

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第三十卷 第一期

全球產出缺口對物價形成過程之影響

近年我國資金外流的原因、問題與影響

中央銀行 編印

中華民國九十七年三月

中央銀行季刊

第三十卷 第一期

中央銀行 編印

中華民國九十七年三月

中央銀行季刊

目錄 第三十卷 第一期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議（97年3月27日發布）	中 央 銀 行	1
---------------------------------	---------	---

論著與分析

全球產出缺口對物價形成過程之影響	劉 淑 敏	7
近年我國資金外流的原因、問題與影響	王正芬、陳裴紋	37

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國96年第4季）

總體經濟	國 內 經 濟 科	55
國際收支	國 際 收 支 科	65
貨幣與信用	金 融 統 計 科	75
金融市場	尤義明、蘇慶祥 張炳耀、王正芬	81

國際經濟金融情勢（民國96年第4季）	國 際 經 濟 科	103
--------------------------	-----------	-----

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國97年1月至3月）	國 內 經 濟 科	127
國際經濟金融日誌（民國97年1月至3月）	國 際 經 濟 科	133

中央銀行理監事聯席會議決議

(97年3月27日發布)

一、本(27)日本行理事會決議：

- (一) 為消弭通膨預期心理，本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，分別由年息3.375%、3.75%及5.625%調整為3.5%、3.875%及5.75%，自本(97)年3月28日起實施。
- (二) 為降低銀行資金成本，並縮小新台幣與外匯存款之利率差距，外匯存款準備率由5%調降為0.125%，自本年4月1日起實施。
- (三) 為反映銀行資金成本，並引導銀行調整存款結構，降低整體存款餘額之流動性，金融機構存放本行之存款準備金乙戶利率，由現行全部給付年息1.5%，改按金融機構吸收之存款別區分，其中源自活期性存款部分給付年息0.25%，源自定期性存款部分給付年息2.75%，自本年4月1日起實施。
- (四) 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。鑑於近來匯率波動較大，本行呼籲出進口廠商

平時宜做好避險；另為協助中小企業辦理遠匯避險，本行已協調中小企業信用保證基金，對於有遠匯資金需求之廠商，由該基金提供信用保證，協助取得融資。

- (五) 依據「華僑及外國人投資證券管理辦法」第18條之規定，外資在國內金融機構開設新台幣活期存款帳戶，僅供買賣證券交割之用途。本年以來，外資淨匯入額高達新台幣4,206億元中，僅少數用於購買股票，多數則購買公債及作為新台幣存款，顯與規定不符。本行重申外資匯入資金，務必遵循規定，依結匯申報用途使用。

二、本次調升利率，主要考量因素如次：

- (一) **通膨風險上升**：由於國際原油及大宗物資價格高漲，國內商品零售價格反映成本調漲，加以作物遭逢寒害，以及比較基期偏低等因素，預估今年上半年消費者物價(CPI)年增率將升達3%左右；下半年雖可望略見舒緩，惟全年CPI漲幅可能高於經建目標2%之上限。

- (二) **經濟溫和成長**：受全球景氣擴張步調減緩影響，本年我國對外貿易成長可能趨緩；惟民間消費穩定回溫，景氣可望溫和成長，行政院主計處預測本年經濟成長率為4.32%，接近最近10年平均成長值。
- (三) **實質利率仍低**：預期本年物價漲幅擴大，實質利率將走低。

維持物價穩定為央行貨幣政策首要目標。鑑於全球能源等原物料及商品價格居高，國內油電價格有調漲壓力，本行理事會認為在國內經濟溫和成長下，續採微調方式調升本行政策利率，有助消弭通膨預期心理，並促進資金合理配置，以維持長期金融穩定。由於國內外經濟金融情況之不確定性仍高，本行將密切關注情勢之發展，適時採行適當之因應措施。

附件一 近期外資匯入情況及本行因應措施

一、外資匯入資金及投資情形

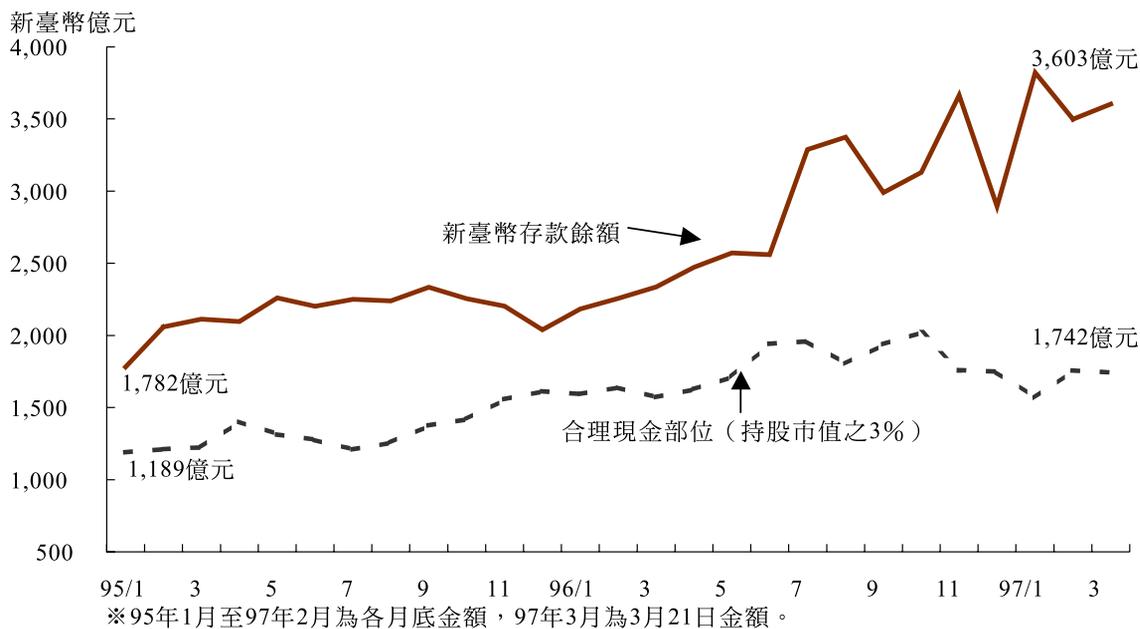
97/1/1~2/29

單位：新台幣億元

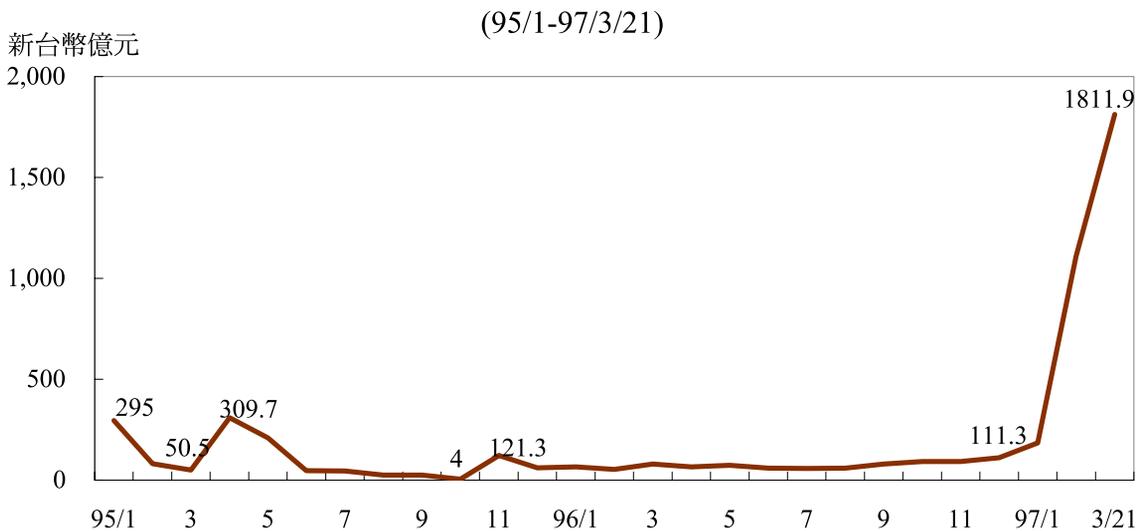
淨匯入資金	投資項目					
	股票增額		公債增額		存款增額	
	金額	占匯入資金比率	金額	占匯入資金比率	金額	占匯入資金比率
3,004.51	444.49	14.79%	1,039.16	34.59%	639.72	21.29%

註：外資自今年3月1日至25日淨匯入資金NT\$1,202.20億元，於股市買超NT\$249.07億元，占淨匯入資金之20.71%。

二、外資新臺幣存款餘額及合理現金部位（持股市值之3%）比較



三、外資持有公債部位



四、本行因應措施

(一) 洽請金管會函告外資其匯入資金應儘速投資證券

1. 依華僑及外國人投資證券管理辦法第18條規定，外資在國內金融機構開設之新台幣活期存款帳戶，僅供交割之用途。

2. 如帳戶一直持有大量現金未投資證券，顯與規定不符。本行已洽請金管會證期局發函外資保管銀行轉知持有大量現金部位之外資，於文到二日內具體說明投資計畫，依申報匯入資金用途儘速投資證券。

(二) 協助中小企業辦理遠期外匯避險

本行向來鼓勵出進口廠商平時應做避險以固定成本，而不宜俟匯率已大幅升值或貶值才做避險，致造成匯兌損失。

為協助中小企業向銀行辦理遠匯避險，本行頃於本（3）月10日邀集中小企業信用保證基金、彰化銀行、第一銀行、華南銀行及台灣中小企銀會商並作成結論，對於向銀行辦理遠匯之廠商如有資金需求，中小企業信用保證基金可提供信用保證，協助中小企業取得銀行融資。

附件二 國內外經濟金融情勢之現況與展望

受美國次級房貸問題擴大，以及國際原物料價格高漲影響，全球景氣擴張力道略緩。據國際貨幣基金(IMF)本年1月之預測，本(2008)年全球經濟成長率將由上(2007)年之4.9%降為4.1%；本年2月環球透視機構(Global Insight Inc.)亦預測，本年全球經濟成長率由上年之3.8%降為3.2%。國際物價方面，受能源及大宗物資價格上漲影響，環球透視機構預測本年全球通膨率由上年之3.4%升為3.8%。

主要國家貨幣政策方面，美國聯邦準備體系(Fed)鑑於次級房貸問題引發市場流動性趨緊，為避免金融市場動盪對經濟之衝擊，上年9月以來6度調降聯邦資金利率目標共3個百分點至2.25%。歐元區中期通膨上升風險仍在，惟因近期金融市場波動及不確定性加劇，歐洲央行(ECB)連續9次集會均維持政策利率(主要再融通最低投標利率)在4.0%不變。英格蘭銀行(BOE)鑑於景氣趨緩，上年12月以來轉向2度降息各1碼，政策利率(14天期附買回利率)降至5.25%，本年3月會議維持利率不變。日本於上年2月第2度調高無擔保隔夜拆款目標利率與基準貼放利率至0.5%與0.75%後，迄今利率不變。澳洲因通膨升溫，2003年11月以來，共10度調升現金利率目標至7.25%。紐西蘭自2004年至上年7月共13度升息，官方現金利率升抵8.25%，

之後利率維持不變。亞洲新興國家中，中國、南韓續採緊縮政策，以防範景氣過熱；泰國、印尼及菲律賓則降息以激勵景氣。

國際匯價方面，本年初以來，歐元持續走強，3月26日1歐元兌1.5857美元，較上年底升值8.7%。日圓方面，因日本經濟成長優於預期，日圓逐利交易反向平倉操作，日圓對美元強勁走升，至3月26日為1美元兌100.18日圓，較上年底升值11.32%。

國內方面，在新興經濟體強勁需求帶動下，本(97)年1至2月我國對外貿易穩定擴張，累計海關出、進口值年增率分別為14.7%及19.4%；出進口相抵，貿易出超32.4億美元。惟因國際經濟景氣趨緩，預期全年出進口貿易仍將轉緩。內需方面，隨就業情勢穩定，卡債效應淡化，民間消費升溫，民間投資亦穩定增加，行政院主計處預測本年經濟成長率為4.32%。

物價方面，上年下半年以來，國際原物料及商品價格高漲，加以颱風連續來襲，以及比較基期偏低，蔬菜價格大漲，致上年消費者物價(CPI)年增率升為1.80%，核心CPI(不包括蔬果、水產品及能源之CPI)年增率為1.35%。本年初續受進口原物料價格上漲，及水果價格居高影響，1至2月平均CPI年增率再升為3.42%，核心CPI(不包括蔬果、水產品及能源之CPI)年增率為2.68%。行政院

主計處預測本年CPI年增率將升至1.98%。

勞動市場方面，就業情況續有改善，本年1至2月平均就業人數較上年同期增加1.26%；失業率續降為3.87%。上年製造業每人每月平均薪資年增率為1.73%，勞動生產力上升7.47%，單位產出勞動成本下降5.37%。本年1月受農曆春節前發放獎金影響，製造業平均薪資年增率為40.4%，勞動生產力上升10.72%，單位產出勞動成本上升27.28%。

金融方面，上年平均M2年增率為4.25%，維持在目標區(3.5%至7.5%)內。由

於銀行放款與投資成長仍緩，本年1至2月平均M2年增率為1.24%。利率方面，在本行調高貼放利率引導下，金融業隔夜拆款利率和緩上升，由上年12月平均之2.05%升至2月平均之2.08%；至3月26日為2.088%。五大銀行（台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀）新承做放款加權平均利率2月為2.85%。長期利率方面，十年期公債殖利率由上年12月之2.53%降至本年2月之2.38%，至3月26日為2.45%。匯市方面，3月26日新台幣對美元匯率為30.01，與上年底比較，新台幣對美元升值8.11%。

全球產出缺口對物價形成過程之影響*

劉淑敏**

摘要

本文旨在探討全球產出缺口在物價形成過程中所扮演之角色，即全球產出缺口是否會削弱國內產出缺口對物價的影響效果。除以文獻加以探討外，尚建構計量模型以釐清其影響效果。茲將要點摘述如下：

- 一、全球化因素對物價的影響管道除傳統的進口價格波動(包括最終財貨與原材料)及競爭調整過程外，全球產出缺口亦會透過全球市場整合而影響國產原材料價格，進而對國內物價產生影響。此外，外勞引入、網際網路及電子商務之發展，跨地域的勞務投入漸漸成形，以致受全球化衝擊最小的服務業也漸受影響。
- 二、全球產出缺口與物價之影響關係，文獻的看法相當分歧；例如：Borio and Filardo (2007)認為全球資源閒置能長期抑制物價，但Bernanke(2007)、Kohn(2006)則認為全球產出缺口僅能短期對物價產生影響力。甚至Ball(2006)認為：隨著經濟成長的快速發展，新興經濟體可能成為下一波全球通貨膨脹的始作俑者。
- 三、本文仿照Borio and Filardo (2007)建立最小平方法迴歸模型，惟配適度及變數顯著性均不足，因此另建構向量誤差修正模型以資驗證。結果顯示：國內產出缺口對物價的影響效果，並不全然因加入全球產出缺口變數而縮小，此與Borio and Filardo的結論不盡相同，反而接近Bernanke(2007)、Kohn(2006)之論點。



* 本文承蒙施局長燕、嚴處長宗大、葉副處長榮造、林副處長宗耀、侯研究員德潛、吳研究員懿娟、葉副研究員盛與匿名審稿人悉心審閱並給予寶貴意見，特致衷心謝忱。惟本文純屬作者個人意見，與服務單位無關。文中若有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

** 中央銀行經濟研究處副研究員。

四、國內產出缺口對物價的影響效果長期確有逐步縮小的鈍化現象，換言之，國內物價對本國供需產能的敏感度及依存度逐漸走低，因此，央行在考量通貨膨脹的影響因素時，就不應只侷限於國內因素，而需將全球化因素納入資訊集中，定期加以檢視及更新。

壹、前言

近年來，大部份國家的通貨膨脹都維持在低檔且穩定的水準，有些文獻認為此乃各國央行貨幣政策執行合宜的成果。無庸置疑，良好的貨幣政策確實有助於經濟金融環境的穩定，惟近年來通貨膨脹的持穩似反映物價對國內產出缺口的敏感度下降，有文獻則直指全球化因素可能是削弱國內產出缺口對通貨膨脹影響效果的主因。新近文獻對全球化因素的探討，除傳統貿易進口活動引發的效果外，尚著重全球產出缺口對物價形成過程的影響及管道。本文即以此為出發點，探討全球產出缺口對我國物價形成過程之影響變化^{註1}。

近年來討論全球產出缺口對物價之影響的文獻，大抵會先就傳統進口活動引發的效果加以討論，然後再引導至全球產出缺口對物價形成過程的影響及管道。因此，本文在文獻探討上，亦先就我國消費者物價的內涵，分析貿易活動、進口物價及全球產出缺口(可概括為全球化因素)的影響管道及調整過程。然後，本文介紹近年來討論全球產出

缺口(包括商品面與要素面)與通貨膨脹關係的相關文獻。而在實證模型上，則以菲力普曲線(Phillips curve)為主要分析架構，採用Borio and Filardo (2007)所提出的最小平方方法迴歸分析模型(以下簡稱OLS模型)加以分析，惟許多文獻對該實證模型的統計韌性有所質疑(Bernanke(2007)、Kohn(2006)、Ball(2006))，因此，本文另建構向量誤差修正模型，透過共整合檢定的特性根向量，來界定國內產出缺口與物價之關係，並探討是否會因模型加入全球產出缺口變數而有所變化。

全文共分伍節。除第壹節前言外，第貳節則就我國消費者物價的內涵，來分析進口物價及全球產出缺口對物價形成過程的影響及管道。第參節則對近年來的文獻加以介紹，尤其是中國及印度等新興經濟體的崛起，從釋出大量生產力造就全球低通膨的榮景，到可能轉變為未來全球高通膨的推手的相關文獻的討論。第肆節則是本文實證模型的建立，採用OLS模型及向量誤差修正模型

兩種方式。且為避免因變數選取不同而導致估計結果有所差異，本文在上述兩種模型上，除以基本模組(變數僅包含物價、國內產出缺口、進口物價及全球產出缺口)推估外，

另將模型變數增加而為擴充模組(新增變數「單位產出勞動成本指數」)，以測試模型結果是否具有統計韌性(robust)。最後一節為結論與建議。

貳、全球化因素對我國消費者物價的影響管道及調整過程

要分析全球化因素對我國消費者物價的影響，必須先探究我國消費者物價的內涵。將我國消費者物價指數依商品性質別細分，可分為「商品類」與「服務類」。就概念上，商品類可略分為「進口消費品」與「國產內銷品」^{註2}，而「服務類」則是結合某些商品及「勞務投入」所產生的對價交易，該組合之商品又可如「商品類」分法細分為「進口消費品」與「國產內銷品」。以下即分就「進口消費品」、「國產內銷品」與「勞務投入」三項，來討論全球化因素對國內通膨的影響(詳見圖1)。

一、進口消費品

(一) 伴隨貿易的開放，進口消費品對國內通膨有抑制作用

基於比較利益法則，貿易的流通大抵係引入較國內同質商品廉價的進口品，因此，貿易愈趨開放對國內通膨常有抑制作用。惟我國進口品大抵係以農工原料為大宗，此種貿易約制通膨的效果可能較小。

(二) 進口消費品的「價」對國內通膨有直接的正向效果

就進口消費品而言，因係直接進入消費籃，其價格漲跌將直接衝擊國內消費者物價，雖然消費者可以轉而消費國產品以資因應^{註3}，但短期內「價」的直接正向效果定不能免。

二、國產內銷品

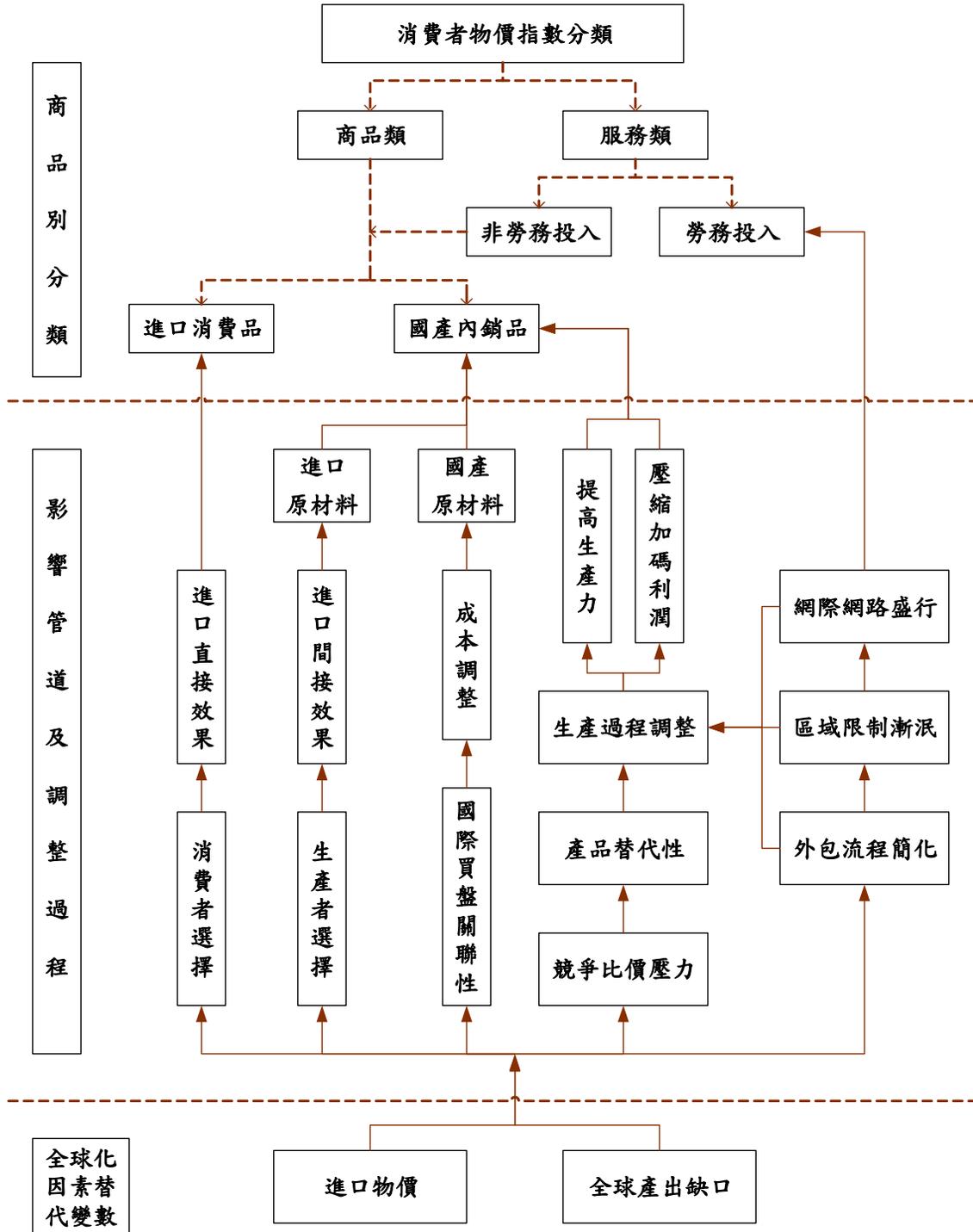
(一) 進口原材料的價格波動，將間接影響國內通膨

就國產內銷品的訂價而言，在成本面來看，必須觀察「進口原材料」與「國產原材料」^{註4}兩方面成本的變化。其中，「進口原材料」對國內通貨膨脹的影響效果，類似於「進口消費品」，只不過進口消費品係經由消費者的選擇，對國內通膨的影響效果較直接，而進口原材料則需經生產過程轉化為最終消費品，再由消費者購買而影響國內通膨，因此，效果較為間接且遞延。

(二) 全球產出缺口會影響國產原材料之價格，進而影響國內通膨

在「國產原材料」方面，儘管該原材料係本國生產，且國內供需穩定，但因國際市場需求緊俏，以致原該進口的同質性原材料

圖1 全球化因素對我國消費者物價的影響管道及調整過程



不再進口，或該原材料在國際買盤的推升下價格飛漲足以弭平運費支出，則該原材料也可能轉而出口，而使國內市場的供需失衡，進而產生成本推升型的通貨膨脹，如近年來鋼材價格上升，即是因國際需求提高所致（主要是大陸）。前述情況係國際市場供需推升國產原材料的國內價格的情況，同樣地，若國際市場供需失調係引發國際買盤價格降低，亦可能使國內原材料價格走跌，進而影響國內通膨。

(三) 貿易開放衍生競爭比價，約制國產內銷品的訂價

討論國產內銷品的訂價，除前述源自成本面的調整外，尚有源自需求面的調整。全球化因素對國產內銷品的需求影響，主要源自進口品競爭比價壓力，若該國產內銷品的替代性極高，可能極易被低價進口消費品替代，迫使該國產內銷品的廠商只能降價以對，或是調整生產過程，以提高生產力及壓縮加碼利潤因應。

(四) 外勞引入及網際網路打破勞務地域性限制，本地薪資難以上漲

由於外勞引入，前述的生產過程調整中，廠商的調整空間漸趨多元化，不只在原材料的選擇上，甚至在勞務要素的投入上，

也有跨地域的新選擇。加以網際網路盛行，使以往跨地域的勞務必須仰賴廠房的輸出，現在則可能透過電腦連線，而可以按件計酬或整批外包方式雇用外國人力投入。例如：IT設計公司即以按件計酬方式外包程式設計給印度的工程師。勞務投入的跨疆界已使本地的薪資更難有上調的空間。

三、勞務投入

一般而言，勞務投入的地域區隔性較高，因此，相較於製造業，以勞務為主投入的服務業，受全球化因素的衝擊相對較小。但近年來，由於網際網路盛行，拜電子商務之賜，勞務外包逐漸可行，以致服務業受全球化衝擊較以往為甚。例如：美國許多證券公司的線上下單、百貨業的客服部門、銀行業的信用卡部門，在結合網際網路及簡化外包流程後，漸漸打破地域限制。服務業的人力跨地域派遣與製造業整廠輸出到低工資國家的出發點是相近的，都是基於降低成本。雖然我國服務業外包人力的跨國舉動，並不常見，但跨縣市外包極為普遍。未來我國服務業是否會如美國一般，引入跨國勞務，則有待觀察。

參、文獻回顧

文獻探討對全球化因素與物價之影響關係約可概分為三類，第一類為傳統文獻，主

要在驗證透過貿易活動確實能有效紓解國內之通膨壓力。第二類則將討論範圍由貿易面

擴充到要素面，強調全球資源閒置能有效平抑物價水準，甚至全球產出缺口已對物價形成過程產生結構性之變化。至於第三類文獻，雖然同意短期內國內物價確實能被全球產出缺口所牽動，但對其長期影響物價的可能性有所保留。茲分述如下：

一、傳統文獻驗證貿易活動能有效平抑國內物價

有關傳統貿易活動對國內通貨膨脹的直接影響，在文獻上已多所探討。例如：依據 Kamin, Marazzi and Schindler (2006)的研究估計顯示：引進低價的中國進口品，降低美國通膨上漲約0.1個百分點^{註5}。而有關貿易開放對通膨有所抑制，Gruben and McLeod (2004)以浮動匯率制度為主軸，驗證1990年代的貿易開放對全球低通膨環境的塑造，確實有顯著的效果。此外，Chen, Imbs and Scott (2004)利用歐盟產業的個體資料發現，貿易開放確實會壓縮廠商的加碼空間、提高其生產力，進而使其產品訂價有下檔的壓力。

二、由貿易面擴充到要素面，全球產出缺口影響國內物價形成過程

全球供需失調(包括商品面與要素面)與通貨膨脹的關係，實證文獻上多用「全球產出缺口」^{註6}來驗證。Tootell(1998)利用美國與G7貿易對手國之間的資料，以貿易加權的國外產出缺口來驗證全球產出缺口與美國通

貨膨脹的關係，可惜效果並不顯著，可能係近年來全球化帶來的衝擊，大部分源自新興國家，如：大陸、印度等。若只包括G7貿易對手國的資料可能太過狹隘，以致效果不彰。Borio and Filardo (2007)所作的16個已開發國家的跨國研究，將貿易對手國擴充加入新興國家資料，發現全球產出缺口變數對通貨膨脹的影響效果顯著，且會削弱國內產出缺口的解釋力。

三、全球產出缺口不能對物價形成過程產生結構性之變化

美國聯準會(Bernanke(2007))將Borio and Filardo (2007)的數據重新整合，卻得到不同的結果，以致Borio and Filardo的研究之統計韌性(robust)受到考驗。可能的原因是：各國的產出缺口本來就難以測度，而在面對高度整合的全球經濟體，「全球產出缺口」的定義及測度就更具爭議性，更遑論其如何影響通貨膨脹，以致有關全球產出缺口對通貨膨脹的影響就無法得到確切的實證結果。

此外，晚近許多文獻則直指全球化因素將帶動新興經濟體的經濟呈跳躍式成長，進而促使新興經濟體的實質薪資與產出均呈上升，而其民眾的財富也從而急速累積，進而可能導致需求拉升的全球通膨產生。有關新興經濟體與先進經濟體相互貿易而衍生的效果，已在Spang and Young (2007)的動態一般均衡 (dynamic general equilibrium, DGE) 模

型的實證得到驗證。依據Spang and Young 的研究顯示：資本稟賦充沛的「西方先進經濟體」，在面對勞動稟賦充沛的「東方新興經濟體」生產力大幅躍升的衝擊後，可能衍生全球原材料價格上漲，東方新興經濟體的實質薪資與產出均呈上升，西方經濟體的非技術工實質薪資下降、產出移轉至技術密集服務業且最終消費財價格下跌。正如Spang and Young所言，目前全球正享受「東方新興經濟體」(特別是中國、印度與前蘇聯)大量廉價勞力所帶動的高成長、低通膨的榮景，然而，「水能載舟，亦能覆舟」，隨著「東方新興經濟體」的實質薪資上升，已支撐其廣大人口帶來的有效需求。未來可能在

需求拉升下，刺激全球通膨成長。換言之，透過貿易活動，全球化因素將全球資源作了最有效的配置。但隨著貿易與經濟成長，新興經濟體的實質薪資不斷上升，其民眾財富迅速累積，從而支撐的有效需求也相當強勁，加以此波經濟高速成長的新興經濟體，向來即是全球人口匯聚之處，如：中國、印度、俄羅斯、巴西等，因此，其財富累積所推升的有效需求也相當驚人，以致許多文獻(Ball(2006)、Bernanke(2007))都預言：蟄伏已久的全球通膨可能在此強力需求的拉升下再掀波瀾，而最近的能源及原材料價格飆升似已為此埋下伏筆。

肆、實證模型之建立

以往討論全球化因素與物價的關係，大都植基在國際貿易上：藉由貿易的搬有運無而將各國的同質性商品價格趨於一致。這個觀點傾向支持全球化因素透過低廉進口品對各國通貨膨脹產生平抑效果，但關於全球化因素對通貨膨脹形成過程是否產生結構性變化則鮮有討論，大部份的文獻認為全球化因素對物價形成的核心過程—通貨膨脹與國內產出缺口存在抵換關係，即菲力普曲線一毫無影響。

新近對上述假說提出挑戰的首推Borio and Filardo (2007)。該文認為以往各國的通膨模型都太執著於「以國家為中心(country-

centric)」，他們另提出以「以全球為中心(global-centric)」的觀點重新設計模型，透過16個國家的實證資料作佐證，指出通貨膨脹形成過程的解釋變數中，全球產出缺口係數的解釋度已高於國內產出缺口，而得到全球化因素已導致通貨膨脹率與國內產出缺口抵換關係產生結構性改變的結論。雖然Borio and Filardo (2007)有實證數據作支持，但其大膽的結論並沒普獲認同。美國聯邦準備銀行將Borio and Filardo (2007) 的數據重新整合，則得到不同的結果，以致該文研究的統計韌性受到考驗(Bernanke(2007)、Kohn(2006))。此外，Ball(2006)亦認為全球

化因素不會造成物價形成過程產生結構性變化，其影響充其量僅能短期平抑通膨，無法長期降低通膨水準。

本節的實證部分，即是要驗證全球產出缺口變數是否會削弱國內產出缺口對物價的影響效果。首先將以Borio and Filardo (2007)所建構的最小平方法迴歸模型(以下簡稱OLS模型)為本，以逐季捨卻的滾動樣本方式加以驗證Borio and Filardo (2007)的結論。惟囿於OLS模型的解釋變數顯著性不佳且配適度不高，本文另建構向量誤差修正模型(Vector Error Correction Model，簡稱VECM)，而由其長期關係成立的共整合向量變數的變化，另行加以驗證^{註7}。此外，在變數的選取上，除了與本文主題切合的「國內產出缺口」及「全球產出缺口」兩變數均納入物價模型作為解釋變數外，本文尚納入與全球化因素密切相關的「進口物價」解釋變數在「基本模組」中，而在「擴充模組」中，則再納入「單位產出勞動成本指數」解釋變數^{註8}，以測試實證結果是否具有統計韌性(robust)。

一、Borio and Filardo (2007)的最小平方法迴歸模型^{註9}

傳統的非力普曲線主要係陳述通貨膨脹與產出缺口間存在抵換關係，Borio and Filardo (2007)將「以全球為中心(global-centric)」的思考概念代入，則該抵換關係成立的擴充性非力普曲線型式即如下^{註10}：

$$\pi_t - \pi_t^u = c + \beta GAP_{t-1} + \phi GAPW_{t-1} + \eta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中， π 為通貨膨脹率， π^u 為通貨膨脹率長期趨勢值，用以作為通膨預期的替代變數^{註11}，GAP 為國內產出缺口^{註12}，由於通貨膨脹與產出缺口間存在抵換關係，因此，理論上 β 為正值。GAPW 為全球產出缺口^{註13}，若全球有資源閒置(此時全球產出缺口為負)時，國內通膨壓力亦弱，因此，理論上 ϕ 亦為正值。至於其它變數X，則在「基本模組」納入傳統討論全球化因素的「進口物價(MP)」變數，而在「擴充模組」則再加入影響通貨膨脹的主要供給面因素「單位產出勞動成本指數(ULCM)」變數。

(一) 基本模組之OLS模型

表1為仿照Borio and Filardo(2007)的(1)式之結果，在同一樣本期中，第1列為未納入全球產出缺口的結果，而第2列則列出納入全球產出缺口的結果。在表1的末3欄則列出(1)式估計結果的R-bar Square、DW及AIC等檢視模型配適度的統計量。初步來看，國內產出缺口、進口物價、全球產出缺口等變數的係數符號與理論預期一致，而且納入全球產出缺口後，國內產出缺口的係數均變小(見圖2)，似與Borio and Filardo的結論一致，但也正如Bernanke(2007)、Kohn(2006)所質疑的一樣，模型的統計韌性似嫌不足：不論模型是否有加入全球產出缺口變數，R-bar square均極低(見圖3)；而以Akaike criterion

(以下簡稱AIC)來看，在同一樣本期，模型加入全球產出缺口變數，並不全然會使AIC縮小^{註14}(見圖4)。換言之，就AIC統計量來看，加入「全球產出缺口」變數並不全然能提高模型設定的適宜度。再者，除少數樣本的解釋變數具顯著性外，大部分樣本的解釋變數均不具顯著性，尤其是主要解釋變數「國內產出缺口」，不論是否有納入「全球

產出缺口」變數，在所有樣本中均不具顯著性，此結果更降低模型的說服力。此外，在未加入「全球產出缺口」變數的模型中，「國內產出缺口」變數的係數大致維持在0.06與0.08之間，近年來並無鈍化現象，似與先驗認知的近年來國內產出缺口對通貨膨脹影響效果縮小之觀察並不一致。

圖2 OLS模型的國內產出缺口影響效果之比較—基本模組

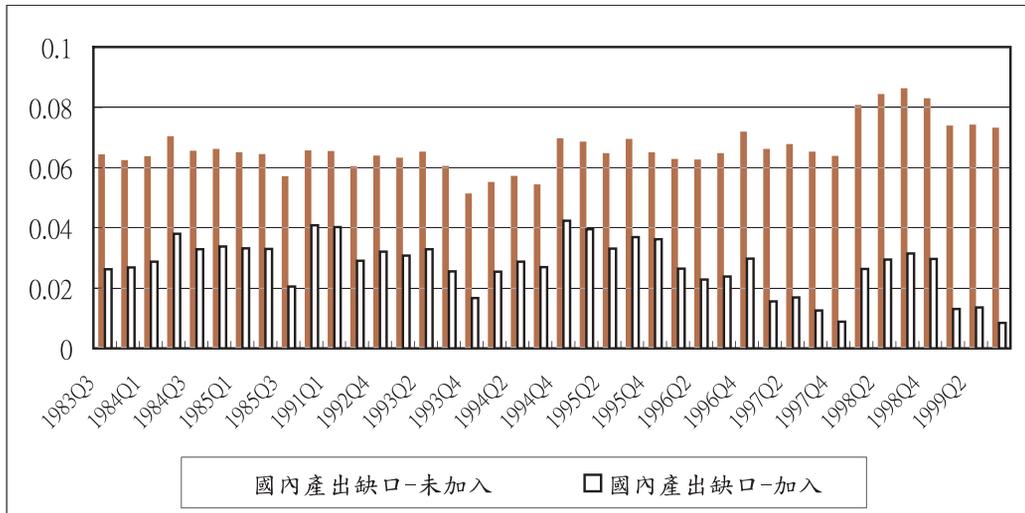


圖3 OLS模型的R-bar square之比較—基本模組

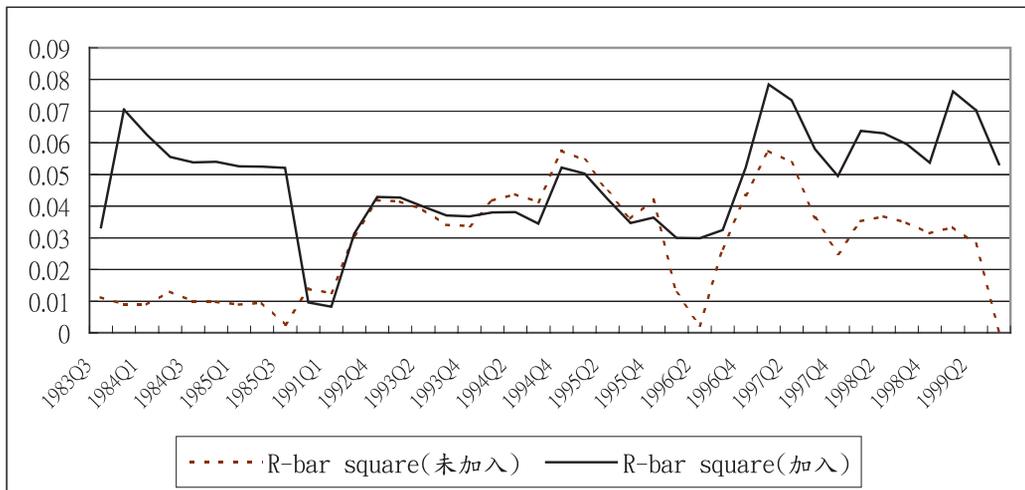


圖4 OLS模型的Akaike criterion之比較—基本模組

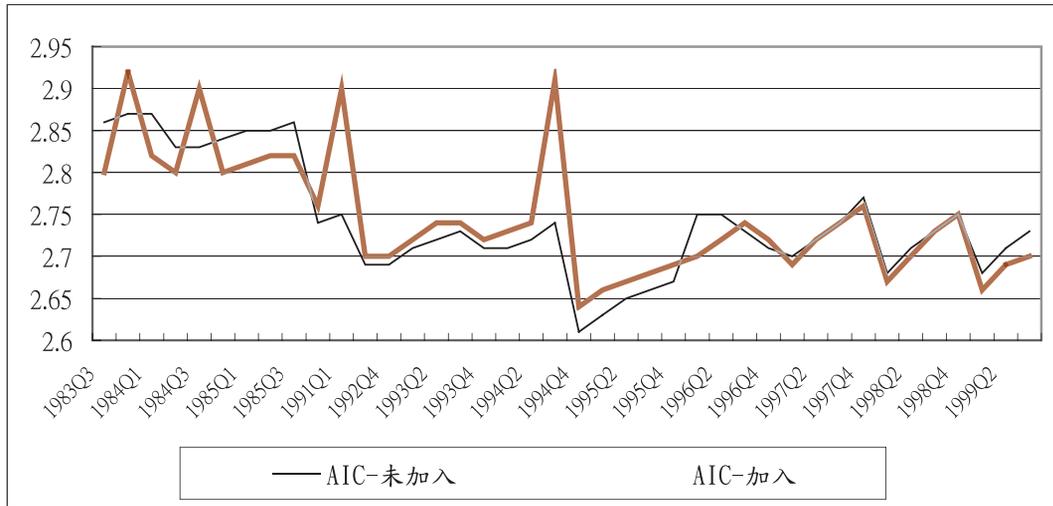


表1 OLS模型之估計結果—基本模組

起始期	GAP	MP	GAPW	R ²	DW	AIC
1983Q3	0.0644	0.0152		0.0112	1.06	2.86
	0.0263	0.0156	0.3769**	0.0333	1.12	2.80
1983Q4	0.0625	0.0145		0.0090	1.06	2.87
	0.0269	0.0154	0.3667**	0.0705	1.11	2.92
1984Q1	0.0638	0.0138		0.0089	1.06	2.87
	0.0288	0.0150	0.3529**	0.0625	1.09	2.82
1984Q2	0.0704	0.0125		0.0130	1.11	2.83
	0.0380	0.0137	0.3176**	0.0555	1.13	2.80
1984Q3	0.0656	0.0126		0.0099	1.12	2.83
	0.0329	0.0139	0.3188**	0.0538	1.14	2.90
1984Q4	0.0662	0.0126		0.0098	1.12	2.84
	0.0338	0.0139	0.3199**	0.0540	1.14	2.80
1985Q1	0.0651	0.0128		0.0089	1.11	2.85
	0.0332	0.0140	0.3187**	0.0526	1.13	2.81
1985Q2	0.0645	0.0135		0.0095	1.09	2.85
	0.0330	0.0146	0.3159**	0.0525	1.10	2.82
1985Q3	0.0571	0.0128		0.0026	1.09	2.86
	0.0205	0.0138	0.3354**	0.0521	1.11	2.82
1990Q4	0.0657	0.0194		0.0138	1.24	2.74
	0.0408	0.0190	0.1533	0.0096	1.23	2.76
1991Q1	0.0655	0.0193		0.0125	1.22	2.75
	0.0402	0.0193	0.1590	0.0082	1.21	2.90
1992Q3	0.0605	0.0309		0.0307	1.19	2.69
	0.0291	0.0332	0.1889	0.0313	1.17	2.70
1992Q4	0.0640	0.0358		0.0418	1.20	2.69
	0.0321	0.0381	0.1920	0.0429	1.20	2.70
1993Q1	0.0633	0.0363		0.0415	1.19	2.71
	0.0308	0.0389*	0.1942	0.0427	1.16	2.72
1993Q2	0.0653	0.0349		0.0389	1.20	2.72
	0.0329	0.0375*	0.1937	0.0398	1.17	2.74

