

中央銀行理監事聯席會議決議

(95年3月30日發佈)

一、本(30)日本行理事會評估最近國內外經濟金融情勢及未來發展(詳附件)，決議本行重貼現率、擔保放款融通及短期融通利率各調升 0.125 個百分點，分別由年息 2.25 %、2.625 %及 4.50 %調整為 2.375 %、2.75 %及 4.625 %，自本(95)年3月31日起實施。主要考量因素如次：

(一) 受美國、歐元區及日本經濟穩步成長影響，本年1至2月我國出口年增率達 14.0%，帶動工業生產增加 8.60%。本年輸出可望穩健擴張；內需方面，雖然卡債問題可能影響民間消費，惟民間投資成長由負轉正，且政府持續推動擴大公共建設計畫，行政院主計處預測本年經濟成長率可達 4.25%，高於上(94)年之 4.09%。

(二) 勞動市場持續改善。本年1至2月平均失業率降至 3.86%，較上年同期下降 0.31 個百分點。1月非農業部門經常性薪資持續上升，加以上年7月勞退新制實施後，企業需增提退休金，致成本上揚。

(三) 物價方面，因國際油價及其他原

物料價格仍高，本年1至2月以新台幣計價之進口物價年增率達 6.08%，致躉售物價上漲 1.54%；同期間消費者物價(CPI)年增率亦達 1.84%。行政院主計處預測本年CPI年增率為 1.71%。

(四) 金融方面，本年1至2月M2平均年增率為 6.86%，落在本行設定之貨幣目標區 3.5%~7.5%之內，銀行授信成長亦尚稱允當；惟長短期利率均偏低。

(五) 外匯市場方面，雖然本年以來外貿續呈出超；惟國人持有外幣資產持續增加，致外匯供需接近平衡，近期新台幣對美元匯率尚稱穩定。本年初至3月29日與上年同期比較，新台幣雖對美元貶值 2.47%，惟對日圓及歐元仍分別升值 9.12%及 6.49%。

(六) 由於國際油價居高不下，國內與石油相關產品價格仍有上漲壓力，加以製造業設備利用率仍高，且實質利率偏低，在當前國內經濟穩定成長之情況下，貨幣政策宜逐步回

歸中性立場，以維持物價穩定，並促進資金合理配置及長期金融穩定。因此，本行理事會決議調升本行三種貼放利率各 0.125 個百分點。

二、鑑於利率調升幅度溫和，企業名目資金成本增加有限，銀行可貸資金頗為充

裕，足供企業營運所需，此次利率調整不致影響國內景氣。

三、新台幣匯率將由外匯市場供需決定，但如因季節因素或不規則因素(如熱錢的大量進出)致匯率過度波動，而未能反映基本經濟情勢時，本行將進場調節，以維持外匯市場的秩序。

附件 國內外經濟金融情勢之現況與展望

受國際油價頻創新高、全球利率走升等影響，上(2005)年國際經濟趨緩。據上年 9 月國際貨幣基金(IMF)預測，本(2006)年全球經濟成長率與上年同為 4.3%；環球透視機構(Global Insight Inc.)本年 2 月預測值同為 3.5%。IMF 同時預測本年世界貿易量成長率為 7.4%，高於上年之 7.0%。國際物價方面，由於國際原油價格迭創新高，原物料行情居高不下，各國躉售物價攀升，惟因全球零售市場競爭激烈，主要國家消費者物價漲幅尚屬緩和。IMF 預測先進經濟體本年通膨率將由上年之 2.2%降為 2.0%；環球透視機構全球通膨率亦由上年之 3.0%降為 2.7%。

為防範通膨，本年以來，主要工業先進國家持續升息。美國因經濟穩健成長，就業市場改善，通膨潛在壓力仍在，2004 年 6 月迄今共 15 度升息，聯邦資金目標利率升至 4.75%；加拿大於本年 3 月第 7 度調升指標利率至 3.75%；歐元區亦在本年 3 月第 2 度調升官方利率 1 碼至 2.5%。澳洲在 2004 年底

及上年 3 月共 2 度升息，紐西蘭上年 12 月第 9 度調升官方利率至 7.25%，為已開發國家最高水準。英國房地產市場降溫，景氣漸緩，英格蘭銀行在 5 度升息後，於上年 8 月轉向降息 1 碼至 4.5%。日本經濟加速成長，逐漸擺脫通縮陰影，本年 3 月宣布結束定量寬鬆貨幣政策，惟仍暫維持零利率政策。亞洲新興國家中，中國大陸繼 2004 年加強實施宏觀調控政策及調高存放款基準利率後，上年 3 月再度調高房貸利率。南韓、新加坡、泰國、菲律賓、印尼、馬來西亞及印度等多採行緊縮措施。香港因採聯繫匯率制度，跟隨美國 15 度升息。

國際匯價方面，2004 年底歐元對美元匯價曾創 1 歐元兌 1.3639 美元之歷來新高，日圓對美元匯價於上年 1 月亦升達 102.03 日圓兌 1 美元之 5 年新高。惟因美國經濟表現優於歐元區與日本，並享有利差優勢，加以美國通過母國投資法案鼓勵企業匯回海外資金，國際美元持強，歐元與日圓匯價相對走

貶。本年以來，因美國外部失衡及歐元區經濟樂觀，歐元走強；日圓則自 2 月底起反轉升值。至 3 月 29 日，約為 1 歐元兌 1.20 美元，以及 117.83 日圓兌 1 美元。

國內方面，上年上半年民間消費穩定成長，民間投資仍具動能，惟因出口轉緩，生產停滯，經濟成長率僅 2.73%；下半年全球資訊電子產業復甦帶動我國出口快速擴張，經濟成長率回升至 5.40%，全年經濟成長率為 4.09%。本年初，我國出口持續穩健擴張，1 至 2 月累計海關出、進口值年增率分別為 14.0% 及 15.3%；工業生產活絡，1 至 2 月年增率為 8.60%。行政院主計處預測本年經濟成長率將升至 4.25%。勞動市場方面，就業情況持續改善，本年 2 月失業率為 3.92%；1 至 2 月平均失業率為 3.86%，較上年同期下降 0.31 個百分點。受春節廠商發放獎金影響，1 月製造業單位產出勞動成本上升 15.23%。物價方面，由於寒害、雨害及颱風連續來襲，蔬果價格明顯上揚，加以國際原油價格攀升，國內油品及燃氣價格反映調漲，上年消費者物價指數(CPI)年增率為 2.30%；核心CPI(不含新鮮蔬果、魚介及能源

之 CPI)年增率為 0.65%。本年 1 至 2 月 CPI 及核心CPI年增率分別為 1.84% 及 0.55%。由於國際原油價格居高，國內與石油相關產品價格仍有上漲壓力，惟受上年天候因素影響比較基期偏高，行政院主計處預測本年 CPI 年增率為 1.71%。

金融方面，隨銀行授信成長略緩，上年平均貨幣總計數M2年增率為 6.22%；本年 1 至 2 月M2平均年增率為 6.86%，落在成長目標區 3.5% 至 7.5% 之內。利率方面，上年在本行 4 度調高貼放利率影響下，金融業隔夜拆款利率緩步上升，至本年 3 月 29 日為 1.448%；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本年 2 月為 2.225%。至於長期利率，因資金寬鬆，10 年期指標公債殖利率大致呈現下滑走勢，至 3 月 29 日為 1.779%。匯市方面，3 月 29 日新台幣對美元匯率為 32.598；本年初至 3 月 29 日與上年同期比較，新台幣對美元雖貶值 2.47%，惟對日圓及歐元匯率仍分別升值 9.12% 及 6.49%。股市盤整，3 月 29 日証交所股價指數為 6,498 點。

台灣總體經濟金融模型之建立

林 建 甫*

摘 要

本研究的目的為建構我國總體經濟金融計量季模型，用來進行我國的總體經濟預測，並模擬國際情勢變動、貨幣政策對總體經濟金融活動之影響效果，以供央行擬定貨幣政策。本研究原由主計處的季模型出發，並參考美國及英國央行計量模型，建立總體經濟金融計量模型。建構模型的方法使用了貨幣金融知識、統計迴歸及時間數列。金融部門的設定主要包括央行政策工具、信用工具與管道、貨幣與外匯市場供需及股票市場的行為，也特別著重利率、貨幣影響經濟的傳遞管道。主計處模型後經大幅修改，已呈現一截然不同之面貌。本研究模型最後共計有 77 條方程式，其中包括 44 條結構方程式及 33 條定義式；75 個內生變數，23 個外生

變數。

本模型靜態測驗的樣本期間為 1983 年第一季到 2004 年第四季，並預測 2005 年第一季至 2008 年第四季的國內經濟走勢，模型配適良好且預測大都合理。2005 年至 2008 年的經濟成長率之預測約為 3% - 5%，失業率則處於 4.15% - 5.1% 間；新台幣對美元之匯率為 33:1 - 35:1 區間；消費者物價指數自 2005 年的 101.86 逐漸上升至 2008 年的 102.76；存放款量亦呈上升之勢。大致來說，模型樣本外的預測結果大都平穩而未有大起大落的情形。我們並設定多種情境，以做感性分析，計算貨幣政策及國際經濟情況變動的乘數效果。

第一節 緒 論

要建構開放的總體經濟模型，需考慮四個基本的市場：（一）商品市場，主要為經

*感謝央行 94cbc-經 1 計劃的補助，特別要感謝主計處何金巡委員的技術諮詢，中研院經濟所吳中書教授的模型經驗分享，張朝凱同學的程式設計，許芷雁同學的貨幣經濟資料的蒐集與解讀，陳慶鴻同學的一般資料蒐集。也感謝黃朝熙教授、林金龍教授、王泓仁教授期中或期末報告的評論，感謝央行同仁參與計畫期中報告、期末報告的指教與意見。唯本文中所有論點，純屬個人意見，與服務單位及中央銀行無關。文中若有任何錯誤，我當負完全之責任。作者為台灣大學經濟學系教授。

濟主體的消費、投資、政府與進出口；
（二）貨幣市場，即貨幣供需與名目利率、物價的決定；（三）外匯市場，即外匯供需與匯率的決定；（四）勞動市場與生產函數，即勞動供需，工資與總合供給的決定。總體計量經濟模型的困難，即在於如何將此複雜的經濟社會相關性，使用經濟金融知識、統計迴歸，進行估計跟預測。其中統計迴歸包括兩大部份，時間數列及聯立方程式，前者因為豐富的動態設定，可以提供預測準確性很大的幫助，後者強調同期變數的結構，對均衡的變化情形，可以準確描繪。

行政院主計處自民國五十八年起，為提升政府財經決策品質，滿足各界對經濟預測資料之需要，開始研訂總供需估測年模型。自民國六十七年增訂總供需估測季模型。此後，每年均依新增國民所得及相關財經資料，研修按季及按年估測模型，據以辦理每年四次按季國民所得與生產估測，及每年兩次按年總資源供需估測，35年來從未斷過。劉大中、于宗先、刁錦寰、蔡瑞胸等經濟院士，分別將經濟及統計的觀念，建入主計處的預測工作。例如 Tiao, et. al. (1998) 將時間序列預測法與傳統的總體經濟模型連結起來，大幅改進模型之預測能力。由於主計處的總體計量經濟模型已經經過反覆的試驗。以主計處模型為出發點，加以修改，往往能有效的分析最新相關的總體經濟問題。例如，許

振明、何金巡、林建甫、周麗芳（2000）曾從國民所得總合供需切入，分析台灣長期總體技術進步及生產力成長對總體經濟的影響。周麗芳、何金巡、林建甫、許振明（2001）則是分析國民年金與政府財政負擔，何金巡、蕭麗卿、周麗芳、林建甫（2004），則探討開放經濟體系下勞工退休制度變異之影響。但在台灣地區總體經濟模型之研究，大多偏重以需求面為主，例如主計處的模型或是吳中書(1996)所編之台灣總體經濟計量模型研討會論文集中之大部分文章。因此一般對實質部門刻畫較深入，對於金融部門的處理多半偏向簡略。比較例外的是盧志敏（1989）及盧志敏、侯德潛（1990）他們的模型對於金融部門的處理較為細膩。

2004 年年底行政院主計處完成五年（1996-2001）國民所得修正，將價格基期由 1996 年改為 2001 年。本研究由主計處的季模型出發，採用最新的基期設定及更新的資料，並參考美國 Brayton and Tinsley(1996) 及英國央行計量模型：The Monetary Policy Committee, Bank of England (1999)，建立總體經濟金融模型。模型中尤其重視金融部門的設定，我們將考慮中央銀行、一般銀行與民眾三個經濟部門間彼此的相互作用，以分析貨幣政策的影響管道及執行效果。建構的總體經濟金融計量季模型，可以進而用來進行總體經濟預測，並模擬國際情勢變動、貨幣政策對總體經濟金融活動之影響效果，以供

央行擬定貨幣政策的參考。

本研究計畫是於 2005 年進行。其背景資料為 2004 年全球景氣強勁擴張，於年中達到成長高峰。後因油價攀升，主要工業國家為防範通膨而調升利率，導致景氣成長動力減緩。而美國聯邦準備理事會在 2003 年 6 月底起至 2005 年十一月已第十二度調升利率。此時聯邦基金利率已提高至 4%，貨幣政策明顯趨於緊縮，財政政策對個人消費及企業部門的刺激效果也將結束。因而預期美國 2006 年的經濟成長將逐漸減緩。美國財政收入在短短的幾年中由盈餘變赤字，財政狀況出現了自第二次世界大戰結束以來，最為嚴重的惡化。財政赤字將會減少儲蓄和抑制投資，不利於美國經濟的長期發展。另外，雙赤字帶給美國的將是經濟發展減緩及政策執行成效未達到預期的風險，這不僅給世界經濟成長蒙上了陰影，也給國際市場帶來了更多的不確定因素。

我國央行自利率在 2003 年 6 月降到最低後，也已經五度調高利率。到 2005 年 11 月央行的重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率將分別已調高至 2.125%、2.0% 及 4.5%。2005 年的 M2 成長目標區訂為 3.5% 至 7.5%。考量經濟成長和物價情勢，以及國內利率變動等因素，2005 年的經濟發展將比 2004 年緩和。原油價格、國際景氣、國內外利差及美元走勢對我國總體經濟金融活動之影響也將有新的局面。以個人負債相對於所

得的關係來看，由於過去低利率造成負債的金額偏高，利率上升對消費者的負面影響將較為顯著；雖然家戶的資產負債表已較往年有明顯的改善，但一旦房屋及股票的價格發生改變的現象，家戶的資產負債結構也將隨之惡化。在利率將持續上升的情況下，高度負債的消費者將必須減少消費，才有能力支應償債的支出，高漲的石油價格也侵蝕到個人的消費能力。因此，整體的經濟環境與前大不相同，值得深入的分析。

近年隨著網路的發達，主計處及央行的統計資料很多可以上網取得。央行季刊的內文也完整掛在網上成為本研究很好的參考。本研究將以時間數列的單一方程出發，檢視每一條單一方程的設定能求取最佳的結果後，使用 Gauss-Seidel 的方法論，進行聯立方程式的求解。因為經濟行為的慣性，遲滯或單一時間數列殘差容易具有高度相關的特性，某些方程式將放入解釋變數或被解釋變數落後期，某些則使用 Cochrane-Ocutt 來作殘差修正，而根據 Hsiao (1997)，Park and Philips (1988)(1989)，混合 I(1)、I(0) 變數的模型，只要誤差項是 I(0) 仍可沿用傳統的估計方式及極限常態 t 統計量。本研究模型最後共計有 77 條方程式，其中包括 44 條結構方程式及 33 條定義式；75 個內生變數，23 個外生變數。在建立模型的過程中，將設法使模型本身有適當的聯立性(simultaneity)以反映內生變數彼此間的作用，選用合適的實質部門

變數作為解釋變數，俾能與實質部門有適當的聯繫。模型採用樣本期間涵括 1960：1 - 2005：2，對模型求解時，於求解的樣本期間內需所有內生變數均有實際值，其共同交集為 1983：1 - 2004：4，模型預測及敏感度分析期間為 2005：1 - 2008：4。

本論文計分為五節。除第一節前言外，第二節說明金融部門的設定，第三節為實質部門及總合供需均衡的探討。二、三節的目

在於介紹模型中各個總體經濟部門及相互關係。但因為本研究以金融政策為主，故先討論金融部門變數，再探討實質部門及模型架構的分析。第四節為模型的實證，包括靜態評估、一些重要經濟變數的基準預測及敏感性分析，包括國內外利差、以及貨幣政策對我國總體經濟金融活動之影響。第五節為結論。附錄中列出結構方程式、定義式、以及變數符號說明。

第二節 金融部門的設定

金融部門的設定主要包括央行政策工具、信用工具與管道、貨幣與外匯市場供需及股票市場的行為。受金融自由化與國際化加速推動影響，1980 年代末起，各國之貨幣需求開始呈現不穩定趨勢，影響所及，貨幣中間目標角色逐漸降低。加以金融深化導致非存款商品與非銀行機構興起，使得央行政策操作不能再侷限於銀行或存款工具，而必須擴及至銀行以外之其他市場參與者及各種金融工具上，利率逐漸取代準備數量，成為各國央行新的操作目標，參見陳一端(2000)。利率的角色及關係，並請參閱美國及英國央行模型，Kozicki, Reifschneider and Tinsley (1996)，我們利率的方程式設定，也將參考這些管道。而匯率對小型開放的台灣經濟具有舉足輕重的影響性，為能正確思考利率及匯率間的關係以政府部門做政策的鋪設，我們將內生化設立銀行體系內的外匯存底及匯率

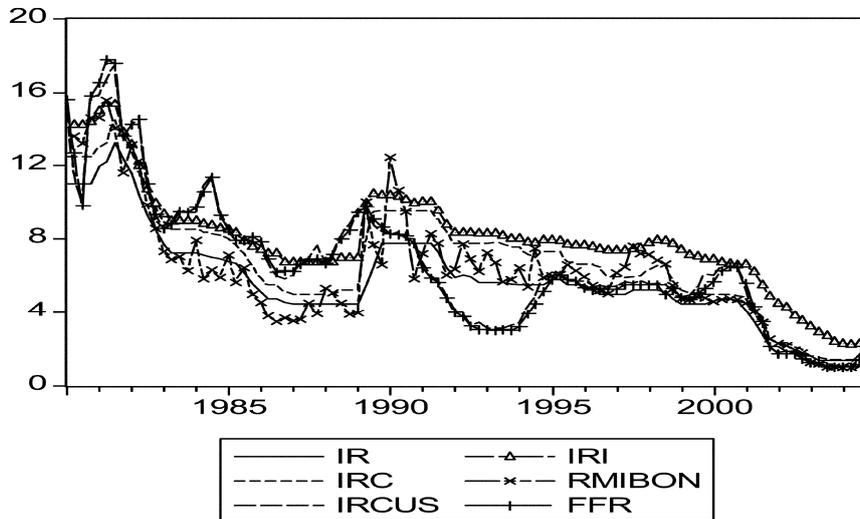
估計式。準此，以下我們試圖建立利率結構聯立方程來表達政府政策傳遞及對金融部門乃至實質部門的影響。

利率

利率種類雖多，所幸走勢密切，國內外均然。在 80 年初期，所有的利率都位於相對的高檔，然後開始下降，於 1986 年第一季到 1989 年第一季達到相對的低點，1989 到 1991 第三季又短暫的上升，1991 年下降後，從 1992 年持平到 2001 年後，開始進入極低利率的時代，直到 2004 年年中始開始反轉。參見圖 1。(名稱代碼，請參見附錄)

因為市場上有各種不同的利率。利率結構聯立方程中最重要的就是期限結構之間的關係。我們先鎖定重貼現率 (IR)，金融業隔夜拆款利率 (RMIBON) 為短期利率，而長期利率的設定則以十年期中央政府公債為代表最佳，但十年期中央政府公債初級市場利率

圖 1 利率走勢圖



因流通性不足且資料不完整，而十年期中央政府公債次級市場利率雖具市場靈活度但起始年較晚（註 1），因此在配合研究之樣本期間，必須以其他市場長期利率替代之。

長期利率的重要性在其為影響投資與消費的主要變數。過去一般以市場利率做為投資的機會成本。市場利率和銀行利率在早期資訊不對稱下存在差異（訊息取得成本愈高的銀行商品差異尤大）。當民間借貸盛行下，廠商資金的邊際成本多為黑市利率，不是銀行利率，參考許松根（1989）在『台灣公民營製造業的投資意願及影響因素』中的圖七（P31）可看出早期台灣的資金成本歷年數值大致與黑市利率相吻合。

隨著金融市場規模逐漸擴大，市場開放及自由化後，民間利率 IRB 已不能代表民間的消費、借貸成本。許嘉棟(1986) 發現因為

準備不足，資金充裕...等原因，實證上黑市利率與市場利率也已不是同向在變動。Dale and Haldane(1993)雖然認為由於銀行存放款與市場其他金融工具無法完全取代，使得銀行在利率訂價上可保有相當之自主性，銀行利率因而不同於市場利率。但理論上，若資金供需雙方資訊完全對稱，銀行存放款與市場其他金融工具應可完全替代。透過套利過程，銀行利率與市場利率應無顯著差異，資金配置效率亦最高。陳一端(2000)認為過去由於資訊不對稱現象普遍存在，銀行成為了居中連繫資金供需的最佳中介機構。而且隨著金融市場規模逐漸擴大，資金在銀行與市場間移動頻繁，加上企業資訊被要求充分揭露，銀行利率之僵固性因而降低，且訂價多元化，使得銀行利率與市場利率間互動明顯增加。因此我們應改用銀行利率來代替市場利率做

為投資的機會成本。

我們將尋求以其他完整的市場利率時間序列資料分別代表消費及投資的機會成本。在消費上，銀行的存款利率為消費的機會成本，為配合樣本期間，本研究採用第一商銀一年期定存利率(註 2)。至於投資機會成本上，一般長期市場利率的三個指標為：(1)一般銀行基準利率。(2)五大銀行新承做放款利率。(3)十年期公債次級市場利率(汪建南、李光輝, 2004)。同樣在考慮時間序列資料與研究期間相符度中，我們採用同於徐千婷、侯德潛(2004)之做法，以較長期間的本國一般銀行基準利率(註 3)代表投資之機會成本，投資的機會成本原應為實質放款面的利率，但放入實質基準利率並不具有良好的解釋能力，事實上，在我們模型試驗時發現，存款(DEPOSIT)、非食品消費(LOG(CO))及存貨(J)等變數，受實質利率影響效果顯著，但債券市場成交量、股價、投資及放款等放入實質利率，將有方向性錯誤或解釋力不佳的問題，此點是否意味廠商在做決策時仍是考慮當前利率水準而較未考慮總體上的物價膨脹狀況？可留待做進一步的探討。

因一般銀行基本放款利率對一般客戶具有向下僵固性，對信用好的大型客戶採用與貨幣市場連動較低的利率，在 92 年後為導正銀行基本放款利率向下調整僵固現象，並強化寬鬆貨幣政策之傳遞效果，90 年下半年來，央行促請銀行改善基本放款利率訂價制

度，改採央行重貼現率或其他市場利率作為新基本放款利率(稱為基準利率)調整之指標利率，而使基準利率較具市場性，根據央行資料，則以新承作放款利率接續 1999Q1 後的基放利率數列做為新基本放款利率的時間序列資料。

利率影響管道

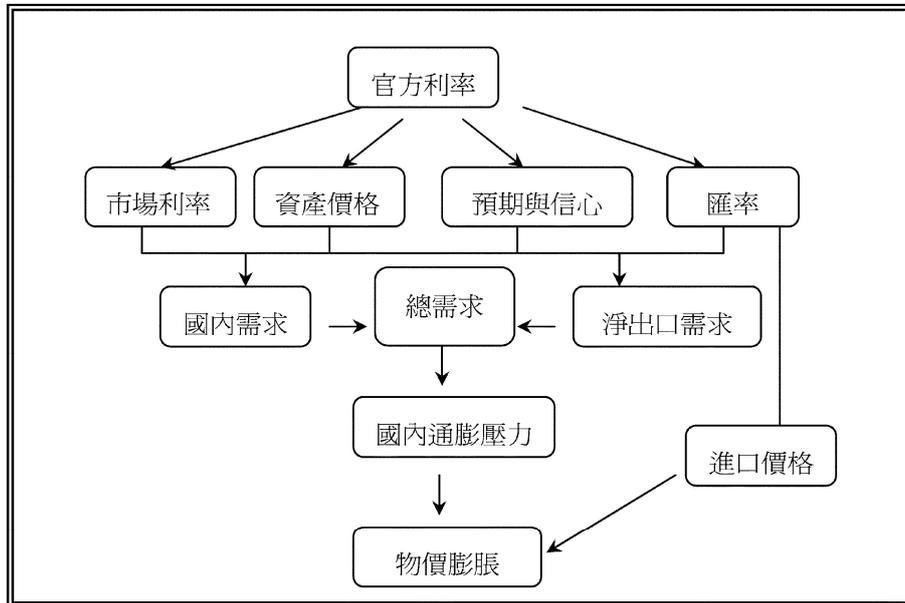
理論上透過利率期限結構理論，長期利率為未來期望短期利率的平均值，長期利率將被影響。實務上，中央銀行提高或降低政策利率可透過四種管道對總體經濟產生影響。第一、影響市場利率，如銀行存放款利率等；第二、它影響資產如債券及股票市場，如利率的降低將使大眾提領定期存款轉入股票市場；第三、它影響大眾對未來的預期，進而影響消費及投資的需求；最後，利率變動會造成國內外利差的變化，引起資金流動，影響匯率。這四種影響，進一步傳遞至國內總合需求與淨出口需求，而再由淨出口需求影響物價及進口物價，有關利率的傳遞過程表示如圖 2。

央行操作工具及傳遞過程

雖然影響投資、消費行為的主要變數為中長期利率，不過基於可控性考量，各國央行仍選擇短期利率作為其操作目標。為使短期利率能影響中長期利率，進而影響經濟活動，必須考慮央行在選擇目標利率種類與利率操作方式時的長短期利率傳遞過程。

我們知道央行貨幣操作的主要工具有

圖 2 利率影響過程說明圖



三：準備金政策、重貼現率政策及公開市場操作。準備金政策，近十餘年來隨著準備率持續下調，縱然每次下調均有顯著效果，但下調空間已有限。重貼現率政策具宣示效果且符合外生性、可控性、指標性。在過去大多數國家均採固定匯率制度下，央行利率操作主要以重貼現率之調整指導市場利率，隨著各國存款準備率持續調降，銀行準備金需求波動增加，準備部位之可控性降低。重貼現率政策效果減退。加上金融市場快速發展，以市場利率計價之商品逐漸增加，迅速反映市場訊息的利率成為貨幣政策操作的重點，為了增加對市場利率的影響，央行的操作工具亦逐漸轉向更具市場導向的公開市場操作。隨利率自由化的發展，資本帳管制放

寬，以及國內直接金融加速成長，如何構建一個有效率的利率操作架構及市場性利率指標成為我國央行的重要課題(陳一端,2000、盧志敏,1989)。

目前美、日主要國家央行之操作目標多為銀行隔夜拆款利率，主要因拆款市場為銀行調節準備金之市場，央行可控性較大，資訊又可立即取得，其與重貼現率均有傳達央行貨幣政策立場之功能，在重貼現率工具使用頻率降低後，該利率被指為僅具有宣示效果之央行操作工具，但在模型建構的過程中發現，將重貼現率視為央行操作的參考利率時，反而對變數預測較佳，此可能原因為我們的資料時間由早年開始，重貼現率效果因而被維持，另參考林金龍(2003)實證中亦發

現：重貼現率較拆款利率變動少，但變動後對於放款利率反有較大的影響，因此我們仍將重貼現率視為央行一個重要的貨幣政策操作工具。因此本研究設定央行實行貨幣政策的操作工具為「重貼現率」、央行當前調節銀行資金所實際使用或參考之「同業拆款利率」及代表公開市場操作的量之「調整存款準備率後的準備貨幣」(註 4)。以此出發來影響中間目標：市場短長期利率及匯率。最後到達最終目標：經濟成長、物價穩定等等。我們將此利率傳遞過程的關係(註 5) 整合成下圖 3。

利率方程的設定

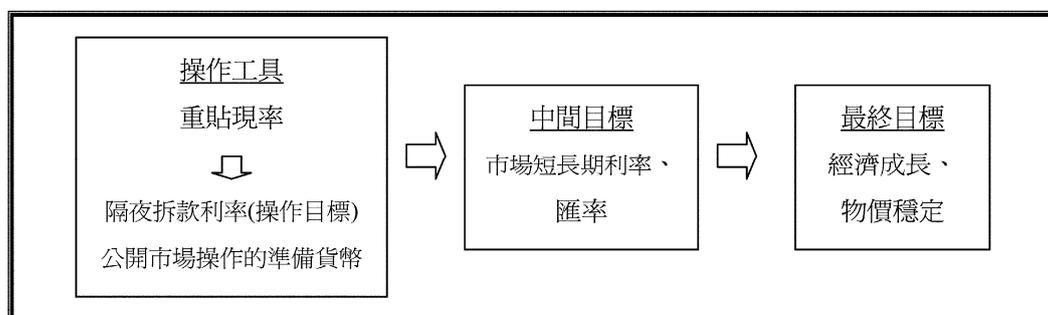
重貼現率為央行完全操控的政策工具因此在模型中為完全外生。但另兩操作工具，隔夜拆款利率與調整存款準備率後的準備貨幣。此兩者雖是央行可動作影響，但也可以視為操作目標，因此是內生考量。我們設定隔夜拆款利率受重貼現率、消費者物價指數年增率、股票市場加權指數及調整存款準備率後的準備貨幣所影響。隔夜拆款利率式的

設定意義為在台灣股價指數及聯邦資金利率的影響下，央行如何操控操作工具(重貼現率)，透過操作目標(隔夜拆款利率)而達成控制通貨膨脹的經濟目標。在中央銀行調整重貼現率時，將會影響同業拆款利率而使得一般銀行基於成本加成的考慮調整其放款利率，並會影響到銀行之主要存款利率項目，引起定期存款利率的調整。

因此利率的變動將以同業拆款利率為樞紐。貨幣政策經由銀行業隔夜拆款利率進而影響市場利率；市場利率由銀行利率代表，並區分為存款利率及放款利率分別代表消費與投資的機會成本。存款利率我們設定由央行重貼現率及隔夜拆款利率共同影響、而放款利率由美國聯邦資金利率及隔夜拆款利率、央行重貼現率共同決定。美國聯邦資金利率則當然是由外生給定。

短期銀行同業隔夜拆款利率在因應產出及物價的目標而調整的貨幣政策效果，將透過長期的銀行利率(投資及存款利率)傳遞於市場的實質部門；在投資利率上，因銀行

圖 3 利率傳遞過程概念圖



基本放款利率向來係伴隨聯邦資金利率目標調整(楊踐為、陳玲慧, 2002), 且在 2003 年時利率由 7% 驟降至 3%, 因此放入此兩變數與隔夜拆款利率共同決定中間目標——投資利率(註 6)。

在建立了利率傳遞過程後, 我們可觀察透過金融部門的傳遞對總體經濟社會的影響。如此一來, 將可更有系統的分析我們所關心的經濟狀態: 如: 消費、投資、貿易、存放款及經濟成長...等。分析結果除了提供未來長遠的資料參考外, 另可做為政府財經政策評估時有用的信息參據。

貨幣供需

依據傳統貨幣需求理論設定, M1B (MON\$) 受到所得、利率等變數影響; 股票市場亦為影響 M1B 的重要變數, 而通貨膨脹將影響民眾購買力而影響對貨幣的需求, 因此另加入股價指數反映股票市場及 CPI 年增率反映通貨膨脹。M2 因為在定義上包括 M1B, 故設定與 M1B 大致相同, 但 M2 包含定期性存款, 故加入一年期定存利率(IRC) 反映其收益率, 但單純加入定存利率解釋力不佳($p_value=0.34$), 因此在參考林金龍(2003) 的設定後, 以國內外存款利差來反映對國內 M2 的貨幣需求。

而用以代表貨幣供給的經存款準備率調整後的準備貨幣數量(ADRESERVES), 本模型設定由央行貨幣政策操作工具: 隔夜拆款利率、存款量及名目 GDP 決定之。

信用管道變數

央行貨幣政策的信用管道, 主要透過存放款及證券投資來影響實質面, 如消費、投資等。而存款主要由國家財富水準值、經濟成長、實質利率(存款的報酬)、股市等變數共同決定。放款成長速度則與 M1B 成長率、投資利率、政府投資成長率與民間投資及非食品消費成長率相關; 另外, 因直接金融興起, 企業發行公司債與海外債等, 替代向銀行借款, 這部份也涉及信用管道的重要性, 銀行目前除以放款方式創造信用外, 亦可利用投資的方式, 因此我們估計證券投資做為銀行的另一個信用管道代表, 證券投資將受 M1B、隔夜拆款利率、股價及放款影響。

外匯市場

在外匯存底及新台幣對美元匯率之估計式上, 主要參考李勝彥、林宗耀、侯德潛、廖俊男、劉淑敏(1996) 216 頁的設定, 央行外匯存底變動占國民生產毛額之比例($D(AFRS/GDP\$)$) 主要由貿易順差、金融帳順差、國外要素所得收入淨額佔 GDP 比例($D(TB\$)+D(FAS)+D(FIAS))/GDP\$$)、匯率、聯邦資金利率共同決定之。至於代表一國國內外資金進出的金融帳(FAS), 因與國內外金融情勢變化互為連結, 在接受廖俊男副科長建議後, 將由新台幣匯率、利率及股價等因素聯合內生估計之。新台幣對美元匯率則由外匯存底對 GNP 比例、股價、政府公債餘額、新台幣與

美元之利差及日圓對美元匯率解釋之，其中新台幣與美元之利差為儲蓄報酬率之差(註 7)代表，即中華民國第一商業銀行一年期定期存款利率扣除美國次級市場三個月期存款利率(3-Month Certificate of Deposit: Secondary Market Rate)，日圓對美元匯率由時間數列模型定之。

至於外生變數之考量，如國際景氣變數，美、日、大陸之實質國民(內)生產毛額由時間數列模型的長期預測推估。

股票市場

股市乃經濟進步國家資金供需、財富累積不可或缺之一環，而股市之投機、高風險及所帶來之經濟波動為現代經濟活動所難避免。而台灣股價指數將由投資成本、油價及股、債市交易量、M1B 及銷售量等共同決

定。若成本太高將不利投資將造成股價低迷，因此由投資及消費利率差額表達；M1B 代表資金週轉能力，指存款貨幣機構以外持有通貨、活期及支票存款，再加上金融機構中的活期性儲蓄存款資金，這部分資金變動性最大向與股市連動密切，反映的是活期資金狀況，但放入 M1B 年增率將有影響方向性的錯誤，因此我們放入數量來代表。投資考量的機會成本在本篇研究中應為放款面的基準利率 (IRI)，然在單純放入基準利率反映成本下，將使得其他變數皆不顯著，在試誤的過程中，我們認為存放款的利差 (以基準利率扣除存款利率表達 = $IRI - IRC$) 將影響廠商及個人的借款意願，利率愈大，借款意願降低，對投資有負方向的影響，或許這部份可以再做更深入的研究與探討。

第三節 實質部門與總合供需的均衡

實質部門的設定，我們由國民 (內) 生產毛額出發。國民 (內) 生產毛額出發是衡量一國經濟力最具體之指標，其統計方法有三，即生產法、支出法及所得法 (生產要素報酬)，三種方法之事後統計都會相等，本模型以支出面計算之國內生產毛額，即由民間消費、政府消費、國內固定資本形成、存貨變動及輸出的總計再扣掉輸入。因此我們就要先一一討論每一實質部門的設定。而由歷史資料，我們也有各實質部門的物價指數，因此我們也要討論每個部門物價指數的

設定。最後我們討論總合供需。

消費

由於政府消費為政策給定，在此我們僅探討國民消費設定。模型將國民消費設定為國民消費等於食品消費支出加上非食品消費支出，其中民間食品消費將由季節性的消費習性、股價指數及國內生產毛額(財富效果)、國家人口數(考慮人口增加部份)、消費者物價指數等共同決定；民間非食品消費部份則將受消費習性、實質消費利率、放款年增率及股價指數和季節因素共同影響。

由於台灣人民消費深受股票漲跌起伏牽動，因此特將股票市場中的財富效果以集中市場股價指數（PSTOCK）加入消費式中做為解釋台灣消費支出的一個重要要素。至於消費的機會成本--長期實質利率，則以第一商銀一年期的定存利率扣除不含新鮮蔬果魚介與能源的核心物價指數年增率代表。對於影響民間消費意願的消費者物價指數(CPI)，概因民間食品消費類型偏向非耐久財支出，對於物價存有較高的敏感度，而非食品消費則多為固定必要消費之耐久投資財部份，對於物價反應度應較低（註 8），因此模型僅在民間食品消費中放入消費者物價指數為解釋民間消費變動之變數；另外放款金額愈多，非食品消費愈高為信用管道直接影響實質部門的表現。

民間固定資本形成

國內資本形成投資主體分為民間、政府、公營事業之固定資本形成及存貨變動。政府固定資本及公營事業固定資本為政府政策決定，因此，在此我們僅探討內生的民間固定資本形成毛額及存貨變動之設定。

配合經濟史的發展，在民間固定投資設定上，可列舉四個主要模型，參見 Charles (1970)：一般加速原理模型(Generalized Accelerator Model)、現金流量模型(Cash Flow Model)、新古典模型(Neoclassical Model)、證券價值模型(Securities Valuation Model)；根據此四類模型，我們挑選適合並符合我們分析

目標的變數納入民間固定資本形成毛額之設定式中；另外再考慮台灣經濟狀況，民間固定資本形成將由投資循環、資本存量、油價、股價市交易量、折舊、投資利率、放款、銷售量佔產出比率及季節因素共同決定。

投資機會成本是在投資時必須納入考慮的重要因素之一，除折舊攤提及投資利息支付外，油價為今年來市場所關切的要素成本，影響各行各業深鉅，因此本模型將折舊、油價及投資利率納為企業做投資決策時必須思考的成本面變數，然油價高漲為近 2 年來的趨勢，但資料由早期開始，因此無法反映對投資的影響，但可預想其對於未來投資將有深切的影響，因此仍置入此一變數以得較佳的預測。除此之外，我們可透過以下四大理論來探討影響民間投資的因素：

根據一般加速原理模型，民間投資占 GDP 的比重很高，1000 億元的民間投資，影響 GDP 約一個百分點，但在此一部份我們採用潛在資本存量 (KF) 而非純然的 GDP 來反映，概因與代表現金流量模型的銷售額有太高的共線性。

根據現金流量模型，實際廠商投資利潤或其他現金流量變數為所有投資的中心目標，我們放入銷售額(SALES)及放款(LOAN)來代表。其中銷售額為反映未來預期利潤率以期解釋投資行為之代表變數(Eisner, 1978)，唯加入銷售額與潛在資本存量共線性太高，

同時於入兩個解釋變數效果不佳，在嘗試以銷售額佔國內生產毛額之比例(SALES/GDP)來代表下，反而可以提高解釋力，故以此一比率代表之。

根據新古典投資模型，租用成本(rental cost)為投資的隱藏成本利息支出，代表投資的成本，而投資的機會成本應為銀行體系的放款利率，故以銀行基準利率來代表(註 9)(徐千婷、侯德潛, 2004、汪建南、李光輝, 2004)。

根據證券價值模型，在此理論之基本假設下，公司目標為管理資產組合以追求股東最大權益，因此公司市場價值超過資本財的重置成本時，公司的未來市場價值將隨之增加，此影響投資需求的主要變數即著名之 q 比率，參見 Tobin, James, and Brainard, William C. (1977)。 q 比率代表每單位資本價值相對於現在購買價格，而 q 將影響投資行為。而股票市場為一國之經濟櫥窗，反映未來的投資前景，近來股市交易金額變動對投資的影響效果逐漸顯現，而近幾年來政府大量發行公債對投資行為亦可能有所衝擊，因此加入股債市等金融面變數以期捕捉 Tobin q 之部份精神來反映民間投資。

存貨變動由去年存貨變動、民間實質利率、投資量及季節因素共同決定。根據美國央行模型 (Brayton and Tinsley, 1996)指出，存貨投資將受實質利率、單位平均利潤率、實質資金成本等相關變數影響，事實上，通貨

膨脹將降低資本報酬而使存貨投資降低，因此模型以長期的實質投資利率反映此部份之機會成本；我們在模型中增加了季節虛擬變數：Q3（時間資料中設定每一年之第三季為 1，其餘為 0），主要在觀察存貨變動的季資料中不難發現，台灣每年第三季為消費旺季，因此存貨量將大幅度減少，加入此一虛擬變數將使模型預測更具準確性。

廠商在進行折舊時，將考慮各方面成本，如消費者物價指數及躉售物價指數，另外，折舊對投資有延遲(delay)的反應，因此受到投資的落遲期 (lagged term) 影響。

進出口部門

輸出包含商品及服務，輸出主要決定於輸出地之所得購買力及價格競爭力，台灣 2005 年出口比例最高的國家分別為香港(占 16.142%)、美國(占 15.183%)及中國大陸(占 21.304%)、日本(占 7.711%)...，其中中國大陸含香港及美國已占出口總值五成以上，因此以美國 GNP 指數、中國大陸 GDP 指數等變數代表輸出地之所得購買力；價格競爭力則以新台幣匯率計算而得，另以製造業占 GDP 比例反映本國產量。

輸入包含商品及服務，台灣商品進口八成以上為農工原料及資本設備，輸入主要由進口品在國內之價格競爭力、國內總需求及世界出口物價指數決定之。由於匯率與輸入平減指數皆為反映價格競爭力之變數，加入匯率將導至其他變數偏誤，最後輸入的設定

中我們以輸入物價平減指數取代匯率來表達國外之價格競爭力的影響。

勞動市場

勞動市場主要描述就業、薪資及生產力之決定，以製造業薪資代表國內之一般薪資，生產力指每就業人口之國內生產毛額。製造業薪資指數之決定，主要解釋變數有消費者物價指數（生活費用）、失業率（勞動市場供需壓力）、勞動生產力；勞動力由人口、製造業實質薪資及前期勞動參與情況共同決定；至於在失業率的結構式中，失業受到循環性失業、國內投資情況、中國大陸經濟發展等因素的影響，並加入 2003 年的 dummy 反映失業率突然反轉的現象。其中投資情況以銷售額占 GDP 比例來反映；另外，近年來台灣轉投資大陸者眾，因此特納入中國大陸國民生產毛額來表示此一特殊情況，此反映台灣資本外流影響台灣就業市場使得失業率提高的情況。

物價指數

因為各部門物價指數都有歷史資料，因此我們可建立各部門物價指數的決定方程式，原則上，各部門物價受貨幣數量、利率、匯率等因素影響外，也相互影響。在需求各部門中，我們有名目與實質的資料，加上了物價指數，歷史情況與未來預測的各項需求面實質、名目數據就都可得到。因此物價指數也就連結了按固定價格計算之總合供需與按當期價格計算之總合供需。我們考量

物價的決定可簡化表示如圖 4。這也就是整個物價求解過程。國際物價透過台幣匯率、關稅率傳遞到國內物價，再考量國內失業率、工資、勞動生產力，其過程頗為複雜。消費者及躉售物價指數是整個模型之核心物價，其他由躉售物價指數、製造業薪資指數共同決定之。概因影響消費與存貨投資的主要變數是長期實質利率，目前央行以穩定核心消費者物價年增率(core CPI inflation)為目標，主要優點在於剔除不宜使用貨幣政策來影響的供給面、輸入性通貨膨脹及季節性因素。

一般編製核心消費者物價年增率的方法有：剔除法、修削平均法及加權中位數法(鄭麗玲, 2002)。剔除法編製主要目的是將易受天候影響的食物類及國際油價左右的能源價格剔除，這是美加的做法，依據侯德潛、田慧琦(2000)的資料：台灣的食物類權數占消費者物價指數總權數千分之 265.38 (註 10)，比美、加的千分之 159.13 及 108.4 高出很多，如果再剔除居住類之燃氣、電費及交通類之油料費（三項合計之能源類權重為千分之 52.26），將使得核心 CPI 占消費者物價權數只有千分 682.36，有將近三分之一權重的消費品將不會被納入市場中。

物價膨脹率目標值的設定則以經建會訂定的國家建設計畫中的物價上漲率上限值作為長期物價膨脹率的目標值，惟經建計畫目標於民國 77 年以前使用躉售物價年增率，民國 78 年以後為消費者物價年增率，民國 88

年至 90 年行政院經建會以不含新鮮蔬果魚介與能源價格的核心物價年增率作為年度通膨率上限，而 91 年起恢復使用消費者物價指數年增率做為代表。不含新鮮蔬果魚介及能源的核心消費者物價指數的編製亦為剔除法，採用日本的作法僅剔除食物類中價格波動較大之新鮮蔬果、魚介（新鮮魚介、蔬菜、水果占消費者物價總權數千分之 79.51）及能源（燃氣、電費及油料費），使得占消費者物價權數可維持為千分之 868.23；因此我們原

則上採用不含新鮮蔬果魚介與能源價格的核心物價年增率作為年度通膨率的指標（註 11）。

物價的升降主要由成本推動或需求牽引所造成，成本推動的變數有製造業薪資指數、生產力、消費物價指數、關稅率、間接稅及台幣匯率。需求牽引的變數主要由失業率及貨幣供給決定之。另外，間接稅的提高，設定為可透過物價的上升轉嫁出去；模型各物價指數的設定式，我們整理成表 1。

圖 4 整體物價求解過程及與其他部門之關係分析圖

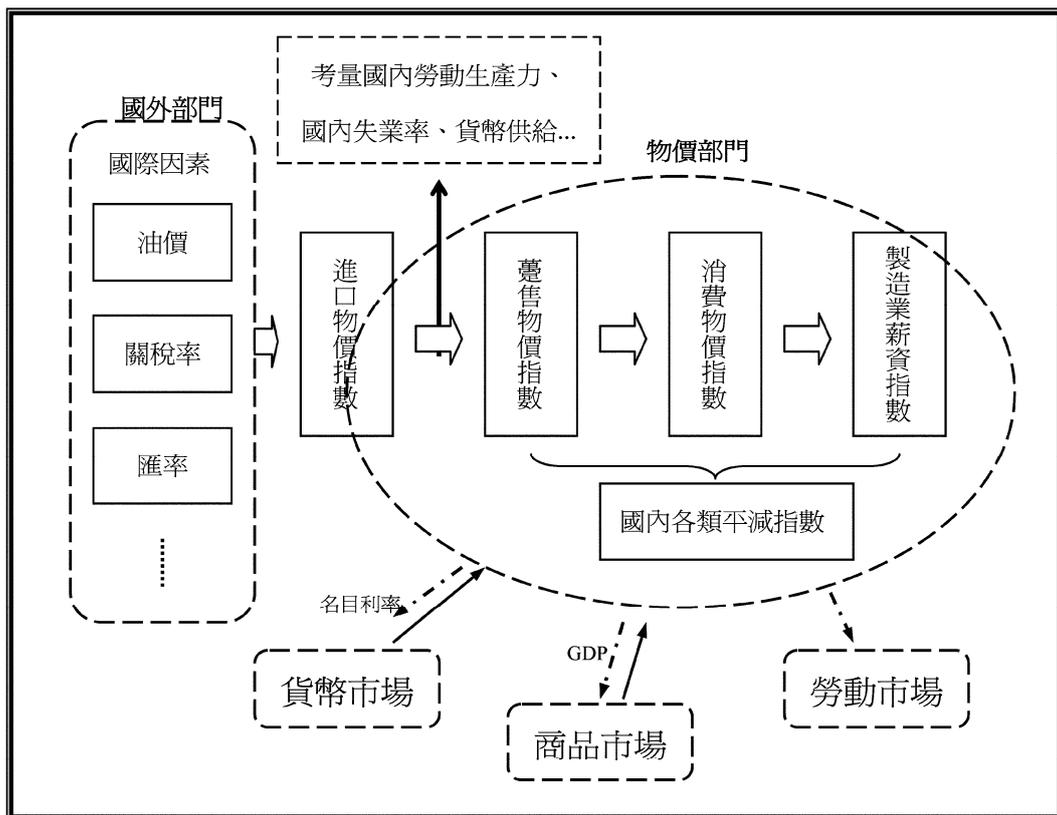


表 1 物價設定

(1)	進口物價指數	進口物價指數主要考慮國際因素，如：關稅稅率、進口單價指數、油價、美國出口物價指數及季節調整因素。
(2)	躉售物價指數	躉售物價指數反映了國內的綜合因素，如存貨量太多將降價求售以及各成本面考量：勞動力成本、gdp物價指數、進口物價指數、世界出口物價指數。
(3)	消費者物價指數	消費者物價指數主要由利率、間接稅成長率、躉售物價指數、核心消費者物價指數及季節因素共同決定。其中利率部份本應為單純之存、放款利率，但單獨放入效果皆不顯著，因此以利差表示，利差大代表貨幣需求降低，因此在此並不再置入貨幣變數避免共線性太高問題；至於間接稅即為反映貨物稅轉嫁的物價上漲部份；消費者物價指數的定義中包含核心消費者物價指數，因此加入以反映兩者間的關連性。
(4)	製造業薪資指數	製造業薪資指數由消費者物價指數、失業率及勞動生產力共同決定。
(5)	核心消費者物價指數	相較於CPI，核心消費者物價指數扣除了新鮮蔬果魚介及能源等波動較大的民生消費商品，反映較近於非耐久財的支出，故模型設定除由政策工具—隔夜拆款利率及用以交易的M2決定外，另加入與民生較有關的失業率以共同決定之。
(6)	其他物價指數	如投資、存貨、出口等物價指數，將受國內物價(WPI、CPI)影響，因此設定由成本物價指數及自己落遲項(lagged term)共同決定。

總合供需均衡

總合供需均衡下，透過物價指數，其中按固定價格計算之總合供給等於按固定價格計算之國內生產毛額加貨品與服務輸入；按當期價格計算之總合供給等於按當期價格計算之國內生產毛額，加貨品與服務輸入；按固定價格計算之總合需求等於按固定價格計

算之民間消費加政府消費、國內固定資本形成、存貨變動，及貨品與服務輸出。按當期價格計算之總合需求等於按當期價格計算之民間消費加政府消費、國內固定資本形成、存貨變動及貨品與服務輸出。按當期價格計算之國民生產毛額等於按當年價格計算之國內生產毛額，加按當年價格計算之國外要素

所得收入淨額。國內生產毛額平減指數是結構中的定義式，因為國內生產毛額按當年價格計算等於按固定價格計算之國內生產毛額乘以其平減指數，因此國內生產毛額平減指數可以由當年價格計算之國內生產毛額除以

按固定價格計算之國內生產毛額得到。

在了解模型的基本架構之後，我們將開始討論模型的預測能力，即面對外在經濟因素衝擊以及貨幣政策、金融環境改變時，對我國總體經濟帶來的影響效果與預測分析。

第四節 模型評估及敏感性測驗

一個模型的好壞，必須由實證結果來決定。本節將討論樣本內的靜態評估與樣本外的預測驗證，最後則是敏感度分析。要做敏感度分析，尚需要先有基準預測，才有比較標準。

靜態評估

我們先觀察本該模型之樣本內配適能力，評估區間為 1983 第 1 季至 2004 第 4 季，共 88 期。使用的靜態評估指標有四種：

Theil U Statistic：

$$U1 = \frac{\sqrt{\frac{1}{T}(\sum_{t=1}^T (P_t - A_t)^2)}}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T A_t^2 + \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T P_t^2}}}$$

$$U2 = \frac{\sqrt{\frac{1}{T}(\sum_{t=1}^T (P_t - A_t)^2)}}{\sum_{t=1}^T A_t^2}$$

$$\% ME = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left(\frac{P_t - A_t}{A_t} \right),$$

$$\% RMSE = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \left(\frac{P_t - A_t}{A_t} \right)^2}$$

