

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第三十卷 第四期

東亞地區金融整合之實證分析—  
以股票市場為例

中央銀行 編印

中華民國九十七年十二月

# 中央銀行季刊

第三十卷 第四期

中央銀行 編印

中華民國九十七年十二月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第三十卷 第四期

### 專 載

中央銀行常務理事會決議 .....	中 央 銀 行	1
中央銀行理監事聯席會議決議 .....	中 央 銀 行	5
民國98年貨幣成長目標區設定說明 .....	中 央 銀 行	9

### 論著與分析

東亞地區金融整合之實證分析—以股票市場為例 .....	彭德明、徐婉容	17
-----------------------------	---------	----

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國97年第3季）		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	67
國際收支 .....	國 際 收 支 科	77
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	87
金融市場 .....	尤義明、楊綦海 張炳耀、王正芬	93
國際經濟金融情勢（民國97年第3季） .....	國 際 經 濟 科	115

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國97年10月至12月） .....	國 內 經 濟 科	139
國際經濟金融日誌（民國97年10月至12月） .....	國 際 經 濟 科	143



# 中央銀行常務理事會決議

(97年10月9日發布)

- 一、本(9)日本行常務理事會決議，將本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.25個百分點，分別由年息3.50%、3.875%及5.75%調整為3.25%、3.625%及5.50%，自即日起實施。
- 二、本次會議決議，主要考量因素如次：
  - (一) 由於美國及歐洲的金融危機持續擴大，全球經濟惡化的風險急遽升高，至於通膨壓力則因近數月來能源、商品價格下跌，通膨預期降溫而獲紓解，且伴隨國際景氣的下滑，通膨風險將進一步走低。近期國外需求明顯轉弱，導致我國上(9)月出口轉呈負成長，益以國內外金融市場動盪加劇，影響消費及投資支出，國內經濟成長下降之風險升高。因此，在物價上漲的風險大為降低之情況下，降息有助於激勵國內需求，以維持經濟持續成長。
  - (二) 為促進金融穩定，本行於9月18日調降存款準備率，釋出約2,000億元資金；且銀行如有資金調度之需，可隨時憑持有之本行定存單或轉存款，向本行辦理質借或提前贖回；益以本行9月26日起擴大「附買回操作機制」，這些措施已充分提供金融機構所需之流動性，惟進一步降息，有助於確保金融穩定。
  - (三) 國際貨幣基金(IMF)敦促各國央行採取一致的行動，穩定全球金融體系，提振市場信心，避免全球陷入嚴重的經濟衰退。昨(8)日國際間主要央行(美國Fed、英格蘭銀行、歐洲中央銀行、加拿大央行、瑞典央行及瑞士央行)已採取聯合降息行動，分別調降主要官方利率0.5個百分點；此外，中國大陸央行亦宣佈降息0.27個百分點；至於日本央行雖未降息，但表達強烈支持的態度。

(97年10月30日發布)

一、本(30)日本行常務理事會決議如下：

- (一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.25個百分點，分別由年息3.25%、3.625%及5.50%調整為3.00%、3.375%及5.25%，即日起實施。
- (二) 為反映市場利率走勢，未來金融機構存放本行之存款準備金乙戶利率，將參酌銀行存款利率機動調整。

二、本次降息主要考量因素如次：

- (一) 物價上漲壓力減緩，通膨預期降低：近期國際原油及原物料價格已

大幅滑落，通膨壓力減輕。

- (二) 經濟活動放緩，景氣下降風險升高：近月來出口、工業生產、消費及就業等指標表現不佳，顯示國內經濟活動放緩，景氣下降風險升高。本行降息將有助提振景氣，促進經濟成長。

- 三、為促進金融穩定，本行已於9月間調降存款準備率，且擴大「附買回操作機制」，近日並調高券商向銀行融資額度，充分提供金融機構所需之流動性。未來本行將持續關注金融機構之流動性，以維持金融穩定。

(97年11月9日發布)

一、本（9）日本行常務理事會決議，將本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.25個百分點，分別由年息3.00%、3.375%及5.25%調整為2.75%、3.125%及5.00%，自本（11）月10日起實施。

二、本次降息主要考量因素如次：

(一) 近數月來能源及大宗物資價格大幅回檔，輸入性通膨壓力已明顯減輕，影響所及，國內物價漲幅可望回穩。

(二) 全球經濟持續減緩，根據國際貨幣基金（IMF）最新的預測，明年已開發經濟體將出現衰退，其中美國、歐元區、日本及英國等都將出現負成長，中國大陸的經濟成長率亦明顯放緩。在全球化的發展趨勢下，各國產業關聯性提高，由於台灣是一小型高度開放經濟體，因此

受到全球經濟下降的影響更大。近期國外需求大幅轉弱，已導致我國出口連續兩個月呈現負成長，外需對我國經濟成長的貢獻將大為降低；益以國內外金融市場波動仍大，失業率走高，消費及投資支出將受到衝擊，經濟成長下降之風險升高。持續降息可提振國內需求，有助經濟成長。

三、本行常務理事會認為，目前我國金融體系相對穩定，銀行放款仍適度成長。為使銀行於未來仍能充分發揮中介功能，政府已於上（10）月7日宣布對銀行存款及拆款提供全額保障，以確保銀行之流動性無虞；此外，並提高中小企業信保基金對中小企業放款之保證成數，相關單位亦正研提對非中小企業提供專案貸款及保證機制。



(98年1月7日發布)

一、本(7)日本行常務理事會決議如下：

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.5個百分點，分別由年息2.00%、2.375%及4.25%調整為1.50%、1.875%及3.75%，自本(1)月8日起實施。

二、本次降息主要考量因素如次：

(一) 物價上漲壓力明顯消退：伴隨國內外景氣下滑，進口原油等國際大宗商品價格大幅滑落，國內物價上漲壓力明顯消退，行政院主計處預測本年消費者物價年增率僅0.37%。

(二) 出口成長率持續衰退：由於外需疲弱，近四個月來我國出口年增率持續衰退，且衰退幅度不斷擴大至去(97)年12月的-41.9%，嚴重影響國內經濟活動。

(三) 失業率大幅攀升：近月失業率大幅攀升，去年11月失業率已升至4.64%，創93年9月以來的新高；邇來不少企業陸續實施無薪休假、緊縮人力等措施，未來勞動市場情勢恐益趨嚴峻，不利經濟成長。

(四) 持續降息有助提振內需：本次降息，連同先前五度降息，累計降幅達2.125個百分點，有助於減輕個人及企業資金成本，提高民間消費與投資的意願，裨益提振內需。

三、在資金充裕、成本降低的情況下，本行常務理事會再次呼籲，銀行宜對企業提供營運所需資金，勿緊縮放款，以善盡金融中介功能。

# 中央銀行理監事聯席會議決議

(97年12月11日發布)

## 一、本(11)日本行理事會決議如下：

- (一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.75個百分點，分別由年息2.75%、3.125%及5.00%調整為2.00%、2.375%及4.25%，自本(12)月12日起實施。
- (二) 貨幣總計數M2為本行重要之貨幣政策指標，本年10月M2年增率為4.09%(若以上年12月季節調整後之M2為基準，則10月份年增率為5.52%)，落在目標區2.0%至6.0%範圍內。為表明本行寬鬆貨幣政策立場，經考量影響貨幣需求之各項因素，並參酌學者專家意見後，將明年M2成長目標區提高為2.5%至6.5%(詳附件)。
- (三) 新台幣匯率由外匯市場供需決定，惟如因季節性因素、不規則因素干擾外匯市場之正常運作時，本行將維持外匯市場之秩序。

## 二、本次降息主要考量因素如次：

- (一) 物價上漲壓力消退：伴隨國內外景氣明顯下滑，進口原油等國際大宗商品價格大幅滑落，國內物價上漲壓力消退，行政院主計處預測明年消費者物價年增率僅0.37%。

- (二) 經濟成長下滑風險仍高：近期國際景氣明顯衰退，外需疲弱，導致我國出口年增率連續三個月負成長，連帶波及生產、消費及投資等重要經濟活動。本年下半年國內經濟轉呈負成長，明年上半年經濟下滑風險仍高。

此外，近月失業率攀升，邇來企業陸續實施無薪休假、緊縮人力等措施，未來勞動市場情勢恐益趨嚴峻，不利經濟成長。

- (三) 持續降息有助提振內需：本次降息，連同先前四度降息，累計降幅達1.625個百分點；益以本行最近採行各項強化流動性供應(例如9月25日擴大附買回操作機制)等措施，寬鬆貨幣政策效果將逐漸顯現。此等措施，有助減輕個人及企業資金成本負擔，提高其對銀行信用需求量，並增加銀行貸放意願，裨益提振內需。

- 三、在資金充裕情況下，本行理事會呼籲，銀行宜對營運正常之企業提供所需資金，以發揮金融中介功能；此外，企業亦宜把握此低利率環境，籌措長期低利資金，進行有利於產業轉型與升級之長

期投資，裨提高未來之競爭能力。

四、本行理事會充分理解降息短期間對社會各界之影響不一，例如借款戶利息支出會減輕，存款大眾利息收入則會減少；惟基於總體經濟之政策考量，採行寬鬆貨幣政策有助於景氣復甦，當經濟好轉後，全民均將受益。

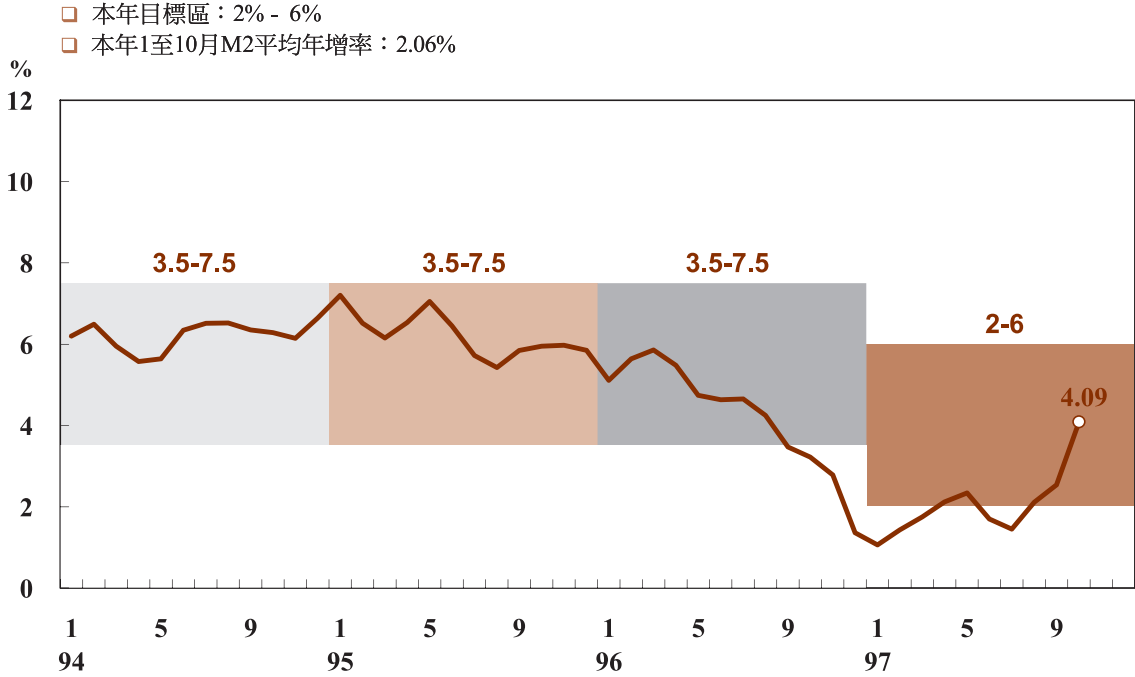
五、本行理事會認為，為有效激勵國內景氣，亟須各種政策工具之搭配，除本行持續營造寬鬆之貨幣環境外，近來政府積極採取擴張性財政政策，陸續推動各項振興經濟措施，預期將共同發揮成效，促進經濟成長。

## 附件 民國98年貨幣成長目標區設定說明

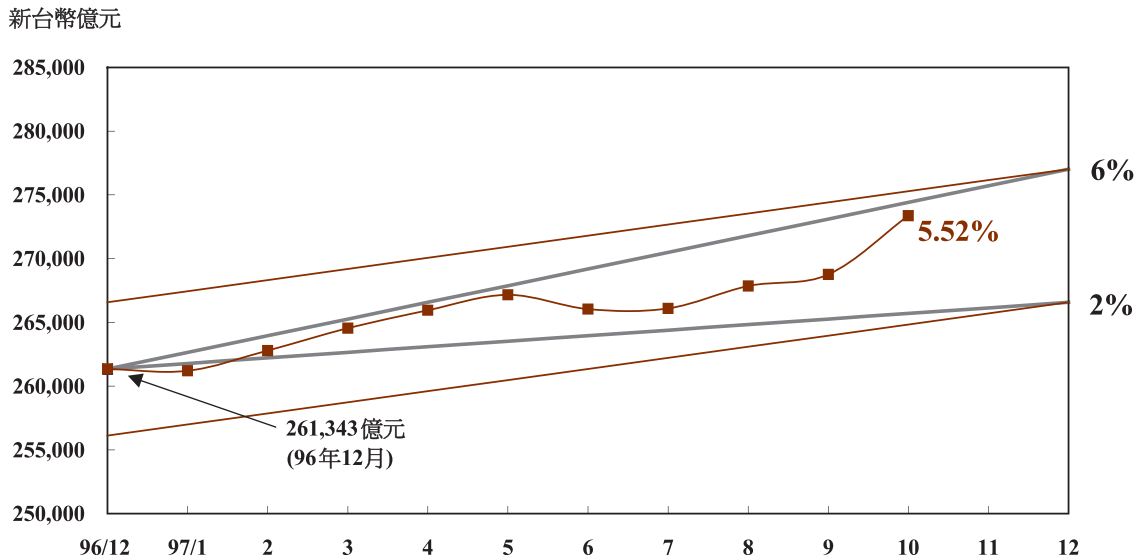
- 一、本(97)年初以來，M2成長相對趨緩，主要係因國人海外投資持續增加，及放款與投資減緩所致。而自8月起因銀行放款與投資持續成長、國人資金逐漸回流，加以9月起本行陸續採行寬鬆貨幣政策，以及上年比較基期較低影響，M2年增率開始回升，至10月升至4.09%(若以上年12月季節調整後之M2為基準，則10月份季節調整後年增率為5.52%，詳附圖)。本年1至10月平均M2年增率為2.06%，仍在目標區2.0%至6.0%範圍內。
- 二、依據行政院主計處對明(98)年經濟成長率及物價上漲率的最新預測數，經由貨幣需求函數動態模擬，預估明年M2貨幣需求年增率約為4.30%，以每0.5個百分點變量為標準，選取最接近的4.5%為中線值後，上、下加計2%的誤差值，明年M2成長目標區為2.5%至6.5%，較本年之目標區上升0.5個百分點。
- 三、明年全球景氣不佳，我國經濟前景不明，將影響放款與投資成長，而物價因國際油價急速走跌，走勢不易掌握，加以國際金融情勢詭譎多變，跨國資金移動甚難評估，多項因素交互影響，增添明年M2成長之不確定因素。

## 附圖

### M2年增率與目標區



### 民國97年M2年增率—以96年12月為基準



註一：M2為經過季節調整後之數字。

註二：貨幣成長目標上下限的推估係以96年12月之數值(經季節調整)為基準。

# 民國98年貨幣成長目標區設定說明

## 壹、民國97年貨幣成長目標區之檢討

### 一、本(97)年貨幣成長目標區設定方式回顧：

本行原於去(96)年底訂定本(97)年M2成長目標區間為3.0%至7.0%。惟鑒於國人資產選擇愈趨多樣化，以及通膨預期明顯上升之影響，於本年中將樣本點延伸至97年第1季重新估算M2的實質貨幣需求函數，詳見表1(1-1)式，同時並參酌行政院主計處民國97年5月29日公佈之經濟成長率(4.78%)與消費者物價上漲率(3.29%)的預測值，以及利率等金融面變數後(見表2上半部)，將97年各季設定值代入表1(1-1)式，並利用動態模擬方式計算出97年M2年增率約為3.77%，另加計國泰世華銀行合併中聯信託投資公司對本

年M2成長的影響效果(約0.10個百分點)後，上、下各加計2.0個百分點的統計估計誤差並取整數後，在年中將M2貨幣成長目標區調整為2.0%-6.0%。

### 二、延伸樣本點後之貨幣需求函數估計結果：

將表1貨幣需求函數(1-1)式的樣本點延伸至民國97年第3季(亦即更新外生變數數值、並延伸2季樣本點)重新估計貨幣需求函數，則迴歸結果如表1(1-2)式所示。比較(1-2)式與(1-1)式的估計結果可以發現，(1-2)式中常數項、前期實質貨幣餘額變數與預期物價上漲率估計係數取絕對值後呈上升，至於其他各項解釋變數的係數估計結果差異微

表1 貨幣需求函數設定與估計結果

應變數： $\ln(M2*100/CPI)$

程式代號	樣本期間	解釋變數係數估計值								$\bar{R}^2$	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	$\ln(M2*100/CPI)-1$	$\ln(GDP01)$	OC	$d(\ln(CPI))$	S1	S2	S3			
(1-1)	80.1-97.1	0.390 (4.87)**	0.929 (49.41)**	0.050 (2.17)*	-0.012 (-2.14)*	-1.062 (-9.51)**	0.022 (9.29)**	-	0.006 (2.48)*	0.9995	0.0074	0.773
(1-2)	80.1-97.3	0.413 (5.42)**	0.932 (49.53)**	0.050 (2.00)*	-0.011 (-2.03)*	-1.089 (-9.94)**	0.021 (9.03)**	-	0.005 (2.09)*	0.9995	0.0075	0.736

說明一：符號代表之意義如下：

1.  $\ln$ 代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。實質貨幣餘額： $\ln(M2*100/CPI)$ 。
3. CPI：消費者物價指數，以民國90年為基期。
4. GDP01：以民國90年為基期之實質國內生產毛額(GDP)，為主計處於民國97年11月20日發布之實質GDP數水準值。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即 $OC=CPS30/4-IRY1/4$ ，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S2,S3：季節虛擬變數。

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

小。所有解釋變數的係數估計值，在5%的顯著水準下皆呈統計顯著。整體而言，貨幣需求函數的估計結果，在更新資料、並加入2個樣本點後，變動不大，估計結果大致上相近。因此，本次即利用(1-2)式進行本年M2目標區的重新推估。

### 三、外生變數設定值之修正對97年貨幣成長目標區之影響：

在民國97年實質所得與消費者物價指數外生變數值的設定方面，根據行政院主計處97年11月20日之初步估計，民國97年全年經濟成長率修正為1.87%，較中原設定之4.78%下調2.91個百分點；消費者物價上漲率全年預估值為3.64%，較原設定之3.29%上

調0.35個百分點。至於其他外生變數方面，持有M2之機會成本上調0.006個百分點，由原預設值-0.163%，向上調整為-0.157%。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

若依據表1(1-2)式的估計結果，代入修正後的外生變數值，重新進行本年第1季至第4季的模擬，則本年M2貨幣需求年增率由原先的3.77%下降為3.36%，下降0.41個百分點。重新推估之目標區中線值3.5%，較年中下降0.5個百分點，主要係因經濟成長率向下修正，持有M2機會成本上升及預期物價上漲率提高所致(詳見表2)。

### 四、本年以來M2成長情況：

本年年初以來，M2成長相對趨緩，主

表2 97年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

	年/季	經濟 成長率	消費者物 價上漲率	持有M2之 機會成本	1-30天期 商業本票次 級市場利率 (年率)		一年期 定存利率 (年率)	預期物價 上漲率	貨幣需求 函數動態 模擬值	模型外因素- 信託投資公司 被商銀購併	合計	目標 中線值
					(1)= [(2)-(3)]/4	(2)						
		(%)	(%)		(%)	(%)	(%)	(%)				
原 預 設 值	97/1	6.06	3.58	-0.155	2.00	2.62	-1.10					
	2	4.57	3.98	-0.165	2.00	2.66	1.21					
	3	4.01	3.76	-0.165	2.00	2.66	1.21					
	4	4.54	1.89	-0.165	2.00	2.66	0.54					
全年(a)		4.78	3.29	-0.163	2.00	2.65	0.47	3.77	0.10	3.87	4.00	
初新 步預 統設 計值	97/1	<b>6.25</b>	<b>3.58</b>	<b>-0.155</b>	<b>2.00</b>	<b>2.62</b>	<b>-1.10</b>					
	2	<b>4.56</b>	<b>4.19</b>	<b>-0.165</b>	<b>2.00</b>	<b>2.66</b>	<b>1.42</b>					
	3	<b>-1.02</b>	<b>4.52</b>	<b>-0.173</b>	<b>2.02</b>	<b>2.71</b>	<b>1.75</b>					
	4	-1.73	2.33	-0.135	1.76	2.30	0.24					
全年(b)		1.87	3.64	-0.157	1.95	2.57	0.58	3.36	0.10	3.46	3.50	
變動=(b)-(a)		-2.91	0.35	0.006	-0.06	-0.08	0.11	-0.41	0.00	-0.41	-0.50	

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 民國97年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-20日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

要係因國人海外投資持續增加，及放款與投資減緩所致，如就各月來看，除4月及5月外，其餘各月份M2年增率皆低於2%。本年8月起則因銀行放款與投資持續成長、國人

資金逐漸回流，以及上年比較基期較低影響，M2年增率開始回升。就本年1至10月平均來看，M2年增率為2.06%，雖低於中線值4%，惟仍在目標區2.0%至6.0%範圍內。

## 貳、民國98年貨幣成長目標區之設定

### 一、貨幣需求函數設定之檢討：

基於原設定的貨幣需求函數表現尚可，本年模型之設定，大體上仍延續上年的作法，以維持實證方法的一致性。在模型架構上，貨幣需求函數仍採部分調整模型，並以最小平方法來進行估計。至於在解釋變數方面，亦維持與上年相同之設定(註1)。

數反映的是持有貨幣(特別是不付息的部份，如通貨、支票存款等)的成本，以消費者物價指數之當期季變動率代表。

### 二、模型設定與解釋變數說明：

分別說明如下(可同時參考表1(1-2)式)：

1. 前期實質貨幣餘額 ( $\ln(M2 * 100 / CPI) - 1$ )：ln表示取對數(以下同)。
2. 實質所得 ( $\ln(GDP01)$ )：以2001年為基期之實質國內生產毛額代表。
3. 持有M2之機會成本(OC)：以其他本國資產報酬率與持有M2自身報酬率之利差代表，並除以4，折算為季報酬率，其中，其他本國資產報酬率以1-30天期商業本票次級市場利率代表，M2自身報酬率則以一年期定期存款利率代表(註2)。
4. 預期物價上漲率( $d(\ln(CPI))$ )：此一變

### 三、估計結果說明：

以下針對M2貨幣需求函數進行估計。樣本期間為民國80年第1季至民國97年第3季，估計結果見表1(1-2)式。所有解釋變數係數估計值的符號均與理論預期相符，且所有的係數估計值均顯著異於零。由模型配適度( $\bar{R}^2$ )、以及估計誤差(S.E.R)等統計量可以看出，貨幣需求函數的估計結果尚佳。

### 四、貨幣需求函數之診斷檢定及穩定性檢定：

M2貨幣需求函數的相關診斷檢定結果及說明詳見表3，穩定性檢定則詳見圖1與圖2。由表3及圖1、2可以看出，各項檢定結果顯示方程式的模型設定及穩定性大致可以接受。



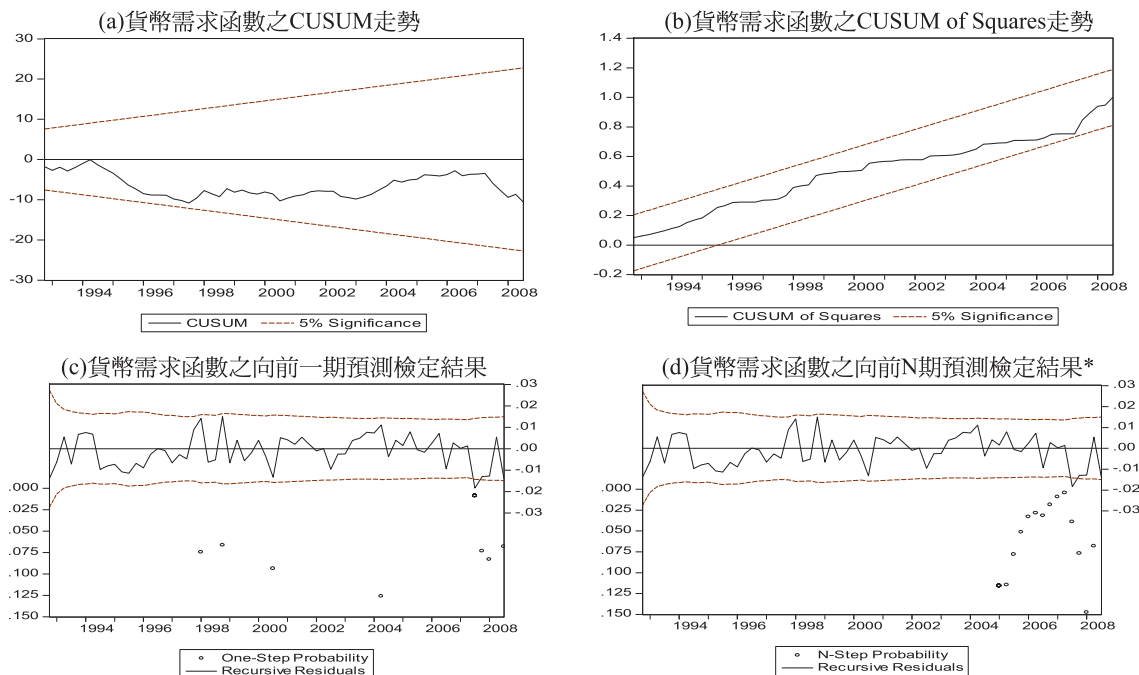
表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定: Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	Theil不等係數U(%)	F統計量	p值
1.30	0.0381	0.52	0.72
3. ARCH檢定: (4期)		4. White 變異數異質性檢定:	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.70	0.59	1.25	0.25

說明：

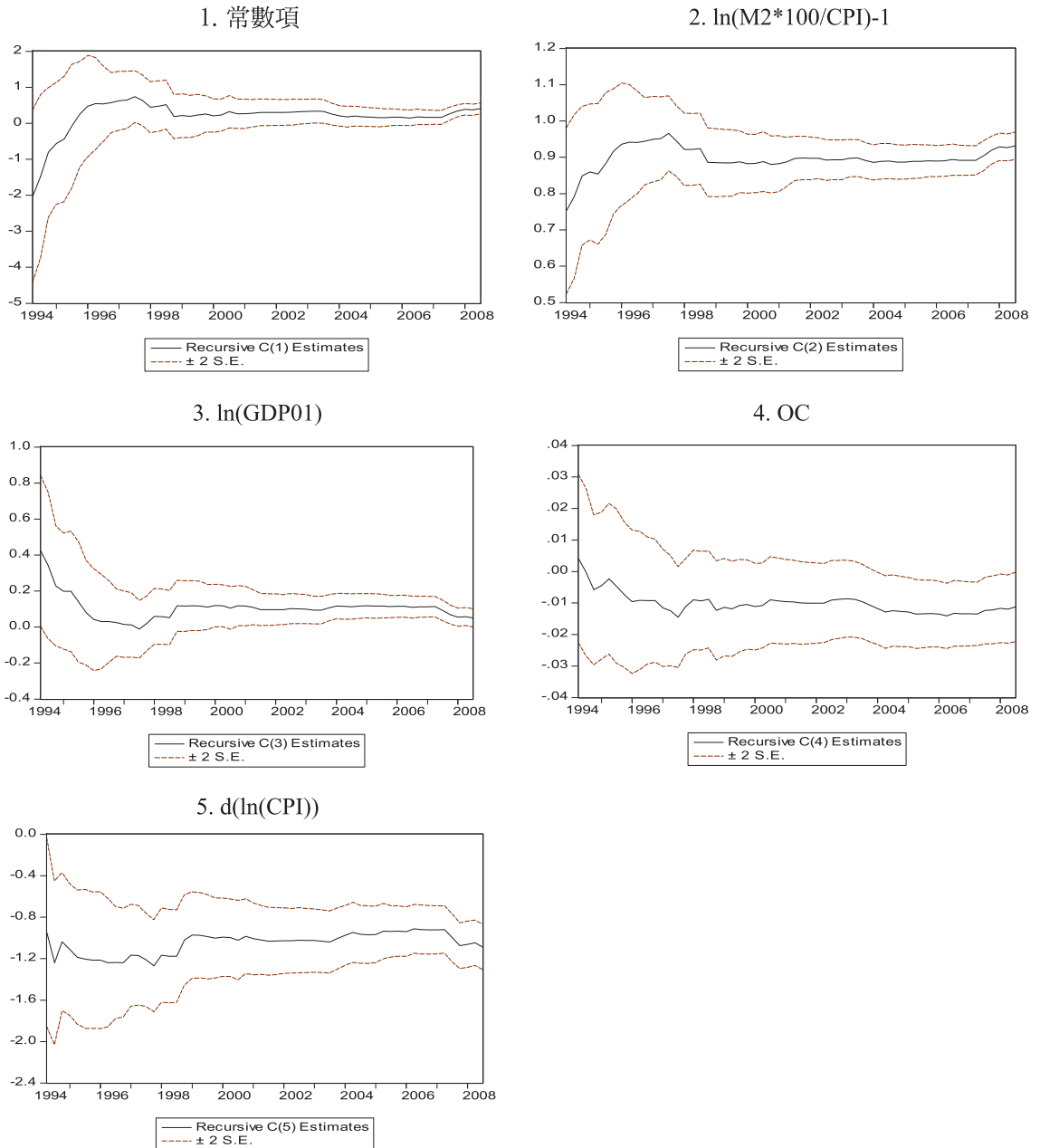
1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80.1-91.3的樣本進行估計後，預測91.4-92.3的M2(動態預測)值及該預測期間的RMSE%(Root Mean Squared Percentage Error)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測92.4-93.3的M2及該預測期間的RMSE%，重覆此一程序，最後求算上述6個移動樣本之RMSE%的平均值。表中Theil 不等係數U (Theil Inequality Coefficient U)數值則為上述6個移動樣本之Theil 不等係數U之平均值。此外，將Theil U分解為偏誤成份(bias proportion)、變異成份 (variance proportion)、以及共變異成份 (covariance proportion)之結果分別為：0.46、0.08以及0.46。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕(1-2)式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性 (autoregressive conditional heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於 likelihood ratio test選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性 (heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

圖1 模型穩定性檢定：(1-2)式



說明：貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前 $T_1$ 個樣本點進行估計，然後進行剩餘 $T_2$ 個資料點的預測。至於 $T_1$ 之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例， $T_1=7$ )開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

圖2 遞迴係數估計值 (Recursive Coefficient Estimates) : (1-2)式



**五、設定98年貨幣成長目標區時外生變數之假設：**

為估算明(98)年貨幣成長目標區，各項解釋變數未來1年的數值必須預先設定，其

中經濟成長率與消費者物價上漲率係依據主計處民國97年11月20日公佈之預測值，全年分別為2.12%與0.37%，1年期定存利率與1-30天期商業本票次級市場利率則假定為本

年11月1-20日之平均數，有關明年各項外生變數的設定詳見表4。

## 六、98年貨幣成長目標區初步推算結果：

若將表4各項變數的未來各季設定值，代入表1(1-2)式的M2模型，則由動態模擬估算得出本年第4季至明年第4季的模擬值，明年M2貨幣需求年增率約為4.30%，選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值4.5%，並上、下加計2%的誤差值，初步推算民國98年M2成長目標區為2.5%至6.5%（見表

5），較本年年中所修訂的目標區上調0.5個百分點。

## 七、影響98年貨幣成長目標區估算之不確定因素：

明年全球景氣不佳，我國經濟前景不明，將影響放款與投資成長，而物價因國際油價急速走跌，走勢亦不易掌握，加以國際金融情勢詭譎多變，跨國資金移動甚難評估，多項因素交互影響，增添明年M2成長之不確定因素。

表4 民國98年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟成長率	消費者物價上漲率	持有M2之機會成本	1-30天期商業本票次級市場利率	一年期定存利率	預期物價上漲率
				(年率)	(年率)	
	(%)	(%)	(1)= [(2)-(3)]/4	(2) (%)	(3) (%)	(%)
97/3	-1.02	4.52	-0.173	2.02	2.71	1.75
4 (f)	-1.73	2.33	-0.135	1.76	2.30	0.24
98/1 (f)	-0.31	1.38	-0.123	1.68	2.17	-2.04
2 (f)	1.05	0.55	-0.123	1.68	2.17	0.60
3 (f)	3.79	-0.58	-0.123	1.68	2.17	0.61
4 (f)	3.90	0.15	-0.123	1.68	2.17	0.98
97年全年	1.87	3.64	-0.157	1.95	2.57	0.58
98年全年	2.12	0.37	-0.123	1.68	2.17	0.04

f：代表預估值。

說明：1. 經濟成長率與消費者物價上漲率係引用行政院主計處最新資料(97.11.20發布)。

2. 預期物價上漲率係以消費者物價指數取對數後之一階差分表示。

3. 民國97年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-20日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

4. 民國98年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定與11月相同。

表5 民國98年M2貨幣成長目標區之推估

貨幣需求函數 動態模擬估算值	設定 目標中線值	可容許 估計誤差	貨幣 成長目標區
4.30%	4.5%	±2%	2.5% - 6.5%

## 附 註

- (註1) 本文嘗試估計近年我國內外需比重改變，所得差距擴大，與國內、外利差或股票報酬率差距變大等因素，對國內貨幣需求可能產生的影響，惟在貨幣需求函數中納入國內、外需求對經濟成長貢獻率、不同的國內、外利率或股票市場報酬率差距，或國人所得差距倍數等解釋變數後，重新估計模型，實證結果新增解釋變數之係數估計值在5%或10%的統計顯著水準下均不顯著。因此，本次貨幣需求函數之設定仍將維持與去年度相同。
- (註2) 有關持有M2機會成本的設定，本文亦曾嘗試過各種可能設定。其中「短天期商業本票次級市場利率和加權平均存款利率之利差」雖為正數，但若採該利差作為機會成本變數，其模型估計檢定的效果略遜於目前採用的模型，且其明年M2成長率模擬值與基準模型的模擬值相差不大。因此，仍維持基準模型之設定。



# 東亞地區金融整合之實證分析—以股票市場為例\*

彭德明、徐婉容\*\*

## 摘要

本文以日資料股票市場股票價格指數變動率，配合多種以價格為基礎衡量方法中的非套利條件方法，檢證東亞地區朝向區域與全球金融整合的程度，包括中國大陸、香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國與台灣等10個國家或地區的股市，以發展隨著時間演變的區域金融整合動態指標。

實證結果顯示，東亞地區各國股市對全球與區域股價變動的反應皆相當迅速，並在其調整過程中，多呈現振盪起伏的現象，似增加各國政府總體經濟穩定政策上的困擾，而愈是走向全球或區域整合的國家，其股價變動率的波動程度受全球或區域的衝擊影響也較高。東亞各國股市有著同時朝向區域整合與全球整合的趨勢。長期間東亞各國股市的區域整合，係以較為平穩的步伐進行。相對上，東亞股市全球的整合程度起伏波動較大。自2006年以來，東亞股市向全球整合的程度高於向區域整合的程度。

\* 作者感謝經濟研究處嚴處長宗大、吳研究員懿娟、國際經濟科游科長淑雅、計量分析科田專員慧琦與本行討會評論人與參與同仁對本文提出的寶貴意見。本文所有論點皆屬個人意見，不代表所服務單位之立場。

\*\* 彭德明、徐婉容分別為中央銀行經濟研究處副研究員與辦事員。

## 壹、前言

自從1997年亞洲金融危機發生之後，亞洲各國經濟金融合作的意願十分強烈，並推動多項合作議案。其中在金融合作方面，過去較為顯著的為清邁倡議(Chiang Mai Initiative, CMI)、亞洲債券市場倡議(Asian Bond Markets Initiative, ABMI)與東協加三經濟檢視與政策對話機制(ASEAN+3 Economic Review and Policy Dialogue Process, ASEAN+3 ERPDP)<sup>註1</sup>。東協加三國家且於2005年初協議成立亞洲貝列吉歐集團對話機制(Asian Bellagio Group)，以協調各國匯率行動，亞洲開發銀行於2006年初起研究編製亞洲通貨單位(Asian Currency Unit)<sup>註2</sup>，而在2008年東協六國證券交易所計劃推動跨國股市交易平台<sup>註3</sup>。至於亞洲貨幣基金與亞洲共同通貨區等更高階的建議，也經常出現。亞洲國家間的金融合作或有助於區域內國家走向更緊密的區域金融整合，因此也常為亞洲各界討論的議題。

至於一個地區進行區域金融整合的優點，Garcia-Herrero and Wooldridge (2007)認為金融整合帶來兩大效益：經濟成長與風險分擔(risk sharing)。金融整合使資本配置於更具生產力的用途之上，從而促進金融市場發展並強化經濟成長。金融整合也促進跨國金融與投資，透過資產多樣化與分散化，可集體承擔特殊性風險(idiosyncratic risks)對所

得所造成的負面影響，並有助於長期間消費平滑<sup>註4</sup>。區域金融整合也可增進區域內國家的同儕壓力(peer pressure)，有助於調和與改進各國金融體系的法規與實務運作，包括會計準則、租稅待遇與監督管理機制等，而這些制度上的效益可促進金融發展。De Nicolò and Ivaschenko (2008)的實證研究也顯示，較高的區域金融整合使經濟成長的機會增加，而後者又進一步促使區域整合發展，形成循環。

區域金融整合既為必然的趨勢，也就有必要瞭解現階段亞洲金融整合的程度，並可藉此掌握區域經濟金融的變動對本國的影響，做為政策參考。由於此一重要性，以經濟計量方法衡量區域金融整合一直是國外相當受到重視的研究課題，即使僅限於有關亞洲區域金融整合的實證文獻也相當繁多，本文不擬一一介紹，有關這一方面的綜覽文獻可參閱Cavoli et al. (2004)與Baele et al. (2004)，另陳思寬(2007)回顧了一部分前述兩篇文章未涵蓋的文獻。國內方面，雖然有不少探討各國股市互動關係的實證文章，但以區域金融整合角度出發者並不多見，陳思寬(2007)的研究應屬近年來首次從該角度以經濟計量方法進行實證分析<sup>註5</sup>，該文係以價格為基礎的衡量方法(price-based measures)與以數量為基礎的衡量方法(quantity-based

measures)著手，係屬於較大範圍的研究方式，主要結論為東亞地區已朝向區域金融整合的方向發展。

本文擬從東亞股票市場的角度探討區域金融整合，一般而言，這個議題可以從銀行體系、貨幣市場、債券市場與股票市場等探討區域金融整合，但東亞地區多數國家主要係以銀行體系為溝通儲蓄與投資的主要管道，其次為股票市場(Purfield et al., 2006)。由於股票市場包含的訊息內容豐富，對外在衝擊的反應也較敏銳，因此本文除以東亞各國股票價格指數變動率檢證東亞金融整合的程度外，也嘗試透過實證發展若干動態的區域金融整合指標，以供參考。又台灣為東亞地區相當重要的經濟體之一，雖因國際政治因素難以參與區域金融合作，但難以自外於區域整合趨勢，本文也檢視台灣股市與區域或全球整合的程度，俾便決策參考。

本文從日資料股票市場股票價格指數變動率的角度進行檢證，包括中國大陸、香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國與台灣等10個國家或地區的股市，估計期間自1993年1月起至2007年12月底，以發展隨著時間演變的區域金融整合動態指標，但實證結果的資料表達期間則多以1994年1月始。

在檢證方法方面，現行有關區域金融整合的研究十分廣泛，僅分析方法即分3大類：以價格為基礎的衡量方法、以數量為基

礎的衡量方法、法規與制度衡量方法，每一類又包含多種衡量方法，有關文獻的數量只能以汗牛充棟形容。由於範圍太廣，一篇實證研究難以全面涵蓋，必須有所限制。本文選擇以價格為基礎衡量方法中的非套利條件檢證方法，而文獻上以價格為基礎的衡量方法包括套利條件(arbitrage conditions)與非套利條件(non-arbitrage conditions)方法兩類。套利條件方法認為一個區域若呈現高度的金融整合，則透過區域內資本的自由移動，各國相類似金融資產的價格或報酬率應趨於收斂或走向一致，因此應以國際金融中各類平價條件進行實證<sup>註6</sup>。非套利條件方法方面，可採用 $\beta$ 收斂與 $\sigma$ 收斂的概念探討各國金融價格或其變動率之間差異縮小的速度與縮小的程度，這是一種不以平價條件檢證的方法。此外，非套利條件方法也認為，若特定區域呈現高度金融整合，金融市場價格或變動率應具有高度的關聯性或共變程度，或者對共同衝擊或訊息的反應較高。根據Rajan (2005)的分類，以股票市場共變的角度檢視為股票市場共變性(stock market co-movement or co-variation)方法，而從共同衝擊或訊息檢證的方法則為以訊息為基礎的衡量方法(news-based measures)。實際上這兩種方法有其共通的地方，並非完全截然不同。又陳思寬(2007)一文中有關對區域內股票市場整合程度的分析，主要係從股票市場共變性的角度，針對各國股價指數採取共整合分析



(cointegration analysis)，以探討是否存在共同的趨勢，也採取Granger 因果關係檢定法 (Granger causality test) 探討各國股市間的關聯性。基於同一課題不同研究互相補充與避免重覆的考慮，本文不採取共整合分析與因果關係檢定方法，因此本文也可以視為是就區域內股票市場的整合所進行的後續深化研究。

至於區域金融整合的定義方面，由於區域金融整合的層面與內涵十分廣泛，難以產生一個可被廣泛接受的定義，因此歐洲聯盟執行委員會(Commission of the European Communities)所出版的年度「歐洲金融整合報告」(European Financial Integration Report)<sup>註7</sup> 或歐洲中央銀行的年度「歐洲金融整合」(Financial Integration in Europe)<sup>註8</sup> 報告，都避免自行下定義，而是以完全整合的觀念做為與實際情況對照參考的基礎。歐洲聯盟執行委員會的「歐洲金融整合報告」將完全市場整合界定為「相類似商品與服務價格具有跨國價格收斂的特性，供給與需求可立即反映跨國價格差異。一個整合的市場也應足以使得所有市場的參與者，以相同的特性與相同的條件，遂行金融商品與服務的交易，不因參與者的所在地而有差異」；歐洲中央銀行的「歐洲金融整合」報告，則將完全金融整合界定為，「金融市場所有潛在的參與者皆在金融工具與服務的交易中面對同樣的規則，有著同等取得金融工具或服務的管道，

且在市場的運作中獲得公平的待遇」。由於本文並非如歐洲兩大機構的報告對區域金融整合進行全面性的回顧，而是以非套利條件方法進行檢證，因此係側重於區域金融整合概念中各國股價指數變動率收斂的程度以及其關聯或共變程度的分析。

本文全文共分七節與四個附錄，除第一節前言外，第二節根據統計數據觀察東亞地區股票市場的發展現況，繼而以亞洲地區證券投資、東亞各國股價指數變動率相關程度與波動程度等角度，初步檢視東亞地區股票市場的整合程度。第三節以  $\beta$  收斂與  $\sigma$  收斂的觀念探討區域金融整合，其中  $\beta$  收斂衡量區域內國家整合的速度，而  $\sigma$  收斂則衡量各國整合的程度或差異縮小的程度。第四節以 Haldane and Hall (1991) 的限定模型為基礎，檢視全球與區域兩個共同因素對東亞金融整合的涵義，並將之延伸至非限定模型。第五節從以訊息為基礎衡量的角度，運用一般化自我迴歸條件異質變異數 (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity, GARCH) 模型估計因應全球、區域與地方等衝擊的反應係數與條件變異數，並計算各自占總衝擊變異的比率，以觀察東亞股票市場的整合程度。前述第三至五節皆結合 Kalman 濾波器法 (Kalman filtering) 進行實證，以建立金融整合的動態指標，可隨著時間演變觀察東亞區域或全球整合程度的變化情形，使實證結果更具實用參考價值。第六節以

一般化變異數分解法(generalized variance decomposition)，分解各國股價指數變動率解釋特定股市股價變動率預測誤差變異數的相對貢獻，以瞭解各國股票市場對區域內特定國家股票市場的影響。第七節為結論與建

議，彙整本文實證結果，並提供若干建議。文後附錄一為本文實證資料說明、基本敘述統計與單根檢定，附錄二至四為第三至五節實證結果，以供參考。

## 貳、東亞地區股票市場發展概觀

本節分別從東亞地區股票市場現況與整合程度兩個角度提出概略觀察，以做為後節實證分析的基礎。

### 一、東亞地區股票市場現況

表1列示2003至2007年東亞地區股票市場市值、交易總額與上市公司家數。從該表觀察，該5年來東亞各國股市的發展頗為迅

速，其中日本東京股市在3項中一直皆居首位。至2007年大陸上海股市與香港股市市值則分居第2與第3位，同時連同深圳股市，也在市場交易總額中名列前茅。相對而言，台灣股市的發展較為平穩，無論在股票市場市值、交易總額與上市公司家數方面，各年均增加，但幅度較為穩定，其他東亞國家股市也顯示類似情形<sup>註9</sup>。

表1 比較東亞主要股市之市值、交易額及家數

單位：億美元、家數

股票市場	2003			2004			2005			2006			2007		
	股票 市值	交易 總額	家數	股票 市值	交易 總額	家數	股票 市值	交易 總額	家數	股票 市值	交易 總額	家數	股票 市值	交易 總額	家數
Bursa Malaysia	161	522	902	182	616	959	181	516	1019	236	752	1025	325	1697	986
Hong Kong Exchanges	715	2962	1037	861	4395	1096	1055	4643	1135	1715	8324	1173	2654	21369	1241
Indonesia SE	55	147	333	73	275	331	81	416	336	139	488	344	212	1146	383
Korea Exchange	298	4590	684	389	6252	683	718	12107	1616	834	13421	1689	1123	20060	1757
Philippine SE	23	27	236	29	37	235	40	70	237	68	112	239	103	292	244
Shanghai SE	360	2560	780	314	3228	837	286	2385	833	918	7364	842	3694	40695	860
Shenzhen SE	153	1403	505	133	1945	536	116	1543	544	228	4226	579	785	21030	670
Singapore Exchange	149	919	560	218	1073	633	257	1165	686	384	1802	708	539	3813	762
Taiwan SE Corp.	379	5917	674	441	7188	702	476	5854	696	595	7365	693	664	10101	703
Thailand SE	119	1024	420	115	1164	463	124	956	504	140	1009	518	197	1179	523
Tokyo SE	2953	21087	2206	3558	32181	2306	4573	44817	2351	4614	58228	2416	4331	64761	2414
合計	5364	41158	8337	6314	58354	8781	7907	74471	9957	9870	103092	10226	14627	186143	10543
成長率	41.5	17.8	4.2	17.7	41.8	5.3	25.2	27.6	13.4	24.8	38.4	2.7	48.2	80.6	3.1

註：不包括日本大阪股票市場(Osaka SE)資料。

資料來源：根據World Federation of Exchange網站market capitalization、total value of share trading與number of listed companies資料編製。

又據Purfield et al.(2006)指出，雖然亞洲地區銀行體系仍然居於主導地位，但股票市場也是企業金融相當重要的來源。2005年，亞洲新興經濟體約有10%的企業融資(corporate financing)是來自於股權，高於亞洲地區以外新興經濟體的3.7%。此外，亞洲地區的股權資產約占該地區銀行存款、股票與債券三項金融資產合計的一半。

自1993年至2007年，東亞各國股市在區域內相對規模也有變化。根據表2，若以

股市市值計算權數，從前半期來看，日本東京股市的權數最高，約為70%左右，為區域內支配性的市場，其他國家股市的比重皆在10%以下。後半期的變化較明顯，日本股市的比重下降，至2007年已降為31.3%，而中國大陸上海A股股市與香港股市比重則上升，2007年兩地股市的比重分別達26.7%與19.2%，合計比重接近46%。另一增幅較大者為南韓股市，但2007年比重仍不及10%。

從數據來看，東亞各國股市成長頗為迅

表2 東亞各國股票市場權數

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
1993	0.009	0.091	0.008	0.689	0.033	0.052	0.010	0.032	0.030	0.046
1994	0.006	0.055	0.010	0.735	0.039	0.039	0.012	0.028	0.026	0.051
1995	0.006	0.062	0.014	0.727	0.037	0.044	0.012	0.031	0.028	0.038
1996	0.014	0.096	0.019	0.645	0.030	0.066	0.017	0.033	0.021	0.059
1997	0.034	0.125	0.009	0.655	0.013	0.028	0.009	0.032	0.007	0.087
1998	0.036	0.096	0.006	0.683	0.032	0.027	0.010	0.027	0.010	0.073
1999	0.027	0.096	0.010	0.694	0.048	0.022	0.006	0.031	0.009	0.059
2000	0.067	0.128	0.006	0.651	0.031	0.023	0.005	0.032	0.006	0.051
2001	0.085	0.130	0.006	0.580	0.050	0.030	0.005	0.030	0.009	0.075
2002	0.084	0.127	0.008	0.569	0.059	0.034	0.005	0.028	0.012	0.072
2003	0.069	0.137	0.010	0.567	0.057	0.031	0.004	0.028	0.023	0.073
2004	0.051	0.139	0.012	0.576	0.063	0.029	0.005	0.035	0.019	0.071
2005	0.037	0.135	0.010	0.587	0.092	0.023	0.005	0.033	0.016	0.061
2006	0.095	0.178	0.014	0.478	0.087	0.024	0.007	0.040	0.015	0.062
2007	0.267	0.192	0.015	0.313	0.081	0.023	0.007	0.039	0.014	0.048

註：以各股票市場市值計算，中國大陸部分不包含上海股市B股與深圳股市市值，日本方面不包括大阪股票市場市值，各國股票市場名稱見表1或附錄。

資料來源：根據World Federation of Exchanges與1993至2001年上海證券交易所股票市場各年年底股票總市值(以美元表示)資料編製。

速，且似呈現多中心的發展趨勢。Purfield et al. (2006)認為國際投資者資產選擇多樣化、金融整合、本國機構投資者成長、市場基礎建構與管理為促使東亞股市持續發展的4大

驅動因素。其中在金融整合方面，Purfield et al. (2006)認為主要係各國自1990年代初期對外開放：台灣、泰國與南韓皆逐步放寬非居民對證券投資的上限，且台灣於2003

年廢除該上限；香港、日本與新加坡對非居民跨國證券投資較為開放，但中國大陸與印度則對外國投資者及其參與程度限制較大 (Purfield et al. 2006)。

## 二、東亞地區股票市場區域內投資概況

根據表3，2001年亞洲對本身區域的證券投資為904億美元，占全亞洲投資全球金額的比率為5.6%，到了2006年，其金額與比重分別增加為3,174億美元與9.7%。另一方面，2001年亞洲於美國的證券投資為

5,538億美元或相當於亞洲於全球證券投資的34.3%，到了2006年，其金額與比重分別為9,344億美元與28.4%。證券投資的負債方面，也顯示類似的趨勢。此一資料顯示，雖然亞洲國家透過證券投資參與區域內市場在金額與比重方面皆上升，但其參與區域外美國市場或未列在表內其他市場的規模仍然很大<sup>註10</sup>。從這個角度來看，區域金融整合的程度仍具有相當幅度的改進空間。

