

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第三十二卷 第一期

中央銀行 編印

中華民國九十九年三月

中央銀行季刊

第三十二卷 第一期

中央銀行 編印

中華民國九十九年三月

中央銀行季刊

目錄 第三十二卷 第一期

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

最適貨幣政策之制定— 考量存貨投資的小型開放經濟新興凱因斯DSGE模型	張 永 隆	3
--	-------	---

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國98年第4季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	25
國際收支	國 際 收 支 科	35
貨幣與信用	金 融 統 計 科	45
金融市場	張炳耀、王正芬 曹竹民、李美琴	51
國際經濟金融情勢（民國98年第4季）	國 際 經 濟 科	73

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國99年1月至3月）	國 內 經 濟 科	95
國際經濟金融日誌（民國99年1月至3月）	國 際 經 濟 科	99

中央銀行理監事聯席會議決議

(99年3月25日發布)

一、本(25)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分別維持年息1.25%、1.625%及3.5%不變。

二、本行貨幣政策主要考量因素如次：

(一) 本(2010)年初以來，全球景氣復甦態勢漸趨明朗，國際預測機構陸續上修本年經濟成長預測值。惟鑑於各國普遍面臨高失業率及財政赤字等棘手問題，全球復甦仍存在不確定性。

其中出口及工業生產皆明顯好轉，廠商設備投資增加；惟因失業率仍高及薪資成長有限，民間消費僅溫和擴增。行政院主計處預估本年經濟成長率為4.72%。

(二) 由於原油等原物料價格較上年同期上漲，本年1至2月國內消費者物價(CPI)年增率升為1.30%；惟核心CPI年增率為-0.06%，仍然平穩。主計處預測本年CPI年增率為1.27%，通膨預期尚屬溫和。

(三) 隨景氣回溫，為維持金融穩定，本行適度調整量化寬鬆政策，增發定存單調節銀行資金，銀行超額準備

(四) 隨景氣回溫，為維持金融穩定，本行適度調整量化寬鬆政策，增發定存單調節銀行資金，銀行超額準備

部位已由上年4月最高之1,541億元降至本年2月之330億元。上年下半年以來，M2年增率趨緩，本年1至2月平均為5.25%，接近M2成長目標區中線值；近期隔夜拆款利率逐漸上升。

經審慎考量上述因素，鑑於目前國內經濟處於復甦時期，在通膨溫和，惟失業率仍高之情況下，為持續激勵民間消費及投資信心，本行理事會認為繼續維持目前利率水準，將有助經濟穩健成長。未來本行將衡酌經濟金融情勢之發展，適時調整貨幣政策。

三、鑑於國內金融情勢已趨穩定，為降低金融機構資金之流動性，本行將適時發行較長天期定存單。

四、鑑於國內特定地區房價高漲，銀行授信有過度集中現象，為穩定金融，本行自上年10月起，已積極採行一系列針對性審慎措施(targeted prudential measures)，包括：

(一) 上年10月積極促請銀行注意房貸風險控管。

(二) 上年12月本行理事會中，已專題討論資產市場問題；並在理事會決議新聞稿指出，貨幣政策會留意資產價格變化。

(一) 上年10月積極促請銀行注意房貸風險控管。

(二) 上年12月本行理事會中，已專題討論資產市場問題；並在理事會決議新聞稿指出，貨幣政策會留意資產價格變化。

(三) 本年1月函請銀行公會提醒借款戶注意優惠貸款寬限期屆滿後還款增加、利率變動風險等問題。

(四) 敦促銀行針對特定地區投資戶（非自用戶）貸款加強風險控管。

在各銀行密切配合辦理下，本行理事會認為道義勸說之初步效果已經顯現；本國銀行業已積極調整房貸政策，針對投資戶之房貸成數、利率及寬限期，加以適度調整。未來本行仍將密切注意實際發展狀況，適時採行妥適之因應措施。

五、美國引爆全球金融危機前，多數國家中央銀行貨幣政策以維持物價穩定為主，並認為維持物價穩定即可達成經濟與金融穩定。危機發生後，則體認到「僅有物價穩定仍無法確保經濟與金融穩定」，且金融管理除執行「個體審慎政策」(microprudential policy)外，亦應採行「總體審慎政策」(macroprudential policy)；央行除了維持物價穩定，亦必

須確保金融穩定。

國際貨幣基金（IMF）及國際清算銀行（BIS）等國際組織均認為央行有促進金融穩定之職責，於執行貨幣政策時，須將信用成長、資產價格訊息列入政策考量。

本行理事會認為，維持物價穩定一向為本行貨幣政策重要職責；同時，我國中央銀行法亦早已將「促進金融穩定」列為本行重要經營目標，與上述國際金融管理趨勢一致。

六、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定；惟匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定，因此，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大幅波動時，本行將維持外匯市場秩序。

七、短期資金（熱錢）的頻繁進出，會擴大景氣循環的波動幅度，不利金融穩定。未來本行將密切注意資金進出狀況，外資匯入資金務請依規定用途使用。

最適貨幣政策之制定—考量存貨投資的小型開放經濟新興凱因斯 DSGE 模型*

張永隆**

摘要

我們把存貨投資引入一個小型開放經濟體新興凱因斯模型，然後把模型校準成台灣的情形。我們用這個模型來探討存貨投資如何影響最適貨幣政策的制定。我們發現當定價方式是生產者貨幣定價以及出口替代彈性高時，考量存貨投資的存在，將增加穩定名目匯率的重要性。我們發現給定一個高但合理的出口替代彈性，固定匯率政策可以比嚴格的國內物價膨脹率目標化和嚴格的通貨膨脹率目標化帶來更高的福利。

關鍵詞：存貨投資；小型開放經濟體；新興凱因斯模型；最適貨幣政策

壹、前言

雖然存貨投資通常只是一個經濟體的實質國內生產毛額的一個非常微小的部份，但是存貨投資的波動在實質國內生產毛額的波動上扮演重要的角色卻是早已被注意到。比方說，Blinder and Maccini (1991) 發現，雖然存貨投資只是大約美國實質國內生產毛額 0.5%，在一個典型的戰後經濟衰退，存貨投資的下降可以解釋實質國內生產毛額 87% 的下降。這個令人不解的實證事實引發了很多關於存貨投資為什麼對景氣循環有這麼不成比例的影響的研究。註1 然而，雖然文獻上有大量關於存貨投資的實證分析 (positive

* 本文係摘錄自中央銀行委託研究計畫報告。文中任何錯誤皆屬作者的責任。本文所有論點皆屬作者個人意見，不代表中央銀行及作者服務單位之立場。

** 作者謹在此感謝陳南光教授、黃俞寧教授、嚴處長宗大、林副處長宗耀、侯研究員德潛、蘇研究員導民、汪研究員建南、吳研究員懿娟、劉副研究員淑敏、及何副研究員棟欽、謬副研究員維正等對本計畫所提供的寶貴意見、建議與指正。張永隆為國立台灣大學經濟學系助理教授。

analysis)，卻很少有關於存貨投資的規範分析 (normative analysis)。一個例外是 Lubik and Teo (2009)。他們研究存貨投資如何影響封閉經濟體的最適貨幣政策的制定。Lubik and Teo (2009) 發現在有存貨投資的新興凱因斯模型裡的最適貨幣政策和在沒有存貨投資的標準的新興凱因斯模型裡的最適貨幣政策有所不同，因為嚴格的物價膨脹率目標化 (strict inflation targeting) 不再是最適的貨幣政策。這篇文章的目的是要延續 Lubik and Teo (2009)，探討存貨投資如何影響開放經濟體的最適貨幣政策的制定。

存貨投資可能透過幾個途徑影響小型經濟體的最適貨幣政策的制定。第一，如 Lubik and Teo (2009) 的封閉經濟體模型，存貨投資提供一個額外的途徑讓消費可以更平順，這是央行必須考慮的一點。第二，當出口和進口貨物有存貨時，匯率的變動會對存貨的估價有所影響，進而影響廠商的價格設定行為。如果央行要極大化福利，就必須考慮貨幣政策對廠商價格設定行為的影響。這會影響央行所面對的取捨。

我們把存貨投資引進 Kollmann (2002) 的標準的小型開放經濟體新興凱因斯動態隨機一般均衡 (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE) 模型，然後把模型校準 (calibrate) 成台灣的情況。模型裡有極大化效用函數的代表性家計單位，獨占性競爭 (monopolistically competitive) 的廠商。存貨

投資是透過如 Bils and Khan (2000) 般假設存貨存量促進銷售引入模型。Jung and Yun (2005) 和 Lubik and Teo (2009) 在封閉經濟體模型也用同一個方法。這個方法和避免缺貨 (stockout avoidance) 的動機是一致的。Wen (2005) 發現避免缺貨理論比其他理論更能解釋存貨投資在不同頻率的波動。

我們的結果可以被摘要成以下幾點。當定價方式是生產者貨幣定價 (producer currency pricing) 和出口替代彈性比較小時，有存貨投資的小型經濟體模型的最適貨幣政策主要專注在穩定國內物價的膨脹率，而這是和標準的沒有存貨的模型是一樣的。但是，當出口替代彈性比較大時，最適貨幣政策會面對穩定國內物價膨脹率和穩定名目匯率的取捨。存貨的存在增加穩定匯率的重要性，因為它增加廠商在設定價格時，給定匯率變動的風險貼水。一個比較高的風險貼水會增加平均出口價格，進而減低出口收入，而這是一個不理想的情況。我們發現在考慮存貨投資的情況下，在合理的出口彈性下，固定匯率政策可以比嚴格的國內物價膨脹率目標化和嚴格的通貨膨脹目標化 (strict CPI inflation targeting) 帶來更高的福利。

文章的其餘部份是如下安排。第貳節建構一個有存貨投資的小型經濟體新興凱因斯模型。第參節討論模型的解題方式和校準。第肆節討論結果和敏感度偵測。第伍節是結論。

貳、模 型

我們把存貨投資引入 Kollmann (2002) 的標準的小型開放經濟體新興凱因斯動態隨機一般均衡模型。我們遵循 Bils and Khan (2000) 的方法，假設存貨存量促進銷售。

一、最終財的生產

最終財， Z_t ，是個國內中間財和進口中間財的 CES 集合：

$$Z_t = \left\{ \alpha^{\frac{1}{\vartheta}} (Q_t^d)^{\frac{\vartheta-1}{\vartheta}} + (1-\alpha)^{\frac{1}{\vartheta}} (Q_t^m)^{\frac{\vartheta-1}{\vartheta}} \right\}^{\frac{\vartheta}{\vartheta-1}}, \quad (1)$$

當中 $\alpha > 0$ 是國內中間財和最終財在靜止狀態的比例， $\vartheta > 0$ 是國內中間財和進口中間財的當期替代彈性。 Q_t^d 和 Q_t^m 是國內和進口中間財的 Dixit-Stiglitz 加總：

$$Q_t^d = \left\{ \int_0^1 \left(\frac{N_t^{dx}(s)}{N_t^{dx}} \right)^{\frac{z}{\nu}} Q_t^d(s)^{\frac{\nu-1}{\nu}} ds \right\}^{\frac{\nu}{\nu-1}}, \quad (2)$$

$$Q_t^m = \left\{ \int_0^1 \left(\frac{N_t^m(s)}{N_t^m} \right)^{\frac{z}{\nu}} Q_t^m(s)^{\frac{\nu-1}{\nu}} ds \right\}^{\frac{\nu}{\nu-1}}, \quad (3)$$

當中 $Q_t^d(s)$ 和 $Q_t^m(s)$ 分別是國內中間財和進口中間財的 s 品牌。 $\nu > 1$ 是不同品牌的中間財的替代彈性。 $N_t^{dx}(s)$ 是國內中間財可以銷售的貨物的存量，而 $N_t^m(s)$ 是進口中間財可以銷售的貨物的存量。 N_t^{dx} 和 N_t^m 是整個經濟體可以銷售的貨物的存量的加總。我們會稍後解釋為什麼我們把存貨引入 Dixit-Stiglitz 的加總。

當我們解一個成本最小化的問題後，我

們會得到下列需求函數：

$$Q_t^d(s) = \left(\frac{N_t^{dx}(s)}{N_t^{dx}} \right)^{\gamma} \left(\frac{P_t^d(s)}{P_t^d} \right)^{-\nu} Q_t^d, \quad (4)$$

$$Q_t^m(s) = \left(\frac{N_t^m(s)}{N_t^m} \right)^{\gamma} \left(\frac{P_t^m(s)}{P_t^m} \right)^{-\nu} Q_t^m, \quad (5)$$

$$Q_t^d = \alpha \left(\frac{P_t^d}{P_t} \right)^{-\vartheta} Z_t, \quad (6)$$

$$Q_t^m = (1-\alpha) \left(\frac{P_t^m}{P_t} \right)^{-\vartheta} Z_t, \quad (7)$$

當中 $P_t^d(s)$ 和 $P_t^m(s)$ 分別是 s 品牌國內中間財和進口中間財的價格(以本國的貨幣計算)。 P_t^d ， P_t^m 和 P_t 是價格指數，定義如下：

$$P_t^d \equiv \left\{ \int_0^1 \left(\frac{N_t^{dx}(s)}{N_t^{dx}} \right)^{\frac{z}{\nu}} P_t^d(s)^{1-\nu} ds \right\}^{\frac{\nu}{\nu-1}}, \quad (8)$$

$$P_t^m \equiv \left\{ \int_0^1 \left(\frac{N_t^m(s)}{N_t^m} \right)^{\frac{z}{\nu}} P_t^m(s)^{1-\nu} ds \right\}^{\frac{\nu}{\nu-1}}, \quad (9)$$

$$P_t \equiv \left\{ \alpha (P_t^d)^{1-\vartheta} + (1-\alpha) (P_t^m)^{1-\vartheta} \right\}^{\frac{1}{1-\vartheta}}. \quad (10)$$

把可以銷售的貨物的存量引入第 (2) 和 (3) 式中的 Dixit-Stiglitz 加總讓我們得到第 (4) 和 (5) 式中銷售隨著可以銷售的貨物存量增加的需求函數。可以銷售的貨物存量增加銷售的方式是首先由 Bils and Kahn (2000) 引入部份均衡模型。Jung and Yun (2005) 和 Lubik and Teo (2009) 把這個方法帶到封閉經濟體的 DSGE 模型。如我們可以從第 (4) 和

(5) 式中看見，參數 $\gamma > 0$ 反映需求對可以銷售貨存量的彈性。

二、中間財廠商

品牌 s 的國內中間財廠商的生產函數是：

$$Y_t(s) = \theta_t K_t(s)^\psi L_t(s)^{1-\psi}, \quad (11)$$

當中 $Y_t(s)$ 是 s 廠商的產出。 θ_t 是整個經濟體的技術參數。 $K_t(s)$ 和 $L_t(s)$ 是 s 廠商所用的資本財和工作時數。參數 $\psi \in (0,1)$ 影響要素所得和產出的比例。廠商 s 選擇 $K_t(s)$ 和 $L_t(s)$ 來極小化總生產成本 $R_t^k K_t(s) + W_t L_t(s)$ ，給定生產函數的限制，(11)。當中 R_t^k 和 W_t 分別是資本財的名目租賃和名目工資。一階條件是：

$$R_t^k = \psi MC_t \frac{Y_t}{K_t}, \quad (12)$$

$$W_t = (1-\psi) MC_t \frac{Y_t}{L_t}, \quad (13)$$

當中 MC_t 是限制式的 Lagrange multiplier，它也可以被解讀為名目邊際成本。^{註2}

貨物 s 在本國以及國外銷售。國外銷售的需求函數， $Q_t^x(s)$ ，被假設成和國內銷售的需求函數的形式一樣：

$$Q_t^x(s) = \left(\frac{N_t^{dx}(s)}{N_t^{dx}} \right)^\gamma \left(\frac{P_t^x(s)}{P_t^x} \right)^{-\gamma} Q_t^x, \quad (14)$$

$$Q_t^x = \kappa \left(\frac{P_t^x}{P_t^*} \right)^{-\eta}, \quad (15)$$

當中 P_t^* 是外國的 CPI 指數。 η 是外國的當期替代彈性，也可以被解讀為出口的價格彈性。參數 κ 是個比例參數。 Q_t^x 和 P_t^x 是以下指數：

$$Q_t^x \equiv \left\{ \int_0^d \left(\frac{N_t^{dx}(s)}{N_t^{dx}} \right)^\gamma Q_t^x(s)^{\frac{\gamma-1}{\gamma}} ds \right\}^{\frac{\gamma}{\gamma-1}}, \quad (16)$$

$$P_t^x \equiv \left\{ \int_0^d \left(\frac{N_t^{dx}(s)}{N_t^{dx}} \right)^\gamma P_t^x(s)^{1-\gamma} ds \right\}^{\frac{1}{1-\gamma}}. \quad (17)$$

為了簡化代數，我們假設廠商面對菜單成本，而不是遵循 Kollmann (2002) 採用 Calvo (1983) 方式的價格設定。品牌 s 的國內中間財廠商的利潤函數 $\pi_t^{dx}(s)$ ，和進口中間財廠商的利潤函數 $\pi_t^m(s)$ 分別是：

$$\begin{aligned} \pi_t^{dx}(s) = & P_t^d(s) Q_t^d(s) + e_t P_t^x(s) Q_t^x(s) \\ & - MC_t Y_t(s) - AC_t^d(s) - AC_t^x(s), \end{aligned} \quad (18)$$

$$\pi_t^m(s) = P_t^m(s) Q_t^m(s) - e_t P_t^* Y_t^m(s) - AC_t^m(s), \quad (19)$$

當中 $AC_t^d(s)$ ， $AC_t^x(s)$ 和 $AC_t^m(s)$ 是菜單成本函數。 e_t 是名目匯率(在這裡名目匯率上昇是本國貨幣貶值)。進口中間財廠商從國外以 P_t^* 的價格進口一致化的外國貨物 $Y_t^m(s)$ ，然後把它們轉換成不同品牌的貨物在國內銷售。廠商選擇價格和可以銷售的貨物的存量來極大化利潤，給定需求函數和可以銷售的貨物的存量的累計方程式：

$$N_t^{dx}(s) = Y_t(s) + (1 - \delta_N) [N_{t-1}^{dx}(s) - Q_{t-1}^d(s) - Q_{t-1}^x(s)], \quad (20)$$

$$N_t^m(s) = Y_t^m(s) + (1 - \delta_N) [N_{t-1}^m(s) - Q_{t-1}^m(s)], \quad (21)$$

當中 $\delta_N \in [0,1]$ 是可以銷售的貨物的存量的折舊率。

在我們的基準模型，我們也將做一個和 Kollmann (2002) 不一樣的假設，也就是我們假設出口商以本國貨幣設定價格，意即，生產者貨幣定價 (producer currency pricing, PCP)。我們將會探討如果價格設定是當地貨幣定價 (local currency pricing, LCP) 時，我們的結果的敏感度。我們在附錄推導 PCP 的最適價格設定條件如下：

$$0 = (1-\nu) \frac{Q_t^d(s)}{P_t} + \nu(1-\delta_N) E_t \rho_{t,t+1} \frac{MC_{t+1}}{P_{t+1}} \frac{Q_t^d(s)}{P_t^d(s)} - \varphi \left(\frac{P_t^d(s)}{\Pi P_{t-1}^d(s)} - 1 \right) \frac{Q_t^d(s)}{\Pi P_{t-1}^d(s)} \frac{P_t^d}{P_t} + E_t \rho_{t,t+1} \varphi \left(\frac{P_{t+1}^d(s)}{\Pi P_t^d(s)} - 1 \right) \frac{P_{t+1}^d(s)}{\Pi (P_t^d(s))^2} \frac{P_{t+1}^d}{P_{t+1}} Q_{t+1}^d, \quad (22)$$

$$0 = (1-\nu) \frac{Q_t^x(s)}{P_t} + \nu(1-\delta_N) E_t \rho_{t,t+1} \frac{MC_{t+1}}{P_{t+1}} \frac{Q_t^x(s)}{e_t P_t^x(s)} - \varphi \left(\frac{e_t P_t^x(s)}{\Pi e_{t-1} P_{t-1}^x(s)} - 1 \right) \frac{Q_t^x(s)}{\Pi e_{t-1} P_{t-1}^x(s)} \frac{e_t P_t^x}{P_t} + E_t \rho_{t,t+1} \varphi \left(\frac{e_{t+1} P_{t+1}^x(s)}{\Pi e_t P_t^x(s)} - 1 \right) \frac{e_{t+1} P_{t+1}^x(s)}{\Pi (e_t P_t^x(s))^2} Q_{t+1}^x \frac{e_{t+1} P_{t+1}^x}{P_{t+1}}, \quad (23)$$

$$0 = (1-\nu) Q_t^m(s) + \nu(1-\delta_N) E_t \frac{1}{R_t^*} P_{t+1}^* \frac{Q_t^m(s)}{P_t^m(s)/e_t} - \varphi \left(\frac{P_t^m(s)/e_t}{\Pi^* P_{t-1}^m(s)/e_{t-1}} - 1 \right) \frac{Q_t^m(s)}{\Pi^* P_{t-1}^m(s)/e_{t-1}} \frac{P_t^m}{e_t} + E_t \frac{1}{R_t^*} \varphi \left(\frac{P_{t+1}^m(s)/e_{t+1}}{\Pi^* P_t^m(s)/e_t} - 1 \right) \frac{P_{t+1}^m(s)/e_{t+1}}{\Pi^* (P_t^m(s)/e_t)^2} Q_{t+1}^m \frac{P_{t+1}^m}{e_{t+1}}, \quad (24)$$

當中 $\varphi > 0$ 是個菜單成本參數， $\rho_{t,t+1}$ 是個衡量跨期利潤的折扣率，註³ R_t^* 是國際利

率的毛額。 $\Pi_t \equiv \frac{P_t}{P_{t-1}}$ and $\Pi_t^* \equiv \frac{P_t^*}{P_{t-1}^*}$ 分別是國內和國外 CPI 膨脹率的毛額。沒有時間標號的變數代表該變數的靜止值。

在 LCP 的情況下，式子 (23) 和 (24) 由以下式子取代：

$$0 = (1-\nu) \frac{e_t Q_t^x(s)}{P_t} + \nu(1-\delta_N) E_t \rho_{t,t+1} \frac{MC_{t+1}}{P_{t+1}} \frac{Q_t^x(s)}{P_t^x(s)} - \varphi \left(\frac{P_t^x(s)}{\Pi^* P_{t-1}^x(s)} - 1 \right) \frac{Q_t^x(s)}{\Pi^* P_{t-1}^x(s)} \frac{e_t P_t^x}{P_t} + E_t \rho_{t,t+1} \varphi \left(\frac{P_{t+1}^x(s)}{\Pi^* P_t^x(s)} - 1 \right) \frac{P_{t+1}^x(s)}{\Pi^* (P_t^x(s))^2} Q_{t+1}^x \frac{e_{t+1} P_{t+1}^x}{P_{t+1}}, \quad (25)$$

$$0 = (1-\nu) \frac{Q_t^m(s)}{e_t} + \nu(1-\delta_N) E_t \frac{1}{R_t^*} P_{t+1}^* \frac{Q_t^m(s)}{P_t^m(s)} - \varphi \left(\frac{P_t^m(s)}{\Pi P_{t-1}^m(s)} - 1 \right) \frac{Q_t^m(s)}{\Pi P_{t-1}^m(s)} \frac{P_t^m}{e_t} + E_t \frac{1}{R_t^*} \varphi \left(\frac{P_{t+1}^m(s)}{\Pi P_t^m(s)} - 1 \right) \frac{P_{t+1}^m(s)}{\Pi (P_t^m(s))^2} Q_{t+1}^m \frac{P_{t+1}^m}{e_{t+1}}. \quad (26)$$

可以銷售的貨物的存量的一階條件是：

$$\gamma \frac{P_t^d(s) Q_t^d(s) + e_t P_t^x(s) Q_t^x(s)}{N_t^{dx}(s) P_t} - \frac{MC_t}{P_t} + (1-\delta_N) E_t \rho_{t,t+1} \frac{MC_{t+1}}{P_{t+1}} \left(1 - \gamma \frac{Q_t^d(s) + Q_t^x(s)}{N_t^{dx}(s)} \right) = 0, \quad (27)$$

$$\gamma \frac{P_t^m(s) Q_t^m(s)}{N_t^m(s) e_t} - P_t^* + (1-\delta_N) E_t \frac{1}{R_t^*} P_{t+1}^* \left(1 - \gamma \frac{Q_t^m(s)}{N_t^m(s)} \right) = 0. \quad (28)$$

三、代表性家計單位

代表性家計單位的跨期效用是由消費 C_t ，工作時數 L_t 和實質貨幣餘額 (real money balance) $\frac{M_t}{P_t}$ 決定：

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U \left(C_t, L_t, \frac{M_t}{P_t} \right), \quad (29)$$

當中 $\beta \in [0,1]$ 是主觀折扣因子。我們遵循 Kollmann (2002) 假設當期效用函數的形式如下：

$$U(C_t, L_t) = \frac{C_t^{1-\xi} - 1}{1-\xi} - \frac{L_t^{1+\omega}}{1+\omega} + \frac{\left(\frac{M_t}{P_t}\right)^{1-\phi_m}}{1-\phi_m}. \quad (30)$$

代表性家計單位擁有資本財 K_t ，其累計方程式為：

$$K_{t+1} = K_t(1-\delta) + I_t - \frac{1}{2} \Phi \frac{(K_{t+1} - K_t)^2}{K_t}, \quad (31)$$

當中 $\frac{1}{2} \Phi \frac{(K_{t+1} - K_t)^2}{K_t}$ ， $\Phi > 0$ 是個資本調整成本。代表性家計單位也擁有所有的國內廠商。在第 t 期，代表性家計單位可以購買一個一期的國內債券 A_{t+1} 和一個以外幣計價的債券 B_{t+1} 。 A_{t+1} 和 B_{t+1} 的名目利率毛額分別是 R_t 和 R_t^f 。代表性家計單位也累計名目貨幣餘額， M_t 。代表性家計單位的預算限制式為：

$$M_t + A_{t+1} + e_t B_{t+1} + P_t(C_t + I_t) = M_{t-1} + A_t R_{t-1} + e_t B_t R_{t-1}^f + R_t^k K_t + \int_0^1 \pi_t^{dx}(s) ds + T_t + W_t L_t, \quad (32)$$

當中 T_t 是政府的定額移轉。

效用極大化的一階條件為：

$$1 = \beta R_t E_t \left\{ \frac{P_t C_t^\xi}{P_{t+1} C_{t+1}^\xi} \right\}, \quad (33)$$

$$1 = \beta R_t^f E_t \left\{ \frac{P_t C_t^\xi e_{t+1}}{P_{t+1} C_{t+1}^\xi e_t} \right\}, \quad (34)$$

$$1 = \beta E_t \left\{ \frac{C_t^\xi \frac{R_{t+1}^k}{P_{t+1}} + 1 - \delta + \Phi \frac{(K_{t+2} - K_{t+1})}{K_{t+1}} + \frac{1}{2} \Phi \frac{(K_{t+2} - K_{t+1})^2}{K_{t+1}^2}}{C_{t+1}^\xi \frac{(K_{t+1} - K_t)}{K_t}} \right\}, \quad (35)$$

$$\frac{W_t}{P_t} = C_t^\xi L_t^\omega, \quad (36)$$

$$\left(\frac{M_t}{P_t}\right)^{-\phi_m} \frac{1}{P_t} - \frac{1}{P_t C_t^\xi} + \beta E_t \frac{1}{P_{t+1} C_{t+1}^\xi} = 0. \quad (37)$$

式子 (33) 和 (34) 是債券的 Euler 式子。式子 (35) 是資本財的 Euler 式子。式子 (36) 把工時的邊際效益和邊際成本相等。式子 (37) 是貨幣需求式子。我們遵循 Kollmann (2002)，引入一個非拋補利率衝擊， ϕ_t ，進入外國債券的 Euler 式子，使式子 (34) 變成：

$$1 = \phi_t \beta R_t^f E_t \left\{ \frac{P_t C_t^\xi e_{t+1}}{P_{t+1} C_{t+1}^\xi e_t} \right\}. \quad (38)$$

我們引入非拋補利率衝擊以便式子 (33) 和 (38) 經由對數線性化得到：

$$E_t \widehat{\Delta e}_{t+1} \simeq \hat{R}_t - \hat{R}_t^f - \hat{\phi}_t, \quad (39)$$

當中 $\Delta e_{t+1} \equiv e_{t+1}/e_t$ 而 " \wedge " 符號表示一個變數和其靜止值的對數差。

四、市場結清條件

廠商在均衡時是對等的，所以我們可以把 s 標籤從式子拿掉。最終財的結清需要：

$$Z_t = C_t + I_t + \frac{AC_t^d}{P_t} + \frac{AC_t^x}{P_t}. \quad (40)$$

我們可以注意到給定最終財 Z_t 的量，菜單成本減少可以供消費和投資用途的貨物。所以菜單成本是這個經濟體一個沒有效率的

來源。為了解釋以下結果，我們將定義 RC_t 為菜單成本和最終財的比例，來反映價格調整所造成的資源成本：

$$RC_t \equiv \frac{\frac{AC_t^d}{P_t} + \frac{AC_t^x}{P_t}}{Z_t}. \quad (41)$$

國內債券的市場結清需要：

$$A_t = 0. \quad (42)$$

我們同時假設政府把鑄幣稅回歸成定額移轉給家計單位：

$$T_t = M_t - M_{t-1}. \quad (43)$$

最後，我們遵循 Kollmann (2002) 假設家計單位持有國際債券所收到的利率, R_t^f , 和國際利率, R_t^* , 相差 $\frac{\lambda B_{t+1}}{P_t^x Q_t^x}$, 當中 $\lambda > 0$ 是一個反映國際金融市場整合程度的參數：

$$\frac{R_t^f}{\Pi^*} = \frac{R_t^*}{\Pi^*} - \frac{\lambda B_{t+1}}{P_t^x Q_t^x}. \quad (44)$$

$\frac{\lambda B_{t+1}}{P_t^x Q_t^x}$ 項也扮演完結 (closing) 小型經濟體模型的角色 (Schmitt-Grohe and Uribe, 2003)。