其中 p_t 為預測值， A_t 為統計值， T 為樣本數， t 為時間。U1 及 U2 為 Theil 提出測量預測品質的指標，U1 之值介於 0 與 1 之間，當 U1 的值越接近 0，表示預測表現越完美；但若 U1 之值越接近 1，則表示預測值離實際值

越遠。%RMSE 用來衡量預測值與統計值間的偏誤程度，並將偏誤程度除以該變數之實際值作標準化，用以比較各變數之預測能力。除 LOGCO、LOGCF 因已放入 CO、CF 的預測指標，因而省略之外，其餘內生變數的靜態測驗（1983：1 - 2004：4）之結果，平均誤差率在 1%（% ME）以下占 43 項，如消費者物價指數（CPI）及核心消費者物價指數（CPIZF）分別為 0.00943% 及 0.011629%；平均誤差率介於 1% 至 5% 之間占 21 項，平均誤差率大於 10% 佔 11 項。我們選取幾個代表性的重要經濟變數列於表 2，以供參考。

樣本外預測驗證

本模型的樣本外預測驗證，預測期間為 2003：1-2004：4。預測做法為採取逐期移動（rolling），逐漸把真實值代進去，以往後預測一期（one step ahead）的方式做樣本外預測比較。樣本外的預測檢定能幫我們了解模型預測的能力。由於樣本數過少，並不適合採用統計量作預測比較。我們挑選表二的重要經濟變數，列出結果於表 3。基本上樣本外的預測結果良好。

表 2 模型預測能力(靜態測驗 1983:1 - 2004:4)

單位：%

變數名稱	預測指標數值			
	Theil U-U1	Theil U-U2	%ME	%RMSE
實質國內生產毛額 GDP	0.003605	0.016886	-1.98899	4.06033
實質國內生產毛額成長率 GDPSZ	0.063906	0.347673	-48.8683	229.1083
失業率 NU	0.010566	0.049489	1.915739	11.01703
民間食品消費支出 CF	0.001649	0.007693	-0.34887	1.473202
民間非食品消費支出 CO	0.002009	0.009357	-0.04046	2.094566
實質民間固定資本形成毛額 IBF	0.014376	0.067142	3.071155	13.92383
貨品及服務輸出 X	0.007442	0.03478	-0.4288	7.396616
貨品及服務輸入 M	0.007736	0.036259	-1.61638	7.246213
消費者物價指數 CPI	0.000787	0.003672	-0.00943	0.746658
核心消費者物價指數 CPIZF	0.000604	0.002819	0.011629	0.570708
躉售物價指數 WPI	0.001848	0.008648	-0.6439	1.714303
存款利率 IRC	0.004677	0.021837	0.599525	5.228815
放款利率 IRI	0.004332	0.020233	0.588689	4.967732
外匯存底 AFR\$	0.003573	0.016671	0.343417	4.134448
匯率 EROC	0.001958	0.009136	0.059128	1.890923

敏感度分析

總體經濟模型在完成統計測驗後，除了得出一般預測之外，亦可以計算各個內、外生變數的衝擊對總體經濟的敏感度或說是影響程度。此處可用一個簡單的數學模式，表示一個政策變數變動對其他變數的影響程度，即衝擊乘數：

$$\Delta Y_t = F_t(Y_t', \dots, Y_{t-m}'; X_t', \dots, X_{t-n}') - F_t(Y_t, \dots, Y_{t-m}; X_t, \dots, X_{t-n})$$

$$MK_{y,x_i} = \frac{\Delta Y_t}{\Delta X_{jt}}, \Delta X_{jt} = X_{jt}' - X_{jt}$$

式中 Y_t' 為 t 期衝擊後內生變數向量， Y_t

為 t 期衝擊前內生變數向量， X_{jt}' 為衝擊後政策變數向量， X_{jt} 為衝擊前政策變數向量， MK_{y,x_i} 為第 "j" 種政策變數對第 "i" 種內生變數的敏感度， ΔX_{jt} 為衝擊效果。

要分析內、外生變數的衝擊，我們需要有變數的基準預測。基準預測為模型在沒有衝擊下的長期趨勢預測，預測區間自 2005 年第 1 季至 2008 年第 4 季。此部份的作法，因為全為資料外的預測，故為動態求解(dynamic - solution)，也就是以 2004:04 為最後資料點，向後透過 Gauss-Seidel 的方法論，進行

表 3 樣本外預測比較 (2003 : 1 - 2004 : 4)

年：季	GDP 實際	GDP 預測	GDPSZ 實際	GDPSZ 預測	NU 實際	NU 預測
2003 : 1	2486960	2534320	0.032143	0.051798	5.093333	5.00233
2003 : 2	2389968	2444796	-0.00118	0.021737	4.996667	4.848257
2003 : 3	2574435	2608134	0.041696	0.055332	5.14	4.973997
2003 : 4	2696454	2647701	0.058834	0.039689	4.736667	4.998159
2004 : 1	2654164	2634255	0.067232	0.059227	4.53	4.774787
2004 : 2	2578386	2452922	0.078837	0.026341	4.436667	4.410711
2004 : 3	2710220	2599935	0.052744	0.009905	4.596667	4.47318
2004 : 4	2784138	2726463	0.032518	0.011129	4.18	4.465351
年：季	CF 實際	CF 預測	CO 實際	CO 預測	IBF 實際	IBF 預測
2003 : 1	361678	364540.3	1281389	1308237	236439	235185.5
2003 : 2	354875	362671.6	1056782	1116775	256840	261968.3
2003 : 3	364785	369271	1257512	1298665	276555	281702.7
2003 : 4	367293	374314.6	1147958	1164528	336136	304643.5
2004 : 1	365523	377394.4	1338090	1351720	287941	244699
2004 : 2	360625	367776.9	1112053	1108402	341940	266493.4
2004 : 3	367537	376933.5	1277582	1296035	349663	300496.7
2004 : 4	374655	382243.2	1190074	1188737	438362	337619.4
年：季	X 實際	X 預測	M 實際	M 預測	CPI 實際	CPI 預測
2003 : 1	1352732	1408818	1102110	1185852	99.45	99.66323
2003 : 2	1406514	1413705	1159273	1143685	99.62	99.87729
2003 : 3	1451119	1448977	1203229	1263823	99.14	100.4091
2003 : 4	1698666	1543813	1390395	1264422	99.88	99.13753
2004 : 1	1626915	1543638	1361794	1309130	99.96	99.28048
2004 : 2	1758410	1517280	1447036	1239422	100.81	100.2709
2004 : 3	1669612	1561017	1413114	1358713	102.01	101.6294
2004 : 4	1756663	1699384	1399791	1385118	101.73	101.3857
年：季	CPIZF 實際	CPIZF 預測	WPI 實際	WPI 預測	IRC 實際	IRC 預測
2003 : 1	100.2067	100.5097	103.42	100.5001	1.633333	1.583192
2003 : 2	100.4267	100.3105	102.19	101.6727	1.536667	1.416573
2003 : 3	99.46667	100.2555	101.98	101.3489	1.403333	1.572452
2003 : 4	100.2233	99.60439	102.53	100.1302	1.4	1.456691
2004 : 1	100.3267	99.97392	105.97	101.2772	1.4	1.460692
2004 : 2	101.1233	100.3685	108.78	105.4404	1.4	1.459839
2004 : 3	100.58	100.9717	112.59	108.652	1.4	1.45761
2004 : 4	101.1167	100.7751	111.69	110.8848	1.513333	1.714447
年：季	IRI 實際	IRI 預測	AFRS 實際	AFRS 預測	EROC 實際	EROC 預測
2003 : 1	3.248333	3.053488	6001359	6035531	34.71	34.98486
2003 : 2	2.937333	3.06257	6393480	6237119	34.72	34.90906
2003 : 3	2.735667	2.98793	6692039	6670100	34.25	34.55291
2003 : 4	2.423	2.816766	7025488	6946845	34	34.26422
2004 : 1	2.291	2.555526	7196798	7277933	33.41	33.79422
2004 : 2	2.243667	2.438349	7483295	7391591	33.38	33.63197
2004 : 3	2.274	2.407773	7916032	7725656	33.98	33.76869
2004 : 4	2.182667	2.644196	8047458	8171010	33.29	33.87555

聯立方程式的求解。Fair (1984) 第七章說明這數的基準預測結果。基本上，其結果符合經濟直觀的推測。等於由縮減式來求解預測值。表 4 為重要變

表 4 基準預測的長期趨勢 - 季預測 (2005:1 - 2008:4)

預測時間	預測變數					
年:季	GDP	GDPSZ	NU	CF	CO	IBF
2005 : 1	2810744	0.058994	4.158442	382258.9	1379633	293638.6
2005 : 2	2658014	0.030883	4.197762	376747.5	1161136	318746.3
2005 : 3	2819258	0.040232	4.331235	385051.8	1325706	340106.6
2005 : 4	2875753	0.032906	4.228349	392762.1	1234268	398979.8
2006 : 1	2985616	0.062215	4.273665	401364.3	1433121	415000.5
2006 : 2	2759288	0.038101	4.348214	392715.5	1203132	366211.5
2006 : 3	2941562	0.043382	4.450711	402914.5	1371908	385947.2
2006 : 4	2978396	0.035692	4.459077	410459.1	1273394	446143.7
2007 : 1	3072094	0.028965	4.533584	419631.4	1479767	397578.8
2007 : 2	2887251	0.046376	4.625226	409163.6	1242380	416614.5
2007 : 3	3077998	0.046382	4.719155	421190.5	1413198	436830.8
2007 : 4	3115520	0.04604	4.777847	428678.4	1308221	496419
2008 : 1	3194744	0.039924	4.858063	438080.2	1519939	423459
2008 : 2	3027276	0.048497	4.950137	426364.8	1277371	473627.3
2008 : 3	3221380	0.046583	5.035153	440076.5	1448627	495971.6
2008 : 4	3246541	0.042054	5.109299	447301.7	1337296	555047.5
預測時間	預測變數					
年:季	X	M	CPI	CPIZF	WPI	IRC
2005 : 1	1650317	1338403	101.2607	101.129	111.5846	1.729052
2005 : 2	1660245	1287195	101.6229	101.2804	112.3577	1.927417
2005 : 3	1685859	1360974	102.5059	101.3679	113.825	2.112509
2005 : 4	1724619	1400088	102.0723	101.5038	112.5136	2.28213
2006 : 1	1739037	1449352	101.8514	101.6302	114.4069	2.319584
2006 : 2	1714329	1346363	102.1716	101.7434	115.4649	2.348182
2006 : 3	1762844	1432131	103.0743	101.8251	116.305	2.379695
2006 : 4	1788934	1456492	102.6108	101.9212	115.507	2.393474
2007 : 1	1821210	1498013	102.2823	101.9906	116.141	2.41493
2007 : 2	1800499	1415817	102.5233	102.0398	116.9991	2.431382
2007 : 3	1857389	1506054	103.3745	102.0601	117.8107	2.452484
2007 : 4	1884224	1529966	102.8233	102.0827	117.0217	2.456555
2008 : 1	1917817	1562743	102.413	102.0774	117.6039	2.469264
2008 : 2	1900341	1490662	102.5727	102.0515	118.5556	2.478439
2008 : 3	1958814	1582754	103.3554	101.9988	119.3536	2.493581
2008 : 4	1982748	1599592	102.715	101.9451	118.6059	2.491838

預測時間	預測變數		
	IRI	ARR\$	EROC
2005 : 1	2.505356	8295200	33.08822
2005 : 2	2.790388	8497908	32.96705
2005 : 3	3.050758	8706989	33.04974
2005 : 4	3.276999	8915909	33.13163
2006 : 1	3.375677	9133603	33.24387
2006 : 2	3.455217	9345293	33.33568
2006 : 3	3.537843	9576662	33.47
2006 : 4	3.585076	9797197	33.58549
2007 : 1	3.644668	10030470	33.71461
2007 : 2	3.69304	10261690	33.82627
2007 : 3	3.748424	10514930	33.97593
2007 : 4	3.770373	10758860	34.10808
2008 : 1	3.807085	11014300	34.25071
2008 : 2	3.835896	11267010	34.38112
2008 : 3	3.874713	11544330	34.54842
2008 : 4	3.880856	11811650	34.69845

當我們有了基準預測的結果後，接下來就可以分析內、外生變數的衝擊，我們做了數個情境分析，探討在不同的衝擊下對國內經濟的經濟影響。這裡挑選報告(一)我國重貼現率和美國聯邦資金利率的連動關係；(二)隔夜拆款利率變動，來檢視貨幣政策的效果；(三)新台幣對美元匯率升貶值的影響。以下分別敘之。

國內外利差

為探討利差變化的影響，在此將分析 2006 年後，美國聯邦資金利率由 4 % 持續上升到 7 %，而我國採用緊釘美國利率的貨幣政策及不為所動的利率政策。前者我們讓重貼現率亦上升 3 %，後者我們讓重貼現率維持 2.125 % 不動，使利差不斷擴大的效果。兩

種都是極端狀況，都不是事實可能的結果。但是事實可能的結果一定介於兩者之間，因此模擬的結果，就相當值得參考。表 5 為兩種狀況之下的衝擊結果。

在表中我們報告重要經濟變數的新的預測值，也就是相對基準預測的替代值，替代值減去基準預測的大小及百分比。因為利率上升，實質國內生產毛額、消費、投資、進出口、實質國內生產毛額成長率、外匯存底都是減少，失業率上升。兩種利率政策有差異的地方在於不管美國提升利率，我們都沒動，利差一直擴大下，台幣會貶值，存款利率，略微下降，物價指數，不論消費者物價、核心物價、躉售物價都略微上升。利差一直擴大下，台幣會貶值，這個相當符合經

表 5 國內外利率變動對我國經濟的衝擊效果(季平均)

變數	說明	我國重貼現率與美國聯邦資金利率 同時提高 3%			美國聯邦資金提高 3%		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
實質國內生產毛額 GDP	替代值	2892745	2989468	3101663	2915843	3037449	3171406
	替代-基準	-23470	-48747	-70822	-372.5	-766.8	-1079
	變動%	-0.81	-1.61	-2.23	-0.013	-0.025	-0.034
實質國內生產毛額成長率 GDPSZ	替代值	0.036	0.034	0.038	0.045	0.042	0.044
	替代-基準	-0.008	-0.008	-0.007	-0.00013	-0.00013	-0.00009
	變動%	-20.5	-21.7	-15.3	-0.33	-0.35	-0.21
失業率 NU	替代值	4.38	4.67	4.99	4.38	4.66	4.99
	替代-基準	0.0005	0.0013	0.002	8.00E-06	2.00E-05	3.00E-05
	變動%	0.011	0.027	0.04	0.00018	0.00043	0.00061
民間食品消費支出 CF	替代值	401690	418730	435839	401834	419609	437873
	替代-基準	-172.8	-935.5	-2117.2	-28.8	-56.8	-82.5
	變動%	-0.04	-0.22	-0.48	-0.007	-0.014	-0.019
民間非食品消費支出 CO	替代值	1309706	1336812	1358254	1320099	1360276	1394938
	替代-基準	-10683	-24080	-37554	-290	-615.2	-870.5
	變動%	-0.81	-1.76	-2.67	-0.022	-0.045	-0.061
實質民間固定資本形成毛額 IBF	替代值	390453	411206	448999	403129	436223	485831
	替代-基準	-12873	-25655	-38027	-197	-637.7	-1195.1
	變動%	-3.23	-5.87	-7.82	-0.05	-0.14	-0.24
貨品及服務輸出 X	替代值	1411001	1465527	1525094	1420760	1486638	1557596
	替代-基準	-10083	-21935	-33844	-324.5	-825	-1341.2
	變動%	-0.71	-1.48	-2.17	-0.023	-0.055	-0.086
貨品及服務輸入 M	替代值	1744941	1826442	1918978	1751272	1840844	1940012
	替代-基準	-6345	-14389	-20952	-14.2	13.2	81.5
	變動%	-0.36	-0.78	-1.08	-0.0008	0.0007	0.0042
消費者物價指數 CPI	替代值	102.2	102.5	102.5	102.4	102.7	102.7
	替代-基準	-0.24	-0.23	-0.23	-0.018	-0.023	-0.021
	變動%	-0.23	-0.22	-0.23	-0.018	-0.022	-0.02
核心消費者物價指數 CPIZF	替代值	101.5	101.8	101.8	101.8	102	102
	替代-基準	-0.26	-0.26	-0.26	0.00025	0.00017	0
	變動%	-0.26	-0.25	-0.25	0.0002	0.0002	-3.00E-08
躉售物價指數 WPI	替代值	115	116.1	117.5	115.4	117.1	118.6
	替代-基準	-0.43	-0.86	-1.06	0.02	0.06	0.11
	變動%	-0.37	-0.74	-0.89	0.02	0.05	0.09
存款利率 IRC	替代值	5.62	5.7	5.74	2.36	2.44	2.48
	替代-基準	3.26	3.26	3.26	-0.00024	-0.0002	-0.0002
	變動%	138.2	133.7	131.2	-0.01	-0.008	-0.008
放款利率 IRI	替代值	6.32	6.54	6.68	3.6	3.82	3.96
	替代-基準	2.83	2.83	2.83	0.11	0.11	0.11
	變動%	81.2	76.2	73.4	3.16	2.97	2.87
外匯存底 AFR\$	替代值	9224736	9695036	10197037	9289859	9963183	10720335
	替代-基準	-238452	-696452	-1212285	-173330	-428304	-688988
	變動%	-2.5	-6.7	-10.6	-1.81	-4.11	-6.03
匯率 EROC	替代值	32.5	32.3	32.6	33.4	34	34.7
	替代-基準	-0.88	-1.62	-1.85	0.03	0.1	0.19
	變動%	-2.64	-4.77	-5.36	0.09	0.3	0.54

濟理論。後兩者是因為模型的設定中，實質國內生產毛額、消費、投資、進出口減少的結果。因為需求面不振，物價下跌。存款利率受到隔拆利率影響，當美國採緊縮政策，需求面不振，我國股市表現不好，是有可能使我們隔拆、存款利率都跟著下降。不過，這種是聯立求解後的效果，單一邏輯有時很難講清楚。由表中，另外得到有趣的結果是國內外利率都上漲 3%，對需求面影響最大的是投資，國內生產毛額逐年減少到 2008 年的 2.23%，台幣逐年升值到 2008 年的 5.36%。反觀另一種我們不動的狀況，需求面的下降都很小，台幣貶值也很有限，但外匯存底的變化，還時很大，這當然是代表利差擴大下，資金就流出去了。

金融業隔夜拆款利率

因為隔夜拆款利率逐漸成為央行操作工具下，我們以隔夜拆款利率的變化來探討央行的政策對於國內經濟金融活動的影響。前一種利率變化，我們都是考慮一次變化，這裡我們也考慮逐漸的變化。我們比較在 2006 年由基準解 2.28 % 一次調升 3 %，達 5.28 %，且維持 3 年，也就是永久性的衝擊，以及 2006 年起由 3 % 開始每年調升 1 %，於 2008 時達 5.28 %，兩者造成的影響差異。表 6 為衝擊的結果。

表 6 的結果跟表 5 符號上面蠻類似，顯示以隔夜拆款利率為操作工具，效果等同於調升重貼現率。但是若 2006 年起隔夜拆款利

率直接調升 3 %，這情形與表 5 美國調升利率，我國不動剛好相反。這裡是我國調升，美國不動。在這種情形下，可以看到這裡的效果大於美國調升利率，我國不動，但小於表 5 的我國與美國都調升 3%。而且在這裡我國一次調升隔夜拆款利率 3% 之下，外匯存底略微減少，但是匯率會先升值再貶值。升值是因為新台幣利率報酬率升高，但是緊縮政策下，經濟不振，股市報酬減少，出口減少，外匯存底減少，使得匯率最後貶值。表中左右兩邊比較，隔業拆款利率逐年調升 1 %，效果都比一次調升小，可以說效果一次調升的效果就逐年顯現，連匯率的先生後貶時間都延後，由此可以驗證本模型的一致性。

新台幣兌美元：匯率的升貶值

由於台灣是小型開放經濟，匯率的升貶值，對國內的經濟衝擊相當的大。這裡，我們將模擬新台幣兌美元匯率於 2006 年一次升值到 27：1 及一次貶值到 40：1，兩種永久性衝擊對我國的經濟影響的效果。表 7 報告模擬的結果。

由表中的數字，我們可以看到新台幣升值下，將使得經濟有緊縮效果，國內生產減少，出口減少，但對於進口有正面效果。物價指數下降，利率上升，外匯存底下降。而新台幣貶值的效果，則完全相反。由於匯率的基準預測 2006 年是 33.41，升值到 27 跟貶值到 40 幅度效果就類似，所以 2006 年左右的結果就幾乎是符號相反。但基準預測的匯

表 6 隔夜拆款利率變化對我國經濟的衝擊效果(季平均)

變數	說明	隔夜拆款利率一次調升 3%			隔夜拆款利率每年均調升 1%		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
實質國內生產毛額 GDP	替代值	2913009	3029794	3157521	2915167	3034374	3163555
	替代-基準	-3206	-8422	-14964	-1048.2	-3841.8	-8930.2
	變動%	-0.11	-0.28	-0.47	-0.04	-0.13	-0.28
實質國內生產毛額成長率 GDPSZ	替代值	0.044	0.04	0.042	0.044	0.041	0.043
	替代-基準	-0.0011	-0.0017	-0.002	-0.0004	-0.0009	-0.0016
	變動%	-2.83	-4.38	-4.64	-0.92	-2.3	-3.68
失業率 NU	替代值	4.38	4.66	4.99	4.38	4.66	4.99
	替代-基準	0.00007	0.00021	0.0004	2.00E-05	9.00E-05	0.0002
	變動%	0.0015	0.0045	0.0079	0.0005	0.002	0.0044
民間食品消費支出 CF	替代值	401733	419164	436830	401821	419456	437358
	替代-基準	-130.6	-501.5	-1126.2	-42.5	-209.7	-598.1
	變動%	-0.03	-0.12	-0.26	-0.01	-0.05	-0.14
民間非食品消費支出 CO	替代值	1317929	1354097	1383039	1319584	1357831	1388423
	替代-基準	-2460	-6794	-12769	-805.2	-3060.5	-7385.2
	變動%	-0.19	-0.5	-0.92	-0.06	-0.23	-0.53
實質民間固定資本形成毛額 IBF	替代值	402035	433321	480827	402904	435266	483302
	替代-基準	-1290.8	-3539.4	-6199.3	-421.5	-1594.8	-3724.7
	變動%	-0.32	-0.81	-1.27	-0.11	-0.36	-0.76
貨品及服務輸出 X	替代值	1750636	1839047	1936770	1751074	1840028	1938061
	替代-基準	-650.2	-1783.2	-3160.2	-212.5	-802.5	-1868.8
	變動%	-0.04	-0.1	-0.16	-0.01	-0.04	-0.1
貨品及服務輸入 M	替代值	1419346	1482605	1549998	1420516	1485284	1553728
	替代-基準	-1738.2	-4857.8	-8940	-568.2	-2178.2	-5.21E+03
	變動%	-0.12	-0.33	-0.57	-0.04	-0.15	-0.33
消費者物價指數 CPI	替代值	102.2	102.5	102.5	102.3	102.6	102.5
	替代-基準	-0.26	-0.26	-0.26	-0.08	-0.17	-0.26
	變動%	-0.25	-0.26	-0.25	-0.08	-0.17	-0.25
核心消費者物價指數 CPIZF	替代值	101.6	101.8	101.8	101.7	101.9	101.8
	替代-基準	-0.2	-0.2	-0.2	-0.07	-0.13	-0.2
	變動%	-0.2	-0.2	-0.2	-0.07	-0.13	-0.19
躉售物價指數 WPI	替代值	115.4	117	118.6	115.4	117	118.5
	替代-基準	-0.014	0.007	0.053	-0.005	-0.002	0.014
	變動%	-0.012	0.006	0.045	-0.004	-0.002	0.012
存款利率 IRC	替代值	2.56	2.64	2.68	2.43	2.57	2.68
	替代-基準	0.2	0.2	0.2	0.07	0.13	0.2
	變動%	8.49	8.14	7.94	2.79	5.39	7.94
放款利率 IRI	替代值	3.86	4.09	4.22	3.61	3.96	4.22
	替代-基準	0.38	0.37	0.37	0.12	0.25	0.37
	變動%	10.8	10	9.6	3.54	6.63	9.59
外匯存底 AFRS	替代值	9444366	10325984	11303155	9456981	10363892	11347280
	替代-基準	-18823	-65503	-106168	-6208	-27595	-62042
	變動%	-0.2	-0.63	-0.93	-0.06	-0.26	-0.54
匯率 EROC	替代值	33.4	33.9	34.6	33.4	33.9	34.5
	替代-基準	-0.022	0.009	0.083	-0.007	-0.005	0.022
	變動%	-0.07	0.02	0.24	-0.02	-0.01	0.06

表 7 新台幣匯率升貶值對我國經濟的衝擊效果

變數	說明	新台幣兌美元的匯率升值到 27 : 1 美元			新台幣兌美元的匯率貶值到 40 : 1 美元		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008
實質國內生產毛額 GDP	替代值	2893398	3012808	3144912	2939680	3060728	3192912
	替代-基準	-22818	-25408	-27573	23465	22512	20427
	變動%	-0.78	-0.84	-0.87	0.81	0.74	0.64
實質國內生產毛額成長率 GDPSZ	替代值	0.037	0.041	0.044	0.053	0.041	0.043
	替代-基準	-0.0082	-0.0006	-0.0003	0.0084	-0.0007	-0.001
	變動%	-19	-1.4	-0.8	19.4	-1.6	-2.3
失業率 NU	替代值	4.38	4.66	4.99	4.38	4.66	4.99
	替代-基準	0.00048	0.00075	0.00088	-0.00048	-0.00068	-0.0007
	變動%	0.011	0.016	0.018	-0.011	-0.015	-0.014
民間食品消費支出 CF	替代值	401436	418830	436732	402303	420455	438996
	替代-基準	-427.8	-836.2	-1224.2	439.6	788.6	1040.3
	變動%	-0.11	-0.2	-0.28	0.11	0.19	0.24
民間非食品消費支出 CO	替代值	1320030	1360114	1394562	1320756	1361626	1396883
	替代-基準	-359.2	-777	-1245.8	367.8	735	1074.5
	變動%	-0.027	-0.057	-0.089	0.028	0.054	0.077
實質民間固定資本形成毛額 IBF	替代值	405020	441028	492749	401528	432773	482008
	替代-基準	1694.3	4167.2	5722.7	-1798.1	-4087.6	-5018.1
	變動%	0.42	0.95	1.18	-0.44	-0.93	-1.04
貨品及服務輸出 X	替代-基準	-15689	-19539	-21494	16132	17614	16381
	變動%	-0.9	-1.06	-1.11	0.92	0.96	0.85
貨品及服務輸入 M	替代值	1431559	1498979	1571765	1410306	1477304	1549396
	替代-基準	10474	11516	12828	-10778	-10158	-9542
	變動%	0.74	0.77	0.82	-0.76	-0.68	-0.61
消費者物價指數 CPI	替代值	102.3	102.6	102.6	102.6	102.9	102.9
	替代-基準	-0.15	-0.18	-0.2	0.16	0.16	0.16
	變動%	-0.15	-0.17	-0.2	0.15	0.16	0.15
核心消費者物價指數 CPIZF	替代值	101.8	102	102	101.8	102	102
	替代-基準	-0.0012	-0.0037	-0.0075	0.0012	0.0037	0.0069
	變動%	-0.0012	-0.0036	-0.0074	0.0012	0.0036	0.0068
躉售物價指數 WPI	替代值	111.9	112.9	114	119.1	120.7	122.1
	替代-基準	-3.47	-4.04	-4.57	3.64	3.67	3.52
	變動%	-3.01	-3.46	-3.86	3.15	3.14	2.97
存款利率 IRC	替代值	2.36	2.44	2.48	2.36	2.44	2.48
	替代-基準	0.00038	0.00046	0.00042	-0.00036	-0.00037	-0.00024
	變動%	0.016	0.019	0.017	-0.015	-0.015	-0.01
放款利率 IRI	替代值	3.49	3.71	3.85	3.49	3.71	3.85
	替代-基準	0.0007	0.0009	0.0008	-0.0007	-0.0007	-0.0004
	變動%	0.02	0.023	0.02	-0.019	-0.019	-0.012
外匯存底 AFR\$	替代值	9091969	9369904	9662002	9801673	11280092	12822150
	替代-基準	-371220	-1021583	-1747320	338484	888605	1412828
	變動%	-3.9	-9.8	-15.3	3.5	8.5	12.4
匯率 EROC	替代值	27	27	27	40	40	40
	替代-基準	-6.41	-6.91	-7.47	6.59	6.09	5.53
	變動%	-19.2	-20.4	-21.7	19.7	18	16

率是逐漸貶值，維持在 27 的升值幅度就大過貶值到 40 的幅度，因此到 2008 年升值的影響效果其絕對值就大過貶值的效果。

其他的情境分析，如美國 GDP 變動、國內技術進步、勞動力變動、民間投資變動…等，我們也均做過模擬，而衝擊的影響結果

也都符合我們的預期，顯示了模型有相當的穩定性，並且也提供了政策分析的功能。模擬結果除了所見到的各變數之季差量及年增率差量的外，我們也模擬各敏感性分析中，所有情境分析的逐季模擬結果。這些都可提供更深入的政策分析參考。

第六節 結 論

本研究的目的為建構我國總體經濟金融計量季模型，用來進行我國的總體經濟預測，並模擬國際情勢變動、貨幣政策對總體經濟金融活動之影響效果，以供央行擬定貨幣政策。本研究原由主計處的季模型出發，參考美國及英國央行計量模型，建立總體經濟金融模型。主計處的季模型經大幅修改後，已呈現一截然不同之面貌，尤以金融部門為最，我們細膩的建立貨幣供需及利率傳遞過程。整體模型包括實質部門民間消費、民間投資、輸出、輸入、就業、薪資、政府消費及投資變動對產出之關係；勞動市場及設定技術進步方程式。貨幣金融部門包括利率、匯率、廣義貨幣、準備貨幣、銀行存放款、股票市場。我們也建立各部門物價指數的決定方程式，將各總供需的按固定價格計算與按當期價格計算之數據連結起來。

研究方法以時間數列的單一方程出發，檢視每一條單一方程的設定能求取最佳的結果後。在建立模型的過程中，設法使模型本身有適當的聯立性(simultaneity)以反映內生變

數彼此間的作用，選用合適的實質部門變數作為解釋變數，俾能與實質部門有適當的聯繫，最後以 Gauss-Seidel 的方法論，進行聯立方程式的求解。本模型最後共計有 77 條方程式，其中包括 44 條結構方程式及 33 條定義式；75 個內生變數，23 個外生變數。

2005 - 2008 經濟成長率之預測約為 3 % - 6 %，失業率則處於 4.158 % - 5.1 % 間；新台幣對美元之匯率為 33 - 35 區間；消費者物價指數自 2005 年的 101.26 逐漸上升至 2008 年的 102.715；存放款量則呈上升之勢。大致來說，模型樣本外的預測結果大都平穩而未有大起大落的情形。

本模型重點為金融部門，也因此便對其他部門有所簡化，如政府部門僅簡單地估計政府消費及政府投資，對於目前的政府財政困境未多加琢磨，若要將此模型應用至政府財政等估計則仍有許多可改進的空間。雖模型以金融部門為主，但依舊有不足之處，如近年來金融改革與整體金融環境的變化，目前後續影響還未完整浮現，也因此尚無法將

此改變放入模型。未來對於模型的維護，除了新增各變數的統計資料外，我們認為亦須將目前金融環境的改變及發酵的結果加入模型，以期能更為準確的進行預測。

附 註

- (註 1) 十年期中央政府公債資級市場利率自 1995 年 1 月始有資料。
- (註 2) 在 AREMOS 資料庫中名稱為「第一商業銀行存款牌告利率-定期存款(一年)-固定利率債券市場」，此為資料起始年最早之存款利率，由 1975 年開始統計。
- (註 3) 可參考 <http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/year/year92/肆二-100-104.pdf>
- (註 4) 感謝施燕處長提供意見及相關資料，調整存款準備率後的準備貨幣是指調整存款準備率及準備金乙戶成數，央行最後一次調降新台幣存款準備率為 90 年 10 月 4 日，最後 1 次調整準備金乙戶成數在 90 年 11 月，該調整是以最新的準備金乙戶成數及存款準備率乘以原先存款量而得調整後準備貨幣，而原始數列係以舊的準備率及成數乘以原先存款量而得，因此，原始數列的影響效果有雜入存款準備率變動的效果，由於存款準備率可視為銀行取得存款資金之成本，可視為廣義之準備金的價，至於量的效果，則以調整後準備貨幣代表。
- (註 5) 雖然重點貼現率及隔夜拆款利率皆為本研究設定的央行政策工具，但在實際操作上可發現重點貼現率確能顯著影響隔夜拆款利率（林金龍 2003）。
- (註 6) 實證上發現在做預測時，必須將消費利率及投資利率式設定為一相似的式子才可得到較佳的結果。因此，在本模型的設定上，我們於兩式中皆加入 $d2003$ 、 ir 及 ffr 變數。
- (註 7) 多數央行同仁建議使用兩個之隔夜拆款利率表達利差，但在試驗下發現此一利差並不顯著($p_value=0.29$)，因此以存款報酬率之差取代之；另外，受限於利率資料蒐集，我們並無法找出同期限存款利率對應，唯如同前所分析，在利率走勢相似下，我們以三個月期與一年期之利率差額代表利差仍屬穩健。
- (註 8) 實證上我們將 CPI 放入非食品消費支出不顯著($p_value=0.7716$)。
- (註 9) 基準利率即為基放利率+新承作放款利率之組合，而若以實質利率代表投資機會成本解釋能力不佳，詳細說明可參見正文 3.1.1 利率部份。
- (註 10) 參考消費者物價指數新基期權數結構，2005 年台灣的食物類權數占消費者物價指數總權數千分之 250.54，資料來自於 <http://www.dgbas.gov.tw/public/Attachment/52112261571.doc>
- (註 11) 模型試驗發現：非食品消費($\text{LOG}(\text{CO})$)及存款(DEPOSIT)適用核心物價年增率做為通膨率的指標，但在存貨(J)及隔夜拆款利率(RMIBON)等式上，使用 core CPI 出現解釋能力較不佳或方向性的錯誤。

附 錄

一、內生變數說明

變數符號	說明	單位	變數符號	說明	單位
ADB\$	本國一般銀行資產證券投資	新台幣百萬元	MS	貨品及服務輸入	當年幣值百萬元
ADRESERVES	調整存款準備率後準備貨幣	當年幣值百萬元	M2	M2	當年幣值百萬元
AFR\$	央行外匯存底	新台幣百萬元	MON\$	M1B	當年幣值百萬元
BONDTRADE	債券市場總成交值	新台幣百萬元	NE	就業人口	百萬人
CF	民間食品消費支出	90年幣值百萬元	NF	勞動力人口	百萬人
CFS	民間食品消費支出	當年幣值百萬元	NU	失業率	%
CG	政府消費支出	90年幣值百萬元	PCF	民間食品消費平減指數	2001=100
CO	民間非食品消費支出	90年幣值百萬元	PCG	政府消費平減指數	2001=100
COS	民間非食品消費支出	當年幣值百萬元	PCO	民間非食品消費平減指數	2001=100
CPI	消費者物價指數	西元 2001=100	PDT	每勞動生產力(支出面)	90年幣值元
CPIZF	核心消費者物價指數	西元 2001=100	PFLA	國外要素所得平減指數	2001=100
DEP	固定資本消耗準備	90年幣值百萬元	PGDP	國內生產毛額平減指數	2001=100
DEPOSIT	本國一般銀行存款餘額	當年幣值百萬元	PGNP	國民生產毛額平減指數	2001=100
EROC	新台幣元/美元	新台幣元	PI	國內固定資本形成平減指數	2001=100
FAS	金融帳	當年幣值百萬元	PIBF	民間固定資本形成平減指數	2001=100
FIA	國外要素所得收入淨額	90年幣值百萬元	PIG	政府固定資本形成平減指數	2001=100
GDP	國內生產毛額	90年幣值百萬元	PIPC	公營事業固定資本形成平減指數	2001=100
GDPS	國內生產毛額	當年幣值百萬元	PJ	存貨變動平減指數	2001=100
GDPMFG	製造業國內生產毛額	當年幣值百萬元	PM	貨品及服務輸入平減指數	2001=100
GDPPERCA	每人國內生產毛額	90年幣值千元	PSTOCK	集中市場股價指數	1966=100
GDPSZ	國內生產毛額成長率	百分比(%)	PWM	製造業薪資指數	2001=100
GNP	國民生產毛額	90年幣值百萬元	PX	貨品及服務輸出平減指數	2001=100
GNPS	國民生產毛額	當年幣值百萬元	RKGDDBT	各級政府債務餘額占 GNP 比	百分比(%)
GNPPERCA	每人國民生產毛額	90年幣值千元	RMIBON	隔夜拆款利率	年率(%)
GNPSZ	國民生產毛額成長率	百分比(%)	SALES	製造業銷售量	百萬元
I	國內固定資本形成毛額	當年幣值百萬元	TAXD\$	直接稅	當年幣值百萬元
IS	國內固定資本形成毛額	當年幣值百萬元	TAXID\$	間接稅	當年幣值百萬元
IBF	民間固定資本形成毛額	90年幣值百萬元	TBS	貿易收支	新台幣百萬元
IBF\$	民間固定資本形成毛額	當年幣值百萬元	TD	總合需求	90年幣值百萬元
IG	政府固定資本形成毛額	90年幣值百萬元	TECH	技術進步	對數
IPC	公營事業固定資本形成毛額	90年幣值百萬元	TISUB	間接稅淨額	90年幣值百萬元
IRC	第一商業銀行一年定存利率	年率(%)	TMUIASS	進口物價指數, 美元	2001=100
IRI	銀行業基準利率	年率(%)	ULC	單位產出勞動成本	90年幣值元
J	存貨變動	90年幣值百萬元	V90	存貨存量	90年幣值百萬元
JS	存貨變動	當年幣值百萬元	WPI	躉售物價指數	2000=100
K90	固定資本存量	90年幣值百萬元	X	貨品及服務輸出	85年幣值百萬元
LOAN	全體貨幣機構與郵匯局資產放款量	當年幣值百萬元	XS	貨品及服務輸出	當年幣值百萬元
M	貨品及服務輸入	90年幣值百萬元			

二、外生變數說明

變數符號	說明	單位	變數符號	說明	單位
CG\$	政府消費支出	當年幣值百萬元	IPXUSA	美國出口物價指數	1991=100
CHINAGDP	中國 GDP 指數	1961=1.0	IR	央行重貼現率	年率%
EJAP	日圓/美元	日圓	IRCUS	3-Month Certification of Deposit: Secondary Market Rate	年率%
FFR	聯邦資金利率	年率(%)	KF	潛在固定資本存量	90 年幣值百萬元
FIAS	國外要素所得收入淨額	當年幣值百萬元	KGDEBT\$	各級政府債務餘額	當年幣值百萬元
GOVSUB\$	政府企業補助支出	當年幣值百萬元	POILSAR	阿拉伯輕油價	美元/桶
GOVSURR P	政府實質餘絀	當年幣值百萬元	POP	台灣區人口	千人
IG\$	政府固定資本形成毛額	當年幣值百萬元	RTAXCUM	進口稅率（關稅/進口）	%
IGNPUSA	美國 GNP 指數	1991=100	STOCKTR ADE	上市股市總成交值	百萬元
IGNPJAP	日本 GNP 指數	1991=100	WPX	世界出口物價平減指數	1991=100
IPCS	公營事業固定資本形成毛額	當年幣值百萬元			
IPXJAP	日本出口物價指數	1991=100			

三、模型設定及單一方程式估計結果

(一) 商品市場

1、民間食品消費 LOGCF (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -3.0368 + 0.7564*LOGCF (-4) + 4.67e-08*GDP + 0.5984*LOG (POP) + 0.0137*LOG (PSTOCK) - 0.0005*CPI + [AR (1)=0.0025121302]$$

Adjusted R-square : 0.998938

2、民間非食品消費 LOGCO (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= 1.1090 + 0.8940*LOGCO (-4) - 0.0029*(IRC-@PCHY (CPIZF)) + 0.0463*LOG (PSTOCK) + 0.2553 @PCH(LOAN)+0.0123Q1+0.0121Q3$$

Adjusted R-squared : 0.999131

3、民間固定資本形成毛額 IBF(161 periods from 1966:1 to 2005:2)

$$= 75529.50 + 0.4115*IBF (-4) - 0.4014*(DEP (-1)+DEP (-2)) + 0.2423*D(KF) +88047.42*(SALES/GDP) - 3483.416*IRI(-1) + 0.005*LOAN(-1) - 427.3778*POILSAR(-2)+ 0.2670*STOCKTRADE +$$

$$0.0013*BONDTRADE -54095.28*Q1-24560.88Q2-27784.53*Q3$$

Adjusted R-squared : 0.940471

4、存貨增加 J (178 periods from 1961:1 to 2005:2)

$$= 32851.6507 + 0.4225*J(-4) - 1990.7029*[IRI (-1)-@PCHY (CPI (-1))] - \\ 0.0370*I(-1) - 4193.610803*Q3 + [AR (1)=0.2059190051]$$

Adjusted R-squared : 0.250847

5、折舊 DEP (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -1218.1887 + 0.9549*(GDP*DEP (-1)/GDP (-1)) + 0.0531*I(-3) + \\ 152.2286*WPI - 268.2175*CPI$$

Adjusted R-squared : 0.997142

6、銷售量 SALES (153 periods from 1968:1 to 2005:2)

$$= -182720.5549 + 0.8856*GDP + [AR(1)=0.7675]$$

Adjusted R-squared : 0.993620

7、製造業國民生產毛額 GDP MFG((98 periods from 1981:1 to 2005:2)

$$= -604779.2009 + 0.1919*GDP + 109931.6708*TECH + [AR(1)=0.6214]$$

Adjusted R-squared : 0.979180

8、進口單價美元指數(%) TMUIA\$\$ (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -0.2067 + 0.0079*POILSAR + 0.0182*WPX+ \\ 0.0122*IPXJAP + [AR (1)=0.9800]$$

Adjusted R-squared : 0.994253

9、輸入平減指數 PM (177 periods from 1961:1 to 2005:1)

$$= -3.1037 + 0.8272*((1+0.01*RTAXCUM)*TMUIA$$*EROC) + \\ 0.0633*POILSAR + 0.1268*IPXUSA - 0.4947*Q1 - 0.3817*Q2 - \\ 0.1699*Q3+ [AR(1)=0.7167]$$

Adjusted R-squared : 0.999524

10、製造業薪資指數 LOG(PWM)(176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -1.1448+ 0.8272* LOG(PWM(-4)) + 0.2699*LOG(CPI) - \\ 0.0243 *NU + 0.0712*LOG(PDT) + 0.028*Q1 + [AR(1)=0.5222]$$

Adjusted R-squared : 0.999351

11、躉售物價指數 WPI (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= 34.6614 - 4.39E-06 * D(V90) + 7.0930 * (@PCHY(ULC)) + \\ 0.2128 * PGDP + 0.2746PM + 0.2062 * WPX + [AR(1)=0.9790]$$

Adjusted R-squared : 0.997006

12、消費者物價指數 CPI (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -11.7700 - 0.2301 * [IRI(-1)-IRC(-1)] + 0.0428 * WPI + \\ 1.1205 * CPIZF - 4.5049 * D2000 + 0.2793 * @PCH(TAXID\$) - \\ 0.4225 * Q1 - 0.2744 * Q2 + 0.5509 * Q3 + [AR(1)=0.3790]$$

Adjusted R-squared : 0.998560

13、核心消費者物價指數 D(CPIZF) (98 periods from 1981:1 to 2005:2)

$$= -1.6741 - 0.0677D(RMIBON) - 0.2568 * NU + 0.1706 * LOG(M2) \\ + [AR(1)=-0.2726]$$

Adjusted R-squared : 0.2834

14、民間食品消費平減指數 PCF (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= 1.2508 + 0.4274 * PCF(-4) + 0.5597CPI + 0.4831 * D(CPI) - \\ 1.1825 * Q2 + [AR(1)=0.7436]$$

Adjusted R-squared : 0.998060

15、民間非食品消費平減指數 PCO (178 periods from 1961:1 to 2005:2)

$$= -0.3799 + 0.9772 * PCO(-1) - 0.2276 * D2000 + \\ 0.0285 * WPI + [AR(1)=0.2334]$$

Adjusted R-squared : 0.999033

16、政府消費平減指數

PCG (158 periods from 1966:1 to 2005:2)

$$= 5.7188 + 0.1581 * CPI + 0.8077 * PCG(-4)$$

Adjusted R-squared : 0.980092

17、政府固定資本形成平減指數 PIG (158 periods from 1966:1 to 2005:2)

$$= 53.683 + 0.4948 * WPI + 4.1045 * Q1 + 1.1617 * Q2 + [AR(1)=0.9834]$$

Adjusted R-squared : 0.991529

18、公營事業固定資本形成平減指數 PIPC (158 periods from 1966:1 to 2005:2)

$$= 3.1651 + 0.4399*PIPC (-4) + 0.5499*WPI - 1.6714 *Q2 - 1.5348*Q3 - 2.1015*Q4 + [AR (1)=0.8610]$$

Adjusted R-squared : 0.991562

19、民間固定資本形成平減指數 PIBF(156 periods from 1966:1 to 2004:4)

$$= -12.4139 + 0.6102*PIBF (-4) + 0.5123*WPI + 1.0574*Q1 + [AR (1)=0.9406]$$

Adjusted R-squared : 0.995449

20、貨品及服務輸出平減指數 PX (178 periods from 1961:1 to 2005:2)

$$= 2.9555 + 0.5146*PX (-4) + 0.4602*WPI + 0.1000*Q3 + [AR (1)=0.7299]$$

Adjusted R-squared : 0.990861

21、國外要素所得平減指數 PFIA (178 periods from 1961:1 to 2005:2)

$$= 8.3769 + 0.1637*PFIA (-1) + 0.7212*CPI + [AR (1)=0.8733]$$

Adjusted R-squared : 0.998152

22、存貨增加平減指數 PJ (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= 6.8620 + 0.1856*PJ (-1) + 0.7839*WPI$$

Adjusted R-squared : 0.941913

(二) 進出口部門

23、商品及服務輸入 M (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -7711.986 + 0.0187*M (-4) + 0.3619*TD - 791.4982*PM - 613.3808*WPX - 6352.142*Q1+12507.12*Q2 + [AR (1)=0.5818]$$

Adjusted R-squared : 0.997203

24、商品及服務輸出 X (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -431752.2 + 0.1806*X(-4) + 1871.354*EROG + 0.8909*GDPMFG + 3292.046*IGNPUSA + 17519.92*CHINAGDP$$

Adjusted R-squared : 0.985025

(三) 勞動市場

25、勞動力人口 NF (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -0.0611+ 1.0042*(POP*NF (-4)/POP (-4)) + 0.7630*(@PCHY (GDP)) + 0.2473 *(@PCHY (PWM)) + [AR (1)=0.6415]$$

Adjusted R-squared : 0.998737

26、失業率 NU (178 periods from 1961:1 to 2005:2)

$$= 1.2822 + 0.4058*NU(-4) - 1.1624*SALES/GDP + \\ 0.0802*CHINAGDP - 1.4933*D2003 + [AR(1)=0.8201]$$

Adjusted R-squared : 0.912456

(四) 各級政府財政及移轉支付

27、直接稅稅收 (當期新台幣百萬元) TAXD\$ (166 periods from 1964:1 to 2005:2)

$$= 1789.18164 + 0.9723*(GDP*TAXD$(-4)/GDP(-4)) + \\ 13.2575PWM + [AR(1)=0.2222]$$

Adjusted R-squared : 0.948671

28、間接稅稅收 (當期新台幣百萬元) TAXID\$ (166 periods from 1964:1 to 2005:2)

$$= 9353.2931 + 0.7478*(TD*TAXID$(-4)/TD(-4)) + \\ 0.0181*SALES + [AR(1)=0.3352]$$

Adjusted R-squared : 0.937353

29、各級政府債務餘額占 GDP 比(%) RKGDBT (156 periods from 1966:3 to 2005:2)

$$= 0.4371 + 1.0073*RKGDBT(-1) + 1.29e-05*GOVSURRP$$$

Adjusted R-squared : 0.993227

(五) 技術進步及經濟成長率

30、總體技術進步 TECH (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= -0.5527 + 0.0024*D(POILSAR) + \\ 0.5280*LOG(I(-1)+I(-2)+I(-3)+(-4)+I) + [AR(1)=0.8553]$$

Adjusted R-squared : 0.994356

(六) 金融部門

31、台灣集中市場股價指數 PSTOCK (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= 1606.163 + 0.0591*STOCKTRADE - 234.1942*(IRI-IRC)- \\ 50.5906*POILSAR + 0.0012*SALES - \\ 7.80E-05*BONDTRADE + 0.0006*MON$$$

