

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第三十三卷 第三期

中央銀行 編印

中華民國一〇〇年九月

# 中央銀行季刊

第三十三卷 第三期

中央銀行 編印

中華民國一〇〇年九月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第三十三卷 第三期

### 專 載

中央銀行理監事聯席會議決議 .....	中 央 銀 行	1
---------------------	---------	---

### 專題研究

全球流動性與台灣資產價格變動關係之探討 .....	張志揚、陳佩玗	5
---------------------------	---------	---

### 經濟金融動態

#### 國內經濟金融情勢（民國100年第2季）

總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	35
國際收支 .....	國 際 收 支 科	43
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	53
金融市場 .....	李美琴、葉德勝 羅美玲、李現瑞	59

國際經濟金融情勢（民國100年第2季） .....	國 際 經 濟 科	79
---------------------------	-----------	----

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國100年7月至9月） .....	國 內 經 濟 科	99
國際經濟金融日誌（民國100年7月至9月） .....	國 際 經 濟 科	103



# 中央銀行理事聯席會議決議

(100年9月29日發布)

## 一、本日本行理事會決議：

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.875%、2.25%及4.125%不變。

## 二、上述決議，主要考量因素如下：

(一) 由於歐洲主權債務問題延宕未決，加以美國財政整合的政治僵局、房地產市場疲弱及失業率偏高等問題，衝擊投資及消費者信心，引發國際金融市場震盪。在「經濟成長疲軟」及「金融情勢惡化」交互影響下，全球經濟金融不確定性升高。近期國際預測機構陸續下修今、明兩年全球經濟成長率預測值。

物價方面，由於國際原油及部分商品價格已自高點回跌，預期第4季起，全球通膨降溫。

(二) 國內經濟上半年表現良好，經濟成長率為5.58%。年中以來，因外需減弱，出口、外銷訂單及工業生產成長趨緩，民間投資亦趨保守。隨主要貿易伙伴景氣趨緩，行政院主計處預測下半年經濟成長率將降至4.11%（全年下修為4.81%）；明（101）年則為4.58%。由於季節性

因素影響，近月失業率略升，惟就業人數持續增加。

(三) 由於國際原油等商品行情回跌，輸入性物價上漲壓力漸緩，國內通膨及通膨預期降溫，本年8月消費者物價指數（CPI）年增率為1.34%；主計處8月下修下半年CPI年增率預測值為1.75%（全年下修為1.59%），明年為1.21%。與其他國家比較，國內物價漲幅溫和（詳附件）。

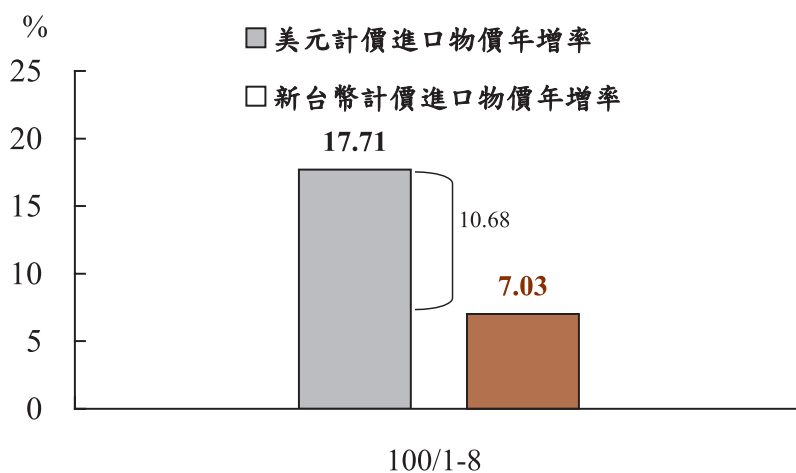
(四) 隨本行5度調升政策利率，銀行業隔夜拆款利率緩和上升。為加強吸收中長期流動性，本行續發長天期定存單，8月份銀行淨超額準備已降至99億元；銀行授信增加，1至8月平均M2年增率為6.01%，維持在目標區內（2.5%~6.5%），有助於物價穩定。

經考量上述因素，鑑於全球經濟存在諸多不確定性，不利國內經濟成長，在通膨預期舒緩情況下，本行理事會認為維持目前政策利率，有助於整體經濟金融穩健發展。未來本行將持續密切觀察國內外經濟金融情勢，執行妥適的貨幣政策，以穩定物價，並協助經濟成長。

三、本行前次理事會以來，銀行不動產授信過度集中情況持續改善，房地產市場交易逐漸降溫。本行理事會認為，本行及政府相關部會執行「健全房屋市場方案」，成效逐漸顯現，有助房市健全發展。

四、新台幣匯率制度係採管理浮動匯率，原則上由外匯市場供需決定，惟若有不規則因素（如短期資金大量進出）及季節因素，導致匯率過度波動（係指雙向的波動）與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將維持外匯市場秩序。

## 附件



## 主要國家CPI年增率

單位：%

地區別	98年	99年	100年7月	100年8月	100年1-8月*
美國	-0.4	1.6	3.6	3.8	3.0
歐元區	0.3	1.6	2.5	2.5	2.6
日本	-1.4	-0.7	0.2	-	-0.4
中國大陸	-0.7	3.3	6.5	6.2	5.6
台灣	-0.9	1.0	1.3	1.3	1.4
南韓	2.8	2.9	4.7	5.3	4.5
香港	0.6	2.4	7.9	5.7	5.1
新加坡	0.6	2.8	5.4	5.7	5.1
印尼	4.6	5.1	4.6	4.8	5.9
馬來西亞	0.6	1.6	3.4	3.3	3.1
菲律賓	3.2	3.8	5.1	4.7	4.8
泰國	-0.9	3.3	4.1	4.3	3.7
越南	7.1	9.0	22.2	23.0	17.7





# 全球流動性與台灣資產價格變動關係之探討\*

張志揚、陳佩玗\*\*

## 摘要

IMF (2010) 指出，受到G-4國家低利率政策的影響，2003年至2009年間全球流動性大幅增加，其實證結果顯示，全球流動性對資產價格有顯著的正向影響，且對資金淨流入國而言，全球流動性之影響力大於本國的流動性。

全球流動性擴張，熱錢大量流入可能造成金融不穩定和匯率過度波動。因而本文嘗試參考IMF及ECB等相關文獻，分析全球流動性及超額流動性對我國資產價格的影響。

本文實證期間為2003年第1季至2010年第3季。分別使用M2及M2對名目GDP的比率(Marshallian k) 代表流動性和超額流動性變數；模型中除全球流動性外，另放入我國流動性及相關的總體經濟金融變數，在控制其他變數的影響下，以多種計量方法探討全球流動性對我國資產價格的影響。

實證結果顯示，全球流動性和我國流動性對股價皆有正向而顯著的關係，此和IMF (2010) 的實證結果類似。由於近年來外資持有台股市值比重約在3成左右，故全球流動性對我國股價會形成某種程度之影響。全球流動性對我國房價的影響則大多不顯著，此與外資投資不動產受到法令限制有關，所以房價受影響的程度小於股價。IMF (2010) 驗證，全球流動性對資產價格的影響力大過本國流動性，尤其是對資金淨流入國而言。本文的實證結果則大致顯示，我國的流動性對我國資產價格的影響大於全球流動性。此差異可能係反映我國擁有龐大的超額儲蓄，國內資金一向十分充裕，使得我國流動性的影響力相對較大。

\* 本文初稿完成於民國100年3月。本文承蒙嚴處長宗大、林副處長宗耀、陳副處長一端、吳研究員懿娟、廖副研究員俊男與匿名審稿人之悉心審閱，以及處內其他同仁給予寶貴意見，特此衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

\*\* 作者為中央銀行經濟研究處辦事員。

## 壹、前言

近年來全球資產價格強勁上漲成為政策制定者和投資者所關心的議題，一般認為，全球流動性快速增長是資產價格上漲的重要推手。自2003年以降，全球廣義貨幣以前所未有的速度增長，世界重要大國將其政策利率維持在一個相當低的水準，於是過多的資金開始流向資產市場以追求較高的收益率，這些流動性擴張推高了資產價格。Schnabl 與 Hoffmann (2007) 即指出，雖然強勁的流動性增長並未使世界上許多區域出現通貨膨脹的情形，但資產價格開始大幅攀升。而當信用違約風險越來越高，但投資報酬率低的情況下，信用泡沫破滅，2007年美國次貸問題開始浮現。

當2008-2009年全球金融危機爆發後，各國央行迫於情勢，開始將大量流動性注入銀行部門和整個經濟體系，貨幣供給的增加更為明顯。在央行的資產負債表不斷擴張的情況下，許多學者專家開始擔心會形成新一波全球流動性過剩 (global liquidity glut)，對物價和資產價格造成上升的壓力。資產價格泡沫的隱憂使政策制定者開始關心資金流入的問題。

IMF (2010) 表示，近期全球流動性擴張主要是受到G-4國家的低利率政策所造成。值得注意的是，一旦G-4國家開始採取緊縮的貨幣政策，全球的流動性可能因此萎縮，

甚至可能造成資金流入國的資產泡沫破滅。因此IMF (2010) 認為，政策制定者應針對此點進行適當的政策回應，如更有彈性的匯率制度、累積足夠的外匯存底、加強總體審慎工具的運用及適當的資本管制等，以控制近期全球流動性急遽擴張對資產價格的影響。

若全球流動性對我國資產價格具有一定影響力，其對我國金融穩定的影響便值得我們密切注意。近年全球流動性呈現快速成長，雖然我國的物價仍保持穩定，但過去已有多項實證研究結果顯示，資產價格大漲時期的通貨膨脹率並不會顯著較高，甚至可能低於非泡沫時期，顯示在物價穩定的環境下，仍可能有金融不穩定的情形發生。國際間短期資本的跨境移動具有高度的波動性，大量資本湧入可能造成資產價格出現泡沫現象，一旦資金大幅急遽外流，將對金融穩定造成嚴重後果。Belke et al. (2004) 認為全球流動性的高水位可能造成資產價格膨脹，且對金融穩定造成潛在的威脅；United Nations (2009) 則指出，金融帳自由化可能是造成金融危機的一個重要因素，在我國金融帳波動較為劇烈的情況下 (見附錄一)，其對我國金融體系的影響值得我們密切關注。

由於台灣為小型開放的金融體系，易受國際干擾的衝擊。例如近年來外資陸續加碼於我國股市，2003年時外資持有股票市值佔

總市值的比例為21.46%，2005年以來此比例約在30%左右。由於我國股市日益國際化，外資的動向也成為股市投資人重要的投資依據之一，因此，外資流出入對我國股價漲跌具有一定之影響力。

此外，我國於2001年修正土地法，允許外國人投資我國不動產，但仍有多項限制<sup>註1</sup>。由此推測，國內房地產價格或許會直接受到外資投資之影響<sup>註2</sup>，但其影響程度不若外資對股票價格之影響。

由於跨國資金的移動日益頻繁及快速，實有必要探究除了我國流動性外，全球流動性擴張對我國資產價格的影響。因此，本文

嘗試參照IMF (2010) 及其他相關文獻之概念進行研究，探討2003年以來全球資金流動對台灣資產價格造成的影響，除了使用迴歸模型、GMM模型與probit模型外，並另建置結構式向量自我迴歸模型(SVAR) 來分析全球流動性擴張與我國股價、房價變動的關係。

本文的架構如下。第一節為前言。第二節為文獻探討，主要說明全球流動性的計算方式，及文獻中全球流動性對資產價格影響的實證結果。第三節為模型建構與實證分析，說明本文模型的建構過程和結果分析。第四節則為結論。

## 貳、文獻探討

文獻上一般認為流動性和資產價格之間會有正向關係的原因，包括：(1)超額流動性增加會刺激對資產的需求，在資產供給固定的情況下，資產價格會提高；(2)若經濟情況看好，貨幣需求上升，公司獲利增加，則流動性和股價會同時上升；(3)若超額流動性使利率降低，則股價會因折現因子下降而上升。

Baks 與 Kramer (1999) 指出上述的概念也可用國際傳遞的觀點視之，並認為國際傳遞可能存在兩種管道：「推動」(push) 傳遞效果，或「拉動」(pull) 傳遞效果，且各有不同的實證意涵，舉例而言，若日本流動性

快速成長，可能會造成其他國家的股票和債券價格的上升，並降低其他國家的利率，此即為「推動」傳遞效果。而「拉動」傳遞效果則是指日本流動性快速成長，造成日本自身的資產價格上升，並促使國外資金流入日本，使得國外的資產價格下跌。換言之，本國流動性大幅成長可能造成國外資產價格上升或下跌。Baks 與Kramer (1999) 使用G-7國家的貨幣成長進行實證，探究到底是存在「推動」或者是「拉動」傳遞效果，實證結果發現G-7國家整體的貨幣成長會使整體的股價上升和利率下跌，G-7中的單一國家貨幣成長亦會使G-7國家整體的股價上升和利

率下跌，由此證實存在「推動」傳遞效果。

至於全球流動性的衡量，目前並無一致的衡量方式。Belke et al. (2008)、Becker (2009) 和IMF (2010) 以主要國家貨幣供給量按照GDP加權來衡量全球流動性。Becker (2009) 並指出，直接以主要國家之貨幣供給量換算成美元後相加的優點是可觀察貨幣供給總量，但此種衡量方式卻會受到匯率波動的直接影響，若按照GDP加權計算則可降低此問題的嚴重性。Darius 與 Radde (2010) 則認為美元和國際準備為全球最重要的交易媒介，於是他們以美國的準備貨幣和國際準備的加總來衡量全球流動性。一般常用貨幣總量對名目GDP的比例代表超額流動性 (Ruffer 與Stracca (2006))，此比例為貨幣流動速度的倒數，文獻上稱之為馬歇爾k值 (Marshallian k)。Becker (2007)、The Economist (2007) 使用主要國家貨幣供給年增率減去名目GDP年增率來衡量超額流動性，此一衡量方法之概念係將超額流動性定義為經濟體中貨幣供給成長超過實質交易所需的部分。

在全球流動性對資產價格影響的實證分析方面，Belke et al. (2008) 針對1984Q1-2006Q4期間11個國家之產出、CPI、房價、短期利率和廣義貨幣<sup>註3</sup>，使用VAR模型進行分析。該文指出，以全球的層次觀之，流動性的成長是房價上漲的良好領先指標，對物價膨脹也會造成壓力，惟房價的反應較為迅速，這是因為二者不同的價格彈性所致<sup>註4</sup>。

IMF (2010) 則以2003年1月至2009年12月間41個國家的追蹤資料來探討全球的流動性及本國的流動性對於本國資產價格的影響，結果顯示全球流動性及本國流動性對於股價變動有顯著正向影響，而對實質利率有負向影響，其中全球流動性的效果較為顯著。這樣的結果支持不論是全球流動性或是本國流動性皆在2003-2009年間有提高本國資產價格效果的論點。Darius 與 Radde (2010) 針對1971Q1-2009Q3期間6個國家進行實證估計，VAR模型的實證結果顯示，全球流動性對房價和商品價格有正向且具持續性的影響，但股價則無顯著反應；該文亦探討「大溫和 (the great moderation)」時期 (1984Q1-2007Q4) 全球流動性對房價與股價的影響，將樣本期間切割為兩個子樣本期間 (1971Q1-1983Q4；1984Q1-2007Q4)，結果顯示大溫和時期前，全球流動性對房價和股價皆有顯著的影響力，但在大溫和時期並不顯著。

至於我國相關的研究則多著重在央行貨幣政策對我國資產價格的影響，陳南光與徐之強 (2002) 對台灣1983Q1-2000Q4的資料進行實證分析，結果發現大部分貨幣政策工具和指標均能影響股價，但並不直接影響房價，而是透過股價和銀行放款間接影響房價。李桐豪 (2003) 研究不同貨幣政策環境下對股票和債券投資報酬率的影響，結果發現無論是股票或債券之投資報酬率皆受貨幣政策顯著影響。汪建南、李光輝 (2004) 和吳懿

娟 (2004) 探討貨幣政策傳遞機制的文章中皆得到貨幣數量會影響股價的結論。由於目前國內文獻尚無探討全球流動性對我國的資產

價格之影響，因此本文希望透過建構不同實證模型，以了解全球流動性對我國股價和房價的影響。

## 參、模型建構與實證分析

### 一、實證模型

本文旨在探討全球流動性對我國資產價格的影響，分別使用迴歸模型、GMM模型和probit模型，探究全球流動性對我國資產價格是否有顯著的影響力；而為捕捉變數間複雜的反饋效果，本文另以SVAR模型進行估計。依資產價格的頻率區分月模型和季模型，股價為月模型，樣本期間為2003年至2010年10月，而房價為季模型，樣本期間為2003年至2010年第3季<sup>註5</sup>。

有關線性迴歸模型、GMM模型和probit模型的變數設定，係參考IMF (2010) 概念，被解釋變數分別為股價和房價；解釋變數區分為全球市場情況變數和本國總體經濟因素，其中全球市場情況變數包含：(1)全球流動性及超額流動性：分別以G-4 (美國、歐元區、日本和英國) GDP加權之M2<sup>註6</sup> (以下簡稱G-4 M2) 及G-4 Marshallian k (G-4 M2/G-4名目GDP) 代表之；(2)市場風險：以芝加哥選擇權交易所波動率指數 (VIX)<sup>註7</sup> 代表之；(3)信用風險溢酬 (credit risk premium)：以美國換匯利率 (swap rate) 和美國公債殖利率之利差代表之<sup>註8</sup>。本國總體經濟變數包含：(1)

我國流動性：分別以我國之M2及Marshallian k (我國M2/名目GDP) 代表之；(2)匯率：為反映台灣小型開放經濟體的特性，將匯率放入模型中；(3)經濟成長率，另在月模型中使用工業生產成長率作為替代變數；(4)通貨膨脹率。

本文另使用SVAR模型進行分析，股價月模型中，選取產出、我國流動性、全球流動性、股價和物價共五個變數進行實證分析，其中以工業生產指數作為產出的替代變數。除股價外，其餘變數皆經季節調整；所有變數皆取自然對數。而房價季模型中，所放入的變數，除了將工業生產以實質國內生產毛額替代外，其餘變數與股價月模型相同，且變數處理方式一致。

本文資料來源為IFS資料庫、Fed、Bloomberg和主計處PC-AXIS多維總體統計資料庫。G-4 M2則按照購買力平價計算之GDP份額作加權。

### 二、全球流動性和我國股價間的關係

#### (一) 全球流動性和我國股價變動率間的關係

參考IMF (2010) 的作法，我們估計迴歸式如下：

$$\Delta_{12}SP_t = c + \alpha_1\Delta_{12}GM_{t-1} + \alpha_2VIX_t + \alpha_3CRS_t + \alpha_4\Delta_{12}TWM_{t-1} + \alpha_5\Delta ER_{t-1} + \alpha_6\Delta_{12}IPI_t + \alpha_7\pi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中為  $\Delta_{12}GM$  全球流動性年增率，VIX 為芝加哥選擇權交易所波動率指數，CRS 為信用風險溢酬， $\Delta_{12}TWM$  為我國流動性年增率， $\Delta ER$  為我國匯率月變動率， $\Delta_{12}IPI$  為工業生產年增率， $\pi$  為CPI年增率。

分別估計兩條迴歸式，第一條迴歸式分別以G-4 M2和我國M2代表全球和我國之流動性，第二條迴歸式則分別以G-4 Marshallian k和我國Marshallian k代表全球和我國之超額流動性。估計結果如表1。

由表1迴歸式(1-1)的估計結果可知，我國流動性和股價變動之間存在正向且顯著的關係，但全球流動性的效果不顯著；但若以超額流動性的角度視之，則我國和全球超額流動性皆不顯著(式1-2)。

表1 股價年增率－迴歸分析

	(1-1)	(1-2)
	以 M2 代表流動性	以Marshallian k 代表超額流動性
常數項	-0.13 (-1.20)	0.17 (2.61)***
全球市場情況		
全球流動性年增率(前1期)	0.29 (0.79)	0.02 (0.04)
VIX	-0.01 (-2.56)**	-0.01 (-4.46)***
Credit risk premium	0.13 (1.24)	0.05 (0.50)
本國總體經濟因素		
我國流動性年增率(前1期)	3.31 (3.36)***	0.60 (1.07)
匯率(前1期)	-1.43 (-1.24)	-1.27 (-1.04)
工業生產年增率	1.22 (10.61)***	1.14 (8.29)***
通貨膨脹率(前1期)	-2.59 (-2.76)***	-3.08 (-3.18)***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.77	0.75
樣本期間(月)	2003M1-2010M10	2003M1-2010M10

註1：括號內皆為t值，「\*」為顯著水準10%下顯著，「\*\*」為顯著水準5%下顯著，「\*\*\*」為顯著水準1%下顯著。

註2：credit risk premium為美國10年期換匯利率(swap rate)和10年期公債殖利率之利差。

以上係參照IMF (2010) 的作法進行實證分析，解釋變數如全球流動性、我國流動性、匯率和通貨膨脹率皆為落後一期變數。但實務上，股價對總體變數的反應應極為迅速，因此我們嘗試改用當期變數進行實證分析。另對股票市場而言，預期匯率可能比當期匯率更為重要，於是我們在模型內放入匯率領先一期變數以代表匯率的預期。修正後的模型為：

$$\begin{aligned} \Delta_{12}SP_t = & c + \alpha_1\Delta_{12}GM_t + \alpha_2VIX_t + \alpha_3CRS_t \\ & + \alpha_4\Delta_{12}TWM_t + \alpha_5\Delta ER_{t+1} + \\ & \alpha_6\Delta_{12}IPI_t + \alpha_7\pi_t + u_t \end{aligned} \quad (2)$$

由於全球市場情況變數—全球流動性、VIX和信用風險溢酬可能影響我國之股價，但我國之股價卻難以影響全球市場情況變數，此類變數應不具內生性，但其他解釋變數卻可能存在內生性的問題。因此我們根據Hausman (1978) 的作法，針對本國總體經濟變數進行內生性檢定，檢定的方式為將欲檢定之變數對所選定的工具變數進行迴歸，而後將此縮減式 (reduced form) 的殘差項加入原結構式(structural form) 內再進行估計，最後對這些殘差項之係數進行聯合檢定；

若顯著異於0，則拒絕欲檢定之變數不具內生性之虛無假設。經檢定結果，本國總體經濟變數確實具內生性 ( $\chi^2(4)=14.09$ ，p值為0.002)。考量以上因素，使用最小平方法進行估計並不適當，於是我們改用一般化動差法(GMM)進行估計。

本文之估計步驟為：選取股價、全球流動性、我國流動性、匯率、工業生產和通膨等變數之落後期作為工具變數  $Z_t$ <sup>註9</sup>，此工具變數符合  $E(Z_t u_t) = 0$  的條件。而GMM估計量係由極小化以下動差條件二次式而得：

$$J(\beta, \hat{W}_T) = T m_T(\beta)' \hat{W}_T^{-1} m_T(\beta) \quad (3)$$

其中  $\beta$  為(2)式之係數向量， $W_t$  為加權矩陣， $m_T(\beta)$  為動差條件式。

$$m_T(\beta) = \frac{1}{T} \sum_t Z_t u_t(\beta)$$

接下來我們先令  $W = I$ ，極小化(3)式後得到第一階段的迴歸係數估計式  $\hat{\beta}_0$ ，利用  $\hat{\beta}_0$  求得最適加權矩陣後<sup>註10</sup>，代回(3)式，極小化(3)式以求得  $\hat{\beta}$ 。此即為「二階段GMM估計量」(two-step GMM estimator)。而迴歸係數的變異數-共變異數矩陣則是以Newey-West HAC估計式求之。估計的結果如表2。



表2 股價年增率—GMM模型

	(2-1)	(2-2)
	以M2 代表流動性	以Marshallian k 代表超額流動性
常數項	-0.29 (-4.90)***	0.15 (4.09)***
全球市場情況		
全球流動性年增率	0.89 (5.43)***	0.49 (2.71)***
VIX	-0.004 (-3.45)***	-0.01 (-8.67)***
Credit risk premium	0.04 (0.63)	0.02 (0.49)
本國總體經濟因素		
我國流動性年增率	5.11 (8.72)***	0.65 (2.36)**
匯率(未來一期)	0.11 (0.14)	0.14 (0.17)
工業生產年增率	1.46 (22.98)***	1.34 (17.65)***
通貨膨脹率	-0.71 (-0.89)	-2.54 (-3.98)***
J-stat	21.59	20.38
p-value	0.92	0.94
Adjusted R <sup>2</sup>	0.76	0.71
樣本期間(月)	2003M1-2010M10	2003M1-2010M10

註：同表1。

由表2的結果可知，在考慮了內生性的問題後，全球和我國流動性，或超額流動性，皆和股價報酬有正向的關係，且在1%的顯著水準下顯著。這個結果顯示，全球流動性亦有推動我國股價上漲的能力，惟效果小於我國流動性的影響。其餘解釋變數符號皆與預期相符，工業生產指數對股價有正向的關係，通貨膨脹率則為負向。此外，J統計量均無法拒絕過度認定條件為正確的虛無假設<sup>註11</sup>。

## (二) 全球流動性和我國股價高估間的關係

本小節擬進一步探討全球的流動性對我國金融市場穩定性的影響。參考IMF (2010)對股價高估的定義，迴歸式的被解釋變數為「股價的年增率減去其過去12個月的移動平均」，以此代表股價高估的程度。解釋變數皆與前述模型相同，同樣為避免內生性所造成的估計偏誤，使用GMM模型估計之<sup>註12</sup>。

由表3的估計結果可知，在1%顯著水準

下，不論是我國或全球流動性增加，對我國股價高估的程度皆有正向而顯著的關係(式

3-1)，且我國流動性的影響效果較大；但全球超額流動性的影響力則不顯著(式3-2)<sup>註13</sup>。

表3 股價高估—GMM模型

	(3-1)	(3-2)
	以M2 代表流動性	以Marshallian k 代表超額流動性
常數項	-0.50 (-3.72)***	0.15 (2.53)**
全球市場情況		
全球流動性年增率	1.41 (4.09)***	0.35 (1.35)
VIX	-0.0002 (-0.08)	-0.009 (-6.87)***
Credit risk premium	0.02 (0.18)	-0.18 (-1.59)
本國總體經濟因素		
我國流動性年增率	7.98 (5.52)***	5.22 (10.54)***
匯率(未來一期)	1.14 (0.88)	1.29 (1.09)
工業生產年增率	1.10 (6.29)***	1.48 (11.96)***
通貨膨脹率	-4.90 (-3.36)***	-6.61 (-6.54)***
J-stat	19.83	20.15
p-value	0.95	0.95
Adjusted R <sup>2</sup>	0.55	0.60
樣本期間(月)	2003M1-2010M10	2003M1-2010M10

註：同表1。

### (三) 全球流動性和我國股價大幅上升機率間的關係

對資產價格大幅上漲的定義，本文採用「股價上升幅度大於過去12個月移動平均的15%」代表「股價大幅上升」<sup>註14</sup>，若股價上升幅度大於過去12個月移動平均的15%，則被解釋變數的數值訂為1，否則為0。解釋變數皆與前述模型相同。本節採用probit模型分

析流動性的增加是否會造成股價大幅上升的機率提高，在此模型中同樣可能因內生性而造成估計偏誤，於是我們採取兩階段的估計方式，即先以內生變數(X)對工具變數(Z)進行迴歸，以得到各內生變數的配適值( $\hat{x}$ )，經此處理後所得到的配適值已和殘差項無相關，我們便可將各內生變數的配適值代回原估計式。probit模型的估計結果如表4<sup>註15</sup>。

表4 股價大幅上升—probit 模型

	(4-1)		(4-2)	
	以M2代表流動性		以 Marshallian k 代表超額流動性	
	係數值	邊際效果	係數值	邊際效果
常數項	-8.28 (-3.22)***	-1.07	-2.61 (-2.16)**	-0.41
全球市場情況				
全球流動性年增率	27.80 (3.14)***	3.57	7.18 (1.03)	1.12
VIX	0.05 (1.25)	0.01	-0.02 (-0.46)	-0.003
Credit risk premium	0.63 (0.36)	0.08	2.71 (1.75)*	0.42
本國總體經濟因素				
我國流動性年增率	65.45 (3.34)***	8.42	22.30 (1.85)*	3.48
匯率(未來一期)	-8.03 (-0.30)	-1.03	-28.69 (-1.12)	-4.48
工業生產年增率	6.18 (2.76)***	0.79	10.14 (2.77)***	1.58
通貨膨脹率	-42.01 (-2.49)**	-5.40	-57.98 (-3.20)***	-9.05
McFadden R <sup>2</sup>	0.47		0.41	
樣本期間(月)	2003M1-2010M10		2003M1-2010M10	

註1：邊際效果為probit在各變數平均值所求得。

註2：括號內皆為z值，其餘同表1。

式(4-1)估計結果顯示，若以M2代表流動性，不論是我國M2或G-4 M2的年增率上升，皆顯著增加我國股價大幅上升的機率。G-4 M2的年增率上升1個百分點會使股價大幅上升的機率增加3.57個百分點，我國M2的年增率上升1個百分點則會使股價大幅上升的機率增加8.42個百分點。式(4-2)改以Marshallian k代表流動性，則全球流動性的影響力變為不顯著，此結論與第二小節之股價高估模型類似。

#### (四) SVAR模型及衝擊反應分析

在Rüffer 與Stracca (2006)、Belke et al. (2008)、Sousa 與Zaghini (2007) 和Bracke 與Fidora (2008) 等文獻中，皆使用SVAR模型探討全球流動性可能造成的影響，使用SVAR模型進行估計的優點有：(1) 可捕捉變數間的互動關係；(2) 不需武斷認定何變數為外生變數；(3) 衝擊反應函數分析可清楚分析流動性的衝擊對其他變數可能造成的動態影響。基於以上理由，本文使用SVAR模型進行分析。我們選取產出、我國流動性、全球流動性、股價和物價共五個變數進行實

證分析，同樣以工業生產指數作為產出的替代變數。另除股價外，其餘變數皆經季節調整；所有變數皆取自然對數。

在SVAR模型當中，除了每個內生變數落後期的影響外，亦考慮變數之間的同期關係。一個包含 $k$ 個內生變數， $p$ 個落後期的SVAR模型可表示如下：

$$y_t = A_0 y_t + A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + B u_t$$

其中  $y_t$  為內生變數向量， $A_0 \dots A_p$  為一  $k \times k$  的矩陣， $\mu_t$  為結構性衝擊，且結構性衝擊之間為正交， $E(\mu_t \mu_t') = I$ 。結構性衝擊之間需正交的理由是：在進行衝擊反應分析時，我們希望了解的是在其他衝擊不變之下，特定衝擊模型內變數之動態影響。

值得注意的是，我們並無法直接以OLS估計得到SVAR的係數，而是需藉由其所對應的縮減式模型和若干認定條件進行估計。上述之SVAR模型所對應的縮減式模型為

$$\begin{aligned} y_t &= (I - A_0)^{-1} A_1 y_{t-1} + (I - A_0)^{-1} A_2 y_{t-2} + \dots + \\ &\quad (I - A_0)^{-1} A_p y_{t-p} + (I - A_0)^{-1} B \mu_t \\ &= \Phi_1 y_{t-1} + \Phi_2 y_{t-2} + \dots + \Phi_p y_{t-p} + e_t \end{aligned}$$

此縮減式模型我們可用OLS估計之。縮減式殘差  $e_t = (I - A_0)^{-1} B \mu_t$  間具相關性，其共變異矩陣為

$$\begin{aligned} E(e_t e_t') &= (I - A_0)^{-1} B E(\mu_t \mu_t') B' (I - A_0)^{-1'} \\ &= (I - A_0)^{-1} B B' (I - A_0)^{-1'} \\ &= \Omega \end{aligned}$$

估計縮減式模型後，我們還需要對SVAR模型參數加以限制，方能達到模型認定的目的。常用的基本限制如下：

### (1) 假設B矩陣為對角矩陣

$$B = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & b_{22} & & \\ \vdots & & \ddots & \\ 0 & \dots & 0 & b_{kk} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \sigma_{22} & & \\ \vdots & & \ddots & \\ 0 & \dots & 0 & \sigma_{kk} \end{bmatrix}$$

### (2) 標準化假設，限制主對角線上元素為0

$$A_0 = \begin{bmatrix} 0 & a_{12} & \dots & a_{1k} \\ a_{21} & 0 & & \vdots \\ \vdots & & \ddots & \\ a_{k1} & a_{k2} & \dots & 0 \end{bmatrix}$$

除了以上的常用認定條件外，我們還需要 $k(k-1)/2$ 個認定條件，方能達成適足認定(just-identified)。一般常用之方式為對  $A_0$  的元素做限制，此等同於對變數之間的同期關係進行限制，此稱之為短期限制模型。

文獻常使用短期遞迴限制模型進行分析，即限定  $A_0$  為下三角矩陣。在短期遞迴模型中，變數的排序具重要意義，越傾向於外生的變數排序應越前面。雖然此法估計簡便，且能達到適足認定條件，但以變數排序方式作為變數間同期影響關係的方式較缺乏經濟意義。於是本文採用較靈活之限制方式，以結合經濟理論與VAR模型。

本文之實證模型設定可表示如下：

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & a_{25} \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & a_{45} \\ a_{51} & 0 & 0 & a_{54} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e^{IPI} \\ e^{TWM} \\ e^{GM} \\ e^{SP} \\ e^{CPI} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{22} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sigma_{33} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sigma_{44} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \sigma_{55} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon^{ipi} \\ \varepsilon^{TWM} \\ \varepsilon^{GM} \\ \varepsilon^{SP} \\ \varepsilon^{CPI} \end{bmatrix}$$

將認定條件分項說明如下：

(1) 許多文獻皆發現產出的調整頗為遲緩，這可能是因為契約限制或調整成本等因素，使得廠商不會立刻對事前未預期到的衝擊做出反應 (王泓仁(2005))。於是本文設定產出不受其他變數之當期影響，Sousa 與 Zaghini (2007) 亦有相同設定。

(2) 根據貨幣需求函數，貨幣受所得和物價之影響，因此設定  $a_{21}$  和  $a_{25}$  不為0。

(3) 由於台灣為一小型經濟體，所以設定本國之總體變數對全球流動性無影響。

(4) 根據效率市場假說，股價對各經濟情勢之反應應十分迅速，於是設定股價受到所有其他變數的當期影響。

(5) 一般咸認，貨幣對物價的影響具有遲滯性，於是我們設定物價當期不受我國和全球流動性的影響。

至於單根的處理，文獻上對SVAR模型中變數的單根和共整合關係並沒有系統性的討論，許多使用SVAR模型所進行的實證皆直接以變數的水準值進行估計 (如Sousa 與 Zaghini (2007)、Bracke 與Fidora (2008))。而 Toda 與 Yamamoto (1995) 認為可用其他的設定方式，得到對模型係數合理的檢定，Toda

