

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第三十卷 第三期

我國金融情勢指數之實證研究

中央銀行 編印

中華民國九十七年九月

# 中央銀行季刊

第三十卷 第三期

中央銀行 編印

中華民國九十七年九月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第三十卷 第三期

### 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	3

### 論著與分析

我國金融情勢指數之實證研究 .....	徐 千 婷	5
---------------------	-------	---

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國97年第2季）		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	49
國際收支 .....	國 際 收 支 科	59
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	69
金融市場 .....	尤義明、楊綦海 張炳耀、王正芬	75
國際經濟金融情勢（民國97年第2季） .....	國 際 經 濟 科	97

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國97年7月至9月） .....	國 內 經 濟 科	121
國際經濟金融日誌（民國97年7月至9月） .....	國 際 經 濟 科	125





# 中央銀行常務理事會決議

(97年9月16日發布)

近數月來，由於國際原物料及原油價格大幅下跌，國內物價上漲壓力已明顯紓解，主計處預測明（98）年消費者物價指數（CPI）年增率將由本年之3.74%降為1.91%。伴隨國內物價情勢之有利發展，各預測機構紛紛調降國內通膨預測值，反映各界對通膨預期已經回降。

鑑於未來國內物價及通膨預期將明顯走低，通膨壓力已大為減輕，同時考量近期國際景氣減緩甚或面臨衰退之疑慮，以及國際金融市場動盪不安，為提高銀行資金之流動性，本行常務理事會決議，自本（9）月18日起調降存款準備率如下：

存款準備率調整表

對存款額百分比

項 目	調整前準備率	調整後準備率
支票存款	12.000	10.750
活期存款	11.025	9.775
活期儲蓄存款	6.750	5.500
定期存款	5.750	5.000
定期儲蓄存款	4.750	4.000
外匯存款	0.125	0.125
外匯存款以外之其他各種負債	0.000	0.000

本行常務理事會亦再次重申，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，亦

可憑持有之本行定存單或政府債券，與本行進行重購回協定交易。本行希望各銀行善用上述流動性供應之管道。



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(97年9月25日發布)

## 一、本(25)日本行理事會決議如下：

- (一) 由於物價上漲壓力減輕，經濟景氣減緩風險升高，並反映市場利率走勢，本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調降0.125個百分點，分別由年息3.625%、4%及5.875%調整為3.5%、3.875%及5.75%，自本(97)年9月26日起實施。
- (二) 因應當前國內外經濟金融情勢，擴大「附買回操作機制」，操作對象包括銀行、票券公司、郵政公司、證券公司及保險公司；操作期間為180天以內，以提供市場較長期之流動性(詳表一)。

## 二、本次會議決議，主要考量因素如次：

- (一) 物價上漲壓力減輕，通膨預期降低：本年1至8月消費者物價指數(CPI)年增率為4.25%，惟近月國際原油及原物料價格回跌，通膨壓力可望減輕，行政院主計處預測本年第4季CPI年增率將降為2.5%；明(98)年將由本年之3.74%降至1.91%。此外，各研究機構亦紛紛調降國內通膨預測值，反映各界對通膨預期已經回降。影響所及，實

質利率為負情況可望改善。

- (二) 國際景氣明顯減緩，不利國內經濟成長：受金融市場動盪不安影響，國際景氣明顯走緩，國際機構紛紛下修主要國家經濟成長預測值。國外需求轉弱，將不利我國出口擴張；內需復因民間消費與投資支出保守，不易提升，行政院主計處預估本年下半年經濟成長率將降至3.40%，經濟擴張力道減緩。惟政府所採振興經濟景氣措施，當有助於促進國內需求回升。
- (三) 適時對金融機構提供流動性：因應當前國內外經濟金融情勢，本月18日本行常務理事會已適度調降存款準備率，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；加以本行擴大附買回操作機制，將充分提供金融機構所需之流動性。

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。年初以來，新台幣匯率之走勢，有助減輕進口物價對國內物價上升

之壓力；本年1至8月以美元計價之進口  
物價較上年同期上漲22.26%，惟以新台幣

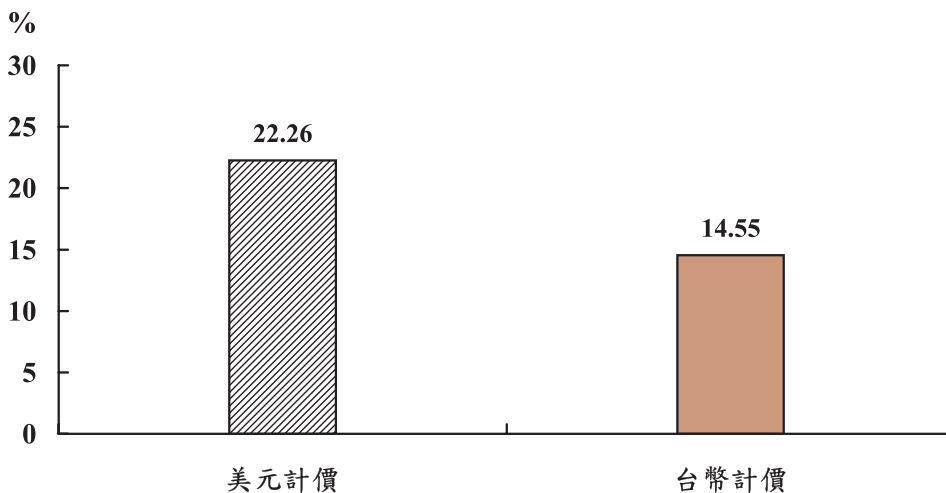
計價之進口物價漲幅縮減為14.55%  
(詳圖一)。

表一 「擴大附買回操作機制」與「現行附買回操作機制」之比較

	現行附買回操作機制	擴大附買回操作機制
操作對象	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司(具公開市場操作指定交易商資格者)(得直接與本行操作)	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司 5. 保險公司(保險公司與未具公開市場操作指定交易商資格之證券公司，得透過指定交易商間接與本行操作。)
操作期間	30天以內	180天以內
操作利率	參酌市場利率及本行存單發行利率訂定	參酌市場利率及本行存單發行利率訂定
合格標的	依央行法第26條及第27條之規定辦理，但以本行可轉讓定期存單(NCD)及政府債券為主。	依央行法第26條及第27條之規定辦理，但以本行定期存單*(CD及NCD)及政府債券為主。
操作方式	本行公告操作。	1. 本行公告操作。 2. 金融機構得向本行申請核准後承作。

\*目前本行定期存單(CD及NCD)餘額約3.7兆元。

圖一 97年1至8月進口物價年增率



# 我國金融情勢指數之實證研究\*

徐千婷\*\*

## 摘要

- 一、金融情勢指數 (Financial Conditions Index, 簡稱FCI) 是貨幣情勢指數 (Monetary Conditions Index, MCI) 的擴充, 亦即在原本只包含利率與匯率的MCI中, 加入資產市場相關變數(如股價與房價等), 使得投資機構與貨幣當局在衡量一國金融情勢時, 較不易忽略資產價格變動對總體經濟的影響。
- 二、本文的主要目的在於利用三種計量方法, 先估算FCI內各項變數的權數值, 接著再編製我國的FCI指標。本文最後在五種FCI指標中選出一個與我國總需求較為相關者, 在此一擇定的FCI中, 實質利率、新台幣實質有效匯率指數 (REER)、與實質房價的權數比為1:0.69:-0.10。此外, 本文也利用相同的步驟建構我國的MCI, 並就MCI與FCI進行比較。
- 三、初步研究結果顯示, 作為我國總需求的觀測指標而言, 納入房價以後的FCI, 其指標性似乎較MCI為佳。不過, 就資料取得的及時性 (timeliness) 來看, MCI卻較FCI略勝一籌, 理由在於, 本文選澤的FCI中包含房價資料, 而目前國內的房價資料均為按季發布, 且落後時間較長, 至於利率與匯率資料則發布頻率較高(按月), 且落後時間亦較短。因此, 在實務應用上, MCI仍可作為FCI資料尚未取得之前的輔助性參考之用。畢竟, MCI與FCI並非僅能二者擇其一、而是可以相互輔助與對照的兩種參考指標。

\* 感謝本處嚴處長宗大、汪研究員建南、吳研究員懿娟、金檢處盧稽核志敏與匿名審稿人對本文提出的寶貴建議, 以及國內經濟科蔡副研究員曜如與國際收支統計科提供有關房價與新台幣有效匯率的相關資料。

\*\* 中央銀行經濟研究處副研究員。

## 壹、前言

自從加拿大銀行 (Bank of Canada) 於 1980 年代末期提出了「貨幣情勢指數」(monetary conditions index, 簡稱 MCI) 的概念之後, 這種將不同的價格變數(利率與匯率)融合於單一指標的作法, 受到了若干貨幣當局以及學界、金融界的重視與採用。其後, 有論者認為 (如 Mayes and Viren, 1998; Dudley and Hatzius, 2000), MCI 的概念不應侷限於利率與匯率兩個變數, 其他如資產價格(如股價、房價)等變數, 也應該納入指數的編製當中<sup>註1</sup>。由此, 「金融情勢指數」(financial conditions index, 簡稱 FCI) 即應運而生。

顯然地, FCI 捕捉了 MCI 所未能掌握到的資產市場動向, 故所涵括的訊息較廣, 因此, 對於一國整體的金融情況應該掌握得較為全面。更重要的是, 從貨幣當局的角度來看, 由於從動用貨幣政策工具, 到影響最終目標之間, 其過程中所賴以傳遞的管道, 除了利率管道與匯率管道之外, 尚包括其他的傳遞途徑, 如資產價格管道等。而資產價格管道是指, 中央銀行採取某項政策行動(如降息), 影響資產價格(如股價), 進而透過財富效果 (wealth effects)、家庭與企業的信用管道 (credit channel)、以及改變企業的資本成本等三個途徑, 影響企業與家計部門的行為, 最後再影響實質經濟活動<sup>註2</sup>。如果貨

幣當局在政策制定的過程中, 忽略了資產價格管道, 將會低估貨幣政策的效果, 進而可能造成所採行的政策行動出現偏誤。對於資本市場有一定發展程度的國家而言, 如果忽略貨幣政策透過影響利率、再影響資產價格、進而影響最終目標的這個管道, 將低估貨幣政策對於實質經濟的影響效果。

就我國的情況來看, 房地產占家計部門總財富約 4 成, 股票資產也達 10% 以上, 因此, 就先驗上而論, 此一經過擴充後的金融指標—FCI, 不管是對於貨幣當局或金融市場的參與者而言, 都能提供更多有用的訊息。另外, 過去的研究文獻也指出, FCI 較 MCI 更能準確預測產出與通貨膨脹(見 Goodhart and Hofmann, 2001; Lack, 2002)。但是, 對於我國而言, 實際情形如何, 尚有待透過實際資料的分析加以驗證。特別是, 國內有關 FCI 的相關研究文獻並不多見。有鑑於此, 本文的主要目的即在於透過計量實證模型的建構與分析, 試編我國的 FCI, 並進一步評估 FCI 指標是否較 MCI 具有更多有用的訊息內涵。此外, 在實證方法上, 本文在估計 FCI 內各變數的權數時, 除了使用文獻上常見的單一方程式與 VAR 模型之外, 也嘗試利用 Pesaran and Shin (1998) 提出的 ARDL (autoregressive distributed lag) Bounds Test 共整合分析法。

實證結果顯示，本文針對台灣情況所編製的FCI中，資產價格以實質房價為代表時的表現較佳，且實質利率、新台幣實質有效匯率指數 (REER)、實質房價的權數比為1：0.69：-0.10，此一比率的含意是，REER下降(代表貶值)1%對實質產出的影響效果，是利率下降1個百分點的0.69倍，而實質房價上揚1%對實質產出的影響，則是利率下降1個百分點的0.1倍。此外，本文也利用相同的實證方法建構我國的MCI，並就MCI與FCI進

行比較，結果發現，作為我國總需求的觀測指標而言，納入房價以後的FCI，其指標性較MCI為佳。

本文的章節安排如下：除本節前言之外，第二節先簡單介紹FCI的含義與主要用途，第三節為文獻回顧，第四節則透過實證模型的建立，估計FCI中各個組成項目的權數大小，據以建構我國的FCI，第五節則進行FCI與MCI的評估比較，第六節則為結論與建議。

## 貳、金融情勢指數的含義與用途

### 一、FCI的含義

FCI與MCI的計算方法大抵相同<sup>註3</sup>，惟前者較後者多了一項資產價格變數：

$$FCI_t = \theta_r(r_t - r_0) + \theta_q(q_t - q_0) - \theta_a(a_t - a_0) \quad (1)$$

在(1)式中， $FCI_t$ 為  $t$  期的金融情勢指數值， $r$  代表實質利率水準， $q$  代表實質有效匯率指數(經對數轉換)， $a$  代表實質資產價格(經對數轉換)， $t$  為時間下標， $t=0$  代表基期， $\theta_r$ 、 $\theta_q$  與  $\theta_a$  分別為利率、匯率、與資產價格的權數， $\theta_r, \theta_q, \theta_a > 0$ ，權數值的大小係經由實證估計而來，估計方法將於第四節說明。

另外，文獻上尚有另一種編製FCI的方法如下：

$$FCI_t = \theta_r(r_t - \bar{r}_t) + \theta_q(q_t - \bar{q}_t) - \theta_a(a_t - \bar{a}_t) \quad (2)$$

在(2)式中，變數  $\bar{r}_t$ 、 $\bar{q}_t$  與  $\bar{a}_t$  代表長期趨勢或均衡值(如Goodhart and Hofmann, 2001)。這

種編製方法的好處之一是可以由FCI本身數值的絕對大小，來判斷出某一時點的金融情況為何，例如，FCI為正值代表金融情勢過於緊縮，而負值則代表金融情勢過於寬鬆等。不過，由於各個變數的時間數列性質並不相同(有些是mean-reverting，有些則不是)，如何利用適當的方法求取各變數的長期趨勢、甚至將之視為均衡值，具有高度的不確定性。例如，利用文獻上最常用的HP過濾法(Hodrick-Prescott filter)來求算長期趨勢時，會出現端點值偏誤的問題，而端點值(特別是最後一點，即當前最新的數值)卻往往是貨幣當局最重視者。因此，為避免上述的不確定性所可能帶來的風險(特別是作為政策的參考指標時)，本文在進行FCI的編製時，係採取(1)式的作法。

一般而言，在 FCI的計算公式(即(1)式)



中，利率係以相對於基期值的「變動百分點」(percentage point change)表示，亦即第  $t$  期的利率水準減去第0期(基期)的利率水準；至於匯率與資產價格則是以相對於基期值的「變動百分比」(percentage change)表示，亦即取過對數後的第  $t$  期匯率或資產價格減去第0期的匯率或資產價格。換言之，此種計算方法得到的結果，約略等於兩期匯率或資產價格的變動率。

由於利率上升、匯率上升(有效匯率指數上升代表本國幣升值)、以及資產價格下跌，理論上對於總需求均有抑制的效果，因此，由(1)式可知，FCI數值的上升，代表金融情勢趨於緊縮；反之，當FCI數值下滑，則代表金融情勢趨於寬鬆。此外，由於資產價格的變動對總需求的影響符號，與利率、匯率是反向的，因此，在(1)式中，資產價格的權數值符號為負。

## 二、FCI的用途

FCI的主要用途有三：

(一) 衡量一國整體金融市場情況，據以研判未來經濟成長狀況，進而猜測未來央行的可能政策動向：此一用途是許多非貨幣當局的私人機構，特別是一些專業投資機構(如高盛，J.P. Morgan等)編製 FCI 的主要目的，亦即藉由觀察FCI的變化，瞭解投資標的國大致的金融市場情

況是鬆是緊，進而研判該國未來的經濟成長狀況，甚至用以猜測中央銀行未來的貨幣政策動向。私人投資機構之所以青睞MCI與FCI，最主要的原因就在於這類指標係將幾個不同的經濟金融元素綜合於單一數值，簡單扼要，也容易為投資人所理解。

(二) 作為貨幣當局決策的參考指標：如本文前言所指出，同時將利率、匯率、以及資產價格等三個變數納入考量，將使貨幣當局在評估採行某項政策措施對於總體經濟(特別是實質產出)的衝擊效果時，所考慮的影響管道更為全面，因而使政策的拿捏更為得當。此外，由於FCI中的變數多為高頻 (high frequency) 的資料(房價除外)，因此，當貨幣當局在研判未來的產出動向時，FCI或許可以提供較為及時的訊息。值得注意的是，由於FCI的編製中所採用的權數，代表的是利率、匯率與資產價格對於實質產出的影響，因此，如果貨幣當局關心的是未來物價的走向，而非實質產出，則在這種情況下，FCI的用途將受到若干限制。

(三) 作為評估一國貨幣政策態勢 (policy stance) 或鬆緊程度的指標：中央銀

行在動用貨幣政策操作工具(如公開市場操作等)以達成其政策目標時，通常將影響短期利率的走勢，並進一步帶動匯率、股價等變數變動，因此，我們可以藉由觀察FCI的變化，來判斷某一時期貨幣政策的鬆緊程度。惟此一用途在應用時須特別注意，因為，利率、匯率、以及資產價格的變動，除了受到貨幣當局政策措施的影響之外，還受到其他因素影響，因此，不宜僅根據 FCI 的變動，直接推論貨幣政策是鬆是緊。例如，國際油價以及

國際商品價格的改變，可能會改變一國的貿易條件 (terms of trade)，因而影響該國貨幣的對外價值，此時，FCI 值亦將隨著改變—即使貨幣政策的態勢完全沒有發生任何變化。同理，國外利率與外國通貨膨脹率的改變，以及投資者對國內資產組合偏好的改變，也會使得國內的短期利率水準以及 FCI 發生變化。因此，FCI 的變動，並不只單純反映了貨幣政策的變動；FCI 的變動並不同於貨幣政策態勢的轉變。

## 參、文獻回顧

本節想要歸納整理關於FCI編製的幾個關鍵問題，包括：(1)FCI中納入哪些變數？其中我們特別有興趣的是納入了哪些資產價格變數，以及(2)透過何種實證方法推估FCI權數值。

### 一、FCI中納入哪些資產市場變數？

首先介紹第一個將MCI擴充為FCI的高盛投資公司 (Goldman Sachs)，該公司所編製的FCI，稱為GSFCI (Goldman Sachs Financial Conditions Index) (見Dudley and Hatzius, 2000)。GSFCI中包含4個變數：3個月期實質短期利率(LIBOR)、實質長期利率(評等為A的公司債實質殖利率)、美元實質有效匯

率指數<sup>註4</sup>、以及股票總市值對名目GDP的比率。高盛採用股票總市值占名目GDP的比率來反映股市的榮枯，主要理由是這個變數較能捕捉股價變動透過財富效果影響經濟體系的傳遞機制(見Dudley and Hatzius, 1999)。其他如Holz (2005) 也曾採用股票總市值占GDP的比率作為FCI的變數之一。

Mayer and Viren (2001) 針對17個國家進行分析，其中資產價格變數有兩個：實質房價與實質股價；同樣的，Goodhart and Hofmann (2001) 針對G7國家進行分析時，資產價格變數亦為實質房價與實質股價。此外，泰國中央銀行的Tanboon (2004) 所編製的FCI，也是採用這兩種資產價格變數。

Lack (2002) 針對瑞士進行分析時，所採用的資產價格變數只有一個，即實質房地產價格。至於Macroeconomic Advisers (1998) 所編的FCI中，所納入的資產價格變數為股利-股價比 (dividend-price ratio) 與家計部門股票財富兩種。

由以上可知，FCI中應該納入何種資產價格變數，似乎沒有一個放諸四海皆準的作法。本文將嘗試較多文獻採用、且資料取得較為容易的三種：實質房價、實質股價、以及股票總市值對名目GDP的比率。

## 二、透過何種實證方法推估FCI權數值？

在推估MCI或FCI的權數值時，文獻上最常見的作法是利用單一的縮減方程式(如IS 曲線) 進行估計，如Mayes and Viren (2001)，Goodhart and Hofmann (2001)，以及Gauthier, Graham, and Liu (2004) 等。不過，由於單一方程式假設所有解釋變數(即FCI所包含的變數)均為外生，亦即彼此並不互相影響，且被解釋變數(總需求)也不會影響這些解釋變數，因此會出現估計偏誤的問題。

有些機構的權數值係參考大型總體經濟模型的模擬結果，如GSFCI中的權數係綜合美國聯邦準備理事會的FRB/US總體計量模型估計數、以及其自身的實證結果而得；法國銀行利用IMF與OECD的總體模型來編算七大工業國(G7)的FCI (見Gauthier, Graham,

and Liu, 2004)。至於Macroeconomic Advisers (1998) 則是利用華盛頓大學的總體模型(WUMM) 來進行FCI權數值的估算。

另外一個常見的方法則是利用VAR 模型(vector autoregression model)，例如，高盛GSFCI係綜合FRB/US總體計量模型以及其自身的實證結果而得，其中高盛本身在進行估計時所採用的方法，即是根據VAR模型中某一變數對於未來實質GDP的解釋能力高低而得。至於其他如Surach Tanboon (2004)，Goodhart and Hofmann (2001)，以及Gauthier, Graham, and Liu (2004) 等<sup>註5</sup>，均利用VAR模型的衝擊-反應函數進行FCI權數值的估計。例如，Goodhart and Hofmann (2001) 在利用VAR模型計算權數時，係以FCI各變數對產出進行衝擊後12季的平均影響效果為準；而Gauthier, Graham, and Liu (2004) 則認為衡量效果的平均期間可為18至24個月，因為貨幣政策充分影響產出與物價所需要的時間約為1年半至2年左右。

至於第四種作法是主成份分析法(principal component analysis)，如Deutsche Bank (2007) 曾編製G3國家的FCI，其作法首先針對眾多的金融變數，利用主成份分析法求取其主成份，其後並利用簡單迴歸式，針對GDP的成長率進行迴歸，以求取主成份等變數的權數值。而English, Tsatsaronis, and Zoli (2005) 也是利用主成份分析法，自一大群的金融變數中，萃取出潛藏變數(latent

variable)，並分析其對產出、物價等變數的預測能力。

綜合上述，在接下來的第四節中，本文將採用單一縮減式模型以及VAR模型來進行有關FCI權數的實證分析。此外，由於截至

目前為止，尚未有文獻利用共整合分析法進行此一問題的研究，因此，本文也嘗試利用Pasaran and Shin (1998) 的ARDL Bounds Test 共整合分析法，來估算FCI的權數。

## 肆、實證分析

FCI編製過程中的各個權數值，係分別代表利率、匯率與資產價格變動之後對於總需求(或國內物價)的相對影響程度，其數值大小是經由實證分析而來，本節目的即在估算這些權數。

### 一、實證模型簡介

由本文前面的文獻回顧可知，在估算FCI權數時，較常採用的包括單一方程縮減式模型、總體結構模型、以及向量自我迴歸模型 (VAR) 模型等三種。由於FCI的數值將受到權數大小的影響，為使編製出來的FCI具有可信度及強韌性 (robustness)，本文在建構FCI時，將分別採取幾種不同的實證方法來估計利率、匯率、與資產價格的權數。詳言之，本文用以估算FCI權數的實證模型，分別是單一方程式、VAR模型、以及ARDL共整合分析法，其中，單一方程式是MCI或FCI的相關研究中，最常被使用的方法；至於VAR模型則是屬於非結構的時間數列分析法，是一種沒有限制的自我迴歸模型，且屬於短期的動態分析法，因此，本文另行建構

一個隱含變數間長期限制的模型，即ARDL共整合分析法。各模型的細節將於稍後說明。

在尚未進行實證分析之前，有一點必須先加以說明。大部份文獻在估算FCI(MCI)權數值時，係將FCI的權數大小，視為利率、匯率、與資產價格變動對一國「總需求」的影響程度，因此，在實證模型的設定上，主要是觀察這幾個變數對於一國總產出(如實質GDP)的影響。但是，從另一個角度來看，對於大部份的中央銀行而言，物價才是他們最重視的目標，因此，似乎應該根據利率、匯率、以及資產價格變動對未來「物價」的相對影響程度，來決定FCI權數值的大小。

如果利率、匯率、與資產價格主要是透過總需求，進而對物價產生影響，則在估算FCI權數時，模型的設定是針對「總需求」或「物價」，結果應該相去不遠；但是，實際情況似乎並非如此。例如，以匯率為例，匯率變動對於國內物價的衝擊，除了透過總需求的管道間接影響國內物價之外，另外也

可能透過進口物價而帶動國內物價上揚(或下跌)，因此，實證模型是針對「總需求」或是「物價」，所得到的權數應該有所差異。不過，即使如此，就實作上的情況觀察，不管是編製FCI(MCI)的機構、或者是相關的文獻，幾乎皆採取以總需求作為實證分析基礎的作法，惟Nadal De Simone *et al.* (1996) 以及Mayes and Viren (1998) 二者研究則是例外。

另外有一個較為務實的理由，可以說明為何大部份的MCI或FCI權數值的估計，均以總需求作為依據，因為，如前所述，MCI或FCI的權數大部份均利用一簡單的IS方程式估計而來，而如欲進一步探討利率、匯率等變數變動對於物價的影響，則必須建構一個較為完整的、包含物價決定式的模型。而即使欲透過建立一條物價的單一方程式

模型，來估算FCI權數，文獻上對於此種物價模型應該放進哪一些變數，也沒有一致的看法。不過，這其中的例外是，Duguay (2004) 曾經建立一預期擴充的菲力普曲線(expectations-augmented Phillips curve) 來估計加拿大的利率與匯率變動對於物價的影響。

因此，本文在決定FCI權數時，在前述的三種實證模型中，將參考大部份文獻的作法，僅針對總需求進行分析。

綜上所述，由於實證的過程將涉及了3種不同的實證模型－單一方程式、VAR模型、以及ARDL共整合分析法，以及4資產價格變數－實質股價，股票總市值占名目GDP的比例，實質房屋平均單價，以及實質信義房價指數，為避免混淆，謹將各種可能的組合列於表1。

表1 各種實證設定組合

實證模型種類	模型中包含哪些資產價格變數？	股市以何種資料代表？	房價以何種資料代表？
單一方程式	股市變數	加權股價指數 (經物價平減)	信義房價指數 (經物價平減)
VAR模型	房價變數	股票總市值/GDP	房地產景氣指標中的 房屋平均單價 (經物價平減)
ARDL共整合	股市與房價變數		

### (一) 縮減式模型

單一縮減式模型由於概念上較為清楚而富於直覺，在模型的建構上也非常簡單，因此，雖然就計量的觀點來看，此種簡化的模型存在較多的潛在問題(如解釋變數內生性

的問題)，但仍為多數文獻所採用。

本節參考 Duguay (1994)、Lin (1999) 以及Mayes and Viren (2001) 的作法，建立一條擴充後的總需求方程式(IS曲線)如下：



$$\begin{aligned} \Delta_4 y_t = & \beta_0 + \sum_i \beta_{1i} \Delta_4 y_{t-i} + \sum_j \beta_{2j} \Delta_4 r_{t-j} + \sum_k \beta_{3k} \Delta_4 q_{t-k} - \sum_l \beta_{4l} \Delta_4 a_{t-l} \\ & + \beta_5 Q1_t + \beta_6 Q2_t + \beta_7 Q3_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

在上式中， $y_t$  代表實質國內總需求(實質GDP)， $r_t$  為實質利率， $q_t$  代表新台幣實質有效匯率指數(取對數)， $a_t$  代表資產價格變數(取對數)，其中  $a_t$  可為  $sp_t$  (實質股價)、 $sv\_gdp_t$  (股票總市值/名目GDP)、 $hp\_ci_t$  (實質平均房屋單價)、以及  $hp\_xinyi_t$  (實質信義房價)<sup>註6</sup>。 $\Delta_4$  為季節差分運算元 (seasonal differencing operator)，亦即， $\Delta_4 x_t = x_t - x_{t-4}$ <sup>註7</sup>。至於模型中的動態結構，亦即等號右邊  $\Delta_4 y_t$ 、 $\Delta_4 r_t$ 、 $\Delta_4 q_t$  與  $\Delta_4 a_t$  的落後期數  $i$ 、 $j$ 、 $k$ 、 $l$  值的決定，將根據實證估計結果，即所對應的係數在統計上的顯著性、以及AIC準則加以選取<sup>註8</sup>。 $Q1_t$ 、 $Q2_t$ 、 $Q3_t$  為季節虛擬變數， $\varepsilon_t$  為國內需求的隨機干擾項。

## (二) 向量自我迴歸模型 (VAR)

其次利用向量自我迴歸模型 (Vector Autoregression Model, VAR) 中的衝擊反應函數 (impulse-response function)，觀察利率、匯率、資產價格變動對總需求的衝擊程度。VAR模型的好處是將模型內變數視為內生，因而可以減輕單一方程式變數非外生性 (non-exogeneity) 所產生的估計偏誤 (biased estimates) 問題。本文採用一般化的衝擊反應函數 (generalized impulse response functions)，故不致因模型變數的排序不同而有不同的結果(見Pesaran *et al.*, 2001)。至於FCI權數則是參照Gauthier, Graham, and

Liu (2004) 的作法，以「累積衝擊反應」(accumulated impulse response) 來衡量。

本文VAR模型的內生變數可能組合有： $(y, r, q, sp)$ 、 $(y, r, q, sv\_gdp)$ 、 $(y, r, q, hp)$ 、 $(y, r, q, sp, hp)$ ，以及 $(y, r, q, sv\_gdp, hp)$ 等， $hp$ 為實質房價，其中房價又有兩種可能性— $hp\_ci$ 以及 $hp\_xinyi$ 。在進行VAR模型的估計時，是否應先對變數進行差分，有兩種不同的看法。原則上，當單根檢定發現變數的水準值為非恆定 (nonstationary) 時，應該要進行差分，因為時間數列必須要恆定，所作的統計推論才有意義。但是，也有文獻在進行VAR估計時，係以未受限制的水準值、而非差分來進行估計(如Bernanke and Blinder, 1992; Christiano *et al.*, 1994)，主要的原因是，雖然不取差分會損失估計效率，但是取差分卻會損失資料的訊息，故研究者應就這兩者間的利害得失進行取捨。此外，除了統計上的考量之外，利用水準值、而非取一次差分後再估計VAR，還有其經濟上的理由：VAR模型在計算利率對於產出「一次差分」的衝擊效果時，隱含利率變動這種貨幣政策衝擊對於產出的影響是永久性的；相形之下，利率對於產出「水準值」的衝擊，則是根據資料本身來決定利率衝擊屬於暫時性還是永久性。或許這就是為什麼大部份有關貨幣政策效果的文獻多是以水準值來估計VAR (以上

有關VAR模型估計是否應取差分的問題，在Ramaswamy and Slok (1998)的附錄中有詳細的說明)。因此，本文利用變數的水準值來估計VAR模型。

### (三) ARDL Bounds Test共整合分析

由於許多經濟變數都是具有時間趨勢的非恆定的過程(如本文的實質GDP等)，如果直接針對此種隨機過程利用傳統方法進行估計，會產生「虛假迴歸」(spurious regression)的問題。因此，一種常見的作法是，先就變數水準值進行差分，讓變數成為恆定(stationary)數列後再加以估計。但是，進行差分時，常常可能因為過度差分而喪失資料所包含的訊息。因此，另一種策略則是利用變數間的長期均衡關係，亦即共整合(cointegration)分析，直接針對變數的水準值進行估計。本節也採用此一策略來估計FCI的權數值。

就本文的研究目的而言，利用長期均衡共整合分析法來進行權數值推估，還有一個重要的考量，那就是，如同本文的(1)式中所呈現的，在編製FCI時所採用的利率、匯率、資產價格等均為同期的資料，但是，一般而言，利率等變數變動後對於總需求的影響效果，其時間分配情形不盡相同，此點亦可由稍後單一方程式的估計結果中看出。在這種情況下，如何選擇適當的利率、匯率、與資產價格的落後期，是一個相當重要、但卻不易解決的問題。觀察目前各種編製

FCI(或MCI)的作法後發現，有關落後期的選擇，常常發生不一致的現象，例如，假如FCI中的利率採用第 $(t-i)$ 期的彈性值，而匯率採用第 $(t-j)$ 期，若採用的落後時點不一致(亦即 $i \neq j$ )，將發生政策效果顯現時點不同，但FCI的編製公式中卻隱含兩者同期的情況；而如果採用的落後時點相同(亦即 $i = j$ )，如此雖然與FCI的編製邏輯一致，亦即利率與匯率兩者的政策效果顯現時點相同，但究之實際現象卻不太可能發生。而由本文前面的估計結果亦可發現，兩者的效果顯現時點通常不同。

文獻上較常見的共整合分析法，早期有Engle and Granger (1987)的兩階段分析法，1990年代以後則以Johansen and Juselius (1990)的最大概似共整合分析法為主流，這類共整合分析法的中心精神在於，非恆定變數之間經過某種線性組合之後，將變成一個 $I(0)$ 的恆定數列，此時，稱這些非恆定的變數之間具有長期均衡共整合關係。不過，這類的共整合分析法有兩個潛在的問題：第一，時間數列(如本文的利率、匯率等)必須是非恆定的 $I(1)$ 數列。第二，檢定時間數列是否具有單根的方法，普遍被認為效率(efficiency)太低(見Atkins and Coe, 2002)。

有鑑於此，本節利用一個文獻上新近提出的共整合方法，稱為ARDL (autoregressive distributed lag) Bounds Test，來估計變數之間的長期均衡關係。此法是由Pesaran and Shin

(1998) 提出，與前述的Johansen共整合分析法最大不同之處在於，採用ARDL Bounds Test法進行分析時，毋須假設時間數列的整合階次 (order of integration) 是1，也就是說，即使變數全部是I(0)數列，也可以進行共整合的估計；換言之，利用ARDL Bounds Test進行共整合分析之前，不須事先進行單根檢定。本文採用此法的另一個著眼點在於，利用ADF (augmented Dickey-Fuller) 檢定利率、匯率等變數是否具有單根時，檢定式中設定不同的落後期數，有時會產生不同的結果，例如，實質利率在設定不同的落後期數時，得到的檢定結果可能是I(0)或I(1)。限於篇幅，將各模型變數的ADF單根檢定結果置於文末附錄一。

以下即利用ARDL Bounds Test進行共整合分析以及FCI權數值的估計<sup>註9</sup>。一般而論，ARDL Bounds Test係從一個沒有限制的VAR模型出發：

$$\mathbf{x}_t = \boldsymbol{\mu} + \sum_{j=1}^p \boldsymbol{\Phi}_j \mathbf{x}_{t-j} + \boldsymbol{\varepsilon}_t \quad (4)$$

在(4)式中， $\mathbf{x}$  為所有內生變數所構成的向量，內生變數可為I(0)或I(1)。 $\boldsymbol{\mu}$  為常數向量， $\boldsymbol{\Phi}_j$  是落後  $j$  期之VAR參數所形成的矩陣， $\boldsymbol{\varepsilon}_t \sim \text{IN}(\mathbf{0}, \boldsymbol{\Omega})$ 。

$$\begin{aligned} \Delta y_t = & \delta_0 + \delta_1 y_{t-1} + \delta_2 r_{t-1} + \delta_3 q_{t-1} + \delta_4 a_{t-1} + \sum_{j=1}^p \beta_{1,j} \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^q \beta_{2,j} \Delta r_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^k \beta_{3,j} \Delta q_{t-j} + \sum_{j=0}^l \beta_{4,j} \Delta a_{t-j} + d_1 Q1_t + d_2 Q2_t + d_3 Q3_t + u_t \end{aligned} \quad (6)$$

式(6)可稱為一個ARDL( $p, q, k, l$ )模型。

經過移項與重新整理後，(4)式可表示成一個向量誤差修正模型 (vector error correction model, VECM) 如下：

$$\Delta \mathbf{x}_t = \boldsymbol{\mu} + \boldsymbol{\lambda} \mathbf{x}_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \boldsymbol{\gamma}_j \Delta \mathbf{x}_{t-j} + \boldsymbol{\varepsilon}_t \quad (5)$$

在(5)式中， $\boldsymbol{\gamma}_j = -\sum_{k=j+1}^p \boldsymbol{\Phi}_k$ ， $\boldsymbol{\lambda}$  為長期乘數矩陣， $\boldsymbol{\lambda} = -(\mathbf{I} - \sum_{j=1}^p \boldsymbol{\Phi}_j)$ 。

ARDL Bounds Test檢定最多只能檢定出一組長期關係，因此，在  $\boldsymbol{\lambda}$  長期乘數矩陣中，非對角元素應有  $(k-1)$  個等於零， $k$  為模型內生變數的個數。以本文所欲進行的實證分析而言，本文主要是探討利率、匯率、資產價格等變數對於實質產出的影響，因此，隱含產出對於利率、匯率、資產價格等沒有長期衝擊，套用Pesaran *et al.* (2001) 的術語來說，就是利率、匯率、資產價格等變數對於產出而言，是一種「長期驅動力」(long-run forcing)。不過，值得注意的是，就短期而言，這並不表示產出對於利率、匯率與資產價格沒有影響；其影響效果係透過短期反應係數  $\boldsymbol{\Phi}_1$  至  $\boldsymbol{\Phi}_p$  加以傳遞。

利用  $\boldsymbol{\lambda}$  矩陣中非對角元素有  $(k-1)$  個為零，以及(4)式中殘差項間的關係式，可將VECM模型(5)式中的產出方程式表示如下：



以下即檢定實質產出與利率、匯率、資產價格之間是否存在長期關係。如果聯合虛無假設  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = 0$  成立，代表變數間不具有長期關係；相反的，如果對立假設  $\delta_1 \neq 0, \delta_2 \neq 0, \delta_3 \neq 0, \delta_4 \neq 0$  成立，則表示變數之間存在一個穩定的長期關係如下：

$$y_t = \theta_0 + \theta_1 r_t + \theta_2 q_t + \theta_3 a_t + v_t \quad (7)$$

其中， $\theta_0 = -\delta_0 / \delta_1, \theta_1 = -\delta_2 / \delta_1, \theta_2 = -\delta_3 / \delta_1, \theta_3 = -\delta_4 / \delta_1, v_t$  為一恆定的隨機過程。

接著，利用普通最小平方方法 (OLS) 估計 (6) 式，並計算出虛無假設  $\delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = \delta_4 = 0$  下的 F 統計量。其次，Pesaran *et al.* (2001) 的 ARDL Bounds Testing 作法是，將此一 F 統計量與兩個漸近臨界值 (上限與下限) 比較，若 F 統計量超出上限臨界值，則將拒絕「無共整合關係」的虛無假設，也就是變數之間具有共整合關係，不管這些變數是 I(0) 還是 I(1)；若 F 統計量落在下限臨界值之外，則無法拒絕 (即接受) 「無共整合關係」的虛無假設，也就是變數之間不具有共整合關係；至於如果 F 統計量落在上、下限之內，則無法判斷變數間是否有共整合關係。當 F 檢定拒絕「無共整合關係」的虛無假設，也就是變數間具有共整合關係時，則進一步計算出實質產出對於利率、匯率、資產價格等變數的長期反應係數，即  $\theta_1$ 、 $\theta_2$  與  $\theta_3$ ，其中  $\theta_1 < 0, \theta_2 < 0, \theta_3 > 0$ 。

## 二、利率、匯率與資產價格變數說明

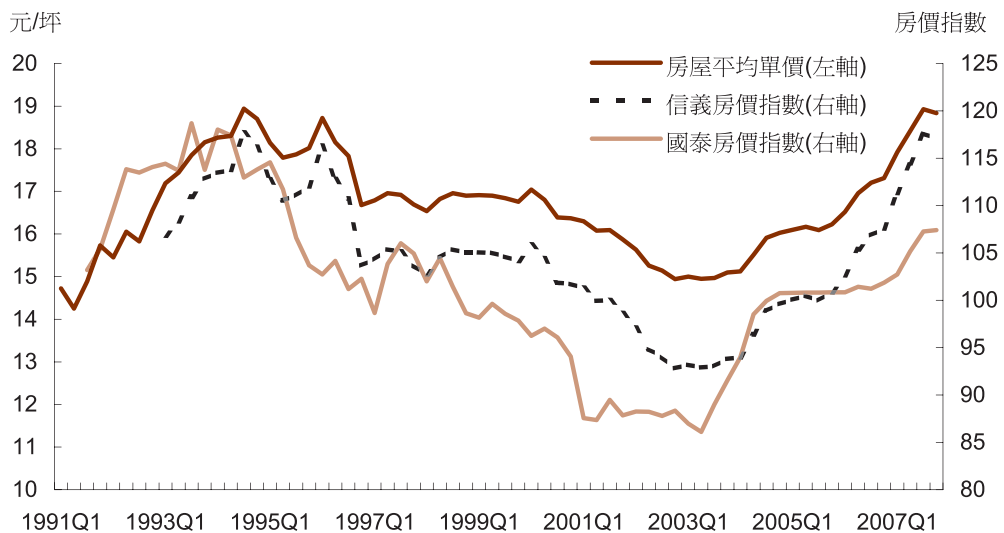
如前所述，FCI 是利率、匯率、與資產價格的加權平均，因此，在計算我國的 FCI 之前，必須先決定採用何種利率、匯率與資產價格變數。然而，在眾多的變數中，應該如何進行選擇？有關利率與匯率變數的部份，本文採用金融業隔夜拆款加權平均利率 (以下簡稱「拆款利率」)，以及新台幣實質有效匯率指數 (REER)，來建構我國的 FCI。採用拆款利率的理由為，此一利率是我國中央銀行較為重視的利率，而相對於其他利率，央行對於拆款利率的影響力也比較大；同時，拆款利率在我國央行貨幣政策的實際運作上，也比較接近貨幣政策操作目標的概念。至於採取多邊的有效匯率指數，而非某種雙邊匯率，理由在於多邊的匯率指數能較全面的反映出我國的出口價格競爭力。至於資產價格變數方面，由前面的文獻可知，較常被採用的是實質房價、實質股價、以及股票總市值占名目 GDP 的比例，因此，本文嘗試利用這三種變數來代表資產價格。

綜上所述，在利率方面，本文係以金融業隔夜拆款加權平均利率 (以下簡稱「拆款利率」) 減去消費者物價指數 (CPI) 年增率，代表實質利率，其中每期的消費者物價 (CPI)，係利用過去 12 個月 (含當月) 的移動平均代表，然後再據以計算年增率<sup>註10</sup>。在匯率部份，我們採用的是新台幣實質有效匯率指