Adjusted R-squared : 0.898931

32、匯率：新台幣元/美元(新台幣元) EROC (176 periods from 1961:1 to 2004:4)

$$= 2.1197 + 0.84*EROOC (-1) - 0.0001*PSTOCK +$$

$$0.0167*RKGDBT - 0.2386*AFR\$/GNP\$ -$$

$$0.1225*(IRC-IRCUS) + 0.0173*EJAP + [AR (1)=0.3709]$$

Adjusted R-squared : 0.987403

33、M1B (當期價格，新台幣百萬元) MON\$ (174 periods from 1961:3 to 2004:4)

$$=286461.1862 - 23797.3736*RMIBON + 23.8201*D(PSTOCK) +$$

$$0.5323*D(GDP) + 1.001*MON$(-1) + 827885.2452*(@PCHY(CPI)) -$$

$$111366.8218*Q1 - 110278.6674*Q2 - 213317.8046*Q3$$

Adjusted R-squared : 0.996832

34、M2 (當期價格，新台幣百萬元) M2 (174 periods from 1961:3 to 2004:4)

$$=-320844.7042 + 0.9486*M2(-1) + 0.6478*GDP +$$

$$12774.6226*(IRC-IRCUS) +2.5783*D(STOCKTRADE) +$$

$$114574.6395*Q1 - 69127.3061*Q2$$

Adjusted R-squared : 0.999829

35、調整存款準備率後準備貨幣 (當期價格，新台幣百萬元) ADRESERVE\$ (95 periods from 1982:1 to 2005:3)

$$= 433023.9952 + 0.7857*GDP\$ + 0.0546*DEPOSIT +$$

$$14432.6832*D(RMIBON) + [AR(1)=0.8190]$$

Adjusted R-squared : 0.991127

36、央行外匯存底變動占國民生產毛額之比例 (新台幣百萬元) D(AFR\$)/GDP\$(174 periods from 1961:3 to 2004:4)

$$=-0.21815693 + 0.1010*((D(TB$)+D(FA$)+D(FIA$))/GDP$) +$$

$$0.0101EROOC - 0.0091*FFR - 9.3654e-08*D(AFR$(-1)) +$$

$$0.1316*(@PCHY(MON$))$$

Adjusted R-squared : 0.3697

37、隔夜拆款利率 (年率%) RMIBON (98 periods from 1980:2 to 2004:4)

$$=-6.0958 + 1.2786*IR + 11.5004*(@PCH (CPI)) +$$

$$05668*LOG (PSTOCK) + 1.15E-07*ADRESERVE$$$

Adjusted R-squared : 0.863186

- 38、中國商銀一年定存利率（年率%）IRC (120 periods from 1975:3 to 2005:2)
= 0.6704+ 1.0008*IR + 0.0672*RMIBON - 0.4172*D2003 + [AR (1)=0.8645]
Adjusted R-squared : 0.992123
- 39、一般銀行基準利率（年率%）IRI (176 periods from 1961:3 to 2005:2)
=2.5261 + 0.0369*FFR + 0.1258*RMIBON - 0.5063*D2003 +
0.7449*IR + [AR(1)=0.8788]
Adjusted R-squared : 0.990541
- 40、存款量（當年幣值百萬元）LOG (DEPOSIT) (175 periods from 1961:3 to 2005:1)
= -15.2700+ 2.2229*LOG (GDP) - 1.2097*D(LOG(GDP)) +
0.0144*D (IRC-@PCHY (CPIZF)) -
0.0007*(@PCHY (STOCKTRADE)) + [AR (1)=0.5753]
Adjusted R-squared : 0.996723
- 41、放款量（當年幣值百萬元）@PCHY (LOAN) (175 periods from 1961:3 to 2005:1)
= 0.2297 + 0.0939*(@PCHY(MON\$)) - 0.0085*IRI(-4) +
0.0071*(@PCHY(IG)) + 0.1176*(@PCHY(IBF+CO)) +[AR(1)=0.9626]
Adjusted R-squared : 0.907103
- 42、本國一般銀行資產證券投資(當年幣值百萬元)ADB\$ (175 periods from 61:3 to 05:1)
= 767870.4866 + 0.3958*MON\$ - 91688.7177*RMIBON +
22.1918*PSTOCK + 0.1285*LOAN + [AR(1)=0.9204]
Adjusted R-squared : 0.990487
- 43、債券市場總成交值 BONDTRADE (170 periods from 1963:1 to 2005:1)
= 9438777 - 1096896.291*IRC + 1.0445*LOAN - 2070.8404*PSTOCK
Adjusted R-squared: 0.784558
- 44、金融帳(當年幣值百萬元) FA\$ (98 periods from 1981:1 to 2005:2)
= -127265.2999 - 81017.2501*D(EROC) - 17490.5332*D(FFR) +
16.2765*PSTOCK + [AR(1)=0.5886]
Adjusted R-squared: 0.280535

四、定義式

- 1、民間食品消費（民國 90 年幣值百萬元）CF=EXP (LOGCF)

- 2、民間非食品消費（民國 90 年幣值百萬元） $CO=EXP (LOGCO)$
- 3、國內固定資本存量（民國 90 年幣值百萬元） $K90=K90(-1)+I-DEP;$
- 4、存貨存量（民國 90 年幣值百萬元） $V90=V90(-1)+J;$
- 5、就業人口（百萬人） $NE=NF*(1-0.01*NU);$
- 6、勞動生產力（千元，民國 90 年幣值） $PDT=GDP/NE;$
- 7、政府消費支出（民國 90 年幣值百萬元） $CG=100*CG$/PCG;$
- 8、政府固定資本形成毛額（民國 90 年幣值百萬元） $IG=100*IG$/PIG;$
- 9、公營事業固定資本形成（民國 90 年幣值百萬元） $IPC=100*IPC$/PIPC;$
- 10、國外要素所得（民國 90 年幣值百萬元） $FIA=100*FIA$/PFIA;$
- 11、國內固定資本形成（民國 90 年幣值百萬元） $I=IBF+IG+IPC;$
- 12、貨品及服務輸出（當期新台幣百萬元） $X\$=0.01*PX*X;$
- 13、貨品及服務輸入（當期新台幣百萬元） $M\$=0.01*PM*M;$
- 14、國內生產毛額（民國 90 年幣值百萬元） $GDP=CO+CF+CG+I+J+X-M;$
- 15、每人國內生產毛額（民國 90 年幣值百萬元） $GDPPERCA = GDP/POP;$
- 16、國內生產毛額成長率 $GDPSZ=[GDP-GDP(-4)] / GDP(-4)$
- 17、國民生產毛額（民國 90 年幣值百萬元） $GNP=GDP+FIA;$
- 18、每人國民生產毛額（民國 90 年幣值百萬元） $GNPPERCA = GNP/POP;$
- 19、國民生產毛額成長率 $GNPSZ=[GNP-GNP(-4)] / GNP(-4)$
- 20、民間食品消費（當期新台幣百萬元） $CF\$=0.01*PCF*CF;$
- 21、民間非食品消費（當期新台幣百萬元） $CO\$=0.01*PCO*CO;$
- 22、民間固定資本形成毛額（當期新台幣百萬元） $IBF\$=0.01*PIBF*IBF;$
- 23、國內固定資本形成毛額（當期新台幣百萬元） $I\$=IBF\$+IG\$+IPC\$;$
- 24、存貨變動（當期新台幣百萬元） $J\$=0.01*PJ*J;$
- 25、國內生產毛額（當期新台幣百萬元） $GDP\$= CO\$+CF\$+CG\$+I\$+J\$+X\$-M\$;$
- 26、國內生產毛額平減指數（民國 90 年=100） $PGDP=100*GDP\$/GDP;$
- 27、國民生產毛額（當期新台幣百萬元） $GNP\$=GDP\$+FIA\$;$
- 28、國民生產毛額平減指數（民國 90 年=100） $PGNP=100*GNP\$/GNP;$
- 29、國內固定資本形成平減指數（民國 90 年=100） $PI=100*I\$/I;$
- 30、單位生產勞動成本（%） $ULC=1000*PWM/PDT;$

31、總需求（民國 90 年幣值百萬元） $TD=CO+CF+CG+I+J+X$;

32、貿易收支（當期新台幣百萬元） $TB\$=X\$-M\$$;

33、間接稅淨額（民國 90 年幣值百萬元） $TISUB=100*(TAXID\$-GOVSUB\$)/PGDP$

參考文獻

- 何金巡、蕭麗卿、周麗芳、林建甫（2004），開放經濟體系勞工退休制度之總體經濟計量分析，中央研究院經濟研究所，台灣經濟預測與政策，第 34 卷第 2 期，中華民國九十三年三月，頁 75-126。
- 汪建南、李光輝（2004），「我國貨幣政策操作及傳遞機制之實證分析—兼論銀行信用管道與股票價格管道」，中央銀行季刊，第二十六卷第三期，頁 17-56。
- 吳中書（1996），台灣總體經濟計量模型研討會論文集，中央研究院經濟研究所。
- 吳懿娟（2004），「我國貨幣政策傳遞機制之實證分析」，中央銀行季刊，第二十六卷第四期，頁 33-69。
- 周麗芳、何金巡、林建甫、許振明（2001），「國民年金與政府財政負擔」，中央研究院經濟研究所，台灣經濟預測與政策，第 31 卷第 2 期，頁 67-90。
- 林金龍（2003），「利率政策的傳遞機制及其對總體經濟金融影響效果之實證分析」，中央銀行季刊，第二十五卷第一期，頁 5-48。
- 徐千婷、侯德潛（2004），「台灣小型總體經濟金融模型之建立與貨幣政策效果模擬」中央銀行季刊，第二十六卷第二期，頁 9-30。
- 侯德潛、田慧琦（2000），「通貨膨脹預期與泰勒法則——台灣地區實證分析」，中央銀行季刊，第二十二卷第三期，頁 21-48。
- 許松根（1989），「台灣公民營製造業的投資意願及影響因素」，我國當前投資意願問題之探討研討會論文集，頁 1-43。
- 許振明、何金巡、林建甫、周麗芳（2000）「研究開發對技術進步及經濟成長的影響」，公共經濟研討會，中央研究院經濟研究所。
- 許嘉棟（1986），「我國銀行利率與黑市利率關係之理論與實證」，中國經濟學會年會論文集，頁 77-95。
- 陳一端（2000），「簡介中央銀行之利率操作目標政策暨其傳遞機制」，中央銀行季刊，第二十二卷第四期，頁 81-94。
- 楊踐為、陳玲慧（2002），「太平洋盆地五國基本放款利率之互動性研究」，證券櫃檯月刊專題報導，民國九十一年六月，第 72 期，頁 83-93。
- 鄭麗玲（2002），「我國核心通貨膨脹率之衡量—兼論以結構化向量自我迴歸模型分析貨幣政策效果」，中央銀行季刊，第二十三卷第四期，頁 51-70。
- 盧志敏、侯德潛（1990），「貨幣政策效果之探討」，台灣金融情勢與物價問題研討會論文集，民國七十九年六月 8 號~9 號，頁 171-219。
- 盧志敏（1989），「台灣地區金融部門模型之建立」，中央銀行季刊，第十一卷第四期，頁 17-29。
- 劉淑敏（1999），「泰勒法則在台灣的實證研究」，中央銀行季刊，第二十一卷第四期，頁 77-96。
- Bryton F. and Tinsley P. (1996), "A Guide to FRB/US: A Macroeconomic Model of the United States", Finance and Economics Discussion Series, 1996-42 (Board of Governors of the Federal Reserve System, 1996; available on the Board's web site at <http://www.bog.frb.fed.us/pubs/feds/>).
- Dale, S and Haldane A G (1993), "Bank behavior and the monetary transmission mechanism", *Bank of England Quarterly Bulletin*, November, pages 478-91.

- Hsiao, C. , (1997), “Cointegration and Dynamic Simultaneous Equation Model”, *Econometrica*, 65, No.3, 647-670.
- Kozicki, S., D. Reifschneider, and P. Tinsley, (1996), “The Behavior of Long-Term Interest Rates in the FRB/US Model”, The Determinants of Long-Term Interest Rates and Exchange Rates and the Role of Expectations, Bank for International Settlements Conference Papers, vol. 2 (Basle: Bank for International Settlements), 215-51.
- Park, J.Y. and P.C.B. Phillips, (1988), “Statistical inference in regressions with integrated processes, Part 1”, *Econometric Theory*, 4, 468-497.
- Park, J.Y. and P.C.B. Phillips, (1989), “Statistical inference in regressions with integrated processes, Part 2”, *Econometric Theory*, 5, 95-131.
- Tiao, D.C., R.S. Tsay, K.S. Man, Y.J. Chu, K.K. Xu, J.L. Lin, C.H. Hsu, C.F., Lin, C.S. Mao, R.W. Liou, Y.F. Yang, (1998), “A Time Series Approach to Econometric Models of Taiwan's Economy”, *Statistica Sinica*, Vol.8, No. 4, 991-1044.
- The Monetary Policy Committee, Bank of England (1999), “The transmission mechanism of monetary policy”, available at <http://www.bankofEngland.co.uk>

我國銀行授信行為與景氣循環的關係： 兼論新版巴賽爾資本協定的順循環影響效果 暨其因應之道*

楊 蓁 海**

摘 要

自新版巴賽爾資本協定修正案發布後，各界疑慮其可能潛藏加重一國總體景氣循環或稱順循環的現象，即在經濟景氣步入衰退期，貸款戶違約機率上升時，銀行將縮減授信，導致景氣更為蕭條；反之，當經濟景氣邁向擴張期，貸款戶違約機率下降時，銀行將大舉擴張信用，使經濟景氣更加繁榮。因此，將使相關主管機關難以維持總體經濟的穩定。

新資本協定已於 2004 年 6 月定案，我國銀行業亦將遵循其規定，建立自己的風險衡量與管理機制。我國銀行業的授信行為是否會導致順循環的現象，為本研究的動機。文中依序探討我國銀行業的授信行為與景氣循環關聯性，其是否會加重景氣循環，以及如何緩和 Basel II 之順循環問題，以穩定總體經濟等議題。

一、前 言

自新版巴賽爾資本協定 (New Basel Capital Accord, 或稱 Basel II) 修正案發布後，各界對其可能潛藏的加重景氣循環或稱順循環 (procyclicality) 現象迭有評論。當貸款戶的違約風險改變，銀行的客戶信用評等系統也會調整其評等等級，採用信用風險內

部評等法 (Internal Ratings Based Approach) 的銀行，其最低法定資本需求將隨之變動。例如在經濟景氣步入衰退期，貸款戶違約機率上升，信用評等變差，銀行的法定資本需求勢必增加，影響所及，銀行將縮減授信以為因應，造成整體經濟資金供給不足，導致

* 文完稿於民國 94 年 9 月。本文承蒙施處長燕、葉副處長榮造、施副處長遵驊與匿名審稿人之悉心審閱，以及經濟研究處同仁於處內研討會中提供寶貴意見，特致衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

**作者為央行經濟研究處研究員。

景氣更為蕭條；反之，當經濟景氣邁向擴張期，貸款戶違約機率下降，信用評等轉佳，銀行的法定資本需求下降，致有更充裕的資金擴張信用，使經濟景氣更加繁榮。因此，咸認新版資本協定將使金融主管機關維持總體經濟穩定的職責更加艱難。

新版巴賽爾資本協定(註 1)已於 2004 年 6 月定案，我國銀行業亦將遵循其規定，建立自己的風險衡量與管理機制。我國銀行業的授信行為與景氣循環關聯性如何，是否會加

重景氣循環，如何緩和順循環問題，以穩定總體經濟，為本文關心的重點。

本文將分八節討論，分別為：一、前言；二、銀行授信行為與順循環的關係；三、我國的銀行授信行為與景氣循環的關係；四、問題授信與個別銀行授信政策；五、Basel II 對銀行授信行為及景氣循環的影響；六、備抵呆帳的提列方式；七、緩和順循環的方法；八、結論與建議。

二、銀行授信行為與景氣循環的關係

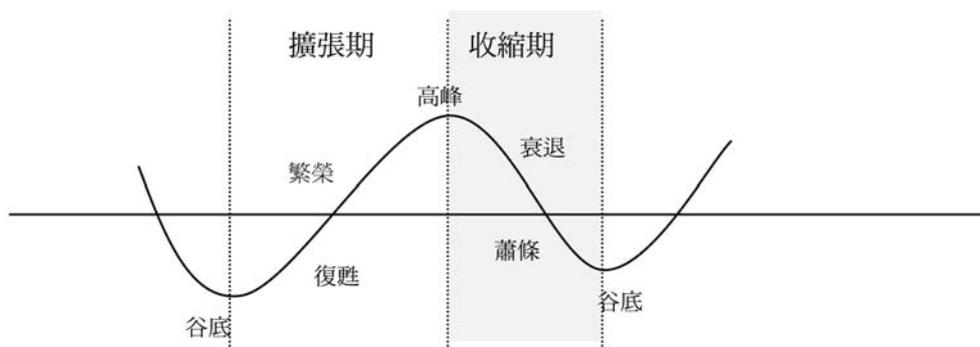
(一) 景氣循環的意義

一國在某一時期經濟活動的盛衰狀況稱之為景氣。其並非一直維持穩定的趨勢，實際的經濟活動有時高於或低於長期經濟發展趨勢，這種經濟繁榮時期與衰退時期交互更迭的現象即為景氣循環 (business cycle)。

景氣循環全程包括復甦 (recovery)、繁榮 (prosperity)、衰退 (recession) 與蕭條

(depression) 等四個階段 (見圖一)。本文將其分為擴張期 (expansion) 與收縮期 (contraction) 兩個階段，即將復甦與繁榮兩個階段合稱為擴張期，衰退與蕭條兩個階段合稱為收縮期 (圖中以陰影表示)。在長期經濟發展過程中，在某段期間經濟活動頻繁，形成景氣擴張，經過一段時間，擴張達高峰後，經濟活動緩和下來，甚至落入負成

圖一 景氣循環



長，形成景氣收縮期，最後降至谷底，此後景氣又開始復甦好轉，再進入另一階段的擴張。如此，擴張與收縮交替出現，變化過程具有某種程度的週期性，但波動週期長短並無規則性。

根據行政院經濟建設委員會網頁(註2)資料顯示，我國國內景氣自民國42年以來，一共出現十次明顯的景氣循環，第九次景氣循環谷底出現於87年12月，第十次景氣循環

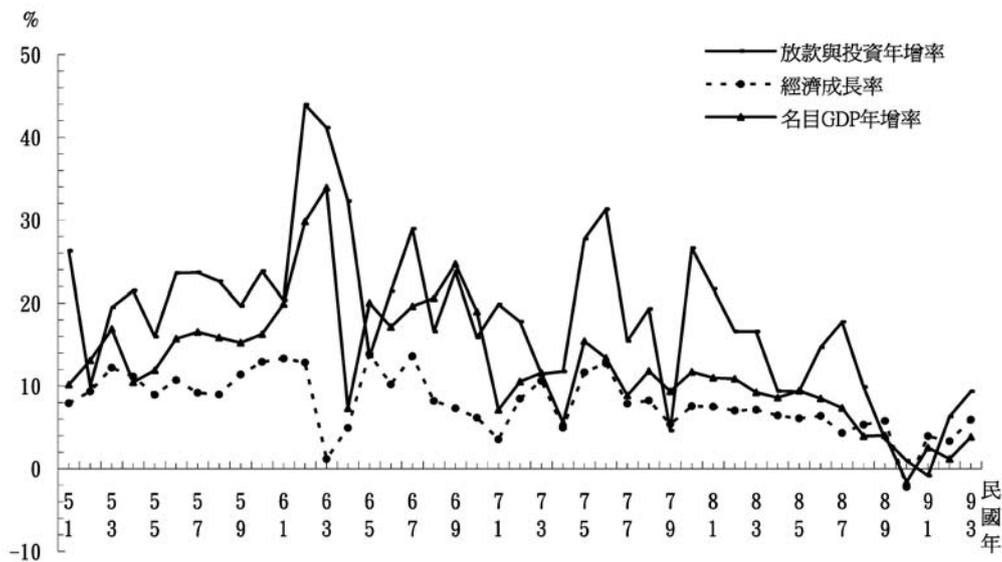
之高峰落在89年9月，谷底落在90年9月。前十波景氣循環展現的共同特徵是擴張期之延續月數超過(或等於)收縮期。茲將最近五次景氣循環的情況表列如下，以便分析參考。

自民國51年以來，我國景氣循環若分別以實質GDP成長率或名目GDP年增率為基礎表示，以年資料計算，則以後者與本國一般銀行放款與投資(授信)的年增率關係較前者為密切(如圖二)，其相關係數分別為

表一 我國景氣循環狀況

循環次序	第六循環	第七循環	第八循環	第九循環	第十循環
谷底	72年2月	74年8月	79年8月	85年3月	87年12月
高峰	73年5月	78年5月	84年2月	86年12月	89年9月
谷底	74年8月	79年8月	85年3月	87年12月	90年9月
擴張期間(月)	15	45	54	21	21
收縮期間(月)	15	15	13	12	12
全循環期間(月)	30	60	67	33	33

圖二 我國銀行授信與景氣循環的關係



0.42 及 0.72。因此，本文將以名目 GDP 的成長率為景氣循環探討的基礎，惟景氣循環的高峰與谷底仍採上述經建會的資料為根據。

另根據徐千婷（民國 92 年）研究我國金融總計數與實質經濟活動間的關係，實證結果顯示主要金融機構放款與投資年增率與經濟成長率之間，呈現雙向的 Granger 因果關係；實質民間投資（實質民間固定資本形成毛額）年增率與主要金融機構放款與投資年增率呈現單向 Granger 因果關係，即實質民間投資年增率為因，主要金融機構放款與投資年增率為果。此外，經濟成長率及實質民間投資年增率對於主要金融機構放款與投資有較顯著的影響。

（二）銀行授信順循環的意義

銀行的授信行為呈現高度順循環（pro-cyclical）現象。在景氣擴張期銀行授信會顯著增加，反之，在景氣反轉時則大幅減少，有時甚至造成信用緊縮（credit crunch）。授信業務的變化通常較經濟活動的變化為大，因此，銀行改變信用的供給會加重景氣循環。

再者，銀行的逾期放款與景氣循環呈負向關係，亦會造成順循環的現象，在擴張期逾期放款、備抵準備與呆帳等通常較低，但在擴張期的末尾，逾放開始增加，在景氣反轉時則大幅上升，即銀行於擴張期時過度寬鬆的授信而深埋信用風險，在一段時間後會

逐步顯現變成逾期放款。

美國聯邦準備理事會主席葛林斯班（Alan Greenspan）曾指出，監理人員認同「品質最差的放款常是在景氣循環的巔峰時貸放的」，在景氣的谷底時，「問題不在對信用不良客戶貸款，而是不論客戶信用好壞均不對任何客戶貸款」，造成景氣收縮時期貸款巨幅下降。根據聯邦準備銀行對商業銀行高階授信主管的調查（Senior Loan Officer Survey, SLOS），美國大型銀行的高階授信主管會在景氣循環的過程中放寬或緊縮其授信標準。這些事實顯示於景氣擴張期對低品質的客戶貸款，播下逾期放款的種籽，於衰退期，問題放款即逐一浮現。

更有學者 Berger and Udell (2003) 首創制度性記憶假說（institutional memory hypothesis），以美國的銀行在 1980 年至 2000 年的資料作實證研究，解釋銀行授信的順循環行為，該假說係指由於制度性記憶的問題，在授信循環中，銀行授信人員的能力會變差，因而放寬其授信標準。尤其是，授信單位可能忘記其自前次問題放款失敗中所學得的教訓。授信人員能力變差，可能因為未經歷放款失敗經驗的新授信人員比例增加，與經歷過問題放款的老經驗授信人員的職業道德淪喪。授信人員因技能的衰退導致放寬授信標準，較不易分辨客戶品質的高低。此外，銀行內部評估與制約個別授信主管的能力，因問題放款案例較少，而使制度性的記憶喪失

問題變本加厲。同時，外部債權人（如次順位債權持有人、權益持有人、政府監理人員）評估與控制銀行經理人的能力，亦因缺乏逾期放款案例可供察考而減弱。

制度性記憶的喪失亦有下列負面的影響：其一為順循環授信行為會加重景氣循環與增加系統風險，對銀行制度相對脆弱及法規制度尚不健全的開發中國家而言，問題可能更嚴重。其二為如果在擴張期大量的對淨現值為負的客戶授信，反之，在衰退期對有正淨現值的客戶拒絕授信，則順循環授信行為將造成資源嚴重的錯誤配置。其三為因為問題授信事件爆發存在時間落後特性，問題授信的順循環行為將使政府監理機關及外部債權人難以約制銀行。

（三）銀行授信順循環現象的形成原因

許多專家學者從不同的角度切入，探討金融體系與景氣循環的關聯，銀行可能因為下列的放款行為，或因應外在環境或監理機關的措施，而造成放款的順循環現象，彙整分述如下：

1. 銀行可能於景氣循環逆轉期緊縮信用
許多研究認為銀行會於景氣循環逆轉時緊縮信用，例如美國 1990 年代初期的信用緊縮造成經濟大幅衰退現象，並將其歸因於：
（1）美國嚴格的風險基礎資本標準（risk-based capital standards）或槓桿比率標準（註 3）（leverage ratio requirements）；（2）監理標準趨嚴，縮減銀行擴張信用的能力；（3）

銀行因資產組合損失及資本受損等因素而降低承擔風險意願。（Clair and Tucker, 1993）

2. 銀行在景氣擴張期的行為與銀行在蕭條期的績效有關聯

信用緊縮是銀行信用供給的減少，衡量的概念是相對於一特定期間的正常信用供給或經濟擴張期的信用供給。如果在擴張期明顯放寬信用標準，那麼蕭條期的信用緊縮，可能就是擴張期過度貸放低品質放款的結果，亦即信用緊縮的種籽是在景氣循環的擴張期播下的。（Berger and Udell, 2003）

3. 銀行在擴張期可能產生「興奮預期」，在蕭條期可能出現「災難短視」
在擴張期，基於景氣循環驅動的投資榮景，銀行可能產生「興奮預期」（euphoric expectation）而有過度樂觀的行為，因而放寬授信標準、低估風險暴險並擴大授信，當下一個蕭條期來臨時，即可能增加銀行放款損失。相反的，自上次蕭條期遭受重大損失衝擊後的一段時間，因「災難短視」（disaster myopia），主觀上認為將來發生重大損失衝擊的機率會增加而過度悲觀，以致緊縮信用。（Guttentag and Herring, 1984）

4. 在擴張期銀行監理尺度較寬鬆及市場制約力降低，導致銀行放寬授信條件
在擴張期，因景氣好轉、借款人財務狀況改善及擔保品價格提升，影響監理人員對銀行放款分類及授信審查表的評分尺度，會採較為寬鬆的態度；（Berger, Kyle and Scalise,

2001) 資本市場參與者對次順位債券的發行，亦因景氣好轉、風險減少而降低市場制約的強度，導致銀行放寬授信條件。(Covitz, Hancock and Kwast 2000)

5. Basel II 信用風險內部評等法會加重景氣循環

在新巴賽爾資本協定下，銀行信用風險採內部評等法會加深銀行貸款的順循環現象，因為個別借款人的評等將依據評定的違約機率，而違約機率又與景氣循環呈負相關。景氣差時，違約機率高，相對的，銀行須提列較多的法定資本，將誘導銀行減少甚或拒絕放款，致信用緊縮；景氣好時則反之。(Altman and Saunders, 2001; Zsomboki, 2001)

6. 銀行的群體行為 (herding behavior) 易導致順循環

通常多家銀行同時遭遇困難時，監理機關懲罰的罰鍰較輕，(Acharya, 2001) 或者因為銀行間的傳染效果，(Acharya and Yorulmazer, 2002) 會促成銀行群體或集體行動。如在景氣擴張期，各家銀行的經理人預期放款的信用風險較低，可能相繼放寬信用標準，然後在授信條件惡化時又紛紛緊縮標準，易導致順循環。(Rajan, 1994)

7. 問題放款會落後顯現

問題放款在擴張期較不易顯現，但在蕭條期則大量冒出，且通常有落後實現的現象。(Avery and Gordy, 1995)

8. 經歷問題放款及放款衰退後，授信人員的風險評估辨識能力變差

在銀行放款循環中，自銀行遭遇問題放款及放款衰退後，經歷過問題放款的授信人員紛紛離職或調職，留下的有經驗授信人員經歷前次重大問題放款後，信心喪失而多所顧慮；新的授信人員取代有經驗者，致無經驗授信人員比例增加，但其未經歷過授信失敗的學習經驗，致授信人員評估風險與辨識未來潛在逾放的能力變差。(Berger and Udell, 2003)

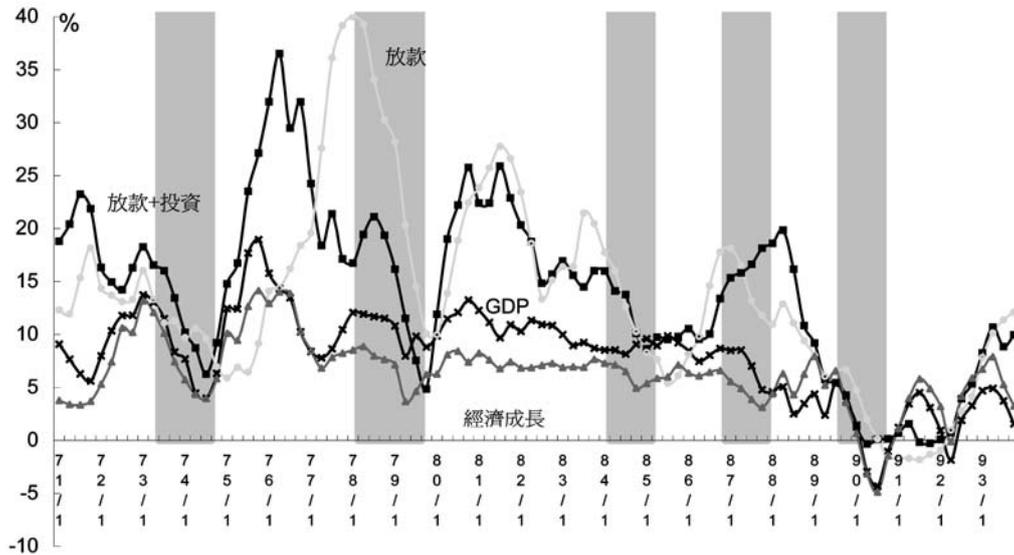
授信人員的技術水準轉弱後，較無能力辨識潛藏的授信問題，導致放寬授信標準，又因其較無能力區分低品質借款戶與高品質借戶的差異，致增加對低品質借款人的放款。此外，銀行管理階層透過內部監控制度(如放款複審)約制放款主管的能力，因較少問題放款個案可供評估其績效而有弱化現象。同時，包括次順位債券持有人、股東及政府監理人員在內的外部利害關係人約制管理階層的能力，亦因缺乏相關問題案例可資查考而減弱。以上種種，都有可能促成寬鬆的授信標準，而造成銀行授信的順循環。

三、我國的銀行授信行為與景氣循環的關係

(一) 我國的銀行授信發展

長久以來，我國銀行授信(放款與投

圖三 景氣循環與授信成長循環



資)的成長與經濟成長類似，具有擴張期與收縮期交替循環的特性，如圖二及圖三所示。從圖二年增率的資料顯示，在民國52年至76年間，即在推動金融自由化之前，銀行放款與投資與名目GDP的變動趨勢大致一致，前者的成長率大都高於後者的成長率；在77年至84年間，即展開金融自由化後與16家新銀行成立之間，銀行放款與投資大幅成長，其年增率明顯高於名目GDP維持平穩的成長率；在85年至89年銀行競爭白熱化期間，銀行放款與投資與名目GDP的成長率呈現同步走緩的現象(註4)；在90年至92年金融重整期間，銀行放款與投資及名目GDP的成長率均一度陷入負值，而後再由負轉正。

如將授信成長率與名目GDP成長率的變化，配合經建會發佈的我國景氣循環高峰谷

底資料一併觀察(如圖三)，授信成長率的變動方向(註5)與名目GDP成長率的變動方向大致相符，相關係數達0.77。

基於銀行放款與證券投資行為考慮因素的不一致性，除另有說明，以下的討論將以銀行放款行為為主。

(二) 我國銀行授信與景氣循環的關係

從我國景氣狀況與銀行放款成長率對照表(表二)及銀行每季授信餘額(放款+投資)相對該季名目GDP之比率(圖四)觀之，本國一般銀行在經濟擴張期之放款複合成長率多較緊接而來的收縮期之成長率為高，顯現我國銀行有在擴張期放寬信用，收縮期緊縮信用的順循環現象，若將其與名目GDP的成長率比較，放款成長率的增幅在經濟擴張期亦多較收縮期為大。同時，授信餘額相對名目GDP的比率長期以來呈現成長趨

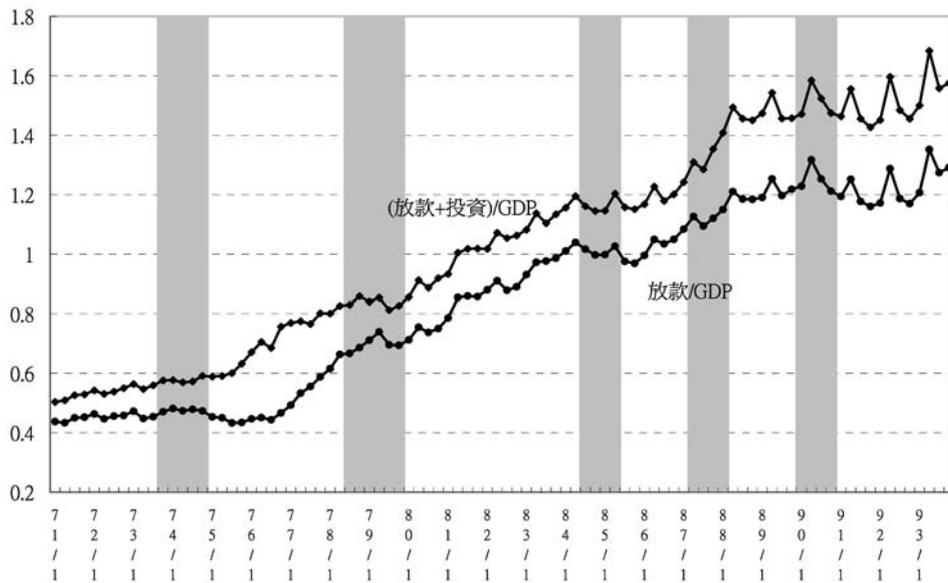
表二 我國景氣狀況與銀行放款成長率對照表

景氣狀況		擴張（收縮）期間之複合成長率*		名目GDP成長率 平均值（2）	差額 （1）-（2）
谷底	高峰	放款（1）	放款+投資		
72年2月					
	73年5月	11.75	16.55	11.45	0.30
74年8月		10.34	7.39	8.17	2.17
	78年5月	19.97	21.23	11.56	8.41
79年8月		15.89	11.00	10.62	5.27
	84年2月	17.74	17.64	10.42	7.32
85年3月		9.07	7.29	8.78	0.29
	86年12月	12.44	12.95	8.78	3.66
87年12月		11.50	16.44	7.21	4.29
	89年9月	6.66	6.78	3.97	2.69
90年9月		0.23	0.23	-0.52	0.75
	93年底	4.77	4.94	2.34	2.43

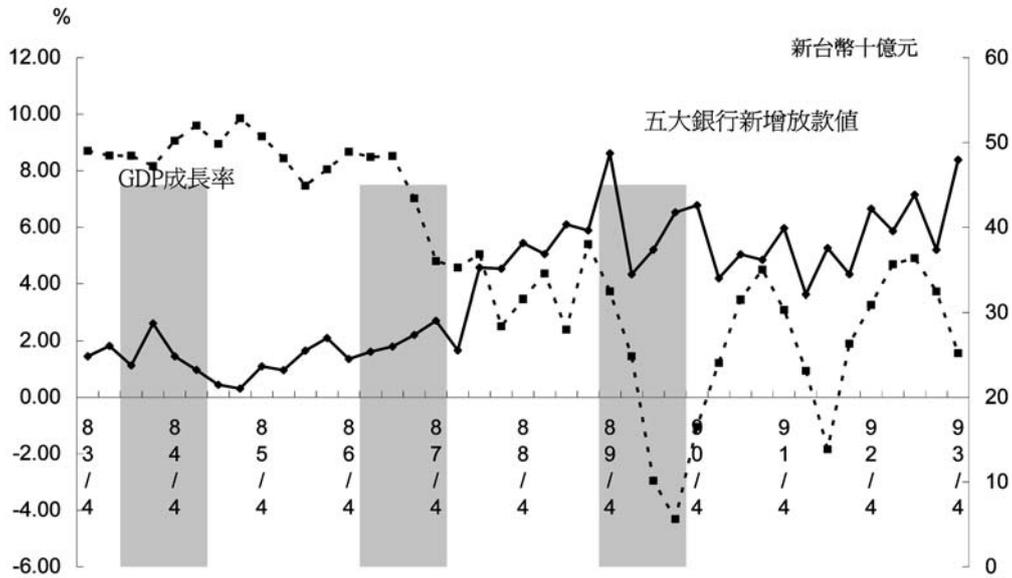
註：有陰影部份為收縮期。

*因景氣循環各擴張期與收縮期期間不同，予以年率化，以便比較。

圖四 我國銀行授信占 GDP 比率



圖五 我國五大銀行新增放款



勢，在 77 年至 84 年間呈陡升走勢，但在 85 年以後呈穩定狀態（註 6）。

此外，亦可觀察我國五大銀行（台銀、合庫、一銀、華銀及彰銀）新增放款資料(如圖五)，此等銀行在經濟擴張期承作較多新案放款，收縮期則減少放款的順循環現象。

（三）影響銀行授信的重要因素

我國銀行授信行為可分由需求面與供給面因素解釋，分析如下：

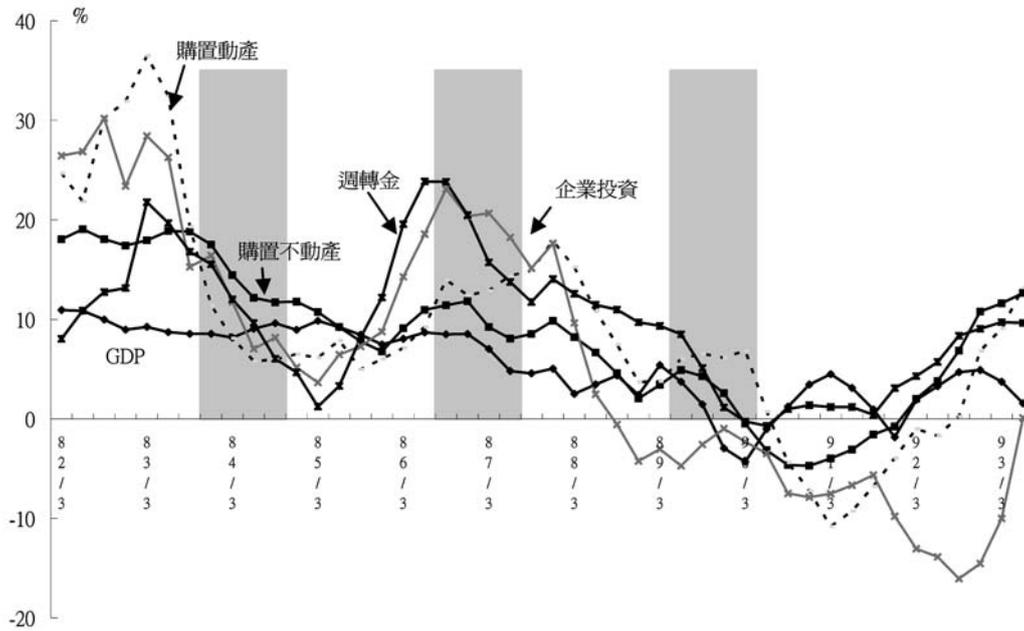
1. 從需求面言，決定借款的重要因素，包括：

（1）貸款用途的結構，不同形式的家計與廠商支出用途由不同的銀行貸款支應，舉例而言，企業投資、住宅投資與耐久財消費的支出，較非耐久財的消費更需要外部融資，這些融通的債務展示高度循環的模式

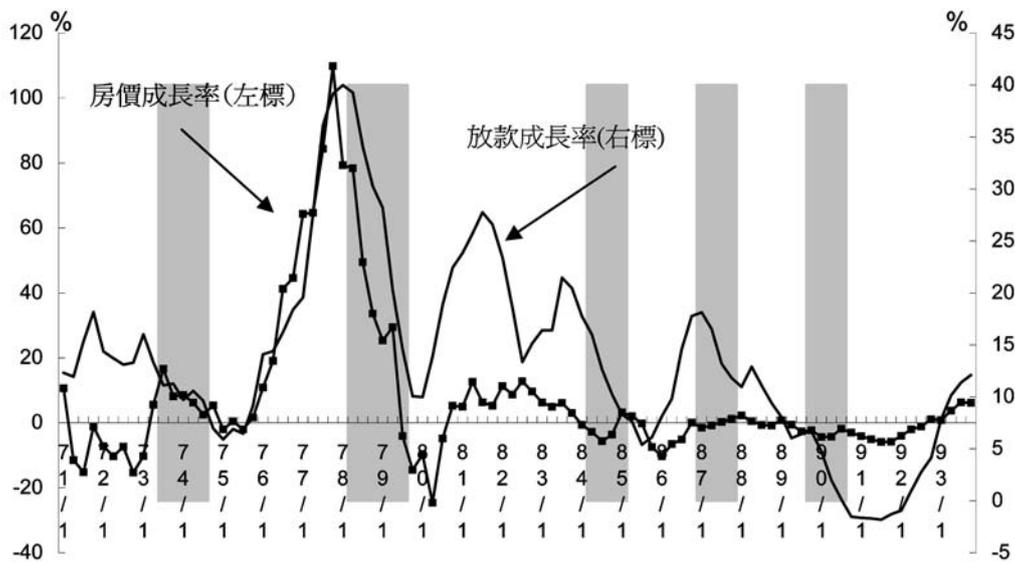
（圖六），購置不動產、企業投資、週轉金與購置動產等資金用途放款成長率與名目 GDP 成長率的相關係數分別為 0.82、0.74、0.61 及 0.52。

（2）資產相對價格會影響授信需求，例如房價決定對住宅的需求，除寬鬆的貨幣政策外，房價的上漲亦會引發貸款購屋自住或投資的動機，帶動對銀行資金的需求（圖七），房價與放款年增率間之相關係數為 0.71；股價指數為反映國內景氣的領先指標，股市交投熱絡帶動股價指數上漲時，投資人對銀行融資的需求將增加（圖八），股價與放款年增率間之相關係數為 0.47。同時，房地產及股票亦是銀行放款的擔保品，景氣繁榮（衰退）時兩者的抵押價值隨之上升（下降），銀行的授信態度轉趨樂觀（保守），

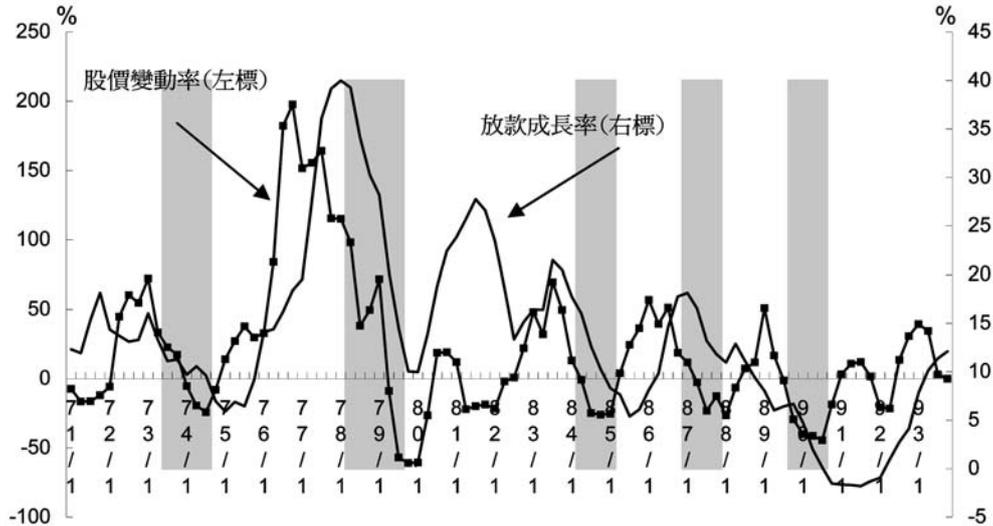
圖六 借款資金用途成長狀況



圖七 房價與銀行放款的關係



圖八 股價與銀行放款的關係



而放寬（緊縮）額度。

(3) 直接金融比重的增加會降低企業向銀行籌資需求。由於國內外資本市場與貨幣市場發展的結果，財務健全的大型企業很容易在資本市場取得成本低廉的資金，因此透過間接融資取得資金的動機會降低。但個人及中小企業等仍需高度依賴銀行放款取得所需資金，直接金融比重增加對其影響主要為增加投資資本市場或貨幣市場工具的管道。

2. 從供給面言，決定授信的重要因素，包括：

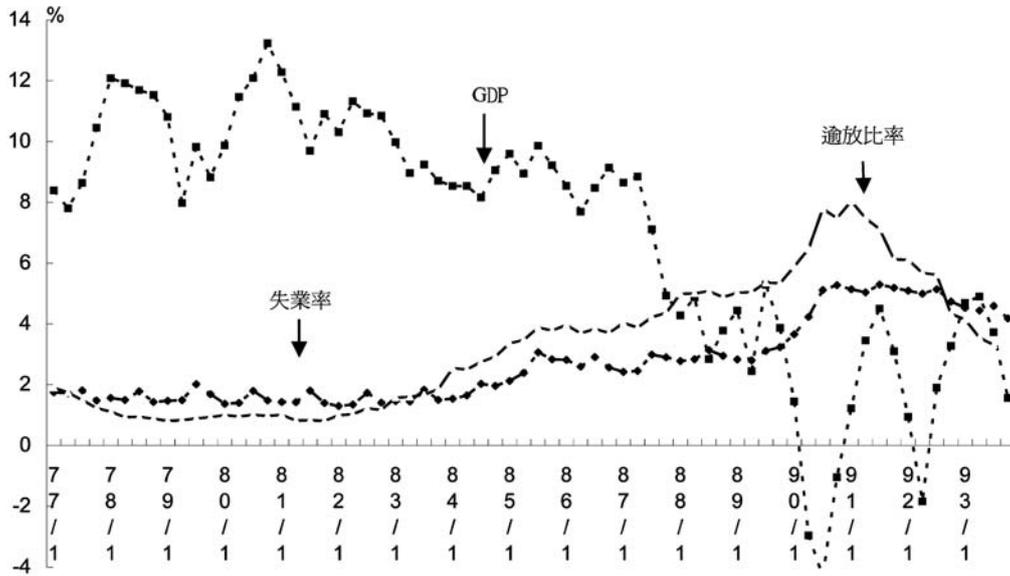
(1) 銀行授信政策。影響供給最主要的因素為銀行授信政策，如果在景氣上揚時採寬鬆授信政策，容易累積風險，於景氣下滑時，會嚴重影響資產品質，甚至影響銀行的償債能力，造成金融的不穩定。借款人也一樣，在景氣好時借款人有能力負擔較高水準

的支出與債務，易有過度累積債務的傾向，該超額部分常會在經濟衰退、通貨緊縮與經濟危機時過度反映，因而增加景氣循環的波動度。

(2) 銀行財務狀況。其中以表彰銀行經營績效的淨值與彰顯資產品質的逾期放款比率最為重要，銀行逾期放款比率上揚將迫使銀行大量提列呆帳準備，使資本淨值嚴重萎縮，而限制銀行的放款能力。我國銀行逾期放款比率與景氣循環（以GDP年增率表示）呈負向關係（如圖九），相關係數為負0.89，顯示在景氣擴張期因借款人的資金需求與償債能力增強，帶動銀行授信的顯著增加，而使銀行的逾期放款比率降低；在景氣收縮期則反之。

依據銀行管理相關法規，銀行授信業務的成長多受到銀行淨值的限制，如巴塞爾資

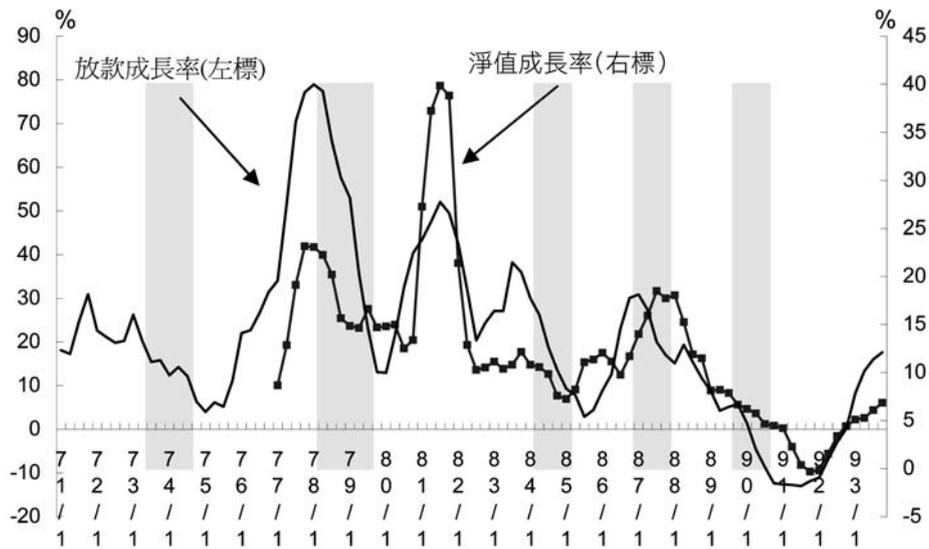
圖九 我國銀行逾期放款比率與景氣循環呈負向關係



本協定規定銀行的資本適足率最低為 8%，簡言之，100 元之放款至少需提 8 元之資本，亦即 1 元的資本最多僅可承作 12.5 元的放款，資本愈多則可承作的放款額度愈大，因此銀

行淨值成長率與放款成長率呈正向關係（如圖十），相關係數為 0.74。但在新巴賽爾資本協定的規範下，個別銀行的風險管理能力將影響其授信業務量，若兩家銀行的授信對

圖十 銀行淨值成長率與放款成長率呈正向關係



象之信用評等分別為 A 及 B 級，以標準法為例，其風險權數分別為 50% 及 150%，同樣貸放 100 元，貸放 A 級客戶之銀行只需準備 4 元的資本，而貸放 B 級客戶之銀行則需準備 12 元，後者很明顯的處於劣勢。

(3) 資產相對價格。擔保品價值是銀行授信重要考慮因素之一，房地產及股票等擔保品價值會隨景氣波動而上升或下跌，景氣繁榮時擔保品價值上升，銀行的授信態度趨於樂觀，容易放寬額度。

(4) 直接金融比重。直接金融盛行，銀行拓展企業金融不易，紛紛轉向消費金融發展，對以間接金融為主要資金來源的個人而言，其投資於直接金融市場的資金需求增

加，因此，銀行對個人資金的供給出現與直接金融呈正向變動的關係。

如上所述，圖六至圖十彙總銀行授信行為與我國經濟在民國 71 至 93 年的重要決定要素資料，所有解釋變數均呈現順循環行為。貸款用途項目更依賴授信，如住宅、非住宅投資與耐久財消費展現比 GDP 更為強烈的順循環行為。

總之，我國銀行的授信頗具順循環行為，我們需關心在經濟擴張時期銀行授信條件寬鬆所造成債務過度累積的可能性，並以授信成長作為風險的指標。從個別金融機構分析授信成長與問題放款的關係有助於問題的了解。

四、問題授信與個別銀行授信政策

(一) 本國銀行問題授信狀況

在民國 70 年代後半，我國因鉅額貿易順差，及熱錢大量湧入，貨幣總計量大幅成長，對股市及房地產市場產生推波助瀾的效果，形成資產的泡沫化，復因建築容積率的管制即將實施，建商搶建，而於 80 年代後形成空屋過多的現象，造成不動產價格長期不振。80 年代初期，民營新銀行開放設立，銀行總分支家數大幅增加，為了搶佔市場，大幅放寬授信標準，致資產品質逐漸弱化，至 86 年亞洲金融風暴後，全球經濟成長趨緩，87 年復發生本土大型企業財務危機，以及陸續發生的 88 年 921 大地震、90 年全球性 IT

科技泡沫崩潰以及美國 911 恐怖攻擊事件等之後續效應，國內產業關廠出走，放款成長趨緩，失業率偏高，個人償債能力下降，加以房市持續低迷，銀行擔保品處分不易，致逾放比率持續上升。本國銀行逾期放款比率從 79 年底之 0.93% 一路攀升至 91 年 3 月底之歷史高峰 8.04% (參圖九)。

面對此一不利環境，自 88 年 10 月起，政府積極採取一系列因應措施，如將金融機構營業稅及存款準備率降低，同時提高準備金乙戶之給息率，其所增盈餘專供銀行轉銷呆帳；設立「金融重建基金」積極整頓問題金融機構；訂定「金融機構合併法」並賦予

國內外資產管理公司收購金融機構不良資產之法源等。在金融機構積極打銷呆帳、資產管理公司大舉收購不良資產、金融重建基金賠付並重整淨值為負的金融機構，以及實施 258 金融改革等措施後，全體本國銀行逾期放款比率已降至 93 年 12 月底之 2.78%，金融業的體質已獲明顯改善。

