

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第三十二卷 第四期

中央銀行 編印
中華民國九十九年十二月

中央銀行季刊

第三十二卷 第四期

中央銀行 編印

中華民國九十九年十二月

中央銀行季刊

目錄 第三十二卷 第四期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
民國100年貨幣成長目標區設定說明	中 央 銀 行	9

論著與分析

店頭衍生性商品集中交易對手結算之研究	劉 邦 海	17
--------------------------	-------	----

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國99年第3季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	43
國際收支	國 際 收 支 科	53
貨幣與信用	金 融 統 計 科	63
金融市場	張炳耀、蔡志賢 曹竹民、李美琴	69
國際經濟金融情勢（民國99年第3季）	國 際 經 濟 科	89

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國99年10月至12月）	國 內 經 濟 科	109
國際經濟金融日誌（民國99年10月至12月）	國 際 經 濟 科	113

中央銀行理事聯席會議決議

(99年12月30日發布)

一、本日本行理事會決議：

- (一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，分別由年息1.50%、1.875%及3.75%調整為年息1.625%、2.000%及3.875%，自本(99)年12月31日起實施。
- (二) 修正本年6月25日施行之「中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定」為「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」，自本年12月31日起實施。將購屋貸款之特定地區增加三峽、林口及淡水三區，第二戶以上購屋貸款成數由7成降為6成；增訂土地抵押貸款條件限制，貸款最高額度不得超過土地取得成本與鑑價較低者之6.5成，其中1成應俟動工興建始得撥貸（詳附件一）。
- (三) 金融機構收受境外「華僑及外國人與大陸地區投資人」之新台幣活期存款餘額超過本年12月30日餘額之增加額，按準備率90%計提準備金；未超過該日餘額部分，按25%

計提準備金；源自該存款之準備金乙戶金額全部不給付利息，自明（100）年1月1日起實施（詳附件二）。

- (四) 明年M2成長目標區訂為2.5%至6.5%，與本年目標區相同（詳附件三）。

二、本次調升利率，主要考量因素如下：

- (一) 由於全球景氣復甦，國外需求增加，近月我國出口、工業生產、批發零售營業等經濟活動增溫；惟因比較基期墊高，行政院主計處預估本年第四季經濟成長率為4.70%，全年經濟成長率達9.98%；明年將續溫和成長4.51%。隨景氣升溫，勞動市場持續改善，11月失業率降至4.73%，且本年以來薪資已恢復成長。
- (二) 本年1至11月消費者物價(CPI)年增率為0.94%。近月由於進口原物料成本攀升，逐漸反映至國內相關零售商品價格，主計處預測明年CPI年增率將升至1.85%。
- (三) 隨景氣升溫，銀行授信穩定成長，隔夜拆款利率和緩上升，11月銀行淨超額準備已降至160億元；1至11

月平均M2年增率為4.54%，維持在目標區（2.5%~6.5%）中線值附近。

(四) 鑑於國內經濟穩定成長，市場利率緩升，惟預期明年物價漲幅擴大，加以資產價格居高，本行理事會認為調升政策利率，有助維持物價與金融穩定。未來本行將視經濟金融情勢之發展，適時採行適當措施。

三、本行修正之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，主要考量因素如下：

(一) 本年第3季本行對銀行辦理特定地區購屋貸款規範雖見成效，惟10月以來，隨房市交易轉熱，銀行授信有擴及鄰近地區之虞。

(二) 本年9月以來，本行已積極採取道德勸說，促請銀行加強控管土地融資風險；惟民營與公股銀行規範

寬嚴不一，難以有效執行此項風險控管。因此，本行理事會認為應訂定一致性的規範，俾供金融機構遵循。

(三) 上述措施主要係避免銀行資金流供房屋及土地炒作，並督促金融機構控管授信風險，以保障存款大眾權益及促進金融穩定。

(四) 未來房屋市場之健全發展，仍有賴各部會落實「健全房屋市場方案」，方能達成政策目標。

四、依據「華僑及外國人投資證券管理辦法」，本行重申外資匯入之資金務必依規定用途使用；本行將密切注意其資金之用途。

五、近來由於資金大量匯入新興經濟體，致各國匯率波動幅度加大。新台幣匯率採具彈性的管理浮動制度，可減輕外資大量進出對國內經濟金融之衝擊。

附件一 「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」之重點

99.12.30

壹、本規定適用範圍

- 一、本規定適用之金融機構：本國銀行、外國銀行在臺分行、信用合作社、全國農業金庫股份有限公司、農會信用部、漁會信用部、中華郵政股份有限公司及保險公司。
- 二、購屋貸款之特定地區：除原臺北市及新北市10個行政區(板橋、三重、中和、永和、新莊、新店、土城、蘆洲、樹林、汐止)外，新增三峽、林口、淡水等3區。
- 三、增訂土地抵押貸款條件限制。

貳、特定地區購屋貸款

- 一、將自然人受限戶之最高貸款成數由原規定7成降為6成；金融機構辦理自然人之購屋貸款，其擔保品座落於特定地區者，應向金融聯合徵信中心查詢。若該借款人已有用途為「購置不動產」之貸款者：
 - (一) 其新購屋貸款最高貸款成數不得高過該房屋擔保品鑑價之6成。
 - (二) 無寬限期。
 - (三) 對同一擔保品，不得另以修繕、週轉金或其他貸款名目額外增加貸款金額。
- 二、將公司法人購屋貸款納入規範，並適用前述（一）至（三）貸款條件限制規定。

參、土地抵押貸款

金融機構辦理借款人（公司法人及自然人）以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地（不以特定地區為限）為擔保之抵押貸款：

- 一、借款人應提出具體興建計畫。
- 二、貸款最高額度不得超過該筆土地取得成本與鑑價較低者之6.5成，其中1成應俟動工興建始得撥貸；不得另以週轉金或其他貸款名目，額外增加貸款金額。
- 三、票券金融公司辦理以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地為抵押之保證發行票券業務，亦比照前述兩點規定辦理。

肆：本規定生效日

本規定自99年12月31日生效，99年12月30日（含）前業經金融機構核准但尚未撥款案件，得按原核貸條件辦理。

「中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定」修正對照表

修正名稱	現行名稱
中央銀行對金融機構辦理 <u>土地抵押貸款</u> 及特定地區購屋貸款業務規定	中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定
修正條文	現行條文
<p>(訂定依據)</p> <p>一、本規定依中央銀行法第二十八條、第二十九條、第三十一條及銀行法第三十七條第二項、第四十條規定訂定之。</p>	<p>(訂定依據)</p> <p>一、本規定依中央銀行法第二十八條、第二十九條、第三十一條及銀行法第三十七條第二項、第四十條規定訂定之。</p>
<p>(名詞定義)</p> <p>二、本規定所用名詞定義如下：</p> <p>(一) 金融機構：指本國銀行、外國銀行在臺分行、信用合作社、全國農業金庫股份有限公司、農會信用部、漁會信用部、中華郵政股份有限公司及保險公司。</p> <p>(二) 特定地區：指臺北市及新北市十三個行政區（<u>板橋區</u>、<u>三重區</u>、<u>中和區</u>、<u>永和區</u>、<u>新莊區</u>、<u>新店區</u>、<u>土城區</u>、<u>蘆洲區</u>、<u>樹林區</u>、<u>汐止區</u>、<u>三峽區</u>、<u>林口區</u>、<u>淡水區</u>）。</p> <p>(三) 購屋貸款：指金融機構承作<u>借款人為購買座落於特定地區建物權狀含有「住」字樣住宅（含基地）之抵押貸款</u>。</p> <p>(四) <u>土地抵押貸款</u>：指金融機構承作<u>借款人以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地為擔保之貸款</u>。</p> <p>(五) <u>借款人</u>：指自然人及公司法人。</p>	<p>(名詞定義)</p> <p>二、本規定所用名詞定義如下：</p> <p>(一) 金融機構：指本國銀行、外國銀行在臺分行、信用合作社、全國農業金庫股份有限公司、農會信用部、漁會信用部、中華郵政股份有限公司及人壽保險公司。</p> <p>(二) 特定地區：指臺北市及臺北縣十個縣轄市（<u>板橋市</u>、<u>三重市</u>、<u>中和市</u>、<u>永和市</u>、<u>新莊市</u>、<u>新店市</u>、<u>土城市</u>、<u>蘆洲市</u>、<u>樹林市</u>、<u>汐止市</u>）。</p> <p>(三) 購屋貸款：指金融機構承作<u>自然人購買座落於特定地區房屋（含基地）之抵押貸款</u>。</p>

<p>(自然人購屋貸款之限制)</p> <p>三、金融機構承作自然人之購屋貸款，應向財團法人金融聯合徵信中心辦理歸戶查詢，其已有一戶以上房屋(含基地)為抵押之擔保放款，且用途代號為「1」者(購置不動產)，其貸款條件限制如下：</p> <p>(一) 不得有寬限期。</p> <p>(二) 貸款額度最高不得超過住宅(含基地)鑑價金額之六成。</p> <p>(三) 除前款貸款額度外，不得另以修繕、周轉金或其他貸款名目，額外增加貸款金額。</p>	<p>(購屋貸款之限制規定)</p> <p>三、金融機構承作購屋貸款，應向財團法人金融聯合徵信中心辦理歸戶查詢，借款人本人已有一戶以上房屋(含基地)為抵押之擔保放款，且用途代號為「1」者(購置不動產)，其貸款條件限制如下：</p> <p>(一) 不得有寬限期。</p> <p>(二) 貸款額度最高不得超過房屋(含基地)鑑價金額之七成。</p> <p>(三) 除前款貸款額度外，不得另以修繕、周轉金或其他貸款名目，額外增加貸款金額。</p>
<p>(公司法人購屋貸款之限制)</p> <p>四、金融機構承作公司法人之購屋貸款，其貸款條件限制依前點各款之規定。</p>	<p>(未規定)</p>
<p>(土地抵押貸款之限制及例外)</p> <p>五、金融機構承作土地抵押貸款，其貸款條件限制如下：</p> <p>(一) 借款人未檢附抵押土地具體興建計畫者，金融機構不得受理以該土地為擔保之貸款。</p> <p>(二) 貸款額度最高不得超過抵押土地取得成本與金融機構鑑價金額較低者之六點五成，其中一成應俟借款人動工興建後始得撥貸。</p> <p>(三) 除前款貸款額度外，不得另以周轉金或其他名目，額外增加貸款金額。</p> <p>前項第二款有關貸款一成應俟借款人動工興建後始得撥貸之規定，於下列情形不適用之：</p> <p>(一) 經主管機關核定之都市更新案件。</p> <p>(二) 經主管機關核准之公、自辦土地重劃案件尚未完成者。金融機構承作之土地抵押貸款，其借款人非屬投資、購買不動產或興建房屋者，且其中貸用途係供正常營運周轉，經檢附具體營運周轉計畫者，不受第一項規定之限制。</p>	<p>(未規定)</p>

<p>(鑑價規範)</p> <p>六、金融機構承作購屋貸款及土地抵押貸款而為鑑價時，應確實依其內部授信規範及主管機關之規定辦理。</p>	<p>(鑑價規範)</p> <p>四、金融機構承作購屋貸款而為鑑價時，應確實依其內部授信規範及主管機關之規定辦理。</p>
<p>(施行前核貸案之處理)</p> <p>七、金融機構於中華民國九十九年十二月三十日前已核准尚未撥款之購屋貸款及土地抵押貸款案件，得按原核貸條件辦理。</p>	<p>(施行前核貸案之處理)</p> <p>五、金融機構於九十九年六月二十五日前已核准尚未撥款之購屋貸款案件，得按原核貸條件辦理，不受本規定之限制。</p>
<p>(資料填報)</p> <p>八、金融機構應依本行規定之格式，定期確實填報購屋貸款及土地抵押貸款情形。</p>	<p>(資料填報)</p> <p>六、本規定施行後，金融機構應依本行規定之格式定期確實填報承作貸款情形；其屬農會信用部及漁會信用部者，僅限由臺北市及臺北縣地區之農會信用部及漁會信用部填報之。</p>
<p>(準用規定)</p> <p>九、前四點之規定，於票券金融公司辦理短期票券發行人以都市計畫劃定之住宅區或商業區土地抵押發行短期票券所為之保證發票業務，準用之。</p>	<p>(未規定)</p>

附件二 存款準備率調整表

單位：對存款額百分比

項目		調整前準備率	調整後準備率
支票存款		10.750	10.750
活期存款		9.775	9.775
外資 活期存款*	超過99年12月30日餘額之增加額	9.775	90.000
	未超過99年12月30日餘額部分	9.775	25.000
活期儲蓄存款		5.500	5.500
定期存款		5.000	5.000
定期儲蓄存款		4.000	4.000
外匯存款		0.125	0.125

* 外資活期存款準備率自100年1月1日起生效。源自該存款之準備金乙戶金額全部不給付利息，自明年1月1日起實施。

附件三 民國100年貨幣成長目標區設定說明

- 一、本年1至11月M2平均年增率為4.54%，接近貨幣目標區中線值之4.5%。雖然國內景氣增溫，企業資金需求增加，帶動銀行放款與投資成長；惟因比較基期偏高，1至5月M2成長逐步下降，至6月後始轉呈上揚，及至11月M2年增率上升至5.20%。
- 二、依據行政院主計處對明（100）年經濟成長率及物價上漲率的最新預測數，本行預估明年M2貨幣需求年增率約為4.38%，以每0.5個百分點變量為標準，選取最接近的4.5%為中線值後，上、下加計2%的誤差值，得到明年M2成長目標區為2.5%至6.5%，與本年目標區相同。

民國100年貨幣成長目標區設定說明

壹、民國99年貨幣成長目標區之檢討

一、本(99)年貨幣成長目標區設定方式回顧：

本(99)年貨幣成長目標區的設定，係以民國80年第1季至98年第3季的季資料來估計M2的實質貨幣需求函數，詳見表1(1-1)式。在去(98)年12月訂定本年貨幣目標區時，外生解釋變數值的設定，係參酌行政院主計處98年11月公佈之經濟成長率(4.39%)與消費者物價上漲率(0.92%)的預測值，以及利率等金融面變數後(見表2)，將99年各季設定值代入表1(1-1)式，並利用動態模擬方式計算出99年M2年增率約為4.37%，而將目標區中線值設定為4.50%，上、下各加計2.0個百分點的

統計估計誤差後，推算99年貨幣成長目標區為2.5%至6.5%。

二、延伸樣本點後之貨幣需求函數估計結果：

將表1貨幣需求函數(1-1)式的樣本點延伸至99年第3季，亦即更新外生變數數值，並延伸4季樣本點後，重新估計貨幣需求函數，則迴歸結果如表1(1-2)式所示。比較(1-2)式與(1-1)式的估計結果顯示，主要解釋變數估計係數的符號與顯著性大致維持不變，係數估計值差異不大，除常數項的係數估計值與預期通膨的係數估計值取絕對值二者小幅上升外，其餘大致相同。所有解釋變

表1 貨幣需求函數設定與估計結果

應變數：ln(M2*100/CPI)

程式代號	樣本期間	解釋變數係數估計值									\bar{R}^2	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	ln(M2*100/CPI) _{t-1}	ln(GDP06)	OC	d(ln(CPI))	S1	S2	S3	d _{2008q3}			
(1-1)	80.1-98.3	0.382 (5.17)**	0.943 (57.88)**	0.039 (1.80)*	-0.013 (-2.24)**	-1.128 (-10.17)**	0.022 (8.21)**	-	0.005 (2.34)**	-0.015 (-1.73)*	0.9994	0.0080	0.694
(1-2)	80.1-99.3	0.384 (5.79)**	0.943 (60.65)**	0.039 (1.93)*	-0.013 (-2.28)**	-1.134 (-10.41)**	0.021 (8.28)**	-	0.005 (2.35)**	-0.015 (-1.75)*	0.9995	0.0080	0.693

說明一：符號代表之意義如下：

1. ln代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。實質貨幣餘額：ln(M2*100/CPI)。
3. CPI：消費者物價指數，以民國95年為基期。
4. GDP06：以民國95年為基期之實質國內生產毛額(GDP)，為主計處於民國99年11月18日發布之實質GDP數水準值。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即OC=CPS30/4-IRY1/4，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S2,S3：季節虛擬變數。
7. d2008q3：民國97年第3季虛擬變數，為捕捉97年第3季國內經濟受金融海嘯影響而轉呈衰退之衝擊。

說明二：解釋變數估計係數下方括號內之數字代表t值，*及**分別代表在10%及5%顯著水準下顯著異於零。

數的係數估計值，在10%的顯著水準下皆呈統計顯著。

整體而言，在更新資料、並加入4個樣本點後，貨幣需求函數的估計係數變動不大，估計結果大致上相近。因此，利用式(1-2)再次進行本年M2目標區的重新推估。

三、外生變數設定值之修正對99年貨幣成長目標區之影響：

在99年實質所得與消費者物價指數外生變數值的設定方面，根據主計處99年11月公布之初步估計，99年全年經濟成長率為9.98%，較去年原設定之4.39%上調5.59個百分點；消費者物價上漲率全年預估值

為0.98%，較原設定之0.92%上調0.06個百分點。至於其他外生變數方面，持有M2之機會成本微幅上升0.004個百分點，由原預設值-0.17%，向上調整為-0.166%。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

將表2各項外生變數的各季新設定值，與去年第四季之M2實際值^{註1}，分別代入貨幣需求函數模型(表1的(1-2)式)，經由動態模擬估算，得到新的M2成長模擬值4.57% (見表2)，較去年底之原模擬值4.37%上升0.20個百分點。經檢討，雖然持有M2之機會成本略為上升，對M2模擬值有下調影響，惟在前期實質貨幣餘額增加及經濟成長率向上修正的影響下，導致模擬值上升0.20個百分點。

表2 99年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

年/季	經濟成長率	消費者物價上漲率	持有M2之相對成本	1-30天期商業本票次級市場利率(年率)		一年期定存利率(年率)	預期物價上漲率	貨幣需求函數動態模擬值	目標中線值	M2成長目標區
				(1)= [(2)-(3)]/4	(2)					
原預設值	99/1	8.96	0.93	-0.170	0.21	0.89	-1.33			
	2	5.16	0.95	-0.170	0.21	0.89	0.59			
	3	3.23	0.38	-0.170	0.21	0.89	0.67			
	4	1.02	1.40	-0.170	0.21	0.89	1.46			
全年(a)		4.39	0.92	-0.170	0.21	0.89	0.92	4.37	4.50	2.5-6.5
初步統計值	99/1	13.59	1.28	-0.160	0.25	0.89	-0.42			
	2	12.86	1.10	-0.158	0.30	0.93	0.39			
	3	9.80	0.37	-0.167	0.35	1.02	0.52			
	4	4.70	1.18	-0.180	0.41	1.13	0.68			
全年(b)		9.98	0.98	-0.166	0.33	0.99	0.98	4.57	4.50	2.5-6.5
變動=(b)-(a)		5.59	0.06	0.004	0.12	0.10	0.06	0.20	0.00	-

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 民國99年第四季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-19日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值為4.5%，與去年底訂定目標區的中線值相同。因此，再加計2%的上、下誤差值所得到的目標區間，仍與去年底原設定的目標區2.5%至6.5%一致。

四、本年以來M2成長情況：

本年M2年增率呈現先降後升的走勢。雖然銀行放款與投資持續成長，惟因比較基

期偏高，1至10月M2平均年增率為4.48%，與原中線值4.5%比較，略低0.02個百分點。就各月M2成長情況來看，1至5月受基期因素影響，M2年增率由1月的5.40%逐步下降至5月的3.54%。其後，隨國內景氣增溫，企業資金需求增加，帶動銀行放款與投資成長，M2年增率轉呈上揚趨勢，由6月3.81%上升至10月4.80%。

貳、民國100年貨幣成長目標區之設定

一、貨幣需求函數設定之檢討：

本次模型之設定，大體上延續上年的作法，以維持實證方法的一致性，並在97年第3季仍以加入虛擬變數的方式，捕捉國內經濟受金融海嘯影響而轉呈衰退的衝擊^{註2}。在模型架構上，貨幣需求函數仍採部分調整模型，並以最小平方方法來進行估計。至於在解釋變數方面，亦維持與上年相同之設定。

二、模型設定與解釋變數說明：

有關模型解釋變數，分別說明如下(參考表1(1-2)式)：

1. 前期實質貨幣餘額($\ln(M2 * 100 / CPI)_{t-1}$)：ln表示取對數(以下同)。
2. 實質所得 ($\ln(GDP06)$)：以民國95年為基期之實質國內生產毛額代表。
3. 持有M2之機會成本(OC)^{註3}：以其他本

國資產報酬率與持有M2自身報酬率之利差代表，並除以4，折算為季報酬率，其中，其他本國資產報酬率以1-30天期商業本票次級市場利率代表，M2自身報酬率則以一年期定期存款利率代表。

4. 預期物價上漲率($d(\ln(CPI))$)：此一變數反映持有貨幣(特別是不付息的部份，如通貨、支票存款等)的成本，以消費者物價指數之當期季變動率代表。

三、估計結果說明：

以下針對M2貨幣需求函數進行估計。樣本期間為80年第1季至99年第3季，估計結果見表1(1-2)式。所有解釋變數係數估計值的符號均與理論預期相符，且所有的係數估計值均顯著異於零。由模型配適度(\bar{R}^2)、以及估計誤差(S.E.R)等統計量可以看出，貨幣

需求函數的估計結果尚佳。

四、貨幣需求函數之診斷檢定及穩定性檢定：

M2貨幣需求函數的相關診斷檢定結果

及說明詳見表3，穩定性檢定則詳見圖1與圖2。由表3及圖1、2可以看出，各項檢定結果顯示方程式的模型設定及穩定性大致可以接受。

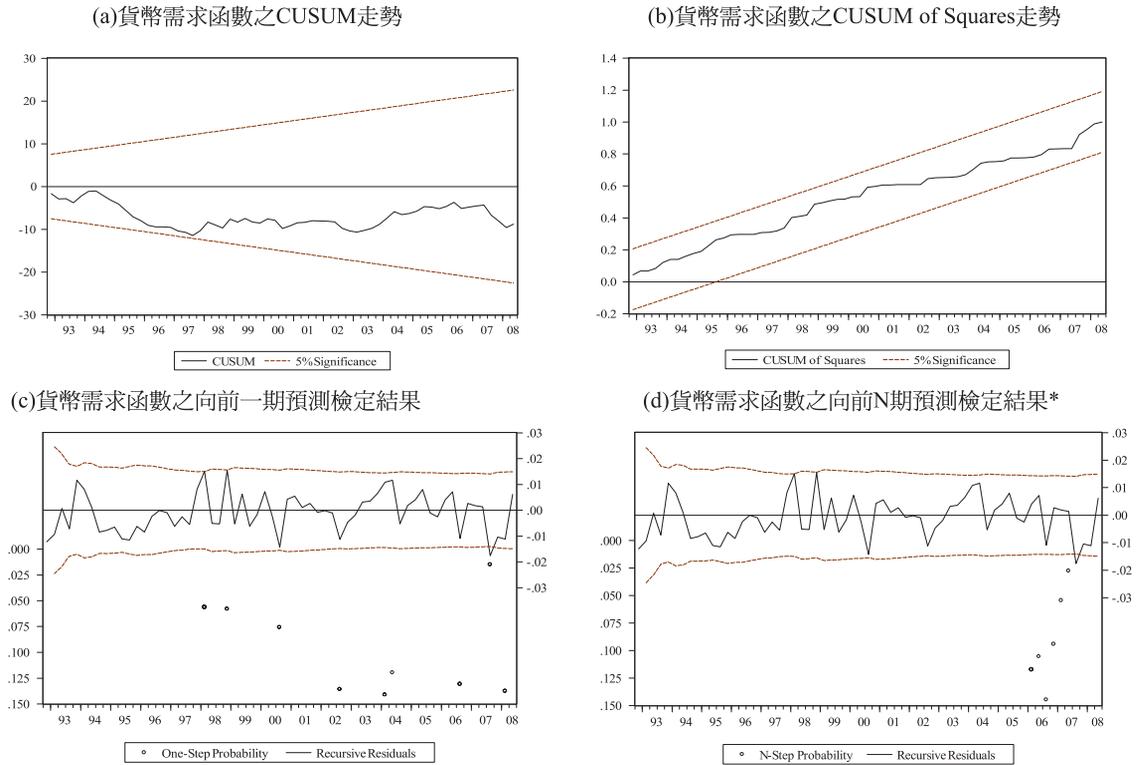
表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定: Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	Theil不等係數U(%)	F統計量	p值
1.44	0.0421	0.84	0.51
3. ARCH檢定: (4期)		4. White 變異數異質性檢定:	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.58	0.68	0.85	0.66

說明：

1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80.1-93.3的樣本進行估計後，預測93.4-94.3的M2(動態預測)值及該預測期間的RMSE%(Root Mean Squared Percentage Error)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測94.4-95.3的M2及該預測期間的RMSE%，重覆此一程序，最後求算上述6個移動樣本之RMSE%的平均值。表中Theil 不等係數U(Theil Inequality Coefficient U)數值則為上述6個移動樣本之Theil 不等係數U之平均值。此外，將Theil U分解為偏誤成份(bias proportion)、變異成份(varianceproportion)、以及共變異成份(covariance proportion)之結果分別為：0.43、0.14以及0.43。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕(1-2)式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定(likelihood ratio test)選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性(autoregressive conditional heteroskedasticity)現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於likelihood ratio test選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性(heteroskedasticity)現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

圖1 模型穩定性檢定

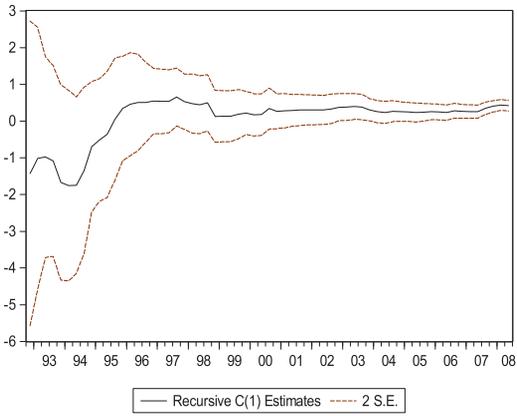


說明：1. 由於加上2008年第3季虛擬變數(d_{2008q3})後，遞迴係數檢定只能呈現2008年第4季後之結果，所以本檢定只呈現估計到2008年第2季的檢定結果。

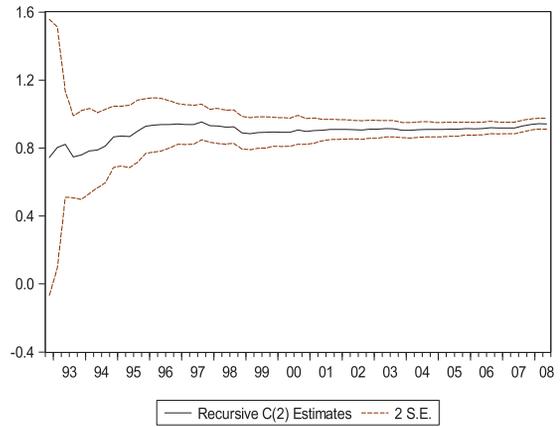
2. 貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前T1個樣本點進行估計，然後進行剩餘T2個資料點的預測。至於T1之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例，T1=7)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

圖2 遞迴係數估計值 (Recursive Coefficient Estimates)

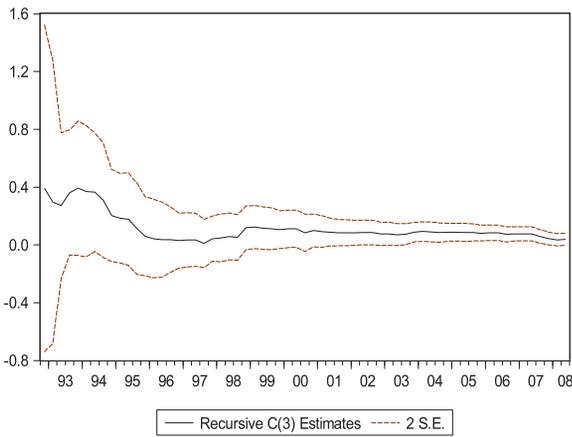
1. 常數項



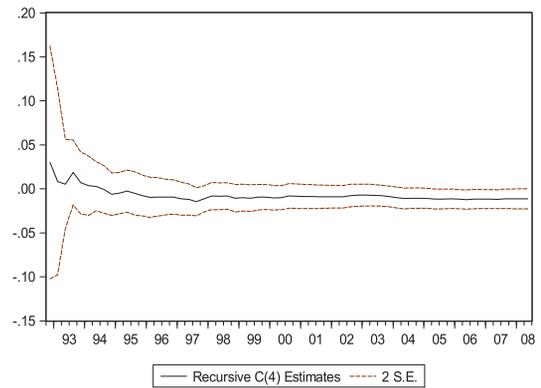
2. $\ln(M2*100/CPI)-1$



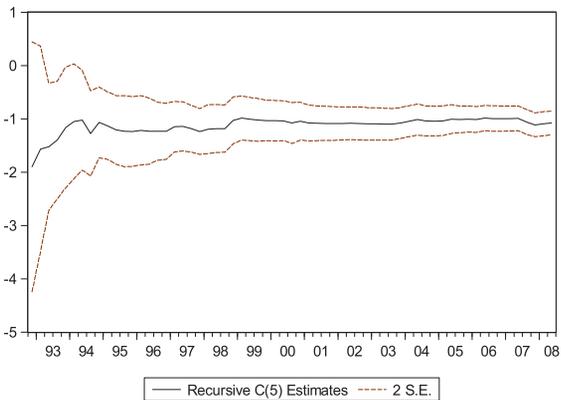
3. $\ln(GDP06)$



4. OC



5. $d(\ln(CPI))$



說明：由於加上2008年第三季虛擬變數(d_{2008q3})後，遞迴係數檢定只能呈現2008年第四季後之結果，所以本檢定只呈現估計到2008年第二季的檢定結果。