五、貨幣政策

因為我們將校準模型成台灣的情形，我們首先講假設央行遵循一個貨幣成長法則來執行貨幣政策。遵循 Teo (2009a)，我們將設定貨幣成長法則為：

$$\ln\left(\frac{\mu_t}{\mu}\right) \equiv \rho_\mu \ln\left(\frac{\mu_{t-1}}{\mu}\right) - (1 - \rho_\mu) \left[\rho_{m1} \ln\left(\frac{\Pi_t}{\Pi}\right) + \rho_{m2} \ln\left(\frac{\Delta e_t}{\Delta e}\right) \right] + \varepsilon_t^m, \quad (45)$$

當中 $\mu_t \equiv \frac{M_t}{M_{t-1}}$ 是貨幣成長毛率, ε_t^m 是個 i.i.d. 貨幣衝擊，其標準差為 σ^m 。

當我們考慮最適貨幣政策，我們將考慮 Ramsey 最適政策。^{註4} Ramsey 最適政策可以藉由設定一個 Lagrangian 的問題來計算，即假設央行的最適化行為係在家計單位和廠商的一階條件和市場結清條件都能滿足的情況下，求取代表性家計單位的終生效用函數最大化。我們利用 Levin and Lopez-Salido (2004) 發展的 Matlab 程式進行以上計算。

除了 Ramsey 最適政策，遵循 Devereux et al. (2006) 和 Sutherland (2006)，^{註5} 我們將考慮以下的簡單法則：

$$\Pi_t^d = \Pi^d, \quad (46)$$

$$\Pi_t = \Pi, \quad (47)$$

$$\Delta e_t = \Delta e, \quad (48)$$

當中 $\Pi_t^d \equiv \frac{P_t^d}{P_t^d}$ 是國內物價膨脹毛率, $\Delta e = 1$ 。我們將稱式子 (46)-(48) 分別為嚴格國內物價膨脹率目標化 (strict domestic goods price inflation targeting, DPIT)，嚴格 CPI 膨脹率目標化 (strict CPI inflation targeting, CPIT) 和固定匯率 (FE)。

六、外生變數

我們將假設外生變數的變化是遵循一階自我回歸方式：

$$\theta_t = (1 - \rho^\theta) + \rho^\theta \theta_{t-1} + \varepsilon_t^\theta, \quad (49)$$

$$\Pi_t^* = (1 - \rho^*) \Pi^* + \rho^* \Pi_{t-1}^* + \varepsilon_t^*, \quad (50)$$

$$R_t^* = (1 - \rho^R) R^* + \rho^R R_{t-1}^* + \varepsilon_t^R, \quad (51)$$

$$\phi_t = (1 - \rho^\phi) + \rho^\phi \phi_{t-1} + \varepsilon_t^\phi, \quad (52)$$

當中 $\rho^\theta, \rho^*, \rho^R, \rho^\phi \in [0,1)$ 和 $\varepsilon_t^\theta, \varepsilon_t^*, \varepsilon_t^R, \varepsilon_t^\phi$ 是平均為零的 i.i.d. 衝擊，其標準差分別為 $\sigma^\theta, \sigma^*, \sigma^R, \sigma^\phi$ 。

七、福利標準

我們用代表性家計單位第零期的預期終身效用, CV_0 , 作為福利標準：^{註6}

$$CV_0 \equiv E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left(\frac{C_t^{1-\xi} - 1}{1-\xi} - \frac{L_t^{1+\omega}}{1+\omega} \right). \quad (53)$$

我們遵循 Schmitt-Grohé and Uribe (2007)，以原始狀態是靜止狀態來計算福利。這樣做的好處是模型的經濟體會從同一個原始狀態開始，因為給定參數值，模型的

靜止狀態在所有我們考慮的貨幣政策下，都是一樣的。

我們遵循 Lucas (1987) 把福利轉換成百分比, ζ , 以反映家計單位願意放棄的靜止狀態消費，以使它在靜止狀態下和在某個貨幣政策 a 下有同樣的福利。 ζ 可以從以下求出：

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left\{ \frac{\left[\left(1 - \frac{\zeta}{100}\right) C \right]^{1-\xi} - 1}{1-\xi} - \frac{L^{1+\omega}}{1+\omega} \right\} = CV_0^a. \quad (54)$$

比較高的 ζ 值表示比較低的福利。

參、模型的解和校準

我們用二階泰勒逼近法 (Schmitt-Grohé and Uribe, 2004) 來解模型。其中，二階泰勒逼近是以 Dynare (Juillard, 1996) 這個軟體程式來計算。

為了使用二階逼近法，我們必須校準模型的參數。我們將把模型校準成對應1992Q1到2009Q1的台灣情況。模型裡一期是一季。主觀折扣率, β , 被設為 0.9945, 這和數據上平均實質利率^{註7} 是 2.2% (年率) 相符合。靜止狀態的國內通貨膨脹率, Π 被設為 1.004, 這和數據上平均通貨膨脹率 1.6% (年率) 是相符合的。為簡單起見，我們也設定 $\Pi^* = \Pi$ 。^{註8} α 被設為 0.5, 以便靜止狀態的進

口和 GDP 的比例是 50%, 這和台灣的數據上的平均相符合。我們遵循 Teo (2009a) 把貨物之間的替代彈性, ν 設為 6, 以便靜止狀態的加碼 (markup) 是 20%。同樣的，我們遵循 Teo (2009a), 把技術參數, ψ , 設為 0.3 而折資本財舊率 δ 設為 0.025。菜單成本參數, φ , 被校準使得這個模型的對數線性化後的菲利普曲線和 Kollmann (2002) 模型裡的一樣。以台灣的情形, Teo (2009a) 發現平均價格設定期間為 2 到 3 季，視貨物的種類而定。我們會設 φ 以便它和平均價格設定期為 2 季相符。進口的價格彈性, g 被設為 1.7, 這是 Teo (2009a) 所得到的進口消費財價格彈性和進

口資本財價格彈性的中間值。出口價格彈性, η 被設為 1.11, 這是 Teo (2009a) 所得到的後驗平均。我們遵循 Teo (2009a), 把 Frish 勞動彈性的倒數, ω 和貨幣需求彈性, φ_m 分別設為 5 和 4。風險趨避係數 ξ 被設為 5。這個值是在文獻上常用的值的範圍內。^{註9,10} 參數 κ 被校準成讓靜止狀態實質匯率 1。我們校準資本財調整成本參數 ϕ , 以便投資的標準差和產出的標準查的比例和數據相符。我們遵循 Kollmann (2002) 把反映國際金融市場的整合程度的參數 λ , 設為 0.0019。關於貨幣成長法則, 我們設定 $\rho^\mu = 0.681$, $\rho_{m1} = 1.116$ and $\rho_{m2} = 0.403$ 和 $\sigma^m = 0.008$, 而這是跟據 Teo (2009a) 的結果。關於外生衝擊, 我們以 AR(1) 的方式來估計美國 1992Q1 到 2009Q1 間的通貨膨脹率和名目利率。我們得到

$\rho^* = 0.15$, $\rho^R = 0.99$, $\sigma^* = 0.001$, $\sigma^R = 0.002$ 。關於技術衝擊, 因為我們沒有台灣的 Solow 余數, 所以我們設定 $\rho^\theta = 0.9$, 然後校準 σ^θ 以便模型的產出標準差和數據相符。這讓我們設定 $\sigma^\theta = 0.0085$ 。關於 UIP 衝擊, 因為我們沒有台灣的估計, 我們將遵循 Kollmann (2002) 設定 $\rho^\phi = 0.5$ 和 $\sigma^\phi = 0.033$ 。同樣的, 因為我們沒有現有的實證估計, 可以銷售貨物的折舊率, δ_N 和銷售對可銷售貨物的存量的彈性, γ , 將分別被設為 0.01 和 0.37, 而這是遵循 Jung and Yun (2005) 和 Lubik and Teo (2009) 在美國的模型所用的值。

表一顯示一些我們關心的變數在模型裡和在數據上的標準差。如我們可以從表中看到, 這個模型有能力反映這幾個變數的相對標準差。^{註11,12}

肆、結 果

一、基準參數值

表2顯示基準參數值下的結果。為了作為比較, 我們也顯示沒有存貨的標準新興凱因斯小型經濟體模型的結果。如從表中所見, 我們的有存貨的模型和標準的沒有存貨的模型的 Ramsey 最適政策有許多共同點。如標準的沒有存貨的模型, 有存貨的模型的 Ramsey 最適政策帶來相對低的國內物價膨脹率標準差, 同時它讓 CPI 膨脹率和匯率改變率的標準差比較大。這個結果和

Sutherland (2006) 的發現是一致的, 也就是當國內和國外貨物的替代性小時, 最適貨幣政策比較關注穩定國內物價的膨脹率。

雖然 Ramsey 最適貨幣政策比較關注穩定國內物價的膨脹率, 國內物價的膨脹率的標準差, 在 1.54% (年率), 雖然相對小, 但也不是微不足道。這和 Sutherland (2006) 的結果是一致的, 也就是在小型經濟體模型, 完全的穩定國內物價膨脹率並不是最適合的, 除了在國內和國外的貨物的替代彈性剛

好1的情況下。這個結果的經濟直覺是當國內和國外的貨物的替代彈性不是1，最適政策容許國內物價膨脹率一些波動，以容許一些匯率波動來影響貿易條件 (terms of trade) (Sutherland, 2006)。另外, DPIT, CPIT 和 FE 的福利排行在有和沒有存貨的模型，都和 Sutherland (2006) 的結果一致，也就是當國內和國外貨物的替代彈性小時，DPIT 是三種簡單法則中最好的, 而 FE 是最差的。值得一提的是, 相較於 DPIT, CPIT 和 FE 帶來 0.1 到 0.46% 的靜止狀態消費福利差別，而這在景氣循環的分析裡是相當大的。CPIT和 FE 帶來相當大的福利成本因為它們帶來波動比較大的國內物價膨脹率, 進而透過菜單成本帶來高資源成本(表2裡 RC 列所顯示)。這子節顯示在基準參數值下，最適貨幣政策在有存貨的模型和沒有存貨的模型非常相似。

二、其它出口替代彈性的值

以上子節的結果是在出口替代彈性, η ，是 1.11 的假設下獲得。但是，文獻上 η 的值還有些不確定。比方說, Teo (2009a) 在一個估計的台灣 DSGE 模型發現, η 的 90% 信心區間是 0.66 到 2.37。文獻上，其它國家的 η 的估計區間更大。比方說, Lai and Trefler (2002) 從一組已開發國家和發展中國家發現，它們的綜合工業貨物的替代彈性的估計是 5 到 8。Anderson and van Wincoop (2003) 從實證結果的整理回顧提出結論，認為 5 到

10 的貿易彈性是合理的。Hummels (2001) 利用美國和 5 個其它國家的分類數據發現大部份貨物的替代彈性介於 3 到 8, 但是一些貨物的替代彈性高達 79。貨物間的替代彈性可以影響不同貨幣政策的福利排行。Sutherland (2006) 發現替代彈性是個影響貨幣政策應不應該穩定名目匯率的關鍵參數。Teo (2009b,c) 延伸 Sutherland (2006) 的結果，發現出口替代彈性比國內貨物和進口貨物間的替代彈性對不同貨幣政策的影響來得重要。^{註13} 考量以上理論和實證結果，我們將先詳細探討模型的結果在 的時候的穩定性, 然後再做更多的其它 值的敏感性。

表3顯示 $\eta = 10$ 的結果。如表中顯示，在有存貨的模型，Ramsey 最適政策穩定名目匯率成長率比穩定國內物價膨脹率和 CPI 膨脹率來得多。名目匯率成長率的標準差現在比國內物價膨脹率和 CPI 膨脹率小幾倍。在沒有存貨的模型，雖然 Ramsey 最適政策依然穩定國內物價膨脹率比穩定 CPI 膨脹率和名目匯率成長率來得多，但是名目匯率成長率的標準差現在比基準模型小了好幾倍。這個結果是和 Sutherland (2006) 和 Teo (2009b,c) 的結果是一致的，也就是當出口替代彈性增加時，最適貨幣政策會更關注在穩定名目匯率。這個結果的經濟直覺是名目匯率的波動會增加出口價格的風險貼水，進而增加平均出口價格。^{註14} 當出口替代彈性高時，比較高的平均出口價格帶來比較低的出

口收入, $p_t^x Q_t^x$, 而這是個不好的結果。所以, 當出口替代彈性大時, 最適貨幣政策面對穩定國內物價膨脹率以減少菜單成本所造成的資源浪費, 以及穩定名目匯率以增加出口收入的取捨。

有趣的是, 在有存貨的模型, 三個簡單法則的福利排行現在和基準模型完全相反。FE 是最好的簡單法則, 第二是 CPIT 而 DPIT 是最差的。在沒有存貨的模型, 雖然三個簡單法則的福利排行仍然和基準模型一樣, 它們間的福利成本差距現在變得比較小了。這個結果顯示, 在穩定匯率的重要性隨著出口替代彈性增加的同時, 存貨的存在增強了這個效果。為了進一步探討這個議題, 圖1 和 2 分別顯示在有和沒有存貨的模型, 在 η 變動下, 三種簡單法則的福利成本。如圖1 所見, 在有存貨的模型, 當 $\eta > 3$ FE 開始比 DPIT 好, 而當 $\eta > 8$, FE 成了三種簡單法則中最好的。當 η 是介於 3 到 8, CPIT 是最好的簡單法則。相反的, 在沒有存貨的模型, 圖2 顯示, 在我們考慮的 η 值, FE 沒有比 DPIT 和 CPIT 來的好。因此, 考量存貨減低 FE 成為最好的簡單法則的關鍵 η 值。為什麼考量存貨使穩定名目匯率變得更重要? 這個結果的經濟直覺如下: 名目匯率的波動增加出口價格的風險貼水, 而當 $\eta > 1$ 將降低出口收入。給定一個名目匯率的波動程度, 存貨的存在會放大出口價格的風險貼水, 因為廠商必須考量名目匯率對於存貨的

估價影響。存貨的存在增加名目匯率波動對出口收入的負面影響因而使穩定名目匯率變得更重要。

三、敏感性分析

在這子節, 我們考慮基準模型的一些變化, 來檢查結果的穩定性。

(一) 需求對可以銷售的貨物存量的彈性

我們首先考慮需求對可以銷售的貨物存量的彈性, γ 。圖3顯示當 $\gamma = 0.8$ 時的結果。這是 Jung and Yun (2005) 和 Lubik and Teo (2009) 也考慮的一個值。如從圖中所見, 無論是質量上還是數量上, 這個情形的結果都和基準模型的結果非常相似。雖然隨著需求對可以銷售的貨物存量的彈性的增加, 需求會對存貨更敏感, 因此出口價格的風險貼水會對名目匯率波動更敏感, 但是和基準模型比較, 我們得到的結果是無論在質量上和數量上, 它們都和基準模型差距很小。

(二) 國際金融市場整合程度

在基準模型, 我們設定影響金融整合程度的參數, λ 是 0.0019。在這裡, 我們探討當 λ 減低到 0.001 時(也就是, 國際金融市場整合程度增加), 結果的穩定性。如圖4所見, 結果無論是質量上還是數量上都和基準模型非常相似。唯一的差別是, 三個簡單法則的福利成本都比基準模型稍微來得小。

(三) 國內貨物和進口貨物間的替代彈性

在基準模型, 我們設定國內貨物和進口

貨物間的替代彈性, g , 在 1.7。在這個子節, 我們探討結果對 g 的穩定性。我們考慮 g 等於 2.5。這是 Teo (2009a) 得到的消費財的後顯平均。如圖5 所見, 結果在質量上和基準模型相似。在數量上, 比較高的 g 把讓 FE 成為最好的簡單政策的關鍵 η 值從 8 減低到 7。

(四) 衝擊標準差

在基準模型, 我們大約校準技術衝擊和 UIP 衝擊的標準差。在這子節, 我們探討結果對這兩個標準差的穩定性。圖6 考慮當 $\sigma^\theta = 0.004$, 也就是基準模型的一半, 而圖7 考慮 $\sigma^\theta = 0.017$, 也是基準模型的一半。如這兩個圖所顯示, 結果無論是質量上和數量上都和基準模型相似。

(五) 當地貨幣定價

在以上的結果, 支出移轉對福利排行的影響很重要。如果價格設定是當地貨幣 (LCP) 計價, 支出移轉效果會變得不重要。

在 LCP 的情況下, 出口價格是以出口市場的貨幣定價而進口價格是以本國的貨幣定價。這意味著出口和進口價格不會那麼受到名目匯率波動的影響。因此, LCP 下的最適貨幣政策會專注在穩定國內物價膨脹率。圖8 顯示, 當價格設定是 LCP, 在我們考慮的 η 值中, DPIT 是三種簡單法則中最好的, 而 FE 是最差的。

台灣的出口價格可能大部份是以外幣定價。從這個角度來看, LCP 可能比 PCP 更能解釋台灣的情形。但是, 在現實世界裡, 有可能廠商會以外幣定價, 但仍然允許出口價格隨匯率改變而做出一些變動。我們可以在這裡透過假設價格設定是 LCP 但同時允許價格和匯率指數掛鉤來探討這種情形。圖9 考慮價格設定是 LCP, 但是 50% 的匯率變動會自動轉嫁到出口價格。^{註15} 如預期的, 結果是在 PCP 和純粹的 LCP 的情形之間。FE 在當 $\eta > 14$, 是三種簡單法則中最好的。

伍、結 論

我們探討一個校準到台灣情形的小型經濟體新興凱因斯 DSGE 模型的最適貨幣政策。我們發現當價格設定是生產者貨幣定價 (PCP) 時, 存貨影響最適貨幣政策所面對的取舍。更仔細的來說, 在 PCP 下, 當出口替代彈性高時, 存貨的存在增加穩定名目匯率的重要性。我們進一步顯示, 在一個高但是

合理的出口替代彈性下, 固定匯率可以比嚴格的國內物價膨脹率目標化和 CPI 膨脹率目標化帶來更高的福利。

我們以討論未來研究方向來總結這篇文章。首先, 我們可以探討文章的結果是否會因為使用其他引入存貨的方法, 如產出平滑, 而改變。第二, Kahn, McConnel and

Perez-Quiros (2002) 發現在美國存貨和銷售的比例有下降的趨勢。探討這個趨勢是否在台灣也有，以及它如何影響最適貨幣的制定會是有趣的方向。^{註16} 最後，我們也可以引入非貿易財和習慣消費 (habit consumption) 這些可能影響貨幣政策的模型設計，來探討這篇文章的結論的敏感性。

附註

- (註1) 請參閱 Blinder and Maccini (1991), Ramey and West (1999) 和 Khan (2003)。
- (註2) 因為這個模型的結構，不同廠商的名目邊際成本將會相同，所以名目邊際成本沒有 s 的標籤。
- (註3) Kim (2000) 推導顯示衡量跨期利潤的折扣率等於跨期邊際消費效用的比例，也就是， $\rho_{t,t+1} = \beta \frac{C_t^\xi}{C_{t+1}^\xi}$ 。
- (註4) 對於 Ramsey 最適政策在新興凱因斯模型的詳細討論，請參考 Khan et al. (2003), Levin et al. (2006) 和 Schmitt-Grohe and Uribe (2007)。
- (註5) 但是，Devereux et al. (2006) 和 Sutherland (2006) 沒有考慮 Ramsey 最適政策。
- (註6) 當效用函數被用為福利標準時，我們遵循 Obstfeld and Rogoff (2000) 省略效用函數中的貨幣餘額。這樣做的好處是可以避免 Friedman Rule 相關的問題。
- (註7) 我們參考的是金融業拆款。
- (註8) 靜止狀態的通貨膨脹率不會影響這篇文章的結果，因為我們的菜單成本有完全和靜止狀態通貨膨脹率指數掛鉤。
- (註9) Lucas (1987)。
- (註10) 我們需要這個相對高的值來讓模型所得到的消費的相對波動性和數據相符。
- (註11) 但是，值得一提的是，比較這些標準差是為了得到一些可以讓模型和數據大致相符的參數，而不是為了讓模型所有的二階動差和數據相符。這篇文章的目的也不在於探討存貨投資的季節性。
- (註12) 模型裡的 Y_t 對應數據中的 GDP 因為 Y_t 反映當期的產出。 Y_t 的一部份將被用作存貨投資，但這和數據上的國民所得會計恆等式相符。
- (註13) 在 Sutherland (2006) 的文章，出口替代彈性和國內貨物和進口貨物間的替代彈性的值是一樣的。
- (註14) 在表2和3，出口價格， p_t^x 是除以外國 CPI 的，也就是， $p_t^x \equiv P_t^x / P_t^*$ 。
- (註15) 詳細的模型請見98cbc-經1委託研究報告。
- (註16) 然而，在這個模型，因為我們發現結果對需求對可以銷售的貨物存量的彈性， γ ，不敏感，很有可能存貨對銷售的比例的下降趨勢不會對結果有很大的影響。

參考文獻

- Anderson, J., van Wincoop, E., (2003). Trade costs. Manuscript.
- Bils, Mark, and James A. Kahn, (2000) What Inventory Behavior Tells Us About Business Cycles. *American Economic Review*, 90(3), 458-481.
- Blinder, Alan S., and Louis J. Maccini (1991): Taking Stock: A Critical Assessment of Recent Research on Inventories. *Journal of Economic Perspectives* 5 (1), 73-96.
- Calvo, Guillermo A., (1983). Staggered prices in a utility maximizing framework. *Journal of Monetary Economics* 12, 383--398.
- Devereux, M.B, Lane, P.R., Xu, J., (2006). Exchange Rates and Monetary Policy in Emerging Market Economies. *Economic Journal* 116, 478-506.
- Hummels, D., (2001). Toward a geography of trade costs. Mimeo, Purdue University.
- Julliard, C. (1996). Dynare : a program for the resolution and simulation of dynamic models with forward variables through the use of a relaxation algorithm. *CEPREMAP Working Paper* 9602.
- Jung, YongSeung, and Tack Yun (2005): Monetary Policy Shocks, Inventory Dynamics and Price-setting Behavior. Manuscript.
- Kahn, James A., Margaret McConnell, and Gabriel Perez-Quiros, (2002). On the Causes of the Increased Stability of the U.S. Economy. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8(1): 183--202.
- Khan, Aubhik, (2003): The Role of Inventories in the Business Cycle. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, Third Quarter, 38-46.
- Khan, Aubhik, Robert G. King, and Alexander Wolman (2003): Optimal Monetary Policy. *Review of Economic Studies*, 70, 825-860.
- Kim, Jinill, (2000). Constructing and estimating a realistic optimizing model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 45, 329-359.
- Kollmann, R., (2002). Monetary policy rules in the open economy: Effects on welfare and business cycles. *Journal of Monetary Economics* 49, 989-1015.
- Lai, H., Treffler, D., (2002). The gains from trade with monopolistic competition: specification, estimation, and mis-specification. *NBER Working Paper* 9169.
- Levin, Andrew T., and David Lopez-Salido (2004): Optimal Monetary Policy with Endogenous Capital Accumulation. Manuscript.
- Levin, Andrew T., Aleksii Onatski, John C. Williams, and Noah Williams (2006): Monetary Policy under Uncertainty in Micro-founded Macroeconometric Models. In: Gertler, Mark, and Kenneth Rogoff (Eds.). *NBER Macroeconomics Annual 2005*. MIT Press, Cambridge, London, 229-287.
- Lucas, Robert (1987). *Models of Business Cycles*. Yrjö Johansson Lectures Series. London: Blackwell.
- Lubik, Thomas A., and Wing Leong Teo (2009): Inventories and Optimal Monetary Policy. Manuscript.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000). "New Directions for Stochastic Open Economy Models," *Journal of International Economics*, 50, 117-153.
- Ramey, Valerie A., and Kenneth D. West (1999): Inventories. In: John B. Taylor, Michael Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, 863-923.
- Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., (2003). Closing small open economy models. *Journal of International Economics* 61(1), 163--185.
- Schmitt-Grohé, Stephanie, and Martín Uribe (2004): Solving Dynamic General Equilibrium Models Using a Second-order Approximation to the Policy Function. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 28, 755-775.

- Schmitt-Grohé, Stephanie, and Martín Uribe (2007): Optimal, Simple and Implementable Monetary and Fiscal Rules. *Journal of Monetary Economics*, 54, 1702--1725.
- Sutherland, A., (2006). The expenditure switching effect, welfare and monetary policy in a small open economy. *Journal of Economic Dynamic and Control* 30, 1159-1182.
- Teo, Wing Leong (2009a). An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Taiwanese Economy. *Pacific Economic Review* 14(2), 194-231.
- Teo, Wing Leong (2009b). Can Exchange Rate Rules be Better Than Interest Rate Rules? *Japan and the World Economy* 21, 301-311.
- Teo, Wing Leong (2009c). Revisiting Expenditure Switching. Manuscript.
- Wen, Yi (2005): Understanding the Inventory Cycle. *Journal of Monetary Economics*, 52, 1533--1555.

表1 基準校準下一些變數的標準差

變數	標準差(%)	
	模型	數據
Y_t	2.39	2.38
C_t	1.51	1.20
I_t	10.80	10.83

表2 基準參數的結果 ($\eta=1.11$)

	Ramsey	DPIT	CPIT	FE
A: 有存貨投資的模型				
福利成本 (ζ)	0.28	0.30	0.40	0.60
平均				
RC_t	0.01	0.00	0.11	0.26
p_t^x	0.09	0.13	-0.04	-0.14
$p_t^y Q_t^x$	-0.01	-0.01	0.00	0.02
標準差				
Π_t^d	1.54	0.00	5.91	9.11
Π_t	8.85	12.35	0.00	5.21
Y_t	2.40	2.40	2.42	2.44
Δe_t	5.47	6.96	1.90	0.00
RER_t	3.78	4.12	2.99	2.58
B: 沒有存貨投資的模型				
福利成本 (ζ)	0.17	0.17	0.30	0.63
平均				
RC_t	0.00	0.00	0.07	0.30
p_t^x	0.11	0.10	-0.01	-0.18
$p_t^y Q_t^x$	-0.01	-0.01	0.00	0.02
標準差				
Π_t^d	0.63	0.00	4.88	9.79
Π_t	6.30	5.61	0.00	5.60
Y_t	2.66	2.65	2.59	2.56
Δe_t	3.41	3.21	1.60	0.00
RER_t	2.33	2.32	2.21	2.12

表3 基準參數的結果 ($\eta=10$)

	Ramsey	DPIT	CPIT	FE
A: 有存貨投資的模型				
福利成本 (ζ)	0.66	1.25	0.73	0.67
平均				
RC_t	0.19	0.00	0.08	0.18
p_t^x	0.16	1.13	0.36	0.18
$p_t^x Q_t^x$	-1.45	-10.13	-3.28	-1.61
標準差				
Π_t^d	7.77	0.00	4.92	7.59
Π_t	4.75	10.35	0.00	4.38
Y_t	2.34	2.30	2.32	2.33
Δe_t	0.65	5.84	1.59	0.00
RER_t	1.44	2.97	1.90	1.50
B: 沒有存貨投資的模型				
福利成本 (ζ)	0.17	0.17	0.18	0.21
平均				
RC_t	0.00	0.00	0.01	0.04
p_t^x	0.04	0.04	0.03	0.02
$p_t^x Q_t^x$	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17
標準差				
Π_t^d	0.33	0.00	1.36	3.40
Π_t	1.11	1.41	0.00	2.25
Y_t	2.69	2.70	2.67	2.64
Δe_t	0.84	0.91	0.58	0.00
RER_t	0.50	0.50	0.50	0.49