與Yamamoto建議採用p+d作為最適的落後期數，其中p為以一般方法選定之最適落後期數，而d為所有變數中可能存在的最大整合積數 (integration)，通常d為1。本文依照多數文獻的作法，直接以變數之水準值進行估計。仿照Toda 與 Yamamoto (1995) 和王泓仁 (2005) 的作法，以p+d作為模型最適之落後期數，以增加模型檢定的可靠性。

由於本模型之認定條件為「過度認定」(over-identified)，我們可以使用概似比檢定： $LR = 2(l_u - l_r)$ ，以驗證此模型所採用的認定條件是否合理，其中  $l_u$  和  $l_r$  分別為縮減式VAR和SVAR的對數概似值。結果顯示該統計量為  $\chi^2(2)=1.04$ ，p值為0.60，不拒絕認定條件為合理的虛無假設。

至於落後期的選擇，AIC準則指出最適的落後期應為2期，經LM自我相關檢定 (autocorrelation LM test) 可知殘差項已無自我相關情形，而我們再依照Toda 與Yamamoto (1995) 的建議增加1期，於是此模型之落後期選擇為3。

圖2和圖3為此模型計算出的衝擊反應函數圖形，反應期間為24期。至於信賴區間的計算，雖然解析解 (analytical derivatives) 的

方式較為簡便，但由於衝擊反應函數的非線性性質，使用解析解並不那麼適當。本文嘗試採用bootstrap的方式求得衝擊反應函數的信賴區間，圖中虛線部分為重覆抽樣10000次所求得之90%信賴區間。

圖1為各變數受全球流動性衝擊的反應，當全球流動性增加時，股價初期有正向而顯著的反應，此大致驗證了本文的預期，即全球流動性對我國股價會有一定的影響力。我國的產出會有正向而顯著的反應。而我國的流動性則大約在1年後有正向且顯著反應。對我國物價方面，亦大致呈正向反應，且於4至10期間較為顯著。

圖2則為各變數對我國流動性衝擊的反應，結果顯示股價初期有正向而顯著的反應，顯示我國流動性增加亦對股價有所影響。產出的反應約於6期後轉正，且在9期至11期間較為顯著；物價的反應則在13期至17期之間為正而顯著。

同樣的，我們分別使用G-4 Marshallian k和我國的Marshallian k代表全球和我國超額流動性，以類似的架構進行SVAR的估計註<sup>16</sup>，衝擊反應函數的結果如圖3和圖4。結果顯示，我國之股價、產出和物價受我國超額流動性的正向影響，但受全球超額流動性的影響則不顯著。

圖1 各變數對全球流動性衝擊的反應

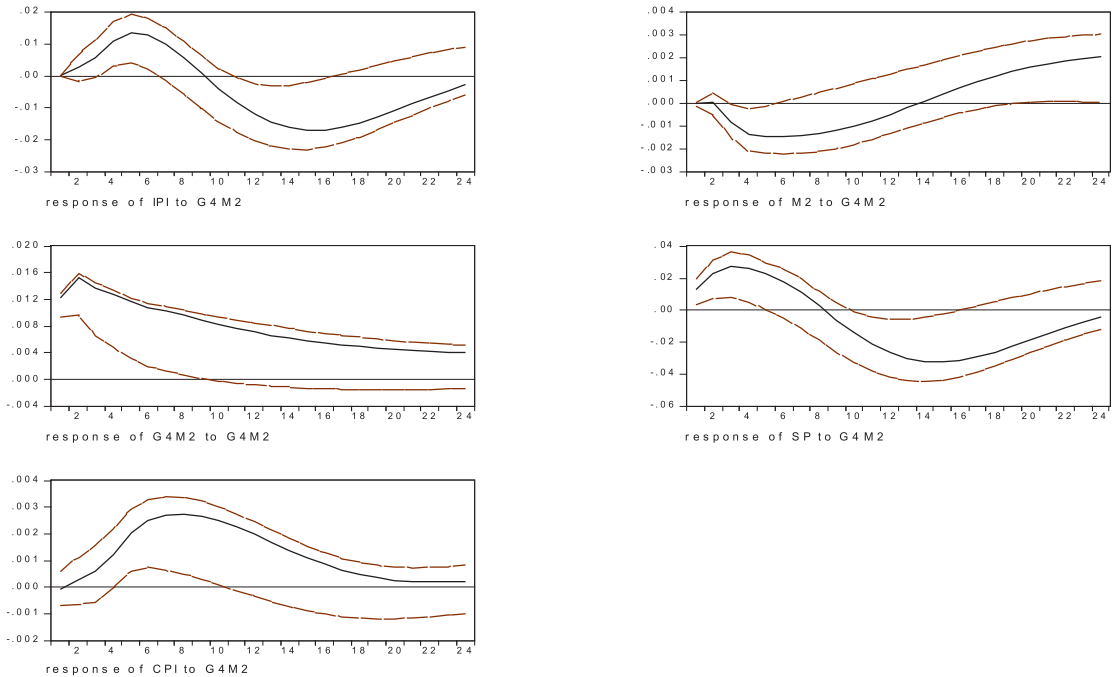


圖2 各變數對我國流動性衝擊的反應

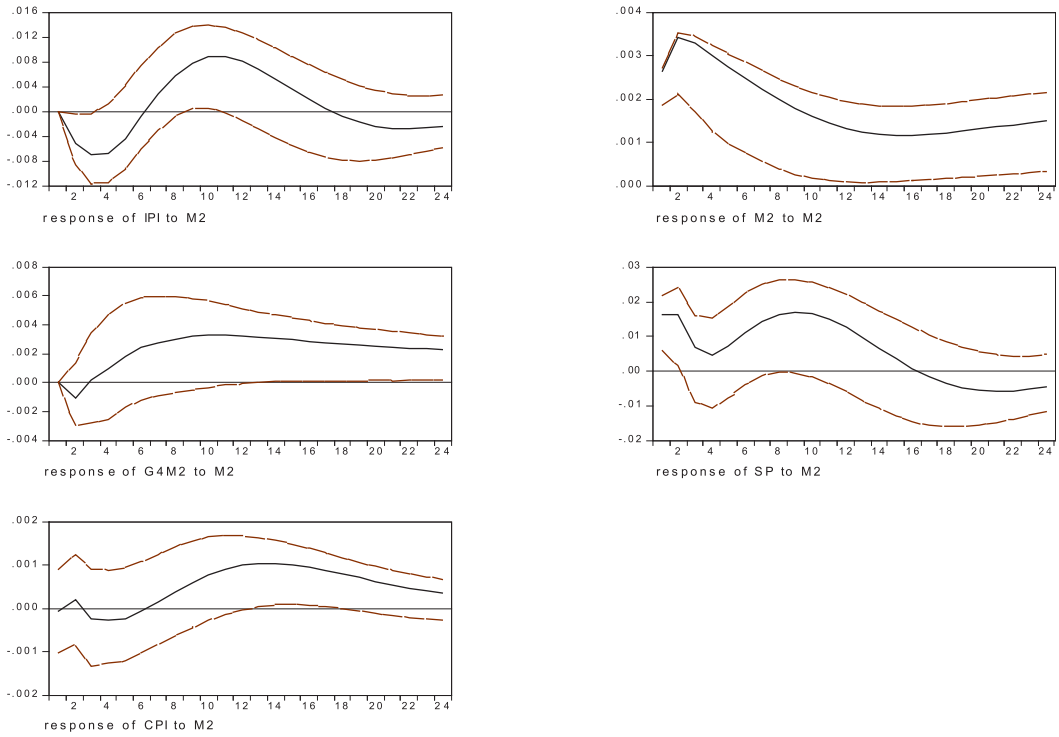


圖3 各變數對全球超額流動性衝擊的反應

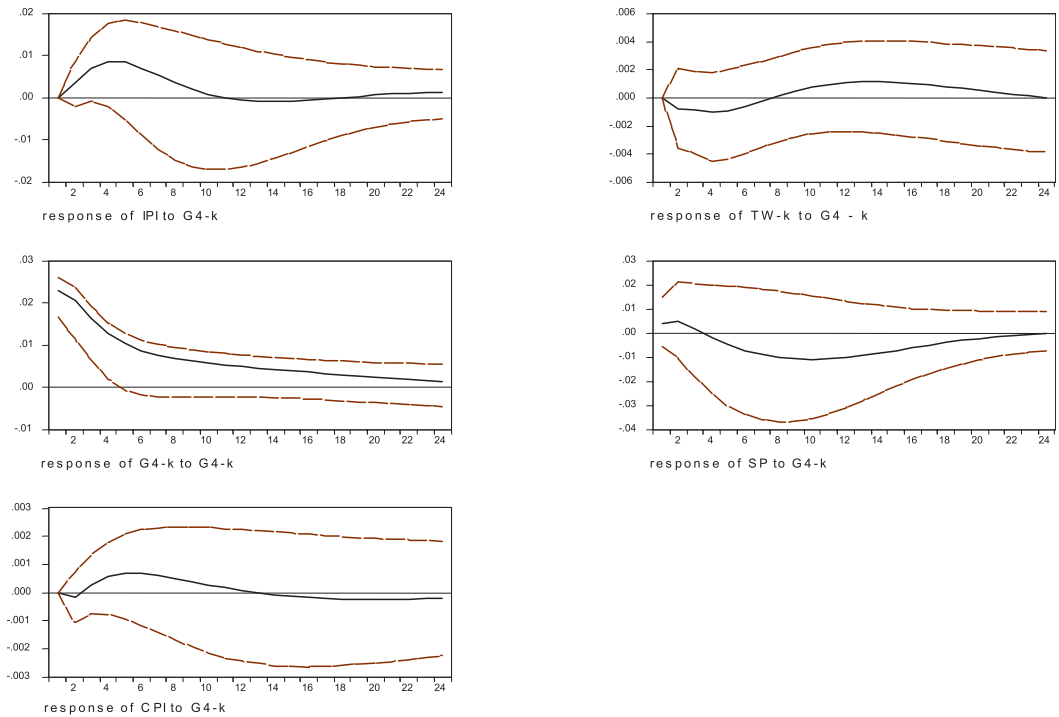
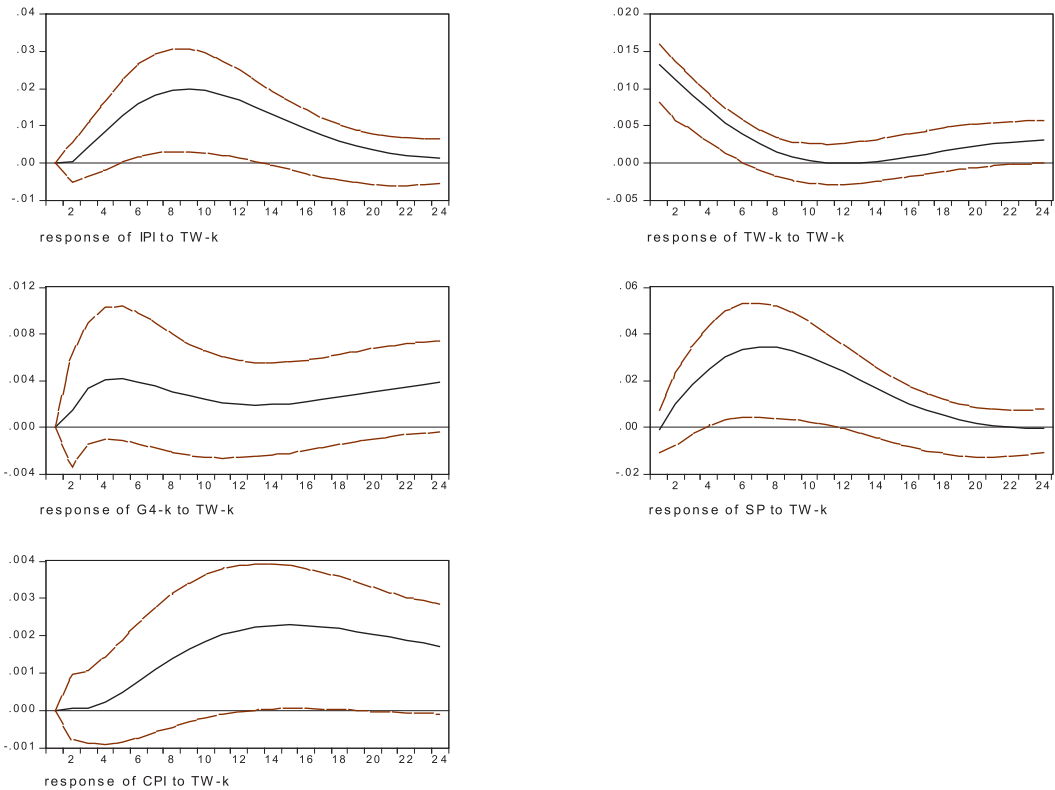


圖4 各變數對我國超額流動性衝擊的反應



(五) 本節結論

我們首先以迴歸模型探討流動性和股價年增率之關係，在考慮內生性問題可能造成之偏誤後，另以GMM模型進行分析，結果大致顯示全球流動性對我國的股價變動率有顯著的影響力，但我國流動性的影響力大過全球流動性，此外，以Marshallian k代表的超額流動性亦獲致類似結果。

另我們分別使用GMM模型和probit模型探討流動性和我國股價高估及股價大幅上升機率間的關係，結果亦顯示，我國流動性或全球流動性皆有正向而顯著的影響。此外，雖然我國超額流動性的影響亦為顯著，但全

球超額流動性的影響則為不顯著。

SVAR模型的衝擊反應函數亦顯示，無論是我國流動性或是全球流動性衝擊皆對我國股價有正向的影響力；雖然我國超額流動性衝擊的影響亦為顯著，但全球超額流動性衝擊則對我國股價無顯著影響。

由於近年來外資持有台股市值比重約在3成左右，故全球流動性對我國股價會形成某種程度之影響，此可由上述實證結果獲得驗證。

三、全球流動性和我國房價的關係

本節以國泰房價指數代表房價<sup>註17</sup>，樣本



期間為2003年至2010年第3季，試圖了解全球流動性或是我國流動性是否會對房價造成影響。由於國泰房價指數為季資料，本節使用季模型進行分析。首先以迴歸模型分析全球流動性和我國房價之間的關係。然後分析全球流動性對我國房價高估程度的影響，再探討流動性增加是否會增加我國房價大幅上升的機率，最後以SVAR模型之衝擊反應函數來分析變數之間的相互關係。

### (一) 全球流動性和我國房價變動率間的關係

除遠期匯率採用90天期遠期匯率季底數，其餘模型所放入的變數與IMF (2010) 相同。直覺上，房價受貨幣之影響應較具遲滯性，因此在房價模型中將流動性放入落後一

期變數，而非如股價模型放入當期變數；另放入當期之遠期匯率代表匯率的預期。

同樣分別使用M2和Marshallian k代表流動性及超額流動性，估計結果如表5。由表5之迴歸式(5-1)及(5-2)估計結果，可以發現我國M2對於國泰房價年增率有正向影響，但不顯著；全球流動性年增率對國泰房價年增率為負向影響，但並不顯著。若考慮超額流動性，則全球及我國超額流動性對國泰房價年增率有負向影響，但並不顯著。

另由內生性檢定結果可知，房價模型並無內生性問題。因此，本小節使用普通最小平方法估計的係數應不致產生明顯的偏誤或不一致性。

表5 房價年增率—迴歸分析

	(5-1) 以 M2 代表流動性	(5-2) 以 Marshallian k 代表超額流動性
常數項	-3.78 (-0.72)	-0.666 (-0.26)
全球市場情況		
全球流動性年增率(前1期)	-0.22 (-1.25)	-0.20 (-1.16)
VIX	-0.007 (-0.08)	-0.011 (-0.11)
Credit risk premium	12.81 (2.37)**	9.76 (1.77)*
本國總體經濟因素		
我國流動性年增率(前1期)	0.41 (0.82)	-0.12 (-0.41)
遠期匯率	-7.85 (-0.34)	-2.25 (-0.09)
經濟成長率(前1期)	0.63 (3.67)***	0.48 (2.18)**
通貨膨脹率	-0.57 (-0.79)	-0.49 (-0.66)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.38	0.34
樣本期間(季)	2003Q1-2010Q3	2003Q1-2010Q3

註1：迴歸式中經濟成長率為實質GDP年增率。

註2：credit risk premium為美國2年期換匯利率(swap rate)和2年期公債殖利率之利差。

註3：其餘同表1。

## (二) 全球流動性和我國房價高估間的關係

本小節進一步採用「房價的季增率減去其過去4季的移動平均」作為被解釋變數，用以代表「房價高估」的程度，以探討流動性及超額流動性對我國房價高估程度的影

響，估計結果見表6。由估計結果(6-1)式可知，全球流動性以及我國流動性對我國房價高估的程度並無顯著正向的影響。而我國超額流動性亦對我國房價高估程度無顯著正向影響；全球超額流動性對我國房價為負向不顯著的影響<sup>註18</sup>。

表6 房價高估－迴歸分析

	(6-1) 以M2 代表流動性	(6-2) 以Marshallian k 代表超額流動性
常數項	-0.01 (-0.52)	-0.00 (-0.003)
全球市場情況		
全球流動性季增率(前1期)	0.128 (0.78)	-0.05 (-0.60)
VIX	0.0004 (0.78)	0.0001 (0.29)
Credit risk premium	-0.013 (-0.50)	-0.004 (-0.16)
本國總體經濟因素		
我國流動性季增率(前1期)	0.338 (0.55)	0.105 (0.63)
遠期匯率	0.094 (0.85)	0.087 (0.82)
經濟成長率(前1期)	0.003 (3.25)***	0.270 (3.38)***
通貨膨脹率	-0.005 (-1.55)	-0.59 (-1.86)*
Adjusted R <sup>2</sup>	0.35	0.35
樣本期間(季)	2003Q1-2010Q3	2003Q1-2010Q3

註：同表5。

## (三) 全球流動性和我國房價大幅上升機率的關係

本小節也同樣嘗試以probit模型來分析全球流動性的增加是否會造成房價大幅上升的機率提高。以「房價上升幅度大於過去4季移動平均的4%」代表「房價大幅上

升」<sup>註19</sup>，若房價上升幅度大於過去4季移動平均的4%，則被解釋變數數值訂為1，否則為0<sup>註20</sup>。式(7-1)估計結果顯示，我國和全球流動性對房價大幅上升的機率影響效果皆不顯著。式(7-2)改使用超額流動性變動，亦有類似之結果(結果詳見表7)。

表7 房價大幅上升—probit 模型

	(7-1)		(7-2)	
	以M2代表流動性		以 Marshallian k代表超額流動性	
	係數值	邊際效果	係數值	邊際效果
常數項	-6.79 (-1.79)*	-1.196	-3.45 (-1.81)*	-0.577
全球市場情況				
全球流動性年增率(前一期)	-3.62 (-0.39)	-0.639	-1.54 (-0.18)	-0.258
VIX	-0.023 (-0.42)	-0.004	-0.052 (-0.72)	-0.009
Credit risk premium	6.81 (1.76)*	1.201	4.42 (1.45)	0.739
本國總體經濟因素				
我國流動性年增率(前一期)	40.12 (1.22)	7.07	5.16 (0.31)	0.864
遠期匯率	36.3 (1.52)	6.397	34.96 (1.55)	5.851
經濟成長率(前1期)	56.14 (2.53)**	9.893	52.81 (2.39)**	8.838
通貨膨脹率	-86.48 (-1.70)*	-15.24	-74.16 (-1.61)	-12.41
MacFadden R <sup>2</sup>	0.50		0.44	
樣本期間(季)	2003Q1-2010Q3		2003Q1-2010Q3	

註：邊際效果為probit在各變數平均值所求得，括號內皆為z值，其餘同表5。

#### (四) SVAR模型及衝擊反應分析

前面實證分析中，嘗試以SVAR模型來探討全球流動性及我國流動性對股價的影響。本小節同樣使用SVAR模型，來分析房價及其他變數之間的相互關係。模型中所放

入的變數，除了將工業生產以實質國內生產毛額替代外，其餘變數與前面分析股價時相同，且變數處理方式一致，惟房價資料為季資料，故本小節的SVAR模型為季模型。

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & a_{25} \\ 0 & 0 & 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\ a_{51} & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e^{RGDP} \\ e^{TWM} \\ e^{GM} \\ e^{HP} \\ e^{CPI} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \sigma_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{22} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sigma_{33} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sigma_{44} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \sigma_{55} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon^{RGDP} \\ \varepsilon^{TWM} \\ \varepsilon^{GM} \\ \varepsilon^{HP} \\ \varepsilon^{CPI} \end{bmatrix}$$

本模型認定條件與前節進行股價SVAR模型設定大致相同，不同是將國泰房價指數設定為不受所有變數的當期影響，且物價只受產出當期的影響。模型最適之落後期數為2期<sup>註21</sup>，此外並驗證該模型所採用的認定條件是否合理，檢定結果顯示統計量為 $\chi^2(7)=10.34$ ，不拒絕認定條件為合理的虛無假設，另檢驗模型殘差項亦無自我相關性。

圖5及圖6為模型計算出的衝擊反應函數圖形，反應期間為8期，信賴區間亦採用bootstrap的方式求得。

圖5為各變數對全球流動性衝擊的反應，可知當全球流動性增加時，我國的流動

性約在5期至8期時呈現顯著正向反應，顯示長期而言全球流動性衝擊會對我國流動性造成正向的影響。國泰房價指數約在3期起有正向的反應，惟並不顯著。另對我國產出及物價的影響，亦在初期有正向影響。

圖6則為各變數對我國流動性衝擊的反應。結果顯示，第5期起我國流動性增加開始對國泰房價有正向影響，且第7至8期為顯著正向影響，可知我國流動性長期而言對國泰房價指數存在正向影響。而產出及物價對我國流動性衝擊的反應，符合理論預期，為正向反應。

圖5 各變數對全球流動性衝擊的反應

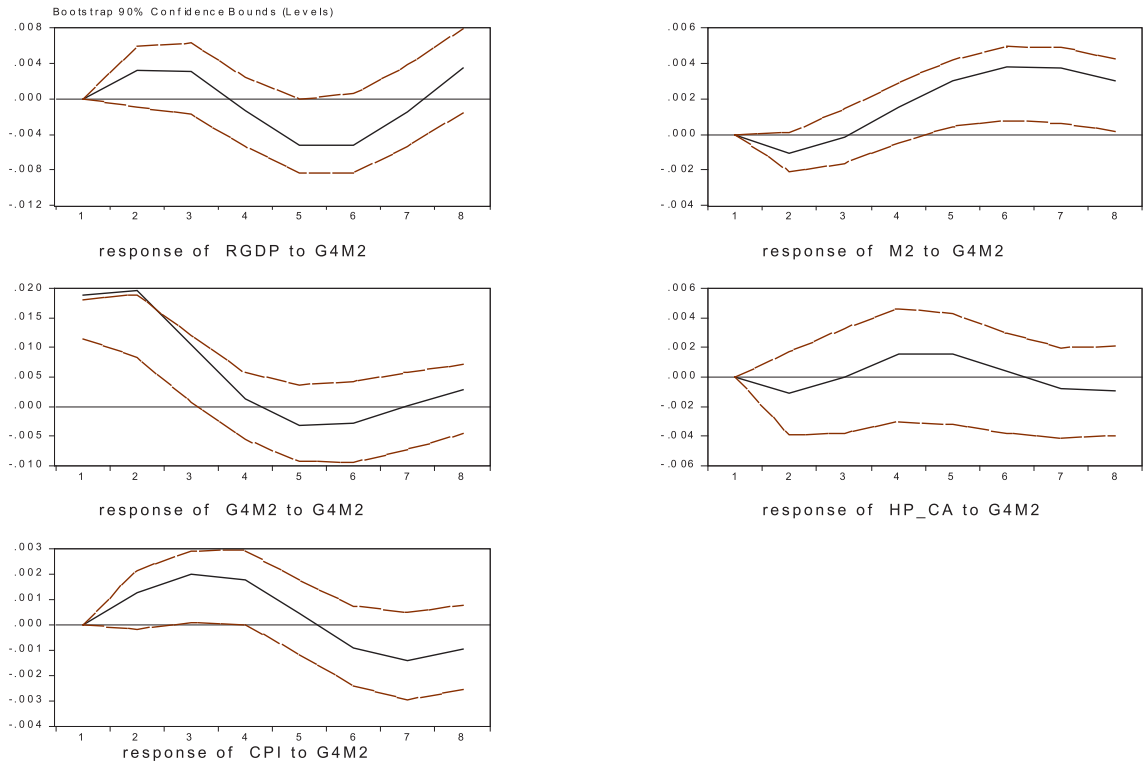
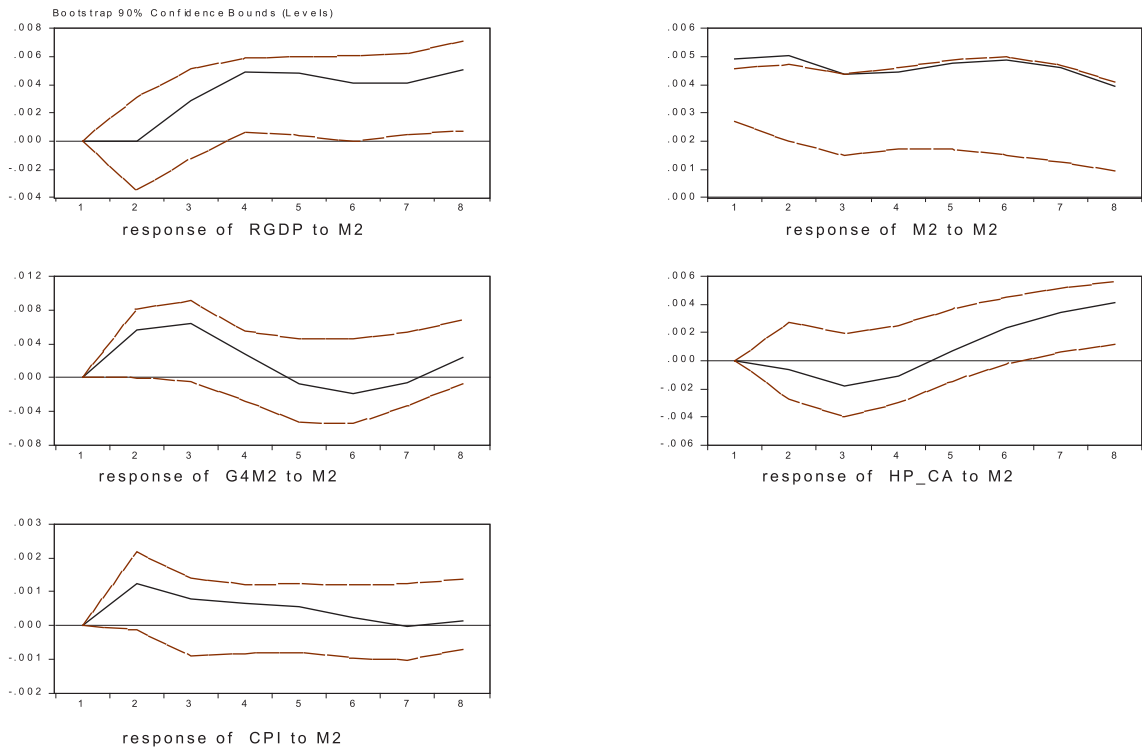


圖6 各變數對我國流動性衝擊的反應



### (五) 本節結論

依據上述結果，線性迴歸模型、probit 模型以及SVAR模型之實證結果可知，我國流動性對我國房價之影響大多不顯著。其中僅SVAR模型顯示長期而言我國流動性對國泰房價指數存在顯著正向影響，而全球流動性對我國房價指數之影響大致不顯著。

上述結果大致符合IMF (2010) 的實證結果<sup>註22</sup>，亦符合本文推測，即國內房地產價格或許會受到外資投資之影響，但因法令限制，致其影響程度不若外資對股票價格之影響。本節針對房價的分析，其樣本期間為2003年至2010年第3季，然美國於2010年11

月3日宣布執行第二次量化寬鬆政策後，此舉引起新興市場國家之關注，因第二次量化寬鬆政策可能會使得資金外流至利率及經濟成長率較高的新興市場國家，使其貨幣大幅升值，且有資產價格泡沫發生的風險。因此我國仍需持續密切關注全球流動性對於房價的影響，以避免金融市場的不穩定。

### 四、全球流動性和我國流動性間的關係

面對全球流動性擴張，熱錢的大量湧入可能造成金融不穩定和匯率過度波動的情況下，央行為維持匯率穩定買入外幣資產，

使得外匯存底增加，本國流動性亦受影響。本文參考IMF (2010) 的作法，先以迴歸分析探討全球流動性對我國外匯存底的影響，以檢視全球流動性的傳遞管道；另亦再採用Granger因果關係檢定來探討全球流動性擴張是否會傳遞至我國流動性的成長。

全球流動性對我國外匯存底的影響效果可見表8。結果顯示，G4-M2月增率對外匯

存底月增率有顯著正向影響，此結果與IMF (2010) 的結論相同<sup>註23</sup>。而Granger因果檢定中(見表9)，我們發現，不論是以年增率或是月增率來看，G-4 M2都顯著Granger cause我國M2，反之則不然。

上述實證結果大致驗證了全球流動性的增加，透過跨境資金的移動，會對我國流動性有所影響。

表8 外匯存底月增率—迴歸分析

	外匯存底月增率
常數項	0.002 (1.11)
G-4M2月增率	0.45 (5.60)***
M2月增率	0.97 (2.99)***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.30
樣本期間(月)	2003M1-2010M10

註1：「\*\*」表示在5%顯著水準下摒棄虛無假設；「\*\*\*」表示在1%顯著水準下摒棄虛無假設

註2：月增率為  $\Delta \log X_t = \log(X_t) - \log(X_{t-1})$

表9 G-4 M2和我國M2之Granger因果關係檢定

	虛無假設：		F-統計量	P值
G-4 M2年增率 ( $\Delta_{12} \text{LOG}(G-4 M2)$ )	不Granger Cause	我國M2年增率 ( $\Delta_{12} \text{LOG}(M2)$ )	10.77	0.00***
我國M2年增率 ( $\Delta_{12} \text{LOG}(M2)$ )	不Granger Cause	G-4 M2年增率 ( $\Delta_{12} \text{LOG}(G-4 M2)$ )	0.28	0.84
G-4 M2月增率 ( $\Delta \text{LOG}(G-4 M2)$ )	不Granger Cause	我國M2月增率 ( $\Delta \text{LOG}(M2)$ )	4.80	0.01**
我國M2月增率 ( $\Delta \text{LOG}(M2)$ )	不Granger Cause	G-4 M2月增率 ( $\Delta \text{LOG}(G-4 M2)$ )	1.19	0.31

註1：「\*\*」表示在5%顯著水準下摒棄虛無假設；「\*\*\*」表示在1%顯著水準下摒棄虛無假設

註2：Granger因果關係檢定的落後期數選取準則為AIC準則。

註3：2003M1-2010M10之月資料。

註4：月增率為  $\Delta \log X_t = \log(X_t) - \log(X_{t-1})$ ，年增率為  $\Delta_{12} \log(X_t) = \log(X_t) - \log(X_{t-12})$

## 肆、結 論

本文主要結論說明如下：

- 一、首先使用迴歸模型，採用普通最小平方法之估計結果：(1) 我國流動性對股價年增率有正向而顯著的影響，但全球流動性的影響並不顯著；(2) 全球和我國流動性對房價年增率的影響則皆不顯著。
- 二、在考量內生性可能造成估計偏誤後之分析結果：(1) 股價模型變數間具有內生性，另採用GMM模型進行估計，發現全球和我國流動性對股價年增率皆有顯著的正向影響，惟全球流動性之影響力小於我國流動性，另超額流動性亦獲致類似結果；(2) 房價模型變數間不具內生性，因此上述使用普通最小平方法估計的迴歸係數應不致產生明顯之偏誤或不一致性。
- 三、(1) 以「股價的年增率減去其過去12個月的移動平均」，用以代表「股價高估」的程度，並使用GMM模型估計。其結果亦驗證全球和我國流動性對股價高估的程度，皆有正向而顯著的影響，且我國流動性之影響效果較大。但全球超額流動性對股價高估的影響則不顯著。(2) 同樣的，我們以「房價的季增率減去其過去4季的移動平均」代表「房價高估」的程度，迴歸模型估計的

結果顯示，全球和我國流動性對我國房價高估程度的影響大致皆不顯著。

- 四、以「股價上升幅度大於過去12個月移動平均的15%」及「房價上升幅度大於過去4季移動平均的4%」，分別代表股價和房價大幅上升的事件，並以probit模型分析流動性增加對股價和房價大幅上升機率的影響。結果顯示：(1) 全球流動性增加1個百分點會使我國股價大幅上升的機率增加3.57個百分點；我國流動性增加1個百分點會使我國股價大幅上升的機率增加8.42個百分點。但全球超額流動性對股價大幅上升機率的影響並不顯著；(2) 全球和我國流動性對房價大幅上升的機率的影響則皆不顯著。
- 五、SVAR模型及衝擊反應分析的結果顯示：(1) 不論是我國或是全球的流動性增加，皆會使我國的股價有立即正向的顯著反應；但股價受全球超額流動性的影響則不顯著；(2) 房價對全球流動性衝擊的反應不顯著，但對我國流動性衝擊的反應長期有正向且顯著的反應。
- 六、迴歸分析顯示，全球流動性對我國外匯存底有顯著正向影響。此外，Granger因果關係檢定的結果亦顯示，全球流動性顯著Granger 領先我國流動性，反之則不然，顯示透過跨境資金的移動，全

球流動性擴張會傳遞至我國流動性的成長。

使用多種模型進行實證分析後，可得知全球流動性和我國流動性對股價有正向而顯著的關係，此與IMF (2010) 的結果相符。惟IMF (2010) 指出，全球流動性對資產價格的影響力大過本國流動性，本文的實證結果則大致顯示，我國的流動性對我國資產價格的影響大於全球流動性。由我國經常帳觀之(見附錄一)，我國擁有龐大的超額儲蓄<sup>註24</sup>，國內資金十分充裕，致我國流動性的影響力大過全球流動性，此為我國和許多新興國家(淨資金流入國)較為不同之處。

本文的實證結果顯示，全球流動性對我國股價有相當程度的影響力，但對房價的影響則大致不顯著，本文推測此與外資投資不動產受到法令限制有關。雖然如此，但由於張金鵬等 (2010) 指出，自2009年以來，台北市房市泡沫現象轉趨嚴重，且美國於2010年11月3日宣布執行第二次量化寬鬆政策，可能會使得資金外流至利率及經濟成長率較高

的新興市場國家，使其貨幣大幅升值，且有資產價格泡沫發生的風險。因此我們仍須持續關注流動性擴張與房價變動間的關係。

在驗證全球流動性對資產價格具有一定影響力之後，本文亦得到全球流動性對我國流動性具有外溢效果的結論。此結論驗證了，對資產價格波動和金融穩定而言，全球流動性所扮演的重要角色。