數 (REER)。至於資產價格方面，股市部份有兩個變數：實質股價－台灣加權平均股價指數經CPI平減(亦為12個月移動平均)，以及股票總市值占名目GDP比例，至於房價部份，國內研究較常採用的有：房地產景氣指標中的房屋平均單價、信義房價指數(中古屋與成屋)、以及國泰房價指數(新推案)，圖

1為這三種房價的走勢，由圖可知，其中的信義房價指數與國泰房價指數的變動情形頗為一致，為簡化分析，本文將採用房地產景氣指標中的房屋平均單價以及資料期間較長的信義房價指數，兩者在實證分析時均先經CPI平減。有關資料的詳細說明，請參見文末附錄二。

圖1 三種房價走勢

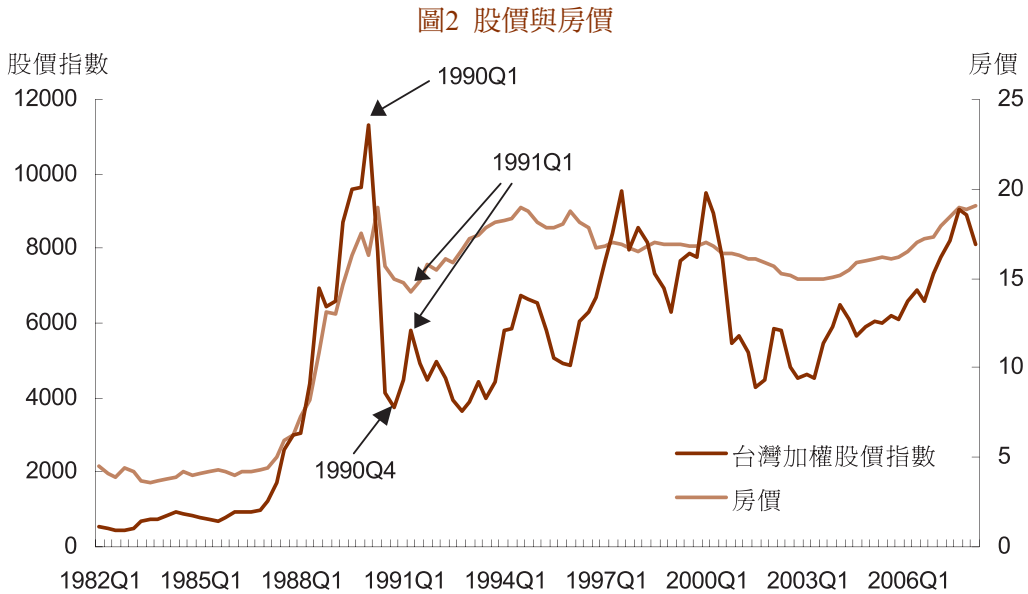


### 三、實證結果與比較

在進行實證分析時，模型中的變數除了利率之外，其餘均經過對數轉換。此外，由於本文的資料，除了信義房價指數之外，其餘資料的期間均始於1982年第1季，而所有資料均截至2008年第1季止。由於台灣在1982年至2008年間，不管在經濟結構或金融環境上，均歷經了相當程度的改變，為避免樣本期間過長而發生結構變遷的問題，

本文在進行實證分析時，均分別利用全樣本(1982Q1-2008Q1)以及後段樣本(1991Q1-2008Q1)的季資料來分析<sup>註11</sup>。利用1991第1季作為分段點的主要原因是，本文所關切的FCI組成變數中的資產價格－包括股價與房價，在1990、1991年左右出現明顯的轉變(見圖2)：台灣加權股價指數在歷經1980年代後期的快速飆漲後，於1990年第1季達到最高點，自此開始崩跌，而於1991年以後開

始呈現另一種型態的走勢；至於房價在1980 右。  
年代後期的漲勢，亦中止於1990年第2季左



### (一) 縮減式模型估計結果

首先利用普通最小平方法 (OLS) 估計前面的縮減式((2)式)，並利用由繁至簡 (general to specific) 的原則，從落後8期開始，逐步剔除  $p$  值較大(即較不顯著)的解釋變數。此外，由於估計採用的資料頻率為季資料，且資料均未經過季節調整，因此初步估計顯示，方程式的殘差項出現季節性的序

列相關問題(即  $\varepsilon_t$  與  $\varepsilon_{t-4}$  之間有相關)。由於此將使得OLS估計結果產生若干問題<sup>註12</sup>，因此，我們在估計的過程中，將此一殘差項序列相關的現象納入模型的設定中，亦即假設(3)式中的殘差項為AR(4)： $\varepsilon_t = \rho\varepsilon_{t-4} + u_t$ ，其中  $u_t$  為白噪音<sup>註13</sup>。依此，最後得到的估計結果列如表2。

表2(a) 單一方程式估計結果：1982Q1-2008Q1

被解釋變數： $\Delta_4 y_t$ 

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\Delta_4 y_{t-1}$	0.919*** (19.32)	0.954*** (19.62)	0.972*** (20.33)	0.923*** (18.92)	0.931*** (19.53)
$\Delta_4 r_{t-k}$	-0.206** (4) (-2.07)	-0.168* (1) (-1.81)	-0.249** (4) (-2.42)	-0.218** (4) (-2.17)	-0.219** (4) (-2.15)
$\Delta_4 q_{t-k}$	-0.095** (2) (-2.22)	-0.048 (1) (-1.27)	-0.118** (1) (-2.60)	-0.089** (2) (-2.15)	-0.087** (2) (-2.13)
$\Delta_4 sp_{t-k}$	0.006 (14) (1.66)	—	—	0.005(12) (1.45)	—
$\Delta_4 sv\_gdp_{t-k}$	—	0.001 (7) (0.26)	—	—	0.005(12) (1.32)
$\Delta_4 hp\_ci_{t-k}$	—	—	0.013* (12) (1.84)	0.005 (1) (0.61)	0.004 (2) (0.61)
AR(4)	-0.482*** (-4.79)	-0.487*** (-4.91)	-0.460*** (-4.76)	-0.474*** (-4.86)	-0.473*** (-4.85)
$\bar{R}^2$	0.7635	0.7788	0.7983	0.7854	0.7847
Q(4)	2.551	1.858	1.301	4.239	4.407
AIC	3.412	3.549	3.432	3.445	3.448

- 說明：1. 表中估計係數右方括弧內的數字代表該解釋變數的落後期數，估計係數下方括弧內的數字代表t值，上標\*\*\*、\*\*、及\* 分別表示估計係數在1%、5%、及10%的顯著水準下顯著異於零。
2. SSR為迴歸誤差平方和 (sum squared error of regression)，Q 為 Ljung-Box 自我相關檢定之Q檢定統計量，Q後面括弧內的數字代表落後期數。
3. 為節省篇幅，表中省略方程式中常數項的估計結果。

表2(b) 單一方程式估計結果：1991Q1-2008Q1

被解釋變數： $\Delta_4 y_t$ 

	(1)	(2)	(3)	(4)
$\Delta_4 y_{t-1}$	0.902*** (15.30)	0.908*** (15.44)	0.887*** (15.12)	0.831*** (12.36)
$\Delta_4 r_{t-k}$	-0.172 (4) (-1.49)	-0.167 (4) (-1.44)	-0.186* (4) (-1.64)	-0.220 (4) (-1.54)
$\Delta_4 q_{t-k}$	-0.106** (2) (-2.01)	-0.105* (2) (-1.92)	-0.128** (1) (-2.43)	-0.218*** (2) (-3.02)
$\Delta_4 sp_{t-k}$	0.006 (14) (1.53)	—	—	—
$\Delta_4 sv\_gdp_{t-k}$	—	0.006 (14) (1.38)	—	—
$\Delta_4 hp\_ci_{t-k}$	—	—	0.019** (12) (2.43)	—
$\Delta_4 hp\_xinyi_{t-k}$	—	—	—	0.038 (3) (1.24)
AR(4)	-0.495*** (-4.51)	-0.499*** (-4.58)	-0.544*** (-5.09)	-0.513*** (-4.09)
$\bar{R}^2$	0.7332	0.7315	0.7465	0.7260
Q(4)	2.626	2.623	2.715	2.394
AIC	3.468	3.475	3.417	3.571

表2(b) 單一方程式估計結果：1991Q1-2008Q1 (續)

被解釋變數： $\Delta_4 y_t$ 

	(5)	(6)	(7)	(8)
$\Delta_4 y_{t-1}$	0.856 <sup>***</sup> (11.52)	0.564 <sup>***</sup> (5.54)	0.831 <sup>***</sup> (12.04)	0.692 <sup>***</sup> (7.74)
$\Delta_4 r_{t-j}$	-0.170 (4) (-1.43)	-0.206 (4) (-1.50)	-0.119 (4) (-1.07)	-0.278* (4) (-1.84)
$\Delta_4 q_{t-k}$	-0.083 (1) (-1.65)	-0.252 <sup>***</sup> (2) (-3.86)	-0.096 <sup>**</sup> (2) (-2.03)	-0.242 <sup>***</sup> (1) (-3.36)
$\Delta_4 sp_{t-l}$	0.009 (1) (1.05)	0.040 <sup>***</sup> (1) (3.31)	—	—
$\Delta_4 sv\_gdp_{t-m}$	—	—	0.011 (1) (1.20)	0.039 <sup>***</sup> (1) (3.00)
$\Delta_4 hp\_ci_{t-n}$	0.019* (10) (1.97)	—	0.025 <sup>**</sup> (12) (2.36)	—
$\Delta_4 hp\_xinyi_{t-k}$	—	0.021 (6) (0.75)	—	0.007 (5) (0.27)
AR(4)	-0.509 <sup>***</sup> (-4.70)	-0.459 <sup>***</sup> (-3.47)	-0.527 <sup>***</sup> (-5.00)	-0.460 <sup>***</sup> (-3.53)
$\bar{R}^2$	0.7351	0.7586	0.7439	0.7449
Q(4)	2.836	1.743	1.740	3.038
AIC	3.475	3.474	3.441	3.531

說明：1. 表中估計係數右方括弧內的數字代表該解釋變數的落後期數，估計係數下方括弧內的數字代表t值，上標\*\*\*、\*\*、及\* 分別表示估計係數在1%、5%、及10%的顯著水準下顯著異於零。

2. Q 為 Ljung-Box 自我相關檢定之Q檢定統計量，Q後面括弧內的數字代表落後期數。

3. 為節省篇幅，表中省略方程式中常數項的估計結果。

先觀察全樣本下的估計結果，即表2(a)。在5條方程式的設定中，GDP落後項的係數頗高，表示我國GDP的成長具有高度的慣性 (inertia)。雖然實質利率與REER的係數估計值幾乎全部顯著異於零，且符號亦均為負，與理論預期一致，但是資產價格變數的係數估計值，除了第(3)式的實質房屋平均單價年增率 ( $\Delta_4 hp\_ci_{t-12}$ ) 之外，其餘全部均不顯著。

再觀察後段樣本下的表2(b)，在8種設定中，與全樣本的情況相同的是，只有模型(3)的實質利率、REER、以及資產價格變數的

係數估計值均顯著(在10%的顯著水準下)，且符號與理論預期相符。

此外，從表2的下半部可以看出模型的設定是否適當，首先，從配適度來看，調整後判定係數 ( $\bar{R}^2$ ) 均在0.72以上，以被解釋變數為變動率的情況來看，這種配適結果是可以接受的。而所有方程式的自我相關檢定Q統計量均顯示，模型的殘差項存為白噪音 (white noise)，亦即沒有序列相關。

## (二) 向量自我迴歸模型 (VAR) 估計結果

首先分析內生變數為 ( $y, r, q, sp$ ) 的情況。在進行估計之前，必須先決定VAR的落後

期數。在全樣本的情況下，利用不同的落後期數選取準則得到不一致的結果，即AIC (Akaike Information Criterion) 的落後期數為6期，SIC (Schwarz Information Criterion) 與HQ (Hannan-Quinn Criterion) 則為3期，所以無法決定，因此，本文均先以落後期數較少者(3期)開始估計，並觀察模型殘差項是否有序列相關，若有，則增加1期的落後期數，並觀察是否有序列相關，依此步驟進行檢定，一直到殘差項沒有序列相關為止。結果發現，在落後5期時，利用LM檢定無法拒絕模型無序列相關的虛無假設。最後根據此一模型進行衝擊反應函數分析，得到的累積衝擊反應函數如圖3。由圖3可知，衝擊反應分析的符號與理論預期相符，即利率、匯率衝擊對產出的影響符號為負<sup>註14</sup>，實質股價衝擊對於產出的影響方向則在前11期是正的。但是，實質利率對於產出的影響卻全部不顯著，至於REER與實質股價對於產出的影響也分別在第3期與第7期以後變成不顯著。

利用部份樣本時，在AIC (Akaike Information Criterion) 標準下，落後期數為

4期，SIC (Schwarz Information Criterion) 與HQ (Hannan-Quinn Criterion) 則為3期，同樣也是無法判定，因此，本文從落後3期開始估計，結果發現，設定落後期數為3時，利用LM檢定無法拒絕模型無序列相關的虛無假設。依此一設定進行衝擊反應函數分析，得到的累積衝擊反應函數如圖4。由圖4可知，衝擊反應分析的結果與全樣本下的結果大體一致，即影響方向與理論預期相符，即利率、匯率衝擊對產出的影響符號為負，實質股價衝擊對於產出的影響方向則是正的。但是，實質利率與REER對於產出的影響卻全部不顯著，至於實質股價對產出的影響在第17期以前則是顯著的。

至於其他可能變數組合的模型估計與衝擊反應函數分析結果，限於篇幅，不擬一一細述，僅將最後結果彙總於表3。由表3可知，在所有的變數組合中，沒有一個模型的利率、匯率與資產價格衝擊對產出的影響符號均符合理論預期、同時衝擊反應函數也顯著異於零。因此，我們無法利用VAR模型，得到一個有效且可信賴的FCI權數值。

圖3 產出對一個標準差的利率、匯率與股價之累積衝擊反應：1982Q1-2008Q1

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

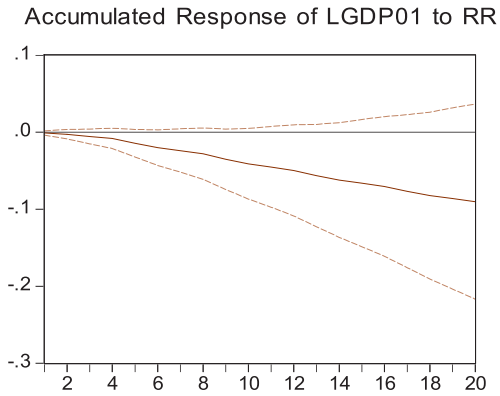
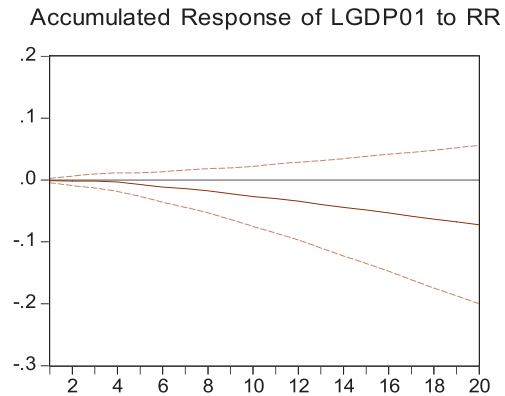
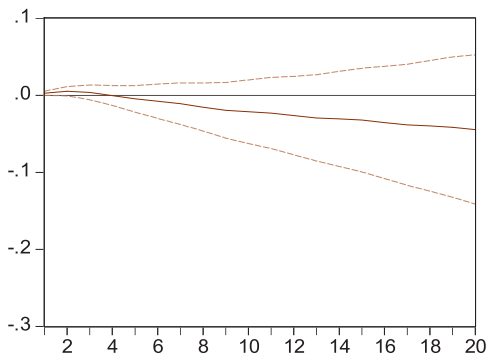


圖4 產出對一個標準差的利率、匯率與股價之累積衝擊反應：1991Q1-2008Q1

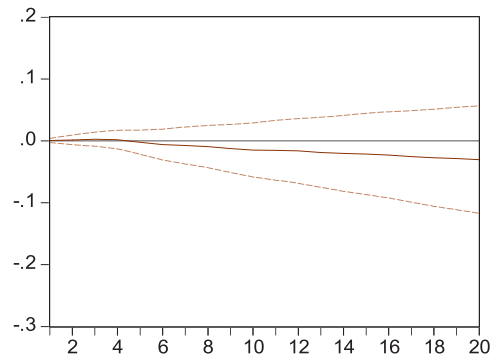
Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



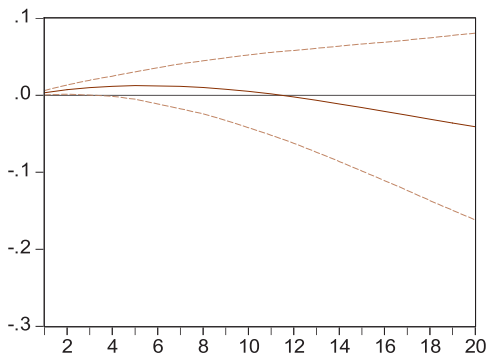
Accumulated Response of LGDP01 to LREER



Accumulated Response of LGDP01 to LREER



Accumulated Response of LGDP01 to LRSTKP



Accumulated Response of LGDP01 to LRSTKP

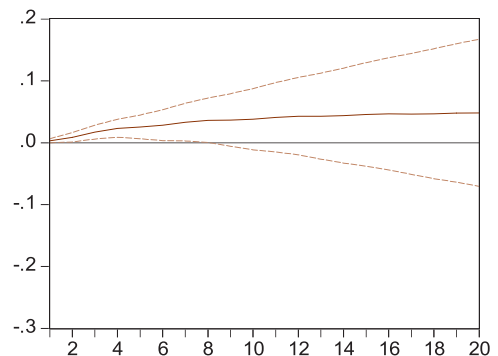




表3 VAR模型衝擊反應函數結果彙總

樣本期間：1982Q1-2008Q1：

模型變數	落後期數	利率、匯率與資產價格衝擊對產出的影響符號是否正確？				衝擊反應函數在統計上是否顯著？			
		利率	匯率	股價	房價	利率	匯率	股價	房價
<i>y,r,q,sp</i>	5	Y	Y	Y	—	N	Y	Y	—
<i>y,r,q,sv_gdp</i>	5	Y	Y	Y	—	N	Y	Y	—
<i>y,r,q,hp_ci</i>	5	Y	Y	—	N	N	Y	—	N
<i>y,r,q,sp,hp_ci</i>	5	Y	Y	Y	N	Y	Y	Y	N
<i>y,r,q,sv_gdp,hp_ci</i>	5	Y	Y	Y	N	N	Y	Y	N

樣本期間：1991Q1-2008Q1：

模型變數	落後期數	利率、匯率與資產價格衝擊對產出的影響符號是否正確？				衝擊反應函數在統計上是否顯著？			
		利率	匯率	股價	房價	利率	匯率	股價	房價
<i>y,r,q,sp</i>	3	Y	Y	Y	—	N	N	Y	—
<i>y,r,q,sv_gdp</i>	3	Y	Y	Y	—	N	N	Y	—
<i>y,r,q,hp_ci</i>	3	N	Y	—	Y	N	N	—	N
<i>y,r,q,sp,hp_ci</i>	3	N	Y	Y	Y	N	N	Y	N
<i>y,r,q,sp,hp_xinyi</i>	3	N	Y	Y	Y	N	N	Y	Y
<i>y,r,q,sv_gdp,hp_ci</i>	3	N	Y	Y	Y	N	N	N	N
<i>y,r,q,sv_gdp,hp_ci_xinyi</i>	3	N	Y	Y	Y	N	N	N	Y

### (三) ARDL Bounds Test共整合分析估計結果

與縮減式及VAR模型相同的是，在共整合分析中，也將樣本分為全樣本與後段樣本兩種情況，進行(6)式的估計，落後期數  $p, q, k, l$  係利用AIC與HQ標準加以選取，最大落後期數設定為10期。此外，由於在ARDL Bounds Test中有一項非常重要的假設，即ECM模型(6)式中的干擾項  $u_t$  沒有序列相關，因此，我們也就此一假設進行檢定，並將Box-Pierce-Ljung序列相關Q統計量列出。結果列於表4。

在表4(a)與表4(b)中，首先列出F統計量，其所對應的虛無假設是沒有長期關係，表中也列出殘差項是否存在序列相關的Q檢定統計量。此外，如果某一模型拒絕沒有長期關係的虛無假設，我們亦在表中的最右幾欄列出長期關係的參數估計值，亦即(7)式中的常數項估計值  $\hat{\theta}_0$ ，產出( $y$ )對於實質利率( $r$ )變動的長期反應  $\hat{\theta}_1$ ，產出對於REER( $q$ )變動的長期反應  $\hat{\theta}_2$ ，產出對於股市變數變動的長期反應  $\hat{\theta}_3$ ，以及產出對於房價變動的長期反應  $\hat{\theta}_4$ 。

由表4(a)，亦即全樣本的估計結果可



知，5種模型的F統計量，即使在10%的顯著水準下，也全部均未超過上限值(F=4.78)，亦即均接受沒有長期關係的虛無假設，表示變數間不存在長期共整合關係。

接著，由表4(b)，亦即後段樣本的估計結果可知，在全部共計8種變數的組合中，在10%的顯著水準下，有5個模型的F統計量超過上限值(F=4.78)，即表示變數間存在長

期共整合關係，且其中有3個模型在1%的顯著水準下超過上限值(模型(4)、(6)、(8))。至於本文所關心的係數值而言，就係數符號來看，其中模型(4)、(6)、(7)、(8)等4個模型符合  $\theta_1 < 0, \theta_2 < 0, \theta_3 > 0, \theta_4 > 0$  的條件，但由於其中的模型(8)的殘差項存在序列相關問題，因此予以剔除。

表4(a) 式(5)的估計與相關檢定結果：全樣本

模型代號	解釋變數	F統計量	序列相關 Q統計	$\hat{\theta}_1$ (-)	$\hat{\theta}_2$ (-)	$\hat{\theta}_3$ (+)	$\hat{\theta}_4$ (+)
(1)	<i>r,q,s,p</i>	2.52	3.879	—	—	—	—
(2)	<i>r,q,sv_gdp</i>	2.10	4.256	—	—	—	—
(3)	<i>r,q,hp_ci</i>	3.13	2.455	—	—	—	—
(4)	<i>r,q,sp,hp_ci</i>	2.92	4.076	—	—	—	—
(5)	<i>r,q,sv_gdp,hp_ci</i>	3.05	4.371	—	—	—	—

說明：1. 在1%顯著水準下，ARDL Bounds Testing共整合檢定的上限值為7.84，下限值為6.84；在5%的顯著水準下，上限值為5.73，下限值為4.94，在10%的顯著水準下，上限值為4.78，下限值為4.04。

2. 上標\*\*\*，\*\*，與\*分別代表在1%、5%與10%的顯著水準下，拒絕虛無假設。

3. 序列相關檢定的落後期數至8期。

表4(b) 式(5)的估計與相關檢定結果：後段樣本

模型代號	解釋變數	F統計量	序列相關 Q統計	$\hat{\theta}_1$ (-)	$\hat{\theta}_2$ (-)	$\hat{\theta}_3$ (+)	$\hat{\theta}_4$ (+)
(1)	<i>r,q,s,p</i>	1.33	3.793	—	—	—	—
(2)	<i>r,q,sv_gdp</i>	3.25	4.697	—	—	—	—
(3)	<i>r,q,hp_ci</i>	3.35	3.879	—	—	—	—
(4)	<i>r,q,hp_xinyi</i>	17.13	4.685	-5.189	-2.289	—	2.626
(5)	<i>r,q,sp,hp_ci</i>	4.78	5.798	-4.715	-1.056	0.209	-0.088
(6)	<i>r,q,sp,hp_xinyi</i>	12.44	13.307	-3.625	-1.845	0.125	0.324
(7)	<i>r,q,sv_gdp,hp_ci</i>	5.31	3.560	-4.106	-0.613	0.320	0.139
(8)	<i>r,q,sv_gdp,hp_xinyi</i>	10.90	21.80***	-3.342	-1.473	0.159	0.297

說明：1. 在1%顯著水準下，ARDL Bounds Testing共整合檢定的上限值為7.84，下限值為6.84；在5%的顯著水準下，上限值為5.73，下限值為4.94，在10%的顯著水準下，上限值為4.78，下限值為4.04。

2. 上標\*\*\*，\*\*，與\*分別代表在1%、5%與10%的顯著水準下，拒絕虛無假設。

3. 序列相關檢定的落後期數至8期。

由前面三種模型的分析結果可知，在單一方程式模型的實證結果中，利用全樣本與後段樣本估計的模型(3)，其實質利率、REER、以及資產市場變數的係數估計值顯著，且符號與理論預期相符；而VAR分析的結果則均不理想；至於ARDL Bounds Testing

共整合分析中，後段樣本下的模型(4)、(6)、(7)的估計結果同時在理論上與統計上符合預期。因此，以下將利用這5種估計結果來建構我國的FCI。首先將5種FCI權數彙總如表5。

表5 FCI 權數值彙總

估計方法	樣本期間	模型代號	FCI權數比
單一方程式：	1982Q1-2008Q1	(3)	實質利率：REER：實質標準住宅單價 =-0.249:-0.118:0.013
	1991Q1-2008Q1	(3)	實質利率：REER：實質標準住宅單價 =-0.186:-0.128:0.019
ARDL共整合：	1991Q3-2008Q1	(4)	實質利率：REER：實質信義房價 =-5.189:-2.289:2.626
	1991Q3-2008Q1	(6)	實質利率：REER：實質股價：實質信義房價 =-3.625:-1.845:0.125:0.324
	1991Q1-2008Q1	(7)	實質利率：REER：股票總市值占GDP比例：實質信義房價 =-4.106:-0.613:0.320:0.139

由表5可知，選取不同的資產市場變數，得到的權數值亦有所不同。以ARDL共整合法下的模型(6)為例，實質利率、匯率、實質股價、實質信義房價的係數值比率為-3.625：-1.845：0.125：0.324，這樣的權重比例表示，利率上升(下降)1個百分點對於總需求的影響效果，是REER上升(下降)1%效果的2.0倍(3.625 ÷ 1.845)，是實質股價下跌(上揚)1%效果的29倍(3.625 ÷ 0.125)，且是實質房價下跌(上揚)1%效果的11.2倍(3.625 ÷ 0.324)。

我們將進一步把FCI權數的單位轉化為與利率的衡量單位相同，亦即利用利率的權數值來進行標準化。詳言之，若原來估計式中的利率、匯率、與資產價格的權數值分別為 $\theta_r, \theta_q$ ，與 $\theta_a$ ，則標準化即為將權數值分別轉換為 $\theta_r / \theta_r = 1$ 、 $\theta_q / \theta_r$ 、以及 $\theta_a / \theta_r$ 。如此一來，FCI的數值即相當於同一幅度的利率變動百分點。依此，將表5中的FCI權數比標準化如表6，並將每一種權數比下的FCI依序命名為FCI1、FCI2、FCI3、FCI4與FCI5<sup>註15</sup>。

表6 標準化後的FCI 權數

FCI代號	估計方法	變數	原權數比	標準化後權數比
FCI1	單一方程式(全樣本)： (3)	實質利率：REER： 實質房屋單價	-0.249:-0.118:0.013	1：0.47：-0.013
FCI2	單一方程式(後段樣本)： (3)	實質利率：REER： 實質房屋單價	-0.186:-0.128:0.019	1：0.69：-0.10
FCI3	ARDL共整合： (4)	實質利率：REER： 實質信義房價	-5.189:-2.289:2.626	1：0.44：-0.50
FCI4	(6)	實質利率：REER： 實質股價：實質信義房價	-3.625:-1.845:0.125:0.324	1：0.51：-0.03：-0.09
FCI5	(7)	實質利率：REER： 股票總市值占GDP比例： 實質信義房價	-4.106:-0.613:0.320:0.139	1：0.15：-0.08：-0.03

由前面的權數彙整結果可知，在建構我國的 FCI 時，利率、匯率與資產市場變數的權數比有5種可能的選項，本節即分別利用表6中五種權數比率，先初步建構5個 FCI 數列，然後再利用不同的標準，評估哪一個 FCI數列的指標性較佳。

一般而言，在編製每一個時點的FCI 值時，利率、匯率、與資產市場變數習慣上係以相對於某個基期值( $t=0$ )的變動來表示(故稱為「指數」)，至於基期的選擇，有兩種思考邏輯：一種是任意決定的 (arbitrary)，無一定的選擇標準，此時，FCI 的絕對數值大小不具有任何意義；第二種則是假設基期的金融情況為適中、不過鬆亦不過緊的情況，此時，高於基期值即代表金融情勢趨緊，反之則為趨鬆。不過，欲以第二種方法來選取基期並不容易，因為要選取一個金融情況適中的時期，並沒有一個客觀的標

準，因此，實務上還是以任意選取的作法較為常見。值得注意的是，有些機構在編製 FCI時，基期是任意擇定的，但是在判斷某一時點的FCI偏鬆或偏緊時，卻又與基期值進行比較，若較基期值高，則謂之過於寬鬆，反之則謂之過於緊縮。這種作法並不妥當。例如，高盛編製的GSFCI (Goldman Sachs Financial Conditions Index) 即任意選取1987-1995年的FCI平均值作為基準值，且以此一基準值來作為判斷當前金融情況的標準，甚至認為當前的FCI若低於此一基準值，隱含Fed未來應該採取調升利率的緊縮性政策(見Dudley and Hatzius, 1999, 2000)。

本文的作法是，在基期的選擇上，我們是以2001年全年的FCI平均值作為基期，且此一時點是任意選取的。依據上述作法，我國 FCI 值的計算方式可以下列的 (8) 式表達如下(以ARDL共整合模型(6)式為例)：

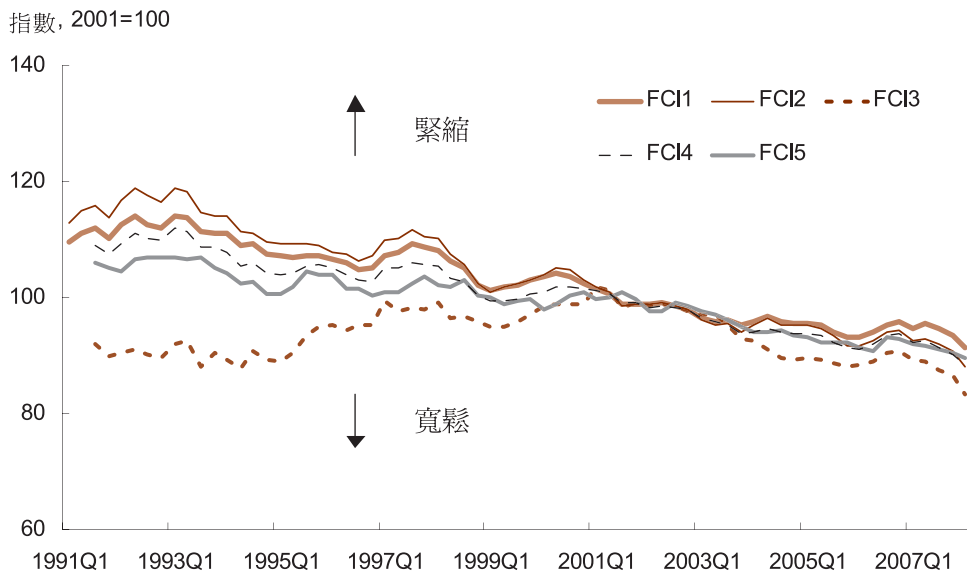
$$\begin{aligned}
 FCI_t = & 100 + (r_t - r_0) + 0.51 \times [\ln(REER_t) - \ln(REER_0)] \times 100 \\
 & - 0.03 \times [\ln(stkp_t) - \ln(stkp_0)] \times 100 \\
 & - 0.09 \times [\ln(hp\_xinyi_t) - \ln(hp\_xinyi_0)] \times 100
 \end{aligned}
 \tag{8}$$

在(8)式中，等號右邊加上100，是為了使基期值剛好等於100，以符合一般指數編製的慣例。依此，我國2001年的平均 FCI 值為100。FCI數值越高，代表金融情勢越緊俏；反之，FCI越低，則表示金融情勢越寬鬆。如前所述，FCI本身的絕對大小不具任何意義，在觀察FCI時，比較適當的作法是比較兩個不同時點的數值，以觀察這兩個時點之間金融情勢發生的變化情形。

圖5為我國1991年第1季至2008年第1季的FCI走勢。此一圖形有三個值得觀察之處：第一，除了FCI3之外，自1991年以來，FCI都是呈現向下的趨勢，且波動情形大體一致，第二，在2001年以後，除了FCI1與

FCI3之外，其餘3條FCI的走勢非常接近，第三，就近一、兩年來看，以FCI3資產市場變數為信義房價)代表的金融情勢最為寬鬆，而以FCI1資產市場變數為房地產景氣指標中的標準住宅單價)代表的金融情勢最為緊縮。如果進一步觀察5個FCI的權數值，發現FCI3的資產價格變數的權數值相較於其他四個特別高，亦即FCI3中的實質信義房價的權數高達0.51，至於其他四種FCI的資產價格權數合計僅介於0.05至0.12之間。相形之下，FCI1的資產價格權數則僅有0.013。由於我國房價自2003、2004年間開始明顯上揚(見圖1)，因而使得FCI3較為寬鬆，而FCI1則較為緊縮。

圖5 我國FCI的走勢：1991Q1-2008Q1



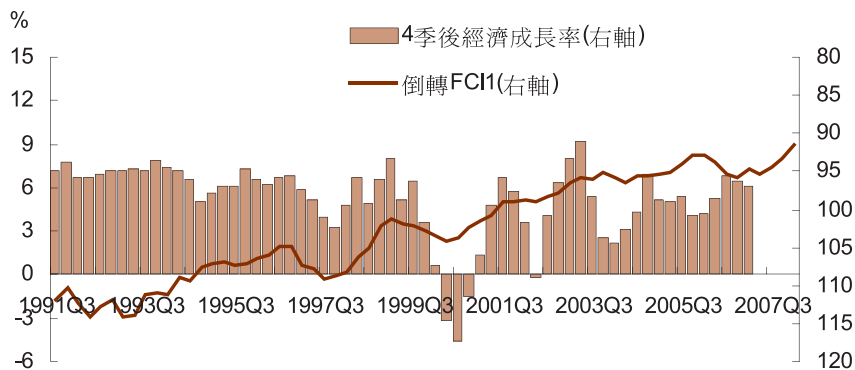
在前一小節，我們利用5組FCI權數值計算出5種FCI，本小節將從這5個FCI中，選擇一個指標性較佳者。至於應該利用種標準加以選取呢？如前所述，FCI的編製，係建立在「利率、匯率、與資產價格的變化，與總體經濟變數(如總需求等)，應有一密切關聯」的假設上，而FCI的使用者也希望透過觀察FCI，而預知在當前的金融情勢下，未來的經濟活動將如何發展。因此，一個好的FCI指標，其基本條件之一是-FCI的變化與總需求呈現一定的相關性。因此，本文利用下列三項標準來判斷哪一個FCI的指標性較佳：

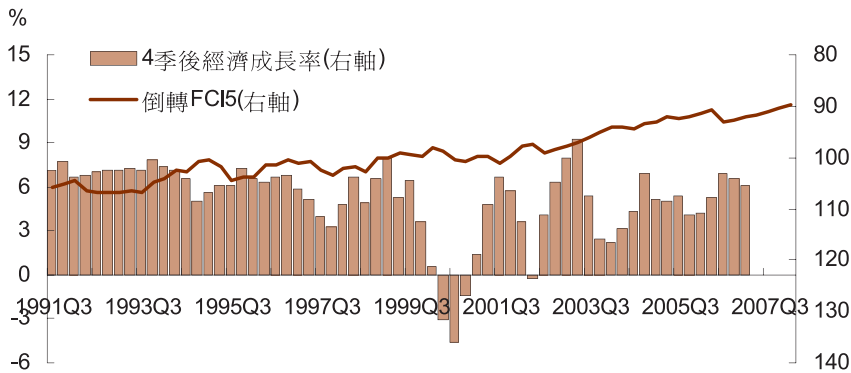
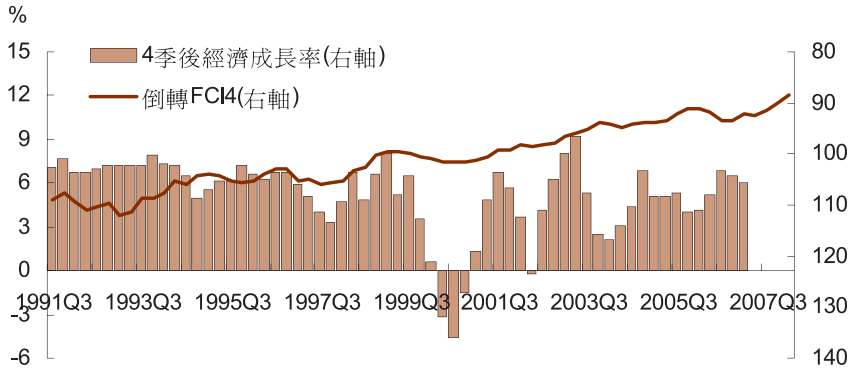
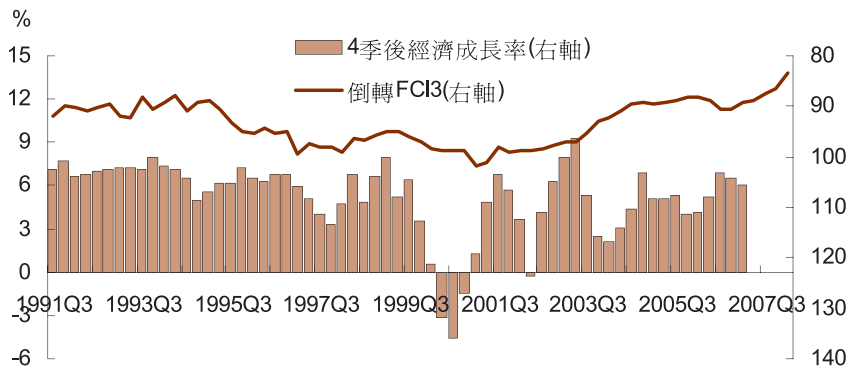
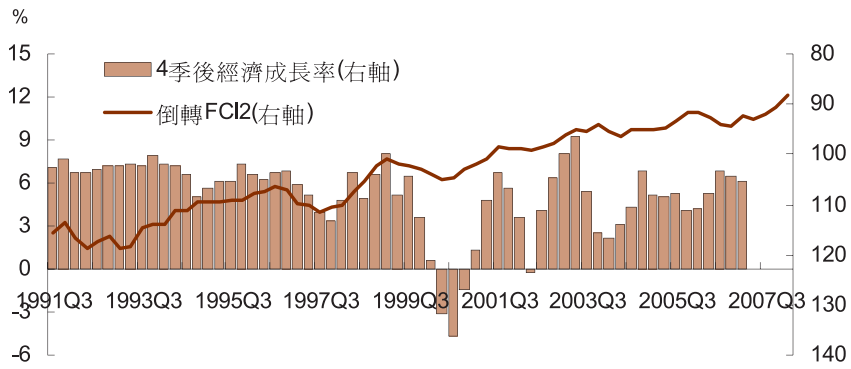
- (1) FCI能否捕捉景氣循環的轉折點；
- (2) FCI在樣本內解釋產出的能力；
- (3) FCI在樣本外預測產出的能力。

由於FCI1至FCI5的權數皆主要是根據1991年以後的樣本估計而得，因此，以下的分析也將以1991年第1季至2008年第1季為樣本期間。首先觀察FCI與經濟成長率的

圖形，來判斷FCI是否能捕捉景氣變動的轉折點，亦即是否可作為一個好的景氣領先指標，見圖6。圖6繪出各個FCI與4季後經濟成長率的走勢。由於FCI上揚，代表金融情況趨緊，理論上未來經濟成長會隨之下滑，亦即FCI與經濟成長呈反向變動，因此在圖6中，我們將FCI的座標軸(右軸)倒轉(inverted)，經過此一轉換後，FCI與經濟成長率的走勢應該呈現同方向的變動。由圖6可以看出，倒轉的FCI1、FCI2與FCI4與4季以後的經濟成長率大致呈現同向變動的關係，尤以1997年以後較為明顯，亦即當倒轉的FCI線上揚時(代表金融情勢較為寬鬆)，將造成未來的經濟成長率提高；反之，當倒轉的FCI線下降時(代表金融情勢較為緊縮)，將造成未來的經濟成長率下滑。此外，比較各圖後可以看出，如以2001年景氣下滑時期來看，以FCI1與FCI2的走勢變化較能明確的捕捉這波景氣的下挫。

圖6 FCI與4季後的經濟成長率





其次利用FCI在樣本內解釋產出、以及樣本外預測產出的能力，來判斷哪一個FCI表現較佳。本文參考English, Tsatsaronis, and

Zoli (2005) 的作法，建立一條經濟成長率的預測方程式如下列(9)式：

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{j=1}^m a_j y_{t-j} + \sum_{k=0}^n \beta_k \pi_{t-k} + \gamma \Delta FCI_{t-l} + e_t \quad (9)$$

在(9)式中， $l=4,8$ <sup>註16</sup>。以下根據(9)式，進行下列的計量分析：

(1) Wald係數檢定，即檢定(9)式中的 $\gamma=0$ 在統計上是否顯著，以及符號是否正確，如果是，表示FCI影響未來4季或8季後的總需求。

(2) 觀察各個FCI對於未來經濟成長率的預測能力，也就是利用(9)式的設定來預測未來1年至2年後的總體經濟變數，亦即預測

5至8季後的 $y$ ，其中(9)式中的 $l$ 為5、6、7、8，此一預測時程與貨幣政策效果的時間落後長度一致<sup>註17</sup>。

Wald係數檢定結果如表7所示。由表7可知，只有FCI1與FCI2在 $l=4$ 時，拒絕 $\gamma=0$ 的虛無假設(在10%的顯著水準下)，且 $\gamma$ 值為負，與理論預期相符，利用其餘3種FCI得到的 $\gamma$ 估計值均與零無顯著差異。

表7 式(9)檢定結果：FCI

	$l=4$		$l=8$	
	$\gamma$ 值	$p$ 值	$\gamma$ 值	$p$ 值
FCI1	-0.21	0.07	0.04	0.72
FCI2	-0.20	0.04	0.02	0.78
FCI3	-0.11	0.38	-0.05	0.73
FCI4	-0.24	0.19	0.008	0.97
FCI5	-0.02	0.91	0.24	0.21