圖1 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本

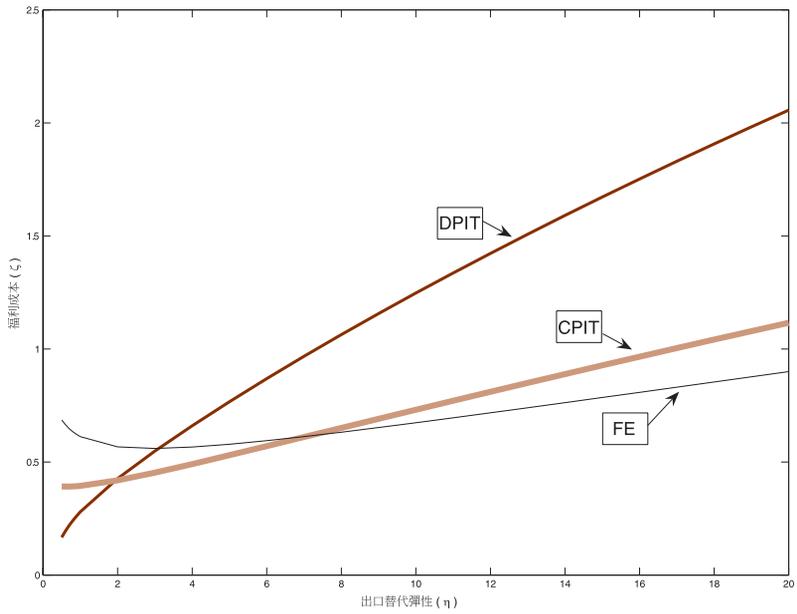


圖2 簡單法則在沒有存貨投資的模型裡的福利成本

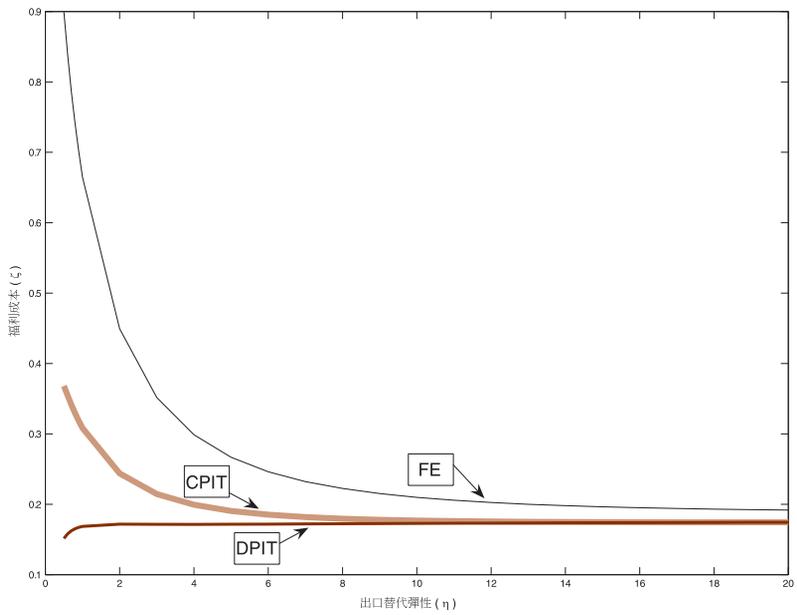


圖3 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定 $\gamma = 0.8$

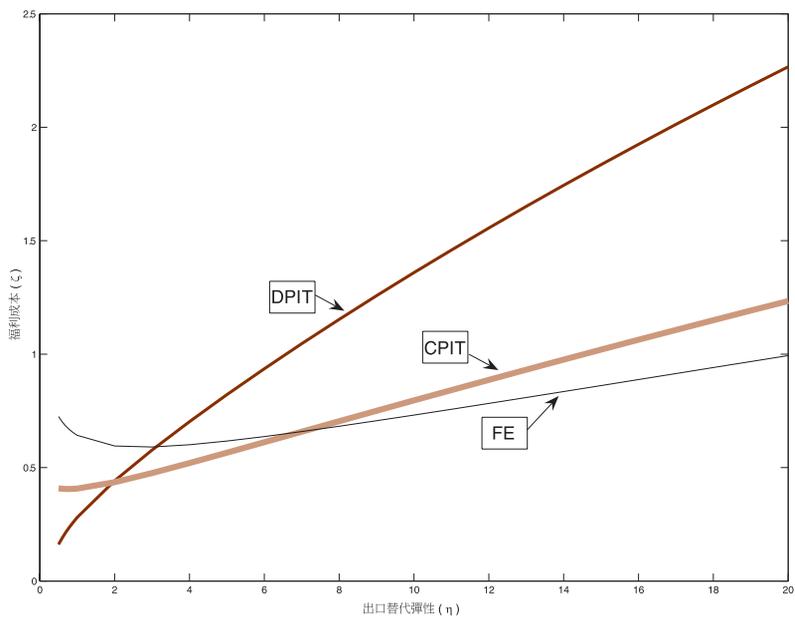


圖4 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定 $\lambda = 0.001$

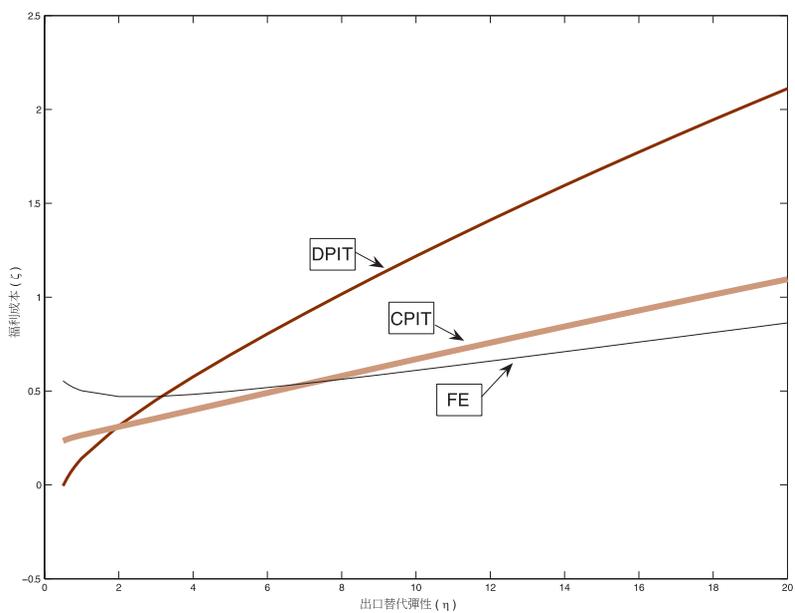


圖5 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定 $g = 2.5$

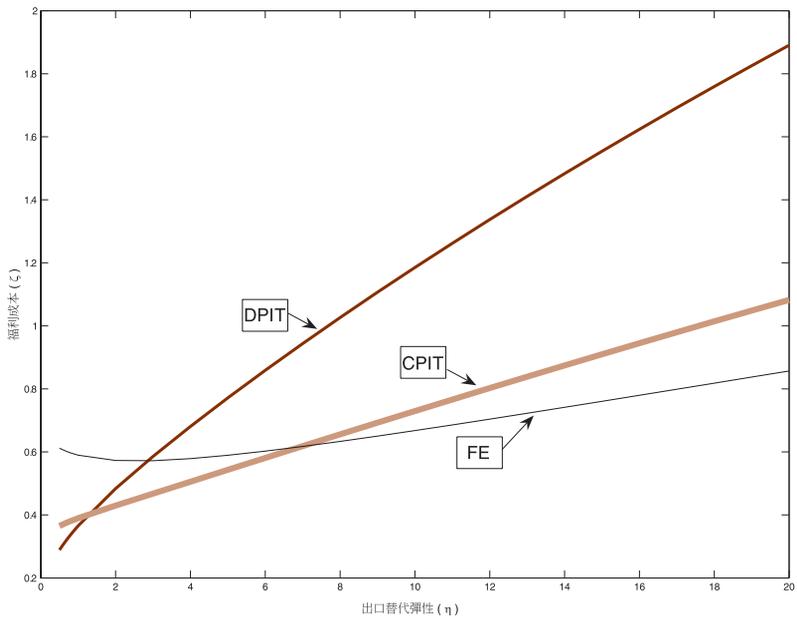


圖6 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定 $\sigma^\theta = 0.004$

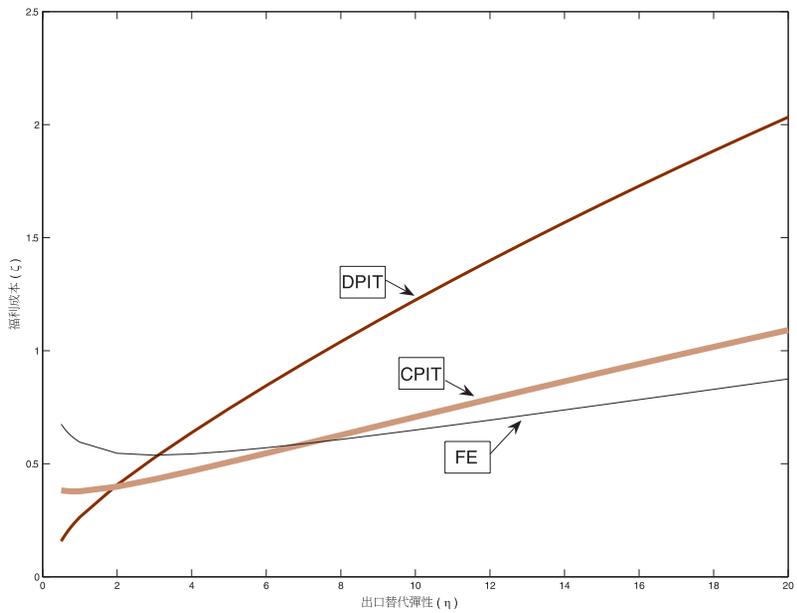


圖7 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定 $\sigma^\phi = 0.017$

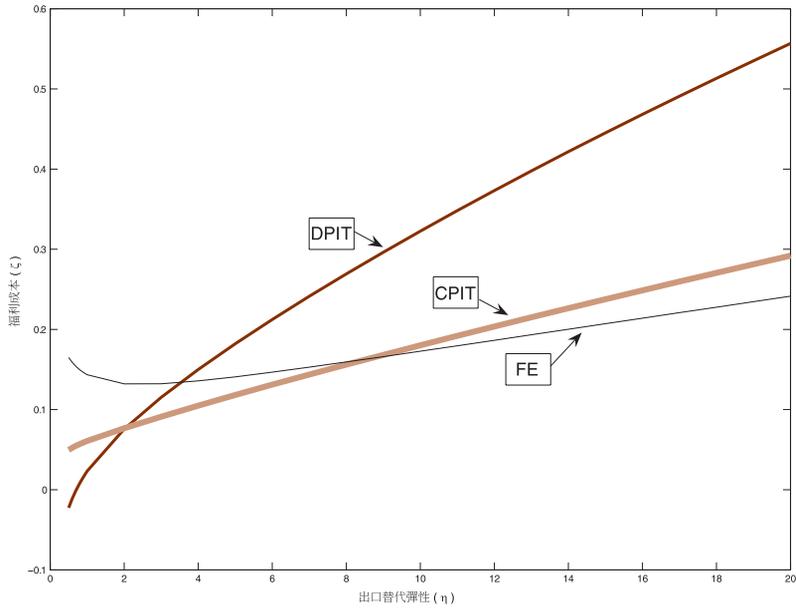


圖8 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定價格設定是LCP

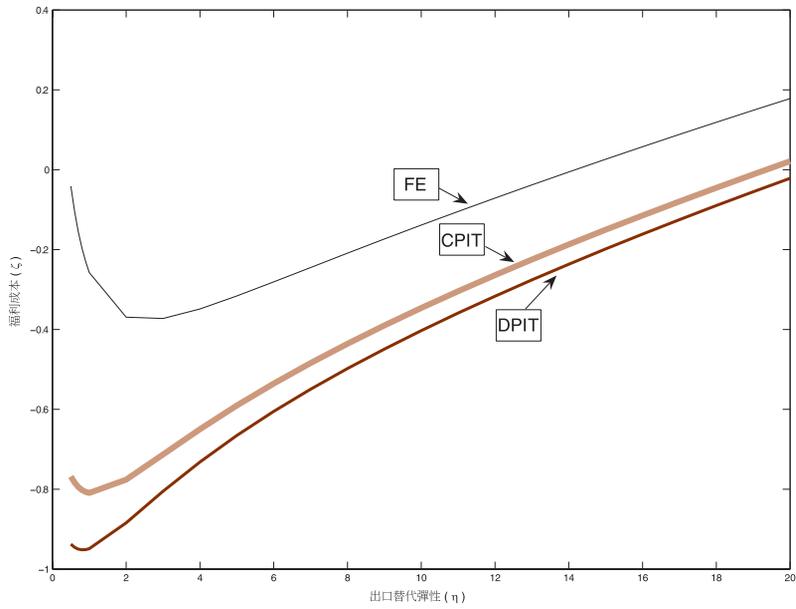
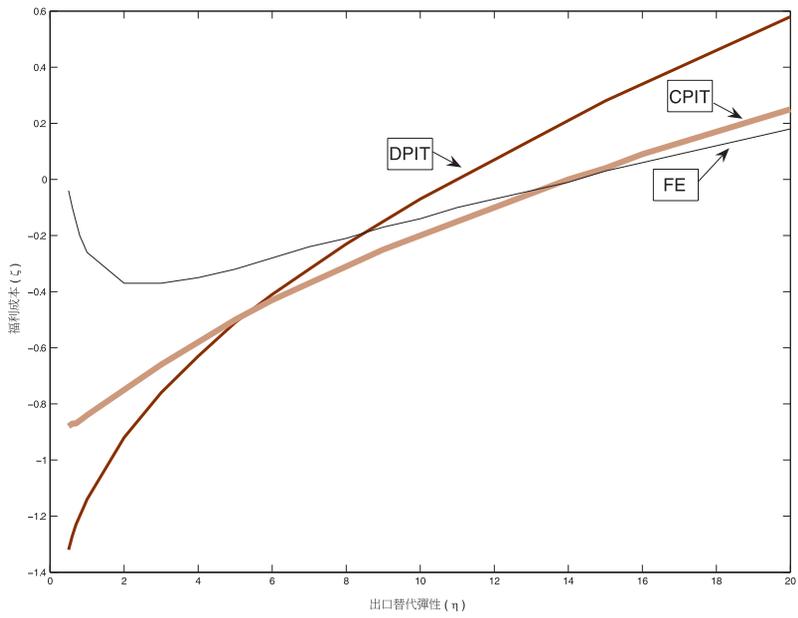


圖9 簡單法則在有存貨投資的模型裡的福利成本給定價格設定是有匯率指數掛鉤的LCP



國內經濟金融情勢（民國98年第4季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

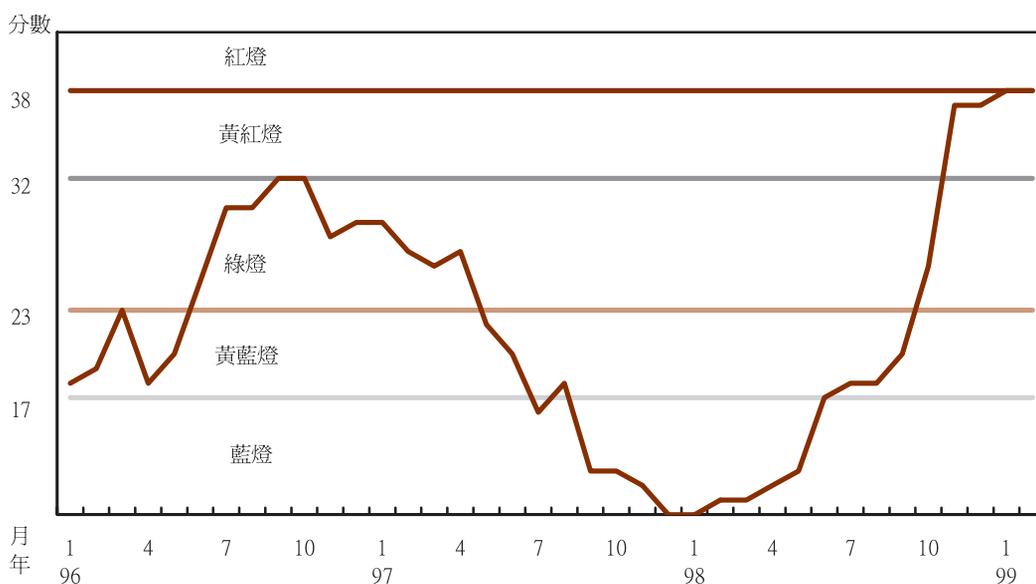
一、經濟景氣溫和復甦

經建會景氣對策信號自98年6月起，因貨幣總計數M1B與批發、零售及餐飲業營業額指數均呈成長，回升為黃藍燈；至10月復以股價及工業生產指數等明顯成長，續升為綠燈。11月起，更因比較基期偏低，出口及銷售值等恢復大幅成長，再升為黃紅燈。99年1月及2月，因非農業部門就業人數增加，

景氣對策信號再升為紅燈，主要因景氣穩定復甦，且與比較基期偏低有關。

98年初以來，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點均呈回升趨勢，至99年1月分別為125.31及117.97點，廠商對未來半年景氣看法樂觀。2月服務業營業氣候測驗點續升為125.82點，惟製造業營業氣候測驗點則降為116.43點，主要係逢農曆春節工作日數減少，影響營收所致。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



二、98年第4季經濟恢復成長

隨全球景氣穩步復甦，98年第3季民間投資及出口衰退幅度持續減緩，民間消費恢

復溫和成長，經濟成長率升為-0.98%。第4季，因比較基期較低，出口轉呈大幅成長，民間投資恢復成長，民間消費升溫，經濟成

圖2 經濟成長率

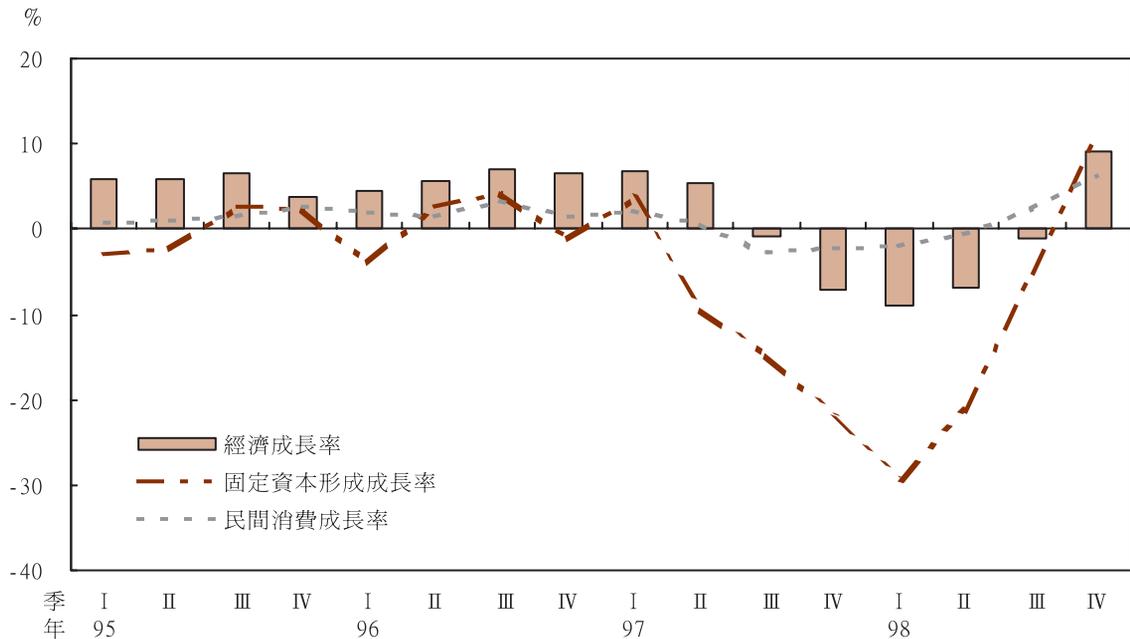


表1 各項需求年增率

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 p		-1.87	1.48	3.63	-11.80	-19.38	4.03	18.77	-9.21	-13.73
99年 f		4.72	1.81	0.17	10.94	14.81	1.73	1.70	13.84	17.66
98/1		-9.06	-1.96	5.03	-29.37	-35.53	-28.33	13.72	-26.87	-33.20
2		-6.85	-0.61	2.91	-21.37	-30.75	5.77	22.42	-17.24	-19.25
3 r		-0.98	2.31	3.64	-5.20	-12.02	7.91	25.83	-8.41	-12.27
4 p		9.22	6.27	3.16	11.14	8.16	23.00	14.05	19.06	14.53
99/1 f		9.24	3.02	-2.42	20.01	25.47	19.72	-1.92	34.72	43.39
98年第4季 貢獻百分點 p		9.22	3.50	0.41	1.92	0.94	0.45	0.52	11.92	7.27

資料來源：行政院主計處。

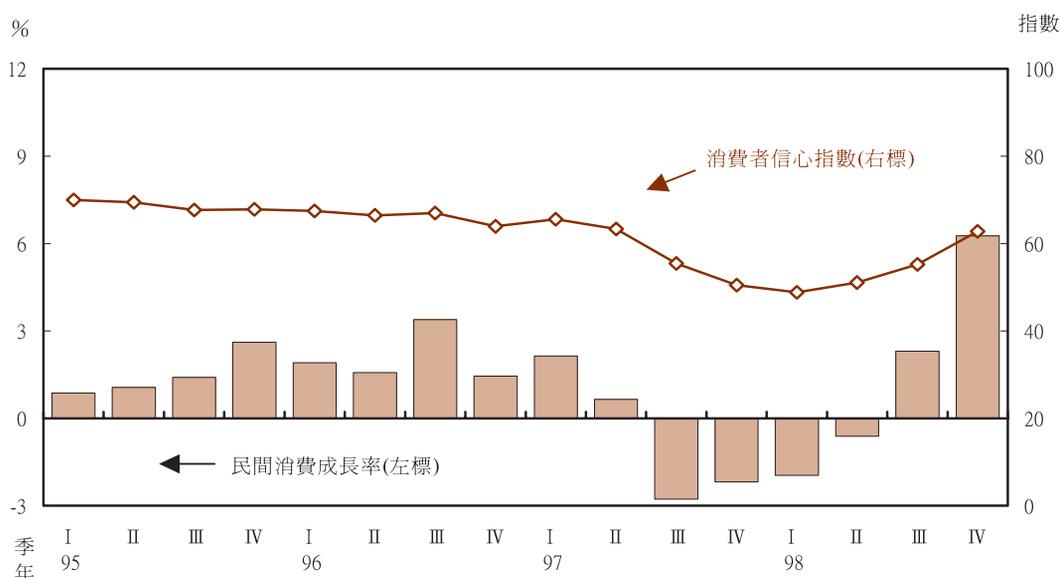
註：r為修正數，p為初步估計，f為預測數

長率躍升為9.22%；98年全年經濟成長率則為-1.87%。99年第1季，隨全球經濟穩步回溫，對外貿易持續擴張，民間投資亦將隨之大幅成長，行政院主計處預測經濟成長率為9.24%。

三、民間消費升溫

隨景氣穩步復甦，股市持續熱絡，零售業營業額恢復成長，新車掛牌數大增，98年第3季民間消費成長率為2.31%；第4季再升為6.27%，98年全年成長率則為1.48%。99年第1季，由於失業率仍高及薪資回升力道尚緩，民間消費成長動能不易大幅提升，主計處預測民間消費溫和成長3.02%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

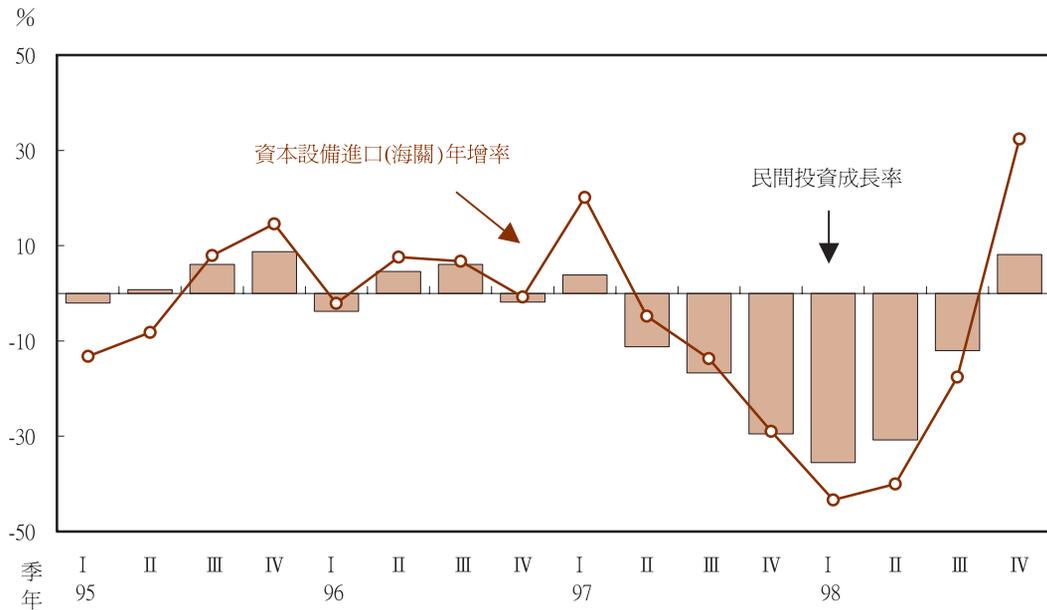


四、民間投資恢復成長

由於製造業生產回穩，產能利用率提高，廠商投資活動逐步恢復，98年第3季民間投資衰退幅度明顯減緩為-12.02%；第4季因比較基期較低，民間投資成長率升為

8.16%，98年全年成長率則為-19.38%。隨出口擴張，廠商產能利用率提升，加以高科技業積極提升製程，加速啟動新一波擴充設備計畫，益以比較基期偏低，主計處預測99年第1季民間投資成長率鉅升為25.47%。

圖4 民間投資與資本設備進口



五、進出口恢復成長

隨全球景氣穩步復甦，98年第3季輸出、輸入(含商品及服務)衰退幅度分別減緩為-8.41%與-12.27%；第4季則因比較基期較低，成長率分別躍升為19.06%與14.53%，98年全年成長率則分別為-9.21%與-13.73%。主計處預測99年第1季輸出、輸入成長率分別再升為34.72%與43.39%。

據海關統計，98年7月以來，出口、進口衰退幅度明顯減緩。至11月，在全球景氣回穩及比較基期較低下，出口、進口年增率轉正，分別為19.3%、18.0%，12月年增率鉅升為46.8%及55.6%；98年全年平均則分別為-20.3%及-27.5%。

隨景氣持續好轉及基期因素，99年1至

2月平均出口、進口年增率分別為54.0%、77.3%；累計貿易出超33.9億美元，較上年同期減少34.5%。

六、外銷訂單大幅成長

98年下半年在全球景氣觸底反彈下，外銷訂單衰退幅度明顯減緩；10月在全球市場需求持續增溫及比較基期較低下，外銷訂單恢復成長4.4%，至12月年增率鉅升為52.6%；全年平均則為-8.3%。99年1月外銷訂單年增率升達71.8%，主因98年1月受金融海嘯衝擊及適逢農曆春節，比較基期偏低所致。2月雖逢農曆春節假期致工作天數減少，惟年增率仍達36.25%；主要接單貨品，則以精密儀器等產品(占9.0%)成長91.43%為

圖5 進出口貿易

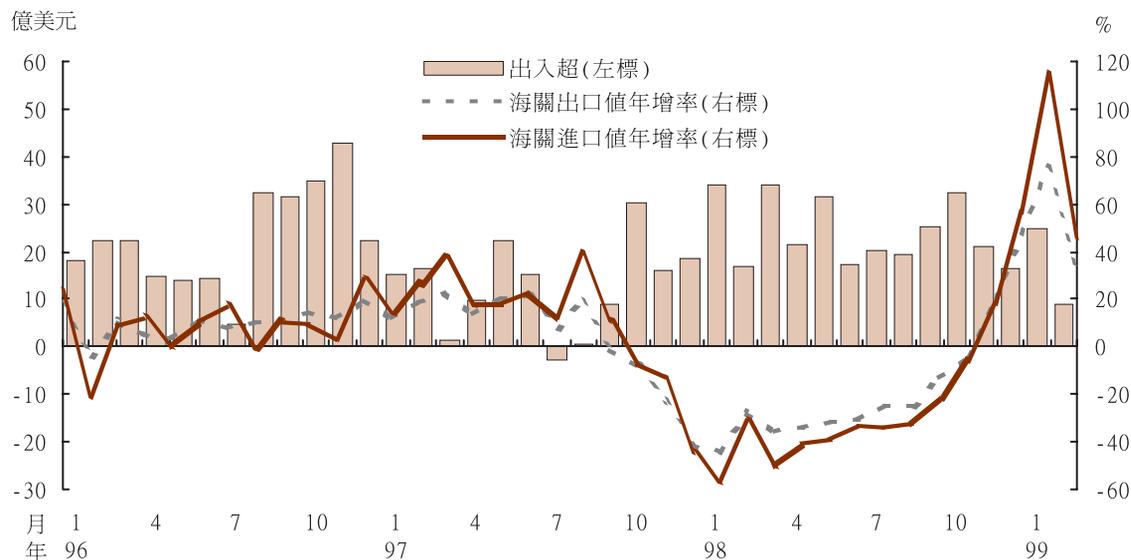


表2 我國對主要出進口貿易國(地區)成長率與比重

單位：百萬美元，%

項目	99年2月			99年1-2月			
	金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)	
出口	合計	16,695	32.6	100.0	38,440	54.0	100.0
	中國大陸及香港	6,617	31.8	39.6	16,158	85.2	42.0
	美國	1,894	23.3	11.3	4,109	17.9	10.7
	日本	1,196	13.5	7.2	2,665	22.4	6.9
	歐洲	1,932	32.2	11.6	4,357	37.0	11.3
	東協六國	2,513	44.5	15.1	5,671	65.5	14.8
進口	合計	15,795	45.8	100.0	35,048	77.3	100.0
	中國大陸及香港	2,115	46.6	13.4	4,973	75.7	14.2
	美國	1,689	34.6	10.7	3,664	73.3	10.5
	日本	3,617	47.9	22.9	7,306	71.1	20.8
	歐洲	1,616	37.9	10.2	3,509	58.8	10.0
	東協六國	1,839	65.6	11.6	4,022	89.0	11.5

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2月			99年1-2月		
		金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)
貿易總值		32,490	38.7		73,488	64.3	
出口	出口	16,695	32.6	100.0	38,440	54.0	100.0
	農產品	43	17.3	0.3	88	25.8	0.2
	農產加工品	127	-10.3	0.8	305	-4.0	0.8
	工業產品	16,525	33.2	99.0	38,048	54.9	99.0
	重化工業產品	14,076	35.4	84.3	32,361	59.5	84.2
	非重化工業產品	2,449	21.7	14.7	5,686	32.8	14.8
進口	進口	15,795	45.8	100.0	35,048	77.3	100.0
	資本設備	2,418	38.2	15.3	5,012	55.2	14.3
	農工原料	12,097	51.5	76.6	27,053	88.9	77.2
	消費品	1,280	16.0	8.1	2,982	34.0	8.5
出超(+)或入超(-)		900	-48.6		3,392	-34.5	

資料來源：財政部統計處編「中華民國進出口貿易統計月報」。

最大；資訊與通信產品(占25.5%)及電子產品(占24.4%)兩大項目亦分別成長43.77%及40.90%。99年1至2月平均外銷訂單年增率為52.88%。

七、工業生產回升

98年9月以來，在全球景氣回溫帶動下，工業生產指數逐漸恢復成長，至12月受比較基數偏低影響，年增率鉅升為47.76%；98年全年工業生產指數年增率則為-8.08%。99年1月因上年同期受金融海嘯衝擊，加上農曆春節因素，致比較基期明顯偏低，工業生產指數年增率續升達70.06%。2月受農曆春節假期工作天數減少影響，年增率降為35.17%。其中製造業年增率為36.42%，又

以資訊電子工業增產75.08%最為顯著，其餘金屬機械、化學及民生工業亦分別增產19.46%、14.76%及1.76%。99年1至2月平均工業生產年增率為51.93%。

八、失業率仍高、薪資回升緩慢

由於景氣不振，98年8月失業率持續上升至6.13%之歷史新高。9月起，因畢業生求職之季節性因素消退，加上景氣好轉，失業率回降，至99年1月為5.68%。2月受農曆春節前部分臨時性工作結束影響，失業率略升為5.76%；長期失業人數（失業期間逾53週者）續呈上升趨勢，2月達11.8萬人，顯示結構性失業問題依然嚴重。