1993Q3	0.0606	0.0347		0.0341	1.19	2.73
	0.0256	0.0374*	0.2058	0.0371	1.18	2.74
1993Q4	0.0514	0.0363*		0.0337	1.23	2.71
	0.0167	0.0390*	0.2038	0.0368	1.22	2.72
1994Q1	0.0552	0.0381		0.0417	1.26	2.71
	0.0255	0.0401*	0.1714	0.0380	1.23	2.73
1994Q2	0.0572	0.0385		0.0438	1.27	2.72
	0.0288	0.0404*	0.1621	0.0381	1.25	2.74
1994Q3	0.0544	0.0386*		0.0413	1.09	2.74
	0.0270	0.0404*	0.1580	0.0345	1.07	2.91
1994Q4	0.0697	0.0360*		0.0574	1.15	2.61
	0.0424	0.0378*	0.1573	0.0522	1.13	2.64
1995Q1	0.0686	0.0358*		0.0546	1.15	2.63
	0.0395	0.0376*	0.1650	0.0503	1.13	2.66
1995Q2	0.0648	0.0345		0.0446	1.15	2.65
	0.0331	0.0362	0.1770	0.0422	1.14	2.67
1995Q3	0.0695	0.0301		0.0360	1.11	2.66
	0.0369	0.0317	0.1835	0.0347	1.10	2.68
1995Q4	0.0651	0.0341		0.0420	1.08	2.67
	0.0362	0.0350	0.1657	0.0364	1.06	2.69
1996Q1	0.0629	0.0310		0.0125	1.22	2.75
	0.0265	0.0310	0.2042	0.0300	1.07	2.70
1996Q2	0.0627	0.0308		0.0022	1.23	2.75
	0.0228	0.0302	0.2217	0.0299	1.07	2.72
1996Q3	0.0648	0.0308		0.0265	1.05	2.73
	0.0238	0.0301	0.2359	0.0325	1.06	2.74
1996Q4	0.0719	0.0342		0.0435	1.11	2.71
	0.0298	0.0336	0.2436	0.0522	1.11	2.72
1997Q1	0.0662	0.0407*		0.0574	1.08	2.70
	0.0156	0.0410	0.2867	0.0784	1.09	2.69
1997Q2	0.0678	0.0396		0.0538	1.09	2.72
	0.0169	0.0404	0.2846	0.0734	1.09	2.72
1997Q3	0.0653	0.0366		0.0363	1.09	2.74
	0.0126	0.0370	0.2917	0.0580	1.10	2.74
1997Q4	0.0639	0.0345		0.0250	1.03	2.77
	0.0089	0.0341	0.3023	0.0495	1.05	2.76
1998Q1	0.0808	0.0272		0.0352	1.08	2.68
	0.0264	0.0269	0.2986	0.0638	1.08	2.67
1998Q2	0.0844	0.0279		0.0368	1.08	2.71
	0.0295	0.0274	0.2948	0.0630	1.08	2.70
1998Q3	0.0863	0.0265		0.0348	1.05	2.73
	0.0315	0.0262	0.2925	0.0596	1.06	2.73
1998Q4	0.0830	0.0272		0.0314	0.87	2.75
	0.0297	0.0268	0.2964	0.0537	0.86	2.75
1999Q1	0.0739	0.0299		0.0334	0.83	2.68
	0.0131	0.0296	0.3232	0.0762	0.82	2.66
1999Q2	0.0742	0.0295		0.0281	0.82	2.71
	0.0136	0.0287	0.3236	0.0703	0.80	2.69
1999Q3	0.0732	0.0196		0.0006	0.82	2.73
	0.0085	0.0162	0.3442	0.0532	0.79	2.70

說明：1. 各樣本期間的端末期均為2007年第3季，而起始期則見第1欄之列示。

2. 篩選模型係以R-bar square及國內產出缺口變數之係數均為正為原則。

3. *及**表示在10%及5%顯著水準下拒絕虛無假設。

(二) 擴充模組之OLS模型

由於上一小節模型的配適度及變數顯著性不盡理想，本節再仿Borio and Filardo進一步擴充模型，加入「單位產出勞動成本指數」變數，觀察是否能改善模型之績效。表2列出擴充模組之結果。此時，與上一小節相同，國內產出缺口、進口物價、全球產出缺口等變數的係數符號與理論預期一致，而且納入全球產出缺口變數後，國內產出缺口的係數均變小(見圖5)，但新加入變數「單位產出勞動成本指數」的係數卻多呈負號，與理論預期不一致，而且模型的R-bar square仍低(見圖6)，並無顯著改善。再觀察AIC統計量，與上一小節相同，並不全然會使AIC縮

小，換言之，加入「全球產出缺口」變數並不全然能提高模型設定的適宜度(見圖7)。如再就解釋變數觀察，與上一小節相同，大部分樣本的解釋變數均不具顯著性，尤其是主要解釋變數「國內產出缺口」，不論是否有納入「全球產出缺口」變數，在所有樣本中均不具顯著性，正如Bernanke(2007)、Kohn(2006)所言一般，Borio and Filardo的模型設定的統計韌性似嫌不足。此外，與上節相同，如單就未加入「全球產出缺口」變數的模型觀察，「國內產出缺口」變數的係數長期並無走弱的現象，亦與先驗認知的近年來國內產出缺口對通貨膨脹影響效果縮小之觀察並不一致。

圖5 OLS模型的國內產出缺口影響效果之比較—擴充模組

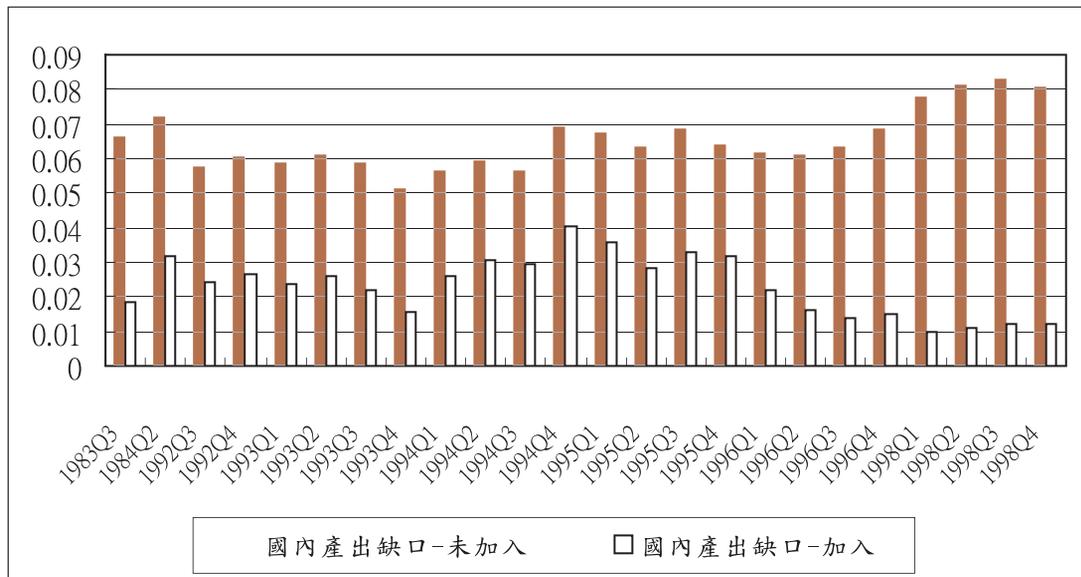


圖6 OLS模型的R-bar square之比較—擴充模組

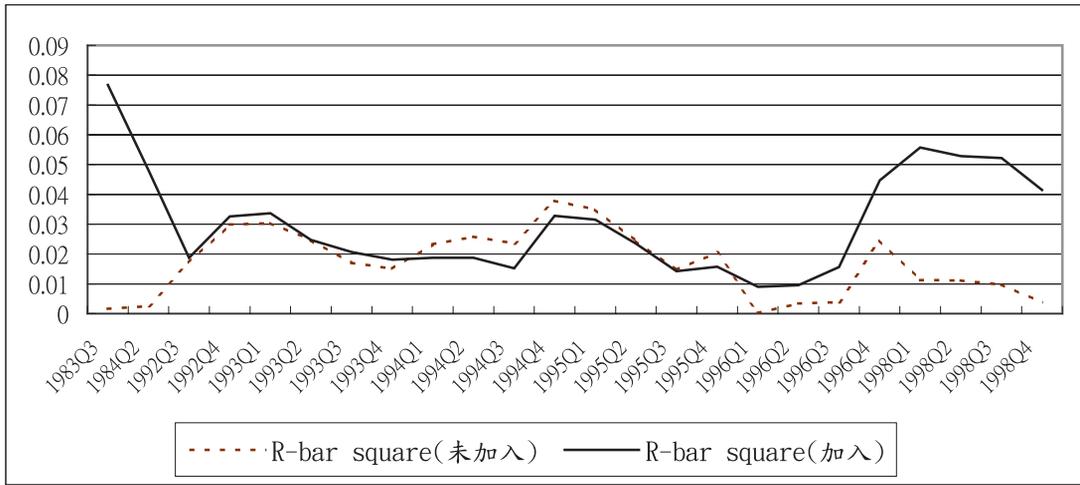


圖7 OLS模型的Akaike criterion之比較—擴充模組

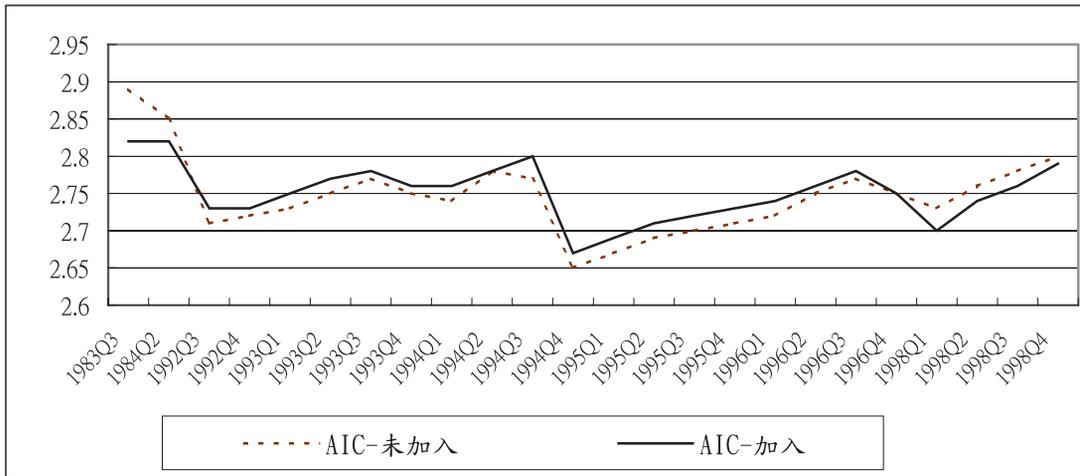


表2 OLS模型之估計結果—擴充模組

起始期	GAP	MP	UCLM	GAPW	\bar{R}^2	DW	AIC
1983Q3	0.0664	0.0159	0.0062		0.0016	1.07	2.89
	0.0187	0.0141	-0.0136	0.4079**	0.0767	1.10	2.82
1984Q2	0.0719	0.0130	0.0045		0.0026	1.12	2.85
	0.0315	0.0126	-0.0110	0.3438**	0.0480	1.12	2.82
1992Q3	0.0576	0.0307	-0.0110		0.0171	1.17	2.71
	0.0244	0.0330	-0.0130	0.1963	0.0188	1.15	2.73
1992Q4	0.0605	0.0359*	-0.0138		0.0299	1.15	2.72
	0.0266	0.0384*	-0.0159	0.2013	0.0326	1.15	2.73
1993Q1	0.0589	0.0370*	-0.0154		0.0303	1.16	2.73
	0.0236	0.0399*	-0.0180	0.2064	0.0336	1.14	2.75
1993Q2	0.0610	0.0359	-0.0124		0.0247	1.17	2.75
	0.0257	0.0390*	-0.0155	0.2044	0.0247	1.15	2.77

1993Q3	0.0586	0.0353	-0.0073		0.0170	1.18	2.77
	0.0220	0.0383*	-0.0099	0.2111	0.0207	1.15	2.78
1993Q4	0.0514	0.0363	-0.0001		0.0151	1.23	2.75
	0.0158	0.0393*	-0.0028	0.2053	0.0181	1.21	2.76
1994Q1	0.0563	0.0378*	0.0043		0.0233	1.27	2.74
	0.0260	0.0400*	0.0014	0.1704	0.0188	1.29	2.76
1994Q2	0.0593	0.0380*	0.0074		0.0258	1.26	2.78
	0.0306	0.0401*	0.0042	0.1586	0.0188	1.26	2.78
1994Q3	0.0567	0.0380*	0.0095		0.0236	1.12	2.77
	0.0294	0.0400*	0.0061	0.1525	0.0152	1.09	2.80
1994Q4	0.0693	0.0361*	-0.0019		0.0378	1.14	2.65
	0.0403	0.0382*	-0.0056	0.1624	0.0328	1.12	2.67
1995Q1	0.0675	0.0360*	-0.0041		0.0349	1.14	2.67
	0.0356	0.0383*	-0.0091	0.1747	0.0315	1.11	2.69
1995Q2	0.0635	0.0347	-0.0053		0.0244	1.14	2.69
	0.0281	0.0369*	-0.0109	0.1891	0.0235	1.11	2.71
1995Q3	0.0688	0.0302	-0.0024		0.0147	1.11	2.70
	0.0331	0.0323	-0.0080	0.1922	0.0142	1.09	2.72
1995Q4	0.0639	0.0344	-0.0039		0.0205	1.06	2.71
	0.0320	0.0358	-0.0088	0.1750	0.0158	1.04	2.73
1996Q1	0.0618	0.0313	-0.0036		0.0002	1.07	2.72
	0.0219	0.0318	-0.0096	0.2147	0.0090	1.05	2.74
1996Q2	0.0614	0.0311	-0.0442		0.0034	1.07	2.75
	0.0160	0.0310	-0.0123	0.2390	0.0095	1.04	2.76
1996Q3	0.0632	0.0313	-0.0072		0.0039	1.04	2.77
	0.0136	0.0314	-0.0193	0.2695	0.0156	1.02	2.78
1996Q4	0.0688	0.0356	-0.0156		0.0246	1.08	2.75
	0.0149	0.0360	-0.0294	0.2957	0.0447	1.06	2.75
1998Q1	0.0781	0.0283	-0.0123		0.0113	1.05	2.73
	0.0100	0.0293	-0.0296	0.3531	0.0557	1.01	2.70
1998Q2	0.0815	0.0287	-0.0106		0.0111	1.04	2.76
	0.0110	0.0293	-0.0291	0.3514	0.0528	1.00	2.74
1998Q3	0.0830	0.0272	-0.0136		0.0098	1.01	2.78
	0.0120	0.0276	-0.0326	0.3544	0.0522	0.97	2.76
1998Q4	0.0806	0.0277	-0.0107		0.0037	0.84	2.80
	0.0122	0.0280	-0.0298	0.3441	0.0415	0.78	2.79

說明：1. 各樣本期間的端末期均為2007年第3季，而起始期則見第1欄之列示。

2. 篩選模型係以R-bar square及國內產出缺口變數之係數均為正為原則。

3. *及**分別表示在10%及5%顯著水準下拒絕虛無假設。

二、向量誤差修正模型

在前兩小節中，本文仿照Borio and Filardo建構OLS模型，驗證全球產出缺口變數是否會削弱國內產出缺口對物價的影響效果。雖然納入全球產出缺口後，國內產出缺

口的係數均變小，但不論是基本模組或擴充模組，其統計韌性均甚薄弱。本文認為：要比較OLS模型解釋變數的變化，先決條件是變數間須具備長期穩定關係。因此，在本節實證部分，仍以菲力普模型為主體，建構傳統物價方程式，比較納入全球產出缺口

變數後，國內產出缺口係數之變化，以評判全球產出缺口變數是否會削弱國內產出缺口對物價的影響效果。惟在從事係數比較前，本文會先經共整合檢定，以確保變數間長期穩定關係的存在。因此，本文在方法上將以向量誤差修正模型(Vector Error Correction Model, 簡稱VECM)取代Borio and Filardo (2007)的OLS模型，茲將VECM中以消費者物價為被解釋變數的VAR模型列出：

$$D(CPI_t) = \alpha EC_{t-1} + \sum \beta_{t-1} D(CPI_{t-1}) + \sum \gamma_{t-1} D(GAP_{t-1}) + \sum \delta_{t-1} D(X_{t-1}) + \sum \eta_{t-1} Z_{t-1} \quad (2)$$

$$EC_{t-1} = CPI_{t-1} + a_0 - a_1 GAP_{t-1} - a_2 X_{t-1} \quad (3)$$

其中， CPI 為消費者物價指數， GAP 為國內產出缺口^{註15}， X 、 Z 為其它變數，其中， X 在(3)式的 EC 誤差修正項中出現，表示該變數的走勢在整體VECM模型中內生，而 Z 則純為外生變數。除 GAP 外，所有變數均取對數值。 EC 為內生化變數所組合的誤差修正項，本文逐一針對各樣本進行共整合檢定。若共整合檢定通過，則其經標準化處理後的共整合向量的估計結果可視為物價的長期關係式，若國內產出缺口與物價的抵換關係存在，則 $a_1 > 0$ 。此外，在體系收斂之前提下， $\alpha < 0$ 。

若不考慮遞延1期的誤差修正項，(2)式則近似於傳統的菲力普曲線。至於其它變數 X 及 Z 的選取，本文仍仿前兩小節的設計，在

基本模組中使用「進口物價」變數，而在擴充模組中再加入「單位產出勞動成本指數」變數，以作為比較之用。而在引入「全球產出缺口」、「進口物價」及「單位產出勞動成本指數」變數時，均以Granger Causality test作檢定，以判讀上述變數是否如 X 般為內生，會出現在 EC 誤差修正項中，抑或如 Z 般純為外生變數。至於全期樣本期間則為自1982年第1季起，至2007年第3季止，且與OLS模型相同，採用端末點不變的逐季捨卻的滾動樣本加以分析。

(一) Granger Causality 因果關係檢定—基本模組

除了國內產出缺口與物價外，在VECM體系的基本模組中的「進口物價」及「全球產出缺口」兩變數，究竟應內生化納入(3)式中(如： X)，抑或是以外生化僅出現在(2)式(如： Z)？以Granger Causality 因果關係檢定來看(見表3)，不論是VAR^{註16}或是Pairwise方式的Granger Causality test，進口物價都會受到消費者物價影響，意謂進口物價很難純以外生化處理，因此，其必須出現在(3)式中。至於全球產出缺口在VAR及Pairwise Granger Causality test，均顯示VECM體系中各項變數的遞延項都不會影響到其走勢，顯示其外生性頗強，因此，僅出現在(2)式中(見表3)^{註17}。

表3 變數間Granger Causality因果關係檢定

(3-1) VAR Granger Causality /Block Exogeneity Wald Tests

(3-1-a) 被解釋變數：進口物價

H ₀ ：去除解釋變數	χ^2 統計量	P-value值
消費者物價	14.78*	0.01*
國內產出缺口	3.67	0.60
全球產出缺口	4.14	0.53
全部	24.87*	0.05*

(3-1-b) 被解釋變數：全球產出缺口

H ₀ ：去除解釋變數	χ^2 統計量	P-value值
消費者物價	4.66	0.46
國內產出缺口	5.05	0.41
進口物價	7.77	0.17
全部	15.30	0.43

(3-2) Pairwise Granger Causality Tests

虛無假設	F統計量 (P-value值)
進口物價不Granger Cause消費者物價 (進口物價 \rightarrow CPI)	2.58** (0.03)
消費者物價不Granger Cause進口物價 (CPI \rightarrow 進口物價)	3.52** (0.01)
進口物價不Granger Cause國內產出缺口 (進口物價 \rightarrow 國內產出缺口)	0.60 (0.70)
國內產出缺口不Granger Cause進口物價 (國內產出缺口 \rightarrow 進口物價)	0.82 (0.54)
進口物價不Granger Cause全球產出缺口 (進口物價 \rightarrow 全球產出缺口)	1.42 (0.23)
全球產出缺口不Granger Cause進口物價 (全球產出缺口 \rightarrow 進口物價)	0.83 (0.53)
全球產出缺口不Granger Cause消費者物價 (GAPW \rightarrow CPI)	0.63 (0.68)
消費者物價不Granger Cause全球產出缺口 (CPI \rightarrow GAPW)	0.56 (0.73)
全球產出缺口不Granger Cause國內產出缺口 (國內產出缺口 \rightarrow 全球產出缺口)	1.30 (0.27)
國內產出缺口不Granger Cause全球產出缺口 (全球產出缺口 \rightarrow 國內產出缺口)	0.61 (0.69)

說明：1. 除國內產出缺口及全球產出缺口外，其餘變數均取自然對數。

2. *及**表示在10%及5%顯著水準下拒絕虛無假設。

(二) 共整合檢定及VECM模型之建立— 基本模組

在上一小節中，我們已確定了出現在(3)式的變數，即共整合向量的變數包括物價、國內產出缺口及進口物價(基本模組中)。在本小節中，將比較誤差修正模型加入全球產出缺口外生變數後^{註18}，共整合向量中國內產出缺口對物價的影響效果之變化^{註19}。與Borio and Filardo(2007)不同的是，本文逐一對樣本進行共整合檢定，在共整合檢定通過的前提下，才比較標準化處理後共整合向量中之係數變化^{註20}。

表4呈現VECM體系之估計結果。第2欄係VECM體系落後1期之誤差修正項之係數，由於估計結果為負值，且大部分顯著，顯示VECM體系趨於收斂，模型的穩定度高。第3欄為通過共整合檢定的標準化最大特性根向量中的「國內產出缺口(GAP)」之係數。在VECM體系中，不論有、無納入「全球產出缺口」變數，「國內產出缺口」變數大抵顯著且係數為正，不僅符合理論預期，且相較於OLS模型的「國內產出缺口」變數全不顯著，VECM體系中的「國內產出缺口」變數的係數可靠度相對較高。第4欄則為標準化最大特性根向量的「進口物價(MP)」之係數，雖然進口物價係數值在起始點為1988年以前的樣本為負^{註21}，但結果不顯著，惟將樣本起始點延至1988年後，則係數影響效果均轉為正，不僅與學理相合，顯

著性亦出現。至於進一步考量逐組樣本納入「全球產出缺口」^{註22}變數之合理性，由於納入「全球產出缺口」變數後，各組樣本的AIC均有縮小，顯示模型加入「全球產出缺口」變數的正當性提高(見圖8)。雖然新加入的全球產出缺口之影響效果有些落後期為負，但大抵為正，影響效果之方向與學理相符，顯示全球若有資源閒置(此時全球產出缺口為負^{註23})，國內通膨壓力亦弱。整體而言，不論是模型的穩定度或係數的顯著性，VECM體系的估計結果，均較前述的OLS模型理想。

接下來檢視國內產出缺口係數在VECM體系之變化。首先，如就未加入「全球產出缺口」變數的模型觀察，「國內產出缺口」變數的係數大抵呈現長期鈍化的現象，與先驗認知的近年來國內產出缺口對通貨膨脹影響效果縮小之觀察一致。若將「全球產出缺口」外生變數加入VECM體系中，雖然全球產出缺口之影響效果有些落後期為負，但大抵為正，影響效果之方向與學理相符，顯示全球若有資源閒置(此時全球產出缺口為負)，國內通膨壓力亦弱。惟國內產出缺口對物價的影響效果，在加入全球產出缺口變數後，大抵都高於未加入全球產出缺口變數的影響效果，此與Borio and Filardo (2007)「全球產出缺口削弱國內產出缺口對物價的影響效果」的結果不盡相同。

圖8 向量誤差修正模型的Akaike criterion之比較—基本模組

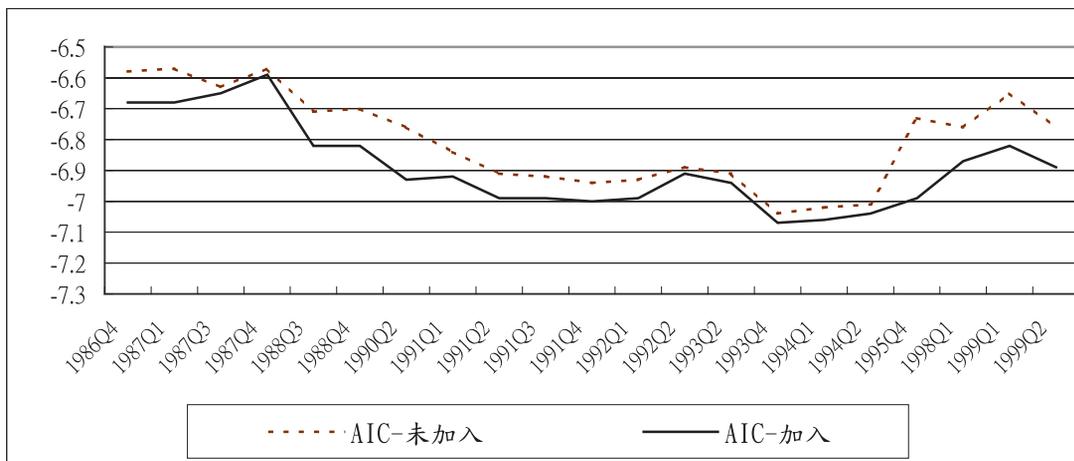
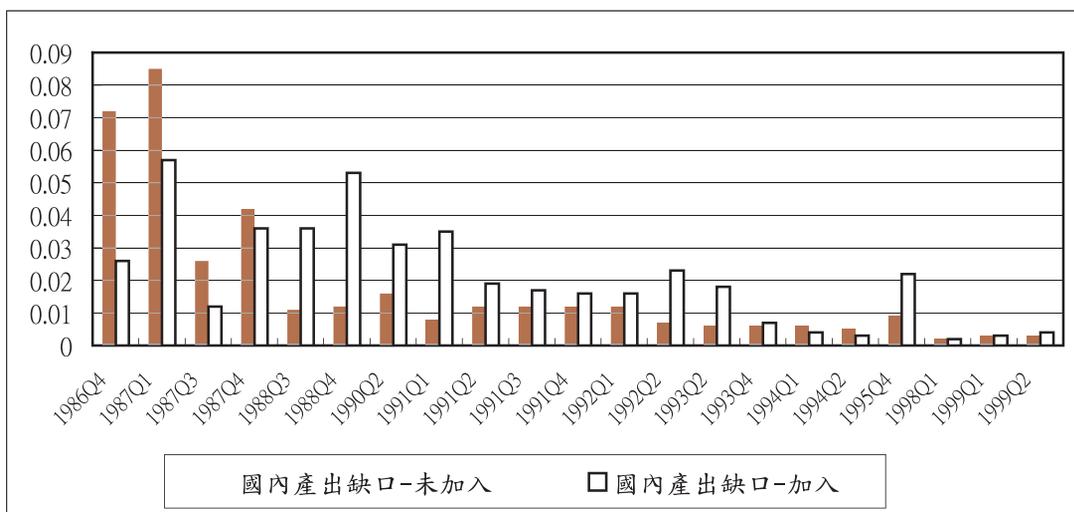


圖9 向量誤差修正模型之國內產出缺口影響效果之比較—基本模組



說明：此係指長期物價方程式的國內產出缺口對物價之影響效果，在納入全球產出缺口前、後之比較，即共整合向量： $CPI_{t,i} = a_0 + a_1GAP_{t,i} + a_2MP_{t,i}$ 中之 a_1 之變化。

表4、共整合向量之估計結果—基本模組

(經標準化之共整合向量： $CPI_{t,i} = a_0 + a_1GAP_{t,i} + a_2MP_{t,i}$)

起始期	EC	GAP	MP	GAPW(-2)	GAPW(-3)	GAPW(-4)	D(GAPW)	D(GAPW(-1))	D(GAPW(-2))	D(GAPW(-4))	D(GAPW(-5))	AIC
1986Q4	-0.018**	0.072**	-0.573									-6.58
	-0.027**	0.026	-0.330					0.006**			-0.004*	-6.68
1987Q1	-0.017**	0.085**	-0.699									-6.57
	-0.024**	0.057*	-0.525					0.006**			-0.006**	-6.68
1987Q3	-0.025**	0.026	-0.292									-6.63
	-0.028**	0.012	-0.276					0.005				-6.65
1987Q4	-0.038**	0.042*	-0.603									-6.57
	-0.040**	0.036	-0.580				0.004					-6.59
1988Q3	-0.047**	0.011	0.159									-6.71
	-0.057**	0.036**	0.218		-0.003**						-0.006**	-6.82
1988Q4	-0.051**	0.012	0.165									-6.70
	-0.068**	0.053**	0.289**	-0.005**							-0.007**	-6.82

表5 變數間Granger Causality因果關係檢定—敏感性分析

(5-1) VAR Granger Causality /Block Exogeneity Wald Tests

(5-1-a) 被解釋變數：單位產出勞動成本

H ₀ ：去除解釋變數	χ^2 統計量	P-value值
消費者物價	8.00	0.13
國內產出缺口	10.27	0.08
進口物價	2.29	0.78
全球產出缺口	7.49	0.19
全部	40.34*	0.005*

(5-1-b) 被解釋變數：全球產出缺口

H ₀ ：去除解釋變數	χ^2 統計量	P-value值
消費者物價	2.70	0.75
單位產出勞動成本	6.47	0.26
國內產出缺口	10.59	0.05
進口物價	5.72	0.33
全部	22.23	0.33

(5-2) Pairwise Granger Causality Tests

虛無假設	F統計量 (P-value值)
單位產出勞動成本不Granger Cause消費者物價 (單位產出勞動成本 \rightarrow CPI)	3.74*(0.00)
消費者物價不Granger Cause單位產出勞動成本 (CPI \rightarrow 進口物價)	2.11 (0.07)
單位產出勞動成本不Granger Cause國內產出缺口 (單位產出勞動成本 \rightarrow 國內產出缺口)	1.77(0.13)
國內產出缺口不Granger Cause單位產出勞動成本 (國內產出缺口 \rightarrow 單位產出勞動成本)	2.63*(0.03)
單位產出勞動成本不Granger Cause進口物價 (單位產出勞動成本 \rightarrow 進口物價)	1.69(0.15)
進口物價不Granger Cause單位產出勞動成本 (進口物價 \rightarrow 單位產出勞動成本)	2.48*(0.04)
單位產出勞動成本不Granger Cause全球產出缺口 (單位產出勞動成本 \rightarrow 全球產出缺口)	0.63(0.68)
全球產出缺口不Granger Cause單位產出勞動成本 (全球產出缺口 \rightarrow 單位產出勞動成本)	1.90(0.10)
全球產出缺口不Granger Cause消費者物價 (GAPW \rightarrow CPI)	0.63(0.68)
消費者物價不Granger Cause全球產出缺口 (CPI \rightarrow GAPW)	0.56(0.73)
全球產出缺口不Granger Cause國內產出缺口 (國內產出缺口 \rightarrow 全球產出缺口)	1.30(0.27)

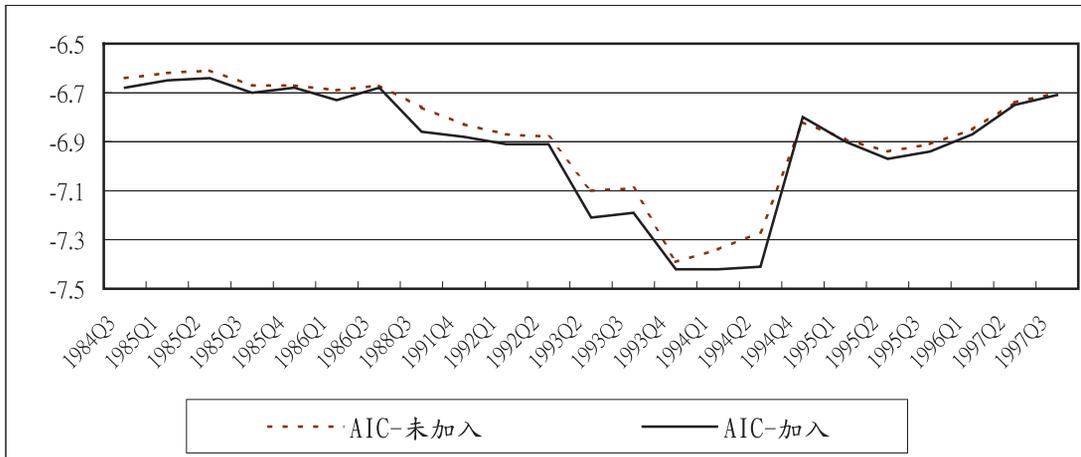
國內產出缺口不Granger Cause全球產出缺口 (全球產出缺口—\→國內產出缺口)	0.61(0.69)
全球產出缺口不Granger Cause進口物價 (全球產出缺口—\→進口物價)	0.83(0.53)
進口物價不Granger Cause全球產出缺口 (進口物價—\→全球產出缺口)	1.42(0.23)

說明：1. 除國內產出缺口及全球產出缺口外，其餘變數均取自然對數。
2. *表示在10%顯著水準下拒絕虛無假設。

接下來要重新進行共整合檢定，以便比較納入「單位產出勞動成本指數」後，新建立模型的影響係數，是否會與上一小節的結果有明顯差異。表6第2欄仍為VECM體系落後1期之誤差修正項之係數，與上一小節相同，估計結果均為負值，顯示VECM體系尚稱穩定。第3、4及5欄則列出通過共整合檢定的標準化最大特性根向量的係數(指國內產出缺口GAP、進口物價MP及單位產出勞動成本ULCM三變數之係數)。此時，國內產出缺口及進口物價係數均為正，與學理相合，不會像上一小節般，進口物價係數有負值產生。而新加入的「單位產出勞動成本指

數」變數的係數雖有負值但正值的樣本組占多數^{註25}，相較於OLS模型多為負值而言，與理論預期較一致。至於進一步考量逐組樣本納入全球產出缺口變數之合理性^{註26}，由於納入全球產出缺口變數後，各組樣本的AIC均有縮小，顯示模型加入全球產出缺口變數的正當性亦高(見圖10)。此外，全球產出缺口外生變數後的影響效果正負兼有，較難如VECM體系的基本模組般能明確斷言全球若有閒置資源時，則國內通膨壓力亦弱。整體而言，擴充模組的VECM體系的估計結果，仍較前述的OLS模型理想。

圖10 向量誤差修正模型的Akaike criterion之比較—擴充模組

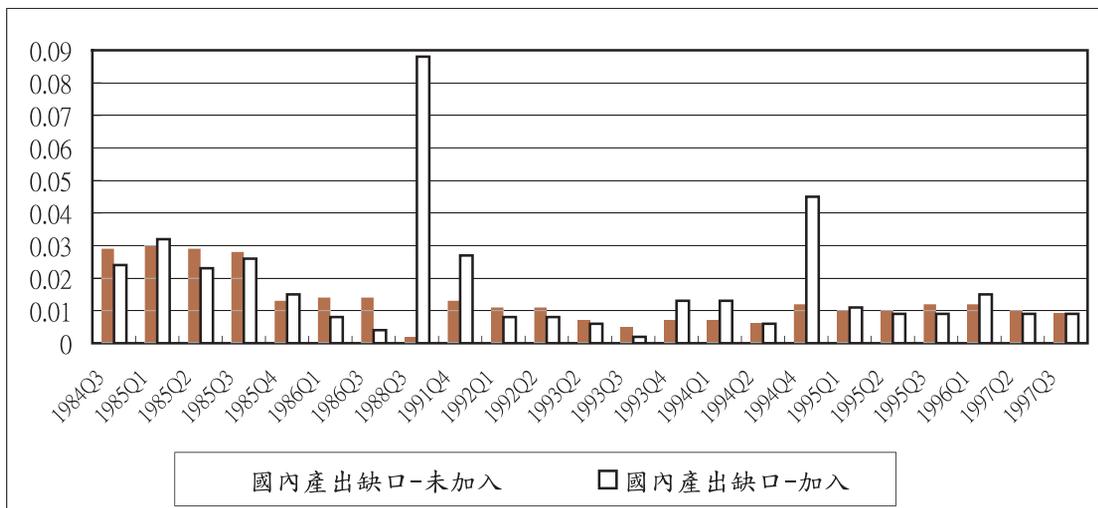


與前一小節相同，擴充模組的國內產出缺口變數的影響係數均顯著且大抵為正，與學理相符，且就未加入全球產出缺口變數的模型觀察，國內產出缺口對物價影響效果的鈍化現象，雖不如基本模組明顯，但長期鈍化的趨勢依然存在，與先驗認知的國內產出缺口對通貨膨脹影響效果縮小之觀察一致。惟擴充模組的國內產出缺口變數係數大抵上遠小於基本模組的國內產出缺口變數係數，可能是擴充模組新納入單位產出勞動成本指數變數，以致削弱同為國內因素的國內產出缺口變數的影響效果。

接下來檢視擴充模組的國內產出缺口係

數在納入全球產出缺口外生變數之變化。在體系納入全球產出缺口外生變數後，有些樣本組的國內產出缺口對物價之影響效果減弱，而有些則增加。雖然減弱的樣本組較多，但幅度均不大，反而有多組樣本的影響效果則呈明顯增加(見圖11)。該結果與基本模組類似，而與Borio and Filardo (2007)「全球產出缺口削弱國內產出缺口對物價的影響效果」的論點不盡相同，反而較接近Bernanke(2007)、Kohn(2006)對Borio and Filardo研究的質疑，傾向認為全球產出缺口僅能短期對物價產生影響力。

圖11 向量誤差修正模型之國內產出缺口影響效果比較—擴充模組



說明：此係指長期物價方程式的國內產出缺口對物價之影響效果，在納入全球產出缺口前、後之比較，即共整合向量： $CPI_{t-i} = a_0 + a_1GAP_{t-i} + a_2MP_{t-i} + a_3ULCM_{t-i}$ 中之 a_1 之變化。

表6、共整合向量之估計結果—擴充模組

(經標準化之共整合向量： $CPI_{t-i} = a_0 + a_1GAP_{t-i} + a_2MP_{t-i} + a_3ULCM_{t-i}$)

起始期	EC	GAP	MP	ULCM	GAPW	GAPW(-2)	GAPW(-3)	GAPW(-5)	D(GAPW)	D(GAPW(-1))	D(GAPW(-3))	D(GAPW(-5))	AIC
1984Q3	-0.00001	0.029**	0.215	0.300									-6.64
	-0.004	0.024*	0.178	0.297					0.002			-0.005**	-6.68

伍、結論與檢討

本文旨在探討全球產出缺口是否會削弱國內產出缺口對物價的影響效果。除以文獻討論貿易活動、進口物價及全球產出缺口對物價形成過程的影響管道及調整過程外，尚建構OLS及向量誤差修正兩種模型以釐清納入全球產出缺口變數後，國內產出缺口對我國物價的影響效果之變化。

首先，本文先就概念上將消費者物價的組成內涵界分為「進口消費品」、「國產內銷品」及「勞務投入」三個面向來討論。在「進口消費品」方面，可歸納為貿易開放對國內通膨的抑制效果、透過進口消費品價格波動的「直接效果」，以及進口財與國產財間的替代性所形成的「競爭比價效果」。在「國產原材料」方面，除透過進口原物料價格波動的「間接效果」及競爭調整過程外，本文尚強調全球產出缺口亦會透過國產原材料而對國內物價產生影響。而在「勞務投入」方面，由於外勞引入、網際網路及電子商務之發展，跨地域的勞務投入漸漸成形，以致受全球化衝擊最小的服務業也漸受影響。

至於全球產出缺口與物價之影響關係，文獻的看法相當分歧；雖然，一般咸認全球資源閒置(即全球產出缺口為負)，能多少減輕國內的通貨膨脹壓力，但對此種現象能持續多久，則有不同的看法。有些文獻認為

全球資源閒置能長期抑制物價，換言之，全球產出缺口會削弱國內產出缺口對物價的影響力，從而對物價形成過程產生結構性之變化。但另有文獻認為：由於釋出資源(包括要素面及商品面)的國家，終究會因貿易活動而獲益，在其經濟大幅躍進後，可能成為下一波全球通貨膨脹的始作俑者。因此，認為全球產出缺口僅能短期對物價產生影響力，並不會導致物價形成過程產生結構性之變化。

本文的實證顯示：雖然仿照Borio and Filardo (2007)OLS模型所得之實證結果，支持全球產出缺口削弱國內產出缺口對物價影響力之假說，但由於該模型的配適度及變數顯著性均不足，顯示實證結果的統計韌性不足，正與Bernanke(2007)、Kohn(2006)、Ball(2006)對Borio and Filardo(2007)的質疑一般。至於另建構之向量誤差修正模型的結果顯示：長期而言，國內產出缺口對物價的影響效果確實產生鈍化的現象，惟不論是基本模組(變數包括消費者物價、進口物價、國內產出缺口及全球產出缺口)或擴充模組(除基本模組之變數外，再加入單位產出勞動成本變數)，在納入全球產出缺口變數後，國內產出缺口的影響效果並不全然會因此而縮小，此與Borio and Filardo (2007)「全球產出缺口削弱國內產出缺口對物價的影響效果」

的結論不盡相同，反而較支持美國聯準會對 Borio and Filardo 研究的統計韌性提出質疑的觀點。

雖然本文的實證結果無法支持 Borio and Filardo 之「全球產出缺口會削弱國內產出缺口對物價的影響效果」之論點，但就長期來看，國內產出缺口對物價的影響效果確實存在鈍化現象，或許正如 Bernanke (2007) 所言：各國的產出缺口本來就難以測度，而在面對高度整合的全球經濟體，「全球產出缺口」的定義及測度就更具爭議性，以致有關

全球產出缺口對通貨膨脹的影響就無法得到確切的實證結果。未來的研究方向或可採用其它方式計算全球產出缺口，以重新加以驗證該實證結果。

此外，我國國內產出缺口的影響效果在長期上確有鈍化現象，顯示國內物價對本國供需產能的敏感度及依存度降低是無庸置疑的，因此，央行在考量影響通貨膨脹的因素時，就不應只侷限於國內供需因素，而需將全球化因素納入央行的資訊集中，定期加以檢視及更新，或許是一種較為審慎的作法。

附表：

附表1 單根檢定^{註27}

變數	樣本期間：1982Q1-2007Q3
消費者物價	T(5)=-1.7344 (-3.4549)
進口物價	T(2)=-0.5029 (-3.4536)
國內產出缺口	T(7)=-2.9992 (-3.4563)
單位產出勞動成本	T(6)=-0.2568 (-3.4573)
全球產出缺口	T(8)=-3.2881 (-3.4268)
D(消費者物價)	C(3)=-3.3671* (-2.8900)
D(進口物價)	C(4)=-4.5824* (-2.8903)
D(國內產出缺口)	C(7)=-4.9583* (-2.8916)
D(單位產出勞動成本)	C(3)=-3.6446* (-2.8912)
D(全球產出缺口)	C(2)=-4.8682* (-2.8900)

說明：1. 除國內產出缺口及全球產出缺口外，變數均取對數值。變數前加D表示取一階差分。

2. T(n)表示檢定統計量包含常數項及趨勢值，C(n)表示檢定統計量僅包含常數項，n為落後期數，*表示在5%顯著水準下拒絕單根虛無假設。括弧內為5%顯著水準之臨界值。

附表2 共整合分析檢定^{註28}

2-1 基本模組

樣本期間：1986Q4-2007Q3

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.201975	34.07834	29.79707	0.0151
At most 1	0.161328	15.35227	15.49471	0.0525
At most 2	0.008991	0.749662	3.841466	0.3866