最後，我們進一步比較FCI的預測能力，亦即利用(9)式來進行經濟成長率( $y$ )的預測。本文採用的預測誤差衡量方法是平均絕對誤差 (mean absolute error, MAE) 與均方根誤差 (root mean squared error, RMSE)，預測方法是以滾動迴歸 (rolling regression) 的方式，即先以1991Q1-2000Q4為樣本期間，並預測5至8季以後(即2002年第1季至第4季)的

經濟成長率<sup>註18</sup>，然後再加入4個樣本點進行估計(即估計期間為1991Q1-2001Q4)，並進行2003年第1至4季經濟成長率的預測，如此持續進行，總共可得到25個預測值，預測績效的統計結果列於表8。由表8可以發現，對未來5-8季經濟成長率的預測誤差，FCI3的MAE最小，而FCI2的RMSE最小。



表8 FCI對於經濟成長率的預測能力

單位：%

	MAE	RMSE
FCI1	1.779	2.075
FCI2	1.726	2.040
FCI3	1.692	2.086
FCI4	1.859	2.226
FCI5	1.728	2.105

說明：預測時假設(9)式中的 $l=4$ 。

以前述三種標準進行比較的結果顯示，在5種FCI中，以FCI2的表現相對較佳，其頗能捕捉主要的景氣循環轉折點，在樣本內解釋產出的能力最佳，且樣本外預測產出的誤差也最小。因此，以下將以FCI2作為分析的主體。由前面可知，FCI2包含三個變數，分別是實質利率、REER、與實質標準住宅單價，三者的權數比是1：0.69：-0.10。

圖7分別繪出FCI2與其各別組成項目的走勢，先觀察圖7(a)的FCI2與實質利率，在

1998年以前，兩者的波動似無明顯的一致性，但在1998年至2005年間，實質利率與FCI均呈現持續下降的走勢。就圖7(b)來看，在所觀察的整段樣本期間內(1991年至2008年第1季)，FCI2與REER的幾乎呈現亦步亦趨的狀態。最後，在圖7(c)，FCI2與實質房價在1994年以前、以及2003年以後，有較密切的同向關係，至於在觀察期間的中段，則沒有明顯的相關性。

圖7(a) FCI2與實質利率

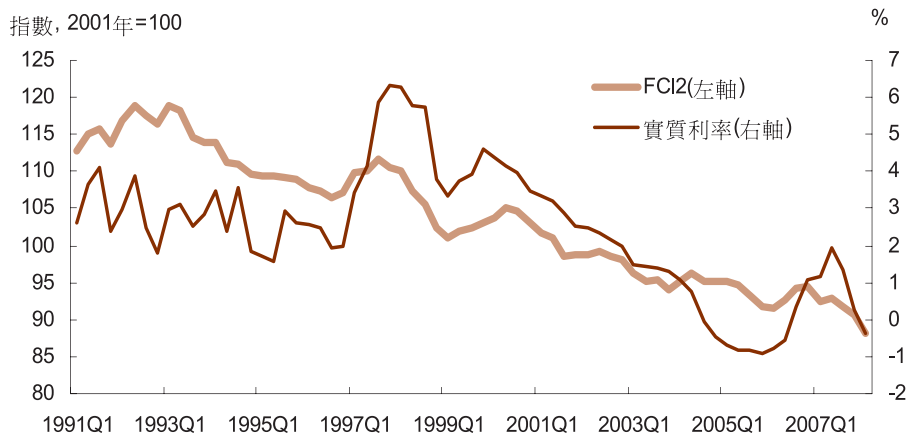




圖7(b) FCI2與REER

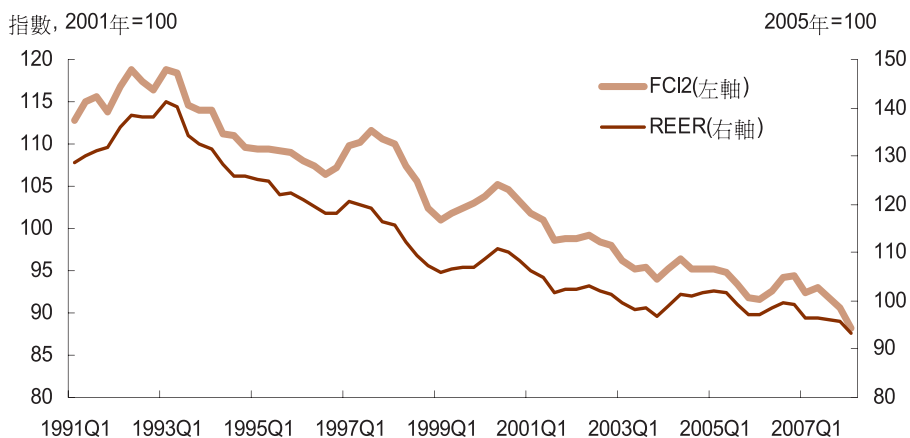
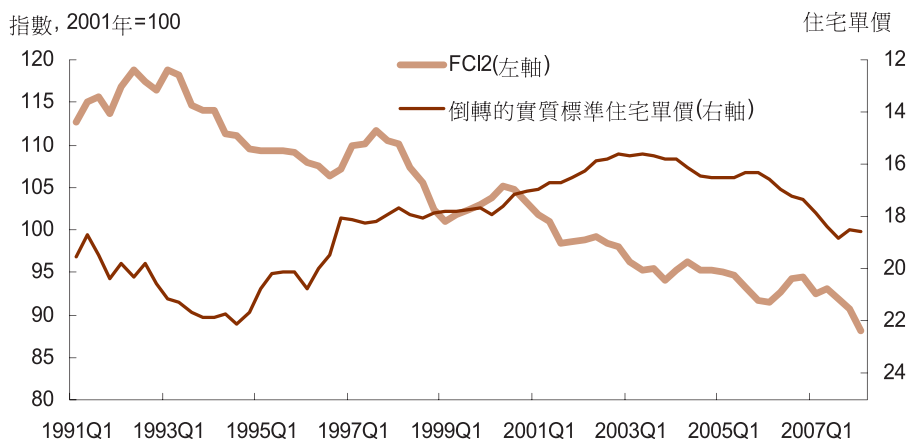


圖7(c) FCI2與實質標準住宅單價



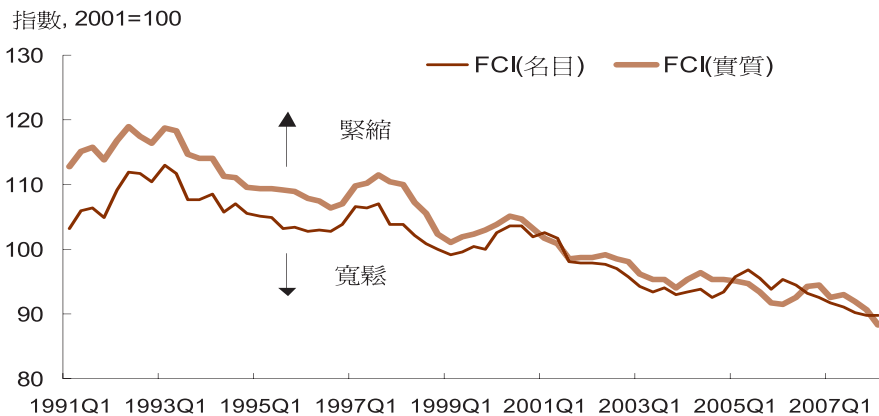
由於FCI的編製可為名目與實質兩種，前者係利用名目利率、名目匯率與名目資產價格計算，後者則為利用實質利率、實質匯率與實質資產價格計算而得。從經濟理論上看，影響總需求者應為「實質」變數，故實質FCI(及MCI)應為貨幣當局較關注的指標；但是，基於實務上操作的簡便起見，有些編製單位以名目FCI(或MCI)作為主要的觀察對象，有些機構則編製實質FCI，如高

盛的GSFCI即以實質表示。以加拿大銀行為例，就短期而言，該行較重視名目MCI，而非實質MCI的編製與分析，其主要理由是，在計算實質MCI的過程中，必須先取得主要貿易對手國的物價資料，並據以計算實質有效匯率指數，因而實質MCI的計算上將產生較長的時間落後；此外，就短期觀點來看，名目MCI所提供的訊息與實質MCI相去不遠，因為相對於名目利率與

匯率，物價的變動通常較為漸進<sup>註19</sup>。因此，雖然隨著時間的逐漸累積，名目FCI與實質FCI的水準值容或將產生若干偏離，但在較短的期間來看，兩者的變動情況應相當一致。不過，為求嚴謹起見，除了編製實質FCI之外，本文也一併編製名目FCI，編製

方法與式(8)相似，亦即權數均與實質FCI2相同，只不過所包含的三個變數全部均以名目值代入。圖8為名目FCI與實質FCI的變動情形。由圖8可知，與前面推測的情況類似的是，就短期而言，兩者的變動情況相當一致。

圖8 名目與實質FCI



在解讀FCI權數值的時候，必須注意的是，單單觀察各變數權數值的相對大小，無法看出不同變數對於總需求影響的相對重要性。舉例來說，在表6中，利率的權數值均大於匯率的權數值，但這並不表示利率變動對於總需求的影響程度大於匯率。事實上，個別變數對於實質產出之影響的大小，尚須視此變數本身的實際波動程度而定。例如，一個權數小的變數，如果其本身的波動幅度很大，則其對於FCI的貢獻，可能要比一個權數大、但波動不大的變數來得高。例如，以近幾年的情況來看，實質利率要上揚一個

百分點，可能需要長達幾年的時間，也就是說，利率變數本身的波動性不大；相形之下，股價可能在一天之內就變動好幾個百分點。

為進一步說明，以下利用圖示的方式說明利率、匯率、房價等在FCI中的相對重要性。圖9為各個組成項目的實際走勢偏離基期值的部份，圖10為圖9的數值乘上個別變數的權數。

由圖9與圖10可知，雖然實質利率的權數值最高，但它卻不是主導整個FCI走勢的最主要變數，因為實質利率本身的波動性非

常低，此點可由圖9看出：在圖9中，它是3個變數中波動最小者。相形之下，波動最大的變數是REER與實質房價，而REER的權數相對於實質房價又來得高，因此，在圖10中，REER對於FCI的影響特別突出，我們可以看到，紅色線為REER，由於此一變數

的波動性頗大，加上其權數亦頗高(0.69)，因此，它可說是主導我國FCI走勢最重要的變數。至於利率與房價變數，前者雖權數最大，但波動性最小；後者則是波動性雖高，但權數相對較小，因此兩者在FCI中均非扮演決定性的角色。

圖9 FCI組成項目實際走勢偏離基期值情況

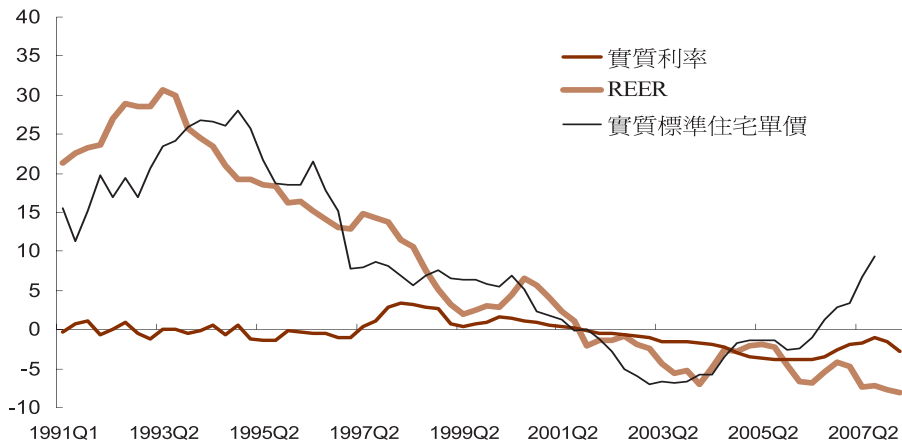
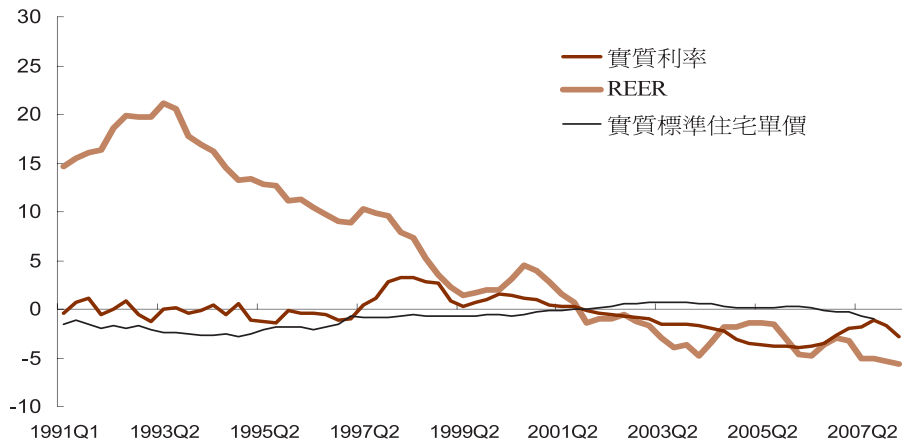


圖10 FCI組成項目實際走勢偏離基期值 × 權數



## 伍、FCI與MCI的比較

為瞭解FCI與MCI哪一個指標對於貨幣當局能提供較為有用的訊息，本節擬利用前面提到的三種實證方法，來推估MCI的權數。與FCI不同的是，MCI只需估計實質利率與新台幣實質有效匯率指數的權數。由於估計方法、步驟與FCI相同，因此以下僅直

接將結果列出。

首先是單一方程式的估計結果(見表9)，不管就全樣本或後段樣本而言，實質利率與REER的係數估計值均不顯著異於零，但符號均為負，與理論預期一致。

表9 MCI權數單一方程式估計結果

被解釋變數： $\Delta_4 y_t$

	1982Q1-2008Q1	1991Q1-2008Q1
$\Delta_4 y_{t-1}$	0.949 <sup>***</sup> (20.20)	0.901 <sup>***</sup> (15.56)
$\Delta_4 r_{t-j}$	-0.148 (4) (-1.45)	-0.082 (4) (-0.77)
$\Delta_4 q_{t-k}$	-0.060 (2) (-1.62)	-0.039 (3) (-0.99)
AR(4)	-0.476 <sup>***</sup> (-4.82)	-0.529 <sup>***</sup> (-5.03)
$\bar{R}^2$	0.7782	0.7248
Q(4)	2.456	2.828
AIC	3.542	3.486

說明：1. 表中估計係數右方括弧內的數字代表該解釋變數的落後期數，估計係數下方括弧內的數字代表t值，\*\*\*、\*\*、及\* 分別表示估計係數在1%、5%、及10%之顯著水準下顯著異於零。

2. Q 為 Ljung-Box 自我相關檢定之Q檢定統計量，Q後面括弧內的數字代表落後期數。

3. 各式落後期數係依據AIC原則選取(利用SIC得到的結果相同)。

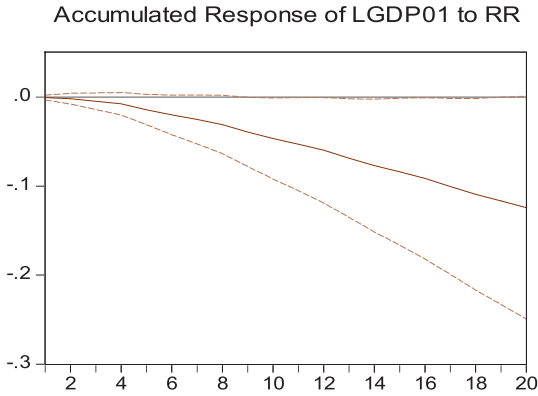
4. 為節省篇幅，省略迴歸式中常數項的估計結果。

其次利用VAR模型推算 MCI權數，此時內生變數為 $(y, r, p)$ 。先就全樣本來看，利用AIC與HQ得到的落後期數為6期，SIC為3期，先以落後期數較少的3期開始估計，並觀察模型殘差項是否無序列相關，結果發現，在落後5期時，利用LM檢定，無法拒絕模型無序列相關的虛無假設。依此一落後結構的模型進行衝擊反應函數分析，得到的累

積衝擊反應 (accumulated impulse response) 見圖11。由圖11可知，衝擊反應分析的符號與預期相符，即利率衝擊對產出的影響效果為負，匯率衝擊對於產出的影響方向則是先正後負。不過，匯率衝擊對於產出的影響效果，僅有前兩期在統計上顯著，至於利率的衝擊效果則均不顯著。

圖11 利率、匯率一般化後的一個標準差對產出的累積衝擊反應：1982Q1-2008Q1

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



Accumulated Response of LGDP01 to LREER

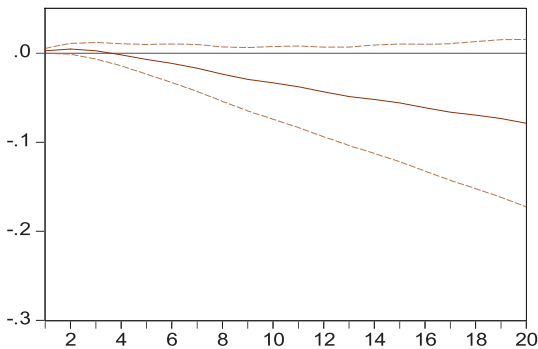
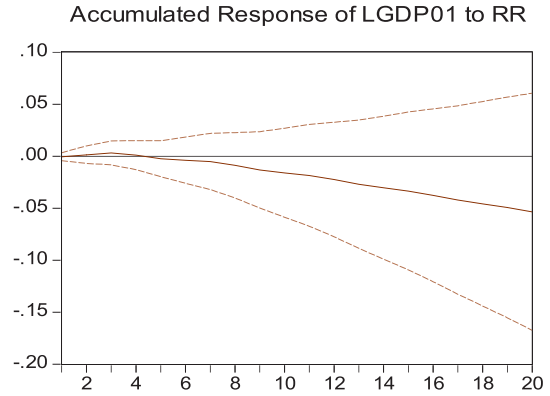
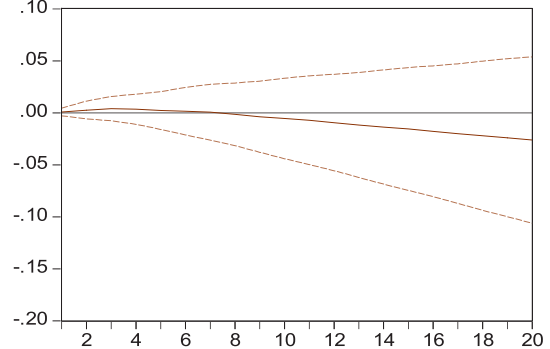


圖12 利率、匯率一般化後的一個標準差對產出的累積衝擊反應：1991Q1-2008Q1

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



Accumulated Response of LGDP01 to LREER



再就後段樣本來看，利用AIC得到的落後期數為5期，SIC與HQ則為3期，先以落後期數較少的3期開始估計，並觀察模型殘差項是否無序列相關，結果發現，在落後3期時，利用LM檢定，無法拒絕模型無序列相關的虛無假設。依此一落後結構的模型進行衝擊反應函數分析，得到的累積衝擊反應 (accumulated impulse response) 見圖12。由圖

12可知，利率衝擊對產出的影響效果在第6期以後為負，匯率衝擊對於產出的影響方向則是在第6期以後為負。不過，可惜的是，兩種衝擊對於產出的影響效果均不顯著。

最後利用ARDL Bounds Test進行共整合分析以及MCI權數值的估計，此時誤差修正模型為：

$$\Delta y_t = \alpha + \delta_0 y_{t-1} + \delta_1 r_{t-1} + \delta_2 q_{t-1} + \sum_{j=1}^p \beta_{1,j} \Delta y_{t-j} + \sum_{j=0}^q \beta_{2,j} r_{t-j} + \sum_{j=0}^k \beta_{3,j} q_{t-j} + d_1 Q1_t + d_2 Q2_t + d_3 Q3_t + u_t \quad (10)$$

結果列於表10。

表10 ARDL式(7)的估計與相關檢定結果：MCI

樣本期間	F 統計量	序列相關 Q 統計	$\hat{\theta}_1$ (-)	$\hat{\theta}_2$ (-)
1982Q1-2008Q1	13.53	7.191	-0.409	-0.087
1991Q1-2008Q1	19.08	15.12*	-5.995	23.137

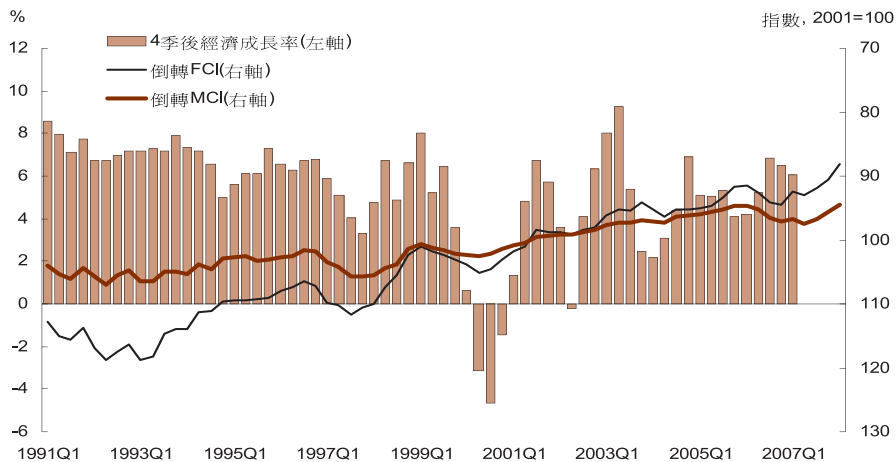
說明：1. 在1%顯著水準下，上限值為7.84，下限值為6.84；在5%的顯著水準下，上限值為5.73，下限值為4.94，在10%的顯著水準下，上限值為4.78，下限值為4.04。  
2. 上標\*\*\*，\*\*，與\*分別代表在1%、5%與10%的顯著水準下，拒絕虛無假設。  
3. 序列相關檢定最長的落後期數為8期。

由表10可知，從F統計量來看，全樣本與後段樣本的估計，在1%的顯著水準下(對應的上限值為7.84)均超過上限值，表示拒絕沒有長期關係的虛無假設，亦即變數間存在長期共整合關係。至於就係數值而言，就全樣本而言，利率與匯率的符號均為負，與理論預期相符，至於後段樣本的匯率係數估計值為正，與理論預期不符。

綜合三種實證結果，我們採用ARDL Bounds Test中的全樣本估計結果來編算MCI。因此，利率與匯率的權數比

為 $-0.409 : -0.087 = 1 : 0.21$ 。為比較MCI與FCI的走勢，以及它們與總需求的關係，以下將這兩個指標的時間趨勢以及4季後的經濟成長率同繪於圖13中。由圖13可以發現，FCI與MCI大致均可以捕捉幾個主要的景氣變動轉折點，不過，由於MCI的變動較為平滑，因此，在觀察景氣的轉折時，FCI所發送的訊息內涵似乎更為清楚，例如，以2001年經濟成長大幅衰退的情況為例，透過FCI我們可以更清楚的捕捉該年各季經濟成長的起伏。

圖13 MCI與FCI



接著，我們延續前面評估FCI的方法，觀察MCI與經濟成長率之間的相關性，以瞭解MCI與經濟活動的關係，是否較FCI密切。

首先檢定式(9)中的 $\gamma=0$ 是否成立，檢定結果如表11所示。表11的檢定結果均無法拒絕 $\gamma=0$ 的虛無假設，也就是在統計上沒有證

據可以支持MCI影響未來總需求。接著，進一步觀察MCI對於總產出的預測能力，預測的進程序與前述的FCI相同，結果列於表12。比較表12與表8中FCI2的預測誤差後可以發現，不管就MAE或RMSE而言，MCI對於經濟成長率的預測誤差均較FCI2來得高。

表11 式(9)檢定結果：MCI

$l=4$		$l=8$	
$\gamma$ 值	$p$ 值	$\gamma$ 值	$p$ 值
-0.11	0.41	0.06	0.61

說明：預測時假設(9)式中的 $l=4$ 。

表12 MCI對於總需求的預測能力

MAE	RMSE
1.735	2.109

綜合樣本內的解釋能力與樣本外的預測績效分析結果來看，就作為我國總需求的觀測指標而言，納入房價以後的FCI，其指標性似乎較MCI為佳。不過，就資料取得的及時性 (timeliness) 來看，MCI卻較FCI略勝一籌，理由在於，本文選澤的FCI中包含房價資料，而目前國內的房價資料均為按季發

布，至於利率與匯率資料則資料發布頻率較高(按月)，且時間落後亦較短。因此，在實務運用上，MCI可作為FCI資料尚未取得之前的一項輔助性參考指標。畢竟，MCI與FCI並非二者僅能擇其一，而是可以相互輔助與對照。



## 陸、結論與建議

金融情勢指數 (FCI) 將原本只納入利率與匯率的MCI指標加以擴充，納入資產價格變數，因而使得投資機構與貨幣當局在衡量一國的金融情勢時，較不易忽略資產價格變動對總體經濟的影響，因此，FCI指標對於一國央行的貨幣政策，應具有若干參考價值。本文不僅是FCI相關研究中，首先利用共整合分析法進行FCI之分析，同時也是國內第一篇針對台灣情況進行FCI實證分析的研究。

實證結果顯示，利用VAR模型進行衝擊反應分析的結果，在統計上均不顯著，因此，我們最後根據單一方程式與ARDL Bounds Test共整合分析的實證結果，建構出5條FCI數列，並從中選取一個與總需求的變動相關性較高的FCI，此一最後擇定的FCI，其實質利率、REER、實質標準住宅單價的權數比是1：0.69：-0.10。

本文也利用相同的實證步驟建構MCI，並與FCI進行比較，結果發現，無論就樣本內的解釋能力、或樣本外的預測績效來看，就作為我國總需求的觀測指標而言，FCI的指標性似乎略勝MCI一籌。不過，由於MCI所涵蓋的資料較為及時，因此，在實際運用上，MCI作為FCI的一項輔助指標。

另外須強調的一點是，由於FCI在編製上仍存在一些問題，例如，FCI權數估計的

不確定性，以及其他的計量問題等，因此，應用時應該特別注意這些限制。此外，在解讀FCI時，由於利率、匯率、以及資產價格的變動，除了受到貨幣當局變動操作工具的影響之外，尚受到其他非貨幣當局所能掌控的其他變數所影響，因此，不宜將FCI的變動視為衡量貨幣政策鬆緊程度或貨幣政策意向的指標。例如，國際油價以及國際商品價格的改變，可能會改變一國的貿易條件 (terms of trade)，因而影響該國貨幣的對外價值，此時，FCI值亦將隨著改變—即使貨幣政策的態勢 (stance) 完全沒有發生任何變化。同理，國外利率與外國通貨膨脹率的改變，以及投資者對國內資產組合偏好的改變，也會使得國內的短期利率水準—以及FCI—發生變化。因此，建構FCI的變數改變，並不只單純反映了貨幣政策的變動，在這種情況下，FCI的變動並不同於貨幣政策態度的轉變，因而在解讀FCI數值的變化時，必須特別謹慎。

除了計量的問題之外，一個比較根本的問題是，由於FCI指標是綜合兩個以上的經濟變數而得，因此，相較於分別觀察個別的單一指標，這種綜合性的指標有何優點與缺失？簡言之就是一「合」會比「分」好嗎？

在本文的前言中已經說明過，從貨幣當局的角度來看，由於FCI這項單一指標中，

隱含了利率、匯率與資產價格的效果，因此，藉由此項指標，將有助於避免貨幣當局低估貨幣政策的效果。這是FCI的第一個優點。其次，FCI這種綜合指標的好處就是「簡化」，特別是對於投資機構而言，可讓他們更容易清楚的傳達對未來景氣或政策動向的研判。但是這第二項優點，對於中央銀行而言似乎不是那麼突出；對於貨幣政策制定者而言，對於個別訊息變數進行更細緻的分析，似乎更為重要。誠如Mayes and Viren (2001) 所說的，「外部機構試圖利用某些指標推測中央銀行的政策動向，是一回事；至於本身即對貨幣政策決策背後的訊息充份掌握的中央銀行去使用這些指標，則又完全是另外一回事。」

綜合性指標的第三個問題是，如果個別變數變動，到影響未來經濟活動之間的時間落差是不一致的，則我們很難判斷將變數合在一起的FCI發生變動之後，要經過多少時間才會對經濟活動產生影響。

最後一個問題是，由於利率、匯率、股價、房價等變數的時間數列性質不同，有些是均數回復的 (mean-reverting)，有些則是具有明顯的時間趨勢，因此，將這些不同性質的變數混合在一起的時候，其時間數列性質到底變成什麼？或許並不容易釐清。這樣的結果對於貨幣當局而言會帶來一個問題，即通常在觀察某項指標(如FCI或個別利率等)的變動時，常常會需要藉助於某一基準值來進

行比較，如平均值或長期趨勢值等，例如，利率通常是均數回復的，因此常常是以某段期間的平均值來作為一基準值；至於股價等則是具有長期趨勢，因而可能採行某種平滑方法(如移動平均或HP過濾器)來推算其長期趨勢，並以之作為一比較基準。但是，對於FCI這種混合指標而言，究竟應該以平均值或移動平均來推算基準值？似乎是仁智互見。一種解決的辦法就是直接檢定FCI的整合級次，以瞭解其是I(0)或I(1)數列，然後再決定如何得出一個基準參考值較為適當<sup>註20</sup>。

除了藉由與一個基準值比較，以判斷當期的金融情勢屬於寬鬆或緊縮之外，另外還可以藉由類似泰勒法則 (Taylor's Rule) 的概念，來推論當前的金融情勢是否適當。例如，Lawrence Ball (1999) 即曾建構一個針對MCI的法則 (MCI-based rule)，據以瞭解當前的FCI是否適當。未來如欲以從FCI中萃取訊息者，亦可仿照此一精神，建構一個以FCI為基礎的政策回饋法則。

另外一個實務上運用時可能面臨的問題是，一般在解讀FCI的走勢時，常常會將兩個不同時點的FCI值進行比較，以判斷金融情勢產生了何種變化。不過，在進行比較時，有一點值得注意的是，在不同的經濟時空環境下，所對應的「均衡」或「最適」的FCI通常是不同的，因此，所比較的兩個FCI，相隔的時間不宜太長，否則會有誤導的可能。例如，雖然2008年3月的FCI比1990

年3月的FCI為低，例如前者為105，後者為120，然而這並不一定代表前者的金融情勢比較寬鬆，因為這兩個時點的經濟金融時空背景有所不同，故對應的「均衡」金融情勢也有所差異。如果2008年3月時的均衡FCI值為110，而1990年3月時的均衡FCI值為130，則2008年3月的實際FCI偏離均衡FCI幅度為 $(105-110=-5)$ ，而1990年3月實際FCI偏離均衡FCI幅度則為 $(120-130=-10)$ ，後者偏離均衡值的情況更為嚴重，也就是過於寬鬆的情形更為嚴重。

最後值得一提的是，Dudley and Hatzius

(2000)認為，在以市場為基礎 (market-based) 的金融體系中(如美國)，相較於貨幣總計數、銀行信用等量化指標，利率與資產價格等價格變數與經濟活動的關係，應該比較密切；而在以銀行為基礎 (bank-based) 的金融體系中(如歐洲地區、日本、以及我國等)，則貨幣總計數仍為較重要的指標。因此，貨幣當局在運用FCI或MCI作為貨幣政策的指引時，宜考量其自身的金融結構，並輔以其他的指標(如貨幣總計數等)，以降低偏向單一指標所帶來的可能風險。

## 附註

- (註1) 高盛公司 (Goldman Sachs) 是第一個將股價變數加入MCI者(見Dudley and Hatzius, 1999)。
- (註2) 所謂財富效果源自於Ando and Modigliani 提出的生命週期/永久所得消費理論(life-cycle/permanent income consumption theory)，也就是當人們的財富增加時，不管是來自於股票、房地產、或其他資產價格的上揚，對於消費支出均將產生正向影響。而家庭與企業部門的信用管道，又稱為抵押品效果 (housing collateral effects) 或資產負債表管道 (balance sheet channel)，是指當資產價格(特別是房地產價格)上揚時，抵押品價值將提高，進而提高借款者的貸款能力，並刺激消費與投資 (Bernanke and Gertler, 1989; Kiyotaki and Moore, 1997; Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1998)。至於資本成本是指資產價格變動之後，將透過股市籌資成本的變化而影響民間投資，例如，當股價下跌時將使得企業的資本成本提高，進而不利於企業籌資與企業投資。
- (註3) 由於FCI是由MCI延伸而來，因此，一些FCI與MCI所共有的基本概念與問題的探討，本文予以略過，有興趣的讀者可參考徐千婷 (2001) 中MCI的相關論述。
- (註4) 此一指數係Goldman Sachs 自行編製，稱為Goldman Sachs貿易加權美元指數 (Goldman Sachs Trade-Weighted Dollar Index, GSTWI)。
- (註5) Goodhart and Hofmann (2001) 與Gauthier, Graham, and Liu (2004) 均同時採用單一方程式與VAR模型進行分析。
- (註6) 本文曾嘗試採用與Duguay (2004) 相同的作法，亦即將利率、匯率變動等解釋變數先經過移動平均後，再進行估計，惟這些解釋變數的係數估計值均將變得不顯著異於零。此外，在進行估計時，有些文獻係以產出缺口取代實質GDP的變動率作為被解釋變數，本文亦曾嘗試利用此一設定進行估計，但估計結果並不理想。
- (註7) 由於我國的國民所得統計資料未經過季節調整，同時，Lin (1999) 在對1980年至1998年GDP序列進行季節性單根 (seasonal unit root) 進行檢定之後亦發現，我國的GDP資料的確有季節性單根。因此，本文採取與Lin相同的作法，

即模型中的資料先經過季節差分之後再進行迴歸分析。

- (註8) 利用SC標準進行選取的結果大體上是一致的。
- (註9) 有關ADRL Bounds Test法的詳細說明，請參見Pesaran *et al.* (2001)。
- (註10) 實質利率本應為名目利率減去預期物價上漲率，在此假設人們的預期行為是適應性預期 (adaptive expectation)，故以過去的實際物價上漲率代替預期物價上漲率。
- (註11) 在進行後段樣本的實證分析時，如果模型中包含信義房價變數，則樣本期間將自1991Q3開始。
- (註12) 殘差項若出現序列相關，將使迴歸估計結果產生下列問題：(1) OLS的估計將不再是有效率的 (efficient)，(2) 利用一般的OLS估計值的標準差計算公式所算出的標準差是不正確的，(3) 如果方程式右手邊的變數包含了被解釋變數的落後項，則OLS估計值將是偏誤的、且不具有一致性。
- (註13) 在(3)式的模型設定中，等號右邊原擬加入Q1、Q2、Q3三個季節虛擬變數，以捕捉季節性因素，但經由估計後顯示，季節虛擬變數在所有的式子中均不顯著；而即使保留這三個不顯著的變數，模型在4階以後還是存在明顯的序列相關。因此，本文最後假設式中殘差項為AR(4)再進行估計。
- (註14) 匯率衝擊對產出的影響符號，在一開始的前3季為正，代表當REER上升(代表台幣升值)時，一開始將造成產出增加；反之，當REER下降(代表台幣貶值)時，一開始將造成產出減少。這可能是反映J曲線效果—即本國貨幣貶值後，一開始將使實質進口增加，以本國產出為計算單位的實質出口不變，故貿易餘額下滑，然後實質進口減少、實質出口增加，貿易餘額較原水準上升。
- (註15) 亦可進一步令所有變數的權數值加總後為1，此一轉換僅使FCI線整條移動，故並不影響FCI的判讀。
- (註16) 一般而言，貨幣政策效果的落後時間大約是1至2年，再加上為簡化分析起見，因此將(9)式中的 $l$ 設定為4與8。
- (註17) Bernanke *et al.* (1999) 認為中央銀行採取政策行動到影響其最終目標(通膨)之間，大約需歷時2年，他們並將這「2年」的時間落後稱為“a common estimate”；Gerlach and Svensson (2001) 則指出，根據ECB的研究，歐元區的貨幣成長與通膨變動之間，大約有18個月的時間落後；Gruen *et al.* (1997) 的實證研究則發現，澳洲準備銀行 (Reserve Bank of Australia) 的貨幣政策措施對於產出的影響，平均落後時間約為5或6季。
- (註18) 與前面相同的是，選擇預測5至8季後的經濟成長率，係為與一般認為貨幣政策的時間落後長度(1至2年)一致。
- (註19) 但就較長期的貨幣決策而言，使用實質 MCI 應較名目 MCI 來得適當。
- (註20) 以1991年第1季至2008年第1季為樣本期間，進行FCI2的單根檢定，結果顯示，本文的FCI2為I(1)數列。

## 附錄一：ADF單根檢定結果

以下進行實質GDP( $y$ )、CPI( $p$ )、實質利率( $r$ )、新台幣實質有效匯率指數( $reer$ )、實質股價( $sp$ )、股票總市值占名目GDP比率( $sv\_gdp$ )、以及兩種實質房價( $hp\_ci, hp\_xinyi$ )的ADF單根檢定。在進行檢定之前，先將各數列的時間趨勢繪於附圖1(a)與1(b)。此外，延續前面的作法，樣本期間也分為全樣本(1982Q1-2008Q1)以及後段樣本(1991Q1-2008Q1)。

在進行ADF (augmented Dickey-Fuller) 單根檢定時，必須先決定檢定式中的落後期數。本文係以AIC (Akaike Information Criterion)、SIC (Schwarz Information Criterion)及HQ (Hannan-Quinn Criterion) 等三種落後期數選取標準，來決定落後期數。檢定結果列於附表1(a)與1(b)。

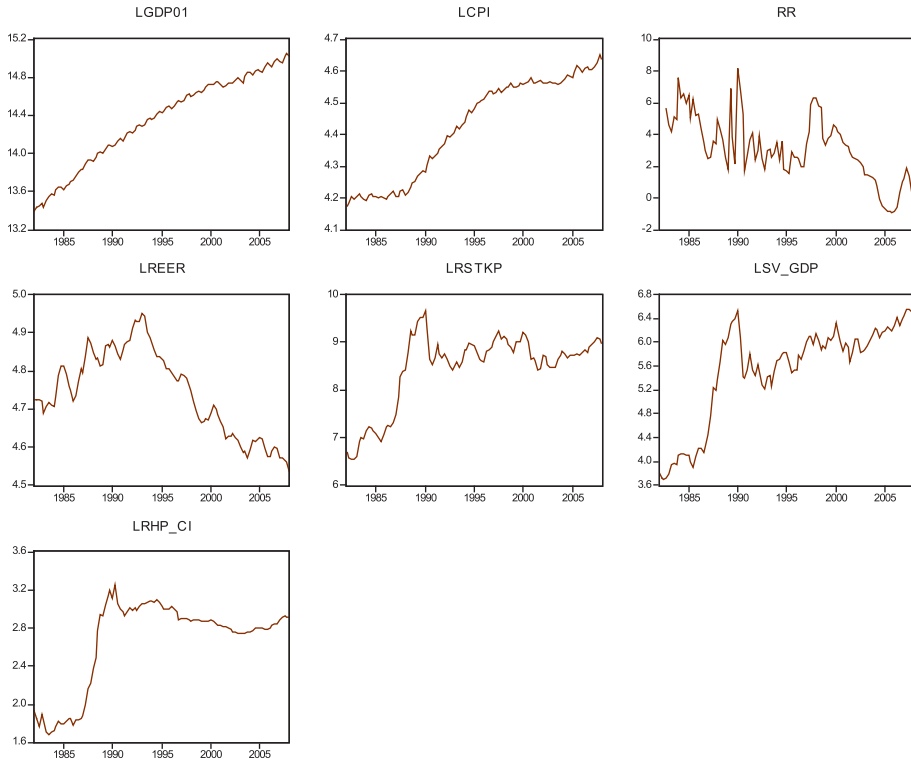
由附表1(a)可以發現，實質利率( $r$ )在檢定式中包含常數項的設定下，不同的落後期數，得到的檢定結果亦不相同：以AIC及HQ決定的落後期數為2，且在此一落後期數的設定下，無法拒絕實質利率具有單根，

即 $r$ 為I(1)數列；但以SIC決定的落後期則為0期，在此設定下，拒絕實質利率具有單根，亦即表示 $r$ 為I(0)數列。而觀察圖1(a)的實質利率走勢，的確可以看到利率似乎是介於mean-reverting數列與具有時間趨勢數列之間的一個變數。至於在檢定式中同時包含常數項與時間趨勢的設定下，也出現不一致的情形。另外一個變數是股價 $sp$ ，這個變數也有類似的 inconsistence 情形。

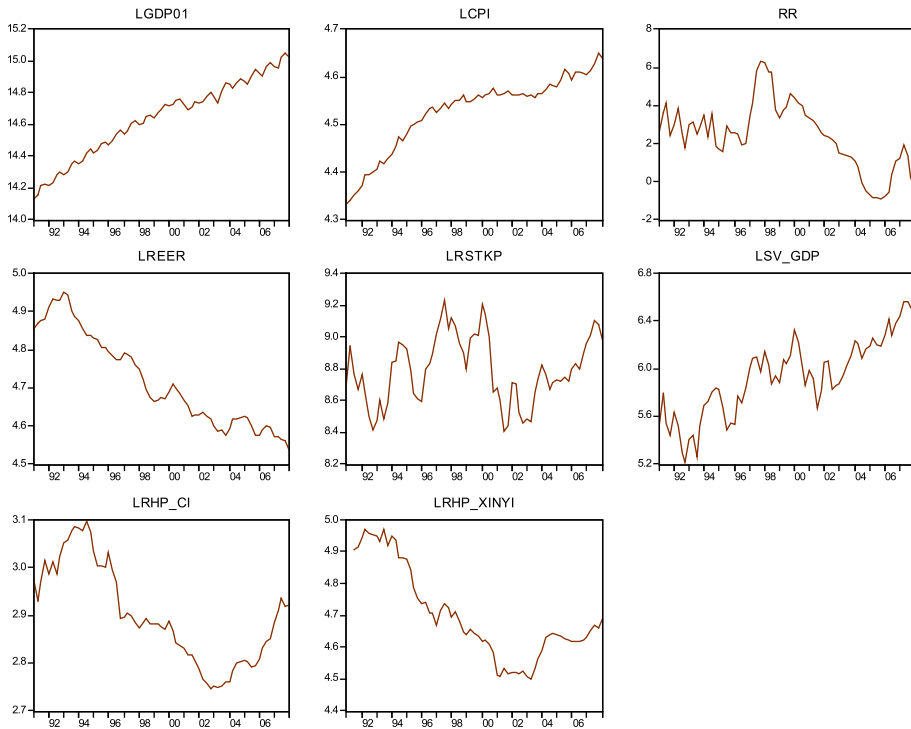
如果樣本期間縮短為只觀察1991年以後的情況，則ADF單根檢定結果如附表1 (b)，此時股票總市值/名目GDP比率( $sv\_gdp$ )在檢定式中包含常數項與時間趨勢的假設下，不同的落後期數，也會得到不一致的檢定結果：以AIC及HQ決定落後期數時，無法拒絕 $sv\_gdp$ 具有單根，即 $sv\_gdp$ 為I(1)數列；但如以SIC法決定的落後期數為0，且在這種設定下，拒絕 $sv\_gdp$ 具有單根，即 $sv\_gdp$ 為I(0)數列。不過，如果觀察附圖1(b)， $sv\_gdp$ 似乎比較不像是mean-reverting的過程，而比較接近I(1)數列。