## 三、股價指數及其變動率的相關分析

表4與5分別為亞洲金融危機發生之前

表3 亞洲地區的證券投資

單位：億美元

	資產投資於					負債來自於				
	亞洲 (不含 日本)	日本	亞洲	美國	全球	亞洲 (不含 日本)	日本	亞洲	美國	全球
2001年										
亞洲 (不含 日本)	486	200	686	636	3248	486	218	704	1250	3540
比重	15.0%	6.2%	21.1%	19.6%	100.0%	13.7%	6.1%	19.8%	35.3%	100.0%
日本	218		218	4902	12898	200		200	1978	5423
比重	1.7%		1.7%	38.0%	100.0%	3.7%		3.7%	36.5%	100.0%
亞洲	704	200	904	5538	16146	686	218	904	3228	8963
比重	4.4%	1.2%	5.6%	34.3%	100.0%	7.7%	2.4%	10.1%	36.0%	100.0%
2006年										
亞洲 (不含 日本)	2384	282	2666	1368	9419	2384	508	2891	4,674	12334
比重	25.3%	3.0%	28.3%	14.5%	100.0%	19.3%	4.1%	23.4%	37.9%	100.0%
日本	506		506	7976	23435	282		282	5856	14349
比重	2.2%		2.2%	34.2%	100.0%	2.0%		2.0%	40.8%	100.0%
亞洲	2891	282	3174	9344	32853	2666	508	3174	10530	28504
比重	8.8%	0.9%	9.7%	28.4%	100.0%	9.4%	1.8%	11.2%	36.9%	100.0%

註：亞洲包括汶萊、柬埔寨、中國大陸、香港、印度、印尼、日本、南韓、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、台灣、泰國與越南等16個國家或地區。

資料來源：Asian Development Bank (2008, p28)。

(1993年1月至1997年7月)與結束之後(1998年10月至2007年12月)東亞10國與美國S&P500股價指數的相關係數矩陣，根據該兩表，亞洲金融危機結束後，東亞10國股市彼此之間的相關係數普遍提高(以灰階色表示)，但也

與美國股市保持相當密切的關係。

但若以價格指數變動率做為計算基礎，則顯示相關係數較低。表6與7分別為前期與後期東亞10國與美國股價指數變動率相關係數矩陣，該兩表的相關係數值分別低於表4

表4 東亞10國與美國股價指數相關係數矩陣(1993/1~1997/7)

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
中國大陸	1.0000										
香港	0.2818	1.0000									
印尼	0.0774	0.9342	1.0000								
日本	-0.0224	0.2313	0.2543	1.0000							
南韓	-0.7176	-0.1980	0.0016	-0.0361	1.0000						
馬來西亞	-0.1901	0.7595	0.8809	0.1977	0.2388	1.0000					
菲律賓	-0.2966	0.6878	0.8276	0.2043	0.3469	0.9576	1.0000				
新加坡	-0.3210	0.7161	0.8715	0.2479	0.3472	0.9350	0.9187	1.0000			
泰國	-0.7592	-0.3934	-0.1338	-0.1068	0.8044	0.1871	0.2784	0.2808	1.0000		
台灣	0.1917	0.7773	0.7338	0.1296	0.0484	0.6521	0.6407	0.6011	-0.2786	1.0000	
美國	0.3615	0.9390	0.8260	0.2003	-0.3362	0.5883	0.5161	0.5473	-0.5509	0.6644	1.0000

資料來源：本研究。

表5 東亞10國與美國股價指數相關係數矩陣(1998/10~2007/12)

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
中國大陸	1.0000										
香港	0.8643	1.0000									
印尼	0.7222	0.9476	1.0000								
日本	0.3567	0.3920	0.4287	1.0000							
南韓	0.6620	0.8926	0.9598	0.5057	1.0000						
馬來西亞	0.7161	0.9129	0.9289	0.4785	0.9206	1.0000					
菲律賓	0.6806	0.8245	0.8973	0.6811	0.8774	0.8344	1.0000				
新加坡	0.7323	0.9139	0.9323	0.6455	0.9364	0.9457	0.9216	1.0000			
泰國	0.3424	0.6959	0.8326	0.2065	0.8234	0.7800	0.6814	0.7220	1.0000		
台灣	0.4885	0.5169	0.5420	0.8534	0.6064	0.6398	0.7241	0.7036	0.3815	1.0000	
美國	0.5235	0.5726	0.5509	0.8984	0.5743	0.6108	0.7406	0.7622	0.2955	0.8168	1.0000

資料來源：本研究。

與5之值，雖然以價格指數變動率計算相關係數，仍然顯示亞洲金融危機結束後至2007年12月，東亞10國股市彼此之間的相關係數普遍提高(以灰階色表示)，與美國股價變動率的相關係數也上升，但係數值皆偏低。兩

個(或兩個以上)的時間數列水準值在表面上看似相像，但其背後卻可能係受到不同力量的驅動，並不一定是時間數列彼此間具有強烈的因果關係。

表6 東亞10國與美國股價指數變動率相關係數矩陣(1993/1~1997/7)

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
中國大陸	1.000										
香港	0.041	1.000									
印尼	0.042	0.239	1.000								
日本	0.004	0.169	0.100	1.000							
南韓	0.036	0.023	0.008	-0.003	1.000						
馬來西亞	0.016	0.447	0.297	0.107	0.029	1.000					
菲律賓	-0.007	0.237	0.275	0.033	0.028	0.265	1.000				
新加坡	0.025	0.520	0.346	0.162	0.032	0.631	0.292	1.000			
泰國	0.032	0.306	0.200	0.057	0.058	0.336	0.149	0.364	1.000		
台灣	-0.003	0.133	0.040	0.060	0.017	0.087	0.081	0.127	0.034	1.000	
美國	-0.005	0.072	0.049	0.049	0.032	0.052	0.017	0.077	0.039	-0.034	1.000

資料來源：本研究。

表7 東亞10國與美國股價指數變動率相關係數矩陣(1998/10~2007/12)

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
中國大陸	1.000										
香港	0.139	1.000									
印尼	0.082	0.325	1.000								
日本	0.081	0.450	0.247	1.000							
南韓	0.041	0.492	0.278	0.448	1.000						
馬來西亞	0.062	0.288	0.249	0.272	0.238	1.000					
菲律賓	0.024	0.258	0.266	0.226	0.247	0.203	1.000				
新加坡	0.095	0.582	0.393	0.438	0.476	0.357	0.290	1.000			
泰國	0.072	0.340	0.316	0.243	0.318	0.290	0.230	0.421	1.000		
台灣	0.077	0.322	0.236	0.316	0.376	0.190	0.178	0.337	0.230	1.000	
美國	-0.003	0.099	0.024	0.108	0.105	0.018	0.013	0.148	0.064	0.076	1.000

資料來源：本研究。

平心而論，不論以水準值或變動率計算的相關係數，只能用以判斷變數之間是否具有正向或負向關係，而其數值高低，既非金

融整合的充分條件，也不是必要條件<sup>註11</sup>，因此若以之做為市場整合與否的依據，證據力並不足夠。

### 參、區域整合的速度與程度

金融整合的基本觀念之一，為各國金融價格或其變動率之間的差異是否隨著時間而縮小，若答案是肯定的，則代表各國之間金融整合愈趨密切。這其中牽涉到兩個因素：縮小的速度與縮小的程度。Adam et

al. (2002)從此出發，借用內生經濟成長理論 (Endogenous Growth Theory) 的觀念<sup>註12</sup>，主張可以以  $\beta$  收斂衡量各國整合的速度，而以  $\sigma$  收斂衡量各國整合的程度或差異縮小的程度。其後，Baele et al. (2004)也運用於對歐元

區整合的研究當中，而Babetskii et al. (2007)將這兩個概念應用於捷克、匈牙利、波蘭與斯洛伐克等東歐4國加入歐洲聯盟的整合分析。在分類上，若以金融價格變動率計算 $\beta$ 收斂與 $\sigma$ 收斂，則兩者都可歸類為以價格為基礎的衡量方法。

## 一、 $\beta$ 收斂

$\beta$  收斂的一般公式為

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{i,t-1} + \sum_{s=1}^S \gamma_{i,s} \Delta R_{i,t-s} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $R_{i,t}$ ：當期特定國家股價指數變動率與中心或基準股價變動率之差， $\Delta$ ：當期與前期之差的運算元， $\varepsilon_{i,t}$ ：誤差項。 $\beta_i$ ：各國股價變動率向中心或基準股價變動率收斂的速度。若 $\beta_i$ 之值為負，則表示特定國家股價指數變動率與中心或基準股價變動率之差呈現收斂狀態，也就是該特定股價指數變動率有走向中心或基準股價變動率的趨勢。若 $\beta_i$ 介於-1與0之間，則為單調收斂(monotonic convergence)，而若 $\beta_i$ 小於-1，則為振盪收斂(oscillatory convergence)<sup>註13</sup>， $\beta_i$ 的絕對值則代表向中心或基準股價變動率收斂的速度。

由於本文的研究重點為區域金融整合，因此我們首先以MSCI遠東股價指數的變動率做為中心或基準股價變動率。若以該變動率為中心，也就是若分析的重點為向區域整合的速度，(1)式可寫成

$$\Delta(r_{i,t} - r_{msci,t}) = \alpha_i + \beta_{i,t}(r_{i,t-1} - r_{msci,t-1}) + \sum_{s=1}^S \gamma_{i,s,t} \Delta(r_{i,t-s} - r_{msci,t-s}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

式中， $r_{i,t}$ ： $t$ 期 $i$ 國的股價變動率， $r_{msci,t}$ ：MSCI遠東股價指數變動率。一般而言，若以東亞股價指數變動率做為區域內因素可有3種選擇：MSCI遠東股價指數變動率、東亞各國算術平均股價指數變動率、東亞各國加權平均股價指數變動率。算術平均股價變動率沒有考慮各國股市相對規模大小。加權平均股價變動率無此缺點，但若以市值加權，則區域內規模過大的股市，其股價的變動容易支配加權平均股價的變動。MSCI遠東股價指數為市場上投資者資產選擇的重要參考指標，並普遍為許多實證文獻採用，資料取得也十分便利，但各國股市權數不詳且經常調整，因此難以剔除特定國家，惟該指數並非單純以各國加權，已經相當理想，而所涵蓋的國家與本文所選定的研究對象相同，因此本文主要係以該指數的變動做為區域性因素的代替變數。最理想的作法是在針對特定國家股市進行實證時，應使用排除與該特定國家有關數值的東亞股價指數變動率，以避免實證方程式兩端都出現相同的變數，不過此一作法需要準備不同的綜合指數變動率，計算繁複，並不方便。

另一方面，東亞各股市也有可能朝向全球整合，因此若分析的重點為向全球整合的速度，則方程式應為

$$\Delta(r_{i,t} - r_{us,t-1}) = \alpha_i^{us} + \beta_{i,t}^{us} (r_{i,t-1} - r_{us,t-2}) + \sum_{s=1}^S \gamma_{i,s,t}^{us} \Delta(r_{i,t-s} - r_{us,t-s-1}) + \varepsilon_{i,t}^{us} \quad (3)$$

式中， $r_{us,t}$ 代表區域外影響或全球的影響，此處我們採用前一營業日的美國S&P 500股價指數變動率，原因在於本文係以日資料進行實證，而前一營業日美國股市的收盤時間，約為東亞各國股市當日營業日開盤時間之前5至6個小時左右，因此東亞股市理應針對 $r_{us,t-1}$ 反應，而非對 $r_{us,t}$ ，因此(3)式的設定與(2)式略有不同。

本節將有關的 $\beta$ 係數設定為可隨著時間變動的隨機漫步形式：

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \xi_{i,t} \quad (4)$$

$$\beta_{i,t}^{us} = \beta_{i,t-1}^{us} + \xi_{i,t}^{us} \quad (5)$$

(2)、(3)兩式將係數 $\beta_{i,t}$ 設定為隨著時間可變，因此每一個時點都會有一個相對應的係數值。(4)、(5)兩式則為規範該係數變動的狀態方程式(state equation)，係數 $\beta_{i,t}$ 與 $\beta_{i,t}^{us}$ 設為隨機漫步形式，以Kalman濾波器法估計，也就是當期係數係由前期係數與當期隨機誤差項所決定，因此 $\beta_{i,t}$ 與 $\beta_{i,t}^{us}$ 為隨機趨勢，此一設定除具有係數可隨著時間變動的優點外，也可以反映當期各種因素的衝擊或制度上的改變對當期係數的影響，其缺點

為容易因起始值的不同而得到不同的估計係數值，但就估計係數值的趨勢而言，應為一致。又本文假設該誤差項 $\xi_{i,t}$ 與 $\xi_{i,t}^{us}$ 的期望值為0、變異數為固定，且與 $\varepsilon_{i,t}$ 或 $\varepsilon_{i,t}^{us}$ 同期不相關。

東亞地區股市朝向全球整合與區域整合的 $\beta$ 收斂實證結果以圖1表示，該圖顯示，無論是朝向全球或區域整合，東亞股市的調整皆十分迅速。不過，在2000年以前，東亞股市對區域內影響的反應速度略高於對區域外或全球影響的反應速度，且大致上維持於 $\beta$ 值接近-1的情況。但2000年及以後情況反轉，東亞各股市對區域外影響的反應速度高於對區域內影響的反應速度。為比較兩者趨勢，我們再以Hodrick-Prescott濾波器(Hodrick-Prescott filter)過濾月資料( $\lambda$ 值設為14,400)，得到兩個 $\beta$ 的時間趨勢數列值，列示於圖2。根據圖2，2000年以後，東亞股市對區域外影響的反應速度加快，且平均而言， $\beta$ 收斂值為小於-1的情況，以振盪起伏的方式調整。東亞股市對區域內的影響展現同樣型態，但反應速度較低，且 $\beta$ 收斂值係在2006年及以後出現小於-1的情況。此一結果似顯示，東亞股市對全球因素的反應不但呈上下起伏的現象，且較為劇烈。



圖1 東亞股市向全球整合與區域整合的速度

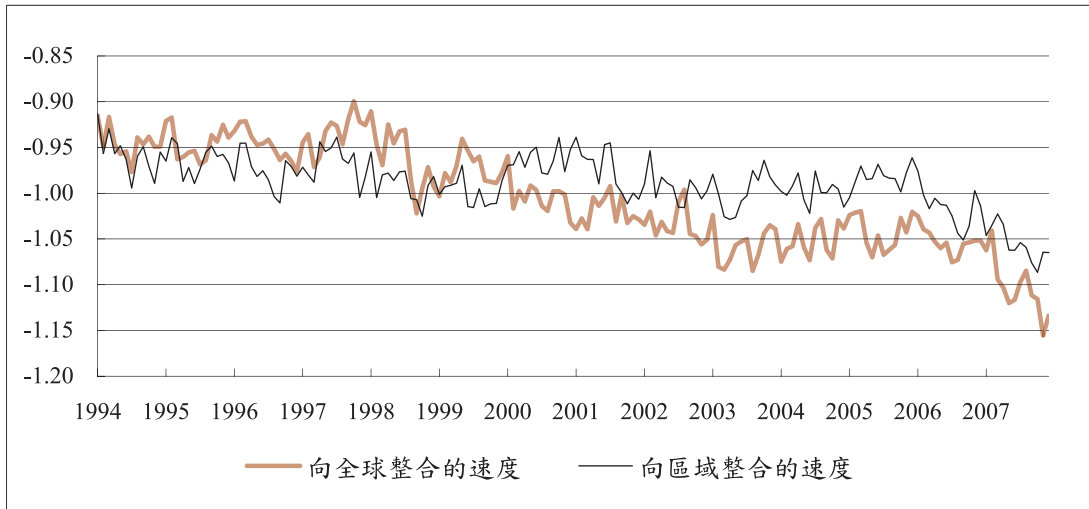
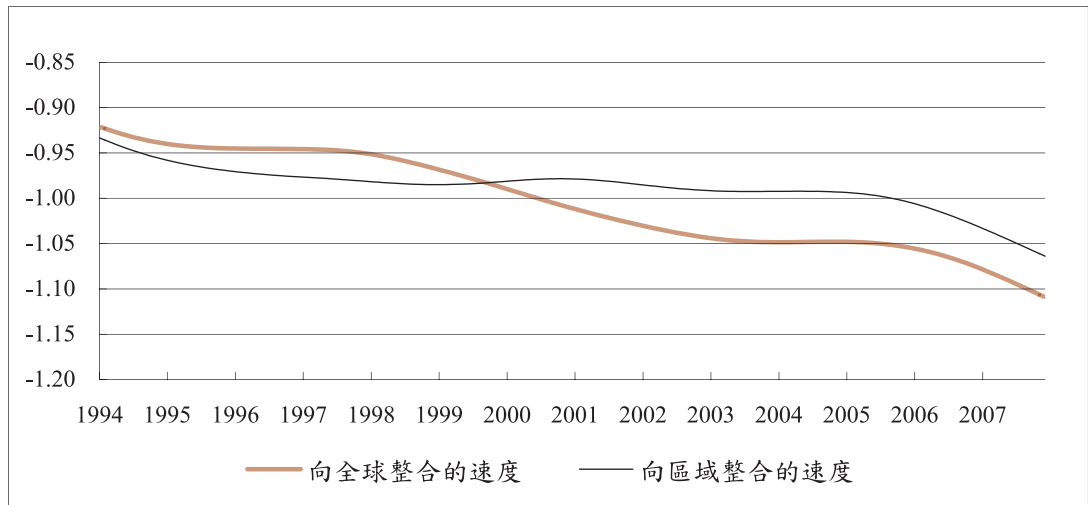


圖2 東亞股市向全球整合與區域整合的速度(以HP濾波器過濾)



我們也將對(2)至5(式)的實證結果分別列於表8與9，表8為東亞各國股票市場全球整合的速度，根據該表，東亞各國股市反應全球因素相當快速，就14年平均而言，除了印尼、馬來西亞與菲律賓以外，其餘各國股市收斂的速度皆在 $\beta$ 值為-1左右。但前半期與後半期有所差異，就東亞平均而言，1994至1999年的前半期各年 $\beta$ 值大於-1，

也就是單調收斂的情況，而在2000至2007年間的後半期，各年平均 $\beta$ 值為小於-1，表示股市的調整一直以振盪起伏的情況收斂。就各國觀察，除了印尼與菲律賓股市外，後半期其他各國股市對全球影響的反應，普遍出現振盪收斂的現象，而且振盪的幅度加大。

表8 日平均東亞10國股票市場全球整合的反應速度( $\beta$ 收斂)

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	-1.037	-0.925	-0.793	-1.107	-0.956	-0.925	-0.820	-0.964	-0.928	-0.992	-0.945
1995	-1.026	-0.942	-0.767	-1.078	-0.946	-0.883	-0.848	-1.019	-0.927	-1.022	-0.946
1996	-1.010	-0.956	-0.782	-1.062	-0.940	-0.950	-0.830	-1.010	-0.895	-1.032	-0.947
1997	-1.011	-0.990	-0.768	-1.088	-0.900	-0.853	-0.824	-1.021	-0.855	-1.026	-0.934
1998	-1.008	-1.049	-0.843	-1.116	-0.915	-0.931	-0.842	-0.996	-0.867	-1.040	-0.961
1999	-1.006	-1.023	-0.795	-1.129	-0.940	-0.963	-0.897	-1.007	-0.954	-1.033	-0.975
2000	-1.004	-1.004	-0.952	-1.120	-0.966	-0.941	-0.923	-1.032	-1.054	-1.030	-1.003
2001	-1.004	-1.104	-0.957	-1.120	-1.009	-0.904	-0.993	-1.062	-1.027	-1.025	-1.020
2002	-1.001	-1.140	-0.910	-1.140	-1.065	-1.027	-0.944	-1.096	-0.994	-1.032	-1.035
2003	-1.003	-1.184	-0.935	-1.141	-1.093	-0.972	-0.955	-1.148	-1.066	-1.074	-1.057
2004	-1.004	-1.109	-0.956	-1.137	-1.092	-1.020	-0.954	-1.124	-1.040	-1.085	-1.052
2005	-1.005	-1.108	-0.911	-1.144	-1.082	-1.003	-0.928	-1.128	-1.028	-1.090	-1.043
2006	-1.006	-1.135	-0.965	-1.126	-1.089	-1.000	-0.931	-1.127	-1.062	-1.092	-1.053
2007	-1.008	-1.169	-1.040	-1.139	-1.114	-1.060	-0.969	-1.178	-1.249	-1.105	-1.103
平均	-1.010	-1.060	-0.884	-1.118	-1.008	-0.960	-0.904	-1.065	-0.996	-1.048	-1.005

資料來源：本研究。

表9 日平均東亞10國股票市場區域整合的反應速度( $\beta$ 收斂)

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	-0.956	-0.956	-0.885	-1.007	-1.037	-0.965	-0.927	-0.960	-0.872	-1.005	-0.957
1995	-0.934	-0.934	-0.886	-1.040	-1.033	-0.912	-0.966	-0.992	-0.906	-1.030	-0.963
1996	-0.944	-0.944	-0.880	-1.134	-1.003	-0.988	-0.896	-1.019	-0.930	-1.034	-0.977
1997	-0.974	-0.974	-0.852	-1.239	-0.941	-0.841	-0.894	-1.032	-0.886	-1.029	-0.966
1998	-1.050	-1.050	-0.857	-1.140	-0.955	-0.963	-0.912	-1.037	-0.890	-1.033	-0.989
1999	-1.017	-1.017	-0.855	-1.122	-0.959	-1.001	-0.993	-1.033	-0.960	-1.039	-0.999
2000	-0.994	-0.994	-0.899	-0.986	-0.984	-0.779	-0.915	-1.029	-1.018	-1.034	-0.963
2001	-0.961	-0.961	-0.887	-1.120	-1.014	-0.835	-0.943	-1.026	-0.978	-1.036	-0.976
2002	-0.988	-0.988	-0.869	-1.179	-1.042	-0.974	-0.882	-1.024	-0.960	-1.036	-0.994
2003	-0.998	-0.998	-0.868	-1.133	-1.038	-0.918	-0.974	-1.027	-0.983	-1.035	-0.997
2004	-1.006	-1.006	-0.874	-1.153	-1.040	-0.951	-0.950	-1.027	-0.935	-1.036	-0.998
2005	-1.008	-1.008	-0.875	-1.159	-1.023	-0.829	-0.917	-1.026	-0.938	-1.036	-0.982
2006	-0.997	-0.997	-0.918	-1.103	-1.010	-1.049	-0.992	-1.027	-1.035	-1.035	-1.016
2007	-1.019	-1.019	-0.948	-1.047	-1.001	-1.075	-1.181	-1.029	-1.203	-1.035	-1.056
平均	-0.989	-0.989	-0.882	-1.112	-1.006	-0.934	-0.953	-1.021	-0.964	-1.032	-0.988

資料來源：本研究。

表9為東亞10國股票市場區域整合的速度，根據該表，各國股市因應區域內影響的反應速度並非十分一致，不但彼此之間的速度互異，即使是同一股市各年之間也有差異，但日本、新加坡、台灣以及後半期的南韓股市的反應型態較為一致，呈現振盪起伏

的收斂狀況。

## 二、 $\sigma$ 收斂

內生經濟成長理論中的 $\sigma$ 收斂觀念，其實是金融界常用的橫剖面波動程度(cross-sectional volatility or dispersion)，此處橫剖面

波動程度界定為東亞各國股價指數變動率相對於所有東亞國家平均股價指數變動率離散程度的總合。這是一種跨國標準差的概念：若橫剖面波動的程度呈現持續下降趨勢，則代表從股票市場的角度來看，區域金融的整合程度增加，在極端的情況下，若該跨國標準差之值為0，則為完全整合，因此橫剖面波動程度可做為整體而言區域內各國股價變動率是否趨於收斂或走向一致及其程度的參考指標。從技術上的角度來看，研究者不必經過經濟計量方法估計，即可得到隨著時間變化的 $\sigma$ 收斂時間數列值，因此是區域金融整合參考指標的優點。

橫剖面波動程度包括算術平均與加權平均兩種公式，算術平均法公式為

$$\sigma_t^A = \sqrt{\left(\frac{1}{n}\right) \sum_{i=1}^n (r_{i,t} - r_t)^2} \quad \text{或}$$

$$\sigma_t^A = \sqrt{\left(\frac{1}{n-1}\right) \sum_{i=1}^n (r_{i,t} - r_t)^2} \quad (6)$$

其中， $r_{i,t}$  與  $r_t$  分別為各國股價指數變動率與區域平均股價指數變動率， $r_t$  為國家數。在算術平均法公式中，各國股市的權數相同， $n$  所代表的東亞國家平均股價指數變動率為各國股價指數變動率的算術平均。本文所採用的算術平均法計算公式係以 $n-1$ 為被除數。

加權平均法的公式則為

$$\sigma_t^W = \sqrt{\sum_{i=1}^n w_{i,t} (r_{i,t} - r_t)^2} \quad (7)$$

加權平均法係將各國股市相對大小的因素考慮進去，以各國股票市場市值加權， $r_t$  所代表的東亞國家平均股價指數變動率為各國股價指數變動率的加權平均<sup>註14</sup>。本節所採用的加權平均法以表2的資料為各國的權數。

圖3為根據算術平均法與加權平均法所計算的橫剖面波動程度，根據該圖，自亞洲金融危機結束之後，東亞各國股價指數變動率的橫剖面波動程度呈現下降趨勢，顯示各國股價的變動有走向一致的傾向。2005年初以加權平均法計算的波動程度達到最低點，僅約為0.5%左右。不過，到了2006年5月起該橫剖面波動幅度開始上升，此一現象應與中國大陸股市於該年4月起逐漸進入牛市，此後股價指數不斷上升並在東亞地區一枝獨秀有關，致影響了整體的跨國波動幅度。

雖然圖2顯示，亞洲金融危機結束後東亞各地股市的股價指數變動率有收斂的傾向，但也有可能向代表全球因素的美國股市整合。因此我們分別以MSCI遠東股價指數變動率、東亞算術平均股價指數變動率與前期美國股價指數變動率為中心，將橫剖面波動程度列於表10與圖4。根據表10，東亞10國橫剖面波動程度的走勢十分相似，若依高低順序排列則為以MSCI遠東股價為中心、以美國股價為中心、以東亞股價算術平均為中心。

圖3 東亞各國股價指數變動率的橫剖面波動程度

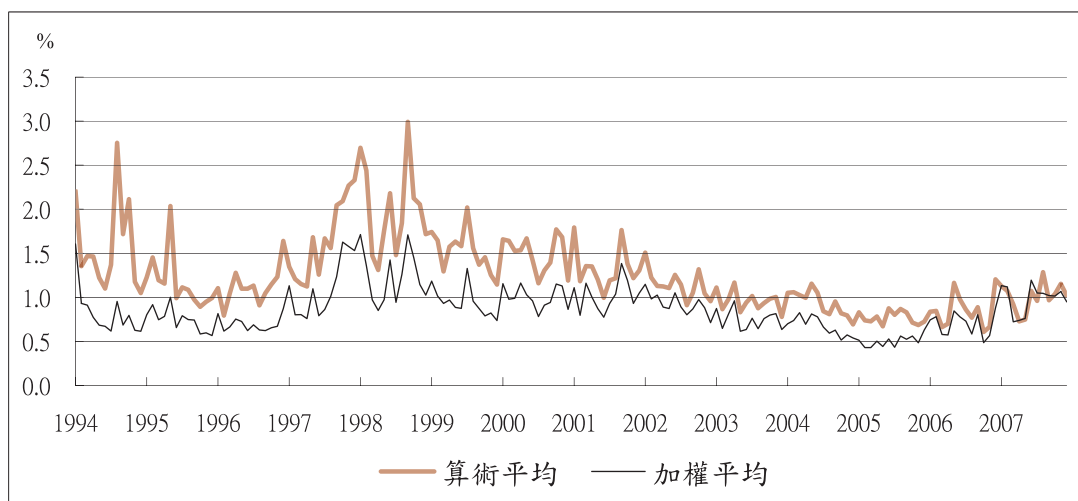


表10 日平均東亞10國股價指數變動率橫剖面波動程度

單位：%

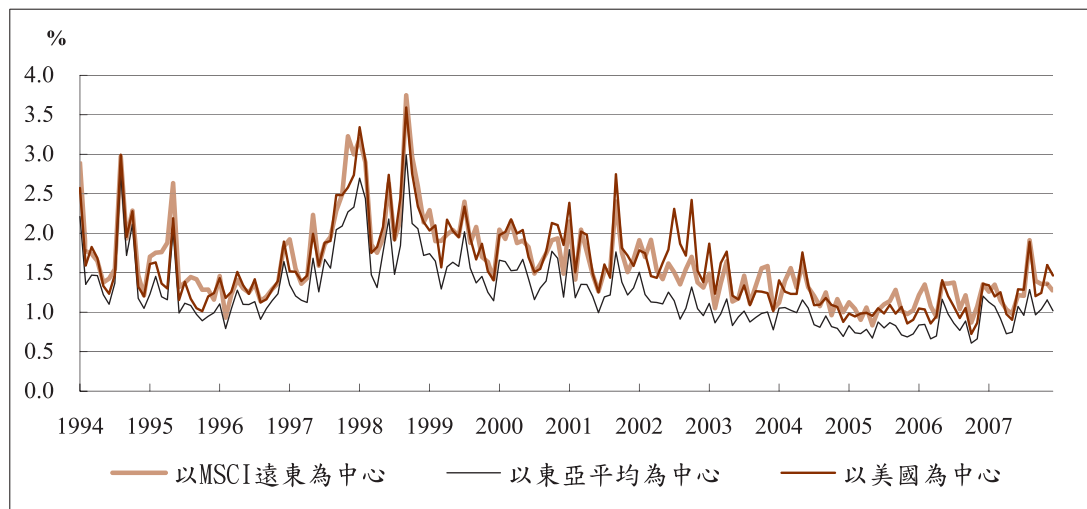
	以MSCI遠東為中心	以東亞平均為中心	以美國為中心
1994	1.856	1.583	1.788
1995	1.584	1.172	1.358
1996	1.313	1.127	1.352
1997	2.074	1.644	1.961
1998	2.483	2.006	2.486
1999	1.933	1.522	1.882
2000	1.825	1.496	1.900
2001	1.708	1.329	1.794
2002	1.573	1.147	1.754
2003	1.329	0.956	1.339
2004	1.247	0.937	1.218
2005	1.044	0.770	0.982
2006	1.186	0.847	1.041
2007	1.290	1.007	1.303
平均	1.603	1.253	1.583

資料來源：本研究。

從表10資料與圖4，以MSCI遠東股價為中心與美國股價為中心相較，東亞10國朝向全球整合的程度似大於區域整合的程度，而若以東亞平均股價為中心與美國股價為中心比較，則顯示東亞10國朝向區域整合的程度似大於全球整合的程度。

$\beta$  收斂與  $\sigma$  收斂可分別針對區域金融整

合的速度與程度提供一個清晰的概念，而  $\sigma$  收斂的計算也毋須仰賴經濟計量方法<sup>註15</sup>，是其另一優點。但這兩個方法皆沒有考慮MSCI遠東股價指數變動率也可能受到美國股價指數變動率的影響，換句話說，區域性因素可能因全球性因素的變動而發生改變，因此無論是以  $\beta$  收斂或  $\sigma$  收斂當指標，都容

圖4 日平均東亞10國股價指數變動率橫剖面波動程度( $\sigma$  收斂)

易顯示出東亞股市朝向區域整合或全球整合程度差異不大的情況，因此在以下各節討論到區域與全球性因素或衝擊的地方，本文皆以經濟計量方法中的正交化方法，先剔除MSCI遠東股價指數變動率受到美國股價指數變動率影響的部分，再進行實證。

$\beta$  收斂與  $\sigma$  收斂另一個可能的問題是來自於方程式中的誤差項，若誤差項本身包含

全球的衝擊、區域的衝擊以及與各國內部有關地方的衝擊等在內，則收斂產生的來源，並不一定來自於全球或區域的因素。以  $\sigma$  收斂為例，區域內的國家可能在實際上係處於非整合或低度整合的情況，但如果因地方的衝擊下降而使得橫剖面波動程度降低，容易誤判為區域金融整合程度上升。

#### 肆、東亞地區股票市場共同因素的檢證

本節以Kalman濾波器法，針對東亞各國股票價格指數變動率以區域內影響與區域外或全球性影響兩個共同因素進行實證。一如前節，採用Kalman濾波器法的優點，在於可將有關的係數設定為隨著時間變動，以觀察區域內各國股市受到區域內與區域外隨著時間演進的相對變化。

限定模型的作法，係將區域內影響與全球性影響兩個共同因素的係數限定在0與1之間，而且兩者之間呈現等量的取捨關係，易言之，兩個係數之和為1：若區域內的影響程度擴大，則代表區域外或全球性的影響減少。以下為基本模型的設定：

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} r_{msci,t} + (1 - \beta_{i,t}) r_{us,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

##### 一、限定模型的設定

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \xi_{\beta,t} \quad (9)$$

其中， $r_{i,t}$ ： $t$  期  $i$  國的股價變動率； $\alpha_i$ ：常數項， $r_{msci,t}$ ：MSCI遠東股價指數變動率， $r_{us,t-1}$ ：前一日美國S&P 500股價指數變動率。

根據(8)式，東亞各國股價指數變動率受到  $r_{msci,t}$  與  $r_{us,t-1}$  兩個共同因素影響，其中  $r_{msci,t}$  代表區域內影響， $r_{us,t-1}$  代表區域外影響或全球性影響。誤差項則為未被區域內與區域外影響等兩個因素決定的部分，其假設與前節相同。

類似於(8)與(9)式限定模型的設定最早源自於Haldane and Hall (1991)對英鎊、馬克與美元關係的研究，其後Manning (2002)以之做為分析東南亞股票市場收斂性的探討，Kim et al. (2004)與Yu et al.(2007)則分別將之應用於歐洲聯盟與東亞地區金融整合的研究。此種設定方式的優點為將係數限定在0與1之間，且可隨著時間改變，理論上若  $\beta_{i,t}$  趨近於1，則代表東亞股市趨向於區域整合，而若  $\beta_{i,t}$  趨近於0，則代表東亞股市走向全球整合。

不過，此一設定也有它的缺點。(8)式假設  $r_{msci,t}$  與  $r_{us,t-1}$  這兩個因素相互獨立，然而  $r_{msci,t}$  本身也可能受到  $r_{us,t-1}$  的影響。因此，此處我們將這兩個變數正交化，以扣除  $r_{us,t-1}$  對  $r_{msci,t}$  的影響：

$$r_{msci,t} = \gamma_t r_{us,t-1} + \varepsilon_{msci,t} \quad (10)$$

$$\gamma_t = \gamma_{t-1} + \xi_{\gamma,t} \quad (11)$$

式中，MSCI遠東股價指數變動率係受美國股價指數變動率的影響，其係數  $\gamma_t$  也設為隨機漫步形式。因此(8)式可改寫成

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} (r_{msci,t} - \gamma_t r_{us,t-1}) + (1 - \beta_{i,t}) r_{us,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

## 二、係數為加權平均的區域整合指標

本小節根據前述模型以Kalman濾波器法進行實證，並將係數實證結果的平均值列示於表11，以做為觀察隨著時間演變東亞各國股市的整合程度。就該13年資料觀察，1994至2003年間東亞地區股票市場的整合程度呈現上升的趨勢。但2004至2007年這一段期間，則顯示了整合程度下降，似與該段期間正值美國股市與房地產市場興旺且美國貿易赤字擴大有關。至於下降主要的來源為香港、日本、南韓與菲律賓，似對美國股市變動的敏銳度增大。

至於美國股市對東亞股市的影響，根據表11，即使是東亞股票市場整合程度最高的2003年，美國股市對東亞各國股市的影響力仍超過45%，影響程度不低。再就該年以後觀察，至2007年，美國股市對東亞股市平均的影響力已接近65%，由於本文係將美國股市視為區域外或全球性的影響，此一實證結果似顯示，從股票市場的角度來看，東亞區域金融整合的程度低於與全球金融整合的程度。

表11 日平均東亞地區各國股票市場的區域整合程度

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	區域整合	全球整合
1994	0.199	0.291	0.223	0.777	0.291	0.396	0.136	0.327	0.157	0.128	0.292	0.708
1995	0.229	0.215	0.163	0.743	0.215	0.284	0.185	0.234	0.218	0.167	0.265	0.735
1996	0.328	0.244	0.300	0.783	0.245	0.429	0.384	0.442	0.330	0.293	0.378	0.622
1997	0.357	0.341	0.359	0.845	0.342	0.440	0.359	0.383	0.415	0.339	0.418	0.582
1998	0.292	0.465	0.416	0.698	0.466	0.414	0.325	0.479	0.466	0.273	0.429	0.571
1999	0.352	0.429	0.306	0.671	0.429	0.390	0.316	0.391	0.468	0.397	0.415	0.585
2000	0.473	0.369	0.486	0.647	0.368	0.476	0.428	0.443	0.482	0.427	0.460	0.540
2001	0.507	0.446	0.530	0.840	0.446	0.471	0.532	0.520	0.508	0.422	0.522	0.478
2002	0.514	0.500	0.500	0.787	0.500	0.484	0.486	0.546	0.510	0.443	0.527	0.473
2003	0.588	0.511	0.591	0.788	0.511	0.503	0.442	0.499	0.535	0.514	0.548	0.452
2004	0.485	0.424	0.452	0.662	0.424	0.349	0.220	0.399	0.480	0.491	0.439	0.561
2005	0.447	0.431	0.391	0.591	0.431	0.370	0.317	0.396	0.469	0.444	0.429	0.571
2006	0.399	0.403	0.324	0.788	0.403	0.258	0.182	0.321	0.351	0.394	0.382	0.618
2007	0.440	0.361	0.319	0.608	0.360	0.284	0.071	0.326	0.349	0.420	0.354	0.646
平均	0.401	0.388	0.383	0.731	0.388	0.396	0.313	0.407	0.410	0.368	0.418	0.582

資料來源：本研究。

### 三、非限定模型

前述的實證結果為基於限定模型而得，因此東亞股市對區域內影響與全球性影響兩個共同因素的反應，係呈等量的取舍關係。本小節放寬此一假設，根據以下的非限定模型做為實證的基礎：

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} r_{msci,t} + \delta_{i,t} r_{us,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \xi_{\beta,t} \quad (14)$$

$$\delta_{i,t} = \delta_{i,t-1} + \xi_{\delta,t} \quad (15)$$

(13)式不再限定係數為  $\beta_{i,t}$  與  $1 - \beta_{i,t}$ ，而是不同的待估計係數： $\beta_{i,t}$  與  $\delta_{i,t}$ ，可做為東亞地區反應區域與全球相對影響的比較基礎。一如限定模型，此處先將  $r_{msci,t}$  與  $r_{us,t-1}$  正交化，以扣除  $r_{us,t-1}$  對  $r_{msci,t}$  的影響。

表12為東亞地區各國股票市場反應全球影響的實證結果，根據該表，美國股市對東

亞股市的平均影響力於2002年達到一個低點以後逐漸上升，至2007年，美國股價變動率每變動1個百分點，東亞股市股價變動率則隨之變化約0.68個百分點。以該年為準，受影響程度最高的3個股市依次為菲律賓、新加坡與香港。台灣股市雖然受影響程度也不低，超過0.5個百分點，但在東亞各股市中處於後段。受影響程度最低的股市為中國大陸股市，僅及0.06個百分點左右，顯示該股市受到全球性的影響程度並不高，似自成一個體系。

表13為東亞地區各國股票市場反應區域影響的實證結果，根據該表，東亞各國股市反應區域內影響的程度於1998年達到一個高點，平均為0.454，應係反映亞洲金融危機的影響，其後至2006年，顯示出起伏波動，且各年係數皆不到0.4，但到了2007年則上

表12 日平均東亞地區各國股票市場對全球影響的反應係數

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	0.453	1.142	0.151	0.181	0.080	0.467	0.351	0.491	0.373	0.245	0.393
1995	0.172	1.257	0.389	0.430	0.067	0.599	0.533	0.635	0.712	0.311	0.511
1996	0.084	0.748	0.359	0.454	0.036	0.358	0.357	0.427	0.424	0.191	0.344
1997	0.104	0.652	0.385	0.343	0.228	0.227	0.328	0.406	0.240	0.174	0.309
1998	0.100	0.962	0.619	0.439	0.422	1.079	0.646	0.824	0.543	0.364	0.600
1999	0.071	0.652	0.587	0.378	0.558	0.299	0.478	0.531	0.423	0.253	0.423
2000	0.000	0.755	0.244	0.447	0.829	0.187	0.349	0.477	0.428	0.272	0.399
2001	0.017	0.561	0.090	0.376	0.595	0.147	0.064	0.351	0.185	0.335	0.272
2002	0.032	0.376	0.107	0.390	0.432	0.163	0.164	0.280	0.127	0.350	0.242
2003	0.009	0.343	0.190	0.397	0.484	0.168	0.280	0.263	0.202	0.373	0.271
2004	0.000	0.546	0.321	0.666	0.516	0.290	0.470	0.348	0.274	0.403	0.383
2005	0.025	0.410	0.373	0.565	0.501	0.156	0.310	0.286	0.285	0.431	0.334
2006	0.041	0.543	0.677	0.551	0.508	0.226	0.709	0.498	0.393	0.440	0.459
2007	0.063	0.885	0.791	0.692	0.664	0.691	1.149	0.843	0.518	0.504	0.680
平均	0.084	0.702	0.377	0.451	0.423	0.361	0.442	0.476	0.366	0.332	0.401

資料來源：本研究。

升至0.41左右。比較表12與13，平均而言，東亞地區對全球影響的敏銳度要高於對區域影響的敏銳度。就各國股市而言，除了日本以外，也出現類似的型態。不過日本股市對

區域影響的反應較高，有可能係因為MSCI遠東股價指數中，日本股市所占比重較大所致。

表13 日平均東亞地區各國股票市場對區域影響的反應係數

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	0.137	0.517	0.075	0.772	0.037	0.500	-0.022	0.313	0.208	0.001	0.254
1995	0.099	0.241	0.069	0.806	0.107	0.215	0.105	0.171	0.195	0.054	0.206
1996	0.092	0.339	0.099	1.018	-0.024	0.341	0.126	0.387	0.175	0.042	0.259
1997	0.072	0.439	0.155	0.959	-0.066	0.225	0.106	0.231	0.010	0.011	0.214
1998	0.028	0.664	0.420	0.735	0.406	0.719	0.301	0.621	0.538	0.105	0.454
1999	0.019	0.417	0.243	0.704	0.327	0.221	0.226	0.280	0.334	0.158	0.293
2000	0.019	0.480	0.219	0.773	0.536	0.165	0.181	0.363	0.359	0.160	0.325
2001	0.023	0.536	0.150	1.038	0.652	0.116	0.133	0.401	0.168	0.180	0.340
2002	0.046	0.337	0.126	0.984	0.488	0.080	0.128	0.281	0.189	0.237	0.290
2003	0.055	0.292	0.299	0.945	0.484	0.156	0.100	0.274	0.190	0.343	0.314
2004	0.070	0.379	0.336	0.818	0.626	0.192	0.111	0.287	0.370	0.407	0.360
2005	0.083	0.332	0.266	0.658	0.602	0.095	0.093	0.196	0.299	0.385	0.301
2006	0.100	0.347	0.321	0.896	0.538	0.089	0.145	0.298	0.190	0.339	0.326
2007	0.124	0.535	0.386	0.848	0.539	0.315	0.217	0.498	0.232	0.397	0.409
平均	0.069	0.418	0.226	0.854	0.375	0.245	0.139	0.329	0.247	0.201	0.310

資料來源：本研究。



## 伍、全球衝擊、區域衝擊與區域金融整合

若以全球的角度觀察，一國金融市場的衝擊或訊息的來源可分為來自於全球的衝擊、區域的衝擊，以及與各國自身有關之地方的衝擊。就區域整合或全球整合而言，如果一個地區走向區域金融整合，表示區域內各種金融交易的藩籬逐漸減少，該地區國家的金融市場價格或其變動率應該會對區域的衝擊的反應愈來愈顯著，如果係走向全球整合，則各國理應對全球的衝擊的反應程度較高。這是Baele et al. (2004)認為也應以訊息為基礎衡量區域金融整合程度的基本理由。又這一類的實證模型一般稱之為波動性—外溢模型(volatility spillover model)<sup>註16</sup>，也應用於金融市場外溢效果的研究。

### 一、模型的設定與估計步驟

以訊息為基礎模型的基本方法為將一國股價變動率區分為預料到的與未預料到的兩個部分，後者又進一步區分為全球的衝擊、區域的衝擊及與各國有關地方的衝擊<sup>註17</sup>，整個模型最終的目的為除了估計全球衝擊與區域衝擊反應係數外，並估計該3種衝擊條件變異數，並求算其各自占總衝擊變異的比率，以觀察其比重變化。在本節中，未預料到的美國股價變動率與MSCI股價變動率，分別代表來自全球與來自區域的衝擊。

本節以Baltzer et al. (2008)的模型為基礎

進行實證<sup>註18</sup>，首先以單一方程式GARCH模型估計美國股價變動率及其條件變異數。條件平均值方程式為：

$$r_{us,t} = \alpha_{us} + \gamma_{us} r_{us,t-1} + \varepsilon_{us,t} \quad (16)$$

條件變異數方程式則為

$$E_{t-1}(\varepsilon_{us,t}^2) = \sigma_{us,t}^2 = \delta_{us,0} + \delta_{us,1} \varepsilon_{us,t-1}^2 + \delta_{us,2} \sigma_{us,t-1}^2 \quad (17)$$

(16)式中，美國股價變動率分為兩部分，其中預料到的部分為 $r_{us,t} = \alpha_{us} + \gamma_{us} r_{us,t-1}$ 所代表的AR(1)過程，而未預料到的部分則為 $\varepsilon_{us,t}$ ，至於其條件變異數則受前期誤差平方 $(\varepsilon_{us,t-1}^2)$ 與前期條件變異數 $(\sigma_{us,t-1}^2)$ 的影響，這是一個相當標準的單一方程式AR(1)-GARCH(1, 1)模型。

其次估計代表區域性因素的MSCI遠東股價指數變動率：

$$r_{msci,t} = \alpha_{msci} + \gamma_{msci} r_{msci,t-1} + \varepsilon_{msci,t} \quad (18)$$

$$\varepsilon_{msci,t} = \delta \varepsilon_{us,t-1} + e_{msci,t} \quad (19)$$

(18)式與(16)式相似，MSCI遠東股價指數變動率預料到的部分為 $\alpha_{msci} + \gamma_{msci} r_{msci,t-1}$ 所代表的AR(1)過程，而未預料到的部分則為 $\varepsilon_{msci,t}$ 。由於MSCI遠東股價指數變動率也會受美國股價指數變動率的影響，因此(19)式將(16)與(18)兩式的誤差項正交化，以排除美國股價的影響，並以下式估計其條件變異數：

$$E_{t-1}(e_{msci,t}^2) = \sigma_{msci,t}^2 = \delta_{msci,0} + \delta_{msci,1} \varepsilon_{msci,t-1}^2 + \delta_{msci,2} \sigma_{msci,t-1}^2 \quad (20)$$

再次則為估計東亞10國各股價指數變動率，我們設定下式：

$$r_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i r_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (21)$$

(21)式為東亞各國股價變動率方程式，一如之前的方程式，東亞各國股價指數變動率係由  $\alpha_i + \gamma_i r_{i,t-1}$  所代表的AR(1)過程以及一誤差項  $\varepsilon_{i,t}$  所解釋，其條件平均值方程式設定為

$$\varepsilon_{i,t} = \beta_{i,t-1}^{us} \varepsilon_{us,t-1} + \beta_{i,t}^{msci} e_{msci,t} + e_{i,t} \quad (22)$$

式中， $\varepsilon_{us,t-1}$ 、 $e_{msci,t}$  與  $e_{i,t}$  分別代表全球的衝擊、區域的衝擊及與東亞各國有關地方的衝擊或訊息，係數  $\beta_{i,t-1}^{us}$  與  $\beta_{i,t}^{msci}$  為可隨著時間變化的隨機漫步型態。此處採用的自變數為  $\varepsilon_{us,t-1}$ ，而不是  $\varepsilon_{us,t}$ ，理由與前面數節相同：本文係以日資料進行實證，應考慮不同區域股市開市與收市的時間差，以至少避免使用日資料所產生的跨洲非同步性(non-synchronous)問題。

條件變異數方程式則為

$$E_{t-1}(e_{i,t}^2) = \sigma_{i,t}^2 = \delta_{i,0} + \delta_{i,1} e_{i,t-1}^2 + \delta_{i,2} \sigma_{i,t-1}^2 \quad (23)$$

我們根據實證結果可得到東亞個別股價指數變動率未預料到部分的條件變異數方程式：

$$E_{t-1}(\varepsilon_{i,t}^2) = \sigma_{i,\varepsilon,t}^2 = (\beta_{i,t-1}^{us})^2 \sigma_{us,t-1}^2 + (\beta_{i,t}^{msci})^2 \sigma_{msci,t}^2 + \sigma_{i,t}^2 \quad (24)$$

最後分別計算全球的衝擊、區域的衝擊與地方的衝擊的條件變異數及其占總衝擊變異的比率，(25)至(27)式為各該比率的公式：

$$\text{全球衝擊的比率} = \frac{(\beta_{i,t-1}^{us})^2 \sigma_{us,t-1}^2}{\sigma_{i,\varepsilon,t}^2} \quad (25)$$

$$\text{區域衝擊的比率} = \frac{(\beta_{i,t}^{msci})^2 \sigma_{msci,t}^2}{\sigma_{i,\varepsilon,t}^2} \quad (26)$$

$$\text{地方衝擊的比率} = \frac{\sigma_{i,t}^2}{\sigma_{i,\varepsilon,t}^2} \quad (27)$$

此外，我們也可以根據各誤差項的條件平均值方程式與各條件變異數的定義，進一步得到下列各種條件相關係數公式：

東亞各國與美國股價變動率未預料到部分的條件相關係數為

$$\rho_{i,us,t} = \frac{\beta_{i,t-1}^{us} \sigma_{us,t-1}}{\sigma_{i,\varepsilon,t}} \quad (28)$$

東亞各國與MSCI遠東股價變動率未預料到部分的條件相關係數為

$$\rho_{i,msci,t} = \frac{\delta \beta_{i,t-1}^{us} \sigma_{us,t-1}^2 + \beta_{i,t}^{msci} \sigma_{msci,t}^2}{\sigma_{i,\varepsilon,t} \sigma_{msci,t}} \quad (29)$$

東亞國家彼此之間( $i$ 與 $j$ )股價變動率未預料到部分的條件相關係數為

$$\rho_{i,j,t} = \frac{\beta_{i,t-1}^{us} \beta_{j,t-1}^{us} \sigma_{us,t-1}^2 + \beta_{i,t}^{msci} \beta_{j,t}^{msci} \sigma_{msci,t}^2}{\sigma_{i,\varepsilon,t} \sigma_{j,\varepsilon,t}} \quad (30)$$