98年下半年以來，隨景氣好轉，受

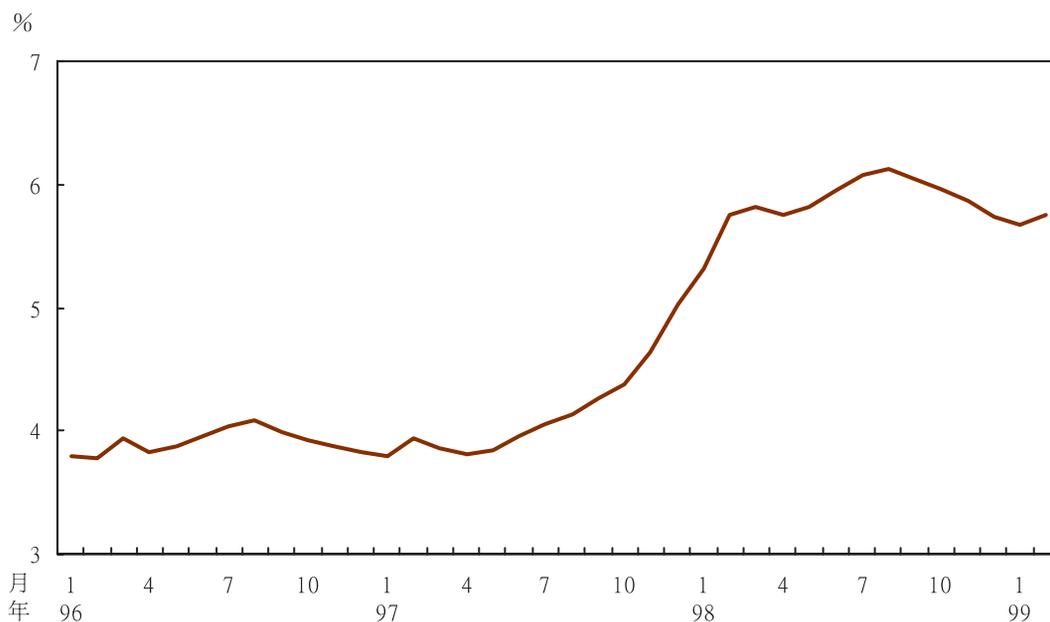
表4 工業生產及各業指數年增率

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/ 1	-42.64	-31.58	-44.22	-46.71	-31.93	-16.64	-6.21	-21.10
2	-26.29	-3.12	-26.81	-30.53	-5.03	-10.19	-6.02	-32.39
3	-24.73	-12.24	-25.42	-27.61	-13.81	-9.09	-3.34	-19.59
4	-19.30	-20.82	-19.67	-20.84	-13.46	-6.24	-3.65	-21.40
5	-18.13	-15.31	-18.31	-18.55	-17.03	-6.58	-1.69	-27.38
6	-10.74	-7.77	-10.90	-11.38	-8.27	-2.77	-1.21	-15.74
7	-7.18	-3.34	-7.25	-7.01	-8.49	-1.67	-0.24	-14.10
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 r	70.08	28.77	77.34	89.78	29.34	14.63	2.48	-30.86
2 p	35.17	-8.15	36.42	45.20	-1.25	8.01	-0.51	44.68
1-2月累計	51.93	9.18	55.84	66.13	13.91	11.35	1.04	-1.96

資料來源：經濟部工業局編「工業生產統計月報」。

圖6 失業率



僱員工薪資漸趨回升，10月起非農業部門每人每月平均薪資恢復成長1.40%，至12月年增率為2.96%；98年全年平均年增率則為-4.31%，其中經常性薪資年增率為-1.55%。此外，98年工業部門勞動生產力年增率為0.62%；由於生產力增加而薪資減少，致單位產出勞動成本指數下降6.54%。99年1月非農業部門每人每月平均薪資較98年同月減少20.94%，主因係98年春節雖在2月，惟廠商提前於1月發放年終及績效獎金影響所致；經常性薪資則增加3.88%。

九、消費者物價止跌回升

98年由於國際原油等原物料價格大幅下跌，進口品及國產內銷品躉售價格隨之大

跌，國內油品等零售價格亦反映成本跌多漲少；益以失業率攀升，薪資縮減，有效需求不振，CPI年增率連續11個月為負數，至12月為-0.25%。98年全年平均CPI年增率為-0.87%，不包括蔬果、水產及能源之CPI（即核心CPI）年增率則為-0.14%，尚稱平穩。

由於國內油氣價格受98年同期國際油氣進口成本偏低影響而大幅上漲，99年1至2月平均CPI年增率升為1.30%；核心CPI年增率則為-0.06%，仍屬平穩。隨全球需求增溫及市場資金充沛，推升國際原油等原物料價格，帶動國內物價止跌回升，主計處預測99年CPI年增率升為1.27%。

圖7 消費者物價與核心物價

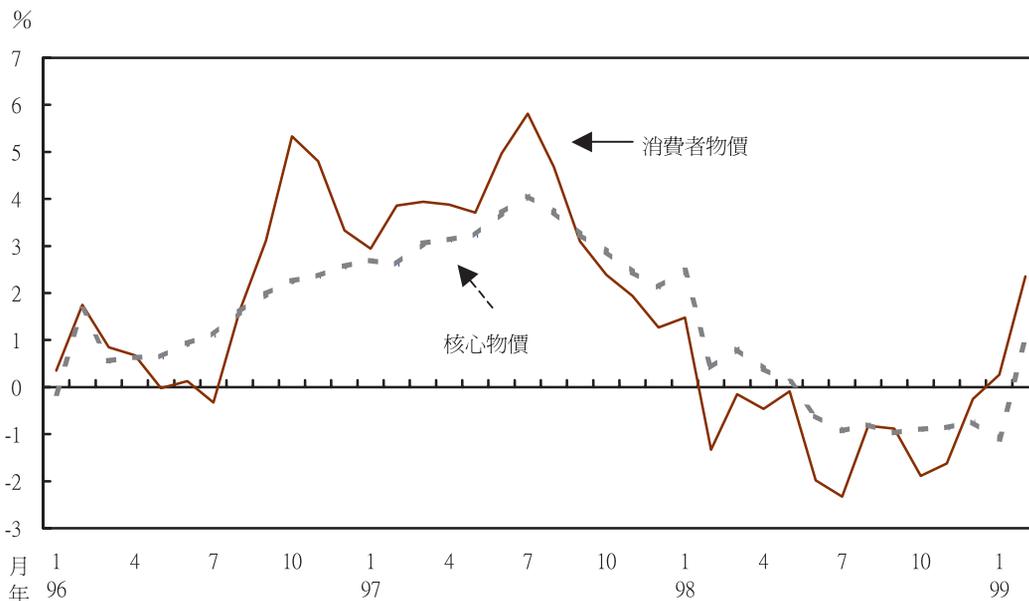


表5 影響99年1至2月CPI變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	1.30	1.30
油料費	33	31.17	0.84
香菸及檳榔	15	20.61	0.31
燃氣	10	17.10	0.17
水果	28	5.12	0.14
水產品	17	5.51	0.11
蔬菜	25	5.92	0.11
成衣	27	4.32	0.11
合計			1.79
耐久性消費品	75	-2.26	-0.15
家外食物	89	-0.82	-0.08
合計			-0.23
其他			-0.26

貳、經濟展望

金融海嘯重創全球景氣，出口及民間投資嚴重衰退，加上民間消費疲弱，98年上半年經濟負成長7.96%。惟下半年隨國際景氣觸底回溫，民間消費恢復溫和成長，民間投資及出口衰退幅度持續趨緩，下半年經濟成長率升為4.12%。98年全年經濟成長率

為-1.87%。99年隨全球景氣穩步復甦，預期民間消費可望維持溫和成長，民間投資及出口亦大幅成長，行政院主計處預測經濟成長率升為4.72%。

國內各預測機構對99年經濟成長率預估值之平均數為4.67%。

國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差11,805百萬美元，增加17,655百萬美元(詳見表1及圖1)。
金融帳淨流入4,414百萬美元，央行準備資產

表1 國際收支

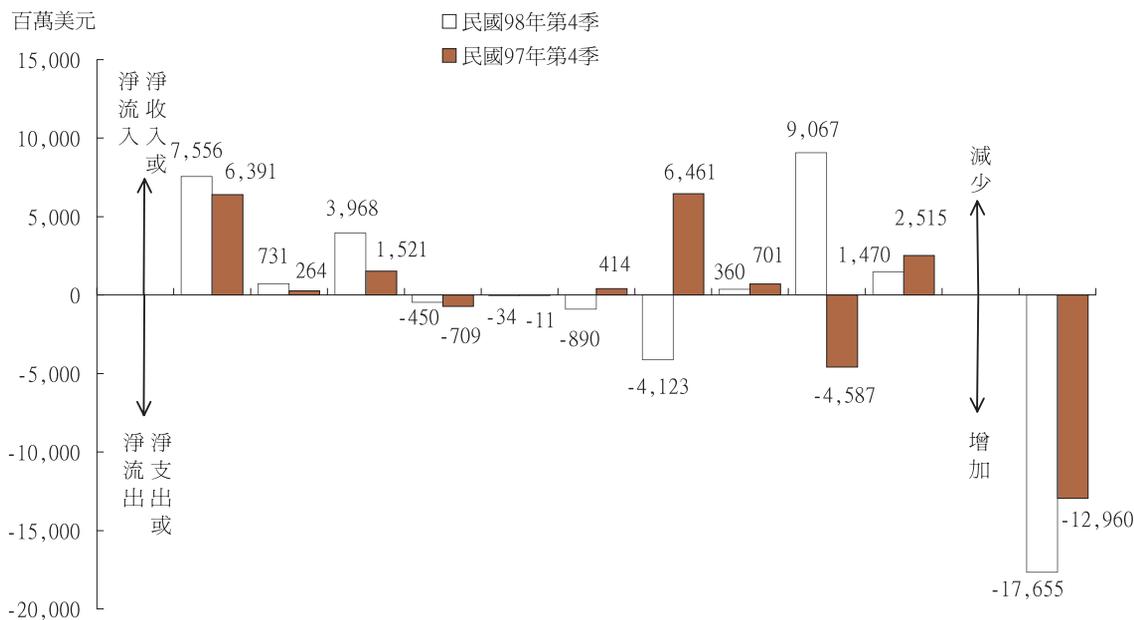
民國98年第四季暨民國97年第四季

單位：百萬美元

	(1) 98年 第四季	(2) 97年 第四季	(1)-(2)
A. 經常帳	11,805	7,467	4,338
商品出口(f.o.b.)	59,842	51,015	8,827
商品進口(f.o.b.)	-52,286	-44,624	-7,662
商品貿易淨額	7,556	6,391	1,165
服務：收入	9,433	8,137	1,296
服務：支出	-8,702	-7,873	-829
服務淨額	731	264	467
所得：收入	5,662	4,576	1,086
所得：支出	-1,694	-3,055	1,361
所得淨額	3,968	1,521	2,447
經常移轉：收入	1,437	1,239	198
經常移轉：支出	-1,887	-1,948	61
經常移轉淨額	-450	-709	259
B. 資本帳	-34	-11	-23
資本帳：收入	1	3	-2
資本帳：支出	-35	-14	-21
合計，A加B	11,771	7,456	4,315
C. 金融帳	4,414	2,989	1,425
對外直接投資	-1,930	-2,325	395
來台直接投資	1,040	2,739	-1,699
證券投資(資產)	-10,876	12,715	-23,591
股權證券	-6,146	4,870	-11,016
債權證券	-4,730	7,845	-12,575
證券投資(負債)	6,753	-6,254	13,007
股權證券	5,418	-4,624	10,042
債權證券	1,335	-1,630	2,965
衍生性金融商品	360	701	-341
衍生性金融商品(資產)	1,066	2,678	-1,612
衍生性金融商品(負債)	-706	-1,977	1,271
其他投資(資產)	8,499	6,731	1,768
一般政府	-10	4	-14
銀行	5,688	-7,753	13,441
其他	2,821	14,480	-11,659
其他投資(負債)	568	-11,318	11,886
貨幣當局	0	-1,073	1,073
一般政府	0	0	0
銀行	-1,545	-11,721	10,176
其他	2,113	1,476	637
合計，A至C	16,185	10,445	5,740
D. 誤差與遺漏淨額	1,470	2,515	-1,045
合計，A至D	17,655	12,960	4,695
E. 準備資產	-17,655	-12,960	-4,695

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 國際收支比較



$$(1) + (2) + (3) + (4) + (5) + (6) + (7) + (8) + (9) + (10) = (-) (11)$$

- (1)商品貿易 (2)服務 (3)所得 (4)經常移轉 (5)資本帳 (6)直接投資 (7)證券投資
(8)衍生性金融商品 (9)其他投資 (10)誤差與遺漏 (11)央行準備資產之變動

一、經常帳

商品方面，本季出、進口較上年同季均轉呈正成長，增幅分別為17.3%及17.2%，主要係因基期偏低與國際經濟復甦。由於出口增額大於進口增額，本季商品貿易順差增為7,556百萬美元，較上年同季增加1,165百萬美元或18.2%。

服務方面，本季服務收入9,433百萬美元，為歷年單季最高，較上年同季增加1,296百萬美元，主要係三角貿易淨收入及旅行收入增加；服務支出8,702百萬美元，較上年同季增加829百萬美元，主要係專利權、商標等使用費及專業技術支出增加。收支相抵，

本季服務收支呈順差731百萬美元，較上年同季增加467百萬美元。

所得方面，本季所得收入計5,662百萬美元，較上年同季增加1,086百萬美元，主要係居民直接投資所得增加；所得支出計1,694百萬美元，較上年同季減少1,361百萬美元，主要係因支付非居民股權投資所得減少。由於收入增加而支出減少，本季所得收支順差增為3,968百萬美元，較上年同季增加2,447百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季709百萬美元減為450百萬美元，主要係贍家匯入款增加所致。

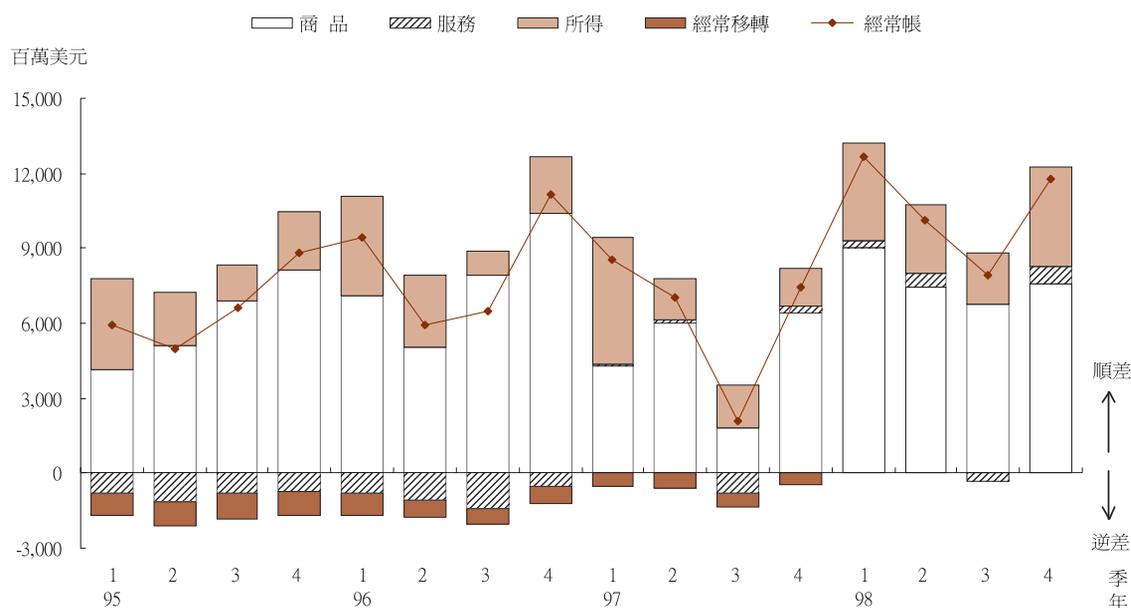
本季因商品貿易、服務及所得順差增

加，且經常移轉逆差減少，經常帳順差達11,805百萬美元，係歷史單季次高，僅次於

98年第1季，較上年同季增加4,338百萬美元或58.1%(詳見圖2)。

圖2 經常帳

(季資料)



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34百萬美元，主要係購買無形資產所有權支出增加。

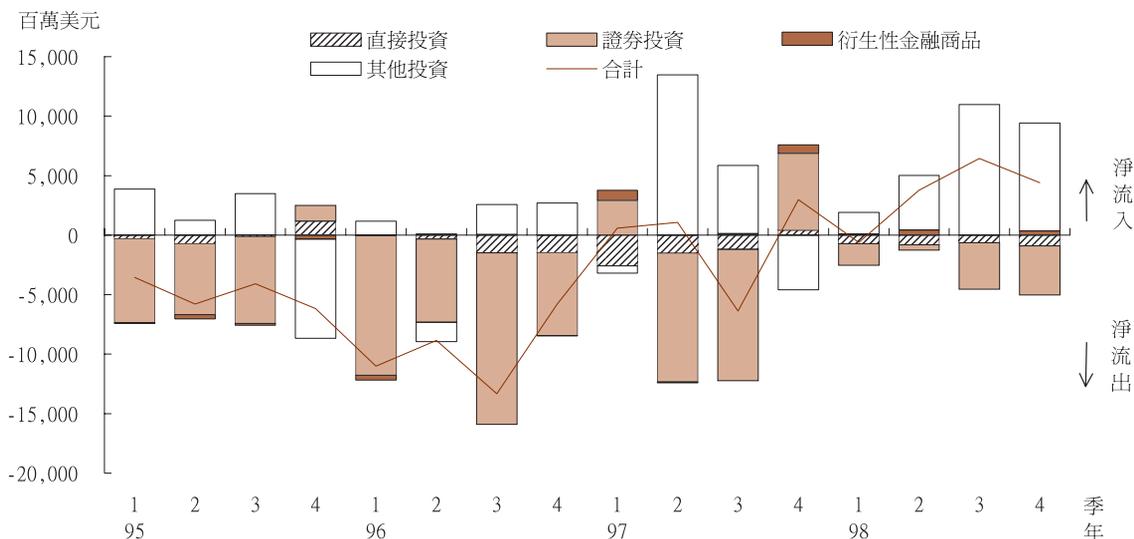
三、金融帳

本季金融帳淨流入4,414百萬美元。其中直接投資與證券投資均呈淨流出，金額分別為890百萬美元及4,123百萬美元，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1,930百萬美元及淨流入1,040百萬美元。證券投資呈淨流出4,123百萬美元，其中居民對外證券投資呈淨流出10,876百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券及居民投資國外基金，非居民來台證券投資呈淨流入6,753百萬美元，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360百萬美元。其他投資呈淨流入9,067百萬美元，主要係因銀行部門減少國外短期放款及民間部門收回國外存款(詳見圖3)。

圖3 金融帳

(季資料)



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59,842百萬美元，較上年同季增加8,827百萬美元或17.3%；商品進口計52,286百萬美元，較上年同季增加7,662百萬美元或17.2%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為7,556百萬美元，較上年同季增加1,165百萬美元或18.2%（詳見表2及圖4）。

若根據海關進出口貿易統計，本季出口(按F.O.B.計價)計59,890百萬美元，較上年同季成長8,687百萬美元或17.0%；進口(按

C.I.F.計價)計52,876百萬美元，較上年同季增加8,151百萬美元或18.2%；商品貿易出超由上年同季之6,478百萬美元增為7,014百萬美元，計增加536百萬美元或8.3%（詳見表2）。

以下就貿易結構、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，本季工業產品轉呈正成長17.3%，農產品及農產加工品較上年同季衰退13.9%及7.5%，惟減幅已縮小；工業產品中的重工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.4%），較上年同季成長20.8%。進口方面，資本設備、農工原料及消費品進口均轉呈正成長，分別較上年同季

表2 商品貿易

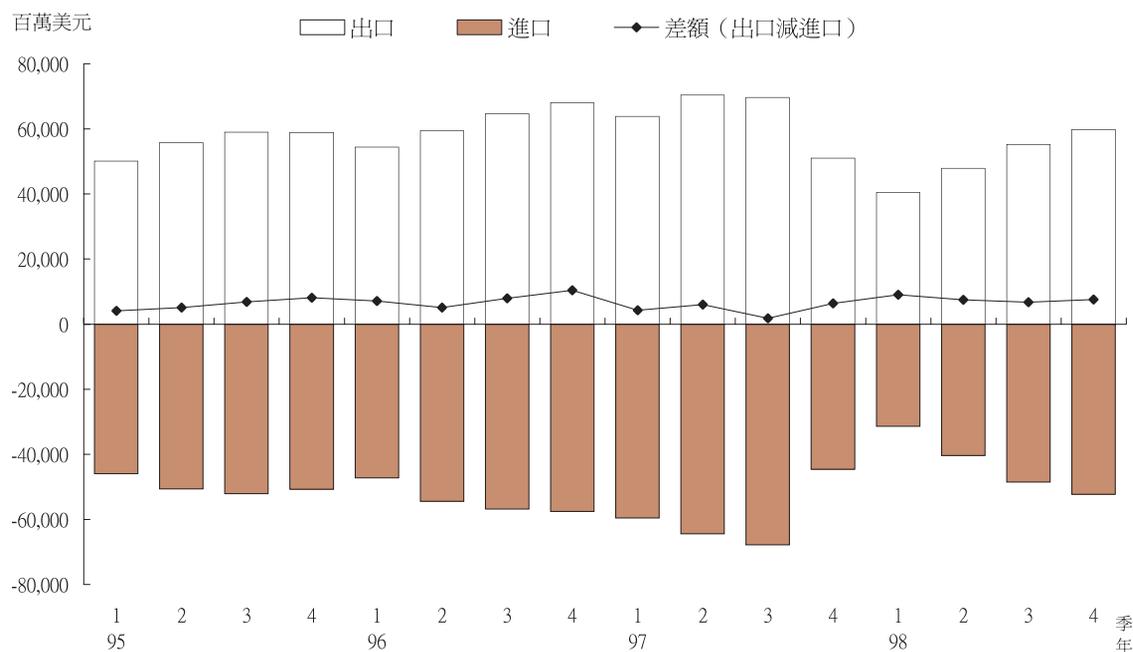
單位：百萬美元

項 目	(1) 98年 第4季	(2) 97年 第4季	增 減 比 較	
			金 額 (1) - (2)	%
一、商品出口 (f.o.b.)	59,842	51,015	8,827	17.3
出口毛值 (f.o.b.)*	59,890	51,203	8,687	17.0
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-48	-188	140	
二、商品進口 (f.o.b.)	52,286	44,624	7,662	17.2
進口毛值 (c.i.f.)*	52,876	44,725	8,151	18.2
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	912	1,215	-303	
減：運保費	-1,502	-1,316	-186	
三、商品貿易順差或逆差	7,556	6,391	1,165	18.2
貿易出超或入超(-)*	7,014	6,478	536	8.3

*資料來源：財政部統計處編進出口貿易統計。

圖4 進出口貿易值及其差額

(國際收支基礎)



增加32.4%、16.1%及14.1%。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」、「化學品」及「塑膠、橡膠及其製品」增額較大，四者合計占出口總增額的91.8%；進口貨品中，則以「電子產品」、「機械」、「化學品」及「珍珠、寶石、貴金屬、仿首飾及鑄幣」增額較大，四者合計占進口總增額的74.2%。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7,542百萬美元或43.1%，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1,289.5百萬美元或16.6%。進口方面，相較上年同季，以自日本進口增加1,890百萬美元或20.4%最大，自中國大陸進口增加1,350百萬美元或20.3%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41.8%，其次為東協六國，比重15.2%，歐洲的11.5%及美國的11.1%分居第三、四位。主要進口來源則以日本所占比重最高，達21.1%，其次為中國大陸的15.1%，中東國家的12.7%及東協六國的10.9%分居第三、四位。

二、服務

本季服務收入9,433百萬美元，較上年同季增加1,296百萬美元；服務支出計8,702百萬美元，較上年同季增加829百萬美元。收支相抵，服務收支呈淨收入731百萬美元，

較上年同季增加467百萬美元。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(詳見表3)：

(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1,648百萬美元，較上年同季增加96百萬美元，主要係國航國際線貨運收入增加。運輸支出計2,394百萬美元，較上年同季增加63百萬美元，主要係支付外輪進口運費增加所致。收支相抵，本季運輸淨支出由上年同季之779百萬美元減少為746百萬美元。

(二) 旅行

旅行依目的可區分為商務旅行與個人旅行。本季旅行收入計2,016百萬美元，較上年同季增加420百萬美元，主要係陸客來台觀光人次成長。旅行支出計2,079百萬美元，較上年同季增加109百萬美元，主要係國人出國人數增加所致。收支相抵，本季旅行收支呈淨支出63百萬美元，較上年同季淨支出374百萬美元，減少311百萬美元。

(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5,769百萬美元，較上年同季增加780百萬美元，主要係三角貿易淨

表3 服務、所得及經常移轉

單位：百萬美元

	98年第四季			97年第四季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(1)-(3) 收入	(2)-(4) 支出
服務	9,433	8,702	731	8,137	7,873	264	1,296	829
一、運輸服務	1,648	2,394	-746	1,552	2,331	-779	96	63
二、旅行	2,016	2,079	-63	1,596	1,970	-374	420	109
三、其他服務	5,769	4,229	1,540	4,989	3,572	1,417	780	657
(一)通訊	91	117	-26	90	97	-7	1	20
(二)營建	135	17	118	58	42	16	77	-25
(三)保險	109	203	-94	85	199	-114	24	4
(四)金融	232	87	145	222	69	153	10	18
(五)電腦與資訊	33	115	-82	27	80	-53	6	35
(六)專利權、商標等使用費	53	1,083	-1,030	53	697	-644	0	386
(七)其他事務服務	5,033	2,370	2,663	4,377	2,169	2,208	656	201
1.三角貿易及與貿易有關服務	4,011	761	3,250	3,451	633	2,818	560	128
2.營運租賃	59	235	-176	137	442	-305	-78	-207
3.專業技術與雜項	963	1,374	-411	789	1,094	-305	174	280
(八)個人、文化與休閒服務	27	51	-24	27	39	-12	0	12
(九)不包括在其他項目的政府服務	56	186	-130	50	180	-130	6	6
所得	5,662	1,694	3,968	4,576	3,055	1,521	1,086	-1,361
一、薪資所得	100	80	20	85	83	2	15	-3
二、投資所得	5,562	1,614	3,948	4,491	2,972	1,519	1,071	-1,358
經常移轉	1,437	1,887	-450	1,239	1,948	-709	198	-61

收入增加所致。其他服務支出計4,229百萬美元，較上年同季增加657百萬美元，主要係無形資產使用權及專業技術支出增加所致。收支相抵，其他服務淨收入由上年同季之1,417百萬美元增加為1,540百萬美元。

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入5,662百萬美元，較上年同季增加

1,086百萬美元，主要係居民直接投資所得增加；所得支出計1,694百萬美元，較上年同季減少1,361百萬美元，主要係因支付非居民股權投資所得減少所致。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之1,521百萬美元增加為3,968百萬美元。

四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,437

百萬美元，較上年同季增加198百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計1,887百萬美元，較上年同季減少61百萬美元，主要係外

人在台工作者匯出款減少所致。本季經常移轉淨支出由上年同季之709百萬美元減為450百萬美元。

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4,414百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(詳見表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	98年第4季			97年第4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	-1,930	1,040	-890	-2,325	2,739	414	395	-1,699
(一)對外直接投資	-1,930	—	-1,930	-2,325	—	-2,325	395	—
(二)來台直接投資	—	1,040	1,040	—	2,739	2,739	—	-1,699
二、證券投資	-10,876	6,753	-4,123	12,715	-6,254	6,461	-23,591	13,007
(一)股權證券	-6,146	5,418	-728	4,870	-4,624	246	-11,016	10,042
(二)債權證券	-4,730	1,335	-3,395	7,845	-1,630	6,215	-12,575	2,965
1.債券與票券	-4,383	1,333	-3,050	7,889	-1,622	6,267	-12,272	2,955
2.貨幣市場工具	-347	2	-345	-44	-8	-52	-303	10
三、衍生性金融商品	1,066	-706	360	2,678	-1,977	701	-1,612	1,271
四、其他投資	8,499	568	9,067	6,731	-11,318	-4,587	1,768	11,886
(一)貿易信用	16	11	27	876	-1,217	-341	-860	1,228
(二)借款	5,546	1,763	7,309	-282	-2,837	-3,119	5,828	4,600
(三)現金與存款	1,933	376	2,309	4,389	-7,446	-3,057	-2,456	7,822
(四)其他	1,004	-1,582	-578	1,748	182	1,930	-744	-1,764
合 計	-3,241	7,655	4,414	19,799	-16,810	2,989	-23,040	24,465

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890百萬美元。其中，對外直接投資呈淨流出1,930百萬美元，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、電腦、電子產品及光學製品製造業與批發及零售業；非居民來台直接投資淨流入1,040百萬美元，主要投資行業為批發及零售業、金融控股業和金融及保險業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出4,123百萬美元。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10,876百萬美元。其中股權證券投資續呈淨流出6,146百萬美元，主要係居民投資國外基金；債權證券投資則呈淨流出4,730百萬美元，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4,383百萬美元及347百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券續呈淨流入6,753百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票及政府公債。其中股權證券投資及債權證券投資分別呈淨流入5,418百萬美元及1,335百萬美元；債權證券投資中，債券與票券呈淨流入1,333百萬美元，貨幣市場工具亦呈淨

流入2百萬美元。

三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入360百萬美元，資產方面淨流入1,066百萬美元，主要是銀行承做衍生性金融商品交易之已實現資本利得；負債方面呈淨流出706百萬美元，主要為OBU承作衍生性金融商品交易之已實現損失。

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9,067百萬美元，主要係銀行部門減少國外短期放款及民間部門收回國外存款。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8,499百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用淨流入16百萬美元；貸款呈淨流入5,546百萬美元，主要係國際金融市場資金緊俏情況紓解，銀行減少國外短期放款；現金與存款呈淨流入1,933百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流入1,004百萬美元，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568百萬美元，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11百萬美元； 376百萬美元；其他負債呈淨流出1582百萬
借款呈淨流入1,763百萬美元，主要係民間部 美元，主要係銀行部門減少其他短期負債。
門國外短期借款增加；現金與存款呈淨流入