本國銀行對各類行業別貸款的逾放比率

不同，個人、民營企業與公營企業的逾放比率亦不同，平均而言，民營企業的逾放比率最高(註 7)，依次為個人及公營企業。民營企業貸款的逾放則視各業別而有很大差異，以前一個景氣收縮期的谷底(即 90 年 9 月)為例，礦業及土石採取業、農林漁牧業與營造業等為逾放的領先群，其逾放比率介於 18.4% 至 17.3% 之間，依次為金融保險及不動產業

表三 我國銀行貸放行業逾放比率

單位:%

行 業 別	90/9	90/12	91/12	92/12	93/12
民營企業	10.37	10.32	8.24	6.25	4.49
農林漁牧業	17.50	16.96	8.95	5.03	3.64
礦業及土石採取業	18.38	14.02	13.09	12.90	10.42
製造業	8.23	8.23	6.35	4.98	4.18
水電燃氣業	0.73	0.65	0.56	0.37	0.14
營造業	17.28	20.12	17.47	15.94	7.78
商業	12.52	12.45	9.42	6.90	5.27
運輸倉儲及通信業	3.17	2.76	1.38	1.12	1.15
金融保險及不動產業	13.29	12.67	11.41	7.35	4.71
公營企業	0.31	0.31	0.96	0.16	0.06
非營利團體	1.01	1.31	0.41	0.33	0.29
私人	8.46	9.01	7.81	5.13	1.53
金融機構	7.24	0.06	0.17	0.26	3.21

資料來源：財團法人金融聯合徵信中心

註：1.本國銀行包括本國一般銀行及中小企業銀行。

2.私人包括以私人名義借款供所營事業使用及購地融資。

與商業分別為 13.3% 與 12.5%，再次為製造業的 8.2%，運輸倉儲及通訊業與水電燃氣業最低，各為 3.2% 及 0.7%。最近幾年因房地產景氣漸呈復甦，除農林漁牧業逾放比有較大幅的改善外，其餘行業的逾放比排行仍然類似（參表三）。銀行若疏於研究各行業的景氣循環，並錯誤配置資金，即容易導致較高的逾放比率，與形成金融體系的脆弱性。

（二）問題授信與景氣循環的關係

問題授信與景氣循環間有密切關係。在景氣衰退期，因企業與家庭的財務困窘，容易造成問題授信增加；在景氣強勁成長期，企業與家庭的所得增加，償還貸款容易，有助於降低銀行問題放款比率。

圖九描繪我國銀行問題放款比率與經濟成長率呈現高度負相關性（同期相關係數高達負 0.88），當經濟成長率下降時，問題放款比率上升；當經濟成長率上升時，問題放款比率下降。

反之，問題放款比率則與失業率呈高度正相關性（同期相關係數高達 0.89），即當失業率上升時，問題放款比率亦上升；反之則下降。

（三）問題授信與個別銀行授信行為的關係

除總體經濟因素外，個別金融機構的授信政策是造成逾期放款的重要關鍵，在相同的景氣循環或總體經濟因素下，個別金融機構的逾期放款比率差異甚大，有些低於平均比率，有些則有高度的信用風險。

整體而言，個別銀行的下列授信行為（註 8）容易因信用快速擴張而造成問題授信：

1. 衝刺放款市場占有率

在經濟擴張期多數銀行為衝刺放款市場占有率，快速擴張信用貸款予低信用品質的借款人，導致放款成長率勁速上揚，是造成逾期放款的主要因素之一。如果該銀行是一項新金融產品或金融市場的新加入者，因其缺乏經驗豐富與行事穩健的專家，要在新的業務領域銷售新的產品，並以快速擴張信用方式占有市場，不但容易產生問題放款，也會在特定的市場產生逆選擇現象。老銀行基於穩健經營原則，會淘汰高風險的顧客，並保留最佳客戶；新銀行則因需要時間累積對客戶風險狀況的瞭解，由於資訊不足與搶占市占率的迷思，容易產生有問題的貸放案件。如 80 年代初期，我國大幅開放新銀行設立後，部分銀行為搶占市占率，造成日後授信資產品質的低落，與逾放比率的升高有密切關係。

2. 股東與代理人問題

股東與代理人問題（principal-agent problem）亦易助長銀行信用的過度擴張。銀行股東（principal）比較重視銀行的健全經營與長期獲利狀況，但銀行經理人（agent）則比較重視短期間的市場占有率與獲利。由於股東疏於監督經理人，後者可能為了短期的獲利而甘冒風險過度授信。

3. 群體行為

由於銀行間的模仿行為或傳染效果，不同銀行可能在經濟擴張期同時放寬授信條件，或因多數銀行同時發生問題時，監理機關的懲罰可能較輕等因素造成銀行的群體行為（herd behavior），此等行為容易助長過度寬鬆的授信政策。

4. 其他因素

影響銀行逾放水準的其他因素，有

（1）銀行授信組合的組成分子不佳，風險未有效分散規避，是造成銀行逾放的重要指標。授信風險過度集中亦為關注的焦點，許多的銀行危機都曾出現過此現象；

（2）銀行疏於篩選及監督借款戶，致資產品質較差。

（四）監理人員應有的體認

監理主管人員需瞭解授信成長會影響問題放款，且有相當長的落後期，若銀行授信主管僅注重短期目標，則其將疏於評估管制信用風險的中期曝險。例如銀行通常在景氣好時擴張信用，即使是保守型的銀行授信主管，為達成較高的短期獲利目標，也會模仿願承受較高風險的積極型授信人員，擴大授信規模與尋找高風險借款戶，此時監理人員要說服銀行授信主管小心謹慎有其困難。如果銀行的授信組合未按未來預期損失提列足額呆帳準備，適當調整其帳面價值及獲利水準時，將高估銀行收益與授信規模，更值得憂慮。因此，適當的提列損失準備有其必要。

五、Basel II 對銀行授信行為及景氣循環的影響

新版巴賽爾資本協定（簡稱 Basel II）歷經五年的修正討論，終於 2004 年 6 月拍板定案，並將於 2006 年底開始實施（註 9）。Basel II 不僅規範銀行最低資本適足標準，更提供資本誘因，鼓勵銀行採用先進的風險管理技術，並透過監理機關審查及市場制約力量，增進銀行風險管理水準。其對銀行授信行為及景氣循環的影響，分析如下：

（一）對銀行授信行為的影響

新版巴賽爾資本協定改變銀行信用風險計提方式，將影響銀行的授信行為。其主要變革及影響，分述如下：

1. 巴賽爾資本協定的主要改變

（1）Basel II 的信用風險資本計提方式較 Basel I（註 10）更具風險敏感度

新版巴賽爾資本協定依銀行風險管理進度，提供三種更具風險敏感度導向的方法，讓銀行擇一採行，以協助銀行健全其信用風險控管機制。三種方法分別為：標準法(Standardized Approach)、基礎內部評等法(Foundation Internal-Rating Based Approach, FIRB)及進階內部評等法(Advanced Internal-Rating Based Approach, AIRB)，均較現行 Basel I 信用風險的標準法敏感。茲比較分析此二信用風險計提方式的差異於下：

a. Basel II 標準法的風險敏感度優於 Base I

Basel II 的標準法係依據外部信用評等結果決定適用之風險權數（註 11），如對企業貸款可按其信用評等的不同，分別賦予 20%、50%、100% 及 150% 的風險權數；而 Basel I（註 12）不論貸放評等為 B 的債信不良公司或評等為 AAA 的優等企業，均適用相同風險權數 100%，無法真正反映信用風險。茲以標準普爾（Standard & Poor's, S & P）的評等為例，列示主要資產的風險權數如表四。

b. Basel II 新提供的基礎內部評等法 (FIRB) 及進階內部評等法 (AIRB) 風險敏感度更高

銀行若符合巴塞爾委員會所定基本規範與公開揭露要求，並經主管機關審核核准，則可使用內部評等法，依自行建立的風險管理制度與風險測度模型，決定其應計提的法定資本。

銀行採用基礎內部評等法時，客戶之違約機率（Probability of Default, PD）由銀行自行按其風險測度模型估計，而違約損失率（Loss Given Default, LGD）（即 1-違約回收率）、違約暴險金額（Exposure At Default, EAD）及有效到期日（Maturity, M）則由監理機關提供資料，採取固定比率。惟銀行必

表四 Basel II 下標準法之信用風險權數－以標準普爾信評為例

S&P 評等		AAA~AA-	A+~A-	BBB+~BBB-	BB+~BB	BB~B-	B-以下	未評等	
政府		0%	20%	50%	100%		150%	100%	
銀行及證券	方案一 ¹	20%	50%	100%	100%		150%	100%	
	方案二 ²	一般債權	20%	50%	50%	100%		150%	50%
		短期債權	20%	20%	20%	50%		150%	20%
公司	有外部信用評等	20%	50%	100%		150%		100%	
	監理機關裁定	全體銀行不採用外部信用評等時，採用 100%							
個人或小公司消費性貸款		每戶貸款不超過 100 萬歐元，風險權數為 75%							
住宅擔保貸款		35%							
商用不動產擔保貸款		批次貸款未逾市價 50% 或鑑價 60% 孰低者風險權數為 50%，否則為 100%							
無擔保逾期放款		若特別準備低於放款餘額之 20%，扣除準備後逾放淨額之風險權數為 150%。							
		若特別準備高於放款餘額之 20% 或 50%，扣除準備後逾放淨額之風險權數為 100%，後者經監理機關同意，風險權數可降為 50%。							

註 1. 風險權數按比政府低一級之權數，如銀行的評等為 A 級，但以政府 BBB 級之權數為其權數。

2. 風險權數按借款銀行的外部信用評等，但未評等銀行之風險權數為 50%；短期債權的到期日應小於三個月，不得展期。

資料整理自“International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”, Basel Committee on Banking Supervision, June 2004.

須出示 PD 的計算標準，並證明有能力利用 IRB 進行風險性資本計提，達到有效降低法定資本的目的。

若銀行符合更嚴格的相關規範，並經監理機關同意，得採用進階內部評等法，即銀行可自行建立風險測度模型，其違約機率（PD）、違約損失率（LGD）、違約暴險金額（EAD）及有效到期日（M）均由銀行自行估計，經輸入公式後，即可求得在特定曝險額下的最低法定資本。但此估計的違約機率與損失率必須有實證資料佐證，所採用的程序與控制方法須經監理機關驗證，其結果亦須能正確的衡量信用風險。

（2）Basel II 設有信用風險抵減措施，Basel I 則否

銀行授信如有徵提擔保品、保證、資產負債抵銷或買賣信用衍生性商品等降低信用風險的措施，則可抵減其信用風險(credit risk mitigation)，以正確反映銀行的實際風險。

2. 對銀行授信行為的影響

各國監理機關有充分的權力裁示其銀行採用的風險管理模式，如採用 Basel II 的相關規定，則其對銀行授信行為可能的影響為：

（1）銀行採用的信用風險衡量方法愈先進，愈會優先挑選信用評等佳及有潛力的客戶，而捨棄信評不佳又無資力者，以減輕資本負擔，並擴大業務量。

如授信對象為信用評等 BB 級以上時，評等愈好其所需提列的資本越少，即同樣的

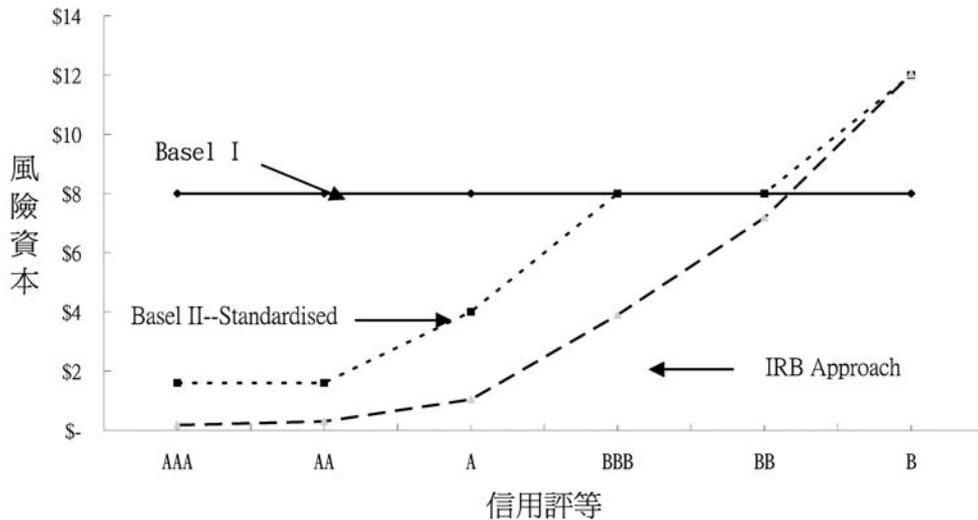
資本額可承作較大的授信業務量。但若授信戶的信用評等差，如為 B 級以下，則須提列較多之資本。因此，採用內部評等法的銀行可能放棄信評差又無法負擔較高風險溢酬（risk premium）的客戶，或要求徵提可抵減風險的資產或保證等，以降低風險及資本成本。

茲以無擔保授信 100 元，違約損失率 45%，有效到期日 2.5 年，違約機率採 S&P Risk Solution 統計自 1981 年至 2003 年之累積平均違約機率為例，計算應提列之法定資本，經設算（註 13）後繪圖示意如圖十一。

圖中，若授信戶的信用評等為 A 級，則採用 Basel I 的銀行每百元貸款須提資本 8 元，Basel II 一標準法須提 4 元，Basel II 一內部評等法須提 1 元。如銀行各有 100 元的資本，則分別採用上述三法的銀行對 A 級授信戶可承貸總額各為 1,250 元、2,500 元與 10,000 元，亦即採用內部評等法的銀行較採用標準法或 Basel I 的銀行具絕對經營優勢。但若授信戶的信用評等為 B 級，上述三法每百元貸款應提之資本各為 8 元、12 元與 12 元，每百元資本可承貸總額各為 1,250 元、833 元與 833 元。採用 Basel II 標準法或內部評等法的銀行幾無差異。

（2）資本計提貼近實際風險，銀行會選擇風險權數較低之貸款類別貸放，影響銀行信用之分配。因此，消費性貸款及自用住宅抵押貸款等適用較低風險權數的業務，可能

圖十一 信用評等、資本計提方式與風險資本關係圖



因而受惠。

(3) 銀行採用相同或類似之風險模型技術，可能產生群體行為，不利金融穩定。

(二) 對景氣循環的影響

銀行業在Basel II的規範下，是否會造成經濟的不穩定，一直是大家關心的議題。從國外的研究顯示，Basel II與信用評等連結之資本計提方法，可能加重景氣循環之波動幅度，對總體經濟產生一定程度影響。(Allen and Saunders,2002 與 Borio, Furfine and Lowe, 2001)

在經濟擴張期，採用IRB法之銀行其估計的違約機率及違約損失率降低，需提列之資本下降，而有充裕的資本大量增加貸款，但在收縮期，因違約機率及違約損失率提高，需提列之資本上升，而緊縮信用，加重景氣循環。茲舉例說明之：如表五，在景氣

擴張期，採IRB法之違約損失率由前例之45%降為25%，此時信評為BBB授信戶的貸款100元，銀行祇需提列2.16元之資本(如為B級授信戶，則需提列6.68元資本)，致有充裕資金大量貸放。但在景氣衰退期，企業信用評等降低，違約損失率上升為65%，則對BBB授信戶需提列資本大幅上升為12.8元(對B級授信戶則更需提列27.63元)，導致資本相對不足而須緊縮貸款，致使企業融資更加困難，結果可能加重經濟循環之波動幅度，即發生順循環(pro-cyclical)現象。

其實前述現象在管理、量化與分配風險的技術與工具尚未問世前既已存在。在經濟復甦時期，銀行授信人員趨於樂觀，積極貸放，易形成信用擴張過速現象；反之，在經濟步入衰退時，放款損失及呆帳可能性增

表五 Basel II 影響順循環的程度

信用評等		AAA	BBB	B
Basel I		\$8.00	\$8.00	\$8.00
Basel II	標準法	\$1.60	\$8.00	\$12.00
	IRB法 (損失率25%)	\$0.10	\$2.16	\$6.68
	IRB法 (損失率65%)	\$1.71	\$12.80	\$27.63

註：1.本例為商業無擔保貸款100元，到期日2.5年，需提的最低資本。
 2.經濟擴張期損失率低，設為25%。違約機率暫按前例信評設算。
 3.經濟收縮期損失率高，設為65%。違約機率按前例第四年之信評。

加，便凡事小心翼翼，再加諸風險主管及監理單位監控，使授信態度過度保守，即使是體質良好的企業亦不易續獲銀行融資，進而陷入信用緊縮的困境。

但是，相對於之前的數次景氣循環型態，1992至2000年間的長期經濟擴張期間，美國銀行信用供給的 pro-cyclical 現象已有所改善，如於1997年亞洲金融危機及1998年

俄羅斯債務危機之後，美國大型銀行即開始緊縮放款標準，以致放款違約風險大減，有別於過去得在察覺景氣已然反轉後才開始緊縮放款的典型模式。這種緩和 pro-cyclical 的行為，可從美國銀行強化其投資組合，以及在2000年後之景氣衰退期其次順位債券殖利率加碼不大看出端倪，部分則歸功於運用新的移轉風險與分攤風險的技術與工具。

六、備抵呆帳的提列方式

Basel II 規定採內部評等法之銀行，資本計提將僅支應未預期損失，預期損失則以提列呆帳準備因應（如圖十二所示），且實施前須同時依新舊方法平行計算，2006年底起三年過渡期間，資本計提不得低於按舊方法計算之一定比例（依序為95%、90%、80%）。惟各國對問題授信與備抵呆帳的提列有下列問題，分述如下：

（一）問題授信與備抵呆帳的提列在國際間缺乏一致的規範

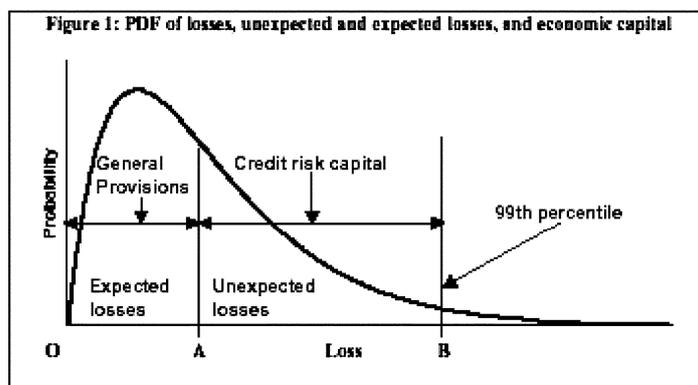
1. 問題授信的定義不一致

國際間缺乏一致的授信資產分類法則，對問題授信的定義也不一致，授信如逾期九十天的標準期，通常被視為逾期授信，但也有一些國家依信用產品訂定不同的到期日。甚至有些國家將未屆到期日，但有跡象顯示其還款機率很低的信用曝險，亦將其歸類為問題（doubtful）授信。

2. 備抵呆帳提列的規定不一致

各國對於備抵呆帳的規定與作法亦有很大差異，有些國家由主管機關規定一般或特別準備條款，亦有授權由銀行經營者自行選

圖十二 預期損失、未預期損失示意圖



擇（但須經外部稽核覆核），惟多數國家在會計處理上將備抵呆帳之提列分為特別準備及一般準備兩種處理方式。其中，特別準備是針對某一已出現異常狀況的問題放款提列準備。至於一般準備之提列方式各國差異較大，有些國家是在資產品質已產生問題時，針對某一類似性質的資產群組提列；也有國家是根據銀行的預期損失提列，在這種方式下，銀行必須預先估測一合理的可能損失，或利用統計模型估算。相較下，依預期損失「事先」提列一般準備比出現問題才「事後」提列準備，較能減低順循環問題。

3. 呆帳的稅賦處理方式不一致

有些國家在銀行呆帳準備提列時即可列為費用，也有國家在打銷呆帳時始得認列，而造成免稅時點的不同。例如：就一般準備而言，在英國不得免稅，德國雖可免稅但有嚴格限制，差異很大。至於特定準備，大多數國家均容許在提列時即可列為費用，得以

免稅，但美國稅法則規定必須在打銷呆帳時才得免稅。

（二）不同備抵呆帳提列方法之政策意涵

各國對銀行授信業務提列備抵呆帳的方式，基於其財政金融經濟狀況的不同，各有不同的考量，Cavillo and Majnoni (2001) 曾比較十大工業國家 (G-10) 與非十大工業國家 (non G-10) 提列備抵呆帳的情況，有下列重要的發現：

1. 較重視銀行經營穩健性的國家要求其銀行提列較高的備抵呆帳；傾向保護投資人的國家則要求其銀行提列較低的備抵呆帳，以利分發較多的股利；

2. 公共債務相對 GDP 比率愈高的國家，基於稅基的考量，要求其銀行提列較低的備抵呆帳；

3. G-10 國家之銀行提列的備抵呆帳數與提列備抵呆帳前的收入呈現正向相關，但非 G-10 國家的銀行則呈反向關係。即表示 G-10

國家的銀行在景氣佳、收入豐時，會提列較多的備抵呆帳，以備不時之需。然而非 G-10 國家的銀行則傾向在景氣好時，少提備抵呆帳，讓帳面呈現亮麗的盈餘；但在景氣低迷，銀行財務陷入窘境時，可能因帳列備抵呆帳不足，必須提列更多的準備，使原已捉襟見肘的銀行營運更為艱困。在缺乏完善備抵呆帳提列標準下，銀行營運方式將會加重景氣循環。

銀行在景氣好時增提備抵呆帳，固然可以減低順循環現象，惟此一作法基本上抵觸會計及稅務的基本原則。財務報表應反映「已發生」之狀況，而非反映「尚未發生」之狀況，但也有例外，例如丹麥即認為或可透過稅法鼓勵銀行提早認列備抵呆帳，有助銀行體質健全，故對其國內銀行呆帳準備提列採自由放任態度，所提列的準備均得免稅，此係 1990 年代初期北歐國家普遍發生銀行危機時，丹麥銀行得以倖免的主要原因之一。

(三) 我國提列備抵呆帳的方式

1. 法規的要求

根據我國所得稅法(註 14)第 49 條規定，每年度金融業應就其債權餘額按 1% 限度內估列備抵呆帳(即一般準備)，實際發生呆帳之比率超過前項標準者，得在其以前三個年度依法得列報實際發生呆帳之比率平均數限度內估列(即特別準備)。同時，銀行備抵呆帳最低之提列標準，根據「銀行資產評估

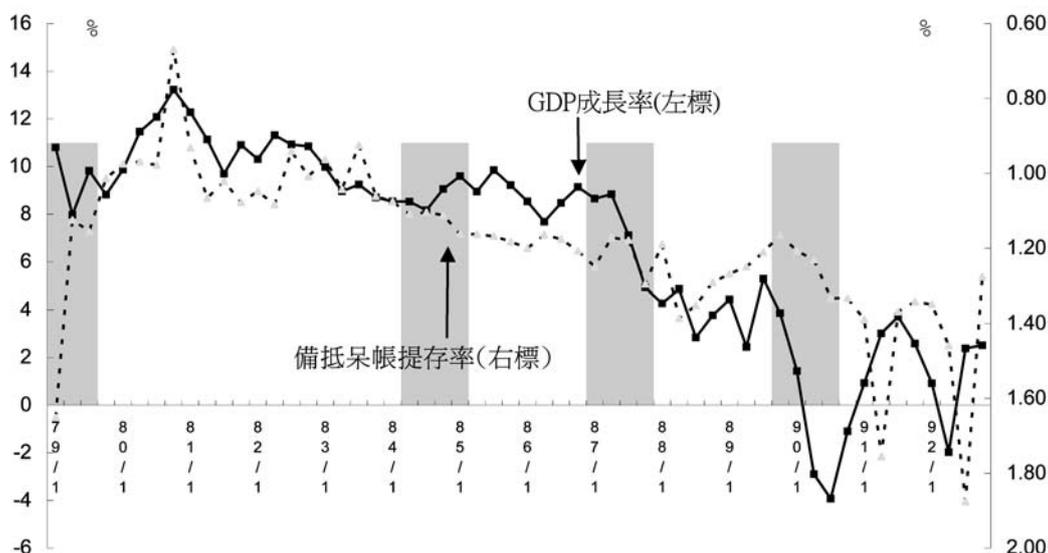
損失準備提列及逾期放款催收呆帳處理辦法(註 15)」第五條規定，應按第二類授信資產(註 16)債權餘額之 2%、第三類授信資產債權餘額之 10%、第四類授信資產債權餘額之 50% 及第五類授信資產債權餘額 100% 之和(註 17)，提足備抵呆帳及保證責任準備。

銀行提列的備抵呆帳(不包括針對特定損失所提列者)，根據 92 年 12 月 9 日修正之銀行資本適足性管理辦法第四條，得列為第二類資本，但包含營業準備及備抵呆帳在內的第二類資本，其合計數額不得超過風險性資產總額之 1.25%。

2. 備抵呆帳提存實況

我國上市上櫃銀行的平均備抵呆帳提存率(註 18)，除 80 年新銀行加入時僅及 0.67%、以及 91 年及 92 年政府鼓勵銀行大幅打銷呆帳時曾高達 1.8% 上下外，其餘年份均約介於 1% 至 1.35% 之間。該提存率與放款呈正向關係，但與 GDP 成長率則呈負向關係，惟其相關係數甚低，分別為 0.2 及負 0.2。由圖十三可看出其亦呈現順循環現象，即在經濟擴張期放款備抵呆帳比率下降，在經濟衰退期放款備抵呆帳比率上揚。民國 92 年，上市櫃銀行因經濟復甦、放款恢復正成長及逾期放款下降，使備抵呆帳比率再度反轉而下。惟因近年來本國銀行的逾期放款比率逐漸降低，使逾期放款覆蓋率(註 19)由民國 90 年底之 20.8% 上升至 93 年底之 46.7%。

圖十三 備抵呆帳提存率與 GDP 成長率之趨勢



(四) 理想的備抵呆帳提存方式

銀行辦理授信業務，在各別借款人收到款項時，即產生信用風險。當然，銀行無法預知某一特定放款是否會違約，但可以根據歷史經驗預估在整體放款組合中的特定違約比率。因此銀行應向借款戶加收風險溢酬，適當的反映問題放款可能產生的預期損失於其放款實際利率上。此等信用風險可能集中在景氣循環的谷底實現，造成會計上收益與成本的不配合現象。

我國現行備抵呆帳的提列方式，未能將放款組合中潛藏的風險妥適的反映在損益表上，致在經濟擴張期，因問題放款的下降，連帶的使備抵呆帳減少，造成銀行盈餘的提高。但如果未考慮放款組合中潛藏的風險，其呈現的盈餘水準並不正確。每筆放款都含

潛在損失 (potential loss) 風險，應藉由提列呆帳準備方式將其反映在經營成本中，否則銀行真實的獲利能力及清償能力將受到扭曲，更甚者，可能因高估獲利而增發股利，從而削弱銀行的清償能力。因此，銀行應依審慎的評價原則，認列潛藏的放款損失，修正存在損益表中的循環偏誤 (cyclical bias)。

另外，在經濟擴張期，如果未適當的計算放款總成本與認列備抵呆帳，銀行經理人可能會利用壓低放款利率的方式搶客戶以提高 (或維持) 市場占有率。即使較保守的經理人也會有很強烈的誘因，模仿這種激進式的放款評價行為以確保其市場占有率，此種群體行為 (herding behaviour) 對整個銀行體系的穩定是一大威脅。

以上所述，顯示我們需要提列一種準備

以因應隱含在放款組合中的預期損失，西班牙等國實施的統計準備是可行的方式之一。

該準備應視為銀行的經營成本，放款定價時即應將其納入考慮。

七、緩和順循環的方法

目前學者專家、業界或政府相關主管機關構思用於緩和順循環的方法有許多種，有須修法立法者，有須監理機關運用職權導引者，有須業者自行於計算相關風險時加入考慮者。茲就其要者分述如下：

(一) 於銀行資產負債表增設統計準備

各國對其銀行授信資產備抵呆帳的提列方式，常造成助長景氣循環的偏誤，當景氣擴張時，銀行多採較寬鬆的授信政策，未妥善因應其潛在的信用風險，備抵呆帳往往提列不足，致營業利潤被高估而增發股利，最後於景氣衰退時影響銀行的償債能力。

目前全球只有西班牙及葡萄牙二國針對備抵呆帳提列的順循環現象提出彌補辦法，即在經濟繁榮期准許銀行多提備抵呆帳，以降低法定資本比率，有助於銀行中期償債能力的強化，降低利潤的波動度，並增加銀行主管階層的信用風險意識。反之，在經濟收縮期則可少提備抵呆帳，以增加銀行的利潤，使資本適足比率增高，並紓解緊縮對銀行營運的壓力。

統計準備 (statistical provisions) 為非可抵稅費用，準備金按季計算調整損益帳。其簡易計算方式為放款總額乘上一係數 (按預期損失估算) 後，減去按問題放款提列之特

定準備 (詳參附錄)。因此，統計準備在問題放款增加時其提列準備可能減少，反之則可能增加，而形成一緩和波動性 (smoothing) 的自動調整制度，以彌補特定準備及一般準備加重景氣循環的缺失。

我國銀行在 90 年代初期曾因逾放問題嚴重而提高備抵呆帳，以致形成緊縮放款的部份原因，如果能採用統計準備制度，這種情形將可獲得改善。如果備抵呆帳與放款都能採取前瞻性的作法，對健全銀行體質與營運將有顯著的助益。

(二) 監理機關善用 Basel II 第二支柱的監理審查程序

貫徹 Basel II 第二支柱的監理審查程序，於景氣循環的擴張期要求銀行增提額外資本作為緩衝 (buffer)，以預備因應景氣衰退時之所需；另可要求銀行加強壓力測試，並接受監理機關之監督；或由央行適時採取適當的貨幣政策。

此外，金融監理機關亦可透過驗證銀行內部評等系統穩健性，以及持續性的監督，而在風險敏感度與金融穩定目標之間取得平衡。

(三) 銀行採用 Basel II 第一支柱先進的信用風險管理

銀行採用 Basel II 先進的信用風險管理制度時，當標的資產的風險改變時，銀行資本要求也會隨著更動，如此充分具風險敏感度的資本要求制度，會適時的傳達風險訊息，並及早調整授信政策，限制過度的貸款行為。具風險敏感度的最低資本要求及量化的信用風險管理制度亦會降低銀行授信的涉險程度，防範過度的信用擴張或信用緊縮。

但是，信用風險內部評等法亦有可能加重景氣循環，其可行的消弭方法有三：

1. 銀行對貸款戶的信用評等可採貫穿一個完整景氣循環（註 20）（through-the-cycle，簡稱 TTC）時程的評等方法，以消除景氣循環的衝擊。假如每一評等等級的違約機率係長期歷史平均值，已然完整涵蓋一個完整景氣循環的四個階段情況，則 TTC 制度下貸款戶違約機率對總體經濟環境的敏感度就會消滅。亦即在 Basel 資本計算公式中的重要輸入資料已經過平滑化處理後，則產出的法定資本需求資料亦應具平滑化特質。

2. 直接減弱（flattening）內部評等法資

本提列公式的影響力，以消滅因違約機率變動對資本需求的敏感度。

3. 監理機關對內部評等法資本計算公式的產出值另設平滑公式，如採用自我迴歸（autoregressive, AR）法或反循環（countercyclical, CC）係數法。

以上三法從 Basel II 第一支柱（最低適足資本）的觀點是可行的，但從第三支柱（市場制約）的觀點，則以第三法之 CC 較佳，其係以監理機關規定的 CC 係數乘內部評等法資本公式，在景氣好時乘以大於一的係數，景氣差時乘以小於一的係數。採第一法之成本很高，且不利於內部定價與風險管理的目的。採第二法如調整幅度溫和，其效果有限；調幅高時，固可消弭順循環，但將扭曲授信與應提資本費用的關係，也易重蹈法規資本套利的覆轍。

此外，法國央行稱該國銀行會自行選擇在景氣循環中相對穩定之評等系統，且採內部評等法的銀行亦將廣泛地採用「風險與報酬」工具，可更精確地訂價放款及重新分配信用，以符合銀行管理政策及經營策略。

八、結論與建議

（一）結論

我國銀行放款行為顯現高度順循環現象。放款在景氣循環的擴張期有顯著增加的傾向，然而在縮收期則明顯下降，問題放款在景氣循環中亦呈現清晰的波動模式，即在

景氣擴張期結束前保持低水準，在隨後的衰退期甚至蕭條期則呈巨幅上揚。銀行貸款行為的順循環可能造成一些潛在的問題，包括惡化景氣循環，增加系統風險，錯配放款資源及讓外部利害關係人（資本市場參與者及

政府監理人員)更難制約銀行。

但景氣從繁榮轉變為衰退時，授信人員將注意力轉向處理問題授信，在處理問題放款的過程中，有助授信人員重新學習如何辦好放款，如何監督與避免貸放問題放款的發生。特別是，授信人員將學到在銀行放款繁榮期的何種授信契約條件（如企業抵押品、個人抵押品、保證人、契約、到期日等）及監督策略（訪問借款人的頻率、實地查核、抵押品狀況報告的頻率）的結合，會降低授信艱困期的損失。

更重要的是，授信人員可學習到何種契約條件與監督策略無法減少損失。即他們透過早期發現信用標準的降低與金融詐欺，學習何種契約條件的組合最無法消除逆選擇（adverse selection）問題與何種監督策略最無法消除道德風險（moral hazard）問題。

在授信衰退時期，銀行緊縮其信用標準，如於此時能審慎檢討其授信制度的缺失，而將制度翻修重建（註 21），便利銀行可以正確的區隔低品質與高品質的授信案件後，即能在繁榮時期據以對抗信用不良的借戶，以提高整體授信的品質，強化銀行體質。

Basel II 已參酌世界先進銀行的風險管理方法與制度訂定標準規範，預定於 2006 年底開始實施。我銀行業應積極參照其規範，建制合宜的風險衡量與管理制度，方不致在經濟繁榮時過度放寬授信標準，而於景氣衰退

時又過度緊縮，使得景氣循環問題更加惡化。

（二）建議

1. 對備抵呆帳提列的順循環現象，可考慮參考西班牙的作法，增加「統計準備」，用以彌補特定準備及一般準備可能造成的順循環缺失。

2. 我國銀行業信用風險管理技術尚未成熟，風險移轉或分攤的工具亦嫌不足，Basel II 第二支柱的監理審查程序及第三支柱的市場制約機制尚待加強，因此在建置 IRB 法初期如遇經濟不景氣，風險敏感的信用風險模型可能會產生 pro-cyclical 的問題。央行需適時採取適當的貨幣政策，並與金融主管機關（金管會）密切合作，防範發生信用緊縮。

3. 監理機關於景氣循環的擴張期可考慮要求銀行增提額外資本作為緩衝，以因應景氣衰退時之所需；於景氣步入衰退期銀行緊縮信用時，應增加監理強度，要求銀行加強壓力測試（註 22），評估其內部評等系統穩健性，避免對任何客戶均不貸款，以緩和放款的順循環現象。

4. 銀行與監理機關應調整監視銀行放款的方法，以避免授信人員風險評估辨識能力不足，而加深銀行授信的順循環現象，如：

（1）銀行應及早培訓初級授信人員，增加其學習訓練機會；

（2）銀行應指定有經驗且其放款多年未曾出現問題的放款主管，找出未來可能出現

問題的敏感性指標；

(3) 監理機關應派初級檢查人員隨隊實習，到有問題放款的銀行查帳，以培訓其風

險辨識能力，也應派有經驗的檢查人員到持續一段時間無問題放款的銀行查帳，以發掘潛在的問題。

附 錄

西班牙銀行業的統計準備 (statistical provisions) 制度簡介

西班牙傳統監理系統將銀行壞帳準備分為一般及特定兩類，一般準備係按資產的固定比例 (註 23) 提列，而特定準備則係針對已受損資產提列。該國於 1999 年底核准創設統計準備制度，並於 2000 年 7 月實施，藉由認列預期損失的方式，以改善傳統備抵呆帳提列方式助長景氣循環行為的缺失。

1. 統計準備的計算方法

銀行可就下列兩種方法擇一採用，以計算統計準備：

(1) 自建內部模型計算統計準備。銀行根據自己的損失經驗，利用跨景氣循環的歷史數據，建立自己之信用風險衡量與管理的內部模型，經過監理機關的認可後，可據以計算統計準備。信用風險內部模型法已為 Basel II 採用。

(2) 無法自建內部模型的銀行，應採標準法。銀行應將資產按六種信用風險 (從無風險資產到高風險資產) 歸類，再以各類別的係數 (註 24) (按監理機關已考慮景氣循環的標準係數) 乘以其部位，即得統計準備的數量。

2. 「統計準備」之會計處理

統計準備為非可抵稅費用，統計準備金按季計算調整損益帳。當某季按前述方法計算之潛在整體損失大於當季特別準備時，將其差額列為損益表的損失，提列統計準備，在會計處理上即借：損失，貸：統計準備基金；而當其差額為負時，則將之列為收入，即借：統計準備金，貸：收入，而減少統計準備。

統計準備主要係補充特別準備之不足，以平衡備抵呆帳之加重景氣循環行為，準備金之上限設為潛在整體損失的 3 倍。

附 註

(註 1) 該資本協定包含三大支柱(three pillars)，分別為：最低資本適足要求 (Minimum Capital Requirements)、監理審查程序 (Supervisory Review Process) 與市場制約 (Market Discipline)，希望金融機構在風險妥善控制下，使資本做更有效率的運用。

(註 2) 行政院經濟建設委員會網頁為 <http://www.cepd.gov.tw>

(註 3) 槓桿比率為銀行之第一類資本除以平均資產，係風險基礎資本比率的補充比率，如銀行的 CAMEL 評等，則其最

低槓桿比率為 3%，如評等低，則需有較高的槓桿比率。

- (註 4) 主要因為傳統產業外移及房地產市場持續低迷不振所致。
- (註 5) 民國 75 年，我國出口暢旺，投資回升，益以政府十四項建設次第展開，該年實質經濟成長率高達 10.82%。另因鉅額貿易順差，新台幣對美金緩慢升值，熱錢大量湧入，央行干預匯率阻升新台幣，使外匯存底快速累積，造成貨幣情勢異常寬鬆，為免影響金融安定，央行擴大發行乙種國庫券、銀行業定存單及儲蓄券，收受銀行轉存款。因銀行大量購買央行單券的結果，導致放款加投資急速成長。然而因當時部份公民營企業自有資金充裕，致銀行放款成長緩慢。
- (註 6) 本圖按季資料繪製，線形呈鋸齒狀，鋸齒峰端為各年之第 2 季，主要係每年第 2 季之 GDP 均為各年之最低點。
- (註 7) 巴賽爾委員會參與國家之資料亦顯示，對家計部門授信的風險遠低於對企業授信的風險。
- (註 8) 這些授信行為可能單獨展現，也可能同時發生或互為影響。
- (註 9) 進階法於 2007 年底開始實施。
- (註 10) 1988 年巴賽爾資本協定與 1996 年修正案的資本協定，合稱為舊版巴賽爾資本協定或稱 Basel I。
- (註 11) 銀行在監理機關的許可下，亦可使用自己的內部評等系統。
- (註 12) Basel I 之風險資產概分為四類：1. 現金及對 OECD 國家政府之債權，風險權數為 0；2. 銀行間債權、對 OECD 國家銀行及公共部門債權，風險權數 20%；3. 住宅抵押債權，風險權數 50%；4. 其他債權、不動產及設備，風險權數 100%。
- (註 13) 設算公式如下：
- $$\text{相關係數 (R)} = 0.12 * (1 - e^{-50*PD}) / (1 - e^{-50}) + 0.24 * [1 - (1 - e^{-50*PD}) / (1 - e^{-50})]$$
- $$\text{到期期間調整 (b)} = (0.11852 - 0.05478 * \log(PD))^2$$
- $$\text{資本要求 (K)} = \text{【LGD * N【(1-R)^{-0.5} * G(PD) + (R / (1 - R))^{0.5} * G(0.999)】 - PD * LGD】} * (1 - 1.5 * b(PD))^{-1} * (1 + M - 2.5) * b$$
- $$\text{風險性加權資產 (RWA)} = K * 12.50 * \text{EAD}$$
- 上列式中，e 表示指數（約等於 2.718），N(x) 為標準常態累積密度分配函數，G(z) 為累積密度分配函數之反函數，亦即 N(x) = z。
- (註 14) 參 92 年 6 月 25 日的修正版。
- (註 15) 民國 93 年 1 月 6 日修正，自 94 年 7 月 1 日起施行。
- (註 16) 銀行之授信資產，分類為第一類者屬正常之授信，餘為不良之授信，應按債權之擔保情形及逾期時間之長短評估，列為第二類者應予注意，第三類者可望收回，第四類者收回困難，第五類者收回無望。
- (註 17) 在 93 年 1 月 6 日修正之「銀行資產評估損失準備提列及逾期放款催收呆帳處理辦法」未正式實施前，銀行應依同法第四條規定，應按第三類（即新版之第四類）授信資產債權餘額之 50% 及第四類（新版之第五類）授信資產債權餘額 100% 之和為提列備抵呆帳及保證責任準備最低標準。
- (註 18) 備抵呆帳占放款總額之比率。
- (註 19) 備抵呆帳占逾期放款之比率。
- (註 20) Moody's 及 S&P 的信評方式通常被視為 through-the-cycle 評等方法。
- (註 21) 銀行藉由放款覆審的內部授信審查制度，可提供部分解決在繁榮期寬鬆信用標準的問題。
- (註 22) 銀行平日即應定期辦理壓力測試，以評估其資本是否充足，是否必須調整暴險及執行各項緊急應變計劃。
- (註 23) 西班牙銀行之授信資產分類六類，第一類正常授信提列 0.5% 至 1%，可望收回者提列 10%，收回困難者提列 25% 至 100%，收回無望者提列 100%。
- (註 24) 從無風險資產到高風險資產其係數分別為 0%；0.1%；0.4%；0.6%；1% 及 1.5%。該係數係參考西班牙在 1986 年至 1998 年一整個景氣循環期間的銀行平均淨特別準備，與近年來金融機構信用風險衡量及管理技術的發展狀況所訂定，期以預測下一景氣循環的統計準備。

參考資料

中文部分

1. 沈中華、謝孟芬（93），金融業備抵呆帳之提列—由全世界看台灣，企銀季刊，第二十七卷第一期。
2. 汪建南、林文琇（91），金融監理的順循環問題及其改善對策，國際金融參考資料，第四十七輯。
3. 利秀蘭（92），我國第十次景氣循環高峰谷底之初步認定，經濟研究，第三期。
4. 吳懿娟（93），我國貨幣政策傳遞機制的實證分析，中央銀行季刊，第二十六卷第四期。
5. 徐千婷（92），我國金融總計數與實質經濟活動間關係之實證分析，中央銀行季刊，第二十五卷第三期。
6. 唐英輝（92），國內「信用緊縮」現象探討，貨幣觀測與信用評等，五月。
7. 楊藜海（94），新版巴塞爾資本協定與銀行信用風險測度模型的發展：兼論對我國銀行體系與央行政策的影響，中央銀行季刊，第二十七卷第一期。

英文部分

1. Allen L. and A. Saunders (2003), "A Survey of Cyclical Effects in Credit Risk Measurement Models" *BIS Working Papers* No126.
2. Altman E. and A. Saunders (2001), "An Analysis and Critique of the BIS Proposal on Capital Adequacy and Ratings" *Journal of Banking and Finance*.
3. Acharya V (2001), "A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation" *London Business School Working Paper*.
4. Acharya V and T. Yorulmazer (2002), "Information Contagion and Inter-bank Correlation in a Theory of Systemic Risk" *London Business School Working Paper*.
5. Avery R and M. Gordy (1995), "Loan Growth, Economic Activity and Bank Performance" *Federal Reserve Board Working Paper*.
6. Basel Committee on Banking Supervision, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", June 2004.
7. Berger A and G. Udell (2003), "The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior" *BIS Working Papers* No125.
8. Berger A, Kyle M, and J. Scalise (2001), "Did U.S. Bank Supervisors Get Tougher During the Credit Crunch? Did They Get easier During the Banking Boom? Did It Matter to Bank Lending?" National Bureau of Economic Research, *University of Chicago Press*.
9. Bernake B. and M. Gerler (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission" *Journal of Economic Perspectives*.
10. Cavillo M and G. Majnoni (2001), "Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications." *World Bank Working Paper* No. 2619, June.
11. Clair, Robert T. and Tucker, Paula (1993), "Six Causes of the Credit Crunch", *Economic Review — Federal Reserve Bank of Dallas*, Third Quarter 1993.
12. Covitz D, D Hancock, and M. Kwast (2000), "Mandatory Subordinated Debt: Would Banks Face More Market Discipline?" Board of Governors of the Federal Reserve System.
13. Driscoll J. "Does Bank Lending Affect Output? Evidence From the U.S. States" Forthcoming, *Journal of Monetary Economics*, Federal Reserve Board.
14. Gordy M. and B. Howells (2004), "Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease Without Killing the Patient?" Board

of Governors of the Federal Reserve System.

15. Gutentage J and R. Herring (1984), "Credit Rationing and Financial Disorder" *Journal of Finance* 39.
16. Kashyap A. and J. Stein (1997), "The Role of Banks in Monetary Policy : A Survey with Implications for the European Monetary Union" *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.
17. Kuttner Kenneth N. and Patricia C. Mosser (2002), "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions" , *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York.
18. Lown C, D. Morgan and S. Rohatgi (2000), "Listening to Loan Officers : The Impact of Commercial Credit Standards on Lending and Output" *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York.
19. Lown C and D. Morgan (2000), "The Credit Cycle and the Business Cycle : New Findings Using the Senior Loan Officer Survey" *Journal of Money, Credit and Banking*.
20. Salas, V and J. Saurina (1999), "Credit Risk in Two Institutional Settings: Spanish Commercial and Savings Banks" , mimeo.
21. Santiago F, J. Pages and J. Saurina (2001), "Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain" , *BIS Papers* No1.
22. Thoraval P. and A. Duchateau (2003), "Financial stability and the New Basel Accord" , *Financial Stability Review*, No. 3.
23. Zsomboki B (2002) "The effects of prudential regulation on banks' procyclical behaviour" , *NBH Occasional Papers* 10.