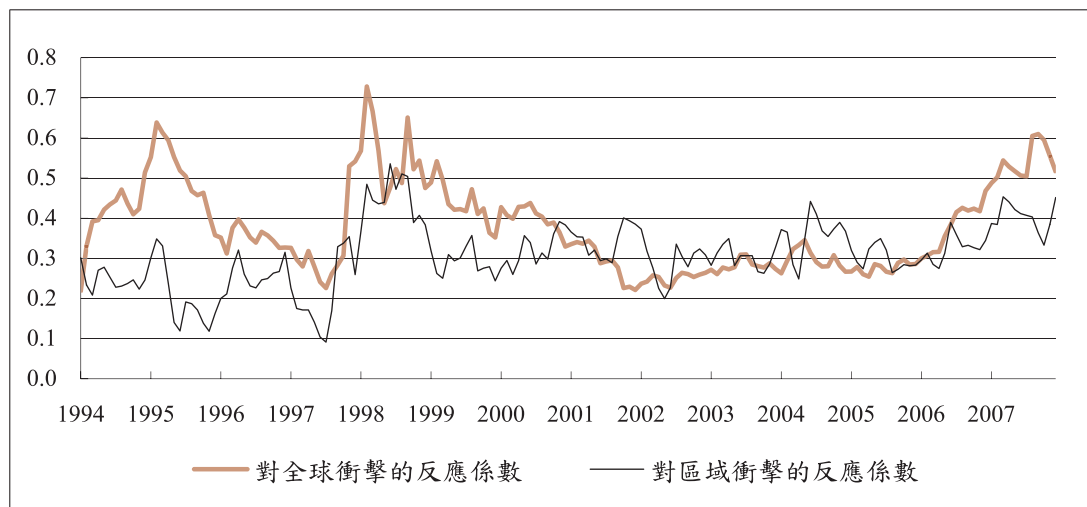
從(28)至(30)式可看出決定各條件相關係數的決定因素，其中出現在分母中的各國股價變動率總變異為相當重要的因素，若各國總變異主要為來自於地方衝擊所造成的變異，則即使  $\beta_{i,t-1}^{us}$  與  $\beta_{i,t}^{msci}$  等數值不低，各條件相關係數值也會偏低。

東亞股市全球整合與區域整合程度指標方面，歐洲中央銀行年度的「歐洲金融整合」(Financial Integration in Europe)與世界銀行的「東亞金融—邁向健全的市場之路」(East Asian Finance: the Road to Robust Markets)分析報告中<sup>註19</sup>，既以反應係數為指標，也觀察全球衝擊與區域衝擊比率；但若根據波動性—外溢模型原創者Bekaert and Harvey<sup>註20</sup>，反應係數應為全球與區域整合的指標，而全球衝擊與區域衝擊比率代表波動的比率。本文將不同指標的實證結果分節列示。

## 二、東亞股市對全球與區域衝擊的反應係數

若以東亞股市對全球與區域影響的反應係數  $\beta_{i,t-1}^{us}$  與  $\beta_{i,t}^{msci}$ <sup>註21</sup>，分別為全球整合與區域整合的指標，實證結果顯示兩者數值皆不低。圖5為針對(22)式實證，所得到的東亞股市對全球影響與對區域衝擊反應係數跨國日平均時間數列值。從該圖觀察，大體上而言，東亞股市對美國股價變動率的隨機波動反應較為敏銳，2001至2006年間，東亞股市對其反應的程度雖低於對區域股價變動率中隨機變動的部分，但差距並不大。就2007年而言，東亞股市對美國股價變動率隨機波動的反應係數約在0.5與0.6之間，亦即每增加1個百分點的隨機波動會對東亞股價變動率會造成0.5至0.6個百分點的變化，因此從2006年及以後反應程度來看，東亞股市較受制於

圖5 東亞股市對全球與區域衝擊的平均反應係數



來自全球的衝擊，或走向全球整合的程度較高。

另一方面，東亞股市對來自於區域衝擊的反應較為平穩，1999至2006年間，東亞股市對MSCI遠東股價變動率隨機波動的反應程度在0.3至0.4之間浮動，亦即每1個百分點

的變動會對東亞股價變動率會造成0.3至0.4個百分點的變化。

本文亦將圖5的資料以HP濾波器過濾，以觀察其變動的趨勢，列示於圖6。根據圖6，1994至2000年與2006至2007年這兩段期間，東亞股市全球整合的程度較高，至2007

圖6 東亞股市對全球與區域衝擊的平均反應係數(以HP濾波器過濾)

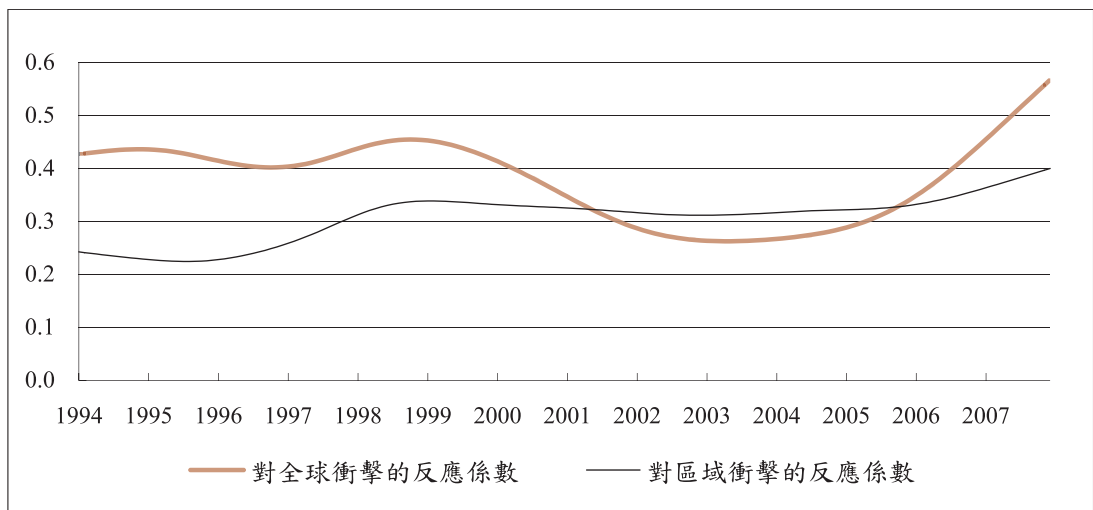


表14 東亞各國股市對全球衝擊的反應係數

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	0.518	1.155	0.162	0.328	0.091	0.485	0.316	0.463	0.334	0.226	0.408
1995	0.215	1.293	0.394	0.382	0.083	0.592	0.521	0.628	0.692	0.308	0.511
1996	0.114	0.782	0.339	0.435	0.037	0.365	0.340	0.472	0.434	0.205	0.352
1997	0.116	0.661	0.386	0.432	0.225	0.244	0.332	0.408	0.264	0.178	0.324
1998	0.106	0.894	0.584	0.415	0.407	0.991	0.561	0.731	0.513	0.338	0.554
1999	0.082	0.666	0.601	0.420	0.567	0.291	0.485	0.551	0.437	0.271	0.437
2000	0.017	0.747	0.253	0.425	0.835	0.195	0.350	0.486	0.431	0.274	0.401
2001	0.024	0.599	0.104	0.436	0.620	0.159	0.085	0.371	0.198	0.334	0.293
2002	0.035	0.386	0.108	0.440	0.443	0.164	0.161	0.286	0.125	0.354	0.250
2003	0.020	0.343	0.198	0.445	0.516	0.177	0.272	0.250	0.210	0.388	0.282
2004	0.011	0.444	0.214	0.445	0.417	0.203	0.409	0.254	0.202	0.384	0.298
2005	0.027	0.355	0.307	0.446	0.369	0.137	0.283	0.232	0.215	0.390	0.276
2006	0.032	0.429	0.597	0.443	0.371	0.197	0.628	0.377	0.326	0.389	0.379
2007	0.035	0.680	0.646	0.442	0.488	0.566	1.067	0.632	0.430	0.407	0.539
平均	0.096	0.674	0.349	0.424	0.391	0.340	0.415	0.439	0.344	0.318	0.379

資料來源：本研究。

年已接近0.6的水準，而在2001年中至2006年間，則為區域整合程度略高於全球整合。長期來看，東亞股市區域整合的腳步較為平穩，2007年約為0.4的水準。

就表14對全球衝擊的反應係數觀察，14年長期平均，香港、新加坡與日本股市是對全球股價隨機波動反應最為敏銳的3個股

市。另一方面，新興大陸經濟體的股市則對全球影響的反應程度最低，與東亞其他國家相比差距亦大，似自成一個格局。

就表15觀察，14年間平均而言，日本、香港、南韓與新加坡等股市為對區域隨機波動影響最大的股市，大陸股對區域隨機衝擊的反應度則最低。

表15 東亞各國股市對區域衝擊的反應係數

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	0.126	0.516	0.071	0.765	0.031	0.473	-0.010	0.299	0.190	0.004	0.246
1995	0.078	0.232	0.071	0.814	0.105	0.217	0.110	0.168	0.192	0.054	0.204
1996	0.074	0.339	0.095	1.012	-0.032	0.332	0.120	0.400	0.174	0.042	0.256
1997	0.058	0.440	0.148	0.955	-0.064	0.217	0.095	0.235	0.007	0.017	0.211
1998	0.018	0.669	0.402	0.732	0.397	0.684	0.275	0.619	0.561	0.122	0.448
1999	0.015	0.421	0.236	0.708	0.324	0.212	0.230	0.267	0.326	0.169	0.291
2000	0.014	0.476	0.205	0.779	0.528	0.172	0.172	0.354	0.353	0.160	0.321
2001	0.017	0.536	0.152	1.046	0.655	0.127	0.141	0.405	0.174	0.177	0.343
2002	0.044	0.338	0.118	0.985	0.489	0.083	0.144	0.284	0.185	0.232	0.290
2003	0.054	0.289	0.283	0.944	0.463	0.147	0.095	0.246	0.171	0.330	0.302
2004	0.069	0.376	0.333	0.834	0.621	0.198	0.116	0.284	0.375	0.397	0.360
2005	0.083	0.328	0.273	0.656	0.601	0.102	0.090	0.191	0.296	0.383	0.300
2006	0.102	0.344	0.313	0.877	0.538	0.084	0.148	0.303	0.190	0.337	0.324
2007	0.126	0.553	0.357	0.852	0.545	0.294	0.212	0.484	0.217	0.395	0.404
平均	0.063	0.418	0.218	0.854	0.372	0.239	0.138	0.324	0.244	0.201	0.307

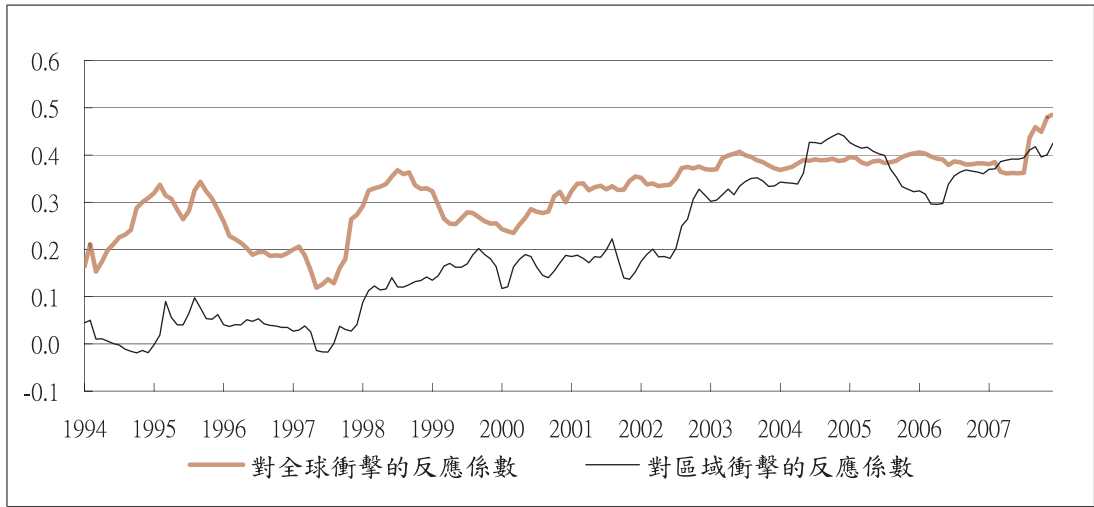
資料來源：本研究。

整體而言，東亞各國股市既有朝向全球整合也有走向區域整合的趨勢，同時在長期間互有起伏，但若根據圖5與6，近兩年來東亞各國向全球整合的程度較高。

台灣股市方面，就14年平均而言，其對全球影響的反應程度在東亞國家居於後段，但自2003年以來，其程度皆在0.38以上，也就是美國股價變動率每增加1個百分點的隨機波動，對台灣股價變動率約增加0.4個百分點未預料到的波動，受影響程度不低。到了

2007年，台灣股市對全球衝擊的反應程度上升，至年底已達將近0.5的水準。在對區域隨機衝擊影響的反應程度方面，就14年平均而言，其在東亞國家也居於後段，但自2004年以來，也有將近約0.4的程度，也就是區域股價變動率每增加1個百分點的隨機波動，對台灣股價變動率約增加0.4個百分點未預料到的波動，受影響程度也不低。長期而言，來自全球衝擊的反應係數高於來自區域衝擊的反應係數(圖7)。

圖7 台灣股市對全球與區域衝擊的反應係數



### 三、東亞股市全球衝擊與區域衝擊的比率

首先將(25)至(27)式實證結果化為年資料列於表16，該表顯示以下兩個特點：

1. 相對於地方的衝擊規模，無論是全球的衝擊或區域的衝擊所占總變異的比重皆不高，代表東亞各國股市主要仍受與自身有關的地方的衝擊影響，14年間平均比率接近0.8。但2005至2007年該比率似有降低的傾向，2007年已降至0.7以下。

2. 比較全球的衝擊與區域的衝擊比重，就14年平均而言，東亞股市因應區域的衝擊的比率為0.089，低於全球衝擊比率的0.117，但差距不大。若就各年觀察，東亞股市因應區域衝擊的比率自2000年的0.086回升，2006年達到0.156，比率仍然不高，但已是各年次高的水準，但到了2007年，美國次

級房貸風暴對美國股市造成波動起伏，並將其影響傳送至全球各地，區域衝擊比率回降至0.133，而全球衝擊比率則回升至0.180。

本文另將(25)與(26)式實證結果化為月資料，列示於圖8，該圖在相當程度上反映出經濟金融重大事件對東亞股市所造成的衝擊。例如，1997至1998年間為亞洲金融危機，這是一種區域的衝擊，因此自1997年中期起，區域衝擊的比率開始上升，至1998年初期，此一衝擊達到最高點，幾接近0.3或30%比率的水準。再如，2002年因美國安隆公司所引發的公司治理與會計假帳醜聞、美伊情勢緊張等因素的影響，使得東亞股市對美國股市的反應十分敏銳。又如，在2007年間，美國股市因受美國次級房貸問題的影響而下挫，進而影響全球，這是一種全球的衝擊，也反映該年全球衝擊比率不斷上升的情況。

表16 全球的衝擊、區域的衝擊與地方的衝擊占總變異比率

	全球的衝擊	區域的衝擊	地方的衝擊
1994	0.057	0.072	0.871
1995	0.080	0.082	0.838
1996	0.091	0.100	0.809
1997	0.073	0.086	0.841
1998	0.098	0.165	0.737
1999	0.116	0.087	0.797
2000	0.124	0.086	0.790
2001	0.095	0.143	0.761
2002	0.101	0.117	0.781
2003	0.073	0.128	0.799
2004	0.047	0.158	0.795
2005	0.050	0.123	0.826
2006	0.065	0.156	0.779
2007	0.180	0.133	0.687
平均	0.089	0.117	0.794

資料來源：本研究。

另一個有趣的時段則發生在2004年第2季左右，該季東亞股市受到區域與全球的衝擊：來自區域的衝擊包括中國大陸採取一連串宏觀調控的經濟降溫措施與外資撤離亞洲股市，而來自全球的衝擊則包括對美國聯準會升息的預期心理與油價上升，而本節的模

型似顯示該時段東亞股市反映區域的衝擊遠高於全球的衝擊。

圖8呈現兩比率上下起伏的現象，不易看出兩者趨勢，因此我們再以Hodrick-Prescott濾波器過濾月資料，得到兩個比率的時間趨勢數列值，列示於圖9。該圖顯示，

圖8 東亞股價變動率波動性來自全球衝擊與區域衝擊的比率

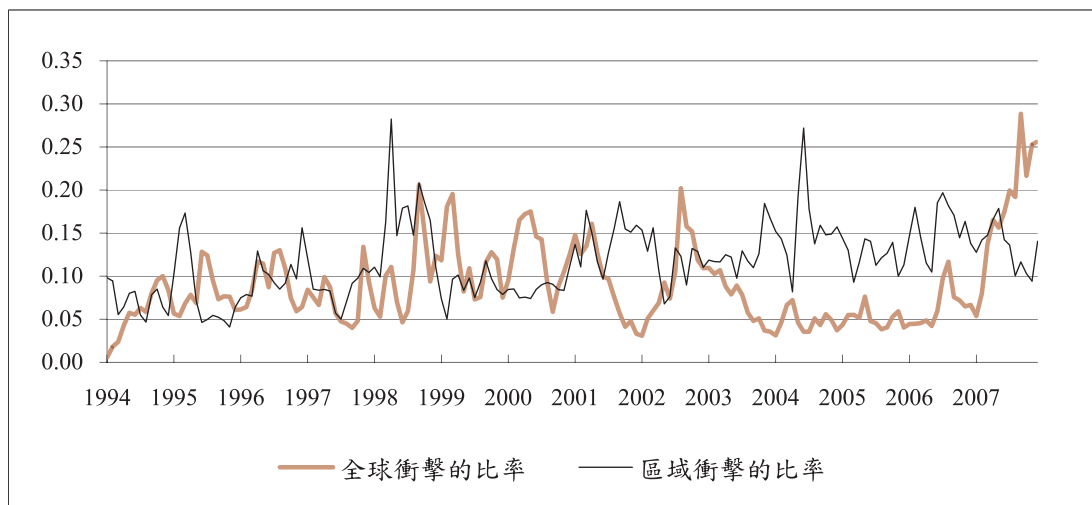
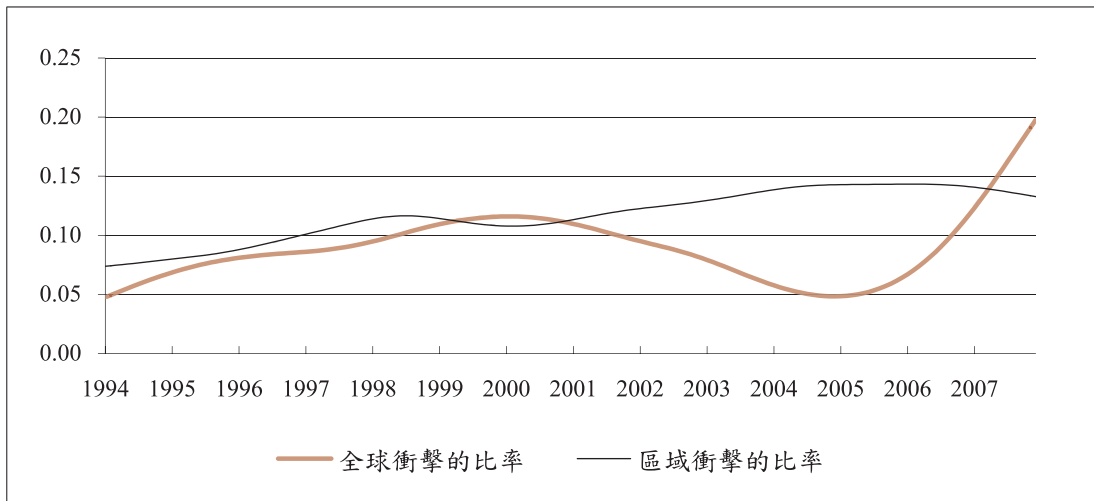


圖9 東亞股價變動率波動性來自全球衝擊與區域衝擊的比率  
(以HP濾波器過濾)



2000年以後東亞股市因應區域衝擊的比率緩慢上升，代表區域整合的程度逐漸上升，但2006年以後則有走下坡的傾向。另一方面，2000年全球衝擊的比率開始逐漸下降，但2005年及以後又快速上升，似顯示全球因素

牽動東亞金融的力量擴大，應係來自於美國次級房貸危機對全球金融所產生的衝擊。

各國股市因應全球衝擊與區域衝擊的比率，分別列於表17與18。就該兩表觀察，14年長期平均而言，香港、新加坡與日本股

表17 東亞各國股價變動率波動性來自全球衝擊的比率

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	0.016	0.227	0.017	0.050	0.005	0.082	0.026	0.106	0.032	0.010	0.057
1995	0.003	0.287	0.069	0.027	0.002	0.085	0.067	0.153	0.087	0.014	0.080
1996	0.002	0.302	0.066	0.107	0.001	0.118	0.057	0.171	0.069	0.014	0.091
1997	0.005	0.184	0.083	0.108	0.020	0.054	0.078	0.149	0.029	0.018	0.073
1998	0.009	0.148	0.078	0.093	0.045	0.145	0.122	0.185	0.081	0.075	0.098
1999	0.005	0.197	0.151	0.151	0.072	0.055	0.192	0.220	0.074	0.039	0.116
2000	0.000	0.247	0.061	0.183	0.172	0.072	0.141	0.222	0.110	0.033	0.124
2001	0.001	0.256	0.014	0.132	0.199	0.063	0.021	0.166	0.041	0.061	0.095
2002	0.002	0.209	0.033	0.196	0.133	0.099	0.053	0.139	0.051	0.099	0.101
2003	0.000	0.111	0.031	0.137	0.123	0.081	0.060	0.056	0.041	0.091	0.073
2004	0.000	0.089	0.018	0.081	0.053	0.050	0.071	0.054	0.011	0.046	0.047
2005	0.000	0.082	0.044	0.116	0.051	0.034	0.030	0.050	0.017	0.080	0.050
2006	0.000	0.073	0.123	0.055	0.044	0.053	0.125	0.086	0.035	0.055	0.065
2007	0.001	0.163	0.201	0.135	0.116	0.278	0.491	0.222	0.102	0.093	0.180
平均	0.003	0.184	0.071	0.112	0.074	0.092	0.110	0.142	0.056	0.052	0.089

資料來源：本研究。



市，係其股價變動率波動來自全球衝擊與來自區域衝擊比率最高的3個股市。中國大陸股市在這兩方面的程度則皆為東亞各國最低。台灣股市在這兩方面的程度不高，代表其股價變動率波動的來源，主要係來自於地

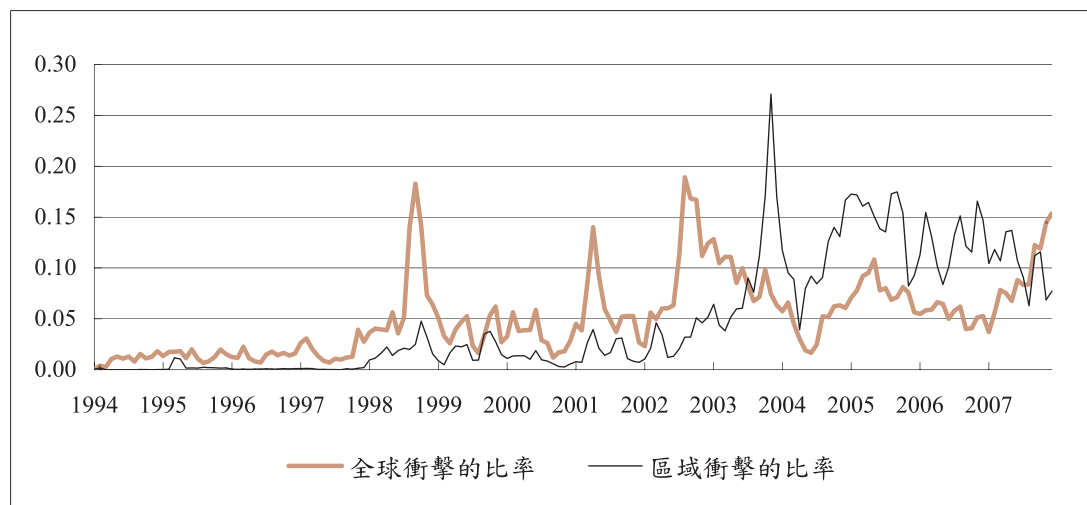
方衝擊。若就全球衝擊與區域衝擊比率比較，2004年以前，全球衝擊比率略高於區域衝擊比率，其後至2007年中期則情況相反。又2007年起，來自全球衝擊的比率逐漸升高，至年底已達0.15(圖10)。

表18 東亞各國股價變動率波動性來自區域衝擊的比率

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	東亞平均
1994	0.003	0.074	0.005	0.437	0.003	0.103	0.000	0.073	0.017	0.000	0.072
1995	0.003	0.051	0.019	0.491	0.024	0.064	0.021	0.102	0.045	0.003	0.082
1996	0.001	0.067	0.007	0.643	0.002	0.116	0.008	0.141	0.017	0.001	0.100
1997	0.002	0.091	0.019	0.618	0.007	0.029	0.016	0.072	0.011	0.001	0.086
1998	0.001	0.201	0.079	0.577	0.092	0.184	0.072	0.224	0.198	0.021	0.165
1999	0.000	0.096	0.030	0.483	0.030	0.034	0.053	0.079	0.050	0.020	0.087
2000	0.000	0.083	0.029	0.460	0.055	0.034	0.026	0.097	0.066	0.010	0.086
2001	0.000	0.197	0.035	0.697	0.202	0.047	0.027	0.182	0.028	0.018	0.143
2002	0.002	0.126	0.015	0.662	0.110	0.023	0.031	0.125	0.046	0.031	0.117
2003	0.003	0.093	0.084	0.661	0.132	0.064	0.014	0.095	0.031	0.101	0.128
2004	0.003	0.152	0.091	0.600	0.229	0.112	0.014	0.168	0.105	0.104	0.158
2005	0.003	0.132	0.058	0.457	0.256	0.029	0.006	0.080	0.062	0.148	0.123
2006	0.007	0.157	0.102	0.633	0.288	0.032	0.020	0.163	0.031	0.126	0.156
2007	0.004	0.112	0.071	0.564	0.169	0.097	0.024	0.157	0.028	0.103	0.133
平均	0.002	0.117	0.046	0.570	0.114	0.069	0.024	0.126	0.052	0.049	0.117

資料來源：本研究。

圖10 台灣股價變動率波動性來自全球衝擊與區域衝擊的比率



波動性—外溢模型分析仍有其限制，其在美國股價、MSCI遠東股價與東亞各國股價變動率之間關係具有遞迴(recursive)的特性，且假定東亞各國股價變動率來自地方衝擊的部分彼此不相關。另一個潛在的問題為區域內各股票市場可能經常受到共同衝擊的影響，而使得各股價變動率之間呈現相似的共變型態，但是否即代表股票市場整合程度提高，仍會產生疑義。

雖然如此，以訊息為基礎衡量方法的合理性仍高於前節的檢證方法。波動性—外溢模型將誤差項衝擊的來源分解成不同種類，再以GARCH方法進行檢證並計算各衝擊占總變異的比率，同時我們仍然可以從條件平均值方程式衡量區域內各國股市對來自於全球或區域隨機衝擊的反應程度，而前面各節則基本上係對誤差項採取一般的隨機干擾項假定，難以探討各種衝擊或訊息對東亞各國股價的驅動性影響力。由於波動性—外溢模型仍然在發展當中，未來對金融整合與金融波動性、外溢效果等的分析，應有其潛力。

## 六、東亞地區各國股市的相互影響

前節係以訊息為基礎的衡量方法實證，本節改以一般化變異數分解法探討東亞地區10國股市與美國股市彼此之間的相互影響關係。採用該法首先須建立向量自我迴歸計量模型估計，再以一般化變異數分解法觀察體系內每一隨機干擾項對於VAR體系內變數

預測誤差的相對影響大小。

在區域金融整合文獻分類上，變異數分解法歸類為股票市場共變性的研究方法，但因係以誤差變異數百分率決定貢獻的程度，本質上其實與以訊息為基礎衡量方法中對波動性衝擊來源分析有相當程度共通之處，並非兩種完全截然不同的方法。一般化變異數分解法優於以訊息為基礎的波動性—外溢模型之處，在於第一階段以VAR估計時不事先設定變數之間的特定因果關係，而是將各變數之間連同其落後項設定雙向影響關係，並在第二階段進行變異數分解時排除變數順序排列所產生不同結果的問題。

但有得也有失，就本文而言，由於MSCI遠東股價指數為包含東亞各國的綜合指數，因此原先充當區域影響因素的該股價變動率不宜與東亞各國股價同時聯立估計，否則會產生相當嚴重的所有變數重疊估計問題。此外，在實務上，將有關係數設定動態化並聯立估計較為困難，不易得到有意義的結果，因此本節以亞洲金融危機為斷點，分為1993年1月至1997年7月與1998年10月至2007年12月兩個期間估計，再比較該亞洲金融危機發生前與結束後前後兩期的差異。

### (一) 模型的設定

VAR模型可設定為：

$$R_t = C + \sum_{i=1}^n A_i R_{t-i} + \varepsilon_t \quad (31)$$

其中， $R_t$  代表  $n$  個股票市場股價指數

變動率( $r_{it}$ )的  $n \times 1$  行向量， $C$  與  $A_j$  分別為  $n \times 1$  與  $n \times n$  係數矩陣， $\varepsilon_t$  為  $n \times 1$  的誤差項行向量。

變異數分解法將VAR模型的預測誤差變異數分解成百分比的大小，以觀察體系內每一隨機干擾項對於VAR體系內變數的相對影響大小，亦即可以百分率表示各變在解釋另一變預測誤差變異數(variance)的相對貢獻，藉以瞭解區域內各股票市場股票指數變動率變化的情形。雖然如此，傳統以Cholesky分解法所進行的變異數分解結果深受變數排列順序的影響。(31)式的VAR模型可寫成

$$R_t = C + \sum_{i=0}^{\infty} \Phi_i \varepsilon_{t-i} \quad (32)$$

因此未來 $R_t$ 的未來  $s$  期預測誤差及其條件變異數分別為

$$\xi_{t,s} = \sum_{h=0}^s \Theta_h \varepsilon_{t+s-h} \quad (33)$$

$$Var(\xi_{t,s}) = \sum_{i=0}^s \Theta_i \Omega \Theta_i' \quad (34)$$

在傳統的變異數分解法下，向前 $s$ 期第 $j$ 個正交化衝擊之變異對 $r_{it}$ 總預測誤差變異的比率為

$$\theta_{ij,s} = \frac{\sum_{h=0}^s (\mathcal{G}_i' \Theta_h \Psi \mathcal{G}_j)^2}{\sum_{h=0}^s (\mathcal{G}_i' \Theta_h \Omega \Theta_h' \mathcal{G}_j)} \quad (35)$$

其中， $\theta_{ij,s}$ ：向前 $s$ 期第 $j$ 個正交化衝擊之變異對 $r_{it}$ 總預測誤差變異的比率； $\Psi$ ： $\Omega$ 的Cholesky分解矩陣； $\mathcal{G}_i$ ：第 $i$ 個變數單位向量。

根據(35)式，由於 $\Psi$ 決定於變數的排列順序，而 $\theta_{ij,s}$ 則決定於，因此 $\theta_{ij,s}$ 的大小會受到變數排列順序的影響。本節的VAR模型中包含11個國家的股價指數變動率變數，因此若以傳統Cholesky分解法進行變異數分解共可產生11!組的不同結果，固然可透過Granger因果關係檢定法或區塊外生性檢定法(Block Exogeneity test)，先行判斷各變數間的領先與落後或外生性強弱關係，以設定變數的排列順序，但這種作法仍然無法排除人為的判斷。

本文採用Pesaran and Shin (1998)所發展的一般化變異數分解法進行分析，使變異數分解結果不受變數排列順序的影響。基本上，Pesaran and Shin的作法為將(35)式代之以一個新的向前  $s$  期第  $j$  個正交化衝擊之變異對 總預測誤差變異比率

$$\tilde{\theta}_{ij,s} = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^s (\mathcal{G}_i' \Theta_h \Omega \mathcal{G}_j)^2}{\sum_{h=0}^s (\mathcal{G}_i' \Theta_h \Omega \Theta_h' \mathcal{G}_j)} \quad (36)$$

由於上式以 $\Omega$ 取代了原先(35)式中的 $\Psi$ ，因此變異數分解的結果不受變數排列順序的影響，但缺點則為此時各變數對特定應變數的影響總和不會等於100%，因此本文將變異數分解結果加總，以之為分母後，再將個別變數之變異轉換為以百分比表示，使總和等於100%<sup>註22</sup>。

## (二) 實證結果

實證結果依前期與後期分別列示於表19與20，根據該兩表，所有變異數分解數據皆在第5期(約相當於一週的營業日)收斂至一

常數，此處以各國向前預測第10期的結果觀察。又該兩表列示方式為第1列為影響的國家，而第1行則為受影響國家。

表19 各國股票報酬率預測誤差變異數分解結果(1993/1~1997/7)

單位：%

	期數	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
中國大陸	2	98.786	0.155	0.266	0.058	0.142	0.028	0.129	0.140	0.231	0.007	0.059
	5	98.778	0.156	0.267	0.058	0.142	0.029	0.129	0.141	0.232	0.007	0.060
	10	98.778	0.156	0.267	0.058	0.142	0.029	0.129	0.141	0.232	0.007	0.060
香港	2	0.171	58.211	1.931	0.830	0.045	10.203	2.177	12.931	4.478	0.705	8.318
	5	0.171	58.210	1.931	0.830	0.045	10.203	2.178	12.931	4.478	0.705	8.317
	10	0.171	58.210	1.931	0.830	0.045	10.203	2.178	12.931	4.478	0.705	8.317
印尼	2	0.113	3.536	68.283	0.378	0.007	7.363	3.540	8.791	4.371	0.006	3.611
	5	0.115	3.545	68.165	0.377	0.007	7.375	3.534	8.814	4.383	0.006	3.679
	10	0.115	3.545	68.165	0.377	0.007	7.375	3.534	8.814	4.383	0.006	3.679
日本	2	0.118	1.311	0.584	91.877	0.304	0.673	0.027	1.640	0.159	0.306	3.001
	5	0.118	1.311	0.585	91.876	0.304	0.673	0.027	1.640	0.160	0.306	3.001
	10	0.118	1.311	0.585	91.876	0.304	0.673	0.027	1.640	0.160	0.306	3.001
南韓	2	0.169	0.018	0.020	0.089	98.404	0.199	0.052	0.107	0.233	0.168	0.542
	5	0.169	0.018	0.020	0.089	98.403	0.199	0.052	0.107	0.233	0.168	0.543
	10	0.169	0.018	0.020	0.089	98.403	0.199	0.052	0.107	0.233	0.168	0.543
馬來西亞	2	0.020	9.743	3.567	0.374	0.066	54.794	2.818	20.827	5.381	0.289	2.120
	5	0.021	9.743	3.567	0.374	0.066	54.791	2.820	20.826	5.382	0.290	2.121
	10	0.021	9.743	3.567	0.374	0.066	54.791	2.820	20.826	5.382	0.290	2.121
菲律賓	2	0.033	3.815	3.970	0.277	0.011	6.281	73.192	7.123	2.558	0.267	2.474
	5	0.035	3.818	3.970	0.277	0.011	6.285	73.118	7.136	2.563	0.267	2.520
	10	0.035	3.818	3.970	0.277	0.011	6.285	73.118	7.136	2.563	0.267	2.520
新加坡	2	0.080	11.556	4.349	0.934	0.105	18.784	2.894	50.294	5.779	0.440	4.783
	5	0.081	11.556	4.349	0.934	0.105	18.783	2.896	50.289	5.781	0.441	4.785
	10	0.081	11.556	4.349	0.934	0.105	18.783	2.896	50.289	5.781	0.441	4.785
泰國	2	0.159	5.974	1.542	0.201	0.142	7.791	0.781	8.632	72.714	0.197	1.868
	5	0.159	5.974	1.542	0.201	0.142	7.790	0.783	8.632	72.706	0.197	1.872
	10	0.159	5.974	1.542	0.201	0.142	7.790	0.783	8.632	72.706	0.197	1.872
台灣	2	0.037	1.429	0.209	0.357	0.014	1.356	0.263	1.667	1.097	92.921	0.649
	5	0.038	1.429	0.209	0.357	0.014	1.356	0.263	1.669	1.097	92.913	0.655
	10	0.038	1.429	0.209	0.357	0.014	1.356	0.263	1.669	1.097	92.913	0.655
美國	2	0.470	0.456	0.362	0.167	0.122	0.280	0.243	0.527	0.290	0.198	96.886
	5	0.470	0.456	0.362	0.167	0.122	0.280	0.243	0.527	0.290	0.198	96.885
	10	0.470	0.456	0.362	0.167	0.122	0.280	0.243	0.527	0.290	0.198	96.885

資料來源：本研究。

表20 各國股票報酬率預測誤差變異數分解結果(1998/10~2007/12)

單位：%

	期數	中國 大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來 西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
中國 大陸	2	94.105	2.017	0.673	0.540	0.182	0.296	0.024	1.070	0.390	0.560	0.143
	5	94.104	2.017	0.673	0.540	0.182	0.296	0.024	1.070	0.390	0.560	0.144
	10	94.104	2.017	0.673	0.540	0.182	0.296	0.024	1.070	0.390	0.560	0.144
香港	2	0.976	47.738	3.138	5.855	8.060	2.167	1.320	12.875	4.074	2.858	10.939
	5	0.976	47.737	3.138	5.856	8.060	2.167	1.320	12.875	4.074	2.858	10.940
	10	0.976	47.737	3.138	5.856	8.060	2.167	1.320	12.875	4.074	2.858	10.940
印尼	2	0.346	4.519	65.079	1.972	3.150	2.598	2.593	8.059	5.844	2.194	3.646
	5	0.346	4.519	65.077	1.972	3.150	2.598	2.593	8.060	5.844	2.194	3.647
	10	0.346	4.519	65.077	1.972	3.150	2.598	2.593	8.060	5.844	2.194	3.647
日本	2	0.347	7.183	1.797	56.590	7.825	2.262	1.035	7.640	1.860	3.471	9.990
	5	0.347	7.183	1.797	56.587	7.826	2.262	1.035	7.639	1.860	3.471	9.994
	10	0.347	7.183	1.797	56.587	7.826	2.262	1.035	7.639	1.860	3.471	9.994
南韓	2	0.058	8.946	2.381	6.964	52.257	1.469	1.467	9.222	4.051	5.227	7.957
	5	0.058	8.946	2.381	6.964	52.257	1.469	1.467	9.222	4.051	5.227	7.958
	10	0.058	8.946	2.381	6.964	52.257	1.469	1.467	9.222	4.051	5.227	7.958
馬來 西亞	2	0.211	3.104	3.178	2.784	2.139	69.914	1.355	6.667	4.444	1.279	4.925
	5	0.211	3.104	3.179	2.784	2.140	69.909	1.355	6.668	4.445	1.279	4.926
	10	0.211	3.104	3.179	2.784	2.140	69.909	1.355	6.668	4.445	1.279	4.926
菲律賓	2	0.151	3.550	3.927	1.528	3.063	1.774	67.786	5.985	4.624	1.013	6.600
	5	0.151	3.550	3.927	1.529	3.064	1.774	67.783	5.985	4.625	1.013	6.600
	10	0.151	3.550	3.927	1.529	3.064	1.774	67.783	5.985	4.625	1.013	6.600
新加坡	2	0.393	11.785	5.106	5.538	7.191	4.039	2.101	45.381	6.921	3.270	8.276
	5	0.393	11.785	5.106	5.538	7.191	4.039	2.101	45.380	6.921	3.270	8.277
	10	0.393	11.785	5.106	5.538	7.191	4.039	2.101	45.380	6.921	3.270	8.277
泰國	2	0.251	5.167	4.873	1.978	4.773	3.919	2.156	9.726	62.014	2.023	3.120
	5	0.251	5.167	4.873	1.978	4.773	3.919	2.156	9.727	62.013	2.023	3.120
	10	0.251	5.167	4.873	1.978	4.773	3.919	2.156	9.727	62.013	2.023	3.120
台灣	2	0.317	4.530	2.255	4.334	7.010	1.524	0.848	5.705	2.426	65.283	5.766
	5	0.317	4.530	2.255	4.334	7.010	1.524	0.848	5.705	2.427	65.281	5.768
	10	0.317	4.530	2.255	4.334	7.010	1.524	0.848	5.705	2.427	65.281	5.768
美國	2	0.007	1.423	0.227	1.712	1.442	0.125	0.073	2.848	0.537	0.797	90.809
	5	0.007	1.423	0.227	1.712	1.442	0.125	0.073	2.848	0.537	0.797	90.809
	10	0.007	1.423	0.227	1.712	1.442	0.125	0.073	2.848	0.537	0.797	90.809

資料來源：本研究。

首先觀察各股市對其他股市的影響，根據表21，在亞洲金融危機結束後，除了馬來西亞股市以外，東亞各國股市的表現受到區域內其他國家的影響程度擴大。相對上而言，以南韓、日本、台灣、泰國、香港、中國大陸與印尼等地股市受區域內國家影響的

程度擴大<sup>註23</sup>。

其次觀察各國股市對自身的影響，根據表22，除馬來西亞以外，東亞各國股市自身波動能夠解釋的部分降低。若依降低百分點程度大小排列則依序為南韓、日本、台灣、泰國、香港、菲律賓、新加坡、中國大陸與

印尼等。馬來西亞於亞洲金融危機後，本身取外匯管制措施以穩定金融所致。股市波動解釋的部分升高，應係受到該國採

表21 區域內其他國家股市對各國股市的影響

單位：%、百分點

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
前期	1.162	33.473	28.156	5.123	1.054	43.088	24.362	44.926	25.421	6.432
後期	5.752	41.323	31.277	33.419	39.785	25.165	25.167	46.343	34.867	28.951
變動	4.590	7.850	3.121	28.296	38.731	-17.923	0.805	1.417	9.446	22.519

資料來源：根據表19與20 計算。

表22 東亞各國股市對自身股市的影響

單位：%、百分點

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
前期	98.778	58.210	68.165	91.876	98.403	54.791	73.118	50.289	72.706	92.913
後期	94.104	47.737	65.077	56.587	52.257	69.909	67.783	45.380	62.013	65.281
變動	-4.674	-10.473	-3.088	-35.289	-46.146	15.118	-5.335	-4.909	-10.693	-27.632

資料來源：表19與20。

在美國股市對東亞地區各國股市的影響方面，根據表23比較前、後期的變化，除了對印尼股市的影響略減以外，美國股市對東亞其他股市的影響力皆上升，若依上升的幅度排列順序，則依次為南韓、台灣、菲律賓、新加坡、馬來西亞、香港、泰國、日本與中國大陸等股市。

表23 美國股市對東亞10國股市的影響

單位：%、百分點

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
前期	0.060	8.317	3.679	3.001	0.543	2.121	2.520	4.785	1.827	0.655
後期	0.144	10.940	3.647	3.647	7.958	4.926	6.600	8.277	3.120	5.768
變動	0.084	2.623	-0.032	0.646	7.415	2.805	4.080	3.492	1.293	5.113

資料來源：表19與20。

在台灣股市受各國股市的影響方面，根據表24，亞洲金融危機發生前與結束後比較，金融危機結束後，台灣股市受區域內各國與美國股市的影響擴大。若依上升的幅度排列順序，則依次為南韓、美國、新加坡、日本、香港、印尼、泰國、菲律賓、中國大陸與馬來西亞等股市。大體上而言，台灣股市價格的波動受到金融體系較為發達國家的影響。

表24 美國與東亞9國股市對台灣股市的影響

單位：%、百分點

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	美國
前期	0.038	1.429	0.209	0.357	0.014	1.356	0.263	1.669	1.097	0.655
後期	0.317	4.530	2.255	4.334	7.010	1.524	0.848	5.705	2.427	5.768
變動	0.280	3.201	2.047	3.977	6.996	0.168	0.585	4.036	1.330	5.113

資料來源：表19與20。

綜合本節分析，以亞洲金融危機結束後至2007年底與危機發生前的5年期間比較，東亞各國股價指數變動率受到區域內各國的影響程度擴大。但美國股市對東亞區域內各國股市的影響皆偏低，除了後期對香港股市的影響外，其他國家受到美國股市的影響程度皆不到10%，亦即從解釋股價變動率的離散或變異程度來看，美國股市並非主要因素。此一結果與前節東亞各國股價變動率波動性來自全球衝擊的比率也偏低的結果，十分一致。

以VAR出發針對區域整合進行實證的方法，並非只有變異數分解法一途。例如，陳仕偉、林惠如(2006)除了應用一般變異數分解法之外，也採用一般化衝擊反應函數(generalized impulse response function)分析不同衝擊來源對各國股市的影響程度。也有研究者以VAR進行估計後，取其殘差值，再設定條件變異數方程式，以不同的GARCH模型估計之。Ayuso and Blanco(2001)即為其中一例，但他們認為以此方法所得到的結果為驗證各股市的聯結關係，而非區域或全球整合。

## 七、結論與建議

### (一) 結論

本文嘗試採用以價格為基礎的衡量方法中的各種非套利條件方法，對東亞各國股市區域整合的程度進行實證。這些方法包括 $\beta$ 收斂與 $\sigma$ 收斂、係數為加權平均與非加權平均模型、以訊息為基礎的波動性—外溢模型、一般化變異數分解法等多種。由於東亞國家在全球經濟金融體系中扮演重要的角色，本文也以前述方法探討各股市全球整合的程度，並以之與區域整合的程度相互比較。除了一般化變異數分解法外，本文嘗試將相關的待估計係數動態化，以產生可隨著時間演變持續觀察的區域整合與全球整合動態指標。

本文的實證顯示，東亞地區各國股市對全球與區域股價變動的反應皆相當迅速，並在其調整過程中多呈現上下起伏的現象，似增加各國政府總體經濟穩定政策上的困擾。

至於區域整合與全球整合的程度，根據不同模型實證所得到的結果有所差異，而以非限定模型與波動性—外溢模型在區域整

合方面的實證結果較為接近，而這兩個模型在設定上也較合理。茲就近5年來，也就是2003至2007年的實證結果列示簡表於下：

表25 東亞股市朝向區域整合與全球整合程度之比較

	限定模型		非限定模型		波動性—外溢模型	
	區域整合	全球整合	區域整合	全球整合	區域整合	全球整合
2003	0.548	0.452	0.314	0.271	0.302	0.282
2004	0.439	0.561	0.360	0.383	0.360	0.298
2005	0.429	0.571	0.301	0.334	0.300	0.276
2006	0.382	0.618	0.326	0.459	0.324	0.379
2007	0.354	0.646	0.409	0.680	0.404	0.539
平均	0.430	0.570	0.342	0.425	0.338	0.355

資料來源：本研究。

若就非限定模型與波動性—外溢模型實證結果觀察，東亞各國股市有著同時朝向區域整合與全球整合的趨勢，就東亞各國股市區域整合的程度而言，長期間係以較為平穩的步伐進行。若以0與1的區間衡量，不同的實證結果顯示，2003至2007年平均而言，東亞股市的區域整合程度約在0.34左右，也就是對區域股價變動率增加1個百分點的平均反應約在0.34個百分點。

相對上，東亞股市全球的整合程度起伏波動較大，但2003至2007年平均而言，約在0.35至0.43之間，顯示東亞股市有著同時朝向區域整合與全球整合的趨勢。惟2006年以來，或受美國次級房貸與其後全球原物料與能源價格上漲牽動美國股市的影響，東亞股市向全球整合的程度高於向區域整合的程度。

不過，就股價變動率總變異的來源來看，也就是若觀察股價變動率本身離散程度

的來源，以波動性—外溢模型實證顯示，2003至2007年平均，來自全球衝擊占總變異的比率僅約為0.08，低於來自區域衝擊比率的0.14，且兩者皆低於地方衝擊的比率。但實證結果也顯示，自2005年以來，東亞股市來自全球衝擊占總變異的比率快速上升，至2007年甚至可達接近0.3，年底亦有0.25的水準，相對上，來自區域衝擊占總變異的比率則較平穩但略呈下滑趨勢。

實證也顯示，對全球股價或區域股價變動率反應較大的股市，來自於全球衝擊與區域衝擊的變異比率也較高，這些股市包括日本、香港與新加坡等金融體系較為發達的國家，顯示愈走向全球或區域整合的國家，其金融價格或變動率的波動程度受全球或區域的衝擊影響也較高。相對上，以中國大陸而言，對全球股價或區域股價反應較小，其反應全球衝擊與區域衝擊的變異比率也較低。

至於台灣股市朝向區域整合與全球整合



的程度，根據不同模型實證所得到的結果也有所差異，但也以非限定模型與波動性—外溢模型在區域整合方面的實證結果較為接

近。茲就近5年來，也就是2003至2007年的實證結果列示簡表於下：

表26 台灣股市朝向區域整合與全球整合程度之比較

	限定模型		非限定模型		波動性—外溢模型	
	區域整合	全球整合	區域整合	全球整合	區域整合	全球整合
2003	0.514	0.486	0.343	0.373	0.330	0.388
2004	0.491	0.509	0.407	0.403	0.397	0.384
2005	0.444	0.556	0.385	0.431	0.383	0.390
2006	0.394	0.606	0.339	0.440	0.337	0.389
2007	0.420	0.580	0.397	0.504	0.395	0.407
平均	0.453	0.547	0.374	0.430	0.368	0.392

資料來源：本研究。

就非限定模型與波動性—外溢模型實證結果觀察，2003至2007年平均，台灣股市與全球整合的程度，約在0.39至0.43之間，至2007年年底也可達將近0.5的水準。至於與區域整合方面，台灣與區域股市的整合程度約在0.37左右，亦即區域股價變動率增加1個百分點，約使得台灣股價變動率增加0.37個百分點，顯示台灣股市受到全球與區域的影響大致上相若，也代表台灣股市既朝向區域整合，也朝向全球整合，但後者的程度高於前者。

但若就台灣股價變動率波動的總變異來源分析，也就是股價變動率本身離散程度的來源來看，2003至2007年平均，以波動性—外溢模型實證結果顯示，來自全球衝擊與來自區域衝擊占總變異的比率約僅分別為0.007與0.116，也就是約僅占0.7%與11.6%，顯示另有相當大的變異比率係源自於本身的驅動力量。但在2007年來自全球衝擊的比率上升

而來自區域衝擊的比率下降，至年底分別為0.154與0.077。若從一般變異數分解法的角度觀察，亞洲金融危機結束後至2007年間，台灣本身因素所造成的股市驅動力量已降至0.65左右。

## (二) 建議

不論是台灣股市或東亞其他股市，本文的實證顯示各國股價變動率對全球與區域衝擊的反應皆相當迅速、敏銳，反應程度也不低，未來東亞各國金融合作的方向，或宜多著墨於建立有效的區域金融穩定機制，透過跨國協調與合作，減緩來自於外來因素對本國金融市場的影響。但是就股價變動率總變異的來源來看，來自與各國本身有關的地方衝擊所造成的變異則超過全球與區域衝擊的影響，就此而言，東亞各國本身也應致力於建立區域信用評等制度、促進區域內金融市場訊息分享與增進區域內跨國投資等，使區域內各國本國的投資者能充分掌握訊息，以

分散其本國投資至區域內投資，此外，各國也應致力於本身金融市場的改革，並促進金融工具的多樣化，以強化吸收衝擊的能力。

本文係以日資料進行實證，在實證前的測試顯示，各國匯率變動對實證結果產生的差異十分微小，多在小數點兩位或兩位以下產生變化，因此文中各國股價指數變動率沒有扣除匯率變動。但若調整匯率變動且以頻率較低的月資料進行實證，有可能會得到差異較大的結果。另一方面，即使考慮股市的匯率變動因素，此一作法等於假定股市參與者完全預期匯率的變動，其實也並非合理。

此外，本文以S&P 500指數為代表全球的股價指數，與既有眾多實證文獻作法一致，且全球化本質上係以歐美先進國家為中心，尤其對東亞國家的發展更是如此，以S&P 500代表全球已具代表性，其時間數列資料長度也足夠，足以進行較長期間的實證分析。另一方面，固然MSCI世界指數似乎是理想指數，但事實上若以該等指數為實證依據，則該指數也包括東亞國家在內，反而不宜，無法與區域因素隔離，若自行編製排除東亞國家的「全球指數」，則須以各國股