五、設定100年貨幣成長目標區時外生變數值之假設：

為估算明(100)年貨幣成長目標區，各項解釋變數未來1年的數值須預先設定，其中，經濟成長率與消費者物價上漲率係依據主計處99年11月公佈之預測值，全年分別為4.51%與1.85%，1年期定存利率與1-30天期商業本票次級市場利率，則假定為本年11月1-19日之平均數，有關明年各項外生變數的設定詳見表4。

六、100年貨幣成長目標區初步推算結果：

將表4各項變數的未來各季設定值，代入表1(1-2)式的M2模型，經由模型動態模擬估算得出，明年M2貨幣需求年增率約為4.38%。選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值4.5%，並上、下加計2%的誤差

值，初步推算100年M2成長目標區為2.5%至6.5%（見表5），將維持與本年的目標區相同。

七、影響100年貨幣成長目標區估算之不確定因素：

全球景氣經過數季反彈後，已逐步走出低迷，惟因復甦力道漸趨平緩，國內資金需求大幅提升的可能性有限。然而國際金融情勢詭譎多變，跨國資金移動甚難評估，近期美國推出第二次量化寬鬆的政策，亦促使市場充斥過多資金；再加上國內外投資機構與跨國企業的外匯操作，可能引起資金大量流出或流入，未來國際資金的移動勢必成為影響M2成長的重要變數。此外，國際原物料價格上漲，有可能引發通膨預期，使通膨壓力升高，在不同因素交互影響下，將增添明年M2成長的不確定性。

表4 民國100年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟 成長率	消費者物 價上漲率	持有M2之 相對成本	1-30天期	一年期	預期物價 上漲率
				商業本票次 級市場利率 (年率)	定存利率 (年率)	
	(%)	(%)	(1)= [(2)-(3)]/4	(2) (%)	(3) (%)	(%)
99/3	9.80	0.37	-0.167	0.35	1.02	0.52
4 (f)	4.70	1.18	-0.180	0.41	1.13	0.68
100/1 (f)	3.09	1.16	-0.180	0.41	1.13	-0.43
2 (f)	4.27	1.58	-0.180	0.41	1.13	0.80
3 (f)	4.77	2.37	-0.180	0.41	1.13	1.29
4 (f)	5.74	2.25	-0.180	0.41	1.13	0.56
99年全年	9.98	0.98	-0.166	0.33	0.99	0.98
100年全年	4.51	1.85	-0.180	0.41	1.13	1.85

f：代表預估值。

說明：1. 經濟成長率與消費者物價上漲率係引用行政院主計處最新資料(99.11.18發布)。

2. 預期物價上漲率係以消費者物價指數取對數後之一階差分表示。

3. 民國99年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-19日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

4. 民國100年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定與99年11月相同。

表5 民國100年M2貨幣成長目標區之推估

貨幣需求函數 動態模擬估算值	設定 目標中線值	可容許 估計誤差	貨幣 成長目標區
4.38%	4.5%	±2%	2.5% - 6.5%

附 註

(註1) 上年底採用的98年第4季M2年增率預測值6.59%，惟實際值為6.62%(上調0.03個百分點)。

(註2) 2008年下半年國內經濟突然衰退，但M2卻因資金流入而逐步攀升，造成所得與M2關係發生變化，因此設定97年第3季為虛擬變數。

(註3) 本處進行模型估計時，亦嘗試納入美國道瓊、S&P500股價指數或香港恆生股價指數，分別與我國股價指數報酬率差距，以及多種國內外利差與匯率變動率等變數，但實證結果顯示係數估計值並不顯著，甚或符號與理論預期不符，故最後的基準模型未將國外金融變數納入。

店頭衍生性商品集中交易對手結算之研究*

劉邦海**

摘要

店頭衍生性商品市場使次貸危機惡化成為金融海嘯，而衍生性商品集中市場實施集中交易對手結算機制，卻成為當時穩定局勢的中流砥柱。本文探討主要央行與證券期貨主管機關聯手，利用此結算機制避免金融海嘯擴大，以及在後金融海嘯時期，以此結算機制解決店頭衍生性商品市場的問題，俾維持金融穩定。

關鍵詞：CCP結算機制；總體審慎規範；債務變更

壹、緒論

一、研究動機與目的

衍生性商品分別在店頭市場與集中市場交易。店頭市場採個別交易與個別結算，交易人間的關係錯綜複雜，違約風險大且交易資訊不透明；集中市場則採集中交易與集中交易對手(Central Counterparty，以下簡稱CCP)結算，結算機構藉由「債務變更」

(novation)程序，將結算機構置於「原買方之賣方，及原賣方之買方」的法律地位，承擔起結算交割義務，致交易人之間無債務糾葛，因而杜絕交易對手風險，且交易資訊透明化。

投資銀行Lehman Brothers破產前夕，聯準會(Federal Reserve System，以下簡稱Fed)邀集店頭衍生性商品交易商，討論因應對

* 本文完稿於民國99年8月；文中錯誤概由作者負責，個人見解與服務機關無關，且所有論點皆屬作者個人意見，並不代表中央銀行之立場。

** 作者感謝經濟研究處嚴處長宗大、林副處長宗耀、陳副處長一端、黃研究員富櫻、游襄理淑雅，以及陳專員裴紋所提供的寶貴意見、建議與指正；作者為中央銀行經濟研究處專員。

策，結果竟然連最基本的交易資料都無法取得。市場交易資訊如此不透明的結果，Fed在危機前無法體認問題的嚴重性，危機爆發後又誤判情勢，導致系統風險擴大，旋即使次貸危機惡化成為金融海嘯。而且，投資銀行雖不歸Fed監理，但仍需由Fed善後，故Fed亟需解決此市場交易人間關係複雜的違約風險，及交易資訊不透明等問題。

百餘年來，全球CCP結算機制從未發生違約事件，且在金融海嘯期間，店頭衍生性商品交易因交易對手風險增大，紛紛主動湧向CCP結算，金融海嘯方能沒有持續擴大。Fed有鑒於此，乃跨足非其主管的證券期貨體系店頭衍生性商品市場，要求交易商立即設法擴大實施CCP結算，以協助穩定金融海嘯。金融海嘯結束後，Fed等先進國家央行持續積極推動店頭衍生性商品CCP結算，拆除店頭市場可能再度引爆金融海嘯的地雷。

傳統的貨幣政策工具，日漸無法因應日益複雜的經濟環境。Fed推動店頭衍生性商品CCP結算之非傳統貨幣政策新措施，值得

深入研究，爰進行本研究。

二、研究架構

店頭衍生性商品市場使次貸危機持續擴大，且惡化為金融海嘯。然而，集中市場實施CCP結算機制，卻成為穩定當時混亂局勢的中流砥柱。本文探討Fed等央行當時如何利用CCP結算機制，避免金融海嘯擴大，以及在後金融海嘯時期，如何以此機制解決店頭市場的交易對手風險與資訊不透明等問題。

本文第二節分析店頭衍生性商品市場的特性及其對金融穩定的威脅；第三節探討CCP結算的安全機制及經濟功能；第四節探討先進國家央行推動店頭衍生性商品強制CCP結算的做法與成效；第五節探討店頭衍生性商品實施CCP結算的現況及面臨的問題；第六節分析央行在推動店頭衍生性商品CCP結算的角色；第七節評析我國推動店頭衍生性商品CCP結算的可行性；第八節歸納研究結論，並提出建言。

貳、店頭衍生性商品市場簡介

本節探討整個衍生性商品市場的發展趨勢，與店頭衍生性商品市場的特性或問題，及其對金融穩定的威脅。

一、衍生性商品市場的發展趨勢

衍生性商品日益複雜，尤其是店頭市場。然而，此市場提供客製化的商品，適合顧客需求，致市場大幅成長。

(一) 衍生性商品逐漸趨於複雜化

遠期、期貨、選擇權與交換等金融商

品之價值，係衍生自其現貨「標的資產」(underlying assets)之價值，故稱為衍生性商品(derivatives)^{註1}。金融創新與證券化的結果，透過財務工程技術進一步以此四大類型衍生性商品為基本元素，以積木方式組合成更複雜的新種衍生性商品，完全改變其原有面貌，且複雜至無法評估其價值及風險。

(二) 店頭衍生性商品市場的規模遠大於集中市場

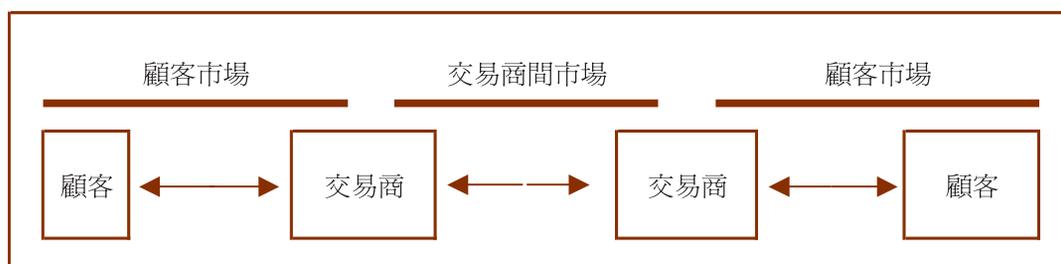
在交易所集中買賣標準化的衍生性商品，係由眾多買賣雙方報出買價與賣價後集中撮合交易，並辦理CCP結算。在此市場交易的商品，每口的交易數量、交割日期、最終交易日、交割方式均標準化，致成交效率甚高。

店頭衍生性商品市場則係買賣雙方間議價交易客製化的衍生性商品，絕大多數採個別結算，個別按照客製化交易條件結算交

割；僅有少數店頭交易經買賣雙方同意，將成交單安排至結算所，且被結算所接受後，進行CCP結算。

較發達的店頭衍生性商品市場，有顧客市場(customer market)與交易商間市場(inter-dealer market)兩個市場(詳見圖1)，至於較不發達的店頭衍生性商品市場，則僅有顧客市場。顧客市場係終端使用者(end-users)與交易商(dealers)之間，買賣衍生性商品的零售市場；至於交易商間市場，則係交易商間相互買賣衍生性商品的批發市場。其中，Citigroup, JP Morgan及Goldman Sachs等金融機構為店頭衍生性商品市場的主要交易商。交易商間市場係店頭衍生性商品市場的核心，其交易量遠大於顧客市場，且對金融市場的衝擊較大，致如何規範交易商的交易行為，成為Fed的重要課題。

圖1 較發達的店頭衍生性商品市場



全球店頭衍生性商品市場的規模遠大於集中市場，2009年占全球衍生性商品市場規

模的比重高達89.37%(詳見表1)。

表1 近年來全球衍生性商品市場之規模

單位：10億美元；%

年度 期底值	集中市場		店頭市場		合計	
	金額	占合計的%	金額	占合計的%	金額	成長率
1999	13,552	13.32	88,202	86.68	101,754	5.23
2000	14,214	12.99	95,199	87.01	109,413	7.53
2001	23,716	17.59	111,115	82.41	134,831	23.23
2002	24,761	14.88	141,665	85.12	166,426	23.43
2003	36,740	15.71	197,167	84.29	233,907	40.55
2004	46,591	15.80	248,288	84.20	294,879	26.07
2005	62,407	17.33	297,666	82.67	360,073	22.11
2006	69,391	14.23	418,131	85.77	487,522	35.40
2007	79,066	11.72	595,738	88.28	674,804	38.42
2008	57,715	9.53	547,983	90.47	605,698	-10.24
2009	73,140	10.63	614,674	89.37	687,814	13.56

資料來源：BIS Quarterly Review, June 1999-2010.

二、店頭衍生性商品市場的特性

店頭衍生性商品市場具有複雜且高倍數財務槓桿、不透明、交易對手間高度交互連結，及市場集中於少數機構等特性(Hrovatin, 2009)。

(一) 店頭衍生性商品具高槓桿特性且複雜

近年來，歐美盛行金融創新，尤其是擔保債權憑證(collateralized debt obligation，以下簡稱CDO)及信用違約交換(credit default swap，以下簡稱CDS)，以優於原有投資工具之投資報酬率來吸引投資者，致此市場快速成長，係美國次貸危機惡化成為金融海嘯的催化劑。

(二) 店頭衍生性商品市場不透明且資訊不對稱

由於店頭衍生性商品係依照買賣雙方個別契約，進行雙邊個別的交易與結算交割，致交易資訊分散於各個交易商及經紀商。至於終端使用者與金融主管機關，則根本無法取得市場即時動態的資訊，故此市場資訊甚不透明且不對稱。

(三) 店頭衍生性商品市場的市場參與者間交互連結

參與店頭衍生性商品市場的金融機構，彼此間的連結關係日益複雜，加以各金融機構在金融證券化過程中，往往是同一家金融機構(含母子公司)同時身兼數個不同角色，而且彼此間相互交易且相互融資，因此任何一家金融機構破產，均有可能傳染給其他金

融機構^{註2}。因此，店頭衍生性商品市場因金融機構「太大不能倒」與「太過於相互連結不能倒」(too interconnected to fail)，而威脅金融穩定。

(四) 店頭衍生性商品市場的交易過度集中於少數金融機構
店頭衍生性商品市場的交易，具有過度

集中於少數金融機構的特性或問題。尤其是CDS市場，不僅過度集中於少數金融機構，而且CDS市場的主要金融機構在其他金融市場亦同時占有重要地位，加以缺乏主要金融機構流通在外部位的相關資訊，結果使CDS市場在此次全球金融海嘯扮演推波助瀾的角色。

參、集中交易對手結算之安全機制及經濟功能

店頭衍生性商品市場威脅金融穩定，已如前述。惟另一方面，採行CCP結算的衍生性商品集中市場，卻成為金融海嘯期間的中流砥柱。本節探討CCP結算機制穩定金融海嘯之功效、其安全機制設計及經濟功能。

一、集中交易對手結算機制協助穩定金融海嘯之功效

Lehman Brothers的業務非常廣泛，在全球各地直接交易或透過旗下子公司交易的衍生性商品種類繁多，除自營與經紀業務外，亦在甚多市場擔任結算會員，及第三者結算(third party clearing)^{註3}的保證人，致Lehman brothers涉入數萬個顧客的結算交割義務。Lehman Brother破產時，約有142,000筆店頭衍生性商品未交割單或未確認單。其子公司Lehman Brothers International Europe持有顧客資金21億美元，幸好有各國集中市場CCP結算機制的協助，否則金融海嘯將更嚴重。

(一) CCP結算機構於Lehman Brothers破產後採取的應變措施

Lehman Brothers 破產無法履行契約義務後，CCP結算機構迅速採取措施穩定集中市場，並協助店頭市場度過危機，終使動盪不安的金融市場趨於穩定。

首先，加拿大、澳洲、挪威、墨西哥及中國的CCP結算機構，在Lehman Brothers破產後24小時內發表聲明，強調Lehman Brothers並非其CCP結算機構的結算會員，以安定市場信心。至於香港等實施第三者結算制度的CCP結算機構，由於Lehman Brothers保證的結算案件，仍存在違約風險，故此類CCP結算機構與受影響的結算會員為共同解決部位問題，立即停止Lehman Brothers的交易。

其次，LCH. Clearnet^{註4}宣布，違約管理程序的任何損失，均由Lehman Brothers的保證金償付；LCH. Clearnet與Eurex Clearing

AG則將Lehman Brothers的顧客部位移轉至其他期貨與選擇權經紀商，避免結清為現金，因為該期貨部位可能是顧客的避險部位，在當時全球金融市場風雨飄搖之際，突然增加的現貨部位暴險，很有可能會引發更嚴重的骨牌效應 (Morrison, 2010)。

在金融海嘯期間，店頭衍生性商品市場因交易對手風險遽增，紛紛主動將成交單求助於CCP結算機構，而CCP結算機構基於商業利益的考量亦樂於接受，結果有效避免金融海嘯擴大。

(二) CCP結算機制協助穩定金融海嘯的成效

CCP結算機制協助穩定金融海嘯的成效，有以下三方面：(1)在全球金融海嘯期間，集中市場的衍生性商品市場運作良好，成為當時穩定整個金融市場的中流砥柱；(2)全球期貨交易所迅速將顧客在集中市場衍生性商品的部位，自Lehman Brothers帳戶內移轉出來，而且CCP結算機構在不必動用違約基金來彌補損失的情況下，立即降低Lehman Brothers的衍生性商品部位；(3)在金融海嘯期間，店頭衍生性商品成交單紛紛主動湧向CCP結算，因而有效避免全球金融海嘯更加惡化。

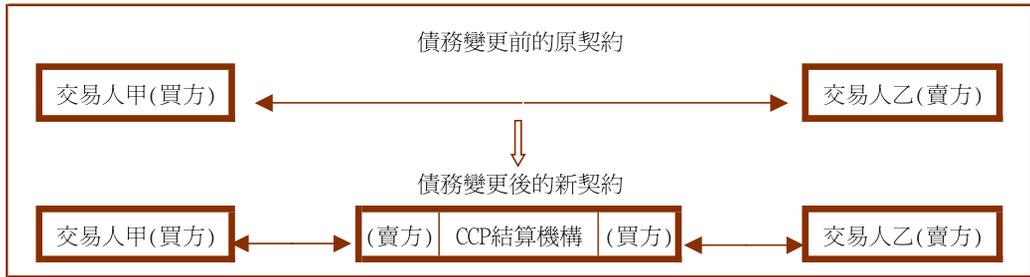
二、集中交易對手結算機構之財務安全機制

相對於傳統的現貨，期貨等衍生性商品的財務槓桿倍數較高，且從成交至交割間的期間相當長，致交易對手風險較大。因此，自1848年全球第一家期貨交易所Chicago Board of Trade 成立以來，即採行CCP結算機制。時至今日，160餘年來，全球已有百餘家期貨交易所，均因採行CCP結算機制而從未發生違約事件^{註5}。

(一) CCP結算機制能完全消除交易對手風險

全球各期貨交易所皆有CCP結算機構，專司結算交割業務，惟組織不盡相同，有些為獨立的組織，有些則隸屬於交易所。例如，LCH. Clearnet為獨立的結算所，而臺灣的期貨交易則由臺灣期貨交易所的結算部辦理結算交割業務，但其財務與會計獨立。CCP結算機構保證每筆交易的結算交割均能順利完成，杜絕交易對手風險，因而避免系統風險。例如，交易人甲與交易人乙間的交易契約，經債務變更程序後，解除原交易契約甲與乙間的契約義務，成為CCP結算機構與甲間的新契約，及CCP結算機構與乙間的新契約(詳見圖2)^{註6}，致完全消除交易對手風險。

圖2 利用債務變更消除交易人間之交易對手風險



(二) 結算機構本身之信用與財務安全係 遂行 CCP結算機制之基石

CCP結算機制係透過下列三個方式來降低系統風險：

1. 將多邊部位互抵為淨額以降低風險

CCP結算採交易人總計暴險部位，當交易人違約時，則CCP結算機構結清此違約交易人各種衍生性商品的總計部位，然後將全部應收款與應付款互抵為淨額。

2. 由CCP結算機構本身擔任每一筆交易的交易對手

各交易人雖對CCP結算機構暴險，但因CCP結算機構不會破產，因此各個交易人均無交易對手風險。

3. CCP結算機構建構三層的財務安全閥

第一層安全閥：CCP結算機構向結算會員收取保證金，而結算會員則向交易客戶收取原始保證金(initial margin)，且於保證金因逐日結算(mark to market)而低於維持保證金(maintenance margin)時，收取變動保證金(variation margin)。

第二層安全閥：CCP結算機構慎選財務健全的金融機構為結算會員，而且由結算會員出資成立CCP結算保證基金(CCP guarantee fund)。

第三層安全閥：設置CCP結算的未違約交易人擔保基金池等備援財務資源。

三、集中交易對手結算機制之經濟功能

央行、CCP結算協會、國際貨幣基金(International Monetary Fund，以下簡稱IMF)及金融市場人士，從各自立場析論CCP結算的功能。其間觀點的差異，彰顯出此機制所發揮經濟功能的多樣性。

(一) 主要央行從總體經濟發展與金融穩定面提出看法

Federal Reserve Bank of Chicago指出，結算與交割係金融體系的中央神經系統，且為提升經濟績效的關鍵，至於CCP結算機制則可確保結算與交割之順利完成 (Federal Reserve Bank of Chicago, 2006)；Bank of

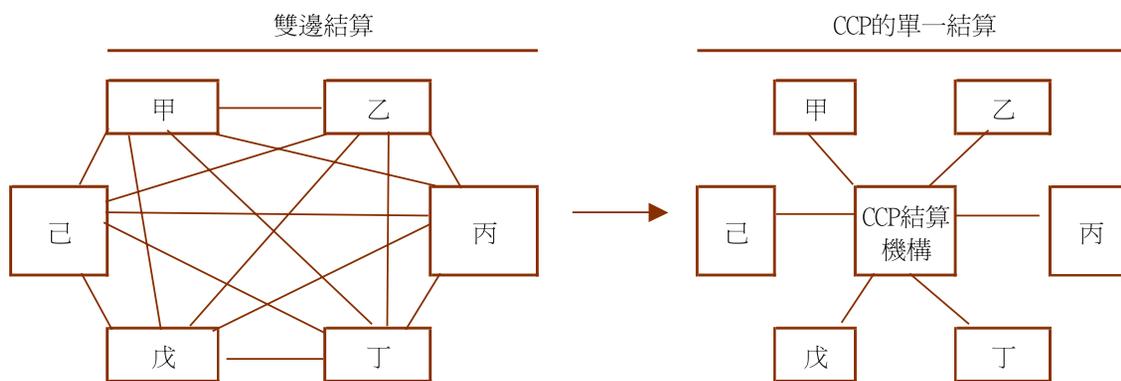
England 指出，CCP結算機制將金融市場自危機中隔絕開來 (Bank of England, 1999)。

(二) 全球CCP結算協會從實務面提出看法

全球CCP結算協會(以下簡稱CCP12)^{註7}指出，CCP結算機制具有下列經濟功能 (CCP12, 2009)：(1)交易資訊透明化；(2)低

成本高效率；(3)匿名性、確定性與安全性；(4)將眾多雙邊結算程序，簡化為個別交易人與CCP結算機構間的單一結算(詳見圖3)；(5)對後臺作業系統提供電子化處理的「直通式處理環境」(straight-through-processing, 簡稱STP)^{註8}，可降低作業錯誤的風險 (Brown, 2009)。

圖3 CCP結算簡化結算程序



(三) IMF從CCP結算機制的本質提出看法

IMF認為，CCP結算機構保有完整的交易紀錄，可增加市場透明度，且具有效率及標準化等優點 (IMF, 2010a)。

(四) 市場人士從成本效益觀點提出看法

CCP結算需繳存保證金或擔保品，致增加交易者的成本負擔。惟CCP結算之標的，均為交易量大、具流動性且易於訂價之標準化商品，故國際上經營成功之CCP結算機構概循此模式營運，以降低成本。至於個別結算，則無大規模經濟之利。歐洲能源交

易所(European Energy Exchange) 計算店頭市場存在的交易對手風險後，比較德國電力交易CCP結算與店頭市場未送往CCP結算，兩個市場的總交易成本^{註9}，假定均持有1年，研究結果顯示，CCP結算的平均結算成本，低於支付給CDS賣方的信用風險保險費 (Futures and Options World, 2010)。

Yallop^{註10}指出，CCP結算機制在市場發生違約事件時，扮演衝擊吸收者(shock absorber)的角色，因而降低外來衝擊的影響 (Yallop, 2008)。

肆、先進國家推動店頭衍生性商品集中交易對手結算之立法

瑞士聯合銀行指出，關於店頭衍生性商品CCP結算，歐美國家係政策推動，而亞洲國家則屬商業驅動 (Lee, 2009a)。惟有鑒於日本已領先全球，完成店頭衍生性商品CCP結算的立法，故本文將日本歸類為政策推動者，於本節與美國一併探討，而尚在立法中的歐盟則不予探討。至於開發中國家則歸類為商業驅動者，將於下節探討。

一、美國制訂嚴格的店頭衍生性商品管理法規

以下探討Fed的政策論點，及其推動店頭衍生性商品CCP結算的兩種手法：(1)推動店頭衍生性商品CCP結算的立法；(2)在未完成相關立法前，先要求交易商提出立即擴大實施CCP結算的具體承諾。

(一) Fed對店頭衍生性商品市場改革的政策論點

Fed改善店頭衍生性商品市場的政策主張如下：(1)儘量利用交易所交易店頭衍生性商品；(2)提供誘因及立法要求，將可標準化的店頭衍生性商品移往交易所交易；(3)無法標準化的店頭衍生性商品，在店頭市場成交後需儘可能移往CCP結算；(4)立法強制要求，未CCP結算的店頭衍生性商品之交易與保管，需向主管機關申報；(5)強化店頭衍生性商品市場之操作及風險管理實務，包括擔

保品管理等；(6)對於店頭衍生性商品市場的規範，必須從市場基礎設施如何影響整體金融體系的長期穩定來考量，而且同時需鼓勵創新與滿足客製化需求，並加強市場流動性及風險的分散。

(二) Fed要求交易商提出積極實施CCP結算的具體承諾

2007年6月爆發次貸危機後，Fed於2008年3月因擔心交易對手風險擴大，乃出面協助解決投資銀行Bear Stearns的財務危機，繼而於2008年6月第四度舉辦店頭衍生性商品市場基礎設施改善會議，要求店頭衍生性商品市場主要交易商，承諾會積極發展CDS的CCP結算。

Fed於2009年4月第五度舉辦店頭衍生性商品市場基礎設施改善會議，決議擴大利用CDS的CCP結算及交易資訊保管。15大店頭衍生性商品交易商於2009年9月向Fed作出下列承諾，而且結果均有達成目標：(1)在店頭信用衍生性商品方面，全部新合格交易(new eligible trade)至少需有80%會作CCP結算；(2)在店頭利率衍生性商品方面，全部新合格交易至少需有70%會作CCP結算。

(三) 立法推動店頭衍生性商品CCP結算

美國對店頭衍生性商品市場一向少有規範，未立專法，且市場主力如投資銀行及對沖基金等非銀行的銀行(non-bank banks)之影

子銀行體系(shadow banking system)，一向接受頗為寬鬆的金融監理 (Krugman, 2009)。

美國於金融海嘯後實施金融大改革，Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (以下簡稱Dodd-Frank Act)使任何一筆衍生性商品的交易，包括影子銀行體系交易的在內，均不再能規避法規的監督。

1. 強制需CCP結算的商品方面

Dodd-Frank Act要求已「標準化」的衍生性商品，除經期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission，以下簡稱CFTC)或證管會(Securities and Exchange Commission，以下簡稱SEC)豁免者外，均需在交易所交易，或需在店頭市場交易後送去CCP結算。

2. 廣泛規範市場參與者的交易行為方面

Dodd-Frank Act規範大型金融機構的交易行為：(1)店頭衍生性商品交易商及市場主要參與者^{註11}、原物料基金(commodity pool)及私募基金均不能豁免強制CCP結算的要求；(2)得利用聯邦準備銀行貼現窗口及接受聯邦存款保險公司保證的銀行，不得經營不必CCP結算的原物料衍生性商品業務。

3. 在資訊透明化的規定方面

店頭衍生性商品保管機構需向主管機關登記，申報市場資料並接受檢查，且其資料的確認、資料的收集與管理，及各保管機構間資料的相容性均需受規範。

4. 對CCP結算機構的規範方面

CCP結算機構需向主管機關登記，且其財務資源、風險管理、結算程序、資金運用、會員破產之處理程序，及交易資料申報均需受規範。CFTC與SEC需在與聯邦政府銀行主管機關諮商後，制訂一致性的「結算機構管理辦法」。

CCP結算機構，經「金融穩定監督委員會」(Financial Stability Oversight Council)^{註12}指定為「具系統重要性金融市場設施」(systemically important financial market utilities)者，其風險管理予以特別的規範：(1)由Fed制訂規範CCP結算機構營運的風險管理標準，讓其在聯邦準備銀行開立帳戶，並支付利息，且可在「不尋常或緊急」情況下，對之提供貼現窗口及借款特權；(2)CCP結算機構的金融監理機關，每年必須與Fed諮商關於金檢CCP結算機構的範圍及方法。

二、日本修正現行法規

日本參眾兩院於2010年5月修正金融商品交易法，要點如下：

在強制店頭衍生性商品CCP結算方面，要求標準化的指數型CDS及利率交換需實施CCP結算，並且於2012年底開始實施。上述店頭衍生性商品需移交CCP結算之理由：(1)已具有一定的交易規模，且一旦發生違約將嚴重影響金融市場，尤其是CDS中的iTraxx Japan^{註13}；(2)利率交換在店頭市場的交易手

續費偏高。

在結算基本設施的改進方面：(1)強化CCP結算機構的基本設施，對結算機構擁有20%以上表決權的主要股東，採用核可制，並訂定結算機構的最低資本額；(2)CDS需在國內CCP結算機構結算，至於利率交換則可選擇在國內CCP結算機構結算，或在國外

CCP結算機構結算。

在創設交易資訊的存儲及申報制度方面：(1)賦予店頭衍生性商品交易商及結算機構有存儲與申報交易資訊之義務；(2)金融廳得對交易資訊存儲機構要求申報交易資料，並予以稽核。

伍、店頭衍生性商品集中交易對手結算現況與問題

先進國家央行與證券及期貨主管機關積極推動店頭衍生性商品CCP結算。截至2010年8月，全球有16家結算所實施店頭衍生性商品CCP結算(另有6家結算所正在籌備中)，其中14家在先進國家，而開發中國家則僅有2家。

一、先進國家實施現況

先進國家除政策推動外，各交易所或結算所亦基於商業利益的考量，設計合乎顧客需求、低結算成本且高效率之店頭衍生性商品CCP結算服務平臺。其方式多維持店頭衍生性商品的交易模式，亦即交易所未提供議價交易平臺，僅由買賣雙方私下完成議價交易後，透過結算會員申報至交易所或結算所，進行CCP結算。