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

2-2 基本模組—納入全球產出缺口外生變數

樣本期間：1986Q4-2007Q3

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.207240	34.51293	29.79707	0.0133
At most 1	0.167092	15.23747	15.49471	0.0546
At most 2	0.000751	0.062388	3.841466	0.8027

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

2-3 擴充模組—加入單位產出勞動成本變數

樣本期間：1984Q3-2007Q3

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.283312	56.39371	47.85613	0.0064
At most 1	0.135315	25.74711	29.79707	0.1365
At most 2	0.091347	12.37118	15.49471	0.1400
At most 3	0.037939	3.558285	3.841466	0.0592

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

2-4 擴充模組—加入單位產出勞動成本變數，並納入全球產出缺口外生變數

樣本期間：1984Q3-2007Q3

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.285134	50.45249	47.85613	0.0279
At most 1	0.118681	19.57172	29.79707	0.4524
At most 2	0.049871	7.948860	15.49471	0.4709
At most 3	0.034629	3.242336	3.841466	0.0718

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

附註

- (註1) 雖然通貨膨脹尚會受利率變化而影響，但本文主要在討論進口物價及全球產出缺口對物價之影響，而對全球化因素所引發的資金流動與利率變化的著墨較少。
- (註2) 雖然我國物價統計並無此種劃分細項，惟本文為接續之條列說明方便，而將其依據概念而作此種劃分。
- (註3) 有關進口品與國產品之替代性，係取決於該商品消費者需求彈性之大小。惟就我國消費者物價編製之實務。因係採拉式公式計算，在基期年末更新前，數量權數均相同。

- (註4) 廣義而言，投入國產內銷品的原材料亦可包含勞務投入。
- (註5) 由於國內廠商會因低廉進口品的競爭比價壓力而抑制國產商品價格，以致整體物價可能再下滑。此種現象易使估算進口物價對通貨膨脹的影響發生低估。
- (註6) 惟該全球產出缺口的定義，目前並無定論，文獻上所引用者並不一致。
- (註7) 本文捨棄OLS模型，另行建構向量誤差修正模型，主要係若以增加合理解釋變數，以提高模型的R-bar Square的考量來修正OLS模型，則必須先驗對加入變數的係數符號加以認定，如認定加入變數之係數符號為正，則極可能削弱原係數符號為正的「國內產出缺口」變數的影響效果，反之則否。因此，本文的修正方向，不執著於原OLS模型，而另行建構向量誤差修正模型，以免因新加入變數的符號認定，而影響實證結果。
- (註8) 為便與Borio and Filard (2007)的結果相比較，本節前段的OLS模型所選用之變數大抵維持與Borio and Filard相同，因此，將第貳節的全球化因素對物價的影響管道及調整過程簡化為「進口物價」及「全球產出缺口」兩個替代變數(見圖1)。至於本節後段的VECM模型因囿於變數增加會導致落後期數倍數增生，以致影響模型之自由度，因此，在變數選取上也不擬加以擴充，以避免模型自由度不足而引發統計韌性的問題。
- (註9) 本文主要以Borio and Filardo (2007)第10頁(1)式的模型為主體。惟本文全球產出缺口只採用該文的WG加權方式求得。
- (註10) 此即為Borio and Filardo (2007)第10頁的(1)式。
- (註11) 此時 π^u 係以 π 的以Hodrick-Prescott Filter估算而得。
- (註12) $GAP = (y/\hat{y}-1)*100$ ，其中， y 為實質GDP， \hat{y} 為潛在產出(係將實質GDP以Hodrick-Prescott Filter估算而得)。
- (註13) 全球產出缺口 $GAPW = (w/\hat{w}-1)*100$ ，其中， w 為世界所得，係以與我國外貿前10大國的實質GDP加權(權數為占我國外貿比重)， \hat{w} 為潛在世界所得，係將 w 以Hodrick-Prescott Filter估算而得。
- (註14) 一般而言，Akaike criterion愈小，意謂模型的設定愈佳。
- (註15) 同註12。
- (註16) VAR方式的Granger Causality test，係Block Exogeneity Wald test，以 χ^2 統計量加以判定。
- (註17) 全球產出缺口外生性強，主要係因我國經濟規模不大，以致於我國之訂價及產出大抵

都不會影響全球產出的供需走勢，全球產出缺口的外生性自然較強。至於進口物價的外生性不受資料支持，可能係因台幣計價的進口物價會受到匯率變化而影響，因此，與國內其它經濟變數多少具關聯性，以致其外生性不如先驗強烈。

(註18) 全球產出缺口外生變數係以全球產出缺口當期項及落後項，以及其差分項當期項及落後項兩種形式加入，依據顯著性、AIC及殘差項接近白噪音等準則加以篩選模型，惟前提是共整合檢定必須成立。

(註19) 由於建構VECM模型，所需樣本期相當長，若要分段進行檢測，樣本數恐不足，因此，自1982年第1季起，由較早之樣本期間逐季捨卻，進行共整合檢定及建構VECM模型。惟當樣本起始期縮短至1999年第4季時，樣本數即不足，無法再進行檢測。

(註20) 此意謂通過共整合檢定(以跡統計量為準)，共整合向量個數為1之最大特性根向量經標準化之係數。有關之單根檢定及共整合檢定之結果詳見附表。至於落後期數則依據EViews內建的Lag Length Criteria。

(註21) 可能係因1988年以前我國匯率並未自由化(1989年4月3日廢止新台幣兌美元中心匯率制度，改由9家銀行輪值議訂小額結匯制度，為我國匯率自由化揭開序幕。同年12月29日停止議訂小額結匯匯率，匯率完全自由化。)，以台幣計價的進口物價效果可能因此而受到匯率因素影響而扭曲，以致係數影響與學理相悖且不顯著。

(註22) 同註18。

(註23) 同註13。

(註24) 此以製造業為代表。

(註25) 由於誤差修正模型的落後期數較多，因此所需樣本數需較多。而單位產出勞動成本指數為負的樣本多為近期樣本，有可能係因近期樣本的樣本數較少，從而自由度降低所致。

(註26) 同註18。

(註27) 限於篇幅的關係，無法列出所有樣本的單根檢定結果，僅列出最長樣本期為代表。

(註28) 同註27。

參 考 文 獻

- Ball, Laurence M. (2006), “Has Globalization Changed Inflation?” , *NBER Working Paper Series*, 12687.
- Bean, Charlie (2006), “Globalisation and Inflation” , *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2006 Q4, pp.468-475.
- Bernanke, Ben S. (2007), “Globalization and Monetary Policy” , *Speech at the Fourth Economic Summit Stanford Institute for Economic policy Research, Stanford, California*, March 2, 2007.
- Borio, Claudio and Andrew Filardo (2006), “Globalisation and Inflation” , BIS, March 2006.
- Borio, Claudio and Andrew Filardo (2007), “Globalisation and Inflation: New Cross-country Evidence on the global Determinants of Domestic Inflation” , *BIS Working Papers*, No. 227.
- Chen, N, J. Imbs and A. Scott (2004), “Competition, Globalisation and the Decline in Inflation” , *CEPR Discussion Paper*, no 4695, October.
- Gruben, W.C. and D. McLeod (2004), “The Openness-Inflation Puzzle Revisited” , *Applied Economic Letters*, 11, pp.465-68.
- Helbling, Thomas, Florence Jaumotte and Martin Sommer (2006), “How Has Globalization Affected Inflation?” , *World Economic Outlook - Globalization and Inflation*, IMF, April 2006, pp. 97-134.
- Kamin, Steven B., Mario Marazzi, and John W. Schindler (2006), “The Impact of Chinese Exports on Global Import Prices” , *Review of International Economics*, vol. 14, pp.179-201.
- Kohn, Donald L. (2006), “The Effect of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy” , *Speech at the Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts*, June 16, 2006.
- Razin, Assaf and Prakash Loungani (2005), “Globalization and Inflation-Output Tradeoffs” , *NBER Working Paper Series*, 11641.
- Spange, Morten and Chris Young (2007), “The Macroeconomic Impact of Globalisation: Theory and Evidence” , *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2007 Q1, pp.40-47.
- Tootell, G (1998), “Globalisation and US Inflation” , *Federal Reserve Bank of Boston New*

England Economic Review, July/August.

近年我國資金外流的原因、問題與影響*

王正芬、陳裴紋**

摘要

近兩年我國金融帳呈鉅額淨流出，主要係國人對外證券投資大幅增加。由於新台幣利率與幣值走低、台股表現不如國際市場，加上境外基金總代理制實施、國人海外所得將納入課稅、香港取消課徵遺產稅以及政府持續放寬資本管制等，均引發國人對外證券投資熱潮。

97年保險業、四大基金及投信業均放寬或提高對外證券投資額度，加上國內外的制度面變革，如國人海外所得納入課稅及中國新版企所稅之實施是否引發國人資金滯留海外，以及國內外金融及政經情勢之變化亦影響資金流向，如匯率、國內外利差、股市表現及外資動向等。各項多空因素對資金移動之影響力均不容小覷。

資金外流雖有助於紓緩目前國內游資過剩問題，惟原則上，國際收支宜維持平衡，為降低國人對外證券投資的熱度，可視經濟金融情勢調整利率與匯率、增加投資我國證券市場誘因及鼓勵金融業強化資產管理競爭力，以吸引國際資金長駐，並讓國人資金藉由國內正式管道投資理財，既可興盛金融業務，也加強保障國人財富。

* 本文承蒙施局長燕、嚴處長宗大、葉副處長榮造與程研究員玉秀之悉心審閱，特致衷心謝忱。惟本文純屬個人觀點，與服務單位無關，若有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

** 作者為中央銀行經濟研究處專員。

一、前言

近兩年我國經常帳雖仍有可觀的順差，惟被鉅額金融帳淨流出所抵銷，致國際收支綜合順差銳減，上(96)年且轉呈逆差40.2億美元。金融帳呈鉅額淨流出，主要係國人對外證券投資大幅增加，上年投資金額高達449.5億美元，創歷年新高，惟第4季之流出已趨緩和。為何國人熱衷投資國外證券？這對國內資金情勢、台幣匯率有何影響？此現象是否持續？均為本文探討重點。

本文主要架構共分七節，除此前言外，第二節分析我國資本移動的概況，第三節從國人對外證券投資之管道看資金外移的特性，第四節探討國人對外證券投資大幅成長之緣由，第五節檢視我國資金外流之影響，第六節分析影響我國未來資金外流之因素，最後為總結與建議。

二、從國際收支統計看我國資本移動概況

(一) 資本移動之類型包括直接投資、證券投資與其他投資

根據IMF之國際收支手冊，金融交易以投資種類或功能區分為直接投資、證券投資及其他投資三種類型^{註1}：

1. 直接投資 (Direct Investment, DI)

直接投資反映一經濟體居民對非居民企業及非居民對居民企業之以獲取長遠利益為目的之投資。直接投資因涉及土地、廠房及

硬體設備等固定資產，其處理相對費時，故波動幅度不大。

2. 證券投資 (Portfolio Investment, PI)

證券投資反映一經濟體居民對非居民所發行及非居民對居民所發行之各類有價證券的投資。依證券性質分為股權證券與債權證券（債券與票券、貨幣市場工具）。證券投資著眼於賺取買賣的價差，對金融市場中的任何變動極為敏感，資金可藉由資本市場快速進出，故其波動幅度相對較直接投資大，且由於其快速進出可能傷害金融體系的穩定，是以有些國家採課稅、限制持有期間等措施，來防堵該類資金之迅速撤離。

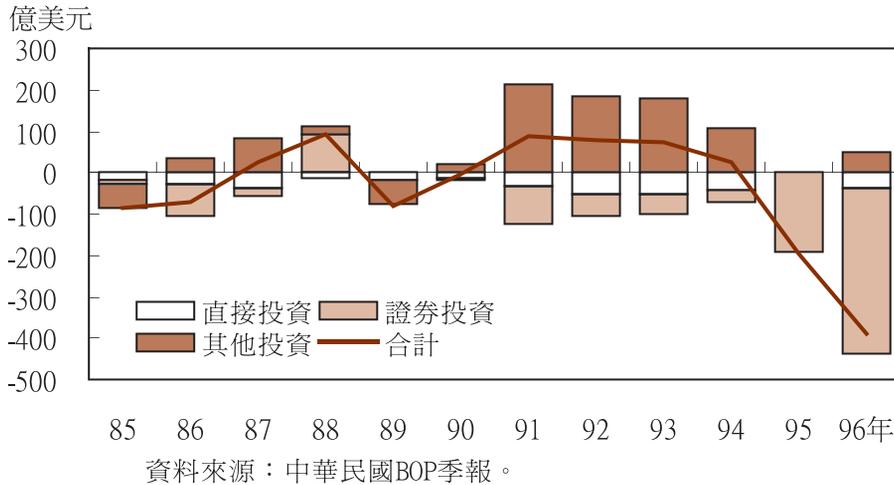
3. 其他投資 (Other Investment, OI)

金融交易中，凡不屬直接投資、證券投資及準備資產的交易均歸類於此。依工具別分為貿易信用、借放款（含附買賣回交易）、現金與存款以及其他。其他投資因包含銀行之國內外資產負債操作與企業的貿易信用，機動性較強，相對波動幅度亦較大。

(二) 金融帳淨流出創新高，以證券投資淨流出為主

過去十多年間，我國曾因兩岸導彈危機、亞洲金融危機以及IT股票泡沫破滅，金融帳數度呈淨流出，惟91至94年間金融帳一直維持淨流入。95年起金融帳再度轉為淨流出，96年淨流出速度更為加劇，達389.3億美元，創歷年淨流出新高，主要係因證券投資淨流出399.5億美元（圖1）。

圖1 我國淨資本移動



(三) 國人對外證券投資均為淨流出，外人來台證券投資多為淨流入

國人對外證券投資歷年來均為淨流出，上年更創歷史新高達449.5億美元；外人證券投資方面，除86年亞洲金融危機外，自80年開放外人投資我國資本市場起，每年皆為淨流入，惟波動幅度甚大，上年淨流入僅50.0億美元，較前年銳減77.1%，主要係因下半年受美國次級房貸事件影響，外資有流動性需求，進而出售國內股票匯出資金。

(四) 國人對外證券投資多超越外人來台證券投資

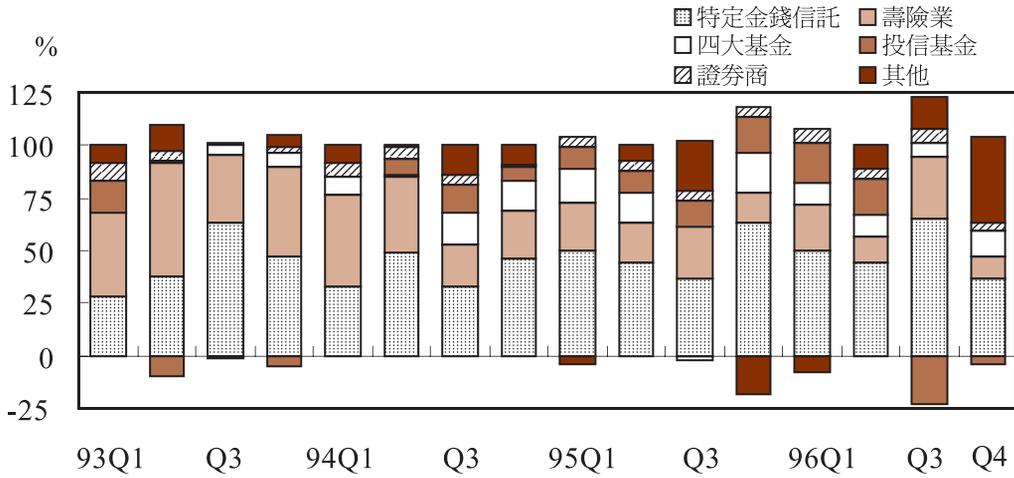
自85年起，除88年外，國人對外證券投資金額皆超越外人來台證券投資，致互抵後證券投資皆呈淨流出。若就成長幅度比較，

國人對外證券投資占GDP比重由85至90年的平均2.3%，近兩年(96及97年)上升至11.4%；同期間，外人證券投資占GDP比重僅由2.1%上升至3.6%。國人對外證券投資成長幅度明顯高於外人來台證券投資。

三、國人對外證券投資之管道

我國對外證券投資係以民間部門為主，個人主要透過特定金錢信託資金、投信基金或證券商受託買賣等方式間接投資；近年來保險業與四大基金亦積極投資國外。主要管道中，以特定金錢信託方式為最大宗，平均比重近5成，壽險公司居次，平均比重近3成（圖2）。

圖2 我國對外證券投資主要管道比重



資料來源：外匯局匯款科、中華民國BOP季報。

國人對外證券投資之主要投資管道的發展與近況如下：

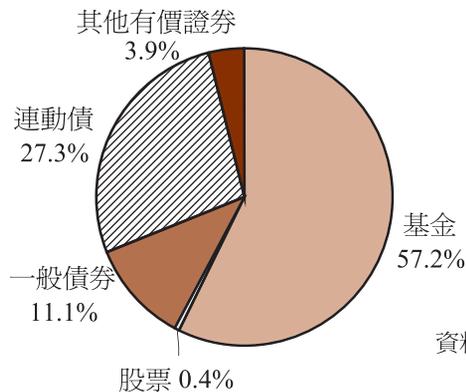
(一) 經由銀行信託部的特定金錢信託比重最大

金融機構的「特定金錢信託投資國外有價證券」業務因提供完整、豐富的國際金融理財產品線，可一次滿足國人海外投資需

求，因而深受國人喜愛。

近年來，經由該管道對外投資標的以境外基金為最大宗^{註2}，次為債券，股票投資則比重甚微。根據中華民國信託業商業同業公會資料，截至去年底，國人經由該管道對外投資餘額達3.3兆元，投資境外基金及債券比重分別為57.2%及38.4%（圖3）。

圖3 我國特定金錢信託投資國外有價證券 (96年底)



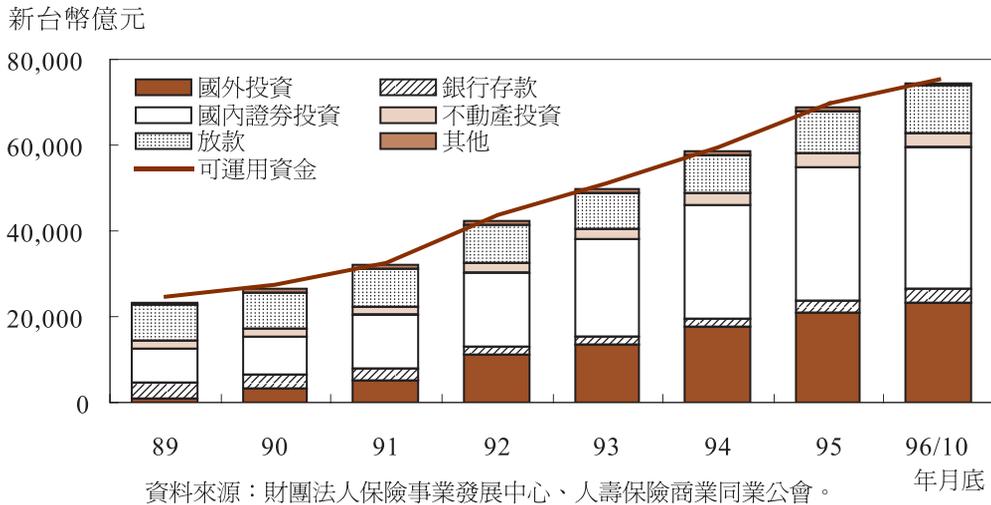
資料來源：中華民國信託業商業同業公會。

(二) 壽險業海外投資比重居次，偏好投資長期債券

壽險業擁有龐大的可運用資金^{註3}（96年10月底止為新台幣7.5兆元），早期多用於投資國內有價證券、放款及存款。近年來由於利率走低，在舊有保單資金成本較高下，為改善利差損失，業者自90年起積極從事海

外投資，主管機關亦於92年起陸續放寬其資金運用限制，並提高國外投資上限比率至35%。96年更放寬為45%，惟相關配套辦法仍未施行。至96年10月底止，國外投資比重為31.5%，餘額達2.3兆億元（圖4），因資金特性九成以上投資國外長期債券。

圖4 我國壽險業資金運用



(三) 投信公司發行的海外基金成長較整體投信基金快速

國人投資國內投信發行的海外基金，可直接向投信公司或透過代銷機構（包括銀行或券商）買賣。投信業在國內募集可投資國

外有價證券之基金淨資產總值，自86年起突破新台幣百億元，上年底達1,995億元，為90年的7.7倍，遠較整體投信基金規模成長快速，且占整體基金規模更已超過3成（表1）。

表1 我國證券投資信託基金概況

單位:新台幣億元

年 底	可投資國外基金	可投資國內外基金	整體基金
	淨資產總值	淨資產總值	淨資產總值
86	177	147	5,570
87	267	150	7,460
88	536	216	10,590
89	385	386	10,967
90	258	334	17,776
91	316	387	21,812
92	531	840	26,668
93	424	948	24,813
94	784	1,871	19,631
95	1,496	3,460	19,665
96	1,995	4,994	20,409
96與90年底比較(倍數)	7.7	15.0	1.1

資料來源：證券期貨局之「證券投資信託基金發行概況表-依基金類型分類(8)」, 97年1月。

(四) 四大基金中以郵政儲金比重最大^{註4}、 勞退新制投資最富彈性

由於三大退休基金漸入成熟期，未來給付日趨成長，為增加資金運用，91年起四大基金陸續修改法規開放可投資國外，並依年度資金運用計畫^{註5}或資產配置比例所訂定之比例從事國外投資，且該比例逐年提升。另近年來亦陸續委託專業機構經營國外投資，以降低風險及提昇收益，使國外投資比重明顯上升(表2)。

至上年底止，四大基金實際投資國外金額均低於基金運用計畫之配置比例，國外投資尚有成長空間(表2)。

1. 郵政儲金

92年1月放寬郵政儲金得投資國外公債、公司債、金融債券及短期票券，但國內

外債票券投資總額（不含國內公債、國庫券及中央銀行定期存單）不得超過郵政儲金10%。該資金自92年8月始從事海外投資，次年10月起大量投資，且為因應國外投資擴張需求，於上年2月修法將投資上限放寬至20%。惟至上年底止，投資國外比重只約7.1%。

2. 退撫基金

為提高基金運用彈性，91年6月將基金運用範圍延伸至海外市場，可投資標的包含國外債券及受益憑證。次年12月撥款5億美元辦理首次國外投資委託經營業務，因代操績效良好，95年9月續撥6億美元的第二次委託，96年再增14億美元委託。上年度國外證券投資的中心配置比例（含國外委託）為38.4%，可運用額度約1,375億元，惟至年底

表2 我國四大基金國外投資之相關資訊

	郵政儲金	公務人員退休撫卹基金	勞工退休基金		勞保基金
			舊制	新制	
相關法源依據	郵政儲金投資債券票券管理辦法	公務人員退休撫卹基金管理條例	勞動基準法；勞工退休基金收支保管及運用辦法	勞工退休金條例；勞工退休金條例退休基金管理運用及盈虧分配辦法	勞工保險基金管理運用辦法
基金收支、保管及運用單位	郵匯局	基金管理委員會	台灣銀行	勞工退休基金監理會	勞工保險局
首次開放國外投資之法令修改(年/月)	92/1	91/6	92/12	94/7	91/7
國外投資標的	外國公債、公司債及金融債券	基金監理會審定通過，並報請考試、行政兩院核准之投資項目	外幣存款、有價證券、衍生性金融商品	國外存款、不動產、基金、上市櫃或私募之權益證券、債務證券、不動產投資信託或資產信託受益證券及衍生性金融商品	債務與權益證券、境外基金、資產證券化、外幣存款
國外投資上限	20% (國內外債票券合計)	年度基金運用及委託經營計畫書中訂定	20%	年度基金運用及委託經營計畫書中訂定	35%
96年12月底國外投資比例	7.1%	31.6%	11.3%	0.0%	16.4%
96年基金運用計畫之國外投資中心配置金額或比例	10% (國內外債票券合計)	1,375 (38.4%)	15%	5%	19~20%

資料來源：中央銀行、公務人員退休撫卹基金管理委員會、勞工退休基金監理會及勞工保險局各網站。

止，該基金投資國外金額為1,289.3億元，比重31.6%。

3. 勞工退休基金

(1) 舊制勞退基金

94年2月開始投資國外證券，最高投資上限為基金淨額的20%，且於上年6月首次辦理8億美元國外投資委託。上年度基金運用計畫中的國外投資比例為15%，惟至年底

止，合計自營及委外所持有之國外證券為516.8億元，占資產配置11.3%。

(2) 新制勞退基金

為有效管理及增加基金收益，新制基金運用以委外操作為原則，並大幅放寬基金投資運用範圍。上年度基金運用計畫的國外投資配置比例為5%，惟尚未進行任何海外投資。新制的國外投資標的與比例均較舊制富

有彈性，有利未來海外投資擴大運用。

4. 勞工保險基金

自92年11月開始從事國外投資，初期投資比重不高。94年底撥款4億美元進行首次委託代操，因代操績效良好，上年10月續辦8.65億美元的委託，合計兩次委外比例已約基金的10%，使國外投資比重明顯上升。95年3月並將國外投資上限由10%提高至35%。至上年底止，合計持有國外證券698.5億元，占資產配置僅16.4%。

(五) 經由證券商受託買賣外國有價證券

隨著金融市場開放，國人投資理財亦日益國際化，然因語言、距離之隔閡，國人直接洽詢國外證券商開戶買賣仍屬不便，是以國內證券商受託買賣外國有價證券業務隨之蓬勃發展^{註6}。

上年國人委託證券商買賣外國有價證券金額共321.87億美元，以投資受益憑證為

大宗，比重超過6成，且逐年擴增，次為股票，比重超過3成；區域別方面，則以盧森堡為主，次為美國，香港排名第三（圖5及6）。

四、國人對外證券投資大幅成長之緣由

近幾年來，國人為提高資金收益，熱衷投資國外證券，主要基於下列因素：

(一) 政府持續放寬資本市場及國人投資理財國際化

為積極推動金融國際化、自由化，政府逐年開放證券市場相關規範，例如放寬信託業募集可投資海外的基金及投顧業引進境外基金，開放國人直接投資國外有價證券以及外人來台發行有價證券（國際金融組織在台發行債券、外國企業發行台灣存託憑證及外幣債券）等。眾多放寬措施除可增加國人投

圖5 證券商受託買賣外國有價證券-工具別

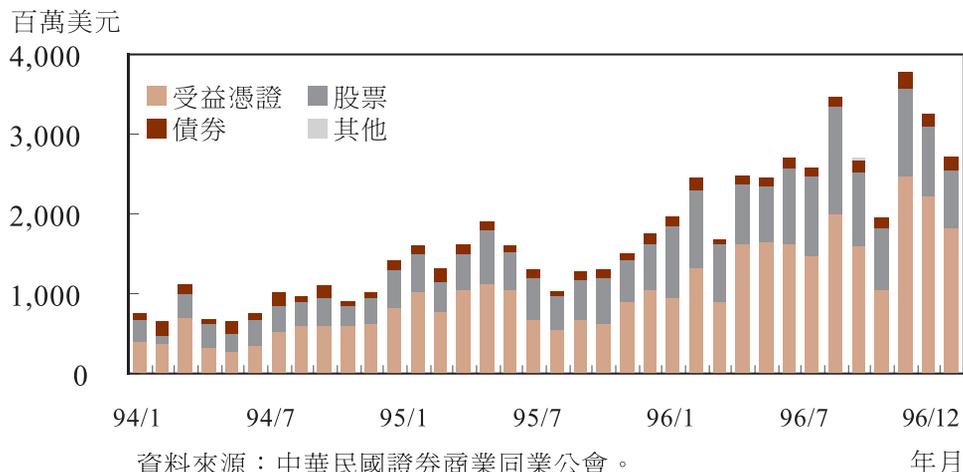
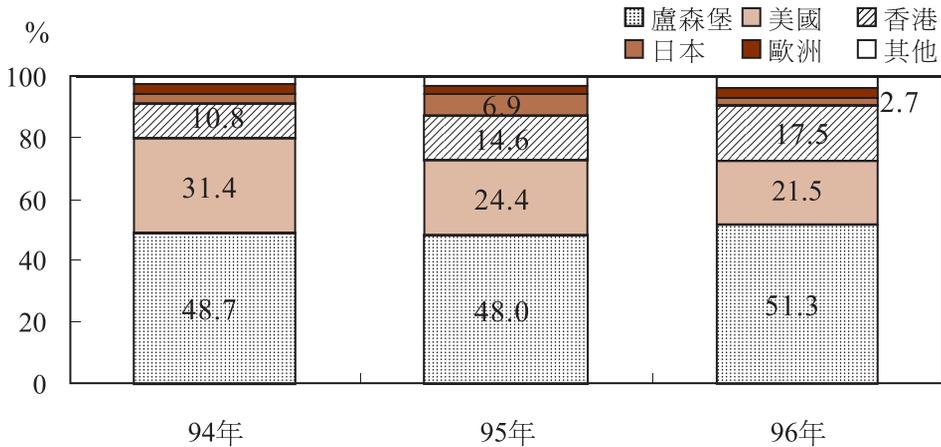


圖6 證券商受託買賣外國有價證券-區域別比重



資料來源：證券商同業公會。

資海外管道外，相關投資資訊較易取得，且買賣更為便捷，均助長國人的海外投資。且隨著經濟成長與國人累積大量財富，對理財需求日殷，加以資訊與通訊科技之進步，突破國界與時區限制，方便投資者即時獲取全球證券市場訊息，助長國人跨國投資，資金得以瞬間完成跨國間移轉，大幅降低跨國交易成本，有助投資國際化。

(二) 國內利率水準低於國外利率

92年10月美國擺脫不景氣，聯準會於年中開始陸續升息，我國央行亦於93年9月開始升息，惟因我國升息幅度較小，致新台幣與美元利差漸趨擴大，95年年中最大利差達2.75個百分點，至於紐西蘭、澳洲及歐元區等外幣之利率也明顯高於我國利率（圖7）。由於國內利率水準偏低，國人紛將資金轉而投資國外有價證券以尋求更高獲利空間，造成近兩年我國資金持續外流。

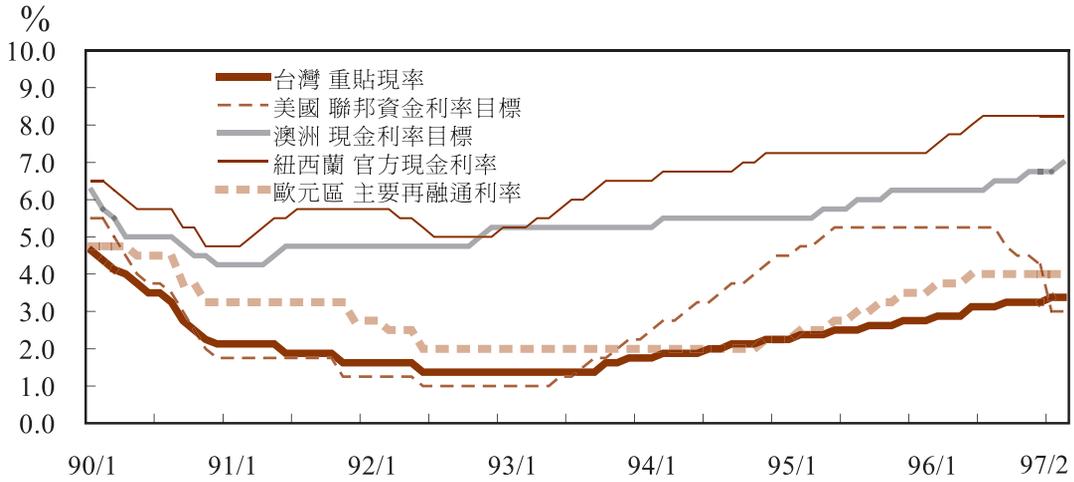
(三) 新台幣幣值走低

91年以來，國際美元大致呈貶值走勢，惟因新台幣對美元升值幅度小於其他通貨，致新台幣對主要貿易對手國之一籃通貨大致上呈持續貶值趨勢，96年底與89年初相較，新台幣加權平均貶值幅度約在一成左右（圖8）。由於新台幣相對其他幣值走低，國人將新台幣資金轉為持有強勢外幣資產，以賺取匯差，亦為我國資金持續外流的原因之一。

(四) 台股表現不如國際股市

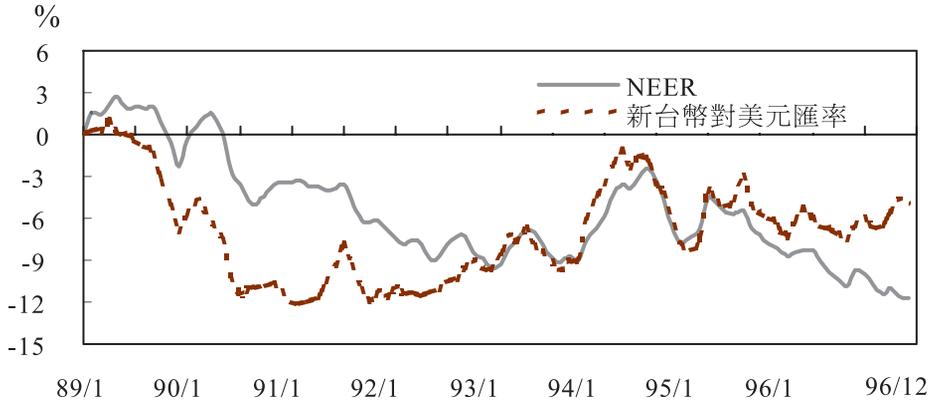
近五年來，在全球資金充裕以及經濟持續強勁擴張下，全球各主要股市漲聲連連，相形之下，國內股市表現較差。至95年底，除倫敦、東京及台北，主要股市均已回復89年網路泡沫化前之水準（圖9），台股直至96年中才回復。由於台股表現不如國際股市，國人對外股權證券投資自94年起明顯增

圖7 國內外利率比較圖



資料來源：Datastream,中華民國金融統計月報。 年月底

圖8 新台幣NEER及對美元匯率升貶幅度
(與98/1比較)



資料來源：央行經濟研究處。

加，96年投資352.4億美元，創歷年新高。

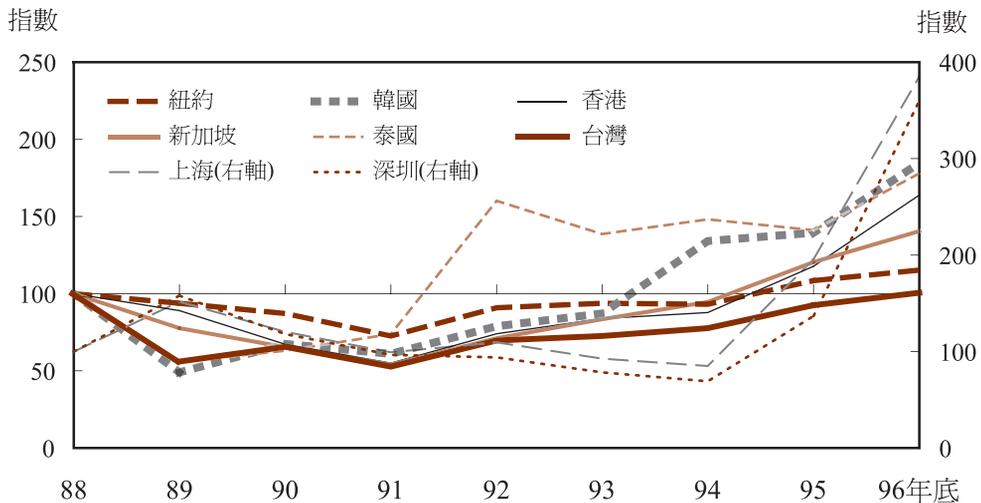
(五) 境外基金總代理制的實施

境外基金總代理制於上年初實施。實施前，境外基金須由投顧先在國內申請核備後，國人再透過銀行特定金錢信託、證券商受託買賣、投資型保單連結等方式間接投資，或匯錢至境外基金的國外專戶直接投

資，資訊較不透明，且法令未規範國外發行公司須在台設立分支機構，倘有紛爭，投資人須自行與發行公司聯繫，權益無法受到國內法令保障。

總代理制係規範境外基金須在台設立總代理，國內的投信、投顧、證券商均可爭取擔任總代理人，而投信、投顧及銀行與總代

圖9 國際主要股市之股價指數變動
(以1999年底=100)



資料來源：台灣證券交易所。

理簽約後，即可在台銷售及募集。總代理制有助增加投資誘因，其優點有（1）銷售管道增加：可透過總代理人或代銷機構購買；（2）業者銷售行為受主管機關規範，且總代理人須對引進之基金負責，成為與國外發行公司之對話窗口；（3）資訊更公開便利：業者須每日公布基金淨值、買賣淨額等相關資訊供投資人查詢；（4）投資成本降低：若直接向總代理人購買，可減少以往間接投資方式之相關費用，如經由特定金錢信託購買須負擔的保管費。

（六）我國海外所得將納入所得課稅

為改善稅制結構及避免租稅獎勵措施衍生租稅不公，我國於95年1月開始實施「最低稅負制」^{註7}，惟其中規範個人海外所得自98年起始納入最低稅負制之稅基。在海外所

得尚未納入稅基前，高所得者積極將資產移轉至海外隱藏，加速了資金外流風潮。

（七）香港取消課徵遺產稅

95年2月香港取消課徵遺產稅，藉以吸引投資人在港置產，帶動資產管理產業，打造香港成為國際資產管理與金融中心。

因我國的贈與稅和遺產稅採屬人主義，須課徵全球所得，雖不致造成立即影響，但由於我國與香港只一水之隔，文字、語言溝通無礙，香港取消遺產稅後，吸引部分我國富人資金。且實務上，可透過在免稅天堂設立境外公司，再轉移股權給子女，以規避贈與稅或遺產稅，吸引國人就近選擇香港設立境外公司。是以，近來香港成為國人資金貯水庫，使我國在兩岸三地的資金競賽中處於劣勢。

五、我國資金外流之影響

(一) 有助於紓緩目前國內游資過剩的問題

由於貿易持續順差及國內投資低迷，近10年來超額儲蓄持續累積，金額達新台幣6.1兆元。國內資金長期處於供給大於需求的情況，超額流動性有增無減，國內市場利率不易提升。近兩年資金外流，有助於溫和紓緩過去多年來因經常帳順差及外資流入所形成國內游資過剩問題。

(二) 對新台幣匯率有助貶阻升的作用

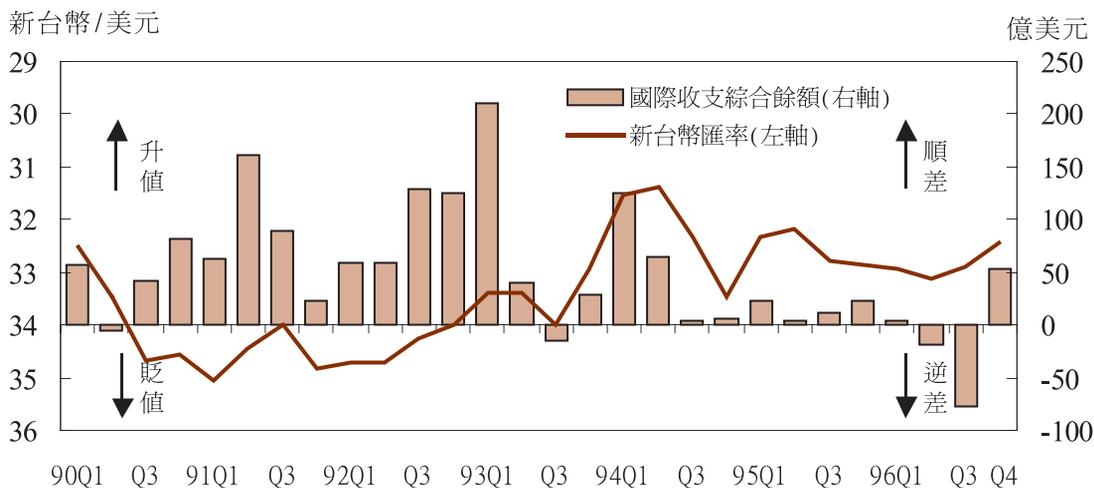
新台幣匯率係由國內外匯市場供需所決定，而國際收支交易則會影響國內外匯供需。理論上，當國際收支逆差（順差）時，國內外匯市場將出現超額需求（供給），本國貨幣將承受貶值（升值）壓力。雖然決定

新台幣匯率的國內外匯供需並不全然等同於國際收支的變動，但資金外流或國際收支順差縮小還是對新台幣匯率產生阻升助貶的影響（圖10）。

(三) 民間持有國外資產相對央行之比例上升

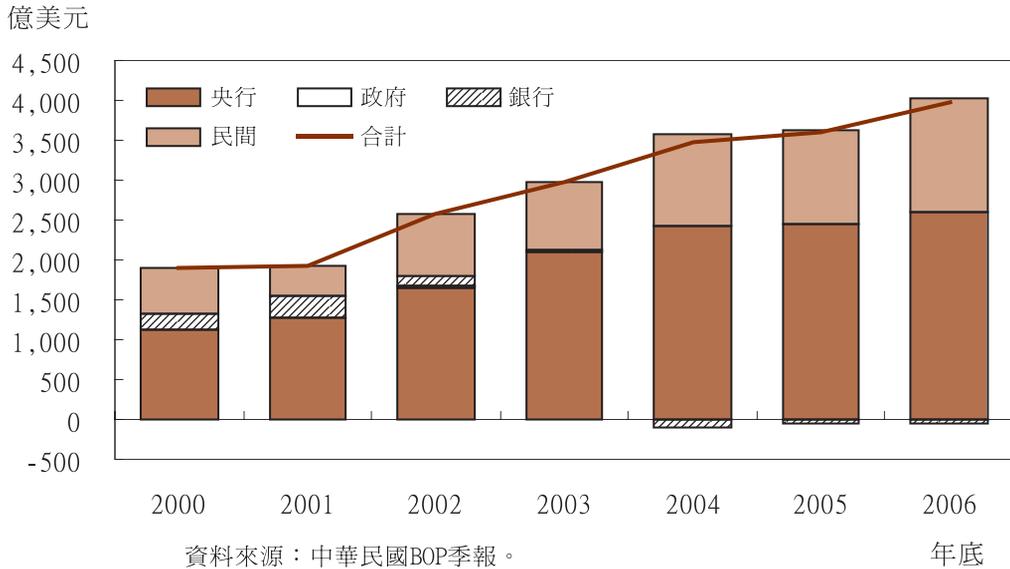
多年來我國經常帳持續順差，賺取之外匯則反映在本行外匯存底與民間部門持有之國外淨資產的增加。由於民間部門可自行持有及運用外匯，或赴國外投資設廠從事生產活動（對外直接投資），或投資國外股票、債券及海外存款等理財活動（對外證券與其他投資），而取得對外債權（圖11），根據我國國際投資部位統計，95年民間持有國外資產比重由0.48上升至0.52，本行則由0.40降至0.37，民間持有國外資產相對央行之比例上升。