國內經濟金融情勢（民國 94 年第 4 季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

一、景氣溫和回升

94 年初國內生產活動一度隨國際景氣趨緩而表現不佳，經建會景氣對策信號在 94 年 3 月至 7 月連續 5 個月呈現黃藍燈；8 月起國內景氣呈現好轉，燈號轉呈綠燈。景氣對策信號綜合判斷分數在 94 年 5 月到達 18 分之低谷後回升至 95 年 1 月為 28 分；台灣經濟研究院營業氣候測驗點亦告回升，其中 95 年 1 月服務業營業氣候測驗點升至 93 年 7 月以來的新高。

二、經濟溫和成長

94 年上半年，民間消費維持穩定成長，民間投資仍具動能，均有助於支撐經濟；惟隨外需減弱，製造業產能外移，生產表現平疲，經濟成長率僅 2.73%。下半年全球資訊電子產業復甦帶動出口成長及製造業生產回升，經濟成長率升為 5.40%，全年則為 4.09%。95 年初以來，隨全球經濟持續穩健成長，我國對外貿易動能依然強勁，行政院主計處預測第 1 季經濟成長率為 5.06%。

圖 1 景氣對策信號綜合判斷分數

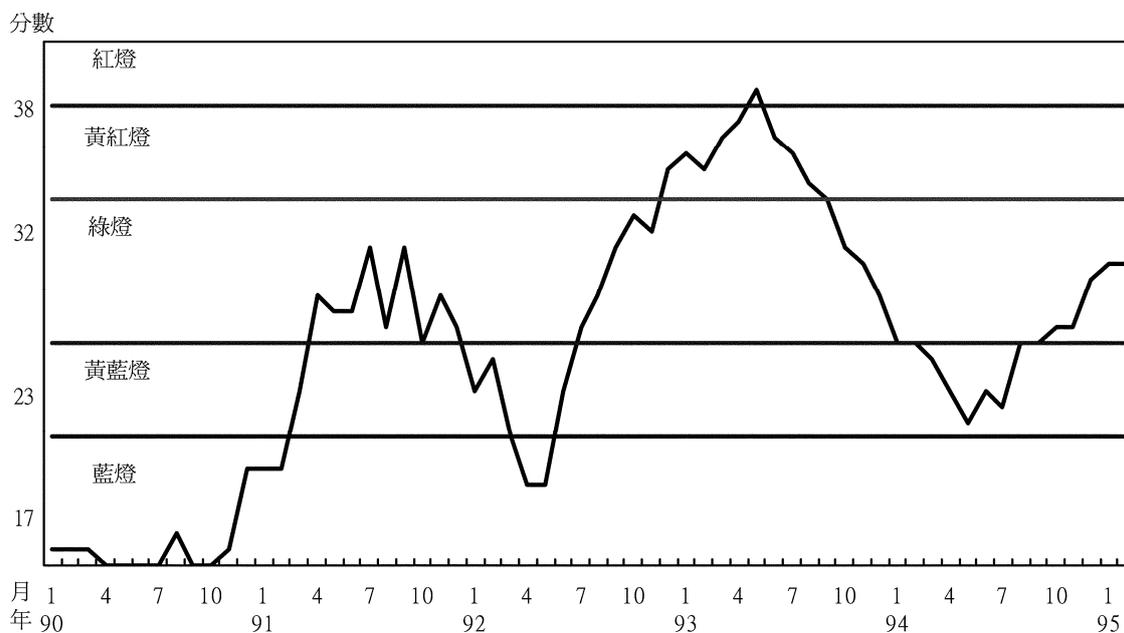


圖 2 經濟成長率

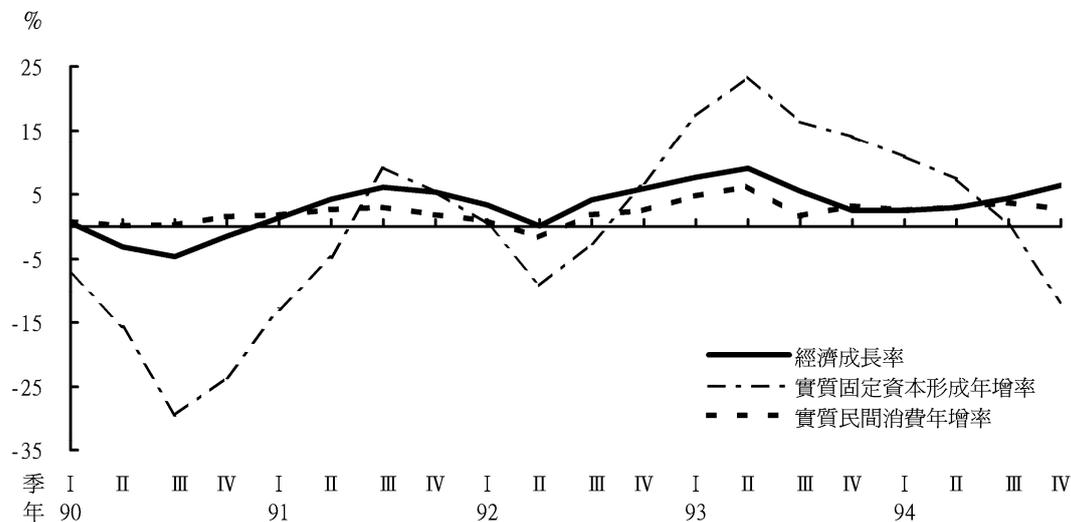


表 1 各項需求年增率

單位：%

項目 年/季	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		
88年	5.75	5.51	-4.33	2.94	1.01	13.33	4.10	11.86	4.54
89年	5.77	4.59	0.71	9.02	15.61	-2.96	-4.05	18.14	14.23
90年	-2.17	0.67	0.53	-19.91	-26.83	1.43	-6.42	-8.08	-13.51
91年	4.25	2.34	2.06	-0.63	4.07	-1.29	-12.82	10.48	5.71
92年	3.43	0.94	0.57	-0.90	-0.26	-4.09	-1.08	10.94	6.72
93年	6.07	3.91	-0.54	17.48	30.96	-18.17	-5.71	14.83	18.55
94年	4.09	3.00	0.71	0.46	-1.34	17.21	0.33	6.93	3.22
94/1	2.49	2.56	-0.65	10.81	10.52	48.81	-0.10	2.04	2.84
2	2.97	2.98	0.83	7.38	8.95	14.81	-3.24	3.00	4.10
3	4.38	3.69	1.01	0.27	-2.00	14.26	3.75	6.98	5.33
4 p	6.40	2.77	1.45	-11.85	-17.99	9.98	0.62	15.17	0.84
94年第 4 季 貢獻率 p	6.40	1.53	0.20	-2.75	-3.02	0.25	0.02	9.28	0.45

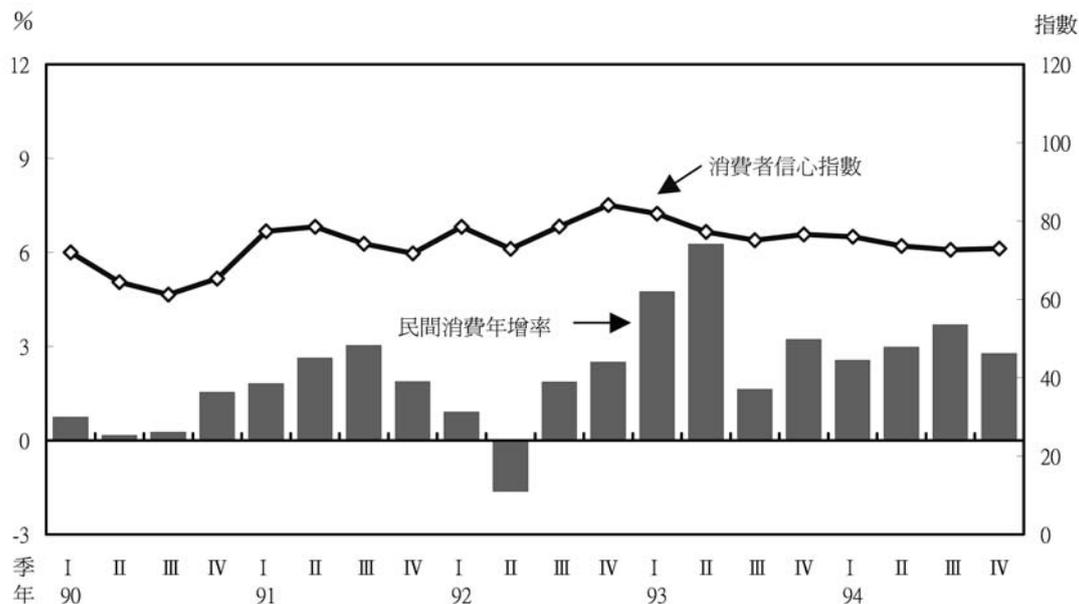
資料來源：行政院主計處。

三、民間消費成長持續平穩

94 年就業市場持續改善，加上房地產行情續揚，國人旅遊與汽車銷售持續活絡，民間消費成長率為 3.00%。雖然卡債問題浮現，

銀行緊縮消費金融，對民眾消費支出或有衝擊，隨就業情勢持續改善及所得提高，行政院主計處預測 95 年第 1 季民間消費成長率為 2.97%。

圖 3 消費者信心指數與民間消費

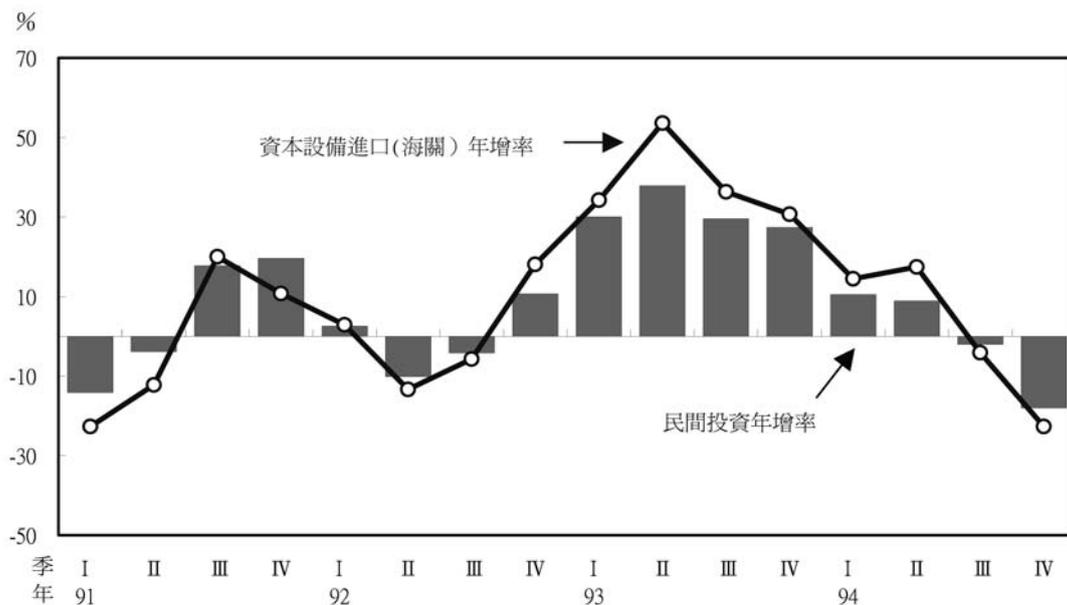


四、民間投資動能不足

94 年上半年，隨半導體與薄膜液晶顯示面板（TFT-LCD）等高科技廠廣續擴大新世

代技術產能，民航業者擴充機隊與高鐵進口列車，加以台塑六輕四期計畫與住宅推案等營建工程持續推動，民間投資成長 9.68%；

圖 4 民間投資與資本設備進口



第 3 季轉呈衰退 2.00%，主因機器設備與營建工程投資分別衰退 6.85% 及 10.29% 所致。第 4 季在機器設備投資大幅衰退 35.35% 下，民間投資續大幅衰退 17.99%，全年成長率則為負 1.34%。95 年在民航機進口高峰甫過，以及六輕四期與高鐵等重大工程接近完工下，行政院主計處預測第 1 季民間投資持續衰退 6.60%。

五、公共支出成長停滯

94 年由於台電核四、六輸及大潭電廠等公營事業投資計畫持續進行，加上政府加速推動公共建設，公共支出成長 2.15%，為連續六年衰退後首度轉呈溫和成長。行政院主計處預估 95 年第 1 季公共支出轉呈微幅衰退 0.20%，主因公營事業投資衰退 9.43% 所致，

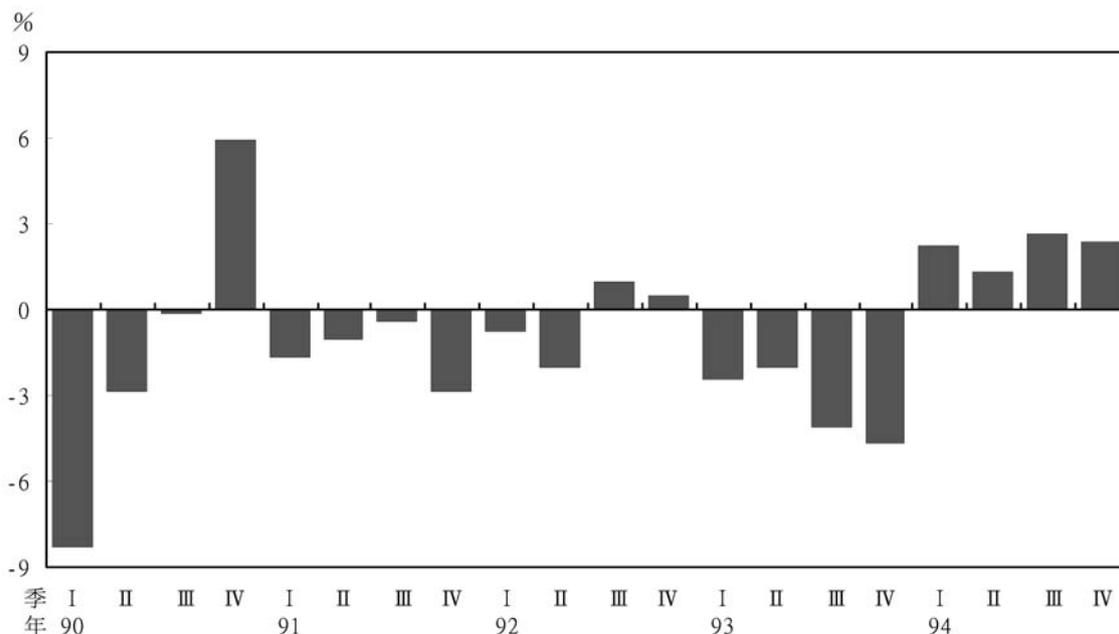
政府消費與投資則仍分別成長 0.40% 與 1.65%。

六、對外貿易明顯擴張

94 年上半年，隨全球資訊電子產業景氣趨緩，加以國內製造業產能外移，我國出、進口成長同步趨緩；下半年則在全球資訊電子產業復甦下，帶動我國出口回復擴張。據海關統計，94 年全年出、進口值分別成長 8.8% 及 8.2%。另據行政院主計處統計上年實質輸出、輸入（含商品及服務）成長率分別為 6.93% 與 3.22%。

95 年 1 至 2 月累計出口值成長 14.0%。主要出口市場中，對居首位之中國大陸（含香港，占出口比重 38.9%）出口成長 18.2%，對美國、東協六國、日本及歐聯出口亦分別成長 11.5%、10.5%、8.1% 與 7.2%。主要出

圖 5 公共支出年增率



口貨品中，電子、電機產品以及光學照相、醫療等精密儀器等皆顯著成長二成以上。

95年1至2月累計進口值成長15.3%，其中農工原料因原油、電子零組件及化學品

等進口增加，成長23.9%；消費品進口亦成長5.6%；惟資本設備進口則衰退9.5%，主因機械、飛機等進口減少所致。進、出口相抵，商品貿易出超17.26億美元，較上年同期

圖6 進出口貿易

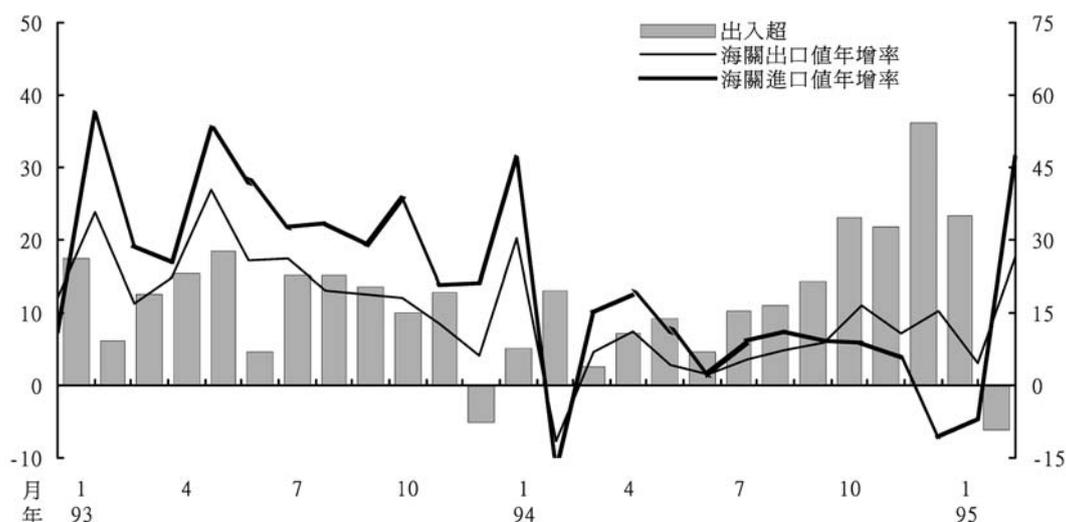


表2 我國對主要出進口貿易國(地區)成長率與比重

單位：百萬美元 (%)

項目	當月資料						累計資料				
	金額		增減比較	比重		金額		增減比較	比重		
	95年2月	94年2月	(%)	95年2月	94年2月	95年1-2月	94年1-2月	(%)	95年1-2月	94年1-2月	
出口	合計	15,472	12,240	26.40			32,314	28,352	13.97		
	中國大陸(含香港)	6,226	4,310	44.46	40.24	35.21	12,570	10,638	18.17	38.90	37.52
	美國	2,072	1,891	9.56	13.39	15.45	4,693	4,210	11.47	14.52	14.85
	日本	1,287	1,040	23.75	8.32	8.50	2,535	2,345	8.07	7.84	8.27
	歐聯(25國)	1,758	1,566	12.28	11.36	12.79	3,753	3,499	7.24	11.61	12.34
	東協六國	2,046	1,747	17.13	13.23	14.27	4,310	3,899	10.55	13.34	13.75
進口	合計	16,074	10,932	47.04			30,587	26,538	15.26		
	中國大陸(含香港)	1,734	1,207	43.65	10.79	11.04	3,656	3,119	17.20	11.95	11.75
	美國	1,772	1,314	34.83	11.02	12.02	3,294	3,308	-0.43	10.77	12.47
	日本	3,922	3,070	27.74	24.40	28.09	7,062	7,036	0.36	23.09	26.52
	歐聯(25國)	1,262	1,084	16.35	7.85	9.92	2,671	2,714	-1.60	8.73	10.23
	東協六國	1,856	1,273	45.81	11.54	11.64	3,516	2,961	18.75	11.50	11.16

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	
	95年2月	94年2月	(%)	95年2月	94年2月	95年1-2月	94年1-2月	(%)	95年1-2月	94年1-2月
貿易總值	31,546	23,173	36.13			62,901	54,890	14.59		
出口	15,472	12,241	26.40	100.00	100.00	32,314	28,352	13.97	100.00	100.00
農產品	26	19	38.22	0.17	0.16	54	56	-4.60	0.17	0.20
農產加工品	127	148	-14.41	0.82	1.21	275	330	-16.64	0.85	1.16
工業產品	15,319	12,074	26.88	99.01	98.63	31,985	27,966	14.37	98.98	98.64
重化工業產品	12,635	9,673	30.62	81.66	79.02	26,181	22,310	17.35	81.02	78.69
非重化工業產品	2,684	2,401	11.79	17.35	19.61	5,804	5,656	2.61	17.96	19.95
進口	16,074	10,932	47.04	100.00	100.00	30,587	26,538	15.26	100.00	100.00
資本設備	2,642	2,150	22.91	16.44	19.66	5,041	5,568	-9.47	16.48	20.98
農工原料	12,216	7,844	55.74	76.00	71.75	23,014	18,572	23.92	75.24	69.98
消費品	1,216	938	29.60	7.56	8.58	2,532	2,398	5.60	8.28	9.04
出超(+)或入超(-)	603	1,309				1,726	1,815			

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」。

減少 4.9%。

行政院主計處預測 95 年第 1 季實質輸出、輸入成長率分別為 12.11% 與 5.37%。

外銷訂單方面，94 年外銷訂單年增率達 19.2%，國內接單海外生產比重提高至 40.07%，較 93 年增加 7.56 個百分點。95 年 1 月外銷訂單年增率仍達 20.01%，主要接單貨品中，資訊通信產品、電子、電機及精密儀器顯著成長，其餘則普呈衰退；國內接單海外生產比重持續提高至 43.09%，較 94 年同月增加 7.32 個百分點，尤其居外銷訂單金額大宗之資訊通信產品之海外生產比重更高達 77.79%，以致其外銷訂單金額雖增加，但出口卻呈衰退。

七、工業生產穩健增長

94 年上半年隨出口擴張減緩，工業生產

平疲；幸 8 月以來，在資訊電子業景氣復甦、營建業景氣持穩下，工業生產恢復穩健擴增。94 年全年平均工業生產指數年增率為 4.13%，其中製造業增產 4.00%，主要係資訊電子工業大幅增產所致。另按輕重工業區分，重工業增產 5.70%，輕工業則減產 2.60%。就產品用途別言，生產財、投資財及消費財分別增加 5.69%、0.50% 及 0.33%。在產銷情況改善下，製造業銷貨利潤率與設備利用率均自 94 年 8 月起緩步回升，94 年全年平均分別為 5.0% 與 80.1%，均與前年持平。95 年 1 至 2 月累計工業生產指數年增率達 8.60%，其中製造業增產 9.16%，主要係資訊電子工業大增 24.96% 所致；製造業銷貨利潤率與設備利用率 95 年 1 至 2 月平均分別為 4.75% 與 78.5%。

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	重工業		輕工業	水電 燃氣業	房屋建築 工程業
90年	-7.81	0.05	-8.36	-7.94	-9.49	1.12	-11.19
91年	7.92	8.28	9.39	13.73	-2.54	3.31	-20.66
92年	7.10	-7.43	7.38	9.59	0.22	3.77	8.87
93年	9.85	-4.42	10.55	13.04	1.80	2.95	4.93
94年	4.13	-9.84	4.00	5.70	-2.60	3.72	11.37
94/ 2	-12.56	-24.15	-13.76	-11.48	-22.43	-3.74	23.68
3	1.05	9.50	1.22	2.30	-2.83	3.33	-12.70
4	2.14	-1.60	1.36	2.68	-3.65	4.95	35.96
5	-0.36	-14.40	-0.24	0.69	-3.96	0.70	-5.70
6	2.66	-15.80	2.42	3.87	-3.34	2.25	15.92
7	-0.76	-19.69	-0.93	0.34	-5.92	3.17	-2.76
8	7.65	-7.64	7.20	8.34	2.70	2.79	45.40
9	7.69	-6.99	8.03	10.28	-0.92	3.72	7.27
10	8.53	-15.80	8.17	10.45	-1.03	9.21	22.78
11	9.47	-14.63	10.49	13.15	-0.13	5.27	-8.01
12	9.27	-10.38	9.79	12.76	-1.68	5.73	3.39
95/ 1 r	4.09	-14.82	3.74	6.26	-5.80	2.12	22.06
2 p	14.09	6.91	15.78	17.91	6.54	5.44	-23.95
1-2月累計	8.60	-5.53	9.16	11.59	-0.57	3.67	2.72

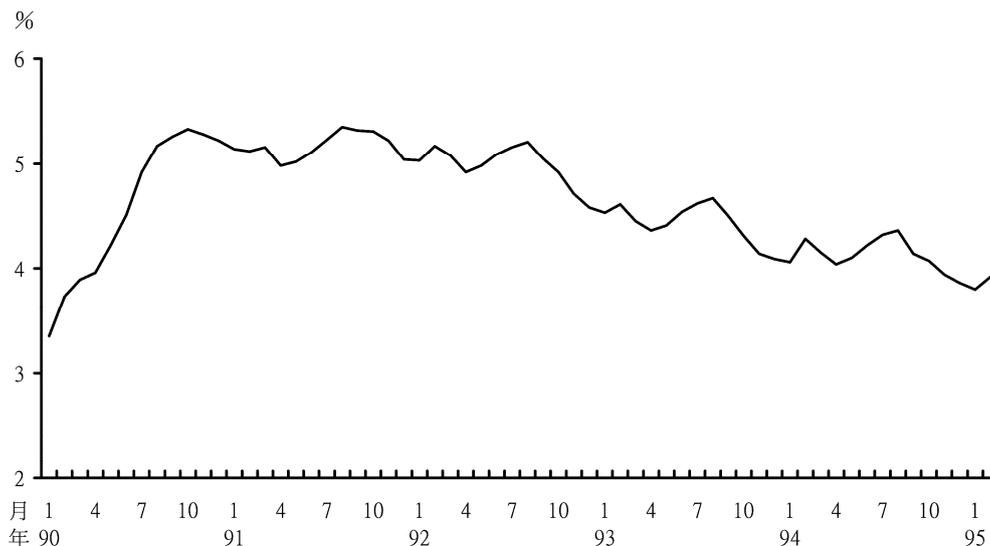
資料來源：經濟部工業局編「工業生產統計月報」。

八、失業情勢持續改善

94年失業率持續下降，全年平均失業率為4.13%，較93年下降0.31個百分點，係90年以來新低。就各月情況而言，失業率在4月抵4.04%後，受學校畢業生投入尋職行列

的季節性因素影響，失業率微幅回升；惟9月之後，在景氣回穩及畢業生覓得工作之下，失業率轉呈下降，至95年1月為3.80%，2月略回升為3.92%，仍創91年以來同期新低；就業人數為1,000.6萬人，較上年

圖 7 失 業 率



同期增加 13.2 萬人或 1.33%；失業人數則為 40.8 萬人，較上年同期減少 3.3 萬人或 7.57%。至於失業原因中，主要以「對原有工作不滿意者」為主，比重為 35.26%，高於「因場所歇業或業務緊縮者」之 28.48%；學歷較低者失業情形仍偏高，惟已見緩和。另外，值得一提的是，2 月失業率回升主因春節過後臨時性工作結束及轉換工作增加所致，經季節調整後之失業率則續較上月下降 0.02 個百分點；惟金融保險之就業人數連續兩個月下降，累計已達 8,000 人，值得密切觀察。

94 年全年平均非農業部門每人每月平均薪資較前年增加 1.38%，其中經常性薪資增加 0.99%。同期間，工業部門薪資上漲 2.46%，勞動生產力增加 4.71%，致單位產出

勞動成本指數下降 0.81%。95 年 1 月非農業部門每人每月平均薪資較上年同期增加 25.70%，主因適逢春節廠商發放年終及績效獎金所致，經常性薪資則僅增加 1.02%。同期間，工業部門薪資上漲 20.21%，勞動生產力增加 10.44%，致單位產出勞動成本指數上升 15.23%。

九、消費者物價上漲

94 年間受寒害、雨害、風災等天候因素影響，蔬果等生鮮食品價格明顯上揚，加上國際原油行情頻創新高，帶動國內油品及燃氣等價格反映成本調漲，消費者物價指數 (CPI) 年增率升為 2.30%；不包括新鮮蔬果、魚介及能源之 CPI (即核心 CPI) 年增率則僅為 0.65%，尚稱平穩。95 年 1 至 2 月蔬果及

圖 8 消費者物價與核心物價

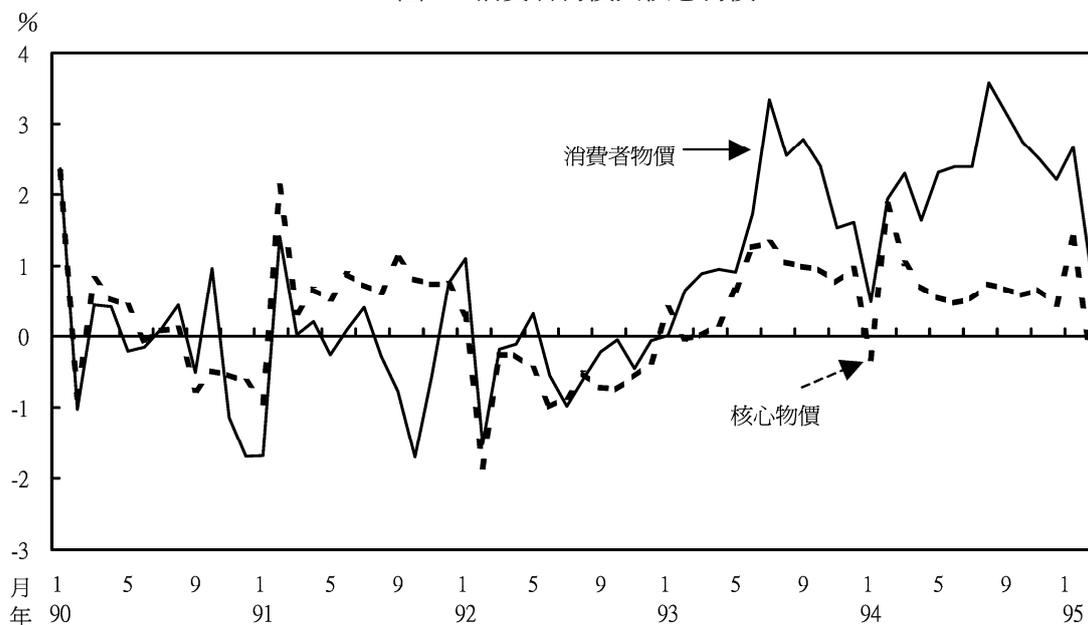


表 5 影響 95 年 1 至 2 月 CPI 變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	1.84	1.84
教養娛樂服務費	105	0.93	0.10
蔬菜	28	7.65	0.20
水果	28	32.67	0.84
肉類	25	2.87	0.08
醫療費用	25	8.65	0.23
油料費	23	9.05	0.23
水電燃氣	37	1.85	0.07
成衣	33	2.19	0.07
醫療費用	25	2.01	0.05
合計			1.68
房租	211	-0.06	-0.01
耐久性消費品	82	-2.88	-0.21
成衣	33	-4.48	-0.14
合計			-0.35

油品價格仍高，加上菸品健康捐調高等影響，CPI年增率為 1.84%，核心CPI年增率則僅為 0.55%，續呈平穩。

貳、經濟展望

94 年上半年國際經濟趨緩，以致我國出口轉緩，生產停滯，經濟成長率僅 2.73%；下半年全球資訊電子產業復甦帶動我國出口快速擴張，經濟成長率回升至 5.40%，全年經濟成長率為 4.09%。95 年預估民間消費成

長續呈平穩，惟民間投資成長幅度仍緩，行政院主計處預測全年經濟成長率為 4.25%。

國內各預測機構對 95 年經濟成長率預估值之平均數為 4.11%，低於經建目標之 4.50%。

國內預測機構對民國 95 年經濟成長預估

單位：年增率(%)

估測機構 項 目	主計處	中經院	台經院	中研院	平均值*	經建目標
發布日期	95.2.23	94.12.2	95.1.26	94.12.7		
◎實質國內生產毛額	4.25	4.01	4.02	4.25	4.11	4.50
實質民間消費支出	2.96	3.10	3.07	3.02	3.06	
實質政府消費支出	0.46	1.09	0.53	0.81	0.79	
實質固定投資	1.84	3.09	3.36	4.08	3.06	
實質民間投資	2.38	3.79	4.09	3.35	3.46	
實質政府投資	1.97	---	2.24	1.19	1.96	
實質輸出	7.58	6.84	7.11	9.87	7.90	
實質輸入	5.41	5.65	5.67	8.79	6.44	
貿易差額(億美元)	171.10	---	---	---	171.10	

國際收支

一、概況

本季我國經常帳順差9,216百萬美元，金 資產增加630百萬美元。
融帳淨流出6,864百萬美元，反映在央行準備

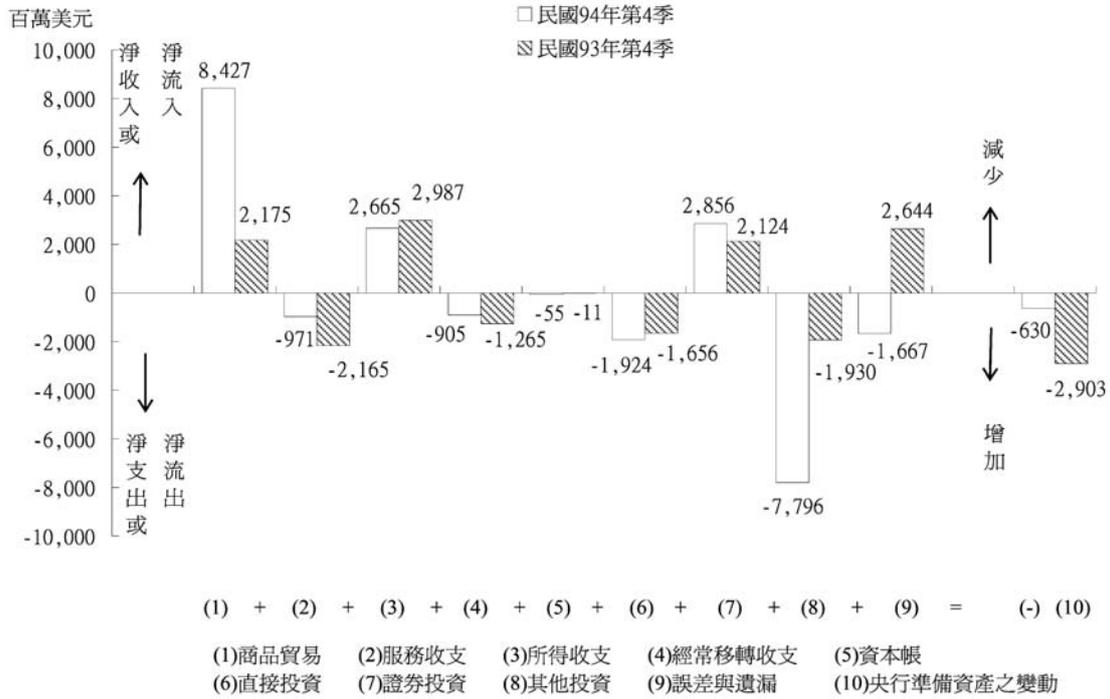
表1 國際收支
民國94年第4季暨民國93年第4季

單位：百萬美元

	(1) 94年 第4季	(2) 93年 第4季	(1)-(2)
A. 經常帳	9,216	1,732	7,484
商品出口(f.o.b.)	51,975	45,559	6,416
商品進口(f.o.b.)	-43,548	-43,384	-164
<i>商品貿易淨額</i>	<i>8,427</i>	<i>2,175</i>	<i>6,252</i>
服務：收入	7,287	5,941	1,346
服務：支出	-8,258	-8,106	-152
<i>服務淨額</i>	<i>-971</i>	<i>-2,165</i>	<i>1,194</i>
所得：收入	4,615	3,992	623
所得：支出	-1,950	-1,005	-945
<i>所得淨額</i>	<i>2,665</i>	<i>2,987</i>	<i>-322</i>
經常移轉：收入	918	816	102
經常移轉：支出	-1,823	-2,081	258
<i>經常移轉淨額</i>	<i>-905</i>	<i>-1,265</i>	<i>360</i>
B. 資本帳	-55	-11	-44
資本帳：收入	1	6	-5
資本帳：支出	-56	-17	-39
<i>合計，A+B</i>	<i>9,161</i>	<i>1,721</i>	<i>7,440</i>
C. 金融帳	-6,864	-1,462	-5,402
對外直接投資	-2,205	-2,155	-50
來台直接投資	281	499	-218
證券投資(資產)	-10,410	-6,256	-4,154
股權證券	-8,143	-4,854	-3,289
債權證券	-2,267	-1,402	-865
證券投資(負債)	13,266	8,380	4,886
股權證券	13,627	7,672	5,955
債權證券	-361	708	-1,069
其他投資(資產)	-8,915	-1,813	-7,102
一般政府	-9	30	-39
銀行	-7,613	-4,011	-3,602
其他	-1,293	2,168	-3,461
其他投資(負債)	1,119	-117	1,236
貨幣當局	1,703	-1,328	3,031
一般政府	0	0	0
銀行	-948	769	-1,717
其他	364	442	-78
<i>合計，A至C</i>	<i>2,297</i>	<i>259</i>	<i>2,038</i>
D. 誤差與遺漏淨額	-1,667	2,644	-4,311
<i>合計，A至D</i>	<i>630</i>	<i>2,903</i>	<i>-2,273</i>
E. 準備資產	-630	-2,903	2,273

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，在準備資產表示準備資產減少；
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，在準備資產表示準備資產增加。

圖 1 國際收支比較



(一) 經常帳

商品方面，本季出口金額續創歷年單季新高，較上年同季成長 14.1%，主要係對亞洲鄰國出口增加；進口金額則為歷年單季次高（依國際收支基礎計算），主要係原油、電子產品零組件及消費品進口增加，惟資本設備進口大幅減少，致進口較上年同季僅成長 0.4%。由於出口增額遠大於進口增額，本季商品貿易順差擴增為 8,427 百萬美元，創歷年單季新高，較上年同季大幅增加 6,252 百萬美元或 2.87 倍。

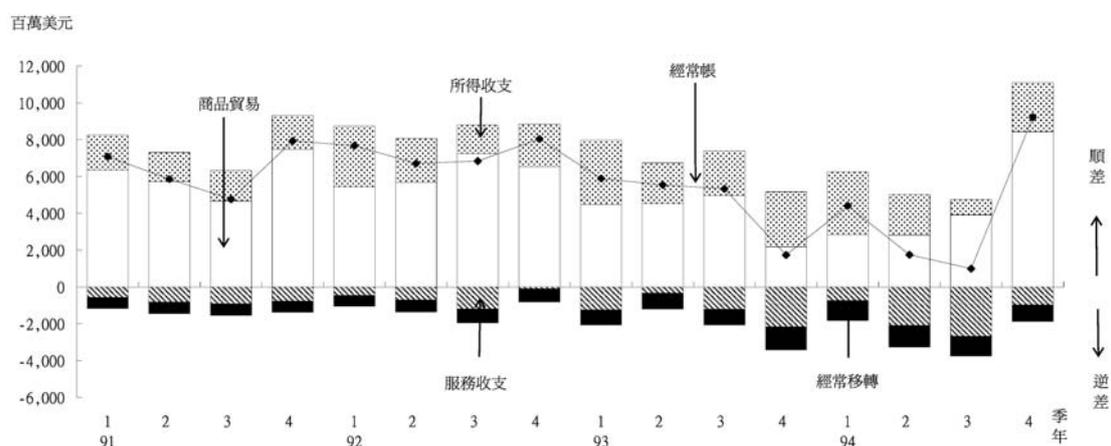
服務方面，本季服務收入亦為歷年單季最高，金額較上年同季增加 1,346 百萬美元，主要係三角貿易淨收入以及金融服務收入增加所致；服務支出亦較上年同季增加 152 百

萬美元，主要係金融服務、租船及航空客運支出增加所致。收支相抵，本季服務逆差較上年同季減少 1,194 百萬美元，而為 971 百萬美元。

所得方面，所得收入較上年同季增加 623 百萬美元，主要係居民股本投資所得收入及國際金融業務分行利息收入增加；所得支出較上年同季大幅增加 945 百萬美元，達 1,950 百萬美元，主要係非居民股本投資所得匯出及國際金融業務分行利息支出增加所致。由於收入增額小於支出增額，致所得淨收入較上年同季減少 322 百萬美元，而為 2,665 百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季 1,265 百萬美元減少為 905 百萬美

圖2 經常帳
(季資料)



元，主要係贍家匯出款減少所致。

本季雖所得順差減少，惟商品貿易順差大幅增加且服務與經常移轉逆差減少，致經常帳（包括商品進出口、服務、所得及經常移轉）順差擴增為9,216百萬美元，為歷年單季最高，較上年同季大幅增加7,484百萬美元或4.32倍（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、非金融性資產交易（如專利權、商譽等無形資產之買賣斷）。本季資本帳因購買無形資產所有權支出增加，致逆差由上年同季11百萬美元增加為55百萬美元。

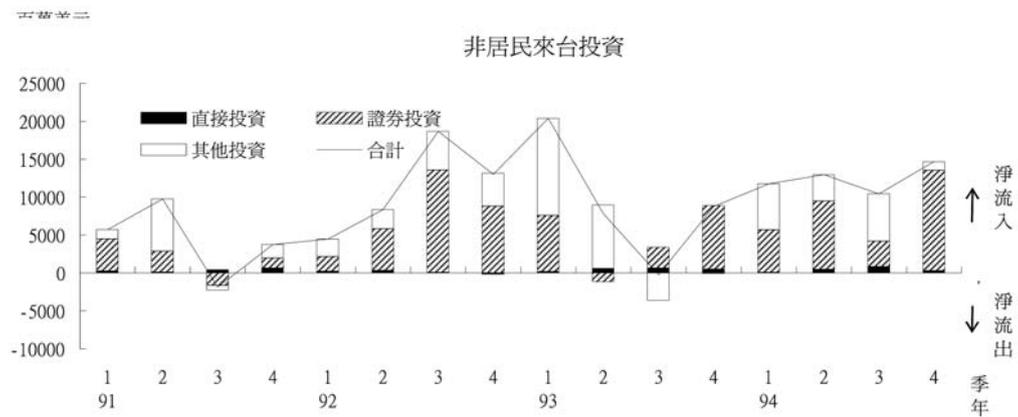
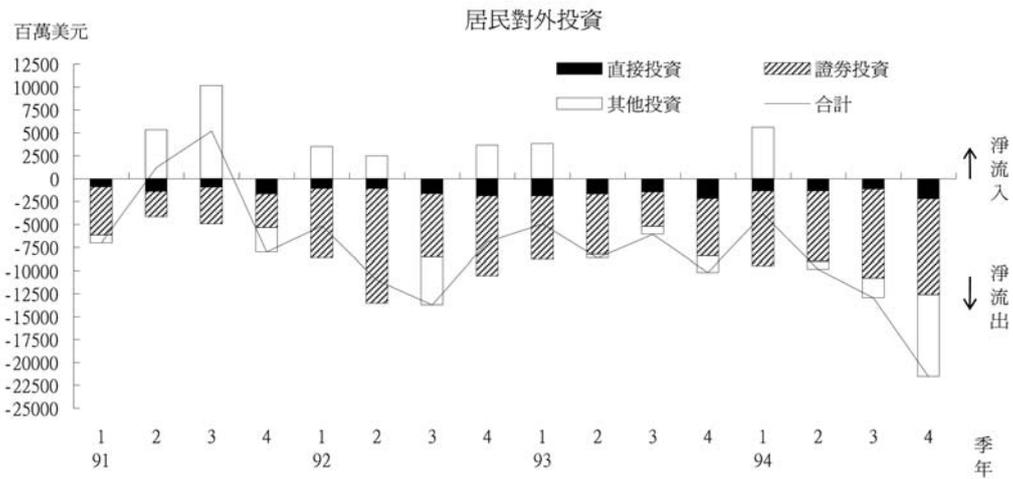
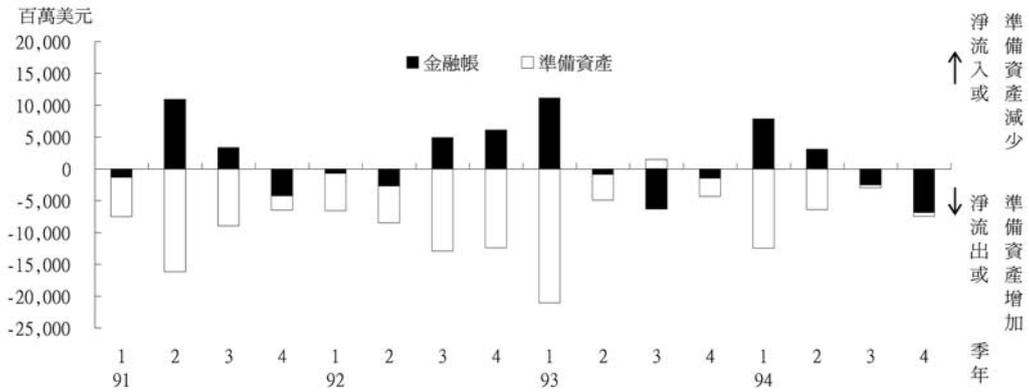
（三）金融帳

本季金融帳呈淨流出6,864百萬美元，其中直接投資呈淨流出1,924百萬美元，居民對

外直接投資2,205百萬美元，較上年同季增加50百萬美元；非居民來台直接投資281百萬美元，較上年同季減少218百萬美元。證券投資淨流入2,856百萬美元，居民對外證券投資淨流出10,410百萬美元，為歷年單季次高（僅次於92年第2季），主要係居民透過銀行特定金錢信託投資國外證券大幅增加，以及保險公司與銀行之國際金融業務分行為提高資金收益，大量匯出資金投資國外證券所致；非居民來台證券投資則呈淨流入13,266百萬美元，亦為歷年單季次高（僅次於92年第3季），其中股權證券創歷年單季最大淨流入，主要係外資鉅額匯入投資國內股市。其他投資為淨流出7,796百萬美元，主要係銀行部門增加對國外同業的拆放，以及減少自國外聯行引進資金所致（詳見圖3）。

圖 3 金融帳

(季資料)



二、經常帳

(一) 商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎計算（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）商品出口計 51,975 百萬美元，續創歷年單季新高，較上年同季增加 6,416 百萬美元或 14.1%。商品進口計 43,548 百萬美元，則為歷年單季次高，較上年同季增加 164 百萬美元或 0.4%；由於出口增額遠大於進口增額，致商品貿易順差由上年同季之 2,175 百萬美元擴增為 8,427 百萬美元，大幅增加 6,252 百萬美元或 2.87 倍（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 52,253 百萬美元，較上年同季增加 6,495 百萬美元或 14.2%；進口（按 C.

I.F. 計價）為 46,398 百萬美元，較上年同季增加 414 百萬美元或 0.9%；本季商品貿易由上年同季之入超 226 百萬美元轉為出超 5,855 百萬美元（詳見表 2）。

以下就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分析出、進口概況。就貿易結構而言，出口方面，農產品較上年同季負成長 12.8%，農產加工品及工業產品分別較上年同季成長 12.7% 及 14.2%。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 79.9%），較上年同季成長 17.6%，為本季出口成長的最主要來源；進口方面，由於國際原油價格攀升，致農工原料進口較上年同季成長 7.3%，消費品進口則成長 13.8%，而資本設備則因機械與精密儀器進口減少而較上

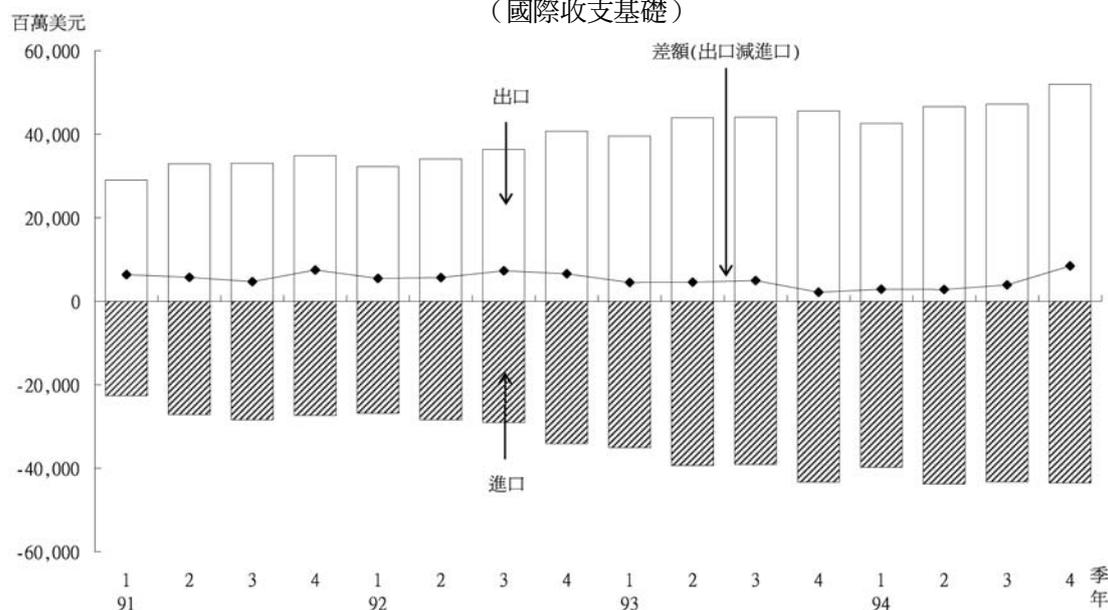
表 2 商品貿易

單位：百萬美元

項 目	(1) 94年 第4季	(2) 93年 第4季	增 減 比 較	
			金 額	%
一、商品出口 (f.o.b.)	51,975	45,559	6,416	14.1
出口毛值 (f.o.b.)*	52,253	45,758	6,495	14.2
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-278	-199	-79	
二、商品進口 (f.o.b.)	43,548	43,384	164	0.4
進口毛值 (c.i.f.)*	46,398	45,984	414	0.9
加或減：時差、類別及範圍 等調整數	-1,649	-1,254	-395	
減：運 保 費	-1,201	-1,346	145	
三、商品貿易順差或逆差	8,427	2,175	6,252	287.4
貿易出超或入超(-)*	5,855	-226	6,081	2,690.7

*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)



年同季負成長 23.0%。就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「電子產品」、「精密儀器」、「化學品」以及「塑膠、橡膠及其製品」等增額較大，四者合計占出口總增額的 85.6%；進口貨品中，則以「電子產品」及「礦產品」（以原油為主）增額較大，二者合計占進口總增額的 7.06 倍。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 3,782 百萬美元或 23.0%，係出口增額最大的國家，其次為對東協六國出口，較上年同季增加 1,242 百萬美元或 20.6%。進口方面，以自東協六國、沙烏地阿拉伯、中國大陸及韓國增加最多，分別較上年同季成長 12.5%、34.4%、9.2%及 11.1%。就主要出口市場比重來看，以中國大陸所占比重最高，達 38.8%，

其次為美國的 14.4%，東協六國及歐洲出口比重分居第三、四位，各為 13.9%與 12.3%。主要進口來源則以日本所占比重最高，達 24.1%，其次為中國大陸的 12.7%，東協六國的 12.4%及歐洲的 11.7%分居第三、四位。

(二) 服務

本季服務收入計 7,287 百萬美元，為歷年單季最高，較上年同季增加 1,346 百萬美元；服務支出計 8,258 百萬美元，為歷年單季次高（僅次於 94 年第 3 季），較上年同季增加 152 百萬美元。收支相抵，本季服務淨支出由上年同季之 2,165 百萬美元大幅減少為 971 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)：

1. 運輸

就運輸而言，可區分為旅客運輸、貨物

表3 服務、所得及經常移轉

單位：百萬美元

	94年第4季			93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	7,287	8,258	-971	5,941	8,106	-2,165	1,346	152
一、運輸服務	1,617	2,194	-577	1,482	2,261	-779	135	-67
二、旅行	1,297	1,931	-634	1,151	2,063	-912	146	-132
三、其他服務	4,373	4,133	240	3,308	3,782	-474	1,065	351
(一)通訊	86	121	-35	75	152	-77	11	-31
(二)營建	34	56	-22	52	152	-100	-18	-96
(三)保險	119	224	-105	65	264	-199	54	-40
(四)金融	538	465	73	243	239	4	295	226
(五)電腦與資訊	23	100	-77	32	73	-41	-9	27
(六)專利權、商標等使用費	49	466	-417	84	419	-335	-35	47
(七)其他事務服務	3,438	2,433	1,005	2,695	2,204	491	743	229
1.三角貿易淨額	2,311	0	2,311	1,632	0	1,632	679	0
2.營運租賃	95	557	-462	77	435	-358	18	122
3.專業技術與雜項	1,032	1,876	-844	986	1,769	-783	46	107
(八)個人、文化與休閒服務	21	54	-33	17	65	-48	4	-11
(九)不包括在其他項目的政府服務	65	214	-149	45	214	-169	20	0
所得	4,615	1,950	2,665	3,992	1,005	2,987	623	945
一、薪資所得	63	116	-53	55	133	-78	8	-17
二、投資所得	4,552	1,834	2,718	3,937	872	3,065	615	962
經常移轉	918	1,823	-905	816	2,081	-1,265	102	-258

運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入計1,617百萬美元，較上年同季增加135百萬美元，主要係國航國際線貨運及航空客運收入增加。運輸支出計2,194百萬美元，較上年同季減少67百萬美元，主要係支付外輪進口貨運費用減少所致。收支相抵，本季運輸淨支出由上年同季之779百萬美元減為577百萬美元。

2. 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1,297百萬美元，較上年同季增加146百萬美元，主要係來台旅行人數及平均每人每日消費金額增加所致。旅行支出計1,931百萬美元，較上年同季減少132

百萬美元，主要係個人旅行支出減少所致。收支相抵後，本季旅行淨支出由上年同季之912百萬美元減少為634百萬美元。

3. 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4,373百萬美元，較上年同季大幅增加1,065百萬美元，主要係三角貿易淨收入及金融服務收入增加所致。其他服務支出計4,133百萬美元，較上年同季增加351百萬美元，主要係金融服務支出、營運租賃及專業技術與雜項支出增加所致。收支相

抵，其他服務由上年同季之淨支出 474 百萬美元轉為淨收入 240 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。本季所得收入及支出均為歷年單季次高，僅次於 94 年第 3 季。收入計 4,615 百萬美元，較上年同季增加 623 百萬美元，主要係居民股本投資所得收入及國際金融業務分行自境外客戶利息收入增加所致；所得支出計 1,950 百萬美元，較上年同季增加 945 百

萬美元，主要係非居民股本投資所得匯出及國際金融業務分行利息支出劇增所致。由於收入增額小於支出增額，收支相抵後本季所得淨收入由上年同季之 2,987 百萬美元減為 2,665 百萬美元。

(四) 經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計 918 百萬美元，較上年同季增加 102 百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計 1,823 百萬美元，較上年同季減少 258 百萬美元，主要係贍家匯出款減少所致。因收入增加、支出減少，本季經常移轉淨支出由上年同季之 1,265 百萬美元減少為 905 百萬美元。

三、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資與其他投資。本季金融帳呈淨流出 6,864 百萬美元(上年同季呈淨流出 1,462 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 1,924 百萬美元。其中，居民對外直接投資呈淨流出 2,205 百萬美元，為歷年單季次高（僅次於 79 年第 2 季），較上年同季增加 2.3%。居民對外投資地區以中國大陸居首，主要投資行業為電子與電器製造業。非居民來台直接投資為 281 百萬美元，較上年同季減少 43.7%。

(二) 證券投資

本季證券投資呈淨流入 2,856 百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

1. 資產方面：

本季居民投資國外證券呈淨流出 10,410 百萬美元，為歷年單季次高（僅次於 92 年第 2 季）。其中股權證券投資淨流出 8,143 百萬美元，主要係居民透過銀行特定金錢信託投資國外證券大幅增加所致；債權證券投資淨流出 2,267 百萬美元，主要係保險公司與銀行之國際金融業務分行為提高資金收益，大量匯出資金投資國外證券。債權證券投資中，債券與票券及衍生性金融商品分別淨流出

表 4 金融帳

單位：百萬美元

	94年第4季			93年第4季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-2,205	281	-1,924	-2,155	499	-1,656	-50	-218
(一)對外直接投資	-2,205	—	-2,205	-2,155	—	-2,155	-50	—
(二)來台直接投資	—	281	281	—	499	499	—	-218
二、證券投資	-10,410	13,266	2,856	-6,256	8,380	2,124	-4,154	4,886
(一)股權證券	-8,143	13,627	5,484	-4,854	7,672	2,818	-3,289	5,955
(二)債權證券	-2,267	-361	-2,628	-1,402	708	-694	-865	-1,069
1.債券與票券	-2,077	-438	-2,515	-795	716	-79	-1,282	-1,154
2.貨幣市場工具	152	-8	144	-72	6	-66	224	-14
3.衍生性金融商品	-342	85	-257	-535	-14	-549	193	99
三、其他投資	-8,915	1,119	-7,796	-1,813	-117	-1,930	-7,102	1,236
(一)貿易信用	-236	259	23	430	-82	348	-666	341
(二)借款	-5,170	376	-4,794	-326	-276	-602	-4,844	652
(三)現金與存款	-2,656	-482	-3,138	502	353	855	-3,158	-835
(四)其他	-853	966	113	-2,419	-112	-2,531	1,566	1,078
合 計	-21,530	14,666	-6,864	-10,224	8,762	-1,462	-11,306	5,904