二、開發中國家實施現況

開發中國家均未立法強制店頭衍生性商

品CCP結算。惟巴西與新加坡兩國，長期以來基於商業利益的考量，實施店頭衍生性商品CCP結算相當成功。

(一) 巴西實施店頭衍生性商品CCP結算現況

IMF前總經理Rato，於其任內公開稱讚巴西衍生性商品市場的透明化與有效率的管理，係開發中國家的典範，且甚具特色(Rato, 2007)。

1. 集中市場的比重高達8成

巴西衍生性商品市場相當特殊，集中市場的比重高達8成，而店頭市場則僅占2成(Osborn, 2010)。巴西央行在衍生性商品市場有多項特殊創新，可作為其他開發中國家的最佳實務模式。

2. BM&F Bovespa期貨交易所的金融商品甚具彈性

BM&F Bovespa期貨交易所推出的金融商品甚具彈性，例如推出像期貨的交換

(futures-like swaps)，以及將公債連結里爾匯率，以像期貨的方式在交易所交易。

3. 衍生性商品自營商在集中市場拋補而使集中市場快速成長

BM&F Bovespa推出的金融商品甚具彈性，且與店頭市場商品相當類似，故交易商於店頭市場與顧客買賣後，可至集中市場進行低成本與高流動性的部位調節，並且在集中市場買賣交易所商品後，可據以對店頭市場顧客提供類似的衍生性商品 (Dodd and Griffith-Jones, 2009)。

4. 實施嚴格的交易申報制度

每一筆衍生性商品交易均需向BM&F Bovespa交易所或證券集中保管交割中心申報，係全球最透明化的衍生性商品市場。巴西央行與證管會掌握詳細的交易資訊，因而強化其偵測與制止市場操縱的能力 (Stuber, 2010)。

(二) 新加坡實施店頭衍生性商品CCP結算現況

新加坡交易所(Singapore Exchange，以下簡稱SGX)於2006年5月設立AsiaClear的店頭衍生性商品CCP結算部門，係亞洲第一個店頭衍生性商品CCP結算平臺。其後，SGX於2009年4月推出全球第一個鐵礦石交換(iron ore swap)契約，且實施CCP結算。2009年AsiaClear全部店頭衍生性商品的結算量為79億美元 (Asia Risk, 2010)。

(三) 亞洲其他主要開發中國家的實施現況

G20於2009年9月匹茲堡會議中，達成建立店頭衍生性商品交易架構的共識，在2012年底以前，成員國需達成下列目標：(1)所有標準化的店頭衍生性商品均需在交易所或電子交易平臺交易，並CCP結算；(2)店頭衍生性商品的交易需向保管機構申報；(3)未CCP結算的交易需適用較高的資本要求。中國、印度、印尼及韓國等亞洲開發中國家係G20的成員國，均已向G20承諾會達成此目標。

三、實施情況的比較

對於店頭衍生性商品CCP結算，開發中國家係商業驅動者，而先進國家則係政策推動與商業驅動兼而有之，彼此間的差異頗大，惟強化交易資訊透明化則為各國共同積極追求的目標。

(一) 在政策推動店頭衍生性商品CCP結算方面

Fed在完成立法前，要求交易商主動具體承諾立即推動店頭衍生性商品CCP結算的手法，值得店頭衍生性商品市場已臻高度發展且甚易引爆金融危機的先進國家借鏡；日本快速小幅度修法，將店頭市場交易手續費偏高，且一旦發生違約，將嚴重影響金融市場的店頭衍生性商品強制CCP結算的做法，對於亞洲開發中國家解決店頭衍生性商品市場目前的缺失，具有實務參考價值。

(二) 在推動方法方面

先進國家央行與證券期貨主管機關，在推動店頭衍生性商品CCP結算時相互合作，且扮演催化的角色，包括提供更多的誘因、要求市場主要參與者主動提出CCP結算承諾、訂定開始實施CCP結算的期限、迫使市場主要參與者實踐其承諾等，甚至立法強制CCP結算。

開發中國家的巴西BM&F Bovespa期貨交易所，則推出與店頭市場類似的衍生性商品，讓店頭市場與集中市場緊密連結，且巴西央行嚴格規範衍生性商品市場，包括要求充分的交易資訊揭露等，可作為其他開發中國家的最佳實務模式。至於新加坡，則利用其轉口港與東南亞豐富的原物料優勢，不斷率先推出其最具利基的店頭衍生性商品CCP結算新商品，值得亞洲各開發中國家仿效。

(三) 強化交易資訊透明化已成為各國推動的共同要點

店頭衍生性商品市場交易資訊不透明的結果，使Fed在金融危機前不知道問題的嚴重性，且在危機爆發後難以處理系統風險。此項歷史經驗，促使各國央行積極促進店頭衍生性商品市場的透明化。

四、先進國家的經驗與啟示

先進國家推動店頭衍生性商品CCP結算已略具成效，但亦面臨不少問題，其推動經驗，可供開發中國家借鏡。

(一) 店頭衍生性商品市場抗拒CCP結算的問題與對策

就交易商而言，店頭衍生性商品CCP結算會大幅縮減交易商的手續費收入；就企業及個人等終端使用者而言，擔心被迫CCP結算後，需增加保證金的財務負擔，且追繳保證金會導致企業現金流量波動性增高，因而抗拒強制CCP結算。面對市場的抗拒，Dodd-Frank Act已對避險性交易給予豁免強制CCP結算之優待。

(二) 究竟何種店頭衍生性商品需強制CCP結算的問題與對策

每個人的需求各不相同，故客製化的店頭衍生性商品市場有其存在的價值。因此，政府在決定何種店頭衍生性商品需強制CCP結算時，需考慮店頭衍生性商品市場一旦趨於過小或消失時，會對金融市場造成的傷害。

(三) CCP結算可能引發系統風險的問題與對策

CCP結算機制將全部的交易對手風險與作業風險集中於CCP結算機構一身，故CCP結算機構萬一違約時的系統風險甚大，尤其是在店頭衍生性商品加入CCP結算後，CCP結算機構萬一違約時的系統危機將更難想像。因此，IMF提出下列兩項因應對策(IMF, 2010a)：

1. 央行需對CCP結算機構提供流動性

CCP結算機構於清算其現金時，包括結

算會員提供的保證金在內，均係透過商業銀行，其潛在風險集中於清算銀行，因而有必要利用央行的緊急流動性。惟CCP結算機構使用此類緊急流動性時，需提供與央行貨幣政策操作時相同高品質的擔保品，而且央行不能因此而影響貨幣政策或匯率政策的操作。

2. CCP結算機構應受央行的監督

在店頭衍生性商品市場，證券主管機關負責透明化及投資者保護，而央行則負責抑制系統風險並健全金融體系。負責金融穩定的央行，必須關切店頭衍生性商品市場基礎

設施的設計，俾讓其不致對金融穩定造成衝擊。因此，央行需與CCP結算機構的主管機關及監理機關密切合作，對CCP結算機構建置有效的規範及監督機制，而且央行在謹慎規範與監理方面，對每個CCP結算機構均應有監督之權責 (IMF, 2010b)。

(四) 國際協調方面的問題與對策

店頭衍生性商品已進行全球性的交易，因此如何避免各國間要求不一致，導致出現法規套利的機會，成為重要課題，且先進國家已建立國際論壇的協調機制。

陸、央行在解決店頭衍生性商品市場問題應扮演的角色

基於央行維持支付系統健全運作的職責，央行在解決店頭衍生性商品市場問題上所應扮演積極的角色，係店頭衍生性商品實施CCP結算之重要政策意涵。

一、央行需實施總體審慎規範預防金融危機再現

維持金融穩定係央行在後金融海嘯時期的重要職責，且已成為國際共識。

(一) 維持金融穩定已成為央行的重要職責

傳統經濟學的基礎係建立在效率市場的假說上。惟Minsky 早年提出「金融不穩定假說」(financial instability hypothesis)，認為銀

行的信用創造機制，使金融體系具有天生的內在不穩定性，加以金融體系會擴大經濟循環的幅度，故銀行甚易倒閉，且政府的干預仍無法根本消除銀行體系的脆弱性 (Minsky, 1963)。

金融海嘯改變央行角色的國際共識，認為央行的任務應擴大至維持金融穩定(The Economist, 2009)。例如，美國於2010年制訂Dodd-Frank Act，賦予Fed確保金融穩定及終結金融機構太大不能倒的角色，包括：(1)加諸嚴格的資本與財務槓桿要求，使金融機構沒有意願擴大規模成為「太大不能倒」的機構；(2)重新設計Fed在支持整個金融體系上的職權，且Fed不再支持個別金融機構的財

務；(3)建立保護消費者、投資人與企業的嚴格標準及金融監理，確保不再發生金融機構紓困由納稅人買單之情事。

(二) BIS與IMF的觀點

BIS全球金融體系委員會^{註14} (Committee on the Global Financial System)於2009年11月啟動檢討央行總體審慎政策的計畫，並於2010年5月彙整總體審慎政策設計及實施的相關議題。其中，政策架構內容如下 (Committee on the Global Financial System, 2010)：(1)由於央行承擔金融穩定之責，且成功的總體審慎政策與貨幣政策能相互強化經濟穩定，故央行與總體審慎政策息息相關；(2)總體審慎的政策工具如下：準備比率、流動性比率、外幣貸放限制及外幣部位限制等工具，可解決流動性風險問題。至於強制需在交易所交易及以CCP結算作為政策工具，則可健全金融體系的基礎設施。

除準備比率、流動性比率、外幣貸放限制及外幣部位限制外，IMF另將「審慎評價擔保品」視為總體審慎規範的一項重要工具 (IMF, 2010b)。

二、集中交易對手結算機制係央行實施總體審慎規範之重要環節

CCP結算機制可解決店頭衍生性商品市場資訊不透明及交易對手風險等問題，係央行實施總體審慎規範之重要環節。

(一) 店頭衍生性商品市場不透明使Fed

錯失立即處理系統危機的時機

New York Fed資深副總裁Theo Lubke，於2008年11月指出 (Lee, 2009b)，在Lehman Brothers於2008年9月15日提出破產保護聲請之前，New York Fed在9月13日邀集Lehman Brothers與主要商業銀行及投資銀行高階主管赴New York Fed，討論如何處理Lehman Brothers破產後的相關事宜，但結果竟然連Lehman Brothers衍生性商品交易全部紀錄的資料都無法取得。

Lehman Brothers破產後，交易對手風險驟增，交易員在買賣衍生性商品時，多堅持要仰賴現金或國庫券等擔保品的保護，甚至於僅接受較大幅度折價的資產 (Lee, 2010)。

(二) CCP結算係央行實施總體審慎規範之重要環節

從金融監理的觀點而言，根本之計在於改善個別風險暴險的透明化，並確保擁有更成熟的風險管理工具，尤其是交易對手風險的資訊，以期增加金融體系的穩定性 (Risk Magazine, 2010)。

The Squam Lake Report^{註15}指出，政府需考慮金融機構與市場間的交互作用，因為它會影響整個金融體系的穩定。該報告建議，建立最佳的交易資料收集體系，俾讓政府能更精準評估與比較各金融機構、金融市場及金融商品的風險。該報告強調金融市場基礎設施之重要性，包括CCP結算機制良好運作在內 (The Squam Lake Report, 2010)。

BIS經濟顧問暨貨幣經濟部門主管Cecchetti指出，應鼓勵市場參與者，為目前各類型的店頭衍生性商品予以標準化，成為交易所交易的衍生性商品，且金融機構交易非標準化衍生性商品時，需適用較高的資本要求(Cecchetti, 2010)。

BIS副總經理Hannoun指出，即使個別金融機構很健全，但仍可能因金融市場及市場基礎設施間交互連結的結果而引發系統風險。因此，央行的權責已擴及監理具系統重要性金融市場的基礎設施，包括監督大額支付系統、證券結算系統及CCP結算機制(Hannoun, 2010)。

歐美金融主管機關已將店頭衍生性商品CCP結算，視為其促進全球金融體系健全發展的一個核心項目，但亞洲開發中國家政府卻少關切此議題。惟亞洲過去倡議商業導向的CCP結算，目前在原物料商品方面已出現效果(Asia Risk, 2010)。

三、央行對集中交易對手結算機構的監督與流動性供應

目前全球各國已朝向央行需對CCP結算機構負責審慎監理的方向發展。

(一) 主要國家金融海嘯前的監理架構

在歐洲，CCP結算機構可能是交易所的一個部門、獨立的法律實體或清算系統的

一員。其中，獨立實體的CCP結算機構大多以銀行名義註冊，因而CCP結算機構受銀行監理機關的監理。然而，CCP結算機構會影響證券市場的秩序，因而亦受證券主管機關的規範。而且，多數CCP結算機構基於系統重要性的考量，因而受央行監督。Eurex Clearing AG與LCH.Clearnet等CCP結算機構已取得銀行的執照，且在央行開戶，因而可利用央行的當日流動性，俾降低清算風險。瑞典與瑞士等國央行，亦對結算機構等非銀行金融機構提供當日流動性。

美國CCP結算機構可能是交易所或清算系統的一部分，或是一個銀行，因而可能受期貨與證券主管機關，或Fed的規範。例如，ICE Trust以信託公司名義註冊，因而受New York Fed的監理；Depository Trust & Clearing Corporation受證券主管機關SEC規範；CME Clearing則受期貨主管機關CFTC的規範；而期貨與證券主管機關均規範Options Clearing Corp.。

(二) 後金融海嘯時期的改革

美國於金融海嘯後實施金融大改革。Dodd-Frank Act規定，CCP結算機構一經「金融穩定監督委員會」指定為「具系統重要性之金融市場設施」，則該CCP結算機構即受央行的嚴格監督，且得利用貼現窗口。

柒、我國推動店頭衍生性商品集中交易對手結算可行性分析

一、我國店頭衍生性商品市場現況

我國銀行、證券商與票券商皆可從事店頭衍生性商品交易。

(一) 銀行辦理之衍生性商品方面

本行「銀行業辦理外匯業務管理辦法」規定，指定銀行經營涉及新臺幣匯率之衍生性外匯商品業務，應依下列規定辦理：(1)新臺幣與外幣間遠期外匯業務，採實需原則；(2)新臺幣與外幣間換匯業務承作時，於辦理即期外匯結匯或預售（預購）遠期外匯之同時，應即承作相等金額、不同方向之遠期外匯；(3)無本金交割新臺幣遠期外匯業務(NDF)承作對象以國內指定銀行及指定銀行本身之海外分行或總行為限；(4)指定銀行擬

辦理尚未開放之新種衍生性外匯商品業務，應事先申請許可。

「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」規定，銀行辦理衍生性商品業務需合乎下列條件：(1)長期信用評等達一定標準；(2)銀行自有資本與風險性資產比率符合銀行法規定；(3)無備抵呆帳提列不足情事；(4)逾放比在百分之三以下。

2009年銀行承作衍生性商品的金額為104.69兆元。其中，外匯衍生性商品占65.83%、利率衍生性商品占30.16% (詳見表2)。2010年9月底銀行店頭衍生性商品流通在外名日本金為新臺幣53.3兆元。

表 2 我國2009年銀行店頭衍生性商品交易量

單位：新臺幣百萬元

衍生性商品類別	交易金額	比重
外匯衍生性商品	68,916,673	65.83
利率衍生性商品	31,579,435	30.16
股權衍生性商品	2,739,473	2.62
原物料衍生性商品	1,338,001	1.28
信用衍生性商品	117,116	0.11
合計	104,690,698	100.00

資料來源：中央銀行網站

(二) 證券商辦理之衍生性商品方面

證券商辦理外匯衍生性商品，需逐案向

本行申請核准。至於證券商辦理之新臺幣衍生性商品，依「證券櫃檯買賣中心證券商營

業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」規定，證券商經營衍生性商品業務應具備下列條件：(1)須為同時經營證券經紀、承銷及自營業務之證券商；(2)長期信用評等應符合主管機關規定；(3)最近六個月每月申報之自有資本適足比率均須符合主管機關之規定。

依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心(以下簡稱櫃買中心)網站之統計資料，2009年證券商經營店頭衍生性商品之交易量為新台幣0.815兆元，較2008年的2.37兆元衰退65.6%；2010年9月底證券商店頭衍生性商品流通在外名目本金為新臺幣191.5億元。

(三) 票券金融公司辦理之衍生性商品方面

票券金融公司尚不得辦理外匯衍生性商品。至於其辦理之新臺幣衍生性商品，依「票券金融公司從事衍生性金融商品交易管理辦法」規定，票券金融公司經營衍生性商品業務應符合下列條件：(1)自有資本與風險性資產比率超過10%；(2)逾期授信加應予觀察授信比率低於3%；(3)上年度無累積虧損。

惟金管會未對外公布票券金融公司從事衍生性商品交易量的資料。

(四) 研擬開放槓桿交易商辦理衍生性商品方面

我國於1997年制定期貨交易法時，即有槓桿交易商之設計，並於期貨交易法定義槓桿保證金契約。在全球金融海嘯後，店頭衍

生性商品之信用風險逐漸受到主管機關的重視，加以金管會為擴大期貨商之經營範圍，對投資人提供更多元化的服務，研擬開放期貨商於取得槓桿交易商資格後，可參與店頭衍生性商品市場。

臺灣期貨交易所在此政策方向下，規劃成立店頭衍生性商品議價交易結算平臺：(1)提供交易平臺予槓桿交易商，進行店頭衍生性商品之商品設計、掛牌與交易，並由臺灣期貨交易所評估於該平臺交易之店頭衍生性商品提供CCP結算與保證交割之可行性；(2)槓桿交易商私下議價，不在該平臺完成交易之店頭衍生性商品，需申報至臺灣期貨交易所，但臺灣期貨交易所基於風險考量，不對此類交易提供CCP結算與保證交割(臺灣期貨交易所，2010)。

二、挑選我國的集中交易對手結算機構

店頭衍生性商品CCP結算，係將店頭衍生性商品送往原本結算集中市場標準化契約的CCP結算機構辦理結算，但店頭衍生性商品並非標準化商品，故兩者的結算存在許多差異。因此，歐美先進國家多在結算所另成立結算店頭衍生性商品的專門部門，至於中國等部分國家則另行成立全新的結算所，並單獨成立履約保證基金。就我國而言，由於金融市場規模不大，似可在現有集中結算機構中挑選一家最適格的機構，以在該機構

成立專門部門的方式來辦理店頭衍生性商品 CCP結算。

(一) 我國期貨證券及票券的集中結算機構現況

期貨交易法規定，我國期貨市場的結算機構係由臺灣期貨交易所的結算部兼營；證券交易法規定，上市股票由臺灣證券交易所辦理集中結算；櫃檯買賣中心業務規則及櫃檯買賣有價證券給付結算作業要點規定，上櫃股票由櫃買中心辦理集中結算；短期票券集中保管結算機構許可及管理辦法規定，臺灣集中保管結算所為我國唯一之短期票券集中保管與結算機構。

現行國內權益證券部分，上市上櫃或興櫃，全由集保結算所登錄保管交割，至於結算方面，因上市與上櫃均採共同責任制，故已併由證交所結算。至於興櫃則由集中保管結算所以存券匯撥方式辦理；另固定收益商品部分，除中央公債由本行登錄保管交割外，其餘債券及短期票券採款券同步交割，均透過集保結算所結算交割。

(二) 臺灣期貨交易所最合乎CCP結算的國際標準

臺灣期貨交易所係依國際CCP結算機構的方式實施CCP結算，而臺灣證券交易所雖未依國際CCP結算機構的方式實施CCP結算，但透過共同責任制方式確保結算安全，從交易人的觀點而言，已接近CCP結算機構之標準。至於臺灣集中保管結算所則並非

CCP結算機構。

1. 臺灣期貨交易所依國際CCP結算機構的方式實施CCP結算

1996年籌建臺灣期貨交易所時，我國師法先進國家期貨交易所CCP結算的做法，於期貨結算機構管理規則規定，期貨結算機構應「擔保」期貨交易之履約。

臺灣期貨交易所結算部之財務安全體系建構在完整的結算會員制度，目前有34家結算會員，其中1家銀行、19家期貨公司、及14家證券公司。結算會員與臺灣期貨交易所結算部負起交割履約之保證責任。擔負此重任者需有強大的財力作後盾，其資金的來源包括結算保證金、臺灣期貨交易所提存之賠償準備金、每一家結算會員繳存之交割結算基金，及結算會員之共同分擔金額，為違約發生時維持期貨交易秩序及保證結算、交割順利進行的重要後盾。

2. 臺灣證券交易所已相當接近CCP結算機構之標準

我國證券交易法制定於1968年，當時國際上對於證券市場CCP結算的觀念及風險管理機制尚未成熟，且證券交易法的歷次修正，對於結算交割的規定從未調整，致並無債務變更之條款。惟以下兩項做法已相當接近CCP的概念：(1)買賣一方不履行交付義務時，證券交易所指定其他會員或證券經紀商或證券自營商代為交付；(2)證券交易所就其證券交易經手費提存賠償準備金。而且，臺

灣證券交易所已於2008年加入CCP12，成為CCP12的會員機構。

3. 臺灣集中保管結算所並非CCP結算機構

在短期票券結算交割方面，係採款券同步(delivery versus payment, DVP)和透過央行同資系統辦理即時總額清算，在交割流程上，鎖住賣方的券且扣買方的款項後才辦理交割。

4. 櫃買中心已相當接近CCP結算機構之標準

櫃買中心店頭市場股票的結算交割與臺灣證券交易所類似，相當接近CCP結算機構之標準；至於櫃買中心興櫃股票款券結算交割，則委由保管機構採存券匯撥方式辦理，完全不具CCP結算之特性。

三、我國宜逐步規劃推動店頭衍生性商品集中交易對手結算

(一) 目前尚無急迫立法強制店頭衍生性商品CCP結算之必要

我國店頭衍生性商品的管理辦法相當嚴格，經營店頭衍生性商品的金融機構門檻相當高，且擬辦理尚未開放之新種衍生性商品業務需事先申請許可，致目前衍生性商品的複雜程度尚不太高。此外，2008年全球店頭衍生性商品流通在外名目金額591.96兆美元，為全球GDP 78.36兆美元的7.55倍。先進國家的比重更高，其中美國為20倍 (Wolters ,

2010)，而我國則僅約4.8倍。

(二) 需逐步規劃推動店頭衍生性商品CCP結算

在後金融海嘯時期，推動店頭衍生性商品CCP結算係時勢所趨。政策應防範未然，而非災後重建，故需以美國為殷鑑，萬萬不可在引爆金融海嘯之後，才立法賦予央行監督及供應CCP結算機構流動性之權責。目前我國必須積極強化CCP結算機制，且強化結算交割的基礎設施，舉其較迫切需要積極從事者如下：

1. 積極研擬本行監督CCP結算機構，及供應其流動性權責之法制，並整合國內的結算交割作業等。

2. 制訂槓桿交易商管理辦法，讓期貨商透過臺灣期貨交易所的店頭衍生性商品議價交易結算平臺，買賣在店頭市場交易的衍生性商品。

3. 對於客製化的店頭衍生性商品市場，積極研擬如何掌握其交易與結算的資料，包括研究擴充臺灣期貨交易所現有登錄申報中心的可行性。

4. 我國綜合證券商、期貨公司及銀行的最低資本額，分別為新台幣10億元、2億元與100億元，銀行的資本實力優於證券商與期貨公司。然而，臺灣期貨交易所結算部的34家結算會員，僅有1家為銀行，實有檢討如何強化臺灣期貨交易所結算部履約能力之必要。

捌、結論與建議

店頭衍生性商品市場的交易對手風險與交易資訊不透明，將次貸危機惡化為金融海嘯，使各國央行付出極大的代價來善後。惟集中市場CCP結算機制不僅本身能避開危機，且有餘力協助店頭市場解決其燃眉之急，致歐美央行認定CCP結算係重建市場相互信任的元素，並視推動店頭衍生性商品CCP結算為實現總體審慎規範之重要環節。

先進國家央行推動立法，將部分店頭衍生性商品強制CCP結算，以避免衍生出系統風險，做法如下：(1)將店頭衍生性商品移往交易所交易係最佳選擇；(2)衍生性商品在店頭市場成交後移往CCP結算，為次佳選擇；(3)全部的衍生性商品交易均需有擔保品，且需由第三者監督擔保品管理；(4)全部的衍生性商品交易資料均需由集中保管機構建立完整的資料庫；(5)從市場基礎設施可能影響整體金融體系長期穩定的觀點，規範店頭衍生性商品市場。

金融海嘯後，央行應從總體審慎規範觀點，在店頭衍生性商品管理上扮演積極的角色，並建置健全的CCP結算基礎設施。我國店頭衍生性商品管理辦法相當嚴格，目前尚無急迫立法強制店頭衍生性商品CCP結算之必要，但我國的結算基礎設施尚不夠先進，需積極健全結算交割的基礎設施及交易資料的透明化，並逐步規劃推動店頭衍生性商品

CCP結算，爰提出四點建議供參。

一、央行可在衍生性商品市場管理上扮演更積極的角色

央行與證券期貨主管機關合作，審慎規範店頭衍生性商品市場已成為時代趨勢。其中，巴西央行以良好規範衍生性商品市場聞名全球，包括實施嚴格的交易申報制度，其做法值得參考。目前本行對CCP結算機構的管理已有參與管理，例如在發生全球金融海嘯後，曾行文提醒主管機關及相關單位注意國內店頭衍生性商品之交易結算風險。惟將來實施店頭衍生性商品CCP結算後，CCP結算機構的風險增大，故應受本行監督，必要時由本行提供緊急流動性。因此，現在有必要研擬本行監督CCP結算機構之法制。

金融服務業係經濟發展很重要的一環。在後金融海嘯時期，香港、新加坡、韓國與馬來西亞等我國的經濟競爭對手，積極吸引歐美先進國家的資金、資訊科技與人才，改善市場基礎設施，並找出各自的市場發展立基，積極發展衍生性商品市場，且以歐美先進國家引發金融海嘯為殷鑑，強化市場管理。至於各央行則從總體審慎監理立場，積極協助發展及管理此市場。在此背景下，我國必須積極加入賽局，以免喪失經濟優勢，且本行需積極協助主管機關發展更健全的市

場。

二、應強化結算交割的基礎設施

結算與交割係金融體系的中央神經系統，且為提升經濟績效的關鍵。後臺結算交割作業的單一化與效率化，可強化我國金融市場的國際競爭力，並實施店頭衍生性商品CCP結算奠定良好基礎。目前宜朝下列方向規劃：

(一) 宜借鏡歐美國家建置先進的結算交割制度

歐美結算交割機構跨國合縱連橫，已形成超高效率的國際結算網絡，其結算作業方式已逐漸成為業界的標準。新加坡目前正推動調和亞洲各國結算的標準和文件差異，建立一個跨越亞洲區內各店頭衍生性商品CCP結算平臺共用之架構；日本在國際壓力下，開放店頭市場利率交換可在國外CCP結算機構結算。在此環境下，我國需從以下四方面建置結算交割制度：

1. 上市、上櫃及興櫃之交易、結算交割及保管作業相似度甚高，卻由不同機構負責。至於公債、公司債、及票券，其性質類似，但亦由不同機構負責結算交割保管作業，因而有借鏡香港與新加坡整合結算交割機構的必要。

2. 跨國交易將日益頻繁，因而有簡化結算交割系統間訊息傳遞途徑之必要。例如，可建置直通式處理環境(STP)，將現有

人工作業儘可能改為「交易至交割兩端點」(end-to-end)作業的完全自動化，且運用國際市場通用之訊息標準(例如SWIFT)，以降低結算交割的障礙與錯誤。

3. 強化雙邊結算的制度安排，包括：(1) 要求每筆交易均需有足夠的擔保品；(2) 實施第三者監督店頭衍生性商品交易之擔保品管理制度。

4. 引進先進的店頭衍生性商品交易資料處理機制。例如TriOptima公司推出的triResolve服務，將所有的衍生性商品資料標準化，每天可透過網際網路進行對帳作業，而且當遭遇突發事件時，能協助快速找到真正的問題核心(鄧淑芬譯，2009)。

(二) 臺灣期貨交易所宜申請加入CCP12俾充分掌握CCP結算的國際趨勢

最可能成為我國店頭衍生性商品CCP結算機構的臺灣期貨交易所，宜申請加入CCP12，以掌握全球CCP結算交割機構及保管機構間相互合作的進展情況，及交易所與結算所如何利用系統升級以提升競爭力等資訊。

(三) 可由臺灣期貨交易所主導國內結算作業之整合

在期貨結算交割機構跨國合縱連橫的國際環境下，我國金融市場規模很小，卻分由多家結算機構結算。改善之道，可由臺灣期貨交易所主導國內結算作業之整合，並規劃店頭衍生性商品CCP結算。至於在國際化方

面，目前可由臺灣期貨交易所的結算會員與外國CCP結算會員透過現有結算平臺，在各國市場交易（張文毅，2008）。惟今後需效法新加坡，積極發展國內市場，並進一步設法將國外的交易與結算引進來國內，俾發展國內的金融服務業。

三、應建置店頭衍生性商品交易的完整資料庫

客製化的衍生性商品仍繼續實施雙邊結算，易於引發金融危機，故有必要建置店頭衍生性商品交易的資料庫：(1)強化交易資訊保管的基礎設施，建置店頭衍生性商品交易的完整資料庫，包括大額交易人的資料歸戶及大額交易人的交易對手資料，俾對本行、市場及主管機關提供充足完整的資訊；(2)交易資料庫應能彙總交易商與大額交易人之全國店頭衍生性商品總計部位，且足以預警違約交割之傳染，供本行評估對系統風險的影響。

四、宜將店頭衍生性商品引導至集中市場

(一) 積極選取未涉及新臺幣與外幣兌換之店頭衍生性商品上市

將店頭衍生性商品移往交易所交易已為時代趨勢。事實上在國際期貨交易所，不乏自店頭衍生性商品選取適合集中交易者上市之先例。臺灣期貨交易所可自現有店頭衍生

性商品，選取未涉及新臺幣與外幣兌換之店頭衍生性商品上市^{註16}。

(二) 設法讓集中市場與店頭市場緊密連結

臺灣期貨交易所宜師法巴西BM&FBovespa交易所的做法，推出與店頭市場商品幾無差異的彈性商品，讓集中市場與店頭市場緊密連結，俾跨出店頭衍生性商品CCP結算的第一步。東京金融交易所推出與店頭保證金交易類似的外匯及股價指數保證金交易，頗受市場歡迎，目前臺灣期貨交易所乃積極開發台灣證券交易所股價指數與台灣50股價指數的保證金交易，但未規劃開發外幣對外幣保證金交易。然而，我國店頭市場有外匯保證金交易，而無股價指數保證金交易，故仍無助於店頭市場問題的解決。本行似可提醒主管機關，集中市場應協助解決店頭市場的問題，以確保金融穩定。