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17,655百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

98年第4季貨幣總計數M2平均年增率自上季之8.26%降為6.62%，主要因上年比較基期較高所致；M1B平均年增率則因定期性存款持續流向活期性存款，自上季之22.10%續升至28.19%。99年1、2月M1B年增率及M2年增率則均下滑，主要係因98年基期較高，至99年2月分別降為25.27%及5.10%。至於主要金融機構放款與投資，受到銀行對

政府債權增加及對民間部門債權負成長趨緩影響，主要金融機構放款與投資（以成本計價）之平均年增率，由上季之-0.87%略為回升至第4季之-0.32%，由於景氣持續回升，銀行對民間部門債權略為成長，至99年2月底年增率上升為1.97%。

銀行業存、放款利率方面，受銀行體系資金寬鬆影響，98年第4季主要銀行存款

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
97/12	1.04	-2.16	6.45	7.68	6.75	3.42	1.78
98/ 1	4.81	1.78	7.12	15.34	5.42	2.90	0.58
2	3.18	2.70	6.13	8.91	5.98	2.47	-0.16
3	5.98	5.44	6.39	11.21	6.23	2.40	-0.47
4	8.91	9.50	6.78	14.66	6.41	1.84	-1.25
5	10.83	12.95	7.35	14.96	7.04	0.95	-1.81
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	0.93	-0.59
2	22.55	25.27	5.10	7.30	4.85	1.97	0.98

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。

利率維持低檔。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因10月銀行調整浮動與固定存款利率結構，略升至0.89%，至99年2月底均維持在0.89%不變。而五大銀行基準放款利率方面則持續呈下降趨勢，自上季底的

2.615%，下降至本季底的2.563%，至99年2月底則略升至2.564%。五大銀行新承做放款加權平均利率自98年9月之1.577%下滑至12月之1.341%，之後因週轉金貸款利率持續上升，平均利率至99年2月升至1.573%。

貳、準備貨幣溫和成長

98年第4季日平均準備貨幣溫和成長，年增率增幅較第3季減緩，主要因銀行超額準備部位較第3季減少，各月日平均準備貨幣年增率維持在10%至11%間。總計98年第4季日平均準備貨幣平均年增率為10.57%，較第3季之13.54%，減少2.97個百分點。至99年1月，由於98年1月為農曆春節期間，比較基期較高，年增率下降至1.85%，2月則因農曆春節資金需求較強，年增率回升至

7.30%。就準備貨幣變動來源分析，98年第4季雖然有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行陸續發行定期存單等緊縮因素，惟因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，日平均準備貨幣較第3季增加。至於99年1月及2月由於農曆春節資金需求較強，日平均準備貨幣則呈增加。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數M2年增率下降

98年第4季貨幣總計數M2平均年增率為6.62%，較上季之8.26%下降1.64個百分點，係因上年比較基期較高所致；M1B平均年增率自上季之22.10%升為28.19%，主要因

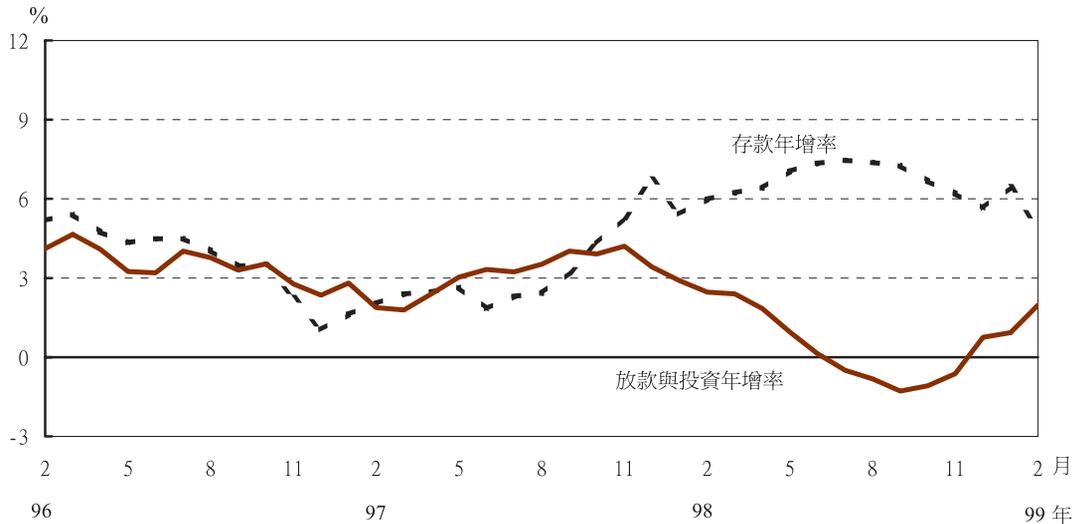
銀行定期性存款持續轉向活期性存款所致。99年1、2月M1B年增率及M2年增率則均下滑，主要係因98年基期較高，至2月分別降為25.27%及5.10%。

肆、存款年增率持續下降

98年第4季主要金融機構存款，受上年同期比較基期較高影響，年增率趨緩，由上季底之7.26%逐月下降至本季底之5.64%，99年1月底回升為6.45%，2月底再降為4.85%。就各類存款觀察，活期性存款方面，受銀行定期性存款陸續轉向活期性存款影響，年增率由上季底之23.57%上升至12月底之31.13%；99年1及2月受農曆春節活期性存款轉為通貨影響，月底年增率分別降為29.86%及25.10%。定期性存款方面，由於銀行定期性存款陸續轉向活期性存款，益以98年同期基期較高，季底年增率由上季底之1.36%下滑為-3.85%；99年1及2月底

年增率分別為-3.22%及-3.47%。政府存款方面，98年12月底年增率由9月底之0.27%上升為6.05%，主要因政府支出延後支付所致；99年1月底受央行盈餘繳庫影響，年增率升為25.87%，2月底則下降為16.61%。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30.83%上升為32.48%，定期性存款所占比重則由上季底之65.63%下降為64.12%，政府存款所占比重則由上季底之3.54%下降為3.40%。99年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為32.18%、64.45%及3.36%。

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

98年第4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4,202億元，其中放款與投資分別增加3,141億元與1,060億元，年增率由上季底之-1.28%上升為0.75%，主要因銀行對政府債權增加及對民間部門債權負成長趨緩所致。99年1、2月，由於景氣持續回升，銀行對民間部門債權略為成長，2月底年增率上升至1.97%。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，98年第4季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之0.35%上升為1.62%，至99年2月底上升至2.84%。

就放款與投資之對象別觀察，98年第4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

14.09%、-8.16%及-1.09%，除對公營事業債權外，均較上季底上升；99年2月底對政府債權成長減緩，對公營事業債權仍為負成長，惟幅度有縮減趨勢，另對民間部門債權年增率已轉為正成長，年增率分別為9.59%、-6.70%及0.98%。比重方面，98年第4季底對民間部門債權比重由上季底之79.91%略降為79.59%，至99年2月底再降為78.89%，主要為對民營企業放款比重下降所致；對政府債權比重由上季底之15.73%上升為16.14%，至99年2月底再升為16.85%，主要為增加政府公債投資所致；對公營事業債權比重由上季底之4.36%下降為4.27%，至99年2月底再降為4.26%，主要為對公營事業放款減少所致。

在全體銀行對民營企業放款行業別方

面，98年第4季底放款總餘額較上季底增加1,304億元，其中以對服務業放款增加682億元為最多，其次為對批發及零售業放款增加299億元，再次為對製造業放款增加229億元；99年2月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較98年第4季底減少560億元，主要是對批發及零售業與服務業放款分別減少401億元及130億元。就各業別比重而言，

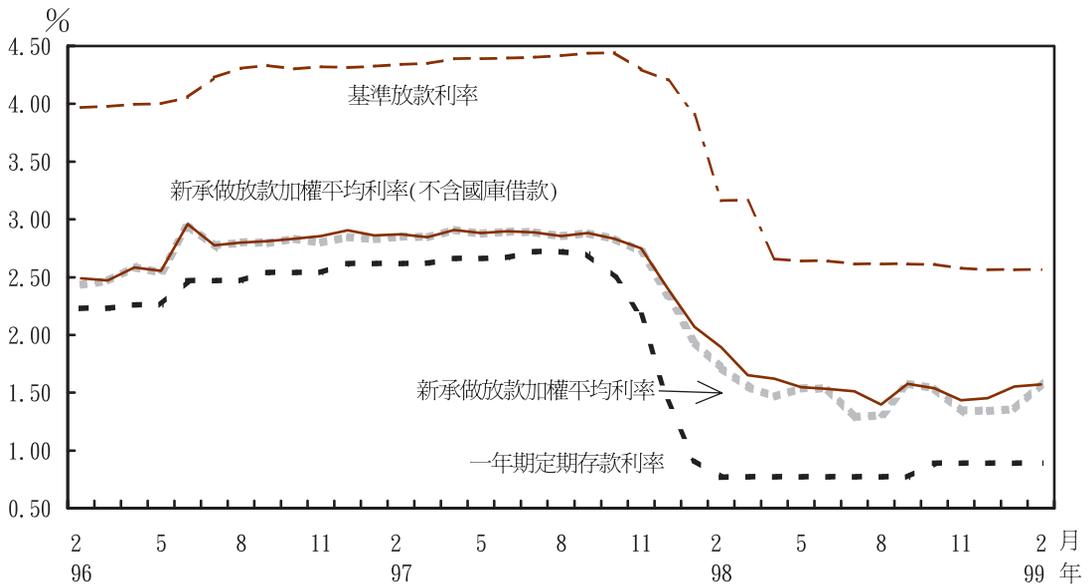
98年第4季底以對製造業放款之48.97%為最高，其次為對服務業之21.37%，再次為對批發及零售業之12.55%，其中對服務業與批發及零售業放款比重較上季底上升，對製造業放款比重則較上季底下降，至於對營造業放款比重，則由上季底之3.47%微降為3.44%。

陸、銀行業利率下降

受本行98年初兩度調降貼放利率影響，全年銀行體系資金呈寬鬆現象，影響所及，第4季主要銀行存款利率維持低檔。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上季底為0.77%，10月因銀行調整浮動存款牌告利率高於固定存款牌告利率之現象，利率略上升至0.89%，迄99年2月底止皆維持不變。而五大銀行基準放款利率方面則持續呈下降趨勢，自上季底的2.615%，下降至第4季底的2.563%，至99年2月底略升至2.564%。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98年9月之1.577%下滑至12月之1.341%，99年1及2月因週轉金貸款利率持續上升，平均利率分別上升至1.358%及1.573%，99年2月平均利率較98年9月下降0.004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98年9月之1.577%下降至12月的1.454%，至99年2月則上升至1.573%，較98年9月下降0.004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

98年第4季因全球金融風暴影響逐漸式微，國際景氣明顯回升，外需增加，國內經濟恢復成長，銀行授信亦轉為正成長，資金需求漸增；惟外資持續淨匯入，本行為避免資金過剩，影響國內資產價格，持續增加定存單發行，吸收多餘流動性。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465億元，較上季平均之708億元為低；99年1月降至354億元，2月續降至330億元。金融業隔夜拆款平均利率，自98年9月之0.100%略升至99年2月之0.104%，仍屬低檔。

以下分別就98年10月至99年2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，98年10月雖有外資淨匯入，在本行增加發行定存單回收資金與營所稅等稅款繳庫增加之情況下，日平均淨超額準備略降為659億元；11月受財政部增加借款、發行公債與稅款陸續繳庫等影響，日平均淨超額準備減少為336億元；12

月受中央統籌分配款、退除役官兵俸與公保補助款等撥款增加影響，日平均淨超額準備增加為399億元；99年1月因財政部發行國庫券、稅款陸續繳庫及國庫向銀行借款，加以本行陸續發行定存單回收資金等緊縮因素，日平均淨超額準備減少為354億元；2月在農曆春節前資金需求增加，以及財政部發行公債與本行持續發行定存單回收資金交互影響下，日平均淨超額準備再降為330億元。

二、利率走勢

98年3月以來本行停止降息，重貼現率及擔保放款融通利率分別維持在1.250%及1.625%。

受本行持續寬鬆貨幣政策影響，金融業隔夜拆款平均利率大致呈低檔持平走勢，由98年9月之0.100%微幅走升至99年2月之0.104%。票券市場利率方面，亦呈類似走勢，1-30天期商業本票次級市場利率由98年9月之0.19%微幅走升至99年2月之0.25%；商業本票發行利率亦由98年9月之0.37%微幅走升至99年2月之0.43%。

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金

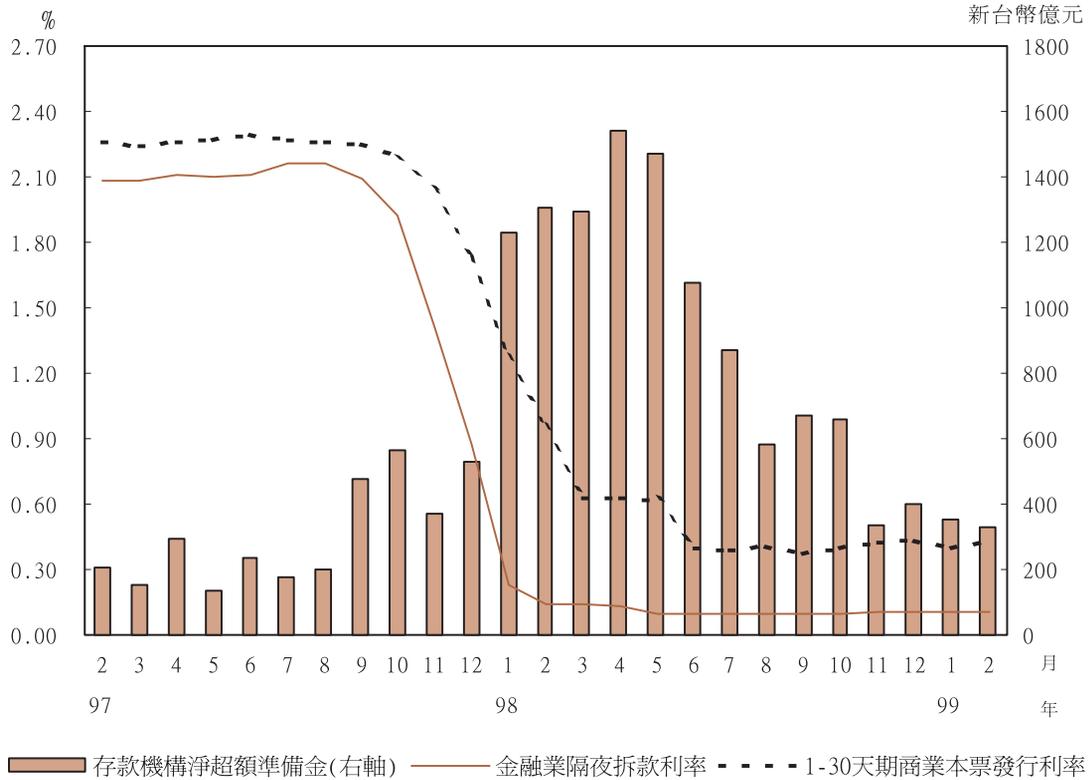


表1.1 貨幣市場利率

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
96	1.998	2.12	2.18	2.13	1.89	1.90	1.96	1.91	1.95	1.94
97	2.014	2.20	2.25	2.27	1.88	1.92	1.97	1.89	2.05	2.17
98	0.109	0.58	0.68	0.71	0.21	0.24	0.29	0.58	0.62	0.72
98/ 2	0.143	0.95	0.87	0.61	0.25	0.34	0.28	0.61	0.65	0.75
3	0.137	0.63	0.86	0.67	0.19	0.19	0.20	0.57	0.61	0.71
4	0.131	0.63	0.74	0.71	0.16	0.18	0.17	0.57	0.61	0.71
5	0.097	0.62	0.67	0.73	0.16	0.16	0.25	0.57	0.61	0.71
6	0.097	0.40	0.43	0.63	0.15	0.16	0.17	0.57	0.61	0.71
7	0.100	0.39	0.51	0.66	0.15	0.16	0.20	0.57	0.61	0.71
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

三、票券流通餘額

99年2月底票券流通餘額合計為11,674億元，較98年9月底增加1,974億元。其中可轉讓定存單增加710億元，商業本票因公營

事業發票增加，增加660億元；至於國庫券增加600億元，則係因稅收短徵，財政部為因應國庫資金調度需要，增加國庫券發行所致，而銀行承兌匯票則增加4億元。

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/ 1	5,240	4,334	10,605	900	-	1,968	4,130	3,999	7,034	12	14	47	198	321	1,555
2	5,625	4,830	11,399	450	-	2,418	4,858	4,465	7,427	13	24	36	304	341	1,518
3	5,159	5,285	11,273	200	-	2,618	4,666	4,832	7,260	16	17	36	277	435	1,359
4	5,244	5,461	11,056	400	418	2,600	4,595	4,721	7,134	18	16	38	231	306	1,283
5	4,490	4,282	11,264	200	-	2,800	4,000	3,971	7,164	18	12	45	272	300	1,255
6	4,801	5,360	10,705	-	350	2,450	4,372	4,670	6,866	20	21	44	409	319	1,345
7	5,038	5,305	10,438	-	450	2,000	4,716	4,572	7,010	19	18	45	304	266	1,383
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

貳、債券市場

本(98)年第4季債券發行市場，政府公債方面，配合定期適量發行政策，本季共發行1,400億元中央政府公債，較上季增加300億元或27.27%；公司債及金融債券方面，除受季節因素影響外，國內景氣復甦以及整體市場信心回穩，企業資金需求轉強，本季發行總額均較上季大幅成長；資產證券化商品方面，本季仍無任何新案發行，僅短期受益證券及債券資產受益證券等金融資產證券化商品定期循環發行669億元；至於外國債券及國際債券方面，由於國內資金成本相對低廉，吸引國外機構來台籌資，本季發行金額折合新台幣計約86億元。次級市場方面，由於市場供需失衡，交易規模持續萎縮，本季交易金額為24兆581億元，較上季減少6,216億元或2.52%。

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

1. 10月5日財政部委託本行標售98-4期甲類5年期增額公債300億元，最高得標利率為0.80%，創歷年來新低，與同年7月20日發行之同年期公債相較，下滑19.4個基本點；投標倍數1.55。就得標行業觀察，銀行業得標比重48.03%、證券業44.82%及票券業

7.15%。

2. 10月16日財政部委託本行標售98-7期甲類2年期公債400億元，最高得標利率為0.3490%，創歷年來新低，其與96年5月18日發行之同年期公債相較，最高得標利率已下滑158.3個基本點；投標倍數1.84。得標行業別比重分別為銀行業57.99%、證券業32.63%及票券業9.38%。

3. 11月17日財政部委託本行標售98-5期甲類20年期增額公債300億元，最高得標利率為2.1790%，低於同年8月13日發行之同年期公債最高得標利率0.021個百分點，投標倍數2.15。就得標行業觀察，除保險業得標比重較上次20年債標售大幅提升，達42.83%外，銀行業、證券業及票券業，均較上期分別下滑29.98、5.3及7.55個百分點。

4. 12月11日財政部委託本行標售98-6期甲類10年期增額公債400億元，最高得標利率為1.4600%，與同年9月9日發行的同年期公債相較，減少0.034個百分點，投標倍數1.68。得標行業別比重分別為銀行業54.62%、證券業32.13%、票券業1.88%及保險業11.37%。

本季底中央政府公債發行餘額為3兆8,296億元，略較上季底增加610億元或1.62%，至2月底發行餘額增為3兆9,096億元。

(二) 直轄市公債

本季高雄市政府於11月12日發行5年期公債73億元，發行利率為1.2%。截至本月底直轄市政府公債發行餘額為1,414億元，較上季底減少7億元或0.49%，至99年2月底發行餘額減至1,364億元。

(三) 公司債

由於國內景氣復甦明確，市場升息預期

轉強，吸引企業積極發債籌資，本季公司債發行總額為1,038億元，較上季大增516億元或98.85%。就發行內容觀察，9成為不可轉換公司債；無擔保公司債與有擔保公司債發行規模相當，各占一半；發債規模較大者，除台灣電力公司、台灣中油等公營事業外，尚包括國泰金控，三者合計發債金額高達695億元，占整體市場6成5以上。在

表2.1 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	208	671
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	-	662
3	552	60,989	400	36,795	-	1,244	-	11,054	5	8,192	147	3,087	-	617
4	818	61,441	400	37,195	-	1,244	247	11,090	81	8,242	90	3,053	-	617
5	827	61,249	300	37,195	83	1,327	80	10,923	67	8,205	297	2,982	-	617
6	936	61,455	400	37,595	100	1,426	42	10,622	121	8,208	188	2,937	85	667
7	687	60,920	400	37,295	-	1,421	101	10,560	44	8,102	142	2,875	-	667
8	936	60,937	300	37,286	-	1,421	284	10,609	10	8,112	342	2,842	-	667
9	817	61,284	400	37,686	-	1,421	137	10,681	90	8,098	190	2,731	-	667
10	1,578	62,395	700	38,386	-	1,421	484	11,058	249	8,142	145	2,721	-	667
11	1,019	62,465	300	38,286	73	1,494	222	11,242	20	8,055	318	2,717	86	671
12	1,198	62,519	400	38,296	-	1,414	332	11,369	260	8,125	206	2,644	-	671
99/ 1	1,135	62,347	700	38,296	-	1,364	221	11,412	72	8,014	142	2,590	-	671
2	1,347	63,109	800	39,096	-	1,364	193	11,599	7	7,784	347	2,595	-	671

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」。

發行利率方面，本季3年期加權平均發行利率為1.4283%、5年期為1.4711%、7年期為2.3826%，至於10年期公司債，由於發債企業均係公營事業，風險貼水幅度相對較小，致其加權平均發行利率較低而為1.9198%。此外，隨著國內景氣復甦以及整體市場信心回穩，信用利差幅度逐季縮減，以發行比重較大的5年期公司債為例，信用利差(與同年期公債發行利率之差距)已由第1季99個基本點縮減至本季67個基本點。

截至本季底，公司債發行餘額為1兆1,369億元，較上季底增加688億元或6.44%，至99年2月底發行餘額累增至1兆1,599億元。

(四) 金融債券

本季除受季節因素影響外，整體市場信心回穩，使得本季金融債券發行規模較上季大增2.67倍至529億元。就發行內容觀察，除德意志銀行為因應中長期放款需求發行10億元主順位債券外，餘均係發行次順位債券以充實資本；發行期間以無到期日債券為最大宗，占46.54%；發行銀行中以渣打國際商銀、台灣中小企銀及華南銀行發債規模最大，占整體市場7成以上。另就各年期發行利率觀察，除6年期利率較上季同年期利率上升外，7年期及10年期平均發行利率均較上季下滑，分別為2.810%、2.411%及2.744%。

累計至本季底，金融債券發行餘額

為8,125億元，僅較上季底略增27億元或0.33%。截至2月底發行餘額降至7,784億元。

(五) 資產證券化受益證券

受美國次貸事件拖累，本季資產證券化市場仍無新案發行。就商品型態觀察，在金融資產證券化方面，定期循環發行金額達669億元，主要係奇美電子、台新銀行及法商東方匯理銀行等機構發行之短期受益證券；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減少0.24億元。本季底資產證券化受益證券發行餘額為2,644億元，較上季底減少87億元或3.19%，2月底發行餘額續減至2,595億元。

(六) 外國債券及國際債券

本季法國巴黎銀行於11月5日在台發行3年期2.9億澳幣債券(折合新台幣約86億元)，發行利率5.75%。截至本季底，外國債券及國際債券發行餘額累增至671億元。

二、流通市場

(一) 店頭市場

10月初，由於美元走勢偏弱，帶動新台幣升值，熱錢大量湧入債市，10年期公債殖利率一度走跌至1.3251%，後因本行抑制外資炒匯而逐步彈升，11月25日曾上揚至1.4757%，惟在11月27日杜拜債信危機爆發後，殖利率轉而短暫下滑，月底收在1.4517%；12月上旬，外資積極買超台股，

加上適逢年底，買盤轉趨保守，致殖利率維持在1.4453%至1.4702%區間整理，及至下旬，因本行積極沖銷市場游資，加上明年發債計畫公布，殖利率明顯彈升，月底收在1.5403%。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為24兆581億元，較上季減少6,216億元或2.52%。由於市場資金寬裕，大型行庫持續大量買入公債，致籌碼集中度加劇，兼以公債殖利率處於相對低檔，買賣斷操作風險攀升，交易金額因而大幅減少2兆7,563億元或26.1%(占成交總額比重，由上季底42.79%降至32.44%，減少10.35個百分點)；附條件交易則增加2兆1,347億元

或15.12%(占成交總額比重，由57.21%增至67.56%)。若就各類債券交易來看，9成8以上仍為政府公債交易，惟因市場供需失衡，交易規模持續萎縮，本季交易金額23兆5,887億元，較上季減少7,385億元或3.04%；公司債及金融債券方面，本季交易金額亦隨發債量增加而大幅成長，分別為3,976億元及526億元；至於外國債券及國際債券，本季交易金額192億元，較上季增加54億元或39.13%。

(二) 集中市場

本季集中市場上公債及可轉換公司債交易依舊掛零。

圖2.1 各期別公債殖利率走勢圖

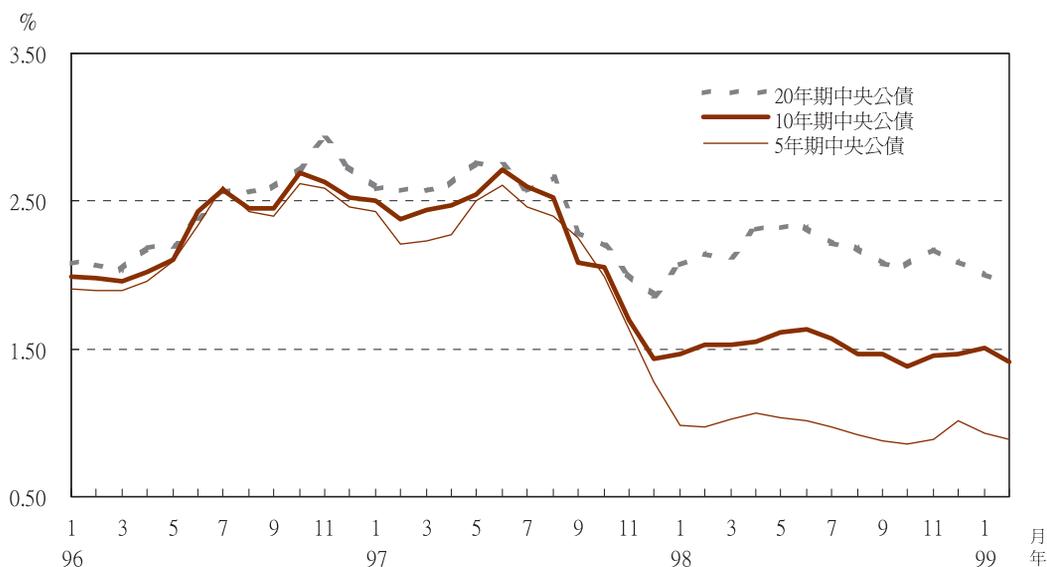


表2.2 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表2.3 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

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

參、股票市場

98年10月間，由於國際股市回檔，且台股漲幅已高，促使法人進行獲利了結，以致台股回檔整理。自11月初起，由於美國Fed仍維持利率不變，美國股市持續走強，加以兩岸金融MOU正式簽訂、陸資來台投資題材發酵，激勵外資加碼台股，促使台股不斷上揚，指數於1月15日漲至8,357點之新高。隨後，由於中國人行自1月18日起調升存款準備率0.5%，美國歐巴瑪總統提案限縮商業銀行自營業務，希臘等南歐國家爆發債信危機，導致國際股市走軟，外資連續大舉賣超台股，致使台股急速下挫，指數於2月6日跌至7,213點。之後，由於政府基金進場承接，美國股市回穩，尤其那斯達克指數再創新高，促使台股止跌回升，2月底指數升至7,436點，惟仍較98年9月底的7,509點下跌0.97%。

一、大盤股價指數變動

98年10月份股市呈現先強後弱之走勢，10月底加權指數較上月底下滑2.25%。10月1日至20日期間，股市小幅上升，此期間主要利多因素包括：1.兩岸金融MOU、ECFA簽訂題材持續延燒；2.美國科技大廠第3季財報表現佳，對第4季業績展望樂觀。10月21日至31日期間，股市下滑，此期間主要利空因素包括：1.國際股市回檔，外資轉為賣超；

2.股價漲高，促使法人進行獲利了結。

98年11月份股市先漲後跌，11月底加權指數較上月底上漲3.3%。11月1日至16日期間，股市攀高，此期間主要利多因素包括：

1.美國Fed維持利率不變，以及美國多項經濟指標明顯回升，激勵美股走強；2.江蘇採購團來台大採購；3.兩岸金融MOU於11月16日正式簽訂；4.二十國集團財長會議重申維持振興經濟方案。11月17日至30日期間，股市回檔，此期間主要利空因素包括：1.電子業營收高峰已過，促使電子股走弱；2.兩岸金融MOU簽訂後，金融股因利多出盡而下滑；3.杜拜世界集團爆發財務危機，導致全球股市重挫。

98年12月份股市走揚，12月底加權指數較上月底上漲7.99%。12月份主要利多因素包括：1.杜拜世界集團財務危機暫告平息；2.美國股市持續攀升，頻創新高；3.外資大幅買超台股985億元；4.11月份台灣景氣對策信號轉為黃紅燈，顯示景氣明顯好轉。

99年1月份股市先漲後跌，1月底加權指數較上月底下跌6.69%。1月上半月股市續強，指數於1月15日升抵8,357點，此期間主要利多因素包括：1.美股續升，激勵外資大幅買超台股；2.兩岸金融MOU即將於1月16日正式生效，陸資來台投資題材發酵。1月下半月，股市走跌，此期間主要利空因素包

括：1. 國安基金決議釋股；2. 美國總統歐巴瑪提案將限制美國商業銀行自營業務；3. 中國人行調高存款準備率2碼，貨幣政策轉趨緊縮；4. 國際股市全面回跌，促使外資大幅賣超台股。