為因應流動性擴張可能造成的問題，2010年4月以來，本行已多次發行364天期NCD以回收市場資金；6月本行理監事會議時決議升息，以引導市場利率逐漸回復正常水準；另鑒於銀行新增房貸偏重於大台北都會區，且該區房價所得比及貸款負擔率均高於其他地區，因此，本行針對大台北地區房貸訂定針對性審慎措施，以利房市之健全發展。此外，在管理國際短期資本移動方面，除了採行彈性匯率操作外，並密切監視大額資金進出情況。上述多項措施皆為因應流動性對我國經濟金融的影響，期能遏止資產泡沫，並防範通膨壓力於未然。



## 附 註

- (註1) 外國人在我國取得不動產或設定負擔之限制：一、平等互惠原則；二、土地類別限制（林地、漁地、狩獵地、鹽地、礦地、水源地、要塞軍備區域及領域邊境之土地不得移轉、設定負擔或租賃）。三、土地用途限制（(1)住宅；(2)營業處所、辦公場所、商店及工廠；(3)教堂；(4)醫院；(5)外僑子弟學校；(6)使領館及公益團體之會所；(7)墳場；(8)有助於國內重大建設、整體經濟或農牧經營之投資，並經中央目的事業主管機關核准）。四、申辦程序限制（需經直轄市或縣(市)政府核准）。
- (註2) 另外資對我國房價仍可能透過其他的傳遞管道，如外資匯入影響我國M2，進一步影響信用，最後傳遞至房價。
- (註3) 該文中所使用的全球流動性為11個國家的貨幣供給量按GDP加權計算而得。
- (註4) 作者以總合需求與總合供給的架構來解釋，指出商品的短期供給線趨近水平線，但房產之短期供給線較接近垂直線，於是當貨幣供給增加使得總合需求線右移時，房價會有立即的反應。
- (註5) IMF (2010)指出G-4 M2在2003-2009年間增加將近一倍，為便於和IMF(2010)所探討之結果作比較，本文選擇與IMF(2010)類似的樣本期間，僅將其延長至本文實證結果完稿時之最新資料。
- (註6) 本文亦曾使用準備貨幣作為流動性的替代變數，但結果並不顯著。
- (註7) 美國芝加哥選擇權交易所（Chicago Board Options Exchange）編製的VIX指數（Volatility Index），用以反映 S&P 500指數期貨的波動程度，測量未來三十天市場預期的波動程度，通常用來評估未來風險，因此也有人稱作恐慌指數。
- (註8) 一般而言，換匯利率（swap rate）與相同期限之政府公債殖利率的利差（swap spread），是市場上衡量信用風險溢酬（risk premium）的常用指標。此利差擴大顯示信用風險升高，投資人要求較高的風險補貼。
- (註9) 本文的工具變數包含常數項、全球流動性年增率、VIX、credit risk premium的當期值；以及我國流動性、匯率、工業生產年增率和通貨膨脹率的落後1至6期。
- (註10) 此處使用Newey and West (1987)的估計量計算最適加權矩陣。
- (註11) 本文亦曾嘗試以股價月增率作為被解釋變數，以GMM模型進行實證分析。結果顯示，若以M2代表流動性，則結果大致不變；若使用Marshallian k代表的超額流動性進行分析，則多項變數之係數正負號不符合理論預期，且配適度偏低。
- (註12) IMF (2010) 中並未考慮內生性問題，並使用ARCH模型估計之。本文亦嘗試按照IMF (2010) 的方式進行估計，結果見附錄二之附表1。
- (註13) 亦曾嘗試將股價高估程度延伸至二年或三年，估計結果顯示，無論是延伸至二年或三年，係數之正負號及顯著性皆與一年相同，顯示模型具穩健性。
- (註14) 本文此一概念來自IMF (2009)第94頁註3，IMF (2009)定義-20%的年增率為「股價泡沫破滅(bust)」的門檻值，而-5%的年增率為「房價泡沫破滅」的門檻值，然IMF(2009)並未定義「股價大幅上升」及「房價大幅上升」的門檻，本文採取對稱概念，何棟欽 (2010)亦有類似作法。本文亦嘗試以股價上升幅度大於其移動平均的20%代表股價大幅上升，由台灣資料觀之，符合其定義之資料點過少，於是本文採用15%。另亦嘗試16%,17%,18%,19%，所得到的係數正負號及顯著性皆相同，證實此模型具穩健性。
- (註15) IMF (2010) 中並未考慮內生性問題，本文亦嘗試按照IMF (2010) 的方式進行估計，結果見附錄二之附表2。
- (註16) 由於前述的設定在此會使最大似函數求解時無法收斂，此處將短期限制變更為，物價當期不受股價影響。
- (註17) 本文另亦嘗試使用信義房價指數來代表房價，惟實證結果與國泰房價指數的結果不同，即全球與本國流動性對信義房價指數呈現負向關係，但統計不顯著。信義房價指數與國泰房價指數分別代表中古屋和新屋的價格，兩者走勢未必一致，本文推測隨近年土地標售價格走高，後續新推案房價亦上漲，國外資金流入房市的部份，較可能用於炒作

新成屋，因此造成新成屋價格上漲。在IMF(2010)中，也特別提醒，因為房價資料樣本受侷限，因此解釋上需特別小心。

(註18) 另亦分別嘗試以「房價的季增率減去其過去8季的移動平均」及「減去其過去12季的移動平均」代表房價高估的程度，結果與「減去其過去4季的移動平均」一致。

(註19) 同註14。

(註20) 本文也嘗試另以房價上升幅度大於其4季移動平均的5%代表房價大幅上升，但發現在2003至2010年第3季此段樣本期間中，只有5個樣本點符合，且集中在2007年及2010年。為避免造成偏誤，故改以房價上升幅度大於其4季移動平均的4%代表房價大幅上升，以此進行分析。另亦嘗試以房價上升幅度大於其4季移動平均的3%代表房價大幅上升，結果與4%一致。

(註21) 落後期的選擇，AIC準則指出最適的落後期應為1期，再依照Toda與Yamamoto (1995)的建議增加1期，於是此模型之落後期選擇為2期。

(註22) IMF (2010) 針對11個國家：澳洲、加拿大、中國、冰島、印尼、韓國、馬來西亞、紐西蘭、挪威、南非及泰國，發現整體之國內流動性對房價有顯著的正向關係，而全球流動性對房價則不顯著。

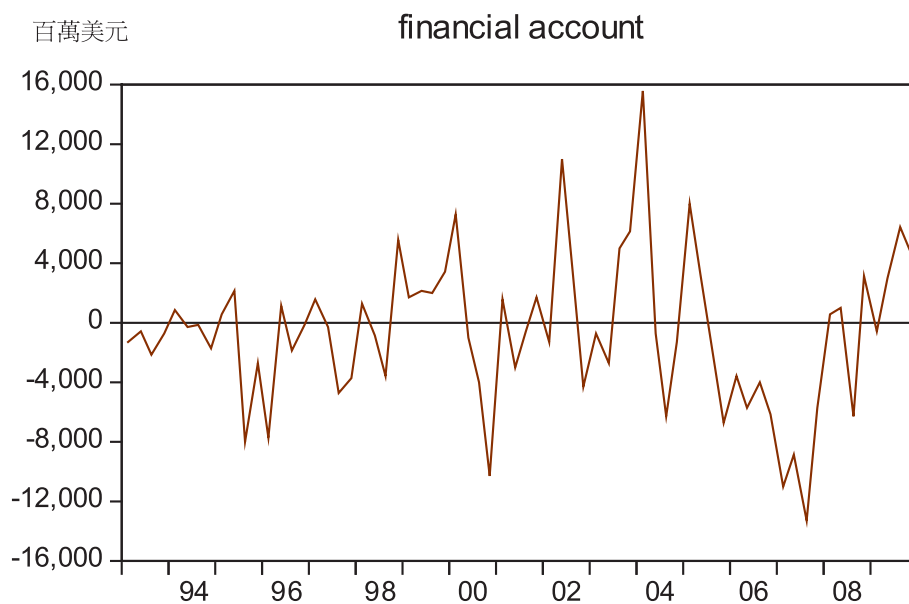
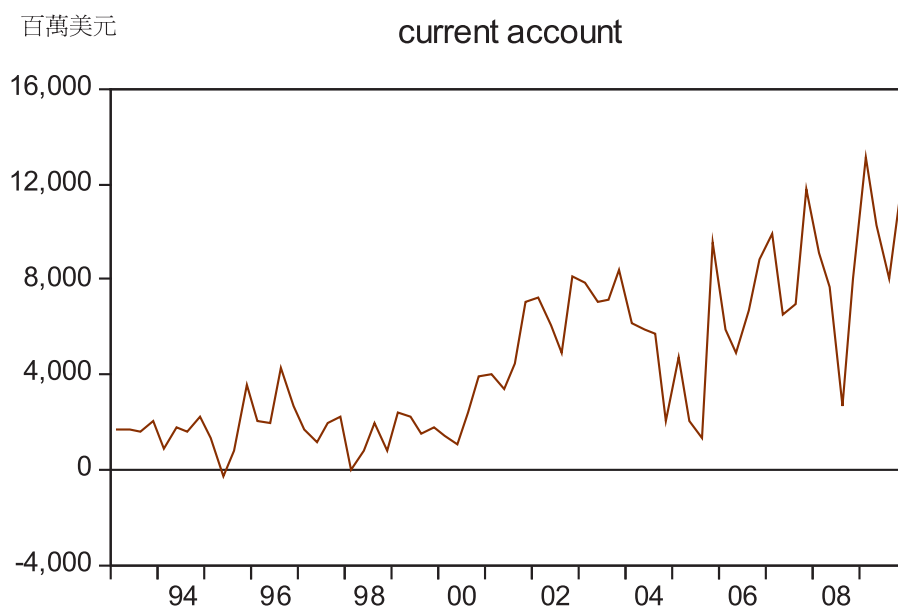
(註23) 另嘗試使用季增率、年增率來進行分析，亦得到相同結果。

(註24) 由國民所得帳可知，國民可支配所得=消費+政府支出+投資+經常帳收支，即 $GNDY=C+G+I+CA$ ，而儲蓄 $S=GNDY-C-G$ ，所以超額儲蓄 $ES=S-I=GNDY-C-G-I=CA$ ，可知超額儲蓄即等於對外經常帳收支餘額。

## 參考文獻

- 王泓仁(2005)，「台幣匯率對我國經濟金融活動之影響」，中央銀行季刊，第二十七卷第一期，頁13-46。
- 李桐豪(2003)，「我國貨幣政策對投資績效表現影響分析」，行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告。
- 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。
- 何棟欽(2010)，「資產價格泡沫及央行面臨之挑戰：貨幣政策、總體審慎工具、各國因應措施」，中央銀行出國報告。
- 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33-68。
- 陳南光、徐之強(2002)，「資產價格與中央銀行政策—台灣的實證分析」，中央銀行季刊，第二十四卷第一期，頁45-82。
- 張金鵬、陳明吉、楊智元(2010)，「台北市房價泡沫之再驗」，民99年7月28日，取自：<http://www.housing.nccu.edu.tw/>。
- Baks, K. and C. F. Kramer (1999), "Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications, and Spillovers," *IMF Working Papers 99/168*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Becker, S. (2007), "Global Liquidity 'Glut' and Asset Price Inflation," *Deutsche Bank Research*, Deutsche Bank, May 2007.
- Becker, S. (2009), "Is the Next Global Liquidity Glut on Its Way?" *Deutsche Bank Research*, Deutsche Bank, July 2009.
- Belke, A., W. Koster, M. Leschke, and T. Polleit (2004), "Towards a 'More Neutral' Monetary Policy," *ECB Observer No. 7*, Frankfurt a. M.
- Belke, A., W. Orth, and R. Setzer (2008), "Global Liquidity and House Prices: A VAR Analysis for OECD Countries," *Research On Money in the Economy Discussion Paper 2008-02*.
- Bracke, T. and M. Fidora (2008), "Global Liquidity Glut or Global Savings Glut?" *ECB Working Paper Series No. 911*.
- Darius, R. and S. Radde (2010), "Can Global Liquidity Forecast Asset Prices?" *IMF Working Paper WP/10/196*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- International Monetary Fund (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," *World Economic Outlook*, October, Chapter 3.
- International Monetary Fund (2010), "Global Liquidity Expansion: Effects on 'Receiving' Economies and Policy Response Options," *Global Financial Stability Report*, Chapter 4.
- Hausman, J. A. (1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*, Vol. 46, No. 6, PP. 1251-1271.
- Newey, W. K. and K. D. West (1987), "Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments Estimation," *International Economic Review* Vol. 28, PP. 777-787.
- Rüffer, R. and L. Stracca (2006), "What Is Global Excess Liquidity, and Does It Matter?" *ECB Working Paper Series No. 696*.
- Schnabl, G. and A. Hoffmann (2007), "Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View," *CESifo Working Paper No. 2100*.
- Sousa, J. M. and A. Zaghini (2007), "Global Monetary Policy Shocks in The G5: A SVAR Approach," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 17, PP. 403-419.
- The Economist (2007), "The Mandarins of Money: Central Banks in the Rich World No Longer Determine Global Monetary Conditions," *Economics Focus*, Economist.com, Aug 9, 2007.
- Toda, Hiro Y. and Taku Yamamoto (1995), "Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes," *Journal of Economics* Vol. 66, PP. 225-250.
- United Nations (2009), *The Global Financial Crisis and the Asia-Pacific Region*, UNDP (Regional Centre for Asia and the Pacific), Nov. 2009.

### 附錄一 我國經常帳和金融帳餘額



## 附錄二 不考慮內生性的情形下之股價高估模型和probit模型

### 一、全球流動性和我國股價高估間的關係

本小節在不考慮內生性的情形下，按照IMF (2010)的方式，探討全球流動性和我國股價高估間的關係。由於迴歸式的殘差經檢定得知有ARCH效果，於是使用ARCH(1)模型估計之，即：

$$\begin{aligned} \Delta_{12}SP_t = & c + \alpha_1\Delta_{12}GM_{t-1} + \alpha_2VIX_t + \alpha_3CRS_t \\ & + \alpha_4\Delta_{12}TWM_{t-1} + \alpha_5\Delta ER_{t-1} \\ & + \alpha_6\Delta_{12}IPI_t + \alpha_7\pi_{t-1} + \varepsilon_t \\ \varepsilon_t = & \sqrt{h_t}v_t, \text{ 其中 } v_t \stackrel{i.i.d.}{\sim} (0,1), h_t = c_v + \alpha_v\varepsilon_{t-1}^2 \end{aligned}$$

由附表1的估計結果可知，以M2代表流動性時，在1%顯著水準下，全球流動性增加對我國股價高估的程度有正向而顯著的關係。

### 二、全球流動性和我國股價大幅上升機率間的關係

在不考慮內生性的情形下，採用probit模型分析流動性的增加是否會造成股價大幅上升的機率提高，估計結果如附表2。

估計結果顯示，若以M2代表流動性，不論是我國M2或G-4 M2的年增率上升，皆顯著增加我國股價大幅上升的機率。G-4 M2的年增率上升1個百分點會使股價大幅上升的機率增加1.88個百分點，我國M2的年增率上升1個百分點則會使股價大幅上升的機率增加4.85個百分點。若改以Marshallian k代表超額流動性，則全球流動性的影響變為不顯著。

附表1 股價高估－ARCH模型

	(a2-1)	(a2-2)
	以M2 代表流動性	以Marshallian k 代表超額流動性
常數項	-0.11 (-1.24)	0.32 (5.36)***
全球市場情況		
全球流動性年增率(前一期)	0.77 (3.10)***	-0.12 (-0.36)
VIX	-0.01 (-4.31)***	-0.01 (-7.14)***
Credit risk premium	-0.02 (-0.30)	-0.38 (-4.47)***
本國總體經濟因素		
我國流動性年增率(前一期)	4.19 (4.74)***	4.82 (8.86)***
匯率(前一期)	-1.80 (-2.60)***	-1.40 (-1.26)
工業生產年增率	0.37 (2.62)***	0.88 (9.06)***
通貨膨脹率(前一期)	-2.44 (-2.63)***	-5.76 (-6.31)***
條件變異數方程式		
$c_v$	0.003 (1.65)*	0.006 (3.32)***
$\alpha_v$	1.09 (2.60)***	0.86 (2.63)***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.44	0.65
樣本期間(月)	2003M1-2010M10	2003M1-2010M10

註：括號內皆為z值，其餘同表3。

附表2 股價大幅上升—probit 模型

	(a3-1)		(a3-2)	
	以M2代表流動性		以 Marshallian k代表超額流動性	
	係數值	邊際效果	係數值	邊際效果
常數項	-5.91 (-2.76)***	-0.68	-2.74 (-2.16)**	-0.35
全球市場情況				
全球流動性年增率(前一期)	16.41 (2.23)**	1.88	3.46 (0.49)	0.44
VIX	0.04 (0.90)	0.004	-0.02 (-0.34)	-0.002
Credit risk premium	1.40 (0.83)	0.16	2.69 (1.64)	0.34
本國總體經濟因素				
我國流動性年增率(前一期)	42.27 (2.61)***	4.85	29.00 (2.55)**	3.67
匯率(前一期)	-9.58 (-0.40)	-1.10	-6.57 (-0.30)	-0.83
工業生產年增率	5.56 (2.28)**	0.64	12.24 (3.02)***	1.55
通貨膨脹率(前一期)	-69.60 (-3.56)***	-7.98	-74.54 (-3.86)***	-9.42
McFadden R <sup>2</sup>	0.51		0.52	
樣本期間(月)	2003M1-2010M10		2003M1-2010M10	

註：同表4。

# 國內經濟金融情勢（民國100年第2季）

## 總體經濟

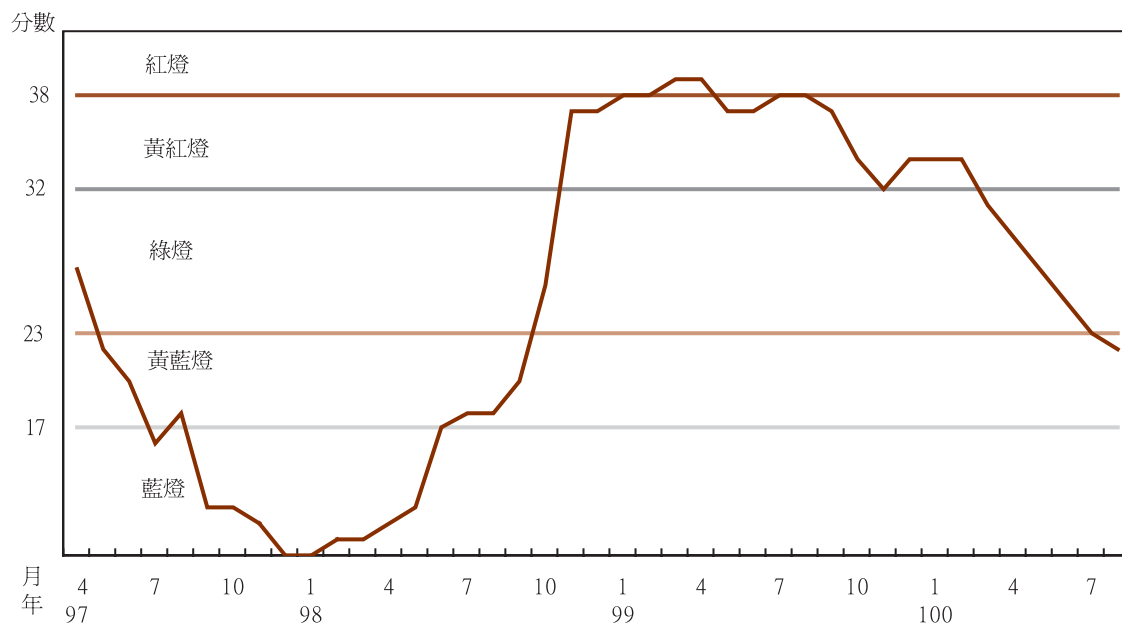
### 壹、國內經濟情勢

#### 一、經濟景氣擴張力道減弱

本年3月起，受機械與電機設備進口、出口以及批發、零售及餐飲業營業額指數成長減緩等影響，經建會景氣對策信號綜合判斷分數逐月下降，至8月為22分，景氣對策信號轉為黃藍燈。此外，景氣同時、領先指標持續下滑，顯示景氣擴張力道減弱。

另外，本年初以來，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點走勢分歧，服務業呈先升後降趨勢，5月升達108.29點，至8月降為99.43點；製造業則於6月降抵93.80點，7月回升為96.46點，8月又略降至95.35點。此一分歧走勢，顯示整體經濟景氣前景並不明朗。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數





## 二、經濟成長趨緩

本年上半年，新興經濟體需求穩定擴增，我國出口穩健成長；同時，民間消費隨就業增加及金融市場活絡而擴增，民間投

資成長動能持強，經濟成長率為5.58%，其中，第1季為6.16%，第2季略降為5.02%。行政院主計處(以下簡稱主計處)預測第3季，民間投資因上年比較基期較高，將轉呈明顯衰退，經濟成長率亦將降為3.48%。

圖2 經濟成長、投資與消費

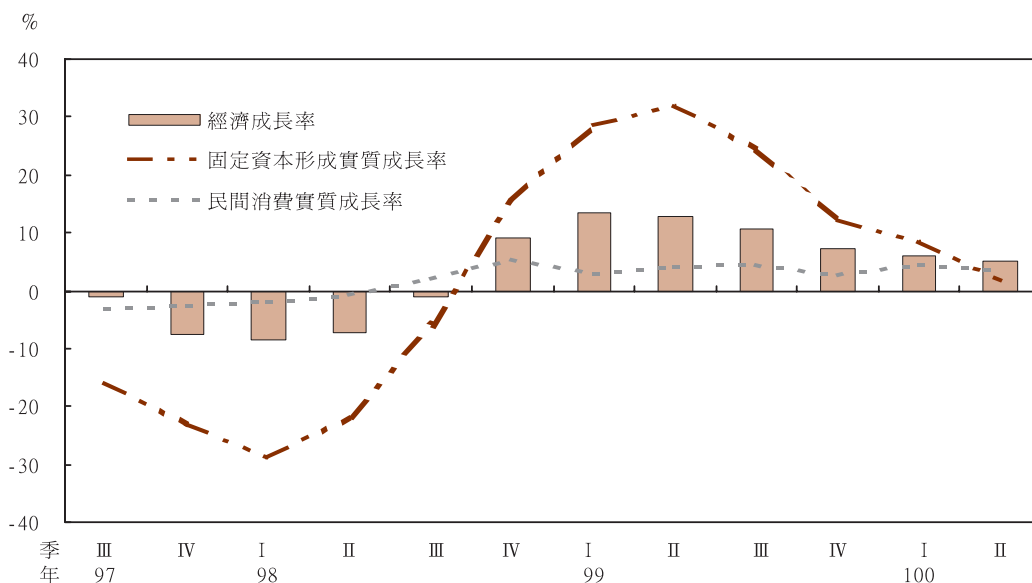


表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入	
					合計	民間	公營			政府
97年		0.73	-0.93	0.83	-12.36	-15.58	-1.98	1.18	0.87	-3.71
98年		-1.93	1.08	3.88	-11.01	-17.91	2.71	16.01	-8.71	-12.83
99年 r		10.88	3.65	1.76	23.44	32.51	9.10	-1.71	25.65	28.20
100年 f		4.81	3.55	-0.36	-1.72	-0.52	-12.75	-1.72	6.18	1.24
101年 f		4.58	3.18	0.53	1.18	3.43	5.57	-11.55	6.64	4.09
99/3		10.69	4.63	0.40	24.62	35.57	-0.46	-5.65	20.45	22.31
4		7.13	2.68	2.48	12.34	16.78	7.19	1.10	15.13	14.26
100/1 r		6.16	4.38	0.21	8.59	11.40	-12.01	0.10	11.18	7.40
2 p		5.02	3.12	0.40	1.60	5.66	-17.80	-6.09	4.39	0.90
3 f		3.48	3.09	0.93	-7.37	-9.91	-4.51	4.86	4.04	-2.12
100年第2季	貢獻百分點 p	5.02	1.69	0.04	0.30	0.78	-0.29	-0.19	3.37	0.55

資料來源：行政院主計處。

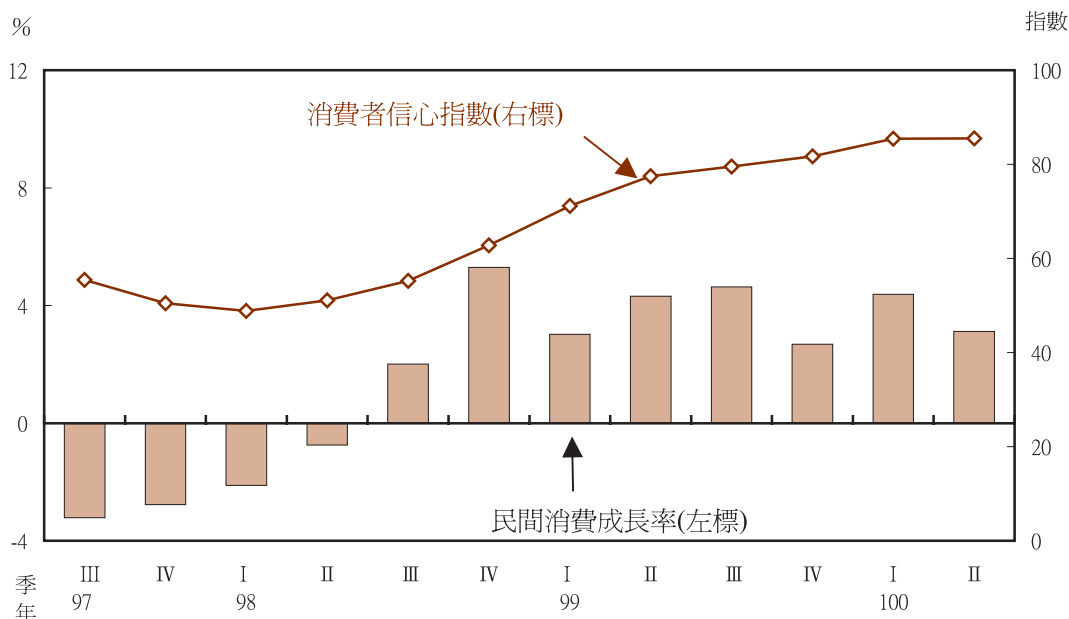
註：r 為修正數，p 為初步估計，f 為預測數

### 三、民間消費溫和成長

今年上半年，雖塑化劑事件影響部分食品消費意願，惟隨就業增加、薪資回升以及金融市場活絡，消費者信心上升，零售業及餐飲業營業額穩健成長，第1季民間消費成長率為4.38%，第2季為3.12%。第3季雖然

上市櫃公司配息提高，加上公部門及民間企業加薪，有助於民間增加消費，惟全球經濟景氣下滑，股市交投轉淡，影響民間消費成長動能，主計處預測民間消費成長率降為3.09%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

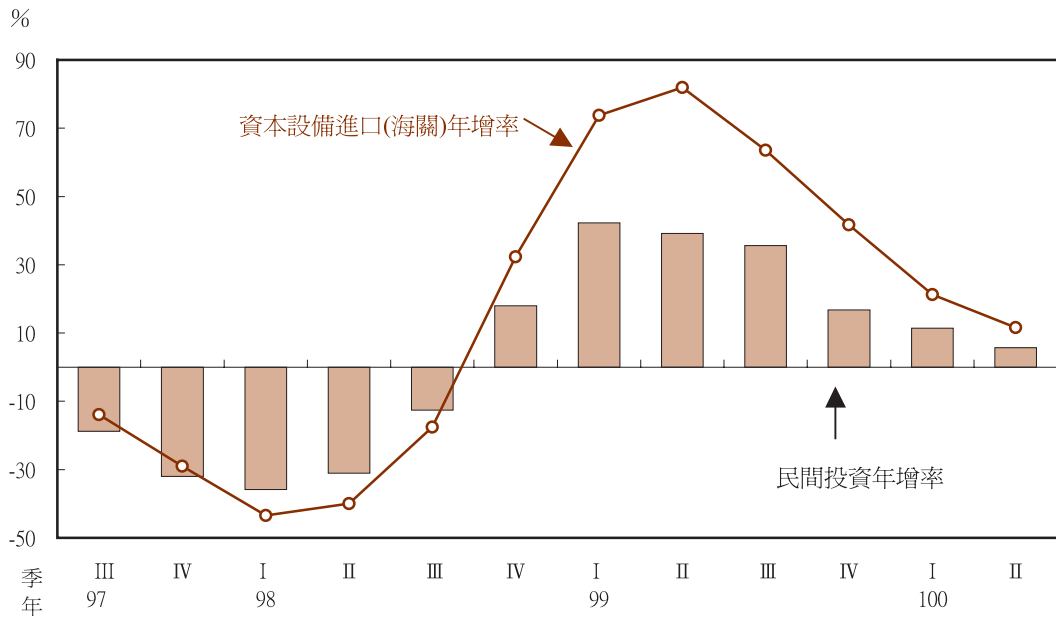


### 四、民間投資成長動能下滑

今年上半年，由於經濟景氣維持擴張態勢，製造業產能利用率居高，高科技廠商積極擴充設備及提升製程，第1、2季資本設備進口年增率仍達21.3%及11.6%，影響所及，

民間投資第1季及第2季成長率分別為11.40%及5.66%。第3季國際經濟不確定性升高，半導體與光電等產業因產能利用率下滑，擴產步調轉趨保守，加以上年比較基期較高，主計處預測民間投資負成長9.91%。

圖4 民間投資與資本設備進口



### 五、進出口成長明顯走緩

本年上半年，新興經濟體需求穩定擴增，電子、資通、機械與基本金屬等產品需求暢旺，出口第1季及第2季成長率分別為19.43%、14.62%，進口成長率分別為21.81%、19.02%；實質輸出(含商品及服務)第1季及第2季成長率分別為11.18%、4.39%，實質輸入成長率則分別為7.40%、

0.90%。

隨全球景氣趨緩，7月出口、進口成長率分別為17.6%、14.0%，8月則分別降為7.2%、6.4%。主計處預測第3季實質輸出、輸入成長率分別降為4.04%與-2.12%。

此外，本年1至8月我國對主要地區之出口年增率，均較上年同期減緩，以對大陸及香港、日本最為明顯。

圖5 進出口貿易

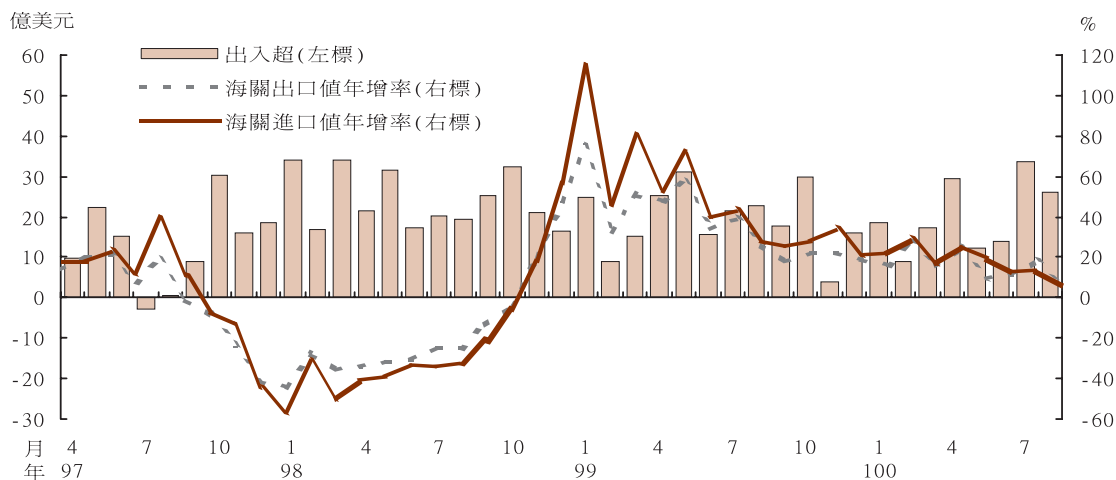
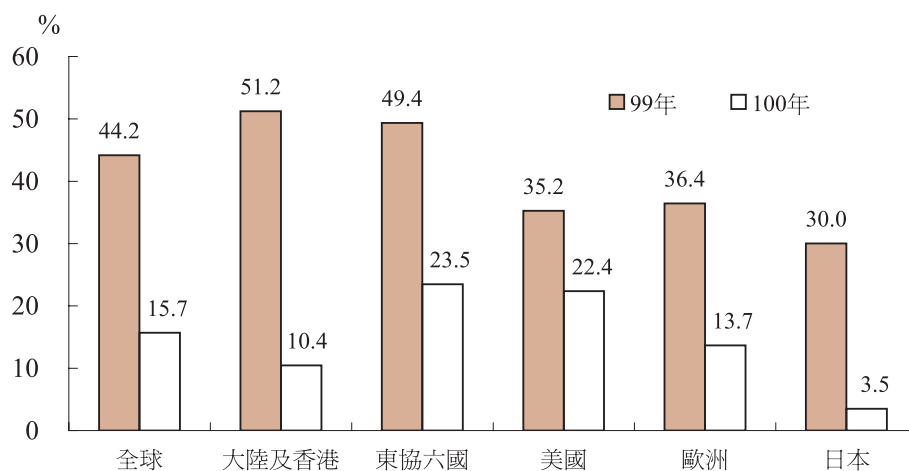


圖6 對主要地區之出口年增率(1至8月)

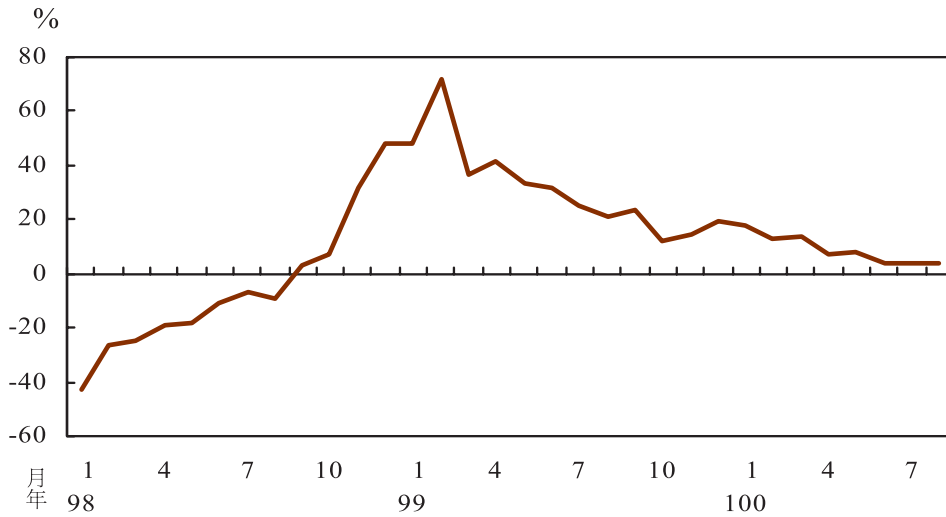


## 六、工業生產成長續降

本年以來，各月工業生產指數年增率受比較基期漸高影響，漸次下滑，至8月為3.88%。其中，製造業年增率為3.83%，以

金屬機械工業增產7.79%最為顯著，主要係因基本金屬業成長7.43%所致；資訊電子工業增產7.34%次之，而民生工業微幅成長0.62%，化學工業則衰退8.55%。