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。

2,077 及 342 百萬美元，貨幣市場工具為淨流入 152 百萬美元。

2. 負債方面：

本季非居民投資國內證券呈淨流入 13,266 百萬美元，為歷年單季次高（僅次於 92 年第 3 季），其中股權證券投資淨流入 13,627 百萬美元，創歷年單季新高，主要係外資鉅額匯入投資國內股市所致；債權證券投資淨流出 361 百萬美元，其中債券與票券淨流出 438 百萬美元，主要係國內企業贖回其海外可轉換公司債 1,240 百萬美元，加上國外利率走升，國內企業海外可轉換公司債發行金額由上年同季之 1,191 百萬美元降為 781 百萬美元所致；貨幣市場工具淨流出 8 百萬

美元，衍生性金融商品淨流入 85 百萬美元。

(三) 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出 7,796 百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

1. 資產方面：

居民對外其他投資呈淨流出 8,915 百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用呈淨流出 236 百萬美元；放款呈淨流出 5,170 百萬美元，主要係銀行部門增加對國外同業的拆放所致；現金與存款為淨流出 2,656 百萬美元，主要為民間部門存放國外銀行；其他資產呈淨流出 853 百萬美元。

2. 負債方面: 行為增加外匯存底收益，增加附買回有價證券交易；現金與存款呈淨流出 482 百萬美元，主要係銀行部門減少自國外聯行引進資金所致；其他負債呈淨流入 966 百萬美元。

非居民對本國其他投資呈淨流入 1,119 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 259 百萬美元；借款呈淨流入 376 百萬美元，主要係中央銀

四、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 630 百萬美元。

貨幣與信用

94年第4季貨幣總計數M2年增率平均為6.35%，較上季之6.46%下降0.11個百分點。10月，M2年增率由上月之6.35%下降至6.28%，主因外資及國人資金呈淨匯出所致。11月，受銀行放款與投資成長減緩影響，年增率再降至6.14%。12月，M2年增率轉升為6.64%，主因股市交投熱絡及外資淨匯入明顯增加所致。95年1月，M2年增率續升至7.20%，主要因本月適逢農曆春節期間，通貨發行顯著增加，以及銀行放款與投資持續成長所致。若調整農曆春節因素，則95年1月日平均貨幣總計數M2年增率為6.91%。M1B

年增率，本季呈先降後升走勢，由9月之6.31%降至10月之5.39%，11月回升為5.44%，12月再升至6.56%，95年1月適逢農曆春節，加以銀行放款與投資持續成長，M1B年增率續升為8.39%。至於銀行放款與投資，受銀行對政府部門債權減少影響，放款與投資年增率由9月底之8.25%降為10月底之8.13%；11月及12月，雖放款與投資餘額續呈增加，惟因增額較上年同月為少，致年底年增率降為7.69%；95年1月由於銀行對政府債權明顯增加，加上銀行配合財務會計準則34號公報實施，證券投資改以公平價

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				
92	11.28	11.82	3.77	5.28	5.52	2.84	3.67
93	21.10	18.98	7.45	11.38	6.94	8.64	11.59
94	7.65	7.10	6.22	7.84	6.25	7.69	9.24
94/1	7.83	9.04	6.20	1.34	5.92	8.22	11.28
2	12.91	10.06	6.49	14.74	5.37	8.15	10.45
3	10.36	8.24	5.95	7.74	4.95	7.88	9.87
4	7.60	6.10	5.57	6.83	4.76	7.19	9.31
5	6.11	5.91	5.64	7.10	4.79	7.10	8.96
6	6.26	7.15	6.34	9.17	6.28	7.96	9.48
7	7.03	7.68	6.51	8.78	5.93	7.29	8.87
8	7.76	7.59	6.52	8.77	6.10	7.42	9.16
9	7.07	6.31	6.35	7.57	6.33	8.25	9.50
10	6.56	5.39	6.28	8.38	5.63	8.13	9.91
11	5.96	5.44	6.14	7.59	6.09	7.93	9.56
12	6.67	6.56	6.64	6.32	6.25	7.69	9.24
95/1	9.89	8.39	7.20	12.42	5.79	8.76	9.99

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期底資料。放款與投資配合財務會計準則34號公報實施，自95年1月資料起，「證券投資」由原始取得成本改以公平價值為準。

值列帳，使其餘額增加，月底年增率轉呈上升為 8.76%，若剔除公平價值變動因素，則放款與投資年增率為 8.30%。銀行業存、放款利率方面，受本行 9 月 16 日及 12 月 23 日調升貼放利率影響，本季主要銀行存款牌告利率與放款基準利率均呈上升趨勢。五大銀行（台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀）一年期存款固定利率，由第 3 季底之 1.89% 上升至本季底之 1.99%，至 95 年 1 月底則維持在 1.99%。五大銀行放款基準利率，由上季底之 3.762% 上升至本季底之 3.845%，95 年 1

月底再上升至 3.866%。此外，新承做放款加權平均利率方面，受銀行業調升基準利率影響，加權平均利率自 9 月份的 2.267% 上升至 10 月份的 2.311%，11 月份因銀行低利承作公營事業週轉金放款而下跌，12 月份以後小幅上揚至 95 年 1 月之 2.294%。若不含新承做的國庫借款，新承做放款加權平均利率除 11 月小幅回跌以外，10 月以來呈現明顯上升趨勢，自 9 月之 2.267% 上升至 95 年 1 月之 2.428%。

一、準備貨幣年增率先升後降

本季日平均準備貨幣年增率，呈現先升後降走勢，由 9 月之 7.57%，上升至 10 月之 8.38%，11 月轉降為 7.59%，12 月續降至 6.32%，累計 94 年第 4 季日平均準備貨幣平均年增率為 7.43%，較本年第 3 季之 8.37% 下降 0.94 個百分點，95 年 1 月日平均準備貨幣年增率較上月明顯上升為 12.42%，主因 95 年農曆春節落在 1 月，94 年落在 2 月所致。若調整農曆春節因素，則 1 月日平均準備貨幣年增率為 7.81%。就準備貨幣變動來源分析，10 月，雖有央行陸續發行定期存單、財政部發行公債及稅款繳庫等緊縮因素，惟因財政部向銀行借款到期，加上省債還本付息及公債付息，致使日平均準備貨幣較上月轉呈增加。11 月，本月雖有財政部國庫券到期及公債還本付息等寬鬆因素，惟因央行陸續發行

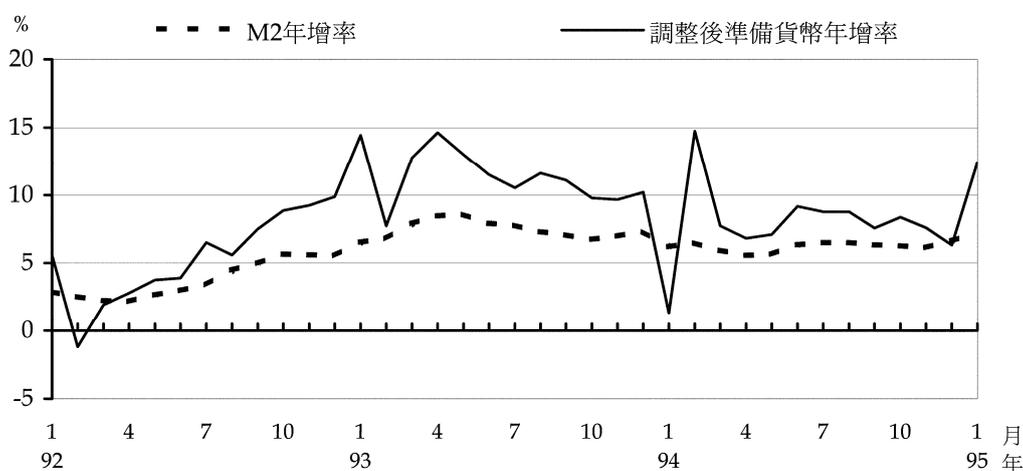
定期存單、財政部向銀行借款及稅款繳庫，致使日平均準備貨幣較上月略減。12 月，本月雖有財政部發行公債、國庫券及向銀行借款，央行陸續收受金融機構轉存款，以及稅款繳庫等緊縮因素，惟因央行定期存單陸續到期，公債付息，加上央行準備金乙戶息、退除役官兵俸及省市補助款陸續釋出，致使日平均準備貨幣較上月轉呈增加。95 年 1 月，雖有財政部發行公債及向銀行借款，央行陸續收受金融機構轉存款，以及稅款繳庫等緊縮因素，惟因央行國外資產增加，央行定期存單陸續到期，公債還本付息，加上財政部陸續發放公務人員年終獎金及地方補助款等，致使日平均準備貨幣較上月續呈增加。

二、貨幣總計數 M2 年增率先降後升

本年第 4 季貨幣總計數 M2 年增率平均為 6.35%，較上季之 6.46% 下降 0.11 個百分點。10 月，M2 年增率較上月下降至 6.28%，主因外資及國人資金呈淨匯出所致。11 月，受銀行放款與投資成長減緩影響，年增率再降至 6.14%。12 月，M2 年增率轉升為 6.64%，主因股市交投熱絡及外資淨匯入明顯增加所致。95 年 1 月，M2 年增率續升至 7.20%，主要因本月適逢農曆春節期間，通貨發行顯著增加，以及銀行放款與投資持續成長所致。若調整農曆春節因素，則 95 年 1 月

日平均貨幣總計數 M2 年增率為 6.91%。至於狹義貨幣總計數 M1B，呈先降後升走勢；10 月，由 9 月之 6.31% 續降為 5.39%。11 月，因股市交投較上月活絡，轉升至 5.44%；12 月，M1B 年增率復升為 6.56%，主因股市交投續呈活絡及外資淨匯入明顯增加所致。95 年 1 月，適逢農曆春節期間，通貨發行顯著增加，銀行放款與投資持續成長，M1B 年增率再上升至 8.39%。若調整農曆春節因素，則 95 年 1 月日平均貨幣總計數 M1B 年增率為 7.48%。

各類貨幣總計數年增率



三、活期性存款年增率逐月上升

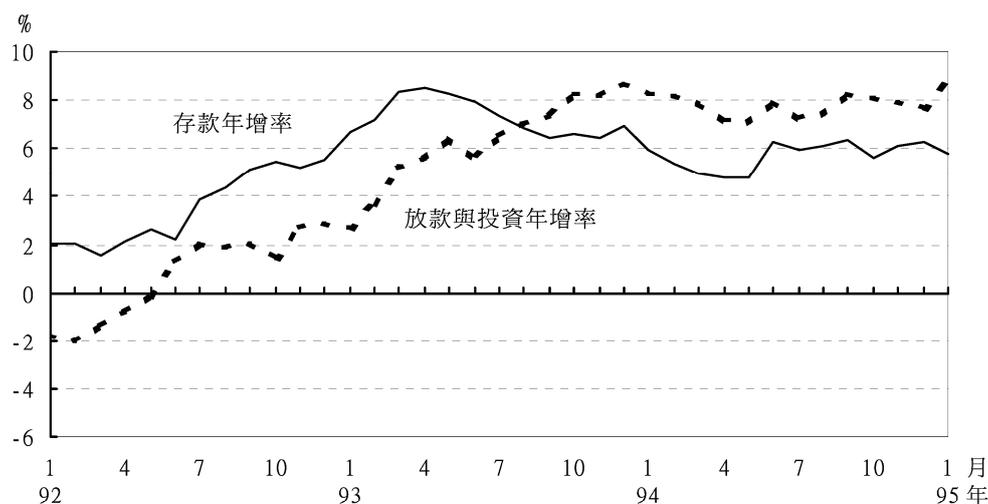
本季主要金融機構存款年增率由上季底之 6.33% 先降至 10 月之 5.63%，再逐月升至本季底之 6.25%，至 95 年 1 月底則降為

5.79%。就各類存款觀察，活期性存款方面，10 月，外資及國人資金呈淨匯出，致月底年增率由 9 月底之 5.07% 降為 4.10%；11 月，

受股市交投轉趨活絡，證券劃撥交割帳戶餘額增加影響，年增率轉升至 11 月底之 5.92%；12 月，由於外資淨匯入明顯增加，以及股市交投熱絡，月底年增率續升為 6.61%；至 95 年 1 月底，因農曆春節屆至，民眾通貨需求殷切而紛紛提領現金，月底年增率降為 4.81%。定期性存款方面，10 至 11 月，受上年度比較基期較高及銀行放款與投資成長減緩影響，月底年增率由 9 月底之 6.89% 降至 11 月之 6.47%；12 月，外資雖持續呈淨匯入，惟受上年度比較基期較高影

響，月底年增率續降至 6.42%；及至 95 年 1 月，銀行放款與投資成長，月底年增率轉升為 7.01%。政府存款方面，本季度年增率由上季底之 6.01% 降為 0.73%，至 95 年 1 月底再降為 -8.61%。比重方面，本季度活期性存款占存款總數之比重由上季底之 28.12% 升為 28.90%；定期性存款所占比重則由上季底之 67.71% 降為本季度之 67.33%；政府存款所占比重則由上季底之 4.17% 降為本季度之 3.77%。95 年 1 月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為 28.14%、68.54% 及 3.32%。

主要金融機構存款及放款與投資年增率



四、銀行放款與投資年增率轉趨下降

本季度主要金融機構放款與投資餘額較上季底增加 4,500 億元，其中放款增加 4,098 億元，投資增加 402 億元，年增率則由上季底之 8.25% 逐月降至本季度之 7.69%。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打銷呆帳金額，以及直接金融，本季度全體非金融部門取得資金總額年增率則由上季底之 7.43% 下降為

6.96%。受銀行對政府部門債權減少影響，放款與投資年增率由本年 9 月底之 8.25% 降為 10 月底之 8.13%；11 月，雖放款與投資餘額續呈增加，惟因增額較上年同月為少，致月底年增率降為 7.93%；12 月，在銀行對民間部門債權增額較上年同月為少下，月底年增率再降至 7.69%；95 年 1 月由於銀行對政府債權明顯增加，加上銀行為配合財務會計準則 34 號公報實施，證券投資改以公平價值列帳，使其餘額增加，月底年增率轉呈上升為 8.76%，若剔除公平價值變動因素，則放款與投資年增率為 8.30%，亦較上月上升。就放款與投資之對象別觀察，本季度除對公營事業債權年增率較上季底上升外，對政府債權及民間部門債權年增率均較上季底下降；95 年 1 月底，除對公營事業年增率下降，對政府債權及對民間部門年增率則均呈上升。比

重方面，本季度對政府債權比重由上季底之 15.64% 下降為 15.33%；而對公營事業債權比重則由上季底之 3.38% 上升至 3.42%；對民間部門債權之比重亦由上季底之 80.98% 上升為 81.25%。95 年 1 月底對政府、公營事業及民間部門債權之比重分別為 15.86%、3.39% 及 80.75%。

在本國一般銀行對民營企業放款行業別方面，本季度放款總餘額較上季底增加 1,985 億元，其中，主要以對製造業放款增加 841 億元為最多，其次為對服務業放款增加 822 億元、對運輸、倉儲及通信業放款增加 240 億元；1 月底放款總餘額減少 662 億元。就各業別比重而言，12 月底以對製造業放款之 46.63% 為最高，其次為服務業之 21.85%，批發及零售業之 15.10% 居第三，至於對營造業放款之比重則轉呈下降為 5.80%。

全體貨幣機構與中華郵政公司放款與投資年增率

單位：%

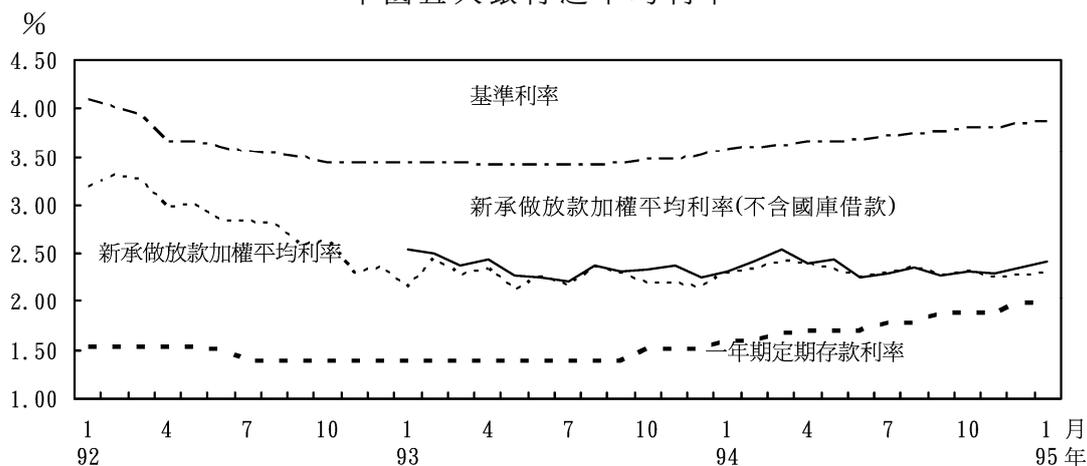
年/月底	放款與投資	單位：%		
		對政府債權	對公營事業債權	對民間部門債權
92/ 12	2.84	1.47	-8.42	3.67
93/ 12	8.64	-3.75	10.69	11.59
94/ 12	7.69	-2.16	21.50	9.24
94/ 1	8.22	-4.09	8.50	11.28
2	8.15	-2.16	14.64	10.45
3	7.88	-0.72	10.10	9.87
4	7.19	-2.35	12.07	9.31
5	7.10	-1.64	11.70	8.96
6	7.96	0.42	11.55	9.48
7	7.29	-0.11	8.47	8.87
8	7.42	-0.77	8.03	9.16
9	8.25	0.26	19.63	9.50
10	8.13	-2.43	20.32	9.91
11	7.93	-2.28	21.94	9.56
12	7.69	-2.16	21.50	9.24
95/ 1	8.76	0.79	21.33	9.99

五、銀行業利率上升

受本行 9 月 16 日及 12 月 23 日調升貼放利率影響，本季主要銀行存款牌告利率與放款基準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，由上季底之 1.89% 上升至本季底之 1.99%，至 95 年 1 月底則維持在 1.99%。五大銀行放款基準利率，由上季底之 3.762% 上升至本季底之 3.845%，95 年 1 月底再攀升

至 3.866%。放款平均利率方面，受銀行業調升基準利率影響，新承做放款平均利率自 9 月之 2.267% 上升至 10 月之 2.311%，惟 11 月份因銀行低利承作公民營事業週轉金放款而下跌，12 月份以後小幅上揚至 95 年 1 月之 2.294%；若不含新承做的國庫借款，新承做放款加權平均利率除 11 月小幅回跌以外，10 月以來呈現明顯上升趨勢，自 9 月之 2.267% 上升至 95 年 1 月之 2.428%。

本國五大銀行之平均利率*



註：*五大銀行指台銀、合庫銀、一銀、華銀及彰銀等。

六、退票張數比率上升，退票金額比率下降

本季存款不足退票張數比率呈上升走勢，由 9 月之 0.39% 升至 12 月之 0.48%，95 年 1 月轉降為 0.41%。退票金額比率則呈走降，由 9 月之 0.68% 降至 12 月之 0.61%，95

年 1 月續降為 0.54%。累計本季毛退票張數比率平均為 0.45%，較上季增加 0.05 個百分點；毛退票金額比率本季平均為 0.62%，亦較上季增加 0.02 個百分點。10 月由於上市上

毛退票率及本國銀行逾放比率

單位：%

年／月	依退票張數計算	依退票金額計算
92	0.47	0.50
93	0.39	0.54
94	0.40	0.58
94/1	0.35	0.51
2	0.36	0.51
3	0.38	0.59
4	0.41	0.52
5	0.38	0.59
6	0.41	0.57
7	0.42	0.52
8	0.39	0.60
9	0.39	0.68
10	0.43	0.64
11	0.43	0.61
12	0.48	0.61
95/1	0.41	0.54

註：退票率為年或月資料。

櫃公司發放之股息票據大幅減少，以致毛退票張數比率較上月增加 0.04 個百分點，為 0.43%；毛退票金額比率則下降 0.04 個百分點，為 0.64%，主因大戶退票金額較上月減少 17.3 億元所致。11 月，毛退票張數比率為 0.43%，與上月持平；毛退票金額比率則略降 0.03 個百分點為 0.61%，主因 11 月份股票集中市場加權股價指數呈現漲勢，週轉率提高，有助於提升企業及個人資金調度能力所致。12 月，較上月減少 1 個月底票據交換高峰日，毛退票張數比率較上月增加 0.05 個百分點為 0.48%，除逢年關前季節性偏高因素

外，經通報拒絕往來之支票存款戶尚流通在外之遠期支票，在 6 個月後再發生退票者，於本月份高達 4,144 張，亦是原因之一，如扣除上述拒往戶之退票張數，估算調整本月退票張數比率為 0.44%。毛退票金額比率為 0.61%，與上月持平。95 年 1 月，雖上月減少 2 個營業日及增加 1 個月底票據交換高峰日，惟因造成上月退票比率偏高因素均已消失，毛退票張數比率與毛退票金額比率雙雙下降 0.07 個百分點，分為 0.41% 與 0.54%，約與 94 年全年平均水準相當。

金融市場

一、貨幣市場

94年第四季以來，在美國、歐元區及多數亞洲國家經濟轉佳的帶動下，全球景氣溫和回升；我國對外貿易在美、歐經濟轉強及全球電子業復甦影響下，出口恢復快速擴張，國內經濟穩步成長。受到外貿出超回升及外資加碼台股之下，外資持續匯入，國內資金仍顯寬鬆。94年10月至12月，存款貨幣機構及中華郵政公司儲匯處日平均淨超額準備平均約32億元，95年1月因年關資金需求則增為149億元。受到本行自93年10月迄94年12月六度升息共計0.875個百分點的引導，金融業隔夜拆款平均利率持續微幅上升，由94年1月之1.20%升至95年1月為1.45%。

以下分別就94年10月至95年1月資金情勢、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，10月雖有財政部向銀行借款到期，加上省債還本付息及公債付息等寬鬆因素，惟因央行陸續發行定期存單、財政部發行公債及稅款繳庫等緊縮因素，致使日平均淨超額準備減為24億元；11月央行陸續發行定期存單、財政部向銀行借款及稅款繳庫等緊縮因素，惟因財政部國庫

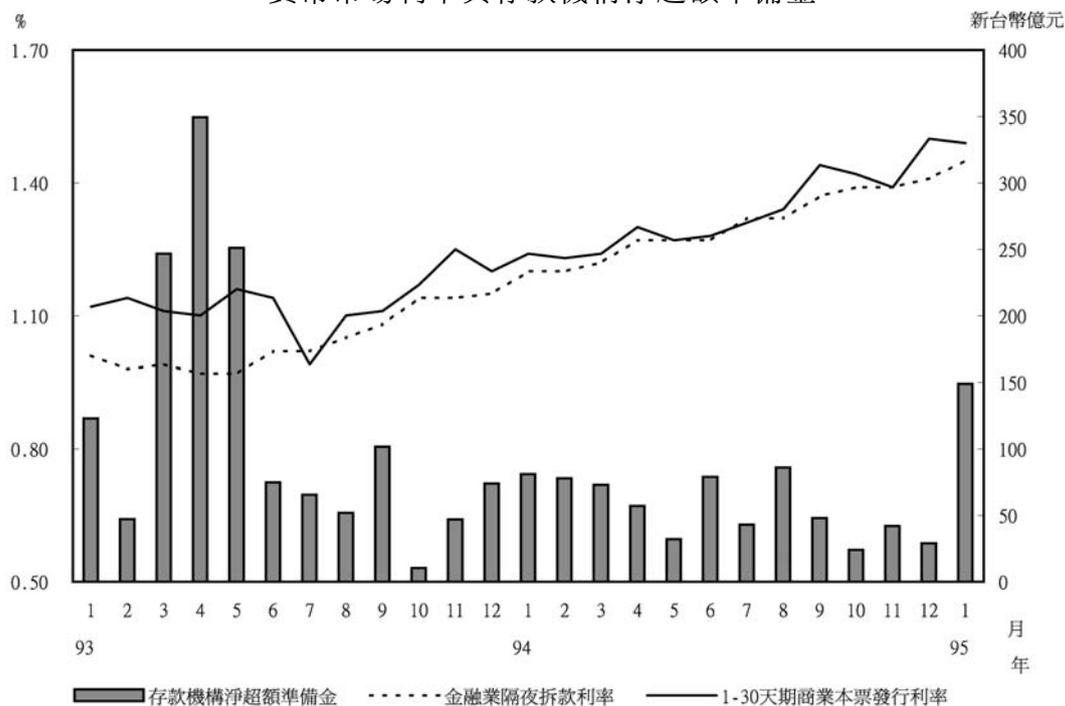
券到期及公債還本付息等，致日平均淨超額準備增為42億元；12月雖有央行定期存單陸續到期，公債付息，及退除役官兵俸與省市補助款陸續釋出，惟因財政部發行公債、國庫券及向銀行借款，央行陸續收受金融機構轉存款，以及稅款繳庫等緊縮因素，致使日平均淨超額準備減為29億元；95年1月雖有財政部發行公債及向銀行借款，央行陸續收受金融機構轉存款，以及稅款繳庫等緊縮因素，惟因央行國外資產增加，央行定期存單陸續到期，公債還本付息，加上財政部陸續發放公務人員年終獎金及農曆年關資金需求等，致使日平均淨超額準備增為149億元。

(二) 利率走勢

本行於94年12月底繼9月升息之後，再度升息半碼，為93年第四季以來第六度調升利率，共計0.875個百分點，受到本行升息帶動，金融業隔夜拆款平均利率上年以來持續微幅上揚，自94年1月之1.20%升至95年1月之1.45%水準。票券市場利率同步走高，同期間1-30天期商業本票發行利率由1.24%升至1.49%，商業本票次級市場利率亦呈上升趨勢。

(三) 票券流通餘額

貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金



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
93 1	1.008	1.12	1.34	1.36	0.89	0.96	1.12	1.03	--	1.08
93 2	0.984	1.14	1.14	1.38	0.86	0.91	0.97	1.04	--	1.08
93 3	0.991	1.11	1.15	1.37	0.90	0.94	1.14	1.03	--	1.08
93 4	0.972	1.10	1.20	1.26	0.88	0.92	1.08	1.02	--	1.08
93 5	0.967	1.16	1.21	1.39	0.87	0.92	1.01	1.00	--	1.08
93 6	1.018	1.14	1.13	1.48	0.93	0.96	1.11	1.03	--	1.08
93 7	1.024	0.99	1.17	1.21	0.93	0.96	0.98	1.03	--	1.08
93 8	1.048	1.10	1.19	1.33	0.95	0.98	1.01	1.04	--	1.08
93 9	1.084	1.11	1.27	1.41	1.01	1.03	1.08	1.06	1.06	1.08
93 10	1.142	1.17	1.27	1.39	1.07	1.11	1.17	1.15	1.17	1.20
93 11	1.141	1.25	1.32	1.47	1.08	1.10	1.17	1.15	1.17	1.20
93 12	1.149	1.20	1.33	1.38	1.08	1.12	1.21	1.15	1.19	1.21
94 1	1.202	1.24	1.35	1.41	1.12	1.18	1.28	1.21	1.24	1.28
94 2	1.203	1.23	1.39	1.42	1.12	1.19	1.18	1.21	1.24	1.28
94 3	1.221	1.24	1.35	1.51	1.14	1.18	1.24	1.21	1.29	1.34
94 4	1.267	1.30	1.39	1.49	1.19	1.21	1.42	1.27	1.31	1.36
94 5	1.266	1.27	1.40	1.55	1.21	1.21	1.28	1.27	1.31	1.36
94 6	1.265	1.28	1.36	1.54	1.24	1.23	1.29	1.27	1.31	1.36
94 7	1.324	1.31	1.37	1.59	1.26	1.27	1.44	1.33	1.38	1.44
94 8	1.324	1.34	1.41	1.57	1.27	1.30	1.37	1.33	1.38	1.44
94 9	1.365	1.44	1.48	1.70	1.31	1.34	1.42	1.34	1.44	1.51
94 10	1.388	1.42	1.48	1.67	1.35	1.36	1.46	1.39	1.45	1.52
94 11	1.387	1.39	1.53	1.68	1.35	1.39	1.46	1.39	1.45	1.52
94 12	1.406	1.50	1.60	1.63	1.38	1.40	1.51	1.40	1.50	1.60
95 1	1.446	1.49	1.64	1.70	1.41	1.43	1.47	1.45	1.52	1.60

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
93 1	4,986	4,662	12,268	0	0	600	4,349	3,887	8,551	25	24	69	612	751	3,048
2	6,146	5,755	12,659	0	0	600	5,629	5,135	9,045	28	26	71	489	594	2,943
3	6,988	6,969	12,678	0	0	600	6,066	6,106	9,005	28	32	67	894	831	3,006
4	5,542	5,512	12,709	0	0	600	4,753	4,747	9,011	29	27	70	760	738	3,028
5	5,263	5,596	12,377	250	300	550	4,282	4,658	8,636	28	28	70	703	610	3,121
6	5,598	5,490	12,485	0	0	550	4,578	4,804	8,410	30	28	72	990	658	3,453
7	5,228	5,216	12,497	0	0	550	4,340	4,392	8,358	31	29	74	857	795	3,515
8	5,688	5,527	12,659	250	0	800	4,392	4,564	8,186	29	33	71	1,017	930	3,602
9	5,742	6,010	12,391	200	300	700	4,600	4,748	8,038	33	30	74	909	932	3,580
10	5,595	5,507	12,479	159	0	859	4,408	4,431	8,014	26	25	76	1,002	1,051	3,531
11	5,945	5,616	12,808	250	0	1,109	4,432	4,561	7,884	31	33	74	1,232	1,021	3,742
12	6,165	5,809	13,164	200	0	1,309	4,599	4,728	7,755	31	29	76	1,335	1,052	4,024
94 1	6,151	6,252	13,064	0	0	1,309	4,980	4,937	7,799	25	30	70	1,146	1,284	3,886
2	4,340	4,097	13,307	0	0	1,309	3,590	3,498	7,891	18	19	70	732	580	4,038
3	6,701	7,427	12,582	200	200	1,309	5,424	5,585	7,730	30	34	66	1,048	1,608	3,478
4	6,046	6,167	12,460	250	159	1,400	4,634	4,760	7,604	22	22	67	1,139	1,227	3,390
5	6,252	6,298	12,415	250	250	1,400	4,536	4,729	7,410	24	26	65	1,440	1,292	3,540
6	5,866	5,825	12,455	0	200	1,200	4,733	4,828	7,315	24	25	64	1,108	772	3,876
7	6,395	6,459	12,392	0	250	950	5,060	4,783	7,592	24	19	69	1,312	1,407	3,781
8	5,777	6,345	11,823	0	250	700	4,816	4,817	7,592	26	27	68	935	1,252	3,464
9	6,124	6,405	11,543	0	200	500	5,056	5,254	7,394	29	27	70	1,040	924	3,580
10	5,564	5,570	11,537	0	0	500	4,525	4,605	7,313	25	26	69	1,014	939	3,655
11	5,485	5,883	11,139	250	500	250	4,351	4,443	7,220	30	28	71	855	912	3,598
12	6,508	5,967	11,681	200	0	450	5,201	4,952	7,470	33	27	77	1,074	987	3,685
95 1	6,386	5,496	12,571	0	0	450	5,007	4,616	7,861	26	27	75	1,353	853	4,185

95 年 1 月底票券流通餘額合計為 1 兆 1,257 億元，較 94 年 9 月底增加 1,028 億元，其中，可轉讓定存單增加 605 億元，商業本票增加 467 億元，其他則變動不大。

二、債券市場

本年第四季債券發行市場，中央政府公債方面，為因應國庫年關資金調度及中央政府債務基金財務運作需要，共發行 950 億元公債。地方政府公債方面，由高雄市政府發行 90 億元公債，主要是為償還銀行到期借款。公司債方面，由於債券型基金面臨分流政策影響，投信補券需求大幅降低，復以公司債利率在央行升息效應影響下有緩步走升跡象，亦影響企業發債籌資意願，以致公司債發行量明顯較上一季縮減。金融債券方面，本季發行情況比上一季雖有起色，但相較上半年發行情況則仍顯冷清，因近來銀行體系資金持續寬鬆，加上銀行放款成長趨緩，大多數銀行並無發債籌資需求。資產證券化方面，主要是投信公司為處理結構債問題，將手上結構債出售，由買家發行債券債權受益憑證(CBO)和資產擔保商業本票受益憑證(ABCP)，使得本季資產證券化受益證券發

行金額創歷史新高。債券流通市場部分，本季雖受美債殖利率走高及個人債券附買回利息採分離課稅的不利影響，但市場資金充沛，在公債籌碼需求大於供給下，各期別公債殖利率呈先升後降走勢。以下就發行市場與流通市場分別加以說明。

(一) 發行市場

1. 中央政府公債

(1)10月4日財政部委託本行標售94-6期5年期增額可分割公債300億元，最高得標利

率為1.76%，比今年7月標售同期可分割公債利率下滑0.078個百分點，因可分割公債制度將於11月初正式上路交易，投資人買任一期可分割公債拆出來的分割債，除可享受收益10%分離課稅優惠外，且可分割公債間因到期日及票面利率相同而具可替代性，增加市場流動性，因此帶動本期得標利率走低。若依得標行業別觀察，得標比重以銀行業占44.06%最高，主要因銀行資金充裕可藉標購分割公債來銷售以增加投資收益，其餘是票

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
92	9,885	44,898	4,548	25,036	0	849	2,790	11,769	1,827	5,412	270	247	450	1,585
93	10,193	49,663	4,650	27,292	420	1,234	2,314	12,156	2,183	7,091	521	625	105	1,265
94	9,870	54,636	4,450	30,131	240	1,292	2,041	11,919	1,312	8,112	1,827	2,142	0	1,040
93/ 7	1,084	48,027	350	26,481	190	1,188	352	12,263	192	6,275	0	385	0	1,435
8	734	48,459	300	26,780	0	1,188	180	12,229	155	6,410	99	467	0	1,385
9	633	48,868	350	27,129	0	1,179	96	12,176	136	6,495	51	504	0	1,385
10	670	49,434	350	27,479	0	1,179	90	12,179	230	6,722	0	490	0	1,385
11	549	48,842	350	26,946	0	1,155	82	12,181	99	6,776	18	489	0	1,295
12	974	49,663	350	27,292	80	1,234	51	12,156	330	7,091	163	625	0	1,265
94/ 1	1,134	50,188	800	27,688	50	1,284	36	12,094	163	7,230	85	687	0	1,205
2	371	50,467	300	27,985	0	1,284	2	12,042	55	7,272	14	679	0	1,205
3	654	50,635	400	28,083	0	1,264	119	12,073	67	7,309	68	721	0	1,185
4	571	51,050	300	28,383	0	1,264	199	12,168	63	7,359	9	701	0	1,175
5	604	51,022	300	28,382	0	1,264	59	12,013	137	7,427	108	761	0	1,175
6	1,075	51,843	400	28,781	0	1,215	263	12,112	374	7,787	38	773	0	1,175
7	575	51,947	300	29,080	0	1,215	222	11,969	45	7,825	8	758	0	1,100
8	722	52,367	300	29,380	100	1,315	209	11,905	30	7,843	83	824	0	1,100
9	1,128	53,019	400	29,479	0	1,315	428	12,176	0	7,842	300	1,107	0	1,100
10	758	53,429	300	29,779	0	1,305	93	12,072	74	7,851	291	1,382	0	1,040
11	602	53,343	300	29,781	0	1,202	51	11,882	145	7,979	106	1,459	0	1,040
12	1,676	54,636	350	30,131	90	1,292	360	11,919	159	8,112	717	2,142	0	1,040
95/ 1	514	54,456	400	29,984	0	1,292	67	11,933	37	8,142	10	2,135	0	970

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」。

券業和證券業，亦想藉標債來分割而積極參與投標，得標比重分別為 30% 及 25.94%。

(2) 11 月 11 日財政部委託本行標售 94-8 期 15 年期公債 300 億元，由於 15 年期公債屬於冷門券，對債市行情波動影響不大，但因預期本行年底將調高利率及受近來美債殖利率走高影響，市場觀望氣氛濃厚，投標倍數自 5 月 10 日標售 94-5 期 15 年期公債的 2.39 倍下滑至 1.61 倍，最高得標利率為 2.014%，雖略高於市場預期，也創下 15 年期公債標售利率新低水準。就得標行業別觀察，得標最多的仍是銀行業，比重達 52.36%，顯示銀行資金依然寬鬆，主要為消化資金壓力所致；其次是票券業及證券業分別為 20.50% 及 20.47%；至於長券主要買盤的壽險業得標比重僅占 6.67%。

(3) 12 月 23 日財政部委託本行標售 94-7 期 10 年期增額公債 350 億元，由於受本月稅法修正債券附條件買賣採「融資說」利息所得分離課稅 10% 影響，最高得標利率為 1.85%，比 9 月發行的 94-7 期公債得標利率 1.738%，高出 11.2 個基本點。若就得標行業別觀察，10 年期指標公債得標者主要是證券商和票券商，得標比重達六成四，分別為 36.26% 及 31.13%；銀行業為 35.08%，顯示多方交易商有意利用籌碼面優勢在未來發動另一波多頭行情；壽險業僅占 0.53%。

2. 地方政府公債

高雄市政府為強化市政財政綜效，於 12

月 18 日以折價方式發行 5 年期 94-2 期零息公債 90 億元，其中 85 億元由 27 家金融機構參與競標，最後結果由 10 家金融機構得標，決標年利率為 1.95%，其餘 5 億元則提供給小額投資人依上述競標價格認購。

3. 公司債

本季以來，由於債券型基金面臨分流政策影響，基金規模大幅滑落，加上金管會為強化企業風險管理，明確要求新發行公司債不得分券，影響所及，投信補券需求大幅降低，復以公司債利率在央行升息效應影響下有緩步走升跡象，亦影響企業發債籌資意願，以致公司債發行量明顯較上一季縮減。

累計本季公司債發行總額為 504 億元，較上一季減少 355 億元，其中無擔保公司債發行 467 億元或占 92.66%，有擔保公司債僅為 37 億元或占 7.34%。若就可轉換公司債 (convertible bond) 觀察，包括有擔保及無擔保，本季共發行 38 億元，占公司債發行總額的 7.54%。若就公司債發行平均利率觀察，5 年期有擔保公司債及無擔保公司債分別為 1.9200% 及 2.0055%，7 年期及 10 年期無擔保公司債則分別為 2.3573% 及 2.4700%。其次，再就發行業別觀察，主要為發電、金融控股、石化、資訊半導體及水泥等行業。及至 95 年 1 月，公司債發行並不活絡，金額為 67 億元，主要發行行業為航空運輸、光電科技及投資等業別。

4. 金融債券

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 (%)
92	2,036,240	1,265,708	62.2	770,532	37.8
93	2,059,252	1,234,456	59.9	824,796	40.1
94	3,113,867	2,221,745	71.4	892,122	28.6
93/ 7	207,727	128,217	61.7	79,510	38.3
8	172,196	99,472	57.8	72,724	42.2
9	161,990	88,589	54.7	73,401	45.3
10	185,694	117,436	63.2	68,258	36.8
11	205,707	134,803	65.5	70,904	34.5
12	211,218	131,825	62.4	79,393	37.6
94/ 1	235,568	159,686	67.8	75,882	32.2
2	130,230	82,964	63.7	47,266	36.3
3	218,204	140,314	64.3	77,890	35.7
4	231,429	160,945	69.5	70,484	30.5
5	290,066	210,486	72.6	79,580	27.4
6	242,326	160,537	66.2	81,789	33.8
7	311,531	237,430	76.2	74,101	23.8
8	342,916	266,860	77.8	76,056	22.2
9	284,740	205,396	72.1	79,344	27.9
10	337,146	266,391	79.0	70,755	21.0
11	271,621	196,229	72.2	75,392	27.8
12	218,090	134,507	61.7	83,583	38.3
95/ 1	267,255	189,307	70.8	77,948	29.2

資料來源：台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心。

本季金融債券發行情況比上一季雖有起色，但相較上半年發行情況則仍顯冷清，主要是近來外資匯入力道強勁，加上銀行放款成長趨緩，造成銀行體系資金異常寬鬆，以致大多數銀行並無發債籌資需求。

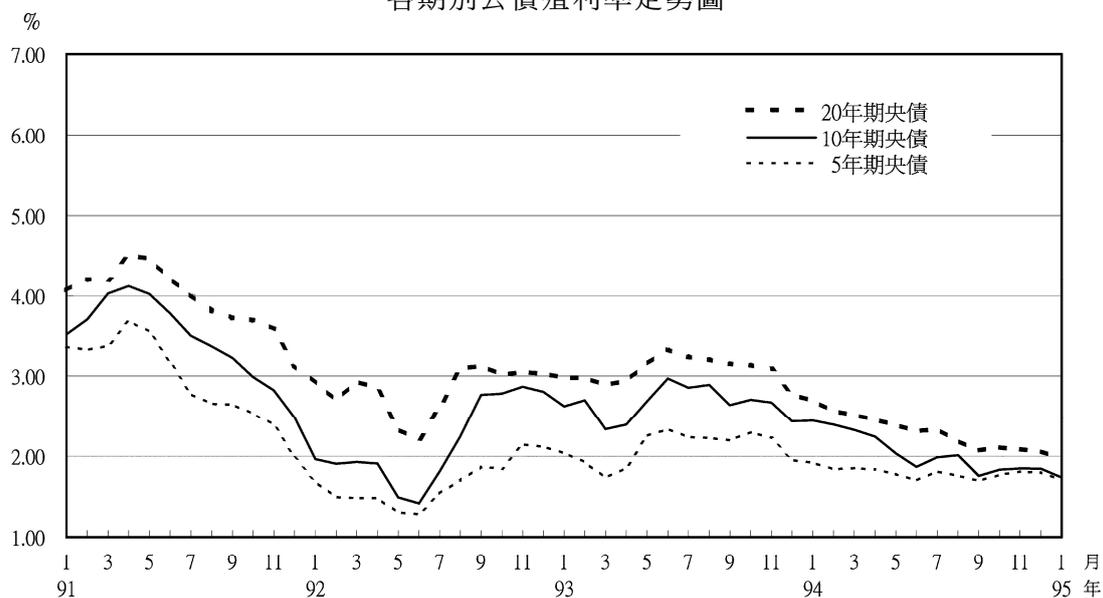
累計本季國內銀行發行金融債券總額為 378 億元(包括主順位 115 億元或占 30.42%，次順位 263 億元或占 69.58%)，其投資主要買盤以壽險、票券及投信等法人為主，至於銀行發行金融債券的資金用途，多數為充實

中、長期營運資金及改善其資本結構；發行利率方面，本季金融債券之定價較上一季明顯走高，5 年期及 5.5 年期加權平均利率分別為 2.240% 及 2.691%。及至 95 年 1 月，發行金額為 37 億元，籌募資金主要供投資及授信之用途。

5. 資產證券化受益證券

本季以來，行政院金管會為協助債券型基金處分利率連結結構債問題，允許投信公司將手上結構債出售，並由買家結合外幣債

各期別公債殖利率走勢圖



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	證交所		櫃買中心					
		可轉換公司債	小計	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			
92	2,036,240	98	2,036,142	2,006,199	19,045	2,490	1,254	20	7,134
93	2,059,252	46	2,059,206	2,020,152	23,285	4,411	4,572	425	6,361
94	3,113,867	4	3,113,863	3,060,096	31,987	3,643	14,135	802	3,200
93/ 7	207,727	3	207,724	203,881	2,489	312	435	26	581
8	172,196	6	172,190	169,074	1,955	288	295	57	521
9	161,990	6	161,984	157,750	2,354	462	856	57	505
10	185,694	2	185,692	181,705	2,550	325	741	23	348
11	205,707	2	205,705	201,821	2,747	297	439	25	376
12	211,218	1	211,217	207,118	2,464	318	627	64	626
94/ 1	235,568	2	235,566	231,397	2,375	310	1,100	57	327
2	130,230	0	130,230	128,204	1,254	191	421	2	158
3	218,204	1	218,203	214,604	2,074	441	766	24	294
4	231,429	0	231,429	227,925	2,135	226	820	16	307
5	290,066	0	290,066	285,753	2,640	229	1,173	40	231
6	242,326	0	242,326	235,425	4,121	364	2,096	63	257
7	311,531	0	311,531	307,394	2,712	451	797	82	95
8	342,916	0	342,916	338,988	2,428	333	846	169	152
9	284,740	0	284,740	280,588	2,484	270	1,092	105	201
10	337,146	0	337,146	333,203	2,206	200	1,190	46	301
11	271,621	0	271,621	266,706	3,211	250	1,199	74	181
12	218,090	1	218,089	209,909	4,347	378	2,635	124	696
95/ 1	267,255	0	267,255	265,196	1,146	356	356	35	166

資料來源：台灣證券交易所及中華民國證券櫃檯買賣中心。

券(或外幣)，在 50:50 的比率下，發行債券債權受益憑證(CBO)和資產擔保商業本票受益憑證(ABCP)，使得本季資產證券化受益證券發行金額高達 1,114 億元，創歷史新高。其中，金融資產證券化方面，受益證券合計發行 998 億元；就 5 年期至 7 年期之發行利率觀察，約介於 1.825%至 2.276%左右。此外，不動產證券化之受益證券，合計發行 116 億元；由於不動產投資信託受益證券並無到期日，本質上類似投資信託基金，每日在台灣證交所掛牌買賣，平均每年預估收益率約介於 4.01%至 4.65%左右。上述資產證券化主要的投資者是以壽險公司、銀行及證券自營商為主，債券型基金則次之，另因不動產投資信託基金(REITs)投資門檻降低，已吸引不少散戶加入，有助擴大證券化市場的流動性。

(二) 流通市場

1. 店頭市場

10 月以來，因受美債殖利率揚升以及個人債券利息將採 10%分離課稅之消息面影響，10 年期公債殖利率由 9 月的 1.7537%緩步彈升為 1.8307%；11 月，由於債市供需穩定，10 年期公債殖利率一直在 1.85%上下狹幅盤整，全月加權平均較上月略升為 1.8472%；12 月，受美債殖利率下修及亞洲禽流感疫情擴大影響，10 年期公債殖利率小

幅下降為 1.8432%；及至 95 年 1 月，由於市場資金充沛，加上債市交易籌碼需求大於供給下，10 年期公債殖利率明顯走低至 1.7342%。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為 82 兆 6,857 億元，較上年同期增加 37.21%，買賣斷交易及附條件交易分別增加 55.48%及 5.11%；若就各類債券交易來看，九成七以上仍為政府公債交易，本季交易金額達 80 兆 9,818 億元，較上年同期增加 37.11%，其次是公司債，交易總額為 10,593 億元，較上年同期增加 21.68%，再次為金融債券，交易金額為 5,024 億元，較上年同期增加 178.03%，第四為外國債券，交易金額為 1,178 億元，較上年同期減少 12.74%，至於資產證券化受益證券成交金額為 244 億元，較上年同期增加 117.86%，主要是受結構式債券證券化的熱潮影響，帶動其次級市場交易的活絡所致。及至 95 年 1 月，整體債市交易盛況未減，單月成交金額為 26 兆 7,255 億元。

2. 集中市場

本季集中市場上可轉換公司債交易持續冷清，成交金額僅 52 百萬元，較上年同期減少 4 億元。

三、股票市場

94 年 10 月至 95 年 1 月期間，在國際油價回軟，國際股市強勁上揚，以及外資

積極加碼台股等有利因素激勵下，台股逐步反彈回升，95年1月底加權指數由9月底的6,118.6點漲至6,532.2點，上揚6.76%。

94年10月份股市下挫，10月底加權指數較上月底下跌5.79%。10月份主要利空因素包括：（1）10月份為第3季財報公布期間，投資人偏向觀望保守；（2）全球禽流感疫情升高，造成全球恐慌，亞洲主要股市同步重挫；（3）美國FED持續升息，美元匯率走強，資金回流美國，致使外資賣超台股；（4）南韓面板大廠（LPL）預期2006年第1季面板可能供過於求，導致台灣面板股重挫。

94年11月份股市呈現上漲趨勢，11月底加權指數較上月底上漲7.62%。11月份主要利多因素包括：（1）94年第3季電子業財報表現亮麗；（2）國際油價回跌至每桶60美元以下；（3）國際股市強勁上揚，日本與南韓股市分創近五年及歷史新高；（4）美林、瑞銀等多家外資券商陸續調高台股投資評等，激勵外資大幅加碼台股。

94年12月份股市盤整後走高，12月底加權指數較上月底上漲5.56%。12月上半月由於國際股市處於高檔震盪格局，以及市場獲利回吐賣壓出籠，促使台股亦處於盤整局面。12月下半月股市逐步攀升，此期間主要利多因素包括：（1）外資持續積極加碼台股；（2）集團企業啟動年底作帳行情；

（3）日本與南韓股市持續強勁上揚；（4）國內散戶資金漸次進場。

95年1月份股市先堅後軟，1月底加權指數較上月底小跌0.25%。95年1月1日至9日股市續呈上揚，此期間主要利多因素包括：（1）國際股市表現強勁；（2）美林、野村等多家外資券商紛紛調高宏達電、鴻海及台積電等高價權值股之目標價，激勵外資大幅加碼電子股；（3）散戶資金持續進場加碼。95年1月10日至25日股市回檔整理，此期間主要利空因素包括：（1）新台幣大幅升值，電子業匯兌損失增加，侵蝕其獲利；（2）部分外資券商建議減碼電子股；（3）英特爾財報不如預期，引發美國、日本及南韓股市連袂重挫；（4）伊朗核武問題促使國際油價進逼每桶70美元。（5）農曆年節长假前散戶持續減碼，進行獲利了結。

就各類股股價的變動而言，94年10月份由於禽流感疫情引起市場恐慌，國際股市走軟，以及外資大幅賣超台股，致使大多數類股均告下挫，其中電子股下跌6.83%，金融股下降6.51%，鋼鐵股下挫12.53%，運輸股下跌8.06%，營建股下滑7.51%。

94年11月份由於電子業第3季財報表現佳，國際股市強勁上揚以及外資大力加碼台股，致使大多數類股均告上漲，其中以觀光股漲幅最高（14.33%），其次為電子股（12.38%），第三為運輸股（7.53%）；金融股上漲3.09%。但鋼鐵股因外資調節中鋼

而下滑 4.14%。

94 年 12 月份由於外資持續大幅買超，以及集團企業進行年底作帳行情，致使各類股全面上漲；其中營建股激升 19.26%，主要係因新台幣升值引發資產題材升溫，以及建案集中於年底入帳，獲利明顯成長；電子股上漲 7.78%；金融股略升 0.67%；紡織股上漲 6.25%；觀光股上揚 12.40%。

95 年 1 月份由於國際油價再度衝高，國際股市出現重挫，以及農曆年節長假前投資人退場觀望，致使大多數類股均告下挫；其中觀光股下跌 10.70%，主要係因三通題材降溫，獲利回吐賣壓出籠；運輸股下挫 8.19%；