99年2月份股市先跌後升，2月底加權指數較上月底下跌2.67%。2月1日至5日期間，股市續跌，此期間主要利空因素包括：1. 農曆春節長假效應，投資人觀望氣氛濃厚；2. 希臘等南歐國家爆發債信危機，導致國際股市重挫，外資繼續賣超台股。2月6日至26日期間，股市回升，此期間主要利多因素包

括：1. 政府基金逢低承接，穩定投資人信心；2. 春節過後買盤回籠；3. 歐盟將協助解決南歐國家債信危機，激勵國際股市回穩。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，98年10月份隨著國際股市回檔整理，外資出現賣超，以及國內法人逢高減碼，進行獲利了結，致使多數類股均呈下跌局面。跌幅較大的類股依序為：建材營造股下滑5.91%，水泥股下跌4.37%，化學生技醫療股下跌4.36%，電子股亦下挫3.02%。至於金融股僅小跌0.98%。。

圖3.1 集中市場價量變動趨勢

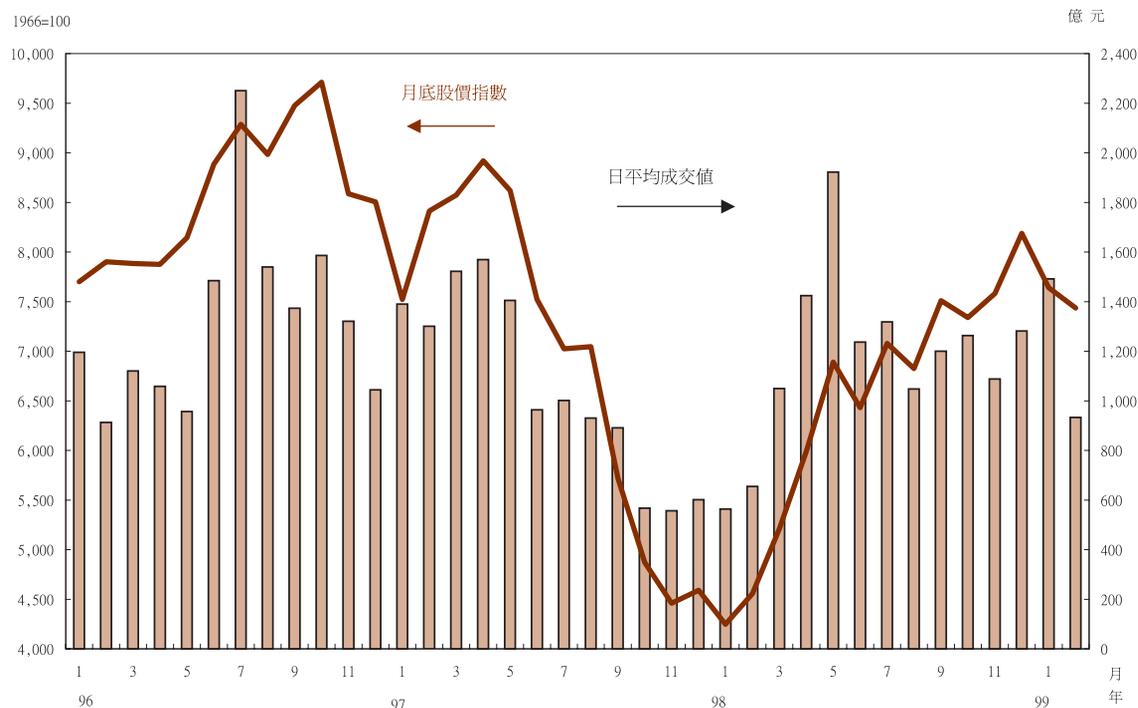


表3-1 集中市場各類股股價指數之變動

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
98年9月底	7509.2	306.1	877.4	677.3	358.3	177.5	289.9	119.3	181.8	73.0
98年10月底	7340.1	296.9	868.7	676.7	371.1	173.4	272.8	114.1	180.6	74.5
98年11月底	7582.2	310.9	943.0	699.1	369.9	192.3	279.1	113.2	188.2	81.2
98年12月底	8188.1	341.4	909.8	729.9	403.8	202.2	288.0	115.2	198.9	86.0
99年1月底	7640.4	316.9	829.1	646.4	368.5	185.1	284.2	101.7	199.1	78.6
99年2月底	7436.1	303.7	804.8	655.4	366.3	181.5	269.3	99.1	207.7	78.6
98年10月底 與上月底比%	-2.25	-3.02	-0.98	-0.10	+3.57	-2.33	-5.91	-4.37	-0.64	+2.01
98年11月底 與上月底比%	+3.30	+4.71	+8.55	+3.31	-0.32	+10.94	+2.32	-0.79	+4.17	+8.91
98年12月底 與上月底比%	+7.99	+9.82	-3.52	+4.41	+9.18	+5.15	+3.17	+1.73	+5.70	+6.00
99年1月底 與上月底比%	-6.69	-7.17	-8.87	-11.44	-8.75	-8.47	-1.31	-11.72	+0.11	-8.65
99年2月底 與上月底比%	-2.67	-4.16	-2.93	+1.40	-0.60	-1.96	-5.24	-2.51	+4.30	-0.03

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
98年9月底		45.6	103.7	54.7	104.4	209.3	115.8	83.2	120.6	125.5	124.1
98年10月底		46.4	99.2	55.1	102.1	212.1	112.9	80.6	121.9	130.6	128.1
98年11月底		47.6	104.1	58.3	106.4	220.3	119.4	81.2	122.4	132.9	131.8
98年12月底		51.6	111.5	59.6	116.6	231.6	116.4	87.4	130.3	139.3	142.2
99年1月底		46.7	100.8	59.4	113.9	206.4	99.9	81.9	120.9	129.0	135.3
99年2月底		44.7	99.0	62.7	112.6	201.1	95.4	80.9	113.7	123.2	133.0
98年10月底 與上月底比%		+1.75	-4.36	+0.73	-2.23	+1.35	-2.56	-3.14	+1.01	+4.02	+3.21
98年11月底 與上月底比%		+2.57	+5.01	+5.74	+4.20	+3.87	+5.77	+0.73	+0.43	+1.75	+2.83
98年12月底 與上月底比%		+8.45	+7.12	+2.23	+9.61	+5.13	-2.51	+7.61	+6.46	+4.82	+7.92
99年1月底 與上月底比%		-9.50	-9.60	-0.30	-2.32	-10.90	-14.13	-6.29	-7.21	-7.39	-4.87
99年2月底 與上月底比%		-4.28	-1.80	+5.61	-1.17	-2.57	-4.54	-1.16	-5.94	-4.50	-1.68

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 2月	-150	11	15	-124
98年 3月	134	-25	13	122
98年 4月	1,037	-43	19	1,013
98年 5月	636	53	24	713
98年 6月	219	-81	-71	67
98年 7月	845	-14	110	941
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

98年11月份因國際股市回升，外資恢復買超，國內法人也跟進買超台股，以致大多數類股均上揚，僅紡織及水泥等類股出現小跌。漲幅較大的類股依序為：造紙股上揚10.94%，電機機械股上升8.91%，金融股上漲8.55%，汽車股上升5.77%。至於電子股則上漲4.71%。

98年12月份因美國那斯達克指數勁揚，外資大幅買超台股，以致大多數類股均呈上揚局面，僅金融及汽車類股走跌。漲幅較大的類股依序為：電子股上漲9.82%，鋼鐵股上揚9.61%，紡織股上升9.18%，航運股上漲7.61%。金融股下跌3.52%，主要係因兩岸金融MOU簽訂後利多出盡。

99年1月份因國際股市回檔，外資大幅賣超台股，致使幾乎所有類股均告下跌，僅塑膠股因國際石化原料行情回升而呈小漲

局面。跌幅較大的類股依序為：汽車股下跌14.13%，水泥股下挫11.72%，食品股下滑11.44%，橡膠股下跌10.90%，金融股下跌8.87%。至於電子股則下跌7.17%。

99年2月份因南歐國家債信危機引發國際股市重挫，外資大幅賣超台股，致使多數類股均呈下跌，僅食品、塑膠及玻璃陶瓷等類股上揚。跌幅較大的類股依序為：觀光股下跌5.94%，建材營造股下挫5.24%，汽車股下跌4.54%，電子股下跌4.16%。至於金融股則下跌2.93%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，98年10月份外資出現賣超，主要係因國際股市回檔；台股短線漲幅已大，因而促使外資進行獲利了結。98年11月至99年1月份外資連續三個

月買超，主要係因美國股市穩健上揚，頻創新高，以及兩岸金融MOU簽訂，陸資來台投資台股題材發酵。99年2月份外資大幅賣超，主要係因南歐國家爆發債信危機，以及美國2月份消費者信心下降，促使美國股市走跌。

98年10月至99年1月投信法人連續四個月賣超，主要係因台股漲幅已大，投資人陸續贖回基金以獲利了結，致使投信須出售持股以應付投資人贖回。99年2月投信法人轉為買超，主要係因台股股價已低，使其逢低承接。

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，98年11月及12月自營商均出現買超，主要係因台股行情走高，使其順勢加碼台股。至於98年10月、99年1月及2月因台股行情下滑而使自營商出現賣超。

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 98年10月15日，金管會公告，開放期貨商自有資金之運用範圍增列期貨信託基金受益憑證。

2. 98年11月10日，金管會公告，取消境外華僑及外國人匯入資金得存放定期存款之規定，並修正其投資國內證券之範圍。

3. 98年11月11日，金管會公告，豁免證券投資信託基金得以有價證券抵繳從事期貨

交易保證金，不受有關「基金資產不得為提供擔保」規定之限制。

4. 98年11月16日，金管會公告，兩岸銀行、保險、證券期貨等三項金融監理合作瞭解備忘錄，已於11月16日完成簽署，並且將於簽署之日起60日內生效。

5. 99年1月15日，金管會公告，訂定大陸地區投資人投資臺灣地區證券限額。全體經大陸地區證券主管機關核准之合格機構投資者（以下簡稱合格機構投資者）匯入投資臺灣地區證券之資金，不得超過5億美元，每家合格機構投資者申請限額為8千萬美元。

6. 99年1月29日，金管會公告，訂定證券投資信託事業向大陸地區主管機關申請成為合格境外機構投資者(QFII)，以投資大陸地區證券市場上市有價證券之申報規範。

7. 99年2月25日，金管會開放國內證券商得受託、自行買賣港澳地區證券市場發行之涉及陸股有價證券，包括：(1)恆生香港中資企業指數（即紅籌指數）成分股公司所發行的有價證券。(2)香港或澳門地區證券交易市場由大陸地區政府、公司直接或間接持有股權達百分之三十以上之公司所發行之有價證券（即紅籌股）。(3)港澳地區掛牌之全部以大陸地區證券市場及大陸地區政府或公司發行或經理之有價證券為成分股之ETF。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

98年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為10月29日之32.580元，最高為12月31日之32.030元，波幅為0.550元。季底新台幣對美元匯率為32.030元，較上季底升值0.5%，對歐元、日圓及人民幣亦分別較上季底升值1.9%、3.2%及0.5%，對韓元則較上季底貶值0.5%。

99年第1季底與98年第4季底比較，新台幣雖然對韓元貶值，惟對美元、日圓、人民幣及歐元均升值（見圖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）升值1.2%。以下分別分析第1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2月8日之32.195元，最高為3月17日之31.747元，波幅為0.45元，較上季縮小。年初以來，新台幣延續升值走勢，惟隨著歐元區國家主權債信危機擴大，美元避險需求增加，復以Fed調高貼現率，國際美元走升，加上國內受外資匯出影響，新台幣對美元轉貶。3月以來，由於美國重申將維持低利率一段時間、歐元區債信危機暫獲緩解及外資轉呈匯入等影響，新台幣匯率走升。本季底新台幣對美

元匯率為31.819元，較上季底升值0.7%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季升值1.2%。

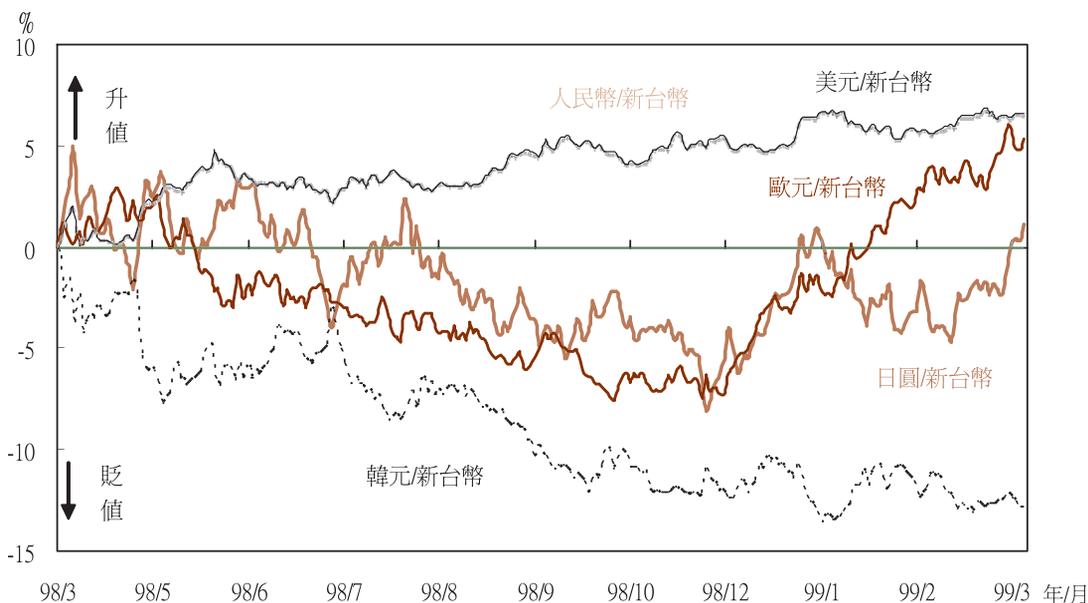
新台幣對歐元匯率：隨希臘、西班牙等歐元區國家主權債信危機擴大，市場擔心將拖累歐元區整體經濟復甦腳步，歐元持續貶值走勢，本季底新台幣對歐元較上季底升值8.0%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季亦升值7.9%。

新台幣對日圓匯率：因新公布的日本經濟數據較預期為佳，吸引外資大量匯入，支撐日圓走強，本季底新台幣對日圓較上季底升值1.9%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值2.3%。

新台幣對人民幣匯率：為緊縮流動性，降低房市泡沫化風險，本季中國兩次上調存款準備率各0.5個百分點，市場預期人民幣升值可能提前，惟人民幣仍緊釘美元，隨著美元對新台幣走弱，本季底新台幣對人民幣較上季底升值0.6%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值1.2%。

新台幣對韓元匯率：隨著南韓出口持續成長，企業獲利好轉，加以外資匯入投資韓股，韓元持續升值走勢，本季底新台幣對韓元較上季底貶值2.3%。就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季亦貶值1.0%。

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與98/3/31比較)



二、外匯市場交易

98年11月至99年1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11,797.02億美元，較上期(98年8月至10月，以下同)增加3.1%，日平均交易淨額為185.24億美元，反映外貿回升及國內外資金移動規模擴大。其中，OBU外匯交易淨額為663.83億美元，占外匯市場總交易量5.6%，較上期下降0.1個百分點。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量達5,053.36億美元，即期外匯交易居次，交易量為4,962.44億美元，合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為42.8%及42.1%，兩者交易較上期分別成長6.6%及2.4%。匯率選擇權與遠匯交易分居第三及第

四，兩者比重分別為8.1%及6.2%（見表4.1及圖4.2）。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，98年11月至99年1月的交易比重為46.3%，較上期下降1.5個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.3%；第三種貨幣間的交易比重則在五成上下，美元對日圓、美元對歐元及其他外幣間的交易比重分別為8.8%、17.1%及25.5%，三者較上期分別下降1.3個百分點及上升1.8、0.9個百分點（見圖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，98年11月至99年1月交易比重為46.4%；國內銀行間的交易居次，比重為28.6%；國內銀行與顧客間的交易比重

表4.1 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		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 ²	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
97 / 11	126,399	105,509	33,231	22,575	6,441	2,390	1,955	11,986	270,813	14,549	13,541
12	139,167	105,272	31,533	22,566	7,347	2,140	1,231	13,332	283,707	13,876	12,335
98 / 1	116,562	81,727	24,398	19,877	6,851	1,705	1,693	13,759	235,322	10,962	13,842
2	126,292	102,427	40,210	20,873	8,207	1,652	2,172	18,935	272,351	14,195	13,618
3	162,855	111,532	43,361	24,652	10,950	2,203	1,899	21,602	324,743	17,868	14,761
4	156,714	120,181	47,423	25,320	9,578	2,069	1,788	20,165	326,238	17,869	14,829
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

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

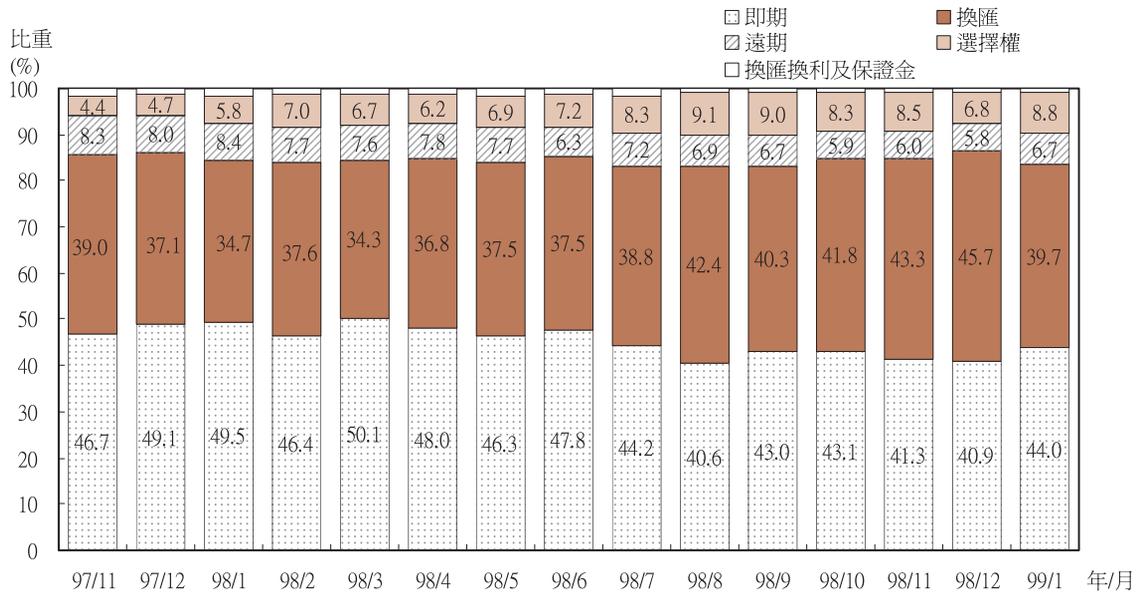


圖4.3 外匯交易-按幣別

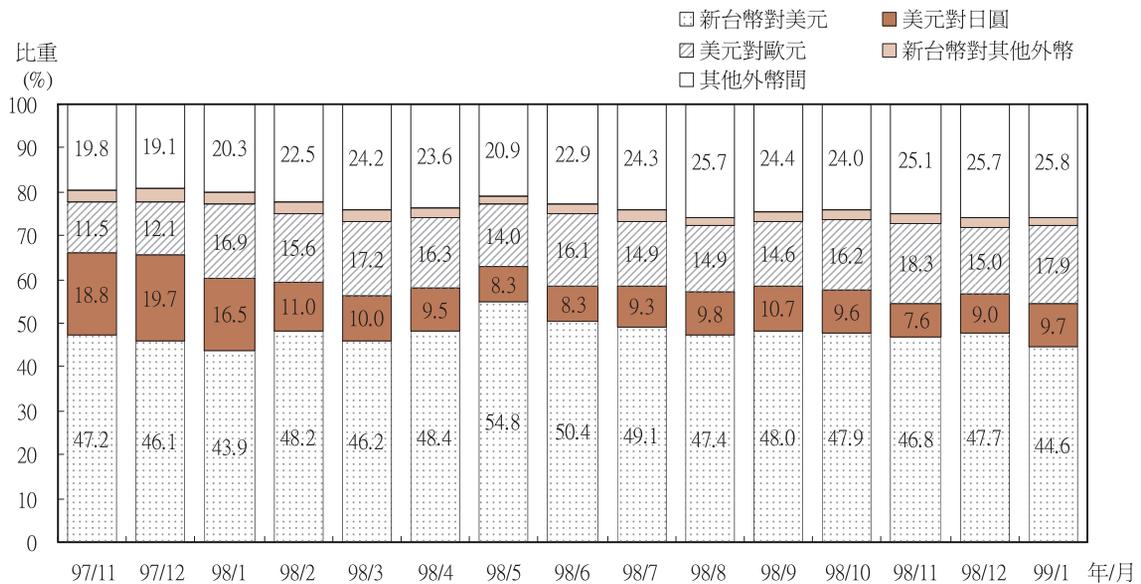
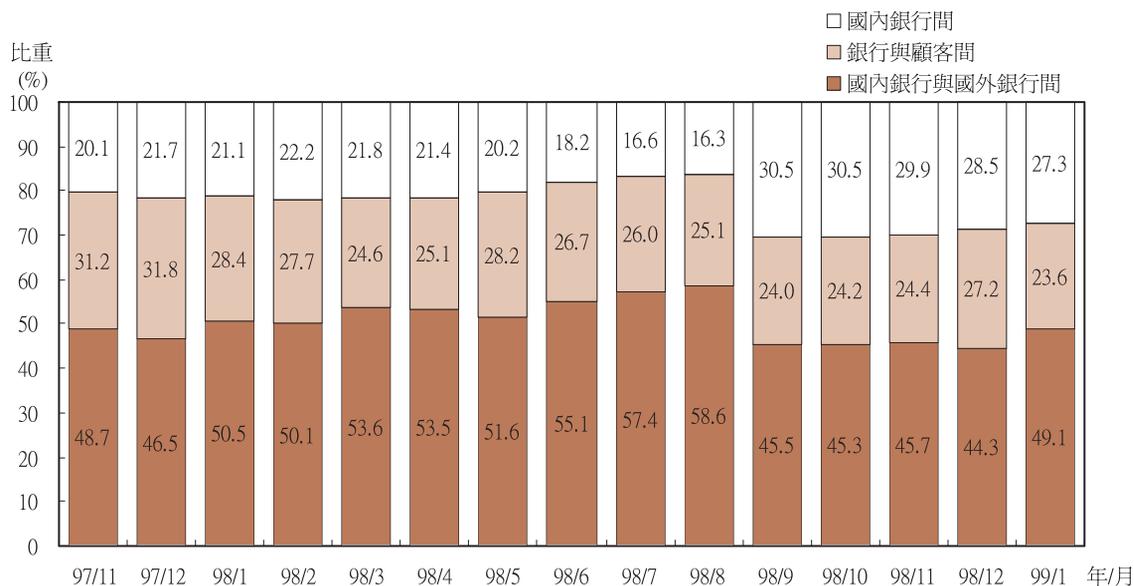


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



最少，約25.0%（見圖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(見表4.1)，98年11月換匯交易量為790.6億美元，較上月減少2.9%，主要受下列因素影響：(1) 6個月等長天期美元利率下跌，使長天期換匯點大幅縮小，匯銀辦理長天期換匯意願提高；另銀行為避免年底美元資金緊縮，積極承作跨年底之2個月期換匯交易，1個月期以下交易比重下降，周轉率因而降低；(2) 銀行體系資金略為趨緊，匯銀利用換匯交易以調

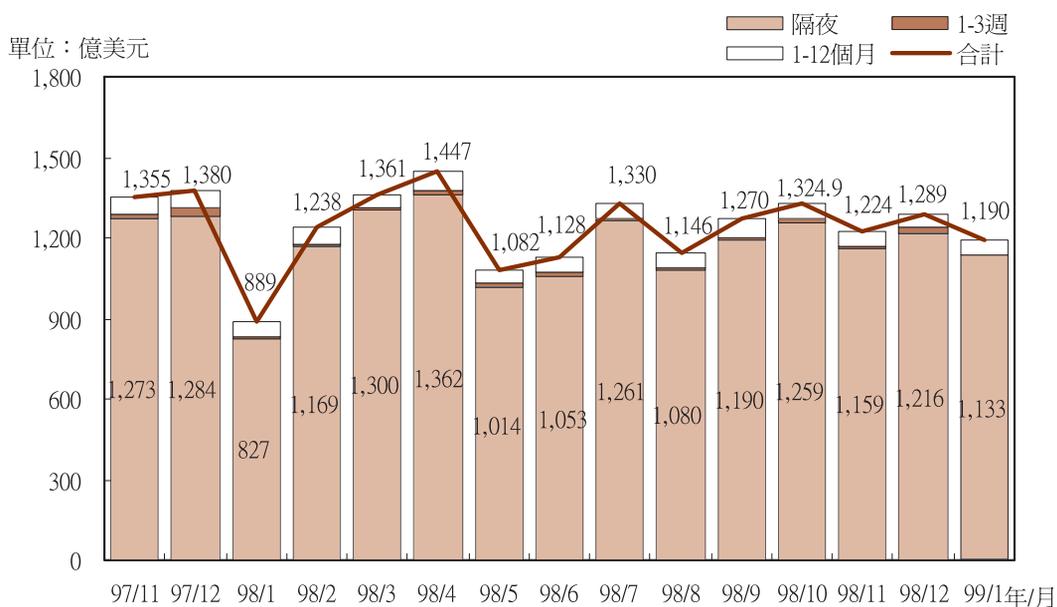
節多餘新台幣資金需求減緩。12月交易量為733.5億美元，較上月減少7.2%，主要受下列因素影響：(1) 客戶為避免年底市場價格變化大，數月前多辦理跨年底之換匯交易，使本月展期金額下降，匯銀轉向銀行間拋補金額因而減少；(2) 銀行體系資金略緊，匯銀調節多餘新台幣資金需求減緩；(3) 接近年底，部分交易員為確保年初以來的已實現盈餘，減少承作銀行間換匯交易。99年1月交易量為725.5億美元，較上月減少1.1%，主要受下列因素影響：(1) 長天期美元利率走低，匯銀改採長天期換匯辦理拋補；(2) 新台幣隔拆利率走升，吸引匯銀至拆款市場調度多餘新台幣資金，短天期換匯交易相對減少，周轉率因而降低。

銀行間外幣拆款市場交易方面(見圖

4.5)，11月交易量為1,223.6億美元，較上月減少7.7%，主要因本月份交易天數減少，加以銀行外匯存款增加，外幣資金充裕，匯銀拆借外幣需求減少所致。12月交易量為1,289.2億美元，較上月增加5.4%，主要因全球經濟景氣復甦，外幣拆款交易活絡，又

逢年底，銀行間外幣資金需求增加所致。99年1月交易量為1,190.1億美元，較上月減少7.7%，主要係因本月份交易天數減少，以及外匯存款減少，銀行可用資金短絀，故較少進行外幣拆款交易。

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

98年11月至99年1月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為908.86億美元，較上期縮減44.5%。其中，以外幣利率期貨交易金額最多，外幣換利交易居次，此

二種產品分別占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量的51.3%及39.2%。與上期比較，外幣換利交易金額減少67.3%為最多，主要係因某外商銀行由分行改制為子行後，初期業務量減少，加上與利率有關之避險需求降低，促使銀行及客戶減少從事利率避險交易（見表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
97 / 11	14,253	1,470	62	8,438	1,291	0	90	25,603
12	30,721	1,890	40	9,979	1,626	0	113	44,369
98 / 1	34,050	1,700	471	14,640	1,238	0	190	52,290
2	44,427	500	491	20,508	595	2	108	66,632
3	51,252	730	634	26,057	3,058	4	278	82,012
4	46,781	565	57	17,063	1,919	2	110	66,497
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

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，為維持金融市場穩定，本行自98年10月初起陸續將國外管理資本交易作法，

介紹給國人，並重申匯入資金務必依申報用途使用，不宜藉以炒作匯率。

此外，為配合結構型商品新稅制規定，98年12月2日公告修正「金融機構存款及其他各種負債準備金調整及查核辦法」部分條文，自99年1月1日起，銀行承作結構型商品所收外幣本金不得再帳列存款，改列「其他各種負債」應提準備之範圍，準備金按外匯存款準備率計提。

國際經濟金融情勢（民國98年第4季）

壹、概述

上(2009)年年中以來，由於各國擴張性財政政策及寬鬆性貨幣政策效果逐漸顯現，主要國家經濟衰退幅度普遍趨緩或已恢復成長，全球景氣復甦態勢漸趨明朗。

國際機構普遍預測本(2010)年全球經濟明顯回溫。其中，國際貨幣基金(IMF)於1月

預測本年全球經濟成長率由上年之-0.8%升為3.9%（請參閱表1）。Global Insight 3月的預測值則由上年之-1.9%升為3.2%。

在物價方面，上年第4季起，由於經濟復甦步伐加快，帶動商品價格上揚，多數國家躉售物價指數(WPI)年增率及消費者物價

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2008	2009	2010
全球	3.0	-0.8 (-1.9)	3.9 (3.2)
先進經濟體	0.5	-3.2	2.1 (2.0)
OECD國家	0.8	-3.5	1.9 (2.0)
美國	0.4	-2.4	2.7 (3.0)
日本	-1.2	-5.2	1.7 (1.5)
德國	1.0	-4.9	1.5 (1.5)
英國	0.6	-4.9	1.3 (0.8)
歐元區	0.6	-4.1	1.0 (0.9)
四小龍	1.7	-1.2	4.8
台灣	0.73	-1.87	3.7 (5.0)
香港	2.1	-2.7	3.5 (4.9)
新加坡	1.4	-2.0	4.3 (5.0)
南韓	2.2	0.2	4.5 (3.8)
東協五國	4.7	1.3	4.7
泰國	2.5	-2.3	3.7 (5.6)
馬來西亞	4.6	-1.7	2.5 (5.6)
菲律賓	3.8	0.9	3.2 (4.2)
印尼	6.1	4.5	4.8 (5.6)
越南	6.2	5.3	5.3 (6.5)
中國大陸	9.6	8.7	10.0 (10.3)
印度	7.4	6.4	7.7 (8.0)
其他新興市場暨發展中國家	6.1	2.1	6.0