市市值加權，工程過於浩大，難以想像。

無論如何，筆者認為以上討論的因素，應不致於改變本文的主要結論，亦即東亞各國股市有著朝向全球整合與區域整合的趨勢，且向全球整合的程度較高。

有關金融整合的實證文獻相當繁多，所使用的方法也十分廣泛，即使是同屬於以價格為基礎的衡量方法，本文的研究也未窮盡各種方法。未來在股票市場整合方面，若以價格為基礎衡量，似可針對以套利條件的檢證方法進行研究，例如應用Cappiello and De Santis (2005)所發展的未拋補股價報酬平價(Uncovered Equity Return Parity)條件；又如，以資本資產訂價模型(Capital Asset Pricing Model)或其他訂價模型為基礎，應用Bekaert et al. (2006)的分析針對超額報酬或風險溢價等進行檢證等等。另外一方面，由於以價格為基礎的衡量方法出發，會使得實證所得到的區域整合程度深受金融價格或變動率波動的影響，因此Baele et al. (2004)、Fujiki and Terada-Hagiwara (2007)等以數量為基礎的衡量方法也十分重要，似可做為未來研究的方向。

## 附註

- (註1) 本(2008)年亞洲開發銀行年會期間，東協加三國家舉行財政部長會議，會後發表聯合公報，將擴大原有的金融合作：在CMI方面，原有的雙邊換匯擴大為多邊換匯機制，且該機制總額度應達800億美元；在ABMI方面，鼓勵以本國貨幣發行債券、促進對本地貨幣發行債券需求、改善債券市場管理架構與改進債券市場基礎設施。此外，東協加三將設立可信賴的系統，監控會員國財經狀況，並強化既有的ASEAN+3 ERPD。有關這些議題的討論文獻可參考Bank for International Settlements (2006)、Kawai and Houser (2007)、Kuroda and Kawai (2003)、Sohn (2007)等。
- (註2) 關於亞洲匯率協調機制與亞洲通貨單位的展望，可參閱Kawai (2007)。
- (註3) 包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國與越南等，擬議中的計畫為各國國內30家規模最大的上市公司股票，可在此一交易平台進行跨國交易。
- (註4) 但金融整合也有其成本，金融整合可能使得國家的弱點更易於曝露於總體經濟與金融危機當中，同時可能的傳染效應與資本移動逆轉等會造成產出波動並降低經濟成長。
- (註5) 較早的實證文獻包括李存修等(1999)、洪茂蔚、葉仕國(1998)、Wei (2000)等，其中李存修等(1999)側重於亞洲金融危機期間各國股市的關聯性，洪茂蔚、葉仕國(1998)分析區域債券市場的整合，而Wei (2000)雖以亞洲市場的金融整合為名，實際上僅涵蓋對日本、南韓與台灣實質利率平價(Real Interest Parity)條件的分析。
- (註6) 包括拋補的利率平價 (Covered Interest Parity) 條件、未拋補的利率平價 (Uncovered Interest Parity) 條件與實質利率平價條件。
- (註7) Commission of the European Communities (2007)。
- (註8) European Central Bank (2007, 2008)。
- (註9) 南韓的情況較為特殊，2005年南韓證券交易所、南韓期貨交易所與KOSDAQ證券市場合併，上市家數改為南韓證券交易所與KOSDAQ證券市場上市公司合計，因此該年上市家數陡增。但即使如此，2005年以後南韓上市公司家數仍顯著增加，與其他國家企業相較，此或與南韓企業較喜以股票市場為籌資管道有關。
- (註10) 另朱立翹等(2006)、Cowen et al. (2006)也有類似的觀察。
- (註11) 可參考Ayuso and Blanco (2001)所舉的實例與說明。
- (註12) 見Barro and Sala-i-Martin (1992)。
- (註13) 基本上(1)式係從 $R_{i,t} = \alpha + \sum_{s=1}^S \gamma_s R_{i,t-s} + \varepsilon_t$ 轉換而得，因此 $\beta_i = -\left(1 - \sum_{s=1}^T \gamma_{i,s}\right)$ 。例如，若(1)式為AR(1)隨機過程，則 $\beta_i = -1 + \gamma_{i,1}$ 。根據Akaike information criterion等落後期數之選擇標準，本節係採 $\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{i,t-1}$ 之形式估計。
- (註14) 另外一種為以前期權數加權，則公式成為 $\sigma_i = \sqrt{\sum_{j=1}^n w_{i,j-1} (r_{i,t} - r_i)^2}$ ，例如，Ankrim and Ding (2002)。
- (註15) Adam et al. (2002)主張以該橫剖面波動程度的時間數列值為應變數且以時間為自變數，設定方程式進行估計，以檢視隨著時間變化，該橫剖面波動程度對時間收斂的程度。不過，橫剖面波動程度的時間數列值本就是隨著時間而變化，若有需要，以HP濾波器過濾資料並觀察其長期趨勢變化即可。
- (註16) 代表性作品可參考Bekaert and Harvey (1995, 1997)、Ng (2000)、Bekaert, Harvey, and Ng (2005)、Bekaert, Hodrick, and Zhang (2006)等。另Baele (2005)與Christiansen (2007)分別以該類模型針對歐洲的股票市場與債券市場進行實證。
- (註17) 若從比較嚴格的角度，此處全球的衝擊與區域的衝擊實應稱之為來自全球的特殊性衝擊與來自區域的特殊性衝擊，但有一些文獻係將地方的衝擊(local shock or local news)稱之為特殊性的衝擊。為避免名詞使用上混淆，本文對於來自於東亞個別國家，且具有平均值為0與變異數固定特性的隨機衝擊，稱之為地方的衝擊，以維持與Baele (2004)的用法一致。

(註18) Baltzer et al. 模型係在誤差項方程式中考慮了波動性外溢效果(volatility spillover effects)。其他如Ng (2000)的模型，除了考慮波動性外溢效果之外，也在平均值方程式中將平均值外溢效果(mean spillover effects)納入考慮。雖然此一設定較為完整，但也因此而增加待估計狀態變數係數的個數，不易以係數可變的方法進行估計(其他文獻皆以分期設置虛擬變數的方式簡化估計)。至於這一類波動性—外溢模型更為完整的設定及其與實質面的聯結，可參考Bekaert et al. (2005)。

(註19) European Central Bank (2007, 2008)、World Bank (2006)。

(註20) Bekaert and Harvey (1995, 1997)。

(註21) 歐洲中央銀行稱該類係數為外溢密集度(spillover intensity)(European Central Bank 2007, 2008)。

(註22) 至於落後期數的選擇，則根據Akaike information criterion、Schwarz information criterion與Hannan-Quinn information criterion等為準，將落後期數設定為1期。

(註23) 馬來西亞不升反減，應係在1998年亞洲金融危機時，馬來西亞宣佈終止馬元在海外的交易，將馬幣固定在3.8馬幣兌1美元，並宣布多項外匯管制措施所致。

(註24) 此處之  $I'_{msci,t}$  為與  $I'_{us,t-1}$  正交化後之時間數列值。

(註25) 同註21。

## 參考文獻

- 朱立翹、毛翼高、黃敏兒、林崇智 (2006)，「亞洲金融一體化」，香港金融管理局季報，2006年12月，5-22。
- 李存修、林筠、林秀璘 (1999)，「亞洲金融危機期間各國股市之互動與溢傳效果」，November 20, 1999，亞太地區金融市場之比較、互動與整合 (II)，各國金融風暴之成因與對策研討會，國立台灣大學財金系、證券期貨研究中心、行政院國科會聯合主辦。
- 洪茂蔚、葉仕國 (1998)，亞太地區債券市場互動整合程度之研究，亞太地區金融市場之比較、互動與整合學術研討會，國立台灣大學。
- 陳仕偉、林惠如 (2006)，「區隔市場或整合市場？亞洲股市與美國及日本股市的實證研究」，金融風險管理季刊，第二卷第四期，頁19-47。
- 陳思寬 (2007)，東亞地區金融整合之實證分析，中央銀行經濟研究處委託研究報告，中央銀行。
- Adam, K., T. Jappelli, A. Menichini, M. Padula, and M. Pagano (2002), *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno.
- Ankrim, E. and Z. Ding (2002), "Cross-Sectional Volatility and Return Dispersion," *Financial Analysts Journal* 58-5, 67-73
- Asian Development Bank (2008), *Emerging Asian Regionalism: A Partnership for Shared Prosperity—Highlights*, Asian Development Bank.
- Ayuso, J. and R. Blanco (2001), "Has Financial Market Integration Increased during the Nineties?" *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 11-3, 265-287.
- Babetskii, I, L. Komárek, and Z. Komárková (2007), "Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and Euro Area," *Czech Journal of Economics and Finance* 57, 341-262.
- Baele, L. (2005), "Volatility Spillover Effects in European Equity Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40-2, 373-401.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hordahl, E. Krylova, and C. Monnet (2004), "Measuring Financial Integration in the Euro Area," *ECB Occasional Paper Series*, No. 14, European Central Bank.
- Baltzer, M., L. Cappiello, R. De Santis, and S. Manganelli (2008), "Measuring Financial Integration in New EU Member States," *ECB Occasional Paper Series*, No. 81, European Central Bank.
- Bank for International Settlements (2006), "Asian Bond Markets: Issues and Prospects," *BIS Papers* No. 30, the BIS/Korea University Conference on Asian Bond Market Research, Bank for International Settlements.
- Barro, R. and X. Sala-i-Martin (1992), "Convergence," *Journal of Political Economy* 100, 223-251.
- Bekaert, G. and C. Harvey (1995), "Time Varying World Market Integration," *Journal of Finance* 50-2, 403-444.
- Bekaert, G. and C. Harvey (1997), "Emerging Equity Market Volatility," *Journal of Financial Economics* 43, 29-77.
- Bekaert, G. C. Harvey, and A. Ng (2005), "Market Integration and Contagion," *Journal of Business* 78-1, 39-70.
- Bekaert, G., R. Hodrick, and X. Zhang (2006), "International Stock Return Comovements," *Weiss Center Working Paper* No.06-2, Weiss Center for International Financial Research, the Wharton School of the University of Pennsylvania.
- Cappiello, L. and R. De Santis (2005), "Explaining Exchange Rate Dynamics: The Uncovered Equity Return Parity Condition," *ECB Working Paper Series* No. 529, European Central Bank.
- Cavoli, T., R. Rajan, and R. Siregar (2004), "A Survey of Financial Integration in East Asia: How Far? How Much Further to Go?" *CIES Discussion Paper* No. 0401, Centre for International Economic Studies, University of Adelaide.

- Christiansen, C. (2007), “Volatility-Spillover Effects in European Bond Markets,” *European Financial Management* 13-5, 923-948.
- Commission of the European Communities (2007), *European Financial Integration Report*, Commission Staff Working Document, Commission of the European Communities.
- Cowen, D., R. Salgado, H. Shah, L. Teo, and A. Zanello (2006), “Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps,” *IMF Working Paper* wp/06/196, International Monetary Fund.
- De Nicolò, G and I. Ivaschenko (2008), “Financial Integration and Risk-Adjusted Growth Opportunities,” *IMF Working Paper* No. WP/08/126, International Monetary Fund.
- European Central Bank (2007), *Financial Integration in Europe*, European Central Bank.
- European Central Bank (2008), *Financial Integration in Europe*, European Central Bank.
- Fujiki, H. and A. Terada-Hagiwara (2007), “Financial Integration in East Asia,” *FRBSF Working Paper* 2007-30, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Garcia-Herrero, A. and P. Wooldridge (2007), “Global and Regional Financial Integration: Progress in Emerging Markets,” *BIS Quarterly Review*, September, 57-70, Bank for International Settlements.
- Haldane, H. and S. Hall (1991), “Sterling’s Relationship with the Dollar and the Deutsche Mark 1976-1989,” *Economic Journal* 101, 436-443.
- Kawai, M. (2007), “Toward a Regional Exchange Rate Regime in East Asia,” *ADB Institute Discussion Paper* No. 68, Asian Development Bank Institute.
- Kawai, M. and C. Houser (2007), “Evolving ASEAN+3 ERP: Towards Peer Reviews or Due Diligence?” *ADB Institute Discussion Paper* No. 79, Asian Development Bank Institute.
- Kuroda, H. and M. Kawai (2003), “Strengthening Regional Financial Cooperation in East Asia,” *PRI Discussion Paper Series* No. 03A-10, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan.
- Kim, S., B. Lucey, and E. Wu (2004), “Dynamics of Bond Market Integration between Existing and Accession EU Countries,” *IIS Discussion Paper* No. 25, Institute for International Integration Studies, Trinity College, Dublin.
- Manning, N. (2002), “Common Trends and Convergence? South East Asian Equity Markets, 1988—1999,” *Journal of International Money and Finance* 21, 183-202.
- Ng, A. (2000), “Volatility Spillover Effects from Japan and the US to the Pacific Basin,” *Journal of International Money and Finance* No. 19, 207-223.
- Pesaran, A. and Y. Shin (1998), “Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models,” *Economics Letters* 58, 17-29.
- Purfield, C., H. Oura, C. Kramer, and A. Jobst (2006), “Asian Equity Markets: Growth, Opportunities, and Challenge,” *IMF Working Paper* 06/266, International Monetary Fund.
- Rajan, R.S. (2005), “Sequencing of Financial, Trade, and Monetary Regionalism,” in *Asian Economic Cooperation and Integration: Progress, Prospects, Challenges*, edited by Asian Development Bank, Asian Development Bank, 77-92.
- Sohn, I. (2007), “East Asia’s Counterweight Strategy: Asian Financial Cooperation and Evolving International Monetary Order,” *G-24 Discussion Paper Series* No. 44, United Nations.
- Wei, S. C. (2000), “The Financial Integration of Asian Market Revisited: Empirical Findings Using the Kalman Filter Analysis,” *環境與管理研究*, 第1卷第2期, 177-188.
- World Bank (2006), *East Asian Finance: the Road to Robust Markets*, World Bank.
- Yu, I., L. Fung, and C. Tam (2007), “Assessing Financial Market Integration in Asia—Equity Markets,” *Working Paper* 04/2007, Hong Kong Monetary Authority.

## 附錄一 實證資料說明、基本敘述統計與單根檢定

本文以日資料模型針對中國大陸、香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國與台灣等10個東亞國家或地區的主要股票市場股價指數變動率為研究對象，並於適當地方加入美國S&P 500與MSCI Barra遠東股價指數變動率，分別做為代表東亞地區區域外與區域內影響的代替變

數。各股價指數變動率的計算為當日股價減去前一日股價指數再除以前一日股價，期間自1993年1月起至2007年12月底止。

以下附表1為本文所使用各國股價指數的資料名稱及其來源，附表2與附表3則分別為各股價指數變動率基本敘述統計與單根檢定的結果。

附表1 股票市場與股價指數資料名稱及來源

國家或地區	股票市場	股價指數
中國大陸	Shanghai SE	上海A股股價指數(Shanghai Stock Exchange's A share index)
香港	Hong Kong Exchanges	香港恆生指數(Hong Kong Hang Seng index)
印尼	Indonesia SE	雅加達綜合股價指數(Jakarta Composite index)
日本	Tokyo SE	東京日經道瓊平均指數(Tokyo Nikkei Stock Average)
南韓	Korea Exchange	韓國加權股價指數(Seoul Korea Stock Exchange Composite index)
馬來西亞	Bursa Malaysia	吉隆坡綜合股價指數(Kuala Lumpur Composite index)
菲律賓	Philippine SE	馬尼拉綜合股價指數(Manila Composite index)
新加坡	Singapore Exchange	新加坡海峽時報指數(Singapore Straits Times index)
泰國	Thailand SE	泰國股價指數(Bangkok Stock Exchange of Thailand index)
台灣	Taiwan SE Corp.	台灣加權股價指數(Taiwan Stock Exchange weighted price index)
區域		MSCI Barra遠東股價指數(MSCI Barra AC Far East index)
美國		S&P 500股價指數(Standard and Poor's stock 500 indexes)

資料來源：路透社、Datastream與台灣證券交易所。

附表2 基本敘述統計

	中國大陸	香港	印尼	日本	南韓	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣	美國
平均值	0.0759	0.0915	0.0706	0.0030	0.0415	0.0319	0.0324	0.0345	0.0064	0.0350	0.0356
最大值	36.1413	18.5635	14.0283	7.9615	10.5434	23.1427	17.5597	17.8724	12.0187	8.8932	5.7315
最小值	-16.829	-12.783	-11.955	-6.9785	-12.019	-21.459	-9.2845	-18.529	-14.840	-9.4583	-6.8657
標準差	2.3447	1.6667	1.5466	1.3495	1.8725	1.5342	1.4646	1.3482	1.6496	1.5577	1.0088
偏態	2.2654	0.8994	0.2402	0.0860	0.0263	1.5525	0.8771	0.3539	0.3696	0.0424	-0.0427
峰度	36.9107	16.1581	12.3764	5.5468	7.1871	49.2120	16.2170	29.8158	9.6352	5.7613	6.9812

資料來源：本研究。

附表3 各股價指數變動率DF-GLS單根檢定結果

各國股市	帶截距項		帶截距項與趨勢項	
	落後期數	t值	落後期數	t值
中國大陸	8	-3.044	5	-11.037
香港	2	-15.179	2	-23.443
印尼	0	-52.543	0	-52.645
日本	19	-11.041	12	-8.779
南韓	0	-58.232	0	-58.181
馬來西亞	25	-5.853	14	-13.968
菲律賓	15	-4.688	11	-4.811
新加坡	0	-46.488	0	-54.113
泰國	17	-3.986	16	-13.244
台灣	23	-9.712	14	-12.775
MSCI遠東	19	-5.562	12	-11.920
美國	18	-3.832	15	-12.827

資料來源：本研究。

註：落後期數的選擇採Schwarz Information Criterion。本表各實際t值顯示皆相對於Mackinnon critical value(帶截距項)或Elliott-Rothenberg-Stock critical value(帶截距項與趨勢項)在1%水準顯著。

## 附錄二 $\beta$ 收斂最後狀態的估計結果

附表4 各國股市向全球整合的反應速度

$$\Delta(r_{i,t} - r_{us,t-1}) = \alpha_i^{us} + \beta_{i,t}^{us} (r_{i,t-1} - r_{us,t-2}) + \varepsilon_{i,t}^{us}$$

$\beta$ 係數	最後狀態	根均方差	z 統計值	機率
中國大陸	-1.009	0.016	-63.142	0.000
香港	-1.142	0.064	-17.889	0.000
印尼	-1.084	0.098	-11.056	0.000
日本	-1.167	0.036	-32.554	0.000
南韓	-1.141	0.064	-17.944	0.000
馬來西亞	-0.933	0.510	-1.830	0.067
菲律賓	-0.989	0.056	-17.559	0.000
新加坡	-1.244	0.060	-20.624	0.000
泰國	-1.288	0.086	-15.018	0.000
台灣	-1.113	0.046	-24.410	0.000

資料來源：本研究。

附表5 各國股市向區域整合的反應速度

$$\Delta(r_{i,t} - r_{msci,t}) = \alpha_i + \beta_{i,t} (r_{i,t-1} - r_{msci,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

$\beta$ 係數	最後狀態	根均方差	z 統計值	機率
中國大陸	-0.993	0.041	-24.372	0.000
香港	-1.038	0.061	-16.923	0.000
印尼	-0.961	0.050	-19.383	0.000
日本	-1.010	0.093	-10.903	0.000
南韓	-1.017	0.060	-17.063	0.000
馬來西亞	-0.948	0.485	-1.956	0.051
菲律賓	-1.273	0.080	-16.006	0.000
新加坡	-1.031	0.016	-64.550	0.000
泰國	-1.175	0.078	-15.021	0.000
台灣	-1.036	0.0160	-64.830	0.000

資料來源：本研究。



### 附錄三 限定模型與非限定模型係數最後狀態的估計結果

附表6 限定模型  $r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} r_{msci,t} + (1 - \beta_{i,t}) r_{us,t-1} + \varepsilon_{i,t}$  註24

$\beta_{i,t}$ 係數	最後狀態	根均方差	z 統計值	機率
中國大陸	0.408	0.095	4.291	0.000
香港	0.322	0.070	4.596	0.000
印尼	0.331	0.089	3.717	0.000
日本	0.608	0.083	7.339	0.000
南韓	0.322	0.070	4.570	0.000
馬來西亞	0.424	0.107	3.946	0.000
菲律賓	0.225	0.114	1.970	0.049
新加坡	0.469	0.108	4.353	0.000
泰國	0.380	0.077	4.907	0.000
台灣	0.392	0.070	5.565	0.000

資料來源：本研究。

註：在限定模型中， $\beta_{i,t}$  為各國向區域整合的係數，而  $1 - \beta_{i,t}$  為各國向全球整合的係數。

附表7 非限定模型  $r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} r_{msci,t} + \delta_{i,t} r_{us,t-1} + \varepsilon_{i,t}$  註25

$\beta_{i,t}$ 係數	最後狀態	根均方差	z 統計值	機率
中國大陸	0.144	0.069	2.085	0.037
香港	0.866	0.172	5.020	0.000
印尼	0.360	0.115	3.119	0.002
日本	0.842	0.128	6.586	0.000
南韓	0.658	0.178	3.692	0.000
馬來西亞	0.224	0.242	0.925	0.355
菲律賓	0.258	0.103	2.513	0.012
新加坡	0.707	0.241	2.931	0.003
泰國	0.257	0.177	1.453	0.146
台灣	0.421	0.081	5.187	0.000
$\delta_{i,t}$	最後狀態	根均方差	z 統計值	機率
中國大陸	0.223	0.104	2.151	0.032
香港	1.123	0.182	6.171	0.000
印尼	0.683	0.130	5.249	0.000
日本	0.581	0.078	7.481	0.000
南韓	0.699	0.132	5.276	0.000
馬來西亞	0.302	0.304	0.993	0.321
菲律賓	0.820	0.148	5.524	0.000
新加坡	0.644	0.139	4.636	0.000
泰國	0.433	0.128	3.378	0.001
台灣	0.606	0.084	7.186	0.000

資料來源：本研究。

註：在非限定模型中， $\beta_{i,t}$  為各國向區域整合的係數，而  $\delta_{i,t}$  則為各國向全球整合的係數。

## 附錄四 波動性外溢模型係數估計結果

附表8-1 美國股價變動率方程式

$$r_{us,t} = \alpha_{us} + \gamma_{us} r_{us,t-1} + \varepsilon_{us,t}$$

$$E_{t-1}(\varepsilon_{us,t}^2) = \sigma_{us,t}^2 = \delta_{us,0} + \delta_{us,1} \varepsilon_{us,t-1}^2 + \delta_{us,2} \sigma_{us,t-1}^2$$

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.061	0.012	5.258	0.000
前一日美國股價變動率	-0.016	0.017	-0.927	0.354
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.004	0.001	2.759	0.006
前一日條件平方差	0.055	0.007	8.084	0.000
前一日條件變異數	0.944	0.007	141.78	0.000
校正R <sup>2</sup>			-0.0015	
方程式標準誤			1.0095	
殘差平方和			3926.76	

資料來源：本研究。

附表8-2 MSCI遠東股價變動率方程式

$$r_{msci,t} = \alpha_{msci} + \gamma_{msci} r_{msci,t-1} + \varepsilon_{msci,t}$$

$$\varepsilon_{msci,t} = \delta \varepsilon_{us,t-1} + e_{msci,t}$$

$$E_{t-1}(e_{msci,t}^2) = \sigma_{msci,t}^2 = \delta_{msci,0} + \delta_{msci,1} \varepsilon_{msci,t-1}^2 + \delta_{msci,2} \sigma_{msci,t-1}^2$$

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.021	0.016	1.324	0.185
前一日美國股價變動率	-0.006	0.016	-0.351	0.726
前一日美股變動率殘差項	0.387	0.016	23.51	0.000
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.026	0.006	4.185	0.000
前一日條件平方差	0.074	0.009	8.283	0.000
前一日條件變異數	0.910	0.010	86.74	0.000
校正R <sup>2</sup>			0.089	
方程式標準誤			1.231	
殘差平方和			5832.80	

資料來源：本研究。

## 各國股價變動率方程式

$$r_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i r_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

附表8-3 中國大陸股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.032	0.020	1.624	0.104
前一日美國股價變動率	-0.009	0.016	-0.549	0.583
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.113	0.021	5.399	0.000
前一日條件平方差	0.183	0.023	8.145	0.000
前一日條件變異數	0.827	0.014	58.23	0.000
校正R <sup>2</sup>			-0.002	
方程式標準誤			2.346	
殘差平方和			21213.72	

資料來源：本研究。

附表8-4 香港股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.078	0.018	4.298	0.000
前一日美國股價變動率	0.036	0.016	2.256	0.024
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.016	0.005	3.534	0.000
前一日條件平方差	0.054	0.007	7.979	0.000
前一日條件變異數	0.943	0.007	142.03	0.000
校正R <sup>2</sup>			-0.001	
方程式標準誤			1.667	
殘差平方和			107.44	

資料來源：本研究。

附表8-5 印尼股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.073	0.015	4.954	0.000
前一日美國股價變動率	0.168	0.015	10.899	0.000
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.033	0.007	4.536	0.000
前一日條件平方差	0.159	0.018	8.984	0.000
前一日條件變異數	0.853	0.012	70.991	0.000
校正R <sup>2</sup>			0.026	
方程式標準誤			1.527	
殘差平方和			8981.202	

資料來源：本研究。

附表8-6 日本股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.027	0.018	1.526	0.127
前一日美國股價變動率	-0.042	0.017	-2.484	0.013
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.018	0.005	3.352	0.001
前一日條件平方差	0.059	0.007	7.911	0.000
前一日條件變異數	0.934	0.008	111.92	0.000
校正 $R^2$			-0.001	
方程式標準誤			1.350	
殘差平方和			7018.17	

資料來源：本研究。

附表8-7 南韓股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.067	0.021	3.216	0.001
前一日美國股價變動率	0.055	0.017	3.295	0.001
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.018	0.006	3.228	0.001
前一日條件平方差	0.061	0.008	7.992	0.000
前一日條件變異數	0.935	0.008	123.76	0.000
校正 $R^2$			0.002	
方程式標準誤			1.870	
殘差平方和			13475.27	

資料來源：本研究。

附表8-8 馬來西亞股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.030	0.012	2.471	0.014
前一日美國股價變動率	0.140	0.016	8.965	0.000
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.013	0.003	4.287	0.000
前一日條件平方差	0.125	0.013	9.656	0.000
前一日條件變異數	0.880	0.010	90.19	0.000
校正 $R^2$			-0.002	
方程式標準誤			1.535	
殘差平方和			9082.58	

資料來源：本研究。

附表8-9 菲律賓股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.018	0.017	1.039	0.299
前一日美國股價變動率	0.160	0.016	9.756	0.000
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.120	0.020	5.840	0.000
前一日條件平方差	0.159	0.019	8.404	0.000
前一日條件變異數	0.793	0.021	38.55	0.000
校正 $R^2$			0.019	
方程式標準誤			1.451	
殘差平方和			8111.9	

資料來源：本研究。

附表8-10 新加坡股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.048	0.014	3.366	0.001
前一日美國股價變動率	0.085	0.017	5.092	0.000
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.029	0.006	4.902	0.000
前一日條件平方差	0.123	0.013	9.754	0.000
前一日條件變異數	0.863	0.012	69.75	0.000
校正 $R^2$			0.003	
方程式標準誤			1.346	
殘差平方和			6983.83	

資料來源：本研究。

附表8-11 泰國股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.047	0.023	2.009	0.045
前一日美國股價變動率	0.110	0.018	6.304	0.000
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.102	0.007	14.694	0.000
前一日條件平方差	0.096	0.007	12.940	0.000
前一日條件變異數	0.866	0.009	100.35	0.000
校正 $R^2$			0.005	
方程式標準誤			1.645	
殘差平方和			10434.3	

資料來源：本研究。

附表8-12 台灣股價變動率方程式

條件平均值方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.054	0.019	2.829	0.005
前一日美國股價變動率	0.010	0.016	0.615	0.539
條件變異數方程式				
變數名稱	係數值	標準誤	z 統計值	機率
常數項	0.020	0.006	3.217	0.001
前一日條件平方差	0.061	0.008	7.864	0.000
前一日條件變異數	0.935	0.008	122.02	0.000
校正R <sup>2</sup>			-0.001	
方程式標準誤			1.559	
殘差平方和			9360.1	

資料來源：本研究。

附表9 各國股市對區域衝擊與全球衝擊反應係數最後狀態的估計結果

$$\varepsilon_{i,t} = \beta_{i,t-1}^{us} \varepsilon_{us,t-1} + \beta_{i,t}^{msci} e_{msci,t} + e_{i,t}$$

對區域衝擊的反應	最後狀態	根均方差	z統計值	機率
中國大陸	0.153	0.070	2.193	0.028
香港	0.875	0.178	4.905	0.000
印尼	0.294	0.115	2.567	0.010
日本	0.839	0.131	6.426	0.000
南韓	0.644	0.179	3.602	0.000
馬來西亞	0.194	0.217	0.895	0.371
菲律賓	0.228	0.095	2.390	0.017
新加坡	0.674	0.254	2.651	0.008
泰國	0.230	0.187	1.228	0.220
台灣	0.424	0.080	5.286	0.000
對全球衝擊的反應	最後狀態	根均方差	z統計值	機率
中國大陸	0.145	0.087	1.661	0.097
香港	0.947	0.166	5.689	0.000
印尼	0.591	0.129	4.571	0.000
日本	0.442	0.012	8.151	0.000
南韓	0.555	0.135	4.114	0.000
馬來西亞	0.238	0.288	0.828	0.408
菲律賓	0.802	0.137	5.842	0.000
新加坡	0.543	0.115	4.742	0.000
泰國	0.370	0.125	2.955	0.003
台灣	0.491	0.073	6.692	0.000

資料來源：本研究。



# 國內經濟金融情勢（民國97年第3季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

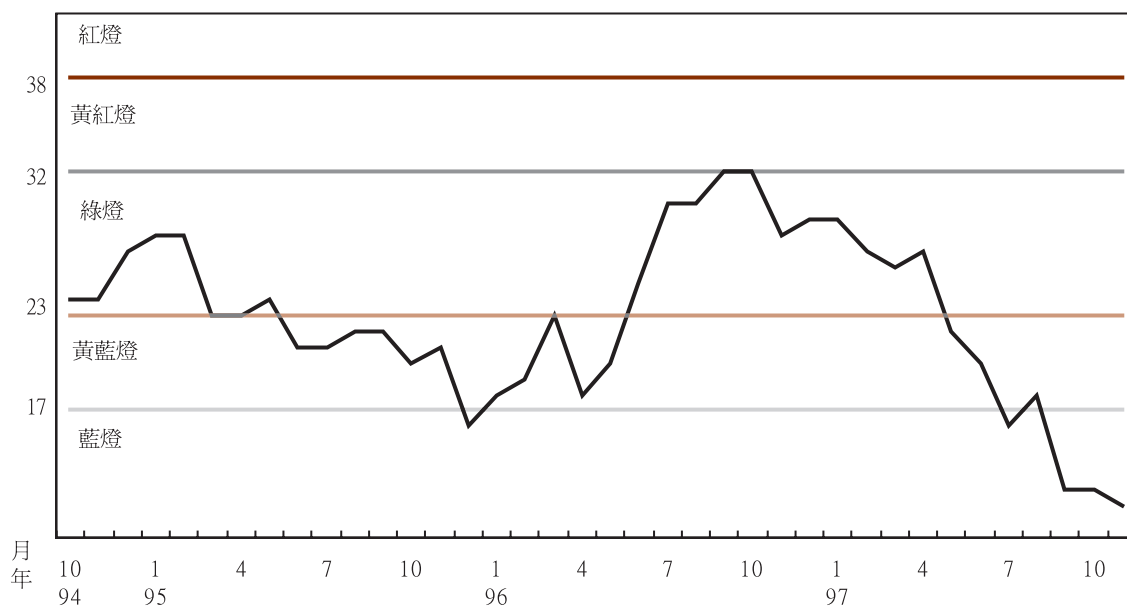
#### 一、經濟景氣滑落谷底

本年前4個月經建會景氣對策信號雖呈綠燈，惟隨國際原物料行情高漲、全球經濟景氣趨緩，加上國內需求疲弱，致銀行授信與貨幣總計數M1B等指標下滑，且批發、零售及餐飲業疲軟，景氣漸露疲態，至本年5月轉呈黃藍燈；下半年在全球景氣加速下滑之下，外貿動能趨降，國內需求益顯疲弱，

7月景氣對策信號再滑落為藍燈，8月雖一度回復為黃藍燈，但9月起連續三個月再陷藍燈。同時，景氣同時指標與領先指標亦趨下滑。

此外，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點則在本年5月曾分別升為122.61及110.05；之後，轉趨下降，至本年11月分別為78.24（係1979年3月營業氣候測驗點創辦以來之新低點）及89.56。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



#### 二、本年下半年經濟衰退

本年第1季，在亞洲區域貿易表現仍佳

下，我國出口成長動能強勁，加上國內需求溫和成長，經濟成長率達6.25%。至第2季，



雖然出口動能維持強勁，但因國內需求表現不如預期，經濟成長率減緩為4.56%。下半年由於全球景氣下滑，我國出口動能明顯轉弱，加上民間消費與投資同告衰退，第3季

經濟成長率降為-1.02%。行政院主計處預測第4季經濟成長率再降為-1.73%，全年則為1.87%。

圖2 經濟成長率

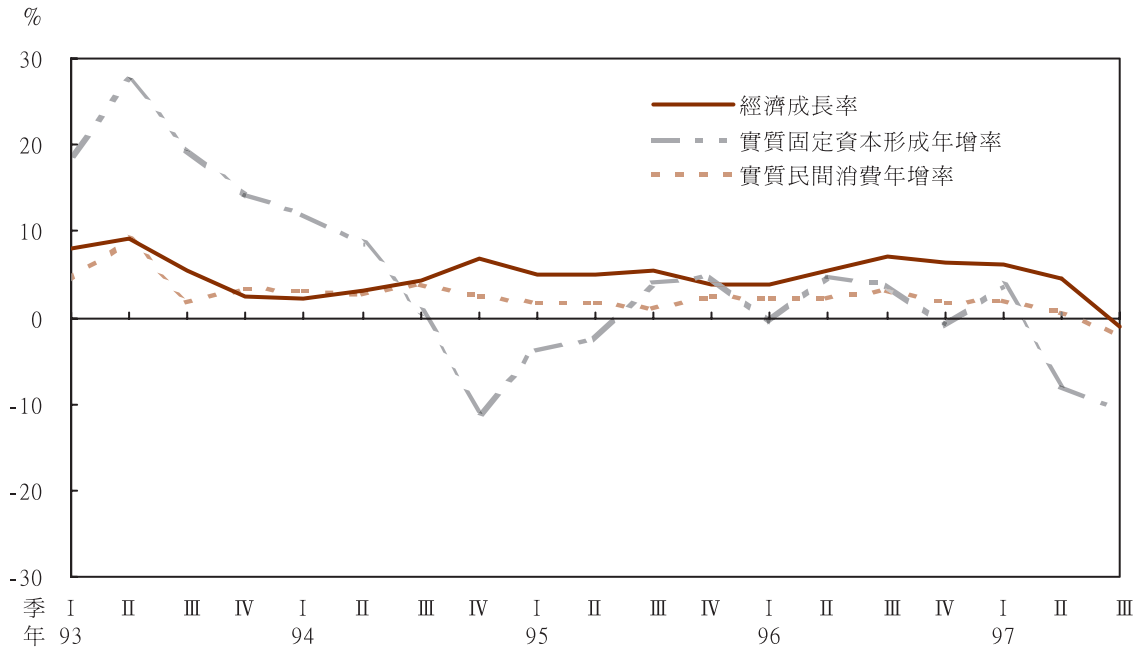


表1 各項需求年增率

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
92年		3.50	1.48	0.57	1.72	3.65	-3.94	-1.26	10.38	8.08
93年		6.15	4.46	-0.54	19.46	33.05	-18.15	-5.78	14.40	18.88
94年		4.16	2.99	1.08	1.19	0.31	16.20	-1.92	7.62	3.77
95年 r		4.80	1.76	-0.42	0.87	3.57	-7.86	-7.39	10.26	5.62
96年 r		5.70	2.31	0.92	1.90	3.25	1.42	-5.28	8.82	3.79
97年 r		1.87	-0.30	1.35	-5.81	-7.83	1.92	1.54	3.60	-0.39
96/4 r		6.35	1.65	1.08	-0.77	-1.21	-1.78	2.09	12.92	5.82
97/1 r		6.25	2.07	1.28	3.69	3.92	6.53	0.08	12.71	9.59
2 r		4.56	0.52	-0.17	-8.00	-9.92	4.70	-1.01	9.86	0.19
3 p		-1.02	-1.97	1.31	-10.72	-11.51	-9.94	-6.44	-0.65	-2.39
4 f		-1.73	-1.86	2.76	-6.10	-11.40	5.78	10.64	-5.68	-7.73
97年 第3季 貢獻率 p		-1.02	-1.09	0.15	-2.05	-1.74	-0.14	-0.16	-0.45	-1.30

資料來源：行政院主計處。

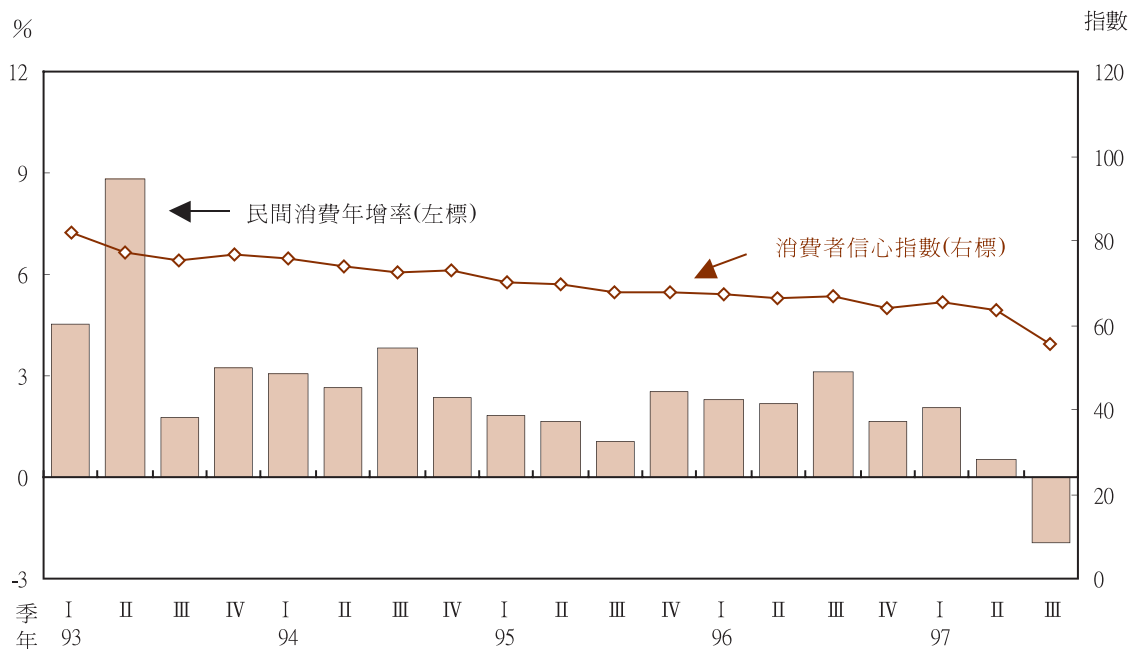
註：r 為修正數，p 為初步估計，f 為預測數

### 三、民間消費低迷

本年第1季，由於能源與食品價格高漲，降低民眾消費能力，例如，出國人數轉呈衰退、自用小客車新增掛牌數大幅衰退21.6%，致民間消費成長率僅2.07%。第2季起，由於物價持續高漲，加上失業率上升，以及股市行情反轉走低，民間財富縮

水，民眾消費能力進一步下降，例如，出國人數與自用小客車新增掛牌數衰退幅度均持續擴大，以及零售業、餐飲業營業額均漸次下滑，致民間消費成長率再降為0.52%，第3季更轉為負成長1.97%。行政院主計處預測第4季民間消費成長率為-1.86%，全年則為-0.30%。

圖3 消費者信心指數與民間消費



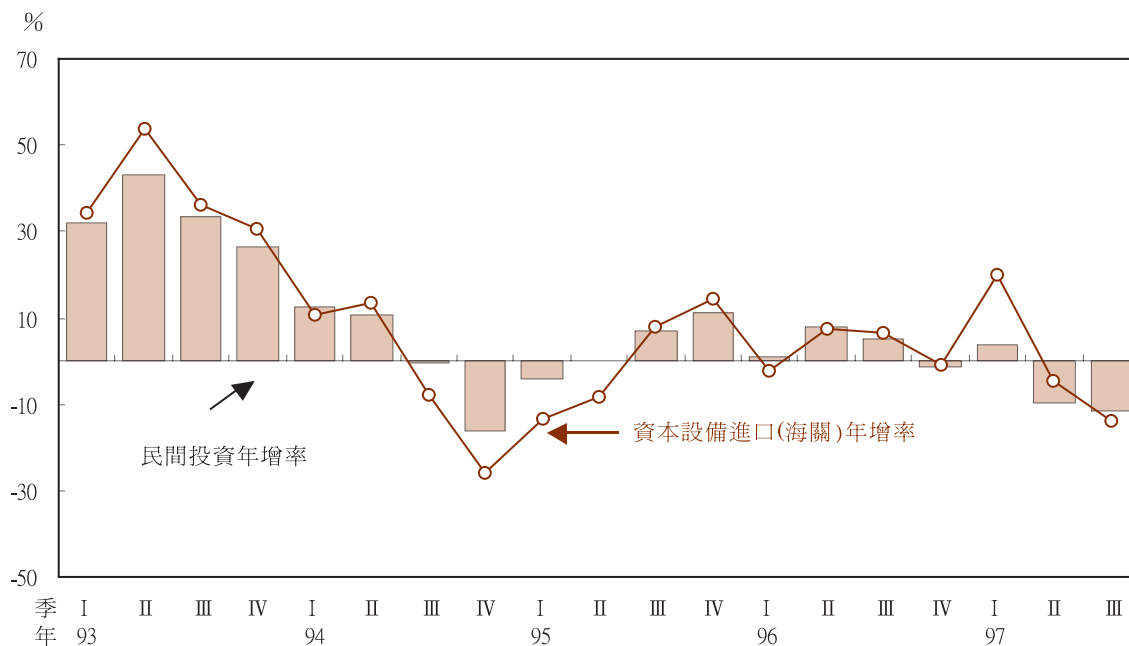
### 四、民間投資不振

本年第1季，因機械設備進口大增，民間機器設備投資成長10.94%，加上無形固定資產成長6.80%，致民間投資成長率升為3.92%。第2季因民間運輸工具投資及營建工程投資持續分別衰退22.97%與2.95%，加上機械設備進口大減，民間機器設備投資衰退

17.01%，致民間投資轉為衰退9.92%。

下半年以來，在全球景氣急速下滑，部分廠商產能利用率下降，企業投資持續保守觀望之下，第3季民間運輸工具、機器設備投資及營建工程投資分別衰退63.01%、17.63%與3.27%，致整體民間投資衰退幅度擴大為11.51%，行政院主計處預測第4季民間投資成長率為-11.40%，全年則為-7.83%。

圖4 民間投資與資本設備進口



## 五、出口動能明顯減弱

本年上半年，亞洲區域貿易表現仍佳，對光學器材、化學品、電機、電子、資訊及通信產品等需求暢旺，我國輸出穩健擴張；惟輸入在第2季資本設備進口大減下，成長明顯減緩。第1季輸出、輸入（含商品及服務）成長率分別為12.71%與9.59%，第2季則分別為9.86%與0.19%。下半年受先進經濟體景氣明顯下滑，並加速向新興市場擴散之衝擊，對外貿易動能轉弱，第3季輸出、輸入成長率分別降為-0.65%與-2.39%。行政院主計處預測第4季輸出、輸入成長率分別再降為-5.68%與-7.73%，全年則分別為3.60%與-0.39%。

另據海關統計，本年上半年出口值

大幅成長，惟7月起，出口年增率明顯下降，至11月降為-23.3%，已連續3個月為負成長。主要出口市場中，11月份對居首位之中國（含香港，占出口比重33.6%）出口衰退38.5%，對東協六國（占出口比重15.5%）、美國（占出口比重14.2%）及歐洲（占出口比重13.2%），出口亦分別衰退19.4%、14.2%及9.8%，惟對日本（占出口比重8.9%）出口則成長19.2%。主要出口貨品中，以電機產品、精密儀器、塑膠、橡膠及其製品、化學品與電子產品衰退情況較為顯著。

本年前三季各月進口值均呈兩位數成長，惟10月以後急劇轉為衰退，11月年增率已降為-13.2%，其中資本設備進口減少18.4%，主因機械設備進口減少所致；農工

原料因原油、化學品、與電子產品（零組件）等進口減少，減少13.4%；消費品進口亦減少1.3%。本年1至11月累計進、出口相抵，商品貿易出超129.4億美元，較上年同期大減48.7%。

外銷訂單方面，本年上半年外銷訂單大幅成長，惟下半年起成長明顯減緩，10月年增率轉為負成長，11月幅度擴大為-28.51%，當月主要接單貨品均轉呈大幅衰退。

圖5 進出口貿易

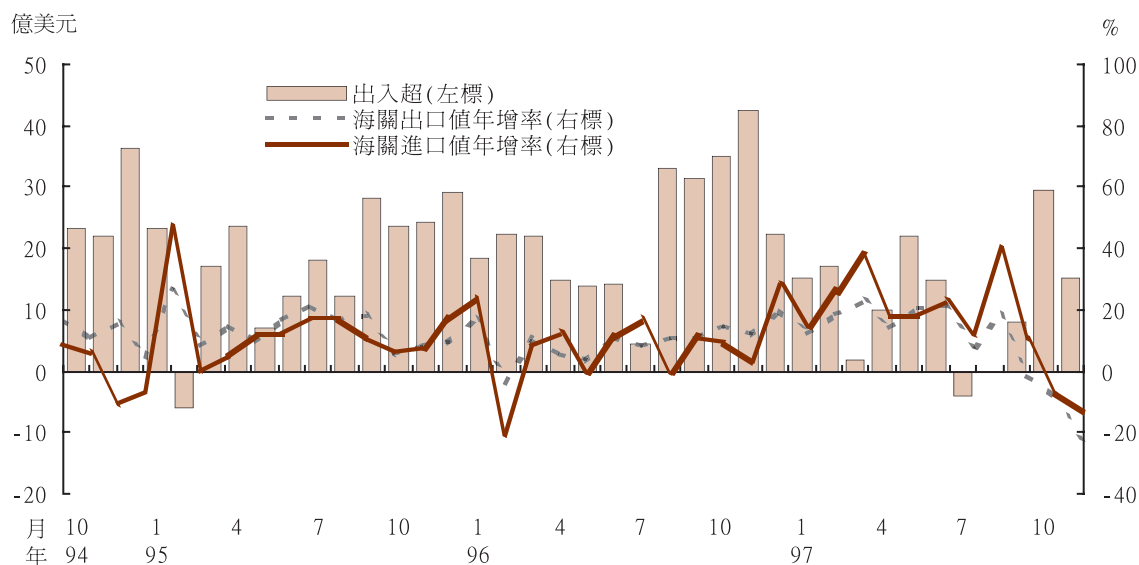


表2 我國對主要進出口貿易國（地區）成長率與比重

單位：百萬美元，(%)

項目	當月資料						累計資料					
	金額		增減比較	比重		金額		增減比較	比重			
	97年11月	96年11月	(%)	97年11月	96年11月	97年1-11月	96年1-11月	(%)	97年1-11月	96年1-11月		
出口	合計	16,780	21,872	-23.3	100.0	100.0	242,019	223,200	8.4	100.0	100.0	
	中國大陸(含香港)	5,632	9,163	-38.5	33.6	41.9	95,159	90,777	4.8	39.3	40.7	
	美國	2,377	2,772	-14.2	14.2	12.7	28,619	29,234	-2.1	11.8	13.1	
	日本	1,495	1,254	19.2	8.9	5.7	16,368	14,404	13.6	6.8	6.5	
	歐洲	2,222	2,463	-9.8	13.2	11.3	28,062	25,956	8.1	11.6	11.6	
	東協六國	2,595	3,218	-19.4	15.5	14.7	36,453	32,184	13.3	15.1	14.4	
進口	合計	15,261	17,585	-13.2	100.0	100.0	229,079	197,992	15.7	100.0	100.0	
	中國大陸(含香港)	2,267	2,586	-12.3	14.9	14.7	31,050	27,071	14.7	13.6	13.7	
	美國	1,552	2,029	-23.5	10.2	11.5	25,023	23,881	4.8	10.9	12.1	
	日本	3,116	3,703	-15.8	20.4	21.1	44,026	41,739	5.5	19.2	21.1	
	歐洲	1,511	1,823	-17.2	9.9	10.4	23,234	21,400	8.6	10.1	10.8	
	東協六國	1,613	1,919	-16.0	10.6	10.9	24,376	21,578	13.0	10.6	10.9	

資料來源：財政部統計處編「中華民國臺灣地區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	當月資料					累計資料				
	金額		增減比較	比重		金額		增減比較	比重	
	97年11月	96年11月	(%)	97年11月	96年11月	97年1-11月	96年1-11月	(%)	97年1-11月	96年1-11月
貿易總值	32,041	39,457	-18.8			471,098	421,192	11.8		
出口	16,780	21,872	-23.3	100.0	100.0	242,019	223,200	8.4	100.0	100.0
農產品	48	27	74.6	0.3	0.1	503	375	34.0	0.2	0.2
農產加工品	180	161	12.3	1.1	0.7	2,006	1,654	21.2	0.8	0.7
工業產品	16,552	21,684	-23.7	98.6	99.1	239,511	221,171	8.3	99.0	99.1
重化工業產品	13,536	18,357	-26.3	80.7	83.9	201,174	184,580	9.0	83.1	82.7
非重化工業產品	3,016	3,327	-9.3	18.0	15.2	38,336	36,591	4.8	15.8	16.4
進口	15,261	17,585	-13.2	100.0	100.0	229,079	197,992	15.7	100.0	100.0
資本設備	2,143	2,625	-18.4	14.0	14.9	30,882	32,107	-3.8	13.5	16.2
農工原料	11,779	13,602	-13.4	77.2	77.4	182,620	151,461	20.6	79.7	76.5
消費品	1,340	1,357	-1.3	8.8	7.7	15,578	14,423	8.0	6.8	7.3
出超(+)或入超(-)	1,519	4,287	-64.6			12,940	25,209	-48.7		

資料來源：財政部網站進出口貿易統計。

## 六、工業生產轉呈減退

本年第一季，電子零組件業因消費性電子產品外需強勁，化學材料業因新興市場訂單增加與新產能挹注，生產均顯著擴增，工業生產成長力道仍強；第二季因原油等原物料成本高漲，加上國內需求不振，工業生產成長力道趨緩。第三季起，由於全球景氣下滑，出口動能減弱，加上國內需求續趨低迷，工業生產指數年增率降幅擴大，9月起轉呈負成長，11月再降為-28.35%，其中製造業減產28.95%，四大業別：金屬機械、化學、資訊電子及民生工業均明顯減產。就產品用途別言，以生產財減少31.90%為最多，投資財、消費財亦分別減少25.90%與17.22%。

## 七、就業人數增幅減緩、失業率攀升

本年1至11月平均就業人數為1,040.8萬

人，較上年同期增加1.18%，增幅為近5年來同期最低。在失業率方面，本年初續呈下降走勢，至4月為3.81%，5月起受學校畢業生投入尋職行列之季節性因素影響，加上景氣下滑，廠商歇業或業務緊縮，失業率轉呈上升，至11月為4.64%，係2004年9月以來新高；1至11月平均為4.06%，亦較上年同期上升0.14個百分點。11月失業原因中以「因場所歇業或業務緊縮者」較上月增加3.6萬人為最多，1至11月平均亦以「場所歇業或業務緊縮」為主因。