(三) 引導店頭衍生性商品市場的金融機構在集中市場拋補部位

我國目前並無衍生性商品交易商間市場，故外幣間衍生性商品需向國外拋補，而涉及新台幣的衍生性商品則需在國內逐一自覓拋補對象，致市場不易發展。倘若臺灣期貨交易所推出與店頭市場類似的商品，例如推出外幣對外幣保證金交易等槓桿保證金交易，則可引導金融機構對顧客推出類似的商品，並於向顧客買入後持往集中市場拋售。反之亦然，進行其店頭市場部位的拋補。

(四) 未來研究擴大店頭衍生性商品議價 交易結算平臺之參與者

臺灣期貨交易所於實施店頭衍生性商品
議價交易結算平臺一段期間後，宜視實施績

效，研究擴大店頭衍生性商品集中結算參與
者之範圍，由槓桿交易商擴大至銀行、證券
商與票券金融公司等。

附 註

- (註1) derivatives的中譯名詞，坊間多用衍生性金融商品。惟本文基於下列考量，簡稱衍生性商品：(1)臺灣期貨交易所的圖書館稱「衍生性商品圖書資訊中心」；(2)商品的範圍較金融商品更大，金融商品必然亦為商品；(3)此名詞在本文出現的頻率甚高。
- (註2) 例如，Lehman Brothers係CDS市場主要仲介及結算機構，透過店頭CDS契約與其他金融機構產生複雜的連結關係。尤其是倘若CDS契約之「標的資產」為Lehman Brothers子公司發行的CDO時，則Lehman Brothers破產使得此CDS的信用利差飆高，而且因交易對手風險擴散而危及整個金融體系。
- (註3) 在實施第三者結算制度的市場，結算會員分為兩類：(1)直接結算會員(direct clearing member)：需同時取得交易會員與結算會員資格，且只能結算本身的顧客交易單；(2)全面結算會員(general clearing member)：可結算本身的交易單及本身顧客的交易單，並替非結算會員的交易會員提供第三者結算服務。全面結算會員替非結算會員的交易會員提供第三者結算服務時，因未握有交易人的保證金作為擔保品，故另要求需有保證人。
- (註4) LCH. Clearnet係國際著名的CCP結算機構。此後，本文將陸續出現國際著名的CCP結算機構，但不再註釋說明。
- (註5) 結算所是集中結算機構。全球結算期貨的結算機構均為CCP結算機構，具有結算安全機制。至於未保證交易能順利完成結算與交割的集中結算機構，例如臺灣集中保管結算所辦理短期票券集中結算交割與興櫃股票款券結算交割業務，並非CCP結算機構，其在穩定金融的功能甚小。
- (註6) CCP結算定義中的買方與賣方，係指結算所的會員，而非指結算所會員的交易買賣雙方顧客。然而，買賣雙方顧客透過結算會員辦理結算，因而獲得結算安全的確保。
- (註7) 全球CCP結算協會(The Global Association of Central Counterparties)係2001年歐美亞12個主要結算機構發起成立的全球性結算協會，取名為CCP12，其宗旨在於資訊分享、支持店頭衍生性商品的標準化，並加強與主管機關及業者的連繫，俾促進CCP結算風險管理的最佳實務。在2010年12月，會員增為28個結算所。
- (註8) STP採完全的電子化處理，可提高結算效率，並且避免發生人為的錯誤。
- (註9) 德國約有1,000兆瓦小時(Terawatt hours,簡稱TWhs)的電力交易係透過歐洲商品結算所(European Commodity Clearing)結算，另外的3,500兆瓦小時的電力，則在德國店頭市場交易，且未CCP結算。
- (註10) Mark Yallop是全球著名的農業及食品融資金融集團Rabobank之信用風險管理部經理。
- (註11) Dodd-Frank Act規定，店頭衍生性商品市場主要參與者係指：(1)持有大量非避險的店頭衍生性商品部位者；(2)相對於其資本，具有高倍數財務槓桿者；(3)未受聯邦銀行主管機關資本要求規範者；(4)持有的店頭衍生性商品部位會產生大量的交易對手暴險，致對美國金融穩定產生不利的衝擊者。
- (註12) 金融穩定監督委員會負責判定大型複雜金融機構、金融商品及金融活動所引起的系統風險，並於其威脅經濟穩定之前加以解決，且促進市場的紀律。該委員會包括Fed、財政部等14個機關之代表，及1位獨立委員。

- (註13) iTraxx係International Index Company 在指數型CDS的註冊商標，其中較著名者有iTraxx Europe, iTraxx Japan, iTraxx Asia ex-Japan,iTraxx Australia。其中，iTraxx Japan係由日本SONY等50家公司之債券組合而成的指數型CDS。
- (註14) 全球金融體系委員會之宗旨如下：(1)監視全球金融體系的狀況；(2)分析全球金融市場運作的功能；(3)提出政策建議，以改善全球金融體系。
- (註15) Kenneth French等15位經濟學家(稱Squam Lake Group)，自2008年11月開始在Squam Lake定期集會，討論如何改善金融市場功能的運作方式，並提出研究報告，係金融法規改革指導原則之學術團體。
- (註16) 衍生性商品採保證金交易，具槓桿倍數，投機者得以小錢進行大額投機，而台灣為小型開放經濟，市場規模小，期貨交易所推出涉及新臺幣與外幣兌換之衍生性商品會影響新台幣匯率，故目前暫不宜推出此類商品。惟此為衍生性商品推出的議題，與CCP結算功能的議題無關。

參考文獻

- 張文毅(2008)，「從CCP12會議看全球CCP產業發展趨勢」，證交資料555期，臺灣證券交易所，頁6-59。
- 鄧淑芬譯(2009)，「專題研討四：店頭衍生性金融商品比對及集中結算機制之探討」，證券櫃檯144期，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，頁33-38。
- 臺灣期貨交易所(2010)，「店頭衍生性商品議價交易結算平台規劃書」。
- Asia Risk (2010),“Lighting up Dark Pools,”February.
- Bank of England (1999), “ Financial Stability Review,” June.
- Brown, Anne (2009), “CCPs Enhance Market Efficiency and Stability,” CCP12, March .
- Cecchetti, Stephen (2010),“ Making OTC Derivatives Less OTC,”Speech at the Conference "The Squam Lake Report : Fixing the Financial System," June .
- CCP12 (2009),“Central Counterparty Default Management and the Collapse of Lehman Brothers,”April.
- Committee on the Global Financial System (2010),“Macprudential Instruments and Frameworks : a Stocktaking of Issues and Experiences,”Committee on the Global Financial System Papers No. 38, BIS, May.
- Dodd , Randall and Stephany Griffith-Jones (2009),“Brazil's Derivatives Markets : Hedging, Central Bank Intervention and Regulation,”International Monetary Fund, December.
- The Economist (2009), “Jackson’s Holes : The Financial Crisis Will Change Central Banking More Than Many Central Bankers Care to Admit,”August.
- Federal Reserve Bank of Chicago (2006), “ Post-trade Clearing and Settlement,” Economic Perspectives, Q4.
- Futures and Options World (2010), “ EEX---Central Clearing Cheaper Than OTC,” March.
- Hannoun, Herve (2010) , “The Expanding Role of Central Banks Since the Crisis: What Are the Limits ?”Speech at the 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation, Moscow, 18 June.
- Hrovatin, Paul (2009), “Derivatives and the Financial Crisis : European Policy Perspectives,” Futures Industry, September.
- IMF (2010a),“Making OTC Derivatives Safer : The Role of Central Counterparties , Global Financial Stability Report : Meeting New Challenges to Stability and Building a Safe System,”World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, April.
- IMF (2010b),“Central Banking Lessons from the Crisis,”Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, May .

- Krugman, Paul (2009), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, W. W. Norton.
- Lee, Georginal (2009a), "Banks to Blame for Shift to Central Counterparties," *Risk Magazine*, December .
- Lee, Georginal (2009b), " The Push to CCP, " *AsiaRisk*, June.
- Lee, Ruben (2010), "Governance and Why Forced Clearing of OTC Derivatives Will Fail," *Futures and Options World*, April.
- Minsky, P., Hyman (1963), "Can it Happen Again?" *Banking and Monetary Studies*.
- Morrison, Joanne (2010), "The Untangling of Client Assets at Lehman : A Year's Progress," *Futures Industry*, January.
- Osborn, Tom (2010), "BM&F Bovespa : Taking on the World, Arm in Arm with CME, " *Futures and Options World*, April.
- Rato , Rodrigo de (2007), "IMF at the Derivatives Conference," 3rd International Derivatives and Financial Markets Conference, *Mondo Visione*, August 23.
- Risk Magazine* (2010), "Eurex Clearing- a Driving Force for Safer Markets," March.
- The Squam Lake Report* (2010) , "Fixing the Financial System," June.
- Stuber, Water(2010), "Derivatives Regulation in Brazil," *PSF Journal*, March 17.
- Wolters, Kluwer (2010), *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act : Law, Explanation and Analysis*, July.
- Yallop, Mark (2008), "The CCP Acts as a Kind of Shock Absorber," *ICAP plc*, November.

國內經濟金融情勢（民國99年第3季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

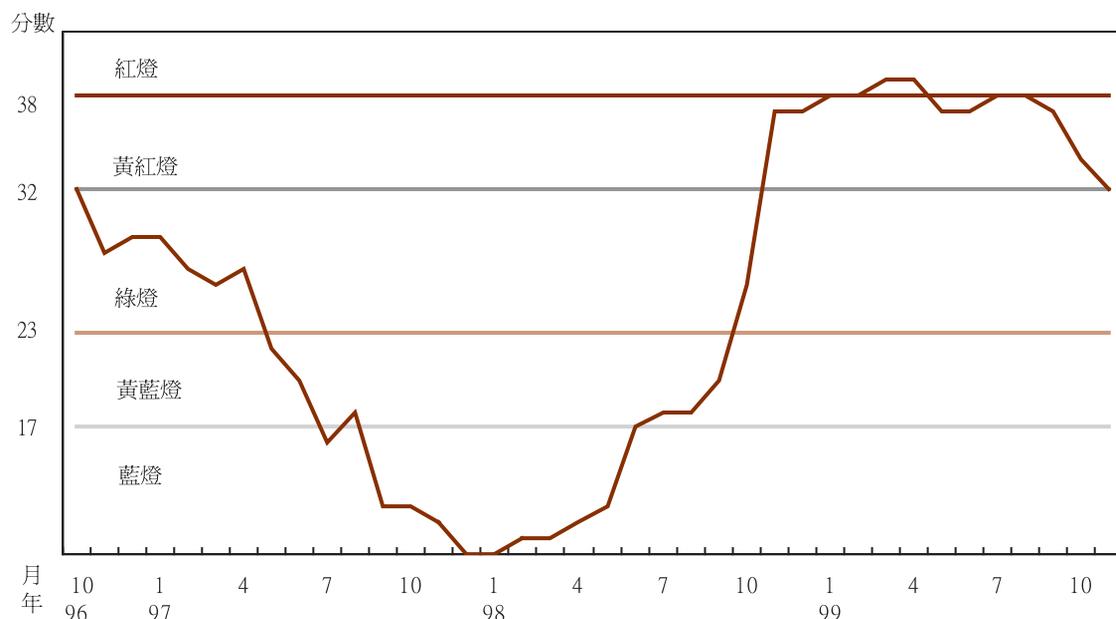
一、經濟景氣擴張可能趨緩

本年7、8月，由於出口、工業生產與製造業銷售等均大幅成長，經建會景氣對策信號呈紅燈。9月起，股價指數、貨幣總計數M1B等表現陸續降溫，景氣對策信號連續3個月呈現黃紅燈。另外，雖景氣同時指標持

續上升趨勢，但領先指標持續下降趨勢，顯示景氣擴張將逐漸減緩。

此外，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點分別於4、5月抵130.23及118.94之高點後回降，至11月分別為125.80及112.29點，惟受訪廠商對未來半年景氣看法仍以樂觀及持平居多。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



二、第3季經濟成長超乎預期強勁

本年以來，由於比較基期偏低，加上中國大陸等新興國家經濟強勁成長，國外需求持續湧現，我國出口大幅成長；益以國內高科技業者積極擴充設備及提升製程，民間投資動能強勁。同時，民眾消費信心增強，

上半年經濟成長率高達13.21%，第3季仍達9.80%，較行政院主計處(以下簡稱主計處)8月預測數(6.90%)高出2.90個百分點，主因民間投資及消費擴增速度超乎預期。

第4季，在全球經濟成長力道漸緩及比較基期墊高下，主計處預測經濟成長率降為4.70%，全年為9.98%。

圖2 經濟成長、投資與消費

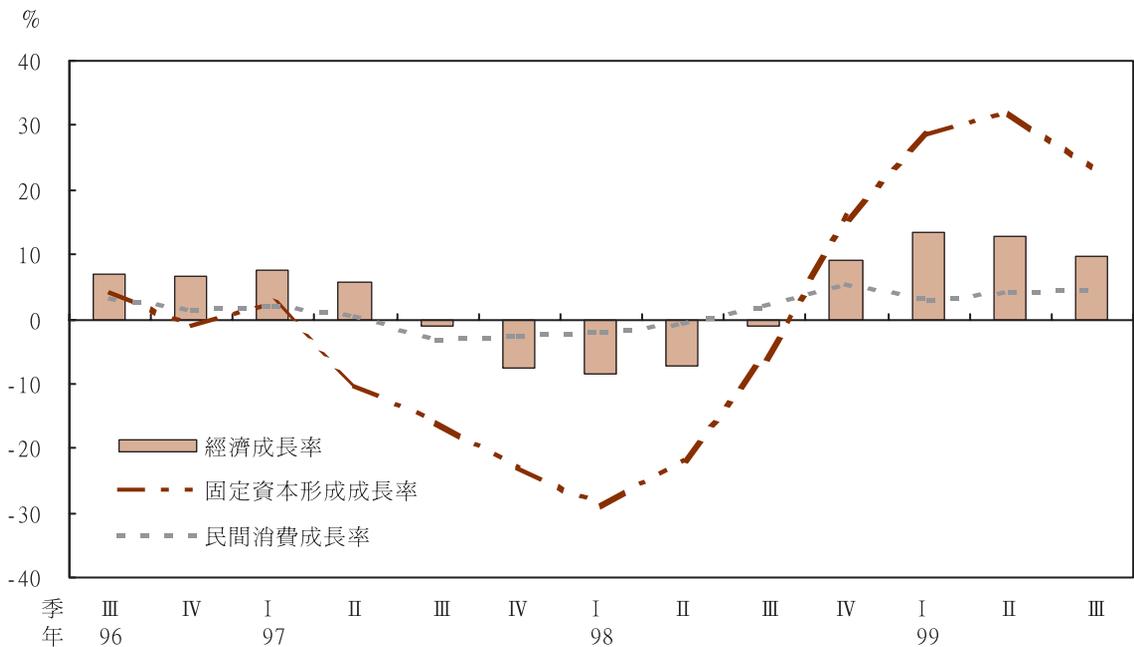


表1 各項需求成長率

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	民營企業	公營事業	政府		
96年		5.98	2.08	2.09	0.55	1.36	1.57	-4.46	9.55	2.98
97年	r	0.73	-0.93	0.83	-12.36	-15.58	-1.98	1.18	0.87	-3.71
98年	r	-1.93	1.08	3.88	-11.01	-17.91	2.71	16.01	-8.71	-12.83
99年	f	9.98	3.43	0.88	23.12	31.91	9.08	-1.18	24.35	27.37
100年	f	4.51	3.51	0.84	-2.86	-2.76	-3.26	-3.14	6.20	2.44
98/4	r	9.24	5.30	3.79	15.49	18.03	19.72	6.04	19.66	16.08
99/1	r	13.59	3.02	2.91	28.61	42.29	-1.68	-12.52	39.11	49.32
	2 r	12.86	4.32	1.33	31.98	39.22	30.91	7.93	32.89	34.04
	3 p	9.80	4.48	0.35	23.68	34.28	-0.46	-5.69	20.10	22.80
	4 f	4.70	1.96	-0.57	12.12	15.92	7.13	2.84	10.99	10.94
99年	第3季 貢獻百分點p	9.80	2.55	0.04	4.15	4.36	-0.01	-0.20	13.74	12.32

資料來源：行政院主計處。

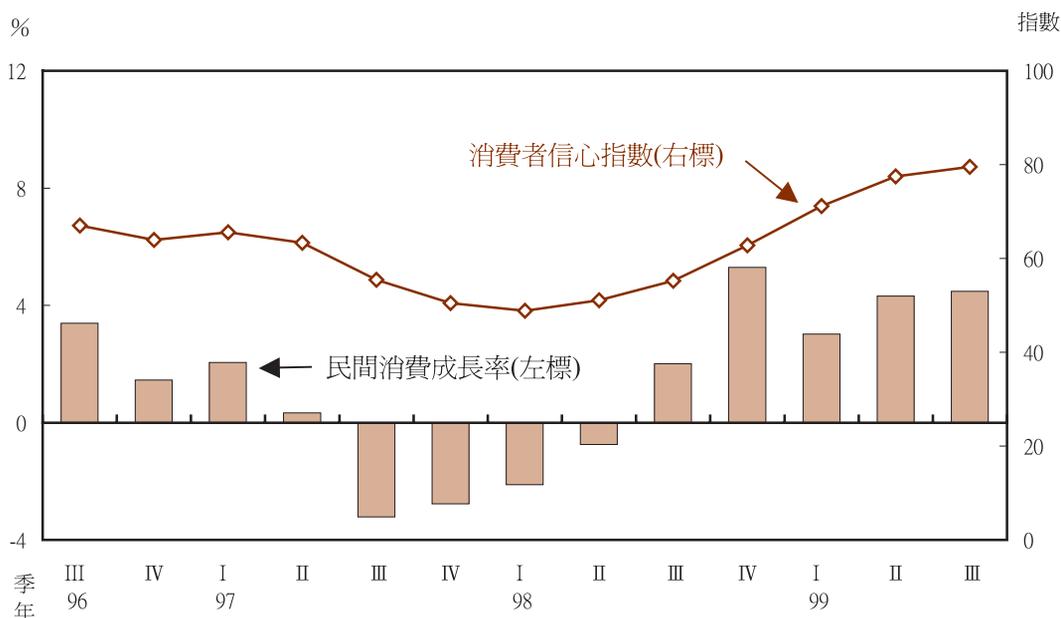
註：r為修正數，p為初步估計，f為預測數

三、民間消費溫和成長

由於景氣升溫，失業率下降，薪資回升，民眾消費意願增強，零售業及餐飲業營業額成長快速，信用卡簽帳金額與自用小客

車新增掛牌數持續增加，上半年民間消費成長率為3.66%，第3季再升為4.48%。在比較基期墊高下，主計處預測第4季民間消費成長率降為1.96%，全年則為3.43%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

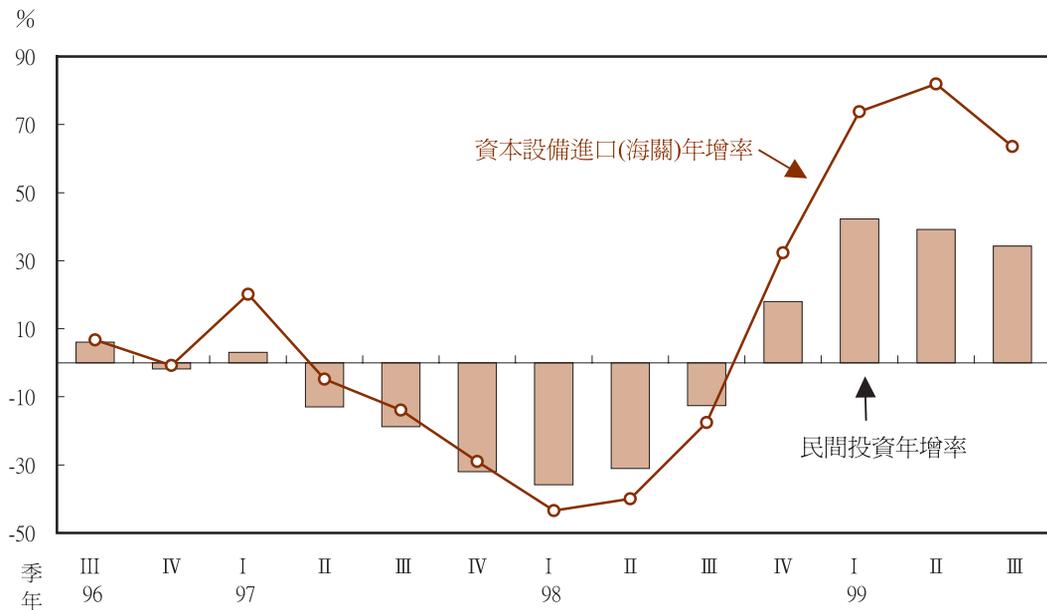


四、民間投資動能強勁

由於國外需求強勁，製造業產能利用率提高，加上部分國際半導體大廠擴大委外代工及釋放訂單予國內業者，帶動高科

技廠商積極擴充設備及提升製程，益以比較基期偏低影響，上半年民間投資成長率升達40.72%，第3季仍達34.28%。在比較基期墊高下，主計處預測第4季民間投資成長率將降為15.92%，全年則為31.91%。

圖4 民間投資與資本設備進口



五、進出口成長漸緩

本年以來，由於全球景氣升溫，尤其新興國家經濟強勁成長帶動下，海關統計出口、進口成長率鉅升，上半年分別為49.08%與64.63%。至下半年，在比較基期墊高下，外銷訂單成長率減緩，至11月為14.34%；出口、進口成長率亦漸次趨緩，至11月分別為21.8%、33.8%。1至11月平均分別為36.6%、

46.9%，累計貿易出超216.3億美元，較上年同期減少21.6%。

主計處統計上半年輸出、輸入(含商品及服務)成長率分別躍升為35.76%與40.97%，第3季則分別降為20.10%與22.80%。在比較基期墊高下，預測第4季輸出、輸入成長率分別再降為10.99%與10.94%，全年則分別為24.35%與27.37%。

圖5 進出口貿易

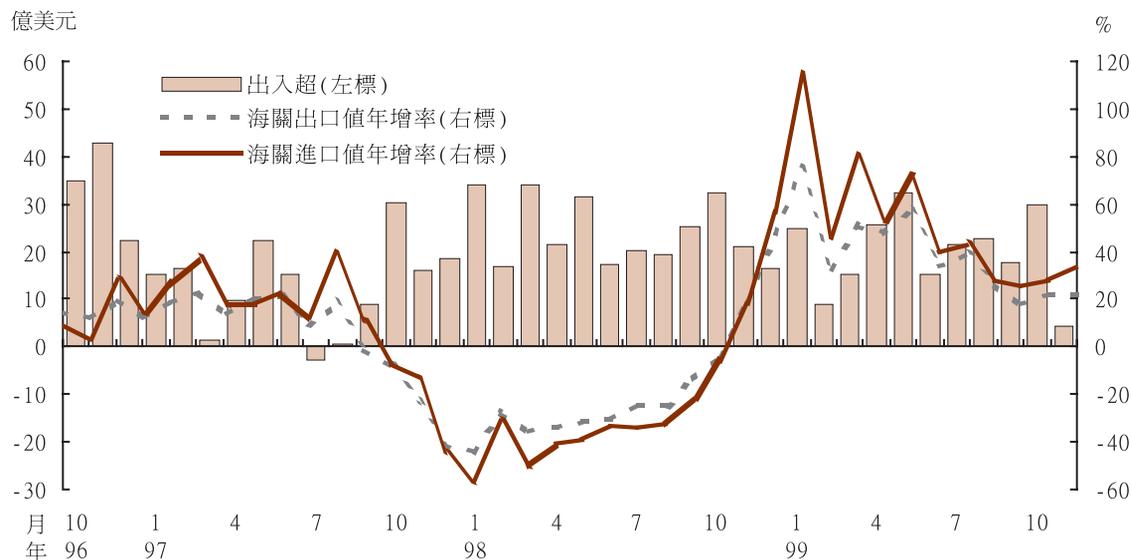


表2 我國對主要出進口貿易國(地區)成長率與比重

單位：百萬美元，%

項目	99年11月			99年1-11月			
	金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)	
出口	合計	24,374	21.8	100.0	250,814	36.6	100.0
	中國大陸及香港	9,835	18.2	40.3	104,930	39.4	41.8
	美國	2,958	32.1	12.1	28,760	35.1	11.5
	日本	1,566	12.3	6.4	16,603	25.6	6.6
	歐洲	2,948	27.8	12.1	26,549	31.0	10.6
	東協六國	3,530	15.8	14.5	37,764	39.4	15.1
進口	合計	23,960	33.8	100.0	229,179	46.9	100.0
	中國大陸及香港	3,763	32.9	15.7	34,050	49.0	14.9
	美國	2,523	29.7	10.5	22,965	42.0	10.0
	日本	4,609	23.2	19.2	47,533	47.3	20.7
	歐洲	2,520	26.3	10.5	23,507	33.0	10.3
	東協六國	2,777	39.2	11.6	26,306	47.9	11.5

資料來源：財政部統計處編「中華民國進出口貿易統計月報」。

表3 進出口貿易結構比較

單位：百萬美元，%

項目		99年11月			99年1-11月		
		金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)
貿易總值		48,333	27.5		479,994	41.3	
出口	出口	24,374	21.8	100.0	250,814	36.6	100.0
	農產品	64	85.8	0.3	663	46.4	0.3
	農產加工品	190	8.7	0.8	1,978	17.2	0.8
	工業產品	24,120	21.8	99.0	248,173	36.7	98.9
	重化工業產品	20,318	21.2	83.4	208,971	37.9	83.3
	非重化工業產品	3,802	24.8	15.6	39,202	30.8	15.6
進口	進口	23,960	33.8	100.0	229,179	46.9	100.0
	資本設備	4,405	51.6	18.4	37,910	65.5	16.5
	農工原料	17,710	32.2	73.9	173,276	46.1	75.6
	消費品	1,845	14.8	7.7	17,993	23.4	7.9
出超(+)或入超(-)		414	-80.3		21,635	-21.6	

資料來源：財政部統計處編「中華民國進出口貿易統計月報」。

六、工業生產成長減緩

今年上半年，全球景氣回溫，加以上年比較基期較低影響，工業生產指數持續大幅成長。至下半年，在比較基期墊高下，工業生產指數成長率減緩，至11月降為19.37%(1至11月平均為27.29%)，其中製造業年增率為19.94%，又以資訊電子工業增產25.49%最為顯著，而化學工業增產6.05%幅度最小。

七、失業率下降、薪資回升

本年6、7月受季節性因素影響，失業率略微回升。其後，由於景氣升溫，企業人力需求增加，加以政府積極推動多項促進就業措施，失業率持續下降，至11月為4.73%，

較上年同月下降1.13個百分點。1至11月平均失業率為5.26%，較上年同期下降0.60個百分點。

隨景氣回溫，受僱員工薪資回升。本年第1季，因企業獲利，恢復發放年終工作及績效獎金，致非農業部門每人每月平均薪資大幅成長9.23%。第2季以來，非農業部門薪資成長趨緩，第2、3季分別為5.27%與4.52%，其中經常性薪資分別成長1.89%與1.63%；10月降為0.47%，其中經常性薪資成長1.62%。累計1至10月非農業部門每人每月平均薪資年增率為5.87%，其中經常性薪資年增率為1.92%。

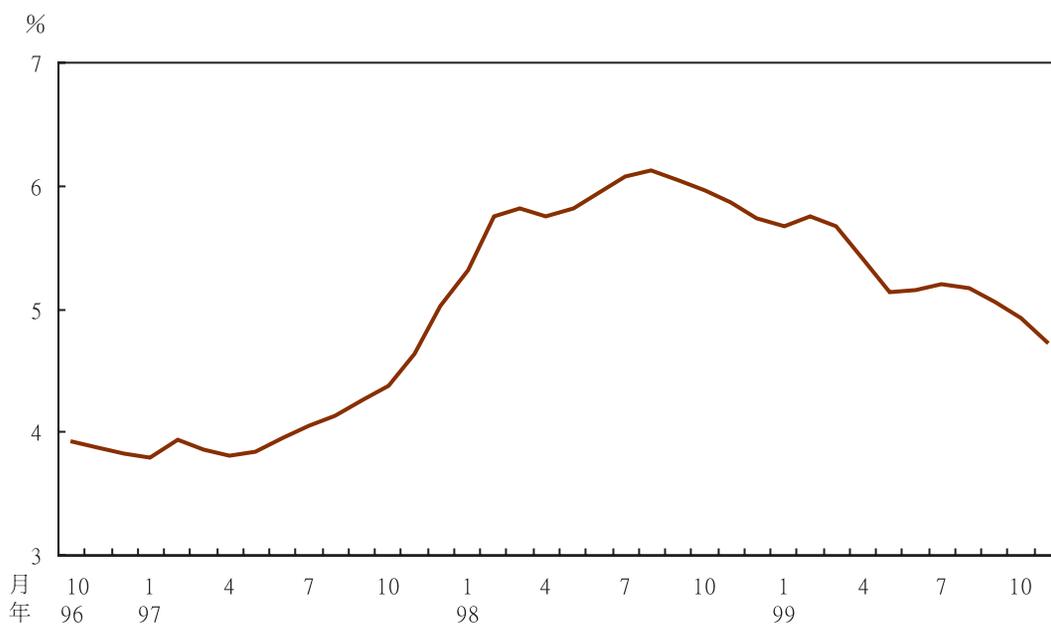
表4 工業生產及各業指數年增率

單位：%

年/月	工業生產							
	礦業及土石採取業	製造業			電力及燃氣供應業	用水供應業	建築工程業	
		重工業	輕工業					
96年	7.77	-17.04	8.34	10.28	-0.33	2.97	0.29	-0.48
97年	-1.78	-4.69	-1.56	-0.74	-5.59	-1.81	-1.78	-9.26
98年	-8.08	-8.40	-7.97	-7.91	-8.23	-3.24	-2.27	-19.08
98/ 11	31.95	3.22	34.88	41.10	7.40	4.65	-1.49	-24.51
12	47.76	3.23	50.68	61.47	10.46	14.52	0.51	10.69
99/ 1	70.08	28.77	77.34	89.78	29.34	14.63	2.48	-30.86
2	35.48	-1.88	36.85	45.78	-1.54	5.20	-0.51	42.98
3	39.49	-1.54	42.22	48.77	12.95	10.20	0.92	-18.42
4	32.03	10.89	34.18	38.41	13.67	3.54	0.62	-13.83
5	30.99	8.57	33.34	36.44	16.71	7.17	0.19	-28.66
6	24.69	10.53	26.55	29.71	9.52	1.27	0.14	-14.60
7	20.93	14.01	22.44	24.85	9.38	5.08	0.55	-24.03
8	23.74	30.16	25.01	26.87	14.58	4.07	3.30	-6.01
9	12.19	25.20	13.09	14.39	5.65	0.36	1.54	-11.90
10	14.46	22.30	15.29	16.51	8.28	3.35	2.14	-11.24
11 p	19.37	14.58	19.94	21.60	10.33	5.82	2.33	10.68
1-11月累計	27.29	14.14	29.03	32.41	11.55	5.27	1.26	-11.47