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；其他新興暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共146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, January 2010及IMF World Economic Outlook : Asia and Pacific, October 2009，南韓為IMF 2009年12月8日宣布之修正值；()內資料係採用Global Insight World Overview, March 2010；OECD國家資料採用OECD Economic Outlook, No.86, November 2009。

指數(CPI)年增率回升。IMF預測本年全球通膨率由上年之2.5%升為2.9%；Global Insight的預測值則由1.6%升為2.7%。

貨幣政策方面，由於金融市場信用緊縮現象舒緩、全球景氣回溫，加以多數國家利率已降至歷史低點，上年年中以來，大多數

國家均已停止降息。澳洲則鑑於經濟衰退之風險消退，率先於上年10月至本年3月間，四度調升現金利率共1個百分點至4.0%；馬來西亞於本年3月調升隔夜拆款利率0.25個百分點至2.25%；印度亦於3月調升附買回利率0.25個百分點至5%（圖1、圖2）。

圖1 主要國家政策利率

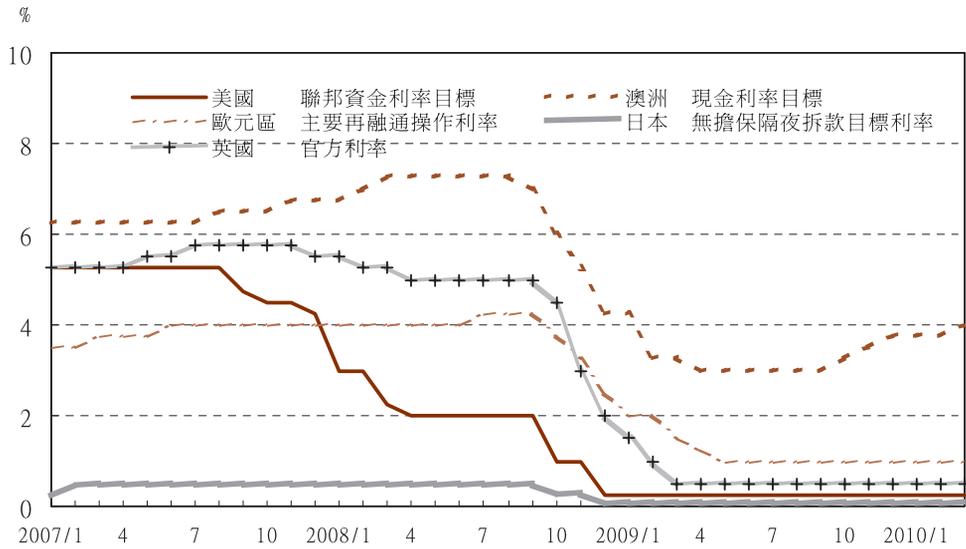
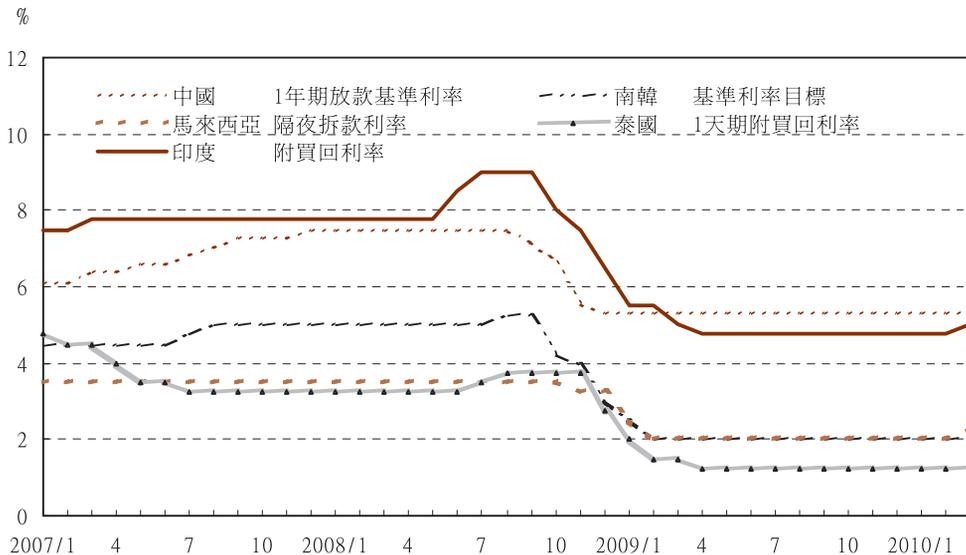


圖2 亞洲新興國家之政策利率



貳、美國經濟連續2季成長，Fed維持低利率政策

一、內外需擴張加速，經濟持續成長

(圖3)，主要係民間投資及輸出大幅擴增

上年第4季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之2.2%續升至5.6%

所致。全年經濟成長率則由前(2008)年之0.4%降至-2.4%。

圖3 美國經濟成長率

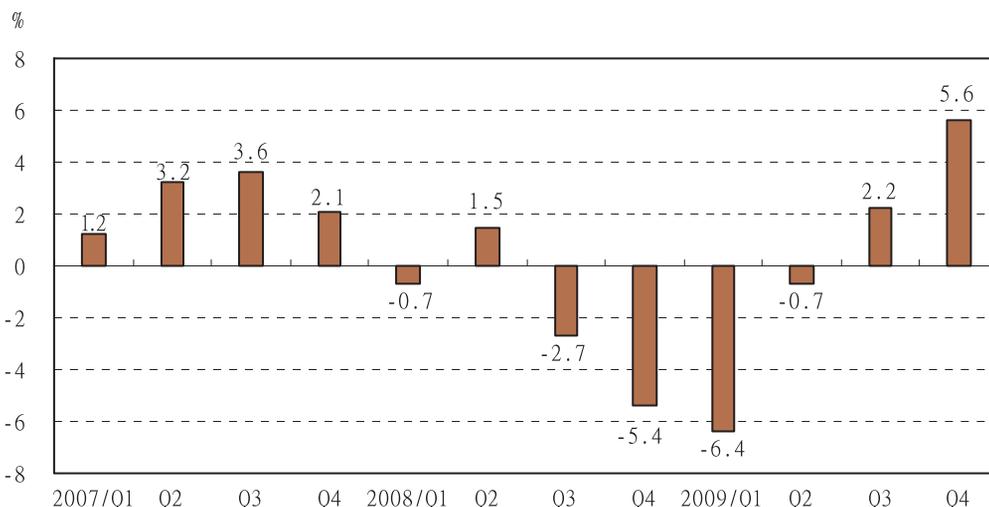


表2 美國重要經濟指標

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	2.1	4.6	1.5	2.3	2.8	3.9	-808,763
2008	0.4	5.8	-2.2	2.3	3.8	6.3	-816,199
2009	-2.4	9.3	-9.6	1.7	-0.4	-2.5	-501,262
2009/4		8.9	-12.4	1.9	-0.7	-3.5	-37,964
5		9.4	-13.1	1.8	-1.3	-4.8	-32,927
6	-0.7	9.5	-13.3	1.7	-1.4	-4.4	-40,138
7		9.4	-12.2	1.5	-2.1	-6.9	-49,610
8		9.7	-10.1	1.4	-1.5	-4.4	-43,795
9	2.2	9.8	-5.9	1.5	-1.3	-4.8	-49,580
10		10.1	-6.9	1.7	-0.2	-2.0	-46,508
11		10.0	-5.0	1.7	1.8	2.4	-48,394
12	5.6	10.0	-2.3	1.8	2.7	4.4	-46,516
2010/1		9.7	0.8	1.6	2.6	4.6	-43,388
2		9.7	1.7	1.3	2.1	4.4	
3		9.7					

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

根據美國海關貿易統計，上年第4季出、進口分別較上年同期衰退0.9%及7.6%，貿易入超為1,414億美元（表2），年增率為-18.9%。上年全年出、進口分別衰退17.9%及25.9%，貿易入超則為5,013億美元。但本年1月出、進口分別較上年同期成長18.3%及11.3%，貿易入超為434億美元。

勞動市場方面，受經濟衰退、企業裁員之影響，上年第4季失業率由第3季之9.6%升為10.0%，本年第1季各月則均為9.7%；3月非農業部門就業人口較2月增加16.2萬人，顯示就業市場情況改善。

本年3月3日公布的Fed褐皮書報告顯示，全美各地經濟活動持續擴張，消費者支出上升，各地區服務業活動增加，尤以醫療與資訊科技業為最，製造業活動也持續增強，尤以高科技設備、汽車與金屬業較為明

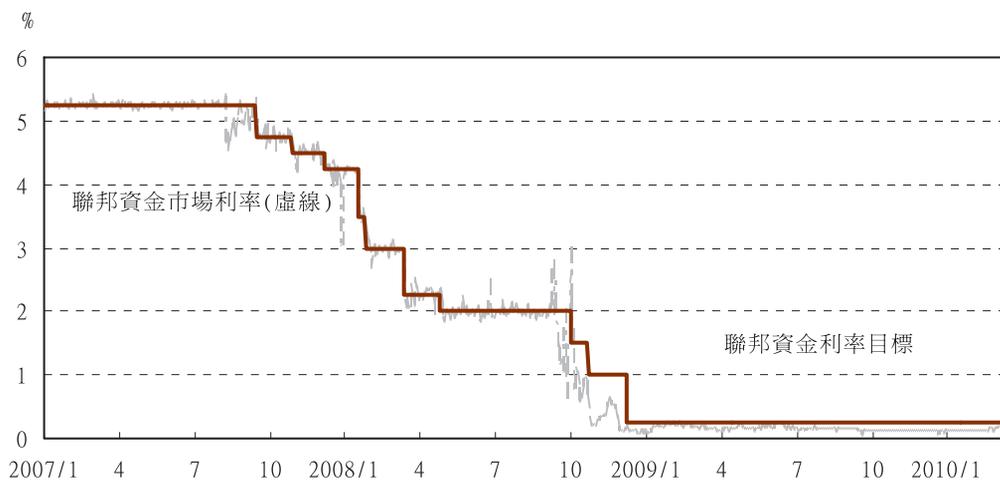
顯，商業不動產市場與營建業則仍低迷，各地銀行授信強弱表現不一。

Global Insight 3月預測美國本年經濟成長率為3.0%。

二、通膨增溫

美國上年第4季CPI年增率由第3季之-1.6%升至1.5%，本年1、2兩月分別為2.6%與2.1%，主要係能源價格上漲所致；上年第4季扣除能源與食品之核心CPI年增率為1.7%，本年1、2月分別降為1.6%與1.3%。另外，上年第4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%，高於第3季之1.3%，本年1、2月則分別為1.5%與1.3%。Global Insight 3月預測本年CPI年增率為1.8%。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



三、Fed維持歷史低點之政策利率

美國聯邦公開市場委員會(FOMC)於前年12月將聯邦資金利率目標由1%降為0%至0.25% (圖4) 後，迄今(3月會議)維持不變。另一方面，Fed於2月18日宣布調升貼現率

0.25個百分點至0.75%，以擴大貼現率與聯邦資金利率目標區間上限之差距至0.5%，使聯邦準備體系融通機制逐步正常化。Fed表示調高貼現率不代表貨幣政策展望改變，也不意味短期內會調升利率，同時也不致於對美國民眾及企業貸款造成任何直接影響。

參、歐元區經濟仍屬疲弱，歐洲央行(ECB)政策利率維持不變

一、內外需不振，經濟疲弱

上年第4季，歐元區經濟成長率由第3季之-4.1%回升至-2.1% (圖5)。與上季比之季變動率則由第3季之0.4%降至0.1%，其中，固定資本形成持續衰退，政府消費支出轉呈衰退，輸出、入成長幅度縮小。上年全年經濟成長率則由前年之0.6%降至-4.1%。

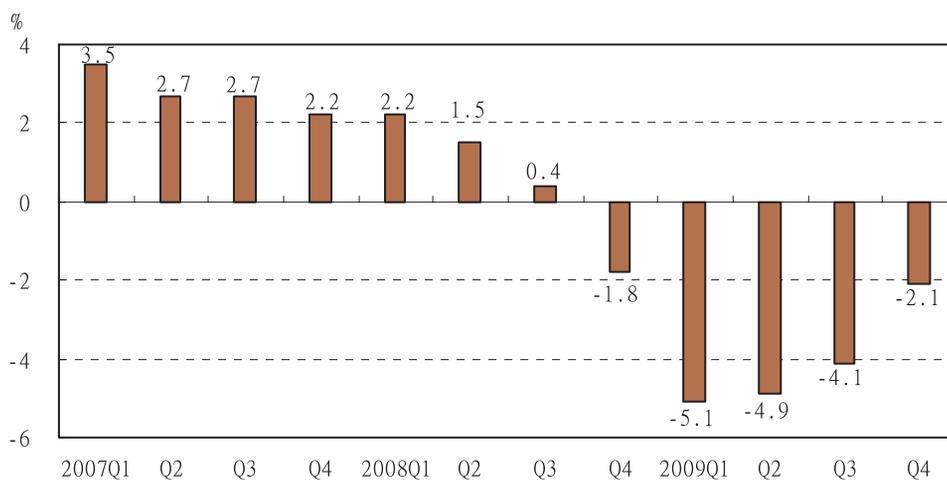
Global Insight 3月預測本年經濟成長率為

0.9%。

上年第4季，德國經濟成長率由第3季之-4.8%回升至-2.4%。季變動率則由第3季之0.7%下降至0.0%，其中，固定資本形成及政府消費支出均轉呈衰退，輸出成長幅度縮小，民間消費支出則持續衰退。全年經濟成長率由前年之1.0%降至-4.9%。

在勞動市場方面，本年2月歐元區失業

圖5 歐元區經濟成長率



率持續升高至10.0%（表3）；其中，德國本年3月失業率由去年底之7.8%上升至8.5%，法國上年第4季失業率則由第3季之9.1%攀高至9.6%。

二、物價情勢穩定

歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率於上年11月由負轉正，至本年3月升為1.5%（圖6）。ECB預估歐元區通膨率在近月內將維持在1%左右，且因整體需求仍弱，物價情勢相對緩和。同時，ECB強調歐元區之中、長期通膨預期，仍能符合ECB之

低於但接近2%的中期通膨目標。至於扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦呈平穩，至本年2月為0.8%。

Global Insight 3月預測本年歐元區HICP年增率為1.3%。

三、ECB維持歷史低點之政策利率

歐洲央行管理委員會（ECB Governing Council）自上年5月調降其政策利率(主要再融通操作利率)至1.00%之歷史新低（圖7）後，迄今維持不變。

表3 歐元區重要經濟金融指標

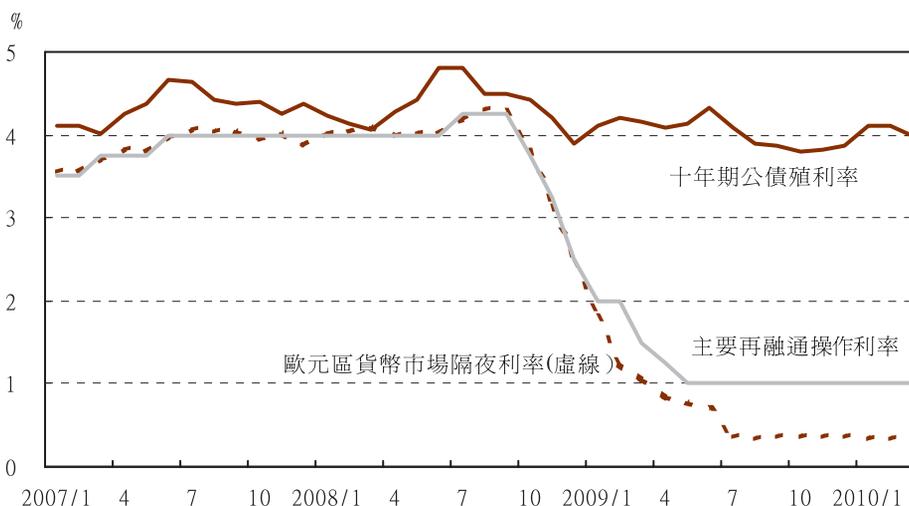
年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營建業) 年增率 %	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3 年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %	主要再融通操作利率 %
2007	2.7	7.4	3.7	8.5	5.9	29,043	11.6	2.1	4.00
2008	0.6	7.5	-1.8	3.8	8.1	-33,230	8.6	3.3	2.50
2009	-4.1	9.4	-14.7	-18.0	-21.0	21,835	-0.7	0.3	1.00
2009/4	-5.1	9.2	-20.4	-26.1	-26.2	2,234	5.7	0.60	2.50
5		9.3	-17.1	-22.7	-26.2	1,948	4.4	0.00	2.00
6		9.4	-16.4	-20.9	-24.8	5,693	4.2	-0.10	2.00
7	-4.9	9.6	-15.8	-17.8	-27.8	12,406	3.4	-0.70	1.50
8		9.6	-15.1	-21.0	-24.6	-2,762	2.8	-0.20	1.25
9		9.8	-13.1	-19.2	-21.8	6	2.0	-0.30	1.00
10	-4.1	9.8	-11.2	-16.7	-21.4	6,644	0.2	-0.10	1.00
11		9.9	-7.2	-5.0	-12.6	3,771	-0.3	0.50	1.00
12		9.9	-4.1	0.4	-4.4	4,133	-0.7	0.90	1.00
2010/1	-2.1	9.9	0.4	4.6	1.0	-8,924	-0.8	1.00	1.00
2		10.0					-1.2	0.90	1.00
3								1.50	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



圖7 歐元區官方及長短期市場利率



肆、英國經濟衰退幅度縮小，英國央行(BOE)維持利率不變

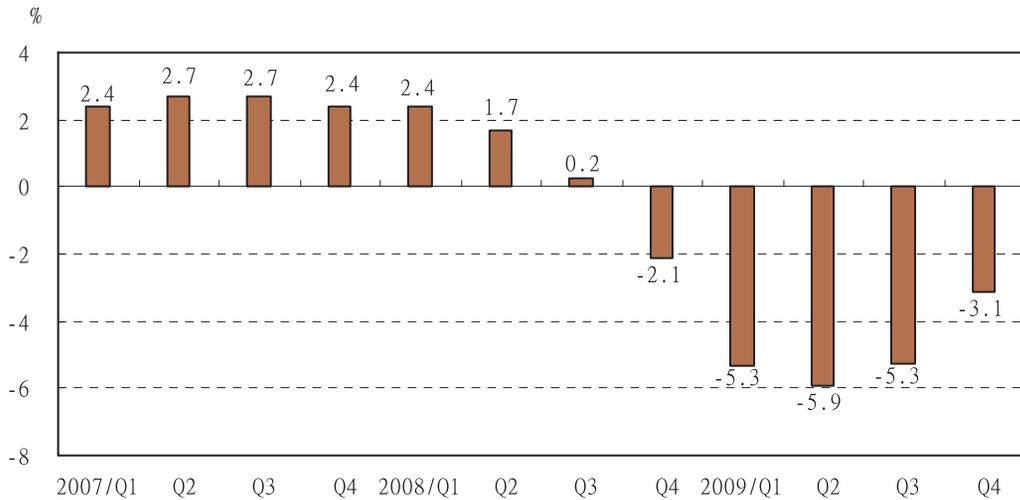
一、外需好轉，經濟衰退幅度縮小

英國上年第4季經濟成長率由第3季之-5.3%回升至-3.1% (圖8)。與上季比之季變動率則由連續6季衰退轉為成長0.4%，其中，家計部門支出、政府消費支出、輸出及輸入的成長幅度均擴大，惟固定資本形成

轉呈衰退。全年經濟成長率則由前年之0.6%降至-4.9%。Global Insight 3月預測本年經濟成長率為0.8%。

勞動市場方面，失業率自上年第2季至年底均維持在7.8%左右的高檔。

圖8 英國經濟成長率



二、短期物價上漲壓力增加

英國CPI年增率自上年10月逐步上升，至12月為2.8%，高於BOE之2%的通膨目

標，本年2月續升至3.0%（表4、圖9）。

BOE總裁認為高通膨現象不會持續下去，主要係因近期引起通膨率高漲的因素為油價上

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	2.6	5.2	0.3	-10.1	2.9	-91.4	5.9	2.3	5.5
2008	0.6	6.6	-3.1	12.8	9.6	-93.3	7.3	3.6	2.0
2009	-4.9	7.8	-10.2	-10.1	-10.6	-82.3	6.4	2.2	0.5
2009/4		7.6	-12.1	-13.9	-12.1	-7.1	8.6	2.3	0.5
5		7.8	-12.2	-17.2	-17.3	-6.5	8.6	2.2	0.5
6	-5.9	7.9	-10.7	-18.0	-19.3	-6.5	8.7	1.8	0.5
7		7.9	-9.5	-17.5	-18.0	-6.5	8.7	1.7	0.5
8		7.8	-11.8	-13.9	-15.8	-6.1	8.9	1.6	0.5
9	-5.3	7.9	-10.7	-11.3	-10.4	-6.9	8.7	1.1	0.5
10		7.8	-8.3	-5.1	-5.0	-6.8	7.7	1.6	0.5
11		7.8	-5.8	-0.5	-4.5	-6.7	6.7	1.9	0.5
12	-3.1	7.8	-3.7	2.0	3.2	-7.5	6.4	2.8	0.5
2010/1			-1.5				6.4	3.4	0.5
2							5.5	3.0	0.5
3									0.5

*: 當月失業率數值係為當月及前後月等三個月的失業率平均數。

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

漲、英鎊貶值，以及營業稅調高等均屬短期性因素；由於名目支出成長仍低，閒置產能仍高，影響薪資成長，亦將抑制通膨率持續上升。Global Insight 3月預測本年CPI年增率為2.8%。

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9 英國消費者物價指數（CPI）年增率

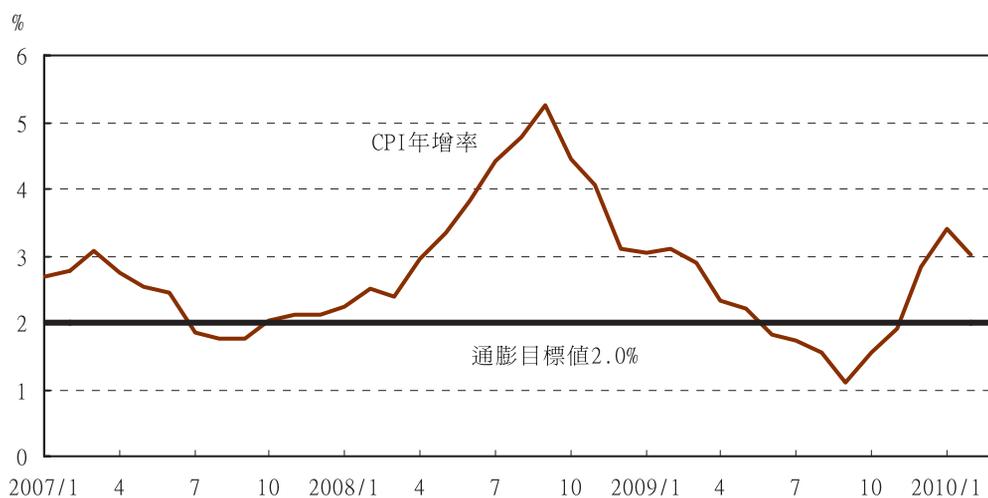
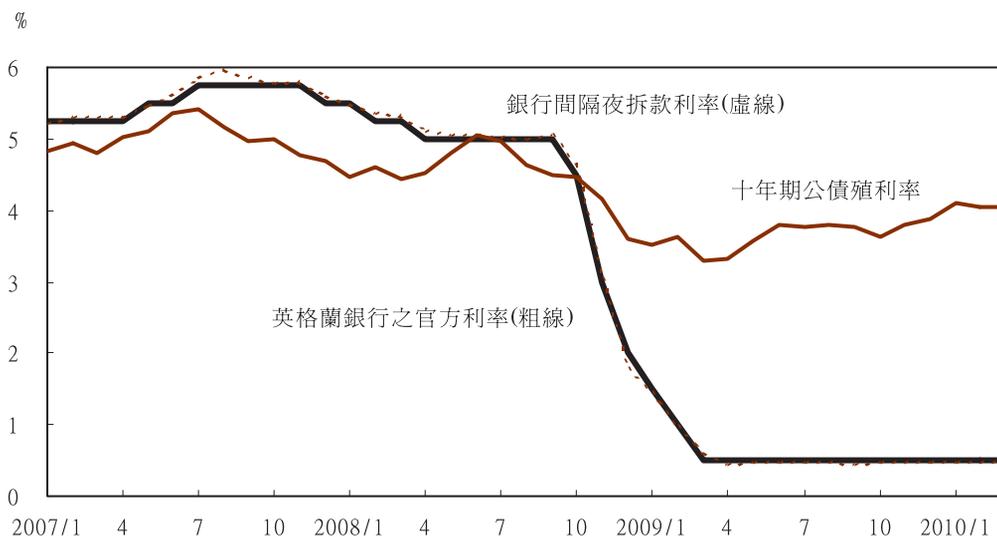


圖10 英國官方及長短期市場利率



伍、日本經濟恢復成長，物價跌幅縮小，日銀採擴大資金供應因應

一、內外需回溫，經濟恢復成長

日本上年第4季實質GDP較上季成長0.9%，換算年率為成長3.8%（圖11），主要係輸出及民間消費支出持續擴增所致。全年經濟成長率由前年之-1.2%降為-5.2%。Global Insight 3月預測本年經濟成長率為1.5%。

伴隨全球需求逐步回升，日本之電子零

組件、汽車及鋼鐵生產改善，上年第4季工業生產年增率由第3季之-20.0%回升至-4.7%（表5），本年1月進一步升至18.2%。

對外貿易方面，日本上年第4季貿易出超17,174億日圓（表5），主要係全球經濟復甦帶動日本出口逐步回升所致。其中，對中國大陸為首之亞洲新興國家貿易改善最為顯著。本年1月進、出口分別較上年同期成長9.1%與40.8%，貿易出超630億日圓。

圖11 日本經濟成長率



勞動市場方面，上年第4季失業率為5.2%，低於第3季之5.4%。由於政府就業補助措施效果逐漸顯現，失業率於本年1月續降至4.9%。雖伴隨生產活動改善，勞動市場逐漸回穩，惟企業雇用依然保守。

二、物價跌幅縮小

日本上年第4季國內企業物價指數年增率，由第3季之-8.3%回升至-5.2%，本年2月續升至-1.5%，主要係新興國家經濟成長帶動國際原油及基本金屬等商品價格上揚所

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	-3.4	1.4	1.5	4.6	-3.5	8.0	20,633
2009	-5.2	5.1	-22.4	1.4	1.5	4.6	-3.5	8.0	20,633
2009/3	-13.7	4.8	-34.2	-0.3	-0.1	-2.6	-45.5	-36.6	91
4		5.0	-30.7	-0.1	-0.1	-4.1	-39.1	-35.8	664
5		5.1	-29.6	-1.1	-1.1	-5.6	-40.9	-42.4	2,968
6	6.0	5.3	-23.5	-1.8	-1.7	-6.7	-35.7	-41.9	5,058
7		5.6	-22.7	-2.2	-2.2	-8.5	-36.5	-40.8	3,775
8		5.4	-19.0	-2.2	-2.4	-8.5	-36.0	-41.2	1,816
9	-0.6	5.3	-18.4	-2.2	-2.3	-8.0	-30.6	-36.9	5,237
10		5.2	-15.1	-2.5	-2.2	-6.8	-23.2	-35.6	8,039
11		5.3	-4.2	-1.9	-1.7	-5.0	-6.3	-16.7	3,693
12	3.8	5.2	5.1	-1.7	-1.3	-3.9	12.0	-5.5	5,442
2010/1		4.9	18.2	-1.3	-1.3	-2.1	40.8	9.1	630
2				-1.1	-1.2	-1.5			

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

致。上年第4季CPI年增率由第3季之-2.2%略升至-2.0%，本年2月續升為-1.1%，惟物價下跌壓力依然存在；上年第4季剔除生鮮食品之核心CPI年增率為-1.7%，高於第3季之-2.3%，本年2月續升為-1.2%。Global Insight 3月預測本年CPI年增率為-0.8%。

三、日銀擴大資金供應規模，對抗通貨緊縮

為因應通貨緊縮情勢，日本央行於本年3月17日召開貨幣政策會議，除將無擔保隔夜拆款目標利率維持於0.1%不變外，並將上年12月導入之新型資金供應方式的操作規模，自10兆日圓擴大至20兆日圓，以進一步寬鬆金融環境。

陸、中國大陸經濟成長加速，貨幣政策趨緊

一、經濟成長力道增強

上年第4季中國大陸經濟成長率由第3季之9.1%續升至10.7%（圖12），連續3季升溫；全年經濟成長率則由前年之9.6%降為8.7%，其中，固定資產投資年增率達30.1%，貿易順差則減少33.6%。本年2月，因內外需持續增強帶動進出口大幅成長，致貿易順差成長57.2%。上年全年工業生產年增率由前年之12.9%降至11.0%，本年1至2月平均則升至20.7%。Global Insight 3月預測本年經濟成長率為10.3%。

二、物價上漲壓力升高

因消費需求回溫，加上國際商品價格上揚，中國大陸CPI年增率自上年11月結束連續9個月負數後，至本年2月升為2.7%（圖13）；工業品PPI年增率亦由上年11月之-2.1%，躍升至本年2月之5.4%，物價上漲壓力升高。