本年1至10月平均非農業部門每人每月平均薪資年增率為0.79%，其中經常性薪資年增率為0.92%。同期間，工業部門勞動生產力年增率為2.05%，生產力增幅高於總薪資增幅，致單位產出勞動成本指數下降1.45%。

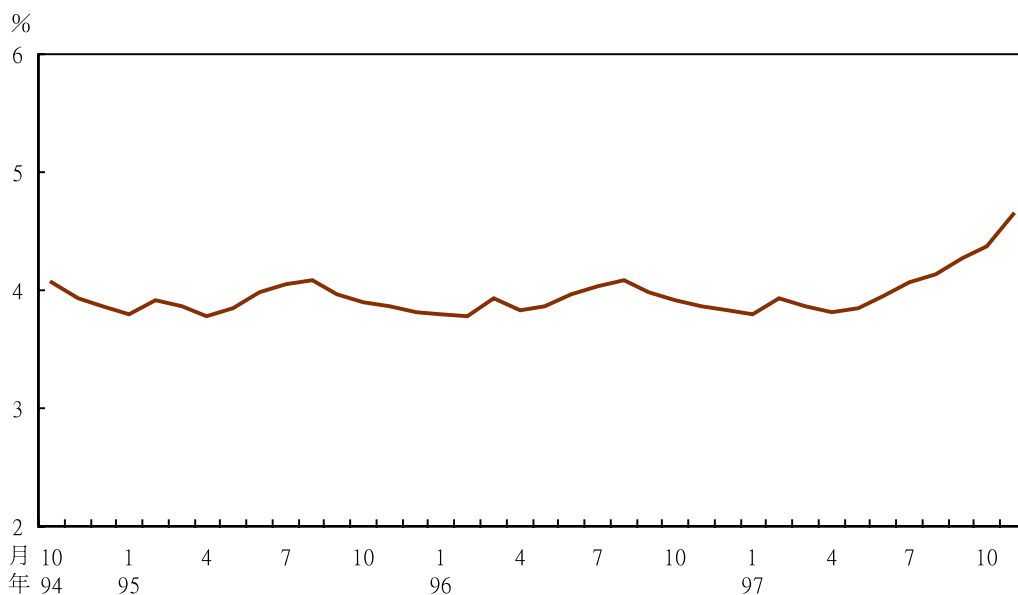
表4 工業生產及各業指數年增率

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				
92年	9.09	-7.11	9.55	12.60	0.54	4.28	2.17	9.02
93年	9.30	-3.87	9.97	12.30	2.18	3.34	-0.29	4.78
94年	3.76	-9.40	3.66	5.57	-3.43	4.25	0.55	11.38
95年	4.70	-5.02	4.50	6.44	-3.32	2.33	2.83	9.02
96年	7.77	-17.04	8.34	10.28	-0.33	2.97	0.29	-0.48
96/ 11	13.60	-16.77	14.88	18.04	0.64	0.90	-0.14	-5.45
12	14.09	-12.45	15.77	19.49	-0.41	2.91	0.05	-17.15
97/ 1	12.60	-2.06	12.82	15.32	1.92	2.88	-0.42	20.55
2	16.03	5.31	17.53	21.12	0.13	10.06	1.18	-16.68
3	9.03	1.55	9.42	12.46	-4.25	1.66	-0.76	5.39
4	9.98	33.31	10.16	12.02	1.27	1.88	0.25	10.14
5	5.59	25.48	6.17	8.46	-4.83	-1.82	-0.95	-8.53
6	5.10	-2.38	5.90	7.92	-4.15	-2.19	-2.07	-11.72
7	1.79	-12.29	3.04	4.10	-2.28	-5.02	-3.25	-28.92
8	0.66	-12.17	1.25	3.34	-9.08	0.77	-1.75	-17.86
9	-1.22	-23.85	-0.92	-0.01	-5.68	-0.53	-3.07	-9.89
10	-12.57	-8.71	-13.44	-14.03	-10.36	-1.14	-2.85	8.32
11p	-28.35	-16.25	-28.95	-31.11	-17.53	-8.38	-2.53	-31.54
1-11月累計	0.99	-0.97	1.32	2.63	-5.11	-0.41	-1.50	-8.86

資料來源：經濟部工業局編「工業生產統計月報」。

圖6 失業率



## 八、消費者物價上漲壓力減輕

本年初以來，國際能源及農牧產品等原物料行情攀高，推升國內進口品及國產內銷品躉售價格，家外食物、肉類、穀類及其製品等相關食品紛紛反映成本調漲零售價格，加上水果受天災影響，價格居高難下，致食物類價格大漲；油料費亦反映進口原油成本明顯調高；此外，運輸、電力及國外旅遊團

費等亦反映成本陸續調高，國內面臨輸入性物價上漲壓力，CPI與核心CPI（即不包括蔬果、水產及能源之CPI）年增率於7月分別達5.81%及4.06%之高峰。之後，隨著全球景氣下滑，原物料價格急遽回跌，進口原物料行情攀升之傳遞效應逐漸減弱，CPI與核心CPI年增率漸次回降，至12月各降為1.21%及2.07%。本年全年平均CPI與核心CPI年增率分別為3.52%及3.07%。

圖7 消費者物價與核心物價

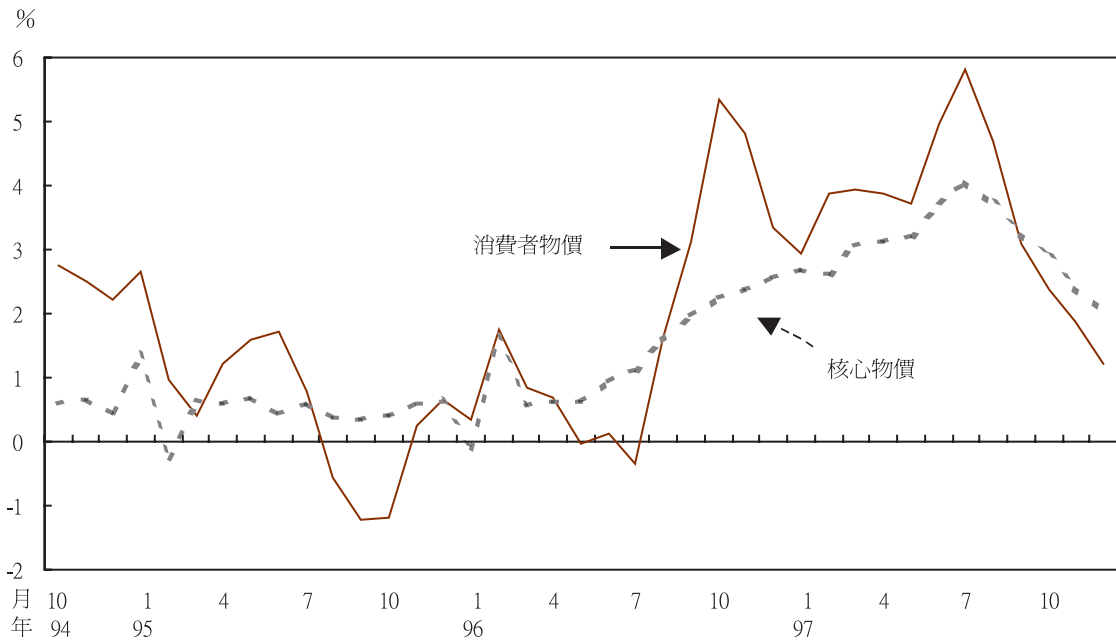


表5 影響97年1至12月CPI變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	3.52	3.52
家外食物	89	7.45	0.66
教養娛樂服務費	130	2.96	0.39
水果	28	12.46	0.33
肉類	23	14.94	0.35
油料費	33	7.01	0.24
穀類及其製品	20	11.25	0.22
水產品	17	12.47	0.22
燃氣	10	9.90	0.10
房租	185	0.57	0.10
合計			2.61
耐久性消費品	75	-1.39	-0.10
合計			-0.10
其他			1.01

## 貳、經濟展望

本年初以來，雖國際原物料行情高漲、全球經濟景氣趨緩，惟亞洲區域貿易表現仍佳，我國出口成長動能尚能維繫，上半年經濟成長率為5.29%；下半年由於全球景氣下滑，我國出口動能明顯轉弱，加上民間消費與投資同告衰退，行政院主計處預測本年經濟成長率為1.87%。明（98）年受國際景氣

持續衰退影響，對外貿易動能持續疲弱，惟在政府順利推動振興經濟措施及擴大內需方案之激勵下，行政院主計處預測明年經濟成長率為2.12%。

國內各預測機構對98年經濟成長率預估值之平均數為2.01%。



表6 國內預測機構對民國98年經濟成長之預測

單位：年增率(%)

估測機構 項 目	主計處	中經院	台經院	中研院	台綜院	平均值	經建目標
發布日期	97.11.20	97.12.4	97.11.6	97.12.12	97.12.12		
實質國內生產毛額	2.12	1.24	4.11	0.56	1.53	1.91	2.50
實質民間消費支出	1.86	0.73	1.63	1.42	1.37	1.40	
實質政府消費支出	2.04	---	2.65	2.04	2.04	2.19	
實質固定投資	1.22	1.78	7.80	-0.14	0.56	2.24	
實質民間投資	-2.87	-2.15	6.54	-3.85	-3.18	-1.10	
實質政府投資	22.52	---	17.67	18.02	---	19.40	
實質輸出	-3.64	-1.04	4.40	-5.66	-2.46	-1.68	
實質輸入	-6.43	-2.23	3.04	-7.05	-4.54	-3.44	
貿易差額(億美元)	293.90	---	---	---	---	293.90	

# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差2,009百萬美元，金 少2,598百萬美元(詳見表1及圖1)。  
融帳淨流出6,643百萬美元，央行準備資產減

表1 國際收支

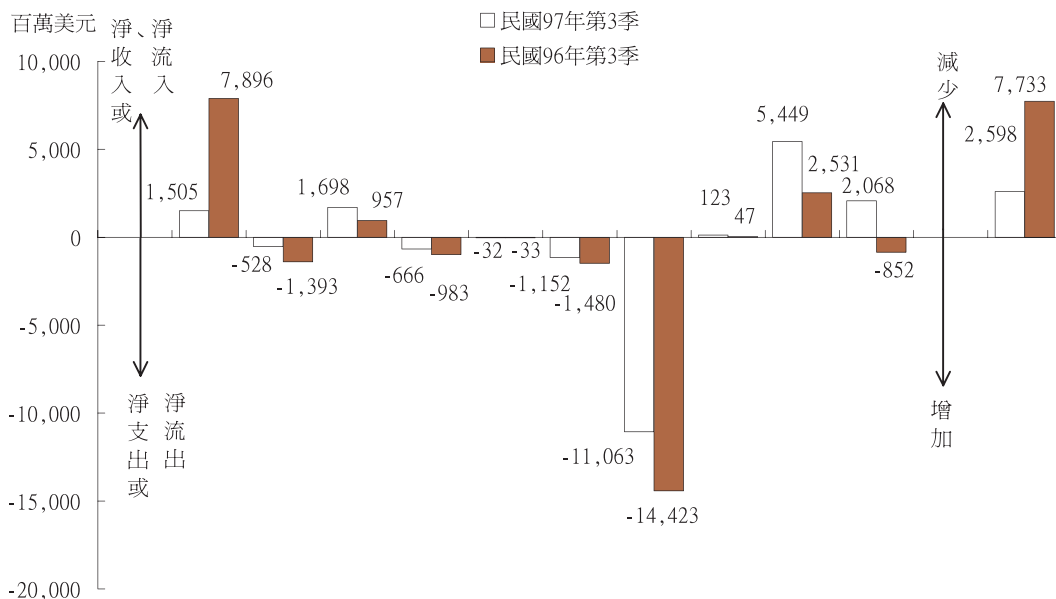
民國97年第3季暨民國96年第3季

單位：百萬美元

	(1) 97年 第3季	(2) 96年 第3季	(1)-(2)
A. 經常帳	2,009	6,477	-4,468
商品出口(f.o.b.)	69,674	64,702	4,972
商品進口(f.o.b.)	-68,169	-56,806	-11,363
商品貿易淨額	1,505	7,896	-6,391
服務：收入	8,425	7,958	467
服務：支出	-8,953	-9,351	398
服務淨額	-528	-1,393	865
所得：收入	6,054	6,482	-428
所得：支出	-4,356	-5,525	1,169
所得淨額	1,698	957	741
經常移轉：收入	1,352	1,104	248
經常移轉：支出	-2,018	-2,087	69
經常移轉淨額	-666	-983	317
B. 資本帳	-32	-33	1
資本帳：收入	0	1	-1
資本帳：支出	-32	-34	2
合計，A加B	1,977	6,444	-4,467
C. 金融帳	-6,643	-13,325	6,682
對外直接投資	-2,141	-2,592	451
來台直接投資	989	1,112	-123
證券投資(資產)	4,164	-8,798	12,962
股權證券	2,409	-4,175	6,584
債權證券	1,755	-4,623	6,378
證券投資(負債)	-15,227	-5,625	-9,602
股權證券	-10,489	-5,654	-4,835
債權證券	-4,738	29	-4,767
衍生性金融商品	123	47	76
衍生性金融商品(資產)	1,569	1,326	243
衍生性金融商品(負債)	-1,446	-1,279	-167
其他投資(資產)	269	-602	871
一般政府	1	-2	3
銀行	-5,742	-649	-5,093
其他	6,010	49	5,961
其他投資(負債)	5,180	3,133	2,047
貨幣當局	-387	-9,404	9,017
一般政府	0	0	0
銀行	4,282	11,856	-7,574
其他	1,285	681	604
合計，A至C	-4,666	-6,881	2,215
D. 誤差與遺漏淨額	2,068	-852	2,920
合計，A至D	-2,598	-7,733	5,135
E. 準備資產	2,598	7,733	-5,135

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)服務收支 (3)所得收支 (4)經常移轉收支 (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，本季商品出、進口分創歷年單季次高及新高。雖然商品出口較上季微幅下滑，惟仍較上年同季成長7.7%，主要係對亞洲鄰國出口持續增加；進口金額較上年同季成長20.0%，主要因原油等礦產品與鋼鐵及其製品進口大幅增加。由於出口增額小於進口增額，本季商品貿易順差縮小為1,505百萬美元，較上年同季大幅減少6,391百萬美元或80.9%。

服務方面，本季服務收入8,425百萬美元，較上年同季增加467百萬美元，主要係

三角貿易淨收入增加所致；服務支出金額8,953百萬美元，較上年同季減少398百萬美元，主要係旅行支出及貿易佣金支出減少所致。收支相抵，本季服務逆差僅528百萬美元，較上年同季縮減865百萬美元。

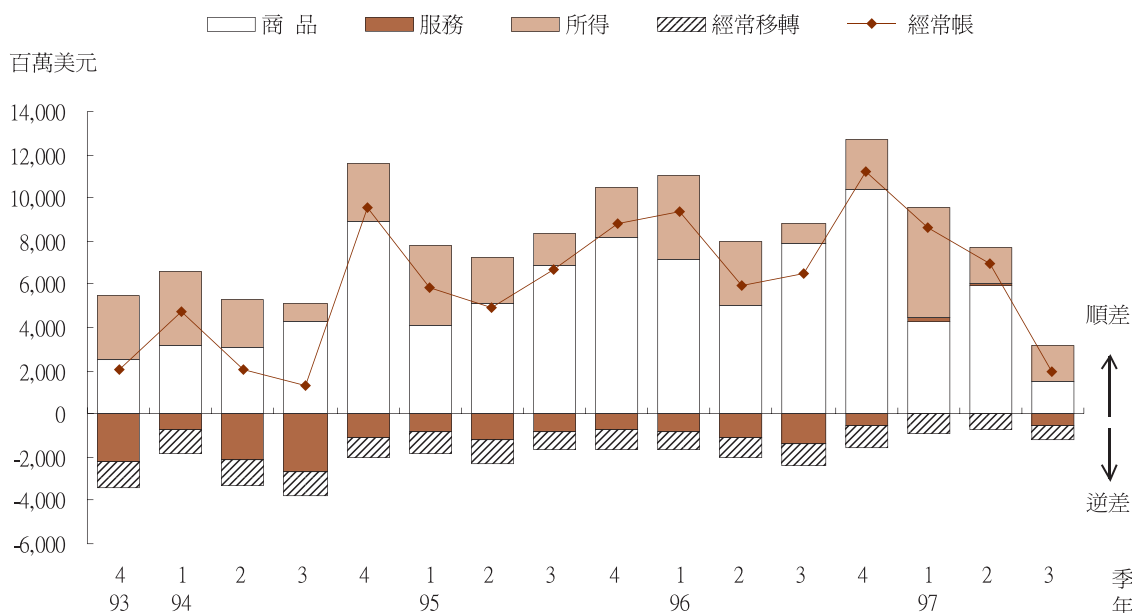
所得方面，本季所得收入計6,054百萬美元，較上年同季減少428百萬美元，主要係居民外匯資產投資所得以及銀行國際金融業務分行（OBU）利息收入減少所致；所得支出計4,356百萬美元，較上年同季減少1,169百萬美元，主要係因非居民股本投資所得匯出及國外借款利息支出減少所致。由於支出減額大於收入減額，致所得淨收入增為1,698

百萬美元，較上年同季增加741百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季983百萬美元減為666百萬美元，主要係贍家匯入款增加、匯出款減少所致。

本季雖所得收支順差增加、服務及經常移轉逆差減少，惟商品貿易順差大幅縮減，致經常帳順差大幅縮減為2,009百萬美元，較上年同季衰退4,468百萬美元或69.0%(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32百萬美元，主要係移民匯出款，與上年同季金額相當。

## 三、金融帳

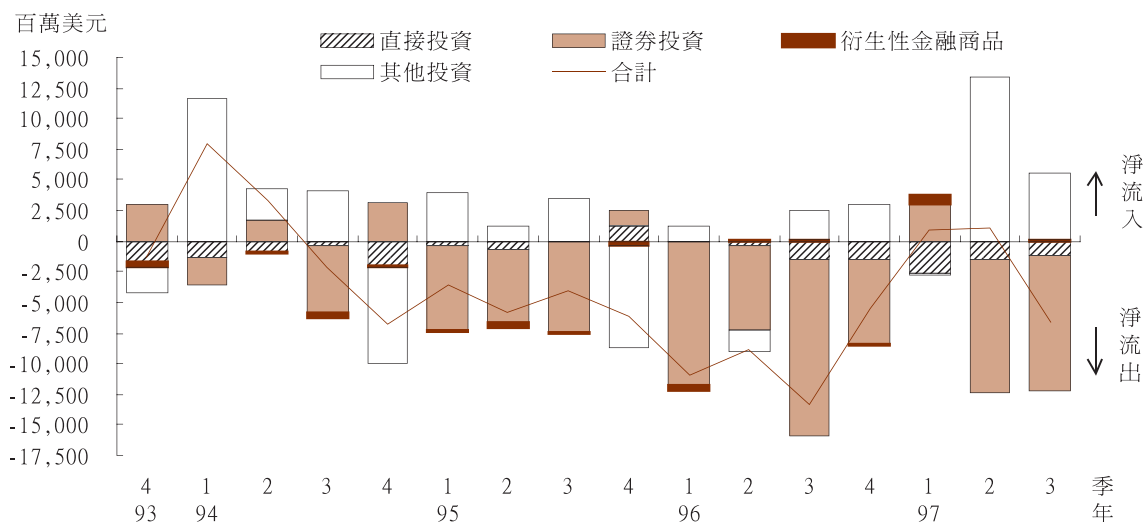
本季金融帳淨流出6,643百萬美元，主

要係證券投資大幅淨流出11,063百萬美元(詳見圖3)。其中直接投資呈淨流出1,152百萬美元，居民對外直接投資及非居民來台直接投資分別為2,141百萬美元及989百萬美元。證券投資呈淨流出11,063百萬美元，其中居民對外證券投資轉呈淨流入4,164百萬美元，係民國79年第4季以來首次呈現淨流入，主要因全球金融危機，居民贖回投資國外之金融商品；非居民來台證券投資呈淨流出15,227百萬美元，為歷年單季最高，主要係因外資

投資機構為挹注母公司之資金需求，及基金經理人為因應國外投資者之贖回而大幅賣超台股及減持公債。衍生性金融商品呈淨流入

123百萬美元。其他投資續呈淨流入5,449百萬美元，主要係因民間部門收回國外存款以及銀行部門自國外聯行引進資金。

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69,674百萬美元，較上年同季增加4,972百萬美元或7.7%；商品進口計68,169百萬美元，較上年同季增加11,363百萬美元或20.0%。由於出口增額小於進口增額，商品貿易順差大幅縮減為1,505百萬美元，較上年同季大幅

衰退6,391百萬美元或80.9%（詳見表2及圖4）。

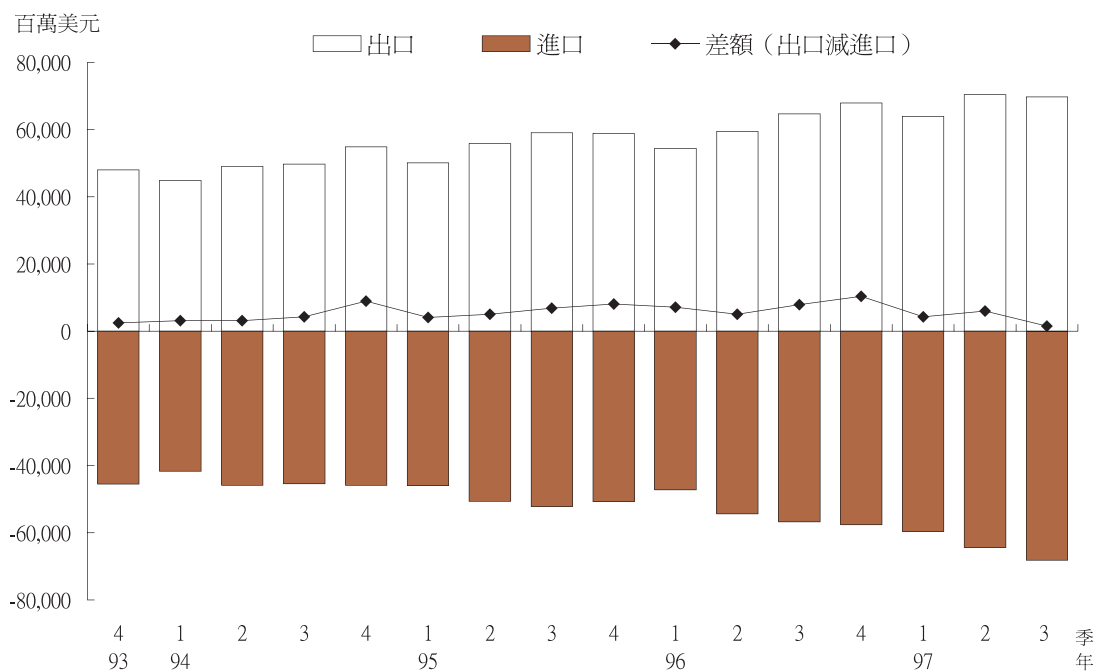
若根據海關進出口貿易統計，本季出口(按F.O.B.計價)計69,921百萬美元，較上年同季增加5,206百萬美元或8.0%；進口(按C.I.F.計價)為69,479百萬美元，較上年同季增加11,630百萬美元或20.1%；商品貿易出超由上年同季之6,866百萬美元大幅衰退為442百萬美元或93.6%（詳見表2）。

表2 商品貿易

單位：百萬美元

項 目	(1) 97年 第3季	(2) 96年 第3季	增 減 比 較	
			金 額	%
一、商品出口 (f.o.b.)	69,674	64,702	4,972	7.7
出口毛值 (f.o.b.)*	69,921	64,715	5,206	8.0
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-247	-13	-234	
二、商品進口 (f.o.b.)	68,169	56,806	11,363	20.0
進口毛值 (c.i.f.)*	69,479	57,849	11,630	20.1
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	698	600	98	
減：運保費	-2,008	-1,643	-365	
三、商品貿易順差或逆差	1,505	7,896	-6,391	-80.9
貿易出超或入超(-)*	442	6,866	-6,424	-93.6

\*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)

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，農產品、農產加工品及工業產品均較上年同季成長，增幅分別為53.9%、17.7%及7.9%。工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.3%），較上年同季成長8.2%；進口方面，農工原料及消費品進口分別較上年同季成長28.6%及7.3%，資本設備進口則持續呈衰退13.7%。就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「礦產品」、「基本金屬及其製品」及「化學品」增額較大，三者合計占出口總增額的64.2%；進口貨品中，則以「礦產品」、「基本金屬及其製品」及「化學品」增額較大，三者合計占進口總增額的108.1%。就主要貿易地區而言，出口方面，本季對東協六國的出口較上年同季增加1,155.9百萬美元或12.4%，仍為出口增額最大的來源，其次為對日本的出口，較上年同季增加822.4百萬美元或21.3%。進口方面，相較上年同季，以自中東地區進口增額6,168.7百萬美元或91.6%最大，自東協六國進口增額1,486.0百萬美元或23.3%次之。就主要出口市場比重來看，仍以中國大陸（含香港，以下同）所占比重最高，達38.9%，其次為東協六國的15.0%，美國及歐洲出口比重分居第三、四位，各為12.1%與11.1%。主要進口來源則以中東地區所占比重最高，達18.6%，其次為日本的17.6%，中國大陸的

13.3%及東協六國的11.3%分居第三、四位。

## 二、服務

本季服務收入8,425百萬美元，較上年同季增加467百萬美元；服務支出計8,953百萬美元，較上年同季減少398百萬美元。收支相抵，本季服務淨支出由上年同季之1,393百萬美元減少為528百萬美元。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1,899百萬美元，較上年同季增加133百萬美元，主要係國航國際線客運收入及國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計3,148百萬美元，較上年同季增加366百萬美元，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1,016百萬美元增加為1,249百萬美元。

### (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1,426百萬美元，較上年同季增加159百萬美元，主要係來台旅客人數及平均停留夜數增加。旅行支出計2,312百萬美元，較上年同季減少240百萬美元，主要係國人出國平均每人每日消費支出及出國人數減少所致。收支相抵，由於收入增加，

表3 服務、所得及經常移轉

單位：百萬美元

	97年第三季			96年第三季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	8,425	8,953	-528	7,958	9,351	-1,393	467	-398
一、運輸服務	1,899	3,148	-1,249	1,766	2,782	-1,016	133	366
二、旅行	1,426	2,312	-886	1,267	2,552	-1,285	159	-240
三、其他服務	5,100	3,493	1,607	4,925	4,017	908	175	-524
(一)通訊	83	115	-32	92	127	-35	-9	-12
(二)營建	83	48	35	70	125	-55	13	-77
(三)保險	85	222	-137	101	248	-147	-16	-26
(四)金融	267	88	179	363	148	215	-96	-60
(五)電腦與資訊	34	56	-22	32	50	-18	2	6
(六)專利權、商標等使用費	40	747	-707	77	664	-587	-37	83
(七)其他事務服務	4,415	1,977	2,438	4,108	2,363	1,745	307	-386
1.三角貿易及與貿易有關服務	3,546	549	2,997	3,201	746	2,455	345	-197
2.營運租賃	155	406	-251	188	498	-310	-33	-92
3.專業技術與雜項	714	1,022	-308	719	1,119	-400	-5	-97
(八)個人、文化與休閒服務	23	49	-26	21	57	-36	2	-8
(九)不包括在其他項目的政府服務	70	191	-121	61	235	-174	9	-44
所得	6,054	4,356	1,698	6,482	5,525	957	-428	-1,169
一、薪資所得	90	91	-1	83	90	-7	7	1
二、投資所得	5,964	4,265	1,699	6,399	5,435	964	-435	-1,170
經常移轉	1,352	2,018	-666	1,104	2,087	-983	248	-69

支出減少，本季旅行淨支出由上年同季之1,285百萬美元大幅減為886百萬美元。

### (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5,100百萬美元，較上年同季增加175百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所致。其他服務支出計3,493百萬美元，較上年同季減少524百萬美元，主要係

貿易佣金支出、營業租賃支出及專業技術事務支出減少所致。收支相抵，其他服務淨收入由上年同季之908百萬美元增加為1,607百萬美元。

## 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。為配合國際貨幣基金（IMF）第五版國際收支手冊的定義，將外籍工作者在台居留一年以下者視為非居民，其匯出薪資列為所得支出；一年以上者則視為居民，其匯出薪資列為經常



移轉支出。本季所得收入6,054百萬美元，較上年同季減少428百萬美元，主要係因居民外匯資產投資所得以及銀行國際金融業務分行（OBU）利息收入減少所致；所得支出計4,356百萬美元，較上年同季減少1,169百萬美元，主要係因非居民股本投資所得及國外借款利息支出減少所致。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之957百萬美元增加為1,698百萬美元。

## 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。本季金融帳淨流出6,643百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(詳見表4)：

### 一、直接投資

本季直接投資淨流出1,152百萬美元。其中，居民對外直接投資呈淨流出2,141百萬美元，居民對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為基本金屬製造業、電子零組件製造業、以及金融及保險業；非居民來台直接投資淨流入989百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、電子零組件製造業、以及金融控股業。

### 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出11,063百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

## 四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,352百萬美元，較上年同季增加248百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計2,018百萬美元，較上年同季減少69百萬美元，主要係贍家匯出款減少所致。本季經常移轉淨支出由上年同季之983百萬美元減為666百萬美元。

### (一) 資產方面

本季居民投資國外證券轉呈淨流入4,164百萬美元，係民國79年第4季以來首次呈現淨流入。其中股權證券投資淨流入2,409百萬美元，主要係全球金融危機，居民大幅贖回先前透過特定金錢信託投資之國外基金；債權證券投資亦呈淨流入1,755百萬美元，主要係居民贖回投資國外之長期債券。債權證券投資中，債券與票券呈淨流入1,917百萬美元，而貨幣市場工具則為淨流出162百萬美元。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨流出15,227百萬美元，為歷年單季最高，主要係外資投資機構為挹注母公司之資金需求，及基金經理人為因應國外投資者之贖回而大幅賣超台股及減持公債。其中股權證券投資及債權證券投資分別呈淨流出10,489百萬美元及4,738

表4 金融帳

單位：百萬美元

	97年第三季			96年第三季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-2,141	989	-1,152	-2,592	1,112	-1,480	451	-123
(一)對外直接投資	-2,141	—	-2,141	-2,592	—	-2,592	451	—
(二)來台直接投資	—	989	989	—	1,112	1,112	—	-123
二、證券投資	4,164	-15,227	-11,063	-8,798	-5,625	-14,423	12,962	-9,602
(一)股權證券	2,409	-10,489	-8,080	-4,175	-5,654	-9,829	6,584	-4,835
(二)債權證券	1,755	-4,738	-2,983	-4,623	29	-4,594	6,378	-4,767
1.債券與票券	1,917	-4,736	-2,819	-4,487	-1	-4,488	6,404	-4,735
2.貨幣市場工具	-162	-2	-164	-136	30	-106	-26	-32
三、衍生性金融商品	1,569	-1,446	123	1,326	-1,279	47	243	-167
四、其他投資	269	5,180	5,449	-602	3,133	2,531	871	2,047
(一)貿易信用	-328	-456	-784	154	-140	14	-482	-316
(二)借款	-1,006	-421	-1,427	1,281	-6,777	-5,496	-2,287	6,356
(三)現金與存款	4,319	5,416	9,735	97	11,450	11,547	4,222	-6,034
(四)其他	-2,716	641	-2,075	-2,134	-1,400	-3,534	-582	2,041
合計	3,861	-10,504	-6,643	-10,666	-2,659	-13,325	14,527	-7,845

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。

百萬美元；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4,736百萬美元及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123百萬美元，受到國際金融市場震盪影響，本季對外衍生性金融商品交易之已實現利得及已實現損失皆創歷年單季次高。資產方面淨流入1,569百萬美元；負債方面呈淨流出1,446百萬美元。

### 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。本季其他投資續呈淨流入5,449百萬美元，主要係民間部門收回國外存款以及銀行部門自國外聯行引進資金。茲就資產與負債分別說明如下：

#### (一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入269百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用淨流出328百萬美元；貸款呈淨流出1,006百萬美元，主要係國際金融業務分行(OBU)增加對國外長期放款所致；現金與存款為淨流入4,319百萬美元，主要係民間部門收回存放國外存款；其他資產呈淨流出

2,716百萬美元，主要係反映銀行部門其他短期資產增加。

### (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入5,180百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流出456百萬美

元；借款呈淨流出421百萬美元；現金與存款呈淨流入5,416百萬美元，主要係銀行部門增加自國外聯行引進資金；其他負債呈淨流入641百萬美元，主要係銀行部門增加其他短期負債。

## 肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現逆差，反映在中央銀行準備資產減少2,598百萬美元。

## 貨幣與信用

本（97）年第3季貨幣總計數M2年增率平均為2.03%，較上季之2.05%略降0.02個百分點，10、11月受國人資金回流影響，M2年增率明顯上升，至11月升為5.05%。M1B年增率，受股市持續不振及活期性存款持續流向定期存款影響，第3季平均降至-5.33%；及至11月回升至-3.55%。至於銀行放款與投資，受到銀行對公營事業及民間

部門債權持續增加影響，本年第3季底主要金融機構放款與投資以成本計價之年增率，由上季底之3.33%升至本季底為4.03%，10月，由於銀行對民間部門債權成長減緩，年增率下降為3.93%；11月，則因銀行對政府及公營事業債權持續增加，以及上年比較基期較低，年增率轉呈上升為4.22%。

銀行業存、放款利率方面，受全球景

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				
94	7.65	7.10	6.22	7.84	6.25	7.77	9.34
95	5.72	5.30	6.22	5.33	4.99	4.10	4.72
96	6.80	6.44	4.25	4.71	1.03	2.35	3.12
96/11	6.29	4.34	2.78	2.22	2.25	2.77	3.68
12	4.26	1.07	1.36	2.38	1.03	2.35	3.12
97/1	3.26	-0.30	1.06	1.90	1.62	2.81	3.95
2	-0.10	-1.84	1.43	0.45	2.03	1.88	3.10
3	0.50	-1.45	1.75	0.99	2.40	1.78	2.79
4	0.78	-1.66	2.12	1.05	2.47	2.40	3.22
5	2.46	-1.14	2.34	1.51	2.66	3.03	3.23
6	1.85	-3.04	1.70	2.21	1.83	3.33	3.78
7	0.28	-5.77	1.45	1.12	2.30	3.23	3.36
8	-0.51	-5.32	2.11	2.42	2.42	3.53	2.83
9	-0.59	-4.89	2.54	5.68	3.22	4.03	3.17
10	1.64	-4.08	4.09	7.58	4.30	3.93	2.73
11	1.19	-3.55	5.05	6.93	5.28	4.22	2.95

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。

氣趨緩影響，在通膨壓力已減輕之下，本行為提振內需，自9月起調降貼放利率，受此影響，第3季主要銀行存款牌告利率與基準放款利率均呈現先升後降趨勢。以台銀、

合庫銀、一銀、華銀及彰銀等五大銀行之平均存、放款牌告利率為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的2.67%上升至8月底之2.72%，9月則反轉下降至2.70%，

至12月底降至1.42%。五大銀行平均基準放款利率自上季底的4.396%，上升至本季底的4.438%，12月底則降至4.205%。五大銀行新承做放款加權平均利率方面，因資本

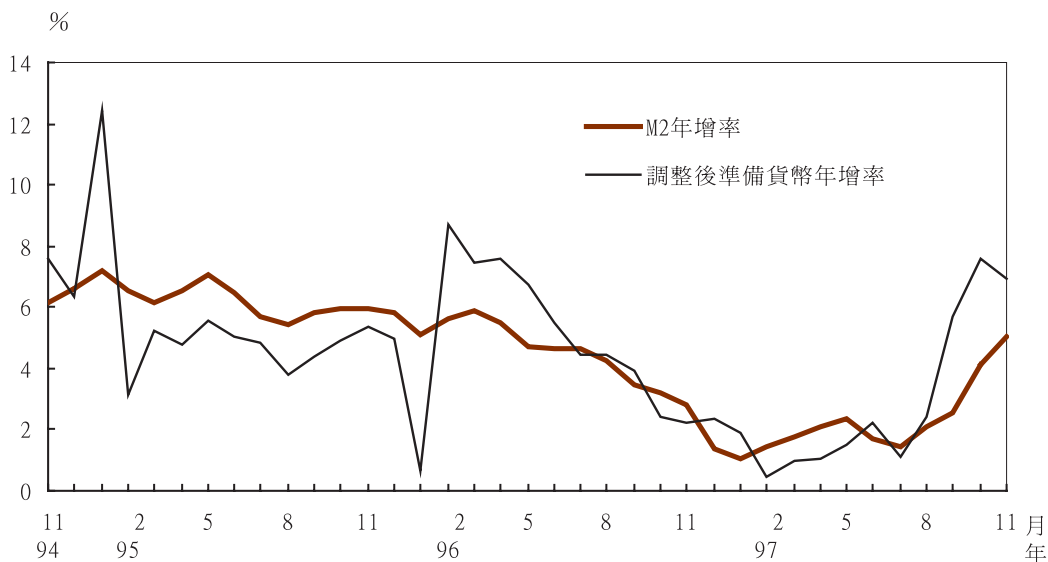
支出、週轉金及消費性等貸款利率全面下降，平均利率自6月的2.890%下滑至9月為2.879%，11月再降至2.722%。

## 壹、準備貨幣年增率呈上升趨勢

為穩定物價，並抑制通膨預期心理，本行自7月1日起調高各類存款準備率0.75至1.25個百分點，共計收回資金約2,000億元，之後，因物價上漲壓力減緩，同時考量國際金融市場動盪不安，可能導致景氣轉緩，本行復於9月18日調降存款準備率至6月底之水準，影響所及，本年第三季準備貨幣明顯增加；調整存款準備率後之日平均準備貨幣年增率回升，由6月之2.21%回升至9月之5.68%，主要係因銀行存款持續增加，準備金需求增加，以及通貨發行成長率明顯上揚

所致。總計本年第三季日平均準備貨幣平均年增率為3.07%，較上季之1.59%，增加1.48個百分點。10月由於國人投資海外資金回流銀行，加以本行為維持寬鬆貨幣政策，銀行超額準備明顯增加，準備貨幣年增率再上揚至7.58%，11月年增率小幅降至6.93%。就準備貨幣變動來源分析，本年第三季，雖然有稅款繳庫、公營事業盈餘繳庫、財政部發行公債、及央行發行定存單等緊縮因素影響，惟受財政部償還銀行借款、公債還本付息及發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，日平

圖1 準備貨幣及M2年增率



均準備貨幣較上季增加。至10月及11月，雖然有財政部償還銀行借款、公債還本付息及發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，惟受稅款繳庫、財政部發行公債、及央行發行定

存單等緊縮因素影響，日平均準備貨幣轉呈減少；惟若調整存款準備率變動因素後，11月份準備貨幣仍較9月為高。

## 貳、貨幣總計數M2年增率上升

97年第3季貨幣總計數M2年增率平均為2.03%，較上季之2.05%略降0.02個百分點，10、11月受國人資金回流影響，M2年增率明顯上升，分別為4.09%及5.05%。M1B年增率，受股市持續不振及活期性存款持續流

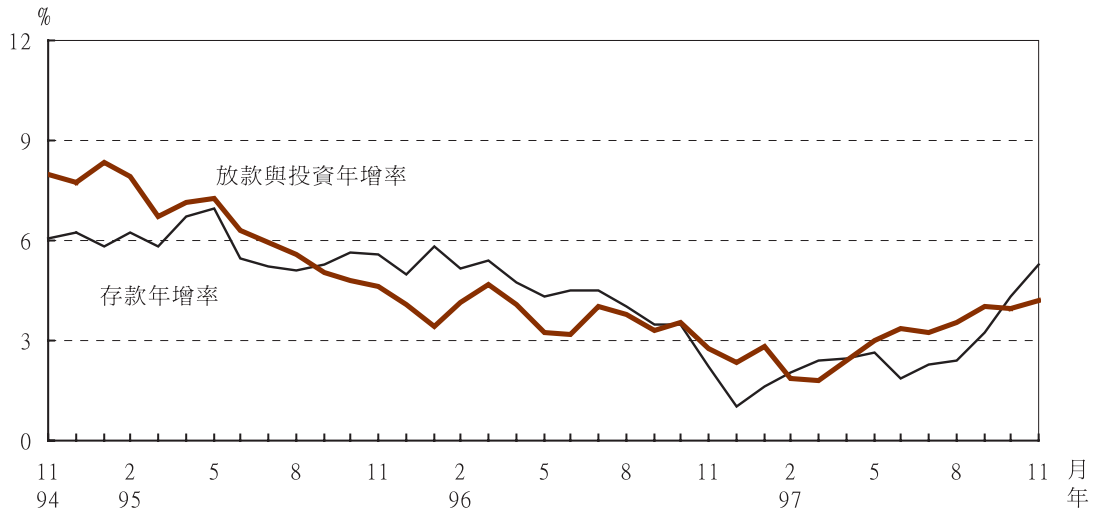
向定期存款影響，自上季平均-1.95%降至第3季之-5.33%；之後因國人海外資金持續匯回，M1B年增率10月回升為-4.08%，及至11月續升至-3.55%。

## 參、存款年增率逐月上升

97年第3季主要金融機構存款，受銀行放款與投資持續成長影響，年增率呈現上升走勢，由上季底之1.83%升至本季底之3.22%，至11月底持續升為5.28%。就各類存款觀察，活期性存款方面，由於股市交易持續不振，致使民眾將資金從股市抽離轉存定期性存款，年增率由上季底之-4.80%明顯降為7月底之-7.07%；8月則由於適逢月底，支票存款未及扣帳，月底年增率回升為-5.54%；9月底續升為-5.01%；10月則受股市交易持續不振影響，月底年增率再降為-5.97%；11月由於適逢月底，支票存款未及扣帳，月底年增率轉呈上升為-3.92%。

定期性存款方面，本季由於銀行活期性存款陸續轉向定期性存款，年增率由上季底之4.06%上升為本季底之6.51%；10月及11月底分別續升為8.92%及9.28%。政府存款方面，9月底年增率由上季底之12.37%下降為8.12%，10月底續降為0.37%，11月底則略回升為1.01%。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26.79%下降為26.76%，定期性存款所占比重則由上季底之69.04%上升為69.45%，政府存款所占比重則由上季底之4.17%下降為3.79%。11月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為25.58%、70.90%及3.52%。

圖2 主要金融機構存款及放款與投資年增率



### 肆、銀行放款與投資年增率轉呈上升

97年第3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2,785億元，其中放款增加1,782億元，投資亦增加1,004億元，年增率由上季底之3.33%上升至本季底之4.03%，主要因銀行對公營事業及民間部門債權持續增加所致。10月，由於銀行對民間部門債權成長減緩，年增率下降為3.93%；11月，則因銀行對政府及公營事業債權持續增加，以及上年比較基期較低，年增率轉呈上升為4.22%。若包含人壽保險公司與信託投資公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，本季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之3.76%下降為3.43%，11月底再降為3.18%。

就放款與投資之對象別觀察，97年第3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0.82%、38.65%及3.17%，除對民間部門債權較上季底下降外，均較上季底上升；11月，對民間部門債權續較本季底下降，對政府債權及公營事業債權年增率則較本季底上升。比重方面，97年第3季底對民間部門債權比重由上季底之82.06%下降為81.89%，至11月底再下降為81.58%，主要為對個人放款比重下降所致；對政府債權比重由上季底之13.94%下降為13.64%，至11月底則上升為13.81%；對公營事業債權比重由上季底之4.00%上升為4.47%，至11月底再上升為4.61%，主要為對台灣電力及台灣中油公司放款增加所致。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，97年第3季底放款總餘額較上季底增加1,848億元，其中以對製造業放款增加2,380

億元為最多，其次為對運輸及倉儲業放款增加116億元，再次為對資訊及通訊傳播業放款增加42億元；另對服務業放款則減少679億元，對營造業放款亦減少51億元；至11月底，全體銀行對民營企業放款總餘額較本季底再增加270億元。就各業別比重而言，97年第3季底以對製造業放款之49.29%為最

高，其次為對服務業之21.42%，再次為對批發及零售業之13.01%，其中對製造業放款比重較上季底上升，對服務業與批發及零售業放款比重均較上季底下降，至於對營造業放款比重，則由上季底之3.76%下降為3.59%。

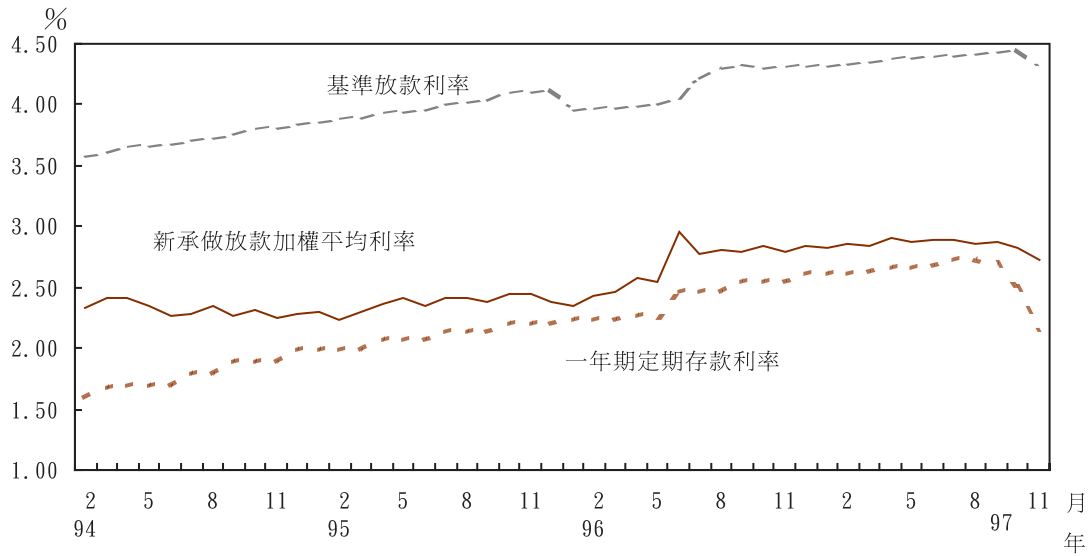
## 伍、銀行業利率上升

受全球景氣趨緩影響，國內出口貿易轉呈負成長，失業率攀升，民間消費與投資疲弱，在通膨壓力已減輕之情況下，為提振內需及改善就業情況，本行自9月起調降貼放利率，而受此影響，97年第3季主要銀行存放款利率均呈現先升後降趨勢。以台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的2.67%，上升至本季8月底之2.72%，9月則反轉下降至2.70%，至12月底調降至1.42%（依本國個別銀行存放款市占率排名，自11月起五大銀行調整為台銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀）。五大銀行基準放款利率方面，自上季底的4.396%，上升至本季的

4.438%，10月底再上升至4.443%，惟12月反轉下降至4.205%。在新承做放款利率方面，因資本支出、週轉金及消費性貸款利率下降，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月的2.890%，下滑至9月的2.879%，10月平均利率降至2.832%，11月因購屋、資本支出、週轉金及消費性等貸款利率全面下降，平均利率再下滑至2.722%，較6月的2.890%，下降0.168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6月的2.897%，下滑至9月的2.883%，11月則降至2.748%，較6月的2.897%，下降0.149個百分點。



圖3 本國五大銀行平均利率\*



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

# 金融市場

## 壹、貨幣市場

本（97）年第3季因金融市場波動加劇，國內經濟成長力道減弱，加以本行為提供金融機構充分流動性，減少定存單發行並調降存款準備率，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284億元，較上季平均之221億元為高；本年10月增加至567億元，11月則下降至372億元。金融業隔夜拆款平均利率在本行持續降息下，自本年6月之2.105%下降至11月之1.410%。

以下分別就本年7月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，本年7月因本行調升存款準備率，銀行應提準備隨之增加，加以財政部發行公債及公營事業盈餘繳庫，致使日平均淨超額準備降為176億元；8月因國際金融市場波動增加，本行為維持市場充分流動性，減少定存單發行，銀行超額準備累積較多，日平均淨超額準備增加為199億元。9月因金融市場波動加劇，為提供金融機構充分流動性與顧及金融穩定，本行調降存款準備率，並採行擴大的附買回機制，致使日平均淨超額準備增加為477億元；10月

因國人海外投資資金回流，加以銀行授信成長趨緩，致使日平均淨超額準備增加為567億元；11月雖有國庫券到期及財政部償還銀行借款本息、發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素，惟受財政部發行公債與稅款陸續繳庫，及本行陸續發行定存單等影響，致使日平均淨超額準備減少為372億元。

### 二、利率走勢

本行於本年9月26日降息半碼，為93年第4季以來十六度調升利率後首度降息，其後分別於10月9日、10月30日與11月10日各調降利率1碼，12月12日再擴大降息3碼，累計五次共計降息1.625個百分點，年底調整後之重貼現率及擔保放款融通利率分別為2.00%及2.375%。

受預期本行降息影響，金融業隔夜拆款平均利率呈下降走勢，由本年6月之2.105%緩步下降至本年9月之2.092%，之後，在本行持續降息帶動下，下降至11月之1.410%。票券市場利率方面，亦呈下降走勢，1-30天期商業本票次級市場利率由本年6月之2.00%下降至11月之1.57%；31-90天期商業本票發行利率亦呈下降走勢，由本年6月之2.35%下降至11月之2.05%。

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金

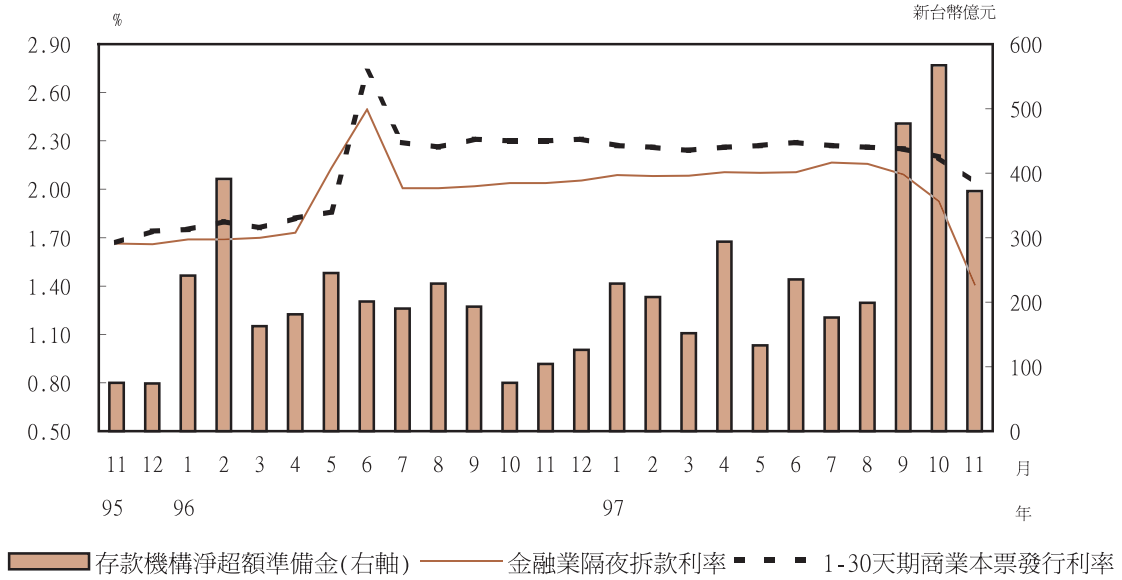


表1.1 貨幣市場利率

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
94	1.312	1.33	1.43	1.56	1.25	1.27	1.36	1.29	1.34	1.44
95	1.552	1.60	1.71	1.85	1.53	1.54	1.64	1.55	1.63	1.69
96	1.998	2.12	2.18	2.13	1.89	1.90	1.96	1.91	1.95	1.94
96/11	2.038	2.30	2.36	2.38	1.98	2.04	2.08	1.99	2.06	2.15
12	2.054	2.31	2.38	2.24	1.98	2.03	2.04	2.00	2.13	2.23
97/1	2.088	2.27	2.34	2.17	2.00	2.05	2.05	2.05	2.13	2.23
2	2.082	2.26	2.35	2.30	2.00	2.01	2.03	2.05	2.13	2.23
3	2.084	2.24	2.33	2.30	2.00	2.04	2.05	2.05	2.13	2.23
4	2.105	2.26	2.35	2.41	2.00	2.04	2.08	2.07	2.15	2.25
5	2.101	2.27	2.36	2.46	2.00	2.03	2.08	2.07	2.15	2.25
6	2.105	2.29	2.35	2.31	2.00	2.06	2.13	2.08	2.17	2.27
7	2.166	2.27	2.32	2.33	2.03	2.07	2.13	2.12	2.21	2.31
8	2.158	2.26	2.29	2.35	2.03	2.06	2.14	2.12	2.21	2.31
9	2.092	2.25	2.30	2.35	2.01	2.03	2.04	2.11	2.20	2.30
10	1.926	2.20	2.23	2.29	1.92	1.97	1.98	1.98	2.07	2.17
11	1.410	2.04	2.05	2.17	1.57	1.64	1.86	1.67	1.77	1.90