附圖1(a) 各數列的時間趨勢：全樣本



附圖1(b) 各數列的時間趨勢：後段樣本



附表1(a) ADF單根檢定結果：全樣本

變數	檢定式中含常數項			檢定式中含常數項與時間趨勢		
	AIC	SIC	HQ	AIC	SIC	HQ
<i>y</i>	0.06* (8)	0.06* (8)	0.06* (8)	0.89(8)	0.89(8)	0.89(8)
<i>p</i>	0.90(5)	0.90(5)	0.90(5)	0.23(9)	0.63(5)	0.63(5)
<i>r</i>	0.40(2)	0.03**(0)	0.40(2)	0.15(2)	0.00*** (0)	0.00*** (0)
<i>reer</i>	0.96(7)	0.88(1)	0.98(5)	0.40(7)	0.63(5)	0.63(5)
<i>sp</i>	0.07* (3)	0.10(1)	0.07* (3)	0.33(3)	0.41(1)	0.33(3)
<i>sv_gdp</i>	0.20(4)	0.26(1)	0.27(2)	0.24(4)	0.37(1)	0.24(4)
<i>hp_ci</i>	0.13(3)	0.31(2)	0.13(3)	0.54(3)	0.81(2)	0.54(3)

說明：1. 實際樣本估計期間，因各個檢定式中所設定之落後期數而有所不同。

2. 變數除實質利率外，餘均已經過對數轉換。

3. 表中數字為ADF檢定t統計量所對應的機率值(p值)，括弧內數字為所選取的落後期數，上標\*\*\*，\*\*，與\*分別代表在1%、5%與10%的顯著水準下，拒絕「有單根」的虛無假設。

4. 選取落後期數時，最大落後期數為12期。

附表1(b) ADF單根檢定結果：後段樣本

變數	檢定式中含常數項			檢定式中含常數項與時間趨勢		
	AIC	SIC	HQ	AIC	SIC	HQ
<i>y</i>	0.60(8)	0.32(5)	0.60(8)	0.53(8)	0.58(5)	0.53(8)
<i>P</i>	0.01** (2)	0.06*(0)	0.01**(2)	0.45(5)	0.38(0)	0.38(0)
<i>R</i>	0.59(0)	0.59(0)	0.59(0)	0.43(0)	0.43(0)	0.43(0)
<i>reer</i>	0.95(7)	0.94(1)	0.94(1)	0.08*(5)	0.05*(1)	0.05*(1)
<i>sp</i>	0.17(7)	0.11(0)	0.17(7)	0.45(7)	0.31(0)	0.45(7)
<i>sv_gdp</i>	0.78(8)	0.43(0)	0.87(7)	0.21(8)	0.05**(0)	0.28(7)
<i>hp_ci</i>	0.75(7)	0.67(1)	0.75(7)	0.91(7)	0.99(0)	0.91(7)
<i>hp_xinyi</i>	0.55(0)	0.55(0)	0.55(0)	0.99(0)	0.99(0)	0.99(0)

說明：選取落後期數時，最大落後期數為10期。



## 附錄二：資料說明

定義	樣本期間	資料出處
消費者物價指數(2001年=100)	1982Q1-2008Q1	主計處物價統計月報
實質GDP(2001年為基期)	1982Q1-2008Q1	主計處國民所得統計
金融業隔夜拆款加權平均利率	1982Q1-2008Q1	中央銀行金融統計月報
新台幣實質有效匯率指數	1982Q1-2008Q1	中央銀行國際收支統計科
台灣加權股價指數	1982Q1-2008Q1	中央銀行金融統計月報
台灣股票總市值	1982Q1-2008Q1	中央銀行金融統計月報
房地產景氣指標－標準住宅單價(元)	1982Q1-2008Q1	內政部建築研究所(政大台灣房地產中心)
信義房價指數(1991Q1=100)	1991Q3-2008Q1	信義房屋(美國西維吉尼亞大學)
國泰房價指數 (2001年=100)	1993Q1-2008Q1	國泰建設(政大台灣房地產中心)

## 參考文獻

- 徐千婷 (2001) · 我國貨幣情勢指數之實證研究 · 《中央銀行季刊》 · 23卷1期 · 頁95-116。
- Atkins, Frank J. and Patrick J. Coe (2002), “An ARDL Bounds Test of the Long-Run Fisher Effect in the United States and Canada,” *Journal of Macroeconomics*, 24, 255-266.
- Ball, Lawrence (1999), “Efficient Rules for Monetary Policy,” *International Finance*, 2(1), 63-83.
- Bernanke, B.S. and A. Blinder (1992), “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission,” *American Economic Review*, Vol. 82 (September), pp 901-21.
- Bernanke, B.S. and M. Gertler (1989), “Agency Costs, Collateral and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, 79, pp 14-31.
- Bernanke, B.S., M. Gertler, and S. Gilchrist (1998), “The Financial Accelerator in a Quantative Business Cycle Framework,” *NBER Working Paper* No. 6455.
- Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin, and A. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Christiano, L., M. Eichenbaum, and C.L. Evans (1994), “Identification and the Effects of Moneatry Policy Shocks,” *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper* No. WP-94-7.
- Deutsche Bank (2007), *Global Economic Perspectives*, June 11.
- Dudley, William (1999), “The Goldman Sachs Financial Conditions Index: Still Accommodative After All These Years,” *Goldman Sachs Global Economics Paper*, No. 26.
- Dudley, William and Jan Hatzius (2000), “The Goldman Sachs Financial Conditions Index: The Right Tool for a New Monetary Policy Regime,” *Goldman Sachs Global Economics Paper*, No. 44.
- Duguay, P. (1994), “Empirical Evidence on the Strength of Monetary Transmission Mechanism in Canada” , *Journal of Monetary Economics*, 33, 39-61.
- Engle, Robert F. and C. W. J. Granger, “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing” , *Econometrica*, Vol. 55, No. 2 (Mar., 1987), pp. 251-276.
- English W., K. Tsatsaronis, and E. Zoli (2005), “Assessing the Predictive Power of Measures of Financial Conditions for Macroeconomic Variables,” in *Investigating the Relationship between the Financial and Real Economy*, BIS Paper No. 22.
- Freedman, C. (2000), “The Framework for the Conduct of Monetary Policy in Canada: Some Recent Developments,” Notes for Presentation to the Ottawa Economics Association, January 25, 2000.
- Gauthier, C., C. Graham, and Y. Liu (2004), “Financial Conditions Indexes for Canada,” *Bank of Canada Working Paper* 2004-22.
- Gerlach, S. and Lars E.O. Svensson (2001), “Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?” BIS Working Paper No. 98.
- Gruen, D., J. Romalis, and N. Chandra (1997), “The Lags of Monetary Policy,” Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper No. 9702.
- Goodhart, C. and B. Hofmann (2001), “Asset Prices, Financial Conditions, and the Transmission of Monetary Policy,” paper prepared for the conference on ‘Asset Prices, Exchange Rates, and Monetary Policy’ , Stanford University, March 2-3.
- Holz, M. (2005), “A Financial Conditions Index as Indicator for Monetary Policy in Times of Low, Stable Inflation and High

- Financial Market Volatility,” paper prepared for presentation in the 9th Workshop “Macroeconomics and Macroeconomic Policies – Alternatives to the Orthodoxy,” 28-29 October in Berlin.
- Johansen, S. and K. Juselius (1990), “Maximum likelihood estimation and inference on cointegration—With applications to the demand for money,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- Kiyotaki, N. and J. Moore (1997), “Credit Cycles,” *Journal of Political Economy*, 105, pp 211-248.
- Lack, C. (2002), “A Financial Conditions Index for Switzerland,” paper prepared for the BIS Autumn Central Bank Economist Meeting of 14-15 October.
- Lin, Jin-Lung (1999), “The Monetary Conditions Index in Taiwan” , *Academia Economic Papers*, 27:4, 459-479.
- Macroeconomic Advisers (1998), “From the U.S. Economic Outlook,” Technical Notes: September 5.
- Mayes, D. and M. Viren (1998), “The Exchange Rate and Monetary Conditions in the Euro Area,” *Bank of Finland Discussion Papers* No. 1998-27.
- Mayes, D. and M. Viren (2001), “Financial Conditions Indexes,” *Bank of Finland Discussion Papers* No. 2001-17.
- Nadal-De Simone, F. R. Dennis, and P. Redward (1996), “A Monetary Conditions Index for New Zealand,” *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper*, No. G96/2.
- Pesaran M.H. and Y. Shin (1998), “An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis,” in *Econometrics and Economic Theory in the 20<sup>th</sup> Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, Steinar Strom eds, Cambridge: Cambridge University Press, 371-413.
- Pesaran M.H., Y. Shin, and R.J. Smith (2001), “Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships” *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289-326.
- Ramaswamy, R. and Slok T. (1998), “The Real Effects of Monetary Policy in the European Union: What Are the Differences?” *IMF Staff Papers*, 45(2), 374-396.
- Tanboon S. (2004), “A Financial Conditions Index for Thailand,” Mimeo.

# 國內經濟金融情勢（民國97年第2季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

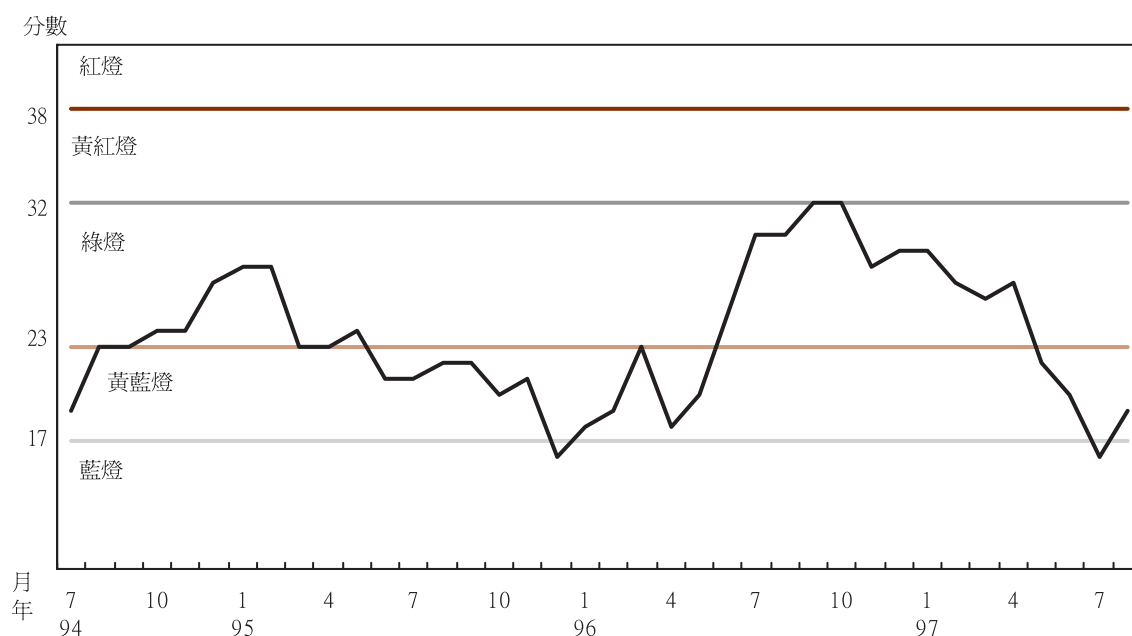
#### 一、經濟景氣下滑

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MIB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，7月轉為藍燈，8月雖再恢

復為黃藍燈，惟景氣同時指標與領先指標續呈下滑，國內景氣仍處低緩狀態。

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8月之105.33及100.21。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



#### 二、第2季經濟成長減緩

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4.32%。

圖2 經濟成長率

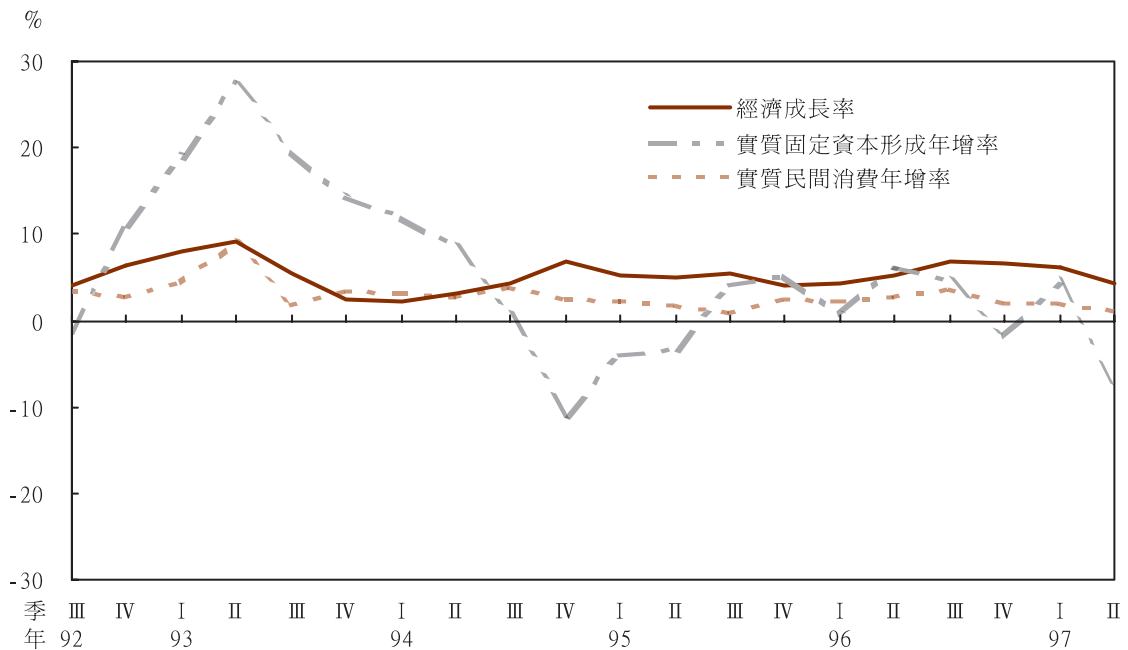


表1 各項需求年增率

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		4.89	1.76	-0.41	0.62	2.96	-7.48	-6.20	10.37	5.16
96年		5.72	2.55	0.81	2.37	3.34	3.72	-3.69	8.84	3.69
97年		4.30	1.38	1.74	1.57	0.06	3.29	9.28	5.05	1.01
96/3		6.86	3.61	1.66	4.49	5.84	0.66	-0.80	11.06	7.33
4		6.50	1.89	1.53	-1.66	-2.59	-1.21	2.34	12.90	5.21
97/1 r		6.25	2.01	1.67	4.42	5.00	4.08	0.72	11.83	8.86
2 p		4.32	1.06	-0.79	-7.69	-9.37	-0.40	-0.03	9.16	1.09
3 f		3.04	0.91	2.08	-0.11	-2.31	0.55	12.44	0.29	-3.88
97年第2季	貢獻率 p	4.32	0.56	-0.09	-1.56	-1.55	-0.01	0.00	6.38	0.60

資料來源：行政院主計處。

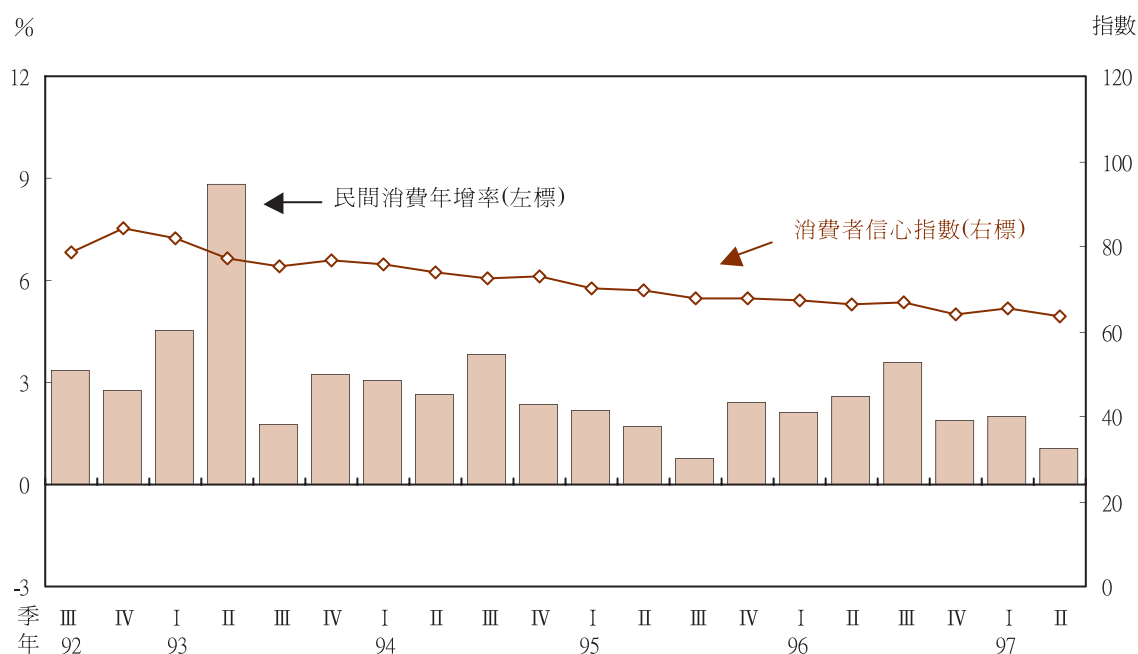
註：r 為修正數，p 為初步估計，f 為預測數

### 三、民間消費成長率下滑

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2.01%。至第2

季，由於物價持續高漲，加上股市行情反轉走低，民間財富縮水，民眾消費能力下降，例如，出國人數與自用小客車新增掛牌數衰退幅度均呈擴大，致民間消費成長率再降為1.06%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

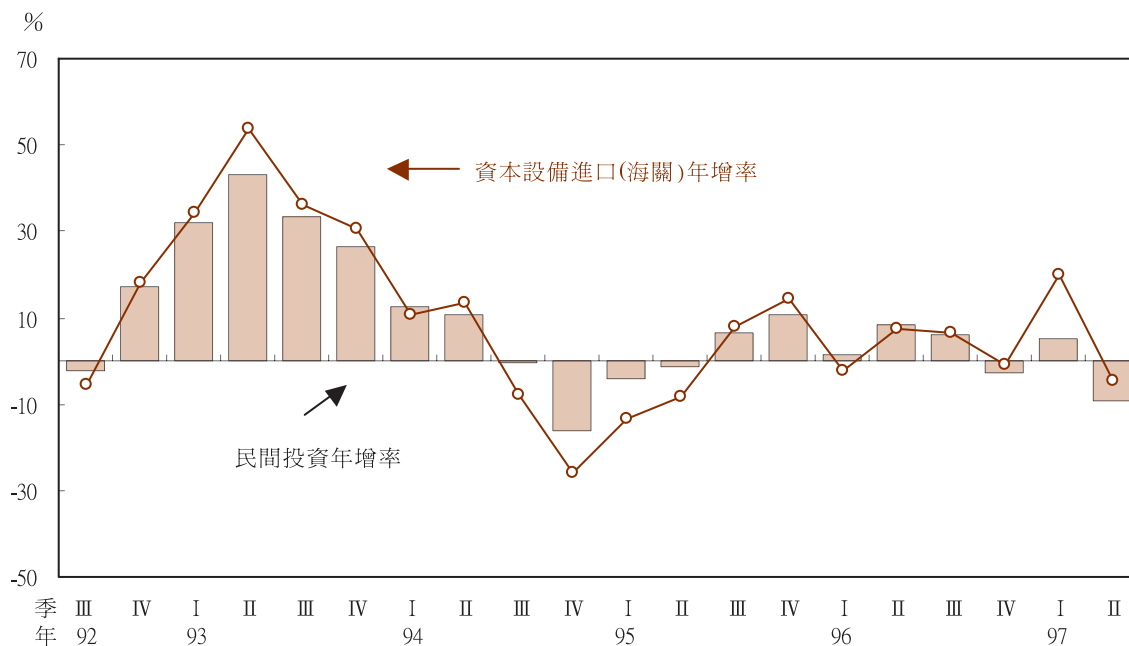


### 四、民間投資衰退

本年第1季，雖然民間運輸工具投資及營建工程投資續呈衰退，惟機械設備進口大增，民間機器設備投資轉呈成長13.42%，加上無形固定資產成長6.33%，致民間投資成

長率升為5.00%。第2季雖無形固定資產續成長11.13%，但因民間運輸工具投資及營建工程投資持續分別衰退23.56%與1.14%，加上機械設備進口大減，民間機器設備投資轉呈衰退16.42%，致民間投資轉為衰退9.37%。

圖4 民間投資與資本設備進口



## 五、出口擴張力道仍強

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11.83%與8.86%，第2季則分別為9.16%與1.09%。

另據海關統計，本年1至8月累計出口值成長16.8%。主要出口市場中，對居首位之中國（含香港，占出口比重40.4%）出口成長18.2%，對東協六國（占出口比重15.1%）、歐洲（占出口比重11.3%）及日本（占出口比重6.5%）出口，亦分別成長23.6%、12.3%及12.4%，惟對美國（占出口比重11.5%）出口則衰退0.1%。主要出口貨

品中，礦產品、精密儀器及化學品皆大幅成長四至七成，電機產品、資訊與通信產品，以及塑膠、橡膠及其製品亦成長一至二成。

本年1至8月累計進口值成長23.2%，其中農工原料因礦產品（含原油）、化學品、植物產品、鋼鐵及其製品、與電子產品（零組件）等進口增加，成長29.4%；消費品進口亦增加11.3%，資本設備進口則減少0.4%，主因運輸設備進口減少所致。進、出口相抵，商品貿易出超75.7億美元，較上年同期減少47.0%。

外銷訂單方面，本年1至8月累計外銷訂單年增率為11.90%，主要接單貨品中，化學品、精密儀器、塑膠橡膠及其製品、電子產品、資訊與通信產品等皆顯著成長；國內接單海外生產比重為46.89%，較上年同期增加1.32個百分點。



圖5 進出口貿易

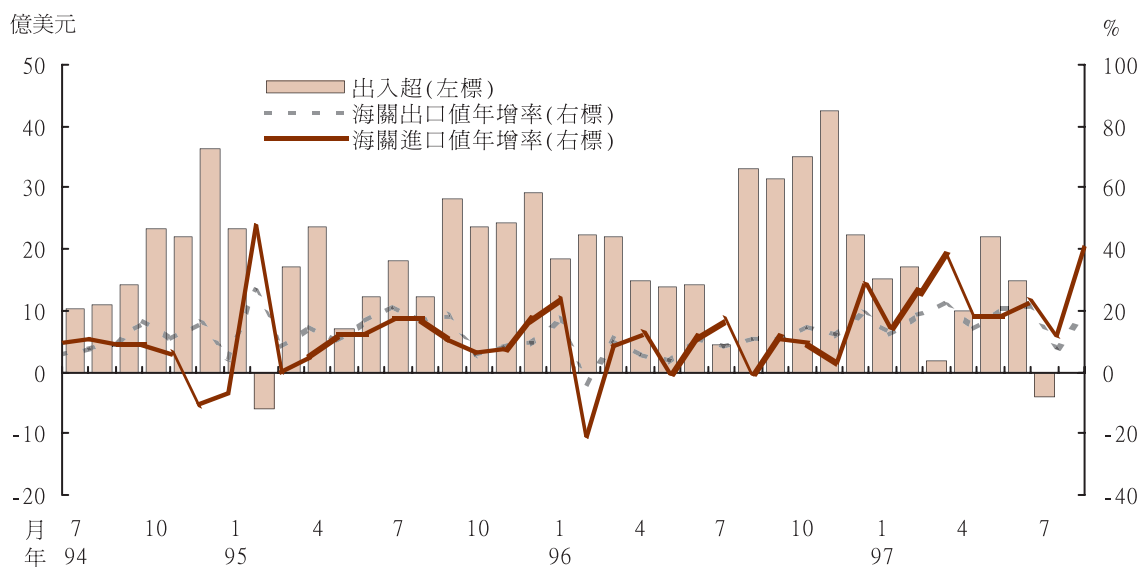


表2 我國對主要進出口貿易國(地區)成長率與比重

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8月	96年8月		97年8月	96年8月	97年1-8月	96年1-8月		97年1-8月	96年1-8月	
出口	合計	25,251	21,322	18.4	100.0	100.0	182,637	156,433	16.8	100.0	100.0
	中國大陸 (含香港)	10,038	8,814	13.9	39.8	41.3	73,872	62,509	18.2	40.4	40.0
	美國	2,958	2,651	11.6	11.7	12.4	20,919	20,930	-0.1	11.5	13.4
	日本	1,660	1,249	32.9	6.6	5.9	11,810	10,509	12.4	6.5	6.7
	歐洲	2,676	2,383	12.3	10.6	11.2	20,695	18,430	12.3	11.3	11.8
	東協六國	3,979	3,296	20.7	15.8	15.5	27,601	22,339	23.6	15.1	14.3
進口	合計	25,281	18,068	39.9	100.0	100.0	175,068	142,151	23.2	100.0	100.0
	中國大陸 (含香港)	3,303	2,462	34.2	13.1	13.6	23,422	19,270	21.5	13.4	13.6
	美國	2,615	2,361	10.8	10.3	13.1	19,593	17,534	11.7	11.2	12.3
	日本	4,085	3,763	8.5	16.2	20.8	33,285	30,027	10.9	19.0	21.1
	歐洲	2,045	1,847	10.7	8.1	10.2	17,848	15,628	14.2	10.2	11.0
	東協六國	2,816	1,998	41.0	11.1	11.1	18,147	15,417	17.7	10.4	10.8

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8月	96年8月		97年8月	96年8月	97年1-8月	96年1-8月		97年1-8月	96年1-8月
貿易總值	50,532	39,389	28.3			357,705	298,583	19.8		
出 口	25,251	21,322	18.4	100.0	100.0	182,637	156,433	16.8	100.0	100.0
農產品	50	27	86.8	0.2	0.1	373	287	29.9	0.2	0.2
農產加工品	206	161	28.3	0.8	0.8	1,447	1,171	23.6	0.8	0.7
工業產品	24,995	21,134	18.3	99.0	99.1	180,817	154,975	16.7	99.0	99.1
重化工業產品	21,171	17,818	18.8	83.8	83.6	152,502	128,622	18.6	83.5	82.2
非重化工業產品	3,824	3,317	15.3	15.1	15.6	28,315	26,353	7.4	15.5	16.8
進 口	25,281	18,068	39.9	100.0	100.0	175,068	142,151	23.2	100.0	100.0
資本設備	2,661	2,943	-9.6	10.5	16.3	23,601	23,705	-0.4	13.5	16.7
農工原料	21,154	13,868	52.5	83.7	76.7	140,053	108,195	29.4	80.0	76.1
消費品	1,466	1,256	16.7	5.8	7.0	11,414	10,251	11.3	6.5	7.2
出超(+)或入超(-)	-30	3,254	-			7,569	14,282	-47.0		

資料來源：財政部網站進出口貿易統計。

## 六、工業生產成長力道趨緩

本年第1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；惟第2季起，由於原油等原物料成本高漲，加上國內需求不振，工業生產成長力道減弱，至8月工業生產指數年增率降為0.41%。本年1至8月平均工業生產指數年增率為7.18%，其中製造業增產7.85%，又以資訊電子工業增產20.07%最為顯著，其次為化學工業增產1.89%，民生工業則減產3.44%。就產品用途別言，以生產財增加10.47%為最多，投資財亦增加5.57%，消費財則減少2.15%。

## 七、就業情勢續有改善

本年初以來，就業情勢續有改善，至8月就業人數達1,046.4萬人，創歷史新高；1至8月平均就業人數亦較上年同期增加13.4萬人或1.31%。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，轉呈上升，至8月為4.14%，1至8月平均為3.93%。失業原因中以「對原有工作不滿意者」為最大，其次為「因場所歇業或業務緊縮者」。

本年1至7月平均非農業部門每人每月平均薪資年增率為1.53%，其中經常性薪資年增率為1.34%。同期間，工業部門勞動生產力年增率為4.89%，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3.97%。

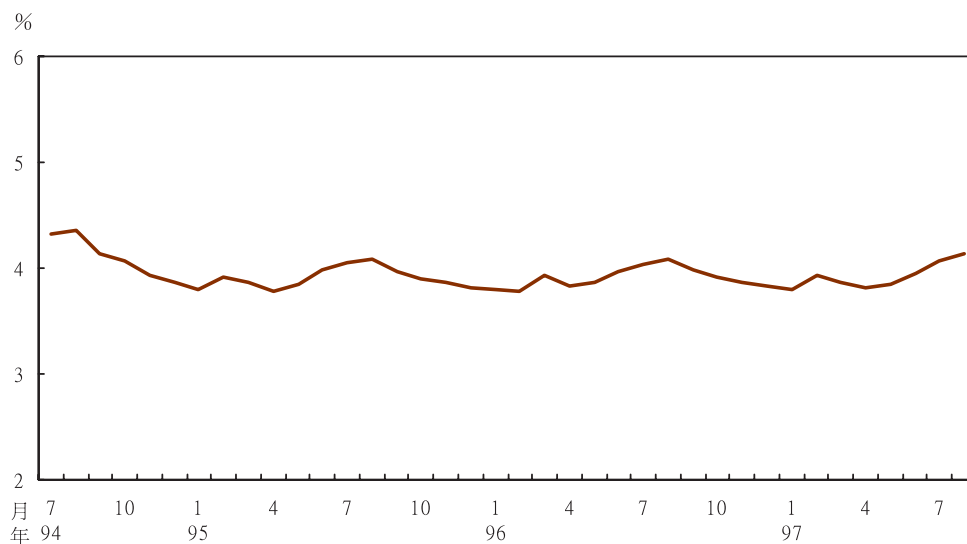
表4 工業生產及各業指數年增率

單位：%

年/月	工業生產							
		礦業及土石採取業	製造業	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/ 8	9.52	-14.45	10.22	12.38	0.66	-0.69	-1.01	3.91
9	7.51	-8.55	8.25	10.95	-4.06	2.08	-0.30	-7.20
10	16.10	-18.99	17.58	20.34	5.05	3.64	-0.89	-9.84
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 p	0.41	-9.38	0.97	2.85	-8.29	1.04	-1.75	-17.75
1-8月累計	7.18	4.89	7.85	10.06	-2.67	0.66	-1.01	-7.49

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仍在

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、乳類、穀類及其製品等相關食品紛紛反映成本調漲零售價格，加上水果因上年秋季風災及本年初寒害遞延效應，價格居高難下，致本年1至8月平均食物類價格較上年同期大漲9.87%，使

消費者物價指數（CPI）年增率上升2.54個百分點(貢獻率達60%)；油料費亦反映進口原油成本調高，年增率達17.82%，使CPI年增率上升0.60個百分點(貢獻率為14%)；此外，運輸、電力及國內外旅遊團費等亦反映成本調高，國內面臨輸入性物價上漲壓力，本年1至8月平均CPI年增率為4.25%；不包括蔬果、水產及能源之CPI（即核心CPI）年增率則為3.28%。

圖7 消費者物價與核心物價

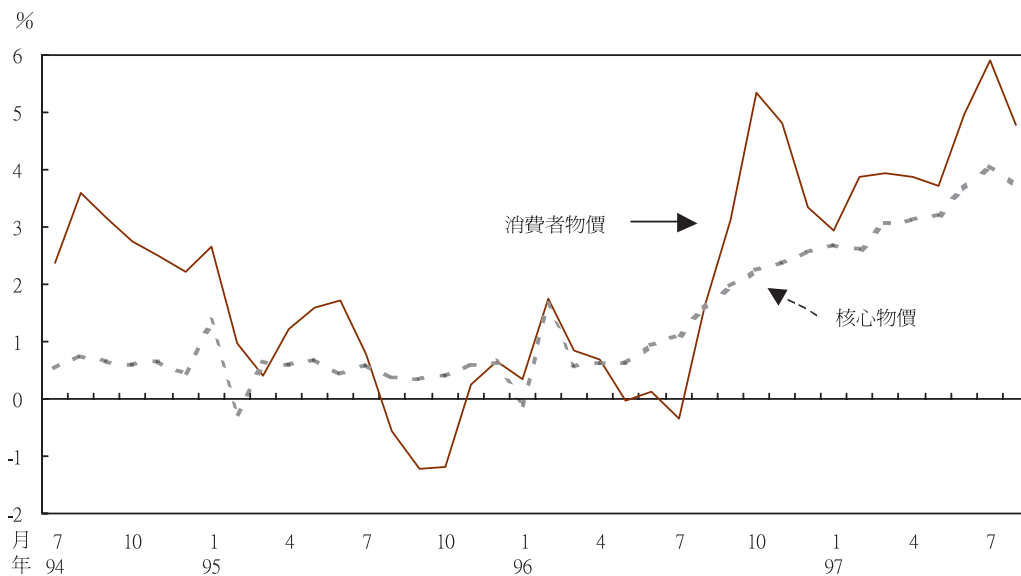


表5 影響97年1至8月CPI變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	4.25	4.25
家外食物	89	8.25	0.73
油料費	33	17.82	0.60
水果	28	17.64	0.44
肉類	23	17.24	0.40
教養娛樂服務費	130	2.89	0.38
穀類及其製品	20	11.88	0.24
水產品	17	11.29	0.20
乳類	11	13.65	0.15
房租	185	0.62	0.12
交通服務及維修零件	80	1.47	0.12
燃氣	10	9.69	0.10
電費	22	1.69	0.04
合計			3.52
耐久性消費品	75	-1.07	-0.08
蔬菜	25	-2.85	-0.07
合計			-0.15
其他			0.88

## 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%。惟下半年受國際金融市場動盪，及國際景氣仍緩影響，我國經

濟景氣趨緩風險升高。行政院主計處預測全年經濟成長率為4.30%。

國內各預測機構對97年經濟成長率預估值之平均數為4.46%。

表6 國內預測機構對民國97年經濟成長預估

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	97.8.22	97.7.18	97.7.29	97.7.10	97.6.17		
實質國內生產毛額	4.30	4.50	4.27	4.55	4.68	4.46	4.80
實質民間消費支出	1.38	2.20	1.98	1.73	2.39	1.94	
實質政府消費支出	1.74	---	1.64	1.65	1.65	1.67	
實質固定投資	1.57	5.76	5.38	0.51	6.10	3.86	
實質民間投資	0.06	4.71	4.58	-1.98	5.17	2.51	
實質政府投資	9.28	---	9.45	10.53	9.45	9.68	
實質輸出	5.05	6.67	5.68	7.30	5.72	6.08	
實質輸入	1.01	4.98	4.02	3.22	3.81	3.41	
貿易差額(億美元)	213.34	---	---	---	---	213.34	

# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差6,493百萬美元，金 加4,590百萬美元(詳見表1及圖1)。  
融帳淨流入841百萬美元，央行準備資產增

表1 國際收支

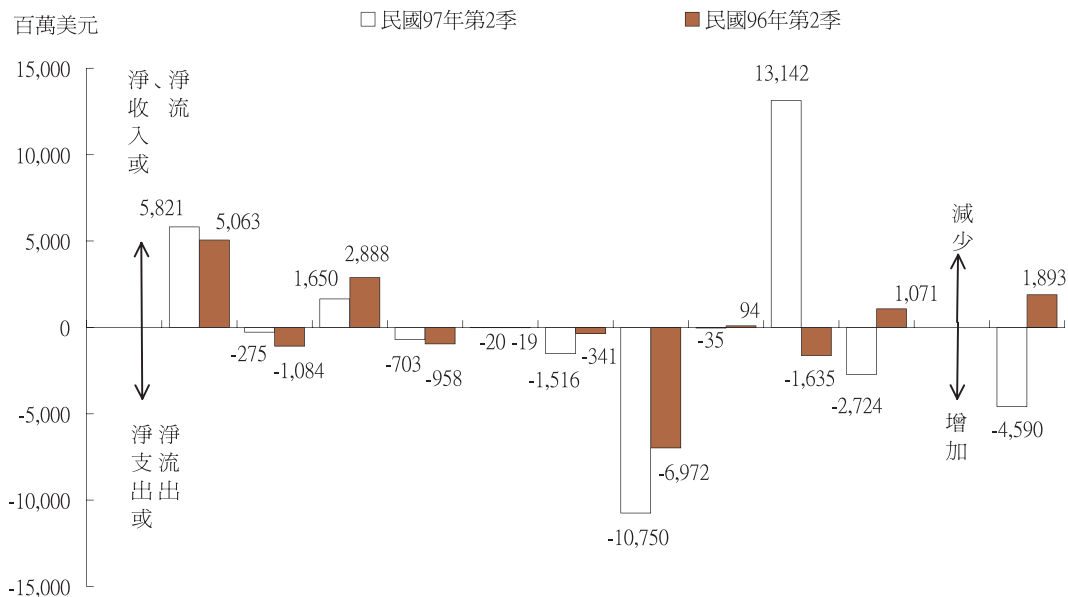
單位：百萬美元

	(1) 97年 第2季	(2) 96年 第2季	(1)-(2)
<b>A. 經常帳</b>	6,493	5,909	584
商品出口(f.o.b.)	70,412	59,446	10,966
商品進口(f.o.b.)	-64,591	-54,383	-10,208
商品貿易淨額	5,821	5,063	758
服務：收入	8,748	7,285	1,463
服務：支出	-9,023	-8,369	-654
服務淨額	-275	-1,084	809
所得：收入	5,586	5,418	168
所得：支出	-3,936	-2,530	-1,406
所得淨額	1,650	2,888	-1,238
經常移轉：收入	1,335	1,137	198
經常移轉：支出	-2,038	-2,095	57
經常移轉淨額	-703	-958	255
<b>B. 資本帳</b>	-20	-19	-1
資本帳：收入	0	1	-1
資本帳：支出	-20	-20	0
合計，A加B	6,473	5,890	583
<b>C. 金融帳</b>	841	-8,854	9,695
對外直接投資	-2,623	-2,155	-468
來台直接投資	1,107	1,814	-707
證券投資(資產)	-7,141	-17,120	9,979
股權證券	-5,973	-13,847	7,874
債權證券	-1,168	-3,273	2,105
證券投資(負債)	-3,609	10,148	-13,757
股權證券	-2,834	10,575	-13,409
債權證券	-775	-427	-348
衍生性金融商品	-35	94	-129
衍生性金融商品(資產)	1,491	774	717
衍生性金融商品(負債)	-1,526	-680	-846
其他投資(資產)	6,398	-3,794	10,192
一般政府	5	6	-1
銀行	4,745	-5,025	9,770
其他	1,648	1,225	423
其他投資(負債)	6,744	2,159	4,585
貨幣當局	816	1,272	-456
一般政府	0	1	-1
銀行	4,996	510	4,486
其他	932	376	556
合計，A至C	7,314	-2,964	10,278
<b>D. 誤差與遺漏淨額</b>	-2,724	1,071	-3,795
合計，A至D	4,590	-1,893	6,483
<b>E. 準備資產</b>	-4,590	1,893	-6,483

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、進口均創歷年單季最高。商品出口金額較上年同季成長18.4%，主要係對亞洲鄰國出口持續擴增；進口金額較上年同季成長18.8%，主要因原油等礦產品與鋼鐵及其製品進口大幅增加。由於出口增額大於進口增額，本季商品貿易順差增為5,821百萬美元，較上年同季增加758百萬美元或15.0%。

服務方面，本季服務收入8,748百萬美元，較上年同季增加1,463百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所致；服務支出金額

9,023百萬美元，較上年同季增加654百萬美元，主要係運輸服務及專利權、商標等無形資產使用費支出增加所致。收支相抵，本季服務逆差僅275百萬美元，較上年同季減少809百萬美元。

所得方面，本季所得收入計5,586百萬美元，較上年同季略增168百萬美元，主要係居民直接投資所得增加所致；所得支出計3,936百萬美元，較上年同季增加1,406百萬美元，主要係因部分外商金融業匯出盈餘所致。由於支出增額大於收入增額，致所得淨收入縮減為1,650百萬美元，較上年同季減少1,238百萬美元。

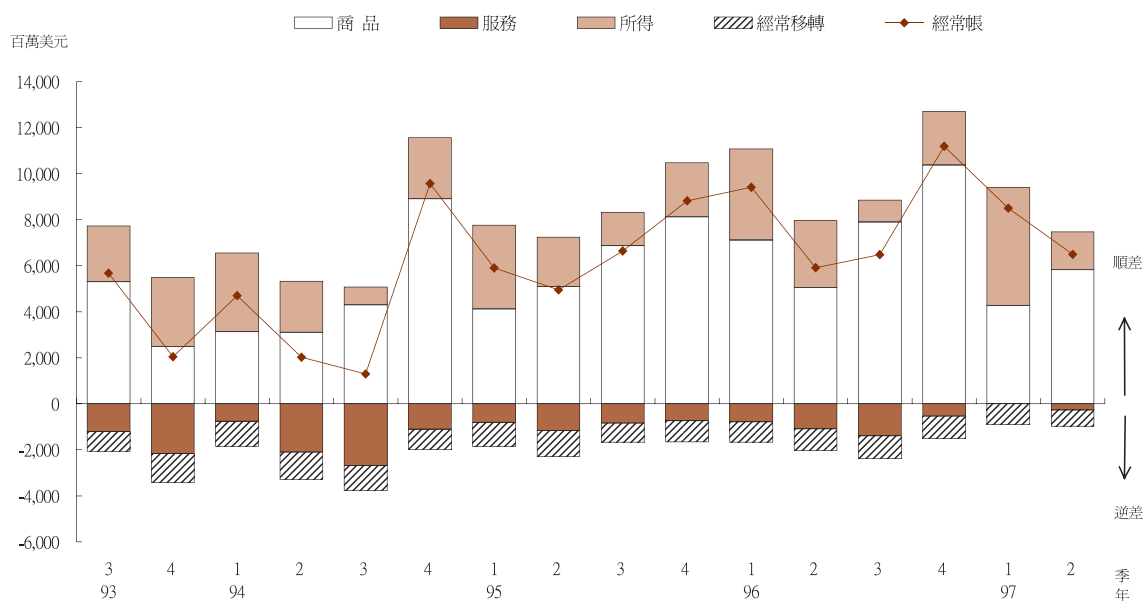
經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季958百萬美元減為703百萬美元，主要係贍家匯入款增加、匯出款減少所致。