Global Insight 3月預測本年CPI年增率為2.5%。

三、貨幣政策趨緊，信貸擴增放緩

為因應信貸擴增過速及房市過熱，銀監會自上年中以來，採取加強銀行放款控管措施，本年1至2月間，人民銀行兩度調高金融

圖12 中國經濟成長率

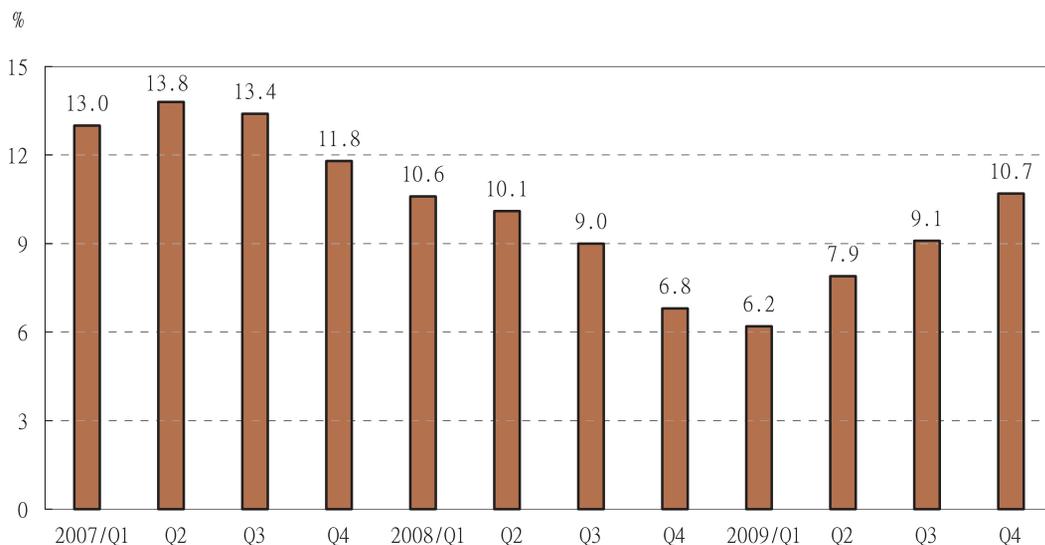


圖13 中國消費者物價年增率



機構存款準備率共1個百分點，並調高央行票據發行利率，大幅收縮市場流動性，惟仍將1年期存放款基準利率分別維持於2.25%及5.31%不變。

近來M2及銀行放款年增率趨緩，本年1、2月M2年增率分別為26.0%及25.5%，銀行放款年增率則分別為29.3%及27.2%。

柒、亞洲新興國家經濟加速復甦，馬來西亞率先升息

上年第4季亞洲新興國家經濟復甦力道普遍增強（圖14），惟全年經濟成長率均較前年為低，其中香港、新加坡、馬來西亞及泰國經濟成長率為負，分別為-2.7%、-2.0%、-1.7%及-2.3%。

南韓上年第4季在民間投資、消費及出口明顯擴增之帶動下，經濟成長率由第3季之0.9%攀升至6.0%，全年經濟成長率則由前年之2.2%降為0.2%。Global Insight 3月預測本年經濟成長率為3.8%。

物價方面，上年9月以來，因全球需求回溫，原物料價格上揚，多數國家WPI跌幅

縮小，並逐漸轉呈上漲，CPI年增率亦普遍回升（圖15）。Global Insight 3月預測亞洲新興國家本年CPI年增率大多高於上年。

貨幣政策方面，由於景氣復甦加速，本年3月4日馬來西亞率先調高政策利率0.25個百分點至2.25%，其他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%，南韓之基準利率為2%，印尼、泰國則分別將其政策利率維持在6.5%及1.25%，菲律賓央行亦將央行對商業銀行的隔夜貸款及存款利率分別維持在6%及4%不變。

圖14 亞洲新興國家經濟成長率

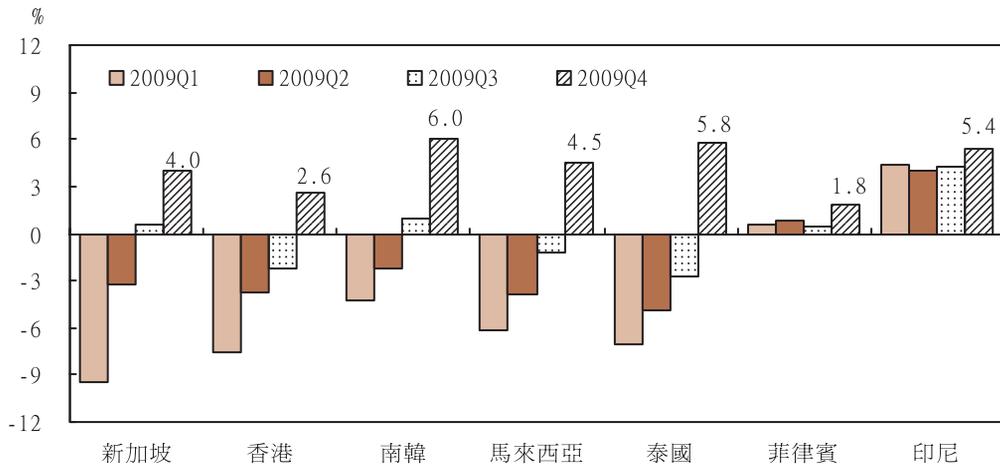
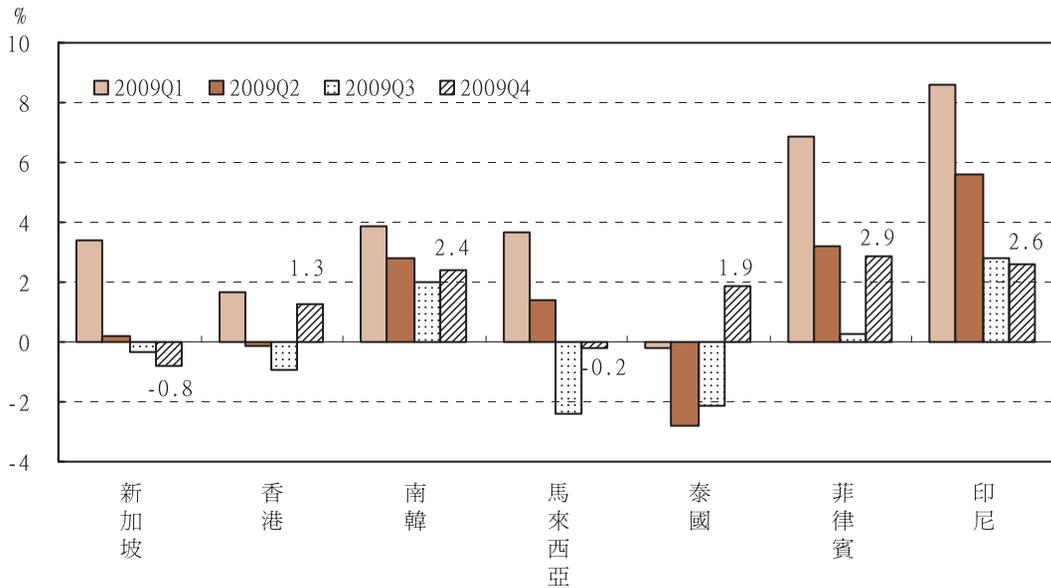


圖15 亞洲新興國家消費者物價年增率



捌、歐元趨貶、日圓微貶，亞洲新興國家貨幣普遍上揚

一、歐元對美元趨貶

上年4月中旬，歐元曾貶抵1歐元兌1.2916美元。嗣因歐元區製造業採購經理人指數優於預期、ECB停止降息，加以美國財政赤字擴增之疑慮升高，歐元震盪走高，11

月下旬升抵1歐元兌1.5140美元之15個月來新高後，陸續受杜拜債務問題，以及希臘等歐洲國家爆發債信危機等影響，歐元一路走貶，至3月31日為1歐元兌1.3512美元（圖16），較去年底貶值5.63%。

圖16 歐元對美元匯率



二、日圓對美元小幅貶值

上年4月上旬，日圓曾貶至1美元兌101日圓後，呈震盪盤整格局。8月中旬起，隨日本經濟指標普遍翻揚，帶動日圓回升；11月下旬復因杜拜債務問題，投資人持有日圓之避險需求增加，11月底曾升抵1美元兌86.36日圓之14年來新高。12月初，因日本央

行進一步寬鬆貨幣政策，加上新任財務大臣表明弱勢日圓政策，日圓回貶，至本年1月7日為1美元兌93.32日圓；之後，在日本政府強調將維持匯率穩定之激勵下一度走強，惟3月下旬起因歐元區主權債務危機擴大，美元避險需求升溫，加上美國陸續公布之經濟數據亮麗，日圓回貶，至3月31日為1美元兌93.46日圓（圖17），較去年底小幅貶值

圖17 美元對日圓匯率



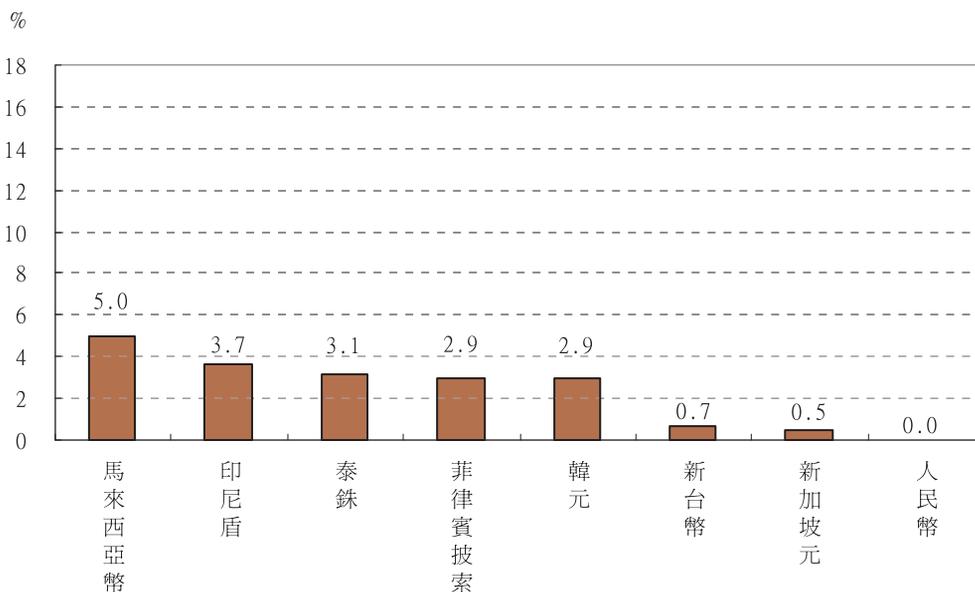
0.58%。

三、亞洲新興國家貨幣普遍上揚

上年下半年以來，隨全球經濟回升，美

元避險需求減弱，加以外資湧入，帶動亞洲新興國家貨幣普遍盤堅。本年3月31日與上年底比較，亞洲新興國家貨幣對美元升貶幅度如圖18所示。

圖18 亞洲新興國家貨幣對美元升貶幅度(2010年3月31日與上年底比較)



玖、受歐元區國家債信危機影響，國際股市一度自高點回檔

上年3月以來，國際股市普遍自全球金融危機以來之谷底一路震盪彈升。本年1月下旬以後，各國政府激勵景氣政策開始退場，部分國家央行陸續透過回收市場資金或升息，逐步調整寬鬆的貨幣政策；加以受希

臘等歐元區國家陸續傳出債信危機影響，全球股市大幅回跌。2月中，歐盟承諾支持希臘協助解決債信問題後，全球股市（圖19、20、21、22）止跌回升，3月31日與去年底相較，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

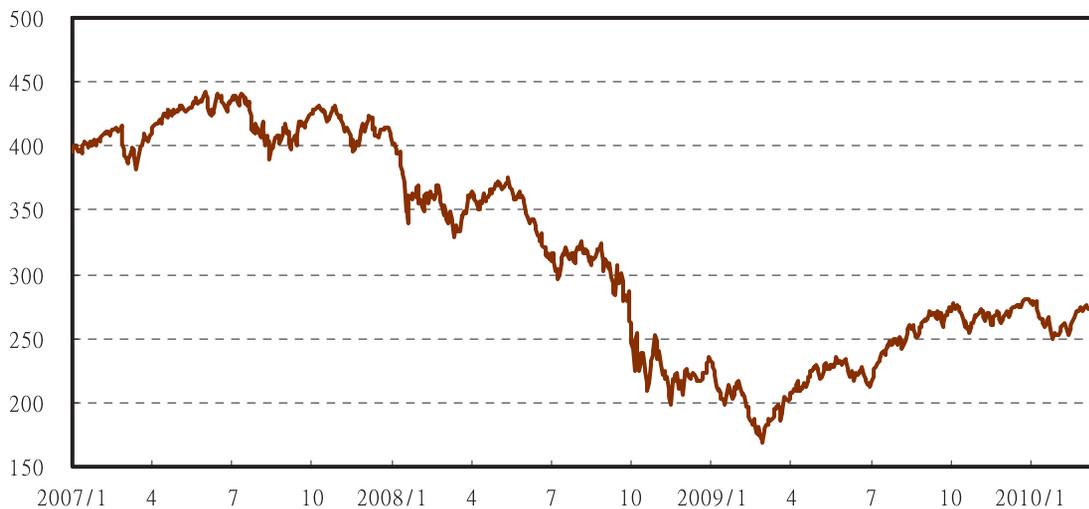


圖22 日本N225股價指數

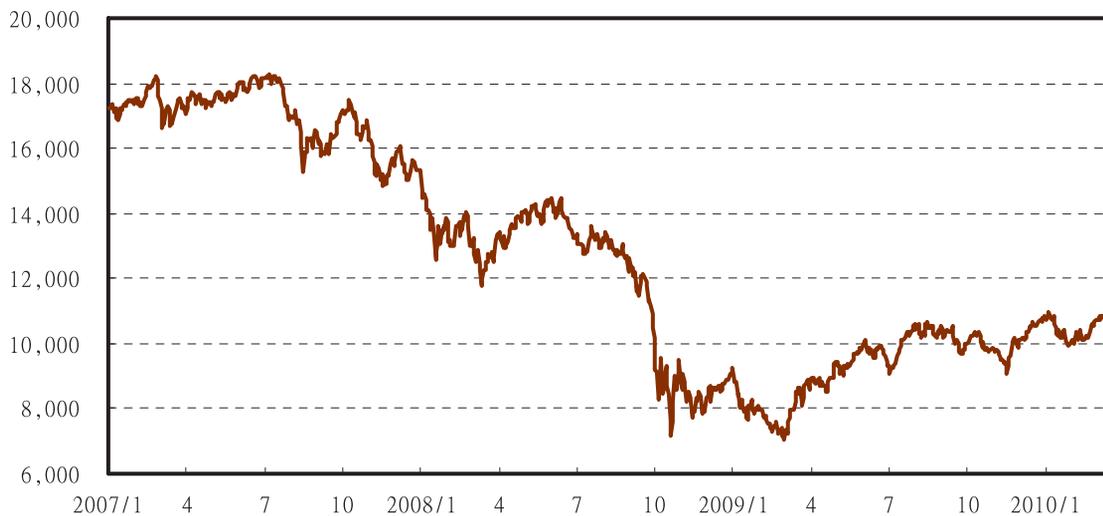
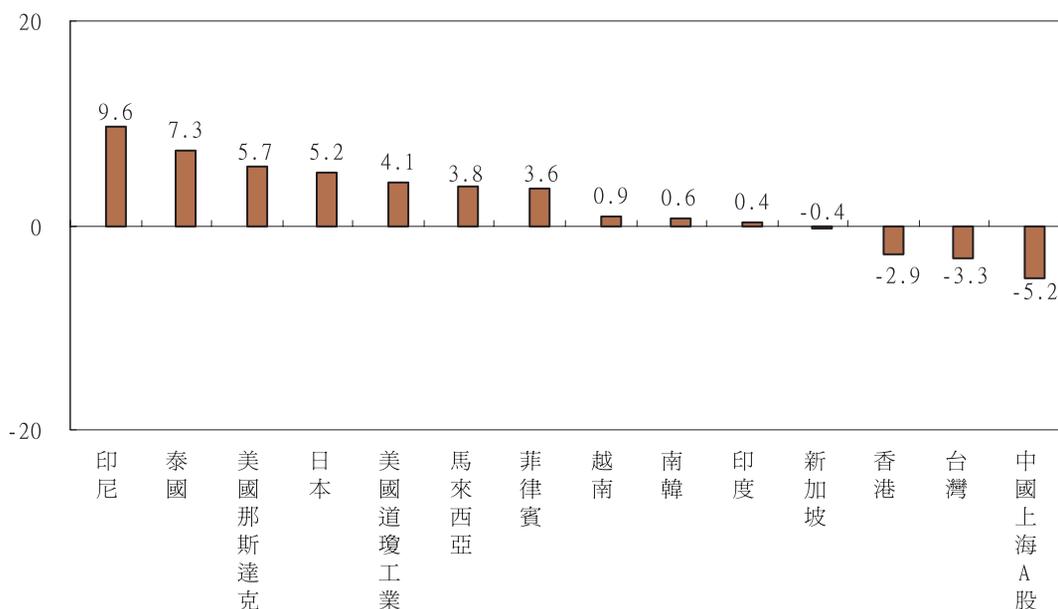


圖23 國際股價變動幅度(2010年3月31日與上年底比較)



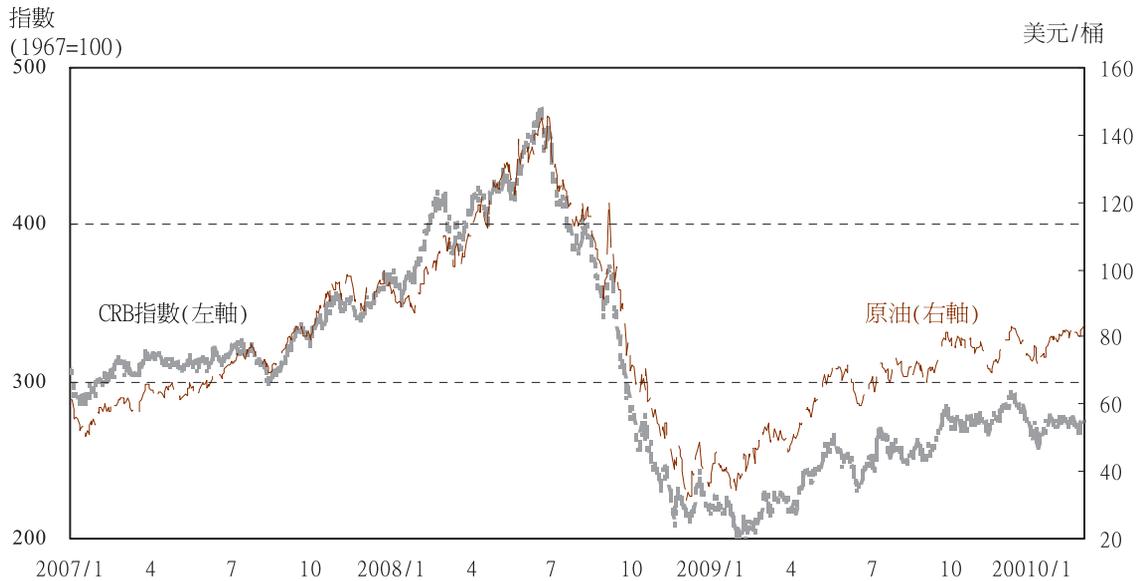
拾、國際商品價格盤升

上年3月2日Reuters/Jefferies CRB（以下簡稱CRB）期貨價格指數曾跌至200.34點，創2003年5月以來新低。隨後，因全球景氣回穩，加以美元走貶，推升貴金屬、工業用金屬及原油等價格上漲，CRB指數回升，至本年1月6日為293.75點，係2008年11月以來新高。嗣因中國大陸調升存款準備率，市場擔憂經濟復甦力道減緩，CRB指數回降，2月5日為258.55點；之後在新興市場經濟持續復甦、需求增加激勵下再度上升，至3月31日為273.34點，仍較上年底下跌3.5%（圖24）。

此外，JOC指數於上年4月中旬轉趨回升，至本年3月31日為119.66點，較上年底上升9.6%。

油價方面，上年2月下旬起，陸續受美國原油庫存大幅減少、主要國家經濟衰退幅度減緩，以及美元走貶等影響，國際油價震盪走高，美國西德州中級原油價格於10月21日升抵每桶81.04美元之1年來新高。之後，由於美國第3季經濟成長不如預期，加上杜拜爆發債務問題，市場擔憂可能影響全球經濟復甦，油價回檔盤整，至12月14日為69.51美元。其後在歐美等地氣候異常寒冷，以及全球景氣持續復甦需求增加之下，國際油價回升，至本年1月6日抵83.18美元，創2008年10月以來新高後，回檔盤整，2月5日一度回跌至71.19美元；後因美國第4季經濟表現優於預期，以及希臘債務問題暫獲紓緩，市場預期全球景氣持續增溫，國際油價回升，

圖24 西德州中級原油價格及CRB總指數



至3月31日為83.76美元，較上年底上漲5.5%（圖24）。

美國能源資訊署（EIA）於本年3月9日預測，本年國際油價平均每桶為80.06美元，高於上年之61.66美元，明(2011)年將隨全球景氣持續復甦而升至83.50美元。

國際黃金方面，上年初，因全球景氣衰退程度加深，吸引避險基金買盤進場，倫敦黃金現貨價格回升，至2月20日達每盎司989美元；隨後，由於景氣可望觸底，金價回檔

盤整，4月中曾抵870美元。8月起受美元走貶，全球經濟復甦預期，油價高漲等影響，金價再度走高；至10月下旬更陸續在印度向IMF買進200公噸黃金、斯里蘭卡及模里西斯等國亦陸續購進黃金激勵下，支撐金價屢創新高，12月2日創1,212.5美元之歷史新高後回檔，本年2月5日一度回跌至1,058美元；之後上下震盪，至3月31日為1,115.5美元，較上年底略升2.6%（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

世界銀行於本年1月發布之「全球經濟展望報告(Global Economic Prospects)」指出，未來幾季消費者與企業信心，以及擴張性財政與貨幣政策的退場時機，將攸關經濟成長力道。若民間部門持續增加儲蓄，減少消費，將有可能出現二度衰退。激勵政策若退場過快，可能扼殺經濟成長；過慢，則可能引發泡沫危機捲土重來。

針對近來新興市場面臨大量資本流入，世界銀行亦指出，包括中國在內之新興市場，大量資本流入可能已造成當地資產價格（包括房市）的泡沫化。繼之於3月發布之

「中國最新季報(China Quarterly Update)」表示，中國必須降低房地產價格泡沫化風險及地方政府財政惡化情況，以確保經濟及金融之穩定；而人民幣升值將有助於降低中國之通膨壓力及經濟平衡。

另IMF總經理Strauss-Kahn於3月17日出席歐洲議會經濟事務委員會時亦指出，人民幣匯價仍明顯低估。而美國參議院認為中國操控匯率，將影響美國經濟復甦，擬立法對人民幣施壓，令中美匯率爭議之風險日益升高。

國內經濟金融日誌

民國99年1月份

- 7日 △立法院三讀通過「保險法」修正草案，將兒童保單死亡給付修正為十五歲以前死亡的兒童被保險人，只能加計利息退還所繳保費，不能再領取兩百萬元的喪葬費；十五歲以後才給予死亡給付。
- 12日 △交通部觀光局統計，98年來臺旅客人次達439萬4,967人次，較97年成長14.30%，不僅突破410萬人次之設定目標，也創下歷史新高。前三大主要客源市場係日本、中國大陸及港澳地區。
- △立法院會三讀通過「行政院組織法」修正草案，確認未來行政院設立14部、8個委員會、3個獨立機關、中央銀行及故宮博物院，由現行37個部會精簡成27個機關，預計民國101年1月1日開始實施。
- 15日 △金管會發布大陸地區投資人投資臺灣地區證券限額規定，全體經大陸地區證券主管機關核准之合格機構投資者（以下簡稱合格機構投資者）匯入投資臺灣地區證券之資金，不得超過5億美元；每家合格機構投資者申請匯入額度之限額為8千萬美元。
- 18日 △立法院三讀通過「地方制度法」修正草案，升格為直轄市之五都鄉鎮市改制為區，未遭刑事、賄選起訴等負面表列資格，及未連任2屆之鄉鎮市長直接轉任為區長；鄉鎮市民代表轉任直轄市區政諮詢委員，為無給職。
- 25日 △期貨交易所新推出股票期貨商品，交易標的係於臺灣證券交易所上市之普通股股票，契約單位為2,000股標的股票，採現金交割。股票期貨之推出，使國內期貨市場商品更為完備，提高投資人交易效率。
- 28日 △金管會核准悠遊卡股份有限公司申請辦理電子票證業務，未來悠遊卡除可用於交通運輸外，還可在商店進行各項小額消費等多用途支付功能，提升民眾消費便利性。
- 29日 △金管會證期局公布「證券投資信託事業向大陸地區主管機關申請成為合格境外機構投資人投資大陸地區證券市場上市有價證券」之申報規範，國內投信業者即日起可以赴中國大陸申請成為合格境外機構投資人投資大陸股市，惟須主動申報；

證券投資信託事業應按月向中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會申報證券投資信託基金及全權委託投資資產投資人民幣計價上市有價證券之部位及金額。

民國99年2月份

- 4日 △行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)修正「信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法」，修訂信託業運用信託財產於國外或涉及外匯之投資範圍及限制，並區分專業投資人及非專業投資人，予以差異化規範。
- △配合財務會計準則第40號「保險合約之會計處理準則」公報將自100年1月1日起施行，金管會修正「專業再保險業財務業務管理辦法」，明定計提各種特別準備金之相關處理制度及程序。
- 8日 △央行修訂「代庫機構辦理國庫保管品收付作業要點」。
- 9日 △基於金融監理一致性考量，金管會修正「信用合作社資本適足性管理辦法」名稱為「信用合作社資本適足性及資本等級管理辦法」，並修正相關內容，對信用合作社準用銀行法相關規定，以資本適足率作為監理衡量與退出市場機制之標準，並將資本適足率劃分四類等級，採行不同之監理措施，以降低處理問題金融機構之成本。
- 10日 △配合97年修正之民法總則新增「輔助宣告」規範，並落實公司治理，金管會修正「保險業負責人應具備資格條件準則」，增列受輔助宣告尚未撤銷者，不得充任保險業負責人之規定；並規定保險業之董事長、總經理或職責相當之人不得兼任非保險相關事業之負責人，但擔任財團法人或非營利之社團法人職務者，不在此限。該準則施行前已擔任保險業負責人有不符前述兼任限制者，最長調整期限不得逾三年。
- 11日 △行政院院會過「加工出口區設置管理條例」部分條文修正案，以解決加工出口區內部分產品遭重複課稅的爭議。
- 12日 △金管會修正「受託機構私募不動產投資信託或資產信託受益證券投資說明書應行記載事項準則」，增訂對發起人及安排機構、不動產投資信託基金應記載其投資計畫概況、以及不動產資產信託之信託財產涉及開發型不動產或不動產相關權利計畫者等應揭露資訊。
- 22日 △行政院院會核定「國土空間發展策略計畫」。

- 24日 △金管會修正「票券金融公司辦理短期票券之保證背書總餘額規定」，即日起生效。

民國99年3月份

- 1日 △富邦金控創投與中信資產管理公司合資成立「中信富通融資租賃有限公司」，係兩岸金融監理合作瞭解備忘錄(MOU)生效後，兩岸金融機構合作首例。
- 2日 △金管會宣布即日起開放個人買賣97檔香港紅籌股及3檔陸股指數股票型基金(ETF)。
- △行政院院長吳敦義指示，停止標售台北市國有精華區土地，以避免助長房價飆高。
- △金管會發函開放券商買賣海外可轉換公司債(ECB)、海外存託憑證(GDR、ADR)等有價證券。
- 10日 △立法院財委會決議，金管會、財政部應配合經建會，提出具體獎勵辦法，引導國內銀行、保險業者資金支持愛台12建設和六大新興產業。
- 16日 △金管會發布兩岸金融三業往來許可辦法，開放大陸銀行來台設辦事處、分行及參股。
- 17日 △經建會邀房地產業者召開「穩定房地產方案」會議，決議以安定原有市場機制為優先、不會刻意限縮房貸成數等。
- △聯電公司董事會決定發行5至7年、不超過100億元的無擔保可轉換公司債，係7年來首度發行。
- 25日 △中央銀行召開本(99)年第1季理監事會議，決議維持貼放利率不變，惟隨景氣回穩，已經調整量化寬鬆貨幣政策。

國際經濟金融日誌

民國99年1月份

- 12日 △中國人民銀行宣布，自1月18日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點，其中大型金融機構調升至16.0%，中小型金融機構調升至14.0%，農村信用社則維持不變。
- 21日 △中國國家統計局公布2009年第4季經濟成長率為10.7%，2009年全年經濟成長率則為8.7%，低於2008年的9.6%。
- △世界銀行（World Bank）發布「全球經濟展望報告」（Global Economic Prospects），預測2010年經濟成長預測值為2.7%，大幅高於2009年的衰退2.2%，2011年則為3.2%。
- 26日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望最新預測」（World Economic Outlook Update），分別上修2010年和2011年全球經濟成長率預測值至3.9%和4.3%。

民國99年2月份

- 4日 △歐盟執委會表示，支持希臘政府因應債務危機之赤字削減計畫，將2010年財政赤字相對GDP之比由2009年的12.7%降至8.7%。歐盟執委會亦要求希臘必須採取進一步措施降低公共部門薪資，讓財政早日重回正軌。
- 12日 △中國人民銀行宣布，自2月25日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點，其中大型及中小型金融機構分別調升至16.5%及14.5%，農村信用社則維持不變。
- 18日 △美國聯準會宣布調高貼現率1碼至0.75%，以擴大貼現率與聯邦資金利率目標區間0%~0.25%上限之差距至0.5%，意圖使聯邦準備體系融通機制進一步正常化，惟維持聯邦資金利率於極低水準之立場並未改變。

民國99年3月份

- 4日 △有鑑於經濟持續增溫，馬來西亞央行宣布，自即日起調高隔夜拆款政策利率1碼至2.25%，為2006年6月以來首度升息。
- 6日 △有鑑於經濟嚴重衰退之風險已過，加上近期通膨溫和上揚，澳洲央行宣布調升現

金利率目標1碼至4.00%，為2009年10月以來第四度升息。

19日 △有鑑於通膨增溫，印度央行宣布調升附買回利率及附賣回利率各1碼分別至5.0%及3.5%。

26日 △美國經濟分析局將美國2009年第4季經濟成長率自第二次估計的5.9%下修至5.6%。

△歐盟高峰會議達成共識，歐元區成員國將與IMF聯合提供貸款，於必要時紓困希臘。

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 (第三十二卷第一期)

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 侯德潛
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 3 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) ◆