### 三、票券流通餘額

本年11月底票券流通餘額合計為9,097億元，較97年6月底減少1,581億元。其中，國庫券減少1,192億元，主要因財政部稅收超徵，為節省利息成本，減少國庫券標售並

買回部份國庫券所致；此外，商業本票減少248億元，主要係金融市場波動，商業本票發行減少所致；另可轉讓定存單減少127億元，銀行承兌匯票則減少13億元。

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
94	71,210	72,694	11,681	1,150	2,009	450	56,904	57,190	7,470	311	311	77	12,845	13,184	3,685
95	70,040	70,797	10,924	450	650	250	58,798	59,092	7,176	361	357	81	10,431	10,699	3,417
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
96/11	5,783	6,358	9,288	0	300	0	5,177	5,396	7,043	36	35	85	570	627	2,161
12	5,792	5,828	9,253	280	0	280	4,778	5,173	6,648	33	33	84	702	622	2,240
97/1	7,114	6,442	9,924	550	0	830	5,616	5,562	6,702	31	36	80	916	845	2,312
2	4,395	4,147	10,172	400	0	1,230	3,525	3,676	6,551	23	34	69	447	437	2,322
3	5,866	5,582	10,456	200	0	1,430	5,169	4,849	6,871	34	29	74	462	704	2,081
4	6,187	5,552	11,091	400	0	1,830	5,293	4,978	7,186	32	31	75	461	542	2,000
5	5,967	5,944	11,114	0	0	1,830	5,546	5,473	7,259	33	29	79	388	442	1,945
6	5,521	5,957	10,678	0	0	1,830	5,072	5,482	6,849	29	35	73	420	439	1,926
7	5,884	6,025	10,538	0	332	1,498	5,381	5,338	6,893	31	30	74	471	325	2,072
8	5,461	5,810	10,189	0	269	1,230	4,908	4,854	6,946	29	25	79	524	662	1,934
9	5,873	5,963	10,098	0	280	950	5,440	5,313	7,073	27	33	73	406	337	2,002
10	5,561	6,460	9,199	0	362	588	4,712	5,335	6,450	25	34	64	825	729	2,098
11	5,396	5,498	9,097	300	250	638	4,680	4,529	6,601	20	23	60	397	696	1,799

## 貳、債券市場

本年第三季債券發行市場，政府公債方面，由於中央政府持續執行定期定額發行政策，本季中央政府公債發行規模與上季相同，均為1,000億元，此外，高雄市政府為償還到期債務，發行公債100億元；公司債方面，受國內景氣趨緩影響，市場利率下滑，企業雖有資金需求，惟不急著發債，本季發行為482億元，較上季下降42.62%；金融債券方面，本季遲至9月始有銀行為提高資本適足率發行債券，發行規模為79億元，較上季減少89.20%；資產證券化方面，本季發行1,196億元，較上季減少6.49%，主要以結構式債券證券化商品為主，其中短期受益證券為最大宗，占76.05%，採每季及每月循環發行，其次為債券資產受益證券，占23.95%。債券流通市場部分，本季先受台股持續盤跌、債券籌碼集中、預期通膨降溫及經濟衰退等因素干擾，季末又增加美國金融機構倒閉事件及本行降息等因素影響，致公債殖利率由緩降變為急跌，十年期公債殖利率由7月的2.6026%下跌至9月的2.0865%；債市交易量方面，雖然市場資金充斥，但銀行業標走大量籌碼後，只守不攻，使得證券商交投意願大減，影響成交量，惟至9月，因債市殖利率呈鉅幅震盪而衝出交易量，交易規模由7月的8兆9千億元上揚至9月的10兆4千億元，10月以後債市再呈價漲量縮情

況。以下就債券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. 97年9月19日財政部委託本行標售97-6期10年期公債400億元，由於受股市表現不佳，全球金融危機頻傳，投資人保本心態下，有固定收益的政府公債，成為投資首選，因而吸引許多銀行競標，得標利率2.2430%，為近一年來最低，較6月中旬發行的同年期公債利率2.7160%降低0.473個百分點。若依得標行業別觀察，以銀行業得標比率57.88%為最高，其次為證券業的39.37%，其餘2.75%為票券業標得。

2. 10月24日財政部委託本行標售97-4期5年期增額可分割公債300億元，因國內景氣前景不佳，市場預期本行將持續降息，吸引不少避險買盤進場，投標倍數達2.84倍，殖利率因而下探，得標利率為1.95%，低於市場預期1.99%到2.025%的利率水準，更較7月發行的同年期公債最高得標利率2.52%下降0.57個百分點。就得標行業觀察，以銀行業得標比重占55.40%最高，其次為證券業的36.93%，票券業則占7.67%。

3. 11月25日財政部委託本行標售97-5期20年期增額公債300億元，投標倍數1.13為

歷年來次低，最高得標利率為 2.1500 %，高於市場原先預期 1.9% 至 2% 的水準，較 8 月發行的同期公債最高得標利率 2.6600 % 下降 0.51 個百分點，主要因壽險業對於 2% 以下的利率接受度不高而減少投標，使得得標利率走高。就得標行業觀察，以銀行業得標比重

占 55.50% 最高，其次為證券業的 32.83%，保險業及票券業分別占 7.67% 及 4.00%。

截至本季底，中央政府公債發行餘額為 3 兆 5,397 億元，11 月底增至 3 兆 5,697 億元，較 6 月底增加 548 億元。

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
94	9,868	54,636	4,450	30,131	240	1,292	2,039	11,919	1,312	8,112	1,827	2,142	0	1,040
95	12,201	58,876	4,400	32,393	280	1,454	2,301	11,514	1,725	9,259	3,378	3,424	117	832
96	3,195	60,428	550	34,100	0	1,098	584	10,995	1,019	9,174	1,042	4,262	0	799
96/ 11	1,225	60,201	300	33,851	0	1,179	217	11,128	121	8,888	587	4,352	0	803
12	1,970	60,479	250	34,100	0	1,098	367	11,046	898	9,174	455	4,262	0	799
97/ 4	1,192	61,191	350	34,849	67	1,263	195	10,861	290	9,460	290	4,106	0	652
5	1,349	61,263	300	34,799	0	1,263	209	10,833	283	9,695	557	4,021	0	652
6	1,478	61,563	350	35,149	0	1,263	436	10,624	260	9,910	432	3,965	0	652
7	730	61,248	300	34,998	0	1,261	182	10,583	11	9,863	237	3,901	0	642
8	948	61,154	300	35,297	0	1,166	119	10,487	0	9,829	529	3,733	0	642
9	1,190	61,227	400	35,397	100	1,266	181	10,514	79	9,687	430	3,721	0	642
10	697	61,071	300	35,397	0	1,266	91	10,545	48	9,567	258	3,684	0	612
11	1,093	61,154	300	35,697	0	1,266	441	10,797	0	9,290	352	3,492	0	612

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國台灣地區金融統計月報」。
- (2) 行政院金管會證券暨期貨局「證券暨期貨市場重要指標」。
- (3) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」。

## (二) 直轄市公債

高雄市政府委託高雄銀行於 97 年 8 月 22 日標售 97 年度第 2 期 5 年期零息無實體公債 100 億元，97 年 9 月 23 日發行，到期一次還本。發債主要目的為籌措債務基金，以償還到期債務。本期公債中 98 億元由法人機構認購，2 億元保留由小額投資人認購，決標利率為 2.577%。若就得標行業別觀察，以票券

業得標比重 67.34% 最高，其次是銀行業的 14.28%，證券業為 8.16%，其他占 10.22%。

截至本季底，直轄市政府公債發行餘額為 1,266 億元，至 11 月底發行餘額維持不變，但較 6 月底增加 3 億元。

## (三) 公司債

本季以來，國內景氣趨緩，國際原油及原物料價格下滑，通膨壓力減緩，公債殖利

率持續下修，有資金需求的大型公司陸續完成定價，但新案件不多。旺季（第二季）過後，公司債發行情況較上季明顯下降，發債規模較大者以台電、南亞塑膠、台灣化纖、元大金控、新光金控、亞洲水泥、元富證券及力晶半導體等大型企業為主。

本季公司債發行總額為482億元，較上季減少358億元，或42.62%，其中無擔保公司債發行297億元（無擔保不可轉換公司債及無擔保可轉換公司債分別為259億元及38億元），占61.62%，有擔保公司債發行185億元，占38.38%。發行利率方面，以5年期公司債為例，本季加權平均利率為2.8816%，若與本季五大銀行新承做資本支出放款加權平均利率3.2226%比較，企業發債籌資成本平均低於銀行融資利率0.341個百分點。另就發行業觀察，主要以發電、塑化、金控、水泥、電子科技、證券等業別為主。至於10月及11月公司債發行，分別為91億元及441億元，發行行業以發電、鐵路運輸及電子等業別為主。截至本年第3季底，公司債發行餘額為1兆514億元，11月底增至1兆797億元，較6月底增加173億元。

#### (四) 金融債券

第二季各銀行為因應半年報申報BIS，大舉發行次順位金融債券後，本季前兩月均無發行記錄。及至9月，部分銀行為第三季底申報BIS或償還舊債需要，以發行次順位金融債券因應，惟發行規模不大，並採少量

多次發行。至於發行利率，並未隨市場利率明顯下滑而向下修正，顯示因投資買盤受限造成次順位金融債券利率的僵固性，或投資人要求的風險加碼提高所致。

本季金融債券發行總金額為79億元，悉數為次順位金融債，若加上11億元之調整數，合計較上一季減少743億元，或89.20%。就發行內容觀察，發債主要目的為增加第二類資本以提高資本適足率，或借新還舊，發行期間為2年至7年期。其中永豐銀行發行5.5年期次順位金融債36億元，發行利率為3.22%；國泰世華銀行發行7年期次順位金融債22億元，發行利率2.81%；兆豐銀行發行2年及7年期次順位金融債各5億元及16億元，發行利率分別為2.5%及3%。截至本年第3季底，金融債券發行餘額為9,687億元，至11月底減至9,290億元，致較6月底減少620億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

本季國內資產證券化總發行額為1,196億元，較上一季減少83億元或6.49%，其中金融資產證券化證券共發行1,190億元，不動產證券化證券共發行6億元。在金融資產證券化方面，主要以結構式債券證券化商品為主，其中以奇美電子、台新銀行、法商東方匯理銀行、台灣人壽及花旗銀行台北分行等機構發行之短期受益證券為最大宗，採每季及每月循環發行，金額合計905億元，占76.05%，其次是大眾銀行、斐商標準銀行台

北分行、第一銀行等發行的債券資產受益證券計285億元，占23.95%。不動產證券化方面，主要是國內8檔不動產投資信託基金資產淨值增加。邁入第四季，資產證券化市場已顯衰退，10月及11月分別發行258億元及352億元，主要仍為每季及每月循環發行的短期受益憑證及債券資產受益證券。截至本年第3季底，資產證券化受益證券發行餘額為3,721億元，至11月底減為3,492億元，較6月底減少473億元。

## 二、流通市場

### (一) 店頭市場

本年7月，債市受台股持續盤跌、債券籌碼集中及借券成本高的影響，大於通膨壓力、物價上升及本行6月下旬調升利率的影響，使10年期公債殖利率由上月中旬 2.8247% 的高點下跌至2.6026%；8月，股市盤整，在預期通膨降溫、經濟衰退、市場資金寬鬆及債券流通籌碼有限等因素下，10年期公債殖利率振盪走低，降至2.5236%；至9月，債市有如乘坐雲霄飛車，殖利率急跌急漲，中旬受美國金融機構倒閉事件影響，台股大幅下跌，資金轉向債市，10年期公債殖利率由月初的2.5075% 狂跌至9月16日的1.9102%，俟美國FED展開大規模救援AIG行動，並聯合主要國家央行大量注資金融機構後，市場氣氛反轉，台債殖利率向上彈升，但於9月26日本行宣佈調降利率並擴大

「附買回操作機制」後，殖利率再度大幅下滑，10年期公債平均殖利率降至2.0865%；10月，金融海嘯席捲全球，台股延續9月走勢再度重挫後稍為反彈，10年公債殖利率震盪下降為2.0545%；及至11月，股市向下盤整，國內景氣衰退疑慮升溫，本行第4度降息並大幅調降NCD利率後，10年期公債殖利率再滑落至1.7005%。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為28兆9,983億元，較上季減少7兆2,087億元或19.91%，其中買賣斷交易減少6兆1,233億元或36.47%(占成交總額比重，由46.38%降為36.79%，減幅達9.59個百分點)，附條件交易亦減少1兆854億元或5.59%(占成交總額比重，由53.62%升為63.21%)。本季買賣斷交易明顯減少，主要由於國內股市狂跌，內需不振，資金去化不易，銀行業標走大量籌碼後，只守不攻，使得證券商交投意願大減，但於9月，因債市殖利率呈鉅幅震盪而衝出交易量，交易規模由7月的8兆8,727億元上揚至9月的10兆3,799億元，10月以後債市再呈價漲量縮狀態。若就各類債券交易來看，九成八以上仍為政府公債交易，本季交易金額達28兆5,921億元，較上季減少20.13%，其次是公司債，交易金額為3,269億元，較上季增加5.76%，第三為金融債券，交易金額為371億元，較上季大減36.25%，第四為資產證券化受益證券成交金額為223億元，則較上季增加27.43%。至



於外國債券，交易金額為199億元，較上季減少15.32%。及至第四季，由於全球景氣陷入衰退，影響國內景氣，本行連續大幅調降利率，致資金湧入債市，造成公債惜售現象，10月及11月成交金額分別降為9兆7,986

億元及8兆5,022億元。

## (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

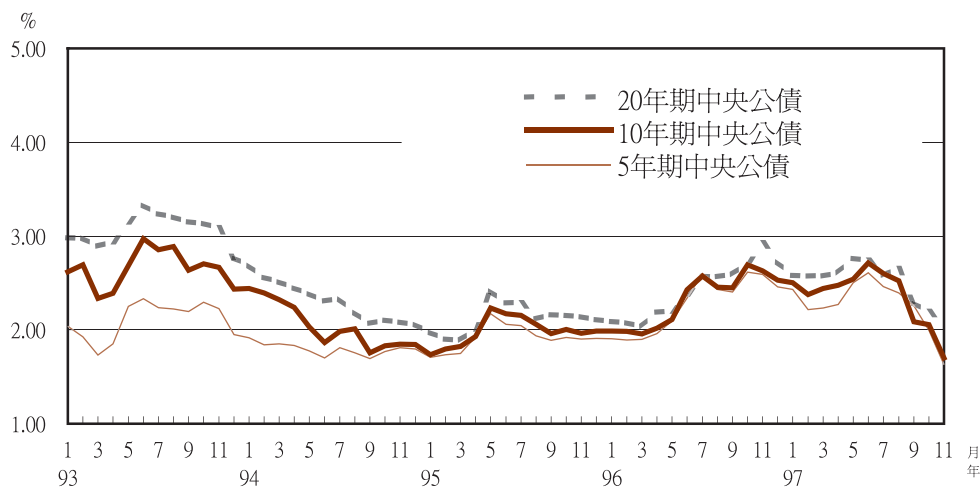


表2.2 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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 (%)
94	3,194,767	2,221,746	71.4	973,021	28.6
95	2,756,685	1,699,919	66.2	1,056,766	33.8
96	250,588	98,725	39.4	151,863	60.6
96 / 11	123,582	48,693	39.4	74,889	60.6
12	127,006	50,032	39.4	76,974	60.6
97 / 4	148,303	79,535	53.6	68,768	46.4
5	110,884	46,898	42.3	63,986	57.7
6	102,883	41,486	40.3	61,397	59.7
7	88,727	26,644	30.0	62,083	70.0
8	97,457	39,143	40.2	58,314	59.8
9	103,799	40,899	39.4	62,900	60.6
10	97,986	32,537	33.2	65,449	66.8
11	85,022	31,248	36.8	53,774	63.2

資料來源：台灣證券交易所及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			
94	3,194,767	3,140,994	31,987	3,651	14,133	802	3,200
95	2,756,685	2,734,961	9,609	4,503	5,188	1,339	1,085
96	250,588	248,565	519	1,000	208	196	100
96 /							
11	123,582	122,648	255	565	80	2	32
12	127,006	125,917	264	435	128	194	68
97 /							
4	148,303	147,026	363	711	119	0	84
5	110,884	109,625	318	676	190	0	75
6	102,883	101,336	284	739	273	175	76
7	88,727	87,403	355	860	55	0	54
8	97,457	96,473	144	711	8	55	66
9	103,799	102,045	477	722	308	168	79
10	97,986	96,309	666	751	100	0	160
11	85,022	83,829	569	539	55	0	30

資料來源：台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心。

## 參、股票市場

97年7月至97年11月期間，由於全球金融風暴不斷擴散，國際股市持續重挫，外資不斷大幅賣超台股，加以國際貨幣基金（IMF）大幅下修98年全球經濟成長預測，台灣GDP也自97年第3季起估計將連續3季呈現負成長，致使台股頻頻向下探底，指數於11月20日跌至4,090點之新低點，之後在國際股市反彈及政府積極擴大內需的激勵下，台股才觸底回升，11月底指數反彈至4,460.5點，但仍較97年6月底的7,523.5點大跌40.71%。

### 一、大盤股價指數變動

97年7月份股市先軟後堅，指數於7月16日跌至6,711點之低點，之後反彈回升，7月底加權指數較上月底仍續下跌6.64%。7月上半月股市持續下挫，主要利空因素包括：1.國際油價持續飆升，最高達到每桶147美元；2.美國二大房貸機構爆發財務危機，國際股市持續大幅下跌；3.外資仍繼續大賣台股，全月賣超仍高達1,096億元；4.受到美國二大房貸機構財務危機拖累，金融股遭到空頭慣壓而重挫。7月下半月股市反彈

回升，主要利多因素包括：1. 美國政府對二大房貸機構提出紓困方案，激勵國際股市強勁反彈；2. 國際油價自高檔下滑，全球通膨疑慮減輕；3. 上市公司積極實施庫藏股護盤。

97年8月份股市先堅後軟，8月底加權指數較上月底微升0.31%。8月上半月股市走高，主要利多因素包括：1. 國際原油、原物料價格大幅回落，通膨壓力漸趨緩和；2. 新台幣走貶，電子業匯兌利益可期，有助獲利回升；3. 美國科技股反彈，激勵國內電子股回升。8月下半月股市回跌，主要利空因素包括：1. 7月份景氣對策信號出現藍燈，國內景氣衰退疑慮升高；2. 金融股因陳前總統家人洗錢案的衝擊而重挫；3. 美國戴爾電腦對未來景氣看法悲觀，以及鴻海財報表現不如預期，引發外資大賣電子權值股。

97年9月份股市大幅下挫，9月底加權指數較上月底大跌18.83%。9月份主要利空因素包括：1. 633政策跳票疑慮，引發市場失望性賣壓；2. 美國雷曼兄弟、美林證券以及美國最大保險集團AIG等金融機構持續爆發財務危機；3. 外資持續拋股換現，全月賣超達905億元；4. 美國眾議院於9月26日否決7,000億美元金融紓困案，導致全球股市重挫。

97年10月份股市持續重挫，指數於10月27日跌至4,367點的新低點之後才出現跌深反彈，10月底加權指數較上月底仍續劇跌

14.84%。10月份主要利空因素包括：1. 美國主要經濟數據出現明顯惡化之跡象，全球經濟步向衰退之疑慮加深；2. 台灣經濟景氣反轉下滑，麥格理證券悲觀預測2009年台灣經濟將負成長2%；3. 美國金融風暴蔓延至歐洲及新興國家，冰島國家首先宣布破產，烏克蘭、俄羅斯、阿根廷及南韓等國家相繼傳出償債危機；4. 第四季晶圓代工產業景氣急遽下滑，台積電第四季產能利用率恐將降至7成；5. 國際股市持續重挫，外資也大舉撤出新興市場，全月賣超台股高達1,146億元。

97年11月份股市先軟後堅，指數於11月20日跌至4,090點的本年來最低點之後，觸底回升，11月底加權指數仍較上月底下跌8.42%。11月1日至20日期間，股市頻頻破底，此期間主要利空因素包括：1. 美林證券調降鴻海、華碩等大型電子股投資評等；2. 全球經濟景氣大幅惡化，各國大企業大量裁員，美國10月份失業率激升至6.5%；3. IMF大幅調降2009年全球經濟成長預測，已開發國家將陷入衰退局面；4. 行政院主計處公布，台灣GDP自第3季起將連續三季呈現負成長，2009年經濟成長率將僅為2.12%；5. 花旗銀行集團向美國政府請求金援，美國三大汽車廠紓困案尚未通過。11月21日至28日股市反彈回升，此期間主要利多因素包括：1. 國安基金進場護盤，提振投資人信心；2. 美國政府金援花旗集團，激勵美國股

市反彈；3.政府將發放消費券，刺激民間消費；4.行政院推出「振興房地產方案」八大措施，提振房市景氣。

## 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，97年7月份由於美國次貸金融危機再起，全球股市動盪不安，以及外資持續大拋台股，致使大多數類股均告下跌，僅食品及橡膠股因跌深而反彈。金融股大跌12.07%，主要係受到美國二大房貸機構財務危機，歌林及仕欽地雷股效應，以及外資券商調降大型金融股目標價等因素所打擊。建材營造股仍續重挫13.06%，主要係因房地產景氣反轉下滑，房價呈現回落跡象。塑膠股下挫12.80%，

主要係因塑化業景氣逐漸走軟，外資券商跟著調降塑化業投資評等。電子股下跌5.45%；鋼鐵股僅下滑3.60%。

97年8月份由於國際原油及原物料價格大幅回跌，相關產業景氣呈現走緩跡象，致使原物料類股持續下跌；其中，紡織股下跌14.95%，建材營造股下挫10.01%，水泥股下跌16.61%，鋼鐵股下挫11.64%。金融股僅小跌2.08%。電子股上漲5.20%，主要係因新台幣回貶，有利電子股獲利；以及美國科技股出現反彈。觀光股上揚8.88%，主要係因市場預期陸客來台觀光人數可望漸增，有助於相關個股業績。

97年9月份由於美國多家大型金融機構爆發財務危機，全球主要股市持續重挫，

圖3.1 集中市場價量變動趨勢

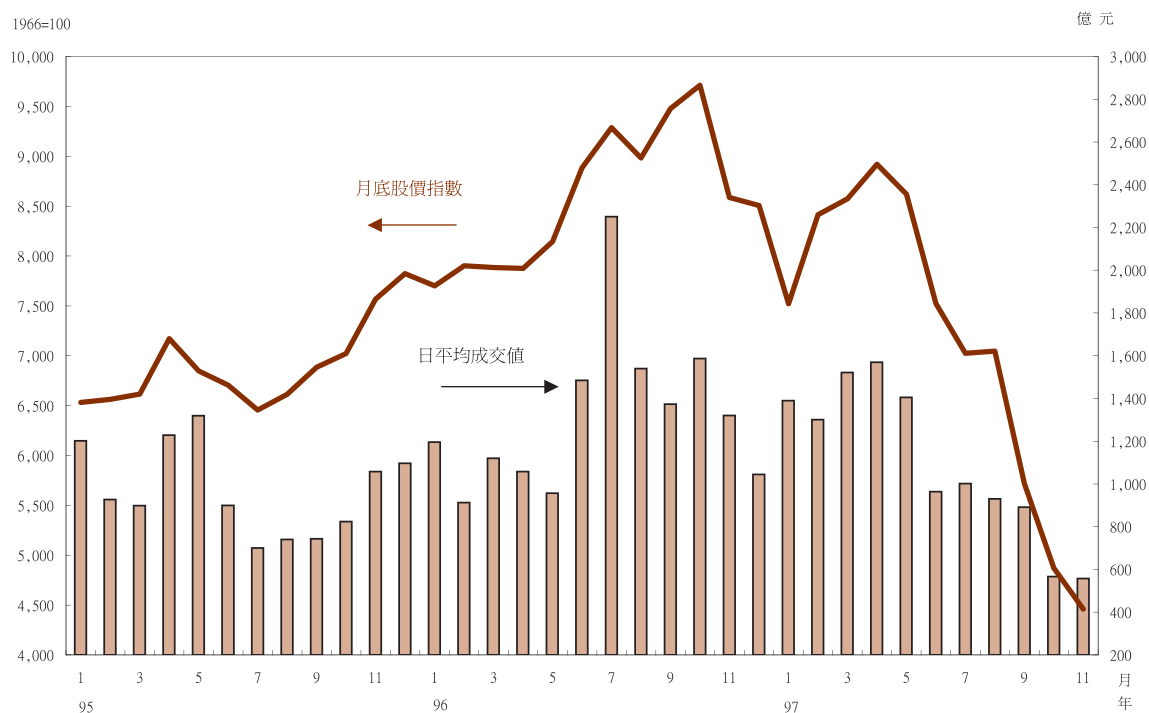


表3.1 集中市場各類股股價指數之變動

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
97年6月底		7,523.5	288.3	1,016.5	588.6	364.2	162.0	285.2	136.8	189.6	76.8
97年7月底		7,024.1	272.5	893.8	622.0	343.7	156.4	248.0	133.6	165.3	72.4
97年8月底		7,046.1	286.7	875.2	559.5	292.3	143.3	223.1	111.4	159.3	70.5
97年9月底		5,719.3	235.5	682.7	447.4	224.1	106.4	136.0	78.0	144.0	53.8
97年10月底		4,870.7	196.3	532.2	427.9	199.0	95.7	112.6	63.5	144.5	46.8
97年11月底		4,460.5	168.7	539.0	485.5	212.8	94.1	111.9	85.5	124.9	48.8
97年7月底與上月底比%		-6.64	-5.45	-12.07	+5.67	-5.62	-3.48	-13.06	-2.30	-12.80	-5.71
97年8月底與上月底比%		+0.31	+5.20	-2.08	-10.05	-14.95	-8.36	-10.01	-16.61	-3.67	-2.57
97年9月底與上月底比%		-18.83	-17.86	-21.99	-20.04	-23.34	-25.78	-39.07	-30.04	-9.60	-23.71
97年10月底與上月底比%		-14.84	-16.63	-22.04	-4.35	-11.19	-10.06	-17.19	-18.60	+0.33	-13.03
97年11月底與上月底比%		-8.42	-14.06	+1.27	+13.45	+6.90	-1.69	-0.66	+34.70	-13.55	+4.36

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
97年6月底		45.9	101.5	60.3	149.8	140.4	101.9	107.0	142.2	123.0	123.3
97年7月底		43.4	95.9	53.7	144.4	144.6	91.0	99.4	126.1	117.7	122.9
97年8月底		42.0	90.1	48.7	127.6	144.9	90.4	97.5	137.3	113.1	118.6
97年9月底		32.6	64.2	36.3	99.1	120.4	65.5	66.4	100.9	101.0	95.0
97年10月底		29.2	54.7	32.8	76.0	110.4	52.0	62.4	74.0	84.1	82.9
97年11月底		25.3	56.7	40.8	71.3	100.1	50.4	66.6	76.4	88.7	83.1
97年7月底與上月底比%		-5.45	-5.45	-10.93	-3.60	+3.03	-10.67	-7.11	-11.35	-4.31	-0.36
97年8月底與上月底比%		-3.18	-6.07	-9.24	-11.64	+0.16	-0.64	-1.86	+8.88	-3.90	-3.48
97年9月底與上月底比%		-22.54	-28.72	-25.45	-22.36	-16.87	-27.52	-31.94	-26.48	-10.67	-19.88
97年10月底與上月底比%		-10.26	-14.82	-9.85	-23.26	-8.34	-20.66	-5.92	-26.71	-16.76	-12.77
97年11月底與上月底比%		-13.32	+3.67	+24.52	-6.17	-9.35	-2.98	+6.58	+3.31	+5.46	+0.23

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
96年全年	741	1,554	158	2,453
97年1-11月	-4,862	302	385	-4,175
96年11月	-1,494	-55	-122	-1,671
96年12月	249	36	21	306
97年1月	-344	-45	23	-366
97年2月	983	86	121	1,190
97年3月	-184	49	42	-93
97年4月	-293	154	184	45
97年5月	138	50	-62	126
97年6月	-1,159	2	-106	-1,263
97年7月	-1,096	64	88	-944
97年8月	-299	108	47	-144
97年9月	-905	-61	-24	-990
97年10月	-1,146	-58	38	-1,166
97年11月	-557	-47	34	-570

加以外資大幅賣超台股，以致各類股全面下跌。其中跌幅較大者包括：建材營造股下跌39.07%；航運股下跌31.94%；水泥股下跌30.04%；化學生技醫療股下挫28.72%；汽車股下跌27.52%。電子股下跌17.86%；金融股下挫21.99%。

97年10月份由於美國金融風暴擴散至歐洲及新興國家，國際股市仍續大幅下挫，外資也大舉賣超台股，以致幾乎所有類股均告走低，僅塑膠股因台塑集團進場護盤而微升0.33%。其中跌幅較大的類股為：觀光股下跌26.71%；鋼鐵股下降23.26%；金融股下跌22.04%；汽車股下跌20.66%。電子股下跌16.63%。

97年11月份各類股漲跌互見，上漲類股主要係與政府擴大內需較有相關的類股，以及與兩岸經貿政策開放題材有關的類股，其中包括：水泥股大漲34.7%；玻璃陶瓷股上漲24.52%；食品股上漲13.45%；航運股上漲6.58%；貿易百貨股上漲5.46%；觀光股上揚3.31%；金融股略升1.27%。電子股仍大跌14.06%，主要係因美國費城半導體股價指數重挫，半導體及面板產業景氣急遽惡化，相關企業虧損嚴重。塑膠股下跌13.55%，主要係因塑化原料行情走低，相關企業獲利大幅衰退；鋼鐵股下跌6.17%；汽車股下挫2.98%。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，97年7月至11月外資連續五個月出現大幅賣超，累計賣超達4,003億元，主要係因美國大型金融機構紛紛出現財務危機，並快速蔓延至歐洲及新興國家，引發全球信用緊縮，全球股市持續重挫，以致外資機構面臨投資人大量贖回的壓力，因而自全球新興市場及台股大量撤出資金。

97年7月至8月投信法人出現買超，主要係因兩岸經貿政策大幅開放，兩岸關係也明顯改善，台股中長線看好；加以台股已出現明顯超跌現象，因而促使投信法人逢低持續加碼。97年9月至11月投信法人連續出現賣超，主要係受到全球金融風暴的衝擊，國際股市持續重挫，促使投信法人減碼，以因應投資人贖回壓力。

此外，在97年7月至11月期間，自營商除了9月份出現小幅賣超24億元以外，其餘各月份均出現買超，此主要係因台股已呈超跌，長期投資價值浮現，促使自營商趁機加碼。

### 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 97年7月7日，台灣證交所修正相關規定，准許基金型態之外國機構投資人免出具資金來自大陸地區之聲明。

2. 97年7月14日，金管會函令國內募集及銷售之境外基金，投資大陸地區證券市場

之有價證券以掛牌上市者為限，且投資上述有價證券總金額不得超過該境外基金淨資產價值之百分之十。

3. 97年7月30日，金管會放寬發行人申報現金增資或發行公司債，其資金運用計畫不得用於大陸地區投資之限制；並取消發行人申報募集發行海外有價證券，其募集資金用於大陸地區之限制。

4. 97年8月14日，金管會放寬外國發行人申報募集資金不得用於大陸地區投資，及累計投資大陸地區金額比例之限制。

5. 97年9月10日，行政院宣布證券交易稅率減半，從千分之三降為千分之一點五，期限半年，此案須經立法院審議後實施。

6. 97年9月21日，金管會宣布，自97年9月22日起至10月3日止暫時恢復臺灣50指數、臺灣中型100指數及臺灣資訊科技指數之成分股共計150檔平盤以下不得放空之限制。本措施將於實施2週後再予以檢討。

7. 97年9月29日，金管會宣布，提出三大措施來穩定股市，包括：（1）暫時調降借券及融券賣出限額；（2）徹查干擾股市之禿鷹、謠言及不實訊息；（3）強化借券資訊的揭露方式及說明。

8. 97年9月30日，金管會宣布，為避免

空頭打壓股市，進一步提振投資人信心，自97年10月1日起至97年10月14日止，暫時全面禁止放空。上開措施係全面禁止上市（櫃）股票借券賣出及融券賣出放空交易，故平盤以上之放空亦予禁止。

9. 97年10月12日，行政院宣布三大穩定股市措施，包括：（1）10月13日至17日台股跌幅減半為3.5%；（2）全面禁止借券及融券放空措施，由97年10月14日展延至97年12月31日；（3）協調國安基金委員會同意繼續授權進場運作。

10. 97年10月15日，行政院國家安定基金管理委員會決議，國安基金護盤期限再延長一個月，自10月18日至11月17日。

11. 97年10月19日，金管會宣布，台股跌幅減半措施繼續實施一週，至10月24日止。

12. 97年10月22日，金管會宣布，放寬財務會計準則第34號公報「金融商品之會計處理準則」對金融資產認列損益的部份，可讓金融業者自由選擇。

13. 97年11月27日，金管會宣布，自97年11月28日起，恢復投資人可於證券市場平盤以上融券及借券賣出（即平盤以下仍暫不得放空），並將視市場情況適時予以檢討。但指數股票型基金受益憑證（ETF）、證券商及期貨商因辦理業務之避險需求所為之融券及借券賣出，不受前開價格之限制。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

97年第3季（7至9月）新台幣對美元匯率最低為9月18日之32.218元，最高為7月17日之30.359元，波幅為1.859元。季底新台幣對美元匯率為32.130元，較上季底貶值5.5%，對日圓及人民幣匯價亦分別較上季底貶值6.0%及5.6%，對歐元及韓元則較上季底升值5.7%及9.0%。

與第3季底比較，第4季底新台幣對韓元升值，惟對美元、歐元、日圓及人民幣貶值（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）貶值3.6%。以下分別分析第4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：最低為12月4日之33.550元，最高為10月1日之32.029元，波幅為1.521元，較上季縮小。10月以來，美國經濟指標惡化，Fed三度降息，惟因投資人憂心全球景氣陷入衰退，紛降低財務槓桿操作，致高利率貨幣疲軟，國際美元延續8月以來的升值走勢，加以國內因外資持續匯出以及經濟趨緩影響，新台幣對美元續呈貶值走勢，惟12月中旬後，Fed降息幅度大於市場預期，國際美元大幅走貶，加以受兩岸大三通激勵，外資買超台股，新台幣對美元反

轉走升。本季底新台幣對美元匯率為33.860元，較上季底貶值2.2%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上年同季亦貶值1.7%。

新台幣對歐元匯率：鑑於歐元區景氣持續下滑、市場信用緊縮，歐洲央行於本季三度降息，加以國際美元走強，歐元對美元持續8月以來疲弱走勢，後因美國經濟數據疲弱，致歐股表現相對美股強勁，以及Fed降息幅度超過預期，國際美元大幅走貶，12月以來歐元對美元反轉走升。本季底新台幣對歐元較上季底貶值1.6%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元則較上年同季升值8.0%。

新台幣對日圓匯率：10月以來，鑑於景氣持續惡化、通膨壓力趨緩，各國央行大幅降息，加上全球金融動盪、風險升高，日圓利差投資者紛紛償還日圓借款，日圓對美元持續走強。本季底新台幣對日圓較上季底貶值15.4%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上年同季亦貶值16.5%。

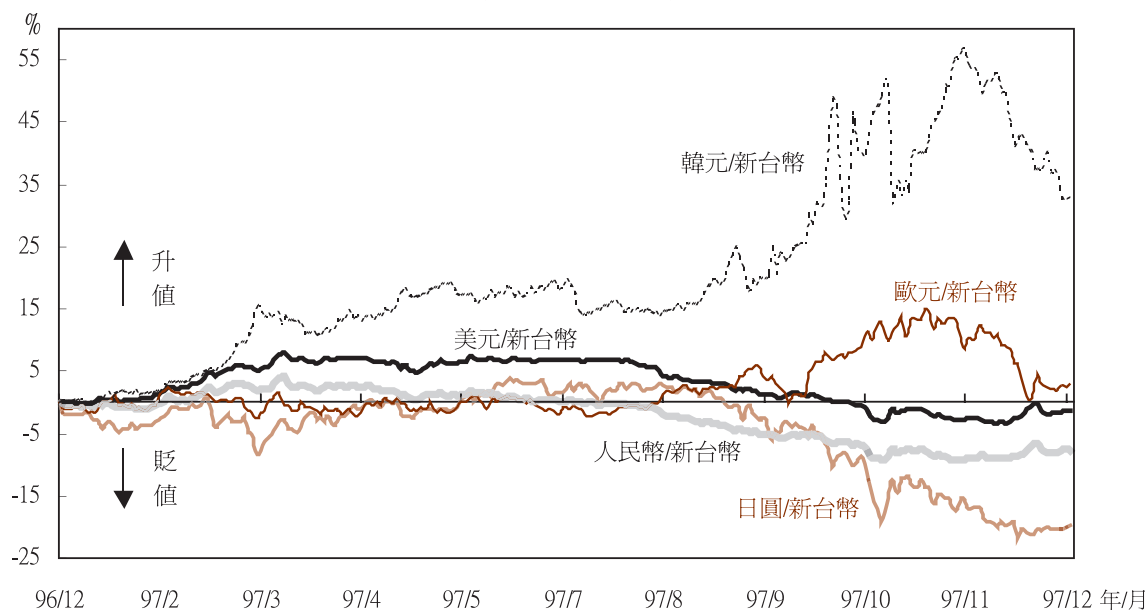
新台幣對人民幣匯率：為避免經濟情勢弱化，中國大陸四度降息並發布擴大內需之財政政策，加以市場預期人民幣將適度貶值，以刺激出口，且國際美元走強，本季人民幣對美元呈盤整趨勢。本季底新台幣對人民幣匯價較上季底貶值2.6%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上年同季亦貶值9.5%。



新台幣對韓元匯率：考量經濟成長減緩，本季韓國央行四度降息，加以銀行償還國外借款、外資減持韓股流出及國際美元走強，10月以來韓元對美元大幅走跌；惟12月後，因國際美元走貶，加以新公布之經常帳

轉呈順差，以及與多國簽署貨幣互換協定，使外匯備用資金大增，減輕投資人不安，另為防企業年底結算匯損擴大，市場預期政府可能介入外匯市場，韓元對美元反轉走升。就本月底新台幣對韓元較上季底升值2.0%。就

圖4.1 97年第4季(10至12月)新台幣對主要貿易對手國之升貶幅度  
(與96/12/31比較)



平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上年同季大幅升值44.9%。

## 二、外匯市場交易

97年8至10月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為13,485.68億美元，較上年同期成長10.5%，日平均交易淨額為210.49億美元。同期間OBU外匯交易淨額為710.01億美元，占外匯市場總交易量5.3%，該比重較上年同期上升

1.3個百分點。

各交易類別中，以即期外匯交易最多，交易量達7,011.60億美元，換匯交易居次，交易量為4,174.54億美元，兩者較上年同期分別成長9.6%及14.3%，亦較上期(5至7月)分別增加16.6%及5.6%；兩者交易比重合計占外匯市場總交易量超過八成，分別為52.0%及31.0%。遠匯與匯率選擇權交易分居第三及第四，此兩類交易量分別較上年同期增加30.1%及減少22.3%；兩者交易比重

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

單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
		國內銀行 間新台幣 對外幣	國內銀行 間新台幣 對外幣	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 <sup>2</sup>	國內銀行 間新台幣 對外幣				OBU 交易淨額		
94	1,550,731	823,483	266,030	274,370	112,679	24,378	39,788	295,918	3,008,667	172,441	12,074
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
96 / 8	234,717	127,442	33,510	37,028	11,799	5,359	3,599	29,906	438,051	17,768	19,046
9	169,743	108,323	21,460	32,072	7,132	3,676	1,277	26,710	341,801	14,006	18,989
10	235,316	129,442	26,280	39,731	9,258	4,222	2,770	29,070	440,552	16,247	20,025
11	247,211	137,459	34,490	49,416	10,452	4,439	3,837	30,590	472,953	21,800	21,498
12	166,509	114,826	28,320	32,913	8,186	2,889	2,967	21,832	341,935	15,940	16,283
97 / 1	249,567	137,505	42,360	39,414	10,222	3,881	4,404	29,031	463,801	21,563	21,082
2	170,321	104,363	28,760	36,421	11,501	2,404	2,409	27,402	343,320	16,357	21,457
3	255,364	148,442	53,420	46,195	13,713	2,638	4,653	29,263	486,555	20,508	23,169
4	211,980	135,037	41,120	42,276	12,399	2,730	4,027	29,690	425,740	24,478	20,273
5	208,752	127,802	41,398	39,677	12,347	2,446	4,045	31,656	414,378	24,337	19,732
6	196,215	130,585	42,589	34,046	8,964	2,142	3,264	34,404	400,656	26,743	19,079
7	196,469	136,795	42,642	34,588	10,305	2,529	3,966	34,495	408,843	25,904	18,584
8	193,983	120,313	39,216	35,565	9,812	3,294	3,542	25,771	382,468	22,938	18,213
9	252,548	137,807	35,896	50,739	10,405	4,293	3,159	23,546	472,092	24,826	22,481
10	254,629	159,334	39,809	55,338	10,922	3,983	3,442	17,281	494,008	23,237	22,455

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。

分別為10.5%及4.9%，與上年同期比較，分別上升1.6及下降2.1個百分點（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，8至10月的比重平均為39.6%，較上年同期提高3.3個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約4.6%；外幣間的交易比重則在五成上下，8至10月美元對日圓、其他外幣間及美元對歐元交易的平均比重分別為

23.1%、18.2%及14.5%，三者較上年同期分別下降0.7、5.8及上升0.9個百分點；與上期比較，則分別上升4.2及下降1.3、1.4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，8至10月平均占全體外匯交易量為49.6%；國內銀行與顧客間的交易居次，平均比重為32.7%；國內銀行間的交易比重最少，約17.7%（見圖4.4）。

圖4.2 外匯交易-按交易類別

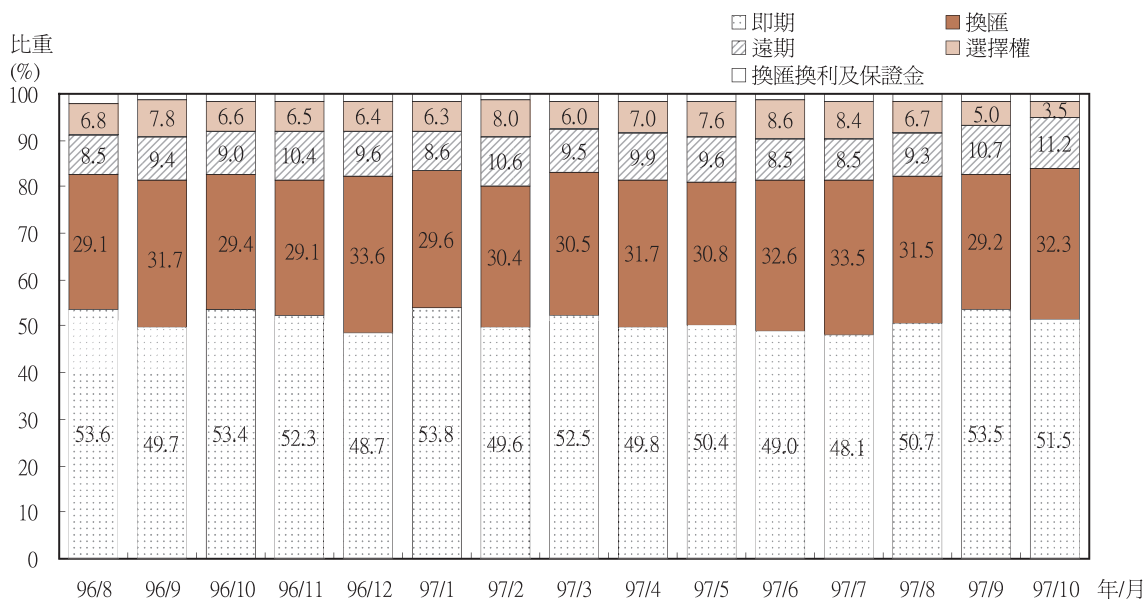


圖4.3 外匯交易-按幣別

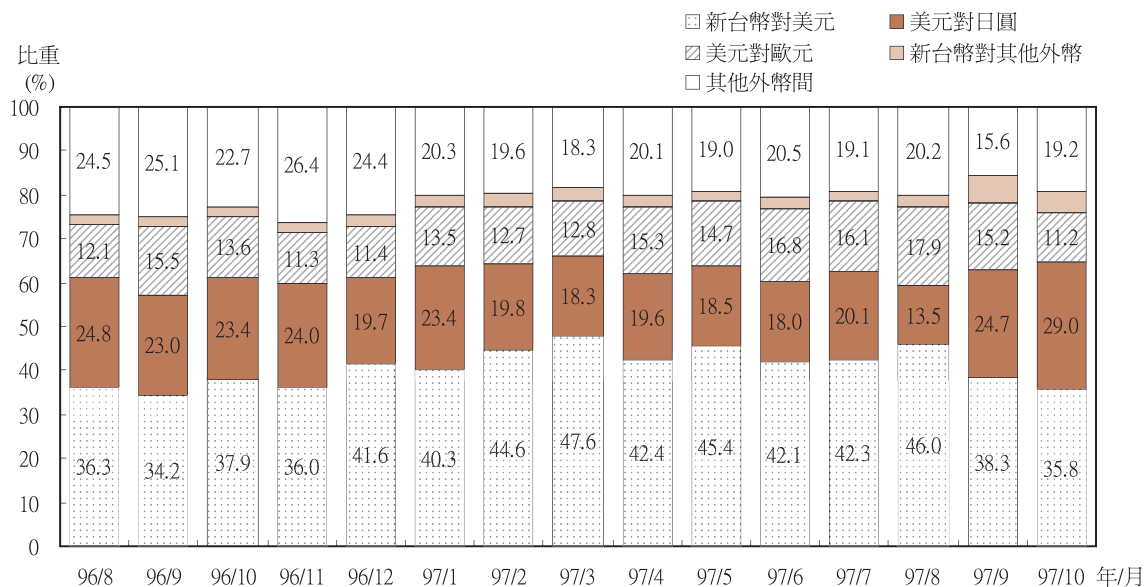
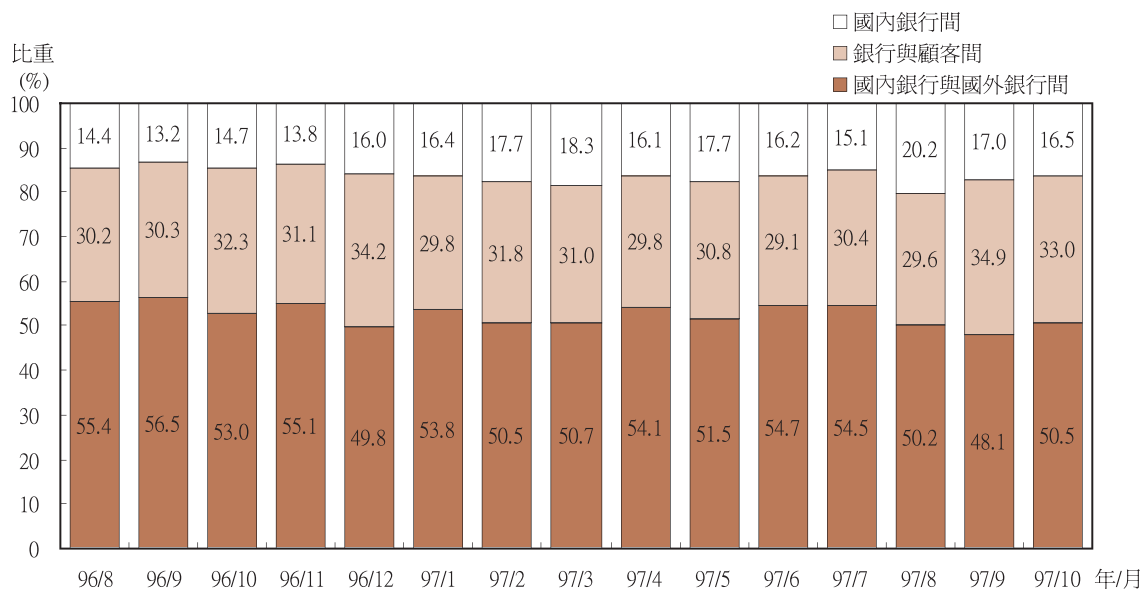


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



### 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)，8月換匯交易量為392.16億美元，較上月減少8.0%，主要係受下列因素影響：(1)壽險業海外投資及孳息進行避險，因而長天期換匯交易比重提高，短天期比重下降，周轉率降低；(2)國內股市低迷，外資持續匯出，外資保管銀行持有新台幣資金下降，致銀行間辦理短天期換匯交易量減少。9月交易量為358.96億美元，較上月減8.5%，主要係受下列因素影響：(1)受美國信貸危機影響，國際金融動盪，為保有美元流動性，國內銀行

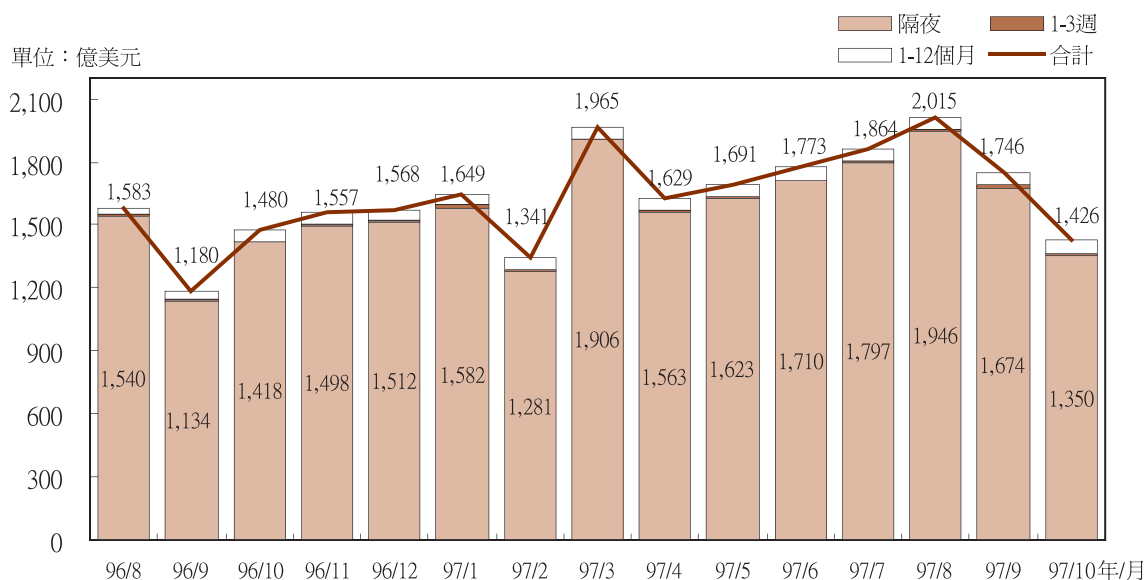
間換匯市場造市者減少參與市場報價，銀行間換匯交易量因而大幅下降；(2)因銀行間換匯市場流動性減少，換匯貼水幅度擴大，避險成本提高，客戶換匯交易到期不續作，銀行間拋補交易量因而下降。10月交易量為398.09億美元，較上月增10.9%，主要係為遏止金融風暴衝擊，各國紛採緊急紓困及降息措施，市場流動性獲得改善，國內銀行恢復承作換匯交易意願，銀行間交易量因而增加。

