款保險最高保額提高至300萬元。
- 30日 △行政院發布「文化創意產業發展法」與相關子法計13項，即日施行，未來營業事業購買由國內文化創意事業原創之產品或服務之捐贈活動將享租稅優惠。

### 國99年9月份

- 6日 △國際半導體設備暨材料協會(SEMI)指出，台灣本年在晶圓廠投資額可望突破100億美元，居全球之冠，明年也將維持第一。
- 9日 △台灣銀行、土地銀行及合庫銀行同步發文，要求其各分行辦理台北市及台北縣10個縣轄市內第二棟房貸時，最高放款成數限縮至65%~60%，利率亦較一般房貸戶提高至少0.25個百分點。
- △金管會宣布，金融業董事長將不得兼任總經理，也不能採取雙(多)總經理制；董

總互兼者應於一年內調整，採雙(多)總經理制者應於六個月內調整。

- 10日 △中央銀行標售1,000億元364天期定期存單，得標加權平均利率為0.624%，創同天期存單新低。
- 12日 △兩岸經濟合作協議(ECFA)生效。
- 13日 △勞委會召開基本工資審議委員會會議，決議基本工資調高600元至17,880元，最低時薪則調高3元至98元。
- 16日 △台灣銀行、合庫銀行、彰化銀行及第一銀行獲中國大陸銀監會核准籌設中國大陸分行。
- 20日 △行政院核定基本工資審議委員會決議案，基本工資調高至17,880元，最低時薪調高至98元，並自明年1月1日起實施。
- 23日 △金管會宣布核准中國銀行、交通銀行來台設立代表人辦事處，係中國大陸商業銀行首度獲准來台設立分支機構。
- 24日 △中國大陸中國銀行、交通銀行在台辦事處正式掛牌運作。
- 30日 △中央銀行理監事會會議決議，自10月1日起，調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為年息1.50%、1.875%及3.75%。



# 國際經濟金融日誌

## 民國99年7月份

- 2日 △有鑑於通膨增溫，印度央行宣布調升附買回及附賣回利率各1碼分別至5.5%及4.0%，為本年以來第3度升息。
- 7日 △IMF發布「世界經濟展望最新預測」報告，上修2010年全球經濟成長率預測值0.4個百分點至4.6%，2011年預測值則維持2010年4月預測之4.3%。
- 9日 △有鑑於經濟持續穩健復甦，通膨增溫，南韓央行宣布調升7天期附買回利率1碼至2.25%。
- 14日 △因景氣復甦趨於明顯，泰國央行宣布調高1天期附買回利率1碼至1.5%。
- 20日 △由於經濟持續復甦，加拿大央行宣布調高隔夜拆款利率0.25個百分點至0.75%，為本年以來第2度升息。  
△ADB發布「亞洲經濟觀測」報告，將東亞新興經濟體2010年經濟成長率預測值由7.7%調升至8.1%，2011年之預測值則為7.2%。
- 27日 △有鑑於通膨持續增溫，印度央行宣布調升附買回利率1碼及附賣回利率2碼，分別至5.75%及4.5%，為本年以來第4度升息。
- 30日 △美國商務部公布美國2010年第2季經濟成長率為2.4%，並將第1季經濟成長率從初估的2.7%，上修至3.7%。

## 民國99年8月份

- 14日 △歐元區公布本年第2季經濟成長率，與上季比之季變動率為1.0%，創近3年來新高。
- 19日 △中國銀行間外匯市場推出人民幣對馬幣交易，馬幣成為第一個在中國銀行間外匯市場交易之新興市場貨幣。  
△馬來西亞央行放寬外匯管制，開放企業使用馬幣進行貿易結算。
- 25日 △為壓抑通膨，泰國央行宣布調高1天期附買回利率1碼至1.75%。
- 30日 △日本央行召開臨時貨幣政策會議，增加供應10兆日圓資金至貨幣市場，期間為6個月。若加上6月實施之「供應資金強化成長基礎方案」，合計供應資金規模達