本季雖所得收支順差減少，惟商品貿易

順差增加，服務及經常移轉逆差減少，致經常帳順差增為6,493百萬美元，較上年同季增加584百萬美元或9.9%（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20百萬美元，與上年同季持平。

## 三、金融帳

本季金融帳續呈淨流入841百萬美元，

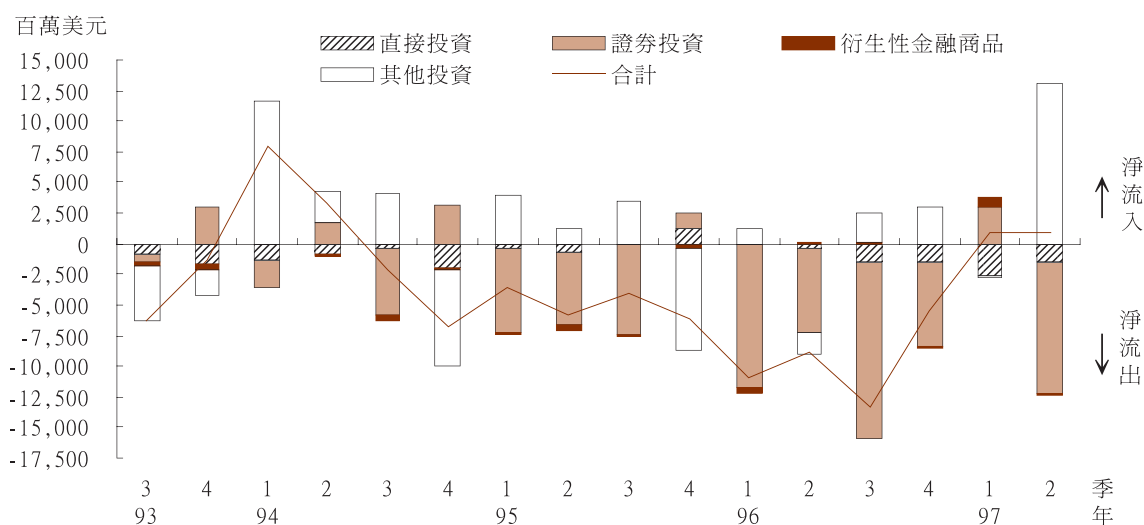
主要係其他投資大幅淨流入13,142百萬美元（詳見圖3）。其中直接投資呈淨流出1,516百萬美元，居民對外直接投資及非居民來台直接投資分別為2,623百萬美元及1,107百萬美元。證券投資呈淨流出10,750百萬美元，居民對外證券投資呈淨流出7,141百萬美元，主要為保險公司為提高資金收益投資國外證券及居民透過銀行特定金錢信託投資國外基金，惟金額較上年同季的歷史新高大幅減少9,979百萬美元；非居民來台證券投資呈淨流

出3,609百萬美元，為歷年單季次高，主要係外人減碼投資我國股票及債券。衍生性金融商品呈淨流出35百萬美元。其他投資呈淨

流入13,142百萬美元，創歷年來次高，主要係銀行部門預期新台幣升值，自國外引進資金，且減少在國外聯行存款。

圖3 金融帳

(季資料)



## 貳、經常帳

### 一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎及海關通關基礎計算，出、進口金額均創歷年單季最高。

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70,412百萬美元，較上年同季增加10,966百萬美元或18.4%；商品進口計64,591百萬美元，較上年同季增加10,208百萬美元或18.8%。由於出口增額大

於進口增額，致商品貿易順差增為5,821百萬美元，較上年同季增加758百萬美元或15.0%（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70,525百萬美元，較上年同季增加11,043百萬美元或18.6%；進口（按C.I.F.計價）為65,837百萬美元，較上年同季增加10,648百萬美元或19.3%；商品貿易出超由上年同季之4,293百萬美元增為4,688百萬美元或9.2%（詳見表2）。

表2 商品貿易

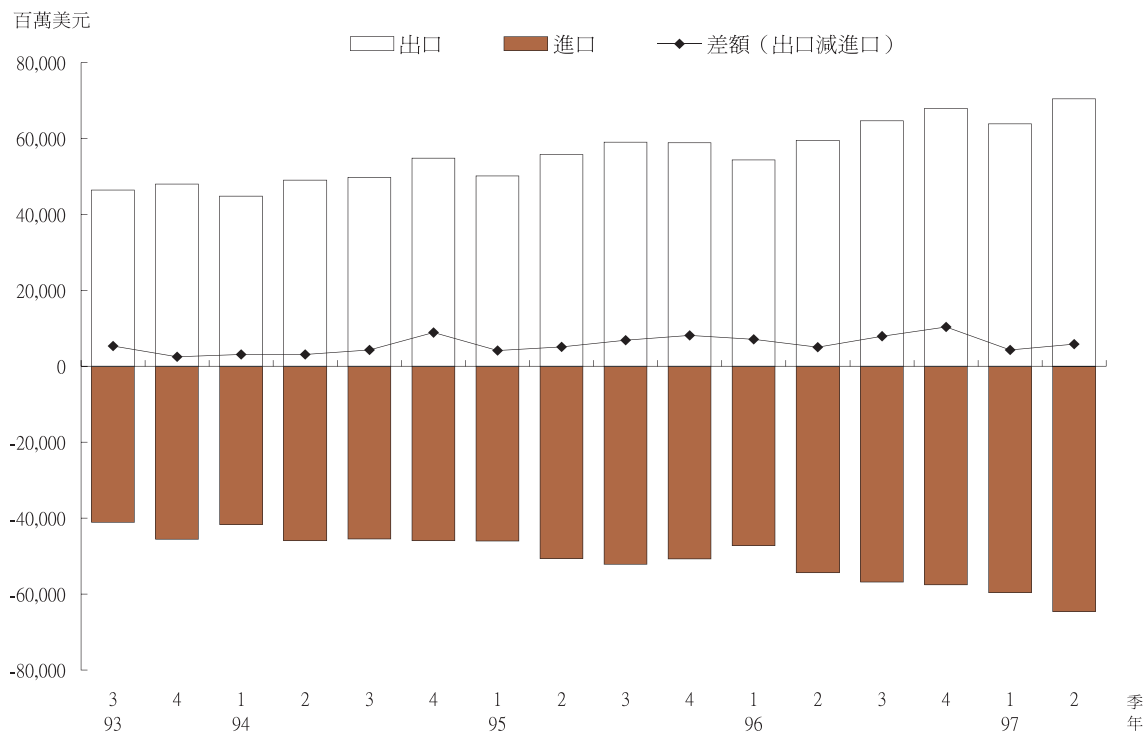
單位：百萬美元

項 目	(1) 97年 第2季	(2) 96年 第2季	增 減 比 較	
			金 額	%
一、商品出口 (f.o.b.)	70,412	59,446	10,966	18.4
出口毛值 (f.o.b.)*	70,525	59,482	11,043	18.6
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-113	-36	-77	
二、商品進口 (f.o.b.)	64,591	54,383	10,208	18.8
進口毛值 (c.i.f.)*	65,837	55,189	10,648	19.3
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	713	678	35	
減：運保費	-1,959	-1,484	-475	
三、商品貿易順差或逆差	5,821	5,063	758	15.0
貿易出超或入超(-)*	4,688	4,293	395	9.2

\*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29.8%、23.0%及18.5%。工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.1%），較上年同季成長20.8%；進口方面，農工原料及消費品進口分別較上年同季成長25.2%及15.8%，資本設備進口則轉呈衰退4.8%。就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「礦產品」、「精密儀器」及「化學品」增額較大，三者合計占出口總增額的59.3%；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83.2%。就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加5,159百萬美元或21.6%，仍為出口增額最大的來源，其次為對東協六國的出口，較上年同季增加1,681百萬美元或19.7%。進口方面，相較上年同季，以自中東地區進口增額3,248百萬美元或46.1%最大，自中國大陸進口增額1,656百萬美元或22.0%次之。就主要出口市場比重來看，仍以中國大陸所占比重最高，達41.3%，其次為東協六國的14.5%，歐洲及美國出口比重分居第三、四位，各為11.3%與11.2%。主要進口來源則以日本所占比重最高，達19.0%，其次為中東地區的15.6%，中國大陸

的14.0%及美國的11.2%分居第三、四位。

## 二、服務

本季服務收入8,748百萬美元，較上年同季增加1,463百萬美元；服務支出計9,023百萬美元，較上年同季增加654百萬美元。收支相抵，本季服務淨支出由上年同季之1,084百萬美元減少為275百萬美元。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1,882百萬美元，較上年同季增加266百萬美元，主要係國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,983百萬美元，較上年同季增加536百萬美元，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831百萬美元增加為1,101百萬美元。

### (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1,370百萬美元，較上年同季增加63百萬美元，主要係來台旅客人數及平均每人每日消費金額增加所致。旅行支出計2,347百萬美元，較上年同季增加57百萬美元，主要係國人出國平均每人每日消費支出增加所致。收支相抵，本季旅行淨支出由上年同季之983百萬美元略減為977百萬美

表3 服務、所得及經常移轉

單位：百萬美元

	97年第2季			96年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	8,748	9,023	-275	7,285	8,369	-1,084	1,463	654
一、運輸服務	1,882	2,983	-1,101	1,616	2,447	-831	266	536
二、旅行	1,370	2,347	-977	1,307	2,290	-983	63	57
三、其他服務	5,496	3,693	1,803	4,362	3,632	730	1,134	61
(一)通訊	81	101	-20	86	124	-38	-5	-23
(二)營建	37	79	-42	26	32	-6	11	47
(三)保險	101	283	-182	114	239	-125	-13	44
(四)金融	366	84	282	257	139	118	109	-55
(五)電腦與資訊	45	75	-30	39	62	-23	6	13
(六)專利權、商標等使用費	56	756	-700	36	543	-507	20	213
(七)其他事務服務	4,707	2,072	2,635	3,742	2,262	1,480	965	-190
1.三角貿易及與貿易有關服務	3,847	579	3,268	3,053	770	2,283	794	-191
2.營運租賃	135	283	-148	83	429	-346	52	-146
3.專業技術與雜項	725	1,210	-485	606	1,063	-457	119	147
(八)個人、文化與休閒服務	28	50	-22	14	56	-42	14	-6
(九)不包括在其他項目的政府服務	75	193	-118	48	175	-127	27	18
所得	5,586	3,936	1,650	5,418	2,530	2,888	168	1,406
一、薪資所得	83	102	-19	76	90	-14	7	12
二、投資所得	5,503	3,834	1,669	5,342	2,440	2,902	161	1,394
經常移轉	1,335	2,038	-703	1,137	2,095	-958	198	-57

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5,496百萬美元，較上年同季增加1,134百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所致。其他服務支出計3,693百萬美元，較上年同季略增61百萬美元，主要係專

利權、商標等無形資產使用費及專業技術事務支出增加所致。收支相抵，其他服務淨收入由上年同季之730百萬美元增加為1,803百萬美元。

### 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5,586百萬美元，較上年同季增加168百萬美元，主要係因居民直接投資所得收入增加所致；所得支出計3,936百萬美元，較上年同季增加1,406百萬美元，主要係因部分外商金融業匯出盈餘所致。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之2,888百萬美元縮減為1,650百萬美元。

#### 四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,335百萬美元，較上年同季增加198百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計2,038百萬美元，較上年同季減少57百萬美元，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958百萬美元減為703百萬美元。

### 參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生性金融商品與其他投資。本季金融帳淨流入841百萬美元(上年同季呈淨流出8,854百萬美元)。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1,516百萬美元。其中，居民對外直接投資呈淨流出2,623百萬美元，為歷年單季第3高，僅次於前2季。居民對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、電腦、電子產品及光學製品製造業以及批發及零售業；非居民來台直接投資淨流入1,107百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、其他製造業以及電腦、電子產品及光學製品製造業。

#### 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出10,750百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

##### (一) 資產方面

本季居民投資國外證券雖仍呈淨流出7,141百萬美元，較上年同季大幅減少9,979百萬美元。其中股權證券投資淨流出5,973百萬美元，主要係居民透過特定金錢信託投資國外基金；債權證券投資呈淨流出1,168百萬美元，主要係保險公司為提高資金收益，匯出資金投資國外債券。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流出999百萬美元及169百萬美元。

##### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券為淨流出3,609百萬美元，為歷年單季次高，主要係外資受美國次級房貸事件影響而有流動性需求，出售所持有之我國股票及債券。其中股權證券投資淨流出2,834百萬美元，主要係外資減碼



表4 金融帳

單位：百萬美元

	97年第2季			96年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-2,623	1,107	-1,516	-2,155	1,814	-341	-468	-707
(一) 對外直接投資	-2,623	—	-2,623	-2,155	—	-2,155	-468	—
(二) 來台直接投資	—	1,107	1,107	—	1,814	1,814	—	-707
二、證券投資	-7,141	-3,609	-10,750	-17,120	10,148	-6,972	9,979	-13,757
(一) 股權證券	-5,973	-2,834	-8,807	-13,847	10,575	-3,272	7,874	-13,409
(二) 債權證券	-1,168	-775	-1,943	-3,273	-427	-3,700	2,105	-348
1. 債券與票券	-999	-574	-1,573	-2,832	-429	-3,261	1,833	-145
2. 貨幣市場工具	-169	-201	-370	-441	2	-439	272	-203
三、衍生性金融商品	1,491	-1,526	-35	774	-680	94	717	-846
四、其他投資	6,398	6,744	13,142	-3,794	2,159	-1,635	10,192	4,585
(一) 貿易信用	-26	258	232	-218	73	-145	192	185
(二) 借款	-747	3,440	2,693	-4,732	1,559	-3,173	3,985	1,881
(三) 現金與存款	3,381	2,145	5,526	-153	295	142	3,534	1,850
(四) 其他	3,790	901	4,691	1,309	232	1,541	2,481	669
合計	-1,875	2,716	841	-22,295	13,441	-8,854	20,420	-10,725

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。

投資國內股市；債權證券投資淨流出775百萬美元，主要係外人減少持有我國公債及海外可轉換公司債。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574百萬美元及201百萬美元。

### 三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流出35百萬美元，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分創歷年單季次高及新高。資產方面淨流入1,491百萬美元，主要係銀行及民間部門從事衍生性金融商品交易之已實現資本利

得；負債方面呈淨流出1,526百萬美元，主要係銀行及民間部門從事衍生性金融商品交易之損失。

### 四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流入13,142百萬美元，創歷年來次高，主要係銀行部門預期新台幣升值，自國外引進資金，且減少在國外聯行存款。茲就資產與負債分別說明如下：

#### (一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入6,398百萬

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26百萬美元；貸款呈淨流出747百萬美元，主要係銀行部門增加對國外長期放款所致；現金與存款為淨流入3,381百萬美元，主要係銀行國際金融業務分行(OBU)存放國外聯行存款減少；其他資產呈淨流入3,790百萬美元，主要係反映銀行部門其他短期資產減少。

## (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入6,744百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流入258百萬美元；借款呈淨流入3,440百萬美元，主要係銀行部門向同業透支增加；現金與存款呈淨流入2,145百萬美元，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901百萬美元，主要係銀行部門增加其他短期負債。

## 肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加4,590百萬美元。

## 貨幣與信用

本（97）年第2季貨幣總計數M2年增率平均為2.05%，較上季之1.41%上升0.64個百分點，主要因銀行放款與投資持續成長所致。M1B年增率，受股市交投趨淡及活期性存款持續流向定期存款影響，第2季平均降至-1.95%；及至8月續降為-5.32%。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2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1.78%逐月上升，至本季底升為3.33%，7月，由於銀行對民間部門債權成長減緩，以及對政府債權續減，年增率下降為3.23%；8月，則因銀行對政府及公營事業債權明顯成長，年增率轉呈上升為3.52%。

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	7.75	6.25	7.77	9.34
95	5.72	5.30	6.22	5.34	4.99	4.10	4.72
96	6.80	6.44	4.25	4.68	1.03	2.35	3.12
96/8	7.26	8.60	4.25	4.49	4.04	3.77	5.07
9	7.00	6.73	3.47	3.86	3.45	3.30	4.39
10	5.19	5.66	3.22	2.49	3.50	3.54	4.51
11	6.29	4.34	2.78	2.29	2.25	2.77	3.68
12	4.26	1.07	1.36	2.27	1.03	2.35	3.12
97/1	3.26	-0.30	1.06	1.80	1.62	2.81	3.95
2	-0.10	-1.84	1.43	0.46	2.03	1.88	3.10
3	0.50	-1.45	1.75	1.03	2.40	1.78	2.79
4	0.78	-1.66	2.12	1.10	2.47	2.40	3.22
5	2.46	-1.14	2.34	1.55	2.66	3.03	3.23
6	1.85	-3.04	1.70	2.12	1.83	3.33	3.78
7	0.28	-5.77	1.45	1.03	2.30	3.23	3.36
8	-0.51	-5.32	2.11	2.27	2.54	3.52	2.82

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。

銀行業存、放款利率方面，受本行持續調高貼放利率影響，第2季主要銀行存款牌告利率與基準放款利率均呈現上揚趨勢。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2.62%

上升至本季底的2.67%，7、8月則上升至2.72%。五大銀行平均基準放款利率自上季底的4.350%上升至本季底的4.396%，8月底再上升至4.416%。五大銀行新承做放款加權平均利率方面，因購屋貸款及週轉金貸款利率上升，自3月的2.845%上升至6月的

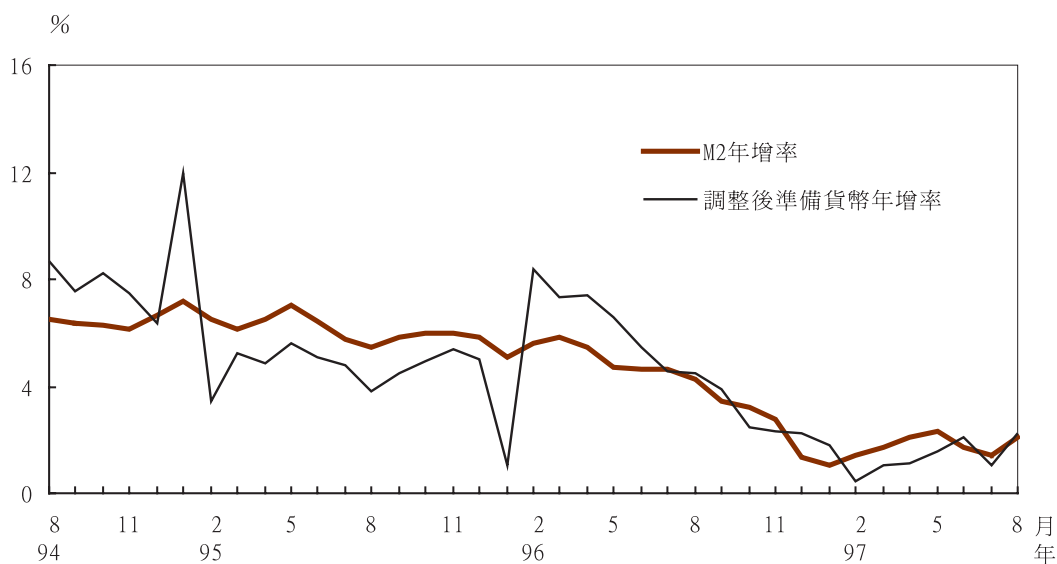
2.890%，7月平均利率略降至2.888%，8月利率下降至2.855%。因週轉金貸款及消費性貸款利率下降，平均

## 壹、準備貨幣年增率轉呈上升趨勢

本年第2季調整存款準備率後之日平均準備貨幣年增率小幅回升，由3月之1.03%回升至6月之2.12%，主要係因銀行存款持續增加，準備金需求增加，以及通貨發行成長由負轉正所致。總計本年第2季日平均準備貨幣平均年增率為1.59%，較上季之1.10%，增加0.49個百分點。至7月雖然存款持續成長，惟因股市交易不振，致使活性存款流向定期性存款，準備貨幣年增率降至1.03%，8月股市略為回穩，銀行存款穩定成長，加以通貨發行增幅擴大，準備貨幣年增率回升至2.27%。就準備貨幣變動來源分

析，本年第2季，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，惟受所得稅款繳庫、財政部發行公債、及央行發行定存單等緊縮因素影響，日平均準備貨幣較上季減少。至7月及8月，雖有財政部發行公債、所得稅款陸續繳庫及公營事業盈餘繳庫等緊縮因素，惟因財政部償還銀行借款及發放各項補助款與統籌分配款，加以央行調升存款準備率，定期存單陸續到期等，日平均準備貨幣轉呈增加；惟若調整存款準備率變動因素後，8月份準備貨幣仍較6月為低。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 貳、貨幣總計數M2年增率上升

97年第2季貨幣總計數M2年增率平均為2.05%，較上季之1.41%上升0.64個百分點，主要因銀行放款與投資持續成長所致。7月因銀行放款與投資成長減緩，M2年增率降為1.45%。8月，由於銀行放款與投資持續成長及上年比較基期較低，年增率升為

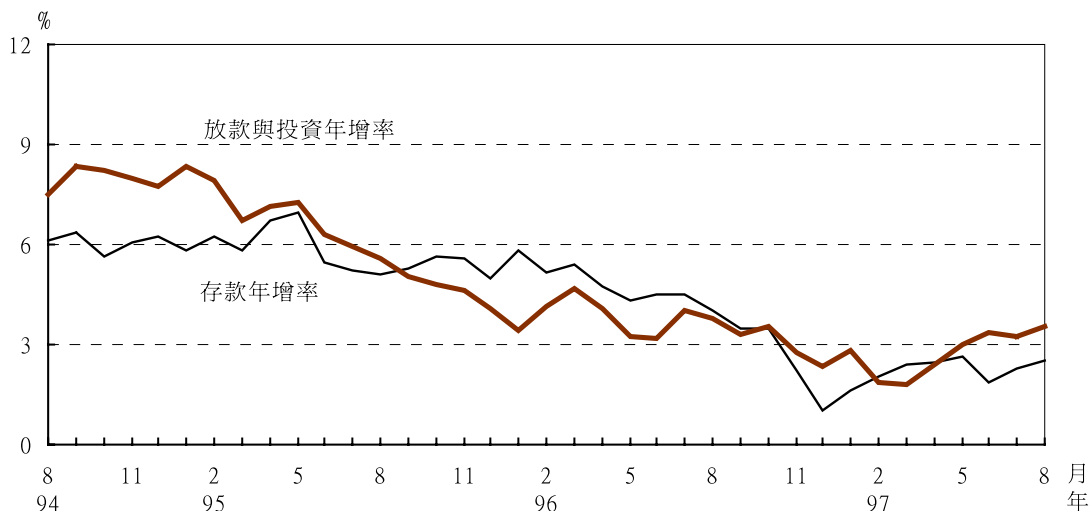
2.11%。M1B年增率，受股市交投趨淡及活期性存款持續流向定期存款影響，第2季平均降至-1.95%；及至7月因股市趨緩，銀行放款與投資成長減緩以及外資淨匯出，M1B年增率降至-5.77%，8月略升至-5.32%。

## 參、存款年增率上升

97年第2季主要金融機構存款年增率呈現先升後降走勢，由上季底之2.40%升至5月底之2.66%，之後，因股市交易趨緩及外資淨匯出，6月底年增率轉呈下降為1.83%。7、8月，由於上市櫃公司陸續發放股利，年增率轉呈上升走勢，至8月底升為2.54%。就各類存款觀察，活期性存款方面，本季由於銀行活期性存款持續轉向定期性存款，年增率由上季底之-0.93%降至4月底之-1.50%；5月底則略回升為-0.86%；6月，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，月底年增率明顯降為-4.80%；7月底再降為-7.08%，8月由於月底適逢假日，支票存款未及扣帳，月底年增率回升為-5.54%。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3.58%上升為本季底之4.06%；7月底續升為5.76%；8月則受附買回交易及外國人新台幣存款年增率下降影響，月底年增率略降為5.53%。政府存款方面，本年因政府所得稅收明顯增加，6月底年增率由上季底之7.07%上升為12.37%，7月底續升為12.88%，8月底略降為11.18%。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27.67%下降為26.79%，定期性存款所占比重則由上季底之69.01%上升為69.04%，政府存款所占比重亦由上季底之3.32%上升為4.17%。8月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為26.59%、69.56%及3.86%。

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2季底主要金融機構放款與投資餘額以成本計價較上季底增加3,573億元，其中放款增加2,050億元，投資亦增加1,523億元，年增率由上季底之1.78%逐月上升，至本季底為3.33%，主要因銀行對公營事業及民間部門債權持續增加所致。7月，由於銀行對民間部門債權成長減緩，以及對政府債權續減，年增率下降為3.23%；8月，則因銀行對政府及公營事業債權明顯成長，年增率轉呈上升為3.52%。若包含人壽保險公司及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3.28%上升為3.76%，8月底則降為3.21%。

就放款與投資之對象別觀察，97年第2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-3.55%、22.91%及3.78%，均較上季底上升；8月，除對民間部門債權年增率較本季底下降外，對政府債權及公營事業債權年增率均較本季底上升。比重方面，97年第2季底對民間部門債權比重由上季底之81.76%上升為82.06%，至8月底則下降為81.82%，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14.51%下降為13.94%，至8月底再下降為13.87%；對公營事業債權比重由上季底之3.73%上升為4.00%，至8月底再上升為4.31%，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2季底放款總餘額較上季底增加2,102億元，其中，除對資訊及通訊傳播業放款減少26億元外，對其他行業放款均增加，

以對製造業放款增加1,419億元為最多，其次為對批發及零售業放款增加281億元，再次為對服務業放款增加124億元；至8月底全體銀行對民營企業放款總餘額較本季度再增加730億元。就各業別比重而言，97年第2季度以對製造業放款之47.23%為最高，其次為對

服務業之22.92%，再次為對批發及零售業之13.37%，其中對製造業放款比重較上季底上升，對服務業放款比重較上季底下降，對批發及零售業放款比重則與上季底持平，至於對營造業放款比重則由上季底之3.74%上升為3.76%。

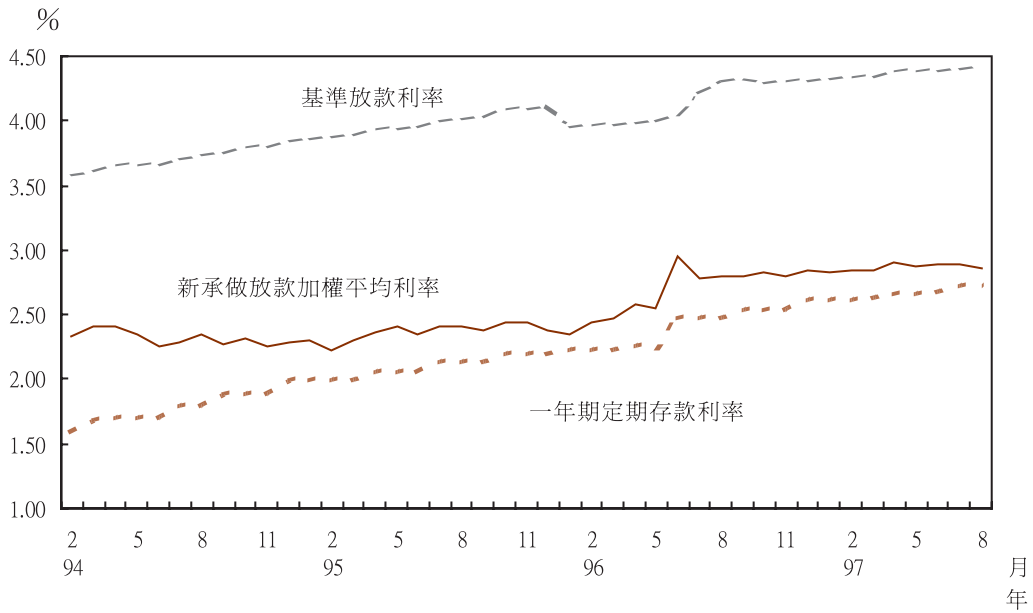
## 伍、銀行業利率上升

為穩定物價，並抑制通貨膨脹預期心理，本行持續調高貼放利率，而受此影響97年第2季主要銀行存款牌告利率與基準放款利率均呈現上揚趨勢。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2.62%上升至本季度的2.67%，7月則上升至2.72%，至8月底仍為2.72%。五大銀行基準放款利率方面，自上季底的4.35%上升至本季度的4.396%，8月底再上升至4.416%。在新承做放款利率方

面，因購屋貸款及週轉金貸款利率上升，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月的2.845%上升至6月的2.890%，7月平均利率略降至2.888%，8月因週轉金貸款及消費性貸款利率下降，平均利率下降至2.855%，較3月的2.845%，上升0.01個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月的2.848%上升至6月的2.897%，8月則降至2.855%，較3月的2.848%，上升0.007個百分點。



圖3 本國五大銀行平均利率\*



註：\*五大銀行指台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀等。

# 金融市場

## 壹、貨幣市場

本（97）年第2季因國際景氣趨緩，國內經濟成長力道減弱，外資呈現淨匯出，民間資金需求不強，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221億元，較上季平均之197億元為高；本年7月降至176億元，8月回升至為199億元。金融業隔夜拆款平均利率在本行持續升息下，自本年3月之2.08%緩步走升至8月之2.16%。

以下分別就本年4月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，本年4月受財政部償還銀行借款與發放各項補助款及統籌分配款，日平均淨超額準備增加為294億元；5月因外資轉呈淨匯出，加上財政部發行公債及稅款繳庫，以及本行為控制銀行超額準備，陸續發行定存單，致使日平均淨超額準備降為133億元；6月外資雖仍呈淨匯出，以及所得稅款陸續繳庫，惟由於財政部償還銀行借款、發放各項補助款及統籌分配款，以及本行定期存單陸續到期，使銀行準備部位上升，致使日平均淨超額準備增加為235億

元；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。

### 二、利率走勢

本行於本年6月再度升息半碼，為93年第4季以來第十六度調升利率，共計升息2.25個百分點，調整後之重貼現率及擔保放款融通利率分別為3.625%及4%。

受本行持續升息影響，金融業隔夜拆款平均利率呈緩升走勢，由本年3月之2.084%緩步上升至本年6月之2.105%，7月在本行升息帶動下上升至2.166%，8月因國際金融市場動盪不安，本行為維持市場流動性，減少定存單發行，銀行為消化多餘資金，使隔夜拆利率略微回跌至2.158%。票券市場利率亦呈緩升走勢，1-30天期商業本票次級市場利率由本年2.00%緩步上升至2.03%；商業本票發行利率則相對平穩，本年第2季維持在2.35%-2.36%間，8月略微回跌至2.29%。

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金

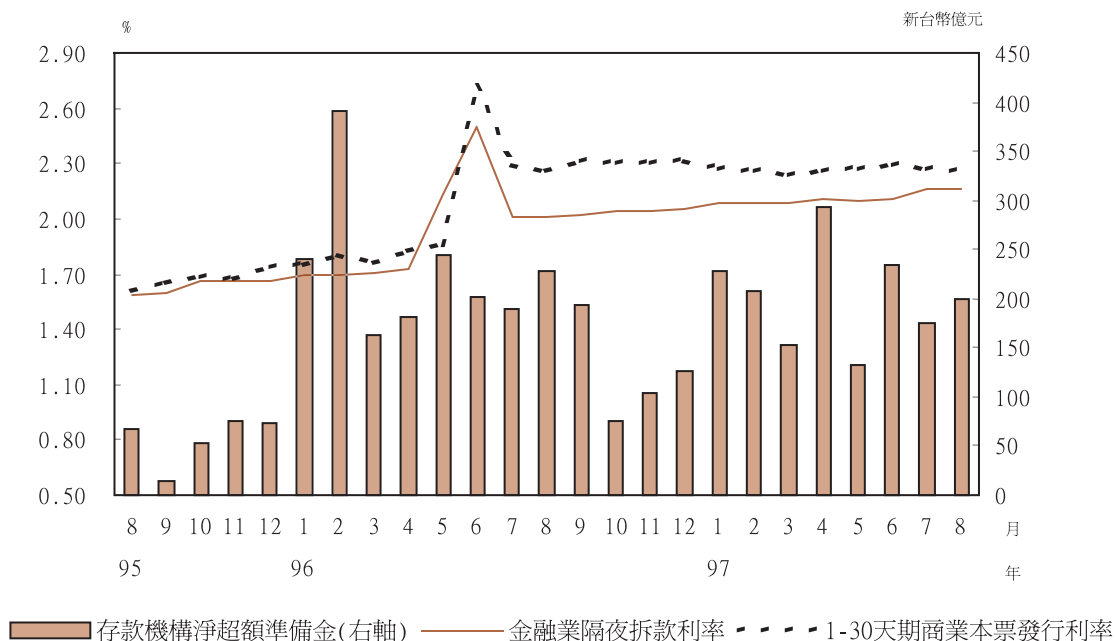


表 1.1 貨幣市場利率

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
96/8	2.007	2.26	2.40	2.36	1.93	1.99	2.17	1.94	1.99	2.07
9	2.019	2.31	2.41	2.25	1.94	1.99	2.01	1.96	2.05	2.14
10	2.038	2.30	2.40	2.25	1.99	2.02	2.04	1.99	2.06	2.15
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

### 三、票券流通餘額

本年8月底票券流通餘額合計為10,189億元，較97年3月底減少267億元。其中，國庫券減少200億元，主要係財政部因稅收超

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，商業本票增加75億元，可轉讓定存單減少147億元，銀行承兌匯票則增加5億元。

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
96/8	5,852	6,257	9,991	0	0	600	5,027	5,204	6,610	37	31	84	787	1,022	2,698
9	5,461	5,723	9,730	0	300	300	4,788	4,598	6,799	31	26	88	643	798	2,542
10	6,283	6,149	9,863	0	0	300	5,566	5,102	7,262	36	41	83	681	1,006	2,217
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

## 貳、債券市場

本年第2季債券發行市場，政府公債方面，主要為配合國庫資金調度需要，以及建構債券殖利率曲線與促進指標利率形成，持續執行定期定額發行政策，本季共發行1,000億元增額中央政府公債，較上季增加100億元；公司債方面，受公債殖利率走揚及通膨因素影響，各債券募資單位為鎖定發行成本，紛紛發行債券，部份公司更採取多券種的方式，以降低發行成本，發債規模較大者以台電、台塑集團、高鐵、開發金、兆豐金、新光金及聯強國際等大型企業為主；金融債券方面，金融機構亦為避免發債成本不斷上揚，爭相發行金融債券，供作償還到期債券、充實第二類資本以提升資本適足比率、或籌募中長期資金作為營運用途，發行規模較上年同季成長294.79%；資產證券化方面，仍以結構式債券證券化為市場主流，其中以發行短期受益證券為最大宗，占發行總額的75.27%，其次是債券資產受益證券占24.73%。債券流通市場部分，本季主要受內需不振，游資無法順利去化，造成債市流通籌碼集中，與物價上揚，通膨壓力上升等多空因素拉扯的影響，在公債殖利率方面，受通膨壓力上升的影響較大，致殖利率呈攀升格局，於6月中旬創下近4年來新高後，在台股持續下跌及憂慮經濟衰退的衝擊下，殖利率開始往下修正；至於交易量方面，因債市

流通籌碼集中的優勢下，空方暫離市場，致造成交易量萎縮。以下就發行市場與流通市場分別加以說明。

### 一、發行市場

#### (一) 中央政府公債

(1) 6月10日財政部委託本行標售97-3期10年期增額公債350億元，因交易商認購意願不強，投標倍數僅1.22倍，最高得標利率為2.7160%，超出市場預期的2.635%至2.66%區間，亦較3月14日同期公債發行利率高約0.284個百分點，顯示市場對通貨膨脹感到憂心，並預期月底可望再度升息。標售結果，籌碼主要流向證券業，得標比例高達67.86%，銀行業分配22.14%，票券業及保險業則各占6.86%及3.14%。

(2) 7月16日財政部委託本行標售97-4期5年期可分割公債300億元，投標倍數為93年以來5年期公債最高，達2.69倍，最高得標利率為2.52%，略低於市場預期2.53%至2.55%的水準，顯示市場資金充裕，惟較上次同期增額公債最高得標利率2.245%增加0.275個百分點。就得標行業觀察，以證券業得標比重占53.68%最高，其餘由銀行業及票券業分配，所占比重分別為38.99%及7.33%。

(3) 8月11日財政部委託本行標售97-5期20年期公債300億元，最高得標利率為

2.66%，較上次同年期增額公債最高得標利率2.7480%低0.088個百分點。本次標售因銀行業為去化餘裕資金，壓低利率搶標，使得標利率低於預期之2.685%至2.705%，原預期利率會在2.7%的部分壽險業者，未能如

願得標。投標倍數為1.95倍。若就得標行業別觀察，以銀行業得標比重占52.67%最高，其次是證券業的43.33%，票券業得標比重為4.00%。

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	13,769	60,428	3,932	34,100	90	1,098	1,562	10,995	1,925	9,174	6,175	4,262	85	799
96/9	1,305	59,917	400	33,280	0	1,181	108	11,022	331	9,197	466	4,409	0	828
10	957	59,748	583	33,551	0	1,180	52	10,966	0	8,846	322	4,392	0	813
11	1,225	60,151	300	33,851	0	1,179	217	11,078	121	8,888	587	4,352	0	803
12	1,957	60,441	250	34,100	0	1,098	354	11,008	898	9,174	455	4,262	0	799
97/1	1,083	60,109	400	33,800	120	1,217	17	10,863	212	9,296	334	4,242	0	691
2	956	60,274	300	34,100	0	1,217	37	10,859	30	9,211	589	4,196	0	691
3	1,006	60,631	400	34,499	0	1,197	16	10,790	161	9,333	429	4,150	0	662
4	1,125	61,154	350	34,849	67	1,263	195	10,824	290	9,460	290	4,106	0	652
5	1,349	61,225	300	34,799	0	1,263	209	10,795	283	9,695	557	4,021	0	652
6	1,464	61,559	350	35,149	0	1,263	422	10,620	260	9,910	432	3,965	0	652
7	710	61,225	300	34,998	0	1,261	162	10,560	11	9,863	237	3,901	0	642
8	985	61,205	300	35,297	0	1,166	119	10,464	0	9,829	566	3,807	0	642

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」。

註：金融債券97/7之發行額為調整數。

## (二) 直轄市公債

高雄市政府委託高雄銀行於97年3月20日標售97年度第1期零息無實體公債67億元，97年4月18日發行，期限5年，到期一次還本。發債主要目的為籌措債務基金，以償還即將到期的舊債。本期公債中64億元由法人機構認購，3億元保留由小額投資人認購，決標利率為2.469%，投標倍數為3.07。

若就得標行業別觀察，以票券業得標比重占68.75%最高，銀行業占31.25%。

截至本季底，直轄市政府公債發行餘額為1,263億元，較3月底增加66億元或5.51%，至97年8月底減為1,166億元。

## (三) 公司債

本季為傳統發行債券旺季，加上公債殖利率走揚及通膨因素影響，發債成本逐步墊

高，各債券募資單位為鎖定發行成本，紛紛發行債券，部份公司更採取多券種的方式，以降低發行成本。發債規模較大者以台電、台塑集團、高鐵、開發金、兆豐金、新光金及聯強國際等少數大型企業為主。

本季公司債發行總額為826億元，較上季增加756億元或1087.14%，其中，無擔保公司債發行545億元（無擔保可轉換公司債及無擔保不可轉換公司債分別為202億元及343億元），占65.98%，有擔保公司債僅發行281億元（有擔保可轉換公司債及有擔保不可轉換公司債分別為21億元及260億元），占34.02%。發行利率方面，就5年期無擔保公司債為例，本季加權平均利率為2.6932%。若以該利率水準與本季銀行新承做資本支出放款加權平均利率3.2498%比較，本季企業發債籌資成本平均低於銀行貸款0.5566個百分點。另就發行業別觀察，主要以發電、金控、電子、塑膠、高速鐵路運輸、紡織、鋼鐵、以及證券等業別為主。

截至6月底，公司債發行餘額為1兆620億元，較3月底減少170億元或1.57%，至97年8月底減為1兆464億元。至於7月及8月公司債發行，分別為162億元及119億元，發行行業以塑化業、發電業、金融控股及證券等業別為主。

#### (四) 金融債券

本季受公債利率彈升、物價上揚及初級市場發行利率持續走高影響，金融機構為避

免發債成本不斷上揚，爭相發行金融債券，供作償還到期債券、充實第二類資本以提升資本適足比率，或籌募中長期資金作為營運之用。本季金融債的發行規模較上年同季成長294.79%。

本季共有13家金融機構發行金融債券，發行總金額為833億元，較上季增加431億元或107.05%，其中次順位債為736億元，占88.36%，主順位債為97億元，占11.64%。就發行內容觀察，以中國信託商業銀行發行132億元為最多，主順位債有67億元，其餘為次順位債，發行期限短者5年，長者15年，發行利率有浮動及固定者，固定利率介於2.985%至3.49%之間，發債目的為充實營業資金及提高資本適足率；其次為兆豐商銀發行3至7年期的次順位金融債106億元，票面利率介於2.580%及2.850%，發債目的為提高資本適足率；第三是合作金庫銀行發行7年期及無到期日的次順位金融債100億元，前者票面利率為2.285%及3%，後者為浮動利率，發債主要係為充實第二類資本；第四是土地銀行發行7年期80億元次順位金融債券，其票面利率為2.960%，發債目的為提高資本適足率；第五是台北富邦銀行發行7年期78億元次順位金融債券，票面利率分為3.090%及3.140%；第六是華南銀行發行7年及8年期75億元次順位金融債券，票面利率有浮動及3.100%與3.200%者。其餘為台灣中小企銀、第一銀行、彰化銀行發行7年