資料來源：經濟部工業局編「工業生產統計月報」。

圖6 失業率



八、消費者物價漲幅溫和

今年上半年，國內油氣價格反映國際原油、天然氣進口成本大幅上漲，加以上年6月菸品健康捐調高之遞延效應，CPI年增率為1.19%；不包括蔬果、水產及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.18%。第3季，由於上年同期國際油、氣進口成本墊高，加上本季無颱風影響(上年同期有風災)，CPI年增率

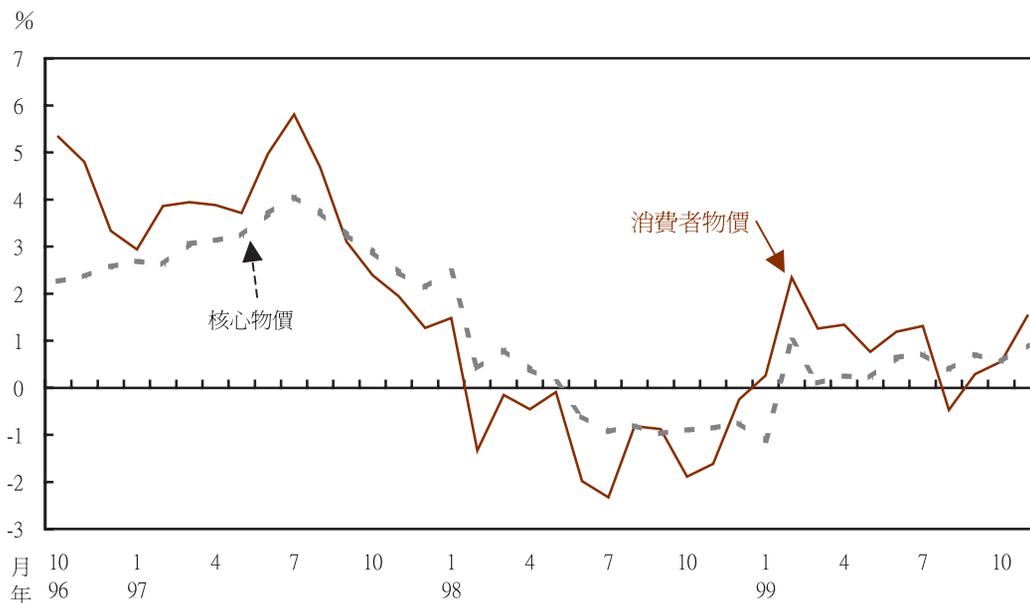
降為0.37%，核心CPI年增率則為0.61%；10月CPI及核心CPI年增率同為0.56%。11月，由於上年同期蔬菜價格偏低，加上旅遊團費調高等影響，CPI年增率升為1.53%，核心CPI年增率則升為0.91%。1至11月平均CPI及核心CPI年增率分別為0.94%與0.40%。主計處預測本年全年平均CPI年增率為0.98%。

表5 影響99年1至11月CPI變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	0.94	0.94
油料費	33	11.22	0.35
香菸及檳榔	15	*11.58	0.19
教養娛樂服務費	130	1.35	0.18
水產品	17	6.60	0.13
燃氣	10	11.75	0.12
交通設備	28	3.43	0.08
成衣	27	2.33	0.06
合計			1.11
耐用性消費品	75	-1.20	-0.08
水果	28	-2.18	-0.06
交通服務	77	-0.54	-0.04
合計			-0.18
其他			0.01

*主因上年6月起菸品健康捐調高。

圖7 消費者物價與核心物價



貳、經濟展望

本年1至3季，由於比較基期偏低，加上中國大陸等新興國家經濟強勁成長，國外需求持續湧現，我國出口大幅成長；益以民間投資動能強勁及民眾消費信心增強，經濟成長率高達12.00%；第4季因全球經濟成長力道漸緩及比較基期墊高，行政院主計處預

測第4季經濟成長率減緩為4.70%，全年則為9.98%；明（100）年受比較基期偏高影響，經濟成長率將趨緩，惟仍將溫和成長4.51%。

國內各預測機構對100年經濟成長率預估值之平均數為4.46%。

國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差8,990百萬美元，金 加7,998百萬美元(表1及圖1)。
融帳淨流出2,429百萬美元，央行準備資產增

表1 國際收支

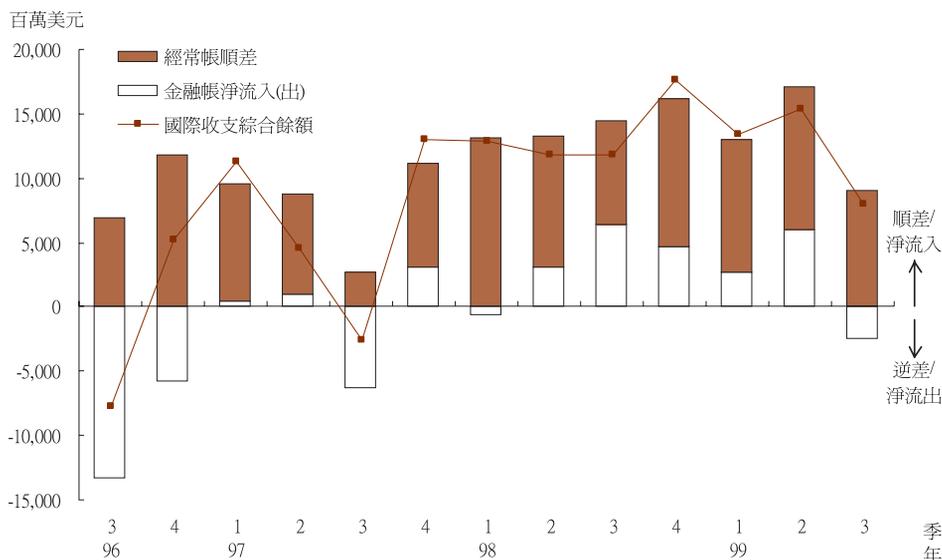
民國99年第3季暨民國98年第3季

單位：百萬美元

	(1) 99年 第3季	(2) 98年 第3季	(1)-(2)
A. 經常帳	8,990	8,046	944
商品出口(f.o.b.)	70,258	55,259	14,999
商品進口(f.o.b.)	-63,202	-48,473	-14,729
商品貿易淨額	7,056	6,786	270
服務：收入	10,207	7,657	2,550
服務：支出	-10,046	-7,934	-2,112
服務淨額	161	-277	438
所得：收入	6,183	5,287	896
所得：支出	-3,741	-3,199	-542
所得淨額	2,442	2,088	354
經常移轉：收入	1,278	1,268	10
經常移轉：支出	-1,947	-1,819	-128
經常移轉淨額	-669	-551	-118
B. 資本帳	-21	-21	0
資本帳：收入	2	0	2
資本帳：支出	-23	-21	-2
合計，A加B	8,969	8,025	944
C. 金融帳	-2,429	6,438	-8,867
對外直接投資	-2,769	-1,666	-1,103
來台直接投資	128	1,020	-892
證券投資(資產)	-8,872	-10,858	1,986
股權證券	-740	-8,928	8,188
債權證券	-8,132	-1,930	-6,202
證券投資(負債)	-1,340	6,953	-8,293
股權證券	-1,502	6,932	-8,434
債權證券	162	21	141
衍生性金融商品	133	6	127
衍生性金融商品(資產)	1,045	1,160	-115
衍生性金融商品(負債)	-912	-1,154	242
其他投資(資產)	1,362	5,635	-4,273
一般政府	1	0	1
銀行	-998	1,982	-2,980
其他	2,359	3,653	-1,294
其他投資(負債)	8,929	5,348	3,581
貨幣當局	0	0	0
一般政府	0	0	0
銀行	9,036	2,844	6,192
其他	-107	2,504	-2,611
合計，A至C	6,540	14,463	-7,923
D. 誤差與遺漏淨額	1,458	-2,702	4,160
合計，A至D	7,998	11,761	-3,763
E. 準備資產	-7,998	-11,761	3,763

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，由於亞洲新興國家經濟強勁成長及基期偏低，本季出口較上年同季增加27.1%；進口則因出口引申需求增加及民間投資回升，亦較上年同季成長30.4%。由於出口增額略大於進口增額，本季商品貿易順差為7,056百萬元，較上年同季增加270百萬元或4.0%。

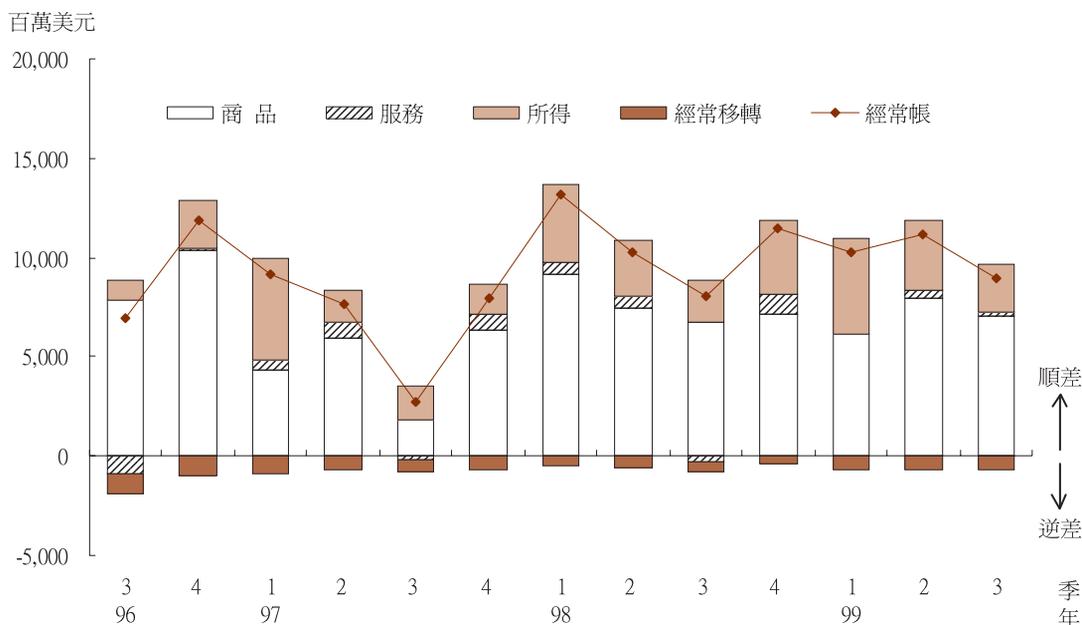
服務方面，本季服務收入及支出金額均創歷年單季最高。服務收入10,207百萬元，較上年同季增加2,550百萬元，主要係三角貿易淨收入、運輸業國際線貨運收入及旅行收入增加；服務支出10,046百萬元，較上年同季增加2,112百萬元，主要係貿易佣金、專業技術與雜項服務及旅行支出增加。收支相抵，本季服務收支由上年同季逆差277百萬元轉呈順差161百萬元。

所得方面，本季所得收入計6,183百萬元，較上年同季增加896百萬元，主要係外匯資產投資所得及居民對外直接投資所得增加；所得支出計3,741百萬元，較上年同季增加542百萬元，主要係對非居民直接投資所得支出增加。由於收入增額大於支出增額，本季所得收支順差為2,442百萬元，較上年同季增加354百萬元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季的551百萬元增為669百萬元，主要係民間部門贍家匯入款減少及政府部門對外提供技術協助增加。

本季雖然經常移轉收支逆差增加，惟商品貿易及所得收支順差均增加，且服務收支由逆差轉呈順差，致經常帳順差增為8,990百萬元，較上年同季增加944百萬元或11.7%(圖2)。

圖2 經常帳



二、資本帳

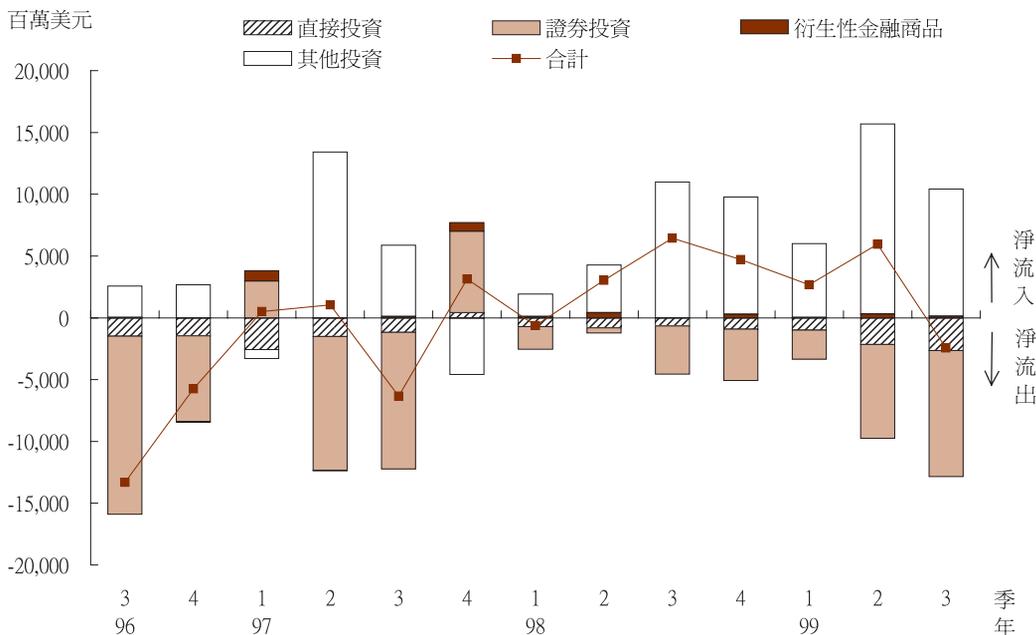
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差21百萬美元，主要係移民匯出款。

三、金融帳

本季金融帳淨流出2,429百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,641百萬美元，居民對外直接投資及非居民來台直接投資淨額分

別呈淨流出2,769百萬美元及淨流入128百萬美元。證券投資呈淨流出10,212百萬美元，其中居民對外證券投資呈淨流出8,872百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券；非居民來台證券投資呈淨流出1,340百萬美元，主要係外資投資國內股票淨匯出。衍生性金融商品呈淨流入133百萬美元。其他投資呈淨流入10,291百萬美元，主要係銀行的非居民存款增加與自國外引進資金，以及民間部門收回國外存款(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70,258百萬美元，較上年同季增加14,999百萬美元或27.1%；商品進口計63,202百萬美元，較上年同季增加14,729百萬美元或30.4%。由於出口增額略大於進口增額，商品貿易順差增為7,056百萬美元，較上年同季增加270百萬美元或4.0%。

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分析出、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27.1%、51.0%及20.5%；工業產品中的重工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.1%），較上年同季大幅成長26.8%。進口方面，資本設備、農工原料及消費品進口較上年同季增加63.6%、27.6%及15.5%。資本設備進口增幅較大係因民間投資意願增強，生產半導體之機械設備進口增加；農工原料亦因出口引申需求增加而成長。

就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「電子產品」、「機械」、「基本金屬及其製品」及「資訊與通信產品」增額

較大，四者合計占出口總增額的58.5%；進口貨品中，則以「機械」、「電子產品」、「礦產品」及「化學品」，及增額較大，四者合計占進口總增額的63.8%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加5,046百萬美元或21.4%，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2,662百萬美元或45.3%。進口方面，相較上年同季，以自日本進口增加3,573百萬美元或36.8%最大，自中國大陸進口增加2,749百萬美元或39.4%次之。就主要出口市場比重來看，仍以中國大陸所占比重最高，達40.7%，其次為東協六國，比重15.3%，美國的12.1%及歐洲的10.2%分居第三、四位。主要進口來源則以日本所占比重最高，達20.7%，其次為中國大陸的15.2%，東協六國的11.9%及中東國家的11.6%分居第三、四位。

二、服務

本季服務收入10,207百萬美元，較上年同季增加2,550百萬美元；服務支出計10,046百萬美元，較上年同季增加2,112百萬美元。收支相抵，服務收支由上年同季逆差277百萬美元轉呈順差161百萬美元。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2,640百萬美元，較上年同季增加1,087百萬美元，主要係國航及國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,578百萬美元，較上年同季增加495百萬美元，主要係支付外輪進口運費及外國航空公司客運費用增加。收支相抵，本季運輸收支由上年同季逆差530百萬美元轉呈順差62百萬美元。

(二) 旅行

本季旅行收入計2,086百萬美元，較上年同季增加402百萬美元，主要係陸客來台觀光人次成長。旅行支出計2,515百萬美元，較上年同季增加316百萬美元，主要係國人出國人次增加。收支相抵，本季旅行收支呈淨支出429百萬美元，較上年同季淨支出515百萬美元，減少86百萬美元。

(三) 其他服務

其他服務收支方面，包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術與雜項服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計5,481百萬美元，較上年同季增加1,061百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計4,953百萬美元，較上年同季增加1,301百萬美元，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528百萬美元，較去年同季減少240百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	99年第3季			98年第3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	10,207	10,046	161	7,657	7,934	-277	2,550	2,112
一、運輸服務	2,640	2,578	62	1,553	2,083	-530	1,087	495
(一)客運	409	377	32	274	245	29	135	132
(二)貨運	2,130	1,304	826	1,180	1,120	60	950	184
(三)其他	101	897	-796	99	718	-619	2	179
二、旅行	2,086	2,515	-429	1,684	2,199	-515	402	316
三、其他服務	5,481	4,953	528	4,420	3,652	768	1,061	1,301
(一)通訊	104	118	-14	83	116	-33	21	2
(二)營建	76	15	61	67	30	37	9	-15
(三)保險	103	261	-158	93	222	-129	10	39
(四)金融	205	49	156	214	65	149	-9	-16
(五)電腦與資訊	53	70	-17	27	71	-44	26	-1
(六)專利權、商標等使用費	112	1,075	-963	52	861	-809	60	214
(七)其他事務服務	4,755	3,120	1,635	3,716	2,090	1,626	1,039	1,030
1. 三角貿易及與貿易有關服務	3,818	1,437	2,381	2,948	822	2,126	870	615
2. 營運租賃	75	346	-271	64	260	-196	11	86
3. 專業技術與雜項	862	1,337	-475	704	1,008	-304	158	329
(八)個人、文化與休閒服務	26	49	-23	22	52	-30	4	-3
(九)不包括在其他項目的政府服務	47	196	-149	146	145	1	-99	51

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入6,183百萬美元，較上年同季增加896百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加，以及全球景氣復甦，居民對外直接投資所得增加；所得支出計3,741百萬美元，較上年同季增加542百萬美元，主要亦因景氣復甦，對非居民直接投資所得支出增加。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之2,088百萬

美元增加為2,442百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,278百萬美元，較上年同季增加10百萬美元，主要係禮品、樣品進口增加；支出計1,947百萬美元，較上年同季增加128元，主要係政府部門對外提供技術協助及民間部門工作者匯款與捐贈匯出款增加。本季經常移轉淨支出由上年同季之551百萬美元增為669百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	99年第三季			98年第三季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	6,183	3,741	2,442	5,287	3,199	2,088	896	542
一、薪資所得	93	88	5	84	90	-6	9	-2
二、投資所得	6,090	3,653	2,437	5,203	3,109	2,094	887	544
(一)直接投資	1,403	2,211	-808	1,178	1,357	-179	225	854
(二)證券投資	328	1,282	-954	219	1,590	-1,371	109	-308
(三)其他投資	4,359	160	4,199	3,806	162	3,644	553	-2
經常移轉	1,278	1,947	-669	1,268	1,819	-551	10	128

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2,429百萬美元。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

	99年第三季			98年第三季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-2,769	128	-2,641	-1,666	1,020	-646	-1,103	-892
(一)對外直接投資	-2,769	—	-2,769	-1,666	—	-1,666	-1,103	—
(二)來台直接投資	—	128	128	—	1,020	1,020	—	-892
二、證券投資	-8,872	-1,340	-10,212	-10,858	6,953	-3,905	1,986	-8,293
(一)股權證券	-740	-1,502	-2,242	-8,928	6,932	-1,996	8,188	-8,434
(二)債權證券	-8,132	162	-7,970	-1,930	21	-1,909	-6,202	141
1.債券與票券	-8,652	225	-8,427	-1,539	19	-1,520	-7,113	206
2.貨幣市場工具	520	-63	457	-391	2	-389	911	-65
三、衍生性金融商品	1,045	-912	133	1,160	-1,154	6	-115	242
四、其他投資	1,362	8,929	10,291	5,635	5,348	10,983	-4,273	3,581
(一)貿易信用	-378	-36	-414	-206	-76	-282	-172	40
(二)借款	-27	2,977	2,950	-4,026	3,584	-442	3,999	-607
(三)現金與存款	2,239	6,319	8,558	9,211	-243	8,968	-6,972	6,562
(四)其他	-472	-331	-803	656	2,083	2,739	-1,128	-2,414
合 計	-9,234	6,805	-2,429	-5,729	12,167	6,438	-3,505	-5,362

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2,641百萬美元。其中，對外直接投資呈淨流出2,769百萬美元，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、金融保險業與批發零售業；非居民來台直接投資淨流入128百萬美元，主要投資行業為金融保險業、電子零組件製造業與批發零售業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出10,212百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出8,872百萬美元。其中股權及債權證券投資均續呈淨流出，金額分別為740百萬美元及8,132百萬美元，主要係保險公司投資國外債券。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流出8,652百萬美元及淨流入520百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流出1,340百萬美元，主要係外資投資國內股票淨匯出。其中股權證券投資及債權證券投資分別呈淨流出1,502百萬美元及淨流入162百萬美元；債權證券投資中，債券與票券呈淨流入225百萬美元，貨幣市場工具呈淨流出63百萬美元。

三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入133百萬美元，資產方面淨流入1,045百萬美元，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912百萬美元，主要為銀行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10,291百萬美元，主要係銀行的非居民存款增加與自國外引進資金，以及民間部門收回國外存款。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入1,362百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用及貸款分別淨流出378百萬美元及27百萬美元；現金與存款呈淨流入2,239百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流出472百萬美元，主要係民間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8,929百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流出36百萬美元；借款呈淨流入2,977百萬美元，現金與存款呈淨流入6,319百萬美元，兩項合計淨流入

9,296百萬美元，主要係銀行體系之非居民存款增加及自國外引進資金；其他負債呈淨流出331百萬美元，主要係銀行部門減少其他短期負債。

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7,998百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本(99)年第3季貨幣總計數M2平均年增率自上季之3.84%上升至4.46%，主要因銀行放款與投資持續成長，M1B平均年增率則自上季之15.27%下降至12.31%，主要因上年比較基期較高所致。10、11月M1B年增率繼續下滑，而M2年增率持續上升，至11月M1B及M2年增率分別為9.18%及5.20%。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增加，第3季平均年

增率由上季之2.95%上升為5.20%。隨景氣回溫，銀行對民間部門債權持續擴增，至11月底主要金融機構放款與投資年增率續上升為6.33%。

受本行於本年6月調升貼放利率影響，主要銀行存款利率自上季底微幅調升後，至本季底維持不變。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，本季底五大銀行一年期存款固定利率與上季底同

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				
96	6.80	6.44	4.25	4.71	1.03	2.35	3.12
97	0.97	-2.94	2.67	3.24	6.75	3.42	1.78
98	13.37	16.54	7.21	12.60	5.64	0.75	-1.09
98/ 9	15.63	23.51	8.28	11.08	7.26	-1.28	-3.66
10	17.98	25.66	7.28	10.22	6.68	-1.08	-3.13
11	22.62	28.62	6.59	10.82	6.21	-0.62	-2.69
12	24.14	30.30	5.99	10.66	5.64	0.75	-1.09
99/ 1	18.10	26.17	5.40	1.85	6.45	0.98	-0.40
2	22.55	25.27	5.10	7.30	4.85	2.02	1.17
3	18.28	21.57	4.58	6.28	4.13	1.45	1.30
4	15.71	17.92	4.18	2.58	3.99	2.08	2.36
5	15.92	14.67	3.54	3.52	3.69	3.03	3.62
6	15.73	13.22	3.81	4.38	3.74	3.73	4.30
7	15.11	12.49	4.12	6.12	4.01	4.63	5.47
8	12.92	12.29	4.60	7.00	4.53	5.68	6.79
9	14.36	12.15	4.66	6.59	4.59	5.29	6.22
10	11.19	10.05	4.80	6.42	4.63	5.96	6.64
11	8.31	9.18	5.20	6.34	5.01	6.33	7.22

註：M1A、M1B、M2與準備貨幣年增率係日平均資料(準備貨幣為經調整存款準備率變動因素後之資料)；其餘各項年增率則係月底資料。放款與投資之「證券投資」係以原始成本衡量。

為1.02%，10月受本行再度調升貼放利率影響，跟隨上升，至11月底為1.13%。五大銀行基準放款利率亦微幅調升，自上季底的2.568%，上升至本季底的2.628%，至11月底再上升為2.672%。五大銀行新承做放款

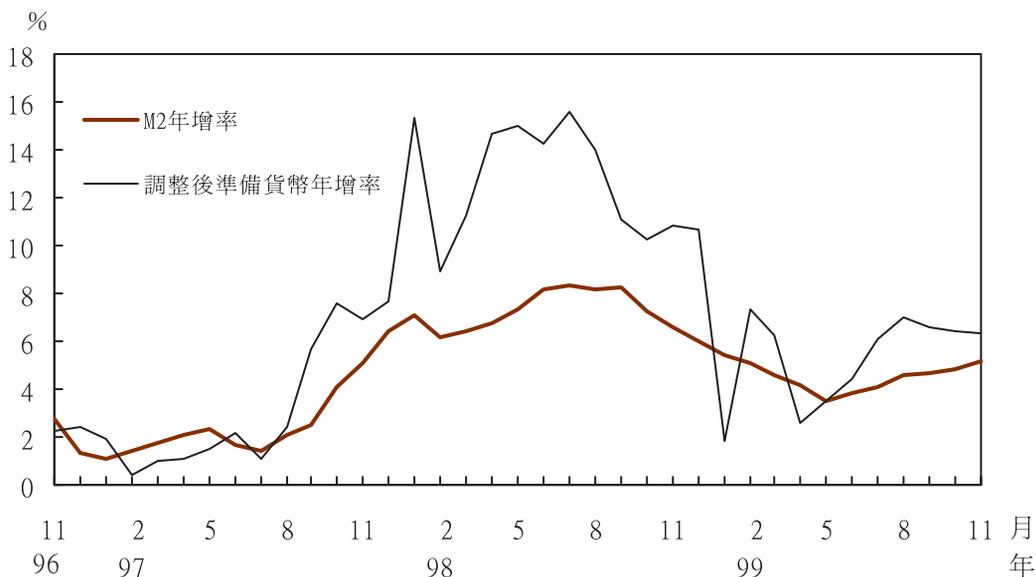
加權平均利率自6月的1.459%上升至9月的1.464%，10月因購屋、資本支出及週轉金貸款利率上升，平均利率再上升至1.505%，11月則因資本支出、週轉金及消費性貸款利率下降，致平均利率下降至1.430%。

貳、準備貨幣年增率先升後降

本年第3季日平均準備貨幣年增率較上季轉呈上升，主要係因經濟穩定復甦，台股持續上漲與外資流入，活期性存款持續增加，致日平均準備貨幣年增率由6月的4.38%上升至8月之7.00%，之後因上年比較基期較高轉呈下降，至9月為6.59%。總計本年第3季日平均準備貨幣平均年增率為6.57%，較上季之3.49%，增加3.08個百分點。10月及11月因市場資金需求增加，銀行超額準備

減少，日平均準備貨幣年增率降至11月之6.34%。就準備貨幣變動來源分析，本年第3季雖有稅款繳庫、財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款，以及本行陸續發行定期存單等緊縮因素，惟因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，日平均準備貨幣較上季增加。10月及11月日平均準備貨幣仍持續增加。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數M2年增率穩定成長

本年第3季貨幣總計數M2平均年增率自上季之3.84%上升為4.46%，主要因銀行放款與投資持續成長所致，M1B平均年增率則自上季之15.27%下降至12.31%，主要因上年比