圖7 工業生產年增率



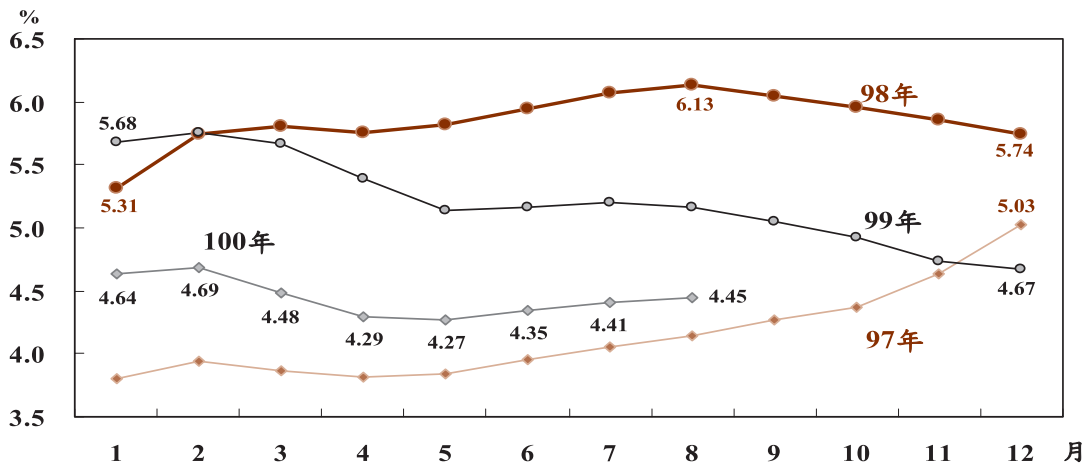
### 七、失業率季節性回升、薪資持續成長

本年以來，隨景氣穩步升溫，企業僱用員工意願提高，就業人數持續增加，失業率下降，至5月為4.27%；惟6月起，受畢業生及暑期工讀生尋職之季節性因素影響，失業率略微回升，至8月為4.45%，仍較上年同月下降0.72個百分點。1至8月平均失業率為

4.45%，亦較上年同期下降0.95個百分點。

隨景氣穩步回溫，企業反映獲利，調高薪資及增加發放獎金，受僱員工薪資(非農業部門每人每月平均薪資)持續成長，至本年7月薪資年增率為2.63%，其中經常性薪資年增率為1.53%；1至7月平均薪資年增率為3.20%，其中經常性薪資年增率則為1.33%。

圖8 失業率

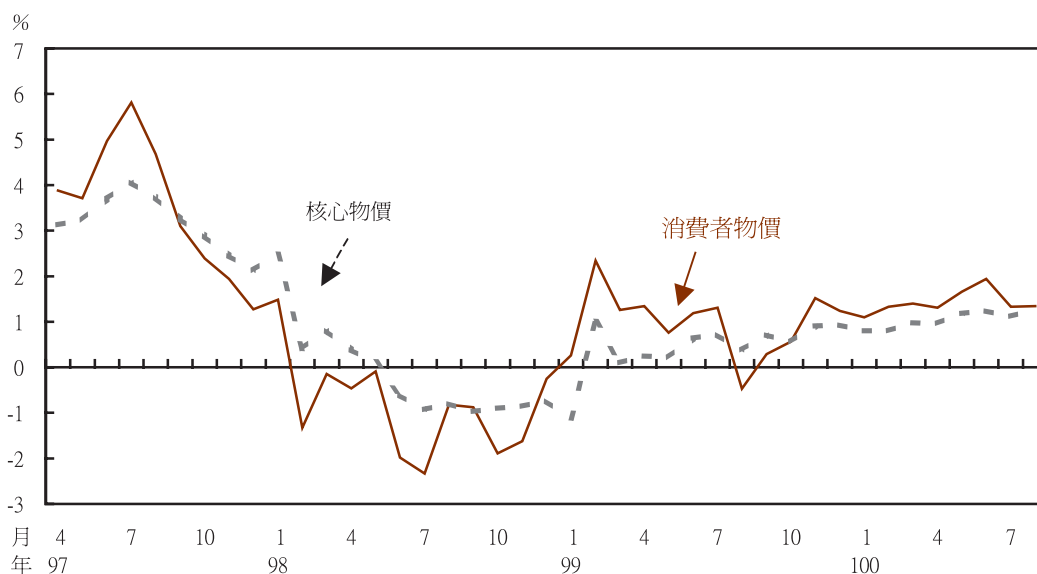


## 八、消費者物價漲幅溫和，通膨預期降溫

今年上半年，反映原油及穀物等進口原物料成本攀高，國內油品、部分食物等相關民生商品零售價格調漲，各月CPI年增率呈上升趨勢，至6月為1.94%；不包括蔬果、水產及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為1.24%。

隨國際原油行情明顯回軟，進口原物料成本推升國內相關商品價格之壓力逐漸減緩，7、8月CPI年增率分別降為1.33%、1.34%；核心CPI年增率則分別為1.12%、1.26%。1至8月平均CPI年增率為1.43%；核心CPI年增率則為1.04%。主計處預測第3季CPI年增率為1.42%。

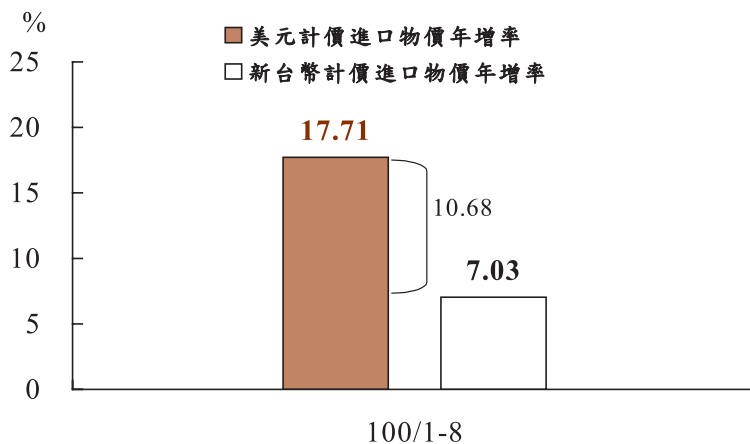
圖9 消費者物價與核心物價



反映基本經濟情勢，新台幣適時對主要貿易對手國貨幣升值，有助減輕國際原物料進口成本之上升壓力；本年1至8月平均，以

新台幣計價之進口物價年增率，較美元計價之進口物價年增率減少10.68個百分點，CPI年增率可能因而減緩。

圖10 進口物價年增率



## 貳、經濟展望

今年上半年經濟成長率為5.58%；惟在全球經濟成長趨緩，以及比較基期偏高、民間投資轉為負成長的影響下，行政院主計處預估下半年經濟成長率將降為4.11%，全年

經濟成長率下修為4.81%。

國內各預測機構對100年經濟成長率預估值之平均數為5.16%。

表2 國內預測機構對民國100年經濟成長預估

單位:年增率(%)

項目	估測機構	主計處	中經院	寶華經研院	中研院	台經院	平均值
發布日期		100.8.18	100.7.15	100.9.28	100.7.19	100.7.28	
實質國內生產毛額		4.81	5.02	4.73	5.52	5.70	5.16
實質民間消費支出		3.55	3.41	3.35	4.05	3.82	3.64
實質政府消費支出		-0.36	-0.46	-0.36	-0.46	0.02	-0.32
實質固定投資		-1.72	4.07	-0.90	3.76	1.69	1.38
實質民間投資		-0.52	6.12	0.55	5.72	3.26	3.03
實質政府投資		-1.72	-1.76	-1.72	-1.76	-3.11	-2.01
實質輸出		6.18	8.12	5.56	8.52	7.60	7.20
實質輸入		1.24	4.63	0.68	4.79	3.03	2.87
貿易差額(億美元)		340.25	---	---	---	---	340.25

# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差9,015百萬美元，金 加4,903百萬美元(表1及圖1)。  
融帳淨流出5,014百萬美元，央行準備資產增

表1 國際收支

民國100年第2季暨民國99年第2季

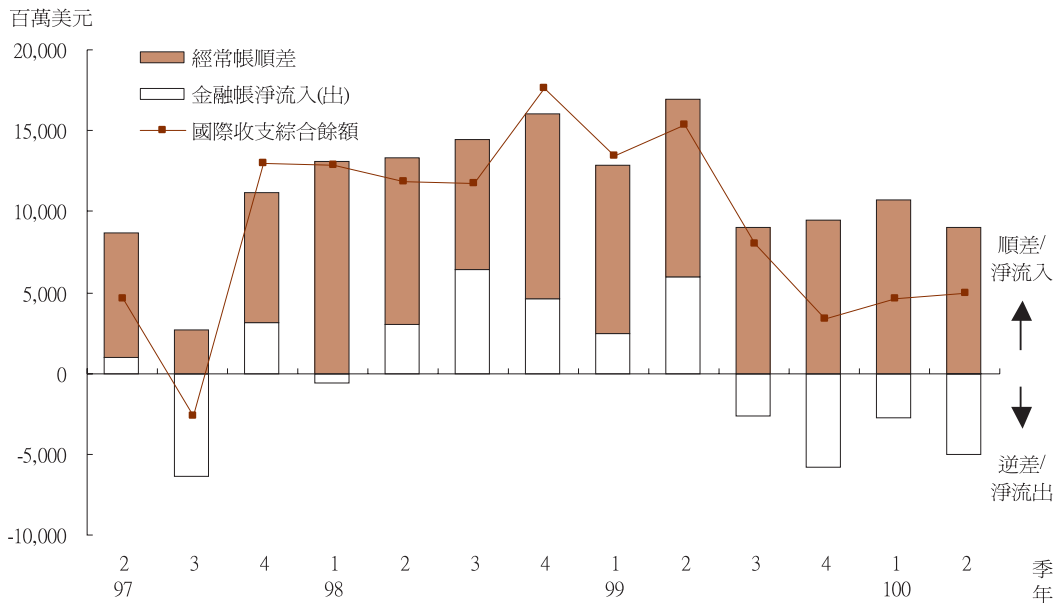
單位：百萬美元

	(1) 100年 第2季	(2) 99年 第2季	(1)-(2)
<b>A. 經常帳</b>	9,015	11,006	-1,991
商品出口(f.o.b.)	80,026	69,921	10,105
商品進口(f.o.b.)	-74,129	-62,054	-12,075
商品貿易淨額	5,897	7,867	-1,970
服務：收入	11,794	10,029	1,765
服務：支出	-10,988	-9,497	-1,491
服務淨額	806	532	274
所得：收入	6,018	5,499	519
所得：支出	-2,548	-2,175	-373
所得淨額	3,470	3,324	146
經常移轉：收入	1,327	1,248	79
經常移轉：支出	-2,485	-1,965	-520
經常移轉淨額	-1,158	-717	-441
<b>B. 資本帳</b>	-24	-36	12
資本帳：收入	0	1	-1
資本帳：支出	-24	-37	13
合計，A加B	8,991	10,970	-1,979
<b>C. 金融帳</b>	-5,014	5,982	-10,996
對外直接投資	-3,343	-2,620	-723
來台直接投資	883	535	348
證券投資(資產)	-12,794	-8,823	-3,971
股權證券	-5,801	-5,858	57
債權證券	-6,993	-2,965	-4,028
證券投資(負債)	5,311	1,163	4,148
股權證券	2,814	1,500	1,314
債權證券	2,497	-337	2,834
衍生性金融商品	345	331	14
衍生性金融商品(資產)	1,378	1,409	-31
衍生性金融商品(負債)	-1,033	-1,078	45
其他投資(資產)	-9,769	9,435	-19,204
一般政府	7	6	1
銀行	-9,685	9,155	-18,840
其他	-91	274	-365
其他投資(負債)	14,353	5,961	8,392
貨幣當局	0	0	0
一般政府	0	0	0
銀行	13,373	5,050	8,323
其他	980	911	69
合計，A至C	3,977	16,952	-12,975
<b>D. 誤差與遺漏淨額</b>	926	-1,575	2,501
合計，A至D	4,903	15,377	-10,474
<b>E. 準備資產</b>	-4,903	-15,377	10,474

註：無符號在經常帳及資本帳表示收入，在金融帳表示資本流入或資產減少或負債增加，在準備資產表示資產減少；負號在經常帳及資本帳表示支出，在金融帳表示資本流出或資產增加或負債減少，在準備資產表示資產增加。



圖1 國際收支



## 一、經常帳

商品方面，受惠於資訊與通信、電子及機械等產品國外需求增加，本季出口較上年同季成長14.5%；進口則因原油等國際原物料價格走高及出口引申需求增加，亦較上年同季成長19.5%。出、進口皆創歷年單季最高，惟進口增額大於出口增額，本季商品貿易順差為5,897百萬美元，較上年同季減少1,970百萬美元或25.0%。

服務方面，本季服務收入11,794百萬美元，創歷年單季最高，較上年同季增加1,765百萬美元，主要係三角貿易淨收入及旅行收入增加；服務支出10,988百萬美元，亦為歷年單季最高，較上年同季增加1,491百萬美元，主要係旅行、貿易佣金及專業技術事務服務支出增加。收支相抵，本季服務收支順

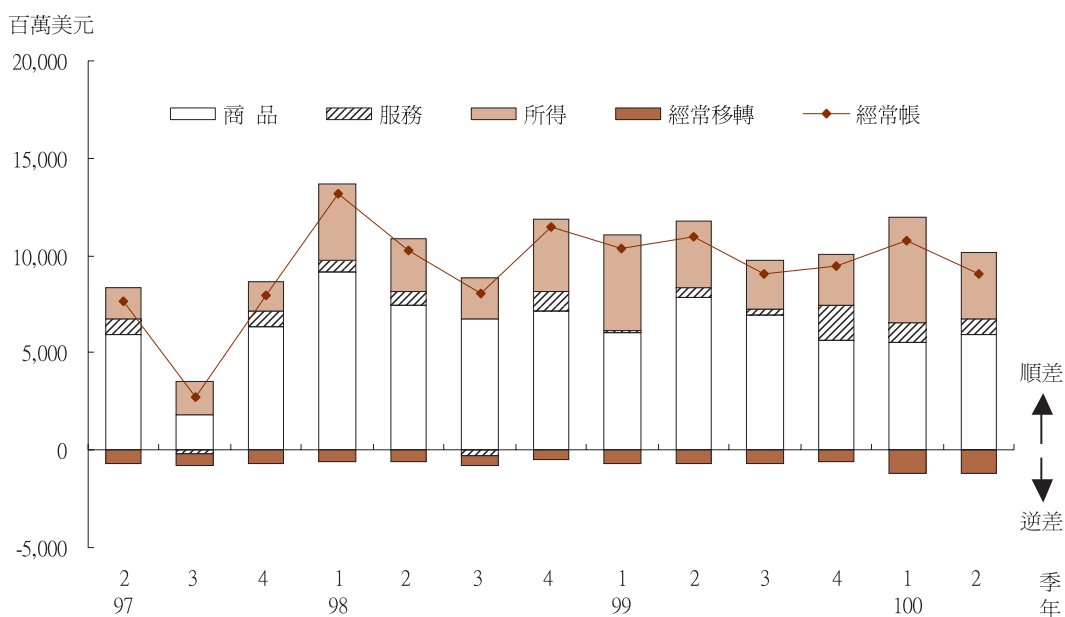
差由上年同季532百萬美元增加為806百萬美元。

所得方面，本季所得收入6,018百萬美元，較上年同季增加519百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出2,548百萬美元，較上年同季增加373百萬美元，主要係非居民來台直接投資所得增加。本季所得收支順差為3,470百萬美元，較上年同季增加146百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季的717百萬美元增為1,158百萬美元，主要係對日本311震災捐款。

本季雖然服務及所得收支順差增加，惟商品貿易順差減額較大及經常移轉逆差增加，致經常帳順差9,015百萬美元，較上年同季減少1,991百萬美元或18.1%（圖2）。

圖2 經常帳



## 二、資本帳

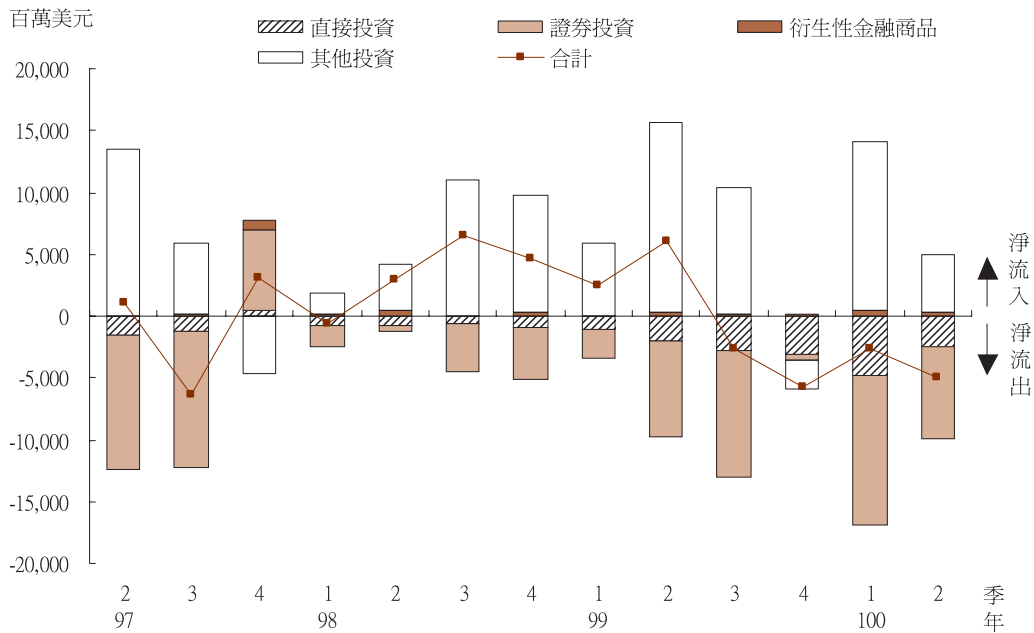
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差24百萬美元，主要係移民匯出款。

## 三、金融帳

本季金融帳淨流出5,014百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,460百萬美元，由於兩岸簽訂經濟合作架構協議( ECFA )，台商積

極兩岸生產布局，居民對外直接投資呈淨流出3,343百萬美元；非居民來台直接投資轉呈淨流入883百萬美元。證券投資呈淨流出7,483百萬美元，其中居民對外證券投資呈淨流出12,794百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券及居民投資國外基金增加；非居民來台證券投資轉呈淨流入5,311百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票及債券。衍生性金融商品呈淨流入345百萬美元。其他投資呈淨流入4,584百萬美元，主要係銀行部門自國外引進資金(圖3)。

圖3 金融帳



## 貳、經常帳

### 一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計就計價基礎、時差、類別及範圍予以調整）計算，商品出口計80,026百萬美元，較上年同季增加10,105百萬美元或14.5%；商品進口計74,129百萬美元，較上年同季增加12,075百萬美元或19.5%。由於進口增額大於出口增額，商品貿易順差減為5,897百萬美元，較上年同季減少1,970百萬美元或25.0%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步析出、進口概況。

就貿易結構而言，出口方面，本季工業產品、農產品及農產加工出口分別較上年同季成長14.6%、12.9%及21.9%；工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達82.9%），較上年同季成長14.3%。進口方面，資本設備、農工原料及消費品進口分別較上年同季增加11.6%、20.6%及18.7%。農工原料因原油價格上漲以及出口引申需求增加而成長；消費品則以小客車與醫藥製劑之進口增額較大。

就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「電子產品」、「資訊與通信產品」、「機械」及「基本金屬及其製品」增額較大，四者合計占出口總增額的68.7%；

進口貨品中，則以「礦產品」、「化學品」、「電子產品」及「基本金屬及其製品」增額較大，四者合計占進口總增額的65%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對東協六國出口較上年同季增加2,495百萬美元或23.2%，為出口增額最大的地區，其次為對美國的出口，較上年同季增加2,138百萬美元或27.3%。進口方面，相較上年同季，自中國大陸（含香港，以下同）進口增加2,834百萬美元或30.4%最大，自東協六國進口增加1,626百萬美元或23.5%次之。就主要出口市場比重來看，以中國大陸所占比重最高，達40.1%，其次為東協六國，比重16.5%，美國的12.4%及歐洲的10.0%分居第三、四位。主要進口來源則以日本所占比重最高，達17.8%，其次為中國大陸的16.2%，中東國家的12.6%及東協六國的11.4%分居第三、四位。

## 二、服務

本季服務收入11,794百萬美元，較上年同季增加1,765百萬美元；服務支出計10,988百萬美元，較上年同季增加1,491百萬美元。收支相抵，服務收支順差由上年同季532百萬美元增加為806百萬美元。茲將服務收支主要項目之內容及其變動說明如下(表2)：

### (一) 運輸

就運輸而言，可區分為旅客運輸、貨

物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入計2,471百萬美元，較上年同季減少23百萬美元，主要係國航國際線貨運收入減少。運輸支出計3,009百萬美元，較上年同季增加517百萬美元，主要係海運公司代理費支出、航空器修理費及外國航空公司客運費增加。收支相抵，本季運輸收支由上年同季順差2百萬美元轉呈逆差538百萬美元。

### (二) 旅行

本季旅行收入計2,746百萬美元，較上年同季增加548百萬美元，主要係因來台日本旅客增加，且平均每人每日消費金額較高。旅行支出計2,490百萬美元，較上年同季增加231百萬美元，主要係國人出國人次及平均每人每日消費金額增加。收支相抵，本季旅行由上年同季逆差61百萬美元轉呈順差256百萬美元。

### (三) 其他服務

其他服務收支方面，包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術與雜項服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計6,577百萬美元，較上年同季增加1,240百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計5,489百萬美元，較上年同季增加743百萬美元，主要係貿易佣金支出及專業技術與雜項服務支出增加。收支相抵，本季其他服務淨收入為1,088百萬

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	100年第2季			99年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	11,794	10,988	806	10,029	9,497	532	1,765	1,491
一、運輸服務	2,471	3,009	-538	2,494	2,492	2	-23	517
(一)客運	481	518	-37	427	375	52	54	143
(二)貨運	1,883	1,286	597	1,973	1,279	694	-90	7
(三)其他	107	1,205	-1,098	94	838	-744	13	367
二、旅行	2,746	2,490	256	2,198	2,259	-61	548	231
三、其他服務	6,577	5,489	1,088	5,337	4,746	591	1,240	743
(一)通訊	108	129	-21	98	115	-17	10	14
(二)營建	97	53	44	82	39	43	15	14
(三)保險	203	310	-107	133	262	-129	70	48
(四)金融	238	58	180	193	44	149	45	14
(五)電腦與資訊	91	87	4	42	122	-80	49	-35
(六)專利權、商標等使用費	167	1,367	-1,200	131	1,287	-1,156	36	80
(七)其他事務服務	5,548	3,228	2,320	4,573	2,654	1,919	975	574
1. 三角貿易及與貿易有關服務	4,396	1,258	3,138	3,634	1,033	2,601	762	225
2. 營運租賃	86	370	-284	60	263	-203	26	107
3. 專業技術與雜項	1,066	1,600	-534	879	1,358	-479	187	242
(八)個人、文化與休閒服務	31	54	-23	26	56	-30	5	-2
(九)不包括在其他項目的政府服務	94	203	-109	59	167	-108	35	36

美元，較去年同季增加497百萬美元。

元(表3)。

### 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入6,018百萬美元，較上年同季增加519百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出計2,548百萬美元，較上年同季增加373百萬美元，主要係非居民來台直接投資所得增加。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之3,324百萬美元增加為3,470百萬美

### 四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,327百萬美元，較上年同季增加79百萬美元，主要係禮品、樣品進口增加；支出計2,485百萬美元，較上年同季增加520百萬美元，主要係對日本311震災捐款。本季經常移轉淨支出由上年同季之717百萬美元增為1,158百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	100年第2季			99年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	6,018	2,548	3,470	5,499	2,175	3,324	519	373
一、薪資所得	108	111	-3	87	83	4	21	28
二、投資所得	5,910	2,437	3,473	5,412	2,092	3,320	498	345
(一)直接投資	1,371	1,276	95	1,316	1,071	245	55	205
(二)證券投資	327	990	-663	319	895	-576	8	95
(三)其他投資	4,212	171	4,041	3,777	126	3,651	435	45
經常移轉	1,327	2,485	-1,158	1,248	1,965	-717	79	520

## 參、金融帳

金融帳根據投資種類或功能分為直接投資、證券投資、衍生性金融商品與其他投資。本季金融帳淨流出5,014百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	100年第2季			99年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-3,343	883	-2,460	-2,620	535	-2,085	-723	348
(一)對外直接投資	-3,343	—	-3,343	-2,620	—	-2,620	-723	—
(二)來台直接投資	—	883	883	—	535	535	—	348
二、證券投資	-12,794	5,311	-7,483	-8,823	1,163	-7,660	-3,971	4,148
(一)股權證券	-5,801	2,814	-2,987	-5,858	1,500	-4,358	57	1,314
(二)債權證券	-6,993	2,497	-4,496	-2,965	-337	-3,302	-4,028	2,834
1.債券與票券	-7,151	2,505	-4,646	-1,867	-205	-2,072	-5,284	2,710
2.貨幣市場工具	158	-8	150	-1,098	-132	-1,230	1,256	124
三、衍生性金融商品	1,378	-1,033	345	1,409	-1,078	331	-31	45
四、其他投資	-9,769	14,353	4,584	9,435	5,961	15,396	-19,204	8,392
(一)貿易信用	-659	110	-549	-103	474	371	-556	-364
(二)借款	-4,906	6,802	1,896	6,814	3,713	10,527	-11,720	3,089
(三)現金與存款	-1,131	6,698	5,567	1,925	2,832	4,757	-3,056	3,866
(四)其他	-3,073	743	-2,330	799	-1,058	-259	-3,872	1,801
合  計	-24,528	19,514	-5,014	-599	6,581	5,982	-23,929	12,933

註：無符號表示資本流入或資產減少或負債增加；負號表示資本流出或資產增加或負債減少。

## 一、直接投資

本季直接投資淨流出2,460百萬美元。由於兩岸簽訂ECFA，台商積極兩岸生產布局，對外直接投資呈淨流出3,343百萬美元，對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、批發及零售業與電腦、電子產品及光學製品製造業；非居民來台直接投資淨流入883百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、電子零組件製造業與批發及零售業。

## 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出7,483百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出12,794百萬美元。其中股權及債權證券投資均續呈淨流出，金額分別為5,801百萬美元及6,993百萬美元，主要係居民投資國外基金及保險公司投資國外債權證券。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流出7,151百萬美元及淨流入158百萬美元。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流入5,311百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票及債券。其中股權及債權證券投資分別呈淨流入2,814百萬美元及2,497百萬美元；債權證券投資中，債券與票券呈淨流入2,505百萬美

元，貨幣市場工具呈淨流出8百萬美元。

## 三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入345百萬美元，資產方面淨流入1,378百萬美元，主要是銀行部門承做衍生性金融商品交易利得；負債方面呈淨流出1,033百萬美元，主要為國際金融業務分行及民間部門承做衍生性金融商品交易損失。

## 四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流入4,584百萬美元，主要係銀行部門自國外引進資金。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流出9,769百萬美元，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659百萬美元；貸款呈淨流出4,906百萬美元，主要係銀行部門放款增加；現金與存款呈淨流出1,131百萬美元，主要係銀行部門國外存款增加；其他資產呈淨流出3,073百萬美元，主要係銀行部門其他短期資金流出。

### (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入14,353百萬美元，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110百萬美元；借款呈淨流入6,802百萬美元，主要係銀

行部門國外短期借款增加；現金與存款呈淨外聯行資金；其他負債呈淨流入743百萬美元，主要係銀行部門增加其他短期負債。

流入6,698百萬美元，主要係銀行部門引進國元，主要係銀行部門增加其他短期負債。

## 肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加4,903百萬美元。





# 貨幣與信用

## 壹、概述

本年第2季貨幣總計數M2平均年增率自上季之5.89%小幅上升至6.00%，主要因上年同季外資匯出較多，比較基期較低所致，M1B平均年增率則自上季之9.32%下降至8.08%，主要因活期性存款轉存定期性存款。7月M1B年增率續降，M2因銀行國外淨資產增加，年增率持續上升，至8月因銀行放款與投資成長減緩，M1B及M2年增率呈現下降。至於主要金融機構放款與投資（以

成本計價），由於銀行對民間部門債權成長減緩，本年第2季平均年增率由上季之7.83%下降為7.71%，7、8月因銀行對民間部門及政府債權成長減緩，年增率續降，至8月底為7.29%。

受本行持續調升貼放利率影響，本年第2季銀行存款利率呈現溫和上升走勢。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，一年期存款固定利率自上季底的

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數			準備貨幣	主要金融機構存款	主要金融機構放款與投資	主要金融機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
97	0.97	-2.94	2.67	3.55	6.75	3.42	1.78
98	13.37	16.54	7.21	11.55	5.64	0.75	-1.09
99	14.51	14.93	4.59	5.43	5.18	6.19	6.76
99/ 6	15.73	13.22	3.81	4.49	3.74	3.73	4.30
7	15.11	12.49	4.12	6.24	4.01	4.63	5.47
8	12.92	12.29	4.60	7.23	4.53	5.68	6.79
9	14.36	12.15	4.66	6.80	4.59	5.29	6.22
10	11.19	10.05	4.80	6.45	4.63	5.96	6.64
11	8.31	9.18	5.20	6.23	4.99	6.34	7.23
12	8.35	8.77	5.14	5.98	5.18	6.19	6.76
100/ 1	11.11	9.35	5.59	9.68	4.80	7.65	8.43
2	8.37	9.40	6.12	7.44	5.74	7.63	8.34
3	10.08	9.22	5.97	6.78	5.45	8.20	8.63
4	8.73	8.17	5.88	7.97	5.63	7.86	8.45
5	6.92	8.00	6.14	6.58	5.36	7.77	8.22
6	6.72	8.06	5.99	6.74	5.49	7.51	7.68
7	7.30	7.60	6.18	6.52	5.76	7.35	7.41
8	9.45	7.44	6.16	7.15	5.23	7.29	7.54

1.19%，上升至本季的1.28%，7月底再上升至1.36%，至8月底維持不變。五大銀行平均基準放款利率自上季的2.718%上升至本季的2.784%，再持續升至8月底的

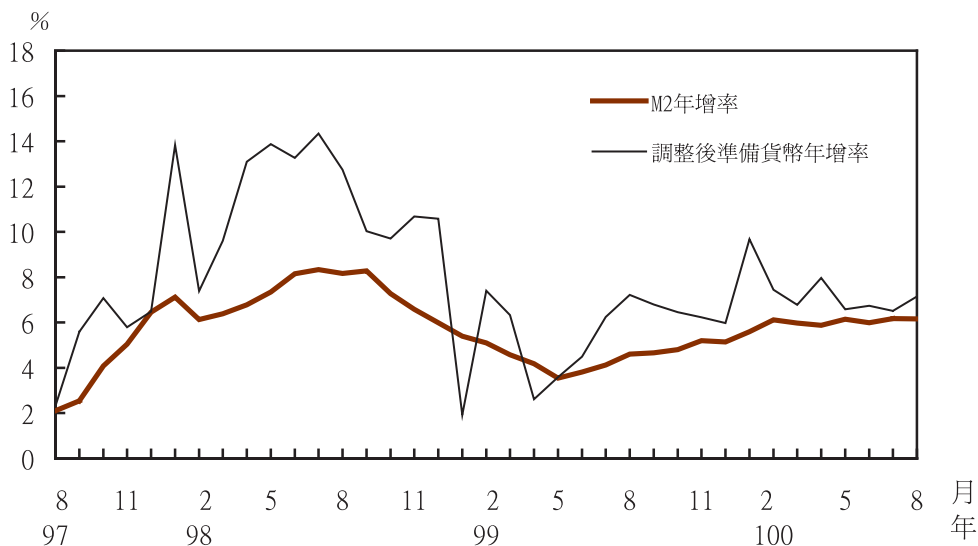
2.855%。五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.490%上升至6月之1.529%，8月再上升至1.650%，較3月上升0.160個百分點。

## 貳、準備貨幣年增率先降後升

本年第2季日平均準備貨幣年增率較上季減緩，其中，4月日平均準備貨幣年增率升至7.97%，5月因本行持續升息，活期性存款有轉為定期性存款之趨勢，加以銀行超額準備較上季減少，日平均準備貨幣年增率降至6.58%，6月略升為6.74%。總計本年第2季日平均準備貨幣平均年增率為7.10%，較上季之7.94%，減少0.84個百分點。7月及8月因外資活存增加，日平均準備貨幣年增率

上升至8月為7.15%。就準備貨幣變動來源分析，本年第2季雖然有公債與國庫券還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，惟因財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行陸續發行定期存單等緊縮因素，日平均準備貨幣較上季減少。至於本年7月及8月日平均準備貨幣則轉呈增加。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 參、貨幣總計數M2成長率小幅上升

本年第2季貨幣總計數M2平均年增率自上季之5.89%小幅上升至6.00%，主要因上年同季外資匯出較多，比較基期較低所致，M1B平均年增率則自上季之9.32%下降至8.08%，主要因活期性存款轉存定期性存

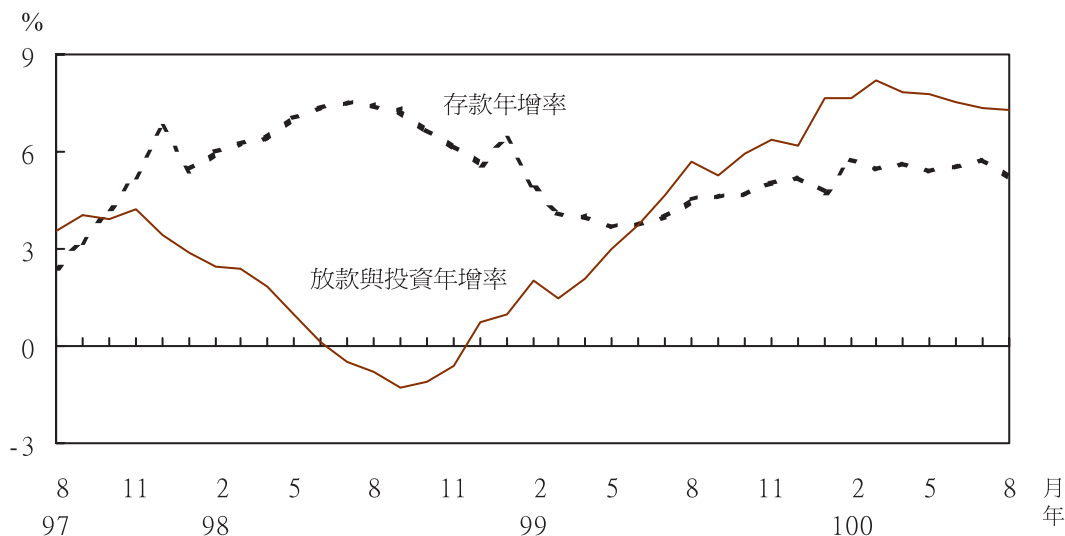
款。7月M1B年增率續降，M2因銀行國外淨資產增加，年增率持續上升，至8月因銀行放款與投資成長減緩，M1B及M2年增率均下降，年增率分別為7.44%及6.16%。