期各52億元、50億元及50億元次順位金融債券，前者為浮動利率，後二者票面利率為3.100%；上海商銀及中國輸出入銀行各發行30億元，用以籌集中長期營運資金，前者為7年期次順位金融債券，票面利率為3.150%，後者以主順位為主，有3年及7年期，票面利率介於2.720%與3.100%之間；全國農業金庫及台灣工業銀行各發行18億元及6億元次順位金融債券，前者為5.5年期，票面利率為3.280%，用於改善資本結構，提高資本適足率，後者有2年至6年期，票面利率介於2.900%與3.500%之間，供作中長期授信資金。至於7月與8月，已無金融機構發行金融債券。

截至6月底，金融債券發行餘額為9,910億元，較3月底增加577億元或6.19%，至97年8月底減為9,829億元。

### (五) 資產證券化受益證券

本季國內資產證券化總發行額為1,279億元，較上季減少73億元或5.41%，其中金融資產證券化證券共發行1,252億元，不動產證券化證券共發行27億元。在金融資產證券化方面，主要為結構式債券證券化商品，其中以奇美電子、台新銀行、法商東方匯理銀行、台灣人壽、花旗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942億元，占75.27%，其次是大眾銀行、斐商標準銀行台北分行、第一銀行等機構發行的債券資產受益證券為310

億元，占24.73%。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。邁入第三季，資產證券化市場仍顯熱絡，7月及8月分別發行233億元及564億元，悉為每季及每月循環發行的短期受益證券及債券資產受益證券。

## 二、流通市場

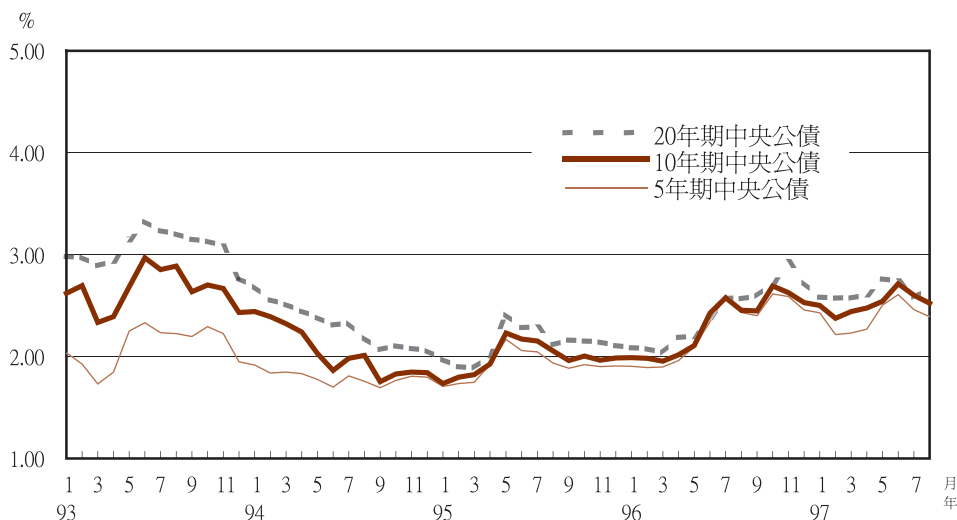
### (一) 店頭市場

本年4月，總統大選後，兩岸關係趨於樂觀，台股表現亮眼，520後油電價格調漲亦成定局，通膨壓力上升，業界亦預期美國降息已近尾聲，部份外資也有撤離現象，使得拋券壓力沉重，但市場資金浮濫，外資的短券賣盤被銀行業吸收後，台債於區間盤整，10年期公債平均殖利率微升至2.4754%。5月中旬，外資匯出資金，新台幣匯率趨貶，物價亦日益升溫，致殖利率震盪盤高，但10年券因籌碼集中，借券費率調高，降低券商放空意願，致殖利率維持低檔；及至下旬，借券費率轉趨正常，成交量擴增，殖利率亦大幅彈升，10年期公債殖利率升至2.5422%。6月中旬，受原物料價格高漲，通膨疑慮升溫，以及投資買盤保守的情況下，10年期公債殖利率彈升至2.8247%，創下近4年以來的高點，隨後在台股持續下跌的帶動下，殖利率往下修正。7月中旬前，美國兩大房貸公司（Fannie Mae 及 Freddie Mac）信心危機蔓延全球，台股亦跌

跌不休，債市演出多頭行情，10年期公債殖利率下跌至2.6026%；及至8月，債市受股市走弱、預期通膨降溫、經濟衰退、游資依舊

浮濫、債券流通籌碼有限等因素，10年期公債殖利率振盪走低，降至2.5236%。

圖2.1 各期別公債殖利率走勢圖



就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為36兆2,070億元，較上季減少5兆2,725億元或12.71%，其中買賣斷交易減少5兆969億元或23.29%(占成交總額比重，由52.77%降為46.38%，減幅達6.39個百分點)，附條件交易則減少1,756億元或0.90%(占成交總額比重，由47.23%升為53.62%)。本季買賣斷交易明顯減少，主要由於內需持續不振，游資無法順利去化，銀行業及保險業只好不顧一切的買進公債，甚至壓低殖利率彈升，交易商交投意願大減，以致債市交易呈現價漲量縮情況。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35兆7,987億元，較上季

減少13.05%，其次是公司債，交易金額為3,091億元，較上季增加70.68%，第三為金融債券，交易金額為582億元，較上季減少14.79%，第四為外國債券，交易金額為235億元，則較上季增加65.49%，至於資產證券化受益證券成交金額為175億元，則較上季減少58.53%。及至第三季，預期通膨降溫、經濟衰退、股市走弱、游資充斥、債券流通籌碼集中等因素，使得債市交投氣氛持續偏多，7月及8月成交金額分別為8兆8,727億元及9兆7,457億元。

## (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。

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	1,936,808	937,876	48.4	998,932	51.6
96 / 9	119,005	49,360	41.5	69,645	58.5
10	135,518	59,142	43.6	76,376	56.4
11	123,582	48,693	39.4	74,889	60.6
12	127,006	50,032	39.4	76,974	60.6
97 / 1	152,259	77,137	50.7	75,122	49.3
2	99,370	48,570	48.9	50,800	51.1
3	163,166	93,181	57.1	69,985	42.9
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

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	1,936,808	1,922,416	4,121	6,080	1,709	1,622	860
96/ 9	119,005	118,046	211	423	60	209	56
10	135,518	134,381	302	677	57	9	92
11	123,582	122,648	255	565	80	2	32
12	127,006	125,917	264	435	128	194	68
97/ 1	152,259	151,156	96	537	409	61	0
2	99,370	98,696	117	306	46	138	67
3	163,166	161,885	164	591	228	223	75
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

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4月至97年8月期間，台股先受到總統大選後，兩岸經貿開放題材火熱，且市場看好520總統就職的慶祝行情，促使資金行情發威，台股向上攀升，指數於5月19日漲至9,295點之高點；此後，由於獲利了結賣壓出籠；國際油價屢創新高，全球通膨壓力急遽升高；美國二大房貸機構爆發財務危機，國際金融市場動盪不安；外資不斷大幅賣超台股，以致台股自高檔大幅回落，指數於7月16日跌至6,711點。之後，由於美國政府對二大房貸機構提出紓困方案，使其財務危機暫獲舒解；國際原油及原物料價格自高檔回落，全球通膨壓力減輕，國際股市回穩；以致台股出現跌深反彈，指數於8月29日反彈至7,046.1點，但仍較97年3月底的8,572.6點大跌17.81%。

### 一、大盤股價指數變動

97年4月份股市走高，指數於4月17日升抵9,096點的高點，之後維持狹幅整理，4月底加權指數較上月底上漲4.05%。4月份主要利多因素包括：1.投信及自營商看好520總統就職的慶祝行情，因而大幅加碼台股，4月份買超合計達338億元；2.在4月11日博鰲論壇胡蕭會談之後，兩岸關係融冰，兩岸政策開放題材火熱；3.國際投資大師羅傑斯來台演講，看好台股後市；4.多家美國科技大廠

獲利優於預期，且美國重量級金融機構提列之次級房貸虧損金額低於預期，激勵美股勁揚。

97年5月份股市先堅後軟，5月19日以前在兩岸開放題材持續火熱及看好520總統就職的慶祝行情下股市持續向上攻堅，指數於5月19日漲至本年來最高點9,295點；5月19日以後在總統就職的慶祝行情結束，利多出盡下，股市回檔下修；5月底加權指數較上月底下跌3.37%。5月19日以前股市走高，主要利多因素包括：1.520總統就職的慶祝行情啟動，國內法人大舉進場加碼；2.短線外資在520前一週大幅買超台股；3.市場樂觀期待520總統就職的慶祝行情，資金大量湧進台股，促使資金行情發威。5月19日以後股市走低，主要利空因素包括：1.在520總統就職的慶祝行情結束後，利多出盡，獲利了結賣壓出籠；2.國內油價大幅調高，通膨壓力升溫；3.國內投信及自營商進行獲利了結，加重市場賣壓。

97年6月份股市一路走低，6月底加權指數較上月底下跌12.71%。主要利空因素包括：1.國際油價屢創新高，全球通膨壓力劇升，市場擔心央行採取緊縮性措施；2.美國金融機構次貸相關損失擴大，國際股市普遍重挫；3.外資大幅撤出台股，全月大幅賣超1,159億元。

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。

## 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，97年4月份電子股上漲5.83%，主要係因美國科技股那

圖3.1 集中市場價量變動趨勢

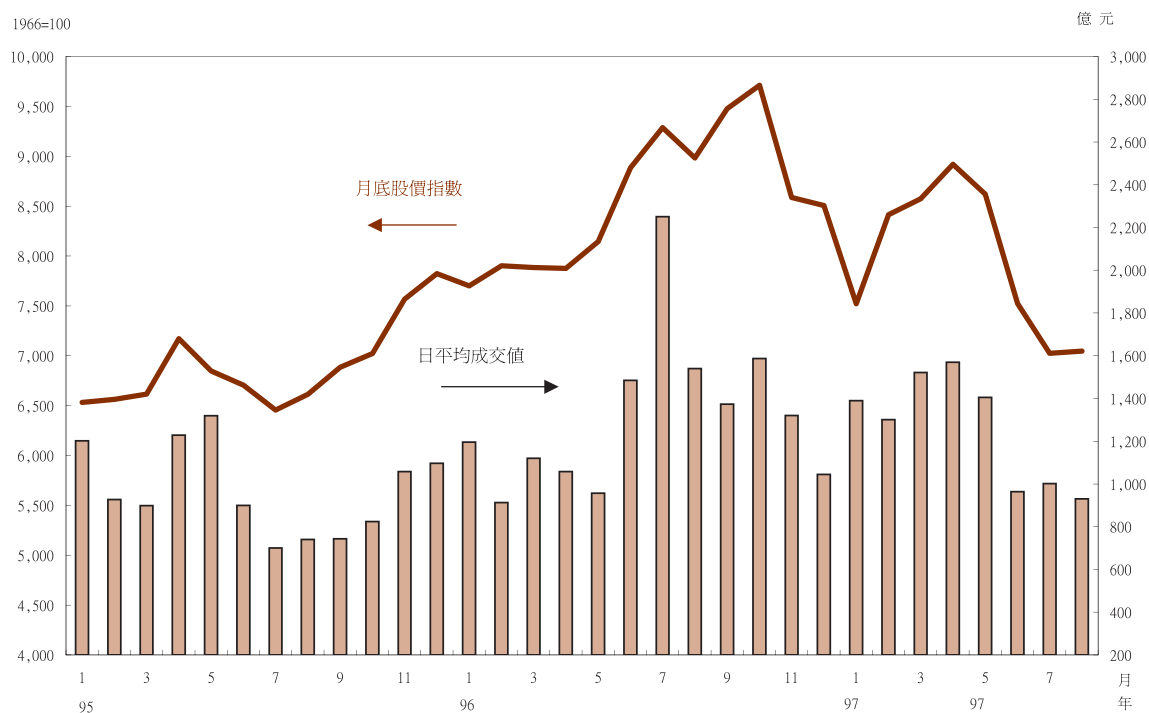


表3.1 集中市場各類股股價指數之變動

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3月底	8,572.6	319.3	1,131.2	687.8	475.3	194.9	398.0	177.3	234.3	92.6
97年4月底	8,919.9	337.9	1,222.7	688.4	473.9	198.8	389.4	164.6	223.4	92.5
97年5月底	8,619.1	326.5	1,148.6	682.8	442.3	196.5	368.6	166.7	220.4	89.8
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4月底 與上月底比%	+4.05	+5.83	+8.09	+0.09	-0.30	+2.00	-2.16	-7.13	-4.63	-0.13
97年5月底 與上月底比%	-3.37	-3.37	-6.07	-0.81	-6.67	-1.14	-5.35	+1.29	-1.37	-2.85
97年6月底 與上月底比%	-12.71	-11.72	-11.50	-13.80	-17.67	-17.55	-22.61	-17.97	-13.96	-14.57
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

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3月底	61.9	115.9	70.3	155.5	192.1	134.3	132.0	149.6	152.1	141.9
97年4月底	62.2	124.6	69.0	165.1	184.3	130.3	133.9	155.6	155.2	144.0
97年5月底	57.0	123.2	71.7	169.6	171.6	119.4	129.6	168.5	151.5	141.0
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4月底 與上月底比%	+0.48	+7.52	-1.91	+6.18	-4.03	-3.00	+1.47	+4.06	+2.05	+1.47
97年5月底 與上月底比%	-8.41	-1.19	+3.93	+2.73	-6.91	-8.35	-3.23	+8.28	-2.43	-2.10
97年6月底 與上月底比%	-19.43	-17.60	-15.88	-11.67	-18.19	-14.68	-17.46	-15.61	-18.80	-12.53
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

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1-8月	-2,254	469	338	-1,447
96年8月	-1,714	399	-6	-1,321
96年9月	636	323	121	1,080
96年10月	527	144	51	722
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



斯達克指數勁揚，促使部份市場資金轉至電子股；金融股大漲8.09%，主要係因政府將開放金融業登陸投資，未來金融業務發展空間增大；鋼鐵股上漲6.18%，主要係因鋼鐵業第一季財報獲利表現亮麗；觀光股繼續受惠於開放陸客來台觀光而上揚4.06%。建材營造股及水泥股因短線漲多而遭受獲利了結賣壓，因而分別下跌2.16%及7.13%；塑膠股下跌4.63%，主要係受到外資券商調降台塑四寶投資評等影響。

97年5月份由於520慶祝行情結束，利多出盡，以及國際油價飆高，全球股市重挫，致使大多數類均呈現下跌局面，僅少數類股呈現上漲，包括和中國四川大地震災後重建有關的類股、觀光股及貿易百貨股等。例如水泥股上漲1.29%，玻璃陶瓷股上漲3.93%，鋼鐵股上漲2.73%，觀光股上漲8.28%。其餘各類股均走低，其中電子股下跌3.37%，金融股下跌6.07%，建材營造股下跌5.35%，紡織股下挫6.67%。

97年6月份由於國際油價屢創新高，全球股市重挫，以及外資大幅賣超，致使各類股全面下跌；其中跌幅較大者主要為傳統產業股及原物料類股，主要係因520新總統就職後利多出盡，獲利了結賣壓大量出籠。例如，建材營造股大跌22.61%；紡織纖維股下挫17.67%；水泥股下滑17.97%；橡膠股下跌18.19%；造紙股下挫17.55%。至於電子股則下跌11.72%，金融股也下跌11.50%。

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。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，97年4月外資出現小幅賣超，主要係因此期間台股表現相對優於國際股市，促使外資逢高減碼以實現獲利。97年5月由於看好520總統就職行情，以及兩岸關係將明顯好轉，激勵外資進



場加碼，因而出現買超。97年6月至8月外資連續三個月出現大幅賣超，累計賣超達2,554億元，主要係因美國次貸金融危機持續引爆，多家美國大型金融機構出現財務危機；加以國際油價高漲，全球通膨壓力劇升，全球股市動盪；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4月至8月投信法人連續出現買超，此主要係因新政府執政後，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；加以在外資持續大幅賣超的衝擊下，台股已出現明顯超跌，因而促使投信法人逢低持續加碼。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超，97年4月因股市行情走高，而使自營商出現買超；但在97年5月及6月因股市表現疲軟，而使其出現賣超。不過，在97年7月及8月，即使股市表現不佳，但自營商仍出現買超，此主要係因台股已呈超跌，投資價值浮現，使其逢低加碼。

#### 四、股市重要措施

在股市重要措施方面，本期間主要措施有：

1.97年4月10日金管會規定，期貨經理事業繳存設置保證金或營業保證金之「金融機構」及全權委託資產之「保管機構」之長期

債務信用評等須達「BBB-級」或相當等級以上、短期債務信用評等須達「A-3級」或相當等級以上，並訂定該事業以國內政府債券以外之有價證券繳存設置保證金或營業保證金者，該有價證券之種類，以上市或上櫃之「金融債券」及「公司債」為限，且該債券本身之長期債務信用評等須達「A級」或相當等級以上。

2.97年6月27日台灣證交所公告，為鼓勵台商及外國企業來台上市，將香港交易所納入經主管機關核定之交易所，今後只要台商或外國企業已在香港上市，即可來台發行台灣存託憑證(TDR)，在台灣證交所上市交易。

3.97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。

4.97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。

5.97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。

6.97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。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

97年第2季（4至6月）新台幣對美元匯率最低為5月14日之31.002元，最高為6月2日之30.219元，波幅為0.783元。季底新台幣對美元匯率為30.354元，較上季底微升0.2%，對歐元、日圓及韓元匯價亦分別較上季底升值0.5%、6.1%及5.8%，對人民幣則較上季底貶值2.1%。

與第2季底比較，第3季底新台幣對歐元及韓元升值，惟對美元、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2.8%。以下分別分析第3季新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元之匯率變動。

新台幣對美元匯率：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，較上季擴大。7月中旬受美國二房危機影響，國際美元一度疲弱，惟8月以來，美國重申強勢美元政策，加以9月雷曼兄弟、AIG等多家美國投資銀行爆發財務危機，其海外資金紛紛撤回美國，使美元走強；國內則因外資匯出及壽險公司買匯需求，致外匯需求大於供給，新台幣對美元呈貶值走勢。本季底新台幣對美元匯率為32.130元，較上季底貶值5.5%。就平均匯率

而言，本季新台幣對美元平均匯價較上年同季則升值5.6%。

新台幣對歐元匯率：7月初在歐洲央行升息激勵，加上美元走跌，歐元對美元匯率一度走升，中旬後因經濟數據不佳，加以8月以來美元走強，歐元對美元呈貶值走勢，9月底美國金融危機引發之信用緊縮蔓延至歐洲，歐元區多家金融機構面臨紓困危機，歐元對美元大幅走貶。本季底新台幣對歐元較上季底升值5.7%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元平均匯價較上年同季則貶值3.5%。

新台幣對日圓匯率：7月初美元疲弱，日圓對美元一度走升，嗣後因日本消費萎縮、貿易順差銳減、整體景氣轉疲等影響，日圓對美元呈貶值走勢，惟9月以來，全球金融動盪，日圓利差交易者紛紛償還日圓借款，日圓對美元反轉走強。本季底新台幣對日圓較上季底貶值6.0%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓平均匯價較上年同季亦貶值3.8%。

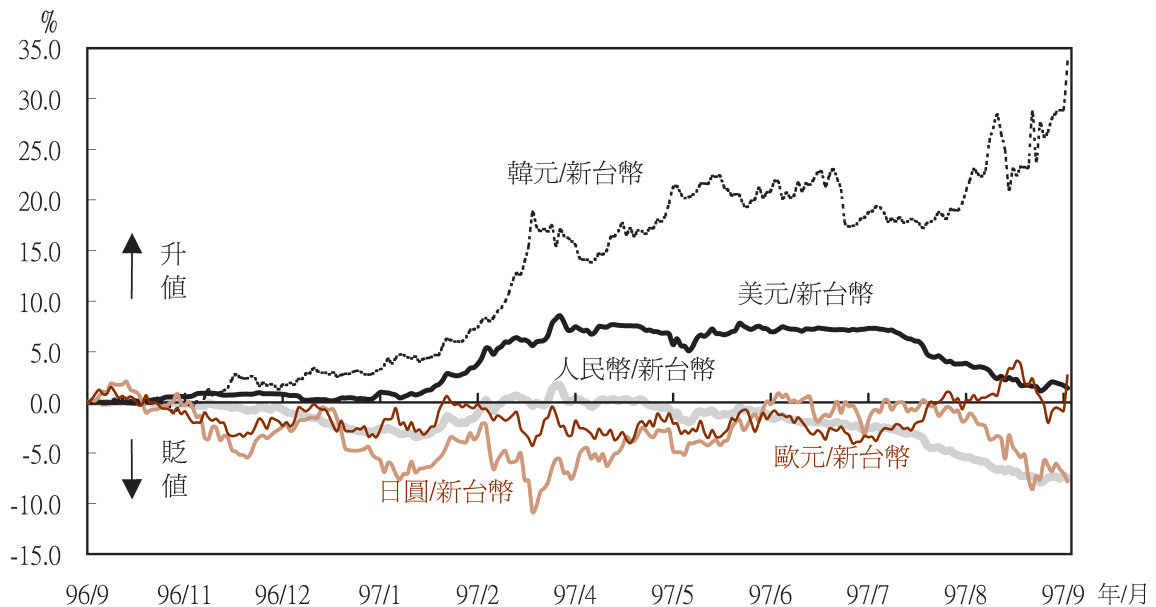
新台幣對人民幣匯率：因中國大陸經濟增長減緩，加以國際油價下跌，國際美元走強，市場預期人民幣升值速度將趨緩，且9月下旬中國降息以刺激經濟，本季人民幣對美元呈盤整趨勢。本季底新台幣對人民幣匯價較上季底貶值5.6%。就平均匯率而言，本

季新台幣對人民幣平均匯價較上年同季亦貶值4.4%。

新台幣對韓元匯率：為抑制通膨壓力，韓國央行於8月初升息，惟國際美元走強，

加以外資出脫韓股及國際收支逆差，韓元對美元大幅走跌。本季底新台幣對韓元較上季底升值9.0%。就平均匯率而言，本季新台幣對韓元平均匯價較上年同季亦升值21.1%。

圖4.1 97年第3季(7至9月)新台幣對主要貿易對手國之升貶幅度  
(與96/9/29比較)



## 二、外匯市場交易

97年5月至7月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為12,238.77億美元，較上年同期成長7.4%，日平均交易淨額為191.32億美元。同期間OBU外匯交易淨額為769.85億美元，占外匯市場總交易量6.3%，該比重較上年同期上升2.3個百分點。

各交易類別中，以即期外匯交易最多，

交易量達6,014.37億美元，換匯交易居次，交易量为3,951.82億美元，兩者較上年同期分別成長1.8%及11.2%，惟較上期(2月至4月)分別減少5.7%及增加1.9%；兩者交易比重合計占外匯市場總交易量超過八成，分別為49.1%及32.3%。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減少3.8%及增加55.3%；兩者交易比重分別為8.8%及8.2%，與上年同期比較，分別下降1.0及上升2.5個百分點（見表4.1及圖4.2）。

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	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 / 5	207,867	111,086	22,143	43,091	14,755	2,551	2,819	19,962	387,376	14,399	17,608
6	188,881	110,300	26,582	35,484	10,854	3,127	1,838	19,296	358,925	14,224	17,946
7	194,190	134,064	29,205	34,021	11,231	3,712	1,960	25,493	393,440	17,061	17,884
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

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。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，5月至7月各月的比重分別為45.4%、42.1%及42.3%，平均較上年同期提高3.0個百分點，新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.5%；外幣間的交易比重則在五成上下，5月至7月美元對日圓、其他外幣間及美元對歐元交易的比重分別為18.9%、19.5%及15.9%，三者較上年同期分別下降1.1、4.0

及上升2.2個百分點；與上期比較，則分別下降0.3及上升0.3、2.2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，5月至7月各月占全體外匯交易量分別為51.5%、54.7%及54.5%；國內銀行與顧客間的交易居次，5月至7月比重分別為30.8%、29.1%及30.4%；國內銀行間的交易比重最少，約16.3%（見圖4.4）。

圖4.2 外匯交易-按交易類別

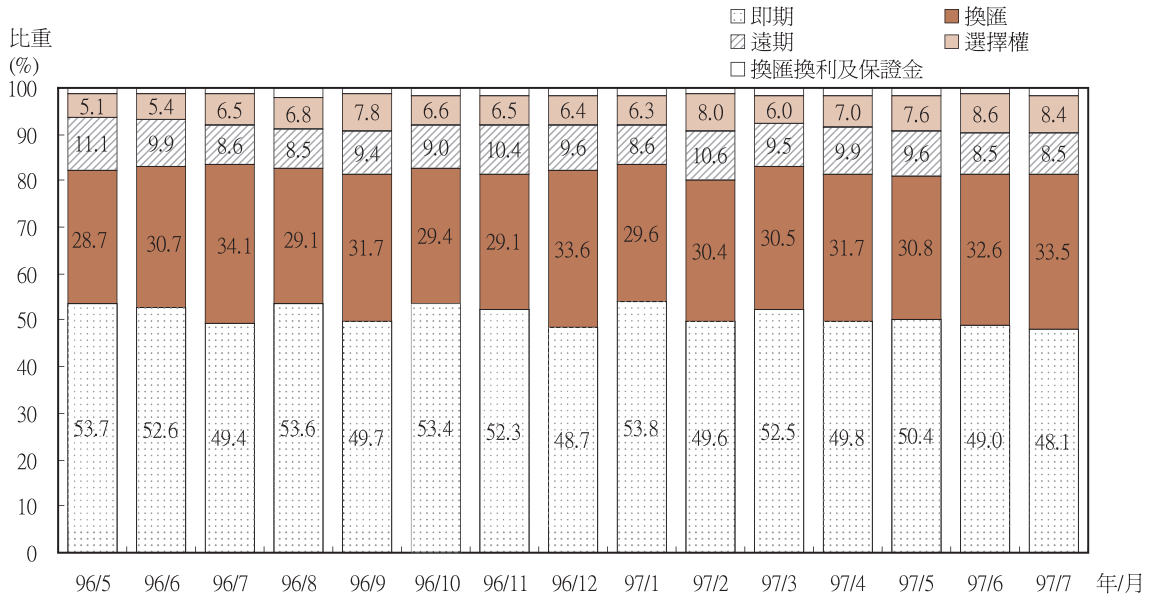


圖4.3 外匯交易-按幣別

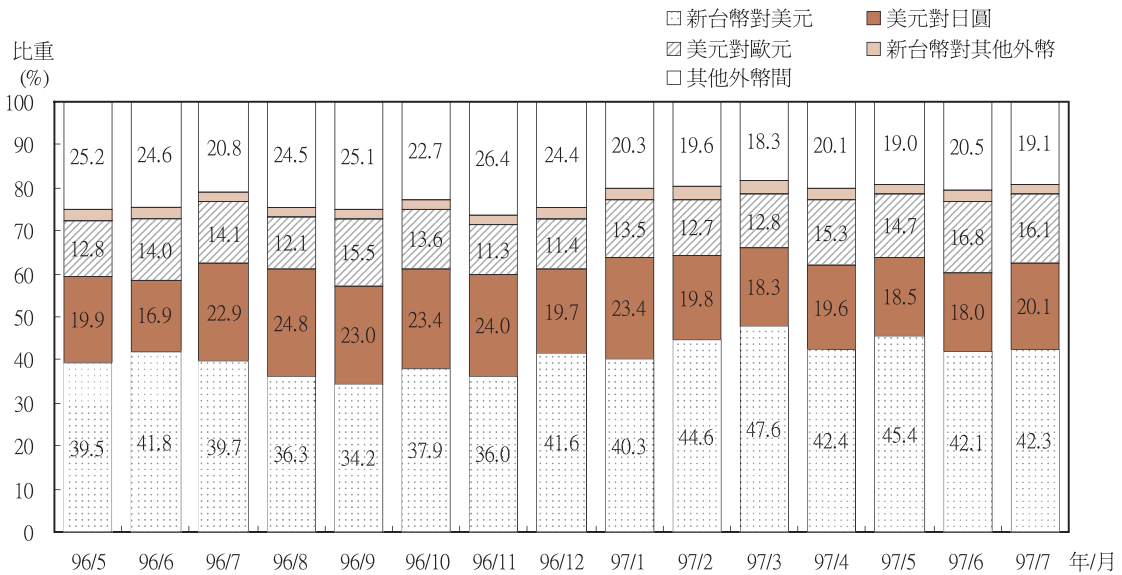
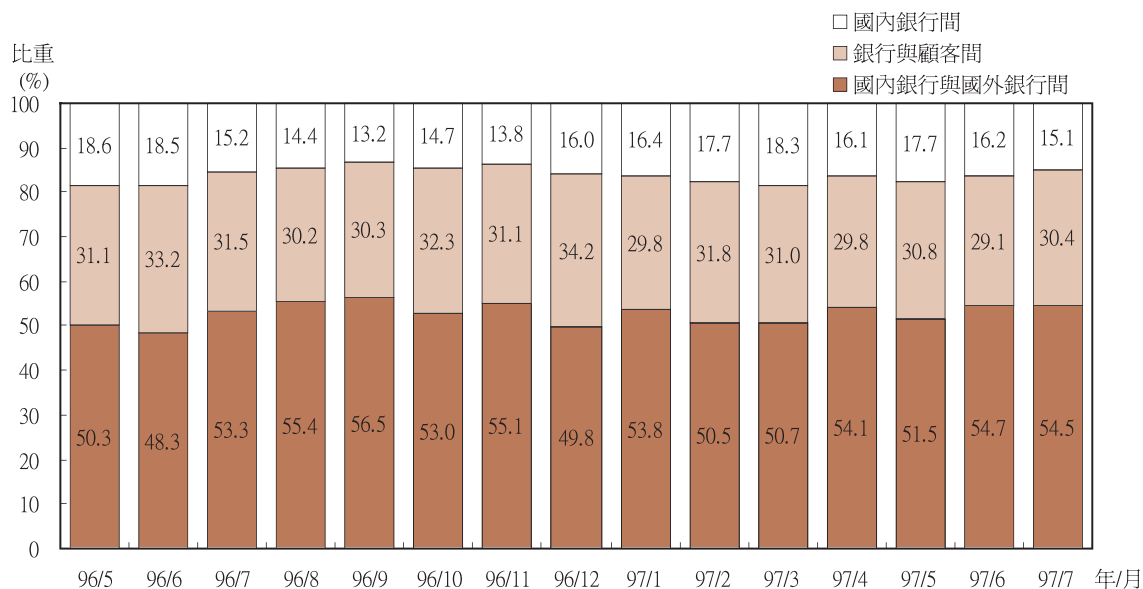


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



### 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)，5月換匯交易量为413.98億美元，較上月微增0.7%，主要係受下列因素影響：(1)下半月因外資淨匯入，新台幣略有升值壓力，持有國外投資部位之壽險、投信業為規避風險，除原承作換入美元交易到期續作外，並提高避險額度，致匯銀承作後轉向銀行間拋補金額略增；(2)因美元利率變動不大，持有換匯部位交易員為避免新台幣資金浮濫，近月底時，以辦理短天期換匯交易方式調度，致週轉率略為提高。6月交易量为425.89億

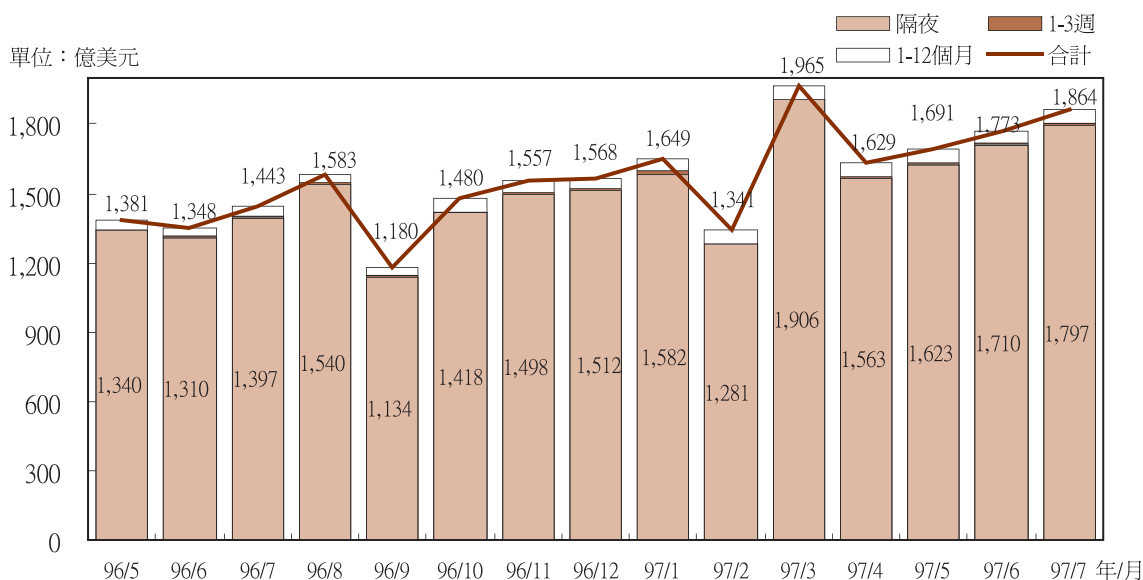
美元，較上月增2.9%，主要係受下列因素影響：(1)為減緩國外投資部位之匯兌風險，壽險、投信業除原換匯交易到期續作外，再提高避險額度，致匯銀承作後轉向銀行間拋補金額增加；(2)市場預期本行6月理監事會將調高新台幣利率，部分匯銀辦理短天期換匯交易調度新台幣資金，致銀行間短天期換匯交易比重大幅提高，週轉率上升。7月交易量为426.42億美元，較上月微增0.1%，主要係受下列因素影響：(1)部份壽險公司獲准提高國外投資額度，為減緩投資後可能承受之匯兌風險，其匯出多辦理換入美元交易避險，致匯銀承作後轉向銀行間拋補金額增加；(2)本月央行未發行1年期NCD，部分外銀改以辦理換匯交易調度多餘新台幣資金，致銀行間換匯交易量略增。



銀行間外幣拆款市場交易方面(見圖4.5)，5月交易量為1,691.39億美元，較上月增加3.9%，主要係因美國Fed貨幣政策未見明朗，銀行多以隔夜及短天期拆款支應資金需求，週轉率相對提高。6月交易量為1,773.32億美元，較上月增加4.8%，主要係

因適逢半年底，銀行短天期資金需求較殷，加上外匯存款減少，匯銀積極向外拆借，致交易量增加。7月交易量為1,864.36億美元，較上月增加5.1%，主要係因銀行持續以短天期、隔夜拆款融通所需資金，週轉率提高所致。

圖4.5 外幣拆款市場月交易量



#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品

97年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為962.79億美元，較上年同期大幅成長43.9%。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44.2%及44.0%。與上年同期比較，各交易類別中，以外幣換利交易比重提升10.0個百分點最多，外幣利率期貨交易比重則下降6.8個百分點最大；若與上期比較，交易比重上升最多者為外幣利率期貨交易，增幅達6.5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 / 5	5,492	440	1,075	7,517	350	83	94	15,052
6	11,790	0	1,890	11,866	334	29	351	26,260
7	5,580	2,290	1,701	14,565	366	8	1,095	25,604
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

## 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新種外匯業務，並配合政府開放大陸觀光客來臺及擴大實施「小三通」政策，使人民幣在臺灣地區得以合法兌

換，本行會同金管會訂定「人民幣在臺灣地區管理及清算辦法」，於6月29日起生效。且於6月30日核准14家金融機構及67家外幣收兌處於同日上午9時起，即可辦理人民幣買賣業務或收兌業務。該業務不僅減少人民幣之非法交易，同時也擴大承辦銀行之業務範圍。



# 國際經濟金融情勢（民國97年第2季）

## 壹、概述

本（2008）年以來，由於美國次級房貸問題持續發酵，國際金融市場波動加劇，加以國際原物料行情仍居高檔，全球經濟成長步調持續走緩。

本年第2季，美國因退稅刺激個人消費支出，以及輸出成長率擴增，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第1季之0.9%升至2.8%。歐元區經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第1季之2.7%大幅滑落至-0.8%，其中家計部門消費支出、固定資本形成及輸出成長率均由正轉負；若與上（2007）年同季比，則經濟成長率由第1季之2.1%降至1.4%。日本經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第1季之2.8%大幅滑落至-3.0%，其中民間消費支出、民間投資及輸出均呈衰退。

亞洲新興國家除印尼外，經濟成長步調均趨緩。至於中國在固定資產投資持續熱絡下，本年第2季經濟成長率達10.1%，惟低於第1季之10.6%。印度則因民間消費及固定資本形成成長放緩，本年第2季經濟成長率由第1季之8.8%降至7.9%。

多數國際機構均預測今、明兩年全球經濟成長將較上年減緩。環球透視預測機構（Global Insight Inc.）8月公布的今、明兩年

預測值分別為3.0%及2.8%（請參閱表1）。國際貨幣基金（IMF）於7月預測本年全球經濟成長率將由上年之5.0%大幅降至4.1%，明年則進一步降至3.9%。

在物價方面，本年以來原物料價格急遽攀升，多數國家躉售物價指數（WPI）漲幅擴大，消費者物價指數（CPI）亦因廠商轉嫁成本壓力升高，漲勢強勁。Global Insight Inc.預測本年全球通膨率由上年的3.3%大幅升至5.4%，明年則回降至4.2%。IMF之預測將由上年之4.0%續升至4.8%，明年則回降至3.7%，其中，先進經濟體本年通膨率將由上年之2.2%升至3.4%，明年則降至2.3%；而亞洲四小龍本年通膨率將由上年之2.2%升至3.0%，明年則降至2.7%。

為緩解國際原物料行情飆升所引發之通膨，各國政府自上年下半年以來陸續推出各種管制措施，包括：暫停輸出、課徵出口關稅或調降進口關稅稅率、凍結重要基本民生食品價格、凍漲汽油等價格，以及成立物價穩定監督小組。

此外，為提振景氣，本年以來，美國、日本、英國及部分亞洲新興國家陸續推出各項振興經濟方案，其中，除英國側重於拯救房市外，其餘國家主要以減稅或退稅方式，

激勵民間消費支出。

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4月間，連續七度調降聯邦資金利率目標共3.25個百分點至2%，6至9月間之會議則維持利率不變。加拿大央行於本年4月降息二碼至3%後，迄今維持利率不變。英格蘭銀行（BOE）於本年4月將14天期附買回利率調降一碼至5%後，迄今維持利率不變。澳洲於本年9月調降現金利率目

標一碼至7%，為7年來首次降息。紐西蘭於本年7月調降現金利率一碼後，9月再度調降二碼至7.50%。日本央行於上年調升無擔保隔夜拆款目標利率及基準貼放利率至0.5%及0.75%後，迄今維持不變。歐洲中央銀行（ECB）於本年7月將主要再融通操作之最低投標利率調升一碼至4.25%，8月及9月之會議均維持利率不變。

在亞洲國家方面，為因應日益升高的通膨壓力，本年以來部分國家採緊縮性貨幣政策。中國於1至6月間共五度調升金融機構法

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)	4.1 (3.0)	3.9 (2.8)
先進經濟體	2.7	1.7	1.4
OECD國家	2.7	1.8	1.7
主要先進經濟體(G7)	2.2	0.9	0.9
美國	2.0	1.3 (1.6)	0.8 (1.0)
日本	2.1	1.5 (1.0)	1.5 (1.7)
德國	2.6	2.0 (1.7)	1.0 (1.2)
英國	3.0	1.8 (1.3)	1.7 (0.4)
歐元區	2.6	1.7 (1.4)	1.2 (1.0)
四小龍	5.6	4.2	4.3
台灣	5.72	3.4 (4.5)	4.1 (5.0)
香港	6.4	4.3 (5.0)	4.8 (5.5)
新加坡	7.7	4.0 (4.6)	4.5 (4.7)
南韓	5.0	4.2 (4.0)	4.4 (3.9)
東協五國	6.3	5.6	5.9
泰國	4.8	5.3 (5.4)	5.6 (5.0)
馬來西亞	6.3	5.0 (6.0)	5.2 (5.5)
菲律賓	7.2	5.8 (4.8)	5.8 (5.0)
印尼	6.3	6.1 (6.0)	6.3 (5.7)
中國大陸	11.9	9.7 (10.0)	9.8 (9.0)
印度	9.3	8.0 (7.5)	8.0 (7.8)
其他新興市場暨發展中國家	8.0	6.9	6.7

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：G7、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 *World Economic Outlook*, April 2008，其餘國家及地區則採用IMF *World Economic Outlook Update*, July 2008；( )內資料係採用Global *Insight World Economic Outlook*, August 2008；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.83, June 2008。

定存款準備率共3個百分點至17.5%後，9月轉而調降存款準備率1個百分點至16.5%，另調降放款基準利率0.27個百分點，目前1年期放款基準利率為7.20%。印度除於4至7月間六度調升銀行現金準備率至9%外，6至7月間三度調升附買回利率共五碼至9%。印尼則於5至9月間五度調高官方利率各一碼至9.25%。菲律賓亦於6至8月間三度調高官方利率各一碼，目前央行對商業銀行的隔夜貸款利率為8%，隔夜存款利率為6%。

另為因應美國第四大投資銀行雷曼兄弟（Lehman Brothers）控股公司於本年9月14

日申請破產保護，引發金融市場流動性緊俏之連鎖效應，自9月15日起主要國家央行連日緊急挹注金融市場資金，以緩解短期流動性不足。9月18日Fed宣布與加拿大央行、BOE、ECB、日本央行及瑞士央行進行換匯操作，以舒緩次貸危機對短期資金市場所帶來的龐大壓力，9月29日除原五大央行外，Fed宣布再與丹麥央行、挪威央行、澳洲央行及瑞典央行等九家央行進行換匯操作，並將換匯操作總額由原2,900億美元擴增至6,200億美元。

## 貳、美國經濟前景不佳，通膨升溫，金融市場動盪

美國本年第二季經濟成長率由第一季之0.9%升至2.8%（圖1）。其中，個人消費支出成長率受退稅之激勵，由第一季之0.9%升至1.2%，主要為非耐久財成長率由-0.4%大幅升至3.9%所致。另一方面，民間投資成長率由上季之-5.8%續降至-11.5%，主要因住宅固定投資衰退13.3%所致。政府支出成長率則由上季之1.9%升至3.9%。輸出入方面，輸出成長率由上季之5.1%躍升至12.3%，輸入成長率則由上季之-0.8%續降至-7.3%。就美國海關貿易統計觀察（未經季節調整），本年1至7月出口成長19.2%，進口成長14.1%，貿易入超則為4,812億美元，較上年同期增加6.6%。