銀行間外幣拆款市場交易方面(見圖4.5)，8月交易量為2,015.36億美元，較上月增加8.1%，主要係因次貸風暴引發金融市場信用緊縮，長期資金供應銳減，銀行多以短期資金調度，提高拆款週轉率。9月交易量為1,746.08億美元，較上月減少13.4%，主要

係因國際金融市場陸續爆發金融事件，金融市場信用更趨緊縮，資金供應銳減，拆款利率升高，致外幣拆款交易量減少。10月交易量為1,425.63億美元，較上月減少18.4%，主要係因金融風暴後，各國紛採緊急紓困措

施，對金融機構挹注資金，紓解信貸市場流動性，加以國人海外投資贖回，銀行外匯存款增加，可調度外幣資金增加，相對減少對外幣拆款之需求。

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

97年8至10月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為938.15億美元，較上年同期成長4.0%。其中，以外幣換利交易金額最多，外幣利率期貨交易居次，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之46.2%及43.5%。與上年同期比

較，各交易類別中，以外幣換利交易比重提升19.2個百分點最多，主要係因利率有關之避險需求增加，促使銀行及客戶積極從事利率避險交易；外幣利率期貨交易比重則較上年同期下降13.4個百分點最大，主要係因上年同期受美國次級房貸市場影響，市場波動較大，致該期交易量大。若與上期比較，交易比重上升最多者為外幣換利交易，增幅達2.1個百分點（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
94	78,528	25,089	23,668	29,385	4,594	389	581	162,235
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
96 / 8	13,901	2,414	2,402	22,497	1,224	12	923	43,372
9	3,516	280	2,295	12,075	729	23	722	19,640
10	6,949	845	1,688	16,742	599	65	308	27,197
11	10,873	3,749	1,722	21,822	1,265	40	720	40,191
12	5,208	1,580	1,075	10,574	194	20	280	18,930
97 / 1	11,848	3,398	1,856	25,040	1,850	84	205	44,280
2	17,866	4,536	442	16,856	523	1	164	40,387
3	33,115	500	2,904	17,966	1,355	9	154	56,003
4	12,199	1,220	549	11,524	1,446	9	391	27,339
5	11,646	1,125	696	13,304	880	0	662	28,313
6	13,510	720	565	14,265	1,683	19	832	31,594
7	17,377	700	225	14,758	3,143	0	169	36,372
8	13,579	360	274	13,348	1,876	4	322	29,763
9	19,154	890	637	14,539	1,062	0	251	36,533
10	10,645	1,990	610	12,901	1,140	0	234	27,519

## 五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化與國際化政策，並促進銀行外匯業務的健全發展，除持續同意指定銀行申請辦理各項新種外匯業務，並於9月初配合經濟部修正發布「在大陸地區

從事投資或技術合作審查原則」，凡個案累計投資金額在1百萬美元（含）以下者，銀行業得逕行受理投資人匯出投資款至第三地區或大陸地區，不須確認經濟部核准投資文件，以簡化現行匯出審查程序。



# 國際經濟金融情勢（民國97年第3季）

## 壹、概述

本（2008）年下半年以來，美國次級房貸問題持續發酵，並蔓延全球，國際金融情勢惡化，先進經濟體經濟疲弱，進而衝擊新興經濟體，導致全球景氣明顯趨緩，經濟展望轉趨悲觀。

本年第3季，美國經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第2季之2.8%大幅降至-0.5%，主因個人消費支出衰退所致。歐元區經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第2季之-0.7%進一步滑落至-0.8%；若與上(2007)年同季比，則由第2季之1.4%降至0.6%。日本經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第2季之-3.7%升至-1.8%，已連續兩季呈現負成長。

亞洲新興國家除菲律賓外，經濟成長均趨緩。至於中國在固定資產投資持續熱絡下，本年第3季經濟成長率仍達8.9%，惟低於第2季之10.2%。印度則因民間消費及輸出成長放緩，本年第3季經濟成長率由第2季之7.9%降至7.6%。

多數國際機構預測本年全球經濟成長將較上年大幅減緩，明（2009）年更進一步下滑。其中，國際貨幣基金（IMF）於11月預測今、明兩年全球經濟成長率分別為3.7%及2.2%（請參閱表1）。環球透視預測機構

（Global Insight Inc.）12月公布的今、明兩年預測值則分別為2.5%及0.2%。

在物價方面，本年以來國際原物料價格呈先漲後跌走勢，影響所及，多數國家躉售物價指數（WPI）年增率及消費者物價指數（CPI）年增率，於本年第3季達到高峰後轉趨下滑。Global Insight Inc.預測本年全球通膨率為5.1%，明年則大幅降至1.8%；IMF預測先進經濟體本年通膨率為3.6%，明年則降至1.4%，而亞洲四小龍今、明兩年通膨率則分別為4.8%及3.5%。

為提振景氣，本年以來，歐美主要國家及部分亞洲新興國家，陸續推出各項振興經濟方案，包括以減稅或退稅方式激勵民間消費支出、擴大公共支出、促進就業及援助房市等措施。

就貨幣政策而言，為紓緩美國次級房貸風暴帶來的信用緊縮，以美、英為首之國家陸續降息，美國聯邦準備理事會（Fed）上年9月至本年12月間連續十度調降聯邦資金利率目標共5~5.25個百分點至0~0.25%。加拿大央行於本年10月至12月間三度降息共六碼至1.5%。歐洲中央銀行（ECB）於本年10月至12月間三度調降主要再融通操作之最低投標利率共七碼至2.5%。英格蘭銀行



(BOE)於本年10月至12月間三度調降14天期附買回利率共十二碼至2%。日本央行於本年10月分別調降無擔保隔夜拆款利率目標及基準貼放利率0.20及0.25個百分點後，12月再度調降0.2個百分點，分別至0.10%及0.30%。澳洲於本年9月至12月間四度調降現金利率目標共十二碼至4.25%。紐西蘭則於本年7月至12月間四度調降現金利率共十三碼至5.0%。

在亞洲國家方面，本年初以來為因應通膨升溫，部分國家一度採緊縮性貨幣政策，惟近來受全球景氣低迷之影響，多數國家改採寬鬆性貨幣政策。例如，中國於9月至12月間，已分別四度及五度調降存款與放款基準利率各1.89及2.16個百分點，目前1年期存、放款基準利率分別為2.25%及5.31%；且在9月至12月間四度調降存款準備率共4個百分點至13.5%。印度則於10月至12月間調

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2007		2008		2009	
全球	5.0	(3.9)	3.7	(2.5)	2.2	(0.2)
先進經濟體	2.6		1.4		-0.3	
OECD國家	2.7		1.4		-0.4	
美國	2.0		1.4	(1.2)	-0.7	(-1.8)
日本	2.4		0.5	(0.1)	-0.2	(-1.4)
德國	2.6		1.7	(1.3)	-0.8	(-1.2)
英國	3.0		0.8	(0.7)	-1.3	(-2.0)
歐元區	2.6		1.2	(1.0)	-0.5	(-1.0)
四小龍	5.6		3.9		2.1	
台灣	5.7		3.8	(1.0)	2.2	(-1.3)
香港	6.4		3.7	(2.2)	2.0	(0.8)
新加坡	7.7		2.7	(1.5)	2.0	(-1.1)
南韓	5.0		4.1	(4.1)	2.0	(1.7)
東協五國	6.3		5.4		4.2	
泰國	4.9		4.5	(4.6)	4.0	(2.1)
馬來西亞	6.3		5.7	(5.3)	3.8	(2.9)
菲律賓	7.2		4.4	(3.7)	3.5	(2.1)
印尼	6.3		6.0	(6.0)	4.5	(4.2)
中國大陸	11.9		9.7	(9.4)	8.5	(6.9)
印度	9.3		7.8	(6.3)	6.3	(5.1)
其他新興市場暨發展中國家	8.0		6.6		5.1	

註：先進經濟體共29個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體（四小龍）等國；其他新興暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共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：台灣、香港、新加坡、南韓、泰國、馬來西亞、菲律賓及印尼預測值採用IMF *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, November 2008，其餘國家及地區則採用IMF *World Economic Outlook Update*, November 2008；( )內資料係採用Global Insight *World Economic Outlook*, December 2008；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.84, November 2008。

降附買回利率共十碼至6.5%；並在10月、11月間三度調降現金準備率共十四碼至5.5%。南韓自10月起，四度調降基準利率共九碼至3.0%。馬來西亞於11月調降隔夜拆款利率一碼至3.25%。泰國於12月調降附買回利率四碼至2.75%。惟印尼因通膨惡化，5至10月間六度調高官方利率各一碼後，12月轉而降息一碼至9.25%。菲律賓於6至8月間三度調高官方利率各一碼後，12月轉而降息二碼，目

前央行對商業銀行的隔夜貸款利率為7.5%，隔夜存款利率則為5.5%。

除寬鬆性貨幣政策外，為因應此波金融危機，本年9月中旬以來，各國政府紛紛採取各項緊急措施<sup>註1</sup>。同時，國際間包括七大工業國（G7）、IMF、歐盟等，均已展開史上空前的全球性大規模合作與協調行動，以穩定經濟與金融體系。

## 貳、美國經濟衰退，Fed調降利率並注資拯救問題金融機構

受金融危機之嚴重衝擊，本年美國第3季經濟成長率由第2季之2.8%大幅降至-0.5%（圖1）；其中，消費者支出成長率由1.2%降至-3.8%，主要為非耐久財成長率由-2.8%大幅降至-14.8%所致；民間投資成長率則由第2季之-11.5%升至0.4%，惟住宅固定投資仍持續衰退16.0%；政府支出成長率則由第2季之3.9%升至5.8%。另外，輸出成長率由第2季之12.3%大幅降至3.0%，輸入成長率則由第2季之-7.3%升至-3.5%。就美國海關貿易統計觀察，本年1至10月出口成長16.3%，進口成長12.3%，貿易入超則為7,023億美元，較上年同期增加6.2%。

本年第3季工業生產指數年增率為-3.0%，10、11月續降為-4.5%與-5.5%（表2），且11月供應管理學會（ISM）製造業指數亦由10月之38.9%降至36.2%，顯示製造業

部門景氣加速惡化。勞動市場方面，受景氣惡化影響，第3季失業率為6.0%，10、11月分別續升至6.5%與6.7%，11月非農業部門就業人口亦較10月減少53萬3千人；第3季製造業部門勞動生產力年增率由第2季之2.4%降至0.6%。

在消費信心方面，美國經濟諮商協會（Conference Board）之消費者信心指數（Consumer Confidence Index）由10月之38.8歷史低點升至11月之44.7，但12月回降至38.0，再創新低，顯示消費者對經濟前景感到悲觀。12月3日公布的Fed褐皮書報告則顯示，全美各地經濟活動疲軟。零售業、汽車銷售與觀光業皆下滑，製造業、商業房地產、房屋市場與勞動市場等不振，礦冶與能源業也因價格下跌而開始出現疲軟。

物價方面，本年第3季生產者物價指

圖1 美國經濟成長率

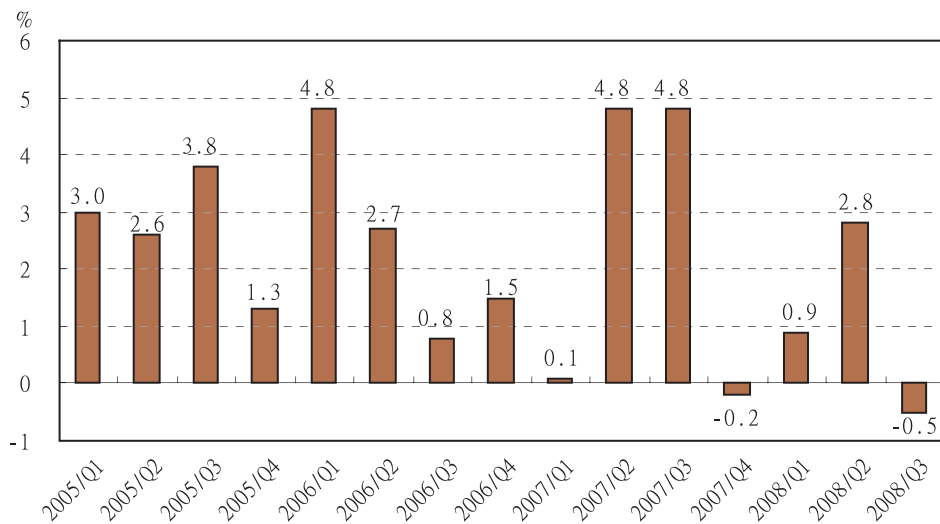


表2 美國重要經濟指標

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 %	
2005	2.9	5.1	3.3	2.2	3.4	4.8	-767,477
2006	2.8	4.6	2.2	2.5	3.2	3.0	-817,304
2007	2.0	4.6	1.7	2.3	2.8	3.9	-794,483
2007/12	-0.2	5.0	2.0	2.4	4.1	6.2	-61,146
2008/ 1		4.9	2.5	2.5	4.3	7.4	-67,812
2		4.8	1.6	2.3	4.0	6.5	-59,151
3	0.9	5.1	1.5	2.4	4.0	6.7	-58,454
4		5.0	0.4	2.3	3.9	6.4	-70,749
5		5.5	0.2	2.3	4.2	7.3	-67,845
6	2.8	5.5	-0.1	2.4	5.0	9.1	-71,263
7		5.7	-0.7	2.5	5.6	9.9	-85,181
8		6.1	-2.0	2.5	5.4	9.6	-72,608
9	-0.5	6.1	-6.2	2.5	4.9	8.7	-73,968
10		6.5	-4.5	2.2	3.7	5.2	-75,261
11		6.7	-5.5	2.0	1.1	0.4	

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

數（PPI，僅含最終產品價格）年增率為9.4%，10、11月分別降至5.2%與0.4%，主要係能源價格下跌所致；而第3季剔除能源與食品之核心PPI年增率為3.6%，10、11月則分別為4.4%與4.2%。第3季CPI年增率為5.3%，10、11月分別降為3.7%與1.1%，主要係能源、運輸等價格下跌所致；而第3季扣除能源與食品之核心CPI年增率為2.5%，10、11月亦分別降為2.2%與2.0%。另第3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2.3%，10、11月分別降至2.0%與1.9%。

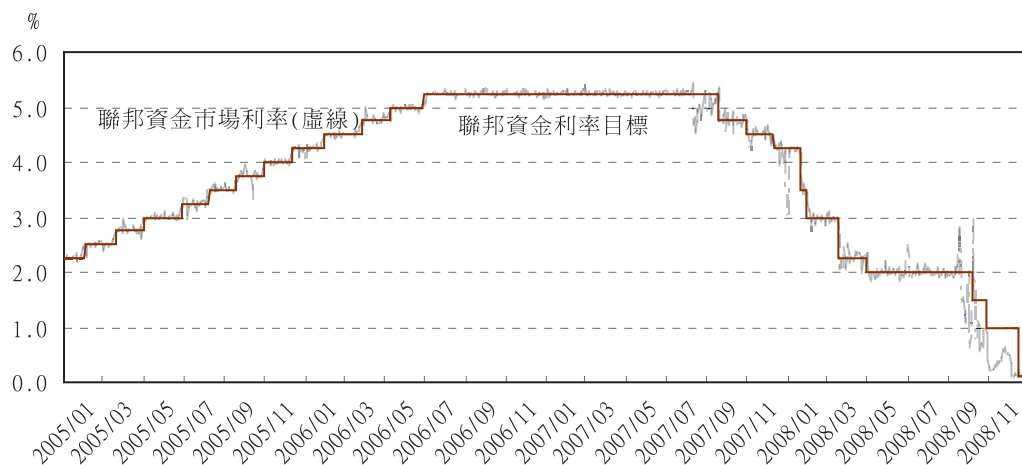
經濟展望方面，Fed於本年10月預測美國今、明兩年經濟成長率分別為0.0~0.3%及-0.2~1.1%，核心PCEPI年增率分別為2.3~2.5%及1.5~2.0%，失業率則分別為6.3~6.5%及7.1~7.6%。

貨幣政策方面，美國聯邦公開市場委員

會（FOMC）於12月16日調降聯邦資金利率目標至0.0%~0.25%的區間（圖2），為自上年9月以來第十度調降聯邦資金利率目標。主要因10月底以來，勞動市場情勢惡化，且數據顯示，消費者支出、企業投資與工業生產皆下降，而金融市場與信用情勢仍然緊縮，經濟活動展望疲軟。另一方面，通膨壓力明顯消退，由於能源與其他商品價格下跌，且經濟前景疲弱，預期未來數季之通貨膨脹將繼續走緩。FOMC表示將採取各種可能的措施，促進經濟恢復永續成長並保持物價穩定，而經濟情勢疲軟也代表未來一段時間內，聯邦資金利率將保持低水準。

FOMC未來的政策焦點，為透過公開市場操作，與維持聯邦準備體系資產負債表於高水位之其他措施，支援金融市場的運作並刺激經濟。在未來數季內，聯邦準備體系將大量購入政府機構債務工具與房貸抵押擔

圖2 美國聯邦資金利率目標與市場利率



保證券，以支援房貸與房屋市場，若情勢所需，也將立即擴大購買上述資產。FOMC也將評估購買較長期的政府證券之潛在益處。聯邦準備體系亦將實施短期資產擔保證券貸款機制(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)，以促使家庭與小型企業獲得所需信用資金，而聯邦準備體系也將持續思考運用其資產負債表以支援信用市場與經濟活動。

9月以來，為穩定金融市場，美國政府接管發生財務危機的兩大房貸機構房利美(Fannie Mae)與房地美(Freddie Mac)。隨後，雷曼兄弟控股公司、美林公司與AIG

保險公司亦相繼發生嚴重的營運問題，引爆一連串金融事件，Fed乃自9月14日起陸續宣布各種因應措施<sup>註2</sup>，並採挹注市場資金或與財政部合作介入拯救金融機構。美國眾議院更於10月3日通過「2008年緊急經濟穩定法案」，授權財政部以總額7,000億美元救援問題金融機構。Fed並於11月25日宣布將動用最多6,000億美元收購房利美、房地美等政府贊助機構發行或擔保的房貸抵押證券。另將透過紐約聯邦準備銀行提供2,000億美元的融資額度，用來收購信用卡卡債等金融資產證券化商品。

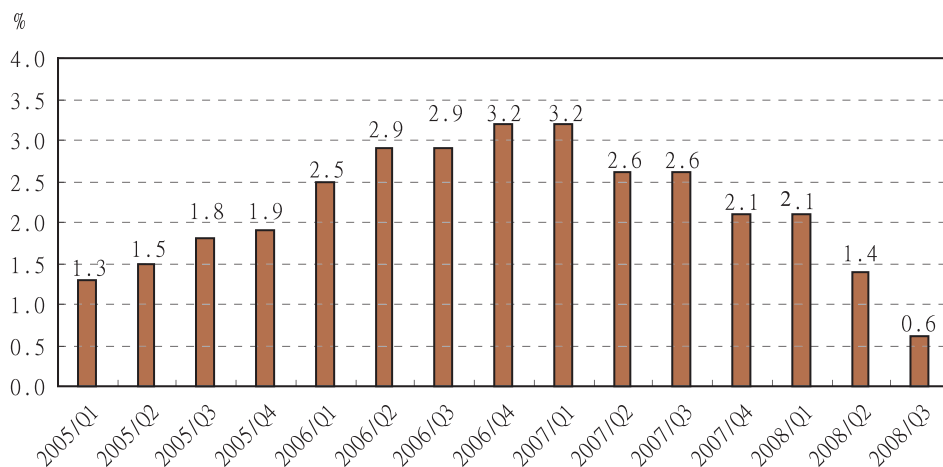
### 參、歐元區經濟成長減緩，ECB調降政策利率

歐元區本年第3季經濟成長率由第2季之1.4%降至0.6% (圖3)；與上季比之季變動率，則與第2季持平，同為-0.2%。就季增率觀之，除政府部門支出成長率與第2季持平為0.8%之外，固定資本形成及家計部門消費支出成長率，分別由第2季之-0.9%及-0.2%升至-0.6%及0.0%；輸出、入成長率，則分別由第2季之-0.1%及-0.4%升至0.4%及1.7%。

歐元區內最大經濟體德國，本年第3季經濟成長率由第2季之3.3%降至1.3%，季變動率則由第2季之-0.4%降至-0.5%，為連續第二季衰退。就季增率觀之，家計部門消

費支出及固定資本形成成長率分別由第2季之-0.6%及-1.4%升至0.3%及0.1%；政府部門支出成長率則由第2季之0.9%降至0.8%；輸出成長率由第2季之-0.2%降至-0.4%，輸入成長率則由第2季之-1.4%升至3.8%。為提振景氣，德國政府於11月5日通過500億歐元的振興經濟方案<sup>註3</sup>。在勞動市場方面，歐元區失業率自本年4月以來即轉呈上升趨勢，至10月為7.7% (表3)。其中，德國11月失業率由10月之7.2%略降至7.1%，而法國第3季失業率由第1、2季之7.2%略升至7.3%。歐元區經濟信心指數(Economic Sentiment Indicator, ESI)則趨於下滑，本年11月降至

圖3 歐元區經濟成長率



74.9，為1993年8月以來的最低水準。德國Ifo經濟研究機構，12月公布的企業信心指數亦由11月之85.8降至82.6。

物價方面，受近來國際原油及食品價格滑落影響，歐元區本年11月調和消費者物價指數（HICP）年增率，由10月之3.2%

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） %	主要再融通操作之最低投標利率 %
2005	1.7	8.8	1.4	7.7	13.4	16,130	7.5	2.2	2.25
2006	2.9	8.3	4.0	11.1	13.2	-7,672	9.8	2.2	3.50
2007	2.6	7.4	3.5	8.5	5.9	29,043	11.8	2.1	4.00
2008/1		7.2	3.2	10.4	12.9	-10,687	11.5	3.2	4.00
2		7.2	2.8	12.5	9.7	2,095	11.3	3.3	4.00
3	2.1	7.2	1.3	-1.4	5.9	-1,033	10.0	3.6	4.00
4		7.3	3.8	16.7	16.5	3,000	10.4	3.3	4.00
5		7.4	-0.4	3.3	7.7	-3,378	10.0	3.7	4.00
6	1.4	7.4	-0.2	4.7	11.2	441	9.6	4.0	4.00
7		7.5	-1.1	9.9	16.5	-1,961	9.2	4.0	4.25
8		7.5	-2.6	-3.0	6.5	-9,350	8.8	3.8	4.25
9	0.6	7.6	-5.3	8.6	15.6	-4,502	8.7	3.6	4.25
10		7.7		0.7	4.2	901	8.7	3.2	3.75
11							7.8	2.1	3.25
12									2.50

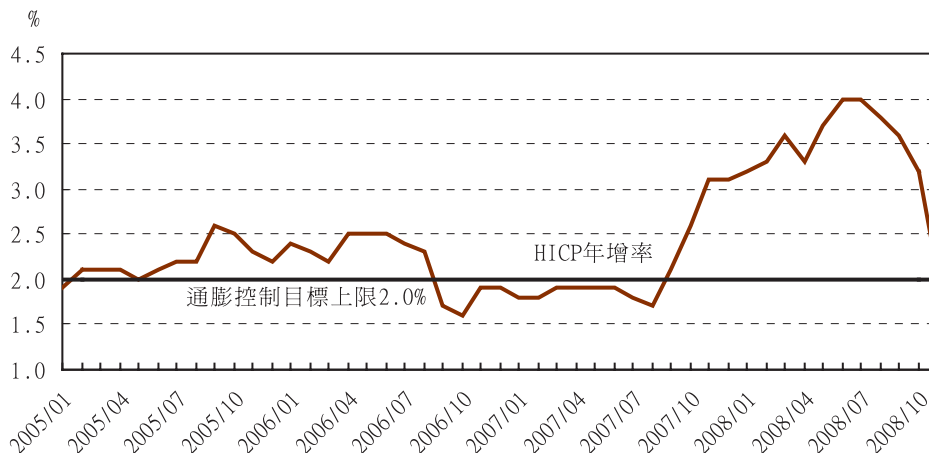
資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

降為2.1%（圖4），惟仍連續15個月超出ECB之2%通膨目標。ECB本年12月預測今、明、後年歐元區通膨率分別為3.2~3.4%、1.1~1.7%、1.5~2.1%。至於扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦呈向下走勢，本年11月由10月之2.4%降至2.2%。

歐元區廣義貨幣總計數M3年增率，由上年11月之12.3%高點下滑，本年11月降至

7.8%，惟仍明顯超過ECB認為不危及中期物價穩定之4.5%目標水準。歐元區對民間部門放款成長力道持續上年以來之減緩態勢，其中消費信用年增率由上年底之5.3%降至本年10月之3.3%。此外，由於歐元區房貸利率普遍走高，且部分會員國房地產市場出現降溫跡象，家計部門房貸金額年增率則持續2006年初以來的下降趨勢，至本年10月為3.5%。

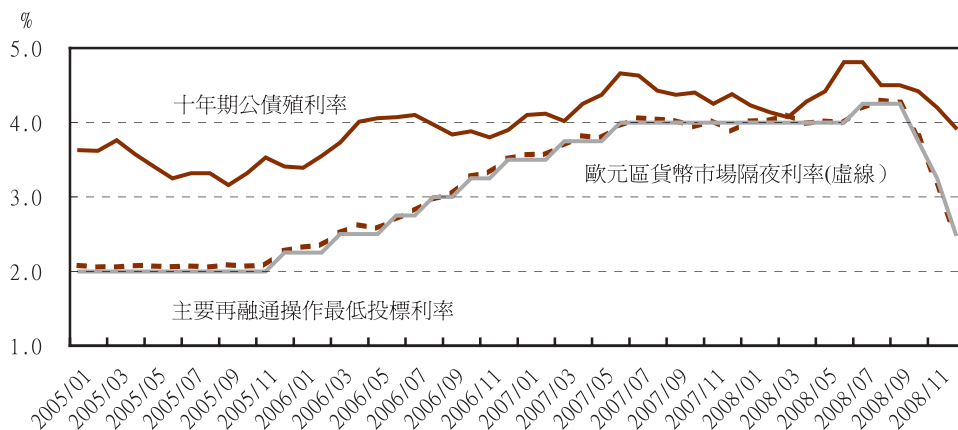
圖4 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



ECB本年12月預測今、明、後年歐元區經濟成長率分別為0.8~1.2%、-0.1~0.0%、0.5~1.5%。貨幣政策方面，ECB管理委員會（Governing Council）繼10月8日與五大央行聯合降息二碼後，再於11月6日及12月4日分別調降政策利率（主要再融通操作之最低投標利率）二碼及三碼至2.50%（圖5）。由於全球及歐元區需求受到抑制之時間可能延長，通貨膨脹壓力在商品價格趨緩及需求疲

軟影響下已漸舒解，未來2年可望回落至符合2%的目標水準，且貨幣擴張步調持續放緩，在金融市場及經濟前景仍存在高度不確定性之下，為維持中期物價穩定，以及繼續支撐歐元區經濟成長與就業狀況，此次降息將有助於達成上述目標，且ECB將持續密切監控歐元區經濟金融情勢的發展，並適時採取行動。

圖5 歐元區官方及長短期市場利率

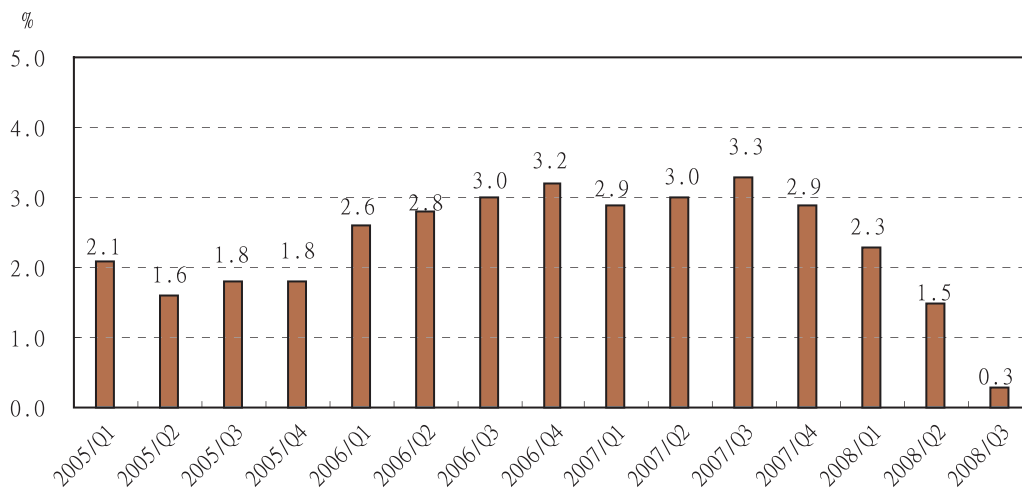


## 肆、英國經濟成長大幅滑落，BOE降息至1951年以來新低

英國本年第3季經濟成長率由第2季之1.5%降至0.3% (圖6)；與上季比之季變動率則由第2季之0.0%降至-0.6%，為自1992年第2季以來首度衰退。就季增率分析，在生產面，工業及服務業產出成長率，分別由本年第2季之-0.9%及-0.2%降至-1.4%及-0.5%。在支出面，固定資本形成及家計部門支出，分別較上季衰退2.8%及0.2%，輸出、入成長

率則分別為0.3%及1.0%。勞動市場方面，失業率自本年初以來轉呈上升趨勢，至本年8至10月為6.0%。房屋市場方面，由於BOE自2006年8月以來5度升息之政策奏效，在房貸壓力上升的情況下，民眾購屋意願降低，主要房貸機構Halifax之房價指數年增率於上年8月達11.4%之高峰後逐月下滑，本年12月降

圖6 英國經濟成長率





至-16.2%。

物價方面，隨原油價格大幅回跌，商品價格明顯走軟，11月CPI年增率已由10月之4.5%降至4.1%（表4、圖7），BOE預期未來通膨風險將持續下降。

貨幣政策方面，BOE貨幣政策委員會繼10月8日參與五大央行聯合降息二碼之行動後，再於11月6日及12月4日分別調降該行14天期附買回利率六碼及四碼至2.00%（圖8），創1951年以來最低之利率水準。主要

是由於商業調查結果惡化，消費者支出及企業投資已呈現停滯狀態，且住宅投資不斷下滑，貨幣及信用狀況持續緊縮，顯示經濟正加速衰退，雖商品及服務增值稅（valued added tax, VAT）暫時調降，可能導致未來2年間通膨波動，在能源及食品價格走跌影響下，BOE預期中期通膨率仍可能低於2%。因此，貨幣政策委員會認為有必要再降低利率，以引導通膨率在中期內符合其2%之目標水準。

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) %	英格蘭銀行十四天期附買回利率 %
2005	2.1	5.1	-1.1	11.1	7.8	-60.65	4.4	2.1	4.50
2006	2.8	5.5	0.7	15.6	11.2	-58.04	5.2	2.3	5.00
2007	3.0	5.4	0.4	-10.1	2.9	-91.40	4.7	2.3	5.50
2008/1		5.2	0.4	10.0	12.6	-8.16	7.2	2.2	5.50
2		5.2	1.2	13.4	12.4	-7.95	6.6	2.5	5.25
3	2.3	5.3	0.3	8.1	5.0	-7.78	8.3	2.4	5.25
4		5.2	0.1	15.1	15.4	-7.86	5.2	3.0	5.00
5		5.4	-1.6	15.2	13.1	-7.99	6.0	3.3	5.00
6	1.5	5.5	-1.7	15.0	15.4	-8.56	5.7	3.8	5.00
7		5.7	-1.7	19.1	14.1	-8.15	5.8	4.4	5.00
8		5.8	-2.3	13.0	9.5	-7.90	4.9	4.8	5.00
9	0.3	6.0	-2.2	12.3	4.7	-7.35	5.2	5.2	5.00
10							6.0	4.5	4.50
11							6.4	4.1	3.00
12									2.00

註\*：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。

圖7 英國消費者物價指數（CPI）年增率

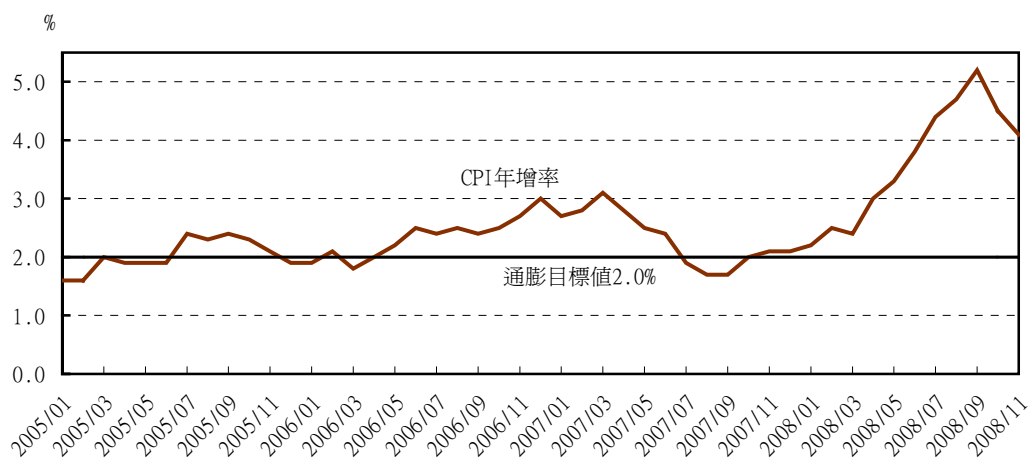
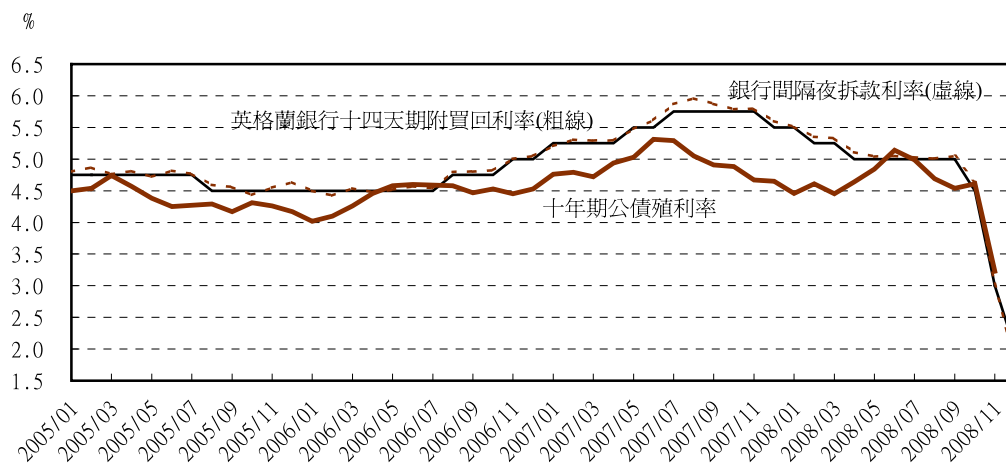


圖8 英國官方及長短期市場利率



此外，為了因應全球金融危機，BOE、財政部及金融監理總署等機構紛紛提出挽救金融體系之措施，包括擔保銀行間拆款<sup>註4</sup>、接管或入股發生財務危機的金融機構<sup>註5</sup>、提高存戶存款保障<sup>註6</sup>、禁止股票放空、對金融

市場注資，以及與他國央行進行換匯交易等。另英國政府並先後於9月及11月分別宣布總金額約10億英鎊的房市援助方案<sup>註7</sup>以及約200億英鎊的振興經濟方案<sup>註8</sup>，以期刺激景氣。

## 伍、日本經濟衰退，通膨降溫，日銀近8年來連續兩度降息

日本本年第三季實質GDP較第二季衰退0.5%，換算年率為-1.8%（圖9），已連續兩季負成長。其中，民間消費支出及民間住宅投資，分別較上季成長0.3%及3.9%，惟民間企業設備投資較上季衰退2.0%；輸出、入則分別較上季成長0.8%及2.3%。

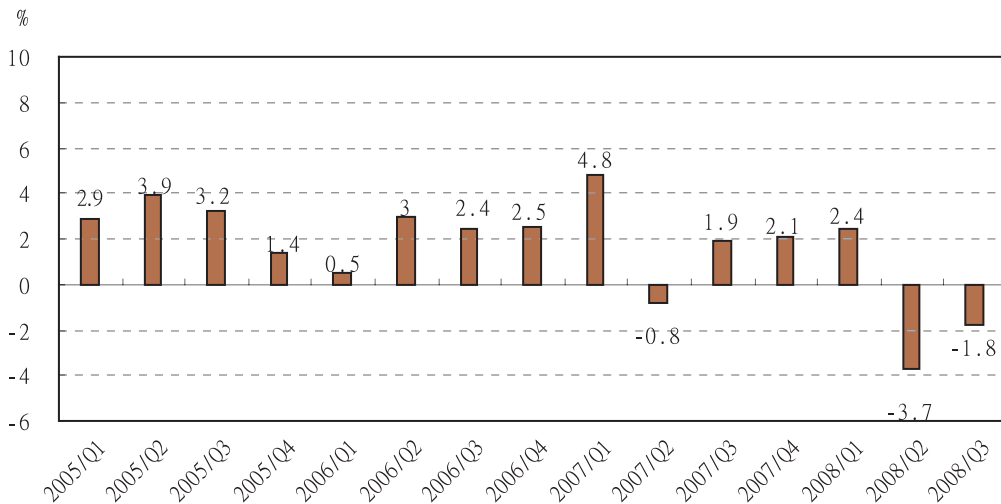
由於出口與國內需求轉弱，加上其他經濟體成長減緩與貿易條件惡化，因此日本央行於本年10月將2008會計年度之經濟成長率預測值，由7月預測之1.2%下修至0.1%；2009會計年度之經濟成長率預測值，則由7

月預測之1.5%下修至0.6%。

本年第三季工業生產年增率由第二季之1.0%降為-1.4%（表5），10月與11月更降至-7.1%與-16.2%，顯示日本經濟持續衰退。

對外貿易方面，第三季由第二季之貿易出超9,522億日圓轉為入超1,642億日圓，主要係全球對汽車與電子產品需求減少所致。10~11月出口較上年同期萎縮17.1%，而進口亦下滑3.5%，致貿易入超達2,923億日圓。

圖9 日本經濟成長率



勞動市場方面，第三季失業率為4.1%，略高於第二季之4.0%，10月降至3.7%，11月則回升至3.9%。工作機會供求比自上年6月

之1.07高點逐月下滑，本年11月為0.76，顯示勞動市場表現持續疲弱。

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (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 %			
2005	1.9	4.4	1.4	-0.3	-0.5	1.7	7.3	15.7	87,071
2006	2.0	4.1	4.5	0.3	-0.5	2.2	14.6	18.3	79,019
2007	2.4	3.9	2.8	0.0	0.0	1.7	11.5	8.6	107,955
2007/12	2.1	3.8	1.5	0.7	0.8	2.7	6.8	12.3	8,670
2008/1		3.8	2.9	0.7	0.8	3.1	7.6	9.2	-898
2		3.9	5.1	1.0	1.0	3.6	8.7	10.2	9,633
3	2.4	3.8	-0.7	1.2	1.2	3.9	2.3	11.2	11,090
4		4.0	1.9	0.8	0.9	4.0	3.9	12.0	4,752
5		4.0	1.1	1.3	1.5	4.9	3.7	4.5	3,578
6	-3.7	4.1	0.0	2.0	1.9	5.8	-1.8	16.5	1,192
7		4.0	2.4	2.3	2.4	7.3	8.0	18.3	822
8		4.2	-6.9	2.1	2.4	7.4	0.3	17.4	-3,321
9	-1.8	4.0	0.2	2.1	2.3	6.8	1.5	28.9	857
10		3.7	-7.1	1.7	1.9	5.0	-7.8	7.4	-671
11		3.9	-16.2	1.0	1.0	2.8	-26.7	-14.4	-2,252

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

物價方面，本年第3季國內企業物價指數年增率，由第2季之4.9%升至7.2%，10月與11月則分別降至5.0%與2.8%，主要為原油與煤製品，以及非鐵金屬價格下跌所致。本年第3季CPI年增率由第2季之1.4%升至2.2%，主要係燃料用油與水電價格、食品價格，以及交通與通信費用上漲所致，惟10月與11月已分別降至1.7%與1.0%；本年第3季剔除生鮮食品之核心CPI年增率為2.4%，明顯高於第2季之1.4%，而10月核心CPI年增率降為1.9%，11月更降至1.0%，顯示通膨逐漸降溫。

貨幣政策方面，日本央行於本年10月31日與12月19日各調降無擔保隔夜拆款利

率目標0.2個百分點至0.1%，此為日本央行自2001年3月以來連續兩次降息。同時，分別調降基準貼放利率0.25與0.2個百分點至0.3%。為確保貨幣市場穩定，並提供充裕之流動性，日本央行亦宣布將對銀行超額準備支付利息之暫時性措施，利率訂為0.1%，將自本年11月提存期至明年3月提存期為止。

為挽回日本經濟衰退之頹勢，日本政府除於本年8月29日提出11.7兆日圓的振興景氣方案外，為因應全球金融危機惡化之衝擊，減緩景氣下滑程度，政府再於10月30日與12月12日分別提出規模26.9兆與43兆日圓之振興經濟方案。

## 陸、中國經濟成長明顯放緩，貨幣政策轉為寬鬆

受全球景氣明顯下滑之影響，中國本年第三季經濟成長率由第二季之10.2%降至8.9%（圖10），已連續五季出現降溫現象。其中，第三季固定資產投資較上年同期擴增28.4%，而貿易順差較上年同期擴增14.0%，10月以來，因中國內需轉弱，進口成長明顯減緩，貿易順差擴增加速，11月進出口雙雙出現負成長，且進口衰退幅度大於出口衰退幅度，致貿易順差較上年同期大增52.5%，創單月歷史新高。另工業生產年增率自本年7月起逐月走低，至11月降至5.4%。

物價方面，因食品價格漲勢趨緩，CPI年增率自本年2月之8.7%高點逐步下降，下半年以來，因食品價格持續下跌，加上通

貨緊縮疑慮升高，CPI年增率大幅下滑，自7月之6.3%一路降至11月之2.4%，創近兩年來之新低（圖11）。此外，因國際油價大幅回跌，加上經濟成長趨緩，工業品PPI年增率亦自本年8月之10.1%高點續降至11月之2.0%。

M2年增率因經濟成長放緩，由本年1月的18.9%高點逐漸下滑，下半年起，因景氣走緩加速，M2年增率自7月之16.4%再降至11月之14.8%。另金融機構人民幣放款年增率由本年1月之16.7%降至6月之14.1%後，因下半年起寬鬆性貨幣政策效應逐漸顯現，致7月以來逐步回升，至11月升抵16.0%。

圖10 中國經濟成長率

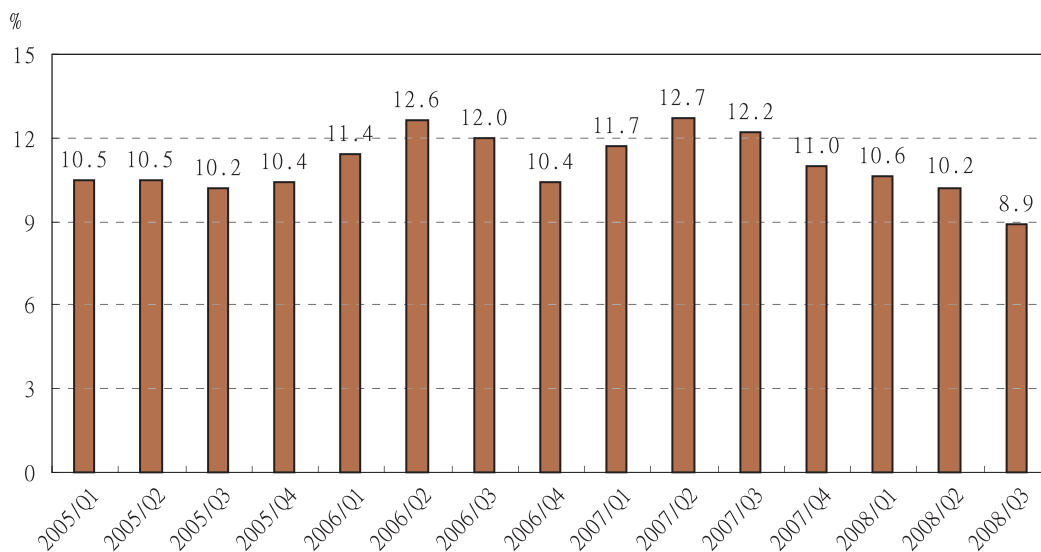
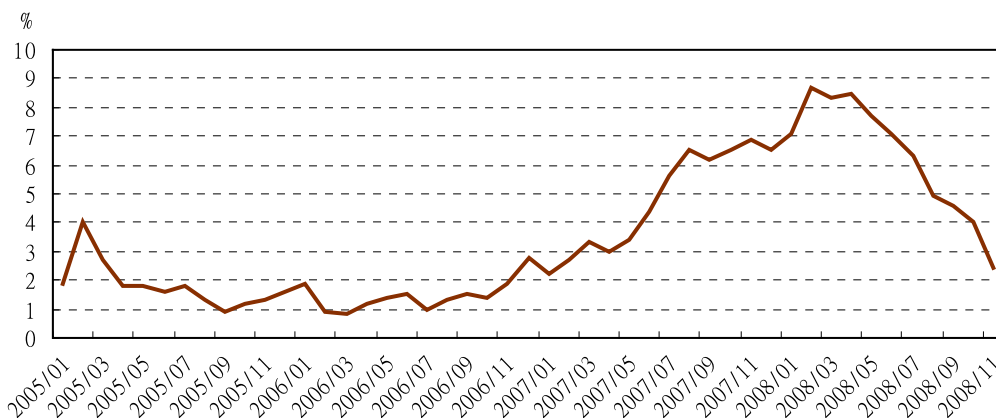


圖11 中國消費者物價年增率



本年9月起，中國人民銀行鑑於景氣明顯降溫，CPI漲幅減緩，轉而改採寬鬆貨幣政策，四度調降存款準備率，大型及中小型金融機構存款準備率已分別降至15.5%及13.5%；另分別四度及五度調降存款及放款基準利率，目前1年期存放款基準利率分別為2.25%及5.31%。此外，自本年下半年起，為舒緩中小企業融資困難，人民銀行及財政

部等分別放寬商業銀行之信貸規模及小額擔保放款條件，並自10月起陸續宣布一系列的振興經濟方案，其中以11月宣布高達4兆人民幣的擴大內需方案規模最大。

至於房地產市場方面，中國70個城市房屋銷售價格年增率自本年初開始下滑，下半年起，下滑趨勢更加明顯，自7月之7.0%逐月降至11月之0.2%，顯示房市快速降溫。

## 柒、亞洲新興經濟體成長減緩，貨幣政策轉趨寬鬆

本年第3季亞洲新興國家除菲律賓外，其餘國家經濟成長步調趨緩（圖12）。

香港本年第3季經濟成長率由第2季之4.2%大幅下降至1.7%，主要因出口及民間消費支出成長明顯減緩。香港政府統計處下修本年經濟成長率預測值至3~3.5%。

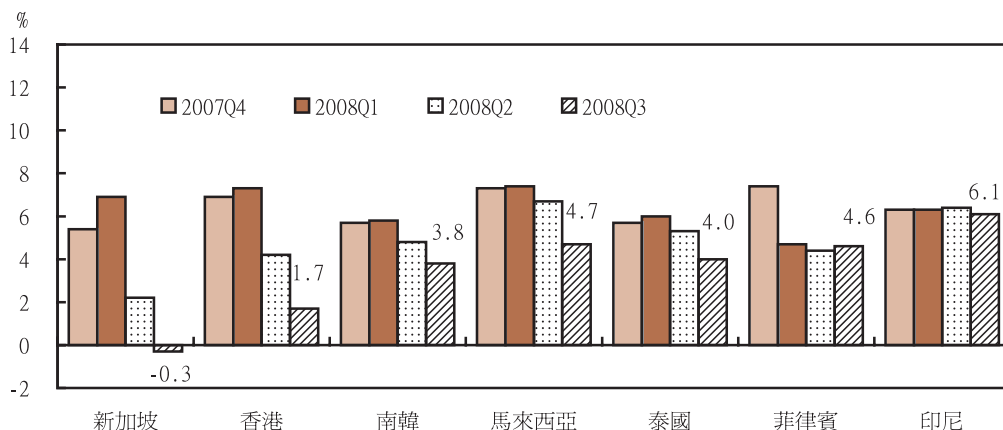
南韓本年第3季經濟成長率由第2季之4.8%減緩至3.8%，主要因內需疲弱與出口不振所致。南韓財政部預測本年經濟成長率為

3.6%，明年則降為3.0%。

新加坡本年第3季經濟成長率由第2季之2.2%大幅降至-0.3%，主要因生技業及電子業業績明顯衰退所致。新加坡貿工部將本年經濟成長率預測值下修至2.5%，明年續降至-1.0~2.0%。

馬來西亞本年第3季經濟成長率由第2季之6.7%降至4.7%，主要因輸出成長大幅減緩所致。馬來西亞央行預測本年經濟成長率為

圖12 亞洲新興國家經濟成長率



5.7%，明年則降至3.5%。

泰國本年第三季經濟成長率由第二季之5.3%降至4.0%，主要因民間投資與輸出成長減緩所致。泰國央行預測本年經濟成長率為4.3~5.0%，明年則為3.8~5.0%。

菲律賓本年第三季經濟成長率為4.6%，略高於第二季之4.4%。菲律賓國家經濟發展署預測本年經濟成長率為4.4~4.9%，明年則為4.1~5.1%。

印尼本年第三季在民間消費及投資表現強勁帶動下，經濟成長率達6.1%，惟仍略低於第二季之6.4%。印尼央行預測本年經濟成長率為6.2~6.4%。

物價方面，近期各國WPI漲幅已隨原物料價格下跌而明顯緩和，其中新加坡本年7月WPI年增率升至19.9%之高點後下滑，至10月為10.0%，11月更一舉降至0%。南韓WPI年增率本年7月升至12.5%後，11月已降