圖10 我國國際收支與新台幣匯率



資料來源：中華民國BOP季報。

圖11 我國國外淨資產-部門別



事實上，擁有鉅額經常帳順差的日本亦是如此。觀察我國與日本國際投資部位表，日本民間部門擁有龐大的國外淨債權，是我國的6.2倍，而國外淨資產總額是我國之4.5

倍，顯示我國民間持有的國外淨資產比例仍有增加空間（表3）。如果民間對國外資產投資需求日增，對國內財富管理產業發展亦有正面的效益。

表3 我國與日本95年國際投資部位表－國外淨資產

單位：億美元

國外淨資產 (部門別)	我國	日本
政府	0.0	-2,133.5
銀行	-44.3	2,465.4
民間	1,420.8	8,813.0
央行	2,604.2	8,958.8
合計	3,980.8	18,103.7

註：日本國外投資部位表原以日圓表示，以年底匯率118.81折換為美元。

六、影響我國未來資金外流之因素

以下謹分述影響資金外流的增減因素。

(一) 減少資金外流之因素

新台幣看升:市場預期美國仍將調降利率，國際美元可能持續走跌，新台幣可望走升，國人持有之國外資產未來可能面臨匯差損失，將削弱其對外證券投資熱潮，但只要

仍具有比較利益，對外證券投資仍無法避免。

(二) 增加資金外流之因素

1. 提高保險業對外投資上限及開放投資國外不動產

上年7月保險法修法放寬業者國外投資上限比率，由35%提高至45%。金管會表示相關配套審查辦法將於本年3月實施，惟基於循序開放原則，首年度最高僅可申請至40%，目前符合申請條件業者共11家，估計本年度將可增加約3,300億元的資金投資國

外。

2. 四大基金提高國外投資配置

為因應國外投資需求，四大基金均提高本年度之國外投資配置比例。郵政儲金之配置比例為11~12%；退撫基金之比例由上年38.4%增為41.8%；舊制勞退基金之比例從15%增為20%，新制則從5%增至30%；勞保基金之比例由20%增為24%。估計本年度四大基金共可增約3,500億元的國外投資動能（詳表4）。

表4 四大基金97年國外投資動能

單位：新台幣億元

	郵政儲金	退撫基金	勞工退休基金		勞保基金
			舊制	新制	
96年12月底：					
資金規模	40,692	4,078	4,590	2,347	4,270
國外投資金額	2,878	1,289	517	0	699
97年國外投資中心配置金額或比例	11%	1,763(或41.8%)	20%	30%	24%
97年尚可投資金額	1,598	474	401	704	326

資料來源：中央銀行、公務人員退撫基金管理委員會、勞工退休基金監理會及勞工保險局各網站。

3. 放寬投資陸港澳股之限制

(1)金管會為回應國內投信業者要求與境外基金公平競爭，於上年10月宣布開放國內投信業者亦得比照現行在國內販售的境外基金之投資範圍及比率，投資中國股市及港澳H股與紅籌股。依投信投顧公會估算，目前國內投信所發行的亞洲區域型基金總規模約1,000億元，若依開放比率10.4%計，單就

亞洲區域型基金國外投資最多會增加100億元；全球型基金則視投資比例而定，惟資料付闕無法估計增加的金額。

(2)金管會於上年11月採負面表列，明確規範國內證券商受託買賣的國外有價證券。依此規定，在香港掛牌的ETF商品中，排除少數幾檔百分之百成分股之中國企業外，均可成為證券商受託買賣的合法標的，滿足國

人投資目標多元化。

(三) 其他可能的影響因素

1. 利差可望縮小但避險成本亦降低

上年6月以來美國聯準會多次降息，我國則鑑於國內經濟持續成長、國際原油及原物料行情居高，通膨潛在風險仍在，益以實質利率尚低，為遏止持續惡化的資金外流情況則採升息措施，利差縮減降低國人海外投資誘因，資金外流情形可望舒緩。惟利差縮小亦可降低避險成本，增加對外證券投資之誘因。

2. 國內外股市表現及外資動向

上年8月下旬以來，受美國次級房貸事件影響，全球股市重挫，惟台股相對跌幅較小，加上預期總統大選後兩岸經貿政策趨向開放，吸引外資流入加碼投資台股，資金外流趨緩。未來國際原物料漲勢與美國經濟疲軟程度將牽動國內外股市表現，以及外資動向都是影響我國資金移動的重要因素。

3. 最低稅負制將海外所得納入課稅

95年1月實施最低稅負制，營利事業所得稅超過新台幣200萬元部分，最低將課10%的稅率；個人所得超過600萬，最低將課20%的稅率，個人海外所得則於98年始須申報。海外所得係指未計入綜合所得總額之非中華民國來源所得，一申報戶全年合計數未達新臺幣100萬元者，免予計入，在新臺幣100萬元以上者，應全數計入。考量課稅門檻，財政部認為影響範圍應屬有限。

4. 中國實施新版企所稅

中國於今年開始實施新版企業所得稅法，取消外資企業所得稅優惠，外資企業與本國企業所得稅制雙軌合一，新稅率為25%，在中國的外資企業如匯出股利、利息和特許權等盈餘，須繳交10%預提所得稅。香港因與中國簽定最優惠租稅協定，若從中國匯出盈餘至香港，享有較低稅率優惠，將吸引外資企業赴港設立中間控股公司，作為資金進出的渡泊口，是否會引發台商將資金調度中心移往香港值得注意。

5. 與國外交易所相互掛牌ETF產品

證交所與櫃買中心積極與國外交易所合作指數股票型基金（Exchange Traded Funds, ETF）雙邊掛牌，國人若有意投資海外股市，可於國內直接購買在台掛牌的國外ETF產品，此舉可增加國人投資國外股市管道，惟亦有效提高國內資本市場國際知名度，吸引國際資金流向國內股市。

七、總結與建議

(一) 總結

由於民間持有的龐大資金缺乏理想投資機會，在資金供給大於需求下，國內利率低於其他許多國家。從國際收支的觀點而言，我國多年來經常帳順差，外匯存底充裕，民間部門增加國外投資有助於去化國內剩餘資金，對國內金融市場具有穩定效果。若國人未投資國外，國內剩餘資金將更為龐大，利

率將更低，通貨膨脹的風險將更大。我國已開放對外資本交易，國人得自由配置資金，目前國內的金融環境，加上今年保險業、四大基金及投信業均放寬或提高對外證券投資，國人對外證券投資趨勢短期內仍將持續。預估本年國外投資保險業可增加約3,300億元、四大基金可增加約3,500億元的投資動能。

此外，從影響本年我國資金外流的因素，再加上國內外的制度面變革，如國人海外所得納入課稅及中國新版企所稅之實施是否引發國人資金滯留海外，以及國內外金融及政經情勢之變化亦影響資金流向，如匯率、國內外利差、股市表現及外資動向等。各項多空因素對資金之影響力均不容小覷，未來仍應持續觀察國際上跨國證券投資之相關發展，作為國內相關政策之因應參考。

(二) 建議

1. 視經濟金融情勢之需要，調整利率與匯率

若金融帳淨流出大於經常帳順差時，國

際收支綜合餘額將轉呈逆差，形成新台幣貶值壓力或預期新台幣貶值心理，以致國人不願持有新台幣，資金外流可能會持續，原則上，國際收支宜維持平衡，因此，可衡酌經濟金融情勢之需要調整利率與匯率，降低國人對外證券投資的熱度。

2. 增加外人投資我國證券市場的誘因

在資金無國界的時代浪潮下，資金只往有利可圖之處遷移，如何增加投資我國證券的誘因，吸引國際資金長駐，實為當局一重要課題。如，鼓勵優良企業上市、開放國外企業來台上市等措施，當可增加我國證券市場之深度與廣度，吸引外人投資。

3. 鼓勵國內金融業提升資產管理競爭力

可從金融商品、投資政策及稅賦條件等多方面進行改革，強化金融業競爭力，讓國人資金留在國內，藉由國內正式管道投資理財，既可興盛金融業務，也對國人財富有所保障。

附註

- (註1) 衍生性金融商品原包括在證券投資內，於2000年獨立，惟金額小，本文略而不予分析。
- (註2) 其可投資標的包含國外上市櫃股票、指數股票型基金或存託憑證、公債、公司債、保本型之結構型商品、連動式債券、以及經金管會核准在國內募集及銷售之境外基金等。
- (註3) 根據「保險法」第146條第4項規定，保險業之資金包括業主權益及各種責任準備金。
- (註4) 四大基金係指郵政儲金、公務人員退休撫卹基金、勞工保險基金及勞工退休基金。
- (註5) 各基金於年度前，審慎評估未來財務狀況、金融情勢、貨幣市場利率走向、景氣循環及產業前景等因素，並衡量各投資標的之風險承受度，擬定年度資金運用計畫、資產配置組合及目標收益率等，並經基金管理會及監理委員會審議通過後據以執行。
- (註6) 經營受託買賣外國有價證券業務之證券商的本公司或子公司、分公司、或轉投資之證券機構，須具有外國證券交易市場之會員或交易資格，若未具備者，得以直接或間接方式複委託其他具條件之證券商。本年11月金管會明確規範證券商得受託買賣之標的，採負面表列，除了陸股、H股及紅籌股外，還包括中國註冊並於港陸以外地區掛牌的有價證券，和「經政府認定」陸資持股50%以上，或低於50%但陸資具控制力的外國企業，此外皆不受規範。
- (註7) 為實施最低稅負制，我國特別制定「所得基本稅額條例」，該條例在民國94年12月28日完成立法，自95年1月1日起施行。

參考資料

一銀產經資訊(2006)，「我國境外基金市場之新時代來臨」，一銀產經資訊，第497期，8月。

中華民國國際收支平衡表季報(2008)，2月。

林淑玲、劉宗志(2007)，「國內基金可錢進陸港澳」，中國時報，10月25日。

李惠珍(2005)，「境外基金管理辦法之介紹」，證券暨期貨月刊，第23卷第9期，9月。

洪志明、張之勵、高逸潔、李彥霖(2001)，「跨國證券市場服務之探討」，臺灣證券集中保管股份有限公司研究報告，11月。

財政部，最低稅負制-所得基本稅額條例疑義解答，財政部網站。

莊昆明，「大陸內外資企業所得稅制統一對台商企業的影響與應對」，全球專業聯合會計師事務所網站。

證券投資信託暨顧問商業同業公會(2007)，「市場現況分析」，證券投資信託暨顧問商業同業公會九十五年年報。

國內經濟金融情勢（民國96年第4季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

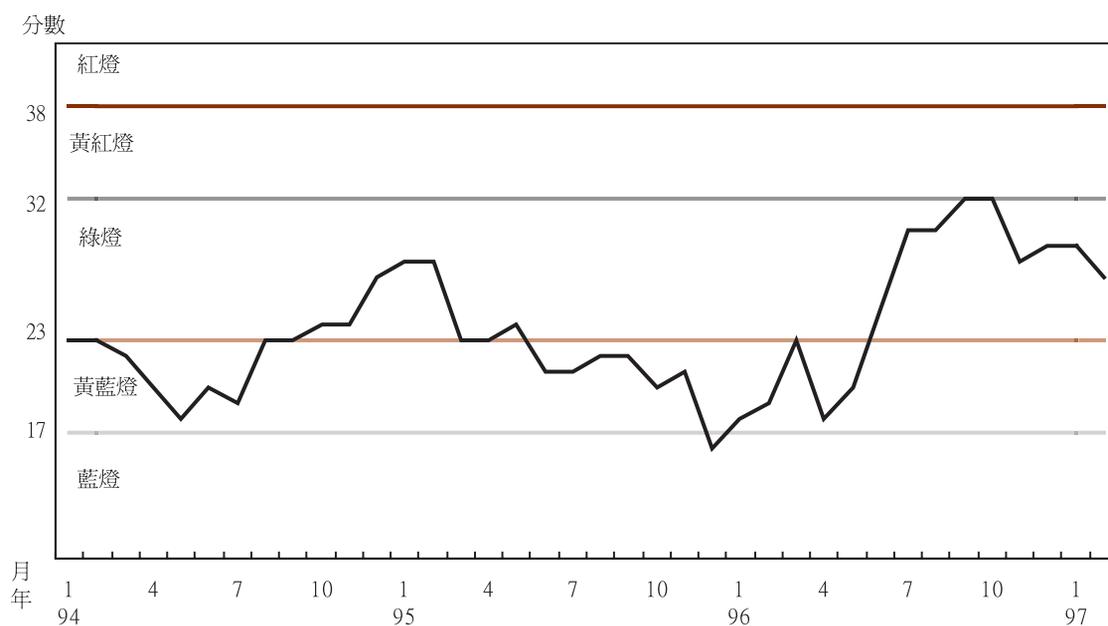
一、景氣溫和

96年1至5月雖國際經濟穩定擴張，我國出口成長動能尚能維繫，惟因國內需求不振，銀行授信與製造業接單等指標表現不如預期，工業生產成長亦告減緩，經建會景氣對策信號除了在3月一度呈現綠燈外，其餘月份均呈現表示景氣有衰退之虞的黃藍燈。6月起，隨出口與工業生產成長明顯轉強，加上股市大漲之影響，景氣對策信號繼連續3個月呈現綠燈後，9月及10月進一步升高為黃紅燈，11月至97年2月回降為綠燈；96年

初以來，景氣領先指標與同時指標呈上揚趨勢，惟至97年2月，景氣領先指標小幅回降。

此外，台灣經濟研究院服務業營業氣候測驗點96年初一路升至6月之118.97後回降，至97年1月為114.11，2月則回升為116.0；製造業營業氣候測驗點亦曾升至96年9月之122.97後回降，至97年2月為102.56，主因原物料價格大漲影響業者獲利，加上美國景氣趨緩恐將衝擊我國出口，使得廠商對未來景氣存有疑慮。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



二、經濟成長力道將趨緩

96年全球經濟穩健擴張，我國出口成長動能仍佳，加上民間消費及民間投資成長回溫，全年經濟成長率升為5.70%，高於95年

之4.89%。97年第1季雖然預期民間投資恢復成長，民間消費略微升溫，但全球經濟擴張步調減緩，我國出口成長動能將減弱，行政院主計處預測經濟成長率降為5.13%（96年第4季為6.39%）。

圖2 經濟成長率

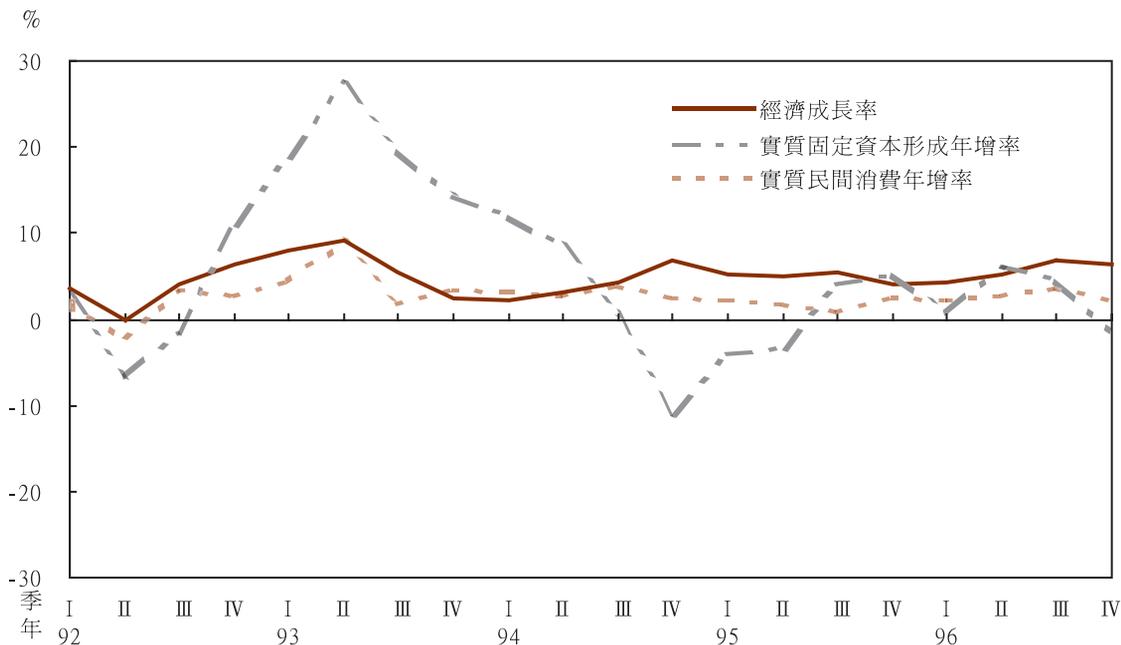


表1 各項需求年增率

單位：%

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 p	5.70	2.61	0.80	2.39	3.39	3.88	-3.91	8.83	3.96
96/1	4.19	2.12	-0.24	0.78	1.43	20.89	-13.03	6.38	-0.45
2	5.24	2.57	0.03	6.03	8.55	1.82	-6.87	4.73	2.39
3 r	6.86	3.61	1.66	4.49	5.84	0.66	-0.80	11.06	7.33
4 p	6.39	2.15	1.48	-1.59	-2.40	-0.76	1.62	12.89	6.29
97/1 f	5.13	2.24	2.73	2.39	3.24	-2.98	0.30	4.23	0.46
96年第4季 貢獻率 p	6.39	1.13	0.18	-0.33	-0.37	-0.02	0.05	8.54	3.28

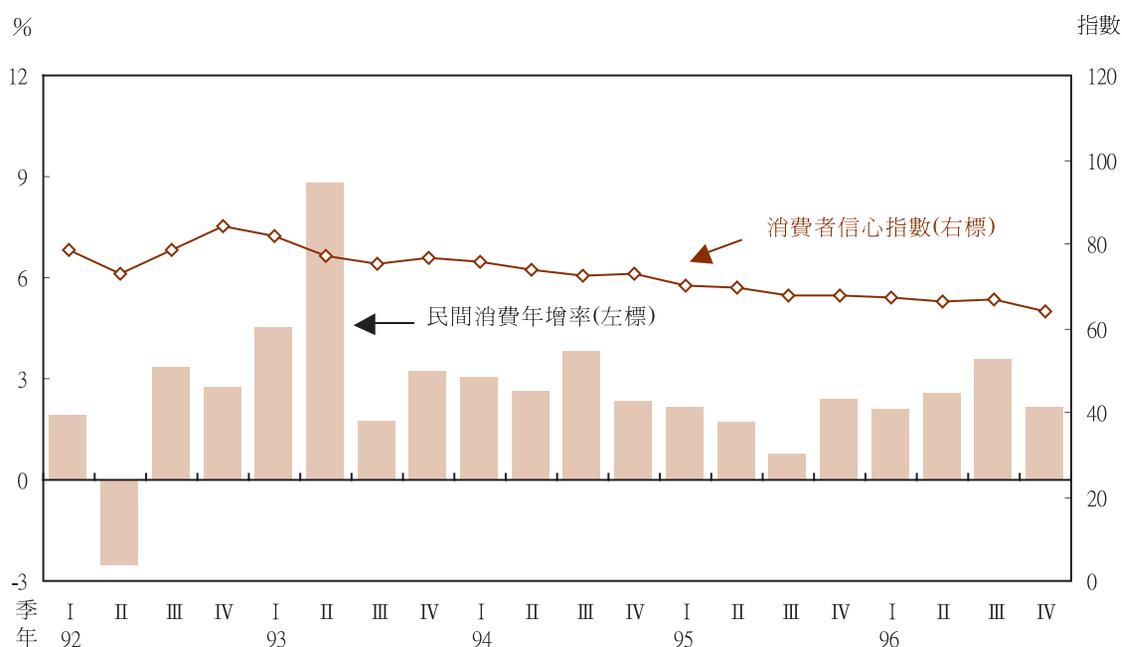
資料來源：行政院主計處。

三、民間消費溫和成長

96年第1季，因卡債問題負面效應猶在，民間消費僅成長2.12%。隨卡債陰霾逐漸消退，股市、房市行情上揚，加上勞動情勢續有改善，民間消費回溫，第2季成長率升為2.57%，第3季再升為3.61%；第4季由

於股市交投轉淡，加上物價高漲衝擊，民間消費成長率降為2.15%，96年全年平均成長率則為2.61%，高於95年之1.76%。97年第1季由於物價漲幅居高難下，降低民眾消費能力，行政院主計處預估民間消費成長率為2.24%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

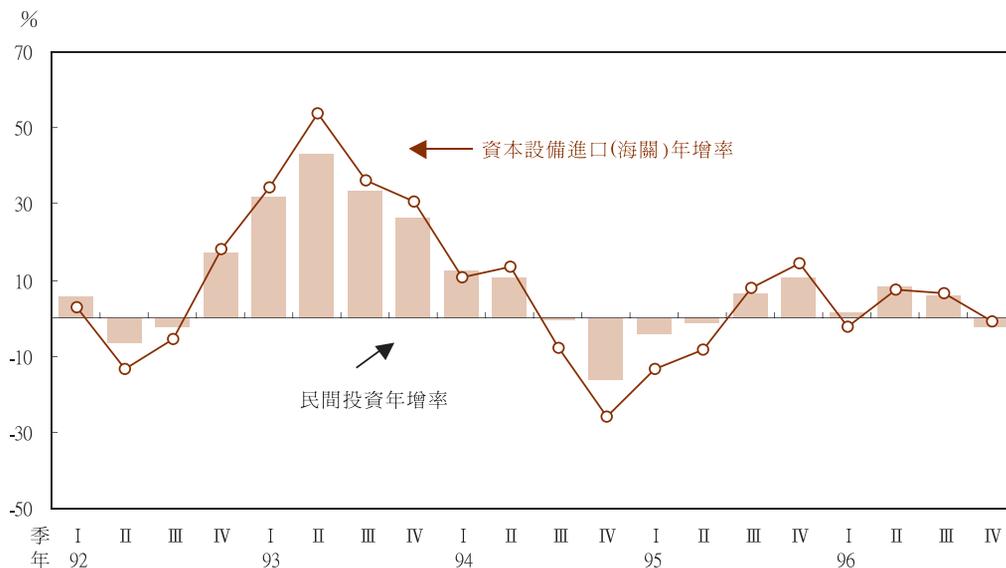


四、民間投資成長仍緩

96年第1季民間投資成長率僅為1.43%；第2季在半導體廠大幅擴增資本支出下，民間機器設備投資成長15.75%，致民間投資成長率升為8.55%。第3季雖半導體廠持續擴增資本支出，民間機器設備投資大幅成長，惟在民間運輸工具投資及營建工程投資轉呈衰退下，民間投資成長率降為5.84%；第4

季因營建工程物價躍升致工程量下降，加上資本設備進口負成長2.00%，民間投資轉呈衰退2.40%；96年全年民間投資成長率則為3.39%，高於95年之2.96%。97年由於部分面板業者將進行新建投資計畫，加上政府推動都市更新與農村改建，可望創造投資商機，提升民間投資動能，行政院主計處預估97年第1季民間投資成長率為3.24%。

圖4 民間投資與資本設備進口



五、對外貿易穩健擴張

96年在塑化、電子及機械產品等國際需求增加帶動下，對外貿易穩健擴張。據海關統計，上年出、進口年增率分別為10.1%及8.2%；另據行政院主計處統計，輸出、輸入（含商品及服務）成長率分別為8.83%與3.96%。

另據海關統計，97年1至2月累計出口值成長14.7%。主要出口市場中，對居首位之中國（含香港，占出口比重39.4%）出口成長21.3%，對東協六國（占出口比重15.6%）及歐洲（占出口比重12.1%）出口亦分別成長25.9%及9.3%，惟對美國及日本出口則分別衰退4.4%與2.7%。主要出口貨品中，電機產品及化學品等皆顯著成長逾五成，光學器材顯著成長近四成，塑膠、橡膠及其製品亦成長近二成。

97年1至2月累計進口值成長19.4%，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21.2%；資本設備進口亦增加19.5%，主因機械及精密儀器等進口增加所致；消費品進口亦增加2.2%。進、出口相抵，商品貿易出超32.4億美元，較上年同期減少20.2%。

外銷訂單方面，96年外銷訂單年增率為15.54%，國內接單海外生產比重持續提高至46.23%。97年1至2月外銷訂單年增率為17.43%，主要接單貨品中，運輸工具及其設備、精密儀器、化學品、塑膠橡膠及其製品、基本金屬及其製品，以及電子產品等皆顯著成長；97年1至2月國內接單海外生產比重為45.62%，較上年同期增加1.35個百分點。

圖5 進出口貿易

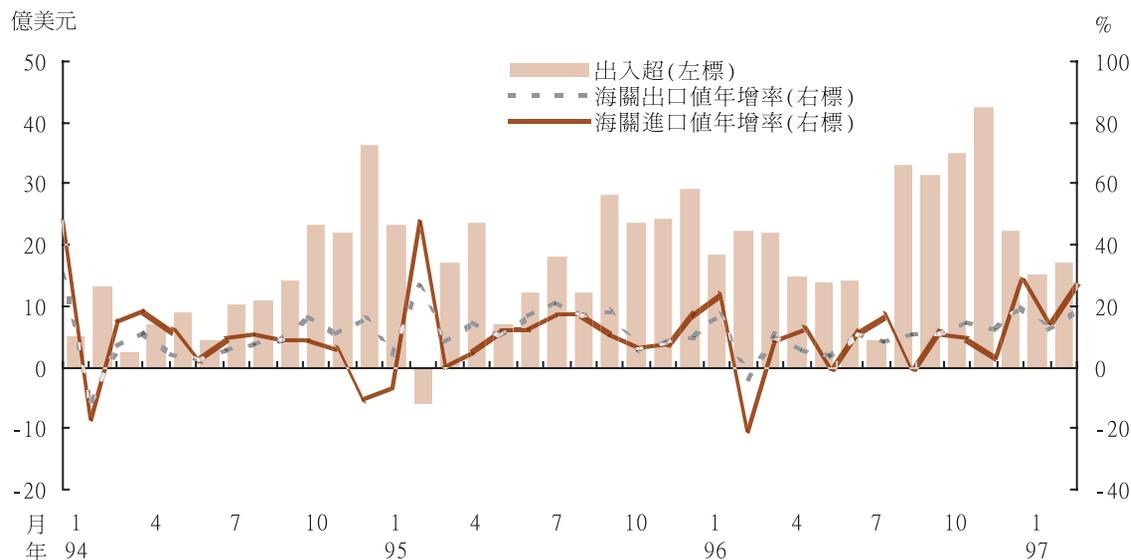


表2 我國對主要進出口貿易國（地區）成長率與比重

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2月	96年2月		97年2月	96年2月	97年1-2月	96年1-2月		97年1-2月	96年1-2月	
出口	合計	17,661	14,900	18.5	100.0	100.0	39,802	34,689	14.7	100.0	100.0
	中國大陸 (含香港)	6,745	5,128	31.5	38.2	34.4	15,699	12,939	21.3	39.4	37.3
	美國	2,040	2,229	-8.5	11.6	15.0	4,694	4,908	-4.4	11.8	14.2
	日本	1,182	1,178	0.3	6.7	7.9	2,552	2,625	-2.7	6.4	7.6
	歐洲	2,242	2,005	11.8	12.7	13.5	4,801	4,393	9.3	12.1	12.7
	東協六國	2,744	2,027	35.4	15.5	13.6	6,198	4,921	25.9	15.6	14.2
進口	合計	15,953	12,672	25.9	100.0	100.0	36,562	30,627	19.4	100.0	100.0
	中國大陸 (含香港)	1,850	1,721	7.5	11.6	13.6	4,756	4,285	11.0	13.0	14.0
	美國	1,877	1,496	25.5	11.8	11.8	4,345	3,604	20.6	11.9	11.8
	日本	3,414	2,886	18.3	21.4	22.8	7,627	6,395	19.3	20.9	20.9
	歐洲	1,618	1,269	27.5	10.1	10.0	3,917	3,295	18.9	10.7	10.8
	東協六國	1,622	1,396	16.2	10.2	11.0	3,702	3,334	11.0	10.1	10.9

資料來源：財政部統計處編「中華民國臺灣地區進出口貿易統計月報」。

表3 進出口貿易結構比較

單位：百萬美元(%)

項 目	當月資料						累計資料				
	金額		增減比較 (%)	比重		金額		增減比較 (%)	比重		
	97年2月	96年2月		97年2月	96年2月	97年1-2月	96年1-2月		97年1-2月	96年1-2月	
貿易總值	33,614	27,572	21.9			76,364	65,316	16.9			
出口	17,661	14,900	18.5	100.0	100.0	39,802	34,689	14.7	100.0	100.0	
農產品	26	20	27.8	0.1	0.1	61	57	6.7	0.2	0.2	
農產加工品	138	118	17.4	0.8	0.8	328	263	24.5	0.8	0.8	
工業產品	17,497	14,762	18.5	99.1	99.1	39,413	34,369	14.7	99.0	99.1	
重化工業產品	14,955	12,271	21.9	84.7	82.4	33,588	28,595	17.5	84.4	82.4	
非重化工業產品	2,542	2,491	2.1	14.4	16.7	5,825	5,774	0.9	14.6	16.6	
進口	15,953	12,672	25.9	100.0	100.0	36,562	30,627	19.4	100.0	100.0	
資本設備	2,188	1,857	17.9	13.7	14.7	5,362	4,487	19.5	14.7	14.7	
農工原料	12,796	9,826	30.2	80.2	77.5	28,659	23,654	21.2	78.4	77.2	
消費品	969	989	-2.0	6.1	7.8	2,541	2,486	2.2	6.9	8.1	
出超(+)或入超(-)	1,708	2,228	-23.3			3,240	4,062	-20.2			

資料來源：財政部網站進出口貿易統計。

六、工業生產明顯增強

96年第1季，由於房屋建築工程完工量減退，加上國內需求不強，工業生產成長遲緩；惟第2季起外需強勁，國內需求亦漸提升下，電子零組件及化學材料業生產擴增，工業生產成長力道漸強。96年全年平均工業生產指數年增率為8.10%，其中製造業增產8.81%，主要係資訊電子及化學工業增產所致。就產品用途別言，生產財及投資財分別增加12.47%與3.04%，消費財則減少2.34%。97年1至2月平均工業生產指數年增率為13.41%，其中製造業增產13.94%，以資訊電子工業增產25.17%為最大。就產品用途別言，以生產財增加18.03%為最大，投資財及消費財亦分別增加3.16%與3.26%。

七、就業情勢續有改善

96年失業情形續有改善，全年平均失業

率為3.91%，與95年持平，同係民國90年以來最低。97年1月失業率續降為3.80%，惟2月受農曆春節過後臨時性工作結束，以及轉換工作者增加影響，失業率升為3.94%；1至2月平均失業率為3.87%，較上年同期增加0.08個百分點。失業原因中主要以「因場所歇業或業務緊縮者」為主，比重為32.62%，高於「對原有工作不滿意者」之31.78%。

96年非農業部門每人每月平均薪資年增率為2.28%，其中經常性薪資年增率為1.77%。同期間，工業部門勞動生產力年增率為7.04%，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5.06%。97年1月非農業部門每人每月平均薪資較上年同月增加35.86%，主因係受春節效應(上年為2月17日至25日，而本年為2月6日至11日)，廠商發放年節及績效獎金月份不一影響所致，經常性薪資則僅增加1.72%。

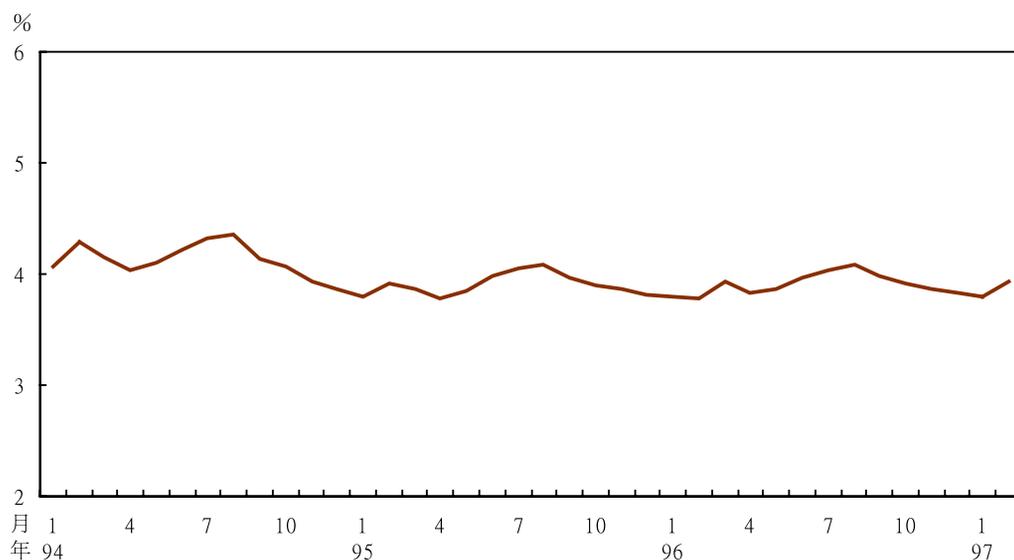
表4 工業生產及各業指數年增率

單位：%

年/月	工業生產						
	礦業及土石採取業	製造業		水電燃氣業	房屋建築工程業		
		重工業	輕工業		重工業	輕工業	
92年	7.13	-7.43	7.40	9.62	0.24	3.77	9.02
93年	9.82	-4.42	10.52	13.01	1.78	2.95	4.79
94年	4.56	-9.84	4.48	6.27	-2.47	3.72	11.37
95年	4.99	-5.77	5.04	6.63	-1.68	3.04	9.02
96年	8.10	-14.79	8.81	10.54	0.82	2.54	-1.06
96/ 2	-3.10	-22.37	-4.36	-3.76	-7.24	0.13	58.56
3	1.07	-17.84	1.66	2.53	-2.13	3.79	-22.18
4	3.61	-17.40	4.18	5.11	-0.08	0.36	-8.04
5	6.90	-13.27	7.28	8.46	1.84	4.05	2.52
6	7.63	-13.88	7.56	9.77	-2.55	3.97	21.54
7	14.33	-8.02	15.04	17.74	2.72	5.19	16.03
8	10.50	-15.39	11.58	13.49	2.75	-0.85	4.51
9	9.06	-6.79	10.04	12.75	-2.82	2.32	-7.28
10	15.89	-17.64	17.37	19.40	7.56	2.53	-2.04
11	12.06	-16.55	13.45	15.62	3.09	0.68	-4.88
12	10.99	-10.01	12.49	14.96	1.24	3.35	-15.20
97/ 1	11.92	0.42	12.08	13.99	3.61	3.91	25.17
2 p	15.22	-2.28	16.21	18.59	4.26	9.04	-2.59
1-2月累計	13.41	-0.79	13.94	16.08	3.89	6.28	12.05

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大

96年上半年，雖國際農工原料行情攀高，推升國內進口品及國產內銷品躉售價格，油料、燃氣及藥品等相關商品反映成本陸續調漲零售價格，惟國內需求不強，加上房租等服務類價格維持平穩，整體物價尚稱平穩，上半年消費者物價指數（CPI）年增率僅0.62%。但下半年，颱風連續來襲，農牧產品損失慘重，益以上年同期無颱風來

襲，比較基期偏低，蔬菜等價格大漲；加上相關食品陸續反映穀物及乳品等進口成本調高售價影響，國內物價上漲壓力漸次升高，下半年CPI年增率達2.97%，96年全年平均為1.80%；不包括蔬果、水產品及能源之CPI（即核心CPI）年增率則為1.35%。97年初以來，續受進口原物料行情攀升，加上水果價格居高等影響，物價上漲壓力仍大，1至2月平均CPI年增率為3.42%；核心CPI年增率則為2.68%。

圖7 消費者物價與核心物價

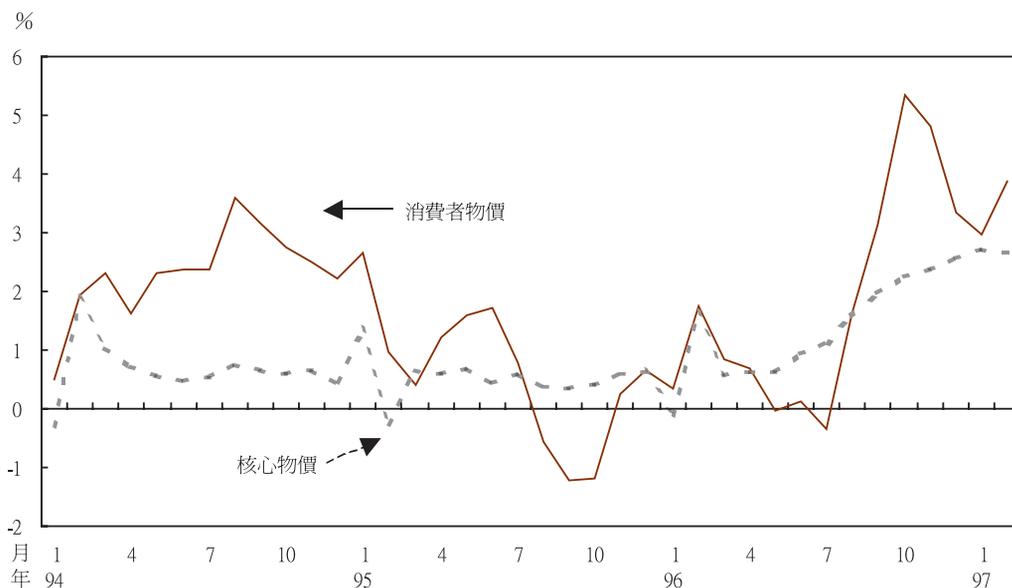


表5 影響97年1至2月CPI變動主要因素

項 目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	3.42	3.42
水果	28	22.61	0.58
家外食物	89	6.49	0.58
油料費	33	16.95	0.54
教養娛樂服務費	130	2.57	0.34
肉類	23	11.22	0.26
藥品及保健食品	11	17.73	0.19
水產品	17	6.16	0.11
交通服務及維修零件	80	1.30	0.10
房租	185	0.51	0.09
成衣	27	2.29	0.06
合計			2.85
蔬菜	25	-11.99	-0.27
耐久性消費品	75	-0.90	-0.07
合計			-0.34
其他			0.91

貳、經濟展望

96年由於全球經濟穩健擴張，我國出口成長動能仍佳，加以民間消費及民間投資成長回溫，全年經濟成長率升為5.70%。97年預期全球經濟擴張步調減緩，我國出口成長

可能趨緩，行政院主計處預測經濟成長率降為4.32%。

國內各預測機構對97年經濟成長率預估之平均數為4.26%。

表6 國內預測機構對民國97年經濟成長之預測

單位：年增率(%)

估測機構 項目	主計處	中經院	台經院	中研院	台綜院	平均值	經建目標
發布日期	97.2.21	96.12.4	97.1.29	96.12.14	96.12.26		
實質國內生產毛額	4.32	4.16	4.29	4.31	4.23	4.26	4.80
實質民間消費支出	2.92	3.08	2.96	2.58	2.92	2.89	
實質政府消費支出	2.22	2.39	2.72	2.39	2.30	2.40	
實質固定投資	2.69	3.74	4.01	5.18	3.86	3.90	
實質民間投資	3.26	3.98	4.20	5.84	4.12	4.28	
實質政府投資	-2.39	---	0.09	-0.15	2.92	0.12	
實質輸出	3.10	5.11	4.80	3.48	3.96	4.09	
實質輸入	0.46	3.93	3.22	1.45	2.19	2.25	
貿易差額(億美元)	303.44	---	---	---	---	303.44	

國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差11,585百萬美元，增加5,237百萬美元(詳見表1及圖1)。
金融帳淨流出7,127百萬美元，央行準備資產

表1 國際收支

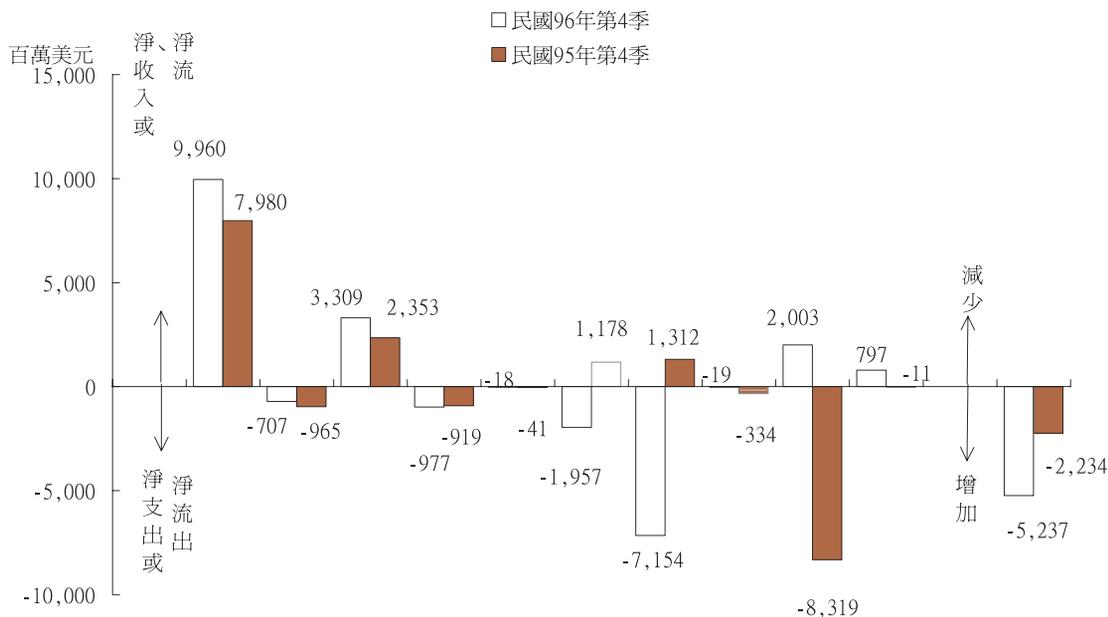
民國96年第4季暨民國95年第4季

單位：百萬美元

	(1) 96年 第4季	(2) 95年 第4季	(1)-(2)
A. 經常帳	11,585	8,449	3,136
商品出口(f.o.b.)	67,980	58,885	9,095
商品進口(f.o.b.)	-58,020	-50,905	-7,115
商品貿易淨額	9,960	7,980	1,980
服務：收入	8,861	7,343	1,518
服務：支出	-9,568	-8,308	-1,260
服務淨額	-707	-965	258
所得：收入	7,055	4,720	2,335
所得：支出	-3,746	-2,367	-1,379
所得淨額	3,309	2,353	956
經常移轉：收入	1,226	965	261
經常移轉：支出	-2,203	-1,884	-319
經常移轉淨額	-977	-919	-58
B. 資本帳	-18	-41	23
資本帳：收入	1	0	1
資本帳：支出	-19	-41	22
合計，A加B	11,567	8,408	3,159
C. 金融帳	-7,127	-6,163	-964
對外直接投資	-4,370	-1,683	-2,687
來台直接投資	2,413	2,861	-448
證券投資(資產)	-8,087	-9,399	1,312
股權證券	-9,576	-6,157	-3,419
債權證券	1,489	-3,242	4,731
證券投資(負債)	933	10,711	-9,778
股權證券	470	10,367	-9,897
債權證券	463	344	119
衍生性金融商品	-19	-334	315
衍生性金融商品(資產)	1,113	584	529
衍生性金融商品(負債)	-1,132	-918	-214
其他投資(資產)	-4,136	768	-4,904
一般政府	2	-9	11
銀行	-3,250	1,344	-4,594
其他	-888	-567	-321
其他投資(負債)	6,139	-9,087	15,226
貨幣當局	14	-7,958	7,972
一般政府	0	-3	3
銀行	5,204	-2,071	7,275
其他	921	945	-24
合計，A至C	4,440	2,245	2,195
D. 誤差與遺漏淨額	797	-11	808
合計，A至D	5,237	2,234	3,003
E. 準備資產	-5,237	-2,234	-3,003