美國本年第二季工業生產指數年增率僅

0.3%，7月降至-0.4%，8月續降至-1.5%（表2）；8月供應管理學會（ISM）製造業指數由7月之50.0%微降至49.9%，顯示製造業部門景氣仍然趨緩。勞動市場方面，受次級房貸問題惡化影響，本年第二季失業率為5.3%，7月及8月分別升至5.7%及6.1%，8月非農業部門就業人口亦較7月減少8萬4千人。本年第二季製造業部門勞動生產力年增率亦由第一季之3.9%降至2.4%。在消費信心方面，消費者信心指數（Consumer Confidence Index）由7月之51.9升至8月之56.9，但9月3日公布的Fed褐皮書報告則顯示，個人消費支出趨於保守，較側重於必需品之消費，且大多數地區的製造業活動與房地產市場景氣皆不振，相關貸款需求減少。

圖1 美國經濟成長率

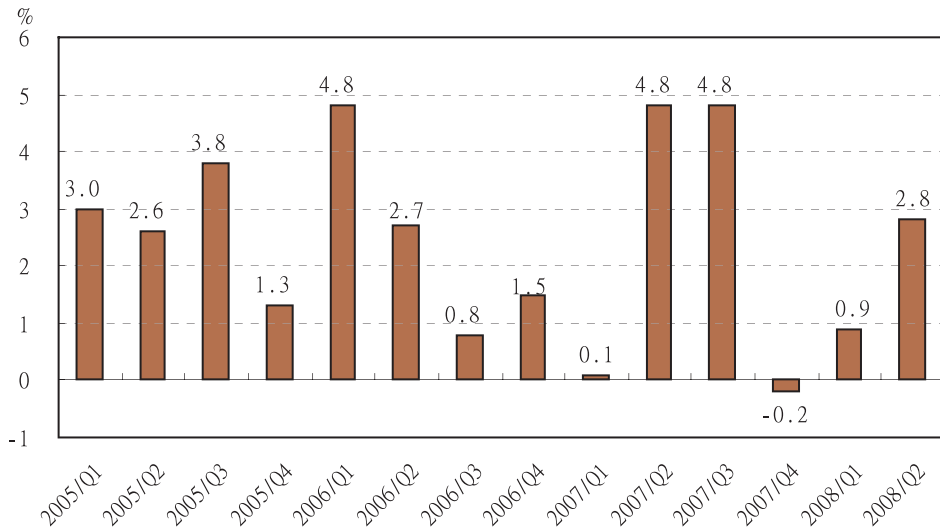


表2 美國重要經濟指標

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
2007/9	4.8	4.7	2.2	2.1	2.8	4.4	-64,704
10		4.7	1.9	2.2	3.5	6.1	-75,482
11		4.7	2.5	2.3	4.3	7.3	-72,301
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	0.3	2.3	4.2	7.2	-67,845
6	2.8	5.5	0.1	2.4	5.0	9.2	-71,263
7		5.7	-0.4	2.5	5.6	9.8	-85,949
8		6.1	-1.5	2.5	5.4	9.6	

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

由於經濟前景不佳，本年以來美國政府陸續推出提振經濟並降低次貸危機衝擊之方案，總統布希繼2月13日簽署金額高達1,680億美元（主要係為退稅）之經濟振興法案（Economic Stimulus Act）後，再於7月30日簽署房屋與經濟復甦法案(Housing and Economic Recovery Act)<sup>註1</sup>。

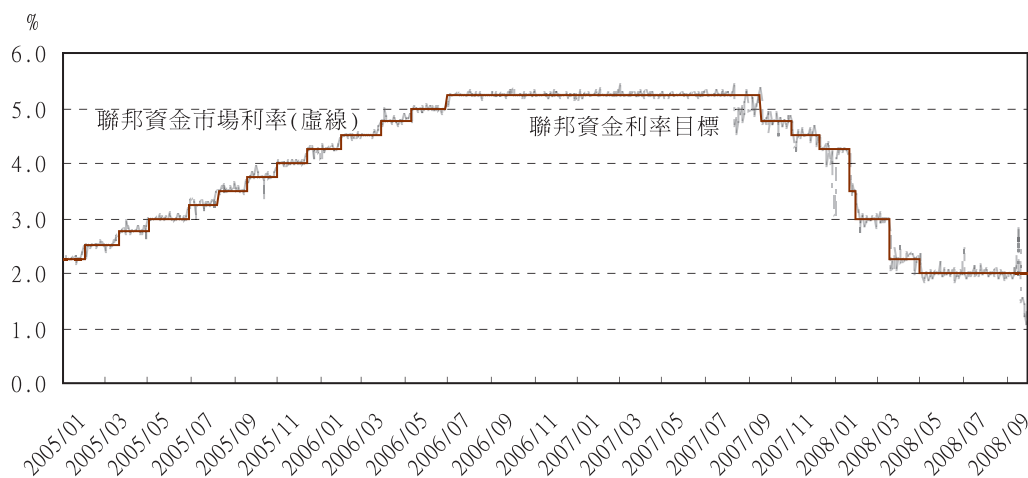
物價方面，本年第2季生產者物價指數（PPI，僅含最終產品價格）年增率為7.6%，7月升至9.8%，主要係能源價格上漲所致，8月略回降至9.6%；而本年第2季剔除能源與食品之核心PPI年增率為3.0%，7月升至3.5%，8月續升至3.6%。本年第2季CPI年增率為4.4%，7月升至5.6%，主要係能源、運輸價格上漲所致，8月略回降為5.4%；而本年第2季扣除能源與食品之核心CPI年增率為2.3%，7月及8月略升為2.5%。另本年第2季剔除能源與食品之核心個人消費支出物

價指數(Core PCEPI)年增率為2.2%，7月升至2.4%，8月續升至2.6%。

經濟展望方面，Fed 於本年6月預測美國今、明兩年經濟成長率分別為1.0~1.6%及2.0~2.8%，核心PCEPI年增率分別為2.2~2.4%及2.0~2.2%，失業率則分別為5.5~5.7%及5.3~5.8%。

貨幣政策方面，美國聯邦公開市場委員會（FOMC）自本年4月30日調降聯邦資金利率目標一碼至2.0%後，6月、8月及9月會議皆維持利率目標不變（圖2）。FOMC認為，鑑於勞動市場仍持續疲軟且金融市場面臨之壓力明顯劇增，加以信用條件緊縮、房市收縮加深，以及出口成長放緩等因素，將影響未來數季的經濟成長。在通貨膨脹方面，由於先前能源及其他商品價格的上漲，導致通膨上升。FOMC預期本年底及明年通膨將轉趨溫和，惟未來之不確定性仍高。

圖2 美國聯邦資金利率目標與市場利率





7月上旬，美國兩大房貸機構房利美（Fannie Mae）與房地美（Freddie Mac）出現財務危機，9月7日美國政府宣布由新成立的聯邦住宅金融署（FHFA）對該兩大機構進行接管（conservatorship），以確保金融穩定，防杜系統性風險發生<sup>註2</sup>。9月中旬起，美國大型金融機構陸續爆發金融危機，Fed連續採取相關因應措施，以緩和金融市場之震盪<sup>註3</sup>。

此外，包括摩根大通、高盛在內的10家民間金融機構，9月14日同意各提供70億美元成立擔保借款機制（collateralized

borrowing facility），以便需要時，參與此機制的金融機構可以獲得資金挹注。

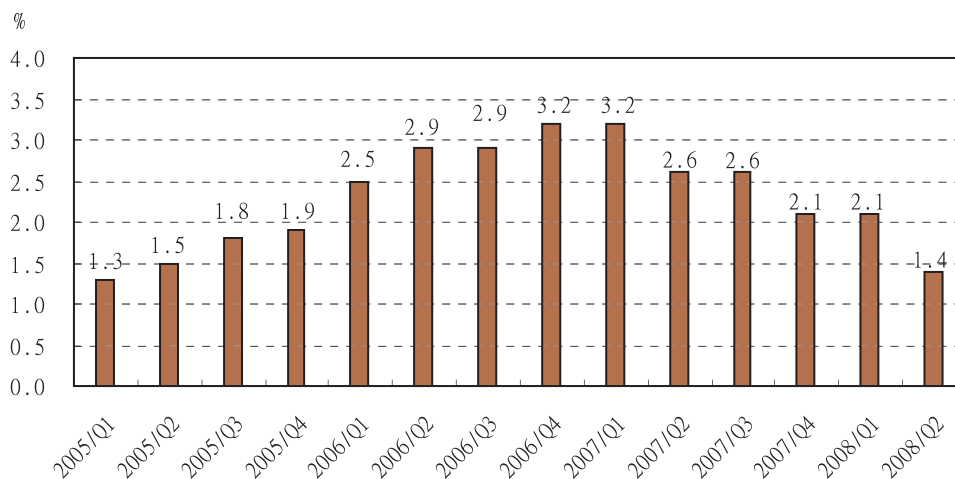
9月28日，美國國會領袖與布希政府達成「2008年緊急經濟穩定法案」（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）臨時協議，將授權財政部，以總額7,000億美元購買問題資產，同時要求美國政府應設置監督機制，款項則分階段動用，並限制接受紓困的企業主管不得領取高額離職金，薪水也將受限，且必須協助一般房貸戶，但美國眾議院於次日否決布希政府的法案。

## 參、歐元區經濟降溫，惟通膨風險仍大

歐元區本年第2季經濟成長率，由第1季之2.1%降至1.4%（圖3）；與上季比之季變動率，則由第1季之0.7%降至-0.2%。就季增率觀之，除政府部門支出成長率由第1季之0.3%略升至0.5%之外，固定資本形成及家計部門消費支出成長率，分別由第1季之1.5%及0.0%降至-1.2%及-0.2%；輸出、入成長率亦分別由第1季之1.8%及1.9%降至-0.4%及-0.4%。

歐元區內最大經濟體德國本年第2季經濟成長率，由第1季之2.6%降至1.7%，季變動率則由第1季之1.3%降至-0.5%。就季增率觀之，政府部門支出及家計部門消費支出成長率，分別由第1季之1.8%及0.1%降至0.5%及-0.1%，固定資本形成成長率則因營建業衰退，由第1季之4.1%降至-1.4%；至於輸出、入成長率則分別由第1季之2.8%及4.4%降至0.3%及-0.1%。

圖3 歐元區經濟成長率



在勞動市場方面，歐元區的失業情況自2005年起即逐步改善，惟本年4月以來失業率轉呈上升趨勢，至8月為7.5%（表3）。

其中，德國8月失業率由7月之7.7%略降至7.6%；而法國第1季及第2季失業率均維持在7.2%。

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	3.4	8.5	5.9	29,043	11.8	2.1	4.00
2007/10		7.3	4.3	10.8	8.6	5,646	12.0	2.6	4.00
11		7.3	3.1	5.9	7.5	3,352	12.3	3.1	4.00
12	2.1	7.2	1.6	-1.2	5.0	-3,689	11.2	3.1	4.00
2008/ 1		7.3	3.2	9.9	12.6	-10,899	11.5	3.2	4.00
2		7.2	2.8	12.4	10.4	1,265	11.3	3.3	4.00
3	2.1	7.2	1.3	-2.0	5.6	-1,392	10.5	3.6	4.00
4		7.3	3.6	15.9	16.0	2,624	10.1	3.3	4.00
5		7.4	-0.2	2.5	7.4	-3,928	9.9	3.7	4.00
6	1.4	7.4	-0.5	3.7	10.8	-245	9.5	4.0	4.00
7		7.4	-1.6	9.9	16.8	-2,337	9.2	4.0	4.25
8		7.5					9.1	3.8	4.25
9								3.6	4.25

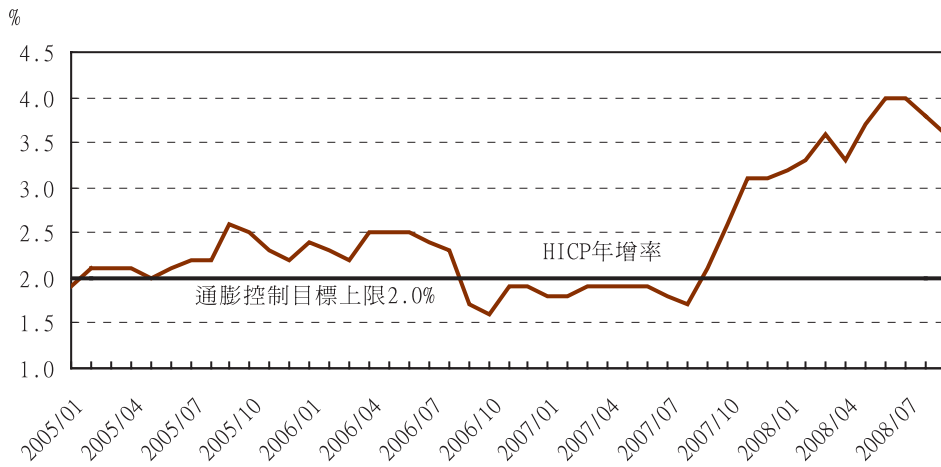
資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

歐元區經濟信心指數（Economic Sentiment Indicator, ESI）於上年5月達6年多來最高水準111.6，之後因次級房貸問題影響經濟前景信心而趨於下滑，本年9月降至87.7。德國Ifo經濟研究機構9月公布的企業信心指數則由8月之94.8降至92.9。

物價方面，受國際原油及食品價格持續高漲影響，歐元區本年9月調和消費者物

價指數（HICP）年增率初估值為3.6%（圖4），已連續13個月超出ECB所設定之2%通膨目標。ECB本年9月預測，今、明兩年歐元區通膨率分別為3.4~3.6%及2.3~2.9%。至於扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦持續近年來之上升趨勢，至本年8月為2.6%。

圖4 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



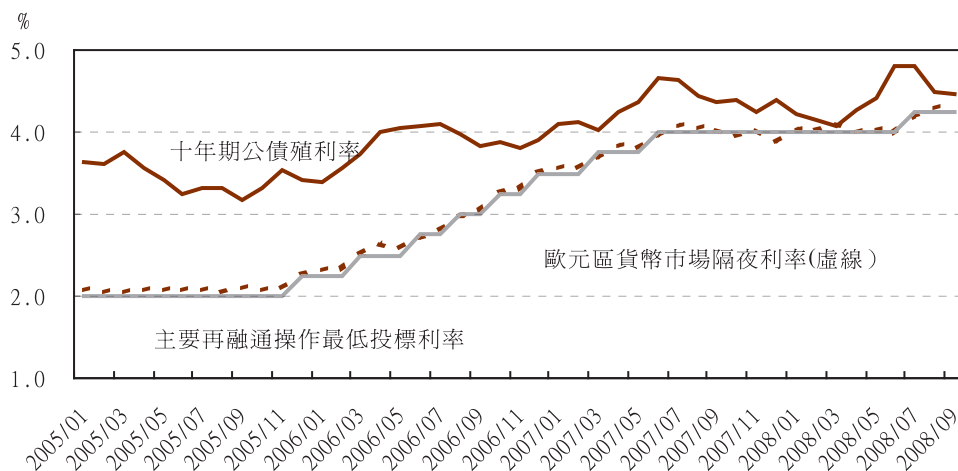
歐元區廣義貨幣總計數M3年增率，由上年11月之12.3%高點下滑，本年8月降至9.1%，惟仍明顯超過ECB之4.5%目標水準。歐元區對民間部門放款成長力道持續上年以來之減緩態勢，其中消費信用年增率，由去年底之5.3%降至本年7月之4.4%。此外，由於歐元區房貸利率普遍走高，且部分會員國房地產市場出現降溫跡象，家計部門房貸金額年增率持續呈下降趨勢，至7月為4.3%。

ECB 9月預測，今、明兩年歐元區經濟成長率分別為1.1~1.7%及0.6~1.8%。貨幣政

策方面，雖然歐元區經濟降溫，惟為對抗通膨上升之風險，ECB管理委員會（Governing Council）於7月會議將主要再融通操作之最低投標利率調升一碼至4.25%，8月及9月的決策會議則維持政策利率不變（圖5）。

9月中旬起，美國大型金融機構陸續爆發金融危機，蔓延至歐洲地區，比利時之最大銀行富通（Fortis）銀行及德國的Hypo不動產銀行集團等均發生財務危機，除了ECB連續挹注市場資金外，各國政府並採取相關措施緩和市場流動性緊俏之局面<sup>註4</sup>。

圖5 歐元區官方及長短期市場利率

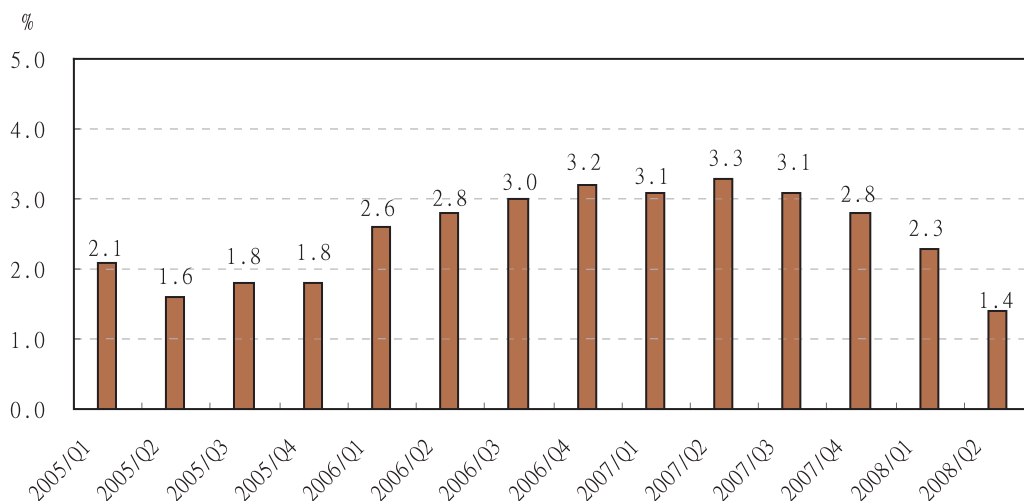


## 肆、英國經濟成長力道減弱，惟通膨風險升高

英國本年第2季經濟成長率，由第1季之2.3%降至1.4%（圖6）；與上季比之季變動率，則由本年第1季之0.3%降至0.0%。就季增率分析，在生產面，工業產出成長率由本年第1季之-0.2%降至-0.8%；營造業產出成長率亦由本年第1季之0.5%降至-1.1%；至於

服務業產出成長率則由本年第1季之0.3%降至0.2%。在支出面，固定資本形成及家計部門支出分別較上季衰退5.3%及1.3%，輸出、入成長率亦分別衰退0.5%及0.4%。勞動市場方面，英國失業率自2005年底以來均高於5%，本年第2季升至5.4%。

圖6 英國經濟成長率



在房屋市場方面，由於近年英國房價飆漲及物價持續攀高，抑制民眾房屋購買力，加以信貸緊縮，民眾購屋意願需求降低，導致房市惡化。英國主要房貸機構Halifax最新資料顯示，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4月起轉為負數，至8月降為-10.9%。英國政府9月初宣布將投入10億英鎊拯救房市，內容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，以及各項補助及政府買屋回租等措施。

物價方面，CPI年增率自上年8月之1.7%低點逐漸上升，至本年8月為4.7%（表4、圖7），創1992年以來新高，且連續9個月高於通膨目標2%。BOE預期能源與食品價格走揚將使通膨風險向上，且英鎊貶值將使進口成本上揚，惟上述衝擊可望於本年內緩和。

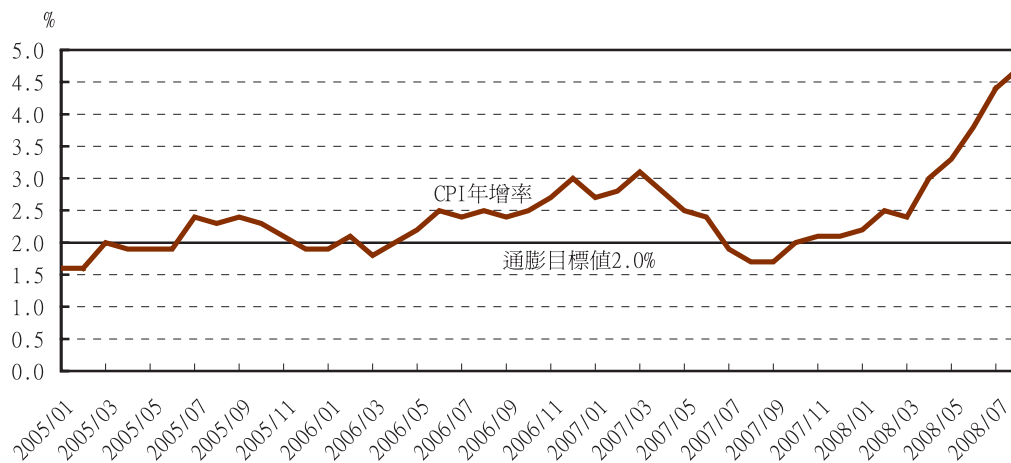
表4 英國重要經濟金融指標

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	1.8	5.1	-2.0	11.1	7.8	-60.65	4.4	2.1	4.50
2006	2.9	5.5	0.3	15.6	11.2	-58.04	5.2	2.3	5.00
2007	3.0	5.4	0.3	-10.2	2.8	-91.38	4.7	2.3	5.50
2007/10		5.3	0.8	2.1	8.9	-7.91	5.4	2.0	5.75
11		5.2	0.3	4.7	9.6	-8.18	5.7	2.1	5.75
12	2.8	5.2	0.9	3.1	5.7	-7.71	5.9	2.1	5.50
2008/1		5.2	0.1	9.7	12.4	-8.17	7.2	2.2	5.50
2		5.2	1.0	13.2	12.1	-7.96	6.6	2.5	5.25
3	2.3	5.3	0.1	7.4	3.9	-7.62	8.2	2.4	5.25
4		5.2	0.0	14.8	15.4	-7.78	5.2	3.0	5.00
5		5.4	-1.7	14.1	12.4	-8.00	6.0	3.3	5.00
6	1.4	5.5	-1.6	13.1	13.1	-8.39	5.7	3.8	5.00
7							5.8	4.4	5.00
8							4.9	4.7	5.00
9									5.00

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。

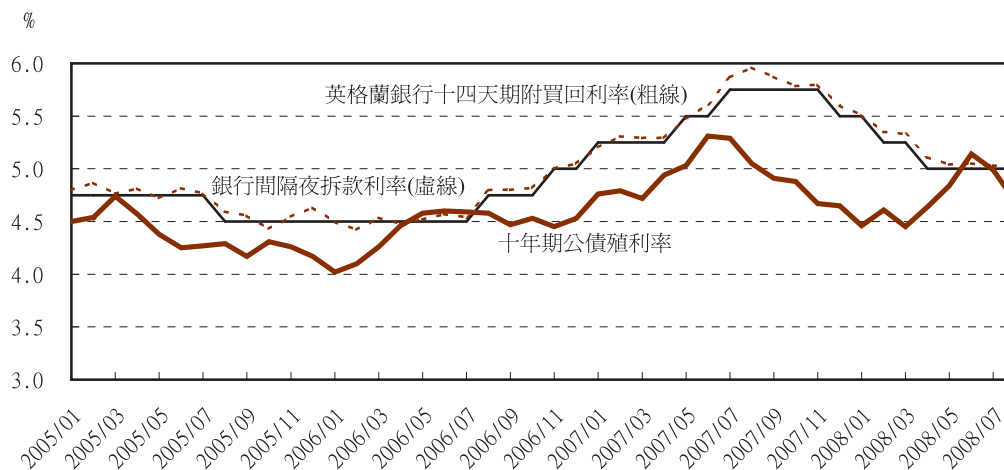
圖7 英國消費者物價指數（CPI）年增率



貨幣政策方面，有鑑於經濟成長力道減弱，BOE貨幣政策委員會繼本年2月降息後，4月10日再度將該行14天期附買回利率調降一碼至5.00%（圖8）。之後，儘管英國

經濟走疲以及房價下跌，惟囿於通膨升溫，BOE貨幣政策委員會於5至9月的決策會議中，連續5次維持利率不變。

圖8 英國官方及長短期市場利率



9月中旬起，美國大型金融機構陸續爆發金融危機，蔓延至歐洲地區，英國最大房貸銀行哈利法克斯（HBOS）銀行等發生財

務危機，BOE除連續挹注市場資金外，英國政府並採取相關措施緩和市場流動性緊俏之局面<sup>註5</sup>。

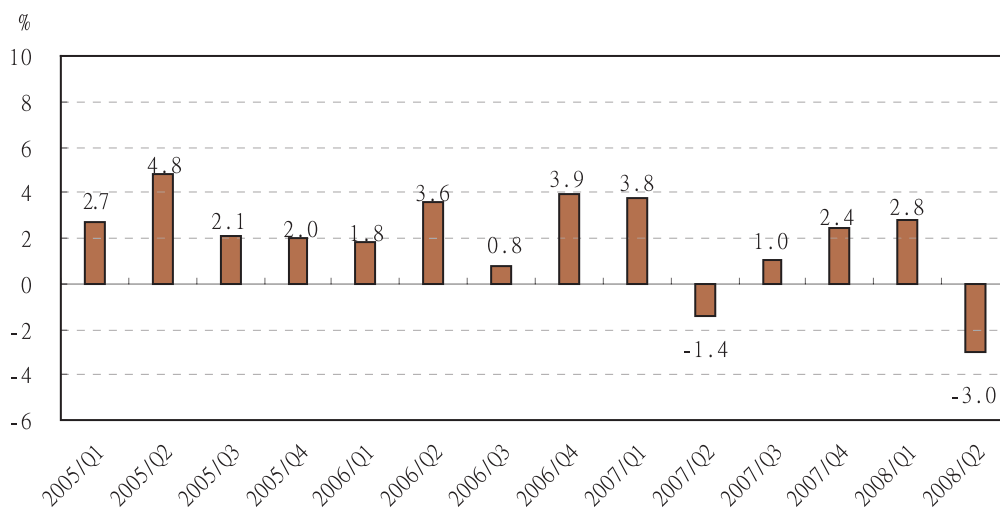
## 伍、日本經濟衰退，惟通膨增溫

日本本年第2季實質GDP較第1季衰退0.7%，換算年率為-3.0%（圖9），為上年第3季以來首度負成長，顯示經濟出現衰退跡象。內需之中，民間住宅投資與民間消費支出分別較上季衰退3.5%及0.5%，為本季經濟成長率由正轉負的主因。外需方面，輸出、入分別較上季衰退2.5%及2.6%。

另外，日本央行於本年7月貨幣政策會議決策聲明稿指出，由於國際原物料價格

高漲，影響日本企業固定投資與民間消費支出，使得經濟成長進一步放緩，因此將2008會計年度之經濟成長率預測值由本年4月預測之1.5%下修至1.2%。為挽回日本經濟低迷之頹勢，日本政府於本年8月29日宣布總規模達11.7兆日圓的振興景氣方案，採取增加政府支出、減免個人所得稅及對小企業提供貸款保證等措施，期能協助民眾安然度過通膨與瀕臨衰退的經濟困境。

圖9 日本經濟成長率



日本本年第2季工業生產年增率為1.0%（表5），主要係運輸工具、化工及電子零組件成長所致。7月工業生產年增率為

2.4%，8月降至-6.9%，顯示成長力道大幅減緩。



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)	
				綜合 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	2.4	4.1	4.5	0.3	-0.5	2.2	14.6	18.3	79,019	
2007	2.1	3.9	2.8	0.0	0.0	1.7	11.5	8.6	107,955	
2007/ 9	1.0	4.0	0.2	-0.2	-0.1	1.3	6.3	-3.0	16,087	
10		3.9	5.3	0.3	0.1	2.0	13.8	8.7	9,994	
11		3.8	3.2	0.6	0.4	2.3	9.6	13.3	7,844	
12		2.4	3.8	1.5	0.7	0.8	2.7	6.8	12.3	8,670
2008/ 1	2.8	3.8	2.9	0.7	0.8	3.0	7.6	9.2	-898	
2		3.9	5.1	1.0	1.0	3.5	8.7	10.2	9,633	
3		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	3.9	3.9	12.0	4,752	
5		4.0	1.1	1.3	1.5	4.8	3.7	4.5	3,578	
6		-3.0	4.1	0.0	2.0	1.9	5.7	-1.8	16.5	1,192
7		4.0	2.4	2.3	2.3	2.4	7.3	8.0	18.3	822
8		4.2	-6.9	2.1	2.1	2.4	7.2	0.3	17.3	-3,276

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

對外貿易方面，日本第2季貿易出超為9,522億日圓，較上年同期大幅縮減62.6%，主要係全球對汽車與電子產品需求減少，加上原油進口成本高漲所致。7、8月合計出口成長4.2%，惟進口大幅成長17.8%，致貿易入超金額達2,454億日圓。

勞動市場方面，日本第2季失業率為4.0%，7月持平在4.0%，8月升至4.2%。另工作機會相對求職者的比率，自上年6月之1.07高點逐月下滑，12月回落至1以下，本年8月為0.86，創下2004年10月以來新低，顯示勞動市場表現疲弱。

物價方面，本年第2季國內企業物價指數年增率由第1季之3.5%升至4.8%，7月進一步升至7.3%，為1981年1月以來新高，主要為鋼鐵與化學及相關原物料價格上漲所致，

8月略降至7.2%。本年第2季CPI年增率由第1季之1.0%升至1.4%，7月再升至2.3%，主要係燃料用油與水電價格、交通與通信費用，以及食品價格上漲所致，8月略降至2.1%；而本年第2季剔除生鮮食品的核心CPI年增率為1.4%，明顯高於第1季之1.0%，7月及8月再攀升至2.4%，為1997年10月以來最高水準，顯示通膨增溫。

貨幣政策方面，日本央行自上年2月宣布調高無擔保隔夜拆款目標利率一碼至0.5%，以及將基準貼放利率由0.4%調升至0.75%之後，迄今已連續21次貨幣政策會議維持利率不變。日本央行認為受國際原物料價格上漲及出口成長減緩影響，經濟成長明顯放緩，惟未來隨能源價格下滑及國外需求減緩速度放慢，經濟亦可能回復溫和成長。

另一方面，日本通膨隨國際能源等原物料價格上漲而明顯升溫，未來幾個月不排除仍可能維持在高檔。因此，未來貨幣政策走向，

仍將視經濟成長與通膨的風險評估之後，再逐步進行調整。

## 陸、中國經濟成長小幅放緩，通膨壓力仍在

由於國際景氣持續走緩，加上宏觀調控效應逐漸顯現，中國本年第2季經濟成長率由第1季之10.6%降至10.1%（圖10），其中，固定資產投資較上年同期擴增28.0%，貿易順差則因進口增幅大於出口增幅，較上年同期縮減11.8%，惟8月之貿易順差因內需轉弱，進口成長大幅滑落，較上年同期大增14.7%，並創單月歷史新高。另第2季工業生產年增率亦由第1季之16.4%降為15.9%，8月年增率續降至12.8%。

物價方面，受食品價格持續攀升、油品價格調高，以及雪災之衝擊，本年2月CPI年增率一度升抵8.7%（圖11），創1996年6

月以來新高；之後因食品價格漲勢減緩而回穩，8月已降至4.9%，為本年以來之新低。然而，因本年6月起調高油品及工業用電價格，8月工業品PPI年增率升至10.1%，創1996年10月以來新高。

受人民銀行於春節前大量釋金，以及金融機構在雪災期間配合政策放款等因素影響，本年1月M2年增率由去年底之16.7%升至18.9%；2月起M2年增率先降後升，至5月為18.1%，6月起再轉為下滑，至8月為16.0%。本年8月金融機構人民幣放款年增率由1月之16.7%降至14.3%，顯示信貸擴張有趨緩跡象。

圖10 中國經濟成長率

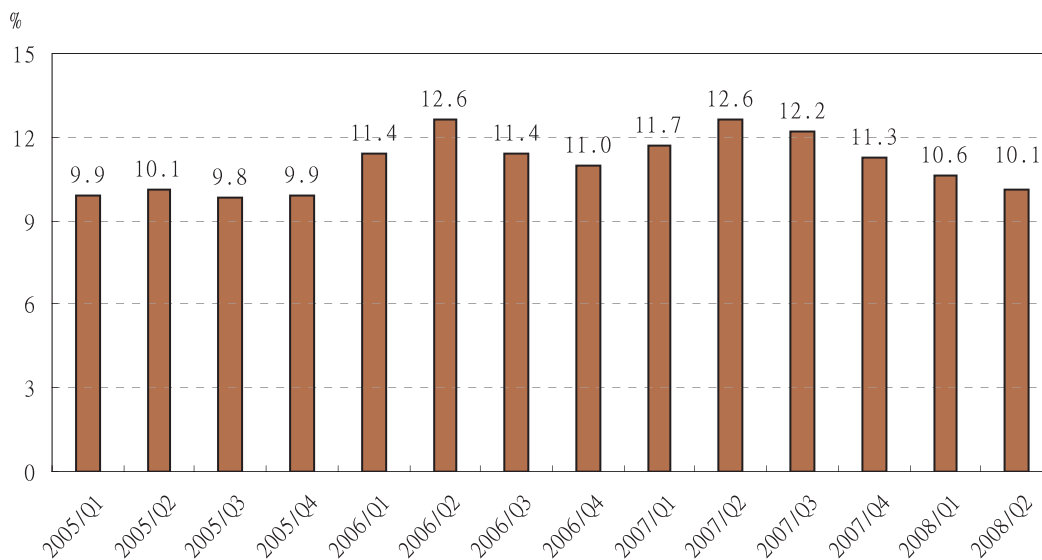
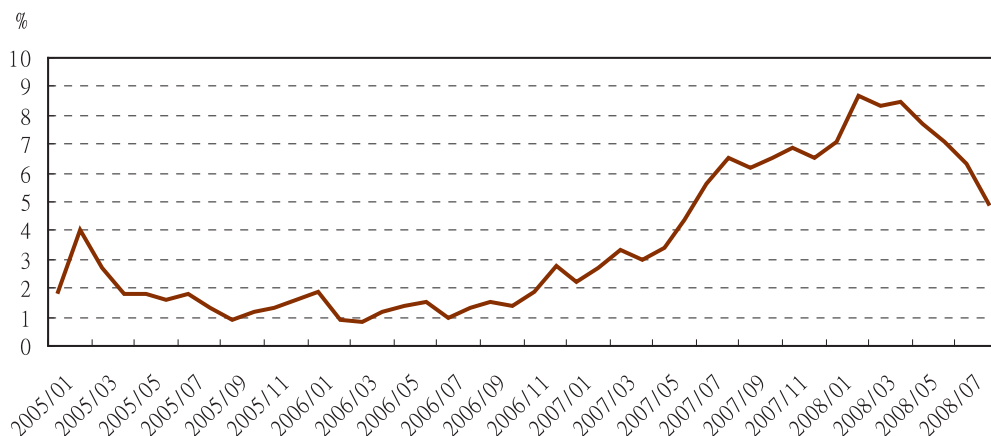


圖11 中國消費者物價年增率



本年1至6月間人民銀行五度調升金融機構存款準備率共3個百分點至17.5%之歷史新高；9月鑑於經濟持續降溫，CPI漲幅減緩，轉而調降存款準備率1個百分點至16.5%，另調降放款基準利率0.27個百分點，目前1年期放款基準利率為7.20%。此外，本年下半年起，為舒緩中小企業融資困難問題，人民銀行放寬商業銀行之信貸規模，其中全國性商業銀行調升5%，地方商業銀行調升10%。另自8月起，為防止經濟走緩衝擊到小型勞動

密集產業及個人，人民銀行及財政部進一步宣布放寬小額擔保放款之條件及提高放款之最高額度。

至於房地產市場方面，中國 70個城市房屋銷售價格年增率由本年1月之11.3%降至8月之5.3%，房價漲勢趨緩。而為抑制房市過熱，繼上年國務院宣布多項房價調控措施後，本年8月，人民銀行及銀監會再度限制金融機構房地產貸款業務<sup>註6</sup>。

## 柒、亞洲新興國家經濟成長減緩，但通膨惡化

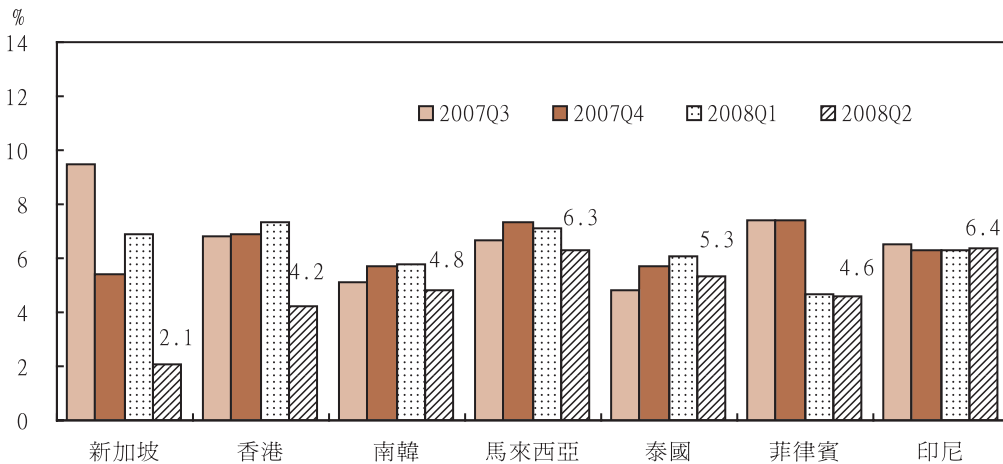
本年第2季亞洲新興國家經濟成長除印尼外，其餘國家的成長步調趨緩（圖12）。

香港本年第2季經濟成長率由第1季之7.3%大幅降至4.2%，主要因出口及民間消費支出成長明顯減緩所致。勞動市場持續穩健成長，失業率自2003年7月的8.7%高點降至本年8月之3.2%。香港政府統計處預測本年經濟成長率為4.0~5.0%，低於上年之6.4%。

韓國本年第2季經濟成長率由第1季之5.8%減緩至4.8%，主要因燃料成本飆漲，民間消費支出遽降所致。韓國央行預測本年經濟成長率為4.6%，低於上年之5.0%。

新加坡因生技業及電子業業績明顯衰退，本年第2季經濟成長率由第1季之6.9%降至2.1%。新加坡貿工部將本年經濟成長率預測值由原先的4~6%下修至4~5%之間，遠低

圖12 亞洲新興國家經濟成長率



於上年之7.7%。

馬來西亞本年第2季經濟成長率由第1季之7.1%略降至6.3%，成長動能主要來自民間消費及出口之持續成長。馬來西亞央行預測本年經濟成長率為5~6%，低於上年之6.3%。

泰國本年第2季經濟成長率由第1季之6.1%降至5.3%，主要因國內政局動盪，民間投資與消費信心不足所致；惟泰國央行預測本年經濟成長率為4.8~5.8%，高於上年之4.8%。

菲律賓本年第2季經濟成長率由第1季之4.7%略降至4.6%，主要因消費支出成長放緩，加以上年基期較高所致；菲律賓國家經濟發展署預測本年經濟成長率為5.7~6.5%，低於上年之7.2%。

印尼本年第2季由於民間消費支出與出口表現強勁，經濟成長率達6.4%，略高於第1季之6.3%，惟印尼央行預測本年經濟成長

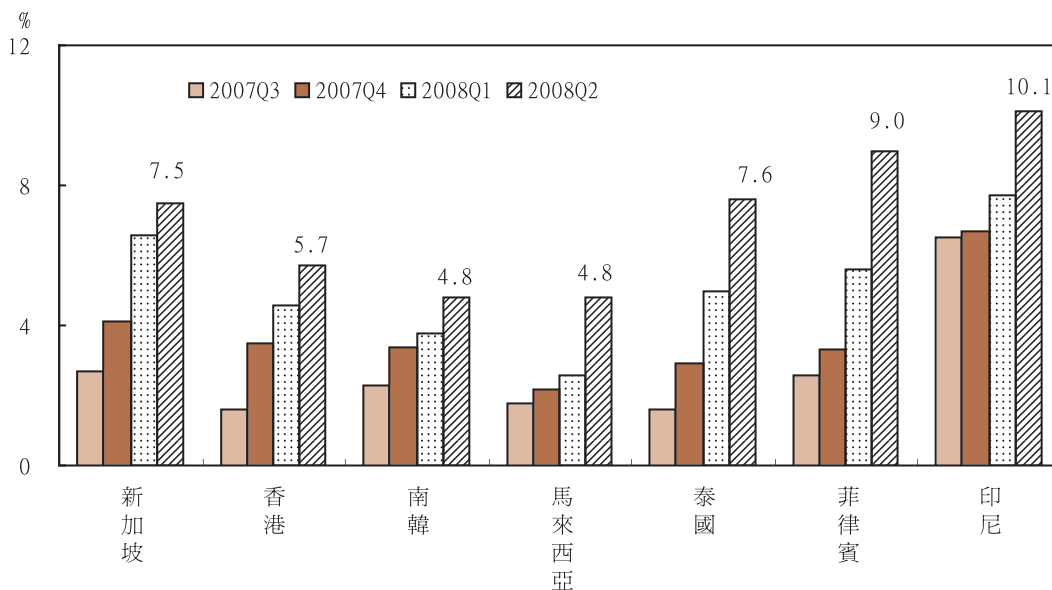
率為6.0%，略低於上年之6.3%。

物價方面，由於上年第4季以來國際原油等原物料價格急遽上揚，大幅推升進口物價，影響所及，各國WPI漲幅擴大，其中韓國本年8月WPI年增率為12.3%。新加坡WPI年增率自上年9月起轉為正數，之後漲勢凌厲，本年7月升至19.9%之高點，8月下滑至16.5%。泰國自上年9月起WPI年增率逐月走高，至本年1月突破兩位數，8月升至21.6%。馬來西亞上年11月WPI年增率突破10%水準，本年6月達14.4%之高點後，8月下滑至11.3%。

此外，由於原物料價格持續上漲，廠商轉嫁成本壓力升高，多數亞洲新興國家的CPI漲勢擴大（圖13），其中香港CPI年增率由本年1月之3.2%升至7月之6.3%，8月降至4.6%；韓國亦由本年1月之3.9%升至8月之5.6%；馬來西亞、印尼及菲律賓本年8月CPI年增率均高於8%，尤其越南之CPI年增率已

連續11個月達兩位數，8月升至28.3%之高點後，9月小幅下滑至27.9%。新加坡之CPI年增率則由本年第1季之6.6%升至第2季之7.5%，8月回降至6.4%。