## 肆、存款年增率呈溫和成長

本年第2季主要金融機構存款年增率呈溫和成長趨勢，4月受外資淨匯入影響，年增率由上季底之5.45%上升至5.63%，5月因銀行放款與投資成長減緩，年增率下降至5.36%，6月及7月受外匯存款大幅增加影響，年增率分別上升至5.49%及5.76%，8月因受外資淨匯出影響，年增率下降至5.23%。就各類存款觀察，活期性存款方面，受本行持續升息及股市交易趨緩影響，民眾將資金從活期性存款轉向定期性存款，年增率由上季底之9.06%下降至本季底之7.20%；7及8月底年增率分別為7.09%及6.46%。定期性存款方面，由於定期及定期儲蓄存款、外匯存款持續增加，以及上年

比較基期較低，本季底年增率由上季底之4.19%上升為5.02%；7及8月底年增率分別為5.65%及5.20%。政府存款方面，4月底年增率由上季底之-5.07%降至-6.39%，5月受政府所得稅收增加影響，月底年增率上升至-1.44%，6月因政府提前償還借款，月底年增率微幅降至-2.02%；7及8月底年增率分別為-4.94%及-6.37%。比重方面，本季底活期性存款占存款總數之比重由上季底之33.26%下降為32.85%，定期性存款所占比重則由上季底之63.79%上升為63.98%，政府存款所占比重亦由上季底之2.95%上升為3.17%。8月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為33.39%、63.61%及3.00%。

圖2 主要金融機構存款及放款與投資年增率



### 伍、銀行放款與投資成長減緩

本年第2季底主要金融機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加2,506億元，其中放款與投資分別增加2,007億元與499億元，年增率由上季底之8.20%下降為本季底之7.51%，主要因銀行對民間部門債權成長減緩所致。7、8月，銀行分別對民間部門及政府債權成長減緩，8月底年增率降為7.29%。若包含人壽保險公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，本季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之6.21%下降為5.96%，至8月底則續降為5.84%。

就放款與投資之對象別觀察，本季底主要金融機構對政府債權、公營事業債權及民間部門債權年增率分別為7.52%、4.43%及7.68%，除對政府債權外，均較上季底下

降；8月底對公營事業債權成長，年增率上升至6.54%，而對政府債權及對民間部門債權則成長趨緩，年增率分別為6.20%及7.54%。比重方面，本季底對民間部門債權比重由上季底之79.67%上升為80.42%，至8月底續升為80.72%，主要為對民營企業放款增加所致；對政府債權比重由上季底之16.07%下降為15.31%，至8月底續降為14.93%，主要為對政府放款減少所致；對公營事業債權比重由上季底之4.26%略升為4.28%，至8月底再升為4.36%，主要為對公營事業放款增加所致。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，本季底對民營企業放款總餘額較上季底增加2,999億元，其中以對製造業放款增加1,718億元為最多，其次為對服務業放款增加

787億元，再次為對批發及零售業放款增加424億元；8月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較本季底增加2,335億元，主要是對製造業與批發及零售業放款，分別增加1,794億元及309億元。就各業別比重而言，本季

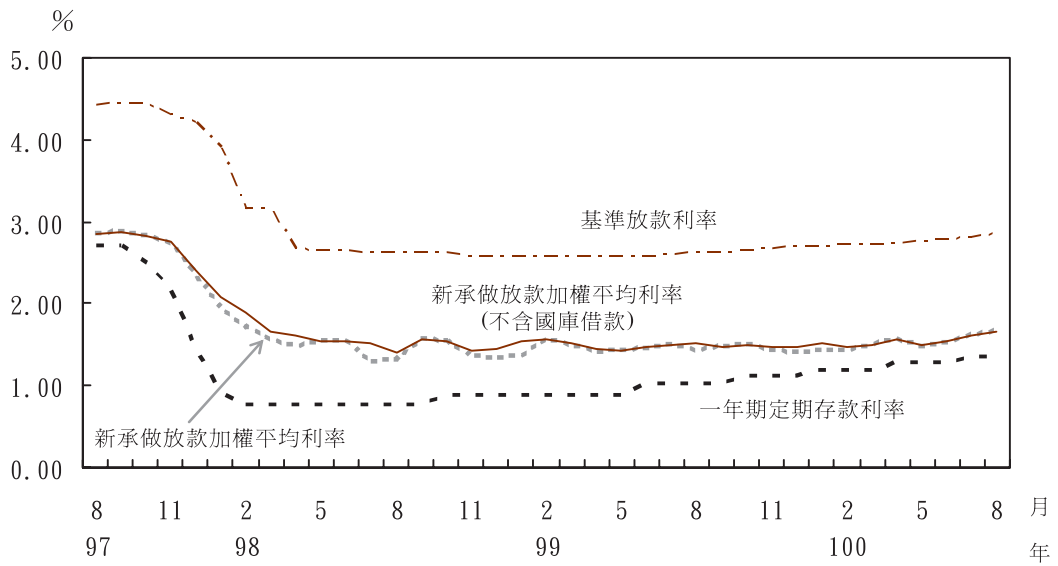
底以對製造業放款比重之48.63%為最高，其次為對服務業之23.15%，再次為對批發及零售業之12.66%，放款比重均較上季底上升，至於對營造業放款比重，則由上季底之3.01%降為2.90%。

## 陸、銀行業利率小幅調升

受本行持續調升貼放利率影響，主要銀行第2季存款利率呈現溫和上升走勢。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的1.19%，上升至本季底的1.28%，7月底再上升至1.36%，至8月底維持不變。五大銀行基準放款利率方面，亦微幅調升，平均基準放款利率自上季底的2.718%，上升至本季底的2.784%，7月底升為2.807%，8月底再升為2.855%。在新承做放款利率方

面，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.490%上升至6月之1.529%，7月升至1.611%，8月因購屋及資本支出貸款利率上升，平均利率再升至1.650%，較3月上升0.16個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.507%上升至6月的1.549%，7月升為1.621%，8月再升至1.650%，較3月上升0.143個百分點。

圖3 本國五大銀行平均利率\*



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

# 金融市場

## 壹、貨幣市場

本年第2季因新興經濟體需求穩定擴張，國內經濟表現良好，資金需求持續增加。7、8月雖外需減弱，民間投資亦趨保守，惟企業為發放現金股利，資金需求面仍高，銀行授信成長僅小幅下降。

為控制貨幣數量成長，本行續發行長天期定期存單，銀行淨超額準備大致呈逐月下降趨勢。本季存款機構（含存款貨幣機構及中華郵政公司儲匯處）日平均淨超額準備平均為117億元，較上季平均之193億元為低，8月份再降至99億元。另隨本行5度調升政策利率，金融業隔夜拆款平均利率自3月平均之0.274%緩步上升至8月之0.388%。

以下分別就100年4月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

整體而言，資金呈現寬鬆趨緊情勢，就各月資金情勢觀察，4月因受本行定存單回收資金增加及財政部發行公債與國庫券影響，日平均淨超額準備自上月131億元下降為110億元；5月加上稅款繳庫緊縮因素，日

平均淨超額準備持續低檔為101億元；6、7月則因國庫券還本付息、本行定期存單到期及發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備再回升至139億元及123億元；惟8月由於國際股市行情不佳，外資大量賣出台股，資金暫存在外國人新台幣存款帳戶，致外資活期性存款應提準備大幅增加，日平均淨超額準備降至99億元，達本年以來最低。

### 二、利率走勢

為避免市場資金過度寬鬆，以維持物價與金融穩定，本行自上年6月以來，5度調升政策利率，8月底重貼現率及擔保放款融通利率分別為1.875%及2.25%。

受本行調升政策利率影響，金融業隔夜拆款平均利率大致呈低檔緩步走升，由3月平均之0.274%微幅走升至8月之0.388%。票券市場利率方面，亦呈類似走勢，1-30天期商業本票發行利率由3月平均之0.68%走升至8月之0.88%；次級市場利率亦由0.52%走升至0.74%。



圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備部位

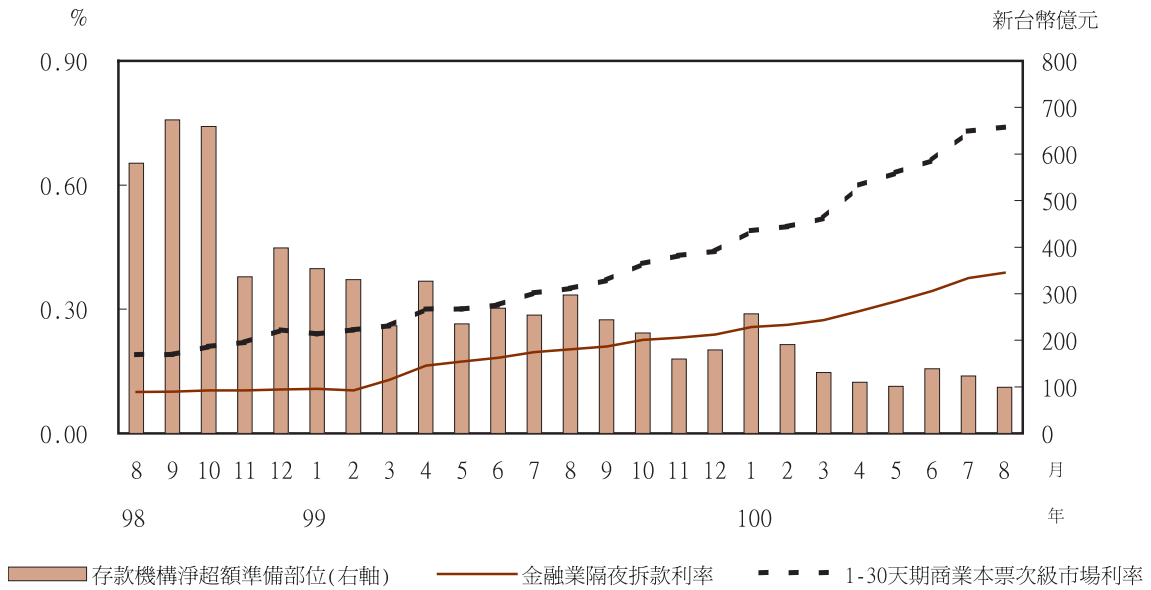


表1.1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單			
		初級市場			次級市場			初級市場			
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年
97	2.014	2.20	2.25	2.27	1.88	1.92	1.97	1.89	2.05	2.17	2.27
98	0.109	0.58	0.68	0.71	0.21	0.24	0.29	0.58	0.62	0.72	-
99	0.185	0.47	0.58	0.60	0.33	0.38	0.46	0.62	0.66	0.73	0.70
99/ 8	0.203	0.47	0.54	0.58	0.35	0.39	0.43	0.63	0.67	0.77	0.69
9	0.210	0.47	0.62	0.63	0.37	0.42	0.55	0.63	0.67	0.77	0.62
10	0.226	0.51	0.55	0.63	0.41	0.45	0.49	0.69	0.73	0.83	0.72
11	0.231	0.57	0.64	0.64	0.43	0.46	0.48	0.69	0.73	0.83	0.69
12	0.239	0.60	0.65	0.69	0.44	0.49	0.65	0.69	0.73	0.83	0.72
100/ 1	0.257	0.63	0.68	0.70	0.49	0.55	0.58	0.74	0.78	0.88	0.80
2	0.262	0.65	0.66	0.75	0.50	0.54	0.64	0.74	0.78	0.88	0.84
3	0.274	0.68	0.73	1.02	0.52	0.59	0.73	0.74	0.78	0.88	0.88
4	0.296	0.78	0.82	0.91	0.60	0.65	0.79	0.81	0.86	0.97	0.94
5	0.319	0.77	0.82	0.86	0.63	0.68	0.87	0.81	0.86	0.97	0.98
6	0.344	0.80	0.86	1.05	0.66	0.71	0.83	0.81	0.86	0.97	1.01
7	0.375	0.84	0.89	1.23	0.73	0.73	0.86	0.87	0.93	1.05	1.05
8	0.388	0.88	0.87	1.03	0.74	0.77	0.79	0.87	0.93	1.05	1.05

### 三、票券流通餘額

截至本年8月底票券流通餘額合計為10,544億元，較上季底減少1,537億元。其中國庫券減少974億元，主要係財政部為改善債務結構暨減輕政府債息負擔，使國庫調度運用更加靈活，提前償還國庫券所致；另商

業本票發行亦減少640億元，主要係反映年中以來，因外需減弱，出口、外銷訂單及工業生產成長趨緩，企業發票意願低落，發行餘額因而明顯萎縮；至於銀行承兌匯票及可轉讓定存單則變化不大，分別減少1億元及增加77億元。

表1.2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合計			國庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
97	69,486	69,040	9,698	2,400	1,612	1,068	60,747	60,493	6,902	333	368	49	6,006	6,568	1,678
98	62,934	62,202	10,431	4,350	3,268	2,150	53,977	54,366	6,513	219	220	49	4,388	4,348	1,719
99	71,372	70,128	11,675	3,650	3,400	2,400	59,034	58,687	6,861	331	317	62	8,357	7,724	2,352
99/ 8	6,073	6,510	11,335	300	450	1,650	4,849	5,034	7,301	28	34	63	896	992	2,322
9	5,997	6,568	10,765	550	500	1,700	5,112	5,407	7,006	26	27	62	309	633	1,998
10	6,445	6,141	11,069	550	350	1,900	5,010	5,113	6,903	28	22	68	857	656	2,199
11	6,654	5,660	12,063	450	0	2,350	5,405	4,904	7,404	36	42	61	763	714	2,247
12	6,548	6,936	11,675	300	250	2,400	5,398	5,942	6,861	30	29	62	820	715	2,352
100/ 1	7,296	6,678	12,292	250	250	2,400	6,367	5,660	7,568	25	26	61	654	743	2,263
2	4,937	4,924	12,305	250	250	2,400	4,283	4,239	7,612	23	20	64	380	415	2,229
3	6,614	6,839	12,081	200	300	2,300	5,552	5,729	7,436	30	35	60	832	776	2,285
4	5,979	5,974	12,086	300	250	2,350	4,948	5,060	7,324	27	19	68	704	646	2,343
5	6,259	6,698	11,647	300	500	2,150	5,154	5,355	7,124	28	34	62	777	809	2,311
6	5,651	6,290	11,008	0	362	1,788	4,833	5,215	6,741	26	26	62	793	687	2,417
7	5,497	5,667	10,838	0	300	1,488	4,978	4,971	6,748	25	20	67	494	376	2,535
8	6,122	6,417	10,544	300	462	1,326	5,116	5,068	6,796	27	34	59	680	853	2,362

## 貳、債券市場

本(100)年第2季債券發行市場，政府公債方面，配合定期適量發行政策，共發行1,700億元中央政府公債；公司債及金融債方面，除受季節因素影響外，鑑於市場利率仍處相對低點，加上通膨預期升溫，為降低籌資成本，企業及金融機構本季發債規模均大幅成長；至於資產證券化商品、外國債券及國際債券方面，本季無新案發行。

債券流通市場部分，由於歐、美債信危機未除，避險買盤雖有利國內債市表現，惟市場升息預期因通膨加溫而轉強，持券信心明顯不足，本季交易量為24兆1,730億元，較上季減少7,776億元或3.12%。

以下就發行市場與流通市場分別加以說明：

### 一、發行市場

#### (一) 中央政府公債

本季共發行1,700億元中央政府公債，

其中，除為因應舉新還舊之需，發行甲類非自償性公債1,400億元外，另為配合交通建設基金資金需求，亦增發1期乙類自償性公債300億元；發行年期有5年、10年、20年及30年期。就得標利率觀察，由於受限籌碼因素，加上壽險大量資金挹注，本季20年期與30年期長債得標利率均逆勢下滑，未受本行升息影響；至於10年期債在市場預期利率走高下，投標意願偏低，最高得標利率為1.475%，較3月發行之同年期公債上揚9個基本點。累計至本季底，中央政府公債發行餘額為4兆3,786億元，較上季底增加1,700億元或4.04%，8月底發行餘額僅小幅下降至4兆3,747億元。

#### (二) 直轄市政府公債

本季無發行紀錄。截至本季底直轄市政府公債發行餘額為1,248億元，較上季底減少99億元或7.35%，至8月底發行餘額為1,148億元。

表2.1 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標利率 (%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
※100甲2	4.14	20	300	1.760	44.00	15.83	5.67	34.50
※100甲1	4.29	5	400	1.075	58.50	30.63	3.75	7.12
※100甲4	5.13	30	300	1.889	11.33	44.50	2.67	41.50
100乙1	5.26	20	300	1.804	35.67	16.67	5.33	42.33
※100甲5	6.10	10	400	1.475	56.50	29.50	6.25	7.75

※為增額公債。

表2.2 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券及 國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
97	13,463	61,667	4,100	36,097	287	1,265	2,875	11,390	1,612	8,960	4,576	3,330	13	625
98	10,629	62,519	4,700	38,296	256	1,414	2,039	11,369	987	8,125	2,439	2,644	228	691
99	13,936	66,182	6,100	41,876	193	1,467	3,297	12,022	1,585	8,158	2,568	2,168	193	491
99/ 1	1,135	62,327	700	38,296	-	1,364	221	11,412	72	8,014	142	2,590	-	651
2	1,347	63,089	800	39,096	-	1,364	193	11,599	7	7,784	347	2,595	-	651
3	735	63,106	400	39,496	-	1,364	85	11,528	87	7,647	163	2,540	-	531
4	1,242	63,712	700	40,196	-	1,364	277	11,570	116	7,656	149	2,530	-	396
5	1,122	64,170	400	40,596	-	1,364	273	11,687	110	7,608	339	2,519	-	396
6	1,433	64,183	400	40,496	106	1,470	417	11,615	281	7,693	142	2,426	87	483
7	1,106	64,102	400	40,196	-	1,470	427	11,778	36	7,662	137	2,407	106	589
8	1,231	64,743	400	40,496	-	1,469	315	11,986	128	7,742	388	2,461	-	589
9	1,034	64,895	400	40,797	-	1,469	292	11,907	200	7,797	142	2,401	-	524
10	856	65,060	400	41,196	-	1,469	236	11,723	57	7,772	163	2,396	-	504
11	1,154	65,646	400	41,576	87	1,556	240	11,918	105	7,817	322	2,275	-	504
12	1,540	66,182	700	41,876	-	1,467	321	12,022	386	8,158	133	2,168	-	491
100/ 1	1,181	65,295	750	41,136	-	1,347	297	12,191	0	8,085	134	2,082	-	454
2	1,064	65,894	700	41,836	-	1,347	41	12,200	0	8,062	323	1,995	-	454
3	1,073	66,426	400	42,086	-	1,347	140	12,290	408	8,314	125	1,965	-	424
4	1,215	67,407	700	42,786	-	1,347	259	12,497	114	8,378	142	1,975	-	424
5	1,462	68,023	600	43,386	-	1,248	251	12,485	315	8,527	296	1,953	-	424
6	1,404	68,811	400	43,786	-	1,248	676	12,784	251	8,676	77	1,893	-	424
7	809	68,612	300	43,446	-	1,149	450	13,090	46	8,692	13	1,811	-	424
8	1,201	69,098	600	43,747	-	1,148	291	13,193	126	8,768	184	1,818	-	424

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國金融統計月報」。
- (2) 行政院金管會銀行局「資產證券化案件統計表」。
- (3) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」。

### (三) 公司債

本季除為因應季節性資金需求外，由於國際原、物料價格上漲，全球通膨風險攀升，市場對於本行持續升息之預期轉強，企業紛紛提前發債。本季公司債發行總額為1,186億元，較上季遽增708億元或148.12%；其中，台電及台塑集團合計發債

金額高達533億元，占整體發行金額4成5以上。就發行內容觀察，本季仍以5年期券占51.30%為最大宗，由於市場資金供給仍屬充裕，使得利率彈升幅度相對受限，5年期券加權平均發行利率為1.4388%，低於本季五大銀行新承做資本支出貸款加權平均利率約56個基本點；至於10年期券方面，由於市場

預期利率走升，加權平均發行利率相較去年同年期債，上揚超過10個基本點。截至本季底，公司債發行餘額為1兆2,784億元，較上季底增加494億元或4.02%，8月底發行餘額持續增加至1兆3,193億元。

#### (四) 金融債券

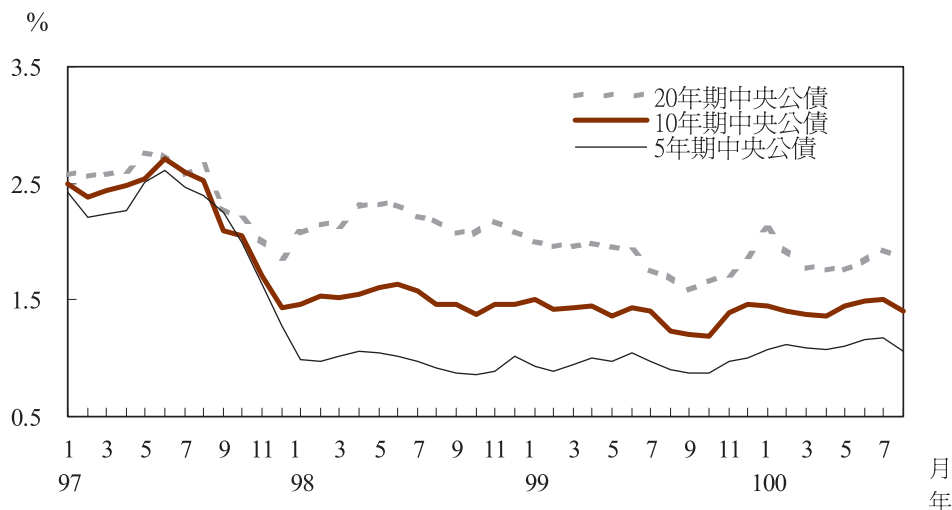
由於市場利率仍處相對低檔，本季計有11家金融機構競相發債籌資，總金額為680億元，較上季大幅增加272億元或66.67%。就發債目的觀察，本季金融機構除為充實資本結構發行次順位債外，部分金融機構亦為本身營運資金需求及為提早因應巴塞爾新制有關流動性風險管理之規範，提升主順位債之發債量。就發行內容觀察，本季主、次順位債約各占一半；發債金額達50億元者，占發行總額7成5以上，其中，台灣渣打國際商銀發債280億元，規模居冠；發行期間仍以

7年期券占48.27%為最大宗。在發行利率方面，5年期、7年期主順位債分別為1.450%、1.600%，至於10年期主順位債，由於係採浮動利率加碼方式計價，利率(0.929%)相對較低；此外，再就風險貼水觀察，本季7年期及10年期債，其主、次順位債間風險貼水幅度窄縮，分別為10及3個基本點。累計至本季底，金融債券發行餘額為8,676億元，較上季底增加362億元或4.35%，8月底發行餘額為8,768億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

本季無新案發行，僅金融資產證券化商品定期循環發行金額497億元，累計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為1,893億元，較上季底減少72億元或3.66%，8月底發行餘額為1,818億元。

圖2.1 各期別公債殖利率走勢圖



### (六) 外國債券及國際債券

本季無新案發行，外國債券及國際債券本季底發行餘額為424億元，與上季底相同。

## 二、流通市場

4月，由於市場資金不虞匱乏，加上部分炒匯熱錢暫泊，儘管3月底本行升息半碼，10年期公債殖利率仍呈小幅下跌，全月平均為1.3610%；5月，殖利率盤整向上；

及至6月中旬，由於歐債危機持續發酵，全球經濟前景增添變數，殖利率轉呈下滑，10年期公債殖利率月底收在1.5087%；7月，歐、美債信危機延燒，引發全球股市恐慌下跌，雖有利台債走勢，惟受市場升息預期影響，10年期公債殖利率逆勢上揚，月底收在1.5896%，較上月底上升0.0809個百分點；8月初，標準普爾調降美國主權信評，重創全球股市；隨著避險買盤湧入，10年期公債殖利率自月初1.5831%一路下探，全月平均為

表2.3 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 (%)
97	1,355,095	597,490	44.1	757,605	55.9
98	975,475	394,047	40.4	581,428	59.6
99	1,063,180	426,516	40.1	636,664	59.9
99/					
1	88,063	44,490	50.5	43,573	49.5
2	49,212	17,489	35.5	31,723	64.5
3	91,524	36,726	40.1	54,798	59.9
4	93,604	44,842	47.9	48,762	52.1
5	100,719	49,232	48.9	51,487	51.1
6	90,440	40,108	44.3	50,332	55.7
7	100,718	46,231	45.9	54,487	54.1
8	104,987	41,781	39.8	63,206	60.2
9	84,511	29,021	34.3	55,490	65.7
10	86,835	30,994	35.7	55,841	64.3
11	90,031	27,676	30.7	62,355	69.3
12	82,536	17,926	21.7	64,610	78.3
100/					
1	88,422	27,355	30.9	61,066	69.1
2	64,758	20,418	31.5	44,339	68.5
3	96,326	28,607	29.7	67,719	70.3
4	73,150	17,467	23.9	55,684	76.1
5	83,542	23,060	27.6	60,482	72.4
6	85,038	25,432	29.9	59,606	70.1
7	83,010	23,316	28.1	59,694	71.9
8	91,458	25,839	28.3	65,620	71.7

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表2.4 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券及 國際債券
			普通	可轉換			
97	1,355,095	1,337,539	5,025	8,829	2,054	819	829
98	975,475	959,933	4,804	8,611	1,525	1	601
99	1,063,180	952,114	84,055	11,556	13,618	1,233	605
99/ 1	88,063	86,680	532	795	55	-	1
2	49,212	48,179	524	451	55	-	2
3	91,524	90,067	463	812	176	-	6
4	93,604	83,004	8,251	791	1,397	70	90
5	100,719	90,506	7,853	754	1,471	99	35
6	90,440	79,350	8,480	779	1,583	196	53
7	100,718	89,481	8,749	1,034	1,300	101	54
8	104,987	93,208	8,866	1,178	1,509	169	56
9	84,511	71,749	9,670	1,404	1,430	176	81
10	86,835	73,765	10,302	1,241	1,304	138	85
11	90,031	76,996	10,241	1,041	1,557	124	72
12	82,536	69,129	10,122	1,276	1,780	160	69
100/ 1	88,422	75,766	9,644	1,544	1,270	113	85
2	64,758	56,154	6,586	1,112	789	69	48
3	96,326	82,167	10,200	1,986	1,762	166	45
4	73,150	60,580	9,386	1,648	1,421	93	22
5	83,542	70,604	9,441	1,671	1,610	85	131
6	85,038	71,467	10,139	1,811	1,406	194	21
7	83,010	68,102	11,310	2,093	1,307	110	88
8	91,458	75,233	12,269	2,206	1,535	149	66

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

註：自99年4月起，各類債券交易資料包含買賣斷及附條件交易；之前，因缺乏詳細資料，附條件交易均歸入「政府債券」。

1.3990%，較上月下滑0.1117個百分點。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為24兆1,730億元，較上季減少7,776億元或3.12%，其中買賣斷交易減少1兆421億元或13.64%(占成交總額比重，由上季30.6%降至27.3%)，附條件交易增加2,648億元或1.53%(占成交總額比重，由69.4%升

至72.7%)。若就各類債券交易來看，8成4以上為政府公債交易，本季交易金額為20兆2,651億元，其餘依序為公司債3兆4,096億元、金融債券4,437億元、資產證券化受益證券372億元以及外國債券與國際債券174億元。

## 參、股票市場

在311日本強震與核災衝擊下，外資賣超台股，台股回跌，本年3月15日跌至8,235點；後隨國際股市反彈，以及總統大選提前政策利多之期待，台股回升，6月1日漲至9,062點之本年最高點。隨後台股呈區間盤整走勢，至7月27日為8,817點；嗣後受歐洲債務危機升高、標準普爾調降美國主權債信評等，以及美國經濟表現不如預期等不利影響，台股隨同國際股市走跌，外資同時大幅賣超，加重台股跌勢，至8月31日為7,741點，較3月底下跌13.72%。

### 一、大盤股價指數變動

100年4月份股市先跌後升，4月底加權指數較上月底上漲3.74%。4月1日至19日期間股市走跌，此期間主要利空因素包括：1. 台積電下修今年全球半導體產業之成長預測；2. 新台幣較大幅升值，電子業匯兌損失增大；3. 日本強震及核電廠危機，引發電子業供應鍊中斷疑慮。4月20日至30日期間股市回升，此期間主要利多因素包括：1. 美國科技大廠財報亮麗，美股持續走強，激勵外資買超台股；2. 台灣多家科技大廠對第2季營運展望優於預期；3. 總統大選提前，市場預期政策將偏多。

100年5月份股市回檔整理，5月底加權指數較上月底微跌0.21%。此期間主要利空

因素包括：1. 指數9千點以上獲利了結賣壓大；2. 國際原物料價格急跌；3. 歐洲主權債務危機再度升高；4. 美國經濟數據表現不如預期，美股反轉下滑。

100年6月份股市下跌，6月底加權指數較上月底下跌3.74%。此期間主要利空因素包括：1. 美國經濟表現不如預期，市場擔憂美國經濟成長趨緩，美股下跌；2. 美國朝野對舉債上限仍未達成共識；3. 信評機構穆迪及標準普爾相繼調降希臘主權債信評等；4. 國內電子業者對未來景氣看法保守。

100年7月份股市先跌後升，7月底加權指數較上月底微跌0.10%。7月上半月股市走弱，此期間主要利空因素包括：1. 市場擔憂希臘債務危機恐蔓延至義大利及西班牙；2. 美國國債上限協商陷入僵局；3. 外資大幅賣超台股；4. 國內電子業6月營收不如預期。7月下半月股市回升，此期間主要利多因素包括：1. 美國大型企業第2季財報優於預期，美股上揚；2. 歐盟領袖同意二度紓困希臘，歐債危機暫獲紓解。

100年8月份股市大跌，8月底加權指數較上月底下跌10.44%。此期間主要利空因素包括：1. 摩根大通等多家外資調降美國本年及明年經濟成長率，市場擔憂歐美經濟恐步入二次衰退；2. 標準普爾調降美國主權債信評等，重創投資人信心；3. 國內上市櫃公司



第2季獲利表現不佳；4. 國際股市重挫，外資大幅賣超台股。

## 二、各類股股價指數變動

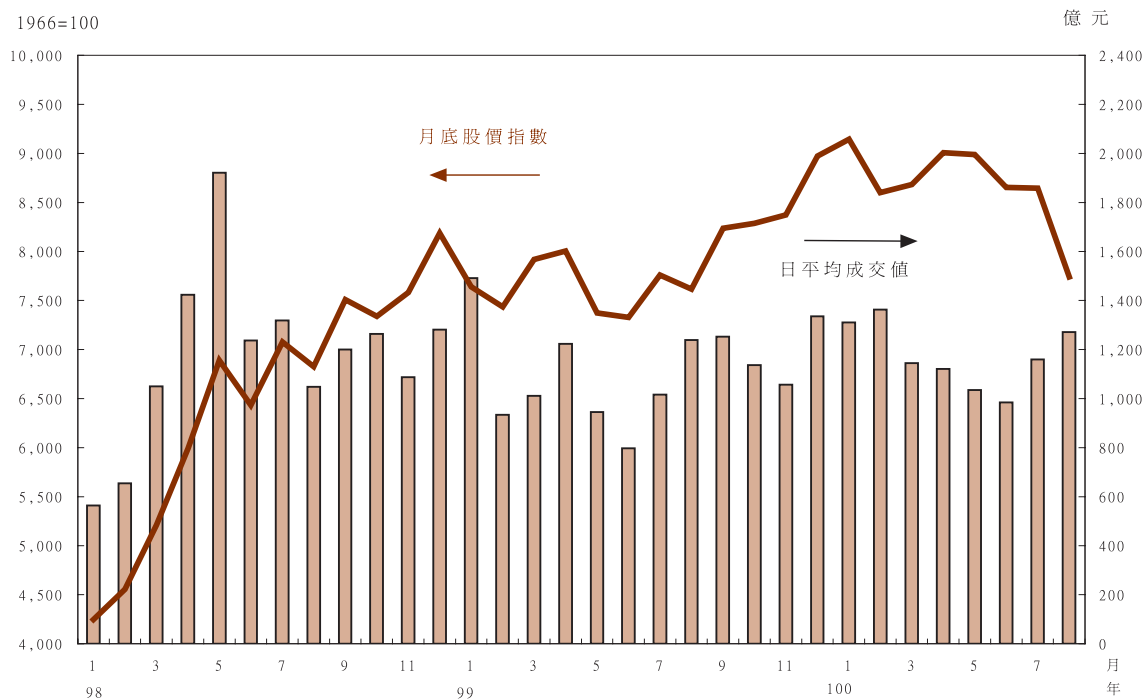
就各類股股價的變動而言，100年4月份由於日本核電廠危機漸受控制，國際股市大幅回升，外資大幅買超台股，以致各類股均呈上揚局面，其中漲幅較大的類股包括玻璃陶瓷股（20.53%），水泥股（14.82%），觀光股（14.34%），貿易百貨股（12.03%）。至於電子股則上漲2.51%，金融股上揚3.25%。

100年5月份各類股漲跌互見，由於國際原物料價格自高檔回落，原物料相關類股多

呈下跌局面，例如，塑膠股下跌6.49%，鋼鐵股下滑3.45%，造紙股下挫2.44%。金融股下跌1.50%，主要係因併購題材淡化，致股價回檔整理。汽車股大漲10.71%，主要係因裕隆及中華汽車業績大幅成長，帶動其股價上漲。建材營造股上揚4.69%，主要係因其獲利仍佳，股價跌深反彈。至於電子股則微升0.67%。

100年6月份權值大的類股普遍下跌，電機機械類股下跌6.73%，主要係因漲幅已大，投資人獲利了結；電子股下跌6.08%，主要係因國內電子大廠對下半年景氣看法轉趨保守；受塑化劑事件影響，化學生技類股下跌4.39%；塑膠類股下挫4.25%，主要係受

圖3.1 集中市場價量變動趨勢



台塑六輕停工事件影響。上漲類股則包括汽車類股（4.87%）、水泥類股（2.58%）及貿易百貨類股（2.36%）。

100年7月份多數類股呈現上漲局面。受惠夏季飲料旺季及中元普渡需求拉升，食品

類股上漲13.81%；汽車類股因農曆7月前的提前下訂，以及裕隆自有品牌納智捷即將在中國大陸量產上市之利多消息上漲13.23%；貿易百貨股上漲10.16%，主要係看好中國大陸市場內需通路及營收持續成長。跌幅較大