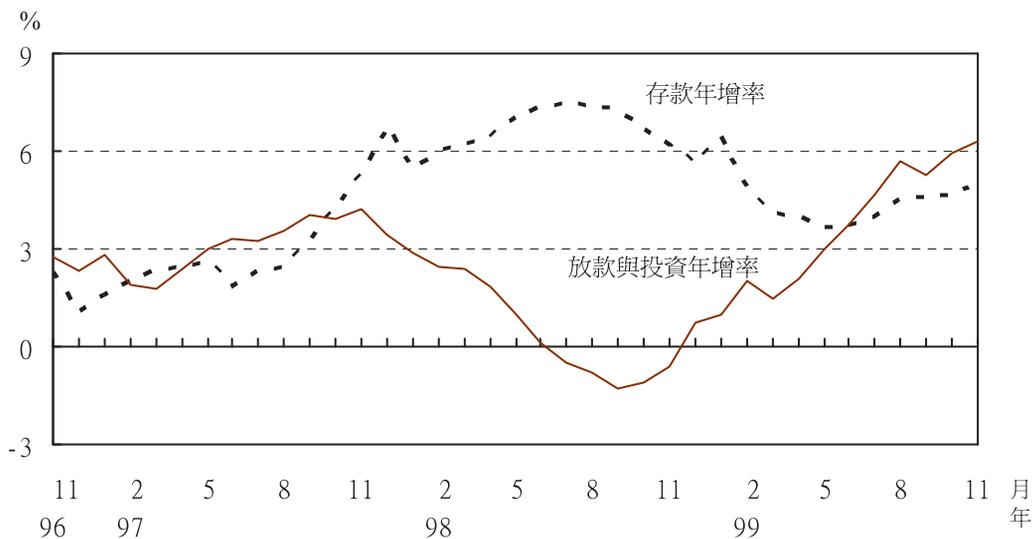
較基期較高所致。10、11月M1B年增率繼續下滑，而M2年增率持續上升，至11月M1B及M2年增率分別為9.18%及5.20%。

肆、存款年增率呈溫和上升

本年第3季主要金融機構存款年增率呈上升趨勢，7月及8月由於銀行放款與投資持續成長，月底年增率由上季底之3.74%逐月上升至8月底之4.53%，9月則因外資呈淨匯入，月底年增率再上升為4.59%；10月及11月底則因銀行放款與投資持續成長，再分別上升為4.64%及5.01%。就各類存款觀察，活期性存款方面，主要因上年比較基期較高，年增率由上季底之13.02%下降至本季底之11.95%；10月及11月底年增率分別為8.74%及8.79%。定期性存款方面，由於定期及定期儲蓄存款與外匯存款持續增加，以及上年比較基期較低，本季底年增率由上

季底之-0.33%上升為1.08%；10月及11月底年增率再分別上升為2.77%及3.21%。政府存款方面，7月底年增率受本行盈餘繳庫影響，由上季底之2.97%上升至4.93%，9月底年增率則受財政部增加發行國庫券影響，再上升至5.72%；10月及11月底年增率分別為2.04%及3.60%；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32.33%上升為33.00%，定期性存款所占比重則由上季底之64.26%下降為63.42%，政府存款所占比重亦由上季底之3.41%上升為3.58%。11月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為33.12%、63.38%及3.50%。

圖2 主要金融機構存款及放款與投資年增率



伍、銀行放款與投資年增率呈溫和成長

本年第3季底主要金融機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加3,028億元，其中放款增加3,497億元，投資則減少469億元，年增率由上季底之3.73%上升為本季底之5.29%，主要因銀行對民間部門債權增加所致。10、11月，由於景氣持續回溫，銀行對民間部門債權持續增加，11月底年增率上升至6.33%。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4.05%上升為4.86%，11月底再上升至5.52%。

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0.57%、5.30%及6.22%，除對政府債權外，均較上季底上

升；11月底對公營事業債權成長減緩，對政府債權及民間部門債權年增率則持續成長，年增率分別為2.25%、5.00%及7.22%。比重方面，本季底對民間部門債權比重由上季底之80.29%上升為80.62%，主要為對民營企業放款比重增加所致，11月底則略降為80.54%；對政府債權比重由上季底之15.31%下降為15.02%，至11月底則上升為15.24%，主要為對政府債券投資增加所致；對公營事業債權比重由上季底之4.40%下降為4.36%，至11月底續降為4.22%，主要為對公營事業放款減少所致。

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1,978億元，其中以對製造業放款增加1,068億元為最多，其次為對服務業放款增

加343億元，再次為對資訊及通訊傳播業放款增加256億元；11月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較本季底增加1,250億元，主要為對製造業放款增加1,061億元，其次為對服務業放款增加329億元。就各業別比重而言，本季底以對製造業放款之49.13%為最高，其次為對服務業之20.96%，再次為對批發及零售業之12.96%，其中對製造業放款比重較上季底上升，對服務業與對批發及零售業放款比重則較上季底下降，至於對營造業放款比重略降，為3.41%。

在全體銀行對房地產放款方面，本季

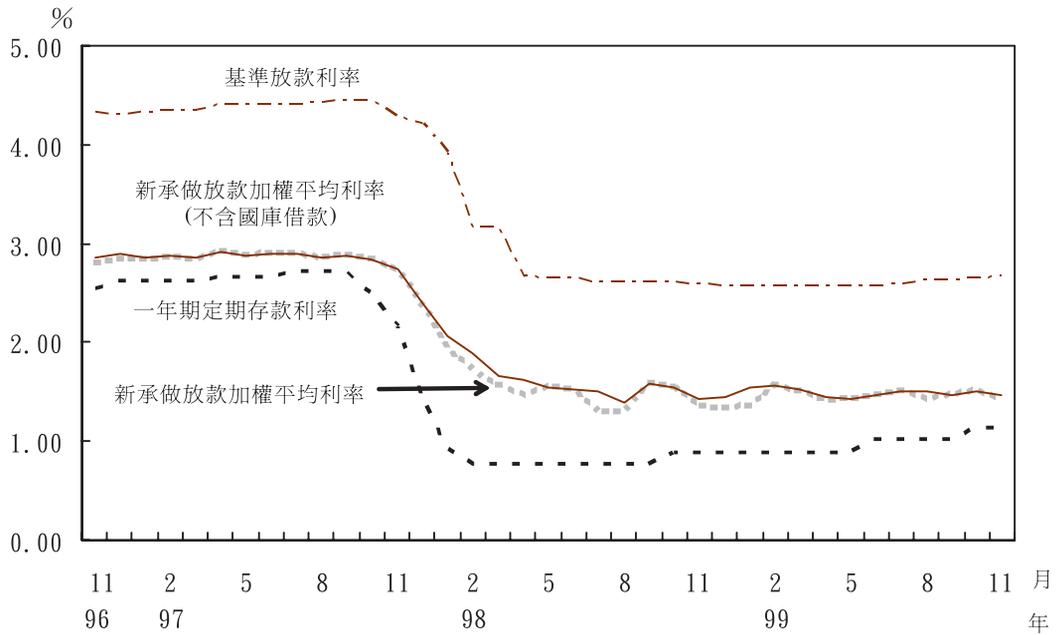
底對房地產放款總餘額較上季底增加952億元，其中以建築放款增加837億元為最多，其次為購置住宅放款增加522億元，而房屋修繕放款則減少407億元。上季底本行實施針對性審慎措施，對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務訂定規定，本季底對購置住宅放款、房屋修繕放款及建築放款年增率分別為5.13%、-11.50%及22.23%，除建築放款外，均較上季底下降；11月底對購置住宅放款及建築放款成長減緩，對房屋修繕放款年增率則持續下降，年增率分別為5.27%、-13.75%及22.78%。

陸、銀行業利率小幅調升

受本行於本年6月調升貼放利率影響，主要銀行存款利率自上季底微幅調升後，至本季底維持不變。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0.89%微幅調升至上季底的1.02%，至本季底維持不變，10月受本行第二度調升貼放利率影響，再上升至1.13%，至11月底維持不變。五大銀行基準放款利率方面，亦呈微幅調升，平均基準放款利率自上季底的2.568%，上升至本季底的2.628%，至11月底再升為2.672%。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6月之1.459%上升至9月之1.464%，10月因購屋、資本支出及週轉金貸款利率上升，平均利率再上升至1.505%，11月則因資本支出、週轉金及消費性貸款利率下降，致平均利率下降至1.430%，較6月下降0.029個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.468%下降至9月的1.464%，11月略回升至1.465%，較6月下降0.003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（99）年第3季因亞洲新興國家經濟強勁成長，帶動我國出口及民間投資大幅擴張，益以民間消費穩定成長，近期雖然國際景氣復甦力道略緩，惟我國出口、接單、工業生產及批發零售表現良好，隨景氣升溫，銀行授信穩定成長，隔夜拆款利率走升。本行為避免資金過剩，影響國內資產價格，加強調節銀行體系流動性，除接受銀行轉存款及發行短天期定存單外，4月以來並標售364天期定存單，收回銀行餘裕資金。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265億元，較上季平均之277億元降低；10月及11月續降至216億元及160億元。金融業隔夜拆款平均利率自6月之0.183%上升至11月之0.231%。

以下分別就7月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，7月在本行增加發行定期存單吸收過剩資金下，日平均淨超額準備降為254億元；8月因財政部國庫券到期償還情況下，回升為297億元；9月在公營事業盈餘繳庫及稅款繳庫，日平均淨超額準備回降至244億元；10月因本行增加發行

定期存單，日平均淨超額準備略降至216億元；11月受財政部發行公債、國庫券與稅款繳庫，以及本行發行定存單等影響，日平均淨超額準備續降為160億元。

二、利率走勢

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率，自10月1日起各調升0.125個百分點，分別由年息1.375%、1.75%及3.625%調整為年息1.50%、1.875%及3.75%。由於預期明年物價漲幅擴大，加以資產價格居高不下，本行自12月31日起再調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別調整為年息1.625%、2.000%及3.875%。

受本行調升政策利率，以期市場利率循序接近正常水準影響，金融業隔夜拆款平均利率和緩上升，7至9月由0.196%上升至0.210%，11月續升至0.231%的水準。票券市場利率亦呈類似走勢，1-30天期商業本票發行利率，7至9月由0.440%持續上升至0.470%，至11月達0.570%；1-30天期商業本票次級市場利率，由7月之0.340%持續上升至9月之0.370%，11月升達0.430%。

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備金

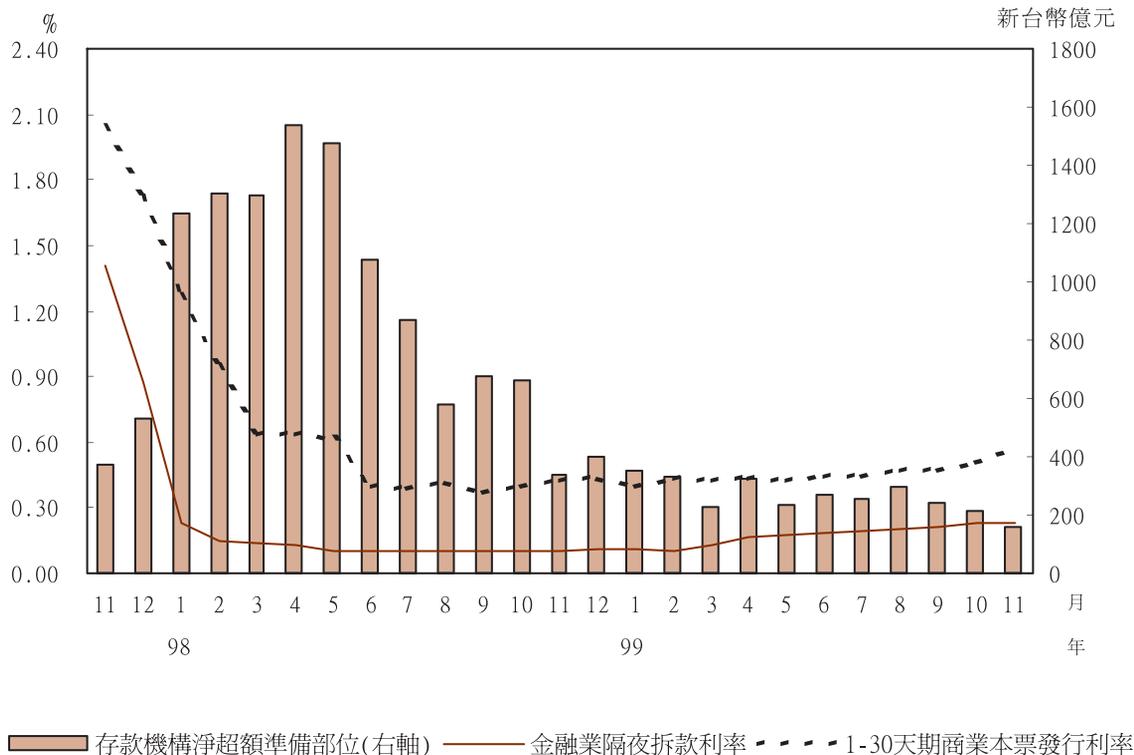


表1.1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單			
		初級市場			次級市場			初級市場			
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年
96	1.998	2.12	2.18	2.13	1.89	1.90	1.96	1.91	1.95	1.94	2.29
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	-
98/ 11	0.104	0.42	0.57	0.74	0.22	0.24	0.34	0.57	0.61	0.71	-
12	0.106	0.43	0.56	0.50	0.25	0.27	0.40	0.54	0.61	0.71	-
99/ 1	0.108	0.40	0.52	0.45	0.24	0.30	0.41	0.57	0.61	0.71	-
2	0.104	0.43	0.59	0.38	0.25	0.27	0.37	0.57	0.61	0.71	-
3	0.130	0.42	0.51	0.69	0.26	0.33	0.47	0.57	0.61	0.71	-
4	0.164	0.43	0.60	0.74	0.30	0.35	0.46	0.57	0.61	0.71	0.75
5	0.174	0.42	0.51	0.59	0.30	0.33	0.39	0.57	0.61	0.71	0.70
6	0.183	0.44	0.71	0.58	0.31	0.35	0.37	0.59	0.63	0.73	0.67
7	0.196	0.44	0.51	0.55	0.34	0.39	0.46	0.63	0.67	0.77	0.73
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

三、票券流通餘額

本年11月底票券流通餘額合計為12,063億元，較6月底增加647億元。其中，國庫券增加550億元，主要因財政部10、11月增加

國庫券標售所致；同期間商業本票增加378億元，係因企業短期資金需求增加；另可轉讓定期存單減少280億元，銀行承兌匯票亦減少1億元。

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
96	64,951	66,622	9,253	880	850	280	55,772	56,300	6,648	382	378	84	7,917	9,094	2,240
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
98/ 11	5,583	5,561	10,176	450	550	1,900	4,493	4,588	6,704	21	23	48	620	400	1,524
12	6,549	6,294	10,431	700	450	2,150	5,105	5,296	6,513	22	21	49	722	527	1,719
99/ 1	5,743	5,040	11,134	200	-	2,350	5,050	4,582	6,981	20	18	51	473	440	1,752
2	4,412	3,872	11,674	250	250	2,350	3,549	3,166	7,365	19	20	49	594	436	1,910
3	6,394	6,142	11,926	250	400	2,200	5,372	5,114	7,623	27	25	52	745	604	2,051
4	5,771	5,817	11,880	450	400	2,250	4,577	4,634	7,566	28	22	58	717	761	2,007
5	5,030	5,577	11,334	-	250	2,000	4,309	4,902	6,973	30	27	60	692	398	2,300
6	5,994	5,913	11,415	-	200	1,800	4,955	4,902	7,026	28	26	62	1,011	784	2,527
7	6,309	5,952	11,772	350	350	1,800	5,447	4,988	7,485	31	25	68	481	590	2,419
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	-	2,350	5,405	4,904	7,404	36	42	61	763	714	2,247

貳、債券市場

本(99)年第3季債券發行市場，政府公債方面，配合定期適量政策發行1,200億元中央政府公債；第2季發債旺季過後，本季公司債發行規模為1,034億元，雖仍較上季增加，惟成長減緩；金融債券發行金額為363億元，規模較上季明顯縮減；受美國次貸事件影響，近二年呈現停滯的資產證券化市場，在全球景氣逐步回穩下，本季已有新案發行，發行金額約53億元；至於外國債券及國際債券方面，本季美國金融機構首次在台發行美元計價債券，折合新台幣約106億元，規模為歷年之冠。債券流通市場部分，由於資金籌碼長期失衡，次級市場流動性不足，本季交易量為29兆216億元，僅較上季增加5,453億元或1.91%。

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

本季配合定期適量發行政策，共發行甲類非自償性中央政府公債1,200億元，較上季減少300億元或20%；發行內容包括5年、10年及20年期公債各400億元；就得標利率觀察，由於市場胃納量大，加上銀行業及壽險業積極搶標，10年債及20年債得標利率均較上季下滑逾20個基本點。累計至本月底，中央政府公債發行餘額為4兆797億元，較上季底增加301億元，未及1%，11月底發行餘額累增至4兆1,576億元。

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)	得標倍數	最高得標利率 (%)	行業得標比重(%)			
						銀行業	證券業	票券業	保險業
△99甲6	7.20	5	400	1.99	1.011	61.64	26.86	9.00	2.50
99甲7	8.12	20	400	1.47	1.789	33.74	47.00	5.63	13.63
99甲8	9.21	10	400	1.86	1.228	50.87	39.25	4.88	5.00

△為可分割公債。

(二) 直轄市政府公債

直轄市政府公債，本季無發行紀錄。

本季底發行餘額為1,469億元，與上季底規模相當，11月因高雄市政府發行公債87億

元，月底發行餘額增加至1,556億元。

(三) 公司債

第2季發債旺季過後，公司債成長趨緩，本季發行總額為1,034億元，較上季增

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
96	13,836	60,482	3,932	34,100	90	1,098	1,629	11,049	1,925	9,174	6,175	4,262	85	799
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/ 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	736	63,106	400	39,496	-	1,364	86	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	1,123	64,170	400	40,596	-	1,364	274	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	1,105	64,102	400	40,196	-	1,470	427	11,778	35	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	857	65,060	400	41,196	-	1,469	237	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

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」。

加66億元或6.82%。就發行內容觀察，近8成為不可轉換公司債；無擔保公司債及擔保公司債占比相當；發行期限別則以5年期占近6成為最大宗。發行公司中，台灣電力公司、金融控股公司及台塑集團，合計發債規模達727億元，占整體市場7成左右；在發行利率方面，由於市場資金充沛、壽險業現金部位龐大，加上公債殖利率持續走低等因素影響，本季5年期、7年期及10年期加權平均

發行利率均較上季下滑，分別為1.5040%、1.7663%及1.7082%；其中，10年期債方面，由於發債企業均係公營事業，其利率相較7年期債低約6個基本點。截至本季底，公司債發行餘額為1兆1,907億元，較上季底增加292億元或2.51%，11月底發行餘額增至1兆1,918億元。

(四) 金融債券

本季共有9家金融機構相繼發行金融債

券，總金額為363億元，較上季減少144億元或28.40%。其中，發債金額達50億元以上者，包括台灣中小企銀、第一商業銀行及台北富邦銀行，合計發債金額244億元，占總發行額6成7。發債內容均為次順位債；發行期間以7年期券占74.24%為最大宗，加權平均發行利率為2.115%。累計至本季度，金融債券發行餘額為7,797億元，較上季底增加104億元或1.35%。截至11月底發行餘額為7,817億元。

(五) 資產證券化受益證券

由於美國次貸事件影響，資產證券化商品遲至本季8月始有新案發行，證券化標的

為中租迪和公司承作之租賃及分期付款債權證券化受益證券，總發行金額52.75億元。累計至本季度資產證券化受益證券發行餘額為2,401億元，較上季底減少25億元或1.03%，及至11月底發行餘額為2,275億元。

(六) 外國債券及國際債券

本季美國花旗集團公司(Citi)於7月16日在台發行3年期3.3億美元債券(折合新台幣約106億元)，發行利率2.80%；此係第1檔由美國金融機構在台發行之外幣計價債券，發行金額創下歷年新高。截至本季度，外國債券及國際債券發行餘額為524億元。

表2.3 國際債券發行統計表

發行機構	發行日期	期限(年)	發行金額		發行利率(%)
			幣別	折合新台幣(億元)	
德意志銀行	98.6.4	3	2.6億(美元)	85	3.00
法國巴黎銀行	98.11.5	3	2.9億(澳幣)	85	5.75
韓國輸出入銀行	99.6.23	3.5	2.7億(美元)	87	2.65
美國花旗集團公司	99.7.16	3	3.3億(美元)	106	2.80

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

二、流通市場

(一) 店頭市場

7月初，受國際債市走空影響，國內10年期指標公債殖利率小幅反彈，之後由於國際債市轉多及國內5年期公債標售結果良好，殖利率隨而向下；8月份，債市氣氛偏

多，加上銀行業及保險業去化資金需求，使得債市殖利率持續下跌，10年期指標公債殖利率自7月初1.4019%一路走下，8月底收在1.1443%，下滑逾25個基本點。9月份，隨著美債殖利率震盪走高、台股止跌回穩，債市殖利率反彈上揚，之後由於外資熱錢陸續進

場，殖利率轉而走下，月底收在1.1995%；10月初，央行升息半碼，由於符合市場預期，影響債市相對有限，惟後續在本行嚴查炒匯之下，殖利率震盪走揚，月底收在1.2507%；11月份，國際債市反彈，10年期公債殖利率自月初1.2730%一路攀升，月底收在1.3990%，全月平均為1.3861%。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為29兆216億元，較上季增加5,453億元或1.91%，其中買賣斷交易減少1兆7,150億元或12.78%(占成交總額比

重，由上季底44.3%降至34.3%，減少10個百分點)，附條件交易增加2兆2,602億元或15.01%(占成交總額比重，由55.7%升至65.7%)。就各類債券交易觀察，八成以上為政府公債交易，本季交易金額為25兆4,438億元，其餘依序為公司債3兆900億元、金融債券4,239億元、資產證券化受益證券447億元以及外國債券與國際債券191億元。

(二) 集中市場

集中市場上公債及可轉換公司債本季無交易紀錄。

圖2.1 各期別公債殖利率走勢圖

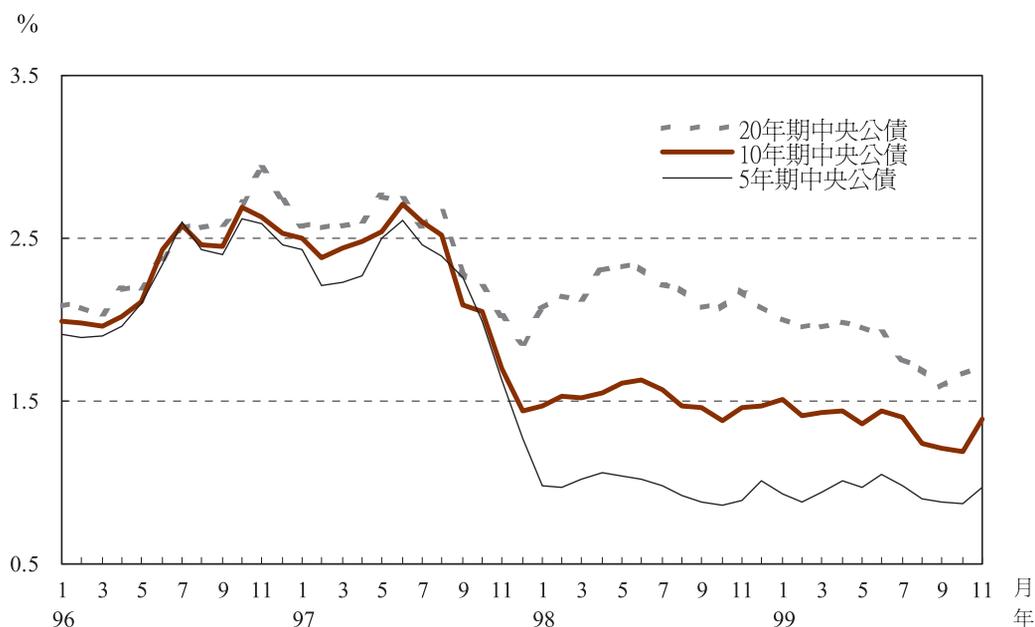


表2.4 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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 (%)	
96	1,940,055	937,876	48.3	1,002,179	51.7	
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	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	41,780	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

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表2.5 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				
96	1,940,055	1,922,416	4,121	9,327	1,709	1,622	860	
97	1,355,095	1,337,539	5,025	8,829	2,054	819	829	
98	975,475	959,932	4,804	8,612	1,525	0	602	
99/	1	88,063	86,680	532	796	55	-	0
	2	49,212	48,179	524	451	56	-	2
	3	91,524	90,067	463	812	176	-	6
	4	93,604	83,005	8,251	791	1,397	70	90
	5	100,719	90,506	7,854	754	1,471	99	35
	6	90,440	79,350	8,479	779	1,583	196	53
	7	100,718	89,481	8,748	1,034	1,300	101	54
	8	104,987	93,208	8,866	1,178	1,509	170	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

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」。

參、股票市場

99年7月至8月上旬，由於希臘及西班牙順利標售公債，美國科技大廠第2季財報亮麗，促使美國股市勁升，以及ECFA題材持續發酵，外資大幅買超台股，致使台股強勁上揚，指數於8月9日漲至8,035點。隨後，由於美國就業及成屋銷售數據不佳，美國股市轉弱，以及鴻海上半年財報不如預期，以致台股走軟，指數於8月31日跌至7,616點。9月至11月上旬，由於美國經濟持續復甦，美國Fed再度推出量化寬鬆政策，國際資金持續流入亞洲，以及電子大廠法說會釋出樂觀看法，外資大幅買超台股，致使台股反彈回升，指數於11月10日漲至8,451點之本年來新高。之後，由於中國人行連續兩次調升存款準備率，五都選舉逼近市場觀望氣氛濃厚，以及南北韓爆發軍事衝突，以致台股回檔整理，指數於11月30日跌至8,373點，惟仍較6月底的7,329點大幅上漲14.24%。

一、大盤股價指數變動

99年7月份股市上揚，7月底加權指數較上月底上漲5.88%。7月份主要利多因素包括：1. ECFA題材加持，相關傳產股及金融股表現強勢；2. 希臘、西班牙相繼順利標售公債，加以歐洲銀行通過壓力測試，促使國際股市全面回升；3. 美國英特爾等科技大廠第2季財報優於預期。

99年8月份股市先堅後軟，8月底加權指數較上月底小跌1.86%。8月上旬股市續強，指數於8月9日升抵8,035點，此期間主要利多因素包括：1. 中國傳出有條件撤除對台飛彈，激勵投資人信心；2. 市場傳出中東資金可能參股投資國內銀行；3. 外資調高宏達電目標價，激勵電子股走強。8月中下旬股市回跌，此期間主要利空因素包括：1. 美國7月份成屋銷售及勞動市場表現疲軟，引發美國股市下跌；2. 英特爾調降第3季財報預測，對個人電腦產業景氣看淡；3. 台股指數8千點附近解套賣壓增大，促使外資持續減碼；4. 鴻海第2季財報獲利不如預期。

99年9月份股市上揚，9月底加權指數較上月底上漲8.16%。9月份主要利多因素包括：1. 美國8月份多項經濟數據轉佳，國際股市表現強勁；2. ECFA正式生效，兩岸開放題材發酵；3. 國際熱錢湧入亞洲，外資大幅買超台股。

99年10月份股市先軟後堅，10月底加權指數較上月底略升0.60%。10月1日至19日股市走低，此期間主要利空因素包括：1. 中國人行於10月11日宣布調高6大商銀存款準備率2碼；2. 中國人行於10月19日宣布調升存款及貸款基準利率各1碼；3. 新台幣升值壓縮電子業獲利空間，導致電子股走軟。10月下旬股市回升，此期間主要利多因素包括：

1.政府基金進場護盤；2.東南亞股市頻創新高，外資大幅買超台股；3.電子大廠法說會釋出樂觀看法。

99年11月份股市呈現狹幅盤整局面，11月底加權指數較上月底小漲1.03%。11月上旬股市續升，此期間主要利多因素包括：1.美國Fed推出第二次量化寬鬆政策，規模達6,000億美元，激勵國際股市上揚；2.國際資金湧入亞洲股市，外資大幅買超台股。11月中下旬股市回落，此期間主要利空因素包括：1.中國人行連續兩度調升存款準備率，引發亞洲股市下挫；2.愛爾蘭及葡萄牙債信

危機再現，造成國際股市回落；3.五都選舉逼近，市場觀望氣氛濃厚；4.南北韓爆發軍事衝突，導致國際股市滑落。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，99年7月份因南歐國家債信危機已趨緩和，國際股市反彈回升，激勵外資大幅買超台股，加以ECFA題材加持，致使各類股均全面上漲，漲幅較大的類股依序為：橡膠股（15.02%）、電器電纜股（11.83%）、電機機械股（10.51%）以及水泥股