圖13 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，香港自上年9月以來跟隨美國七度降息，目前貼現窗口基本利率為3.5%。馬來西亞於前年4月以來，即維持官方利率於3.5%不變。

此外，大部分國家為因應日益升高的通膨壓力，採行緊縮性貨幣政策。其中，新加坡本年4月宣布讓星幣在其名目有效匯率波動區間向上移動，允許星幣升值。韓國有鑑於高通膨情況短期內不會趨緩，本年8月調

升基準利率一碼至5.25%，創2001年2月以來新高。泰國本年7月起轉而連續升息兩次各一碼，目前政策利率為3.75%。印尼央行考量通膨升溫，自本年5月起，連續5個月升息各一碼，目前政策利率為9.25%。菲律賓央行則自本年6月至8月間轉而連續升息三次，目前隔夜存款利率及隔夜貸款利率分別升至6%及8%。越南亦於本年1至6月間三度調升基準利率至14.0%，為亞洲國家中最高。

### 捌、歐元回貶，日圓微升，亞洲新興國家貨幣普遍走軟

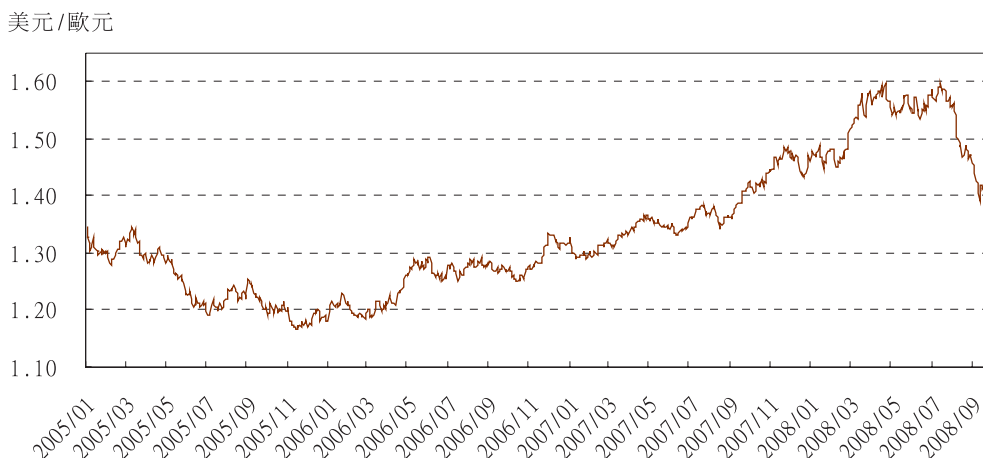
國際匯價方面，本年初以來，由於美國經濟疲軟、次級房貸問題嚴重以及國際市場上預期Fed將持續降息，歐元對美元維持強勢，4月22日曾達1歐元兌1.5988美元之歷史

新高。4月下旬之後，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，至7月中，維持在1歐元兌1.54與1.60美元之間波動。7月中旬起，由於歐元

區第2季GDP較上季衰退，且多項經濟指標顯示歐元區經濟前景不佳，歐元走貶，至9月10日達1歐元兌1.3986美元之本年最低。之

後在1歐元兌1.41與1.48美元之間窄幅波動，9月30日為1歐元兌1.4123美元（圖14），較去年底貶值3.20%。

圖14 歐元對美元匯率



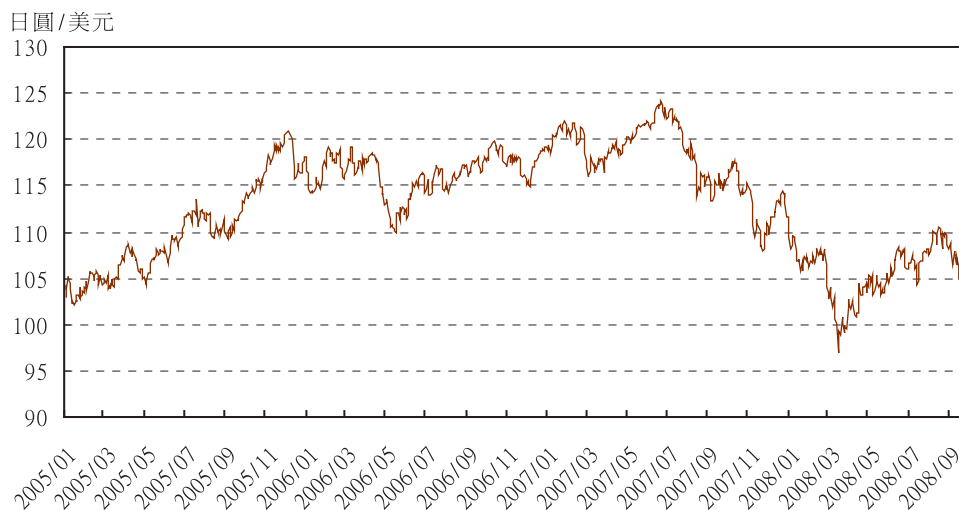
日圓對美元匯價方面，本年初以來，由於日本經濟成長高於預期、Fed再度降息之預期升高，加以日圓逐利交易（carry trade）反向平倉操作，日圓對美元匯價走堅，至3月17日為1美元兌97.42日圓之本年最高。之後，由於市場預期Fed將暫停降息，且日本經濟表現不佳，企業與消費者信心下滑，日圓震盪走貶，至6月16日為1美元兌108.21日圓。7月間，因美國兩大房貸機構房利美與房地美出現財務危機，日圓止貶回升。之後，受日本第2季GDP衰退影響，日圓回軟，至8月15日達1美元兌110.5日圓之低點。隨後，受日圓逐利交易反向平倉操作之影響，日圓走升，至9月30日為1美元兌106.04日圓（圖15），較去年底升值5.01%。

在亞洲新興國家方面，本年初以來，由於美國次級房貸問題擴大，且Fed連續降息，致國際美元持續走貶；亞洲新興國家貨幣，除韓元、菲律賓披索及越南盾外，其餘均對美元升值。5月起，因國際能源與糧食價格持續上漲，通膨壓力大增，亞洲國家通貨貶多升少，至8月因國際美元轉強，亞洲通貨普遍呈現貶值。

就個別國家觀之，本年以來新加坡元對美元呈現升值，但5月起受經濟成長不如預期及通膨升溫之影響而呈現貶值；泰銖5月以來即呈貶值走勢，之後復因政爭影響泰國經濟表現而持續走貶；馬來西亞幣本年初以來呈升值趨勢，但5月起受工業生產不如預期及國際油價上漲之影響而轉呈貶值；印尼



圖15 美元對日圓匯率



盾因受惠於國際能源等原物料價格上漲，本年初以來大抵呈升值趨勢，惟8月起因國際美元轉強而走貶；南韓因貿易轉呈逆差且資金外流，導致國際收支惡化，韓元年初以來即呈現疲軟走勢，南韓央行雖於6月之後數度進場干預，拉抬韓元，韓元一度止貶回升，惟8月以來貶勢仍然加劇。菲律賓披索則受經濟表現不佳與通膨升溫之影響而貶值。中國方面，由於對美國享有鉅額貿易順

差，且中國政府對美元維持微幅漸進升值的調整趨勢，人民幣穩步走升，但8月起因國際美元轉強而略呈貶值。

9月30日與上年底比較，人民幣及新加坡元分別升值6.71%及0.47%；韓元、菲律賓披索、馬來西亞幣、越南盾、泰銖及印尼盾則分別貶值22.45%、12.79%、3.94%、3.45%、0.44%及0.39%。

## 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

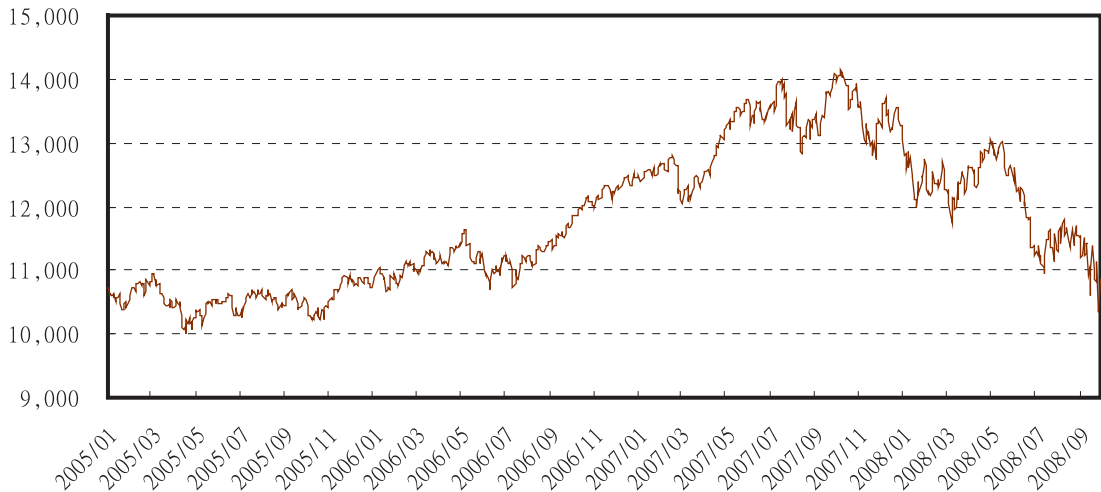


圖17 美國那斯達克股價指數

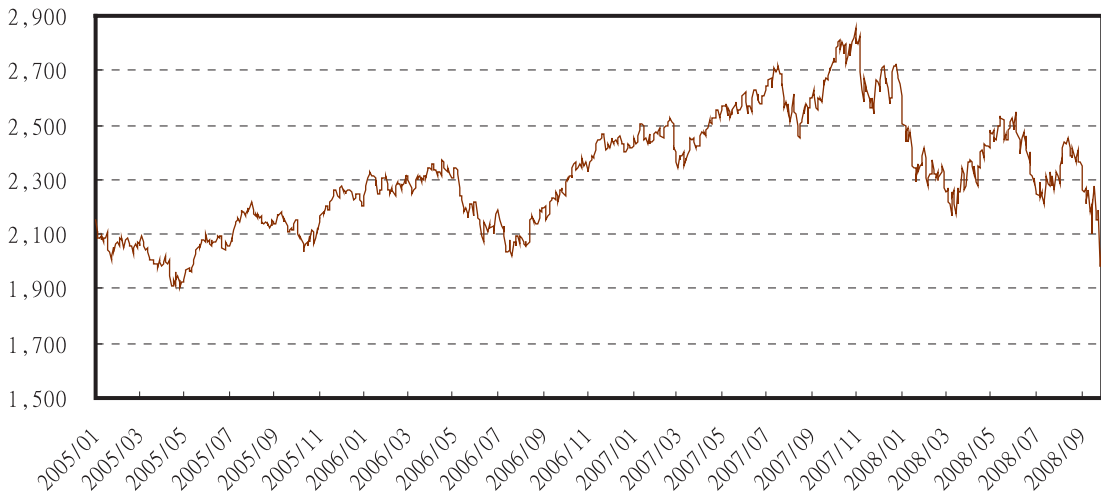


圖18 泛歐股價指數

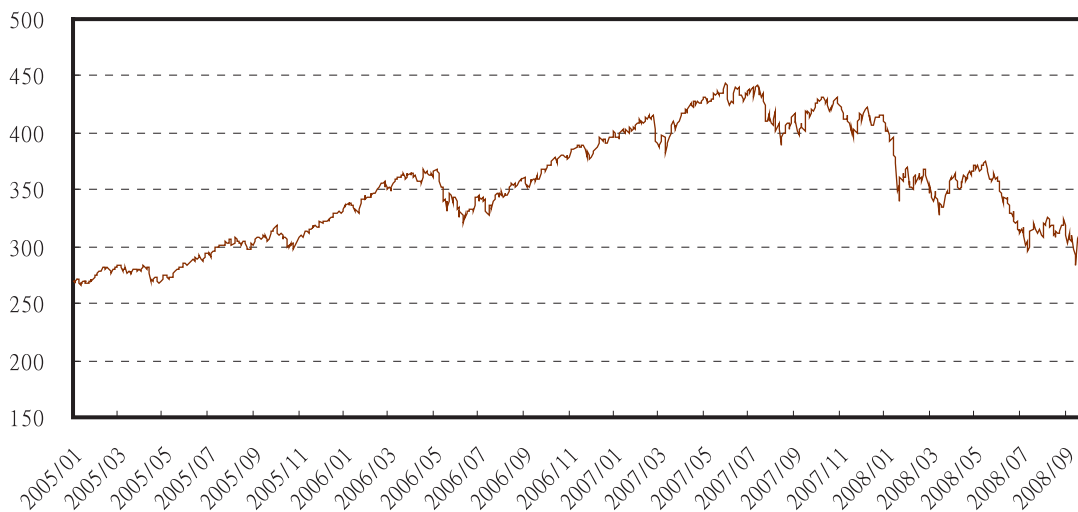
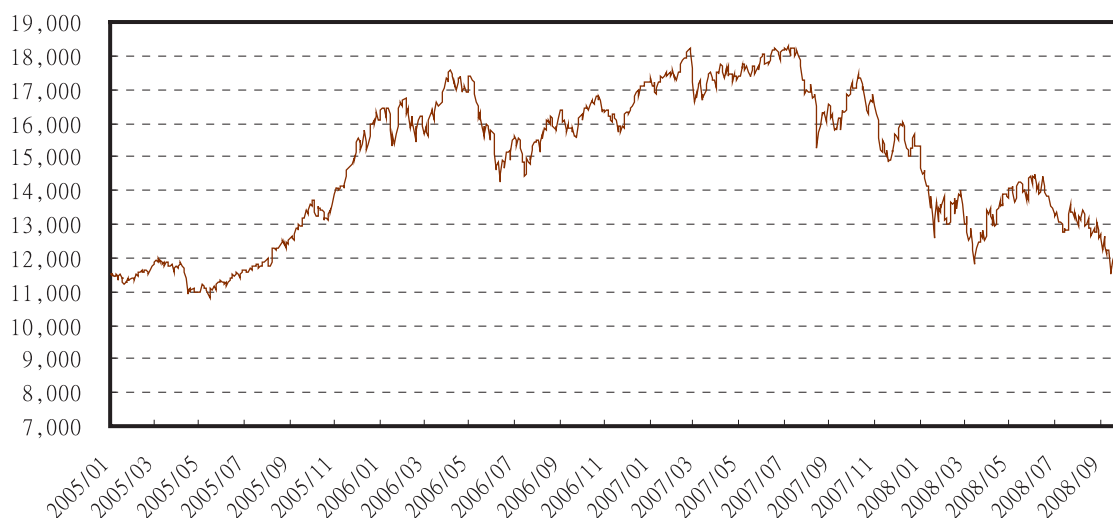


圖19 日本N225股價指數



## 拾、國際商品價格自高點回落

本年初國際商品價格大致呈震盪趨堅走勢，自2月中旬之後，受穀物、貴金屬、基本金屬及原油價格齊步大漲之影響，Reuters/Jefferies CRB（以下簡稱CRB）期貨價格指數漲勢明顯加速，占CRB指數權重較大的國際油價頻創新高，加上玉米、大豆等穀物價

格高漲，CRB期貨指數於7月2日升抵473.52點之歷史高點。之後，隨原油、黃金及基本金屬及穀物等價格回跌，至9月30日CRB期貨指數降為345.53點，較上年底下跌3.7%，其中以貴金屬類與穀物類跌幅分別為16.5%及10.1%最大。JOC指數則自本年初以來，

隨油價及金價一路震盪走高，7月14日曾抵136.71點之新高，之後，隨油價及金價回檔修正，震盪拉回，至9月30日為112.57點，較上年底下跌1.8%。

油價方面，本年初以來，受美元走貶、原油需求強勁、產油國地緣政治不安及人為炒作等因素影響，國際油價一路震盪走高，至7月11日盤中創下每桶147.27美元（美國西德州中級原油價格）之歷史新高。之後，因全球經濟趨緩，降低全球原油需求，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，益以美國雷曼兄弟控股公司

聲請破產事件，引發全球信用危機，市場擔憂全球經濟進一步減緩，衝擊原油需求，油價明顯回挫，至9月16日為91.15美元。惟近期因美國政府擬對銀行業提出紓困計畫，恐造成美國預算赤字擴大，使美元走弱，益以原油期貨市場月底平倉壓力，在空頭回補買盤推升下，9月22日油價大漲逾16美元，達120.92美元。之後，因9月29日美國眾議院未通過紓困案，油價單日大跌逾10%，攪破100美元，9月30日隨市場預期紓困案將敗部復活，油價回升至每桶100.64美元（圖20），較上年底上漲4.8%。

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9月9日發布之預測，本年國際油價每桶平均為115.81美元，遠高於上年之72.32美元，明年則將續升至126.50美元。

國際黃金方面，本年初以來，由於油價走高及美元疲軟，加上地緣政治不確定性升

高，貴金屬避險需求增加，國際金價（倫敦黃金現貨價格）一路震盪走高，至3月17日曾升抵每盎司1,011.25美元之歷史新高。之後，金價大致在850~950美元間盤整。7月中旬後受油價大跌與美元轉強影響，金價震盪走低，9月11日回跌至740.75美元。由於美

國雷曼兄弟控股公司聲請破產事件，引起全球投資人恐慌，金融市場疲軟，在美、歐政府相繼對金融機構紓困後，不少資金轉進貴

金屬市場，在避險資金之推升下，金價一度漲逾950美元，至9月30日為884.5美元（圖20），較去年底上漲6.1%。

## 拾壹、影響全球經濟前景之變數

IMF於本年7月發布之「全球經濟展望最新預測報告（World Economic Outlook Update）」中表示，在全球經濟放緩的情況下，金融市場仍然脆弱，加上金融部門為健全其資產負債狀況，將限制新增放款，致短期內先進經濟體的貸放將持續緊縮。換言之，全球金融市場至今仍未擺脫動盪的困境，此乃為全球經濟成長放緩的主要風險。

IMF認為國際商品價格高漲，以及金融市場持續不安所帶來的風險，將使得先進經濟體為因應經濟走緩所採取的對策更加複雜。對於多數新興經濟體，尤其是經濟成長率始終高於長期趨勢的經濟體而言，為因應近期通膨加劇，應採行緊縮性貨幣及財政政策，必要時可增加更具彈性的匯率管理。

## 附 註

註1 該法案內容十分廣泛，主要包括：(1) 成立新的獨立機構，以有效監督管理房地美、房利美與其他政府支持企業；(2) 符合一定條件的房屋貸款者，可以其房屋價值的90%將原貸款轉換為30年期固定利率的美國政府保證房屋貸款(FHA loan)，預計將有40萬家庭受惠，且新保證金額可達3,000億美元；(3) 提供近40億美元協助因法院拍賣而使財產價值受創的社區，另提供1億5千萬美元諮商經費，協助房屋恐將遭受法院拍賣的家庭；(4) 將政府保證房屋貸款上限由原先房價中位數的95%提高至110%，但不得超過政府支持企業每戶房貸債權金額上限之150%(現行為62.5萬美元)。

註2 美國政府之計畫包括4個步驟：(1) 自即日起至2009年底，政府支持企業將增加房屋抵押貸款擔保證券(MBS)的持有，然後自2010年起以10%的速度逐年降低持有金額，直至風險較低的水準；(2) 美國財政部與聯邦住宅金融署達成優先股購買協議，使兩大房貸機構保持正的淨值水準，以確保市場穩定並重建投資者信心。根據該協議，財政部可購買較現存優先股更高等級的高級優先股，最高各1,000億美元，並擁有兩家公司各10億美元的高級優先股，亦可購買兩家公司79.9%普通股股權的認股權證；(3) 建立新的擔保貸款信用機制，使房利美、房地美與其他聯邦住宅貸款銀行取得必要的流動性；(4) 美國財政部將啟動暫時性的計畫以購買政府支持企業的房屋抵押貸款擔保證券，以確保美國人民取得必要的房屋貸款融資，此一暫時性計畫預定於2009年12月中止。

註3 (1) 9月14日擴大主要交易商信用機制(PDCF)與短期融券機制(TSLF)之擔保品的範圍；TSLF的標售期間縮短為每個星期進行1次，且標售總金額增至2,000億美元。(2) 9月14日宣布暫時放寬聯邦準備法(Federal Reserve Act) 23A之規定限制，使存款保險受保機構對其附屬機構能提供更多流動性支援至2009年1月30日止；(3) 9月16日根據聯邦準備法第13-3章，授權紐約聯邦準備銀行提供850億美元貸款予美國國際集團(AIG)。貸款利率為LIBOR再

加上8.5個百分點，並以認購權證取得AIG 79.9%的股權。(4) 9月19日核准兩項臨時性最終施行細則（interim final rules），提供存款保險機構與銀行控股公司等無附加追索權貸款資金，以利其從貨幣市場基金購入資產擔保商業本票。該臨時性最終施行細則的截止日期為2009年1月30日。此外，Fed也宣佈將購入房利美、房地美與聯邦住宅銀行所發行的短期債務。(5) 9月29日宣布與加拿大央行、BOE、ECB、日本央行、丹麥央行、挪威央行、澳洲央行、瑞典央行與瑞士央行的換匯金額總額，增至6,200億美元，以穩定全球的金融市場。Fed並擴大既有的或建立新的融通機制，包括84天短期標售機制每次標售金額由750億美元增至250億美元，並成立總金額達1,500億美元的遠期標售機制。

註4 (1) ECB 9月18日宣布擴大與Fed的換匯額度由550億美元至1,100億美元；(2) 9月28日荷比盧3國政府聯手注資112億歐元挽救富通(Fortis)銀行；(3) ECB 9月29日宣布自9月30日起至11月7日止實施特別期限再融通操作，供應巨額現金，以舒緩銀行間拆款市場資金緊俏之情勢。此外，德國政府提供350億歐元貸款保證，協助慕尼黑Hypo不動產銀行集團度過財務危機；(4) 9月30日愛爾蘭財政部宣布政府即刻起擔保國內所有存款，包含個人存戶、商業存款，以及機構與銀行間的債券，期限至2010年9月止。

註5 (1) 9月17日BOE宣布延長「特殊流動性機制」(SLS)的期限，對金融機構的緊急放款計畫將延至明年1月，以防止金融市場動盪進一步惡化；(2) 9月18日BOE與Fed達成400億美元之換匯協議；(3) 9月18日英國政府當局協調駿懋銀行(Lloyds TSB Group Plc)以122億英鎊收購HBOS；(4) 9月29日BOE宣布在必要狀況下允許擴大與FED之間換匯規模最多至800億美元，惟目前仍維持400億美元，合約期限展延至2009年4月底；(5) 9月29日英國政府以410億英鎊接管英國最大抵押貸款銀行Bradford & Bingley (B & B)，並將其存款業務以6.12億歐元售予西班牙桑坦德銀行(SAN)。

註6 主要措施為不得提供房地產開發業者專為購買土地所需之放款，至於原有的土地放款，需具備土地使用證，且放款金額不得超過抵押品價值的70%，放款期限為2年。

# 國內經濟金融日誌

## 民國97年7月份

- 1日 △即日起調漲國內油品、燃料油及家庭用液化石油氣價格，無鉛汽油每公升調漲1.5元，超級柴油每公升調漲1.6元，燃料油每公乘調漲1,205元，家庭用液化石油氣每公斤調漲1元。汽柴油平均漲幅約5%，燃料油漲幅約6.6%，家庭用液化石油氣漲幅約3.6%。
- 3日 △行政院通過放寬境外基金及國內基金投資陸股、港澳紅籌股及H股上限，境外基金及國內基金投資陸股上限由現行淨資產0.4%提高至10%，境外基金及國內基金投資港澳紅籌股及H股則不設限。
- 4日 △正式啟動陸客來臺觀光與兩岸週末包機，為兩岸關係之發展寫下新頁。兩岸首航共計18班航班對飛，陸客來臺觀光首發團人數約為753人。
- 9日 △行政院金融監督管理委員會（簡稱金管會）放寬保險業買回庫藏股之資本適足率（RBC）標準，由原先300%降至250%。
- 15日 △立法院三讀通過「期貨交易稅條例」部分條文修正案，調降股價類期貨交易稅下限稅率至百萬分之0.125，有助提升國內期貨交易。
- 17日 △行政院通過「放寬國內企業募資赴大陸投資限制」方案，相關開放措施包括：放寬企業赴大陸投資金額比例，由現行淨值或合併淨值40%提高至60%，在臺募集之資金得於60%額度內用於直接或間接赴大陸地區投資，至於在海外募集之資金則不受限制。惟已取得工業局核發之營運總部證明及跨國企業在臺子公司之企業，大陸投資不受限制，其募集資金之用途亦不受限制。
- △立法院三讀通過「勞工保險條例」部分條文修正案，未來勞保老年給付將由現行一次給付制，改為月退金方式之年金給付與一次給付雙軌併行；另新增勞工領取老年年金或失能年金期間死亡者，其遺屬得選擇遺屬年金或一次請領失能給付或老年給付再扣除已領年金給付總額之差額。自明（98）年1月1日起實施。
- 18日 △立法院三讀通過「國民年金法」部分條文修正案，規定年滿25歲、未滿65歲且未加入軍公教、農民及勞工保險之國民，納入國民保險之範圍，自10月1日起實施。



- 25日 △新光人壽公開標售信義聯勤北基地土地1,180坪，由國泰金控蔡宏圖及元利建設林敏弘二人共同得標，得標金額為48億元，每坪得標價格為406.75萬元，二人並取得該區南基地土地之優先議價權。
- 29日 △行政院穩定物價小組決議繼續實施八項大宗物資機動調降關稅措施，其中「硬粒小麥」等5項產品關稅稅率繼續機動減半，「玉米粉」等3項玉米類貨品之關稅稅率機動調降為免稅，實施期間自97年8月6日起，至98年2月5日止，為期半年。
- 30日 △新光人壽信義聯勤1,310坪南基地土地之議價案，由國泰金控蔡宏圖及元利建設林敏弘二人以53.4億元買下，每坪價格約為407.5萬元。
- 31日 △為促進海外企業來臺上市並提昇我國資本市場國際化程度，行政院通過「海外企業來臺上市鬆綁及適度開放陸資投資國內股市方案」，相關開放措施包括：放寬海外企業來臺上市資格限制及籌資用途限制，取消第一上市（櫃）原資格限制有關大陸投資超過淨值特定比例不得來臺上市之限制，至原資格限制有關陸資持股超過20%或為主要影響力之股東部分，將配合陸委會修正兩岸關係條例第73條有關大陸地區企業於我國從事投資行為相關規定之時程併同放寬；取消第二上市（櫃）原資格限制有關陸資持股超過20%或為主要影響力之股東者，不得來臺上市之限制；取消外國發行人在臺募集資金不得用於直接或間接赴大陸地區投資之限制；開放大陸合格境內機構投資人(QDII)來臺投資我國證券期貨，相關機制比照現行外資之規範。

### 民國97年8月份

- 1日 △台灣郵政董事會通過回復「中華郵政」名稱。
- 4日 △全球第4大、台灣第3大光碟片廠精碟宣布聲請重整，並退出市場。
- 9日 △中油、台塑石化調降國內汽油價格每公升2元，柴油價格每公升分別調降2.2元及1.6元，惟燃料油每公乘分別調漲1,500元及1,395元。
- 16日 △中油、台塑石化同步調降國內汽油價格每公升0.9元、柴油價格每公升1元。
- 21日 △行政院會通過「工作所得補助方案」，補助薪資偏低且有工作的近貧家庭，預計投入135億元，約45萬戶受益。
- △行政院會通過98年度中央政府總預算案，公共建設預算計列2,151億元，其中愛台12建設達1,703億元。



- 22日 △國泰金控公告，國泰人壽投資美國黑石集團之私募股權基金1億美元。  
△行政院「二次金改檢討專案小組」召開首次會議。  
△台灣工銀與中華票券分別召開股東會，通過合併案。
- 27日 △行政院「因應景氣小組」會議決定，擬以放寬促進產業升級條例優惠對象、提高房貸優惠等八大措施提振景氣。
- 29日 △行政院金管會邀請業界開會後決定，從今年7月至明年底前，國銀對中小企業放款擬增加3,000億元。

### 民國97年9月份

- 11日 △行政院會通過「因應景氣振興經濟方案」，提出照顧弱勢、鼓勵消費、優惠房貸、加強公共建設，以及促進民間投資等十大措施、41項具體做法，總計投入的補貼及減稅金額達新台幣1,809億元。
- 16日 △央行提撥35.9億美元增加辦理外幣拆款交易，滿足銀行業流動性需求，拆出利率為5.4%至5.5%。  
△央行常務理事會決議，自9月18日起調降存款準備率；調降新台幣活期性存款準備率1.25個百分點，定期性存款準備率0.75個百分點。
- 18日 △國安基金臨時委員會決議，自本日起啟動股市護盤機制，為期1個月；護盤標的以臺灣50成分股為原則。
- 21日 △行政院金管會宣布，自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。
- 25日 △央行理監事聯席會議作成下列決議：
1. 自9月26日起調降重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點。
  2. 擴大「附買回操作機制」，操作對象包括銀行、票券公司、郵政公司、證券公司及保險公司；操作期間為180天以內，以提供市場較長期之流動性。
- 26日 △行政院金管會指派中央存款保險公司自本日起接管慶豐商業銀行，存款人權益依法均受到全額保障，所有代理收付及匯款等業務均維持正常運作。  
△行政院核定自99年1月1日起，個人海外所得全年超過新台幣100萬元時，須併入最低稅負計算課徵20%所得稅；凡是未曾向中華民國繳納稅款的海外所得，包括

證券投資、土地交易、銀行存款利息等，皆在課稅之列。

29日 △行政院金管會宣布，為維持證券交易市場之秩序及穩定性，增強投資人信心，並提振股市，提出股市三項措施如下：

1. 自9月30日起至12月31日止，暫時調降借券及融券賣出限額。
2. 金管會徹查干擾股市之禿鷹、謠言及不實訊息。
3. 強化借券資訊之揭露方式及說明。

# 國際經濟金融日誌

## 民國97年7月份

- 3日 △考量全球糧食與能源價格高漲，通膨明顯增溫，印尼央行宣布調高官方利率（BI rate）1碼至8.75%，此係自本年第三度升息。
- △ECB管理委員會（Governing Council）宣布調升政策利率（主要再融通操作之最低投標利率）1碼至4.25%，邊際貸放利率及存款利率亦同步分別調升1碼至5.25%及3.25%。此為ECB維持利率不變13個月後首度恢復升息行動，同時亦為2005年12月以來第九度升息，調升後之利率達近7年來新高水準。
- △丹麥央行宣布調升14天期定存單利率1碼至4.60%，重貼現率由4.00%同步調升至4.25%。
- △瑞典央行調高其附買回利率（repo rate）1碼至4.5%，係1996年11月以來新高，為2006年以來第十二次升息。
- 7日 △美國兩大房貸機構房利美（Fannie Mae）與房地美（Freddie Mac），受會計準則調整之影響，需分別籌資460億美元及290億美元，以彌補資產減損，導致當日股價分別大跌15.9%與17.7%。
- △八大工業國（G8）高峰會於日本北海道舉行為期3天之會議。主席日本首相福田康夫發表聲明指出，G8將致力於解決全球暖化問題、抑制糧價及援助非洲國家。
- 11日 △美國抵押貸款銀行IndyMac宣告倒閉，由美國聯邦存款保險公司接管，並改名為IndyMac聯邦銀行。
- 13日 △美國財政部及聯準會提出拯救房利美及房地美兩家房貸機構的方案，將要求國會授權無限制購買兩家機構的股票，並將兩家機構的信用額度提高。聯準會也授權該兩家機構可以直接向紐約聯邦準備銀行借貸貼現窗口資金。
- 14日 △美國聯準會通過房貸放款新規範，主要措施包括強制要求銀行業者須確實完成貸款戶的財力徵信作業、規範業者不得設立提前清償罰則與要求不動產鑑價師必須按實鑑價。新措施規範對象為承做房貸業務的所有放款機構，不單僅針對受聯準會監管的銀行。
- 15日 △日本央行政策委員會宣布本（2008）會計年度經濟成長率由4月預測之1.5%下修

至1.2%，並將核心物價年增率由4月預測之1.1%大幅上調至1.8%。

△泰國政府宣布將自本年7月25日起實施一項為期6個月，金額高達460億泰銖的振興經濟計劃，內容包括降稅及提供低收入家庭多項民生減免措施，以提振低迷的泰國經濟。

- 16日 △考量通膨風險明顯升高，恐將衝擊泰國經濟長期潛在的成長與競爭力，泰國央行宣布調升1天期附買回政策利率1碼至3.5%，此為2006年7月以來首度升息。
- 17日 △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4.1%及3.9%。  
△為抑制通膨壓力，菲律賓央行宣布調升隔夜存款利率及隔夜貸款利率各2碼至5.75%及7.75%，為本年以來第二度升息。
- 22日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲經濟監測」報告，預測東亞新興經濟體今、明兩年經濟成長率均為7.6%。
- 23日 △美國國會眾議院通過房貸緊急紓困法案，由政府提供3,000億美元的新房貸擔保，預計受惠家數達40萬戶。
- 24日 △考量經濟疲弱不振，紐西蘭央行宣布調降現金利率（cash rate）1碼至8.00%，此係5年來首度降息。
- 29日 △鑑於通膨持續惡化，印度央行調升貼現利率2碼至9.0%，為本年以來第三度升息。
- 31日 △美國經濟分析局公布第2季經濟成長率為1.9%，高於上季之0.9%。

### 民國97年8月份

- 4日 △越南7月通膨率高達27.04%，越南政府緊急宣布各企業不得將增加的成本轉嫁至消費者，並計劃凍漲燃煤價格與大眾運輸費率。
- 5日 △考量全球糧食與能源價格高漲，通膨風險明顯上升，印尼央 宣布調高官方利率（BI rate）1碼至9.0%，為本年第四度升息。
- 7日 △為抑制通膨，南韓央行宣布調升基準利率1碼至5.25%，為2001年2月以來最高。
- 11日 △新加坡第2季經濟成長率由第1季的6.9%大幅降至2.1%，為2003年以來表現最差的一季。新加坡貿工部將本年經濟成長率預測值由原先的4~6%下修至4~5%。
- 14日 △美國7月份消費者物價指數年增率達5.6%，為1991年1月以來最高。

- 15日 △香港第2季經濟成長率由第1季的7.3%大幅降至4.2%，為2003年以來最差的一季，惟香港統計處將本年經濟成長率預測值仍維持在4~5%。
- 17日 △美國7月份生產者物價指數年增率達9.8%，為1981年6月以來最高。
- 27日 △由於通膨壓力及預期仍高，泰國央行宣布調升1天期附買回政策利率1碼至3.75%，為本年以來第二度升息。
- 28日 △菲律賓第2季因物價漲升影響消費支出，且上年基期較高，經濟成長率由第1季之4.7%略降至4.6%。  
△由於通膨率持續超出目標區，菲律賓央行宣布調升隔夜存款利率及隔夜貸款利率各1碼至6%及8%，為本年以來第三度升息。
- 29日 △日本政府宣布總規模達11.7兆日圓的振興景氣方案，採取增加政府支出、減免個人所得稅及對小企業提供貸款保證等手段，期能協助民眾安然度過通膨與瀕臨衰退的日本經濟。

### 民國97年9月份

- 2日 △英國政府宣布投入10億英鎊拯救房市，內容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，以及各項補助及政府買屋回租等措施。
- 4日 △為緩解通膨壓力，印尼央行宣布調高官方利率（BI rate）1碼至9.25%，係本年第五度升息。
- 11日 △日本內閣府公布第2季經濟成長率（已換算為年率）為-3.0%，為2001年第4季以來最大衰退幅度，主要因企業與家庭削減支出以及出口減少所致。
- 14日 △美國聯準會（Fed）宣佈3項措施以提供金融市場協助，包括：(1)擴大主要交易商融通機制（PDCF）與短期融券機制（TSLF）之擔保品範圍；(2)TSLF的標售期間縮短為每星期進行1次且標售總金額增至2,000億美元；(3)暫時放寬聯邦準備法第23A章之規定限制，使存款保險受保機構能對其附屬機構提供更多的流動性支援至2009年1月30日止。  
△美國10家大型金融機宣佈各提供70億美元，成立總額達700億美元的擔保借款機制（collateralized borrowing facility），參加之金融機構最高可獲得總基金規模三分之一的貸款，以因應不時之需。
- 15日 △美國第四大投資銀行雷曼控股公司（Lehman Brothers Holdings Inc.）申請破產

保護，引發金融市場劇烈動盪。為此，歐洲中央銀行（ECB）、英格蘭銀行（BOE）與Fed聯手採取穩定金融市場之措施，挹注市場資金，以紓緩流動性緊絀之情況。

△中國人民銀行宣布，自9月16日起調降金融機構人民幣放款基準利率，其中1年期放款基準利率調降0.27個百分點至7.20%；另自9月25日起調降中小型金融機構存款準備率1個百分點至16.5%。

16日 △Fed根據聯邦準備法第13-3章，授權紐約聯邦準備銀行提供850億美元貸款予美國國際集團（AIG）。貸款利率為LIBOR再加上8.5個百分點，並以認購權證取得AIG 79.9%的股權。該項貸款以AIG及其分支機構所有資產為擔保，並將以出售該公司部分營運單位為其還款來源。

17日 △BOE宣布延長特殊流動性機制（SLS）的期限至2009年1月，以防止金融市場動盪進一步惡化。

18日 △印尼央行宣布將隔夜附買回利率區間上限由官方利率（BI rate）加3個百分點降為僅加1個百分點，下限則由減2個百分點調整為減1個百分點，調整後之隔夜附買回利率區間為官方利率加減1個百分點。

△Fed共提供1,800億美元的換匯操作予加拿大央行（100億）、BOE（400億）、ECB（550億）、日本央行（600億）及瑞士央行（150億），採取聯合行動，以紓緩因次貸危機對美元短期資金市場所帶來的龐大壓力。Fed與ECB及瑞士央行的換匯操作總額分別達1,100億與270億美元。

18日 △英國金融監理總署（FSA）宣布禁止放空29家金融機構股票，實施期限至2009年1月16日止，該局將在30天後進行評估。

△英國政府協調駿懋銀行（Lloyds TSB Group Plc）以122億英鎊收購英國最大房貸銀行HBOS Plc。

19日 △Fed核准兩項臨時性最終施行細則（interim final rules），截止日期為2009年1月30日，主要為提供存款保險機構與銀行控股公司等無附加追索權貸款資金，以利其從貨幣市場基金購入資產擔保商業本票。此外，Fed另將購入房利美、房地美與聯邦住宅銀行所發行的短期債務。

△美國財政部宣布建立暫時性的保證機制，動用500億美元的外匯安定基金（Exchange Stability Fund）為貨幣市場共同基金提供擔保。根據這項計劃，未來1



年內，只要支付費用參與，美國財政部都將保障公開發行且符合規定的貨幣市場共同基金資產。美國財政部並重申房利美與房地美兩大房貸機構將增加購買房貸抵押擔保證券（MBS），財政部也將擴大本身的MBS購入計畫。

△中國政府推出穩定股市三大措施：(1)證券交易印花稅由0.3%調降至0.1%，並將原先買賣雙方均課徵交易印花稅，改採單邊（賣方）課征；(2)要求中央匯金公司買進工商、中國及建設等銀行股票；(3)要求國有資產監督管理委員會支持國有企業買回其控股的上市公司股票。

△美國證管會宣布，自9月19日至10月2日禁止799支金融股放空交易，且將視實際情況決定是否延長該禁止令。

△美國財政部提交紓困方案（Troubled Asset Relief Program, TARP）予國會，主要內容包括：(1) 財政部將舉債7,000億美元購買於2008年9月17日或以前承做或發行的問題資產，其範圍涵蓋與住宅、商業房貸有關的資產；(2)該計畫期間以2年為限，自法案通過實施後起算；(3)財政部可向在美國經營業務的金融機構收購問題資產，也可與Fed主席商議後，由財政部買進外國金融機構的相關資產；(4)聯邦政府舉債上限由原先的8兆1,840億美元調升為11兆3,150億美元。

△德國、法國、愛爾蘭等國宣布全面禁止放空金融股。

24日 △Fed與澳洲、瑞典、挪威與丹麥中央銀行簽訂換匯協議，金額分別為100億、100億、50億與50億美元。

28日 △荷、比、盧3國政府分別出資40億、47億與25億歐元，聯手挽救比利時最大銀行保險業者富通銀行（Fortis）。

△針對紓困方案，美國國會領袖與布希政府達成「2008年緊急經濟穩定法案」（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）臨時協議，將授權財政部，以總額7,000億美元購買問題資產，同時要求美國政府應設置監督機制，款項分階段動用，並限制接受紓困的企業主管不得領取高額離職金，薪水也將受限，且必須協助一般房貸戶。

29日 △美國眾議院否決布希政府的紓困法案。

△Fed宣布與加拿大央行、BOE、ECB、日本央行、丹麥央行、挪威央行、澳洲央行、瑞典央行與瑞士央行的換匯總金額增至6,200億美元，以穩定全球的金融市場。Fed並擴大既有的或建立新的融通機制，包括84天期短期標售機制每次標售



金額由750億美元增至250億美元，並成立總金額達1,500億美元的遠期標售機制。

△ECB宣布自9月30日起至11月7日止實施特別期限再融通操作，供應巨額現金，以舒緩銀行間拆款市場資金緊俏之情勢。

△BOE宣布在必要狀況下允許擴大與Fed之間換匯規模最多至800億美元，惟目前仍維持400億美元，合約期限展延至2009年4月底。

△英國政府以410億英鎊接管陷入資本短缺困境之最大抵押貸款銀行Bradford & Bingley (B&B)，並將其存款業務以6.12億歐元賣給西班牙Santander銀行。

△德國政府提供350億歐元貸款保證，協助慕尼黑Hypo不動產銀行集團度過財務危機。

△冰島政府宣布以6億歐元購入該國第3大Glitnir銀行75%股份。

30日 △愛爾蘭財政部宣布即刻起擔保國內所有存款，包含個人存款、商業存款，以及機構與銀行間的債券，期限至2010年9月止。

△比利時與法國合資的金融服務集團 Dexia SA (DEXB-BE) 股價重挫，該集團最大股東以及比利時、法國政府宣布共同注資該集團64億歐元。

## 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 (第三十卷第三期)

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 楊綦海  
汪建南 黃富櫻 陳一端 侯德潛  
行政編輯：楊綦海  
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9月  
創刊年月：中華民國68年3月  
定價：新台幣250元

### 展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路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

◆ 版權所有・未經同意・請勿轉載 ◆