表3.1 集中市場各類股股價指數之變動

日期	類股名稱 加權指數	電子	金融保險	食品	紡織纖維	造紙	建材營造	水泥	塑膠	電機機械
100年3月底	8683.3	325.7	1002.7	852.6	494.2	196.7	296.7	118.1	304.9	115.1
100年4月底	9007.9	333.9	1035.3	893.9	497.3	202.7	315.8	135.6	320.9	128.6
100年5月底	8988.8	336.1	1019.8	899.2	495.8	197.7	330.6	136.7	300.1	134.4
100年6月底	8652.6	315.7	1013.2	908.2	485.5	191.8	335.7	140.3	287.3	125.3
100年7月底	8644.2	304.4	1040.6	1033.6	505.3	199.9	349.8	149.9	298.4	131.3
100年8月底	7741.4	275.9	945.8	970.4	440.6	170.0	283.8	130.0	256.1	116.2
100年4月底 與上月底比%	+3.74	+2.51	+3.25	+4.84	+0.63	+3.06	+6.44	+14.82	+5.23	+11.80
100年5月底 與上月底比%	-0.21	+0.67	-1.50	+0.59	-0.31	-2.44	+4.69	+0.83	-6.49	+4.45
100年6月底 與上月底比%	-3.74	-6.08	-0.65	+1.00	-2.07	-3.00	+1.53	+2.58	-4.25	-6.73
100年7月底 與上月底比%	-0.10	-3.56	+2.71	+13.81	+4.08	+4.24	+4.22	+6.87	+3.86	+4.80
100年8月底 與上月底比%	-10.44	-9.37	-9.12	-6.11	-12.81	-14.95	-18.88	-13.26	-14.19	-11.49

日期	類股名稱	電器電纜	化學生技 醫療	玻璃陶瓷	鋼鐵	橡膠	汽車	航運	觀光	貿易百貨	其他
100年3月底		56.4	131.4	83.4	122.5	266.7	148.8	103.5	146.1	199.6	159.1
100年4月底		58.9	140.9	100.6	122.8	283.0	160.1	110.0	167.0	223.6	163.9
100年5月底		56.1	136.6	104.1	118.6	305.7	177.3	112.5	168.6	227.5	161.2
100年6月底		54.2	130.6	105.1	119.3	306.8	185.9	107.6	163.1	232.9	163.7
100年7月底		53.0	140.7	103.0	111.7	328.1	210.5	97.7	145.7	256.5	165.8
100年8月底		44.5	122.6	133.9	113.7	301.3	193.8	86.9	133.7	237.1	150.4
100年4月底 與上月底比%		+4.36	+7.24	+20.53	+0.22	+6.08	+7.59	+6.32	+14.34	+12.03	+2.99
100年5月底 與上月底比%		-4.76	-3.06	+3.51	-3.45	+8.05	+10.71	+2.21	+0.92	+1.75	-1.66
100年6月底 與上月底比%		-3.42	-4.39	+1.01	+0.62	+0.33	+4.87	-4.32	-3.26	+2.36	+1.57
100年7月底 與上月底比%		-2.11	+7.77	-2.02	-6.39	+6.94	+13.23	-9.22	-10.68	+10.16	+1.28
100年8月底 與上月底比%		-16.05	-12.88	+29.94	+1.77	-8.15	-7.93	-11.08	-8.20	-7.58	-9.27

表3.2 集中市場機構投資人買賣超

單位：億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
98 年 全 年	4,801	-289	100	4,612
99 年 全 年	2,812	-678	27	2,161
99 年 8 月	-462	-93	-25	-580
99 年 9 月	790	-43	117	864
99 年 10 月	404	-63	-14	327
99 年 11 月	538	-45	18	511
99 年 12 月	871	-84	-12	775
100 年 1 月	993	-77	-69	847
100 年 2 月	-971	-59	-137	-1,168
100 年 3 月	-361	7	-31	-385
100 年 4 月	971	-48	41	964
100 年 5 月	-182	5	-1	-178
100 年 6 月	-217	54	-85	-248
100 年 7 月	-608	89	59	-460
100 年 8 月	-1,903	103	-112	-1,913

的類股包括觀光類股（-10.68%）、航運類股（-9.22%）及鋼鐵類股（-6.39%）。

100年8月份受國際股市重挫、外資大幅賣超台股影響，多數類股均呈下跌局面，僅玻璃陶瓷及鋼鐵類股上漲。跌幅較大的類股依序為建材營造股下跌18.88%，電器電纜股下跌16.05%，造紙股下跌14.95%，塑膠股下跌14.19%、水泥股下跌13.26%。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，100年4月外資大幅買超，主要係因美國股市表現強勁，激勵外資買超台股。100年5月至8月外資連續4個月出現賣超，累計賣超台股2,910億

元，主要係因歐洲主權債務問題未決，以及美國經濟復甦不如預期，使國際股市重挫，外資自台股撤離資金。

100年4月投信法人出現較大的賣超，主要係因台股指數已處於相對高檔，致使投信法人逢高減碼。100年5月至8月投信法人均呈現買超，主要係因台股回檔，促使投信法人逢低承接。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超。100年4月及7月因台股反彈回升，自營商出現買超。100年5月、6月及8月則因台股行情疲軟而出現賣超。

#### 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 100年4月7日，金管會同意台灣期貨交易所規劃建置期貨市場鉅額交易制度，初步以交易最活絡之台股期貨、小型台股期貨、及台指選擇權為得從事鉅額交易之商品。

2. 100年4月19日，金管會開放證券商發行牛熊證，將於本年下半年開始實施。

3. 100年5月5日，金管會公告，開放證券投資信託基金得參與投資經該會核准同意上市或上櫃之興櫃股票及相關規範。單一基金投資任一興櫃股票金額，不得超過該基金淨資產價值之1%；且投資興櫃股票總金額，不得超過該基金淨資產價值之5%。

4. 100年7月8日，證交所首批牛熊證正式掛牌上市。

5. 100年7月13日，金管會公告，放寬證券投資信託事業運用證券投資信託基金委託證券商買賣金額比例之限制。因投資國（地區）法令或當地證券市場規範，致單一基金委託單一證券商買賣金額比例可能超過該基金當年度買賣金額30%者，得檢具當地相關規範，向金管會申請免除該比例限制。

6. 100年8月5日，金管會公告，證券商受理客戶申請以有價證券抵繳期貨交易保證金時，得採非當面方式辦理。

7. 100年8月24日，金管會公告，放寬證券投資信託事業負責人與從業人員申購其所服務公司發行之貨幣市場基金最低持有期間之限制，由一個月縮短為7天。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

100年第2季（4至6月）新台幣對美元匯率最低為4月1日之29.32元，最高為5月5日之28.632元，差距為0.688元。季底新台幣對美元匯率為28.802元，較上季底升值2.1%，對人民幣亦較上季底升值0.8%；對日圓及韓元則分別較上季底貶值0.9%及0.6%；對歐元則持平。

100年第3季底與第2季底比較，新台幣雖對歐元及韓元升值，惟對美元、日圓及人民幣均貶值（圖4.1），致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）貶值4.3%。以下分別分析100年第3季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：本季最低為9月26日之30.572元，最高為7月4日之28.752元，差距為1.82元。7月份新台幣對美元在28.75至29.00元區間內狹幅震盪。8月以來，由於美國債信遭降等，加上歐債問題與全球景氣趨緩，國際股市重挫，外資賣出台股並匯出資金，新台幣震盪走貶。本季底新台幣對美元匯率為30.506元，較上季底貶值5.6%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元亦較上季貶值1.0%。

新台幣對歐元匯率：7月上旬因歐債問題蔓延至葡萄牙、義大利等國，歐元對美元

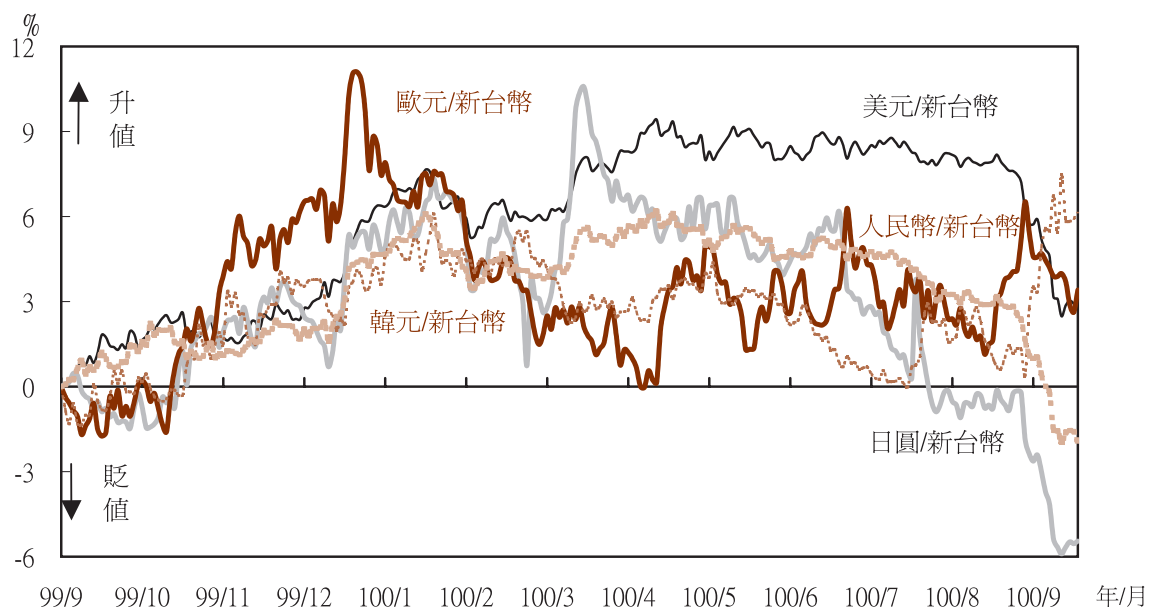
貶值，至7月12日1.3845元低點後，因市場傳出歐洲央行將購入問題較大債務國家的債券，且國際美元疲弱，歐元回升。8月份歐元對美元則在1.416至1.453元區間內盤整。9月因歐洲經濟數據表現不佳，加上希臘無法達成減赤目標，恐難以取得紓困資金，倒債疑雲再起，國際美元因避險需求提高而走強，致歐元走跌。本季底新台幣對歐元較上季底升值1.1%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元亦較上季升值0.8%。

新台幣對日圓匯率：本季日圓對美元呈現升值趨勢，主要係因歐債問題複雜難解，加上Fed雖然推出以短天期債換長天期債的扭曲操作政策，惟市場認為對美國經濟下滑風險的助益有限，導致全球避險及投機性買盤持續推升日圓。本季底新台幣對日圓較上季底貶值9.9%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓亦較上季貶值5.7%。

新台幣對人民幣匯率：由於中國大陸7月外貿順差大增，加上通膨壓力仍重，且景氣無明顯減弱，人民幣對美元延續上季升值趨勢，並屢創2005年7月匯改以來新高。9月以來，因國際美元走強而略微回貶整理。本季底新台幣對人民幣較上季底貶值6.7%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣亦較上季貶值2.3%。

新台幣對韓元匯率：7月因南韓貿易出

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與99/9/30比較)



超擴大，支撐韓元匯價。8月上旬受到美債遭降等及全球經濟衰退疑慮等影響，韓元對美元轉貶，之後呈現盤整。9月全球股市重挫，外資大賣南韓股票並匯出資金，致韓元對美元大幅貶值。本季度新台幣對韓元較上季底升值4.2%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季貶值0.9%。

## 二、外匯市場交易

100年5月至7月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為15,689.2億美元，較上期(100年2月至4月，以下同)增加17.3%，日平均交易淨額增為249.0億美元，反映外貿持續成長及國內外資金進出規模仍大。其中，OBU外匯交易淨額

為1,007.3億美元，較上期增加9.9%，占外匯市場總交易量6.4%。

各交易類別中，以即期交易最多，交易量高達7,188.4億美元，較上期成長20.6%；換匯交易居次，交易量為6,001.9億美元，較上期成長10.9%；合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為45.8%及38.3%。匯率選擇權與遠匯交易則分居第三及第四，兩者比重分別為9.6%及5.6%，匯率選擇權交易較上期增加36.5%，遠匯交易則增加13.8%（表4.1及圖4.2）。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，100年5月至7月的交易比重為39.5%，較上期減少5.4個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.0%；第三種貨幣間

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

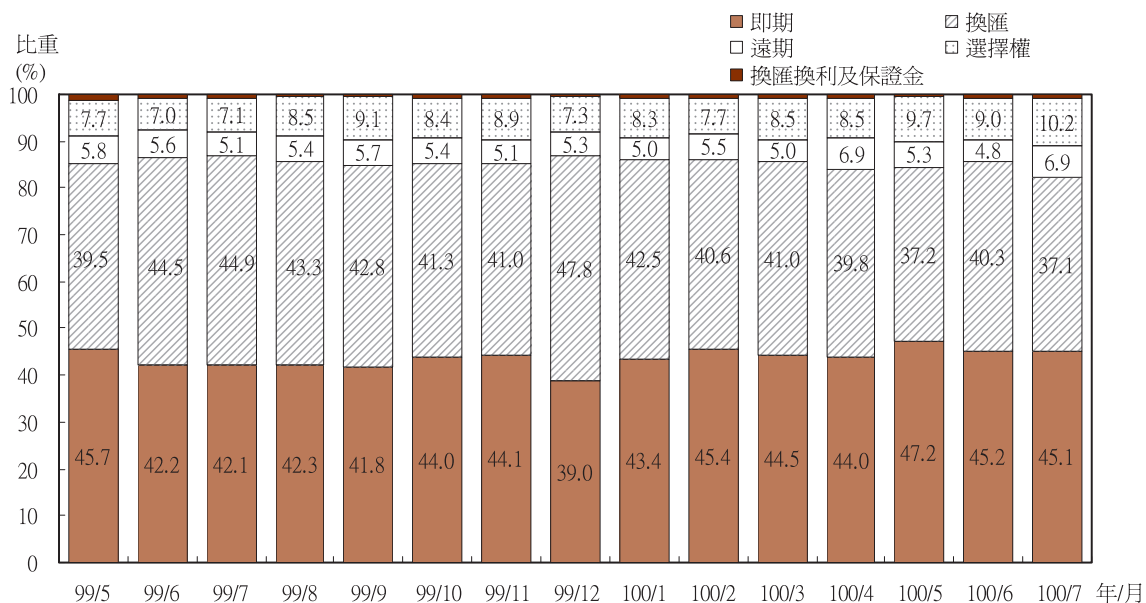
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
		國內銀行 間新台幣 對外幣	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 <sup>2</sup>						OBU 交易淨額		
96	2,418,963	1,362,112	288,406	477,189	142,672	42,482	29,683	303,857	4,634,286	190,812	18,623
97	2,455,394	1,548,763	471,974	459,399	124,377	34,871	40,097	307,857	4,846,381	259,316	19,367
98	1,841,951	1,627,020	703,409	283,233	93,659	20,809	26,927	311,353	4,111,293	226,613	16,222
99	2,192,719	2,166,897	946,940	290,075	75,893	18,295	23,848	423,261	5,115,095	284,193	20,232
99 / 5	216,378	186,758	96,040	27,348	6,826	2,261	3,969	36,397	473,112	25,750	22,529
6	169,593	178,845	75,404	22,457	5,846	1,755	1,231	28,220	402,100	24,121	19,148
7	180,939	192,794	84,196	22,098	5,242	1,528	1,670	30,614	429,643	23,596	19,529
8	187,672	191,958	83,558	23,769	7,335	1,430	849	37,671	443,348	24,219	20,152
9	185,307	189,706	79,541	25,590	5,684	1,502	1,197	40,340	443,641	25,047	21,126
10	194,562	182,619	74,999	23,702	5,863	1,242	3,123	37,269	442,518	24,099	21,072
11	194,179	180,582	77,334	22,468	6,445	1,290	2,786	39,345	440,651	24,642	20,030
12	170,504	208,932	83,965	23,076	6,928	1,564	1,020	31,742	436,837	20,388	18,993
100 / 1	209,627	205,483	88,360	23,974	4,482	1,887	2,194	40,314	483,478	29,484	23,023
2	163,797	146,652	63,871	19,804	4,235	1,350	1,534	27,694	360,831	22,084	24,055
3	230,276	211,880	85,966	26,012	5,986	1,878	3,352	43,775	517,172	35,466	22,486
4	202,136	182,903	77,718	31,789	4,877	1,414	1,756	39,103	459,101	34,141	24,163
5	241,814	190,726	69,735	26,959	5,271	1,337	1,715	49,870	512,419	32,182	24,401
6	245,155	218,534	79,364	26,024	5,335	1,487	2,674	48,609	542,482	34,515	25,832
7	231,872	190,929	69,698	35,338	5,914	1,355	2,042	52,481	514,018	34,034	24,477

註：1. 本表各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外，與匯率有關之衍生性金融商品交易均列於此表。

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部份。

圖4.2 外匯交易-按交易類別



的交易比重為58.5%，其中美元對日圓交易  
比重為9.5%，較上期增加1.4個百分點；對  
歐元交易比重為21.1%，較上期增加3個百分  
點；美元對其他外幣的交易比重為27.9%，

較上期增加1.2個百分點（圖4.3）。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀  
行間的交易最多，100年5月至7月交易比重  
為50.1%，較上期增加3.4個百分點；國內銀

圖4.3 外匯交易-按幣別

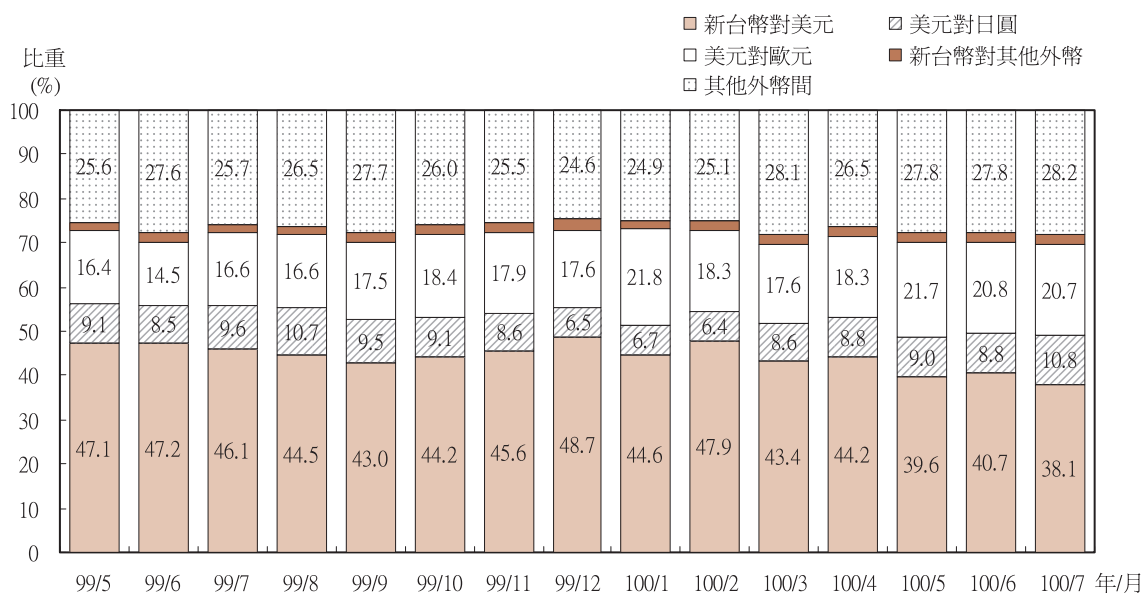
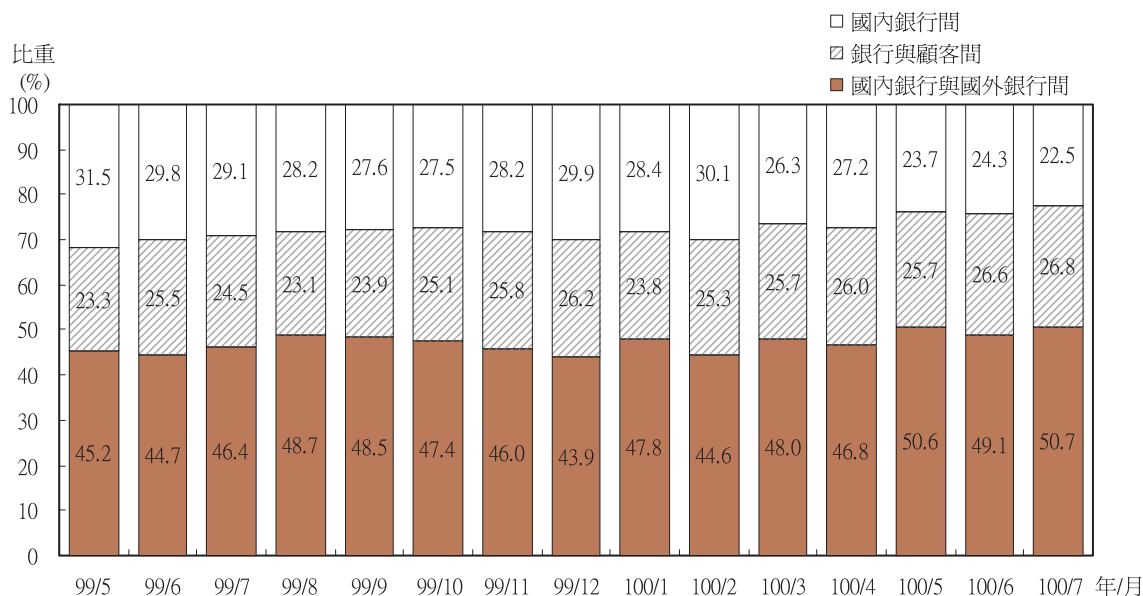




圖4.4 外匯交易-按交易對象別



行與顧客間的交易居次，比重為26.4%，較上期增加0.7個百分點；國內銀行間的交易比重23.5%為最少，較上期減少4.1個百分點（圖4.4）。

### 三、銀行間換匯及外幣拆款交易

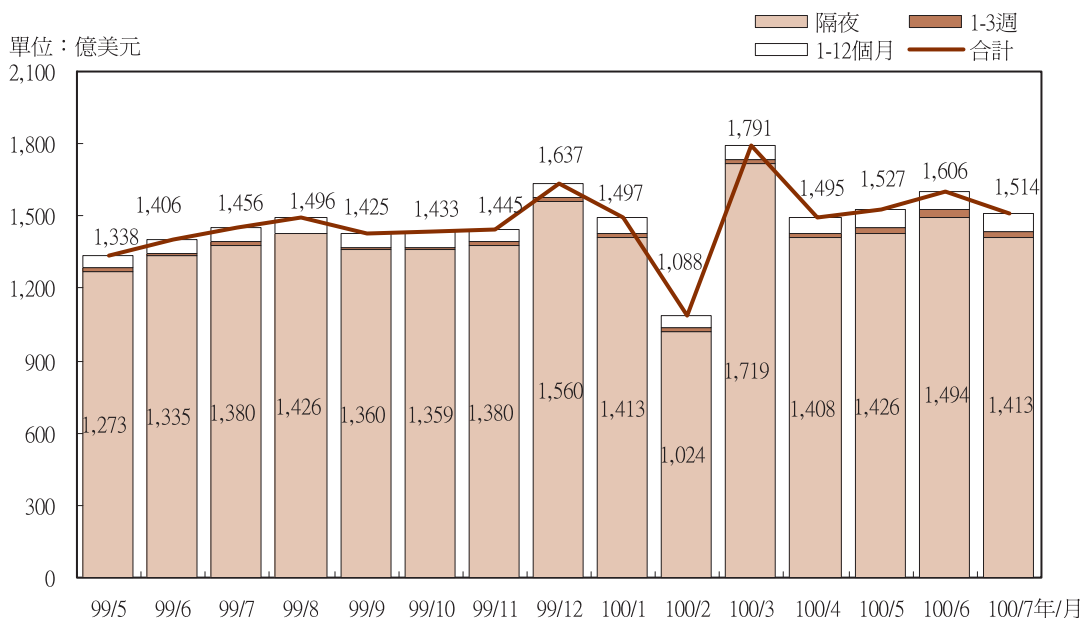
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

在新台幣與外幣換匯交易方面(表4.1)，100年5月換匯交易量為697.4億美元，較上月減少10.3%，主要係因壽險業等轉為辦理較長天期換匯交易，週轉率下降，且部分匯銀承作壽險業等換匯交易後，未轉向銀行間拋補，致銀行間換匯交易量亦下降。6月交易量為793.6億美元，較上月增加13.8%，主要

係因希臘債務違約之可能性大增，導致美元避險需求提高且拆借趨緊，銀行提高辦理短天期換匯交易量，週轉率上升。7月交易量為697.0億美元，較上月減少12.2%，主要係因壽險業等客戶換匯交易到期金額較低，續作量隨之減少；加上美國在提高舉債上限與縮減赤字上無法達成共識，若信評機構未來調降美國債信評級，美元可能貶值，導致部分匯銀對換入美元交易持觀望態度，交易量下降。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖4.5)，5月交易量為1,527.5億美元，較上月略增2.2%，主要係銀行增加對廠商外幣貸款，但國內外匯存款減少不足支應所致。6月交易量為1,605.5億美元，較上月增加5.1%，主要係適逢季底，銀行資金需求增加，並持

圖4.5 外幣拆款市場月交易量



續增加對廠商外幣貸款所致。7月交易量为1,513.5億美元，較上月減少5.7%，主要係銀行參與外幣聯貸需較長天期外幣資金，故隔夜拆借週轉率因而降低。

#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品

100年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為1,063.6億美元，較上期微增0.2%。其中，以外幣利率期貨交易金額687.8億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量的64.7%，較上期減少10.0%；外幣換利交易居次，所占比重為25.7%，較上期增加12.0%，主要係因

歐債危機揮之不去及美國經濟前景不明，企業對長天期利率避險需求增加；商品價格交換及選擇權僅占6.5%，但較上期大幅增加97.2%，主要係因6月原油價格下跌，廠商提前沖銷選擇權部位所致（表4.2）。

#### 五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化、國際化既定政策，及促進銀行外匯業務的健全發展，持續同意金融機構申請開辦各項新種外匯業務、網路銀行外匯業務及衍生性外匯商品業務等，並許可指定銀行採事後報備方式函報開辦新種外匯業務。

此外，為提供大陸台商資金調度之便捷

表4.2 匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣 換利	外幣遠期 利率協議	外幣利率 選擇權	外幣利率 期貨	商品價格交 換及選擇權	股價指數 選擇權	信用衍生 商品	合計
96	93,072	12,958	17,475	176,723	6,947	627	5,243	313,044
97	205,911	18,799	8,860	172,918	17,875	126	3,586	428,075
98	469,003	5,715	4,999	208,636	18,360	51	3,312	710,076
99	125,541	842	6,043	392,368	18,060	105	10,126	553,085
99 / 5	11,430	250	1,763	34,422	1,418	26	1,671	50,979
6	10,529	100	383	23,921	952	9	632	36,525
7	5,430	0	189	26,131	1,848	4	434	34,037
8	7,905	0	317	42,502	1,942	5	646	53,317
9	4,687	13	34	52,787	1,087	2	754	59,365
10	3,213	400	605	49,709	1,216	5	631	55,777
11	4,402	0	67	40,062	1,364	11	446	46,352
12	2,252	0	16	32,341	1,599	8	98	36,315
100 / 1	8,545	0	395	33,315	1,871	46	620	44,792
2	14,517	0	203	30,379	1,073	7	189	46,368
3	6,896	0	241	26,367	1,332	37	434	35,307
4	2,971	0	516	19,651	1,091	73	157	24,458
5	5,555	0	101	22,010	1,952	27	340	29,986
6	13,533	242	629	26,925	3,148	70	543	45,090
7	8,219	0	467	19,847	1,793	64	896	31,285

性，並協助我國銀行擴展業務規模及提升服務品質，於7月21日開放銀行國際金融業務分行（OBU）及第三地區分支機構辦理人民幣業務。

在外匯法規方面，本行於7月28日發布修正「外匯經紀商管理辦法」，明訂非經許可不得辦理銀行間外匯業務及相關之新台幣等居間業務、「經營存放款業務之金融機構」投資單一外匯經紀商不得超過該經紀商資本總額10%，以及本行得廢止或撤銷有礙業務健全經營或未能符合金融政策要求之

外匯經紀商許可等；另於8月24日發布修正「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，此後受理結匯所須確認之相關證明文件由銀行業保存，無須再影送本行，並增訂銀行業受理證券投信、投顧業投資大陸地區之匯款時，應確認該業者是經大陸地區主管機關核准為QFII；證券商因承銷外幣計價國際債券業務須支付承銷價款及參與證券商受理或從事在台上市境外ETF申購買回之結匯申報，均無須查詢且不計入當年累計結匯金額等。

# 國際經濟金融情勢（民國100年第2季）

## 壹、概述

本(2011)年上半年，美、日及歐元區等先進經濟體經濟成長轉緩；下半年，由於歐債危機持續擴散，美國調升國債上限爭議不斷，在政府欠缺協調能力致重大決策一再延宕下，7月中旬終於引發全球金融市場劇烈動盪，股市重挫，銀行信用緊縮，匯市波動幅度擴大，不利企業資本支出與消費者支出，全球經濟成長動能大幅減緩。

國際機構預測本年全球經濟成長率將較上(2010)年明顯下滑，明(2012)年則略為回溫。其中，IMF於9月預測今、明兩年全球經濟成長率均為4.0%(表1)；Global Insight 9月的預測值則分別為3.0%及3.4%。

物價方面，本年7月以來國際商品價格居高，預期第3季全球通膨率將升至本年高點，由於近月能源價格呈下跌走勢，第4季

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2010	2011	2012
全球	5.1 (4.2)	4.0 (3.0)	4.0 (3.4)
先進經濟體	3.1 (2.9)	1.6 (1.4)	1.9 (1.9)
OECD國家	2.9 (2.9)	2.3 (1.6)	2.8 (1.9)
美國	3.0	1.5 (1.5)	1.8 (1.8)
日本	4.0	-0.5 (-0.6)	2.3 (3.5)
德國	3.7	2.7 (3.0)	1.3 (1.3)
英國	1.3	1.1 (1.0)	1.6 (1.5)
歐元區	1.8	1.6 (1.6)	1.1 (0.9)
四小龍	8.4	4.7	4.5
台灣	10.88	5.2 (4.6)	5.0 (5.2)
香港	7.0	6.0 (5.3)	4.3 (5.1)
新加坡	14.5	5.3 (4.5)	4.3 (5.0)
南韓	6.2	3.9 (3.7)	4.4 (3.9)
東協五國	6.9	5.3	5.6
泰國	7.8	3.5 (3.7)	4.8 (4.2)
馬來西亞	7.2	5.2 (4.0)	5.1 (4.0)
菲律賓	7.6	4.7 (4.6)	4.9 (5.0)
印尼	6.1	6.4 (6.2)	6.3 (5.9)
越南	6.8	5.8 (5.9)	6.3 (6.5)
中國大陸	10.4	9.5 (9.2)	9.0 (8.3)
印度	8.9	7.8 (7.5)	7.5 (8.1)
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33個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體（四小龍）等國；其他新興暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共149國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協、中東及中南美洲國家等。

資料來源：IMF *World Economic Outlook*, September 2011；( )內資料係採用Global Insight *World Overview*, September 2011；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.89, May 2011。

全球通膨率可望下滑，明年則進一步平穩。IMF 9月預測今、明兩年全球通膨率分別為5.0%及3.7%；Global Insight 9月的預測值則分別為4.1%及3.2%。

貨幣政策方面，今年上半年先進經濟體利率多維持不變，多數亞洲新興經濟體則陸

續升息，以抑制通膨增溫。惟下半年以來，受全球景氣減緩影響，除歐元區及中國大陸於7月各升息一次、泰國於7月及8月兩度升息、印度於7月及9月兩度升息外，美國、加拿大、日本、澳洲、南韓及印尼等國均維持政策利率不變(圖1、圖2)。

圖1 主要國家政策利率

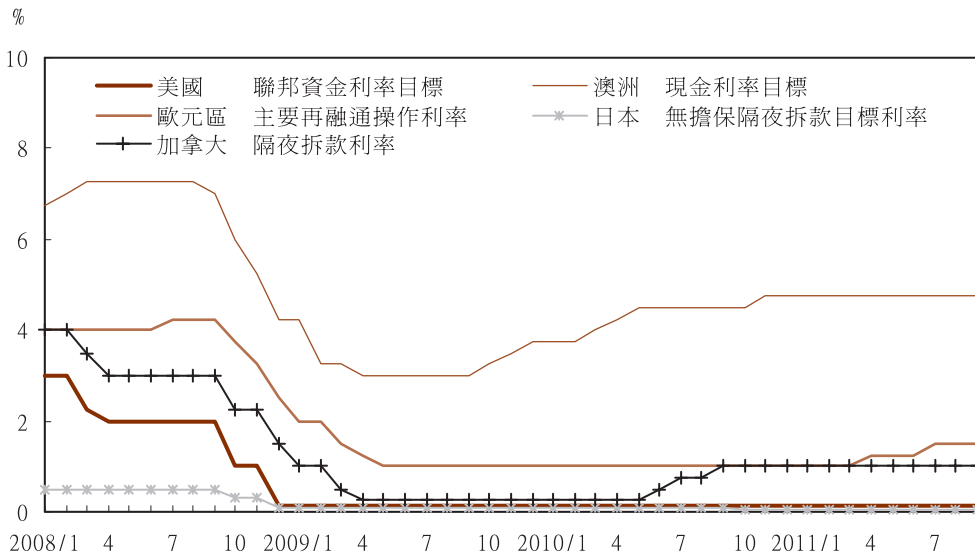
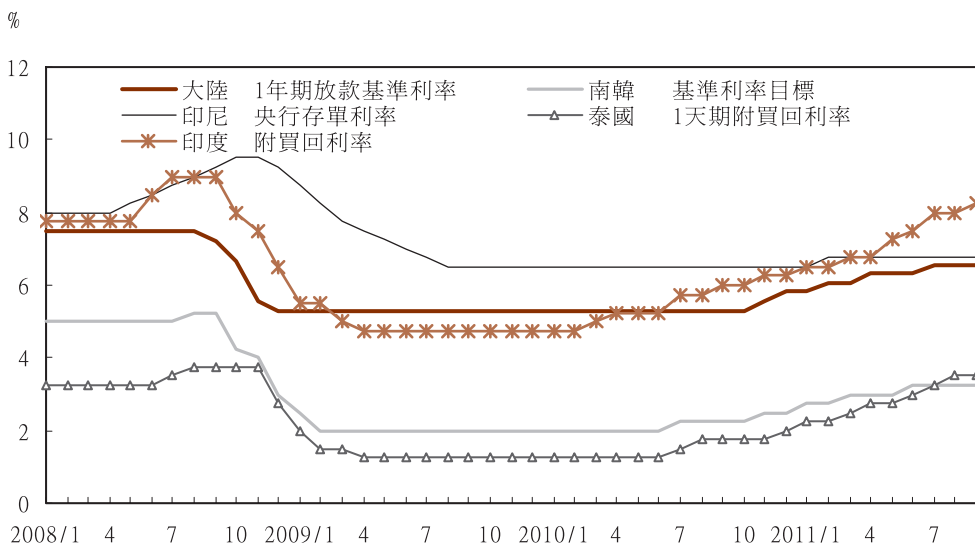