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。出口金額為67,980百萬美元，較上年同季成長15.4%，主要係對亞洲鄰國出口增加；進口金額為58,020百萬美元，較上年同季成長14.0%，主要係因礦產品進口增加。由於出口增額大於進口增額，本季商品貿易順差增為9,960百萬美元，較上年同季增加1,980百萬美元或24.8%。

服務方面，本季服務收入8,861百萬美元，創歷史單季新高，較上年同季增加1,518百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所

致；服務支出金額9,568百萬美元，較上年同季增加1,260百萬美元，主要係運輸服務及專業技術服務支出增加所致。收支相抵，本季服務逆差為707百萬美元，較上年同季減少258百萬美元。

所得方面，本季所得收入計7,055百萬美元，較上年同季增加2,335百萬美元，主要係居民股本與外匯資產投資所得，以及銀行國際金融業務分行（OBU）利息收入增加所致；所得支出計3,746百萬美元，較上年同季增加1,379百萬美元，主要係對非居民股權證券投資所得支出增加。由於收入增額大於支出增額，致所得淨收入較上年同季增加956

百萬美元，而為3,309百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季919百萬美元增加為977百萬美元，主要係贍家匯出款增加所致。

本季雖經常移轉逆差增加，惟商品貿易及所得收支順差增加及服務逆差減少，致經常帳（包括商品進出口、服務、所得及經常

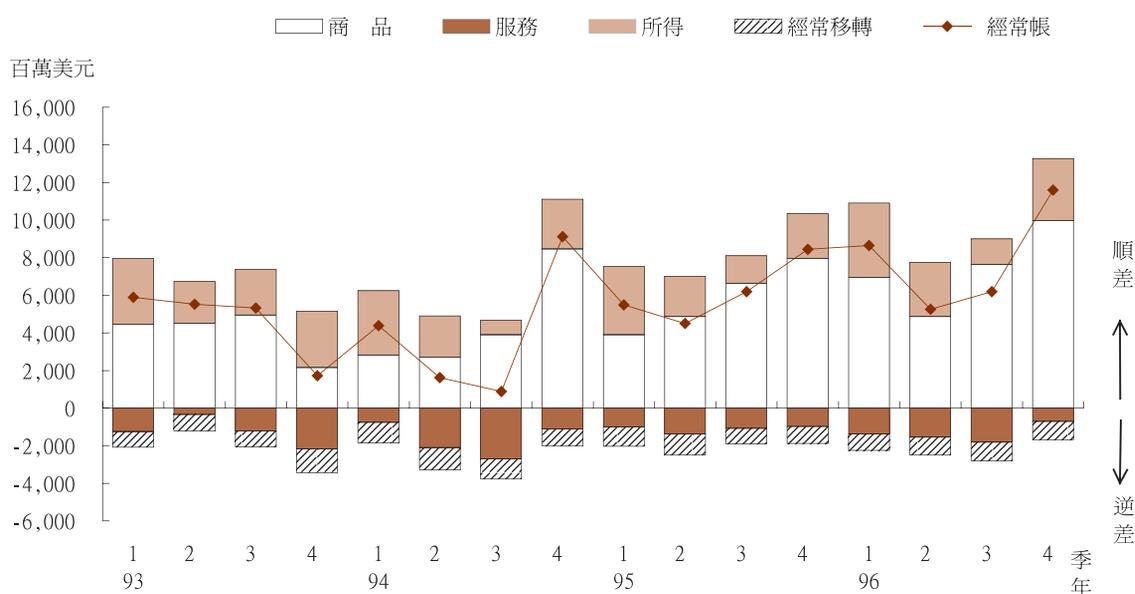
移轉）順差增加為11,585百萬美元，為歷年單季新高，較上年同季增加3,136百萬美元或37.1%（詳見圖2）。

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、

圖2 經常帳

（季資料）



非金融性資產交易（如專利權、商譽等無形資產之買賣斷）。本季資本帳逆差由上年同季41百萬美元減少為18百萬美元。

三、金融帳

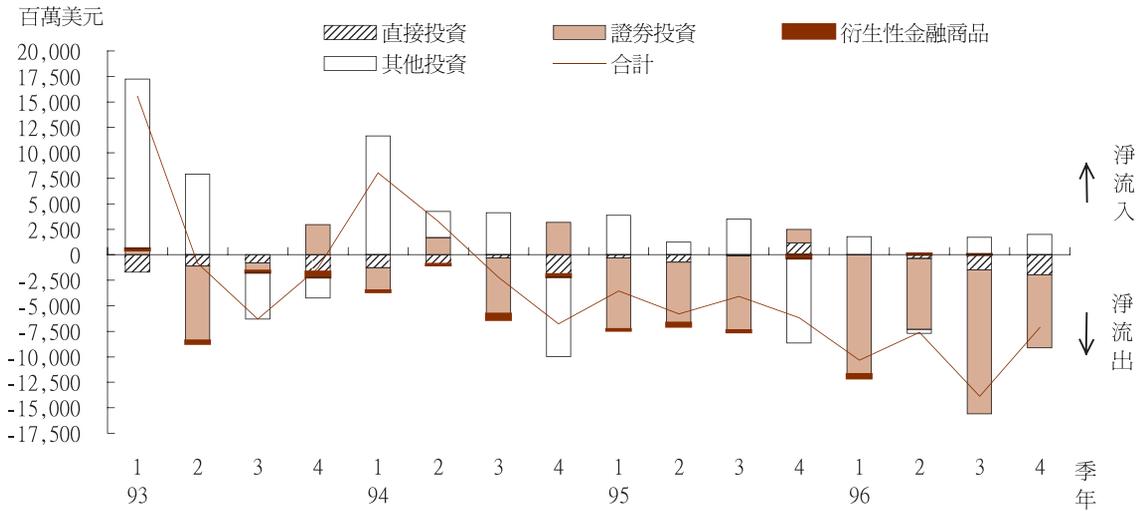
本季金融帳呈淨流出7,127百萬美元，金額較上季大幅減少，主要係非居民證券投

資由淨流出5,311百萬美元轉呈淨流入933百萬美元。其中直接投資呈淨流出1,957百萬美元；居民對外直接投資及非居民來台直接投資，金額分別為4,370百萬美元及2,413百萬美元。證券投資呈淨流出7,154百萬美元，居民對外證券投資淨流出8,087百萬美元，主要係居民透過銀行特定金錢信託投資國外基金

增加，致對外股權證券投資淨流出9,576百萬美元，惟居民對外債權證券投資轉呈淨流入1,489百萬美元；非居民來台證券投資呈淨流入933百萬美元。衍生性金融商品呈淨流

出19百萬美元。其他投資呈淨流入2,003百萬美元，主要係銀行部門自國外聯行引進資金(詳見圖3)。

圖3 金融帳
(季資料)



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎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67,980百萬美元，較上年同季增加9,095百萬美元或15.4%；商品進口計58,020百萬美元，較上年同季增加7,115百萬美元或14.0%。由於出口增額大於

進口增額，致商品貿易順差擴增為9,960百萬美元，增加1,980百萬美元或24.8%（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68,015百萬美元，較上年同季增加9,029百萬美元或15.3%；進口(按C.I.F.計價)為58,062百萬美元，較上年同季增加6,782百萬美元或13.2%；商品貿易出超由上年同季之7,706百萬美元增為9,953百萬美元(詳見表2)。

表2 商品貿易

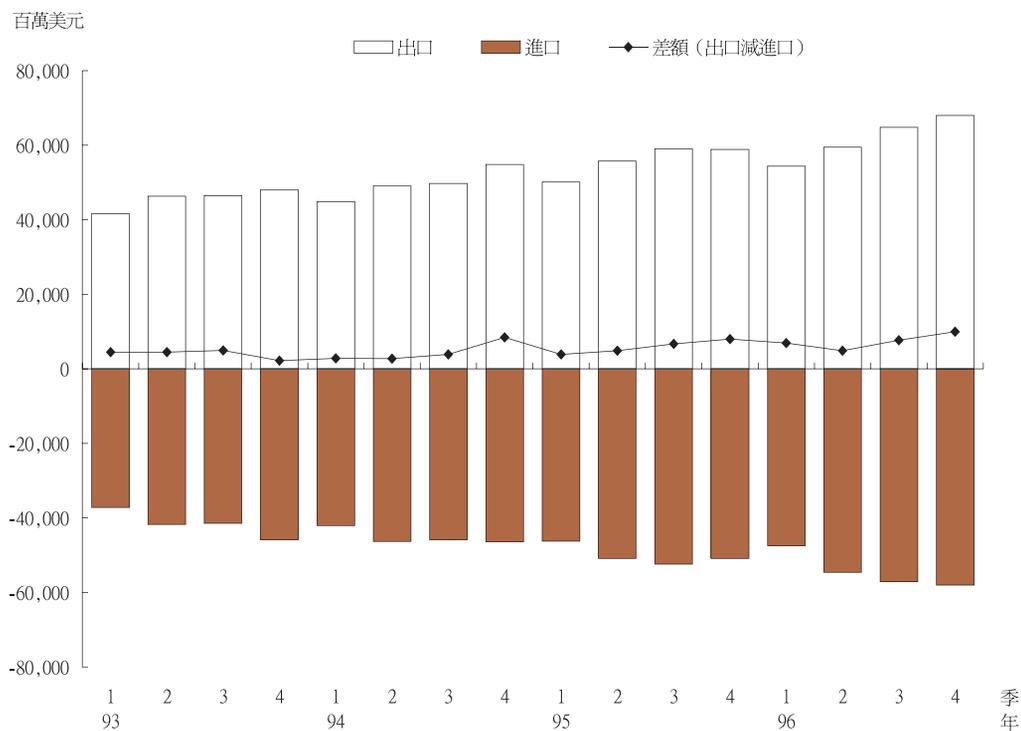
單位：百萬美元

項 目	(1) 96年 第4季	(2) 95年 第4季	增 減 比 較	
			金 額	%
一、商品出口 (f.o.b.)	67,980	58,885	9,095	15.4
出口毛值 (f.o.b.)*	68,015	58,986	9,029	15.3
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-35	-101	66	
二、商品進口 (f.o.b.)	58,020	50,905	7,115	14.0
進口毛值 (c.i.f.)*	58,062	51,280	6,782	13.2
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	1,606	940	666	
減：運保費	-1,648	-1,315	-333	
三、商品貿易順差或逆差	9,960	7,980	1,980	24.8
貿易出超或入超(-)*	9,953	7,706	2,247	29.2

*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、農產品加工及工業產品均較上年同季成長，增幅分別為37.5%、21.4%及15.2%。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83.7%），較上年同季成長16.6%，為本季出口成長的最主要來源；進口方面，農工原料進口較上年同季成長16.7%，資本設備則較上年同季負成長0.8%，消費品進口則成長10.7%。就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「化學品」、「電機產品」及「精密儀器」增額較大，三者合計占出口總增額的47.5%；進口貨品中，則以「礦產品」及「化學品」增額較大，兩者合計占進口總增額的82.2%。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4,204.8百萬美元或17.6%，係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2,512.8百萬美元或32.4%。進口方面，相較上年同季，以自中東地區的3,058百萬美元或54.8%進口增額最大，其次為中國大陸及美國分居第二、三位，各為762.5百萬美元或10.6%及756.2百萬美元或12.6%。就主要出口市場比重來看，以中國大陸所占比重最高，達41.3%，其次為東協六國的15.1%，美國及歐洲出口比重分居第三、四位，各為12.5%與11.6%。主要進口來源則以日本所占比重最

高，達20.5%，其次為中東地區的14.9%，中國大陸的13.7%及美國的11.7%分居第三、四位。二、服務

本季服務收入8,861百萬美元，創歷年單季新高，較上年同季增加1,518百萬美元；服務支出計9,568百萬美元，較上年同季增加1,260百萬美元。收支相抵，本季服務淨支出由上年同季之965百萬美元減少為707百萬美元。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1,956百萬美元，較上年同季增加284百萬美元，主要係國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,717百萬美元，較上年同季增加493百萬美元，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552百萬美元增加為761百萬美元。

(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1,335百萬美元，較上年同季增加34百萬美元，主要係來台旅客人數增加所致。旅行支出計2,183百萬美元，較上年同季增加164百萬美元，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718百萬美元增加為848百萬美元。

表3 服務、所得及經常移轉

單位：百萬美元

	96年第4季			95年第4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	8,861	9,568	-707	7,343	8,308	-965	1,518	1,260
一、運輸服務	1,956	2,717	-761	1,672	2,224	-552	284	493
二、旅行	1,335	2,183	-848	1,301	2,019	-718	34	164
三、其他服務	5,570	4,668	902	4,370	4,065	305	1,200	603
(一)通訊	55	88	-33	69	102	-33	-14	-14
(二)營建	68	156	-88	53	72	-19	15	84
(三)保險	98	258	-160	131	232	-101	-33	26
(四)金融	294	175	119	283	325	-42	11	-150
(五)電腦與資訊	35	67	-32	55	75	-20	-20	-8
(六)專利權、商標等使用費	65	733	-668	54	567	-513	11	166
(七)其他事務服務	4,870	2,932	1,938	3,487	2,424	1,063	1,383	508
1.三角貿易及與貿易有關服務	4,019	771	3,248	2,782	703	2,079	1,237	68
2.營運租賃	138	482	-344	81	511	-430	57	-29
3.專業技術與雜項	713	1,679	-966	624	1,210	-586	89	469
(八)個人、文化與休閒服務	19	44	-25	27	51	-24	-8	-7
(九)不包括在其他項目的政府服務	66	215	-149	211	217	-6	-145	-2
所得	7,055	3,746	3,309	4,720	2,367	2,353	2,335	1,379
一、薪資所得	88	90	-2	70	91	-21	18	-1
二、投資所得	6,967	3,656	3,311	4,650	2,276	2,374	2,317	1,380
經常移轉	1,226	2,203	-977	965	1,884	-919	261	319

(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5,570百萬美元，較上年同季增加1,200百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加所致。其他服務支出計4,668百萬美元，較上年同季增加603百萬美元，主要係專業技術與雜項服務支出增加所致。收支相抵，其他服務淨收入由上年同季之305百萬

美元增加為902百萬美元。

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7,055百萬美元，創歷年單季新高，較上年同季增加2,335百萬美元，主要係居民股本與外匯資產投資所得，

以及銀行國際金融業務分行利息收入增加所致；所得支出計3,746百萬美元，較上年同季增加1,379百萬美元，主要係對非居民股權證券投資所得支出增加。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之2,353百萬美元增加為3,309百萬美元。

四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,226百萬美元，較上年同季增加261百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計2,203百萬美元，較上年同季增加319百萬美元，主要係贍家匯出款增加所致。本季經常移轉淨支出由上年同季之919百萬美元增加為977百萬美元。

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。本季金融帳呈淨流出，惟金額由上季13,868百萬美元大幅減少為7,127百萬美元（上年同季為淨流出6,163百萬美元）。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1,957百萬美元。其中，居民對外直接投資呈淨流出4,370百萬美元，為歷年單季最高。居民對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為金融及保險業、電腦、電子產品及光學製品製造業以及電子零組件製造業；非居民來台直接投資為2,413百萬美元，為歷年單季次高，主要投資行業為金融及保險業、電子零組件製造業以及批發及零售業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出7,154百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出8,087百萬美元，為94年第3季以來最低。其中股權證券投資淨流出9,576百萬美元，主要係居民透過特定金錢信託投資國外基金仍大幅增加；債權證券投資則受美國次級房貸風暴影響，由上季淨流出4,623百萬美元轉呈淨流入1,489百萬美元。債權證券投資中，債券與票券淨流入1,580百萬美元，貨幣市場工具則淨流出91百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券由上季淨流出5,311百萬美元轉呈淨流入933百萬美元，其中股權證券投資淨流入470百萬美元，主要

表4 金融帳

單位：百萬美元

	96年第四季			95年第四季			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	-4,370	2,413	-1,957	-1,683	2,861	1,178	-2,687	-448
(一) 對外直接投資	-4,370	—	-4,370	-1,683	—	-1,683	-2,687	—
(二) 來台直接投資	—	2,413	2,413	—	2,861	2,861	—	-448
二、證券投資	-8,087	933	-7,154	-9,399	10,711	1,312	1,312	-9,778
(一) 股權證券	-9,576	470	-9,106	-6,157	10,367	4,210	-3,419	-9,897
(二) 債權證券	1,489	463	1,952	-3,242	344	-2,898	4,731	119
1. 債券與票券	1,580	449	2,029	-2,855	342	-2,513	4,435	107
2. 貨幣市場工具	-91	14	-77	-387	2	-385	296	12
三、衍生性金融商品	1,113	-1,132	-19	584	-918	-334	529	-214
四、其他投資	-4,136	6,139	2,003	768	-9,087	-8,319	-4,904	15,226
(一) 貿易信用	185	340	525	-217	-55	-272	402	395
(二) 借款	-1,370	495	-875	-2,314	-7,530	-9,844	944	8,025
(三) 現金與存款	-1,469	4,772	3,303	-2,423	-1,296	-3,719	954	6,068
(四) 其他	-1,482	532	-950	5,722	-206	5,516	-7,204	738
合 計	-15,480	8,353	-7,127	-9,730	3,567	-6,163	-5,750	4,786

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。

係非居民投資國內企業發行之全球存託憑證增加；債權證券投資淨流入463百萬美元，其中債券與票券及貨幣市場工具分別淨流入449百萬美元及14百萬美元。

三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流出19百萬美元，資產方面淨流入1,113百萬美元，主要是銀行承做衍生性金融商品交易之已實現資本利得；負債方面呈淨流出1,132百萬美元，主要係外資匯出其從事衍生性金融商品交易之利得。

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2,003百萬美元。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出4,136百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用淨流入185百萬美元；貸款呈淨流出1,370百萬美元，主要係銀行部門增加對國外長期放款所致；現金與存款為淨流出1,469百萬美元，主要是民間部門增加國外

銀行存款所致；其他資產呈淨流出1,482百萬美元，主要係反映銀行部門其他短期資產增加。

(二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入6,139百萬美元，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340百萬美元；借款呈淨流入495百萬美元，主要係民間部門短期借款增加；現金與存款呈淨流入4,772百萬美元，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532百萬美元，主要係銀行部門其他短期負債增加。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加5,237百萬美元。

貨幣與信用

96年第4季貨幣總計數M2年增率平均為2.45%，較第3季之4.12%下降1.67個百分點，主要因銀行放款與投資成長減緩以及資金仍呈淨流出所致。M1B年增率，受股市趨淡、資金續呈淨匯出影響，由9月之6.73%逐月下降，至12月為1.07%；及至97年，因活期性存款陸續轉向定期性存款，致M1B轉呈負成長，2月年增率降為-1.84%。至於

銀行放款與投資，10月，由於上年比較基期較低，月底主要金融機構放款與投資年增率呈現上升；之後由於銀行對政府放款持續減少，以及對民間部門債權增額減緩，月底年增率持續下降，致本年第4季底主要金融機構放款與投資餘額以成本計價之年增率，由上季底之3.30%先上升後逐月下降，至本季底為2.40%，較上季底為低。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年月	貨幣總計數			準備貨幣	主要金融機構存款	主要金融機構放款與投資	主要金融機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
94	7.65	7.10	6.22	7.84	6.25	7.77	9.34
95	5.72	5.30	6.22	5.33	4.99	4.10	4.72
96	6.80	6.44	4.25	4.71	1.03	2.40	3.18
96/2	9.39	7.35	5.64	8.69	5.18	4.11	4.65
3	10.19	8.22	5.86	7.47	5.42	4.65	5.43
4	9.84	8.26	5.48	7.57	4.75	4.09	5.06
5	6.93	6.65	4.74	6.77	4.34	3.24	4.68
6	5.93	7.53	4.63	5.50	4.49	3.19	4.50
7	5.93	9.14	4.65	4.45	4.50	4.02	5.39
8	7.26	8.60	4.25	4.48	4.04	3.77	5.07
9	7.00	6.73	3.47	3.92	3.45	3.30	4.39
10	5.19	5.66	3.22	2.45	3.50	3.54	4.51
11	6.29	4.34	2.78	2.22	2.25	2.77	3.68
12	4.26	1.07	1.36	2.38	1.03	2.40	3.18
97/1	3.26	-0.30	1.06	1.90	1.62	2.87	4.01
2	-0.10	-1.84	1.43	0.45	2.02	1.94	3.15

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，96年第4季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2.54%上升

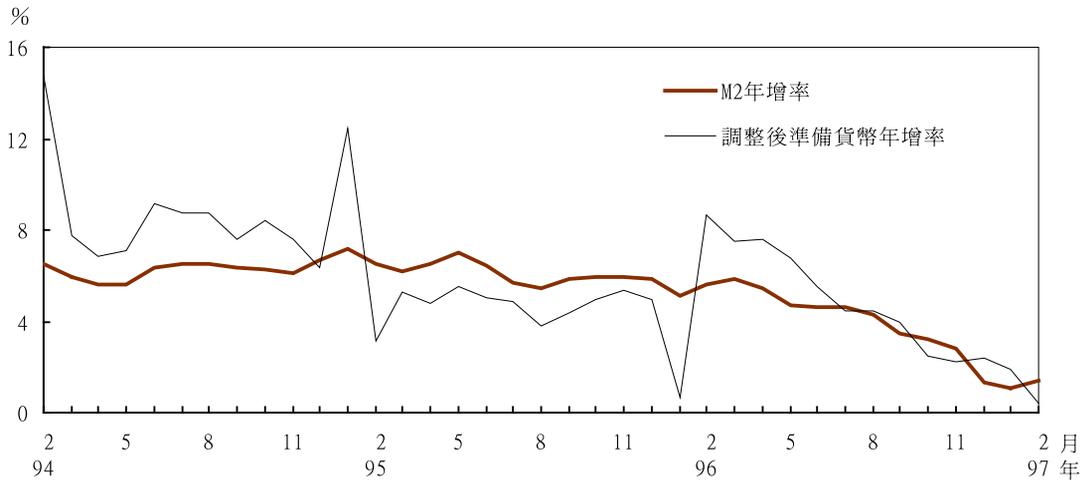
至本季底的2.62%，至97年2月底仍持平在2.62%。五大銀行平均基準放款利率自上季底的4.331%下降至本季底的4.313%。五大銀行新承做放款加權平均利率方面，本季大致仍維持在2.8%左右波動。

壹、準備貨幣年增率呈下降趨勢

96年第4季日平均準備貨幣年增率呈下降趨勢，由9月之3.92%降至10月及11月之2.45%及2.22%之後，12月微幅上升至2.38%。總計96年第4季日平均準備貨幣平均年增率為2.35%，較96年第3季之4.28%，減少1.93個百分點，主要係因96年第4季通貨發行成長減緩，以及股市交投轉淡，銀行活期性存款轉向定期存款及外匯存款，使金融機構存放央行之應提準備金較低所致。至本年1月及2月，雖然農曆春節使通貨及企業資金需求增加，惟準備貨幣年增率仍分別降至1.90%及0.45%，1、2月平均為1.14%。

就準備貨幣變動來源分析，上年第4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，惟稅款陸續繳庫、財政部發行公債、及央行發行定存單等，使日平均準備貨幣較上年第3季減少。至本年1月及2月，雖有財政部發行公債、國庫券及稅款陸續繳庫等，惟因財政部償還銀行借款及因應農曆春節發放各項獎金及補助款，加上剔除匯率變動後之國外資產仍呈增加，日平均準備貨幣由上年第4季的減少趨勢轉呈增加。

圖1 準備貨幣及M2年增率



貳、貨幣總計數M2年增率下降

96年第4季貨幣總計數M2年增率平均為2.45%，較第3季之4.12%下降1.67個百分點，主要因銀行放款與投資成長減緩以及資金仍呈淨流出所致。97年1月，因銀行放款

與投資成長仍緩，M2年增率續降為1.06%。2月，由於外資淨匯入明顯增加，年增率升為1.43%。M1B年增率，受股市趨淡、資金續呈淨匯出影響，由9月之6.73%逐月下降，

至12月為1.07%；及至97年，因活期性存款陸續轉向定期性存款，致1月及2月M1B轉呈

負成長，年增率分別降為-0.30%及-1.84%。

參、存款年增率下滑

96年第4季主要金融機構存款，受銀行放款與投資成長仍緩，以及國人資金持續由銀行存款轉向海外基金影響，年增率續呈下降走勢，由上季底之3.45%降至12月底之1.03%。97年以來，年增率轉呈回升，至2月底為2.02%。就各類存款觀察，活期性存款方面，10月，受外資持續淨匯入投資於國內股市影響，月底年增率由9月底之6.17%上升為6.51%；11、12月，因股市交投轉淡，外資轉呈淨匯出，月底年增率分別降為2.54%及-0.09%；97年1月、2月，由於銀行活期性存款陸續轉向定期性存款，月底年增率分別為-0.07%及-1.42%。定期性存款方面，10月底年增率與9月底持平於2.26%；11月，雖定期及定期儲蓄存款及外匯存款餘

額持續增加，惟月底年增率降為2.04%；12月，由於資金轉向活期性存款，定期及定期儲蓄存款餘額明顯下降，月底年增率續降為1.38%；97年1、2月，受銀行活期性存款陸續轉向定期性存款影響，月底年增率分別上升為2.62%及3.24%。政府存款方面，12月底年增率由上季底之4.63%下降為本季底之3.33%，97年1月底續降為-4.17%，2月底回升為6.52%。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29.08%下降為28.45%，定期性存款所占比重則由上季底之67.31%上升為67.99%，政府存款所占比重亦由上季底之3.61%下降為3.56%。97年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為27.71%、69.00%及3.28%。

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持續下降

96年第4季底主要金融機構放款與投資餘額以成本計價較上季底增加1,189億元，其中放款增加1,515億元，投資則減少326億元，年增率由上季底之3.30%先上升後逐月下降，至本季底為2.40%，較上季底為低。若包含人壽保險公司與信託投資公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，本季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之4.08%下降為3.35%。10月，由於上年比較基期較低，月底主要金融機構放款與投資年增率上升為3.54%；11、12月，由於銀行對政府放款持續減少，以及對民間部門債權增額減緩，月底年增率持續下降，至12月底為2.40%；受96年初力霸事件使銀行授信轉趨保守，致比較基期較低影響，97年1月底年增率上升為2.87%；2月，由於農曆年後銀行對民營企業及個人放款均呈減少，月底年增率再轉呈下降為1.94%。就放款與投資之對象別觀察，96年第4季底主要金融機構對民間部門債權年增率較上季底下降，對政府債權年增率亦較上季底為低且仍呈負數，對公營事業債權年增率則較上季底上升，且由

負數轉呈正數；97年2月，對政府、公營事業及民營企業債權年增率均較上年12月底下降。比重方面，96年第4季底對民間部門債權比重由上季底之82.57%下降為82.37%，至97年2月底再下降至81.76%；對政府及對公營事業債權之比重則分別由上季底之14.08%及3.35%上升至14.15%及3.47%，97年2月底對政府及公營事業債權比重再上升至14.71%及3.53%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，96年第4季底放款總餘額較上季底增加420億元，其中，對服務業放款增加664億元為最多，其次為對住宿及餐飲業放款增加71億元，對營造業放款則減少147億元，對製造業放款亦減少134億元；至97年2月底全體銀行對民營企業放款總餘額則較上年12月底再增加43億元。就各業別比重而言，96年第4季底以對製造業放款之45.86%為最高，其次為服務業之24.29%，批發及零售業之13.57%居第三，其中對服務業放款比重上升，對製造業與批發及零售業放款比重則下降，至於對營造業放款之比重亦降為3.49%。

伍、銀行業利率上升

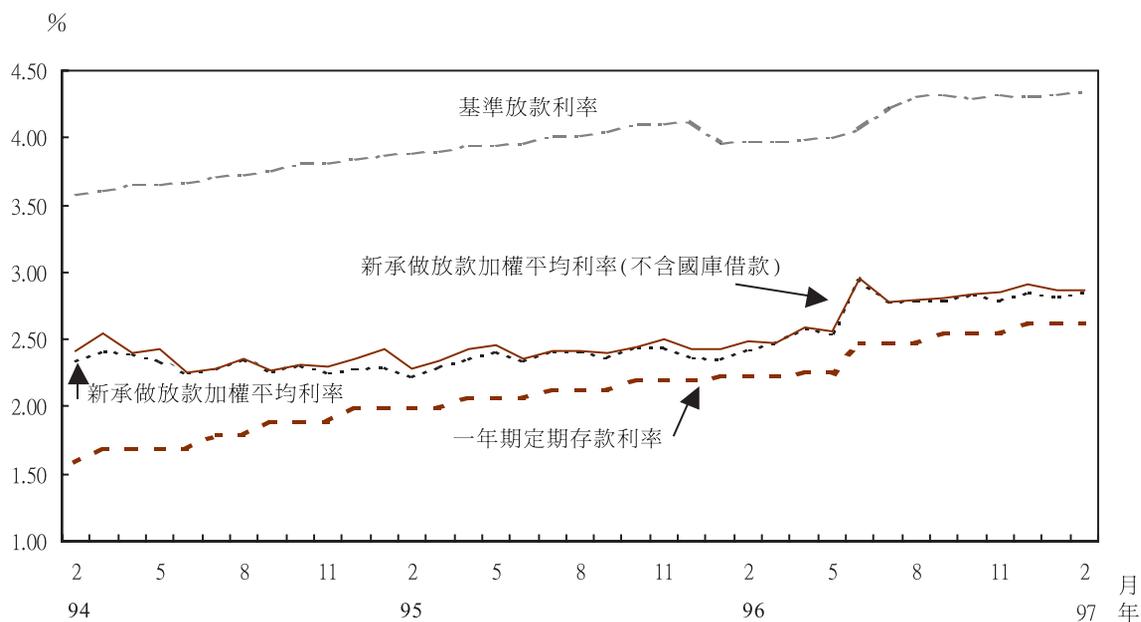
受本行持續調高貼放利率影響，96年第4季銀行存款牌告利率與基準放款利率均呈現上揚趨勢。以台銀、合庫銀、一銀、華

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2.54%上升至本季底的2.62%，至

97年2月底仍持平在2.62%。五大銀行平均基準放款利率自上季底的4.331%下降至本季的4.313%，主要因部分銀行之基準放款利率所連結的金融業隔夜拆款利率由第2季之2.118%降至第3季之2.011%所致，另隨著本季金融業隔夜拆款利率上揚，97年1月底五大銀行平均基準放款利率轉呈上升至4.326%，2月底再上升至4.342%。在新承做放款利率方面，本季五大銀行新承做放款平均利率大致在2.8%左右波動；10月及12月因

未承做低利國庫借款，平均利率各為2.833%及2.847%，11月則因承做較多的低利國庫借款，平均利率下降至2.799%，97年1月平均利率為2.829%，2月再上升至2.85%，較9月的2.793%，上升0.057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9月的2.811%上升至12月的2.905%，97年1月下降至2.863%，2月再上升至2.870%，較9月的2.811%，上升0.059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（96）年第4季我國對外貿易穩定擴張，加上國際景氣受到美國次級房貸風波影響而轉弱，國內資金外流趨緩，外資復轉呈淨匯入，致市場資金仍屬寬鬆，存款機構（含存款貨幣機構及台灣郵政公司儲匯處）日平均淨超額準備平均為102億元，本年1月回升至229億元，2月降為208億元。金融業隔夜拆款平均利率在央行持續升息下，自96年9月之2.02%緩步走升至本年2月之2.08%。

以下分別就96年10月至本年2月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，96年10月受問題銀行擠兌風波漸息，銀行資金調度恢復穩定，超額準備需求漸減，致使日平均淨超額準備自9月之193億元降至75億元；11月後因美國次級房貸風波，海外投資需求降溫，加以銀行授信成長趨緩，日平均淨超額準備增為12月之126億元；本年1月因應春節前資金需求，銀行超額準備需求增加，日平均淨超

額準備明顯增加為229億元；2月雖然外資大量流入，國人資金亦陸續回流，使銀行準備部位上升，惟本行於農曆春節後陸續發行定存單回收資金，致使日平均淨超額準備略降為208億元。

二、利率走勢

本行於本年12月再度升息半碼，為93年第4季以來第十四度調升利率，共計升息2個百分點，調整後之重貼現率及擔保放款融通利率分別為3.375%及3.750%。

受央行持續升息影響，金融業隔夜拆款平均利率呈緩升走勢，由9月之2.019%上升至10、11月之2.038%，12月後在央行升息帶動下上升至2.054%，本年1月續升至2.088%，2月因外資淨匯入增加，略微回跌至2.082%。票券市場利率則相對平穩，1-30天期商業本票次級市場利率自96年10月至本年2月均維持在1.98%-2.00%間；商業本票發行利率在96年第4季維持在2.30%-2.31%間，略微下跌至本年2月之2.26%。

圖1-1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金

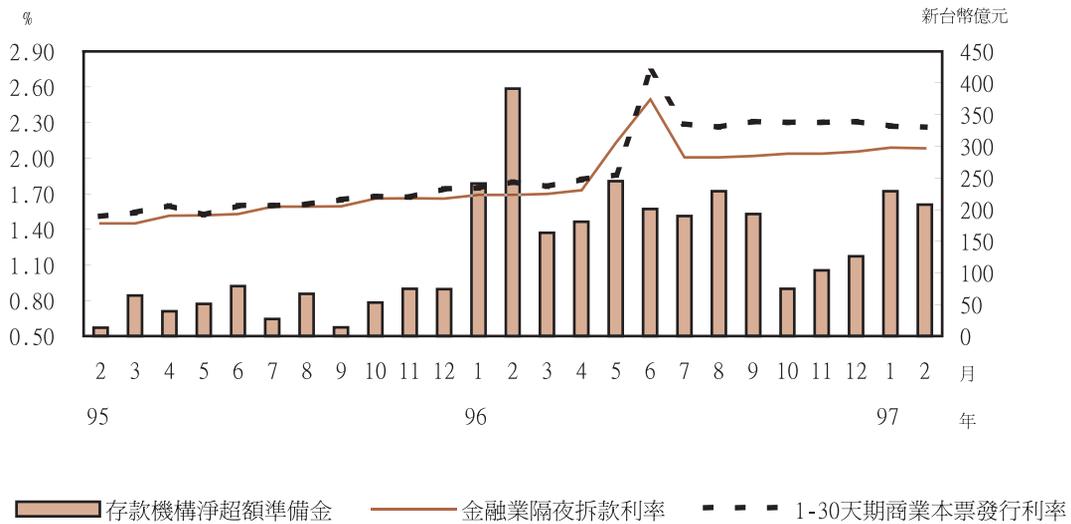


表1-1 貨幣市場利率

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
95/2	1.449	1.51	1.68	1.79	1.41	1.44	1.49	1.45	1.52	1.60
3	1.450	1.54	1.72	1.84	1.45	1.44	1.59	1.45	1.55	1.64
4	1.516	1.60	1.67	1.87	1.52	1.48	1.63	1.52	1.59	1.67
5	1.517	1.52	1.67	1.84	1.48	1.50	1.68	1.52	1.59	1.67
6	1.533	1.60	1.65	1.79	1.50	1.53	1.64	1.54	1.65	1.74
7	1.586	1.60	1.72	1.82	1.54	1.55	1.68	1.59	1.66	1.74
8	1.587	1.61	1.70	1.87	1.58	1.56	1.63	1.59	1.66	1.74
9	1.595	1.65	1.76	1.94	1.58	1.58	1.68	1.60	1.68	1.74
10	1.658	1.68	1.73	1.94	1.61	1.62	1.69	1.66	1.73	1.81
11	1.663	1.67	1.79	1.94	1.63	1.65	1.74	1.66	1.73	1.81
12	1.661	1.74	1.78	1.89	1.64	1.66	1.79	1.66	1.74	1.83
96/1	1.689	1.75	1.81	1.92	1.67	1.67	1.79	1.69	1.76	1.84
2	1.691	1.80	1.88	1.90	1.66	1.66	1.73	1.69	1.76	1.84
3	1.703	1.76	1.83	1.92	1.68	1.69	1.74	1.69	1.76	1.84
4	1.725	1.82	1.86	1.90	1.71	1.72	1.72	1.72	1.79	1.87
5	2.132	1.86	1.86	1.92	1.82	1.82	1.80	1.72	1.79	1.87
6	2.496	2.73	2.65	2.26	2.33	2.25	2.31	1.86	1.99	2.07
7	2.006	2.29	2.36	2.31	1.98	1.97	2.09	1.94	1.99	2.07
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

三、票券流通餘額

本年2月底票券流通餘額合計為10,172億元，較9月底增加443億元，其中，國庫券大

幅增加930億元，商業本票減少248億元，可轉讓定存單減少220億元，銀行承兌匯票則減少19億元。

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
95/2	5,403	5,132	12,841	0	0	450	4,547	4,562	7,846	27	27	74	829	543	4,471
3	6,497	6,990	12,349	0	200	250	5,716	5,763	7,799	33	33	74	749	994	4,225
4	6,297	5,994	12,652	200	0	450	4,986	4,789	7,996	24	22	76	1,088	1,182	4,131
5	6,217	6,203	12,666	0	0	450	5,304	5,385	7,915	36	35	77	876	783	4,224
6	5,875	6,315	12,226	0	0	450	4,860	5,462	7,313	31	33	75	984	821	4,387
7	5,781	5,986	12,021	0	0	450	4,724	4,724	7,313	28	32	71	1,030	1,230	4,187
8	5,509	6,051	11,479	0	0	450	4,654	4,808	7,159	33	31	73	822	1,213	3,796
9	5,181	5,356	11,304	0	0	450	4,719	4,865	7,014	29	24	78	434	468	3,762
10	5,433	5,703	11,034	0	200	250	4,613	4,432	7,195	31	34	76	788	1,037	3,514
11	5,527	5,886	10,676	0	250	0	4,678	4,651	7,222	32	31	77	817	954	3,377
12	5,928	5,680	10,924	250	0	250	4,990	5,036	7,176	32	28	81	656	616	3,417
96/1	5,433	5,668	10,689	0	0	250	4,738	4,810	7,104	29	37	72	667	821	3,263
2	3,939	3,371	11,257	600	0	850	2,915	3,004	7,015	21	25	68	404	343	3,324
3	5,755	5,934	11,078	0	0	850	5,131	5,191	6,955	31	30	69	593	714	3,203
4	4,937	5,060	10,955	0	0	850	4,242	4,318	6,879	30	34	66	665	708	3,161
5	4,641	5,069	10,527	0	0	850	3,952	4,401	6,430	35	27	74	653	641	3,173
6	5,127	5,486	10,168	0	250	600	4,268	4,470	6,227	28	24	78	831	743	3,262
7	5,948	5,720	10,396	0	0	600	5,193	4,633	6,787	35	36	77	720	1,050	2,932
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

貳、債券市場

本年第4季債券發行市場，政府公債方面，為配合年關國庫資金調度及非營業循環基金資金需求，共發行1,133億元中央政府公債，累計全年中央及直轄市政府公債發行總金額為4,022億元，較上年明顯減少658億元或14.06%，主要因本年來證券交易稅及所得稅大幅超徵所致；公司債方面，發行情況明顯加溫，主要是有籌資需求的企業在考量利率上升風險下，趁年底前擴大發債規模；金融債券方面，本季進入發行旺季，主要是各銀行為因應年關資金需求增加，及為季底前揭露資本適足率而大舉發債；資產證券化方面，仍以每季及每月循環發行的商業本票債權受益證券及債券債權受益證券為主。債券流通市場部分，本季以來，因台股疲弱走軟，市場游資偏多，債市成為資金避風港，反觀政府因稅收增加而縮減公債發行量，在公債籌碼供不應求下，公債殖利率因而震盪走低。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)12月13日財政部原先委託本行標售96-6期10年期增額公債400億元，但因故縮減發債規模為250億元，因而吸引1.9倍資金搶標，開標結果，最高得標利率為2.509%，

較9月21日發行同年期最高得標利率2.42%略高，反映本行12月之持續升息。若依得標行業別觀察，以證券業得標比率達54.6%最高，其次為銀行業26.7%，票券業18.7%，而被視為潛在客戶的保險業因透過證券業者買進，帳面得標掛零。

(2)97年1月11日財政部委託本行標售97-1期5年期公債400億元，得標利率為2.49%，與去年10月增額標售的5年期公債相較，下降11.3個基本點，主要是受到次級房貸風暴影響，投資海外的資金回流國內，加上台股表現欠佳，在買盤突增情況下，公債成為最佳資金去化的對象。就得標行業觀察，以證券業得標比率50.87%為最高(其中，相當高比率是保險業委託下標)，其次為銀行業34.38%，票券業14.75%。

(3)97年2月12日財政部委託本行標售97-2期20年期公債300億元，在銀行、壽險資金大舉進場下，最高得標利率為2.605%，相較去年11月標售20年期公債利率3.003%，得標利率下滑0.398個百分點，預估可為國庫省下近24億元利息支出。由於近期大型投資機構明顯加碼債券投資比重，影響所及，使得國庫發債成本大減，並將帶動企業籌資成本下降，提升發債意願。若就得標行業別觀察，以證券業得標比率61%為最高，其次為銀行業23.42%，票券業15.58%；其中，壽險

業以委託證券商代標方式，搶下至少五成，約150億籌碼。

截至本季底，中央政府公債發行餘額為3兆4,100億元，至97年2月底金額維持不變，但較96年9月底鉅增820億元。

(二) 直轄市公債

12月7日高雄市政府委託高雄銀行標售96年度第一期零息公債120億元，發行期限為3年，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115億元由法人機構認購，5億元保留由小額投資人認購，由於法人投標認購相當熱烈，總計有16家金融機構得標，決標利率為年利率2.545%。此外，本次發債係以無實體債券方式折價發行，3年到期一次還本，持有期間免去每期付息之手續。若就得標行業別觀察，以證券業得標比重45.21%最高，其次是票券業的37.40%，銀行業為17.39%。

截至本季底，直轄市政府公債發行餘額為1,098億元，至97年2月底增為1,217億元，較96年9月底增加37億元。

(三) 公司債

本季初，由於發債成本高出銀行聯貸至少20個基本點，10月企業發行公司債意願不高，但11月中旬後，因資金充斥，加上壽險業增加投資國內，使得公司債訂價明顯回溫，有籌資需求的企業在考量利率未來上升風險下，趁年底前擴大發債。