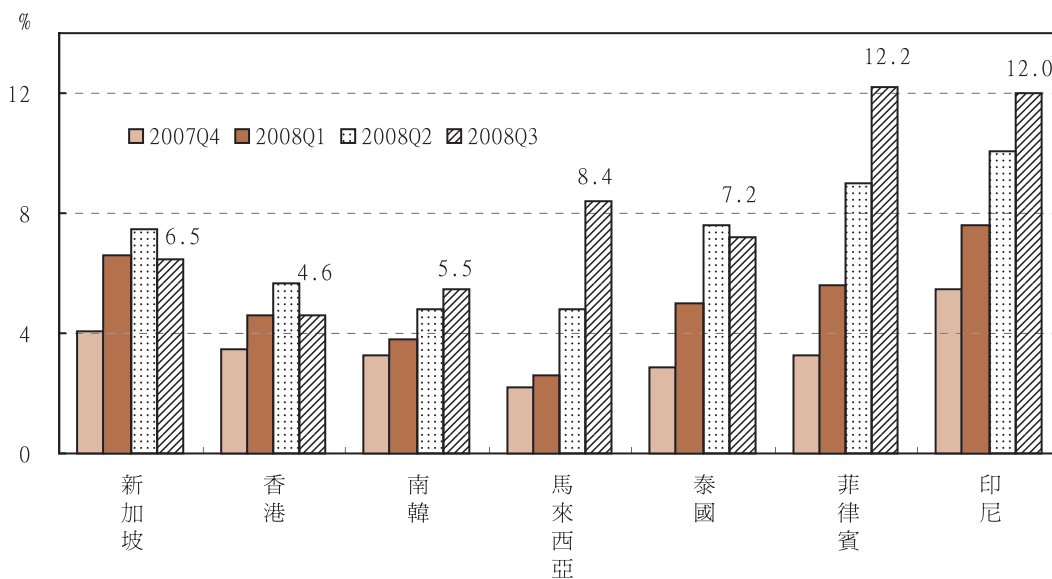
至7.8%。泰國WPI年增率於本年8月達21.6%之高點後下滑，11月已降為1.9%。馬來西亞WPI年增率亦於本年6月達14.4%之高點後下滑，至10月為3.3%。印尼本年7月WPI年增率升至35.5%之高點後，逐月下滑至10月之25.2%。

此外，近月來多數亞洲新興國家的CPI漲勢，亦隨油價走跌漸趨緩和（圖13）。其中香港CPI年增率，由本年7月之6.3%高點下滑至11月的3.1%；南韓CPI年增率，亦由本年7月之5.9%高點降至11月之4.5%；新加坡CPI年增率，則由本年6月之7.5%降至11月之5.5%；泰國CPI年增率，於本年7月升至9.2%之高點後逐月下滑，至11月為2.2%。印尼及越南CPI年增率仍相對居高，至本年11月均逾11%，尤其是越南CPI年增率已連續13個月達兩位數，本年8月更升至28.3%，之後緩步下跌，至11月為24.22%。菲律賓CPI年增

率自本年6月起連續5個月逾11%，本年11月已降至9.9%。

貨幣政策方面，本年初以來為因應通膨升溫，部分國家一度採行緊縮性貨幣政

圖13 亞洲新興國家消費者物價年增率



策，惟近來受全球景氣低迷影響，各國均改採寬鬆性貨幣政策。香港自上年9月以來跟隨美國十一度降息，目前貼現窗口基本利率為0.5%。南韓鑑於通膨將持續降溫，而景氣將明顯趨緩，自本年10月起，四度調降基準利率共九碼至3.0%。馬來西亞於本年11月調降隔夜拆款政策利率一碼至3.25%，並將法定存款準備率由原先的4%降為3.5%。泰國於12月調降附買回利率四碼至2.75%。越南於本年1至6月間三度調升基準利率至14.0%後，10月至12月連續五度調降基準利

率計5.5個百分點至8.5%。印尼央行考量通膨升溫，自本年5月起，連續6個月升息各一碼，12月轉而調降利率一碼，目前政策利率為9.25%。菲律賓央行於本年8月升息一碼後，12月將央行對商業銀行的隔夜貸款利率由8%調降至7.5%，隔夜存款利率則由6%調降至5.5%。此外，新加坡本年10月將匯率政策改為「暫不升值（zero percent appreciation）」，為自2003年以來首度放寬貨幣政策。

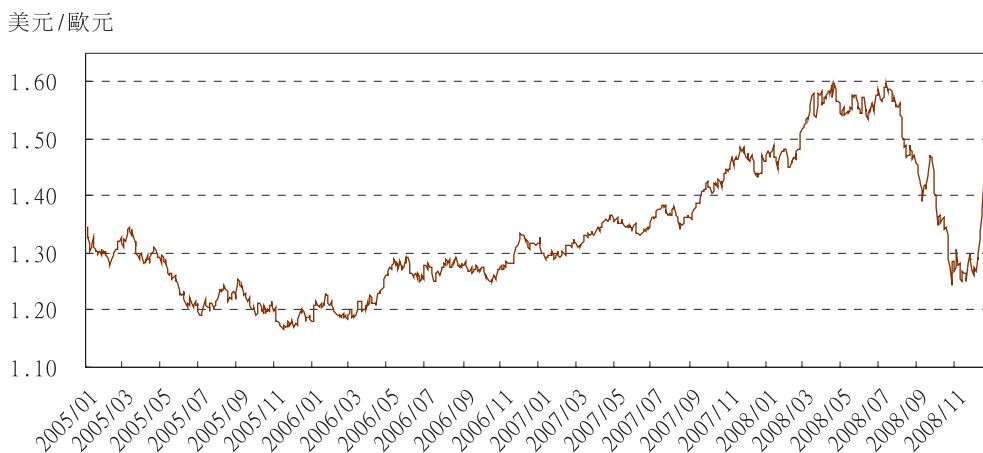


## 捌、歐元貶值，日圓升值，多數亞洲新興國家貨幣走貶

國際匯價方面，本年初歐元對美元維持強勢，4月22日曾達1歐元兌1.5988美元之歷史新高；之後，因歐元區經濟前景轉趨悲觀，加以市場預期Fed將暫停降息，歐元回檔盤整。7月中旬起，由於歐元區經濟前景不佳，歐元走貶，至9月10日達1歐元兌1.3969美元。後因美國金融市場動盪不安，歐元止貶回升。9月下旬之後，歐元價位再

度呈現下降走勢，主要因美國多家大型金融機構發生財務危機，投資者大幅進行去槓桿化操作，促使美國贖回在歐洲投資，另歐洲經濟前景不佳，加速歐元走貶。11月下旬，歐元來到1歐元兌1.2459美元之價位後觸底反彈，至12月31日為1歐元兌1.3980美元（圖14），較上年底貶值4.18%。

圖14 歐元對美元匯率

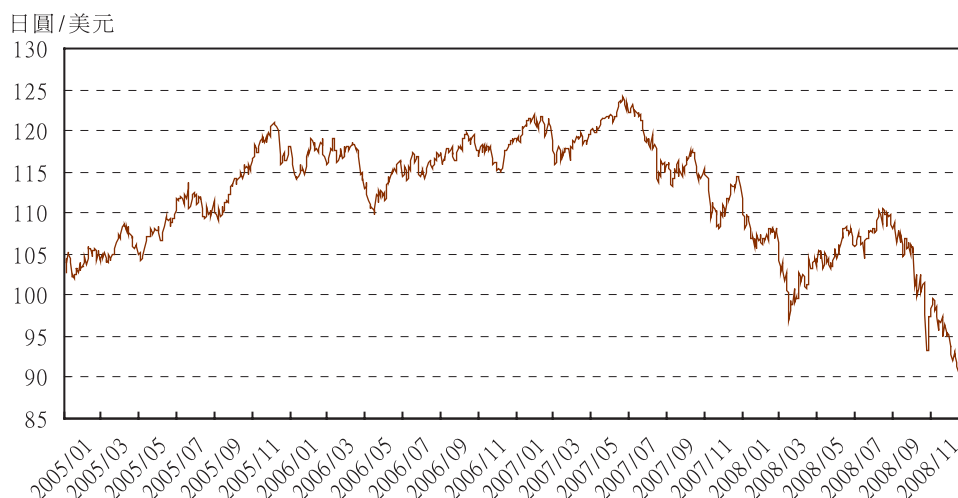


日圓對美元匯價方面，本年初日圓對美元匯價走堅，至3月17日曾抵1美元兌97.42日圓。之後，由於日本經濟表現不佳，日圓震盪走貶，至8月15日達1美元兌110.5日圓之低點。其後日圓轉呈升值，主要係因主要國家降息，促使日圓套利交易反向平倉操作，支撐日圓大幅走強，此外，全球外資撤出新興經濟體市場與國際原物料市場，並回流美、

日，亦為日圓升值之一大因素。至12月31日為1美元兌90.61日圓（圖15），較上年底升值22.89%。

在亞洲新興國家方面，本年第3季，除了人民幣外，其他國家貨幣皆趨於貶值，主要係受外資撤出新興市場、美國贖回海外資產等因素之影響，使美元需求激增，且區域經濟受到全球金融危機之影響表現不佳亦是

圖15 美元對日圓匯率



主要原因。

本年第3季以來，新加坡因全球經濟疲軟拖累金融業與出口，致經濟轉為衰退，新加坡元呈現貶值；泰國經濟成長尚稱平穩，但由於投資者對區域經濟信心不足，且泰國政局動盪不安，泰銖表現疲軟；馬來西亞受外資大量撤出股市之影響，馬來西亞幣疲軟；印尼盾與菲律賓披索則因受投資者信心

不足與股市下挫之影響，大幅走貶；南韓經常帳逆差擴大，且熱錢大量流出，韓元重貶。

12月31日與上年底比較，韓元、印尼盾、菲律賓披索、越南盾、馬來西亞幣與泰銖分別貶值25.89%、13.83%、13.10%、8.32%、4.21%與3.11%；人民幣與新加坡元則分別升值7.05%與0.62%。

## 玖、美國次級房貸問題持續發酵，國際股市下挫

本年初以來，因市場擔憂美國經濟可能陷入衰退，油價不斷攀升，美元持續貶值，導致國際股市表現疲軟。3月中旬之後，市場預期次級房貸問題稍獲緩解，各國經濟表現尚佳，主要國家股市陸續自谷底反彈。惟5月下旬之後，因通膨持續升溫可能拖累經濟成長的憂慮加深，國際股市紛紛下挫。

7月間，油價攀至歷史新高，加以美國

兩大房貸機構房利美及房地美出現財務危機，國際股市持續下滑。7月下旬以來，國際原物料價格雖然回落，惟歐美國家受就業及薪資數據不佳之影響，亞洲新興經濟體亦因經濟成長減緩、通膨升溫之衝擊，國際股市連番重挫。9月中旬起，國際大型金融機構陸續爆發財務危機，國際股市跌幅加深。9月29日更因美國政府紓困案遭眾議院

否決，道瓊工業股價指數重挫777.68點，或7%，創20年來單日最大跌幅。泛歐指數下跌5.3%，為本年次高跌幅。

9月30日與上年底比較，美國那斯達克及道瓊工業股價指數分別下跌21.49%及18.20%，泛歐股價指數下挫31.88%，日經股價指數亦下跌26.44%（圖16、17、18、

19）。至於亞洲其他主要股市，上海A股、越南、印度、香港、印尼、新加坡、泰國、馬來西亞、菲律賓及南韓，分別下跌56.37%、50.73%、36.61%、35.22%、33.26%、31.93%、30.48%、29.50%、29.05%及23.67%。

圖16 美國道瓊工業股價指數

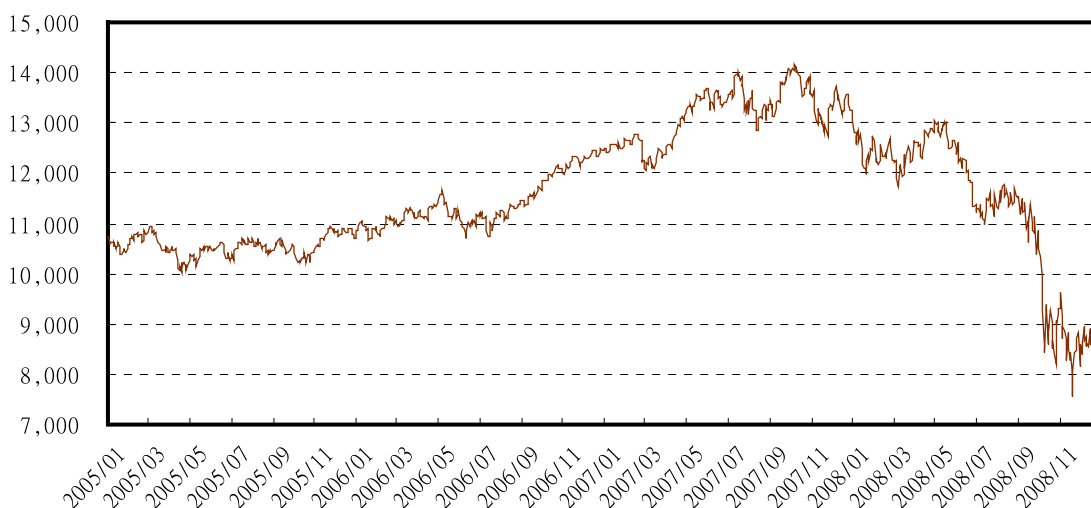


圖17 美國那斯達克股價指數

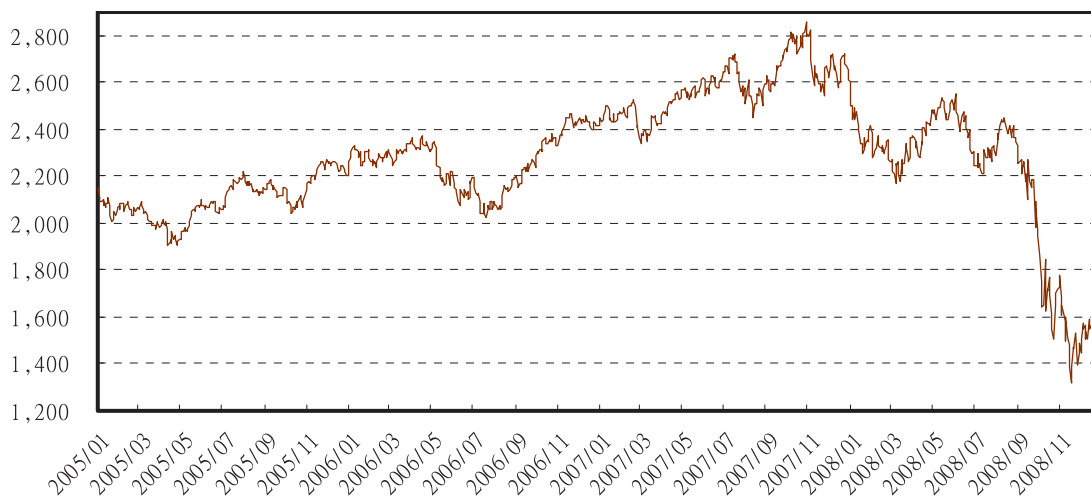


圖18 泛歐股價指數

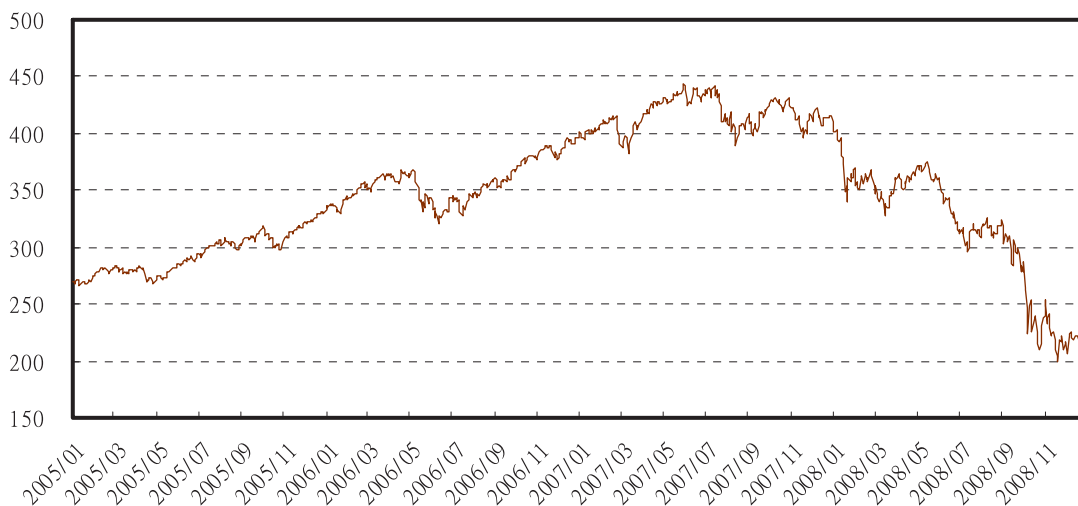
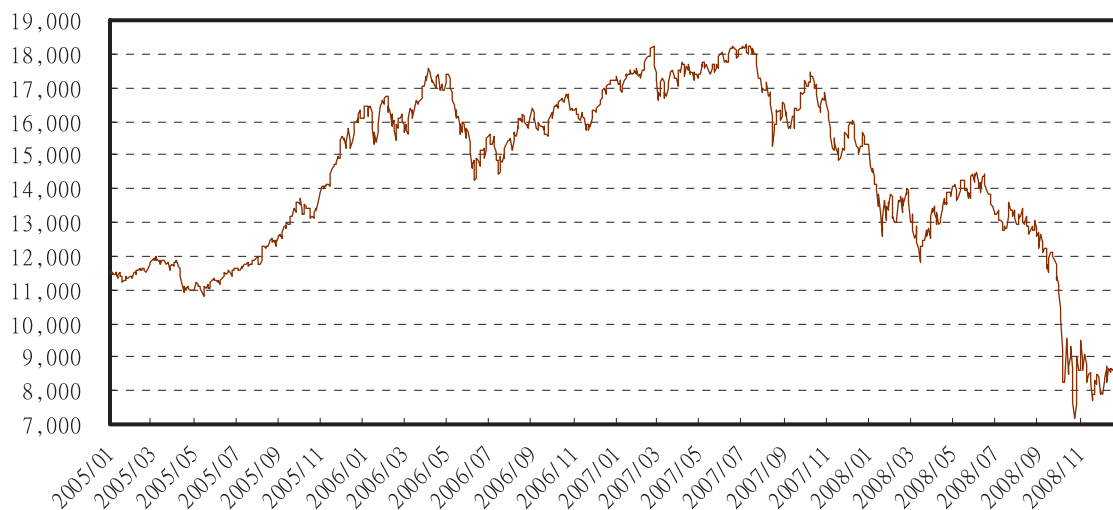


圖19 日本N225股價指數



## 拾、國際商品價格急遽回跌

今年上半年國際商品價格大致呈震盪趨堅走勢。Reuters/ Jefferies CRB（以下簡稱CRB）期貨價格指數於7月2日升抵473.52點之歷史高點，之後，隨能源、貴金屬、基本金屬及穀物等價格回跌，CRB期貨指數呈震盪下挫，至12月5日為208.60點，創下2003

年7月24日以來新低，隨後因穀物、貴金屬、能源等價格反彈，12月31日指數回升至229.54點，較上年底下降36.01%。JOC指數於7月14日曾升抵136.71點新高後，隨原油等原物料價格急遽回跌，至12月18日降為63.7點，創下2003年8月12日以來新低，之後，

指數小幅回升，12月31日為65.74點，較上年底下降42.65%。

油價方面，國際油價（美國西德州中級原油價格）於7月11日盤中創下每桶147.27美元之歷史新高後，因市場擔心高油價將降低需求，加上美元升值，以及原油期貨與選擇權市場投機部位大量撤出，油價明顯下挫。9月中旬之後，美國次級房貸風暴快速蔓延至全球各地，市場憂慮全球經濟成長恐大幅放緩，衝擊原油需求，油價連番重挫。雖然

石油輸出國家組織（OPEC）於12月17日宣布將減產220萬桶（較本年9月生產水準減產420萬桶），仍無力阻止油價持續下跌，12月22日油價續跌至每桶31.41美元，創下2003年12月8日以來新低。12月下旬在以色列空襲加薩走廊，對巴勒斯坦武裝份子發動猛烈攻擊下，中東緊張局勢再度升高，刺激油價上漲，12月31日為44.6美元（圖20），較上年底下跌53.55%。

圖20 西德州中級原油及黃金價格



根據美國能源資訊署（EIA）於本年12月9日發布之預測，本年國際油價每桶平均為100.4美元，遠高於上年之72.32美元，明年將隨全球景氣趨緩而降至每桶51.2美元。

國際黃金方面，本年以來，國際金價（倫敦黃金現貨價格）於3月17日升抵每盎

司1,011.25美元之新高後，獲利了結賣壓出籠，加上美元轉強，金價回跌，至5月1日為853美元。隨後受油價大漲激勵，加上美元轉弱，金價再度震盪走揚，7月15日升抵986美元。7月中旬之後，由於油價重挫，金價大幅滑落。9月下旬金價再度回揚至逾900美

元，之後來到10月24日之712.50美元低點；在回檔已深下，吸引逢低避險買盤進場，加上12月下旬中東緊張局勢再度升高，刺

激金價走揚，至12月30日為869.75美元（圖20），較去年底上升4.32%。

## 拾壹、影響全球經濟前景之變數

IMF於本年11月發布之「全球經濟展望最新預測報告（World Economic Outlook Update）」中表示，當前金融危機較10月發布「全球經濟展望報告」時更加嚴重，且預期持續的時間也會更長。金融市場已進入一個去槓桿化、價格下跌及投資者贖回的惡性循環。去槓桿化的過程可能比預期的更為劇烈且時程持久。對許多新興經濟體而言，加速去槓桿化的過程恐將增加資本流出，以及匯率脫序貶值的風險。此外，先進經濟體出現通貨緊縮的風險亦增大。

為降低全球金融危機之負面衝擊，各國政府除目前宣布的總體經濟政策外，顯然還需採取進一步刺激景氣措施，以支持經濟成長，並恢復金融部門之健全性。由於通膨已有所緩解，各國應採行寬鬆的貨幣政策。然而部分國家的政策利率已降至接近零的水準，進一步採取寬鬆貨幣政策的空間有限，

可能有必要採取廣泛的財政措施。在仍具有實施財政政策空間的經濟體，如果其財政政策目標明確，再輔以寬鬆的貨幣政策，將可發揮較大之功效。

此外，經濟合作暨發展組織（OECD）於11月發布之「經濟展望報告」（Economic Outlook）中亦表示，值此金融體系面臨高度風險之非常時期，貨幣政策傳遞機制可能受限，而若干國家央行利率政策已趨近零利率的底限，各國政府應採行緊急財政措施加以因應。由於基礎建設投資之效果時間落差較大，故宜採減稅、補助貧困家戶等非傳統措施。政府並應隨時準備擴大紓困方案，惟紓困對象應僅限於具系統性影響力之產業或公司。同時，應針對金融機構過度曝險及財務槓桿過高，加強金融監理；並進行穩定全球金融體系之國際合作。

## 附 註

- (註1) 主要措施包括：擔保銀行間貸款、擔保銀行新發行星票或債券、入股發生財務危機的金融機構、保障銀行存戶存款、禁止股票放空、停止股市交易、成立紓困或外匯基金、央行對金融市場注資、與他國央行進行換匯交易等。
- (註2) 主要措施包括：(1) 擴大既有的主要交易商信用機制（PDCF）與短期融券機制（TSLF）的擔保品範圍或資金標售金額；(2) 建立商業本票融資機制、貨幣市場投資者融資機制、短期資產擔保證券貸款機制；(3) 與澳洲、瑞典、挪威、丹麥、巴西、墨西哥、南韓與新加坡等國央行新建立暫時性換匯機制，並透過與英格蘭銀行、歐洲央行、瑞士央行與日本央行的短期換匯機制，無限制提供美元資金；(4) 提供850億美元貸款予AIG，以及提供200億美元資金以拯救花旗銀行。
- (註3) 該方案主要包括：（1）對消費者購車提供賦稅減免；（2）對住家以提高能源效率為目的之裝修提供補助；（3）對中小型企業提供貸款；（4）以及推動公共基礎建設等措施。德國政府希望藉此方案，在2009與2010年間增加公共部門、私人企業與家計單位約500億歐元的額外投資，並預估將保住100萬份工作。此外，德國公營之國家發展銀行集團（KfW）將對商業銀行提供最高150億歐元之融資。
- (註4) 英國首相Gordon Brown宣布計畫將動用2,500億英鎊用於銀行間相互拆借之擔保。
- (註5) 包括Bradford & Bingley（B&B）、RBS、Lloyds TSB和HBOS銀行。
- (註6) 英國金融監理總署於本年10月5日宣布提高政府擔保的私人金融機構存款金額從每人35,000英鎊至50,000英鎊。
- (註7) 主要包括降低房屋稅減免的門檻、提供首次購屋的低收入戶無息房貸以及由政府買屋回租等措施。
- (註8) 主要包括減稅、協助低收入戶與房貸戶以及擴大公共支出等措施。

# 國內經濟金融日誌

## 民國97年10月份

- 9日 △央行常務理事會決議，自10月9日起，調降本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.25個百分點，分別為3.25%、3.625%及5.50%。
- 12日 △行政院宣布，為穩定國內股市採行下列措施：
1. 自10月13日起至10月17日，台股跌幅限制由現行7%縮小為3.5%，漲幅維持7%不變。
  2. 全面禁止借券及融券放空措施，由10月14日展延至12月31日。
  3. 協調國安基金委員會同意繼續授權進場運作。
- 14日 △國有財產局標售台北市信義計畫區松仁路和松高路口A10土地50年地上權，由富邦人壽以36.77億元得標。
- 17日 △會計研究發展基金會參酌國際會計準則第39號（IAS39）及第7號（IFRS7）之修正，修正我國財務會計準則第34號公報，放寬交易目的金融資產之重分類限制，並允許企業追溯至本年7月1日開始適用，企業第3季季報即可適用。
- 19日 △行政院維持股市跌幅3.5%限制，繼續實施至10月24日止。
- 20日 △鼓勵海外企業來台上市(櫃)，並吸引境外華僑及外國自然人投資我國證券市場，金管會取消境外華僑及外國自然人投資國內證券500萬美元之限額規定。
- 27日 △金管會決定，恢復股市跌幅為7%。
- 28日 △金管會宣布，為穩定金融體系、強化存款人信心及金融機構體質，在明（98）年12月31日前，存款人在金融機構之存款受全額保障。
- 存款全額保障措施適用於加入存款保險之要保機構，其保障範圍為存款保險條例第12條第1項及第2項規定之存款本息暨同業拆款，即原限額保障措施下不保之存款項目，如外匯存款、金融機構存款及政府存款等均納入全額保障。
- 30日 △考量國際金融風暴對國內保險業衝擊，金管會調整本年度保險業資本適足率（RBC）之計算：
1. 放寬保險業發行及投資具資本性質債券或負債型特別股所募集之資金計入自有資本之限制。
  2. 壽險業重大事故特別準備金列入自有資本計算。
  3. 計算自有資本可認列股票50%未實現損益。



上開措施，除具資本性質債券及負債型特別股之發行及投資適用至明年6月底外，其餘僅適用於本年底之RBC制度，其後仍回歸現制。

△央行常務理事會決議：

1. 自10月30日起，調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.25 個百分點，分別為年息3.00%、3.375%及5.25%。
2. 為反映市場利率走勢，未來金融機構存放本行之存款準備金乙戶利率，將參酌銀行存款利率機動調整。

### 民國97年11月份

- 3日 △央行為反映市場利率走勢，即日起調整金融機構存放央行之存款準備金乙戶利率，活期性存款準備金乙戶利率調升為0.374%，定期性準備金乙戶利率則降低為2.423%。
- 6日 △行政院院會通過「98-101年促進就業方案」，平均每年約可增加4.8萬人就業機會，以及24萬人次之訓練機會。
- 9日 △央行常務理事會決議，自11月10日起調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各1碼，分別為2.75%、3.125%及5%。
- 12日 △為加速房貸利率反映央行降息措施，央行、財政部及金管會與11家主要房貸銀行達成協議，即日起三個月內，指數型房貸戶可向銀行申請將房貸利率調整頻率從原本的每季（或半年）更改為一個月，惟每人更換房貸計息頻率以一次為限。
- △「中國旺旺控股公司」獲准在台發行台灣存託憑證，為台商返台上市政策鬆綁後，首家海外企業。
- △經濟部投審會核准美商美國國際人壽保險公司（AIG）增資南山人壽約新台幣451億元之投資案。
- 13日 △財政部宣布即日起至99年底止，對中大型企業提供專案貸款及信用保證措施（專案貸款總額6,000億元，信用保證成數最高為貸款額度之七成）。
- △為配合央行政策，壽險公會宣布，自11月17日起，至明年2月16日止，於壽險公司辦理中長期指數型房貸客戶可向原壽險公司申請換約，將房貸利率調整期從原本每季或是半年，改為按月調整，換約僅一次為限。
- △教育部宣布，自11月17日起，就學貸款利率由3.55%調降為2.7%，降幅0.85個百分點。
- 20日 △央行發行第11套「新臺幣硬幣原住民族系組合—噶瑪蘭族篇」。

- 25日 △立法院三讀通過「海關進口稅則修正案」，將汽油、航空燃油、煤油及其他柴油等油品關稅調降為零。
- △為提振不動產景氣，行政院長與建築業者舉行座談會，會中達成八大共識，包括延長建築執照兩年、簡化都市更新辦理程序、加速都市更新條例修正、推動開發型「不動產證券化條例」修正、放寬投資移民門檻至1,500萬元、處理廢棄土問題、房貸協商成立單一窗口與加速整合北部交通網路。
- 26日 △行政院穩定物價小組決定，將終止汽柴油機動調降貨物稅之油價補貼措施。
- 28日 △金管會決議，原定自本年10月1日實施至12月31日止之股市全面禁止放空政策，即日起解除平盤以上融券與借券放空限制，但融券及借券總量管制仍持續至年底。

### 民國97年12月份

- 9日 △立法院院會三讀通過「銀行法」修正草案，主要重點如下：
1. 對於同一人或同一關係人持有銀行股份超過5%時，須向主管機關申報；如欲持股超過10%、25%或50%者，均須事先報經主管機關核准。
  2. 將銀行資本適足率劃分4類等級，並採不同之監理措施。銀行資本等級列入資本嚴重不足者，主管機關原則上將自列入之日起90日內派員接管，避免延宕處理時效。
- 11日 △央行常務理事會決議，自12月12日起，調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.75個百分點，分別為年息2.00%、2.375%及4.25%。
- △經考量影響貨幣需求之各項因素，並參酌學者專家意見，央行將98年貨幣總計數M2成長目標區設定為2.5%至6.5%。
- △銀行公會理事會通過相關房貸還款期限寬緩措施，凡民眾之房屋貸款符合以下條件，得向往來銀行申請彈性放寬借款年限，惟最長不超過30年。受理申請期限至民國98年12月底止：
1. 屬自用住宅購屋貸款者。但各銀行得視個案彈性放寬受理。
  2. 客戶購置住宅貸款目前無積欠利息。借款人年齡加延長後之剩餘還款年限不得超過75歲。但各銀行得視個案彈性放寬受理。
  3. 未曾申辦95年銀行公會消費金融無擔保債務協商、消費者債務清理條例之前置協商，以及非自願性失業勞工自用住宅購屋貸款本金緩繳與展延還款期限。
- 15日 △經建會通過98年經建目標為GDP成長2.5%，失業率為4.5%。
- 18日 △金管會通過「票券金融公司從事衍生性金融商品交易管理辦法」修正草案，開放

其得以從事轉換或交換公司債之資產交換交易，並開放其從事外幣衍生性金融商品避險交易。

△國安基金委員會決議，自即日起暫停股市護盤機制。

- 19日 △金管會修正發布「保險業辦理無自用住宅者購買自用住宅放款要點」有關利率調整期間等相關規範。明定保險業者得為配合政府政策需要，變更其放款利率之調整期間，不受6個月定期調整之限制，以利保險業將與其往來之無自用住宅者購買自用住宅貸款戶，納入配合央行辦理縮短房貸放款利率調整期間之適用對象。
- 24日 △金管會、財政部及中央銀行會銜發布修正「採行存款全額保障之相關配套措施」。凡資本適足率在8%以上及逾期放款比率在2.5%以下（或逾期放款比率在3%以下，而與上月相較逾期放款比率有降低者）之要保機構，其對於民營事業放款平均餘額與上個月平均餘額相較，成長率在0.5%(含)以上，該機構該月份之基本保費及超額保費均予免收。本修正事宜自97年12月1日起實施。
- 25日 △經濟部提出「信保基金千金挺專案」，將銀行提供中小企業融資信保金額保證最高成數由8成提升至9成，並將信保融資總額度由原1.2億元提高至3.2億元，以鼓勵企業參與公共建設與投資。本專案預訂實施期間為98年1月至99年底。
- 26日 △立法院院會三讀通過消費券特別預算856.5億元，確定消費券財源籌措將全部以舉債進行。內政部預定於98年1月18日發放消費券。
- 30日 △立法院院會三讀通過「金融控股公司法」修正草案，主要重點如下：
1. 修正同一關係人之範圍，並增訂同一人或同一關係人持有金融控股公司股份超過5%者，應向主管機關申報。
  2. 刪除限制金融控股公司之銀行子公司不得轉投資之規定，俾使銀行、保險及證券子公司之投資均回歸各業別法規範。
- 31日 △金管會決議，自98年1月5日起，恢復投資人融券及借券賣出臺灣50指數、臺灣中型100指數及臺灣資訊科技指數成分股等150檔股票，不受賣出價格不得低於前一營業日收盤價之限制。恢復原金管會96年8月21日有關融券與借券賣出總量限額之規定，亦即：
1. 每種證券融券餘額加計借券賣出餘額，不得超過該種證券上市（櫃）股份或受益權單位數之25%。借券賣出餘額不得超過該種有價證券上市（櫃）股份或受益權單位數之10%。
  2. 每日盤中借券賣出委託數量不得超過該種有價證券上市（櫃）股份或受益權單位數之3%。

# 國際經濟金融日誌

## 民國97年10月份

- 3日 △美國眾議院通過7,000億美元之「2008年緊急經濟穩定法案」，布希總統隨即簽署成為正式法律。
- △英格蘭銀行宣布擴大英鎊3個月附買回操作擔保品之範圍，將擔保品之資格擴大至AAA等級之資產擔保證券（ABS）以及央行許可之信評良好的資產擔保商業本票（ABCP）。
- △荷蘭政府將富通（Fortis）荷蘭銀行國有化。
- 5日 △英國金融服務監管局(FSA)宣布將存戶存款保額由35,000英鎊提高至50,000英鎊。
- △奧地利政府宣布全額保障存戶存款。
- △法國巴黎銀行集團（BNP Paribas）宣布以145億歐元接收陷入財務危機的富通（Fortis）銀行在比利時與盧森堡的業務。
- △德國政府宣布全額保障存戶存款，並動用500億歐元拯救第四大銀行Hypo不動產控股公司。
- 6日 △美國聯準會宣布將對存款機構的應提與超額準備付息。
- △瑞典財長宣布將存戶存款保額由25萬克朗提高至50萬克朗。
- 7日 △美國聯準會宣布建立商業本票融資機制（Commercial Paper Funding Facility, CPFF），以確保短期資金市場有足夠的流動性。
- △西班牙政府提出金融紓困計畫，將設立一筆總額達500億歐元的基金，收購國內金融機構的資產，同時提高存戶存款保額至10萬歐元。
- △為緩解通膨壓力，印尼央 宣布調高官方利率（BI rate）1碼至9.5%，係本年第六度升息。
- △澳洲央行調降現金利率目標4碼至6.00%。
- △歐盟會員國共同決定將存戶存款保額由2萬歐元調高至5萬歐元。
- △法國央行宣布將全額保障存戶存款。
- △冰島金融管理局(Financial Supervisory Authority)接管國內第二大銀行Landsbanki銀行；冰島央行宣布將以1歐元兌131克朗的匯率，操作銀行間市場交易，以穩定劇

貶的冰島克朗匯率。

8日 △美國聯準會與歐洲央行（ECB）、英格蘭銀行（BOE）、加拿大央行、瑞士央行與瑞典央行發表聯合聲明，共同降低各自的官方利率2碼，以因應全球金融市場的緊張情勢。其中，美國聯邦資金利率目標由2.00%降至1.50%。

△冰島央行宣布放棄以1歐元兌131克朗的固定匯率來操作外匯。

△ECB管理委員會將主要再融通操作之最低投標利率調降2碼至3.75%，邊際貸放利率及存款利率亦同步調升2碼至4.75%及2.75%，自10月15日起生效。

△BOE政策委員會將該行14天期附買回利率（repo rate）調降2碼至4.50%。

△BOE承諾以500億英鎊重整銀行資本結構，並宣布將提出一個金額至少2,000億英鎊的特別流動性計畫，以提供市場充足之流動性。

△英國財政部宣布將注資8家金融機構以穩定金融體系。

△英國財政部與HBOS、RBS、Lloyds TSB與Barclays聯合發表三管齊下的金融紓因方案，內容包括政府對銀行注資數百億英鎊，以及擔保36個月內將到期的銀行債券。

△英國首相Gordon Brown宣布計畫將動用2,500億英鎊用於銀行間相互拆借之擔保。

△加拿大央行調降隔夜拆款利率2碼至2.50%。

△中國人民銀行宣布，自10月9日起調降金融機構人民幣存放款基準利率，其中1年期存放款基準利率各調降0.27個百分點，分別至3.87%及6.93%。另自10月15日起，調降金融機構存款準備率0.5個百分點至16.0%。

△瑞士央行調降瑞士法郎3個月期倫敦銀行間拆款利率2碼至2.5%。

△丹麥政府與該國商業銀行決定設立一個基金，全額擔保存戶存款。

△義大利政府通過成立200億歐元的穩定基金，並提高存戶存款保額至10.3萬歐元。

9日 △冰島金融監管局接管全國最大的銀行Kaupthingf (KAUP-IS)。隨後政府宣布股市休市至本月13日。

△南韓央行調降基準利率目標1碼至5.00%。此為4年來首度降息。

△印尼央行宣布調降銀行存款準備率，由9.08%降至7.5%，實施期間為1個月，預估可釋出25兆印尼盾。

10日 △比利時政府宣布一系列措施，包括提供短期擔保，以擔保銀行間的同業拆借，期限至2009年10月。

△丹麥政府宣布對所有銀行間貸款提供保證。

11日 △IMF宣布準備隨時啟動緊急融資機制，將動用2,000億美元之可貸資金，金援財務困難的任何會員國。

△荷蘭與冰島政府達成協議，冰島將賠償荷蘭的Landsbanki Icesave存戶每戶最高20,887歐元。

12日 △歐元區15國領袖就紓困架構取得共識，將依各國國情及需要採取紓困措施，包括擔保銀行同業間貸款至2009年年底為止，透過入股問題銀行來挹注銀行資本。

13日 △IMF發表聲明承諾將對匈牙利隨時提供即時必要的技術與金融援助。

△德國政府提出金額高達4,700億歐元的金融紓困方案。由4,000億歐元擔保金和700億歐元貸款組成，前者擔保銀行間同業拆款，後者則提供銀行短期貸款。

△法國政府公布3,600億歐元的金融紓困方案，其中3,200億歐元用來協助銀行再融資，400億歐元則於需要時收購問題銀行的股份。

△西班牙政府宣布擔保新發行的銀行債券，最多1,000億歐元，至2009年年底；此外，亦同意入股問題銀行。

△奧地利政府將提供最多850億歐元的銀行擔保，並且承諾將視需要投入最高150億歐元入股銀行。

14日 △日本央行宣布將依固定利率及在合格擔保品之範圍內，無限提供金融機構短期美元資金。

16日 △瑞士政府宣布挹注瑞士最大銀行UBS 60億法郎（約52億美元），且瑞士中央銀行將貸款給UBS 540億美元。

19日 △南韓政府宣布1,300億美元的穩定金融方案，包括1,000億美元的外幣債務擔保，以及300億美元的美元流動性。

20日 △為穩定總體經濟，維持經濟成長，越南央行宣布自本月21日起，調降基準利率4碼至13%。

△中國統計局公布，中國本年第3季GDP成長率為9.0%，已連續5季出現經濟成長走緩現象。

21日 △美國聯準會宣布成立貨幣市場投資者融資機制（Money Market Investor Funding Facility, MMIFF），在該機制下，紐約聯邦準備銀行將對特殊目的機構（SPV）提供融資資金，以利其向合格的投資者購買合格資產。

- 23日 △南韓央行宣布，自11月3日起，調高中小企業融通上限工具的貸款總額，由6.5兆韓元至9兆韓元。
- 24日 △IMF將貸款予冰島21億美元。冰島另向數個國家磋商40億美元的援助。
- 27日 △南韓央行緊急調降基準利率目標3碼至4.25%，同時調降融通工具上限利率3碼至2.5%，並將自11月7日起擴大附買回機制，收購商業銀行債券，以挹注流動性。
- 29日 △美國聯準會調降聯邦資金利率目標2碼至1.00%。  
△美國聯準會宣布與巴西、墨西哥、南韓與新加坡等國建立暫時性換匯機制，以提供各國最高額度達300億美元的美元流動性，該機制有效期間至2009年4月底止。  
△中國人民銀行宣布，自10月30日起調降金融機構人民幣存放款基準利率，其中1年期存放款基準利率各調降0.27個百分點，分別至3.60%及6.66%。
- 30日 △日本政府宣布推出規模26.9兆日圓之振興經濟方案，其中政府支出達5兆日圓，餘由財政投融资籌措。方案主要重點在於安定金融、資本市場及支援中小企業營運資金，其他大致係延續前任首相福田康夫的擴大內需、刺激消費，以及協助照顧弱勢民眾之措施。
- 31日 △日本央行宣布調降無擔保隔夜拆款利率目標0.2個百分點至0.3%，此為日本央行自2001年3月以來首度降息。日本央行同時將基準貼放利率調降1碼至0.5%。  
△日本央行宣布將就銀行超額準備金支付利息，利率訂為0.1%，實施期間將自本年11月提存期至2009年3月提存期止。

### 民國97年11月份

- 1日 △印度央行宣布自11月3日起調降附買回利率2碼至7.5%。
- 3日 △越南央行宣布自11月5日起調降基準利率及重貼現率各4碼，分別至12%及11%。  
△南韓財政部宣布將增加明年度預算，投入近14兆韓元以提振景氣、活絡房市。
- 4日 △澳洲央行調降現金利率目標3碼至5.25%。
- 5日 △中國國務院宣布，至2010年底前，將投入4兆人民幣（相對GDP比重為16.2%），以進一步擴大內需，促進經濟成長。  
△德國政府通過500億歐元的振興經濟方案，主要內容包括減稅及擴大公共投資等。
- 6日 △ECB管理委員會將主要再融通操作之最低投標利率調降2碼至3.25%，邊際貸放利

率及存款利率亦同步調升2碼至3.75%及2.75%，自11月12日起生效。

△BOE政策委員會將該行14天期附買回利率（repo rate）調降6碼至3.00%。

△國際貨幣基金（IMF）發布「全球經濟展望最新預測報告」（World Economic Outlook Update），預測今、明兩年全球經濟成長率分別為3.7%及2.2%。

7日 △南韓央行宣布調降基準利率目標1碼至4.00%。

20日 △日本財務省公布10月日本出口較上年同期銳減7.7%，減幅創2001年12月以來最大，進口則增加7.4%，致10月出現貿易逆差639億日圓，而上年同期則有9,994億日圓的貿易順差。

△越南央行宣布自11月21日起調降基準利率及重貼現率各4碼，分別至11%及10%。

23日 △美國財政部、聯準會與聯邦存款保險公司發表聯合聲明，以200億美元支援花旗銀行。財政部與聯邦存款保險公司將對花旗銀行的貸款或證券之損失，提供3,060億美元之保障。

24日 △英國政府宣布200億英鎊的振興經濟方案，主要內容包括減稅、協助低收入戶與房貸戶，以及擴大公共支出等。

△馬來西亞央行宣布，即日起調降隔夜拆款政策利率1碼至3.25%，同時自12月1日起，將存款準備率由4.0%調降至3.5%。

25日 △美國聯準會宣布建立短期資產擔保證券貸款機制(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)，以支持根據學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款以及中小企業處保證貸款所發行的資產擔保證券。

△美國聯準會宣布將動用最多6,000億美元收購房利美、房地美等政府贊助機構發行或擔保的房貸抵押證券。聯準會另外透過紐約聯邦準備銀行提供2,000億美元的融資額度，用來收購卡債等金融資產證券化商品。

△美國財政部將從7,000億美元的紓困方案中提列200億美元，作為聯準會2,000億美元融資計畫的「信用保護」。

△經濟合作暨發展組織（OECD）發布半年度的「經濟展望報告」（OECD Economic Outlook No. 84），預測今、明兩年OECD國家經濟成長率分別為1.4%及-0.4%。

26日 △中國人民銀行宣布，自11月27日起調降金融機構人民幣存放款基準利率，其中1年期存放款基準利率各調降0.27個百分點，分別至2.52%及5.58%。另自12月5日起，



調降大型及中小型金融機構存款準備率各1個百分點及2個百分點，分別至16%及14%。

△歐盟執委會宣布2,000億歐元之經濟刺激計畫，協調各成員國拯救經濟。

28日 △義大利政府通過800億歐元的經濟建設計畫，包括基礎建設、銀行紓困、低收入戶補貼、減稅及凍結交通與公共服務費率等。

### 民國97年12月份

1日 △英國政府接管倫敦蘇格蘭銀行，並承諾該行零售儲戶不會有任何損失，包括超出根據金融服務補償計畫規定的5萬英鎊上限的部分。

△俄羅斯央行宣布調高重貼現利率4碼至13%，以遏止通貨膨脹，並拉升盧布匯價。

2日 △澳洲央行宣布調降現金利率目標4碼至4.25%。

△日本央行宣布，為因應貸款成本高漲，日本企業界融資困難，將自12月9日起，至2009年4月30日止，接受商業銀行以信評BBB級或更高等級的公司債作為擔保品。

3日 △泰國央行為刺激國內景氣，宣布調降1天期附買回利率4碼至2.75%，為2007年7月以來首度降息。

△越南央行宣布自12月5日起，調降基準利率4碼至10%，重貼現率則由10%降至9%。

4日 △印尼央行為阻止經濟成長大幅放緩，宣布調降官方利率（BI rate）1碼至9.25%，為2007年12月以來首度降息。

△英格蘭銀行（Bank of England）貨幣政策委員會調降14天期附買回利率4碼至2.00%，創1951年以來最低之水準。

△歐洲中央銀行（ECB）管理委員會宣布調降主要再融通操作之最低投標利率3碼至2.50%；邊際貸款利率及存款利率亦同步調降3碼至3.00%及2.00%，創歐洲央行成立以來最大降幅。

△丹麥央行宣布調降14天期定存單利率3碼至4.25%，重貼現率則調降2碼至3.50%。

△瑞典央行宣布調降附買回利率7碼至2%，創1992年以來最大降幅。

△紐西蘭央行宣布調降官方現金利率6碼至5%。

△法國總統宣布將推動260億歐元的振興經濟計畫，包括數項補助、投資及退稅方

案。

- 6日 △印度央行宣布自12月8日起調降附買回利率及附賣回利率各4碼分別至6.5%及5.0%。
- 9日 △加拿大央行宣布調降隔夜拆款利率3碼至1.5%
- 11日 △南韓央行宣布調降官方基準利率4碼至3.00%之歷史新低。  
△瑞士央行宣布調降基準利率2碼，將3個月的Libor目標區間控制在0.0%至1.0%。
- 12日 △為減緩景氣惡化程度，日本政府宣布追加43兆日圓的「生活防衛緊急對策」之振興經濟方案。此項追加方案將以金融、就業、稅制為重點。財政對策方面將提出10兆日圓，而金融對策方面則追加33兆日圓來因應。  
△日本央行與南韓央行為增進區域金融市場穩定，將日圓與韓元換匯交易之金額，自30億美元擴增至200億美元，此協定有效期限至2009年4月止。
- 13日 △中國人民銀行與南韓央行宣布簽署雙邊貨幣互換協議，換匯額度為1,800億人民幣，有效期限為3年。  
△南韓國會通過2009年預算案，其中包括11月初提出的「克服經濟危機綜合對策」擴大財政支出部份；財政部表示，為因應金融危機及經濟放緩，2009年預算的60%將於上半年執行。
- 15日 △愛爾蘭財政部宣布提撥100億歐元拯救國內6大銀行。
- 16日 △美國聯準會宣布調降聯邦資金利率目標3~4碼至0~0.25%。  
△南韓財政部公布2009年經濟成長預測由4%下調至3%。
- 17日 △香港金融管理局宣布調降基本利率4碼至0.5%。  
△挪威央行宣布調降隔夜存款利率1.75個百分點至3%。  
△石油輸出國家組織 (OPEC)宣布將減產。與9月生產水準相較，每日將減產420萬桶，與目前水準相較，則每日減產220萬桶。
- 18日 △菲律賓央行將央行對商業銀行的隔夜貸款利率由8%調降至7.5%，隔夜存款利率則由6%調降至5.5%，為本年1月31日以來首度降息。
- 19日 △日本央行宣布調降無擔保隔夜拆款利率目標0.2個百分點至0.1%，此為日本央行自2001年3月以來第2度降息。基準貼放利率亦由0.5%調降至0.3%。  
△日本央行增加日本政府公債買斷金額，由每年14.4兆日圓（每月1.2兆日圓）增至每年16.8兆日圓（每月1.4兆日圓）。此外，30年期、浮動利率債券及通膨指數型

債券亦列入合格的政府公債交易清單。

△日本內閣府宣布將以20兆日圓保證「銀行持股之收購機構」自市場借入資金用於購買銀行業持股，以支撐股市與改善銀行業資本結構。此項措施將納入12月12日宣布的振興經濟方案中，有效期限至2012年3月止。

△南韓金融服務委員會宣布「信用恢復基金(Credit Recovery Fund)」將自12月19日起開始運作，提供非銀行金融機構債務擔保。

△越南央行宣布自12月22日起，調降基準利率6碼至8.5%，重貼現率則由9%降至7.5%。

20日 △愛爾蘭政府宣布將透過交換75%投票權的優先股權方式向盎格魯愛爾蘭銀行Anglo Irish(ANGL-UE)注資15億歐元，將其收歸國有。

22日 △中國人民銀行宣布，自12月23日起調降金融機構人民幣存放款基準利率，其中1年期存放款基準利率各調降0.27個百分點，分別至2.25%及5.31%。另自12月25日起，調降金融機構存款準備率0.5個百分點，大型金融機構調降至15.5%，中小型金融機構調降至13.5%。

23日 △德國政府決定拯救德國記憶體大廠奇夢達(Qimonda)公司。

## 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	12029870018	發行局	臺幣·新臺幣圖鑑	圖書	3,500	
3	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60	
4	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
5	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	半年刊	300	
6	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
7	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
8	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
9	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
10	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
11	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
12	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
13	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	不定期	300	
14	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
15	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
16	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
17	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	
18	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	
19	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	
20	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	

21	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
22	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
23	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
24	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
25	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯(92年版)	圖書	600	
26	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	
27	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	
28	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	
29	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	
30	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	
31	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
32	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
33	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻	圖書	贈閱	
34	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
35	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
36	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	
37	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 222 分機

傳真號碼：03-3295528





# 中央銀行季刊 (第三十卷第四期)

發行人：彭淮南  
主編：嚴宗大  
編輯委員：葉榮造 林宗耀 張炳耀 李光輝 楊藜海  
汪建南 黃富櫻 陳一端 侯德潛  
行政編輯：楊藜海  
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/economic/publication/maga2/publish\\_04.asp](http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/maga2/publish_04.asp)  
電話：(02) 2357-1530  
電子出版品電話：(02) 2357-1724  
出版年月：中華民國 97 年 12 月  
創刊年月：中華民國 68 年 3 月  
定價：新台幣250元

## 展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市區中山路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。(請洽承辦人黃富櫻，電話：2357-1781) ◆