電子股僅下跌 0.29%；金融股下跌 0.21%。但食品股及鋼鐵股則分別上漲 8.23% 及 6.5%，主要係因市場資金部分自電子股轉進相關龍頭股。

從三大法人買賣超來看，94 年 10 月外資出現賣超，主要係因國際油價高漲，國際股市疲軟，美國升息促使國際資金回流美國，以及銀行現金卡呆帳打消比率激升，引發外資大砍金融股；94 年 11 月至 95 年 1 月外資連續大幅買超，主要係因美國、日本與南韓股市勁升，台股漲幅落後，股價相對便宜，以及美林證券等多家外資券商持續調升台股投資評等，激勵外資大幅加碼，其中 94 年 11

集中市場價量變動趨勢

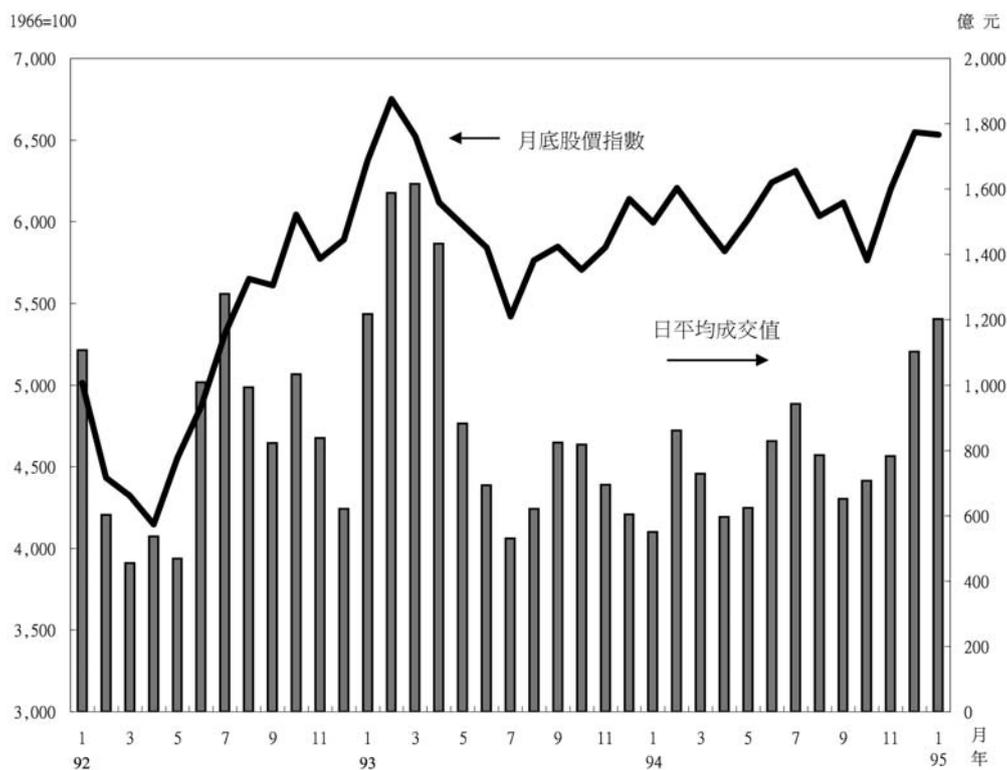


表 1 集中市場各類股股價之變動

日期	類股名稱 加權指數	電子	金融	食品	紡織	造紙	營建	水泥	塑膠	電機
94年9月底	6,118.6	256.4	918.8	238.3	212.9	121.8	134.7	61.0	140.9	69.6
94年10月底	5,764.3	238.9	858.9	228.5	204.6	111.6	124.6	59.1	141.0	69.0
94年11月底	6,203.5	268.4	885.5	244.1	213.8	116.5	128.3	60.6	140.7	70.0
94年12月底	6,548.3	289.3	891.4	261.2	227.2	124.2	153.1	64.8	142.6	75.9
95年1月底	6,532.2	288.5	889.5	282.8	223.0	115.4	146.1	65.4	145.0	73.9
94年10月底 與上月底比%	-5.79	-6.83	-6.51	-4.10	-3.92	-8.40	-7.51	-3.15	+0.04	-0.82
94年11月底 與上月底比%	+7.62	+12.38	+3.09	+6.81	+4.53	+4.44	+3.03	+2.47	-0.18	+1.36
94年12月底 與上月底比%	+5.56	+7.78	+0.67	+7.03	+6.25	+6.56	+19.26	+6.94	+1.36	+8.53
95年1月底 與上月底比%	-0.25	-0.29	-0.21	+8.23	-1.85	-7.09	-4.57	+1.05	+1.65	-2.62

日期	類股名稱	電器	化學	玻璃	鋼鐵	橡膠	汽車	運輸	觀光	百貨	其他
94年9月底		36.0	59.4	39.0	86.5	72.1	128.6	77.3	64.6	75.9	90.0
94年10月底		34.9	59.2	38.4	75.6	68.1	131.7	71.1	65.3	73.7	85.8
94年11月底		36.9	59.6	39.7	72.5	71.4	131.4	76.4	74.6	75.8	89.7
94年12月底		39.8	63.8	42.1	73.0	78.3	132.2	79.8	83.9	82.6	92.5
95年1月底		38.3	64.1	42.1	77.7	73.0	133.8	73.3	74.9	80.7	90.9
94年10月底 與上月底比%		-3.08	-0.22	-1.41	-12.53	-5.51	+2.36	-8.06	+1.10	-2.98	-4.64
94年11月底 與上月底比%		+5.61	+0.59	+3.49	-4.14	+4.88	-0.23	+7.53	+14.33	+2.96	+4.56
94年12月底 與上月底比%		+7.81	+7.12	+5.81	+0.63	+9.63	+0.66	+4.43	+12.40	+8.85	+3.03
95年1月底 與上月底比%		-3.72	+0.44	+0.00	+6.50	-6.82	+1.16	-8.19	-10.70	-2.29	-1.73

表 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
93年全年	2,840	-141	-154	2,545
94年全年	7,194	-863	169	6,500
94年1月	-18	-10	-5	-33
94年2月	1,145	-98	38	1,085
94年3月	-297	-94	2	-389
94年4月	-247	-6	-14	-267
94年5月	1,266	-107	-30	1,129
94年6月	1,315	-126	164	1,353
94年7月	349	-92	-20	237
94年8月	-87	-135	-56	-278
94年9月	-106	139	-58	-25
94年10月	-308	-23	-63	-394
94年11月	1,797	-90	62	1,769
94年12月	2,387	-220	150	2,317
95年1月	379	-158	-45	176

月及 12 月外資買超金額分別高達 1,797 億元及 2,387 億元。94 年 10 月至 95 年 1 月投信法人連續四個月均出現賣超，主要係因投資人較保守，逢高即持續獲利了結，致使投信法人遭受投資人贖回壓力，因而必須出脫持股以求變現。自營商基於認購(售)權證避險操作需要，跟隨股市行情漲跌而調整持股部位，94 年 10 月及 95 年 1 月因股市行情疲軟而順勢減碼台股；94 年 11 月及 12 月隨著股市行情走高而出現買超。

在股市重要措施方面，本期間主要措施有：(1) 94 年 10 月 20 日，行政院釋出四項

激勵股市措施，其中主要的兩項為：鼓勵上市公司運用閒置資金實施庫藏股，以及鼓勵基金及壽險業者加強投資台灣股市。(2) 94 年 12 月 19 日，台灣證券交易所開始實施零股新制，下午 1:40 至 2:30 接受證券商輸入委託，並於 2:30 後以集合競價方式一次撮合成交及回報，買賣申報價格範圍及漲跌幅度同當日普通交易。(3) 94 年 12 月 20 日，立法院三讀通過「證券交易法部分條文修正案」，本次修正重點在於推動公司治理法制化，擴大證券商業務以及加強防制證券不法行為等改革。

四、外匯市場

(一) 新台幣對美元匯率走勢

民國 94 年第 4 季新台幣對美元匯率呈先貶後升走勢，平均匯率為 1 美元兌新台幣 33.456 元，較上季貶值 3.40%，本季初主要因美國聯邦準備理事會 (Fed) 升息，以及美國新公布的經濟數據表現強勁，國際美元走強；加上外資及油款匯出，以及壽險業者海外投資買匯需求增加，致新台幣走貶；後因 Fed 暗示升息已近尾聲，以及美國 10 月貿易逆差創下新高紀錄，國際美元下挫；國內因外資大量匯入資金，以及銀行賣出部位，新台幣走升。本季每日之新台幣對美元收盤匯率，最低在 10 月 24 日之 33.770 元，最高為 12 月 30 日之 32.850 元，波幅為 0.920 元 (見圖 1)。

94 年 10 月間新台幣對美元匯率呈貶值走勢。本月因美國供應管理協會 (ISM) 製造業指數、生產者物價指數及第 3 季國內生產毛額 (GDP) 等經濟數據強勁，市場預期 Fed 將持續升息，國際美元走強，新台幣隨日圓及韓元等亞洲貨幣同步走貶，24 日新台幣對美元匯率為 33.770 元，為本年以來的最低價位，較上月底貶值 1.72%；國內因外資、油款匯出及保險業者買匯需求增加，致外匯需求大於供給，10 月底新台幣對美元匯率為 33.551 元，較 9 月底貶值 1.08%。本月新台幣對美元匯率介於 33.770 至 33.232 元間，全月平均匯率為 33.492 元，較本年 9 月貶值 1.69%。

11 月間新台幣對美元匯率呈先貶後升走勢。本月上、中旬因受 Fed 連續第 12 次升息

圖 1、(新台幣/美元)與(日圓/美元)匯率日趨勢圖



及美國供應管理協會服務業指數等經濟數據強勁，以及美國資本淨流入創新高足以彌補當月貿易逆差等因素影響，國際美元持續走強，歐元及日圓等亞洲貨幣相對走貶；國內因外匯銀行買入部位，致外匯需求大於供給，22日新台幣對美元匯率為33.626元，較10月底之33.551元貶值0.22%。23日後國內因外資大量匯入，出口商預售遠匯及銀行賣出美元部位，致外匯供給大於需求，新台幣走升，11月底新台幣對美元匯率為33.516元，較10月底微升0.10%。本月新台幣對美元匯率介於33.716至33.395元間，全月平均匯率為33.580元，較本年10月貶值0.26%。

12月間新台幣對美元匯率呈升值走勢。本月Fed第13度升息，惟因會後聲明刪除「政策仍然寬鬆」的評估措辭，暗示升息已

進入尾聲，加上美國10月貿易逆差創下新高紀錄，以及成屋銷售數據不佳，國際美元下挫。國內因外資大量匯入資金及外匯銀行賣出部位，致外匯供給大於需求，12月底新台幣對美元匯率為32.850元，較11月底升值2.03%。本月新台幣對美元匯率介於33.563至32.850元間，全月平均匯率為33.300元，較本年11月升值0.84%。

95年1月間新台幣對美元匯率續呈升值走勢。本月因Fed暗示升息已近尾聲，加上美國供應管理協會製造業指數、就業及零售銷售等經濟數據表現疲弱，國際美元下跌，歐元及日圓、韓元等亞洲貨幣相對走升。國內因外資持續匯入資金，以及廠商賣出外匯支應春節資金需求，致外匯供給大於需求，95年1月底新台幣對美元匯率為31.985元，

較 94 年 12 月底升值 2.70%。本月新台幣對美元匯率介於 32.818 至 31.880 元間，全月平均匯率為 32.108 元，較 94 年 12 月升值 3.71%。

(二) 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，於 94 年 10 月至 95 年 1 月間並採取下列措施：

1. 於 94 年 12 月 21 日修正發布「銀行業辦理外匯業務作業規範」部分規定，其要點如次：
 - (1) 為配合國際防制洗錢組織金融行動小組 (FATF) 對反恐之建議，爰增訂銀行業辦理國外匯出款時，應將匯款者姓名、帳號或身分證件號碼、地址顯示於電文中之規定。
 - (2) 為配合國內資本市場之開放，對相關業者辦理國內外幣交易有外幣資金需要者，其憑辦文件增加經本行核准之文件。
 - (3) 指定銀行應憑國內顧客提供有外幣保證實際需求之證明文件簽發擔保信用狀，以直接或間接方式，擔保國內廠商之海外子公司 (含大陸地區) 向境外金融機構借款，並應就被擔保之海外公司財務狀況、業務經營情形及其還款財源詳加評估。
 - (4) 基於外匯自由化及銀行業對其發卡對象、信用額度及業務風險，應由銀行

業自行考量，對外國自然人申請國際信用卡、金融卡及轉帳卡所憑外僑居留證及所發各卡之有效期限，均不另作限制。

2. 為持續放寬及簡化外匯管理規定，於 94 年 12 月 6 日修正發布「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，主要修正重點如次：

- (1) 放寬結匯規定：
 - A. 放寬未成年人之結匯規定：取消結匯用途之限制，每筆結匯金額未達新臺幣 50 萬元者可自由辦理結匯。
 - B. 放寬證券商、期貨商等業者之結匯規定：證券商受託買賣外國有價證券、期貨商辦理受託從事國外期貨交易及證券商經營衍生性金融商品交易業務之相關結匯，不計入業者或委託人當年累積結匯金額。
- (2) 簡化結匯文件：經營全權委託投資外國有價證券業務之業者及壽險業代要保人辦理投資外國有價證券之結匯，其中檢附供銀行業確認之結匯清冊，如個別委託人或要保人每筆結匯金額未達新臺幣 50 萬元者，免填結匯清冊。
- (3) 增訂駐華外交官員及機構之結匯規定：
 - A. 駐華官員：結匯金額按照非居民辦理，每筆結匯金額為 10 萬美元，逕向指定銀行辦理結匯。
 - B. 駐華外交機構：基於外交禮遇，結匯

金額完全自由，不受限制。

(4)增訂外國公司在臺分(子)公司辦理國內員工認購(出售)外國母公司股票之結匯規定：外國公司在臺分(子)公司之員工認購(出售)外國母公司股票之結匯，得由在臺分(子)公司辦理結匯申報事宜，銀行業於確認外國公司在臺分(子)公司

填報之申報書及員工認購(出售)股票清冊無誤後辦理結匯，結匯金額計入員工當年累積結匯金額。

(5)明訂會計師事務所、律師事務所及診所等事業，其每年得逕行結匯金額按照團體之規定辦理，每年結匯金額為5百萬美元。

(三) 外匯交易量

表 1、台北外匯市場全體之各類商品交易額(含 OBU 之交易)¹

單位：百萬美元

	即期	換匯	遠期	新台幣對外幣 無本金交割 遠匯 ²	保證金交易	換匯換利	匯率選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均 總交易 淨額	
90年	758,827	172,551	93,687	34,659	21,320	8,427	105,609	1,160,421	42,102	4,706	
91年	872,844	238,807	114,341	47,725	25,869	8,875	149,630	1,410,366	57,357	5,608	
92年	1,058,850	361,490	156,323	67,824	33,907	13,930	213,198	1,837,698	88,352	7,297	
93年	1,289,872	617,577	273,931	117,378	30,299	17,764	350,514	2,579,955	146,606	10,243	
94年	1,550,731	823,483	274,370	112,679	24,378	39,788	295,918	3,008,667	172,441	12,074	
93年	7月	102,242	53,706	20,013	9,167	2,097	845	24,588	203,491	10,768	9,250
	8月	85,212	50,066	16,956	7,198	2,857	912	21,285	177,288	11,113	8,864
	9月	94,378	50,599	21,546	10,575	2,336	1,447	25,055	195,360	10,955	9,303
	10月	103,316	50,375	19,557	8,786	2,278	1,444	31,177	208,148	15,901	10,407
	11月	123,329	55,603	28,080	11,839	2,453	3,204	30,778	243,446	15,234	11,066
	12月	126,916	61,032	28,105	9,244	1,762	2,253	36,029	256,097	16,653	11,135
94年	1月	125,325	58,367	22,054	8,930	1,836	2,383	24,382	234,346	15,856	11,159
	2月	95,716	43,743	19,398	8,657	1,210	2,063	14,871	177,001	12,111	11,800
	3月	145,214	70,110	25,287	10,665	1,620	3,500	26,910	272,641	13,079	11,854
	4月	118,221	64,910	20,935	9,459	1,762	2,305	20,645	228,777	11,865	11,439
	5月	117,731	63,024	19,131	8,485	1,335	2,949	21,382	225,553	11,109	10,741
	6月	137,256	71,695	23,774	10,627	1,704	3,945	18,421	256,794	13,896	11,672
	7月	135,883	72,790	23,646	9,463	2,200	2,764	21,444	258,726	18,393	12,936
	8月	140,199	77,554	20,801	9,058	1,969	4,213	27,050	271,786	17,489	12,354
	9月	141,192	73,016	23,286	9,869	2,318	4,217	20,181	264,209	14,681	12,581
	10月	119,916	75,322	22,068	9,572	2,422	2,178	27,383	249,288	13,072	12,464
	11月	121,062	72,142	21,538	8,429	3,298	4,931	31,665	254,635	15,726	11,574
	12月	153,016	80,811	32,453	9,464	2,706	4,341	41,585	314,911	15,166	14,314
95年	1月	147,897	71,426	27,900	12,869	2,879	3,339	29,923	283,364	15,422	14,168

94 年第 4 季外匯市場日平均交易淨額為 12,784 百萬美元，較上季增加 1.3%。94 年 10 月至 95 年 1 月外匯市場日平均交易淨額依序為 12,464、11,574、14,314 及 14,168 百萬美元，分別較上月變動-0.93%、-7.14%、23.67%及-1.02%（見表 1）。以對匯率影響最大之國內銀行間即期美元兌新台幣交易（透過台北及元太兩家外匯經紀商）而言，94 年

10 月至 95 年 1 月之日平均交易量依序為 1,113、1,052、1,202 及 1,465 百萬美元，分別較前月變動-13.58%、-5.50%、14.33% 及 21.86%（見圖 2）。

國內銀行間新台幣與外幣換匯市場交易量在 94 年第 4 季為 665.37 億美元，較上年同季增加 15.40%，較上季減少 6.95%（見圖 3）。如依月份分析，94 年 10 月換匯交易量

圖 2、國內銀行間新台幣對美元即期匯率及交易量

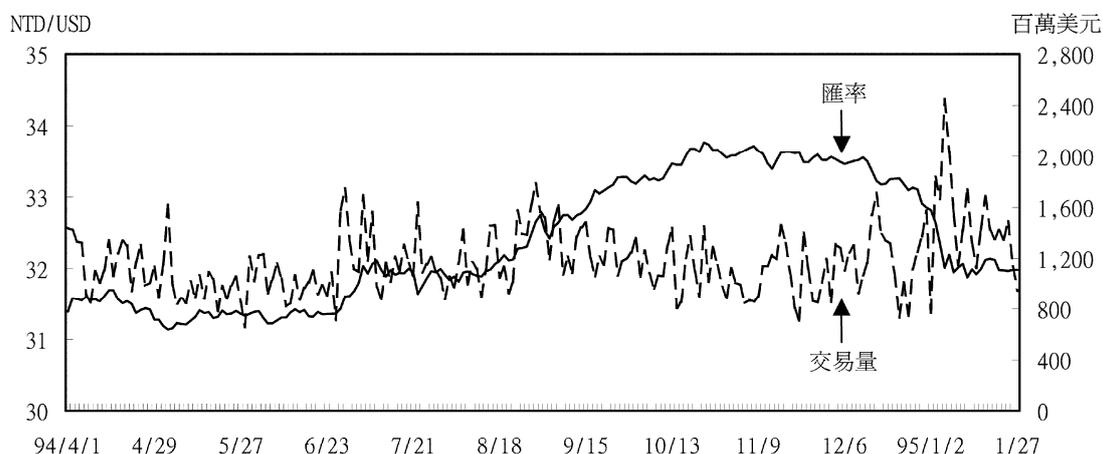
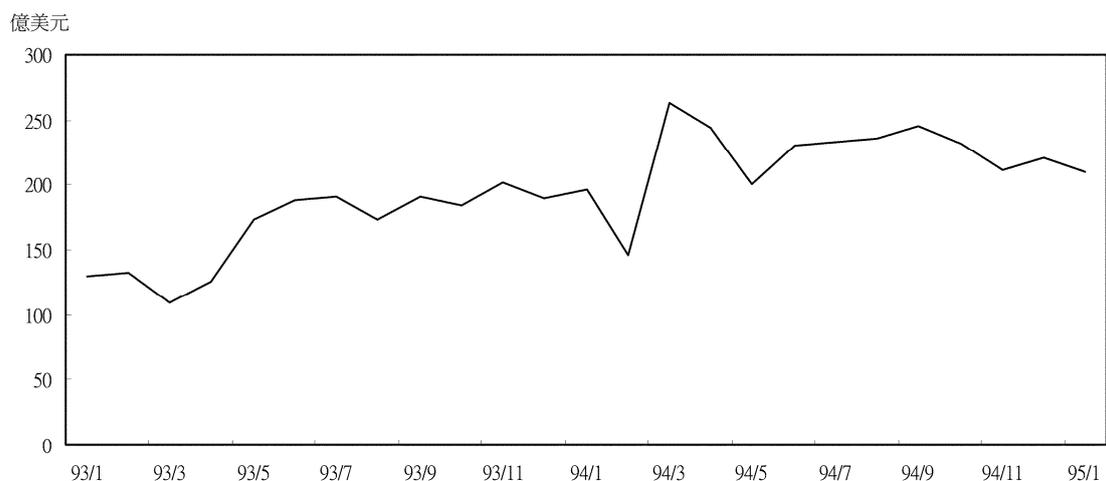


圖 3、國內銀行間新台幣與外幣換匯市場月交易量趨勢圖



為 232.36 億美元，較上月減少 5.59%，主要係美元利率看升，換匯交易避險成本提高；加上新台幣貶值，部分壽險業換入美元（swap in）交易到期未再續約，致換匯交易量因而減少。11 月換匯交易量為 211.81 億美元，較上月減少 8.84%，主要係因部分壽險業換匯交易到期未再續約，以及銀行體系外匯存款餘額增加，指定銀行所需外幣資金，改以外匯存款支應，換匯交易量因而下降。12 月換匯交易量為 221.20 億美元，較上月增

加 4.43%，主要係因屆年終，部分銀行積極經由換匯市場調節美元或新台幣資金部位，銀行間換匯交易量因而增加所致。95 年 1 月換匯交易量為 210.18 億美元，較上月減少 4.98%，主要係為減輕換匯交易避險成本之負擔，部分壽險業換入美元（swap in）交易到期未再續約；加上銀行間短天期（含 1 個月期以下）換匯交易比重自 94 年 12 月之 58.79% 減少為 47.56%，週轉率下降，換匯交易量因而減少。

圖 4-1、外匯交易—按交易對象別

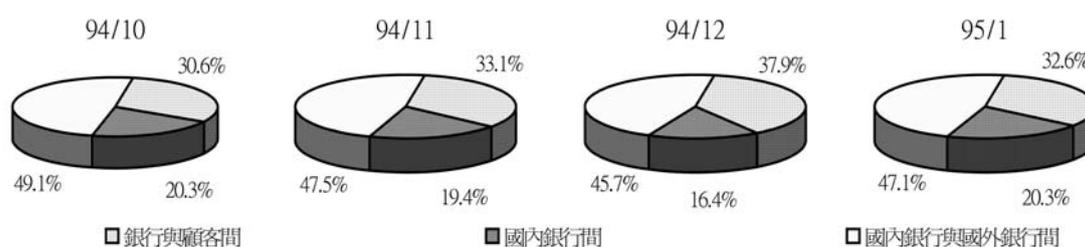


圖 4-2、外匯交易—按幣別

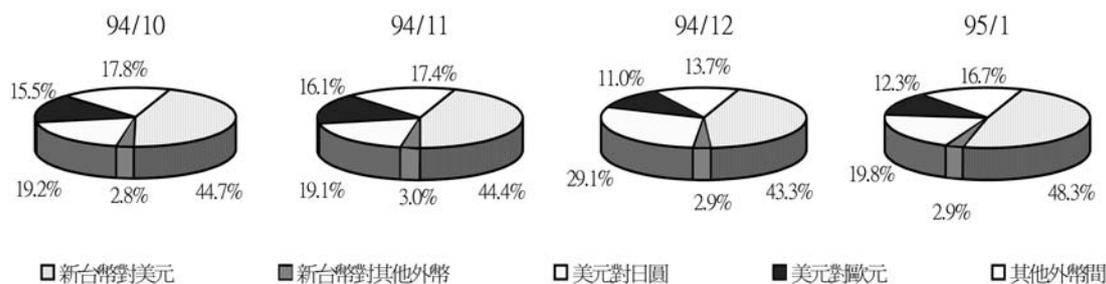
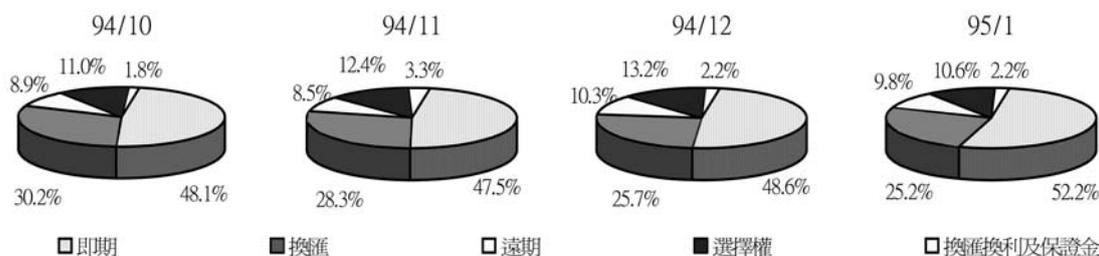


圖 4-3、外匯交易—按交易類別



94 年 10 月至 95 年 1 月外匯交易按對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易為最多，國內銀行與顧客間的交易居次（見圖 4-1）。按幣別分，以新台幣對美元交易為最多，其次為美元對日圓及美元對歐元的交易（見圖 4-2）。依交易類別分，即期交易最多，換匯交易居次（見圖 4-3）。

（四）衍生性商品

我國店頭市場之涉及外幣的衍生性商品種類齊備，其中與匯率相關之衍生性商品的近年來交易量列於表 1，而匯率以外涉及外幣的衍生性商品交易量則列於表 2。

94 年 12 月底國內銀行承作衍生性金融商品未結清契約名目本金餘額折合新台幣達 30 兆 201 億元，較上季底餘額增加 6.00%。本季底以利率契約占 63.04% 為最多，匯率契約

表 2、匯率以外涉及外幣之新種金融商品的交易金額

單位:百萬美元

	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
90年	12,159	12,170	1,018	74	902	120	0	26,444
91年	22,488	30,518	4,479	2,457	2,131	556	0	62,629
92年	41,855	19,596	10,106	12,036	3,599	610	0	87,801
93年	77,664	20,020	45,635	12,500	6,733	1,102	168	163,823
94年	78,528	25,089	23,668	29,385	4,594	389	581	162,235
93年 7月	4,168	1,657	1,010	1,876	0	95	0	8,806
8月	3,921	1,405	1,692	1,356	1,186	99	14	9,671
9月	5,202	4,063	2,169	1,183	31	36	16	12,700
10月	4,156	930	571	1,344	1,097	18	7	8,123
11月	6,875	3,456	4,320	932	1,122	14	13	16,732
12月	9,556	2,688	2,219	1,258	0	7	10	15,737
94年 1月	5,266	2,410	1,739	1,756	1	99	5	11,275
2月	2,153	1,495	902	1,421	705	11	3	6,690
3月	9,945	1,589	4,031	2,050	1,198	146	68	19,028
4月	8,361	100	2,066	1,504	513	8	12	12,566
5月	8,752	1,720	2,315	1,393	1,204	11	20	15,415
6月	8,738	1,390	3,712	3,145	14	20	192	17,210
7月	6,630	1,515	1,011	2,403	15	14	112	11,700
8月	5,882	270	2,105	2,628	490	29	97	11,501
9月	7,290	3,760	2,149	3,407	14	4	10	16,634
10月	6,053	3,160	1,447	3,662	440	36	41	14,839
11月	4,961	4,920	1,107	3,280	0	12	15	14,295
12月	4,498	2,760	1,085	2,735	1	0	6	11,085
95年 1月	5,092	1,480	2,043	1,775	0	266	8	10,664

占 35.92% 次之。

以交易量而言，國內銀行承作衍生性金融商品大多數屬匯率契約。94 年 10 月衍生性金融商品交易較上月增加 3.67%，主要係換匯及匯率有關之選擇權增加所致；11 月衍生性金融商品交易量較上月增加 2.75%，主要係換利及換匯換利增加所致；12 月衍生性金融商品交易較上月增加 10.63%，主要係換匯及匯率有關之遠期契約增加所致；95 年 1 月衍生性金融商品交易較上月減少 12.50%，主要係換匯及匯率有關之選擇權減少所致。

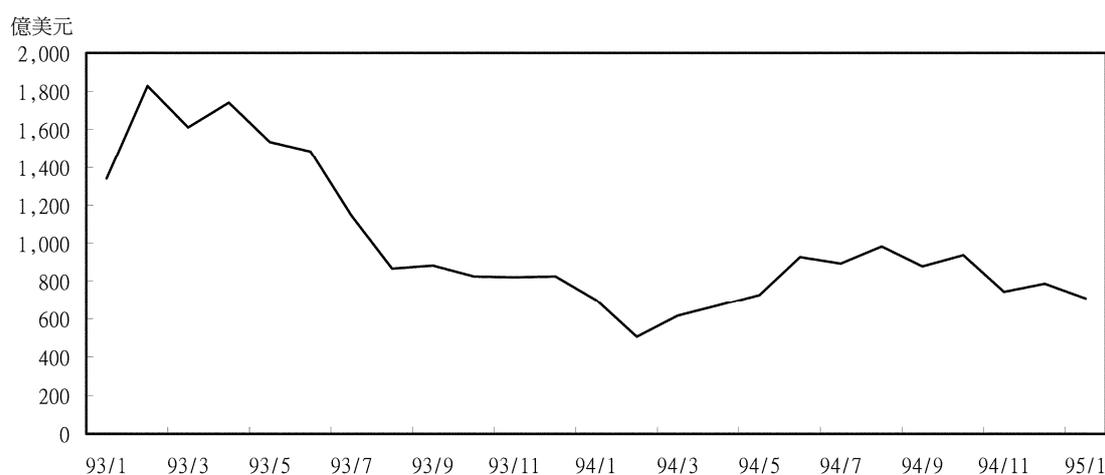
94 年第 4 季，匯率有關之衍生性商品中，以換匯為最多，匯率選擇權居次，遠匯居第三，此三種產品分別占匯率衍生性商品交易量之 53.73%、23.69% 及 17.90%（見表 1）；匯率以外涉及外幣之新種金融商品中以外幣換利為最多，外幣遠期利率協議居次，外幣利率期貨居第三，此三種產品分別占匯

率以外涉及外幣之新種金融商品交易量之 38.57%、26.95% 及 24.06%（見表 2）。

（五）外幣拆款市場

國內銀行間外幣拆款市場交易量在 94 年第 4 季為 2,470 億美元，較上年同季減少 0.08%，較上季減少 10.28%（見圖 5）。如依月份分析，94 年 10 月外幣拆款月交易量為 937 億美元，較上月增加 6.74%，主要係因市場普遍預期美國將於近期調高利率，長天期資金已率先反應，銀行多以短天期拆款融通所需資金，週轉率相對提高所致。11 月外幣拆款月交易量為 745 億美元，較上月減少 20.48%，主要係因外資匯入、美元利差優勢，外匯存款顯著增加，指定銀行外幣資金充裕；加上市場預期 Fed 將持續升息，部份銀行減少辦理隔夜期拆借，拆款交易週轉率降低所致。12 月外幣拆款月交易量為 788 億美元，較上月增加 5.73%，主要係適逢聖誕

圖 5、外幣拆款市場月交易量圖



新年假期，銀行短天期週轉資金需求較殷，致外幣拆款市場短天期（一、二週）交易量增加所致。95 年 1 月外幣拆款月交易量為 709 億美元，較上月減少 9.99%，主要係因 95 年 1 月 2 日及 16 日美國休市，以及適逢國內農曆春節，致營業日較上月減少 4 日；加上 1 月份國內銀行外匯存款餘額增加，致同業間外幣資金拆借需求降低所致。

（六）國際金融業務分行(OBU)業務

OBU 於 94 年第 4 季外匯交易淨額為 439.63 億美元，約占外匯市場總交易量 5.37%，較上年同季減少 8.00%。

全體 OBU 在 94 年 10 月至 95 年 1 月底資產總額分別為 650.72、667.00、701.58 及 670.71 億美元，較上年同期分別變動-2.73%、-4.16%、1.36%及-4.39%，主要係 94 年 6 月起，無本金交割之美元對人民幣遠

期外匯交易及外幣保證金交易所產生之應收（付）款項改按本行修正之淨額法表達，致 OBU 其他資產減少所致；惟 94 年 12 月由於 OBU 存放及拆放金融機構、債票券投資分別增加 21.67 億元及 19.81 億美元，致 OBU 資產總額與上年同期相比轉為正成長。95 年 1 月底資產總額中，本國銀行 OBU 約占 71%。

截至 95 年 1 月底，已開業營運之 OBU 共有 69 家，其中本國銀行 41 家，外商銀行 28 家；就全體 OBU 資金狀況分析，資金來源以金融機構存款及聯行往來為主，占負債總額之 62%；資金來源地區以亞洲為首占 66%，其次為美洲占 22%。資金運用以存放金融機構及聯行往來占資產總額之 53%為最多，放款占 28%居次，投資債票券占 13%居第三；資金去路地區以亞洲為主占 61%，其次為美洲占 24%。

國際經濟金融情勢（民國94年第4季）

一、概 述

2005年受國際原油價格維持高檔，美、加、澳、紐、歐元區及多數亞洲國家陸續升息等不利因素影響，全球經濟成長步調趨緩。

2005年第4季，美國經濟成長率（與上季比，換算成年率）受個人消費支出成長放緩的影響由第3季之4.1%大幅滑落至1.7%。歐元區由於民間消費支出轉呈衰退，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第3季之2.8%下滑至1.2%，與2004年同季比則由第3季之1.6%略升至1.7%。日本則在民間消費及輸出持續擴張之激勵下，經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第3季之0.8%躍升至5.4%。亞洲新興國家除新加坡、南韓及菲律賓外，經濟成長步調趨緩；至於中國經濟仍強勁成長9.9%。

就2005年全年而言，各經濟體經濟成長率除日本外普遍較2004年為低，美國由4.2%降至3.5%，歐元區亦由2.1%下滑至1.3%，而日本則由2.3%升至2.7%；亞洲新興國家除印尼外，經濟成長亦均較2004年放緩。

展望2006年，國際貨幣基金（IMF）預測全球經濟成長率將與2005年持平，均為4.3%（請參閱表1）；環球透視預測機構（Global Insight Inc.）2月公布的最新預測值

為3.5%，亦與2005年持平；另JP摩根大通銀行的最新預測值則為3.5%，略高於2005年之3.3%。

就物價情況來看，2005年由於國際原油價格飆升，加上其他原物料行情位居高檔，主要國家躉售物價指數（WPI）年增率多續呈上揚。消費者物價指數（CPI）方面，由於零售市場競爭激烈，原物料價格上漲不易轉嫁至消費者物價，影響所及，主要國家CPI漲幅尚屬和緩；惟對進口能源依賴程度偏高的亞洲新興國家之CPI漲幅多呈升高。展望2006年，在全球需求持續暢旺及中東等產油國政治不穩定情況下，預期國際油價仍將維持高檔；IMF2005年9月預測2006年先進經濟體的CPI年增率將由2005年之2.2%微降至2.0%；而2006年亞洲四小龍的CPI年增率將由2005年的2.2%微升至2.3%。環球透視預測機構則於2006年2月預測2006年全球通膨率將由2005年之3.0%降為2.7%。

就貨幣政策而言，為防範通膨復燃，部分主要工業先進國家採取升息措施，官方利率紛由歷史最低水準回升。美國聯邦準備體系（Fed）2006年3月28日將聯邦資金利率目標調高至4.75%，為自2004年6月以來第十五度升息，並表示如有必要，未來可能將

表 1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2004	2005	2006
全球	5.1	4.3 (3.5)	4.3 (3.5)
先進經濟體	3.3	2.5	2.7
OECD 國家	3.4	2.7	2.9
主要先進經濟體(G7)	3.2	2.5	2.6
美國	4.2	3.5	3.3 (3.3)
日本	2.3	2.7	2.0 (2.2)
德國	1.6	0.9	1.2 (2.0)
英國	3.2	1.8	2.2 (2.2)
歐元區	2.1	1.3	1.8 (2.0)
四小龍	5.6	4.0	4.7
台灣	6.07	4.09	4.3 (3.5)
香港	8.6	7.3	4.5 (5.5)
新加坡	8.7	6.4	4.5 (5.2)
南韓	4.7	4.0	5.0 (6.0)
東協之四小虎	5.8	4.9	5.4
泰國	6.2	4.5	5.0 (4.9)
馬來西亞	7.1	5.3	6.0 (5.5)
菲律賓	6.0	5.1	4.8 (4.5)
印尼	4.9	5.6	5.8 (4.9)
中國大陸	10.1	9.9	8.2 (9.4)
印度	7.5	7.1 (7.2)	6.3 (6.8)
其他新興市場暨發展中國家	7.3	6.4	6.1

註：先進經濟體共 29 個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體等國；其他新興市場暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共 146 國，包括中國大陸、東歐、中南美洲國家及俄羅斯等。

資料來源：預測值採用IMF World Economic Outlook, September 2005；()內資料係採用Global Insight World Economic Outlook, February 2006；OECD國家資料採用OECD Economic Outlook No.78, December 2005。

再度升息，以維持經濟永續成長與物價穩定之間的平衡。加拿大央行於 2006 年 3 月 7 日宣布調升官方利率一碼至 3.75%，為自 2004 年 9 月以來第七度升息。歐洲中央銀行（ECB）亦繼 2005 年 12 月 1 日升息後，2006 年 3 月 2 日再度調升官方利率一碼至 2.50%。

澳洲與英國為預防景氣過熱，於 2003 年底即率先升息，惟英國於 2004 年 8 月第五度升息，官方利率升抵 4.75% 後，有鑑於英國

房地產景氣已降溫、經濟成長趨緩，2005 年 8 月轉而調降官方利率一碼至 4.50%，以期刺激景氣。澳洲 2005 年 3 月再度調高官方利率一碼至 5.50%。紐西蘭自 2004 年迄今已九度升息，官方利率升抵 7.25%，為已開發國家中之最高。

在亞洲國家方面，香港因採聯繫匯率制度跟隨美國十五度升息。南韓 2005 年 10 月以來三度升息，2006 年 3 月之官方利率為

4.00%。泰國自 2004 年中迄今已十一度升息。馬來西亞亦分別於 2005 年 11 月及 2006 年 2 月升息，2006 年 3 月之官方利率為 3.25%。菲律賓 2005 年則升息三次。印尼更於 2005 年 8 月至 12 月間密集升息六次，官方利率升抵 12.75%，升幅最大。印度央行繼 2005 年二度升息後，2006 年 1 月再度調高央行對商業銀行的隔夜存款利率一碼至 5.50%。

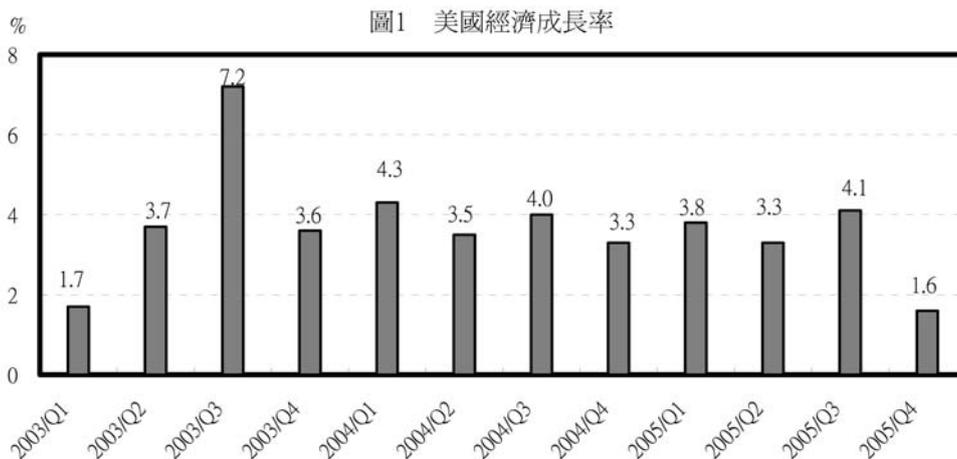
中國為進一步強化宏觀調控政策，曾於 2004 年 10 月調高存放款基準利率，2005 年 3 月再調高房貸利率以抑制過熱的房地產市場。

自各國紛紛調升官方利率以來，以美國為首的部分工業國家金融市場長期利率並未跟隨上揚，反而呈現下滑走勢；惟 2005 年下半年以來已隨景氣前景看好陸續出現逐步回升跡象。

二、美國經濟成長力道放緩，惟通膨壓力仍在，可能再度升息

美國 2005 年第 4 季經濟成長率（與上季比，換算成年率）由第 3 季之 4.1% 大幅滑落至 1.7%（圖 1）。2005 年全年經濟成長率為 3.5%，亦較 2004 年之 4.2% 為低。第 4 季消費者支出成長率由第 3 季之 4.1% 大幅滑落至 0.9%，主要因為耐久財支出成長率由第 3 季之 9.3% 降至 -16.6%，顯示美國家庭部門支出意願趨於保守；民間投資則仍十分活躍，成長率由第 3 季之 5.3% 升至 16.1%，但主要

係來自存貨增加所致，其他如住宅固定投資、機器設備與軟體投資等項目，成長率皆不如第 3 季；在政府支出方面，由於國防支出衰退 8.9%，致整體政府支出成長率由第 3 季之 2.9% 降至 -0.8%；輸、出入方面，輸出成長率由第 3 季之 2.5% 升至 5.1%，而輸入成長率也由 2.4% 揚升至 12.1%。另就美國海關貿易統計觀察（未經季節調整），2005 年全年累計貿易入超達 7,664 億美元，較 2004 年擴增



1,154 億美元或 17.7%，顯示美國貿易赤字問題惡化，難以在短期內獲得有效改善。2006 年 1 月貿易入超為 696 億元，仍較 2005 年同期增加 23%。

美國工業生產指數 2005 年年增率為 3.3%（表 2），較 2004 年之 4.1% 為低；而 2006 年 2 月年增率則由 1 月之 3.1% 微升至 3.3%。2006 年 2 月供應管理學會 (ISM) 製造業指數由 1 月之 54.8% 升至 56.7%，顯示製造業部門呈

現擴張。在消費信心方面，根據美國密西根大學之消費者信心指數調查 (Consumer Sentiment Survey)，2006 年 2 月為 86.7，低於 1 月之 91.2；另美國經濟諮商協會 (Conference Board) 2 月之消費者信心指數 (Consumer Confidence Index) 則為 101.7，亦明顯低於 1 月之 106.8，顯示近期內消費者因房市降溫，對未來經濟前景之不確定性略有上升。另 3 月 15 日公布的 Fed 褐皮書報告顯示，1、2 月各地

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 (百萬元)
				年增率	%	年增率	%	年增率	%	
2003	2.7	6.0	0.6	1.4		2.3		3.2		-532,350
2004	4.2	5.5	4.1	1.8		2.7		3.6		-650,930
2005	3.5	5.1	3.3	2.2		3.4		4.9		-766,367
2005/3	3.8	5.2	4.0	2.3		3.1		5.0		-55,525
4		5.2	3.1	2.2		3.5		4.8		-58,971
5		5.1	2.4	2.2		2.8		3.6		-59,397
6	3.3	5.0	3.7	2.0		2.5		3.7		-63,806
7		5.0	3.1	2.1		3.2		4.7		-65,807
8		4.9	3.1	2.1		3.6		5.3		-68,896
9	4.1	5.1	2.0	2.0		4.7		6.9		-71,777
10		5.0	2.4	2.1		4.3		5.9		-76,326
11		5.0	3.3	2.1		3.5		4.4		-71,052
12	1.6	4.9	3.6	2.2		3.4		5.4		-63,931
2006/1		4.7	3.1	2.1		4.0		5.7		-69,554
2		4.8	3.3	2.1		3.6		3.7		

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

區經濟活動持續擴張，消費支出與資本支出皆上升，就業情形也十分良好。

勞動市場方面，在經濟持續活絡下，失業情況持續改善，2005 年失業率由 2004 年之 5.5% 降至 5.1%，2006 年 1 月的失業率進一步下滑至 4.7%，2 月則微升至 4.8%。2 月份非農業部門就業人口新增 24.3 萬人，高於 1 月之 17 萬人，顯示勞動市場益趨緊俏。在勞動生產力方面，2005 年第 4 季製造業部門生產力年增率為 4.3%，較第 3 季之 4.7% 為低，主要受卡翠娜颶風侵襲影響所致，全年年增率則為 5.0%。

物價方面，2005 年全年生產者物價指數 (PPI) 年增率達 4.9%，主要係能源相關商品價格大幅上漲所致；2006 年以來因能源相關商品價格漲幅減緩，2 月 PPI 年增率降為 3.7%；而剔除能源與食品價格之核心 PPI 年增率則為 1.7%，續呈穩定。另外，2005 年全年 CPI 年增率達 3.4%，2006 年 1、2 月仍分別達 4% 與 3.6%，主要亦因能源相關商品價格上漲所致，扣除能源與食物之核心 CPI 仍維持平

穩，2006 年 1、2 月年增率均為 2.1%。

Fed 新任主席柏南奇 2006 年 2 月 15 日在美國國會有關貨幣政策報告證詞表示，各項經濟數據皆顯示美國經濟仍表現良好，而且長期通貨膨脹預期獲得有效控制，預測 2006 年經濟成長率為 3.5%、失業率為 4.75% 與核心個人消費支出物價指數 (Core PCEPI) 變動率為 2%。但柏南奇也擔心高能源價格將影響非能源商品與服務的價格，而對通貨膨脹預期產生持續性的衝擊，同時由於美國經濟前景看好，需求仍十分暢旺，實際產出可能會超越長期產出水準，而對通貨膨脹造成上升壓力。柏南奇肯定過去美國聯邦公開市場委員會 (FOMC) 逐步移除寬鬆政策所做的努力，並認為貨幣政策走向應以未來各項經濟數據判斷，以權衡兼顧通貨膨脹與經濟成長。

貨幣政策方面，2006 年 3 月 28 日 FOMC 將聯邦資金利率目標調高一碼至 4.75% (圖 2)，為自 2004 年 6 月以來第十五度升息。此次升息的主要考量因素為資源使用提升及

圖2 美國聯邦資金目標與市場利率



能源價格高漲，對通膨構成潛在壓力。FOMC 認為如有必要，未來可能將再度升

息，以維持經濟永續成長與物價穩定之間的平衡。

三、歐元區經濟復甦趨緩，惟 ECB 續升息抑制通膨

歐元區 2005 年第 4 季經濟成長率（與 2004 年同季比）由第 3 季之 1.6% 略升至 1.7%（圖 3），與上季比較之變動率則由 2005 年第 3 季之 0.7% 降至 0.3%。2005 年全年經濟成長率為 1.3%，低於 2004 年之 2.1%。2005 年第 4 季固定資本形成仍穩定擴增，較上季成長 0.8%，惟家計部門消費轉為衰退 0.2%，至於輸出、入則分別由第 3 季之成長 3.4% 及 3.1% 大幅滑落至 0.5% 及 0.9%。由於 2005 年下半年投資支出持續成長，且根據 2005 年第 4 季歐盟針對企業所進行的兩年一度之投資調查結果，2006 年的計畫投資金額將較 2005 年顯著增加，因此 2005 年第 4 季經濟成長的放緩可能僅為短期現象。

從區內主要國家觀之，雖然 2005 年第 4

季德國固定資本形成仍持續擴增，與上季比較，成長 1%，但家計部門消費支出則僅成長 0.1%，低於第 3 季之 0.3%，輸出亦由第 3 季之成長 4.9% 下降至 0.5%，致實質 GDP 之季變動率由第 3 季之 0.6% 走緩至 0%。法國第 4 季實質 GDP 較上季成長 0.2%，低於第 3 季之 0.3%，但非金融業的固定資本形成仍能維持第 3 季以來的成長趨勢，較上季成長 1%。而 2005 年第 1 季經濟呈現衰退的荷蘭則逐季穩步復甦，以季變動率觀之，第 4 季實質 GDP 成長 1%，高於第 3 季之 0.7%。

勞動市場方面，向來困擾歐元區的失業問題亦呈改善跡象，失業率漸次走低，2006 年 2 月為 8.3%（表 3）；惟德國的失業率 2006 年以來小幅回升，法國失業率則自 2005

圖3 歐元區經濟成長率

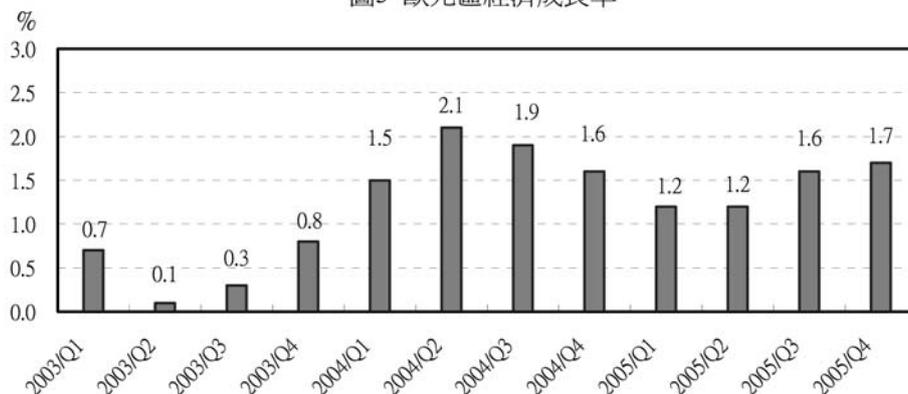


表3 歐元區重要經濟金融指標

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 (1996=100) %	主要再融通 操作之最低 投標利率 %
2003	0.7	8.7	0.3	-2.3	0.5	69,565	7.0	2.1	2.00
2004	2.1	8.8	1.9	8.9	9.36	71,453	6.5	2.1	2.00
2005	1.3	8.5	1.3	7.2	12.17	23,295	7.5	2.2	2.02
2005/3	1.2	8.8	0.2	0.3	7.3	4,009	6.6	2.1	2.00
4		8.7	1.3	4.8	11.0	1,670	6.9	2.1	2.00
5		8.6	0.1	7.1	13.4	2,231	7.3	2.0	2.00
6	1.2	8.6	0.7	6.6	8.1	7,243	7.6	2.1	2.00
7		8.5	0.7	3.2	9.7	7,901	7.9	2.2	2.00
8		8.4	2.5	14.4	20.1	-2,296	8.1	2.2	2.00
9	1.6	8.4	1.3	12.9	13.8	1,962	8.2	2.6	2.00
10		8.3	0.6	6.6	11.6	409	8.0	2.5	2.00
11		8.4	2.9	10.6	14.3	-972	7.6	2.3	2.00
12	1.7	8.3	2.7	10.8	18.1	-655	7.5	2.2	2.25
2006/1		8.3	2.4	15.1	25.2	-10,801	7.6	2.4	2.25
2		8.3							2.25