本季公司債發行總額為623億元，較上

季增加222億元或55.36%，其中，無擔保公司債發行556億元（包括無擔保不可轉換公司債及無擔保可轉換公司債，分別為290億元及266億元），占89.25%，有擔保公司債發行67億元，占10.75%。發行利率方面，以5年期公司債為例，本季加權平均利率為2.6969%，若以中華信評公司信評等級TWAAA及TWAA區分，其發行利率則分別為2.6847%及2.9750%。再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3.1949%比較，本季企業發債籌資成本平均低於銀行融資利率0.498個百分點。另就發行業別觀察，主要以電子科技、發電、航空運輸、金控公司及家電製造等業別為主。97年1月及2月，公司債發行金額，分別為17億元及37億元，發行行業以金控、紡織及製藥等業別為主。截至本季底，公司債發行餘額為1兆995億元，至97年2月底續減為1兆846億元，較96年9月底減少176億元。

(四) 金融債券

本季首月，並無任何一家銀行發行金融債券，主要受「銀行發行金融債券辦法」最新規定，只要銀行淨值扣除未攤銷呆帳損失，結果為負數，就不能發行金融債之影響；11月，安泰銀行發行可轉換金融次順位債110億元，悉數為隆力私募基金所持有；至12月，進入金融債券發行熱潮，主要是銀行為因應年關資金需求增加，及為季底前揭露資本適足率而大舉發債所致。

本季金融債券發行總金額為1,019億元，較上一季鉅增638億元或167.45%，悉數為次順位金融債券。就發行內容觀察，主要為7年期次順位金融債券及5年期次順位金融債券，發行金額分別為545億元及270億元，加權平均利率分別為2.951%及2.860%，較同年期公債殖利率高約20個基本點，主要目的包括提高資本適足率、償還到期舊債及充實中長期營運資金等用途。97年1月，金融債券發行212億元，主要是中華開發銀行為彌補資金缺口發行金融主順位債券139億元，以及台北富邦銀行為充實中長期營運資金發行金融次順位債券44億元，97年2月，因適逢農曆春節，金融債券發行量縮減為30億元。截至本季底，金融債券發行餘額為9,174億元，至97年2月底增為9,211億元，較96年9月底略增14億元。

(五) 資產證券化受益證券

本季國內資產證券化總發行額為1,364億元，較上季減少197億元或12.62%，其中金融資產證券化證券共發行1,345億元，不動產證券化證券則發行19億元。在金融資產證券化方面，主要以台新銀行、奇美電子、大眾銀行、第一銀行、台灣人壽及法商東方匯理銀行等機構發行結構式債券證券化商品為主，因採每季或每月循環發行，金額高達1,334億元，占99.18%，其餘則為安信信用卡公司為降低信用卡債權證券化違約率而增加資產池之債權。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的增加。97年初，資產證券化市場仍相當熱絡，1月及2月分別發行334億元及589億元。截至本季底，資產證券化受益證券發行餘額為4,262億元，至97年2月底續降為4,196億元，較96年9月底減少213億元。

二、流通市場

(一) 店頭市場

本年10月，在物價上漲壓力加大及本行持續升息下，短期利率上揚，推升10年期公債殖利率為2.6939%；11月，受財政部宣布將買回流動性較差的公債及減發部分籌碼影響，10年期公債殖利率走低為2.6284%；12月，由於台股疲弱走軟，但市場游資偏多，債市成為資金避風港，加上公債供給量偏低，使10年期公債殖利率明顯下跌為2.5293%；97年1月，因受全球股災拖累，台股大跌，加上美國Fed兩次降息高達5碼，國際美元持續走弱，外資從股市撤出後，確有大筆資金並未匯出而轉入債市，在實質買盤加持下，10年期公債殖利率跌至2.5023%；及至97年2月，因國際熱錢不斷湧入，除了部分投資台股外，資金多轉入債市，許多久未交易，且存續期還不到一年的債券成為外資投資的首要標的，多檔冷門券的成交殖利率因而跌破2%，10年期公債殖利率亦延續多頭走勢下滑為2.3762%。

就整體債市交易規模觀察，本季債券

成交總額為38兆6,106億元，較上季減少4兆2,266億元或9.87%，其中買賣斷交易減少1兆9,362億元或10.92%(占成交總額比重，由41.37%降為40.89%)，附條件交易則減少2兆2,904億元或9.12%(占成交總額比重，由58.63%升為59.11%)。本季附條件交易明顯減少，主要是受投資債券附買回交易的利息所得必須課徵10%分離課稅的影響。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38兆2,946億元，較上季減少9.82%，其次是公司債，交易金額為2,498億元，較上季減少7.14%，第三為金

融債券，交易金額為265億元，較上季減少18.71%，第四為資產證券化受益證券，成交金額為205億元，較上季大減58.25%，至於外國債券，交易金額為192億元，則較上季減少17.60%。及至97年，由於股市表現疲軟，債市成為資金避風港，1月成交金額增為15兆2,259億元，2月受農曆春節交易日減少影響，成交金額減為9兆9,370億元。

(二) 集中市場

本季集中市場上可轉換公司債，僅剩華邦電子可轉換公司債一檔，交易金額掛零。

圖2-1 各期別公債殖利率走勢圖

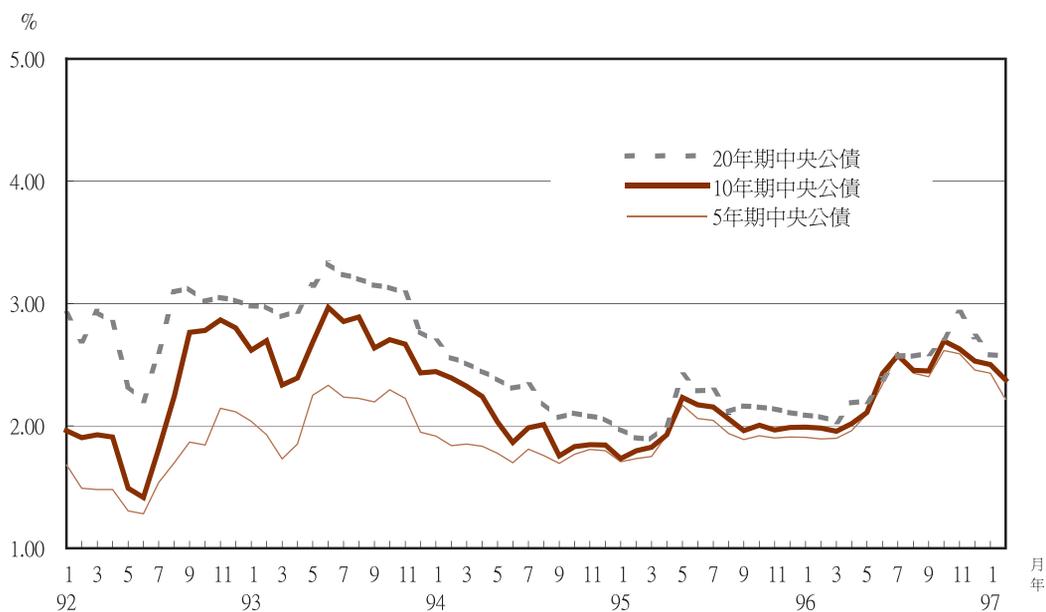


表2-1 國內債券發行概況統計表

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*	
	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
95/ 7	621	56,718	350	31,681	0	1,491	151	11,039	32	8,760	88	2,890	0	857
8	1,072	57,112	300	31,981	0	1,471	230	11,134	60	8,714	482	3,000	0	812
9	861	57,291	450	32,135	0	1,471	133	11,059	31	8,624	247	3,195	0	807
10	1,097	57,738	300	32,138	0	1,471	256	11,156	141	8,748	365	3,460	35	765
11	1,785	58,616	350	32,486	0	1,471	584	11,464	242	8,925	527	3,433	82	837
12	1,701	58,876	400	32,393	80	1,454	481	11,514	505	9,259	235	3,424	0	832
96/ 1	1,091	58,743	400	31,990	0	1,454	54	11,350	0	9,238	637	3,879	0	832
2	1,085	58,693	300	31,789	0	1,453	84	11,364	72	9,301	629	3,964	0	822
3	945	59,104	400	32,188	0	1,433	67	11,343	242	9,420	236	3,924	0	796
4	791	59,277	300	32,488	0	1,433	103	11,234	39	9,348	264	3,913	85	861
5	1,285	59,349	300	32,787	90	1,435	92	11,135	15	9,042	788	4,099	0	851
6	1,391	60,187	400	33,183	0	1,434	138	11,131	157	9,275	696	4,317	0	847
7	869	59,771	200	33,082	0	1,334	242	11,092	0	9,015	427	4,406	0	842
8	868	59,694	99	33,181	0	1,259	51	11,021	50	8,971	668	4,430	0	832
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	60,428	250	34,100	0	1,098	354	10,995	898	9,174	455	4,262	0	799
97/ 1	1,083	60,096	400	33,800	120	1,217	17	10,850	212	9,296	334	4,242	0	691
2	956	60,261	300	34,100	0	1,217	37	10,846	30	9,211	589	4,196	0	691

*：包括國際金融組織來台發行以新台幣計價之國外債券，以及外資銀行來台發行以外幣計價之國際債券。

資料來源：(1) 中央銀行「中華民國台灣地區金融統計月報」。
(2) 行政院金監會證券暨期貨局「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」。

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
95/ 7	223,850	135,205	60.4	88,645	39.6
8	246,188	155,357	63.1	90,831	36.9
9	222,280	142,239	64.0	80,041	36.0
10	203,604	123,679	60.7	79,925	39.3
11	227,064	141,314	62.2	85,750	37.8
12	191,371	102,557	53.6	88,814	46.4
96/ 1	241,873	144,733	59.8	97,140	40.2
2	99,610	48,390	48.6	51,220	51.4
3	243,553	152,300	62.5	91,253	37.5
4	183,679	94,073	51.2	89,606	48.8
5	204,293	106,632	52.2	97,661	47.8
6	149,322	56,652	37.9	92,670	62.1
7	156,739	63,134	40.3	93,605	59.7
8	152,628	64,735	42.4	87,893	57.6
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

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*
			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
95/ 7	223,850	222,803	499	216	247	9	76
8	246,188	244,842	575	259	268	58	186
9	222,280	220,411	843	287	361	222	156
10	203,604	202,352	612	343	289	2	6
11	227,064	225,581	586	602	221	9	65
12	191,371	188,106	1,305	638	854	309	159
96/ 1	241,873	240,420	505	585	170	135	58
2	99,610	98,547	458	260	130	148	67
3	243,553	242,233	326	436	257	229	72
4	183,679	182,645	274	408	238	26	88
5	204,293	203,094	426	414	181	117	61
6	149,322	147,899	354	567	142	271	89
7	156,739	155,150	476	764	114	146	89
8	152,628	151,436	270	546	152	136	88
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

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

96年10月至97年2月期間，台股隨著國際股市波動加劇而呈現大幅震盪走勢，加權指數於10月29日漲至9,810點之新高後，由於國際股市多次出現重挫及外資大幅賣超，台股即不斷走低，至97年1月23日指數跌至7,408點的低點，之後隨著市場預期未來兩岸經貿政策將更加開放，以及海外資金持續匯入，新台幣大幅升值，促使資金行情升溫，台股止跌回升，2月底指數漲至8,412.8點，但仍較96年9月底的9,476.5點下跌11.2%。

一、大盤股價指數變動

96年10月份股市維持高檔震盪整理格局，指數於9,400點~9,800點間波動，並於10月29日漲至9,810點之新高，10月底加權指數較上月底上漲2.48%。此期間主要利多因素包括：1.10月上旬美股及亞股續呈強勢，有效激勵外資持續加碼台股；2.10月下旬美股及亞股再度走強，促使外資不斷買超台股。此期間主要利空因素包括：1.10月12日亞股全面重挫，引發外資大舉拋售台股；2.受到美股10月19日重挫之衝擊，10月22日亞股再度全面重挫，進而促使外資又大幅賣超台股；3.油價漲破每桶90美元大關，市場對通膨疑慮再起。

96年11月份股市大幅下挫，11月底加權指數較上月底下跌11.58%。此期間主要利

空因素包括：1.由於美國次級房貸風暴嚴重衝擊金融市場，市場對美國經濟景氣惡化之疑慮明顯升高，致使美股及亞股全面重挫；2.受到美國次級房貸風暴擴散的影響，投資人大幅贖回基金，致使外資為應付投資人贖回基金之壓力，因而不斷大量拋股求現，11月份累計賣超台股達1,494億元；3.國際油價飆漲，每桶高達96美元，再創歷史新高，引發市場對通膨升溫之疑慮，打擊投資人持股信心。

96年12月份受到國際股市不穩及國內政治面紛擾之影響，台股呈現大幅震盪，12月底加權指數較上月底小跌0.93%。12月上旬股市走高，此期間主要利多因素包括：1.市場預期美國Fed將於12月11日持續降息，布希宣布凍結次級房貸利率5年，以及歐美七大央行聯手對銀行體系挹注資金，激勵國際股市走高；2.外資在美股勁揚的加持下出現買超。12月中旬股市急跌，指數於12月18日跌至7,807點的低點，此期間主要利空因素包括：1.美國Fed降息幅度不如市場預期，引發國際股市連袂重挫，並促使外資賣超台股；2.國內政治面紛擾不斷，打擊投資人持股信心；3.融資斷頭賣壓湧現，加重台股跌勢。12月下旬股市大幅反彈，此期間主要利多因素包括：1.國內政治面紛擾逐漸減退，激勵外資及投信法人積極加碼；2.台股短線已超

跌，吸引投資人進場承接。

97年1月份股市大幅下滑，指數於1月23日跌至7,408點的新低點，1月底加權指數較上月底下跌11.58%。1月份主要利空因素包括：1.美國經濟數據表現不佳，美國經濟步入衰退的機率大增；2.花旗集團及美林證券2007年第4季財報出現巨額虧損，衝擊全球股市；3.國際股市持續崩跌，促使外資大幅拋售台股；4.融資斷頭賣壓再度出籠。

97年2月份股市勁揚，2月底加權指數較上月底上漲11.86%。2月份主要利多因素包

括：1.行政院宣布多項開放措施，包括放寬陸資來台投資商用不動產及放寬金融業西進政策；2.市場預期未來兩岸經貿政策將更加開放；3.海外資金持續匯入，新台幣大幅升值，促使資金行情升溫；4.國際股市回穩，激勵外資恢復買超。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，96年10月份各類股漲跌互見，由於中國股市回檔下修，且原物料價格可能自高檔回落，使得原物料

圖3-1 集中市場價量變動趨勢

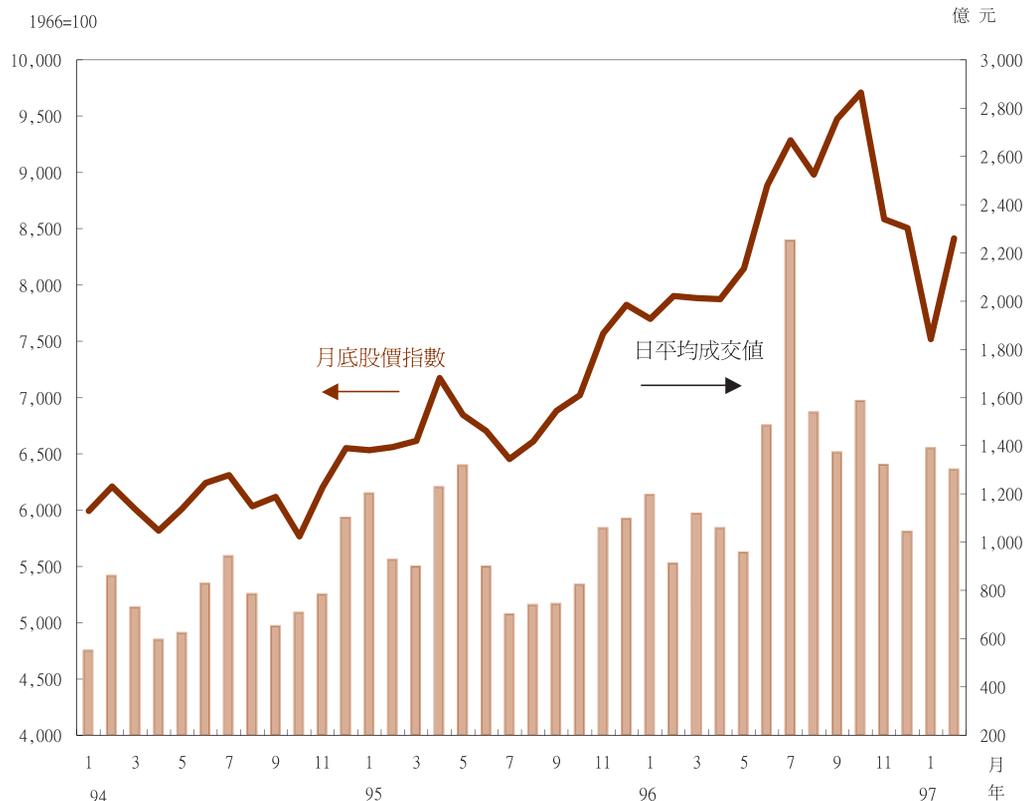


表3-1 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	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
96年9月底	9,476.5	395.4	1,036.6	773.2	464.1	202.0	290.5	169.9	248.0	106.8
96年10月底	9,711.4	406.5	1,079.7	688.4	443.9	194.4	297.5	167.7	270.9	99.0
96年11月底	8,586.4	357.3	974.6	600.0	395.7	171.6	253.7	146.4	240.3	90.2
96年12月底	8,506.3	352.1	937.9	630.7	385.4	161.2	253.1	141.7	246.3	88.2
97年1月底	7,521.1	292.7	997.9	575.4	406.2	157.7	279.6	134.1	193.1	80.2
97年2月底	8,412.8	322.4	1,082.5	690.9	469.8	189.5	344.0	165.6	224.9	89.8
96年10月底 與上月底比%	+2.48	+2.81	+4.16	-10.97	-4.34	-3.78	+2.42	-1.29	+9.23	-7.23
96年11月底 與上月底比%	-11.58	-12.11	-9.74	-12.84	-10.87	-11.74	-14.72	-12.70	-11.28	-8.90
96年12月底 與上月底比%	-0.93	-1.45	-3.76	+5.12	-2.61	-6.05	-0.25	-3.20	+2.48	-2.24
97年1月底 與上月底比%	-11.58	-16.87	+6.40	-8.76	+5.42	-2.15	+10.49	-5.36	-21.60	-9.13
97年2月底 與上月底比%	+11.86	+10.15	+8.48	+20.06	+15.66	+20.13	+23.03	+23.46	+16.45	+12.01

類股名稱 日期	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
96年9月底	66.6	119.7	72.6	153.8	214.2	128.0	127.5	100.4	132.5	147.5
96年10月底	66.3	117.5	83.4	143.3	189.2	127.7	133.4	102.7	135.6	139.0
96年11月底	55.9	98.7	63.1	134.2	161.6	115.9	117.4	95.0	122.9	128.3
96年12月底	52.6	101.3	66.2	135.9	156.4	110.4	119.2	97.3	123.6	127.4
97年1月底	51.5	94.2	59.1	137.6	142.7	115.6	107.2	114.2	128.3	117.2
97年2月底	60.3	110.4	70.6	149.3	178.0	125.4	121.1	137.3	158.1	130.9
96年10月底 與上月底比%	-0.32	-1.77	+14.81	-6.79	-11.65	-0.25	+4.63	+2.29	+2.35	-5.75
96年11月底 與上月底比%	-15.68	-16.00	-24.36	-6.38	-14.59	-9.24	-12.00	-7.50	-9.35	-7.67
96年12月底 與上月底比%	-5.92	+2.59	+4.87	+1.28	-3.21	-4.71	+1.53	+2.44	+0.54	-0.72
97年1月底 與上月底比%	-2.11	-7.03	-10.60	+1.27	-8.78	+4.74	-10.02	+17.33	+3.84	-8.03
97年2月底 與上月底比%	+17.02	+17.28	+19.43	+8.49	+24.75	+8.43	+12.98	+20.24	+23.19	+11.71

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
95年 全年	5,581	-543	69	5,107
96年 全年	741	1,554	158	2,453
96年 2月	381	74	20	475
96年 3月	-1,010	-97	-13	-1,120
96年 4月	781	-29	-30	722
96年 5月	437	37	103	577
96年 6月	1,852	138	-11	1,979
96年 7月	-93	585	38	530
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

類股及中概股漲多回檔，市場資金也由傳產股轉至電子及金融股，以致電子股及金融股分別上漲2.81%及4.16%；但食品股下跌10.97%，紡織股下跌4.34%，造紙股下挫3.78%，鋼鐵股下跌6.79%，橡膠股下跌11.65%。

96年11月份由於美股及亞股全面重挫，外資大幅拋售台股求現，促使所有類股均告下跌，其中跌幅較深者有：食品股下跌12.84%，建材營造股下跌14.72%，水泥股下跌12.7%，化學生技醫療股下跌16%，玻璃陶瓷股下跌24.36%，橡膠股下挫14.59%。電子股及金融股分別下跌12.11%及9.74%。

96年12月份各類股漲跌互見，電子股下跌1.45%，主要係受到員工分紅費用化議題及中國實施新版勞動合同法之利空影響。金融股下跌3.76%，主要係受到美國次級房貸風暴的衝擊，而使其獲利減退。紡織、造紙、水泥及橡膠等類股，亦因中國實施新版勞動合同法之利空影響而呈現下跌。塑膠股上漲2.48%，主要係因國際油價居高，相關塑化產品獲利佳。鋼鐵股上漲1.28%，主要係因中國鋼鐵需求仍強，國內鋼價調漲。觀光股上漲2.44%，主要係受到兩岸經貿政策開放的題材所激勵。

97年1月份各類股漲跌互見，在兩岸經貿政策將走向更開放的利多加持下，市場資金轉至資產、建材營造、觀光及金融等類

股，使得這些類股均呈現上漲，其中觀光股上漲17.33%，建材營造股上揚10.49%，金融股上漲6.40%，紡織股亦因具有資產題材而上揚5.42%。至於其餘類股，則因美國景氣走緩，相關產業的營運前景看淡，以及外資賣超而呈現下跌，其中塑膠股下跌21.6%，電子股下跌16.87%，航運股下跌10.02%。

97年2月份在政府加速開放兩岸政策，以及海外資金持續匯入，帶動資金行情升溫的激勵下，所有類股均呈現上漲，其中與兩岸開放題材及資產題材有關的類股漲幅較大，例如食品股上漲20.06%，紡織股上揚15.66%，建材營造股上漲23.03%，水泥股上漲23.46%，觀光股上揚20.24%。至於電子股則上揚10.15%，金融股上漲8.48%。

三、三大法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，96年10月因美股及亞股強勁回升，激勵外資看多台股，因而出現買超。96年11月及97年1月由於美國次級房貸風暴持續發威，導致全球股市重挫，外資機構面臨投資人贖回基金的壓力，致使外資相繼出現賣超，尤其11月賣超高達1,494億元。96年12月及97年2月外資均出現買超，此主要係因台股已呈現超跌，投資價值浮現，加以國際股市也止跌回穩，因而吸引外資逢低承接。

96年10月投信法人出現買超，此主要係

受到國際股市表現強勁，以及外資看多台股之激勵。96年11月及97年1月投信法人出現賣超，此係因在外資大幅賣超台股的衝擊下，台股出現重挫，引發投信法人減碼台股。96年12月及97年2月投信法人出現買超，此主要係因台股已超跌，投資價值浮現，以及看好未來兩岸關係的發展，促使投信法人逢低承接。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超，96年10月及97年2月因股市行情走高，而使自營商出現買超；但在11月因股市表現疲軟，而使其出現賣超。自營商在96年12月及97年1月即使股市表現不佳但仍出現買超，此主要亦係因台股已超跌，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. 96年10月2日，金管會修正「證券商設置標準」部分條文，開放期貨商得兼營證券經紀及自營業務。

2. 96年11月9日，金管會修正「發行人募集與發行有價證券處理準則」，簡化發行人申報對外募資案，由現行三十個營業日，縮短為二十個營業日。上市櫃減資案，申報生效期間由現行三十個營業日，縮短為十二個營業日。上櫃（市）轉上市（櫃）現金增

資發行新股案，申報生效期間由現行十二個營業日，縮短為七個營業日。

3. 96年11月20日，金管會修正證券商受託買賣外國有價證券管理規則，規範買賣範圍及標的不得涉及：（1）大陸地區證券市場有價證券，（2）大陸地區政府或公司在香港地區發行或經理的有價證券（國企股），（3）恆生香港中資企業指數成份股所發行之有價證券，（4）港澳地區由大陸政府、公司直接或間接持有股權30%以上公司所發行之有價證券（紅籌股），（5）大陸地區註冊之公司在大陸地區及香港地區市場以外之其他證券交易市場掛牌之有價證券。

4. 96年11月22日，金管會修正證券商管理規則等相關條文，將證券商與專業機構投資人之商品交易範圍改為負面表列之方式監理。

5. 97年1月28日臺灣期貨交易所推出「新臺幣計價黃金期貨契約」，期貨市場商品再增一名生力軍。

6. 97年2月5日金管會已同意臺灣證券交易所建議，調整鉅額交易制度，包括增加開盤前配對交易時間為上午8:00至8:30、調整鉅額交易申報買賣價格升降單位為0.01元及證券商受託以成交日交割鉅額賣出之額度控管方式等三項措施。

7. 97年2月14日金管會考量投信基金之操作彈性，將證券相關商品風險暴露部位之

計算上限，由15%放寬為40%；放寬投信基金得委託國外期貨商從事國外期貨交易；放寬投信基金得從事以我國證券、證券組合或

股價指數為標的之國外期貨或選擇權交易，惟應委託經本會許可之期貨商為之，並訂定相關比例及額度限制。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

96年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為10月17日之32.605元，最高為11月30日之32.268元，波幅為0.337元。季底新台幣對美元匯率為32.443元，較上季底升值0.4%，對歐元、日圓及人民幣匯價則分別較上季底貶值1.8%、2.8%及2.3%，對韓元較上季底升值2.7%。

與96年第4季底比較，97年第1季底新台幣對歐元及日圓貶值，惟對美元、人民幣及韓元升值（見圖4.1），致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）升值2.5%。以下分別分析97年第1季新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元之匯率變動。

新台幣對美元匯率：最低為1月10日之32.487元，最高為3月26日之30.010元，創86年10月20日以來新高匯價，波幅為2.477元。美國因經濟數據表現不佳、景氣趨緩，加以次級房貸危機持續，Fed於本季降息三次共8碼，國際美元顯著走疲。國內因3月總統大選，市場預期兩岸關係趨向開放，加上台美利差由負轉正，新台幣利率高於美元利

率，外資大量匯入及廠商賣匯，致新台幣對美元大幅走升。本季底新台幣對美元匯率為30.405元，較上季底升值6.7%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元平均匯價亦較上年同季升值4.4%。

新台幣對歐元匯率：1月中旬因歐股重挫，致歐元下跌，惟在歐元區經濟表現較美國為佳及Fed大幅降息影響下，歐元於1月底回升。2月初因歐元區經濟轉疲機率與降息機率升高，歐元一度走貶，後因經濟指標優於預期，支撐歐元反彈走升。本季底新台幣對歐元較上季底貶值1.4%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元平均匯價亦較上年同季貶值8.9%。

新台幣對日圓匯率：1月初以來，美國次級房貸危機持續，全球股市震盪、金融市場波動擴大，投資人平倉日圓套利交易，日圓走升。本季底新台幣對日圓較上季底貶值4.9%。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8.0%。

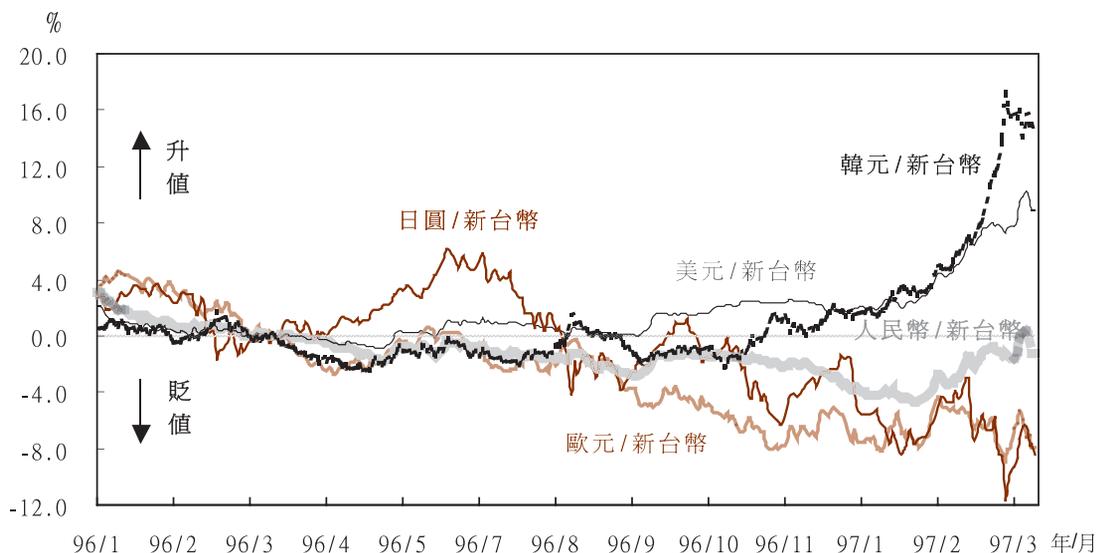
新台幣對人民幣匯率：中國為抑制信用擴增過速，穩定通貨膨脹，於1月及3月共調升存款準備率4碼，惟因國際美元走弱，年初以來人民幣對美元續呈升值走勢。本季底

新台幣對人民幣匯價較上季底升值2.4%。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則貶值3.7%。

新台幣對韓元匯率：年初以來雖然國際美元呈現弱勢，惟因外資出脫韓股，加上韓國貿易逆差擴大，超出預期，韓元對美元走

跌。3月下旬因外資重新匯入買進韓股及出口商賣匯，韓元對美元回升。本月底新台幣對韓元較上季底升值12.9%。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6.4%。

圖4-1 97年第1季(1至3月)新台幣對主要貿易對手國之升貶幅度
(與96/3/30比較)



二、外匯市場交易

96年11月至97年1月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為12,786.89億美元，較上年同期成長11.3%，日平均交易淨額為196.21億美元。同期間OBU外匯交易淨額為593.04億美元，占外匯市場總交易量4.6%，該比重較上年同期上升0.8個百分點。

各交易類別中，以即期外匯交易最多，

交易量達6,632.87億美元，換匯交易居次，交易量為3,897.90億美元，兩者較上年同期分別成長17.7%及14.8%，亦較上期(96年8至10月)分別成長3.7%及6.7%；兩者交易比重合計占外匯市場總交易量超過八成，分別為51.9%及30.5%。遠匯與匯率選擇權交易分居第三及第四，此兩類交易比重分別為9.5%及6.4%，與上年同期比較，分別下降2.3及1.5個百分點；若與上期比較，則分別微升0.6個百分點及微降0.7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)¹

單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額	
		國內銀行 間新台幣 對外幣	國內銀行 間新台幣 對外幣	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²				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	
95	11	181,435	118,045	15,806	44,712	11,497	3,310	3,593	30,756	381,850	16,914	17,357
	12	164,996	110,123	16,334	43,684	12,493	3,337	3,610	32,762	358,513	11,985	17,072
96	1	217,319	111,422	17,946	47,258	16,473	3,169	2,764	26,687	408,619	15,240	18,574
	2	142,514	73,145	10,195	40,419	13,677	3,069	1,618	17,458	278,223	10,802	19,873
	3	232,990	117,324	20,233	50,681	16,205	3,660	2,561	32,325	439,539	18,030	19,110
	4	181,707	87,278	18,042	35,076	12,651	2,611	1,674	24,528	332,873	15,294	16,644
	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

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，11月至1月各月的比重分別為36.0%、41.6%及40.3%，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六成上下，11月至1月美元對日圓、美元對歐元及其他外幣間交易的比重分別為22.6%、12.1%及23.7%，三者較上年同期分別下降7.6、2.1及上升5.3個百分點；與上期

比較，則分別下降1.2、1.5及0.4個百分點（見圖4.3）。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，11月至1月各月占全體外匯交易量分別為55.1%、49.8%及53.8%；國內銀行與顧客間的交易居次，11月至1月比重分別為31.1%、34.2%及29.8%；國內銀行間的交易比重最少（見圖4.4）。

圖4-2 外匯交易-按交易類別

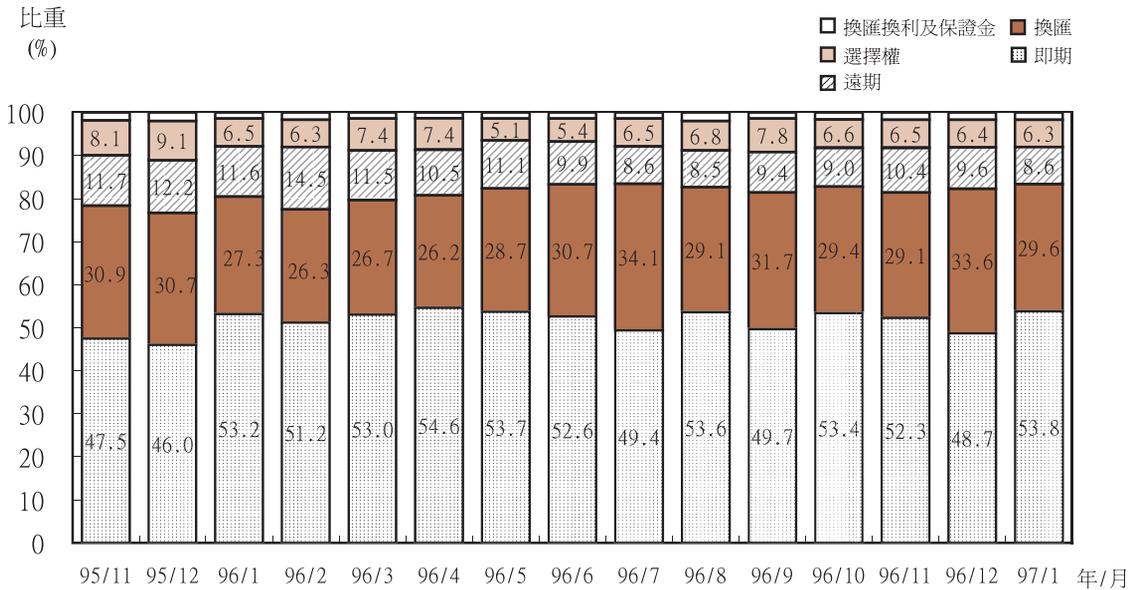


圖4-3 外匯交易-按幣別

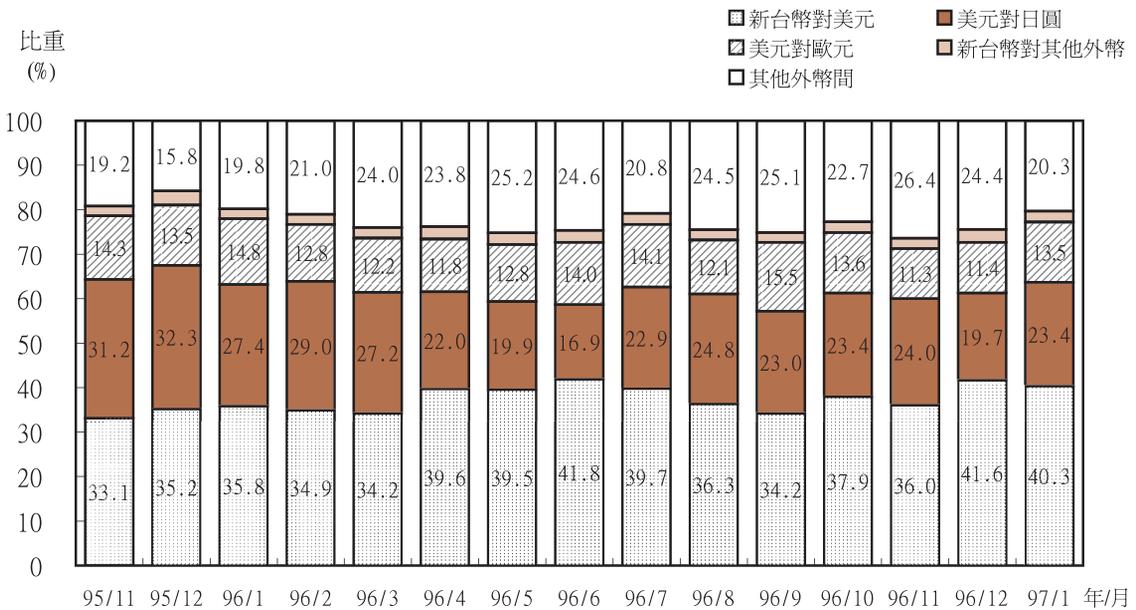
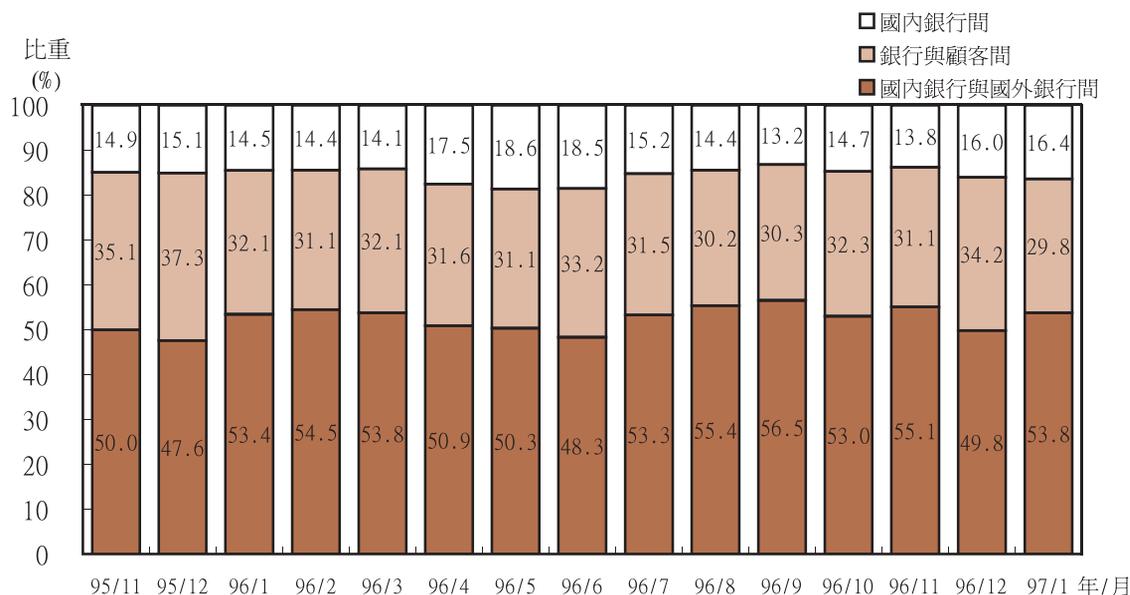


圖4-4 外匯交易-按交易對象別



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)，96年11月換匯交易量為344.9億美元，較上月增加31.2%，主要係受美國次級房貸風暴影響，銀行恐美元資金籌措不易，3個月以內銀行間美元利率報價逐步調高，換匯點數變化很大，指定銀行遂積極進行調節或拋補，致交易量大增。12月交易量為283.2億美元，較上月減少17.9%，主要係歐美各國央行聯手對市場挹注資金，紓緩信貸緊縮情況，銀行以換匯交易籌措美元資金之需求銳減所致。97年1月交易量為423.6億美元，較

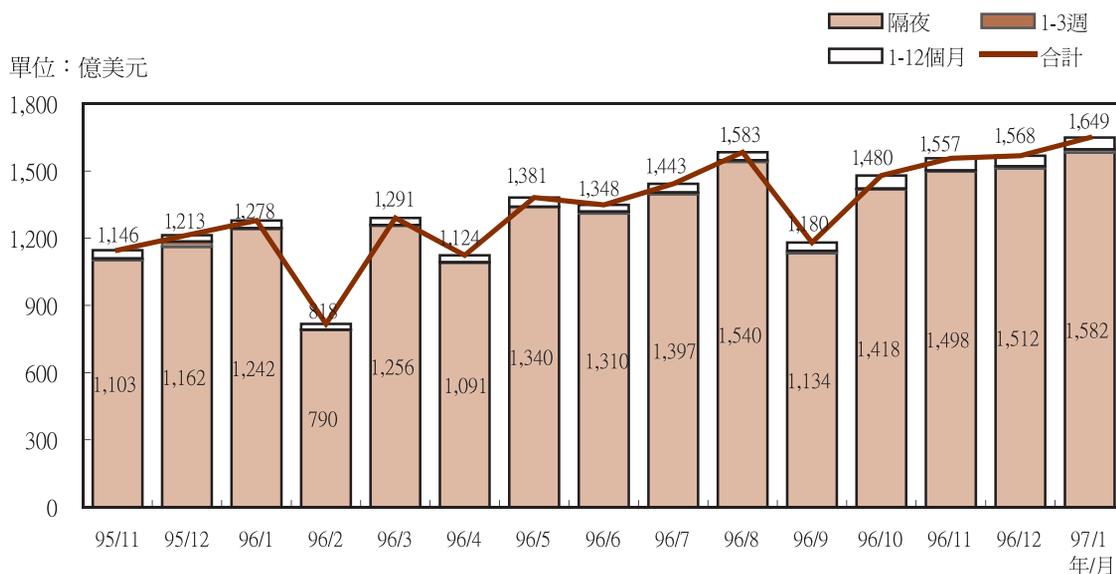
上月增加49.6%，主要係受下列因素影響：
 (1)美國經濟數據表現不佳，美元利率於1月初即提前反映Fed月底將降息之預期呈下跌走勢，其後，Fed兩次降息共5碼，促使銀行積極辦理長天期換匯交易，銀行間長天期換匯交易量大幅增加；
 (2)部份外銀承作長天期換出美元交易後，至換匯市場調節新台幣準備部位，本行換入美元交易量因而大幅提高。

銀行間外幣拆款市場交易方面(見圖4.5)，96年11月交易量為1,556.6億美元，較上月增加5.2%，主要係因美國經濟數據表現疲弱，市場預期美國將再降息，銀行多以辦理隔夜拆款支應資金需求，維持相當高之周轉率；以及11月外匯存款餘額增加，部分銀行將多餘外幣資金拆出，以增加收益所

致。12月交易量為1,568.3億美元，較上月微增0.8%，主要係銀行因應跨年資金需求，增加辦理短天期拆借所致。97年1月交易量為1,648.8億美元，較上月增加5.1%，主要係

因美國經濟成長放緩，Fed本月連續降息共5碼，銀行持續以隔夜及短天期拆款支應資金需求所致。

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

96年11月至97年1月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為1,034.01億美元，較上年同期大幅成長155.4%。其中，以外幣利率期貨交易金額最多，外幣換利交易居次，外幣遠期利率協議交易居第三，此