30兆日圓。

△新加坡國家發展部、財政部及貨幣管理局發表聯合聲明，宣布穩定房市措施，即日起對所有購買日起3年內出售之房地產徵收印花稅。此外，房地產買方在購置新房時，若仍有其餘房貸，貸款成數限制自80%降至70%。

### 民國99年9月份

- 16日 △有鑑於通膨持續增溫，印度央行宣布調升附買回利率1碼及附賣回利率2碼，分別至6.0%及5.0%，為本年以來第5度升息。
- 27日 △國際貨幣基金（IMF）宣布，將針對金融部門對全球金融穩定有重大影響之25個經濟體，每5年進行1次強制性的金融體質深度評估。該25個經濟體約占全球金融體系之90%，經濟活動之80%，包括中國、印度，以及巴西與俄羅斯等經濟體。
- 28日 △日本財務省表示於8月30日至9月28日期間，共拋售2.12兆日圓（約250億美元）干預匯市，略高於市場先前估計之1.8兆至2兆日圓。財務省也重申將繼續採取「果斷措施」阻升日圓。
- △亞洲開發銀行（ADB）發布「2010年亞洲發展展望最新預測」，將本年開發中亞洲與主要工業國家的經濟成長率，由4月預測之7.5%與1.7%，分別上調至8.2%與2.2%。明年的預測值則分別維持為7.3%與2.0%。
- 29日 △美國眾議院通過「促進公平貿易匯率改革法案」（Currency Reform for Fair Trade Act），此法案未來若經參議院通過，將授權美國商務部對匯率遭大幅低估國家的進口貨品，課徵懲罰性關稅。
- 30日 △美國商務部公布修正後之本年第2季經濟成長率為1.7%。

## 中央銀行出版品一覽

序號	統一編號	出版單位	刊名	出版週期	定價 (新臺幣) 每期	備註
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	圖書	190	
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	圖書	150	
3	12029870018	發行局	臺幣·新臺幣圖鑑	圖書	3,500	
4	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60	
5	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
6	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	半年刊	300	
7	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	半年刊	300	
8	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
9	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
10	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
11	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	圖書	400	
12	1009900973	金融業務檢查處	全球金融危機專輯(增訂版)	圖書	400	
13	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
14	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
15	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
16	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
17	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300	
18	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
19	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
20	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
21	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350	
22	12062810024	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(80年版)	圖書	350	

23	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	
24	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	500	
25	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	600	精裝
26	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
27	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
28	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
29	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯 (92年版)	圖書	600	
30	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯 (2003年版) 《中英對照本》	圖書	1,200	
31	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊 (94年12月修訂版)	圖書	580	
32	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊 (94年12月修訂版)	圖書	450	
33	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊 (95年12月修訂版) 《中英對照本》	圖書	1,040	
34	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊 (95年12月修訂版) 《中英對照本》	圖書	880	
35	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
36	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
37	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻	圖書	贈閱	
38	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
39	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
40	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	
41	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	



中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

### 中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第5-64號信箱

專線電話：02-2357-1870

傳真號碼：02-2357-1981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

### 中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第16-1號信箱

專線電話：02-2215-7011

傳真號碼：02-2214-2636

### 中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第224號信箱

專線電話：03-3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03-3291412





# 中央銀行季刊 (第三十二卷第三期)

發行人：彭淮南  
主編：嚴宗大  
編輯委員：林宗耀 陳一端 張炳耀  
李光輝 汪建南 黃富櫻  
行政編輯：江麗惠  
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) 2357-1530  
電子出版品電話：(02) 2357-1724  
出版年月：中華民國 99 年 9 月  
創刊年月：中華民國 68 年 3 月  
定價：新台幣250元

## 展售處：

- 一、五南文化廣場／網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>  
台中總店／地址：40042台中市區中山路6號  
電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234  
台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號  
電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983
- 二、三民書局／網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>  
重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號  
電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711  
復北門市／地址：10476台北市復興北路386號  
電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000
- 三、國家書店／網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>  
松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓  
電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。(請洽承辦人江麗惠，電話：2357-1717) ◆