資料來源：ECB、EU 及 Thomson Datastream。

年中以來逐月下降，2006年2月降至9.6%，為近3年來最低。

由於景氣漸有回溫跡象，歐元區經濟信心指數 (Economic Sentiment Indicator, ESI) 自2005年年中以來即穩定上升，其中工業信心及消費者信心指數均告好轉；ESI已由2005年6月之96.8升至2006年2月之104.1。德國Ifo經濟研究機構所公布的企業信心指數亦自2005年年中以來穩步上升，2006年2月

升至103.3，顯示企業對德國經濟前景相當樂觀。

歐盟委員會於2006年3月3日將歐元區2006年第1季的GDP季增率預測值由0.4%~0.8%微幅上修至0.4%~0.9%；而第2季與第3季之預測值亦同為0.4%~0.9%。另根據ECB的3月總體經濟預測報告，由於民間投資動能可望更趨強勁，因而將歐元區2006年經濟成長率預測值由1.4%~2.4%上調至

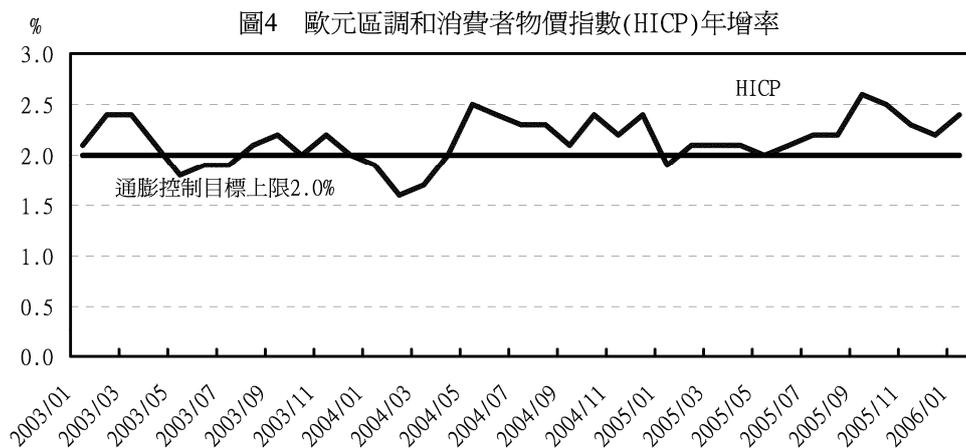
1.7%~2.5%，2007 年則為 1.5%~2.5%；同時指出，未來歐元區經濟成長的風險主要來自於油價上漲及全球失衡問題。

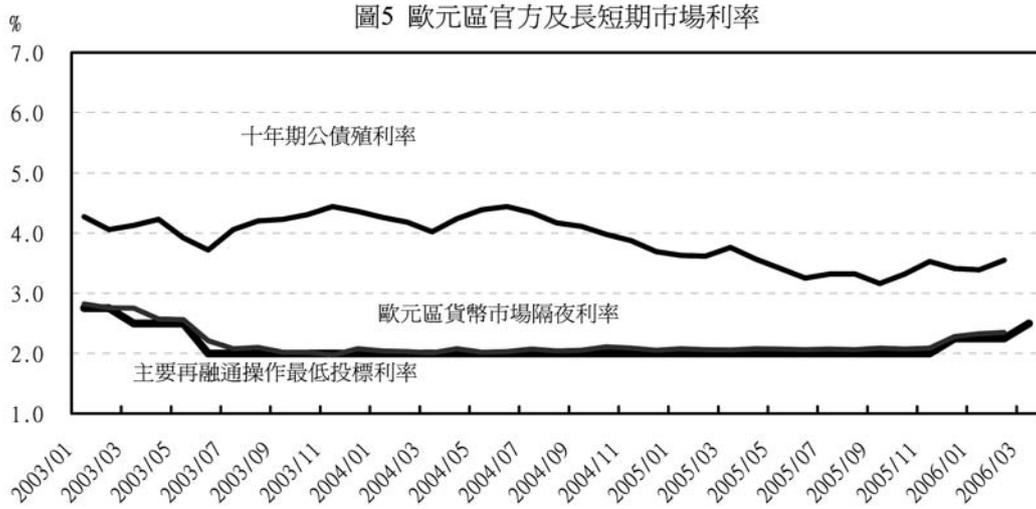
物價方面，受國際油價高漲的影響，歐元區的調和消費者物價指數（HICP）年增率自 2005 年 2 月以來都超過 ECB 所設定的「低於但接近」2% 之通膨目標。2006 年 1 月 HICP 年增率由 2005 年 12 月之 2.2% 續升至 2.4%（圖 4）。至於扣除能源及未加工食品之核心 HICP 年增率則為 1.3%。ECB 認為受到油價飆升的影響，短期內 HICP 年增率均將維持在 2.0% 以上的水準，而行政費用與間接稅負的增加，以及前一波油價飆漲的遞延效果，可能會持續影響 2006 及 2007 兩年的 HICP 走勢。近來，ECB 理事多對油價上漲所可能引發的薪資調漲，亦即所謂的「第二輪效果」（second-round effects）表示憂心。ECB 的 3 月總體經濟預測報告則預測 2006 年 HICP 年增率為 1.9%~2.5%，2007 年為

1.6%~2.8%。

至於廣義貨幣總計數 M3 在低利率環境下亦持續穩定成長，2005 年第 4 季平均年增率為 7.8%，低於第 3 季之 8.0%，2006 年 1 月已滑落至 7.6%，但仍遠高於 ECB 認為不危及中期物價穩定之 4.5% 的目標水準。此外，歐元區民間部門放款亦強勁成長，除家計部門房貸年增率持續擴增外，非金融機構貸款亦開始顯著成長，2005 年 12 月歐元區非金融機構貸款年增率由 2004 年 12 月之 5.4% 躍升至 8.0%，家計部門放款年增率亦高達 9.4%，顯示歐元區景氣增溫。

貨幣政策方面，繼 2005 年 12 月 1 日調升利率一碼後，為抑制物價漲幅持續擴大，ECB 管理委員會（Governing Council）於 2006 年 3 月 2 日的決策會議中，再度將其政策利率（主要再融通操作之最低投標利率）調升一碼至 2.5%；邊際貸放利率及存款利率亦同步調升一碼至 3.5% 及 1.5%（圖 5）。

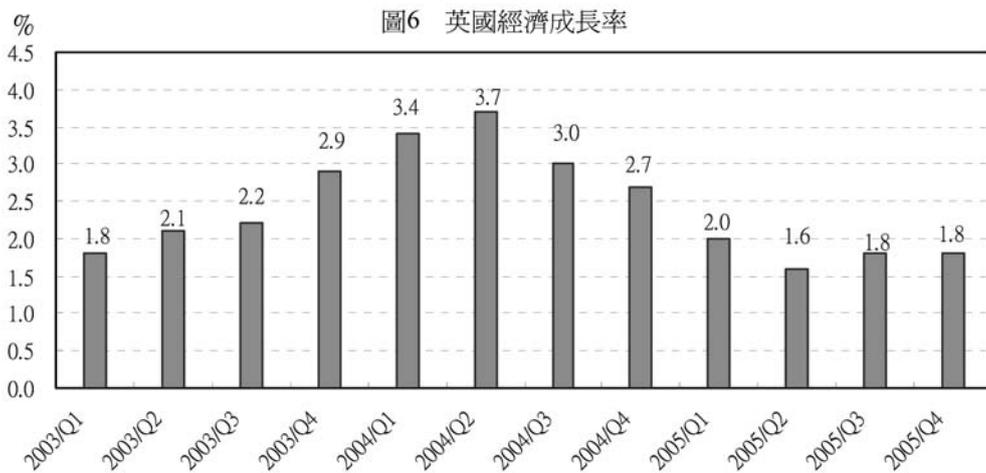




四、英國經濟成長明顯減弱，貨幣政策暫持觀望

2005 年第 4 季英國經濟成長率 (與 2004 年同季比) 為 1.8% (圖 6)，與第 3 季持平，與上季比之季變動率則由第 3 季之 0.5% 微幅擴張至 0.6%。就季增率言，在生產面上，2005 年第 4 季英國經濟的主要成長動能來自服務業產出成長 0.9%，由於製造業產出衰退 1.0%，致整體工業生產持續衰退 0.8%；從支

出面觀之，家計部門支出成長由上季之 0.6% 略升至 0.7%，惟固定資本形成則由第 3 季之成長 2.8% 轉呈衰退 0.8%。2005 年全年經濟成長率則由 2004 年的 3.2% 降至 1.8%，為近 13 年來最低。至於 2006 年經濟成長率，英格蘭銀行 2006 年 2 月之預測值為 3%，英國財政部 2005 年 12 月之預測值則維持在



2.0%~2.5%。

2005 年英國房地產市場明顯降溫，根據英國主要房貸機構 Halifax 的資料顯示，7 月房價年增率雖已降至 2.3%，惟自 8 月起，在英格蘭銀行調降利率帶動房屋需求增加之激勵下，房價漲幅逐步回升，至 2006 年 2 月升為 5.5%。根據英格蘭銀行的統計，房貸核准案件亦自 2005 年下半年起明顯增加，2006 年 1 月房貸核准件數較 2005 年同期成長 49%。

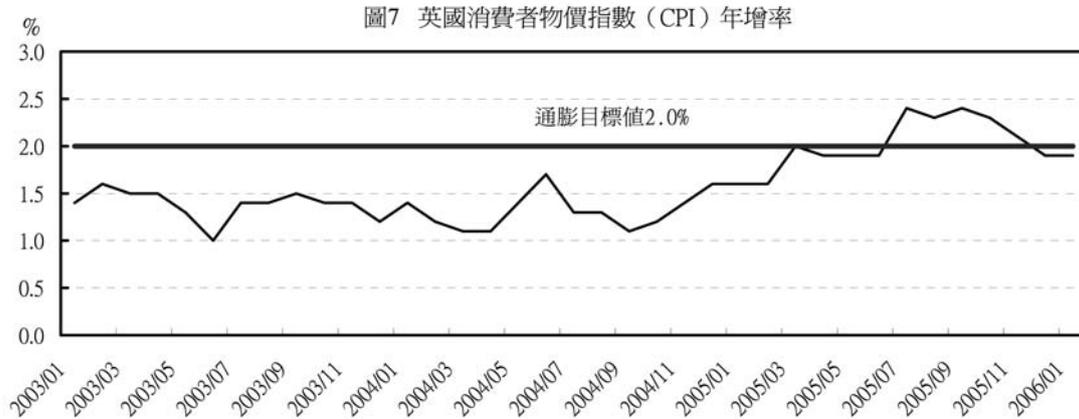
勞動市場方面，2005 年前 3 季失業率多維持在 4.7% 之歷史低點，惟第 4 季失業率上升，2005 年 11 月至 2006 年 1 月之失業率為 5.0%（表 4）。物價方面，2005 年 7 至 11 月 CPI 年增率均高於英格蘭銀行設定的 2.0% 目標，其中 7、9 兩個月曾攀升至 2.4% 之高點（圖 7）；至 12 月始因國際原油價格及國內交通運輸費用調降而逐步回穩，2005 年全年 CPI 年增率由 2004 年之 1.3% 升至 2.0%；2006

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)	M0 年成長率 %	消費者物價 指數 (CPI) 年增率 (1995=100) %	英格蘭銀 行十四天 期附買回 利率 %
2003	2.5	4.8	-0.5	0.7	3.6	-47.9	7.2	1.4	3.75
2004	3.2	4.7	0.8	1.0	6.8	-61.1	6.0	1.3	4.75
2005	1.8	5.0	-1.7	8.8	6.0	-60.5	5.3	2.0	4.50
2005/2		4.7	-0.2	5.5	9.9	-5.5	5.9	1.6	4.75
3	2.0	4.7	-2.5	5.4	8.5	-5.3	6.5	2.0	4.75
4		4.7	-1.9	9.2	6.8	-5.1	3.4	1.9	4.75
5		4.8	-1.6	8.7	6.1	-4.9	4.3	1.9	4.75
6	1.6	4.7	-1.9	15.0	5.7	-4.4	3.8	1.9	4.75
7		4.7	-1.2	9.3	4.1	-4.9	4.9	2.4	4.75
8		4.7	-1.7	11.5	8.9	-5.5	6.2	2.3	4.50
9	1.8	4.9	-1.3	10.7	8.2	-5.0	5.3	2.4	4.50
10		5.0	-2.2	11.5	1.6	-4.4	5.3	2.3	4.50
11		5.1	-2.7	6.5	4.5	-5.1	5.7	2.1	4.50
12	1.8	5.0	-2.7	4.5	3.9	-4.9	5.9	1.9	4.50
2006/1							6.7	1.9	4.50

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。



年 1 月維持在 1.9%，與上月持平。

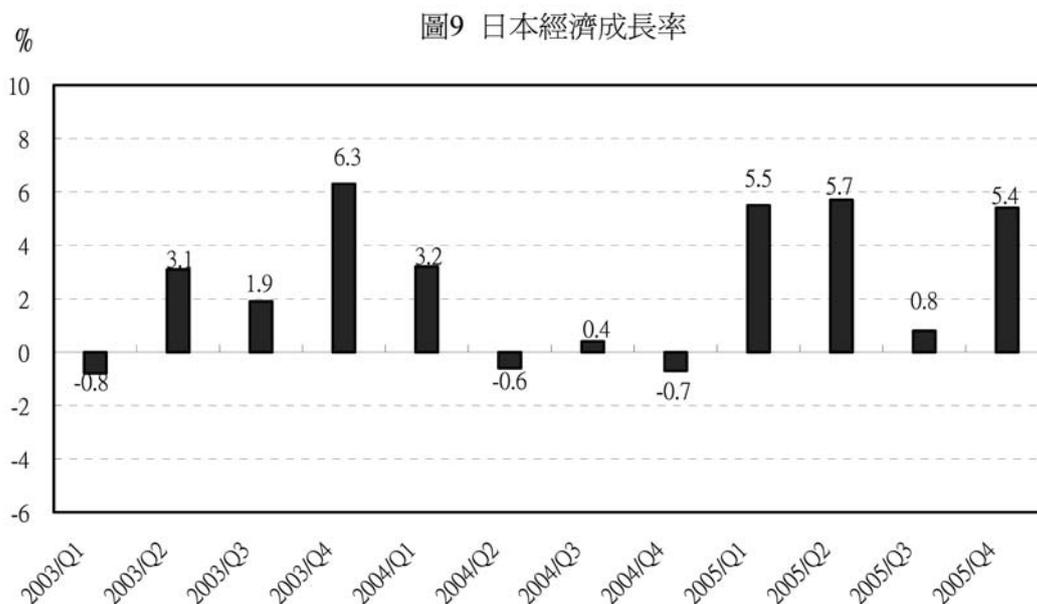
貨幣政策方面，鑒於經濟成長仍顯疲弱，英格蘭銀行貨幣政策委員會自 2005 年 8 月以來將 14 天期附買回利率 (repo rate) 維

持在 4.50% (圖 8)，以激勵景氣。此外，根據英格蘭銀行貨幣政策委員會 2 月的通膨報告，預期未來 2 年內通膨率皆能維持在設定的 2.0% 目標內。

五、日本經濟加速成長，通貨緊縮現象業已緩解

2005 年第 4 季實質 GDP 較上季成長 1.3%，換算年率為成長 5.4% (圖 9)，為連續第 4 季呈現正成長。2005 年全年實質 GDP 成長率為 2.7%，係近 5 年來之最高。2005 年第 4 季景氣擴張的動能相當均衡，在實質

GDP 季增率 1.3% 中，內需與外需之貢獻度分別為 0.7 與 0.6 個百分點。內需的成長主要為民間住宅投資及民間消費分別成長 2.1%、0.9%，民間企業設備投資亦成長 0.4%，公共投資則在 2005 年第 2 季及第 3 季小幅成長



後，第 4 季再轉為衰退；外需方面，輸出成長 3.5%，輸入則衰退 0.9%，為 2003 年第 3 季以來之首度衰退。至於 2006 會計年度（2006 年 4 月至 2007 年 3 月底）經濟成長率，日本內閣府持審慎樂觀態度，根據其於 2006 年 1 月 20 日發表之經濟展望報告，日本經濟在內需持續成長帶動下將穩定復甦，預測 2006 會計年度之經濟成長率為 1.9%。

2005 年第 4 季工業生產較 2004 年同季成長 3.4%（表 5），主要係電子零組件、一般機械及運輸設備成長所致。2005 年全年工業生產則成長 1.3%。2006 年 1 月工業生產較 2005 年同期成長 2.1%，為連續 6 個月呈正成長，工業生產呈溫和擴增趨勢。

對外貿易方面，日本 2005 年全年貿易出超為 8.8 兆日圓，比 2004 年減少 26.5%，為

4 年來首度減少，主要係能源價格高漲，加上景氣復甦，個人電腦需求增加，使得進口大幅成長 15.6%所致。2006 年 1 月更出現 5 年來首次貿易逆差，主要因油價高漲，進口較 2005 年同期大增，且對亞洲各國出口因農曆新年呈現疲軟所致。

由於景氣呈現復甦跡象，就業情況漸獲改善，日本 2005 年全年失業率為 4.4%，為 1999 年以來最低。物價方面，受國際油價上漲影響，企業物價指數年增率自 2004 年 3 月以來持續呈現正數，2006 年 1 月達 2.6%。2005 年全年 CPI 年增率為 -0.3%，2006 年 1 月升至 0.5%，主要係燃料用油及水電價格較 2005 年同期上漲 3.7%所致；剔除生鮮食品的核心 CPI 年增率在 2005 年 10 月為 0%，11 月起轉為正數，至 2006 年 1 月為 0.5%，顯示

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 (2000=100)		企業物價指數 (2000=100) 年增率 %	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 %				
2003	1.8	5.3	3.2	-0.3	-0.3	-0.8	4.7	5.1	101,863
2004	2.3	4.7	5.5	0.0	-0.1	1.3	12.1	10.9	119,533
2005	2.7	4.4	1.3	-0.3	-0.1	1.7	7.3	15.6	87,852
2005/2		4.6	1.0	-0.3	-0.4	1.3	1.7	11.4	10,897
3	5.5	4.5	1.3	-0.2	-0.3	1.4	6.1	7.7	11,188
4		4.4	0.3	0.0	-0.2	1.9	7.8	12.8	9,580
5		4.4	0.3	0.2	0.0	1.8	1.4	18.7	2,928
6	5.7	4.2	0.2	-0.5	-0.2	1.4	3.6	11.1	8,685
7		4.4	-2.3	-0.3	-0.2	1.5	4.3	11.7	8,688
8		4.3	1.5	-0.3	-0.1	1.7	9.1	21.3	1,125
9	0.8	4.3	1.2	-0.3	-0.1	1.7	8.8	17.5	9,529
10		4.5	3.0	-0.7	0.0	2.0	8.0	17.9	8,182
11		4.5	3.4	-0.8	0.1	1.9	14.7	16.7	5,959
12	5.4	4.4	3.7	-0.1	0.1	2.2	17.5	27.4	9,119
2006/1		4.5	2.1	0.5	0.5	2.6	13.5	27.0	-3,510

資料來源：內閣府及 Thomson Datastream。

日本通貨緊縮現象業已緩和。

日本央行鑑於日本景氣持續復甦，核心 CPI 年增率亦將持續為正數，2006 年 3 月 9 日宣布結束定量寬鬆貨幣政策，將貨幣政策操作目標由金融體系提存央行的準備金活期帳戶餘額改為無擔保隔夜拆款利率。日本央行將透過短期貨幣市場操作，在未來幾個月逐步降低金融機構在央行的準備金活期帳戶餘額至與法定準備一致的水準。未來日本央

行將持續一段時日，將無擔保隔夜拆款利率維持近乎於零之水準，並將視經濟發展與物價情勢，逐步調整無擔保隔夜拆款利率。另外，自 1990 年代以來，日本已經歷長期低通膨環境，企業及家計部門均習以低通膨作為決策依據。因此日本貨幣政策考量此項因素，雖未明白宣示設定通膨目標，但認為 0%~2% 的消費者物價上漲率可代表中長期物價穩定目標。

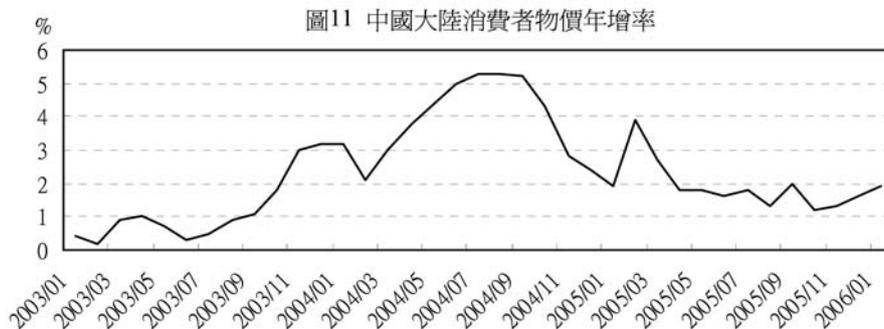
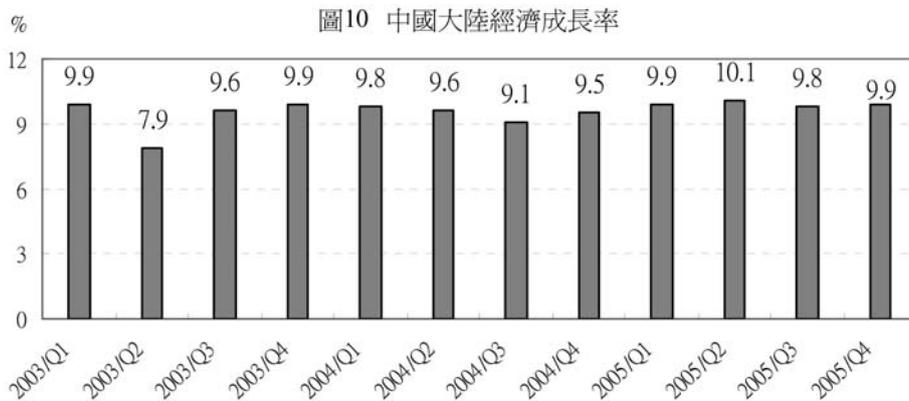
六、中國景氣持續擴張，通膨溫和

中國 2005 年第 4 季經濟成長率達 9.9% (圖 10)。2005 年全年經濟成長率則由 2004 年之 10.1% 略降至 9.9%，成長主要動力為固定資產投資持續成長 25.7%，以及貿易順差大幅擴增至 1,019 億美元。此外，M2 年增率亦自 2004 年 12 月之 14.6% 升至 2005 年 12 月之 17.6%，2006 年 1 月更進一步攀升至 19.2%，反映景氣擴張力道依舊強勁。國務院國家信息中心對 2006 年經濟成長率預測值為 9.3%。

之 3.9% 降至 1.8%，主要係因糧食價格大幅滑落所致；2006 年 1 月 CPI 年增率則由 2005 年 12 月底之 1.6% 略升至 1.9% (圖 11)。中國人民銀行指出，CPI 年增率雖處於低點，但通膨壓力仍需關注，原因除油價居高外，中國國家發展改革委員會已自 2005 年 12 月 26 日起，將原採取管制或補貼方式之能源出廠價格形成機制，改為依市場供需來決定價格之市場機制。此舉恐將增大能源價格上調壓力。

物價方面，2005 年 CPI 年增率由 2004 年

至於房地產價格，根據中國國家發展改



革委員會之調查，2005 年中國 70 個城市房屋銷售價格較 2004 年上漲 7.6%，惟漲幅較 2004

年滑落 2.2 個百分點，其中上海房價漲幅亦持續縮小，顯示中國房價漲勢已見趨緩。

七、亞洲新興國家經濟擴張轉緩，普遍採緊縮性貨幣政策

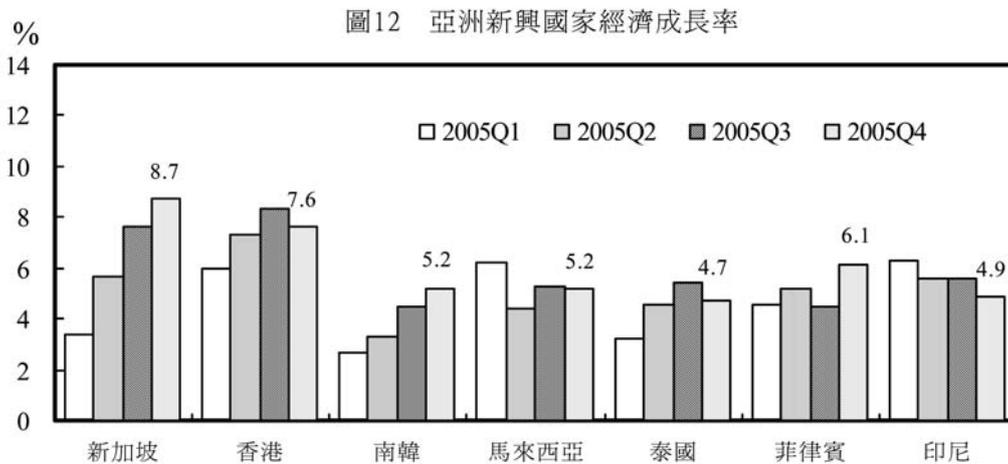
2005 年亞洲新興國家受油價攀升及全球經濟成長步調趨緩等不利影響，景氣擴張轉緩。除印尼經濟成長率續創 1997 年以來新高外，其他各國經濟成長均較 2004 年放緩（圖 12）。

香港 2005 年第 4 季由於民間消費、固定資本形成及輸出貿易持續增長，經濟成長率達 7.6%，雖較第 3 季之 8.3% 為低，但成長仍屬強勁。2005 年全年經濟成長率為 7.3%，達成香港政府 7% 之目標。隨景氣好轉，失業率自 2003 年 7 月之 8.7% 高點逐月降至 2006 年 1 月之 5.2%。由於區內消費需求持續強勁，復以燃料價格上揚，致 CPI 年增率自 2005 年初之 -0.5% 緩步走高，2005 年全年 CPI 年增率為 1.1%，係 7 年來首度由負轉正；2006 年 1

月進一步升至 2.6%。

南韓受惠於出口及民間消費的持續擴張，2005 年第 4 季經濟成長率由第 3 季之 4.5% 升至 5.2%，2005 年全年經濟成長率為 4.0%，略高於南韓央行先前預期之 3.9%。南韓央行預估 2006 年經濟成長率將達 5.0%。新加坡受製造業、服務業生產同步成長之激勵，2005 年第 4 季經濟成長率由第 3 季之 7.6% 升至 8.7%，2005 年全年經濟成長率達 6.4%。

菲律賓 2005 年第 4 季經濟成長率由第 3 季之 4.5% 升至 6.1%，2005 年全年經濟成長率則為 5.1%。馬來西亞則受惠於全球景氣復甦及民間需求轉強，2005 年第 4 季經濟成長率為 5.2%，2005 年全年經濟成長率則為

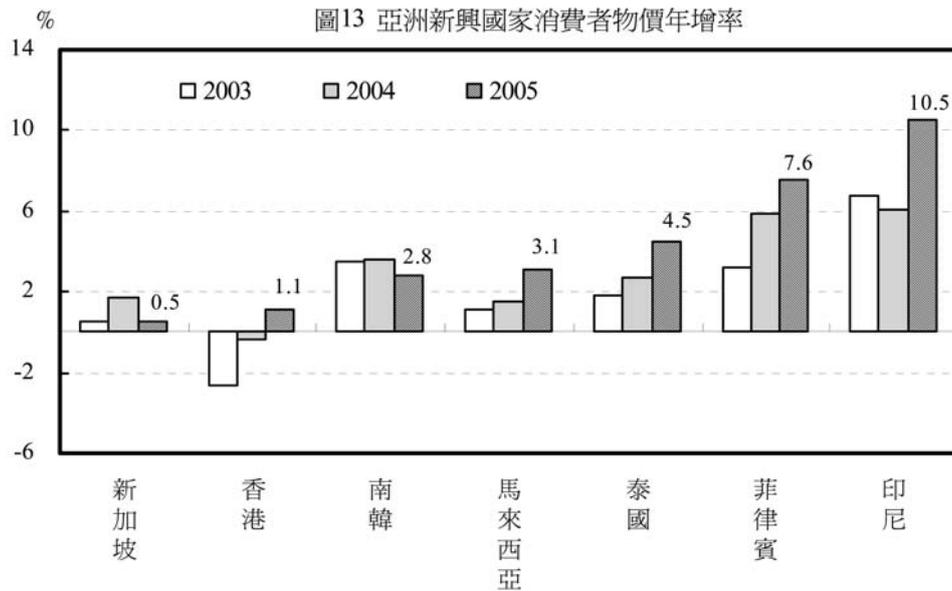


5.3%。泰國 2005 年第 4 季受油價高漲之影響，民間消費成長步伐放緩，加上外貿表現不如預期，經濟成長率由第 3 季之 5.4% 降至 4.7%，2005 年全年經濟成長率亦由 2004 年之 6.2% 降至 4.5%。印尼 2005 年第 4 季受油價上漲及升息影響，經濟成長率僅 4.9%，為 2004 年第 2 季以來最低，惟 2005 年全年經濟成長率仍達 5.6%，為 1997 年以來最高。

至於物價方面，受國際原油價格高漲影響，亞洲新興國家 WPI 明顯上揚，其中新加坡 2005 年 11 月 WPI 年增率為 8.9%，印尼 2005 年 12 月彈升至 22.6%，泰國 2006 年 1 月則高達 9.5%。此外，2006 年 1 月印尼 CPI 年增率更升至 17.0%，泰國、馬來西亞及菲律賓之 CPI 年增率亦均超過 3%（圖 13）。

貨幣政策方面，由於油價高漲與經濟持續成長造成通膨升溫，為緩和通膨壓力，各

國紛採緊縮性貨幣政策。新加坡重申維持匯率緩步升值政策以紓解日益升溫的通膨壓力。南韓央行有鑑於經濟復甦腳步加快、油價攀升，未來通膨可能升溫，因而於 2005 年 10 月 11 日、12 月 8 日及 2006 年 2 月 9 日分別升息一碼，2006 年 3 月之政策利率為 4%。香港自 2004 年 6 月以來跟隨美國十五度升息，2006 年 3 月之貼現窗口基本利率為 6.25%。馬來西亞央行則因能源價格居高不下，物價上漲壓力持續存在，繼 2005 年 11 月首度升息後，2006 年 2 月 22 日再次調升官方利率至 3.25%。泰國央行 2006 年 1 月 18 日與 3 月 8 日再度分別升息一碼至 4.50%，自 2004 年以來已升息十一次。菲律賓亦於 2005 年三度調升官方利率。印尼則自 2005 年 8 月 9 日至 12 月 6 日密集升息六次，官方利率由 8.50% 調升至 12.75%。



八、歐元對美元止貶回穩，亞洲新興國家貨幣對美元呈升值走勢

在國際匯市方面，2005 年由於美國的利率優勢與相對較佳的經濟表現，以及美國通過母國投資法案鼓勵企業海外資金回流等因素之影響，美元走強，至年底歐元對美元匯價為 1 歐元兌 1.1843 美元，日圓對美元匯價則收在 1 美元兌 117.96 日圓，與 2004 年底比較，歐元及日圓分別貶值約 12.66% 及 13.14%。2006 年 1 月初以來，因市場認為美國即將結束升息、美國外部失衡持續擴大、歐元區經濟前景看好的影響，歐元走強，但日圓仍呈貶值趨勢。1 月底之後，在美國升息一碼下，美元轉強，歐元走貶，日圓走勢則震盪起伏。惟 2 月底起，因市場預期日本央行可能提早結束定量寬鬆貨幣政策，日圓對美元轉呈升值趨勢。3 月 21 日歐元對美元匯價為 1 歐元兌 1.2089 美元（圖 14），日圓對美元匯價則收在 1 美元兌 117.305 日圓（圖

15），與 2005 年底比較，歐元、日圓分別對美元升值 2.08% 與 0.56%。

在亞洲新興國家方面，2006 年以來由於亞洲經濟前景樂觀、國際熱錢流入，且受市場預期亞洲各國央行將續採升息策略以對抗通貨膨脹等因素之影響，亞洲各國通貨匯價多呈現漲多跌少的升值趨勢。人民幣方面，自中國人民銀行於 2005 年 7 月 21 日宣布人民幣兌美元匯率升值 2.1% 以來，人民幣一直呈現緩步升值的趨勢，並形成升值預期，3 月 21 日與 2005 年底比較，人民幣升值 0.53%；菲律賓披索雖因政變影響而一度疲軟，但因海外資金與菲國海外勞工所得匯回，亦大致呈現升值趨勢，對美元升值 3.98%；韓元、馬幣皆因短期國際資本流入的影響，亦分別升值 4.04% 及 2.26%；近來泰國政情不穩，政治不確定性影響泰銖表現，惟因泰國央行採





取升息政策以抑制通貨膨脹，致泰銖亦呈升值趨勢，對美元升值 5.53%；印尼盾因年初

以來國際熱錢持續流入，亦對美元升值 7.84%，但印尼的高通貨膨脹率仍是潛在隱憂。

九、國際股市表現亮麗

2005 年下半年以來，外資大量湧入亞洲股市，電子產業景氣活絡，惟美國持續升息，且國際油價仍處高檔，使得全球主要股市表現不一，其中以南韓及日本的表現最為亮麗，韓股屢創歷史新高，日經股價指數則升抵 5 年來之高點。與 2004 年底比較，2005 年底美國道瓊工業股價指數微幅下跌 0.6%，那斯達克股價指數則小揚 1.4%；日經股價指數及泛歐指數則分別大漲 40.2% 及 23.0%。至於亞洲其他主要股市，南韓勁升 54.0%，印尼、菲律賓、新加坡、泰國及香港亦分別上漲 16.2%、15.0%、13.6%、6.8% 及 4.5%，而上海 A 股及馬來西亞則分別下跌 8.2% 及

0.8%。

2006 年初，因日本爆發 Livedoor 假帳醜聞，以及中東情勢緊張增加油價上漲壓力，全球股市短暫下跌；但隨後日本政府發表樂觀經濟展望，美國、歐洲經濟表現持續強勁，主要股市紛紛回升。2006 年 3 月 21 日與 2005 年底比較，美國道瓊工業與那斯達克股價指數分別上揚 4.8% 及 4.0%，日經股價指數與泛歐指數則上漲 3.2% 及 9.8%。至於亞洲其他股市，上海 A 股、印尼、新加坡、香港、泰國、馬來西亞及菲律賓分別上漲 10.9%、14.2%、6.4%、7.0%、2.6%、2.6% 及 4.3%，而南韓則下跌 3.1%（圖 16、17、18、19）。

圖17 美國那斯達克股價指數



圖18 德國DAX股價指數

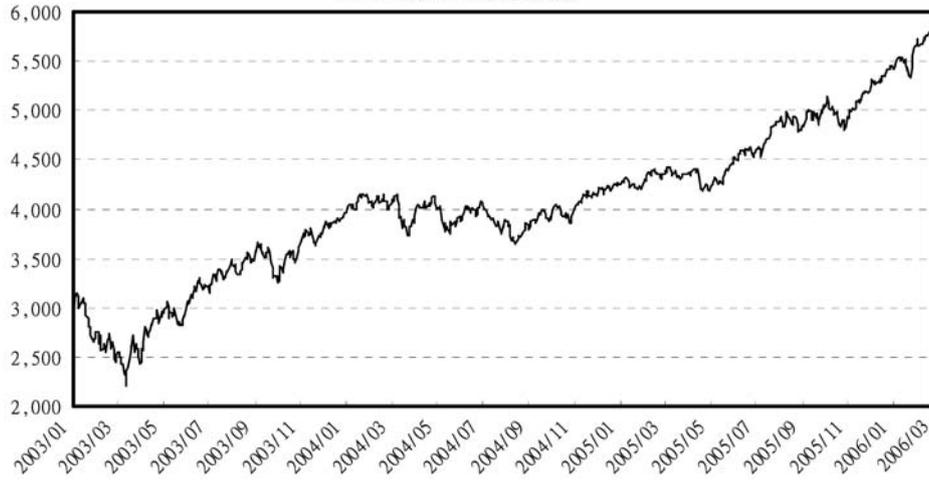


圖18 德國DAX股價指數

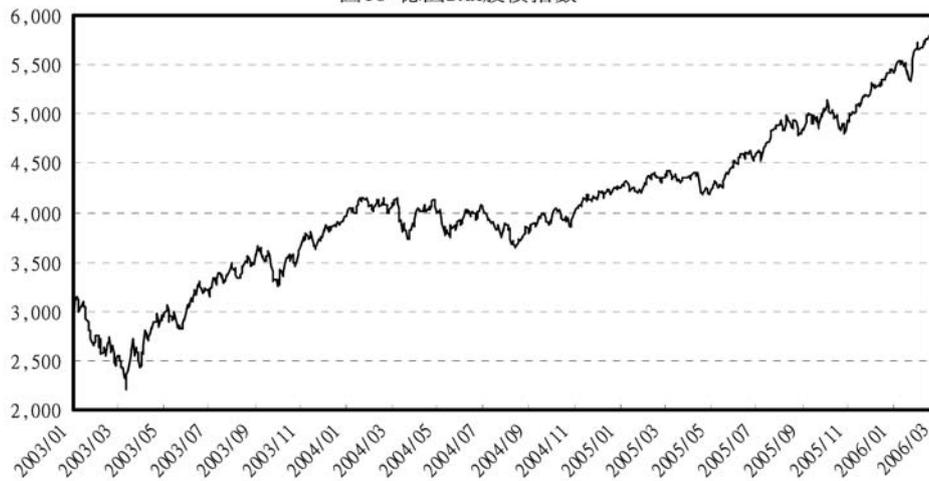


圖19 日本N225股價指數



十、國際商品價格仍居高檔

2005 年由於國際原油與黃金價格持續上漲，加上中國大陸經濟持續擴張，對各種原物料需求激增，益以市場投機資金炒作等影響，國際商品價格震盪走高。2005 年底美國商品研究局（CRB）期貨指數與美國哥倫比亞大學工業商品價格指數（JOC）分別達 331.8 點及 117.77 點，各較 2004 年底上漲 16.9% 及 5.6%。2006 年 1 月以來，油價持續上漲，國際金價也隨之上揚，並帶動白銀、白金及鈀金紛創歷史新高價位，1 月 30 日 CRB 期貨指數達 350.06 點，創歷史新高。之後，油價自高檔回跌，加以貴金屬及基本金屬獲利了結賣壓出籠，CRB 期貨指數轉呈下跌趨勢，至 3 月 21 日為 322.77 點。

油價方面，2005 年全球經濟持續擴張帶

動石油需求增加，加上產油國家政治局勢不穩引發原油供應短缺之疑慮，益以投機資金炒作等影響，國際油價攀高。美國西德州中級原油每桶價格自 2 月下旬升抵 50 美元後，7 月衝破 60 美元，之後，受卡翠娜颶風影響，8 月 30 日曾創下 69.9 美元之歷史新高。所幸美國原油庫存增加，國際油價自高峰回落，至 11 月底為 56.3 美元；12 月以來北美氣候轉冷，加上市場擔心石油輸出國家組織（OPEC）可能減產，國際油價回升，至 2005 年底為 61.04 美元，較 2004 年底上漲 40.45%。2006 年初以來，受伊朗核武爭議、奈及利亞武裝攻擊等影響，國際油價持續攀升，於 1 月 30 日抵 68.4 美元。之後，因美國原油庫存回增、伊朗核武問題有緩和跡象，以及 3 月



8 日 OPEC 會議宣布維持原油產能不變，國際油價回檔，至 2006 年 3 月 21 日為 60.57 美元，較 2005 年底下跌 0.8%（圖 20）。

國際黃金方面，受國際美元及油價走勢之影響，2005 年 1 至 8 月倫敦黃金現貨價格大致維持在每盎司 415~445 美元區間波動；之後，因通膨疑慮升高，黃金保值需求增加，加上市場投機炒作，逐步盤堅，至 12 月

12 日為 536.5 美元之全年最高價位。之後回檔，至 12 月底為 516 美元，較 2004 年底上漲 18.46%。2006 年初以來隨國際油價上揚，加上市場投機炒作，再度高漲，至 2 月 2 日達 572.2 美元價位；惟近期受油價回軟影響，回檔盤整，至 3 月 21 日為 555.8 美元，仍較 2005 年底上漲 7.70%（圖 20）。

十一、影響全球經濟前景之變數

IMF 總經理拉托於 2006 年 2 月上旬表示，在美國、中國及其他亞洲新興經濟體持續成長之帶動下，2006 年全球經濟可望穩定成長。惟目前國際油價維持高檔、禽流感疫情升溫及全球嚴重失衡現象，係未來經濟金融穩定發展的隱憂。

為改善全球失衡，拉托一再呼籲，美國應持續改善財政赤字並增加國民儲蓄。歐洲國家則須增進勞動及產品市場之彈性，以提升經濟成長率，部分國家亦應強化其財政體

質。至於中國及其他亞洲新興國家則應擴大內需，並採取較具彈性的匯率政策與制度。

至於國際油價方面，由於發展中國家對原油的需求仍強、全球煉油產能卻無法有效提升，加以中東等產油國家政治不穩定，預期 2006 年國際油價仍將在高檔震盪。根據美國能源資訊署（EIA）2006 年 3 月 7 日之最新預測，2006 年美國西德州中級原油價格平均將達每桶 63.7 美元，2007 年則降為 60.6 美元。

此外，2006 年以來禽流感疫情持續增溫，全球各地都相繼爆發疫情，病毒已由亞洲國家擴散至中東、歐洲及非洲國家，感染及死亡人數持續增加。因此，世界衛生組織（WHO）及 IMF 等國際組織均提出警告，禽流感已成為全球經濟的最大威脅之一。世

界糧農組織（FAO）、世界動物衛生組織（OIE）及 WHO 並已提供各國及國際可採行之有關控制禽流感政策之相關建議，並呼籲各國政府致力於防疫工作及加強國際合作，以期降低疫情可能造成的經濟損失和人員傷亡。

國內經濟金融日誌

民國 95 年 1 月份

- 3 日 △立法院院會三讀通過菸酒稅法修正案，「健康福利捐」由每包徵收 5 元調高為 10 元。
所稽徵之健康福利捐，其中 90% 將用於全民健康保險安全準備，10% 用於中央與地方的菸害防制、衛生保健、私劣菸品查緝、防治菸品稅捐逃漏及社會福利。
- 19 日 △飛利浦宣布，為推動全新的 CD-R 光碟片專利授權模式-Veeza，調降其權利金，每片從目前 4.5 美分降到 2.5 美分，降幅高達 44%。預期台灣光碟業者將是最大受惠者。
- 23 日 △康師傅赴美國發行美國存託憑證（ADR），通過香港聯交所報備和紐約證交所核准，即日起掛牌，代號為 TCYMY，創大中華區食品業發行海外存託憑證首例。
△全球最大筆記本型電腦代工廠商廣達宣布，為進軍全球定位系統（GPS）市場，發行新股交換取得倚天旗下的鼎天國際之 4 成股權，成為鼎天最大股東，換股比例為 1 股廣達換 1.25 股鼎天。
- 24 日 △外貿協會董事會通過，投資 3 億元參與成立智九品牌創投公司。這是國內第一個專為發展品牌的創投公司，政府相關部門以具體行動宣示，協助國內廠商發展全球品牌計畫正式啟動。
- 27 日 △金管會發布對富邦投信處分案。處分原因是富邦投信旗下基金相互交易，出現嚴重的內控疏失，違反證券投資信託及顧問法。
△台新金控董事會通過與美商新橋資本公司（Newbridge Asia IV）合作，以私募新台幣 270 億元取得 18.45% 的股權。

民國 95 年 2 月份

- 6 日 △證交所與櫃買中心同步公告，上市櫃共 1,196 家公司應申報 34 號公報對財報自結數的影響。
- 8 日 △陳水扁總統出席六大工商團體新春聯合團拜，提出未來一年三項重點財經政策包括投資、就業與物價。
- 13 日 △中油公司調漲國內油品價格，漲幅約 4%。
- 16 日 △菸品健康福利捐由每包徵收 5 元調高為 10 元。

- 22 日 △全國能源會議通過「天然氣事業法草案」，作為國內天然氣生產、進口與自由化的管理規範。

民國 95 年 3 月份

- 7 日 △為處理卡債問題，銀行公會針對「消費金融債務協商機制」，提供 4 月 10 日前申請協商者於協商期間協商債務免計息鼓勵方案。
- 10 日 △銀行公會召開臨時理監事聯席會議決議通過成立陽光資產管理公司（原稱為公益資產管理公司），並自本月 24 日起正式運作。
- 21 日 △中央銀行修正「金融機構流動準備查核要點」，增列資產證券化受益證券符合一定條件者，得逕行充當金融機構流動準備。
- 23 日 △行政院金融監督管理委員會發布實施「行政院金融重建基金處理經營不善金融機構作業辦法」。
- △行政院金融監督管理委員會訂定「金融機構辦理信用卡及現金卡業務訂定差別利率應注意事項」，要求各發卡機構依持卡人的信用狀況，採取利率差別定價，並定期覆核調整。
- 27 日 △「黃金期貨、MSCI 台股指數期貨及選擇權」等三項美元計價商品在台上市。配合行政院金融監督管理委員會開放上述美元計價期貨商品及外資從事非避險期貨交易，中央銀行修正發布「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」。
- △台灣證券集保公司與台灣票券集保結算公司合併為台灣集中保管結算所股份有限公司。
- 28 日 △經濟部訂定赴大陸「重大投資案」審查標準，凡金額超過 1 億美元或涉及敏感科技投資案均須經政策面審查。
- 30 日 △中央銀行調升重貼現率、擔保放款融通及短期融通利率各調升 0.125 個百分點，分別調升為年息 2.375 %、2.75 % 及 4.625 %，自 3 月 31 日起實施。

國際經濟金融日誌

民國 95 年 1 月

- 4 日 △新加坡貿工部公布 2005 年第 4 季經濟成長率為 7.7%，2005 年全年經濟成長率為 5.7%，均優於政府原先預期。
- 11 日 △中國海關總署公布 2005 年全年進出口貿易總值，除 12 月單月進出口貿易總值達 1,398 億美元的歷史新高外，全年貿易順差亦達 1,019 億美元，較 2004 年增加 3 倍。
- 15 日 △中國人民銀行公布截至 2005 年底之外匯存底金額高達 8,189 億美元，創下歷史新高。
- 18 日 △泰國央行衡酌近期經濟金融情勢，並考量通膨壓力及實質利率仍為負數等因素，宣布調高官方利率（14 天期附買回利率）1 碼至 4.25%。
- 24 日 △為抑制經濟加速成長帶來的通膨壓力，印度央行宣布升息 1 碼至 5.5%，為 15 個月來第四度升息。
△加拿大央行宣布調高隔夜拆款利率目標 1 碼至 3.50%。
- 25 日 △中國國家統計局公布 2005 年經濟成長率為 9.9%，國內生產毛額達 18.23 兆人民幣(約 2.23 兆美元)，超越英國，成為僅次於美、日、德的世界第四大經濟體。
△南韓央行公布 2005 年第 4 季經濟成長率為 5.2%，成長主要動能來自出口及民間消費支出擴增，2005 年全年經濟成長率為 4.0%，高於央行先前預期之 3.9%。
- 26 日 △日本財務省公布 2005 年日本貿易順差縮小至 8.78 兆日圓（減幅達 26.5%），約為 758 億美元，首次低於中國大陸 2005 年創下的 1,019 億美元貿易順差紀錄。貿易順差減少主要係因進口大幅成長 15.6% 所致，其中又以能源進口成本飆漲影響最大。
- 30 日 △菲律賓公布 2005 年第 4 季經濟成長率為 6.1%，2005 年全年經濟成長率為 5.1%。
- 31 日 △美國聯邦公開市場委員會將聯邦資金利率目標由原先之 4.25% 調高 1 碼至 4.50%，為自 2004 年 6 月以來第十四次調升利率。

民國 95 年 2 月

- 1 日 △香港金融管理局將貼現窗口基本利率由原先之 5.75% 調高 1 碼至 6%。
- 9 日 △由於經濟復甦腳步加快、油價維持高檔，可能加速未來通膨升溫，南韓央行宣布調升政策利率（無擔保隔夜拆款利率）1 碼至 4%。

- 16 日 △由於基期調整，新加坡貿工部將 2005 年第 4 季經濟成長率上修至 8.7%，2005 年全年經濟成長率則為 6.4%。
- 22 日 △馬來西亞央行宣布將官方利率（隔夜拆款利率）由 3% 調升至 3.25%，為上年 11 月以來第二度升息。
△中國人民銀行於「2005 年第 4 季中國貨幣政策執行報告」中指出，中國大陸近期將調整燃油、水、電、天然氣、煤炭等資源及公共交通等服務的市場價格機制。此舉恐將增大能源價格上調壓力。
- 24 日 △英國 2005 年第 4 季經濟成長率（與上年同季比）為 1.7%，與上季比之季變動率為 0.6%，成長動能主要來自服務業產出，製造業產出未見好轉。2005 年全年經濟成長率則為 1.8%。

民國 95 年 3 月

- 2 日 △由於物價穩定風險已有上升跡象，歐洲中央銀行（ECB）管理委員會再度將主要再融通操作之最低投標利率調升 1 碼至 2.5%；邊際貸放利率及存款利率亦同步調升 1 碼至 3.5% 及 1.5%。
- 6 日 △泰國國家經濟暨社會發展委員會公布 2005 年第 4 季經濟成長率為 4.7%，全年經濟成長率為 4.5%。由於政治、油價及利率等不確定因素，該機構將 2006 年經濟成長率的預測值由 4.7-5.7% 調降為 4.5-5.5%。
- 8 日 △泰國央行衡酌近期經濟金融情勢，並考量通膨壓力及實質利率仍為負數等因素，宣布調高官方利率（14 天期附買回利率）1 碼至 4.5%，以控制核心物價年增率在目標範圍內。
- 9 日 △日本央行宣布結束定量寬鬆貨幣政策，將貨幣政策操作目標由金融體系提存央行的準備金活期帳戶餘額改為無擔保隔夜拆款利率。在未來幾個月，日本央行將透過短期貨幣市場操作，逐步降低金融機構在央行的準備金活期帳戶餘額至與法定準備一致的水準，並將無擔保隔夜拆款利率維持近乎於零之水準，未來亦將視經濟發展與物價情勢，逐步調整無擔保隔夜拆款利率。另外，雖未明白宣示設定通膨目標，但日本央行多數政策委員認為 0-2% 的消費者物價上漲率可代表中長期物價穩定。
- 27 日 △中國人民銀行預測本年中國經濟成長率及消費者物價年增率分別為 8.9% 及 2%，且上半年經濟表現將優於下半年，消費者物價年增率則先抑後揚。

- 28 日 △中國本年 2 月底外匯存底高達 8,537 億美元，首度超越日本，為全球之冠。
△美國聯邦公開市場委員會將聯邦資金利率目標由原先之 4.50% 調高 1 碼至 4.75%，為自 2004 年 6 月以來第十五次調升利率。
- 29 日 △香港金融管理局將貼現窗口基本利率由原先之 6.0% 調高 1 碼至 6.25%。
- 30 日 △美國商務部修訂 2005 年第 4 季經濟成長率至 1.7% (與上季比，換算成年率)，低於第 3 季之 4.1%。
△世界銀行發布東亞經濟半年報，將本年亞洲地區（不包括日本及印度）經濟成長率由上年 11 月預測之 6.2% 上調至 6.6%，主要係預期美國、歐洲及日本對該地區科技產品需求增加所致。