三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55.5%、27.0%及8.4%。與上年同期比較，各交易類別中，以外幣利率期貨交易比重提升10.4個百分點最多，外幣換利交易比重則下降15.1個百分點最大；若與上期比較，交易比重上升最多者為外幣遠期利率協議，增幅達4.5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
95 / 11	4,168	500	620	3,757	204	20	106	9,375
12	5,609	120	1,283	4,275	201	4	49	11,541
96 / 1	7,258	290	665	10,233	1,018	38	74	19,576
2	5,665	100	398	17,246	113	106	118	23,746
3	11,263	750	1,775	20,352	434	77	194	34,844
4	5,577	220	789	11,233	322	127	366	18,633
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

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，並於96年11月至97年1月間採取下列措施：

1. 為提供海外及大陸台商更多元化之支付工具，以提高其利用OBU從事資金調度之意願，97年1月10日宣布，已與金管會就「開放OBU辦理外幣支票存款業務」達成共識。而銀行公會據此所訂之「OBU外幣支票

存款戶處理規範」及「OBU外幣支票存款約定書範本」，業經本行同意核備。主要內容如下：

- (1) OBU得依業務需要，選擇辦理人民幣以外之任何外幣支票存款業務。
- (2) OBU外幣支票必須記名、劃平行線、禁止背書轉讓、禁止委任取款；該外幣支票存款帳戶不得收受、支付外幣現金，或兌換為新台幣提取。
- (3) 開放初期，票據之清算透過各銀行同業存款帳戶採託收方式辦理。

國際經濟金融情勢（民國96年第4季）

壹、概述

上（2007）年全球經濟在新興市場國家景氣持續增溫帶動下穩健成長。惟近來受美國經濟成長大幅減緩、國際金融市場波動加劇，以及國際原物料行情高漲之衝擊，全球景氣擴張力道趨緩。

上年第4季，美國經濟成長率（與上季比，換算成年率）受消費者支出與輸出成長放緩，以及民間投資轉呈衰退之影響，由第3季的4.9%大幅降至0.6%。歐元區亦因固定資本形成與輸出成長放緩，以及家計部門消費支出轉呈衰退，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第3季之3.0%降至1.5%；若與前（2006）年同季比，則由第3季之2.6%降至2.2%。日本則因民間消費及企業設備投資成長擴增，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第3季之1.2%升至3.5%。亞洲新興國家除新加坡、菲律賓及印尼外，經濟成長表現均較第3季為佳。至於中國在固定資產投資持續熱絡及貿易順差大幅擴增下，上年第4季經濟成長率達11.2%。印度則在民間消費、固定資本形成及輸出擴增之帶動下，上年第4季經濟成長率達8.4%。

就上年全年而言，各主要經濟體經濟成長率普遍較前年為低，其中美國由2.9%降至2.2%，歐元區由2.9%降至2.6%，日本亦由

2.4%降至2.1%；亞洲新興國家除馬來西亞、菲律賓及印尼外，經濟成長率亦均較前年為低。

由於美國次級房貸問題持續發酵，全球景氣走疲，多數國際機構均預測本（2008）年全球經濟成長將較上年減緩。其中，國際貨幣基金（IMF）於本年1月預測本年全球經濟成長率將由上年之4.9%降至4.1%（請參閱表1）。環球透視機構（Global Insight Inc.）2月公布的預測值，亦由上年之3.8%降至3.2%。另JP摩根大通銀行3月公布的預測值則為2.4%，亦低於上年之3.4%。

在物價方面，上年初受能源價格回穩及前年基期已高之影響，多數主要國家躉售物價指數（WPI）漲幅略緩；惟下半年起，國際商品漲勢再度加速，部分國家WPI漲幅回升。消費者物價指數（CPI）方面，由於原物料價格高漲，廠商轉嫁成本壓力升高，近來主要國家及亞洲新興國家CPI漲勢多已有擴大跡象。環球透視機構預測本年全球通膨率將由上年之3.4%升至3.8%。

就貨幣政策而言，上年初以來主要國家通膨率大致持穩，部分國家為防範通膨復燃，續採緊縮性貨幣政策；惟上年7月下旬之後，美國次級房貸問題擴大，美股下挫並

波及全球金融市場，為紓解市場流動性不足之壓力，主要國家央行自上年8月9日以來多次緊急挹注市場資金，以緩解金融市場短期資金不足。上年12月，歐美等五大央行更聯手注資，美國聯邦準備體系（Fed）並與歐洲中央銀行（ECB）及瑞士央行（SNB）間建立換匯機制。

本年以來，Fed除擴大「短期資金標售

機制（Term Auction Facility, TAF）」操作及公開市場之附買回操作規模外，並宣布與其他十大工業國（G10）央行繼續合作，以解決全球流動性危機問題，且進一步設立「短期融券機制（Term Securities Lending Facility, TSLF）」及「主要交易商信用機制（Primary Dealer Credit Facility, PDCF）」，

另增加與ECB、SNB間之換匯額度。

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2006	2007	2008
全球	5.0 (4.0)	4.9 (3.8)	4.1 (3.2)
先進經濟體	3.0	2.6	1.8
OECD國家	3.2	2.7	2.3
主要先進經濟體(G7)	2.6	2.1	1.9
美國	2.9	2.2	1.5 (1.4)
日本	2.4	2.1	1.5 (1.2)
德國	3.1	2.7	2.0 (1.6)
英國	2.9	3.1	2.3 (1.8)
歐元區	2.9	2.6	1.6 (1.6)
四小龍	5.3	4.9	4.4
台灣	4.89	5.7	3.8 (4.0)
香港	7.0	6.3	4.7 (4.9)
新加坡	8.2	7.7	5.8 (5.2)
南韓	5.1	5.0	4.6 (5.0)
東協之四小虎	5.4	5.6	5.6
泰國	5.1	4.8	4.5 (5.0)
馬來西亞	5.9	6.3	5.6 (5.6)
菲律賓	5.4	7.3	5.8 (4.8)
印尼	5.5	6.3	6.1 (6.1)
中國大陸	11.1	11.4	10.0 (9.9)
印度	9.7	8.9	8.4 (8.0)
其他新興市場暨發展中國家	7.7	7.8	6.9

註：先進經濟體共29個經濟體，包括美國、歐元區、日本、英國、加拿大、澳洲、紐西蘭及亞洲新興工業經濟體等國；其他新興市場暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共145國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協四小虎、中東及中南美洲國家等。

資料來源：除全球、先進經濟體、美國、日本、歐元區、中國大陸及新興市場暨開發中國家預測值採用IMF *World Economic Outlook Update*, January 2008，其餘國家及地區則係IMF *World Economic Outlook*, October 2007；()內資料係採用Global Insight *World Economic Outlook*, February 2008；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.82, December 2007。

此外，以美、英為首之國家陸續降息，Fed上年9月至本年3月間連續六度調降聯邦資金利率目標共3個百分點至2.25%。另於本年3月16日緊急調降貼現利率一碼，使得貼現利率與聯邦資金利率目標之間的差距由0.5個百分點縮小至0.25個百分點。加拿大央行則於上年12月至本年3月間三度降息至3.50%。英格蘭銀行（BOE）亦於上年12月及本年2月各降息一碼，14天期附買回利率降為5.25%，3月6日決議維持利率不變。日本於前年7月及上年2月兩度將無擔保隔夜拆款目標利率及基準貼放利率分別調升至0.5%及0.75%後，迄今維持不變。ECB自2005年12月至上年6月間八度升息後，迄今維持利率不變，目前主要再融通操作之最低投標利率為4.00%。澳洲本年2月及3月持續分別再度調升官方利率各一碼至7.25%。紐西蘭則自2004年至上年7月共十三度升息，官方利率升抵8.25%。

在亞洲國家方面，上年以來，中國、印度、南韓採行緊縮政策以因應景氣過熱，惟近期受美國次級房貸問題影響，升息腳步明

顯放緩。中國增強宏觀調控政策，2004年至上年12月已分別八度及九度調升存款及放款基準利率，目前1年期存款及放款基準利率分別為4.14%及7.47%；而前年7月至本年3月間共十五度調升金融機構法定存款準備率至15.5%。印度央行2005年至上年3月已七次調升附買回利率至7.75%。南韓於2005年至上年8月間共七度升息後，維持利率不變，目前官方利率為5.00%。馬來西亞於2005年至前年三度升息後，維持利率不變，目前官方利率為3.50%。

反之，泰國、印尼、菲律賓則降息以刺激景氣。泰國上年1至7月間五度降息，目前官方利率為3.25%。印尼於通膨壓力減輕後，自前年5月至上年12月間十四度降息至8.00%。菲律賓鑑於通膨風險減輕，亦於上年7月至本年1月間五度降息，目前央行對商業銀行的隔夜貸款利率為7.00%，隔夜存款利率則為5.00%。香港因採聯繫匯率制度，上年9月至本年3月跟隨美國六度降息，目前貼現窗口基本利率為3.75%。

貳、美國經濟成長趨緩，降息並注資因應次級房貸問題

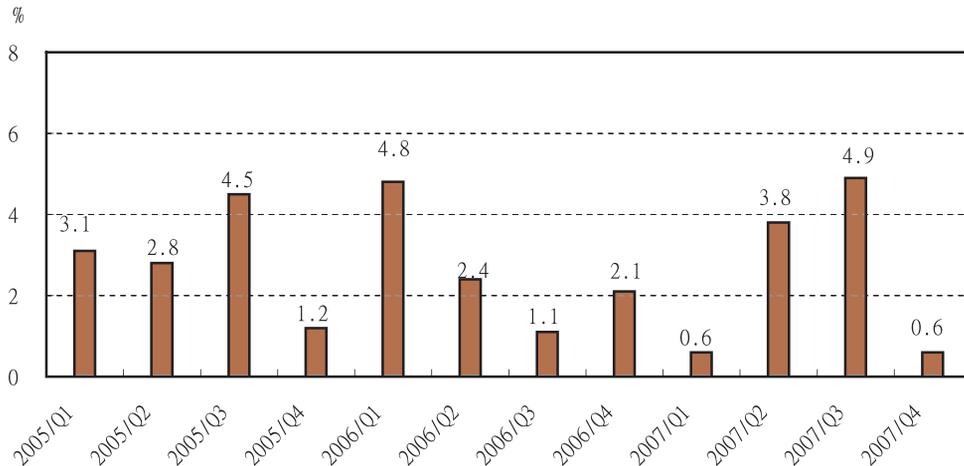
美國上年第4季經濟成長率由第3季之4.9%大幅滑落至0.6%（圖1），其中，消費者支出成長率由2.8%降至2.3%，主要為耐久財成長率由第3季之4.5%降至2.0%所致；民間投資成長率由第3季之5.0%大幅滑

落至-14.6%，主要因住宅固定投資不振所致；政府支出成長率則由第3季之3.8%降至2.0%；輸出入方面，輸出成長率由第3季之19.1%大幅降至6.5%，輸入成長率亦由第3季之4.4%降至-1.4%。而全年經濟成長率為

2.2%，低於前年之2.9%。另就美國海關貿易統計觀察（未經季節調整），上年全年出口

成長12.2%，進口成長5.4%，貿易入超則為7,901億美元，較前年同期減少3.3%。

圖1 美國經濟成長率



美國上年工業生產指數年增率為1.7%，本年1月雖升至2.5%，惟2月則回降為1.3%（表2）；同時，2月供應管理學會（ISM）製造業指數由1月之50.7%降至48.3%，顯示製造業部門景氣減緩。勞動市場方面，受次級房貸問題惡化影響，上年下半年以來勞動市場逐步惡化，全年失業率為4.6%，本年1、2月仍在4.9%及4.8%之高點，2月非農業部門就業人口亦較1月減少6萬3千人；上年第4季製造業部門勞動生產力年增率由第三季之3.1%略升至3.2%，全年則達3.7%。在消費

信心方面，美國經濟諮商協會（Conference Board）之消費者信心指數（Consumer Confidence Index）由本年1月之87.3明顯降至2月之75，顯示消費者對經濟前景並不樂觀。另3月5日公布的Fed褐皮書報告顯示，本年以來美國各地區經濟活動減緩，各行業中，除觀光業持續擴張外，一般零售業、服務業、製造業與房地產市場均呈現疲軟。同時，銀行信用普遍緊縮，且能源等原物料價格存在持續上升的壓力。

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	3.1	5.1	3.3	2.2	3.4	4.8	-767,477
2006	2.9	4.6	2.2	2.5	3.2	3.0	-817,304
2007	2.2	4.6	1.7	2.3	2.8	3.9	-790,114
2007/3	0.6	4.4	1.3	2.5	2.8	3.2	-60,748
4		4.5	1.4	2.3	2.6	3.2	-64,615
5		4.5	1.5	2.2	2.7	4.1	-65,117
6	3.8	4.5	1.4	2.2	2.7	3.3	-65,248
7		4.6	1.7	2.2	2.4	4.2	-75,077
8		4.6	1.6	2.1	2.0	2.3	-69,129
9	4.9	4.7	2.2	2.1	2.8	4.4	-64,327
10		4.7	1.9	2.2	3.5	6.1	-75,485
11		4.7	2.6	2.3	4.3	7.2	-71,724
12	0.6	5.0	2.0	2.4	4.1	6.3	-59,867
2008/1		4.9	2.5	2.5	4.3	7.4	-67,112
2		4.8	1.3	2.3	4.0	6.4	

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

物價方面，上年第4季生產者物價指數（PPI，僅含最終產品價格）年增率為6.5%，本年1月續升至7.4%，主要係能源價格持續上漲所致，2月則回降為6.4%；而上年第4季剔除能源與食品之核心PPI年增率為2.2%，本年1月為2.3%，2月續升至2.4%。上年第4季CPI年增率為4.0%，本年1月續升至4.3%，主要係能源、運輸、醫療保健與食物價格上漲所致，2月則回降為4.0%；而上年第4季扣除能源與食品之核心CPI年增率為2.3%，本年1月升至2.5%，2月亦回降為2.3%。另本年1、2月剔除能源與食品之核心個人消費支出物價指數(Core PCEPI)年增率同為2.0%。

經濟展望方面，Fed於本年1月預測美國今、明兩年經濟成長率分別為1.3~2.0%

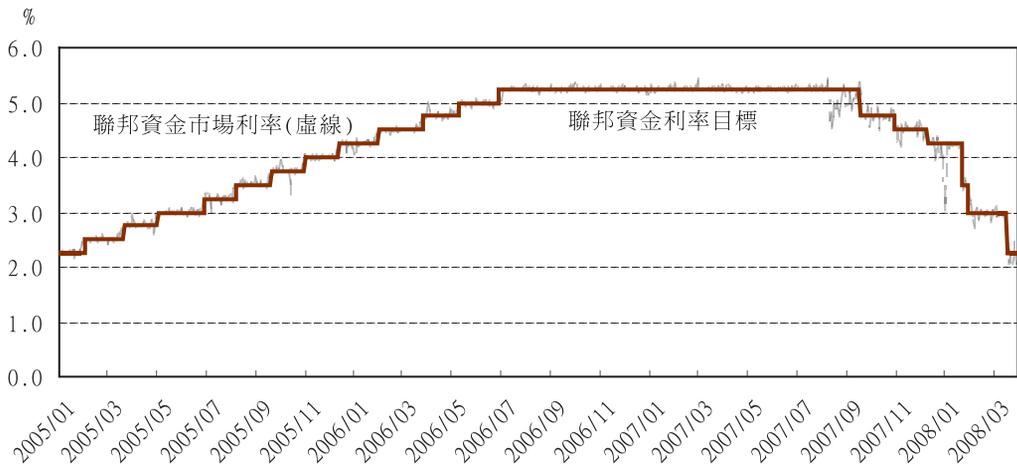
及2.1~2.7%，核心PCEPI年增率分別為2.0~2.2%及1.7~2.0%，失業率則分別為5.2~5.3%及5.0~5.3%。

貨幣政策方面，美國聯邦公開市場委員會（FOMC）繼本年1月二度調降聯邦資金利率目標共五碼後，3月18日再度調降聯邦資金利率目標三碼至2.25%（圖2），為自上年9月以來第六度調降資金利率目標。FOMC表示，金融市場仍面臨相當大的壓力，信貸緊縮，且房市收縮加深，恐將影響未來數季經濟成長。此外，消費者支出已經減緩，勞動力市場亦出現疲軟。另一方面，FOMC認為通貨膨脹升溫，且通貨膨脹預期上升，但預期未來能源與其他商品價格將轉趨平穩，且資源利用壓力緩和，未來數季通貨膨脹情勢將轉趨溫和；不過，仍將審慎監

控通貨膨脹的發展，也將持續評估金融與其他情勢的發展對經濟前景的影響，並於必要時採取及時的措施。此外，Fed於3月16日調

降貼現利率一碼，使得貼現利率與聯邦資金利率目標之差距由0.5個百分點縮小至0.25個百分點。

圖2 美國聯邦資金利率目標與市場利率



Fed自上年12月以來持續進行TAF之操作，並於本年3月7日宣布其操作規模將增至1,000億美元，同時將持續進行至少6個月以上，以安定金融市場。Fed同時宣布將在公開市場持續進行附買回操作，未來累計操作總金額亦將達1,000億美元的規模。3月11日，Fed宣布將與其他G10央行合作以解決全球流動性危機問題。Fed並啟動一項規模達2,000億美元的短期融券機制（TSLF），讓主要交易商可以房屋抵押貸款擔保證券等合格證券作為擔保品，借入美國政府證券，期限為28天。此外，Fed亦增加與ECB以及SNB的換匯額度，金額分別達300億美元與60億美元。進而於3月16日宣布授權紐約聯邦準備銀行建立主要交易商信用機制

（PDCF），在此機制下，主要交易商可以合格擔保品（包括資產擔保證券與房屋抵押貸款擔保證券等）作為抵押，向紐約聯邦準備銀行商借隔夜貸款，以因應本身的資金需求。

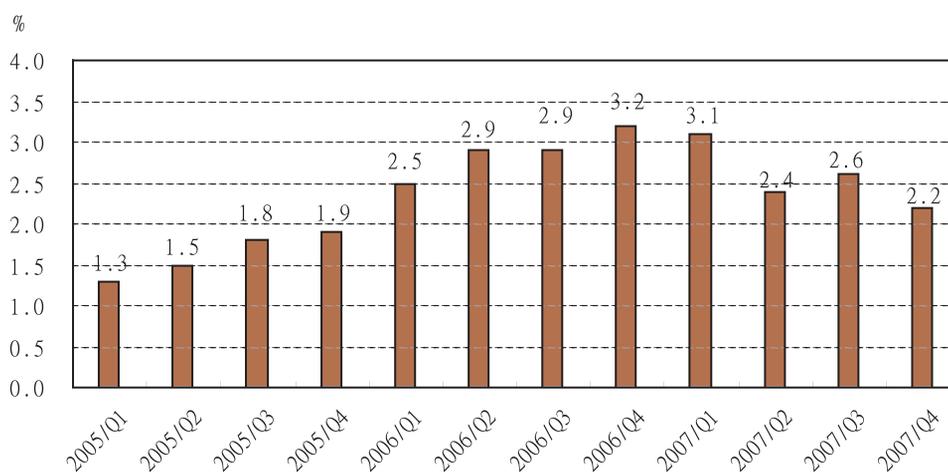
在解決次級房貸問題方面，美國總統布希於上年12月6日宣布將自住房屋之次級房貸利率凍結5年，以減少屋主因無法支付房貸利息而產生法拍屋激增的問題，同時將敦促聯邦政府強化對房貸業者的監督管理。此外，為提振經濟，布希總統於本年2月簽署促進經濟成長方案，總金額達1,680億美元，以退稅方式促進美國家庭的消費支出，並透過暫時性的租稅優惠，增進美國企業投資意願。

參、歐元區經濟成長減緩，政策利率維持不變

歐元區上年第4季經濟成長率由第3季之2.6%降至2.2%（圖3）；至於與上季比之季變動率則由第3季之0.7%降至0.4%。就季增率觀之，固定資本形成、政府部門支出及家計部門消費支出成長率分別由第

3季之1.2%、0.7%及0.5%降至0.8%、-0.1%及-0.1%；輸出、入成長率亦分別由第3季之2.1%及2.5%降至0.5%及-0.4%。全年經濟成長率則由前年之2.9%下滑至2.6%。

圖3 歐元區經濟成長率



歐元區內最大經濟體德國上年第4季經濟成長率由第3季之2.5%降至1.8%；與上季比之季變動率則由第3季之0.7%降至0.3%。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3季之0.5%及0.3%降至-0.5%及-0.8%，固定資本形成成長率則因機器設備投資增加，由第3季之0.6%升至1.1%；至於輸出、入成長率則分別由第3季之2.5%及3.2%降至1.3%及-0.2%。全年經濟

成長率亦由3.1%下滑至2.7%。

在勞動市場方面，歐元區的失業情況自2004年中以來逐步改善，本年1月失業率降至7.1%（表3），為1999年歐元區成立以來最低水準。德國本年2月失業率降至8.0%，係15年來最低。而法國政府為了提振勞動市場，提出多項鼓勵就業措施，上年第4季失業率亦降至7.5%。

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	1.6	8.8	1.3	7.7	13.4	16,130	7.5	2.2	2.25
2006	2.9	8.3	4.0	11.1	13.2	-7,672	9.8	2.2	3.50
2007	2.6	7.4	3.5	8.5	5.9	29,043	11.7	2.1	4.00
2007/4		7.5	3.3	11.4	6.6	2,365	10.1	1.9	3.75
5		7.5	2.8	7.0	1.9	1,957	10.6	1.9	3.75
6	2.4	7.4	2.8	10.1	4.9	8,002	11.1	1.9	4.00
7		7.4	4.0	14.3	10.6	5,637	11.4	1.8	4.00
8		7.4	4.2	12.3	5.2	1,857	11.6	1.7	4.00
9	2.6	7.3	3.5	4.3	3.1	3,802	11.5	2.1	4.00
10		7.3	4.3	10.8	8.6	5,646	12.0	2.6	4.00
11		7.2	3.3	5.9	7.5	3,352	12.3	3.1	4.00
12	2.2	7.2	1.8	-1.2	5.0	-3,689	11.2	3.1	4.00
2008/1		7.1	3.6	10.6	13.1	-10,700	11.3	3.2	4.00
2							11.3	3.3	4.00
3									4.00

資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

歐元區經濟信心指數（Economic Sentiment Indicator, ESI）自前年以來逐步上升，至上年6月達6年多來最高水準115.0，之後受美國次級房貸問題影響而下滑，本年2月降至100.3，3月則略升至102.0。至於德國Ifo經濟研究機構3月公布的企業信心指數則由2月之104.1略升至104.8，為連續第3個月上升。

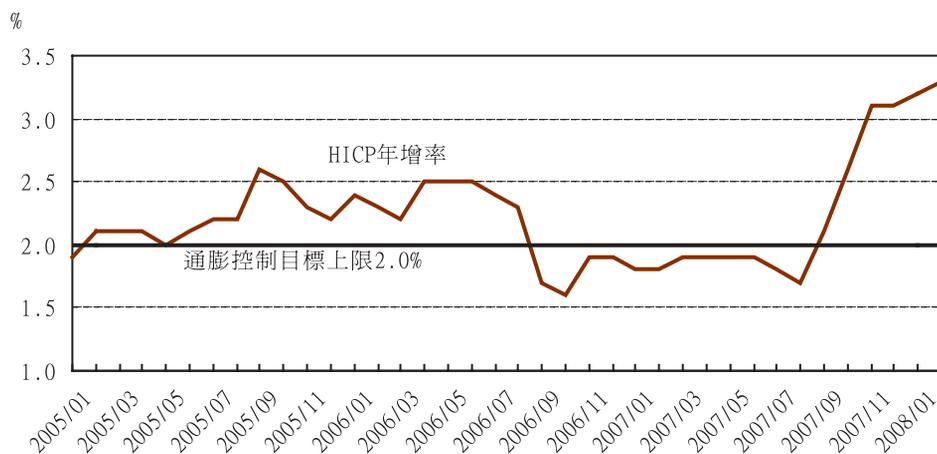
物價方面，受國際油價及食品價格高漲影響，歐元區上年第4季調和消費者物價指數（HICP）年增率升為2.9%，本年1月再升至3.2%，2月續升至3.3%（圖4），係1999年歐元區成立以來新高，且已連續6個月超出ECB所設定的2%之通膨目標。ECB本年3月6日預測今、明兩年歐元區通膨率分別為2.6~3.2%及1.5~2.7%。至於本年2月扣除能源

及未加工食品的核心HICP年增率則由1月之2.3%續升至2.4%，係2002年10月以來新高。

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2月為11.3%，仍明顯超過ECB認為不危及中期物價穩定之4.5%的目標水準。上年以來歐元區對民間部門放款成長力道明顯減緩，本年1月歐元區消費信用年增率由前年底之7.7%大幅滑落至5.8%。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，本年1月家計部門房貸年增率由上年12月之7.1%降至6.9%。

展望未來，由於信貸市場受次級房貸問題影響呈現緊縮，可能導致投資成長減緩，加上美國經濟擴張力道減弱以及歐元升值，不利於歐元區出口成長，ECB於本年3月6日

圖4 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率

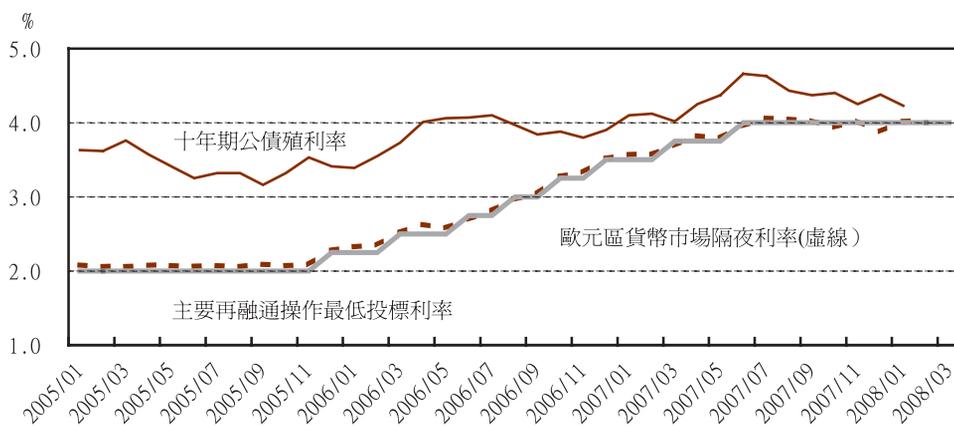


預測今、明兩年歐元區經濟成長率分別為1.3~2.1%及1.3~2.3%。另歐盟執委會亦於本年2月下修本年歐元區經濟成長率0.4個百分點至1.8%。

貨幣政策方面，ECB管理委員會（Governing Council）於本年3月6日的決策會議中，宣布維持政策利率（主要再融通操作之最低投標利率）在4.00%不變（圖5）。

ECB總裁特里謝於會後表示，經由經濟及貨幣的綜合分析結果，由於國際油價及農產品價格持續攀高，物價在中、短期仍存在上升風險，貨幣與信用成長仍然強勁，且歐元區經濟基本面表現良好，惟近期金融市場波動且不確定性加劇，ECB將密切監控各項情勢之發展。

圖5 歐元區官方及長短期市場利率

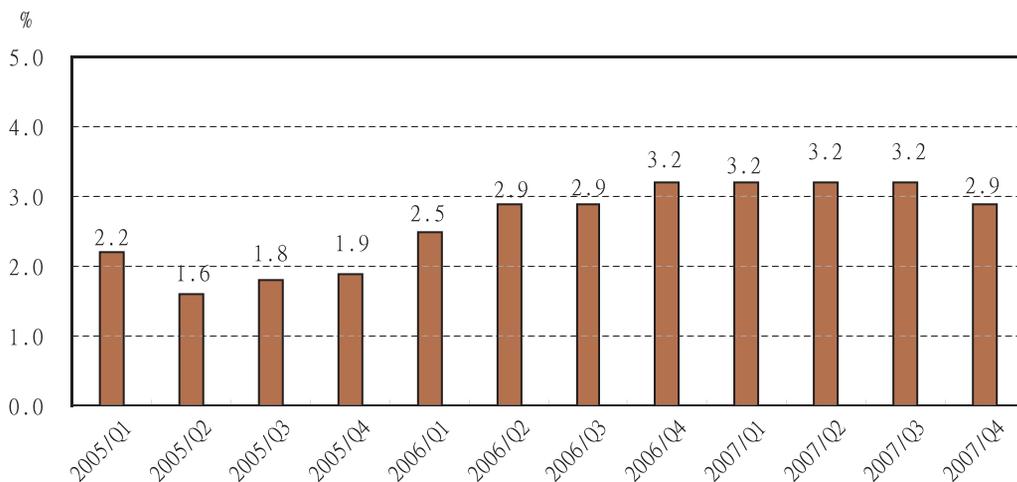


肆、英國降息因應經濟成長力道減弱

英國上年第4季經濟成長率由第3季之3.2%降至2.9%（圖6）；與上季比之季變動率亦由第3季之0.7%略降至0.6%。就季增率分析，在生產面，工業產出成長率由第3季之0%略升至0.1%；營造業產出成長率則與第3季持平，同為0.7%；至於服務業產出成長率則由第3季之0.9%降至0.6%。在支出

面，固定資本形成較上季衰退0.5%，家計部門支出較上季成長0.2%，而輸出、入則分別較上季衰退0.5%及1.2%。全年經濟成長率由前年之2.9%升至3.1%。BOE預測英國本年經濟成長率約為2.0%。勞動市場方面，英國失業率自2005年底以來均高於5%，上年以來逐步下滑，第4季為5.2%，全年則為5.4%。

圖6 英國經濟成長率



在房屋市場方面，由於BOE貨幣政策委員會自前年8月至上年7月間五度升息之政策奏效，在房貸壓力上升的情況下，民眾購屋意願降低，英國主要房貸機構Halifax的資料顯示，房價指數年增率於上年8月達11.4%之高峰後逐月下滑，至本年2月為4.2%。Halifax認為英國房地產市場活動雖有轉弱的跡象，但經濟仍穩健擴張，就業市場狀況良好，加以預期BOE本年至少將再降息2次，

因此，本年英國房價可望走平。

物價方面，CPI年增率於上年9月降至1.7%之低點後逐月上升，至本年2月為2.5%（表4、圖7），連續4個月高於通膨目標2%。BOE預期能源與食品價格走揚可能使通膨在未來數月間攀升，且英鎊貶值將使進口成本上揚，惟這些衝擊可望於本年內緩和。

貨幣政策方面，鑑於全球經濟成長走

緩，以及金融市場波動情況持續，英國金融機構對提供家庭與企業的信貸資金持續緊縮，同時，國人消費者支出減少，經濟成長率降至歷史平均水準，加以多項商業調查結果顯示未來經濟可能進一步趨緩，均對未來通膨形成向下風險，因此BOE貨幣政策委員

會繼上年12月降息後，本年2月7日再將該行14天期附買回利率調降一碼至5.25%（圖8），係3個月以來第二度降息，惟仍居七大工業國家（G7）最高；3月6日政策會議決議維持利率不變。

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	0.1	15.6	11.2	-58.05	5.2	2.3	5.00
2007	3.1	5.4	0.4	-10.8	1.8	-89.90	4.7	2.3	5.50
2007/4		5.4	0.3	-22.2	-1.2	-6.79	3.7	2.8	5.25
5		5.4	0.7	-22.7	-5.3	-7.44	4.6	2.5	5.50
6	3.2	5.4	0.6	-16.5	-1.3	-7.39	4.8	2.4	5.50
7		5.4	0.7	-2.7	5.2	-7.81	4.4	1.9	5.75
8		5.4	0.6	-4.5	4.2	-7.58	4.8	1.7	5.75
9	3.2	5.3	-0.4	-0.5	7.9	-8.11	5.2	1.7	5.75
10		5.3	1.0	1.0	7.0	-7.74	5.4	2.0	5.75
11		5.2	0.3	1.5	6.8	-8.04	5.7	2.1	5.75
12	2.9	5.2	0.7	-0.7	1.0	-7.03	5.9	2.1	5.50
2008/1							7.2	2.2	5.50
2								2.5	5.25
3									5.25

註*：當月失業率數值係為當月及前後月等三個月的失業率平均數。

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

圖7 英國消費者物價指數 (CPI) 年增率

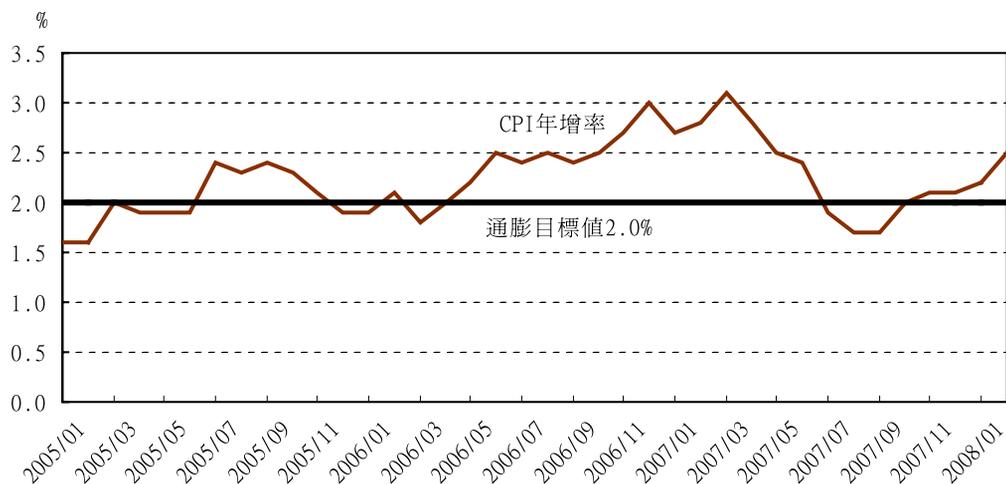
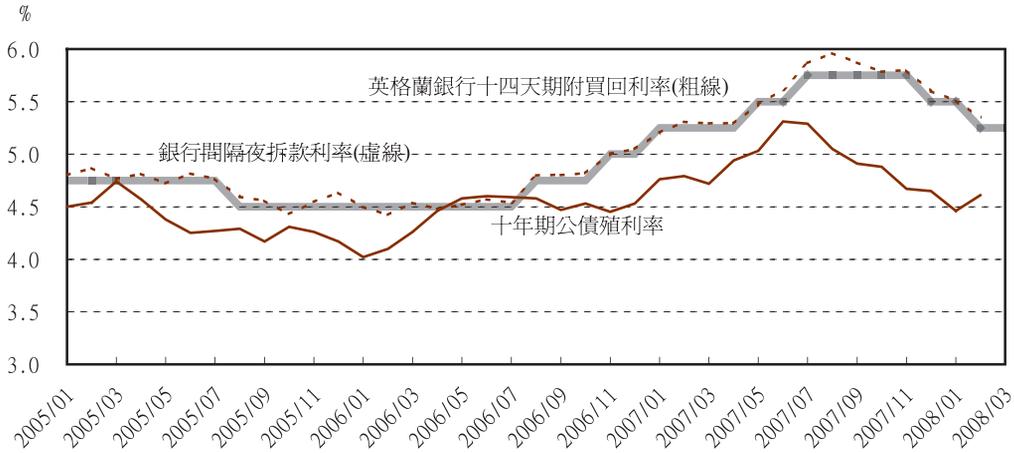


圖8 英國官方及長短期市場利率

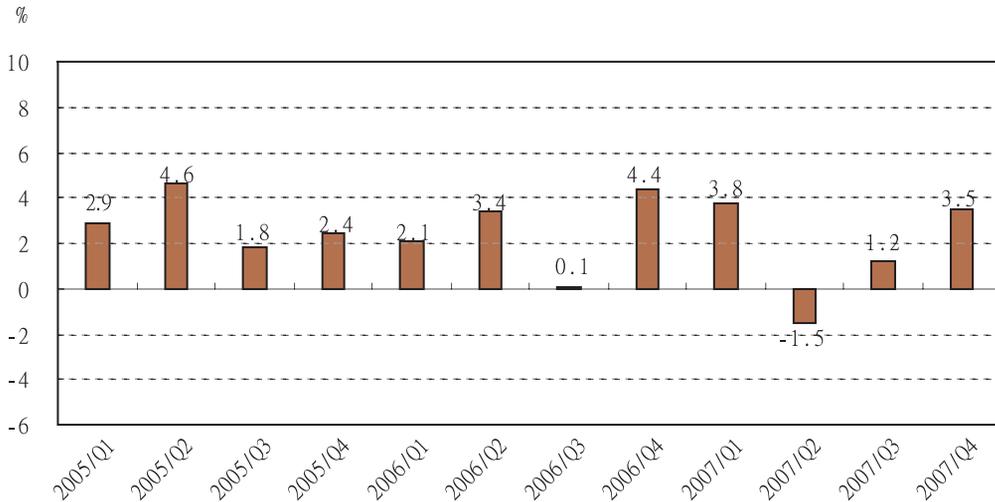


伍、日本經濟成長優於預期，物價小幅上揚

日本上年第4季實質GDP較第3季成長0.9%，換算年率為成長3.5%，遠高於第3季之1.2%（圖9）。實質GDP季增率0.9%之中，內需及外需之貢獻分別為0.4及0.5個百分點。內需方面，民間企業設備投資及民間消費支出分別較上季成長2.0%及0.2%，民間

住宅投資則受建築標準趨嚴衝擊，較上季衰退9.3%；外需方面，輸出、入分別較上季成長3.1%及0.6%。全年經濟成長率則為2.1%，低於前年之2.4%。根據日本內閣府於本年1月18日發表之經濟展望報告，日本2008會計年度之經濟成長率預測值為2.0%。

圖9 日本經濟成長率



在電子零組件及運輸設備增產下，日本上年第4季工業生產年增率為2.8%，全年工業生產年增率為2.7%，遠低於前年之4.8%（表5）。本年1月工業生產年增率持續減緩至2.5%，2月回升至4.2%。對外貿易方面，

日本上年貿易出超為10.8兆日圓，較前年擴增36.6%，為2004年以來首度增加，主要係汽車、鋼鐵等出口大幅成長所致。本年1至2月貿易呈現出超。

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2005=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2005	1.9	4.4	1.1	-0.3	-0.5	1.7	7.3	15.7	87,071
2006	2.4	4.1	4.8	0.3	-0.5	2.2	14.6	18.3	79,019
2007	2.1	3.9	2.7	0.0	0.0	1.7	11.5	8.6	107,955
2007/3	3.8	4.0	2.0	-0.1	-0.3	1.4	10.3	0.6	16,026
4		3.8	2.3	0.0	-0.1	1.8	8.2	3.8	9,031
5		3.8	3.8	0.0	-0.1	1.7	15.2	15.4	3,956
6	-1.5	3.7	1.1	-0.2	-0.1	1.8	16.2	10.4	12,460
7		3.6	3.2	0.0	-0.1	1.9	11.7	16.7	6,820
8		3.8	4.4	-0.2	-0.1	1.5	14.6	5.7	7,437
9	1.2	4.0	0.8	-0.2	-0.1	1.3	6.3	-3.0	16,087
10		4.0	4.7	0.3	0.1	2.0	13.8	8.7	9,994
11		3.8	2.9	0.6	0.4	2.3	9.6	13.3	7,844
12	3.5	3.8	0.8	0.7	0.8	2.6	6.8	12.3	8,670
2008/1		3.8	2.5	0.7	0.8	3.0	7.6	9.2	-898
2		3.9	4.2	1.0	1.0	3.4	8.7	10.2	9,662

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

勞動市場方面，日本上年第4季失業率為3.9%，略高於第3季之3.8%，全年失業率則為3.9%，為1998年以來最低。本年1月失業率已連續3個月維持在3.8%，2月則略增至3.9%。另工作機會相對求職者的比率自上年7月之1.07高點逐月下滑，12月回落至1以下，本年1月為0.98，2月續降為0.97，顯示近期勞動市場疲軟現象愈趨明顯。

物價方面，自上年10月以來，國內企業物價指數年增率逐月走高，至12月為2.6%，全年為1.7%，本年1月續升至3.0%，2月更達

3.4%，主要為原油與煤產品、紙製品以及鋼鐵價格上漲所致。上年CPI年增率為0%，本年1月升至0.7%，2月更升至1%，主要係燃料用油與水電價格，以及運輸與通信費用上漲所致；剔除生鮮食品之核心CPI年增率自上年10月轉為正數，本年1月為0.8%，2月更升至1%。

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，迄今維持不變。日本央行評估

認為日本經濟雖然處於溫和擴張趨勢，惟成長速度已因住宅投資減少，以及能源等原物料價格高漲的效應而放緩。至於未來貨幣政

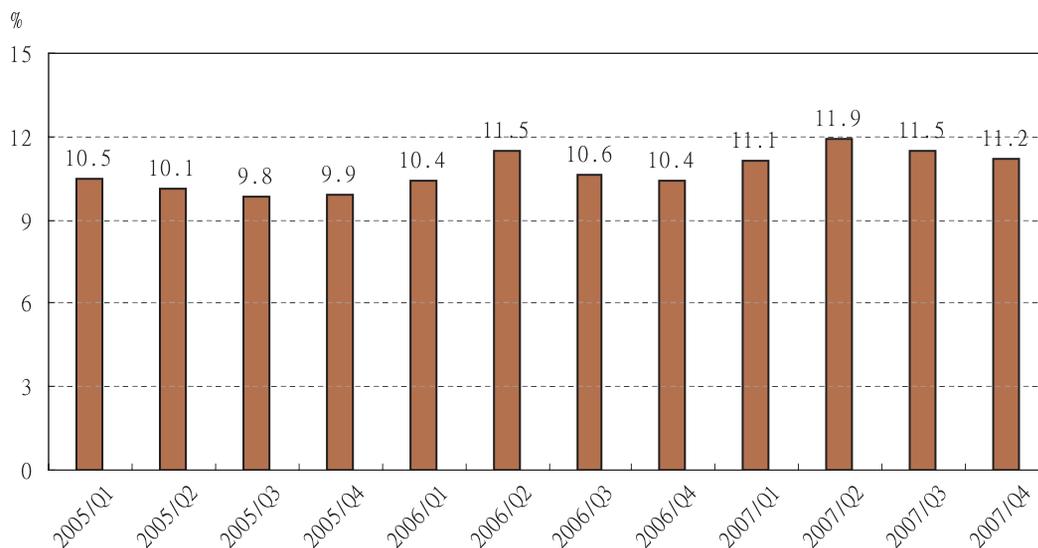
策走向，仍將依據經濟活動與物價的變化而逐步調整政策利率。

陸、中國經濟持續高速成長，惟宏觀調控步調放緩

中國上年第4季經濟成長率由第3季之11.5%降至11.2%（圖10），全年經濟成長率仍達11.4%，高於前年之11.1%，主要係固定資產投資及貿易順差分別擴增24.8%及47.7%所致。貿易順差自上年10月之270.5億美元

低85.6億美元，較上年同期銳減63.9%。上年工業生產年增率達18.5%，亦優於前年之16.6%，本年1至2月受長江三角洲雪災之衝擊，工業生產年增率降至15.4%之近12個月低點，但因災後重建迅速，預料對經濟影響不大。

圖10 中國經濟成長率



物價方面，在食品類價格持續攀升、上年11月起油品價格調高8%，以及本年初雪災之衝擊下，CPI年增率由上年1月之2.2%大幅攀升至本年2月之8.7%（圖11），創1996年6月以來新高。工業品出廠價格（PPI）年