圖3.1 集中市場價量變動趨勢

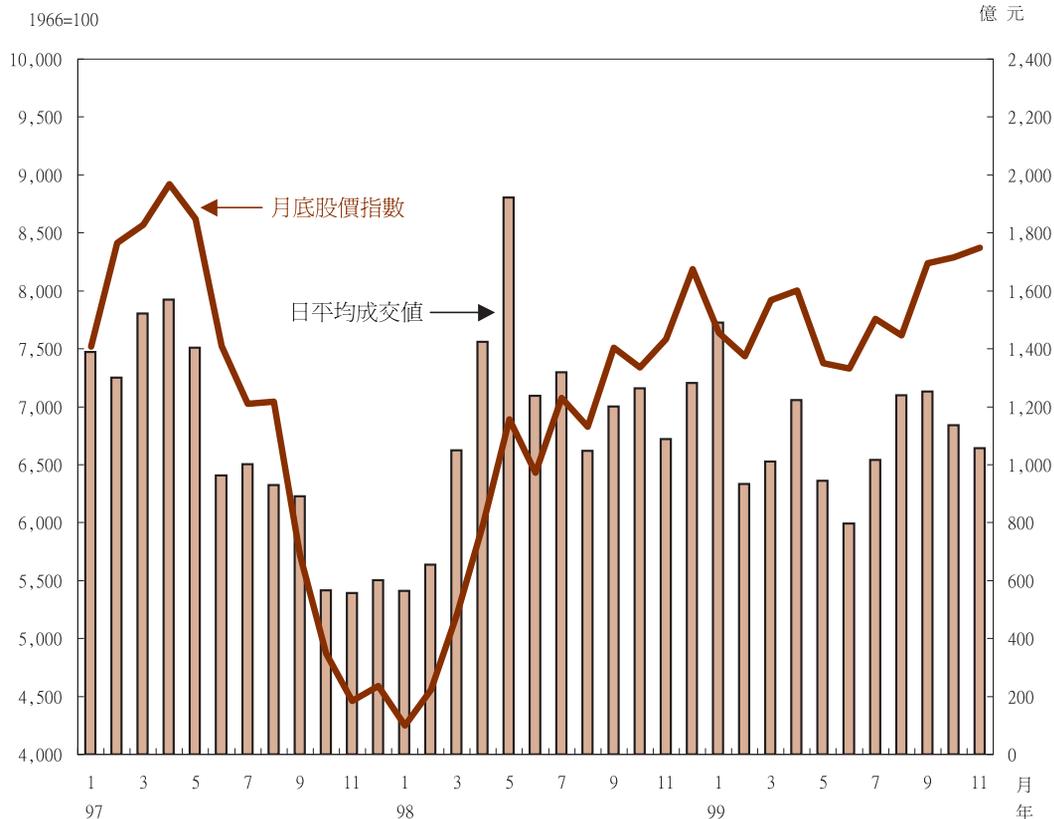


表3-1 集中市場各類股股價指數之變動

日期	類股名稱 加權指數	電子	金融保險	食品	紡織纖維	造紙	建材營造	水泥	塑膠	電機機械
99年6月底	7329.4	295.5	796.0	723.3	370.6	173.5	265.4	93.7	194.8	83.4
99年7月底	7760.6	313.6	856.8	792.0	403.9	187.8	275.5	103.3	197.5	92.2
99年8月底	7616.3	298.0	854.4	792.1	416.5	190.3	298.0	100.1	208.9	90.1
99年9月底	8237.8	323.4	907.6	856.8	467.3	208.4	314.7	110.8	227.0	95.0
99年10月底	8287.1	320.8	896.2	859.0	490.9	217.8	319.1	109.8	247.6	98.3
99年11月底	8372.5	325.4	878.4	884.2	492.9	209.9	347.6	106.6	252.4	99.3
99年7月底與上月底比%	+5.88	+6.13	+7.63	+9.50	+8.97	+8.23	+3.81	+10.23	+1.37	+10.51
99年8月底與上月底比%	-1.86	-4.96	-0.28	+0.01	+3.12	+1.37	+8.17	-3.11	+5.79	-2.21
99年9月底與上月底比%	+8.16	+8.51	+6.22	+8.18	+12.21	+9.50	+5.62	+10.73	+8.64	+5.40
99年10月底與上月底比%	+0.60	-0.79	-1.25	+0.25	+5.05	+4.50	+1.38	-0.92	+9.10	+3.45
99年11月底與上月底比%	+1.03	+1.41	-1.99	+2.93	+0.41	-3.63	+8.95	-2.89	+1.93	+0.98

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
99年6月底		48.8	100.8	66.7	102.0	208.8	107.6	94.4	125.6	157.8	144.4
99年7月底		54.6	107.0	73.0	107.7	240.2	118.3	101.1	137.8	172.6	149.4
99年8月底		55.2	114.2	72.6	108.2	237.5	130.2	101.9	160.8	186.2	152.4
99年9月底		63.2	120.3	74.4	114.6	246.9	158.9	109.1	168.2	205.9	159.7
99年10月底		62.3	127.4	83.6	110.3	249.8	163.0	116.4	162.8	192.9	161.7
99年11月底		61.6	129.9	80.2	110.5	249.2	167.1	119.3	162.4	201.0	159.4
99年7月底與上月底比%		+11.83	+6.12	+9.44	+5.62	+15.02	+9.94	+7.11	+9.69	+9.39	+3.48
99年8月底與上月底比%		+1.08	+6.77	-0.55	+0.47	-1.10	+9.98	+0.76	+16.72	+7.88	+1.99
99年9月底與上月底比%		+14.47	+5.31	+2.45	+5.87	+3.93	+22.12	+7.12	+4.60	+10.56	+4.81
99年10月底與上月底比%		-1.46	+5.95	+12.42	-3.71	+1.19	+2.55	+6.72	-3.19	-6.31	+1.24
99年11月底與上月底比%		-1.12	+1.93	-4.08	+0.15	-0.27	+2.50	+2.46	-0.25	+4.20	-1.42

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
97 年 全 年	-4,700	440	433	-3,827
98 年 全 年	4,801	-289	100	4,612
98 年 11 月	218	-4	20	234
98 年 12 月	985	-126	59	918
99 年 1 月	41	-141	-102	-202
99 年 2 月	-903	3	-45	-945
99 年 3 月	1,131	18	163	1,312
99 年 4 月	1,164	-149	-46	969
99 年 5 月	-1,272	-97	-130	-1,499
99 年 6 月	-124	-53	29	-148
99 年 7 月	634	68	75	777
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

(10.23%)。至於電子股則上揚6.13%，金融股上漲7.63%。

99年8月份因ECFA題材持續發酵，市場資金由電子股轉至傳產股，致使大多數傳產股均告上漲，其中漲幅較大者依序為：觀光股(16.72%)、汽車股(9.98%)、建材營造股(8.17%)及貿易百貨股(7.88%)。至於電子股下跌4.96%，主要係因市場對電子業景氣展望較保守，以及鴻海第2季財報獲利不如預期。

99年9月份在全球股市表現強勁，ECFA正式生效及外資大幅買超下，所有類股全面上漲，尤其在中國內需強勁及兩岸開放題材

加持下，傳產股及中概股漲幅普遍較大。漲幅較高的類股依序為：汽車股上漲22.12%，電器電纜股上升14.47%，紡織纖維股上漲12.21%，水泥股上漲10.73%，貿易百貨股上揚10.56%。至於電子股及金融股分別上漲8.51%及6.22%。

99年10月份各類股漲跌互見，由於新台幣升值效應，資產題材升溫，以及國際原物料報價上揚，多數傳產股仍續走強，僅少數傳產股因近期漲幅已大而出現回檔。塑膠股大漲9.10%，主要係因塑化原料供應吃緊，相關廠商獲利大增；紡織股因棉花價格上揚及資產題材而上漲5.05%；航運股上升

6.72%，主要係因旺季來臨，營收回升。貿易百貨股因近期漲幅已大而回跌6.31%；鋼鐵股則因產能過剩及中國緊縮貨幣影響而下跌3.71%。至於電子股與金融股則分別下跌0.79%及1.25%。

99年11月份多數類股均呈上漲，僅少數類股下跌。電子股因第3季獲利良好及法說會釋出樂觀看法而上漲1.41%；建材營造股因房價居高及資產題材升溫而大漲8.95%；汽車股因銷售業績佳而上揚2.50%；航運股亦因獲利佳而續升2.46%。至於金融股則下跌1.99%，造紙股下滑3.63%，水泥股下跌2.89%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，99年7月至11月間，除了8月因美國經濟指標表現不佳，國際股市下挫，致使外資賣超台股外，其餘4個月外資均出現買超，主要係因美國持續寬鬆貨幣政策，美國股市表現強勁，加以國際熱錢湧入亞洲，激勵外資大幅買超台股。

99年7月至11月投信法人操作仍很保守，除了7月因ECFA題材發酵，金融及傳產股表現強勢，激勵投信法人加碼外；其餘4個月均出現賣超，主要係因台股指數逐漸接近高檔，投資人逐步獲利了結，致使投信法人逢高減碼，以應付投資人贖回基金的壓

力。

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。99年7月、9月及11月均因台股行情走高而使自營商出現買超；至於8月及10月均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. 99年7月6日，金管會開放證券商得以其他證券商為有價證券借貸對象。
2. 99年8月17日，金管會公告，證券金融事業因經營業務所需，得於我國之外匯指定銀行開設外幣存款帳戶持有外幣，其持有外幣總額度以公司資本淨值之30%為限。
3. 99年10月6日，金管會公告，修正「大陸地區投資人來台從事證券投資及期貨交易管理辦法」第13條，明定限制陸資投資之業別、比率及金額；並調整為由主管機關會商各中央目的事業主管機關及外匯業務主管機關擬訂，報行政院核定。
4. 99年10月14日，金管會公告，增列「電影事業」及「出版事業」為大陸地區投資人禁止投資業別。
5. 99年11月11日，金管會公告，將外資持有剩餘年限逾一年以上之買賣斷公債部位納入匯入資金30%限額計算。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

99年第3季（7至9月）新台幣對美元匯率最低為7月13日之32.300元，最高為9月30日之31.330元，差距為0.970元。季底新台幣對美元匯率為31.330元，較上季底升值3.0%，對人民幣亦升值1.5%，對歐元、日圓及韓元則分別較上季底貶值7.5%、3.2%及3.9%。

99年第4季底與第3季底比較，新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元均呈升值（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）升值2.4%。以下分別分析第4季新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元之匯率變動。

新台幣對美元匯率：本季最低為10月1日之31.310元，最高為12月30日之30.217元，差距為1.093元。10月由於美國經濟成長趨緩，加深市場預期美國將持續實施寬鬆貨幣政策，國際美元走弱，外資大量流向亞洲，新台幣走升。11月初美國Fed宣布第二次量化寬鬆(QE2)措施，新台幣持續升值；惟中旬起受到部分歐元區國家債信危機再起，美元避險需求提高，國際美元小幅反彈，加上南北韓軍事衝突升高，外資撤出東亞，新台幣對美元回貶。12月以來，因Fed

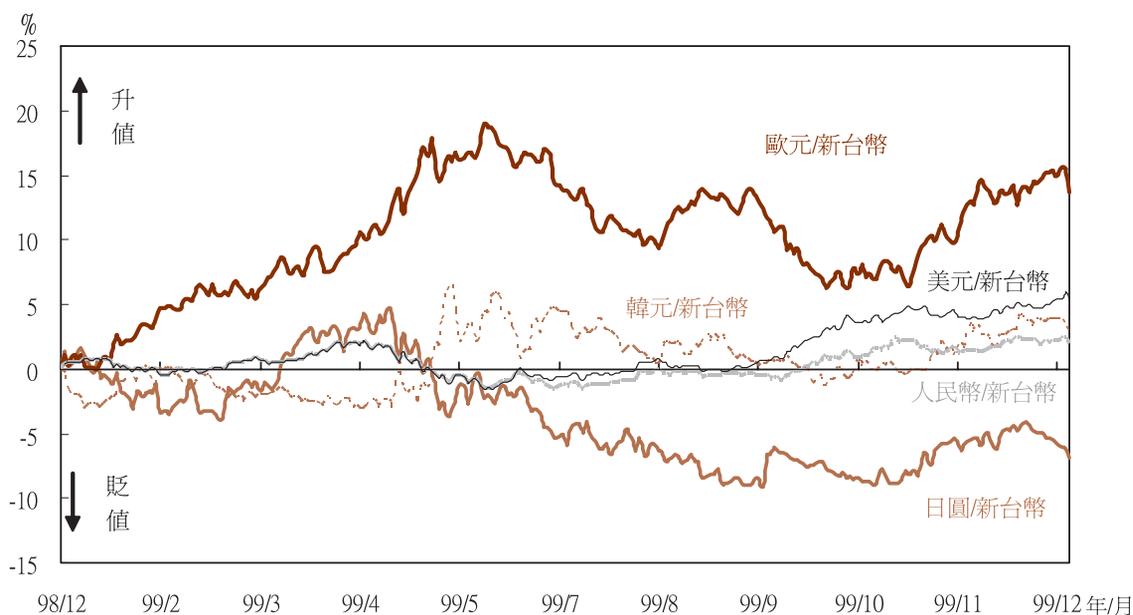
暗示可能三度採行量化寬鬆措施，國際資金持續湧入亞洲，新台幣對美元趨升。本季底新台幣對美元匯率為30.368元，較上季底升值3.2%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季亦升值4.0%。

新台幣對歐元匯率：10月因國際美元走貶，歐元對美元緩步走升，至11月初由於愛爾蘭、葡萄牙等歐元區國家債務危機疑慮再度擴大，歐元對美元轉貶，12月雖然歐盟通過對愛爾蘭紓困，惟歐債危機尚未完全平息，歐元對美元呈盤整態勢。本季底新台幣對歐元較上季底升值5.1%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對歐元則較上季貶值1.2%。

新台幣對日圓匯率：10日日圓對美元延續上季升值走勢，主要係因市場擔心美國經濟減緩，資金持續流入日本。11月以來，因歐債問題及東北亞地域性風險升高，國際美元走強，日圓相對疲弱。12月受到國際資金流向亞洲，日圓對美元轉為升值。本季底新台幣對日圓較上季底升值0.7%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓與上季持平。

新台幣對人民幣匯率：10月初由於中國出口成長仍強勁，人民幣對美元持續升值；10月下旬至12月中旬，受到中國升息及美國實施QE2等因素影響，人民幣對美元維持在6.625至6.702元區間內波動。12月下旬因外資再度湧入亞洲，人民幣對美元呈升值趨

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與98/12/31比較)



勢。本季底新台幣對人民幣較上季底升值1.6%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣亦較上季升值2.3%。

新台幣對韓元匯率：10月以來因南韓貿易出超擴大及外資匯入，加上美國實施QE2，支撐韓元匯價；惟11月中旬起，因國際美元走強及南北韓爆發軍事衝突，外資撤出，韓元對美元轉呈貶值，12月則在國際美元走弱及南北韓軍事衝突尚未解除的交互影響下，韓元對美元呈區間盤整。本季底新台幣對韓元較上季底升值2.7%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季略貶0.4%。

二、外匯市場交易

99年8月至10月外匯市場（含DBU及

OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為13,295.1億美元，較上期(5月至7月，以下同)增加1.9%，日平均交易淨額亦增為207.8億美元，反映外貿持續成長及國內外資金進出規模擴大。其中，OBU外匯交易淨額為733.7億美元，較上期略減0.1%，占外匯市場總交易量5.5%。

各交易類別中，以即期外匯交易最多，交易量高達5,675.4億美元。換匯交易居次，交易量為5,642.8億美元，合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為42.7%及42.4%，且兩者交易較上期分別成長0.1%及1.1%。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8.7%及5.5%，亦較上期分別成長21.1%及1.6%（表4.1及圖4.2）。

表4.1 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

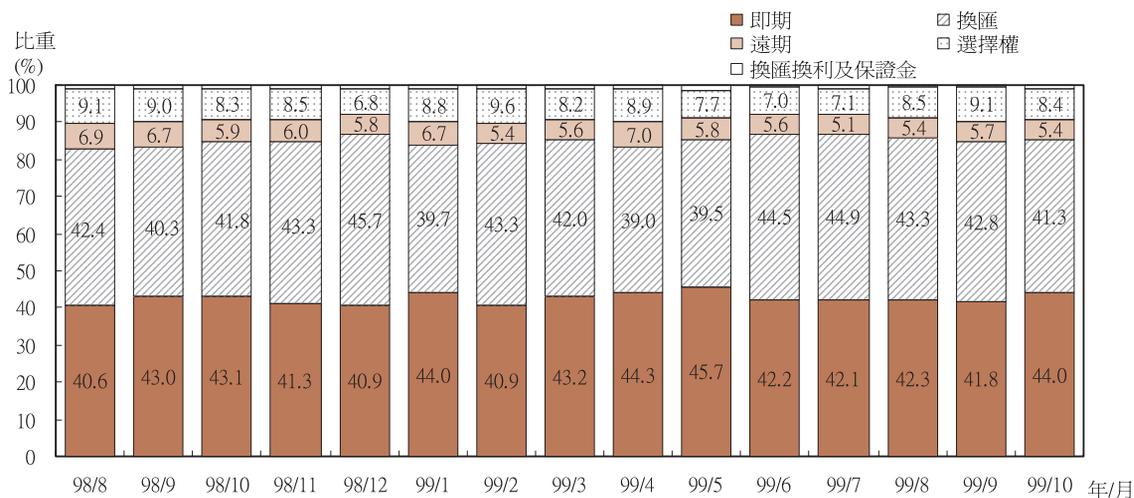
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
		國內銀行 間新台幣 對外幣	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²						OBU 交易淨額		
95	1,910,270	1,107,646	241,528	411,182	137,871	37,809	47,353	396,578	3,910,838	192,354	15,631
96	2,418,963	1,362,112	288,406	477,189	142,672	42,482	29,683	303,857	4,634,286	190,812	18,623
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
98 / 8	135,668	141,603	59,722	23,074	6,011	1,499	1,961	30,369	334,174	20,429	16,709
9	168,169	157,255	74,178	26,068	6,769	1,508	2,418	35,343	390,761	22,029	17,762
10	180,945	175,320	81,381	24,931	5,980	1,710	1,749	34,937	419,592	22,673	19,072
11	162,933	171,009	79,060	23,549	6,646	1,668	2,281	33,447	394,887	22,524	18,804
12	154,818	173,371	73,350	22,139	5,488	1,630	1,341	25,655	378,955	19,874	16,476
99 / 1	178,493	160,956	72,550	27,042	7,484	1,483	1,781	36,106	405,861	23,985	20,293
2	129,866	137,443	58,147	17,295	4,140	1,063	1,569	30,371	317,607	20,129	19,850
3	191,496	186,098	79,150	24,712	6,321	1,484	3,092	36,409	443,291	23,559	19,274
4	193,731	170,206	82,056	30,519	7,779	1,694	1,561	38,778	436,487	24,657	20,785
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

註：1. 自87年1月起各類交易量已剔除「銀行間交易」重複計算部分。此外，與匯率有關之衍生性金融商品交易均列於此表。

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部份。

圖4.2 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，99年8月至10月的交易比重為43.9%，較上期減少2.9個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.1%；第三種貨幣間

的交易比重為54.0%，美元對日圓、美元對歐元及其他外幣間的交易比重分別為9.8%、17.5%及26.7%，三者分別較上期增加0.7、1.6及0.5個百分點（圖4.3）。

圖4.3 外匯交易-按幣別

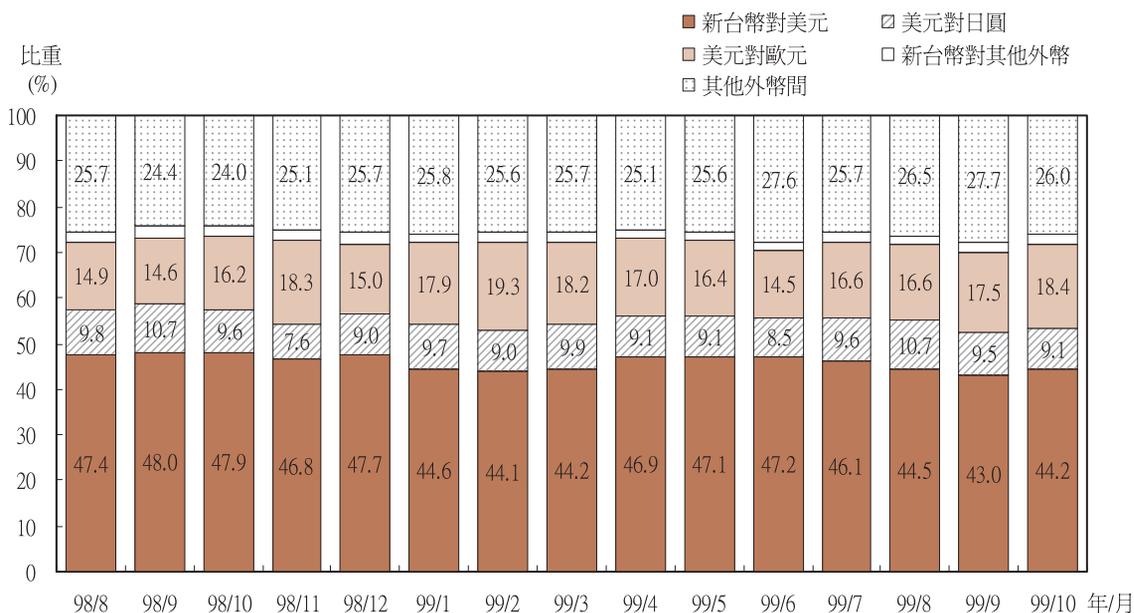
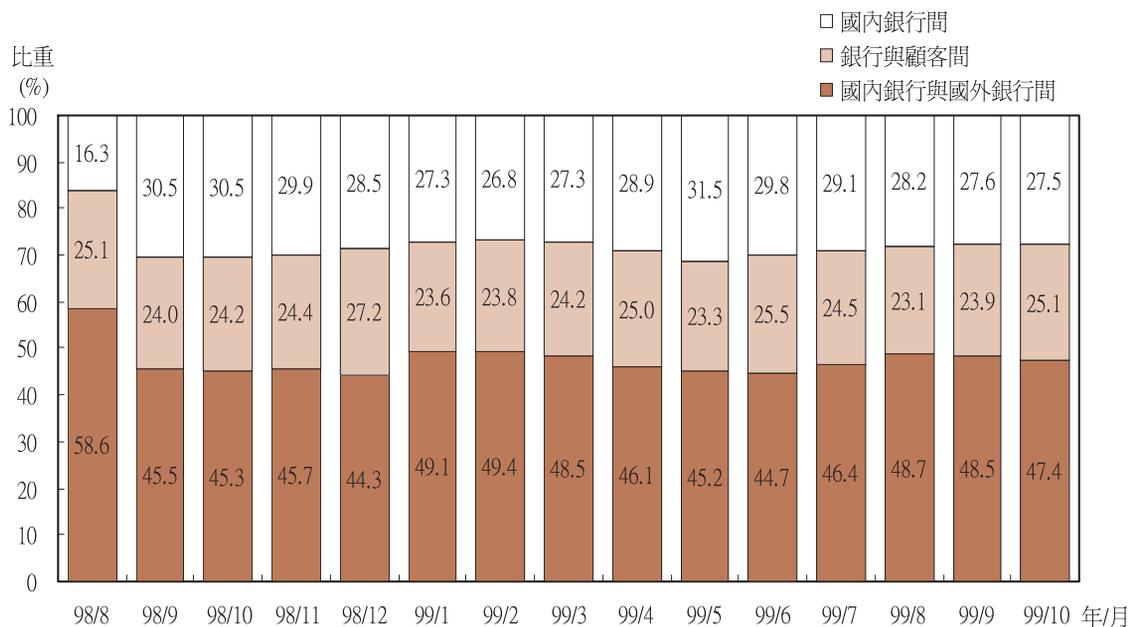


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，99年8月至10月交易比重為48.2%，較上期增加2.8個百分點；國內銀行間的交易居次，比重為27.8%，較上期減少2.4個百分點；國內銀行與顧客間的交易比重24.0%為最少，較上期略減0.3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)，99年8月換匯交易量為835.6億美元，較上月微減0.8%，主要受下列因素影響：(1)壽險業

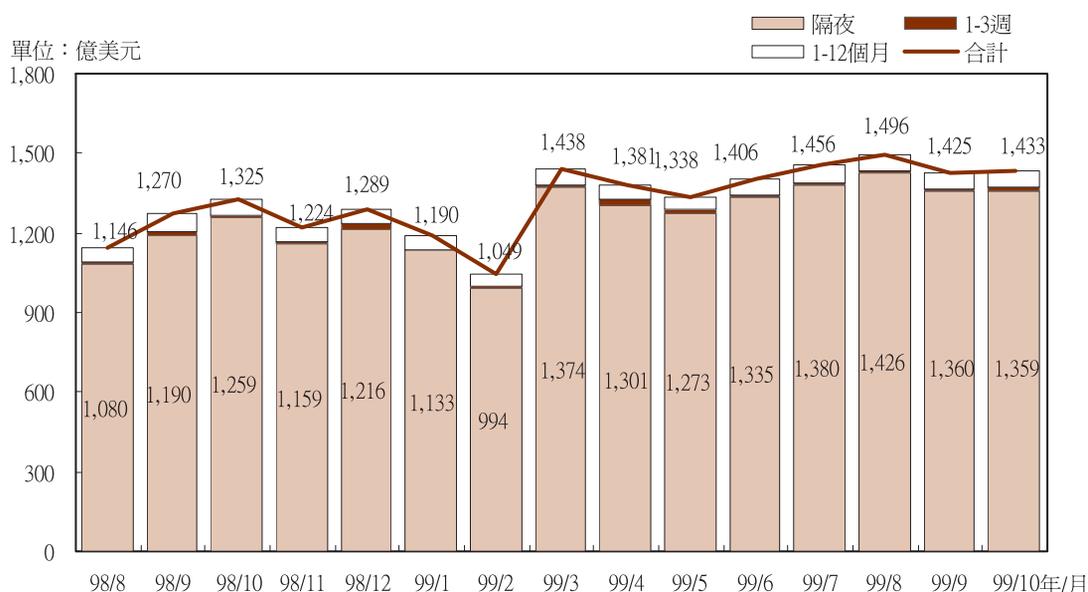
等客戶之換匯交易到期續作量相對減少，致轉向銀行間拋補之交易略降；(2)本月NCD發行餘額增加，銀行體系新台幣資金略為緊俏，利用換匯交易調節新台幣資金之需求減緩，銀行間換匯市場交易量減少。9月交易量為795.4億美元，較上月減少4.8%，主要受下列因素影響：(1)本月匯銀持有美元部位較高，較可支應壽險業海外投資之換匯需求，轉向銀行間拋補交易減少；(2)本行NCD發行餘額持續增加，銀行體系可用新台幣資金略為減少，換匯市場交易量因而降低。10月交易量為750.0億美元，較上月減少5.7%，主要受下列因素影響：(1)年終將至，銀行改以長天期換匯交易調度資金，致短天期換匯交易減少，週轉率下降；(2)NCD發行

餘額持續增加，部分銀行新台幣資金略為緊俏，利用換匯交易調節多餘新台幣資金需求減緩。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖4.5)，8月交易量為1,495.7億美元，較上月增加2.7%，主要因美國維持低利率政策，銀行多以隔夜拆款融通所需資金，週轉率相對提高

所致。9月交易量為1,424.5億美元，較上月減少4.8%，主要因外匯存款增加，銀行外幣資金充裕，致進行外幣拆款交易減少。10月交易量為1,432.7億美元，較上月增加0.6%，主要係因外匯存款持續增加，銀行將多餘資金拆出運用所致。

圖4.5 外幣拆款市場月交易量



四、匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品

99年8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為1,684.6億美元，較上期增加38.6%。其中，以外幣利率期貨交易金額1,450.0億美元最多，較上期大幅增加71.6%，且占匯率以外涉及外幣之衍生性金

融商品交易量的86.1%，較上季增加16.6個百分點，主要係因歐債問題尚未完全解決，加上美國持續量化寬鬆政策，造成熱錢大量湧入新興國家，金融市場仍不穩定，與利率有關之避險需求增多。外幣換利交易居次，占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量的9.4%，較上季減少13.2個百分點（表4.2）。

表4.2 匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品的交易金額

單位：百萬美元

年 / 月	外幣 換利	外幣遠期 利率協議	外幣利率 選擇權	外幣利率 期貨	商品價格交 換及選擇權	股價指數 選擇權	信用衍生 商品	合計
95	69,219	24,796	11,970	40,992	1,827	1,005	964	150,772
96	93,072	12,958	17,475	176,723	6,947	627	5,243	313,044
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
98 / 8	65,470	160	458	15,031	1,441	9	158	82,727
9	34,032	200	666	11,208	1,466	11	418	48,001
10	9,506	0	358	20,936	1,510	0	701	33,011
11	5,679	0	546	16,584	842	16	373	24,039
12	7,293	0	708	10,055	1,495	5	313	19,869
99 / 1	22,642	0	1,218	20,019	1,811	21	1,267	46,978
2	21,546	35	1,098	19,164	1,806	0	1,768	45,415
3	15,950	30	252	24,919	1,248	2	595	42,996
4	15,557	15	100	26,393	1,769	10	1,185	45,029
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

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及衍生性外匯商品業務等。同時，為避免國際熱錢大量流入衝擊我國經濟金融穩定，本行除持續重申外資（FINI）匯入資金務必依申報用途使用外，於11月11日起將外資投資國內公債金額恢復併入不得超過其淨匯入資金30%限額；12月27日起將銀行承作無本金交割新台幣遠期外匯及新台幣匯率選擇權二者合計之部位限額，由原先不得逾總部位限額的1/3降為1/5。

此外，為利企業籌措短期外幣資金及擴大國內金融市場工具與規模，本行及金管會同意自12月6日起開辦境內美元票券市場及境內美元清算業務。基於穩健原則，成立初期暫以本國公司發行有實質交易基礎與銀行保證之商業本票，並採實體形式發行，未來再逐步放寬擴及無實體化。

為配合國內美元票券市場成立，將由兆豐銀行擔任境內美元清算銀行。除建立美元票券款券同步交割機制，消除交割風險外，並採總額即時清算作業方式，俾降低境內美元資金調度之時間、成本及風險，提升本國市場競爭力。

國際經濟金融情勢（民國99年第3季）

壹、概述

本(2010)年第3季以來，先進經濟體失業改善緩慢、金融部門仍顯疲弱，以及愛爾蘭爆發主權債務危機；新興國家則面臨資本流入、貨幣升值等問題，致全球經濟成長力道放緩。