圖2 亞洲新興國家之政策利率



## 貳、美國通膨升溫，惟預期經濟維持低度成長，Fed維持寬鬆政策

### 一、經濟維持低度成長

今年上半年，美國由於民間消費成長疲弱，第1、2季經濟僅分別成長0.4%及1.3%(與上季比，換算成年率)(圖3)。由於失

業率偏高、房價未見起色，消費者支出恐仍保守，預期下半年之經濟將維持低度成長，Global Insight對第3、4季經濟成長率之預測值分別為1.2%及1.4%；今、明兩年則分別為

圖3 美國經濟成長率

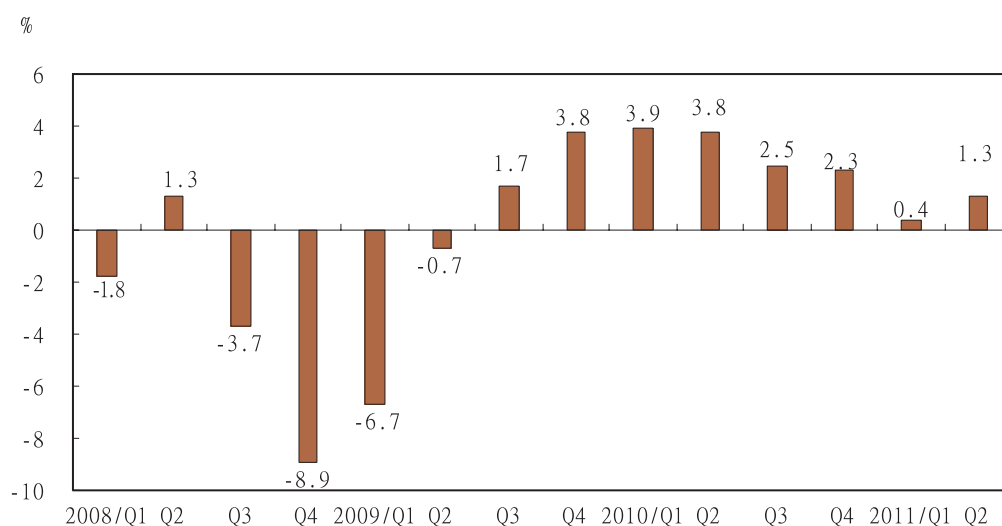


表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	核心消費者物價指數 (1982-84=100)	消費者物價指數 (1982-84=100)	生產者物價指數 (1982=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2008	-0.3	5.8	-3.7	2.3	3.8	6.4	-816,199
2009	-3.5	9.3	-11.2	1.7	-0.3	-2.5	-503,581
2010	3.0	9.6	5.3	1.0	1.6	4.2	-634,896
2010/ 9	2.3	9.6	6.3	0.8	1.1	3.9	-55,330
10		9.7	6.0	0.6	1.2	4.2	-51,054
11		9.8	6.0	0.7	1.1	3.3	-51,707
12		9.4	6.7	0.6	1.5	3.8	-53,324
2011/ 1	0.4	9.0	5.8	0.9	1.6	3.7	-60,894
2		8.9	5.2	1.1	2.1	5.6	-59,112
3		8.8	5.3	1.2	2.7	5.6	-60,462
4		9.0	4.5	1.3	3.2	6.5	-57,274
5		9.1	3.4	1.5	3.6	7.0	-64,294
6		9.2	3.4	1.6	3.6	7.0	-65,979
7		9.1	3.4	1.8	3.6	7.2	-59,679
8		9.1	3.4	2.0	3.8	6.5	

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

1.5%及1.8%。

根據美國海關貿易統計，本年第2季，出、進口分別成長17.7%與16.7%，貿易入超擴大為1,875億美元(表2)。7月出、進口成長率則分別為16.8%與15.5%。

勞動市場方面，本年4月以來，失業率持續上升，至6月為9.2%，7、8月則略回降至9.1%，惟8月非農業部門就業人口並未增加，顯示就業市場依舊嚴峻。

## 二、通膨升溫

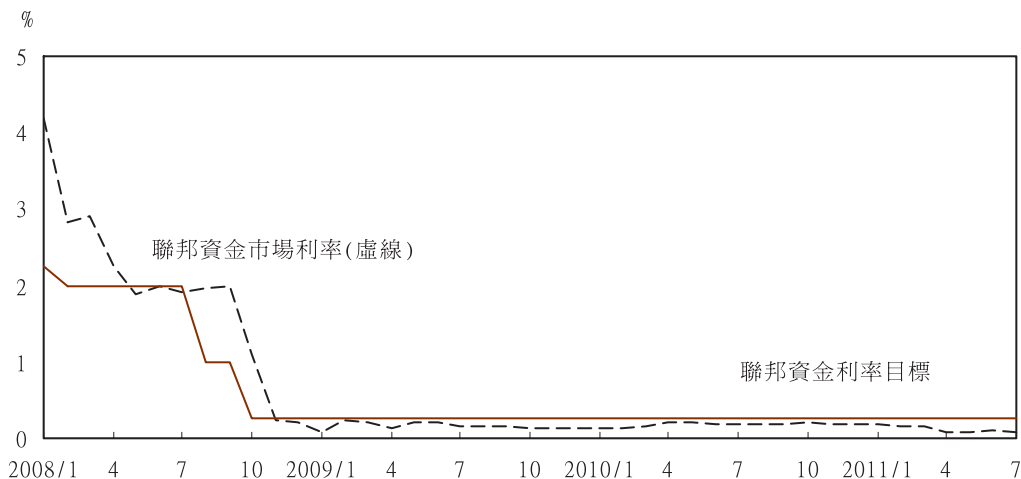
本年第2季，美國CPI年增率由第1季之2.1%躍升至3.5%，7、8月分別續升至3.6%及3.8%，主要係能源及食品價格上漲所致。本年第2季扣除能源與食品之核心CPI年增率亦由第1季之1.1%升至1.5%，7、8月分別續升至1.8%及2.0%。另外，本年第2季剔除能源與食品之核心個人消費支出物價指數(Core PCEPI)年增率為1.3%，高於第1季之1.1%，

7、8月則均升至1.6%，Global Insight 預測第3季CPI年增率再升至3.7%，第4季回降為3.4%；今、明兩年則分別為3.2%及1.6%。

## 三、Fed將維持利率目標至2013年年中，並將於2012年6月底前進行扭轉操作(operation twist)

自2008年12月以來，美國聯邦公開市場委員會(FOMC)持續將聯邦資金利率目標維持於0%~0.25%(圖4)。本年9月21日FOMC會後新聞稿指出，由於美國經濟成長仍十分緩慢，勞動市場情勢不佳，經濟前景不佳的風險上揚。為促進經濟持續復甦，FOMC除將維持聯邦資金利率目標區間在0%至0.25%，並可能於2013年上半年前續維持此利率於超低水準；同時，將於2012年6月底前，買入4,000億美元剩餘期限在6至30年的公債，並賣出相同數量剩餘期限在3年以內的公債，以壓低長期利率，此將有助於當前整體金融情勢。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



## 參、歐元區通膨升溫，歐洲央行(ECB)積極執行債券購買計畫，預期經濟成長將減速

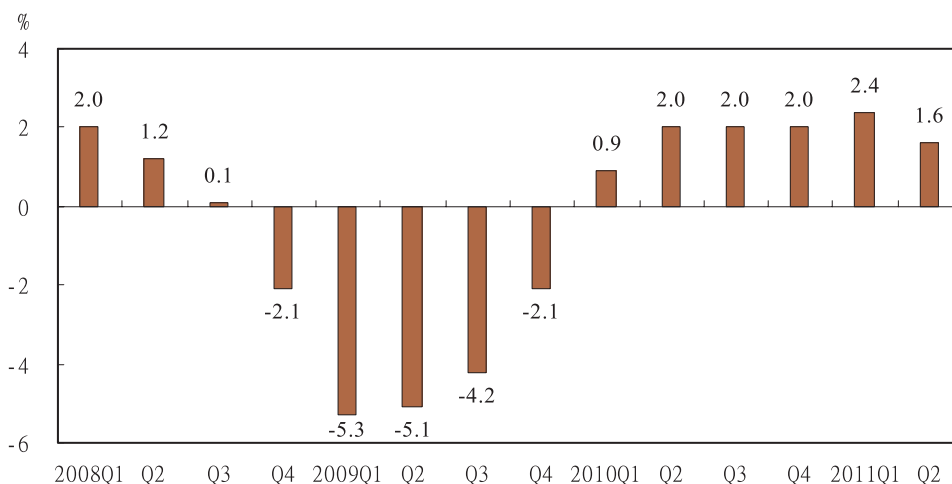
### 一、經濟成長減緩

本年第2季，歐元區經濟成長率由第1季之2.4%降至1.6%(圖5)，主要係家計部門消費與輸出成長放緩所致。由於全球經濟成長減緩，加以部分歐元區國家主權債務危機未

徹底解決，預期下半年經濟成長將續放緩，Global Insight對第3、4季經濟成長率之預測值分別為1.4%及1.2%；今、明兩年則分別為1.6%及0.9%。

本年第2季，德國經濟成長率由第1季之

圖5 歐元區經濟成長率



4.6%降至2.8%，主要係固定資本形成及輸出成長放緩所致，Global Insight對第3、4季經濟成長率之預測值分別為2.4%及2.1%；今、明兩年則分別為3.0%及1.3%。

在勞動市場方面，本年以來，歐元區失業率居高不下，8月為10.0%(表3)，其中，德國失業率6至8月均維持在7.0%，9月微降至6.9%，法國失業率8月升至9.9%。

### 二、通膨升溫

歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率自上年12月起，即超出ECB之2%通膨目標上限，本年9月自8月之2.5%升至3.0% (圖6)；8月扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率則由6月的1.8%降至1.5%。ECB預期中期物價之向上風險包括能源與原物料價格仍高，以及因應財政健全需求，未來可能調高間接稅；向下風險則有全球與歐元區經濟

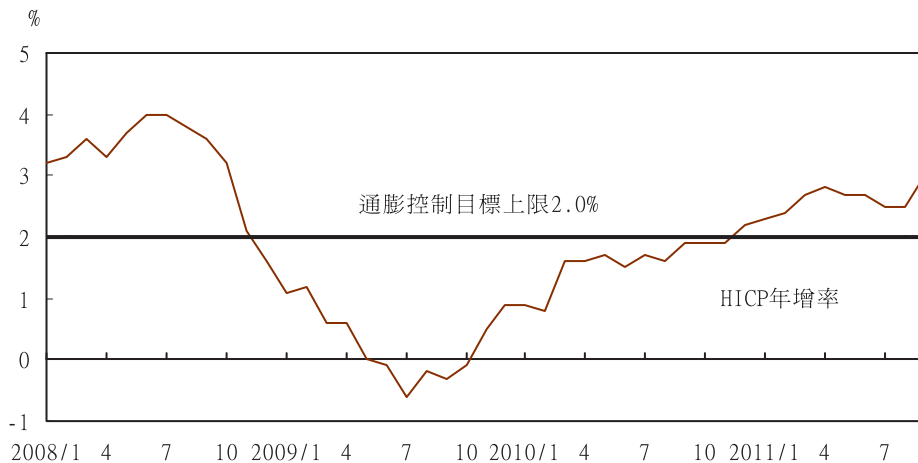


表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營建業) 年增率 %	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3 年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %	主要再融通操作利率 %
2008	0.4	7.6	-1.6	3.9	8.1	-33,230	8.6	3.3	2.50
2009	-4.3	9.6	-14.8	-17.9	-20.5	16,644	-0.7	0.3	1.00
2010	1.8	10.1	7.5	20.1	21.6	691	2.0	1.6	1.00
2010/10		10.1	7.5	21.1	21.7	4,654	1.0	1.9	1.00
11		10.1	8.0	24.2	28.6	-1,549	2.1	1.9	1.00
12	2.0	10.0	8.9	20.2	24.3	-533	2.0	2.2	1.00
2011/ 1		10.0	6.2	27.5	31.2	-16,293	2.2	2.3	1.00
2		10.0	7.7	22.5	27.3	-2,820	2.7	2.4	1.00
3	2.4	9.9	5.7	16.2	18.4	1,693	2.7	2.7	1.00
4		9.9	5.2	14.7	18.6	-4,735	2.3	2.8	1.25
5		10.0	4.1	21.7	18.4	-475	2.8	2.7	1.25
6	1.6	10.0	3.0	3.3	4.6	51	2.3	2.7	1.25
7		10.0	4.1	5.4	7.2	4,317	2.5	2.5	1.50
8		10.0					3.2	2.5	1.50
9								3.0	1.50

資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



成長不如預期之衝擊，Global Insight預測第4季通膨率為2.2%；今、明兩年則分別為2.4%及1.8%。

### 三、ECB積極執行債券購買計畫

ECB管理委員會(Governing Council)7月

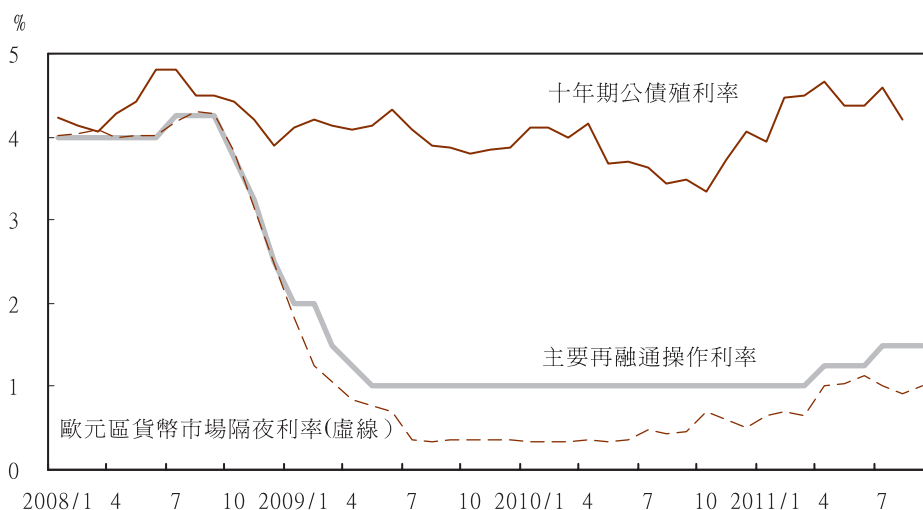
7日調升政策利率(主要再融通操作利率)0.25個百分點至1.50%後，迄今維持不變(圖7)。ECB 8月4日宣布，為挹注銀行資金，將執行6個月期之再融通操作；繼之於8月7日宣布，將積極執行債券購買計畫(Securities Markets Programme)，藉以穩定歐元區金融

市場。

另為緩和歐元區銀行業面臨美元信用緊縮之情形，ECB 9月15日宣布聯合美、英、

日、瑞士央行重啟3個月期無限量美元融資。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



## 肆、日本物價平穩，日本央行進一步寬鬆貨幣政策，預期經濟將反彈回升

### 一、重建需求可望帶動經濟明顯回升

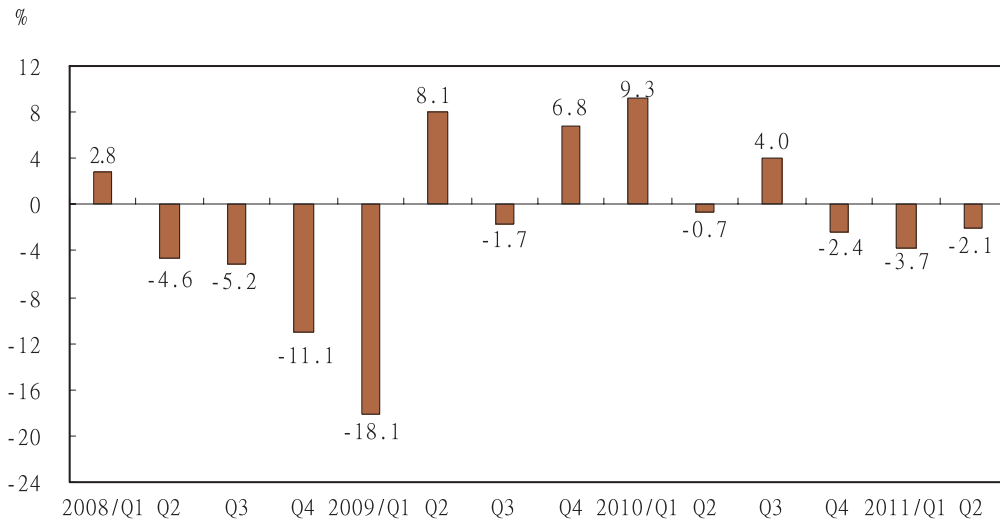
由於輸出疲軟，日本第1、2季經濟分別衰退3.7%及2.1%(與上季比，換算成年率)(圖8)。隨供電不足及地震供應鏈中斷問題已大幅改善，加以重建需求進一步帶動公共投資及住宅投資，預期下半年經濟將反彈回升，Global Insight對第3、4季經濟成長率之預測值分別為4.3%及3.9%；今、明兩年則分別為-0.6%及3.5%。

對外貿易方面，震災影響工業生產，衝擊3月中旬以後之出口表現，其中又以汽車

及半導體等電子零組件衰退幅度最大；加以國際能源價格上漲，致第2季貿易大幅入超1兆2,577億日圓(表4)。7至8月進口平均成長14.6%，出口仍衰退0.3%，貿易為入超7,093億日圓。

勞動市場方面，因災後旅宿、餐飲等服務業減少僱用，本年7月之失業率自5月之4.5%略升至4.7%，8月則回落至4.3%，主要係部分失業者退出勞動市場，致失業人口下滑所致。

圖8 日本經濟成長率



## 二、物價止跌回升

本年第2季，企業物價指數年增率由第1季之1.8%升至2.4%，7、8月分別升為2.9%

及2.6%，主要係原油等國際商品價格上漲所致。本年第2季CPI年增率由第1季之-0.5%略升至-0.4%，7、8月進一步升至0.2%；剔除生鮮食品之核心CPI年增率亦由第1季

表4 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 (2010=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2008	-1.2	4.0	-3.3	1.4	1.5	4.6	-3.5	8.0	20,633
2009	-6.3	5.1	-21.9	-1.4	-1.3	-5.3	-33.1	-34.8	26,712
2010	4.0	5.1	15.9	-0.7	-1.0	-0.2	24.4	18.0	66,347
2010/ 9	4.0	5.0	11.5	-0.6	-1.1	-0.1	14.3	10.3	7,743
10		5.1	4.3	0.2	-0.6	0.8	7.8	8.9	8,126
11		5.1	5.8	0.1	-0.5	0.9	9.1	14.3	1,576
12	-2.4	4.9	4.9	0.0	-0.4	1.2	12.9	10.7	7,196
2011/ 1		4.9	4.6	-0.6	-0.8	1.5	1.4	12.2	-4,794
2		4.6	2.9	-0.5	-0.8	1.7	9.0	10.0	6,503
3	-3.7	4.6	-13.1	-0.5	-0.7	2.1	-2.3	12.0	1,863
4		4.7	-13.6	-0.4	-0.2	2.5	-12.4	9.0	-4,677
5		4.5	-5.5	-0.4	-0.1	2.2	-10.3	12.3	-8,573
6	-2.1	4.6	-1.7	-0.4	-0.2	2.5	-1.6	9.8	673
7		4.7	-3.1	0.2	0.1	2.9	-3.4	9.9	679
8		4.3	0.6	0.2	0.2	2.6	2.8	19.2	-7,772

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

之-0.8%升至第2季之-0.2%，7、8月分別為0.1%及0.2%，Global Insight 預測第3、4季CPI年增率分別為0.7%及0.0%；今、明兩年則分別為0.3%及-0.5%。

### 三、貨幣政策進一步寬鬆

為充分供應強震後金融市場之資金需

求，以及配合財務省阻升日圓行動，日本央行於本年8月4日進一步寬鬆貨幣政策，將資產購買金額由40兆日圓增加至50兆日圓。鑑於國際經濟金融情勢不確定性升高，9月7日之貨幣政策會議決議維持無擔保隔夜拆款目標利率於0%~0.1%。

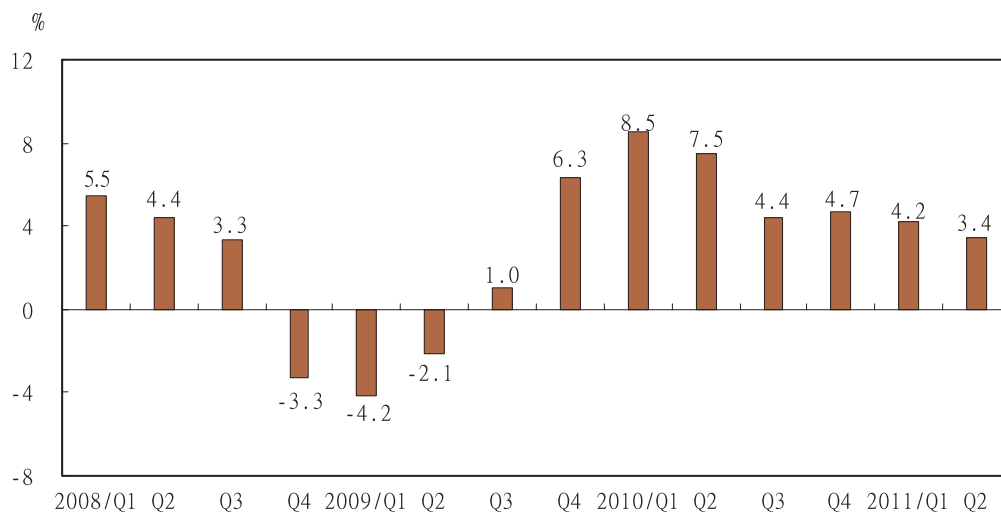
## 伍、南韓物價持續上漲，惟預期經濟將溫和成長，南韓央行暫緩升息

### 一、經濟溫和成長

本年第2季，南韓經濟成長率由第1季之4.2%降至3.4%(圖9)，主要係輸出成長放緩所致。下半年因能源成本居高，恐影響內需

成長動能，加以外需疲弱，預期經濟僅溫和成長，Global Insight對第3、4季經濟成長率之預測值分別為3.6%及3.8%；今、明兩年則分別為3.7%及3.9%。

圖9 南韓經濟成長率



對外貿易方面，汽車、石油、化工，以及鋼鐵出口維持高成長，惟電機及電子出口成長則出現停滯，本年第2季出、進口分別成長18.9%及27.2%，貿易出超略增為83.8億

美元(表5)。7至8月出、進口平均成長率則分別為26.2%及27.1%，貿易為出超71.4億美元。

表5 南韓重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2005=100)		躉售物價指數 (2005=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬美元)
				總合 年增率 %	剔除農產品及能源 年增率 %	年增率 %			
2008	2.3	3.2	3.4	4.7	4.2	8.6	13.6	22.0	-13,267
2009	0.3	3.6	-0.8	2.8	3.6	-0.2	-13.9	-25.8	40,449
2010	6.2	3.7	16.7	2.9	1.8	3.8	28.3	31.6	41,172
2010/ 9	4.4	3.4	2.9	3.6	2.7	4.0	16.2	17.6	4,409
10		3.3	13.4	4.1	2.6	5.0	27.6	21.7	6,339
11		3.0	11.2	3.3	2.5	4.9	21.4	30.9	2,592
12	4.7	3.5	10.7	3.5	2.2	5.3	22.6	21.7	4,089
2011/ 1		3.8	13.6	4.1	2.6	6.2	44.7	32.7	2,624
2		4.5	9.0	4.5	3.1	6.6	16.5	17.0	2,142
3	4.2	4.3	9.1	4.7	3.3	7.3	28.8	27.9	2,561
4		3.7	6.9	4.2	3.2	6.8	23.5	24.3	4,390
5		3.2	8.2	4.1	3.5	6.2	22.0	30.0	2,122
6	3.4	3.3	6.6	4.4	3.7	6.2	11.2	27.3	1,866
7		3.3	4.0	4.7	3.8	6.5	25.2	25.0	6,316
8		3.0	4.8	5.3	4.0	6.6	27.1	29.2	821

資料來源：南韓央行及Thomson Datastream。

勞動市場方面，由於季節性因素影響，第2季失業率由第1季之4.2%降至3.4%，7、8月進一步降至3.3%及3.0%，惟15~29歲之青年失業率卻持續攀升。

## 二、物價持續上漲

本年第2季躉售物價指數年增率由第1季之6.7%降至6.4%，7、8月略回升至6.5%及6.6%。第2季CPI年增率由第1季之4.4%略降至4.2%，7、8月則大幅升至4.7%及5.3%；剔

除農產品及能源之核心CPI年增率由第1季之3.0%升至第2季之3.5%，7、8月續升至3.8%及4.0%，Global Insight預測第3、4季CPI年增率分別為4.7%及3.3%；今、明兩年則分別為4.1%及2.0%。

## 三、南韓央行暫緩升息

儘管通膨升溫，惟鑑於外部風險持續升高，南韓央行於9月8日之貨幣政策會議維持政策利率於3.25%，已連續3個月不變。

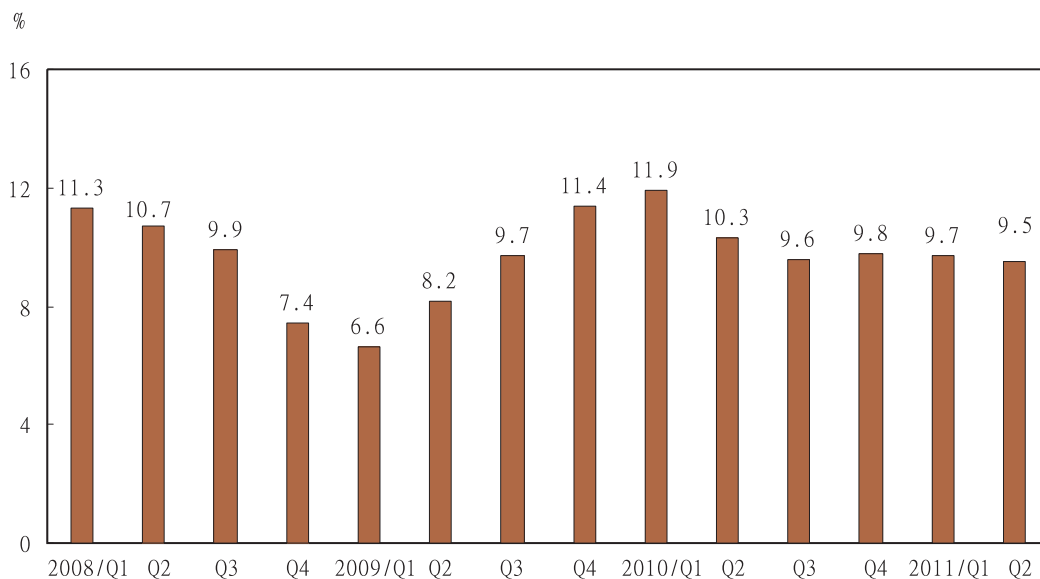
## 陸、中國大陸通膨升溫，人民銀行升息，預期經濟成長略緩，目前貨幣政策維持觀望

### 一、經濟成長略緩

本年第2季，中國大陸經濟成長率由第1季之9.7%略降至9.5%(圖10)，主要係貿易順差成長放緩所致；7、8月則因進口年增率高於出口年增率，致合計貿易順差年增率僅1.0%。第2季工業生產年增率由第1季

之14.4%降至13.9%，7、8月分別為14.0%及13.5%。由於全球經濟成長走緩，外需減弱，內需可能放緩，預期將影響未來經濟成長，Global Insight對第3、4季經濟成長率之預測值分別為9.2%及8.7%；今、明兩年則分別為9.2%及8.3%。

圖10 中國大陸經濟成長

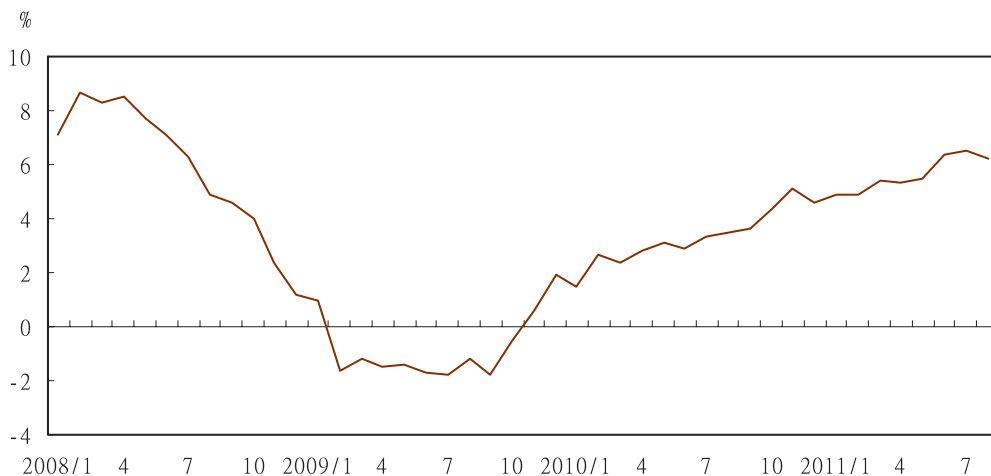


### 二、通膨壓力仍大

因能源、穀物等原物料成本以及工資上揚，中國大陸CPI年增率自本年1月之4.9%升至7月之6.5%(圖11)，創近3年多來新高，8月略降至6.2%；工業品PPI年增率亦由本年

1月之6.6%升至本年7月之7.5%，8月略降至7.3%，通膨壓力仍大，Global Insight預測第3、4季CPI年增率分別為6.2%及5.4%；今、明兩年則分別為5.6%及4.1%。

圖11 中國大陸消費者物價年增率



### 三、中國大陸人民銀行7月升息，市場流動性增幅放緩，目前貨幣政策維持觀望

鑑於通膨壓力及市場流動性居高，本年2至7月中國人民銀行三次調升1年期存、放款基準利率，共0.75個百分點，分別至

3.50%及6.56%。本年1至6月亦六度調高金融機構存款準備率共3.0個百分點，目前大型金融機構存款準備率達21.5%之歷史新高。影響所及，M2年增率由年初之17.2%降至8月之13.5%，銀行放款年增率亦由18.5%降至16.4%，目前貨幣政策維持觀望。

### 柒、多數亞洲新興國家央行暫緩升息，預期經濟仍將穩健成長

本年第2季亞洲新興國家除印尼外，經濟成長普遍放緩(圖12)。

新加坡本年第2季經濟成長率由第1季之9.3%驟降至0.9%，主要係輸出成長大幅放緩所致。展望下半年，由於生技製藥業擴大產能、金融以及旅遊相關之服務業蓬勃發展，可望支撐經濟持續成長，惟仍將受全球景氣放緩影響，Global Insight對第3、4季經濟成

長率之預測值分別回升為4.3%及3.7%；今、明兩年則分別為4.5%及5.0%。

物價方面，因國際原物料價格仍高，近月各國WPI及CPI年增率普遍居高(圖13)，惟第4季全球通膨率可望自第3季之高點下滑，Global Insight預測亞洲新興國家本年CPI年增率將高於上年，明年則可望回穩。

圖12 亞洲新興國家經濟成長率

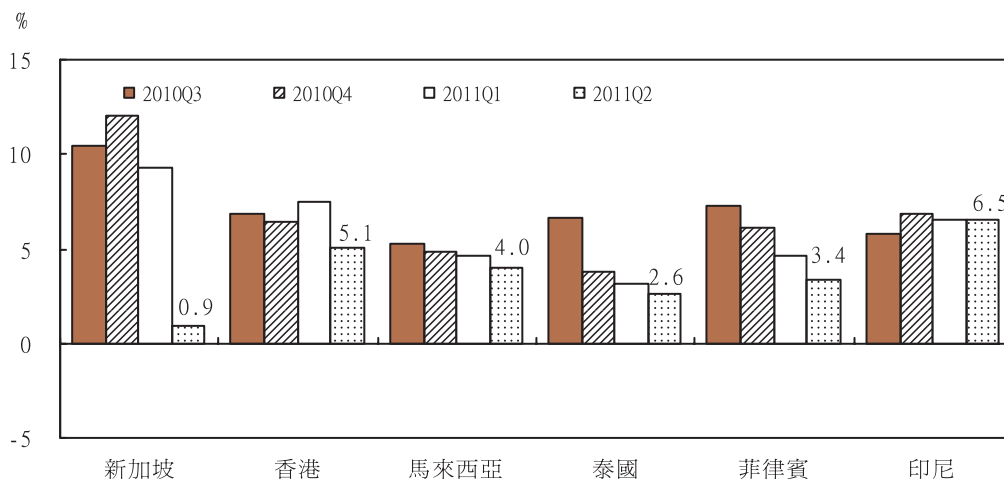
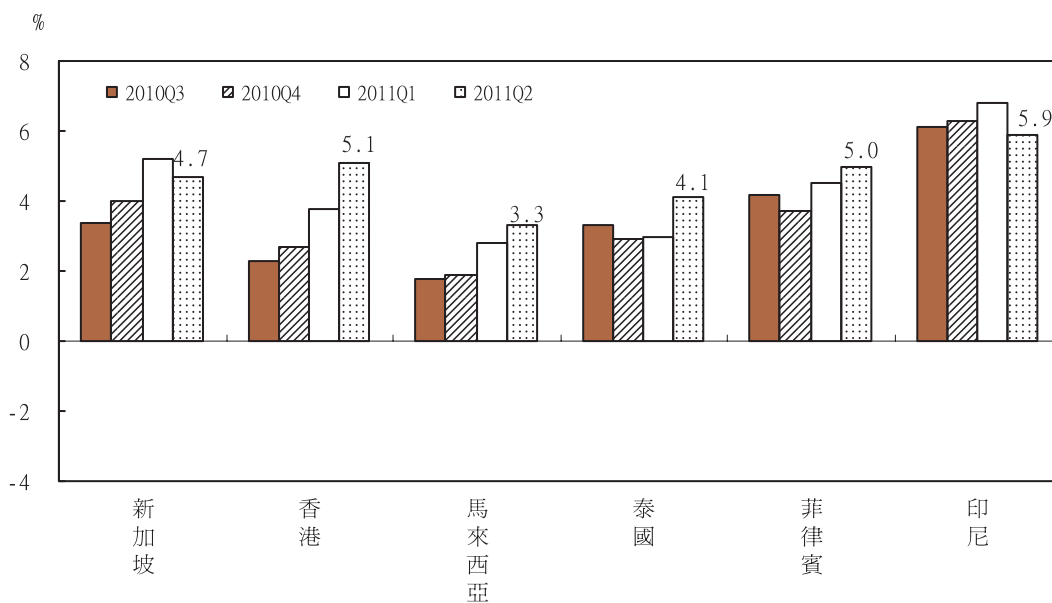