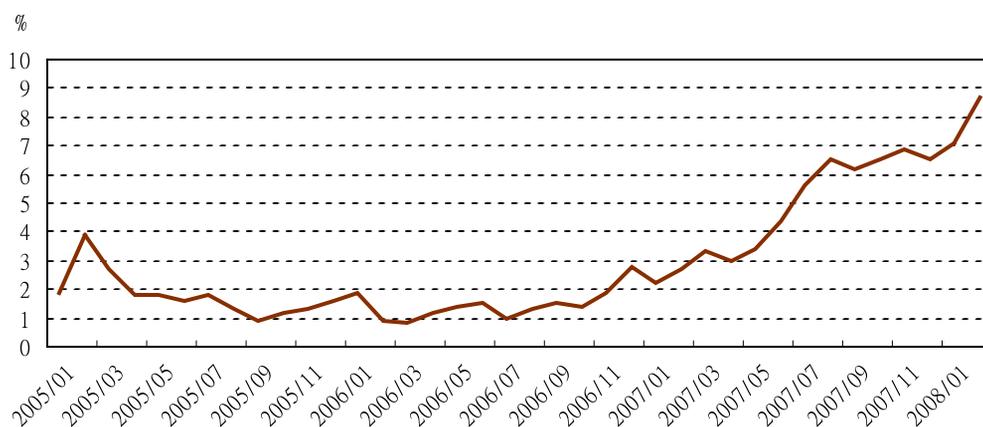
增率則由上年1月之3.3%揚升至本年2月之6.6%，創2005年1月以來新高。另企業商品價格指數亦逐月攀升至本年2月之9.2%。人民銀行於本年2月22日發布的貨幣政策執行報告中指出，本年上半年CPI年增率將居高

不下。此外，上年M2年增率自前年的16.9%略降至16.7%，惟本年1月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，再回升至18.9%之近20個月高點，2月則降至17.5%。另上年金融機構新增放款達3.63兆人民幣，超出目標2.9兆人民幣25%，人民銀行將本年新增放款目標上調至3.63兆人民幣，本年1至2月新增放

款達1兆492億人民幣，較上年同期高出692億人民幣，已達目標之29%，顯示信貸擴張強勁，流動性過剩壓力持續增大。

至於房地產市場方面，為抑制房價高漲，中國當局上年實施多項房價調控措施。本年2月中國70個城市房屋銷售價格年增率為10.9%，低於1月之11.3%，顯示近期房價漲勢似有趨穩跡象。

圖11 中國消費者物價年增率



為因應信貸持續擴增及通膨升溫，人民銀行繼上年十次調升金融機構存款準備率後，本年1月及3月分別再度調升存款準備率各0.5個百分點至15.5%之歷史新高。此外，上年3月至12月間六度調升金融機構人民幣存款及放款基準利率，合計各1.62個百分點

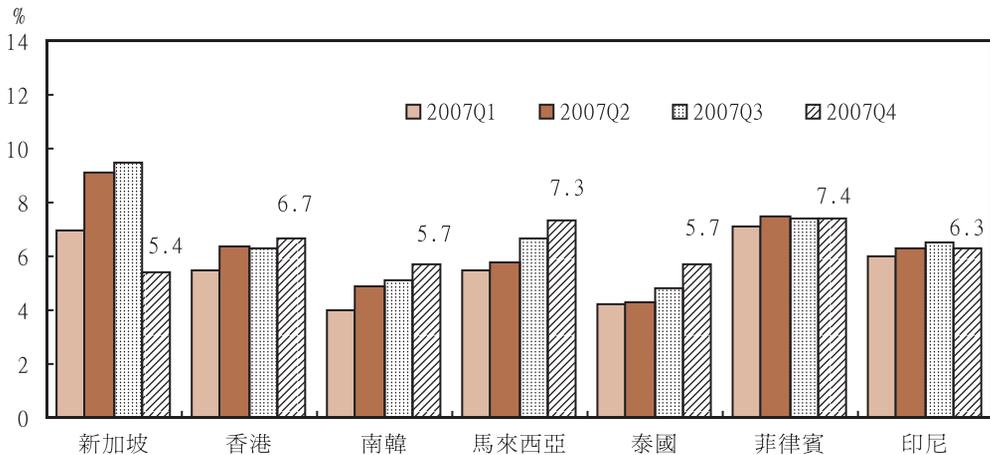
及1.35個百分點，目前1年期存款及放款基準利率升至4.14%及7.47%。雖然中國官方在雪災後曾釋出部分因應災情對經濟造成衝擊之彈性政策，例如加速審批災區重建所需之信貸資金，惟中國人民銀行表示，未來仍將堅持實施從緊貨幣政策的基調。

柒、亞洲新興國家經濟成長表現不一，調息腳步放緩

上年第4季亞洲新興國家除新加坡、菲律賓及印尼外，經濟成長表現均較第3季為佳（圖12）。至於上年全年經濟表現，除菲

律賓、印尼及馬來西亞外，其他各國經濟成長率均較前年為低。

圖12 亞洲新興國家經濟成長率



香港上年第4季經濟成長率由第3季之6.3%升至6.7%，全年經濟成長率則由前年之7.0%走緩至6.3%，成長動力來自民間消費支出及對中國出口持續擴增。香港政府預測本年經濟成長率為4.0~5.0%。

南韓上年第4季因民間消費及出口成長轉強，經濟成長率由第3季之5.1%升至5.7%，全年經濟成長率為5.0%，略低於前年之5.1%。南韓財經部預測本年經濟成長率降至4.8%。

新加坡上年第4季受生技業表現不佳拖累，經濟成長率由第3季之9.5%大幅下滑至5.4%，全年經濟成長率亦由前年之8.2%降至7.7%。新加坡貿工部於本年2月14日將本年經濟成長率預測值由4.5~6.5%下調至4.0~6.0%。

馬來西亞上年第4季經濟成長率由第3季之6.7%升至7.3%，為2004年第2季以來最高，主要成長動能來自民間消費及固定資本

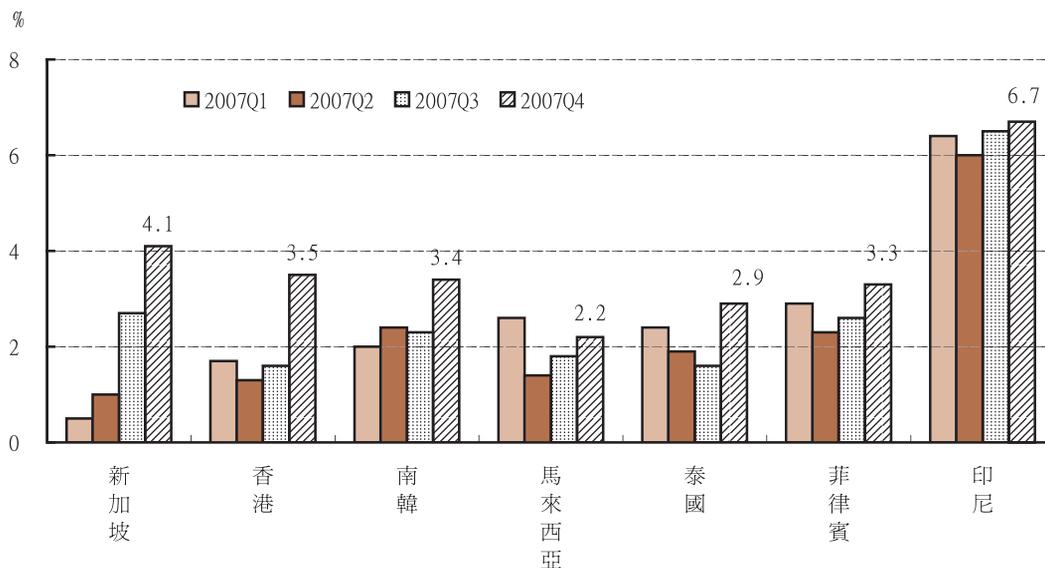
形成之大幅成長，全年經濟成長率亦由前年之5.9%升至6.3%。泰國上年第4季受出口擴張與公共支出成長激勵，經濟成長率由第3季之4.8%升至5.7%，惟全年經濟成長率則由前年之5.1%降至4.8%。泰國央行預測本年經濟成長率為4.5~6.0%。菲律賓上年第4季經濟成長率與第3季持平，同為7.4%，全年經濟成長率則由前年之5.4%大幅升至7.3%。印尼上年第4季由於民間消費及投資支出擴增，經濟成長率達6.3%，全年經濟成長率亦由前年之5.5%升至6.3%。

至於物價方面，由於上年第4季以來國際原油等原物料價格多呈持續上漲走勢，造成進口物價上漲壓力，影響所及，各國躉售物價漲幅擴大，其中南韓WPI年增率由上年9月的2.1%升至本年2月之6.8%；新加坡自上年9月起扭轉持續1年下跌局面，之後漲勢快速猛烈，本年2月為10.2%。泰國自上年9月起WPI年增率明顯升高，至本年1月已突

破兩位數，2月升至11.2%。此外，由於原物料價格持續上漲，廠商轉嫁成本壓力加大，多數亞洲新興國家CPI漲勢有擴大跡象（圖13），其中新加坡及香港CPI年增率，分別

由上年9月之2.7%及1.7%升至本年2月之6.5%及6.3%；南韓亦由上年9月之2.3%升至本年2月之3.6%；除馬來西亞外，泰國、印尼及菲律賓本年2月CPI年增率均高於5%。

圖13 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，自上年10月以來，除香港、印尼及菲律賓持續降息外，其餘各國政策利率均維持不變。其中，新加坡於上年10月宣布，容許新加坡元以稍快速度升值來紓解通膨壓力。南韓自上年8月以來即維持政策利率於5%不變，另南韓央行宣布自本年3月7日起，將政策利率目標由原先採用之無擔保隔夜拆款利率改為基準利率（base rate）。香港自上年9月以來跟隨美國六度降息，目前貼現窗口基本利率為3.75%。

馬來西亞於2005年11月至前年4月間三

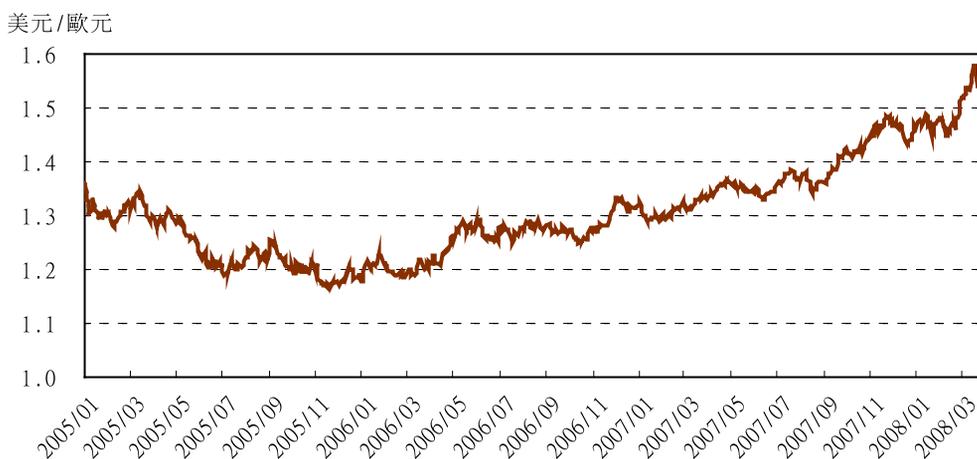
度升息，目前官方利率為3.5%。泰國上年1月至7月間共五度降息，目前官方利率為3.25%。菲律賓央行基於貨幣數量成長趨緩、通膨風險減輕，自上年7月至本年1月間已五度調降官方利率，目前央行對商業銀行的隔夜貸款利率為7.0%，隔夜存款利率則為5.0%。印尼央行考量通膨壓力大幅減輕，為刺激消費支出，促進經濟成長，自前年5月至上年12月間十四度降息，目前官方利率為8.0%。

捌、歐元創新高，日圓急升，亞洲新興國家貨幣走強

國際匯價方面，上年初以來，歐元對美元匯價大抵呈升值走勢。下半年起，升值幅度擴大，至上年底歐元對美元匯價為1歐元兌1.4590美元，與前年底比較，升值10.54%。本年初，由於美國次級房貸問題擴大，美國經濟前景不佳，歐洲金融機構亦受

波及面臨流動性問題，歐元對美元匯價於1歐兌1.445至1.448美元之間盤整。2月中旬以來，受Fed連續降息且市場預期仍有降息空間之影響下，歐元匯價持續攀升，至3月31日為1歐元兌1.5774美元（圖14），較上年底升值8.12%。

圖14 歐元對美元匯率



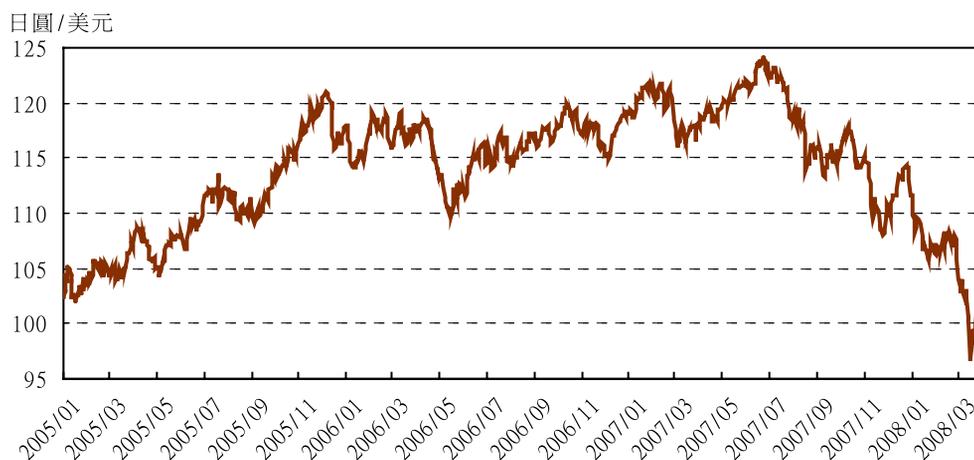
日圓對美元匯價方面，上年日圓對美元價位呈現先貶後升局面，至上年底日圓對美元匯價為1美元兌111.350日圓，與前年底比較，升值6.89%。本年初以來，由於日本經濟成長高於預期，日圓對美元匯價走堅，至1月21日達1美元兌106.025日圓之高點。隨後由於日本貿易出現逆差，日圓回檔盤整。2月下旬之後，受美國經濟數據疲軟，Fed再度降息之預期升高，加以日圓逐利交易（carry trade）大量反向平倉操作，日圓強

勁彈升，至3月31日抵1美元兌99.83日圓（圖15），較上年底升值11.54%。

在亞洲新興國家方面，上年各國貨幣相對美元多呈升值。本年初以來，由於美國次級房貸問題擴大，美國經濟前景並不樂觀，且Fed連續降息，致國際美元持續走貶。亞洲新興國家貨幣，除韓元與菲律賓披索外，其餘均對美元升值，其中尤以泰銖、新加坡元、人民幣與馬來西亞幣升值幅度較大。

南韓因景氣受美國經濟走疲衝擊，加以

圖15 美元對日圓匯率



經常帳收支惡化，韓元對美元貶值。菲律賓披索則受其央行降息影響而顯疲軟。泰國於上年12月中旬以來陸續取消外資匯入之相關管制措施，加上經濟成長表現良好，外資湧入，泰銖對美元呈現升值走勢。新加坡及馬來西亞經濟表現不錯，新加坡元及馬來西亞幣均對美元升值。印尼資源豐富，受惠於國際能源等原物料價格上漲，國際資金不斷流

入，印尼盾亦對美元升值。中國方面，由於對美國享有鉅額貿易順差，人民幣對美元維持微幅漸進升值的調整趨勢，惟本年初以來，升值步伐略快。

3月31日與上年底比較，泰銖、新加坡元、人民幣、馬來西亞幣與印尼盾分別升值7.02%、4.68%、4.16%、3.39%與2.04%；韓元及菲律賓披索則分別貶值5.49%及0.75%。

玖、美國經濟衰退疑慮加深，國際股市重挫

上年初，國際股市普遍呈震盪盤堅走勢；惟至7、8月間，因美國次級房貸問題擴大，引發國際股市重挫，隨後在主要國家央行挹注資金，以及Fed連續降息之激勵下，國際股市始於9月下旬強勁反彈。10月下旬起，復因美國次級房貸問題惡化，加以國際油價迭創新高等影響，主要國家股市紛紛重挫。上年底與前年底比較，那斯達克股價指數及道瓊工業股價指數，分別上漲9.81%及

6.43%，泛歐股價指數上漲4.87%，日經股價指數則下跌11.13%。

本年初以來，美國經濟表現不佳，且油價升破每桶100美元大關，美元持續貶值，導致國際股市表現疲軟。1月21日全球股市連續2日重挫，其中香港、印尼及上海A股跌幅均深達10%以上。1月22日Fed緊急宣布降息三碼，國際股市止跌回穩。1月底起，因歐美經濟走緩，加上全球原物料價格高漲推

升通膨，益以凱雷、貝爾斯登等事件衝擊，除部分亞洲新興國家外，國際股市震盪走低。其中，上海A股本年以來至3月底止跌幅超逾30%，創下1992年來單季最大跌幅，亦為亞洲新興國家中跌幅最深者。

3月31日與去年底比較，美國那斯達克股價指數及道瓊工業股價指數分別下

跌14.07%及7.55%，泛歐股價指數下挫16.37%，日經股價指數亦下滑18.18%（圖16、17、18、19）。至於亞洲其他主要股市，泰國、南韓、印尼、新加坡、馬來西亞、菲律賓、香港、上海A股則分別下跌4.79%、10.18%、10.87%、13.22%、13.67%、17.59%、17.85%及34.02%。

圖16 美國道瓊工業股價指數

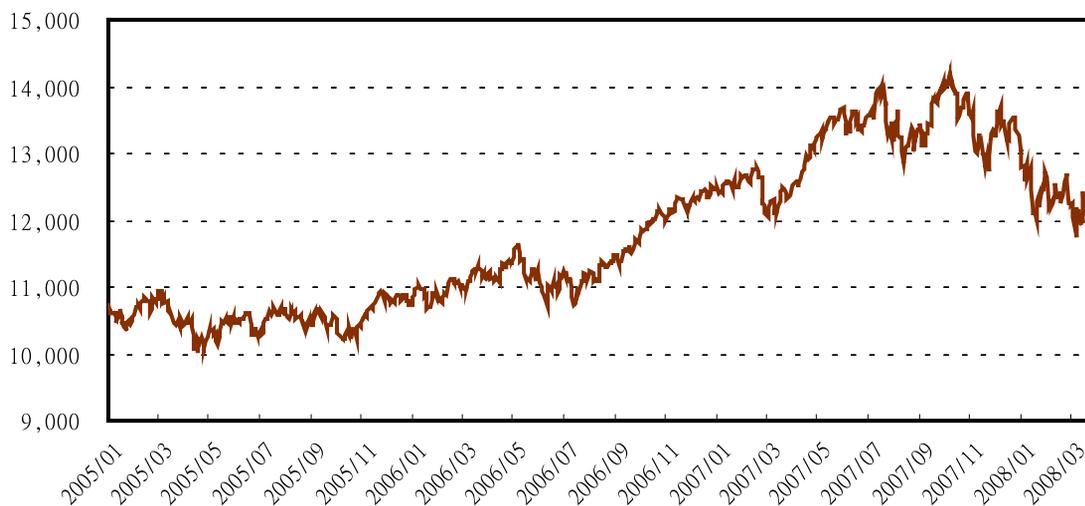


圖17 美國那斯達克股價指數

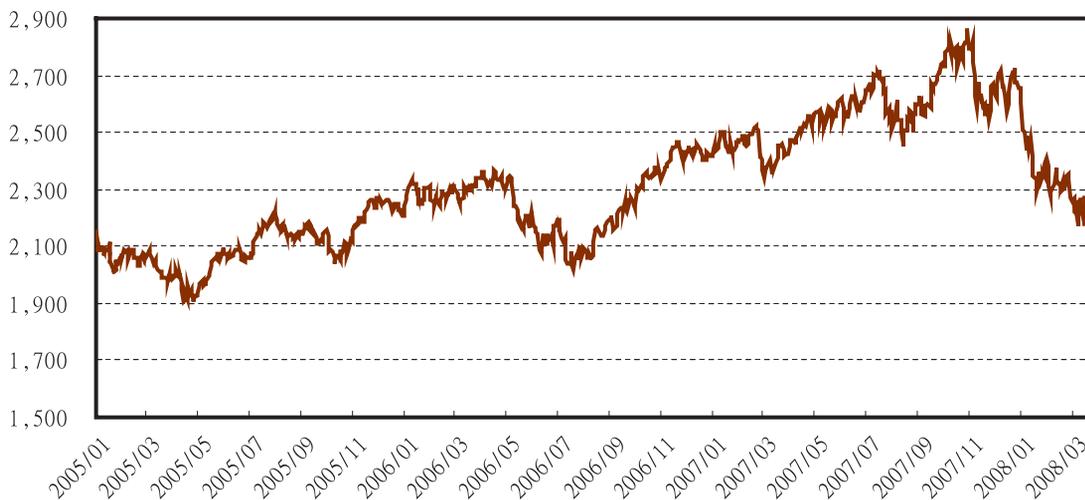


圖18 泛歐股價指數

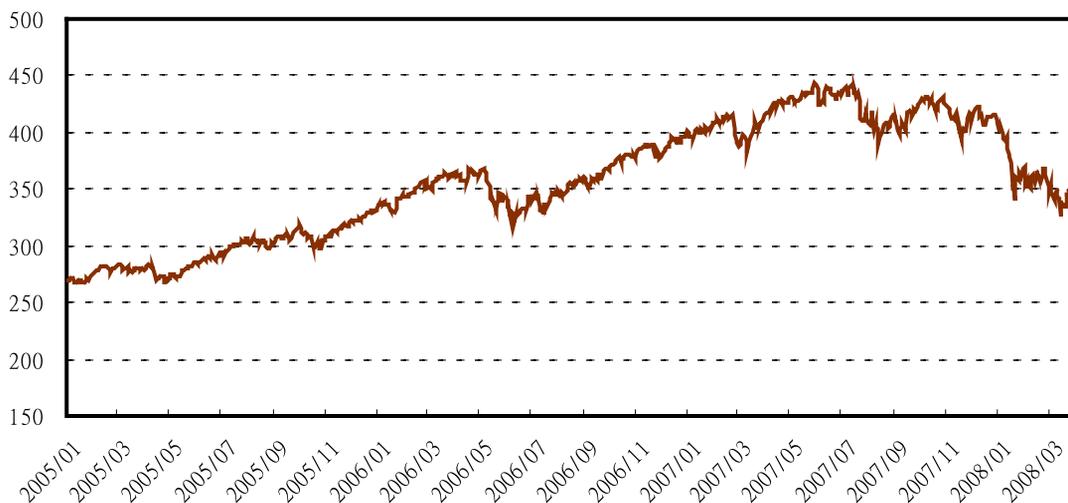


圖19 日本N225股價指數



拾、國際商品價格大幅上漲

上年初以來，Reuters/ Jefferies CRB（以下簡稱CRB）期貨指數漲勢相對溫和；惟9月起，隨穀物及基本金屬價格攀升，加上原油及貴金屬價格上漲，CRB期貨指數節節上揚，本年3月13日曾抵420.64點之歷史新高，

之後，因穀物價格大幅走跌，加上黃金與原油漲多獲利了結賣壓出籠，CRB期貨指數回檔整理，至3月31日為386.89點，仍較上年底上漲7.9%，其中以貴金屬類與能源類價格漲幅最大，分別較上年底上漲19.1%及16.6%。

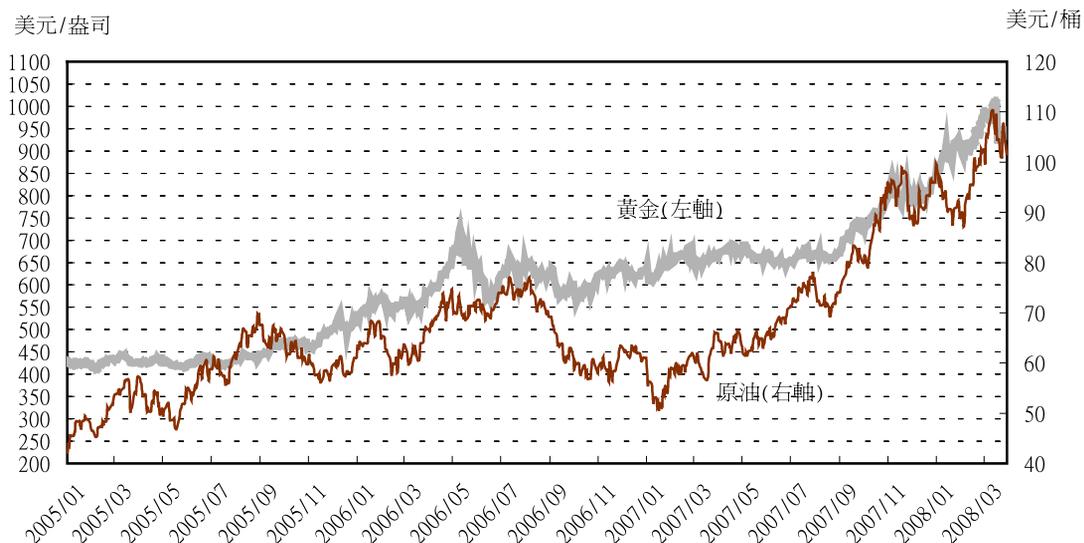
另外，自上年3月至本年2月中旬，JOC指數維持在110~120點區間震盪，本年2月15日在基本金屬、石油等價格上漲帶動下突破120點，且節節上升，至3月31日達126.34點，較上年底上升10.2%。

油價方面，上年上半年大致呈小幅上升趨勢，8月下旬起，陸續受美國汽油庫存持續下滑、墨西哥輸油管遭破壞、土耳其與伊拉克邊境衝突升高、美國可能對伊朗核武計畫採取進一步的制裁行動，以及國際美元走軟等因素之衝擊，油價震盪走高，至11月20日美國西德州中級原油（WTI）價格達每桶98.83美元。之後，大致維持在87.5至99美元區間盤整。本年2月中旬起，受美元疲軟及避險基金炒作之影響，再度震盪走揚，3月

13日達每桶110.33美元之歷史新高，隨後市場預期美國經濟成長趨緩，引發獲利回吐賣盤，至3月31日為每桶101.59美元（圖20），較上年底上漲5.8%。

國際黃金方面，上年1月至8月間國際金價(倫敦黃金市場現貨價格)大致維持在每盎司600~700美元間震盪。9月突破700美元後，走勢轉呈明顯上揚。受油價屢創歷史新高及美元疲軟，加上地緣政治不確定性升高影響，貴金屬避險需求增加，金價持續上漲，本年3月17日達1,011.25美元之歷史新高，隨後因獲利回吐賣壓湧現而回軟，至3月31日為933.5美元（圖20），較上年底上漲12.0%。

圖20 西德州中級原油及黃金價格



拾壹、影響全球經濟前景之變數

IMF於本年1月發布「全球經濟展望最新預測報告（World Economic Outlook Update）」表示，美國次級房貸問題引發之金融市場動盪，已因銀行損失擴大而更加惡化，且近期全球股票市場大幅向下修正，均將使得全球經濟與金融的不確定性提高。

全球經濟成長的風險，主要將來自持續震盪的金融市場可能拖累先進經濟體之需求，進而外溢至新興市場及開發中經濟體。對於倚賴資本流入以刺激經濟成長的新興市場經濟體，影響尤大，而國內需求強勁的新

興市場經濟體，則仍具向上成長之潛力。各國貨幣政策將面臨高通膨與經濟成長減緩風險平衡的艱困挑戰。整體而言，近期國際金融波動引發的全球持續失衡亦值得關注。

由於產油國地緣政治風險仍在，益以中國及印度等新興經濟體對能源需求持續擴增，因此預期未來國際油價仍將承受上漲壓力。根據美國能源資訊署（EIA）於本年3月發布之預測，本年國際油價每桶平均為94.11美元，遠高於上年之72.32美元，明年則將略降至85.92美元。

國內經濟金融日誌

民國97年1月份

- 9日 △證交所宣布，97年4月14日起鉅額交易制度調整，包括：一、新增盤前交易時段為上午8:00至8:30；二、申報買賣價格升降單位統一訂為0.01元；以及三、若券商已向賣方預收證券並辦理圈存，該部位不納入交割受託額度。
△金管會公告「保險業設立許可及管理辦法」與「保險業設立遷移或裁撤分支機構管理辦法」。
- 11日 △台新金與彰化銀換股合併案在彰化銀董事會闖關失敗。
- 15日 △台新金召開臨時董事會，決議撤銷上（96）年底提出之台新金與彰化銀換股合併案。
△台北匯市爆出39.32億美元成交歷史天量。
△美國華府傳統基金會與華爾街日報公布2008經濟自由指數，台灣由上年之26名升為25名。
- 28日 △期交所推出之新台幣計價黃金期貨上市，未來可能對國內金價產生決定性影響。
- 29日 △金管會公布次級房貸風暴對國內銀行、保險最新損失，總損失金額擴大為237億元，其中31億元未實現損失尚未提列準備。
- 30日 △金管會大幅放寬外資轉讓資產規定，將股票實物申購或贖回指數股票型基金（ETF）、信託契約變更等，納入可以轉讓的範圍，有助吸引外資來台投資。
- 31日 △行政院宣布中央銀行總裁彭淮南續任。
△金管會指派中央存款保險公司接管亞洲信託。
△金管會宣布，資本適足率低於4%、淨值為負數或虧損逾三分之一等問題銀行，限制只能發行「可轉換金融債」，且銷售對象以參加該行資本強化計畫之特定人為限。

民國97年2月份

- 1日 △新加坡商星展銀行(DBS)以新台幣445億元，標得寶華銀行，取得該行於國內之42個營業據點，為第3家在金融重建基金（RTC）標售中取得國內金融機構之外商銀

行。

- 5日 △金管會同意臺灣證券交易所建議，調整鉅額交易制度包括增加開盤前配對交易時間為上午8:00至8:30、調整鉅額交易申報買賣價格升降單位為0.01元及證券商受託以成交日交割鉅額賣出之額度控管方式，預定4月14日實施。
- 14日 △金管會為配合證券投資信託事業得兼營期貨信託事業，修正「證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項」及「證券投資信託事業運用保本型證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項」。放寬投信基金中之證券相關商品風險暴露部位之計算上限，由15%放寬為40%，並得委託國外期貨商從事國外期貨交易，同時得從事以我國證券、證券組合或股價指數為標的之國外期貨或選擇權交易，惟應委託經金管會許可之期貨商為之，並訂定相關比例及額度限制。
- 21日 △金管會同意玉山商業銀行向越南政府申請設立同奈分行，為國內首家於同奈省申請設立分行之銀行。
- 22日 △本行為配合徐副總裁義雄任期屆滿退休，奉行政院核定調派業務局局長楊金龍接任本行副總裁職務，配合是項人事異動，本行調整部分單位主管職務，國庫局局長尤錦堂調派業務局局長，經濟研究處處長施燕調派國庫局局長，經濟研究處副處長嚴宗大升任經濟研究處處長，均自3月5日生效。
- 27日 △本行新增及更換公開市場操作指定交易商，同意臺灣郵政公司、中國信託商業銀行和台北富邦商業銀行兼具「一般指定交易商」及「中央公債主要交易商」資格，並同意永豐金證券公司申請作為「中央公債主要交易商」，自4月1日起生效。
- 29日 △期貨交易所「臺灣證券交易所股價指數選擇權契約」增掛履約價格契約，並自3月3日起實施。

民國97年3月份

- 1日 △中油配合政府政策3月份國內油氣價格不予調整。
- 3日 △樹林農會涉嫌違法放款41億元遭調查，連續二天發生民眾擠兌。
- 4日 △政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）核准第一張美元計價之外幣傳統型保險商品（由國泰人壽所發行）。

- 5日 △行政院會放寬企業赴大陸投資40%上限之計算基準，由個別企業淨值，改為以企業合併淨值或個別企業淨值孰高者，且未來一年內企業新增國內投資金額之40%，可加計於其大陸投資限額內。另大赦違規台商，凡違規投資大陸金額低於2,000萬美元以下者，僅輕罰新台幣5萬元。
- △行政院會宣布「開放海外企業來台投資123計畫」，開放非大陸地區海外新興企業，以新台幣計價方式，來台首次掛牌上市上櫃。
- △證期局公告外資得與國內證券商及銀行從事結構型商品交易。
- 6日 △行政院穩定物價工作小組會議決議依「糧食救助作業要點」，免費發放米糧給需要社會救助民眾；另由行政院農委會協調釋出飼料玉米和碎米，以平抑蛋價。
- △金管會修正「銀行發行金融債券辦法」部分條文，修正銀行發行金融債券之限制條件，增訂銀行發行之金融債券應經主管機關認可之信用評等機構評等，並增訂銀行發行金融債券不得以其資產提供擔保，且銀行辦理擔保授信不得徵提自行發行之金融債券為擔保品等規定，自3月17日實施。
- 7日 △立法院三讀通過加值型及非加值型營業稅增訂第9條之一，未來因應經濟特殊狀況，政府得機動調整進口小麥、大麥、玉米或黃豆應徵營業稅，以減緩對國內物價衝擊。
- 10日 △行政院公告調減小麥、大麥、玉米及黃豆應徵營業稅為零。
- 11日 △因應「消費者債務清理條例」將於本年4月11日施行，銀行公會已規劃完成「法院外前置協商」相關作業程序，要求債務人進行協商前，應提供「債權人清冊」（含聯合徵信中心提供之金融機構債權人清冊及債務人自行填寫之其他債權人清冊）。
- 12日 △行政院穩定物價工作小組會議決議本年上半年政府相關規費凍漲。
- △金管會開放國內金控公司及銀行得由海外子銀行間接投資大陸地區銀行，惟持有被投資銀行股份以不超過20%為限。同時，放寬國內銀行國際金融業務分行（OBU）與海外分支機構辦理兩岸金融業務的範圍限制，包括(1)取消無擔保授信不得逾其資產淨值合計數10%之限制，(2)開放辦理大陸地區境內交易所產生的應收帳款收買業務，(3)開放對第三地區法人在大陸地區的分支機構（分公司及持有已發行股份總數超過50%的子公司）辦理授信業務，(4)同意OBU與海外分支機構辦理大陸台商授信得收受境內股票、不動產及其他新台幣資產為擔保品或副擔保

品等。

△金管會修正「保險業辦理國外投資範圍及內容準則」，並改名為「保險業辦理國外投資管理辦法」，主要修正內容包括放寬保險業投資海外上限，由35%提高至45%，以及開放保險業投資私募基金及購買海外不動產等。

13日 △為協調營建原物料及大宗物資供需，經濟部設置「營建物料供需協調小組」，並成立協調專線。

△金管會核准香港商香港上海滙豐銀行概括承受中華商業銀行之資產、負債及營業（不含保留資產與保留負債），並繼續經營。

19日 △金管會訂定期貨投信事業募集發行投資國外、外幣計價之期貨基金等相關規範，未來期貨信託事業從國外募集投資國內，或在國內募集投資國外的期貨基金，均須逐案取得央行同意函後，再向金管會申請核准。至於外幣計價（限人民幣以外的外幣）之期貨基金於首次募集時向央行申請即可。

20日 △金管會放寬自有資本與風險資本之比率達200%以上之保險業，不須事前申請核准，得在法定限額內自行投資符合一定條件之不動產信託受益權，並將相關投資總額加計投資於無信用評等或信用評等等級未達twBBB-等級或相當等級之受益證券及資產基礎證券之原始取得成本總餘額，合計不得超過該保險業資金比率限制，由1%提高至2%。

24日 △臺灣銀行即日起開辦OBU外幣支票存款業務，為我國第一家辦理OBU外幣支票存款業務之銀行。

25日 △中央銀行修正「經理中央登錄債券作業要點」，並自本（97）年4月14日起實施中央登錄債券跨行款券同步清算交割機制。

△行政院經濟建設委員會通過中長期資金將於未來二年提供新台幣400億元，供企業規模超過行政院規定之「中小企業認定標準」，且未上市、上櫃之企業辦理融資。同時，允許臺灣郵政公司調升中長期資金運用利率。

26日 △為降低新台幣升值對中小企業衝擊，經濟部宣布提高中小企業購料周轉貸款額度，由1,000萬元提高至1,500萬元，且中小企業信保基金允諾將最高保證成數，由八成提高至九成。

27日 △中央銀行3月27日理監事聯席會議作成下列決議：

1. 重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，分別由年

息3.375%、3.75%及5.625%調整為3.5%、3.875%及5.75%，自本年3月28日起實施。

2. 外匯存款準備率由5%調降為0.125%，自本年4月1日起實施。
3. 金融機構存放本行之存款準備金乙戶利率，由現行全部給付年息1.5%，改按金融機構吸收之存款別區分，其中源自活期性存款部分給付年息0.25%，源自定期性存款部分給付年息2.75%，自本年4月1日起實施。

國際經濟金融日誌

民國97年1月份

- 9日 △世界銀行（World Bank）發布「2008年全球經濟展望報告」（Global Economic Prospects 2008），預測2007年全球經濟成長率將由2006年的3.9%降至3.6%，2008年則進一步降至3.3%。
- 16日 △中國人民銀行宣布，自本年1月25日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點至15.0%之歷史新高，此係該行本年以來首次及近1年來第11次調升存款準備率。
- 22日 △美國聯邦準備體系（Fed）召開臨時會議，宣布調降聯邦資金利率3碼至3.50%，係2007年9月以來第四度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至4.00%。
- 23日 △香港金融管理局將貼現窗口基本利率調降3碼至5.00%。
- 24日 △中國2007年經濟成長率達11.4%，為連續第5年成長率超過10%。
- 29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2008年全球經濟成長 將由2007年的4.9%降至4.1%，並較2007年10月預測之4.4%下修0.3個百分點。
- 30日 △美國聯邦準備體系（Fed）宣布調降聯邦資金利率2碼至3.00%，係2007年9月以來第五度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至3.50%。
- 31日 △香港金融管理局將貼現窗口基本利率調降2碼至4.50%。
- 31日 △菲律賓央行宣布調降隔夜存款利率及隔夜貸款利率各0.25個百分點至5%及7%，為本年以來第五度降息。
- 31日 △菲律賓上年第4季在民間消費及工業強勁擴增帶動下，經濟成長率達7.4%；上年全年經濟成長率則達7.3%，為近31年來最高之年成長率。

民國97年2月份

- 7日 △英格蘭銀行（BOE）宣布調降該行4天期附買回利率（repo rate）1碼至5.25%，係3個月以來第2度降息，惟仍居七大工業國家（G7）之冠。
- 28日 △美國上（2007）年第4季經濟成長率（與上季比，換算成年率）受消費者支出及輸出成長放緩，且民間投資轉呈衰退之影響，由第3季之4.9%大幅降至0.6%。

29日 △泰國央行宣布自本（2008）年3月3日起取消外資匯入提存30%準備金之規定。

民國97年3月份

7日 △南韓央行宣布將政策利率目標由原先採用之無擔保隔夜拆款利率改為基準利率（base rate）。

16日 △美國聯邦準備體系（Fed）召開臨時會議，宣布調降貼現利率1碼至3.25%，使得貼現利率與聯邦資金利率目標之間的差距由0.5個百分點縮小至0.25個百分點。

18日 △中國人民銀行宣布，自本年3月25日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點至15.5%之歷史新高，此係該行本年以來第二度調升存款準備率。

△Fed宣布調降聯邦資金利率3碼至2.25%，係2007年9月以來第六度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至2.50%。

19日 △香港金融管理局將貼現窗口基本利率調降3碼至3.75%。

21日 △南韓央行宣布2007年南韓經濟成長率為5.0%，每人平均國民所得（per capita GNI）達20,045美元。

24日 △日本國土交通省公布地價報告，住宅用地與商業用地價格在2007年平均漲幅分別為1.3%與3.8%，創下日本自1991年以來兩者首度連續2年連袂上漲的紀錄。

中央銀行出版品一覽

序號	書刊名稱	統一編號	版期	售價 (元)	出版單位名稱
1	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	1009502856	圖書	190	業務局
2	臺幣・新臺幣圖鑑	012029870018	圖書	3,500	發行局
3	金融業務參考資料	2005800020	月刊	60	金融業務檢查處
4	金融機構業務概況年報	2005900017	年刊	320	金融業務檢查處
5	本國銀行營運績效季報	2008600047	季刊	240	金融業務檢查處
6	金融機構重要業務統計表	2005900016	年刊	320	金融業務檢查處
7	金融監理與風險管理選輯	1009500679	圖書	400	金融業務檢查處
8	中華民國金融統計月報	2005100020	月刊	100	經濟研究處
9	中央銀行季刊	2006800019	季刊	250	經濟研究處
10	中央銀行年報	2005100018	年刊	250	經濟研究處
11	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	2005100019	年刊	250	經濟研究處
12	中華民國資金流量統計	2005900018	年刊	350	經濟研究處
13	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	2005700016	年刊	350	經濟研究處
14	國際金融參考資料	2006700023	不定期	300	經濟研究處
15	Financial Statistics	2007000052	月刊	40	經濟研究處
16	中華民國國際收支平衡表季報	2007000029	季刊	55	經濟研究處
17	中華民國中央銀行之制度與功能 (80年版)	012062810024	圖書	350	經濟研究處
18	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	012062850033	圖書	500	經濟研究處
19	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	1009203273	圖書	500	經濟研究處
20	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	1009203552	圖書	600 (精裝)	經濟研究處

21	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	1009501943	圖書	350	經濟研究處
22	各國中央銀行法選譯(第一輯)	012061810019	圖書	500	經濟研究處
23	各國中央銀行法選譯(第二輯)	012061820026	圖書	500	經濟研究處
24	各國中央銀行法選譯(92年版)	1009203958	圖書	600	法務室
25	各國中央銀行法選輯(2003年版) 《中英對照本》	1009302083	圖書	1200	法務室
26	中央銀行業務規章彙編上冊 (94年12月修訂版)	1009405080	圖書	580	法務室
27	中央銀行業務規章彙編下冊 (94年12月修訂版)	1009405081	圖書	450	法務室
28	中央銀行規章彙編上冊 (95年12月修訂版)《中英對照本》	1009600601	圖書	1040	法務室
29	中央銀行規章彙編下冊 (95年12月修訂版)《中英對照本》	1009600602	圖書	880	法務室
30	認識通貨膨脹	012072880010	圖書	贈閱	秘書處
31	認識中央銀行	012072890017	圖書	贈閱	秘書處
32	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻	1009004168	圖書	贈閱	秘書處
33	The Central Bank of China (Taiwan)	1009200895	圖書	贈閱	秘書處
34	印刷科技季刊	2007300032	季刊	100	中央印製廠
35	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	1009200061	圖書	600	中央造幣廠



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 (第三十卷第一期)

發行人：彭淮南
主編：嚴宗大
編輯委員：葉榮造 林宗耀 張炳耀 盧志敏 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
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 3 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路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

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 ◆