圖13 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，為因應持續升高的通膨壓力，今年上半年，多數亞洲新興國家續調升其政策利率。下半年以來，受全球景氣減緩影響，多數亞洲新興國家暫緩升息。惟印度為抑制通膨增溫，於7月調升附買回及附

賣回利率各0.5個百分點，9月再各調升0.25個百分點，分別至8.25%及7.25%；泰國則分別於7月及8月兩度調升附買回利率共0.5個百分點至3.5%。



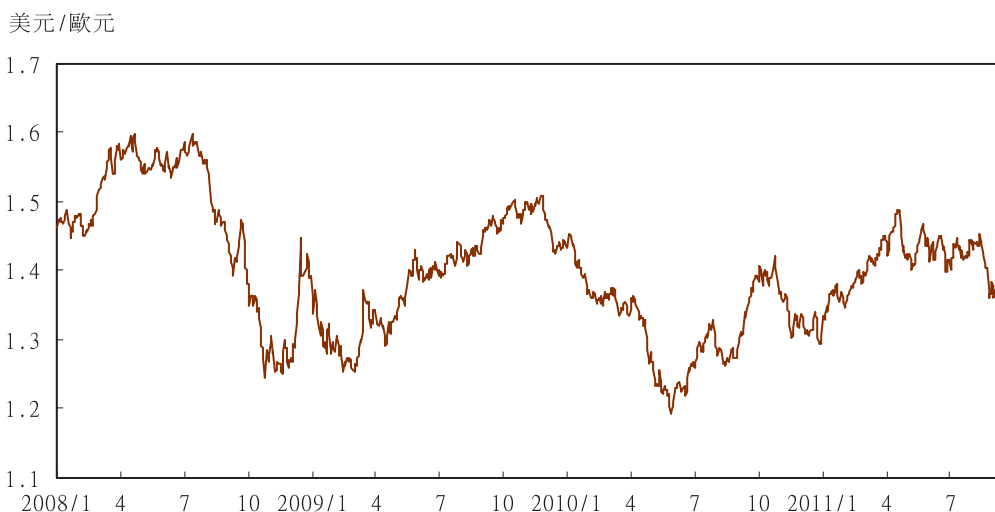
## 捌、歐元貶值，日圓持續升值，亞洲新興國家貨幣普遍回貶

### 一、歐元走貶

本年5月2日歐元升至1歐元兌1.4827美元，隨後因歐洲邊陲國家債信評等遭降，歐債危機再起，歐元震盪走貶，至7月12日為1歐元兌1.3979美元，之後大抵維持在1歐元

兌1.40~1.45美元區間震盪。8月底因希臘倒債疑慮再起，歐元大幅走貶，至9月30日為1歐元兌1.3386美元(圖14)，較去年底略升值0.1%。

圖14 歐元對美元匯率



### 二、日圓對美元升至歷史新高

本年3月16日日圓急升至1美元兌78.15日圓，隨後在G7聯手干預阻升日圓下，日圓回貶，5月起在1美元兌80~82日圓區間狹幅波動。7月以來歐美債務問題擴大，市場買入日圓避險，日圓升至7月29日之1美元兌

76.76日圓。8月4日日本財務省投入4.5兆日圓干預匯市，日圓一度回貶至1美元兌79.09日圓，嗣因避險買盤持續湧入，日圓再度走升，8月19日升抵1美元兌75.95日圓之歷史新高。之後，在1美元兌76~78日圓區間狹幅波動，9月30日為1美元兌77.07日圓(圖15)，較去年底升值5.3%。

圖15 美元對日圓匯率

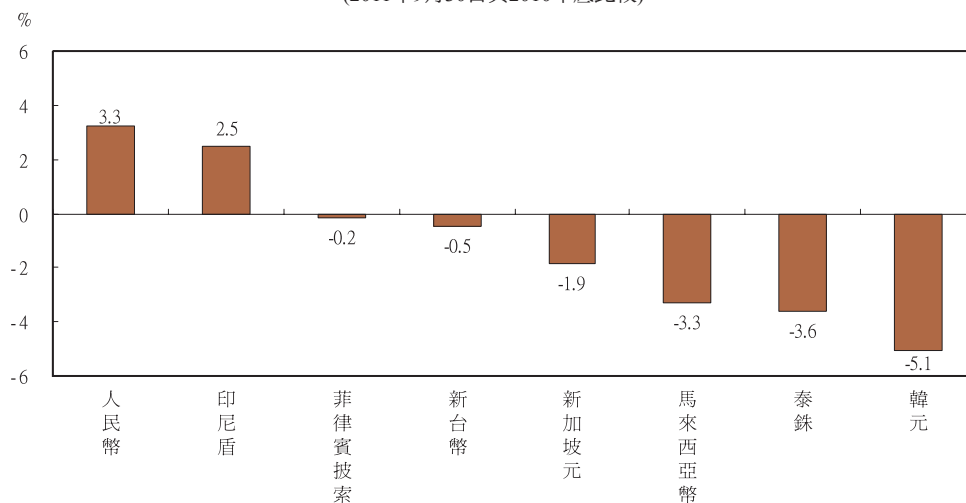


### 三、亞洲新興國家貨幣普遍回貶

今年上半年，多數亞洲新興國家貨幣呈先貶後升之局面。7月起，在部分亞洲新興國家央行升息對抗通膨，加以美元疲軟之激勵下，亞洲新興國家貨幣升值幅度加大。8

月初歐美經濟成長不如預期、歐債危機再起，全球股市下挫，外資流出亞洲新興國家，各國貨幣回貶。相較上年底，多數亞洲新興國家貨幣貶值，僅人民幣、印尼盾升值。本年9月30日與上年底比較，亞洲新興國家貨幣對美元升貶幅度如圖16所示。

圖16 亞洲新興國家貨幣對美元升值幅度  
(2011年9月30日與2010年底比較)



## 玖、國際股市重挫

本年上半年，美股大抵呈先漲後跌趨勢。7月初因美國大型企業財報優於預期，市場轉趨樂觀，激勵美股走揚(圖17、18)。7月下旬起，受美國經濟成長趨緩、調升國債上限過程爭議，加以美國債信評等調降之影響，恐慌性賣壓湧出，美股重挫，至8月中

旬始止跌，之後因經濟數據表現不佳，加以Fed指出美國經濟前景不樂觀，美股呈現低檔巨幅震盪走勢。

歐洲股市(圖19)方面，7月下旬起受歐債危機擴大、法國債信評等恐遭調降之傳言影響，歐股大跌。之後在國際三大信評機構重

圖17 美國道瓊工業股價指數

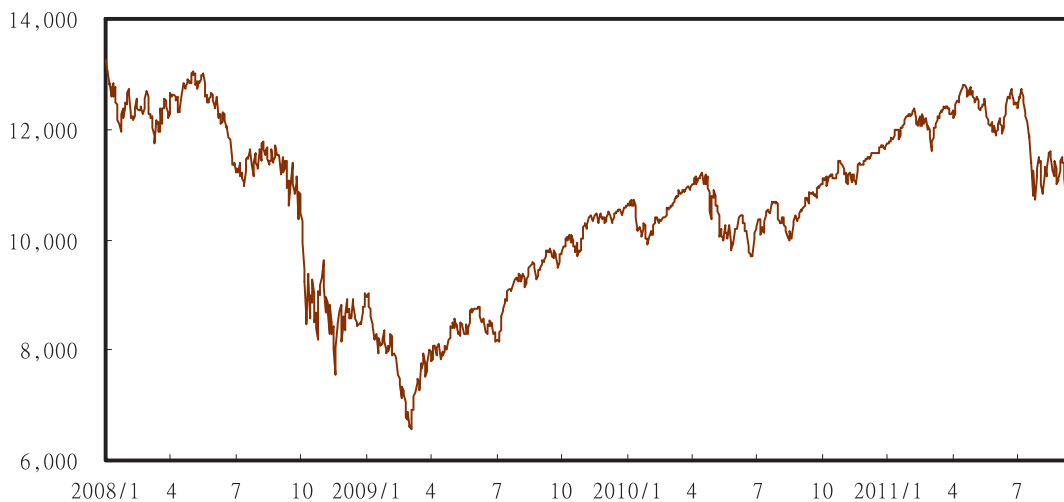
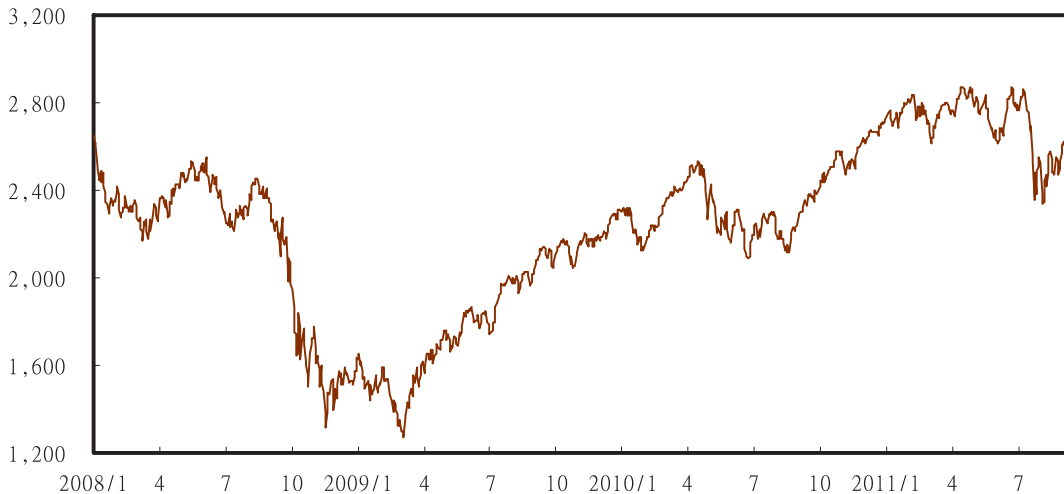


圖18 美國那斯達克股價指數



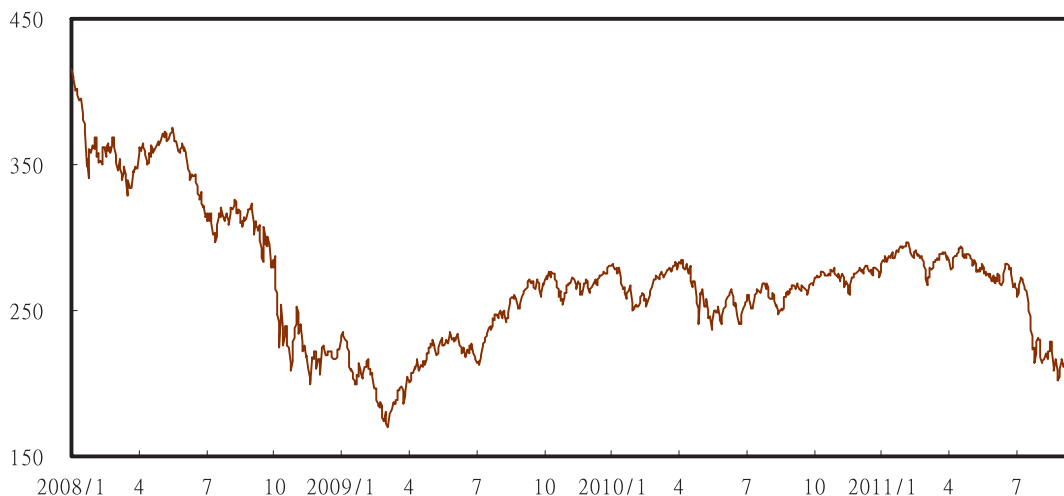
申法國債信評等不變後，8月中旬歐股止跌回穩。9月因希臘債信危機加劇，歐股震盪走跌。

今年上半年，日股(圖20)大抵呈先漲後

跌趨勢。7月下旬起因歐洲債務危機及美國經濟成長走緩，加以日圓升值加劇衝擊出口影響，日股重挫，8月中旬始止跌回穩。近

來隨全球景氣放緩，日股再度下跌。

圖19 泛歐股價指數



亞洲新興國家因通膨壓力大增，今年上半年股市跌多漲少。7月下旬起，受歐、美股市重挫衝擊，亞洲新興國家股市同步重挫，8月持續低檔震盪，近期受歐債陰霾未

散及美國經濟前景堪憂影響，再度下跌。圖21列示9月30日與上年底比較之國際股市漲跌幅度。

圖20 日本N225股價指數

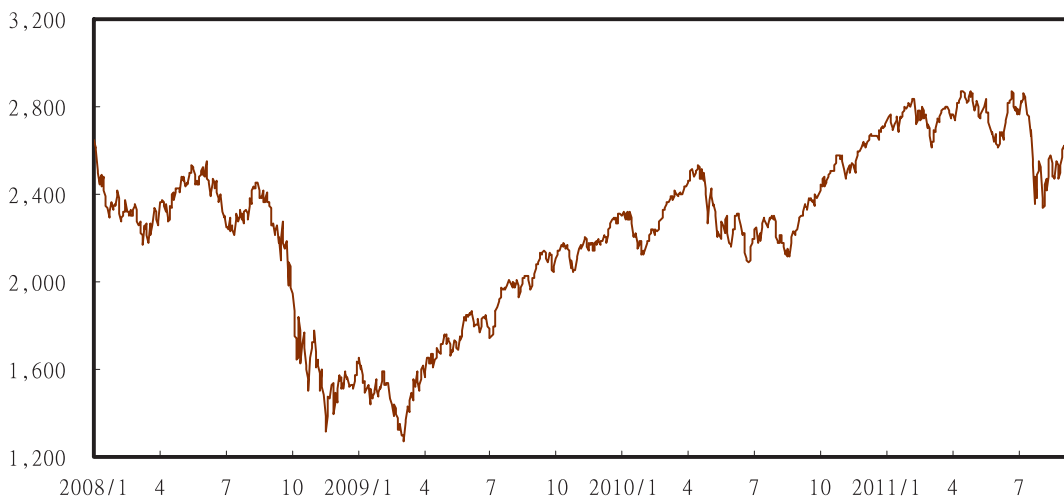
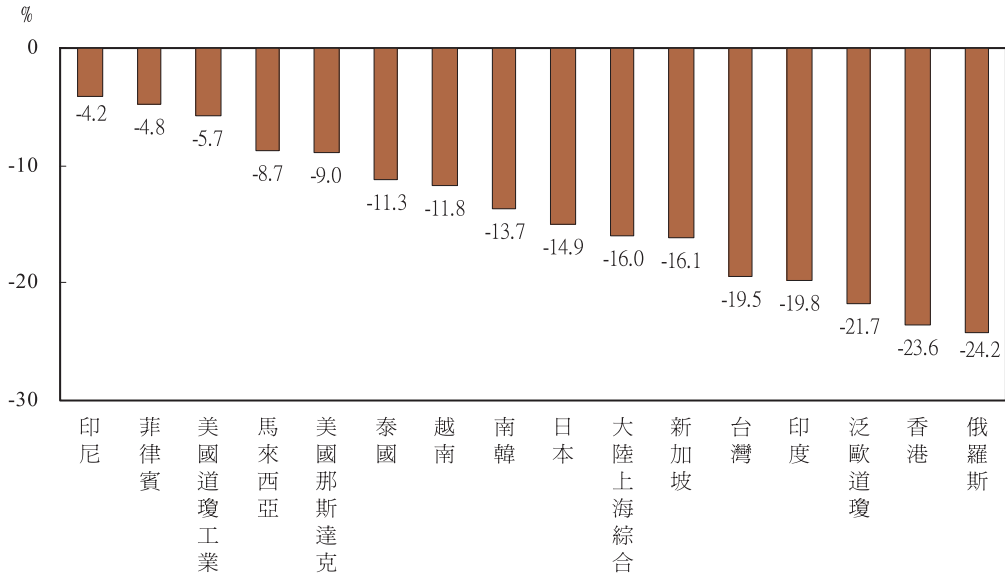


圖21 國際股價變動幅度

(2011年9月30日與2010年底比較)



## 拾、國際商品價格普遍震盪走低

本年4月29日Thomson Reuters/Jefferies CRB (以下簡稱CRB)期貨價格指數升抵370.56點之兩年多來新高後回檔(圖22)；7月下旬起受全球經濟成長減緩疑慮加深之影響，CRB指數大幅走跌，至8月中旬始隨貴金屬及穀物價格上漲而回升。9月中旬起能源及貴金屬價格下滑，CRB指數回跌，至9月30日為298.15點，較上年底下跌10.4%(圖22)。

此外，JOC指數在4月11日達到本年之148.99高點後亦回跌，至9月30日為124.12點，較上年底下跌7.6%。

油價方面，本年4月29日國際油價(美國西德州中級原油價格)升抵每桶113.93美元之兩年半新高後轉趨下跌，至8月9日為79.3美元，之後受美元走貶及美國原油庫存低於預期等影響，油價略回升，至9月13日為90.2美元。嗣因歐債危機再起，油價再度疲軟，至9月30日為79.20美元，較上年底下跌13.3%(圖22)。

美國能源署(EIA)於9月7日微幅下修本年國際油價之預測值至每桶94.4美元，高於上年之79.4美元，明年則為94.5美元。

圖22 西德州中級原油價格及CRB期貨指數



國際黃金方面，本年上半年倫敦黃金現貨價格一路走升，7月受美國債信評等調降及歐債危機擴大影響，漲勢更加凌厲。8月下旬因美國芝加哥期貨交易所調高保證金之衝擊，金價一度下滑。後因美國就業數據疲

軟，黃金重拾漲勢，並於9月6日升抵每盎司1,895美元之歷史新高。9月中旬起受美元走強及芝加哥期貨交易所再度上調保證金之影響，金價大幅下挫，9月30日為每盎司1,620美元，較去年底上漲15.3%(圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



## 拾壹、影響全球經濟前景之變數

IMF本年9月20日發布「世界經濟展望報告」指出，全球經濟已進入一個新的危險階段。近期市場信心大幅下降，經濟向下風險逐漸增加。

IMF表示，主要先進經濟體及新興市場經濟體需加強政策力度，推動全球再平衡，以降低經濟向下風險。美、歐、日等主要經濟體，若能在福利及稅收政策改革方面取得重大進展，則將有更多空間調整近期財政整合速度，從而避免削弱經濟復甦的動能。另部分亞洲新興經濟體需進行結構性改革以提高國內需求，並讓貨幣大幅升值。這些政策將有助提升亞洲新興經濟體對來自先進經濟

體衝擊的抵禦能力，並加強其中期成長潛能。

IMF認為，全球各地區面臨的結構性挑戰不同。美國就業復甦可能十分疲軟，因此首先應強化勞動市場的激勵政策，以及進一步採取政策，以舒緩房地產市場調整之不利影響。歐元區邊陲國家需進行財政改革以重建其競爭力。部分新興市場經濟體則需進一步開放產品及服務市場，並加強金融穩定架構，以因應大規模資本流入。

另為確保貿易能持續支撐全球經濟復甦，決策者應持續抵禦貿易保護主義的壓力。

# 國內經濟金融日誌

## 民國100年7月份

- 8日 △臺灣證券交易所首批55檔牛熊證掛牌上市。牛熊證為價內限制型的權證，所需資金成本低，除可提供國內投資人更多投資工具選擇外，還能擴大證券市場流動性，提升台灣證券市場國際能見度。
- △內政部營建署「機場捷運A7站合宜住宅招商投資（用地預標售）案」決標，分別由遠雄建設、皇翔建設、名軒開發及麗寶建設得標。
- 18日 △為強化金融機構流動性風險控管，央行修正「金融機構流動資產與各項負債比率之最低標準」及「金融機構流動性查核要點」，將金融機構流動資產與各項負債比率之最低標準(最低流動準備比率)由7%提高為10%，並由按月改為按日計提，自本年10月1日施行。
- 21日 △金管會訂定「臺灣地區銀行辦理人民幣業務規定」，開放臺灣地區銀行之國際金融業務分行（OBU）及第三地區分支機構辦理人民幣業務。
- △勞委會基本工資審議委員會決議自明（101）年1月1日起，基本工資由現行17,880元調漲至18,780元，漲幅900元或5.03%；時薪由98元調高至103元。
- 29日 △開放陸客離島自由行，陸客（福建省）可透過小三通赴金門、馬祖及澎湖三地離島，停留期間至多15天，人數無上限。
- 31日 △行政院針對台塑集團近一年內工安事故不斷，做出四項決議，除要求近一年內發生七次工安事故的工廠全面停工外，台塑在麥寮廠區其餘設備及場所，須於一年內分批停工檢查；未得國內外公正第三單位監督及認可前，不得復工；麥寮廠區內和最新一次火災使用的同一批壓力容器也停工檢修，預估台塑集團將有近30座工廠停爐，恐影響塑化、電子產品的供應鏈。

## 民國100年8月份

- 2日 △央行發布核釋令，即日起，金融機構受理自然人申辦土地抵押貸款得不受「中央銀行對金融機構辦理土地抵押貸款及特定地區購屋貸款業務規定」第五點第一項第一款(未檢附抵押土地具體興建計畫者不得受理)規定之限制。另公告金融機構



辦理自然人土地抵押貸款應配合辦理事項，以供業者遵循。

△金管會核准證券商受理客戶申請以有價證券抵繳期貨交易保證金時，得採非當面方式辦理。

4日 △金管會同意「星展（台灣）商業銀行股份有限公司」在台設立。

5日 △內政部營建署修正「新北市板橋浮洲合宜住宅招商投標須知」，提高合宜住宅供作出租住宅戶數為總戶數之10%，並延長轉售期間限制，即出租期間不得少於10年。

11日 △金管會與香港金融管理局簽訂銀行業監理合作瞭解備忘錄（MOU）。

15日 △金管會函令保險業，即日起，將中央銀行規定金融機構辦理土地抵押放款、特定地區房貸，及保險業辦理放款等作業規範，納入內稽內控；違反規定者須處以罰則。

17日 △金管會修正「銀行、保險公司、保險代理人或保險經紀人辦理銀行保險業務應注意事項」第11點之2規定，加強金融機構銷售投資型保險商品之控管，以保障消費者權益及避免消費爭議；自100年10月1日起施行。

24日 △總統宣示落實「土地正義」重大政策方向，包括土地徵收改採以市價補償，不動產交易以實價登錄，開徵空地稅防囤地養地，以及訂定住宅法賦予社會住宅法源等。

△金管會證期局放寬證券投資信託事業負責人與從業人員，申購其所服務公司發行之貨幣市場基金最低持有期間之限制。

25日 △行政院會通過「土地徵收條例」部分條文修正草案，未來土地徵收將加強徵收程序正義，並改採市價徵收補償。

29日 △因應南瑪都颱風來襲，部分地區停止上班，有關票據交換作業，得從寬處理。

31日 △因應南瑪都颱風重創臺灣東部及南部，經建會提供中美基金「天然災害災區住宅修繕貸款」，可搭配銀行資金辦理貸款，並提供信用保證，俾利災民順利取得災後重建資金。

### 民國100年9月份

1日 △金管會宣布，銀行國際金融業務分行(OBU)與海外分行，授信對象不再限於中國大陸台商或外商，未來可承做中國大陸地區人民、法人的授信業務。

- △金管會宣布，取消國銀赴中國大陸設立2家分行後才能設立子行的限制。
- 13日 △行政院邀集內政部、央行、金管會等相關部會審查完成「住宅法」草案。  
△金管會表示，資本額100億元以上的上市櫃公司，必須在9月底前設置薪酬委員會；其他上市櫃、興櫃公司也必須在本年底前設置薪酬委員會。  
△金管會核准華南銀行OBU開辦人民幣業務。
- 14日 △文建會舉行「創投展翅、文創起飛」活動，宣布十年內將由政府帶動民間共投入120億元於文創事業。
- 15日 △財政部宣布，國內最後一筆23.8萬美元外債全數還清。  
△行政院會通過平均地權條例、地政士法修正案，不動產交易在所有權移轉登記後30天內，應向主管機關登錄實際交易價格。
- 21日 △金管會召開監理機關聯席會議，決議加強查核銀行放款DRAM、面板業風險，必要時限制融資比重。
- 27日 △行政院經建會公布8月景氣概況，景氣燈號轉為黃藍燈，係98年10月以來首見。
- 29日 △金管會宣布本國銀行今年壓力測試結果，全數過關。  
△中央銀行理監事會會議決議，維持央行政策利率不變。
- 30日 △金管會公布8月全體國銀逾期放款比率為0.47%，在連續27個月創歷史新低後首度回升，主因太子集團放款打入呆帳。



# 國際經濟金融日誌

## 民國100年7月份

- 6日 △為因應通膨增溫及房價高漲，人民銀行宣布，自7日起調升金融機構1年期存放款基準利率各0.25個百分點，分別至3.50%及6.56%
- 7日 △受到能源價格高漲影響，歐元區通膨上升風險仍然存在，歐洲中央銀行（ECB）宣布將主要再融通操作利率調升1碼至1.5%，為本年以來第二度升息。
- 13日 △為抑制通膨，泰國央行宣布調升1天期附買回利率1碼至3.25%，為本年以來第五度升息。
- 21日 △歐元區高峰會達成第二輪救援希臘方案，官方將再注資1,090億歐元，並使歐洲金融穩定基金（EFSF）的資金運用更為靈活，包括延長對希臘的貸款年限、降低貸款利率，並可在次級市場購買會員國公債等措施，避免歐債危機加劇。
- 26日 △有鑑於通膨壓力仍大，印度央行宣布調升附買回及附賣回利率各2碼分別至8.0%及7.0%，為上年以來第十一度升息。
- 28日 △菲律賓央行宣布維持基準利率於4.5%不變，但將自8月5日起調高存款準備率1個百分點至21%，以回收過剩流動性，抑制通膨壓力。
- △亞洲開發銀行（ADB）發布「2011年7月亞洲經濟監測報告」（Asia Economic Monitor, July 2011）表示，東亞新興經濟體雖受疲弱的外部環境，以及緊縮的貨幣政策及財政狀況等不利影響，經濟仍將呈現溫和成長，預估今、明兩年經濟將分別成長7.9%及7.7%。
- 29日 △美國商務部將美國第1季經濟成長率由1.9%下修至0.4%，主要係因政府消費支出衰退幅度加大所致，第2季經濟成長率則為1.3%。

## 民國100年8月份

- 3日 △瑞士央行（SNB）表示因瑞郎被嚴重高估，威脅到瑞士之經濟發展，宣布將政策利率（3個月期瑞士法郎Libor利率）之目標區間由0~0.75%下調至0~0.25%。
- 4日 △歐洲中央銀行（ECB）宣布將主要再融通操作利率維持在1.50%不變，另為挹注銀行資金，ECB將執行6個月期之再融通操作。

△日本財務省干預外匯市場，單日規模約4.5兆日圓，為史上最大，日圓一度回軟至1美元兌80日圓。

△日本央行進一步寬鬆貨幣政策，將資產購買金額由40兆日圓增加至50兆日圓，並希望藉此擴大外匯干預效果。

5日 △標準普爾 (S&P) 將美國長期債信評等由「AAA」調降為「AA+」，債信展望為「負面」。

7日 △ECB為穩定歐元區金融市場，宣布將積極執行債券購買計畫 (Securities Markets Programme)。

9日 △Fed召開FOMC會議，決定維持聯邦基金利率於0~0.25%不變，並承諾目前低利率至少將維持至2013年年中。

11日 △歐洲證券與市場管理局(ESMA)宣布，法國、西班牙、義大利和比利時等四國的金融市場監管機構將進行金融股股票賣空禁令。

19日 △歐美景氣減速、財政及金融市場不安，全球股市大跌，資金持續買進日圓避險，日圓升至1美元兌75.95日圓，創歷史新高。

24日 △日本財務省宣布將釋出1,000億美元外匯存底作為緊急信貸工具，鼓勵企業進行海外併購，並將強化匯市監控，要求大型金融機構在9月底前揭露外匯交易部位。

△為抑制通膨，泰國央行宣布調升1天期附買回利率1碼至3.50%，為本年以來第六度升息。

### 民國100年9月份

8日 △美國總統歐巴馬提出4,470億美元的「美國就業法案」，擬透過減稅和擴大公共建設支出來促進就業及提振經濟。

14日 △亞洲開發銀行 (ADB) 之「2011年亞洲發展展望最新預測」 (Asian Development outlook 2011 Update) 指出，主要工業國家經濟疲弱，恐將拖累亞洲開發中國家今年下半年以後的經濟成長，並預測今、明兩年開發中亞洲國家的經濟成長率均為7.5%，低於原4月之預測值。

△穆迪 (Moody's) 以對希臘曝險過高為由，將法國興業 (Société Générale) 及東方匯理 (Crédit Agricole) 兩大銀行的長期債信評等分別由「Aa2」及「Aa1」調降至「Aa3」及「Aa2」。

- 15日 △歐洲中央銀行（ECB）宣布聯合美、英、日、瑞士等央行重啟3個月期無限量美元融資，以緩和歐元區銀行業面臨美元信用緊縮之情形。
- 16日 △有鑑於通膨壓力仍大，印度央行宣布調升附買回及附賣回利率各1碼分別至8.25%及7.25%，為上年以來第十二度升息。
- 17日 △歐元區會議決議，將執行更嚴格的預算規則，並建議歐洲銀行增資以符合新版巴塞爾協定（Basel III），且對財政揮霍的政府給予懲處。
- 19日 △標準普爾（S&P）將義大利的長期債信評等由「A+」調降至「A」，短期債信評等由「A-1+」調降至「A-1」，債信展望仍為「負向」。
- 20日 △IMF之「世界經濟展望報告」（World Economic Outlook）指出，全球經濟已進入一個新的危險階段，經濟向下風險逐漸增加，預測今、明兩年全球經濟成長率均為4.0%，低於原6月之預測值。
- 21日 △FOMC會議決議，除將維持聯邦資金利率目標區間在0%至0.25%，並可能於2013年上半年前續維持此利率於超低水準；同時，將採行「扭轉操作」（Operation Twist），於2012年6月底前，買入4,000億美元剩餘期限在6至30年的公債，並賣出相同數量剩餘期限在3年以內的公債，以壓低長期利率。
- 28日 △希臘國會通過新撙節方案，以爭取第6筆80億歐元之紓困金。
- 29日 △德國國會通過擴增歐洲金融穩定基金（EFSF）規模案，德國之保證金額將由1,230億歐元大幅提高至2,110億歐元。



## 中央銀行出版品一覽

序號	統一編號	出版單位	刊名	出版週期	定價 (新臺幣) 每期	備註
1	1009502856	業務局	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	圖書	190	
2	1009801703	業務局	中華民國支付及清算系統	圖書	150	
3	12029870018	發行局	臺幣·新臺幣圖鑑	圖書	3,500	
4	2005800020	金融業務檢查處	金融業務參考資料	月刊	60	
5	2008600047	金融業務檢查處	本國銀行營運績效季報	季刊	240	
6	2009701740	金融業務檢查處	中華民國金融穩定報告	半年刊	300	
7	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	半年刊	300	
8	2005900017	金融業務檢查處	金融機構業務概況年報	年刊	320	
9	2005900016	金融業務檢查處	金融機構重要業務統計表	年刊	350	
10	1009500679	金融業務檢查處	金融監理與風險管理選輯	圖書	400	
11	1009900249	金融業務檢查處	全球金融危機專輯	圖書	400	
12	1009900973	金融業務檢查處	全球金融危機專輯(增訂版)	圖書	400	
13	2005100020	經濟研究處	中華民國金融統計月報	月刊	100	
14	2007000052	經濟研究處	Financial Statistics	月刊	40	
15	2006800019	經濟研究處	中央銀行季刊	季刊	250	
16	2007000029	經濟研究處	中華民國國際收支平衡表季報	季刊	110	
17	2006700023	經濟研究處	國際金融參考資料	半年刊	300	
18	2005100018	經濟研究處	中央銀行年報	年刊	250	
19	2005100019	經濟研究處	Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	年刊	250	
20	2005900018	經濟研究處	中華民國資金流量統計	年刊	350	
21	2005700016	經濟研究處	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	年刊	350	
22	12062810024	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能(80年版)	圖書	350	



23	12062850033	經濟研究處	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	圖書	500	
24	1009203273	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	500	
25	1009203552	經濟研究處	中華民國中央銀行之制度與功能 (92年版)	圖書	600	精裝
26	1009501943	經濟研究處	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	圖書	350	
27	12061810019	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第一輯)	圖書	500	
28	12061820026	經濟研究處	各國中央銀行法選譯(第二輯)	圖書	500	
29	1009203958	法務室	各國中央銀行法選譯 (92年版)	圖書	600	
30	1009302083	法務室	各國中央銀行法選輯 (2003年版) 《中英對照本》	圖書	1,200	
31	1009405080	法務室	中央銀行業務規章彙編上冊 (94年12月修訂版)	圖書	580	
32	1009405081	法務室	中央銀行業務規章彙編下冊 (94年12月修訂版)	圖書	450	
33	1009600601	法務室	中央銀行規章彙編上冊 (95年12月修訂版) 《中英對照本》	圖書	1,040	
34	1009600602	法務室	中央銀行規章彙編下冊 (95年12月修訂版) 《中英對照本》	圖書	880	
35	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
36	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
37	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻	圖書	贈閱	
38	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
39	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
40	1009701447	中央印製廠	中央印製廠遷台60週年歷年印製鈔券圖輯	圖書	1,200	
41	1009200061	中央造幣廠	中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年	圖書	600	



中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

### 中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第5-64號信箱

專線電話：02-2357-1870

傳真號碼：02-2357-1981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

### 中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第16-1號信箱

專線電話：02-2215-7011

傳真號碼：02-2214-2636

### 中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第224號信箱

專線電話：03-3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03-3291412





# 中央銀行季刊 (第三十三卷第三期)

發行人：彭淮南  
主編：嚴宗大  
編輯委員：林宗耀 陳一端 李光輝 張炳耀  
汪建南 黃富櫻 彭德明  
行政編輯：江麗惠  
發行所：中央銀行  
地址：10066台北市羅斯福路1段2號  
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw/>  
電話：(02) 2357-1530  
電子出版品電話：(02) 2357-1724  
出版年月：中華民國 100 年 9 月  
創刊年月：中華民國 68 年 3 月  
定價：新台幣250元

## 展售處：

- 一、五南文化廣場／網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>  
台中總店／地址：40042台中市區中山路6號  
電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234  
台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號  
電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983
- 二、三民書局／網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>  
重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號  
電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711  
復北門市／地址：10476台北市復興北路386號  
電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000
- 三、國家書店／網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>  
松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓  
電話：(02)2518-0207

印刷者：震大打字印刷有限公司  
地址：10077臺北市南昌路一段51巷7號  
電話：(02) 2396-5877

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。(請洽承辦人江麗惠，電話：2357-1717) ◆