國際機構預測明(2011)年全球經濟成長力道減緩。其中，IMF 10月預測明年全球經

濟成長率由本年之4.8%降為4.2%（表1）；Global Insight 12月的預測值則由本年之4.1%降為3.4%。

物價方面，本年第3季以來，隨國際商品價格上揚，多數國家WPI年增率及CPI年增率走升，惟預期失業率居高，商品價格將回穩，通膨率不致於明顯上升。IMF預測

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2009	2010	2011
全球	-0.6 (-1.9)	4.8 (4.1)	4.2 (3.4)
先進經濟體	-3.2	2.7 (2.8)	2.2 (2.0)
OECD國家	-3.4	2.8 (2.8)	2.3 (2.0)
美國	-2.6	2.6 (2.8)	2.3 (2.4)
日本	-6.3	2.8 (4.4)	1.5 (1.1)
德國	-4.7	3.3 (3.6)	2.0 (2.5)
英國	-5.0	1.7 (1.8)	2.0 (1.8)
歐元區	-4.1	1.7 (1.7)	1.5 (1.4)
四小龍	-0.9	7.8	4.5
台灣	-1.93	9.3 (10.0)	4.4 (4.5)
香港	-2.8	6.0 (6.6)	4.7 (4.7)
新加坡	-1.3	15.0 (14.5)	4.5 (4.4)
南韓	0.2	6.1 (6.1)	4.5 (3.2)
東協五國	1.7	6.6	5.4
泰國	-2.3	7.5 (7.5)	4.0 (3.7)
馬來西亞	-1.7	6.7 (6.8)	5.3 (3.9)
菲律賓	1.1	7.0 (6.7)	4.5 (4.3)
印尼	4.5	6.0 (6.0)	6.2 (5.9)
越南	5.3	6.5 (6.7)	6.8 (6.9)
中國大陸	9.1	10.5 (10.1)	9.6 (9.2)
印度	6.8	9.7 (8.5)	8.4 (8.1)
其他新興市場暨發展中國家	2.5	7.1	6.4

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*, October 2010；()內資料係採用Global Insight *World Overview*, December 2010；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.88, November 2010。

明年全球通膨率由本年之3.7%降為3.1%；Global Insight 的預測值則由本年之2.8%略升為3.0%。

貨幣政策方面，日本為因應持續的通貨緊縮，以及日圓升值與股市疲軟，於10月調降無擔保隔夜拆款目標利率，由0.1%降至0%~0.1%；部分國家則有景氣過熱或通膨升

溫之虞，改採緊縮政策。其中，加拿大於9月調升隔夜拆款利率0.25個百分點至1.0%，係本年以來第三度調升。中國大陸則於10月及12月兩度調升1年期存、放款基準利率分別共0.5個百分點，至2.75%及5.81%。11月以來，澳洲、印度、南韓及泰國亦陸續調升其官方利率(圖1、圖2)。

圖1 主要國家政策利率

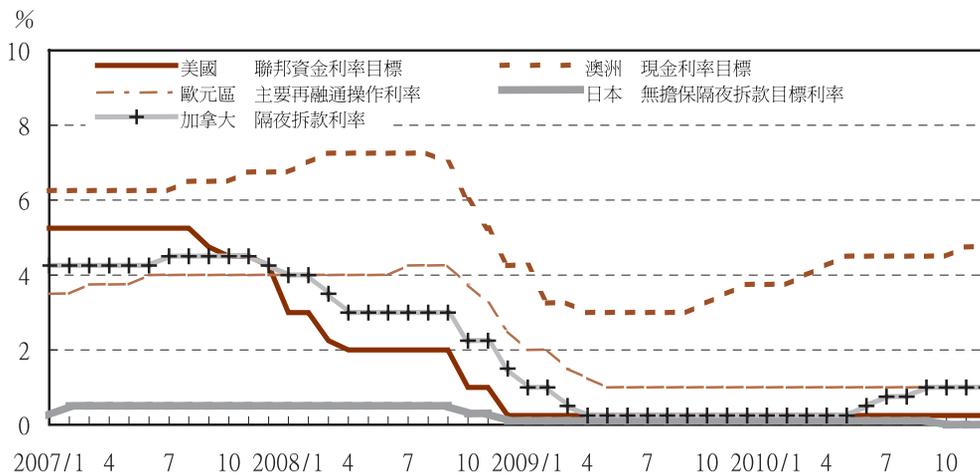
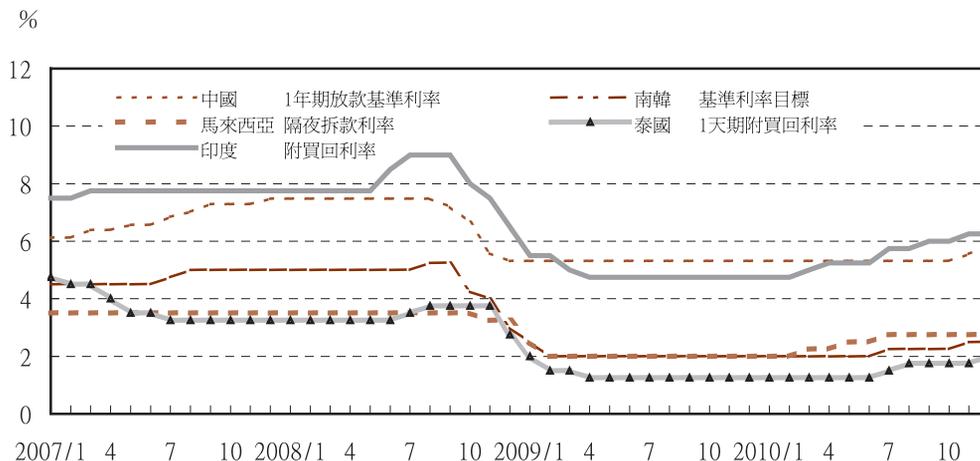


圖2 亞洲新興國家之政策利率



貳、美國物價溫和，Fed維持低利率政策

一、經濟溫和成長

本年第3季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之1.7%上升為2.6% (圖3)，民間消費與投資成長率則分別為2.4%與15.0%；美國海關統計第3季出、進口

分別成長20.6%與22.9%，貿易入超為1,827億美元，年增率為27.3%，10月出進口則分別成長17.6%與15.7%，1至10月貿易入超達5,288億美元 (表2)。

勞動市場方面，第3季失業率為9.6%，

圖3 美國經濟成長率

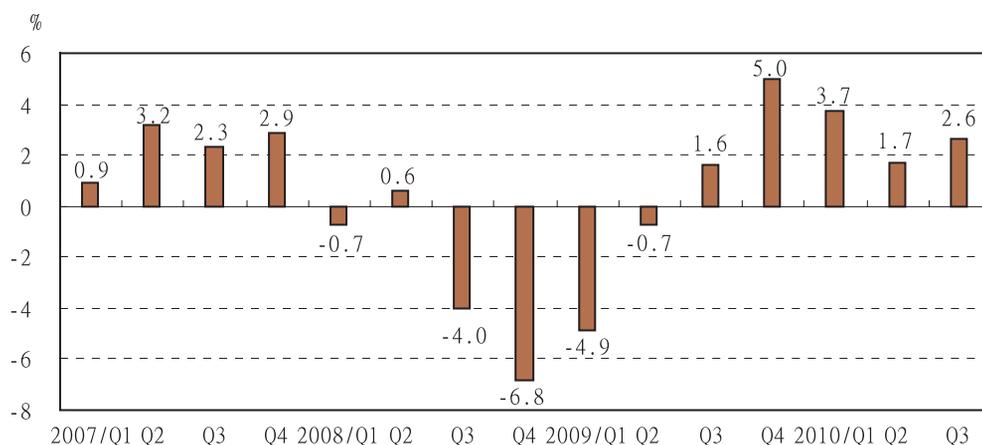


表2 美國重要經濟指標

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 %	
2007	1.9	4.6	2.7	2.3	2.8	3.9	-808,763
2008	0.0	5.8	-3.3	2.3	3.8	6.3	-816,199
2009	-2.6	9.3	-9.3	1.7	-0.4	-2.6	-503,581
2009/12	5.0	10.0	-1.6	1.8	2.7	4.3	-46,734
2010/ 1		9.7	1.5	1.6	2.6	4.5	-43,371
2		9.7	2.3	1.3	2.1	4.2	-40,417
3	3.7	9.7	4.4	1.1	2.3	5.9	-46,972
4		9.9	5.8	0.9	2.2	5.4	-50,645
5		9.7	8.0	0.9	2.0	5.1	-50,384
6	1.7	9.5	8.3	0.9	1.1	2.7	-61,785
7		9.5	7.7	0.9	1.2	4.1	-59,937
8		9.6	6.7	0.9	1.1	3.1	-63,906
9	2.6	9.6	6.0	0.8	1.1	4.0	-58,874
10		9.6	5.5	0.6	1.2	4.3	-52,523
11		9.8	5.4	0.8	1.1	3.5	

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

10月持平，11月則升至9.8%，且非農業部門就業人口僅較10月增加3萬9千人，短期內失業率恐難下降。

12月初的Fed褐皮書報告顯示，全美各地經濟情況持續改善，汽車產業、非金融服務業等皆成長，消費支出增加，但部分地區家庭部門偏重購買必需品。另一方面，房地產市場仍呈疲軟，商用不動產情況不一。貸款情況平穩、信用品質提升。大部分地區雇用情況略為改善，但失業率仍高，工資沒有上升壓力。

Global Insight 預測今、明兩年美國經濟成長率分別為2.8%及2.4%。

二、物價上漲壓力不大

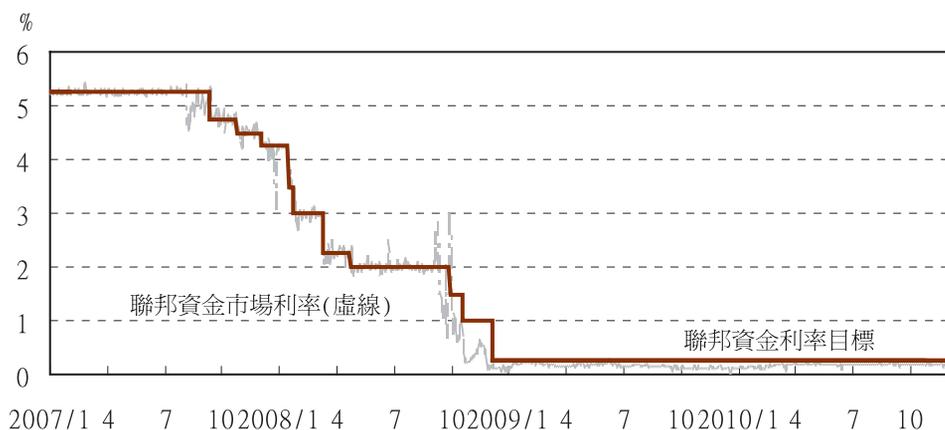
第3季CPI年增率為1.1%，明顯低於第2季之1.8%，10、11月則分別為1.2%與1.1%，顯示原物料價格上揚的趨勢未能填補其他產品及服務價格疲軟；而第3季扣除

能源與食品之核心CPI年增率為0.9%，10、11月分別為0.6%與0.8%。另外，第3季剔除能源與食品之核心個人消費支出物價指數(Core PCEPI)年增率為1.2%，略低於第2季之1.5%，10、11月再降至0.8%。Global Insight 預測美國今、明兩年CPI年增率分別為1.6%及1.3%。

三、Fed維持政策利率不變

在物價穩定的前提下，美國聯邦公開市場委員會(FOMC)自前(2008)年12月以來，持續將聯邦資金利率目標維持於0%~0.25% (圖4)，以促進經濟成長。FOMC於本年11月3日宣布至2011年6月底實施第二次量化寬鬆政策，以6,000億美元買進美國政府長期債券；12月14日會議決議維持現行政策，並將依據新訊息檢視資產購買計畫規模，於必要時調整計畫，以促進充分就業及維持物價穩定。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



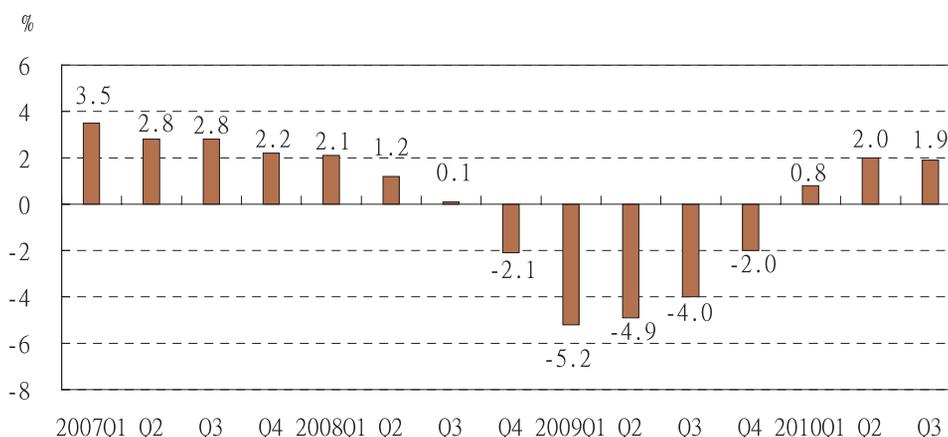
參、歐元區成長動能減緩，歐洲央行(ECB)維持政策利率不變

一、內外需轉弱，經濟成長動能減緩

本年第三季，歐元區經濟成長率由第二季之2.0%略降為1.9%（圖5）；與上季比之季變動率則由第二季之1.0%降為0.4%，其中，

固定資本形成成長率降為0%，輸出、入成長幅度亦明顯下降，而家計部門支出則微幅成長。11月以來，愛爾蘭爆發主權債務危機，係繼希臘後第2個尋求外援的國家，恐

圖5 歐元區經濟成長率



影響未來歐元區經濟表現。Global Insight 預測歐元區今、明兩年經濟成長率分別為1.7%及1.4%。

第三季德國經濟成長率為3.9%，與第二季持平；季變動率則由第二季之2.3%降為0.7%。其中，民間消費支出、固定資本形成與輸出、入的成長幅度均明顯下降。

在勞動市場方面，10月歐元區失業率上升至10.1%之高點（表3）；惟德、法就業市場表現尚佳，德國失業率由1月之8.6%持續下降至11月之7.0%，法國亦由第1季的9.5%降至第三季之9.3%。

二、物價溫和上揚

本年以來，歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率緩步上升，第三季為1.7%（圖6），至11月為1.9%；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦緩步上升，至11月為1.1%。ECB預估，歐元區的短期通膨率可能緩步上揚，中、長期通膨預期仍能符合低於但接近2%的中期通膨目標。

Global Insight預測今、明兩年歐元區HICP年增率分別為1.5%及1.7%。

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 %
2007	2.7	7.4	3.7	8.5	5.9	2,9043	11.6	2.1	4.00
2008	0.6	7.5	-1.8	4.0	8.1	-33,230	8.6	3.3	2.50
2009	-4.1	9.4	-14.9	-18.0	-20.9	20,343	-0.6	0.3	1.00
2009/12		9.9	-3.3	-2.4	-4.4	3,209	-0.6	0.9	1.00
2010/ 1	0.8	9.9	1.7	4.5	1.5	-9,661	-0.9	1.0	1.00
2		9.9	4.6	10.1	6.1	1,957	-1.2	0.9	1.00
3		9.9	7.7	22.6	20.6	3,938	-0.8	1.4	1.00
4	2.0	10.0	9.2	17.2	20.1	-20	-0.8	1.5	1.00
5		10.0	9.5	22.8	29.8	-3,833	-0.3	1.6	1.00
6		10.0	8.2	26.6	32.2	1,730	0.1	1.4	1.00
7	1.9	10.0	7.3	17.3	25.8	6,392	0.1	1.7	1.00
8		10.0	8.0	29.9	32.9	-4,986	1.0	1.6	1.00
9		10.0	5.5	22.4	21.6	2,627	0.9	1.8	1.00
10		10.1	6.9	20.2	20.7	5,232	0.8	1.9	1.00
11							1.9	1.9	1.00

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

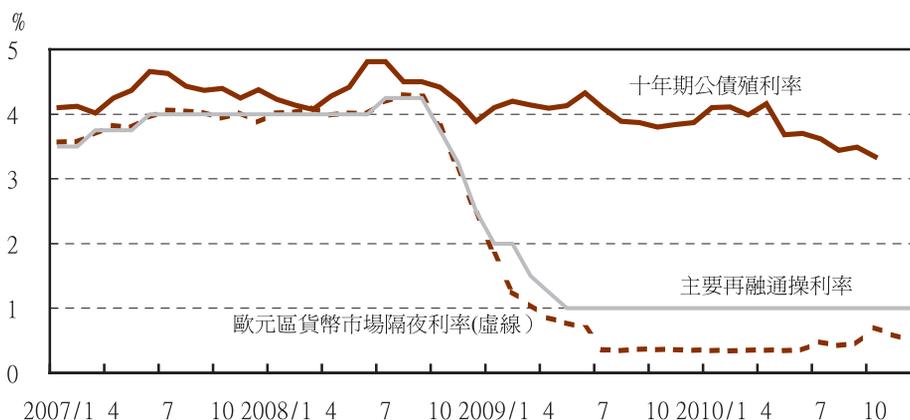


三、ECB維持政策利率於歷史低點

ECB管理委員會（ECB Governing Council）自上年5月調降政策利率(主要再融

通操作利率)至1.0%之歷史新低（圖7）後，迄今維持不變。ECB並於本年12月初將緊急融通措施延長至2011年4月。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



肆、英國經濟降溫，英國央行(BOE)維持利率不變

一、第3季經濟成長動能降溫

本年第3季，英國經濟成長率由1.6%升至2.7%（圖8）；與上季比之季變動率則由第2季之1.2%降為0.8%，其中，家計部門支出、固定資本形成與輸出、入成長幅度均下降。Global Insight預測英國今、明兩年經濟成長率均為1.8%。

勞動市場方面，因公共部門工作削減，8至10月的平均失業率為7.9%，較7至9月之平均上升0.2個百分點，為4月以來首次上升。

二、短期物價上漲壓力增加

本年10月以來，由於食物價格上漲，CPI年增率逐步上升，至11月達3.3%（表4、圖9）之高點，明顯超出BOE之2%的通膨目標。2011年營業增值稅率將由現行之17.5%調升至20%，加以進口物價較高，BOE認為高通膨現象將持續一段期間；但由於閒置產能仍高，以及勞動市場疲弱，將壓抑薪資成長，在英鎊貶值以及營業增值稅率調高等因素消退後，通膨率將回降至通膨目標以下。Global Insight預測英國今、明兩年CPI年增率分別為3.2%及2.9%。

圖8 英國經濟成長率

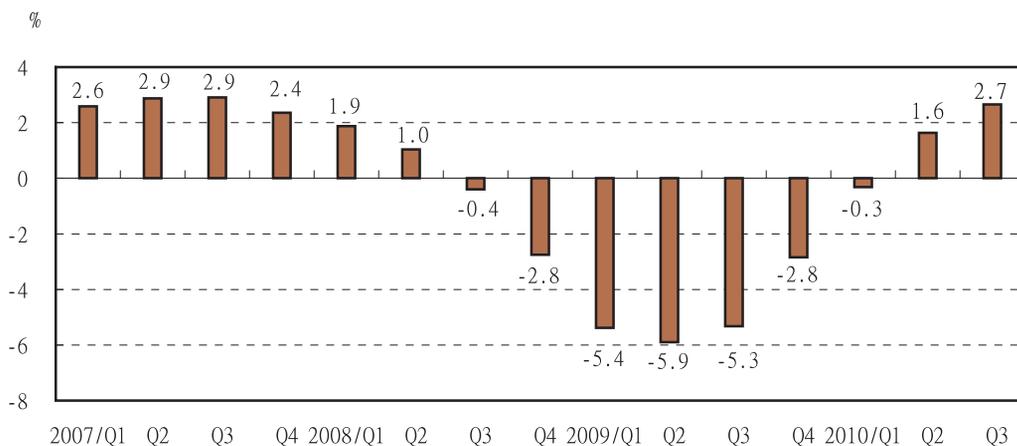


表4 英國重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率* %	工業生產年增率 %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (十億英鎊)	硬幣鈔券在外流通量之年成長率 %	消費者物價指數 (CPI) 年增率 (2005=100) %	官方利率 %
2007	2.7	5.2	0.1	-10.1	2.9	-91.4	5.9	2.3	5.5
2008	-0.1	6.6	-3.1	12.8	9.6	-93.3	7.4	3.6	2.0
2009	-5.0	7.8	-10.1	-9.5	-10.1	-82.5	6.5	2.2	0.5
2009/12		7.8	-4.0	7.4	6.6	-7.2	6.5	2.8	0.5
2010/ 1	-0.3	7.9	-1.7	5.4	5.2	-8.3	6.4	3.4	0.5
2		8.0	-0.1	13.6	6.9	-6.1	5.5	3.0	0.5
3		7.9	2.8	15.6	14.0	-7.7	5.0	3.4	0.5
4	1.6	7.8	1.1	15.6	13.1	-7.9	5.6	3.7	0.5
5		7.8	2.6	20.5	21.7	-8.1	5.9	3.4	0.5
6		7.8	1.4	23.6	21.4	-7.7	5.4	3.2	0.5
7	2.7	7.7	2.1	16.8	20.6	-8.3	4.8	3.1	0.5
8		7.7	4.3	18.0	22.8	-8.5	4.8	3.1	0.5
9		7.9	3.7	13.3	14.0	-8.0	4.6	3.1	0.5
10							4.4	3.2	0.5
11							4.0	3.3	0.5

註*：當月失業率數值係為當月及前後月等三個月的失業率平均數。

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

圖9 英國消費者物價指數（CPI）年增率

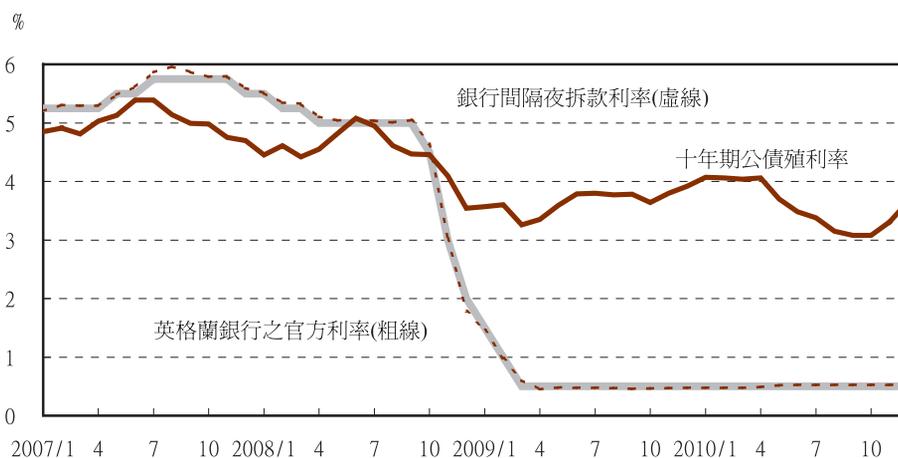


三、BOE維持利率不變

BOE於上年3月將官方利率調降至0.5%

之歷史新低（圖10）後，迄今維持不變；資產收購機制(Asset Purchase Facility)亦維持在2,000億英鎊的規模。

圖10 英國官方及長短期市場利率



伍、日本成長動能轉強，物價跌幅縮小，採寬鬆貨幣政策

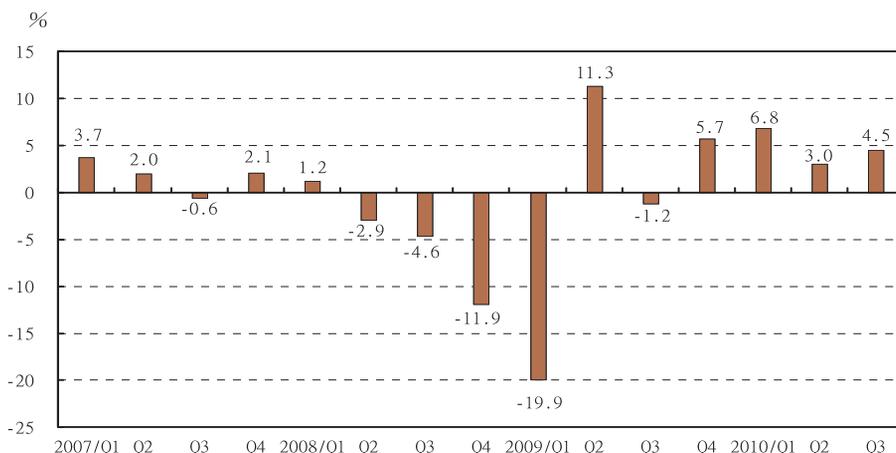
一、經濟成長動能轉強

本年第3季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之3.0%升至4.5%(圖11)，主因政府補助民眾購買低污染車輛及節能家電措施屆期前買氣增溫，以及酷暑致冷氣機銷售大增，促使民間消費較第2季成長1.2%所致(表5)。Global Insight預

測今、明兩年日本經濟成長率分別為4.4%及1.1%。

工業生產方面，因政府結束購買低污染車輛補助政策導致汽車減產，第3季工業生產年增率由上季的21.2%降至13.6%，10月、11月進一步降至4.3%、5.8%(表5)。對外貿易方面，對中國大陸機械及汽車出口持續增加，惟對美國及其他亞洲國家出口成長減

圖11 日本經濟成長率



緩，第3季貿易出超16,717億日圓(表5)。10月及11月進、出口分別成長8.8%、7.8%及14.2%、9.1%，貿易出超8,185億日圓及1,611億日圓。

勞動市場方面，第3季失業率由第2季之5.2%略降至5.1%，10月及11月則持平，主因公司歇業或裁員等造成之失業者較上年同期減少。

二、物價跌幅縮小

第3季企業物價指數年增率由第2季之0.2%降至-0.1%，10月為0.8%，11月則因原油等國際商品價格上漲，升至0.9%。第3季CPI年增率由第2季之-0.9%略升至-0.8%，10月則因調高香煙稅而升至0.2%，11月為0.1%；第3季剔除生鮮食品之核心CPI年增

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2005=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合 年增率 %	剔除生鮮食品 年增率 %	年增率 %			
2007	2.4	3.9	2.8	0.0	0.0	1.8	11.5	8.6	107,955
2008	-1.2	4.0	-3.3	1.4	1.5	4.6	-3.5	8.0	20,633
2009	-6.3	5.1	-22.4	-1.4	-1.3	-5.3	-33.1	-34.8	26,712
2009/12	5.7	5.2	6.4	-1.7	-1.3	-3.9	12.0	-5.5	5,425
2010/ 1		4.9	19.0	-1.3	-1.3	-2.2	40.9	8.9	610
2		4.9	31.3	-1.1	-1.2	-1.6	45.3	29.5	6,473
3	6.8	5.0	31.8	-1.1	-1.2	-1.3	43.5	20.6	9,499
4		5.1	25.9	-1.2	-1.5	-0.2	40.4	24.3	7,349
5		5.2	20.4	-0.9	-1.2	0.4	32.1	33.6	3,160
6	3.0	5.3	17.3	-0.7	-1.0	0.4	27.7	26.2	6,822
7		5.2	14.2	-0.9	-1.1	0.0	23.5	15.7	7,992
8		5.1	15.1	-0.9	-1.0	0.0	15.5	17.9	840
9	4.5	5.0	11.5	-0.6	-1.1	-0.1	14.3	10.0	7,885
10		5.1	4.3	0.2	-0.6	0.8	7.8	8.8	8,185
11		5.1	5.8	0.1	-0.5	0.9	9.1	14.2	1,611

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

率由第2季之-1.2%略升至-1.1%，10月再升至-0.6%，11月為-0.5%，物價下跌壓力仍在。Global Insight 預測今、明兩年日本CPI年增率分別為-0.8%與-0.5%。

三、貨幣政策進一步寬鬆

為因應持續的通貨緊縮情勢，以及日

圓升值與股市疲軟，日本央行於本年10月調降無擔保隔夜拆款目標利率，由0.1%降至0%~0.1%，並宣示通貨緊縮結束前將不會升息，係2006年7月以來再度重回零利率政策；同時，增加供應貨幣市場5兆日圓資金，為期1年。

陸、中國大陸經濟成長續緩，惟通膨壓力上升，貨幣政策趨緊

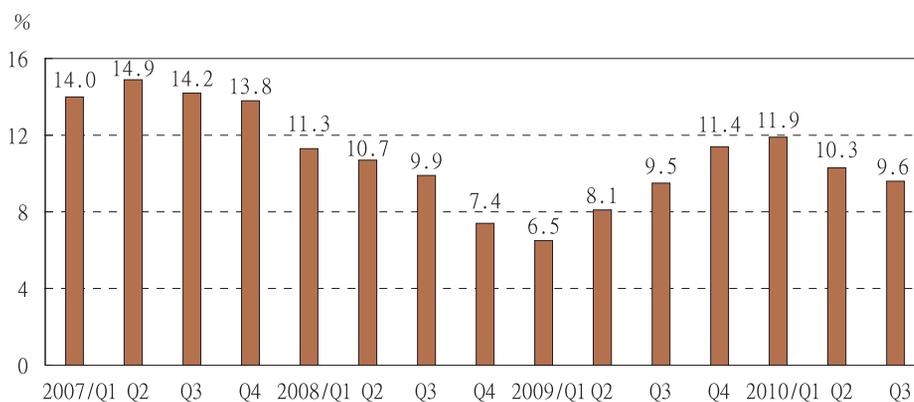
一、經濟擴張力道放緩

本年第3季，中國大陸經濟成長率由第2季之10.3%降至9.6%（圖12）；其中，固定

資產投資年增率為22.0%，貿易順差年增率高達67.2%。10月因進口年增率大於出口年增率，致貿易順差年增率降為13.2%。Global

Insight預測今、明兩年中國大陸經濟成長率 分別為10.1%及9.2%。

圖12 中國經濟成長率



二、物價漲幅擴大

第3季CPI年增率為3.5%（圖13），至11月再升至5.1%，創28個月來新高，超出官方設定之3.0%目標，主因食品價格大幅上漲所致；工業品PPI年增率則受國際原物料價格上揚影響，攀升至6.1%。為抑制物價漲勢，

11月國務院宣布採行16項穩定物價措施，銀監會亦要求商業銀行嚴查信貸資金挪用於農產品炒作、囤積、哄抬物價等違規行為。Global Insight 預測今、明兩年中國大陸CPI年增率分別為3.4%及4.4%。

圖13 中國消費者物價年增率



三、貨幣政策趨緊，信貸擴增放緩

鑑於物價漲幅持續擴大，以及信貸大幅擴增，人民銀行繼於10月升息後，再於12月將1年期存、放款基準利率分別調升至2.75%及5.81%。本年來亦六度調高金融機構存款

準備率共3.0個百分點；另持續進行公開市場操作，積極收縮市場流動性。11月M2年增率由1月之26.0%降至19.5%，銀行放款年增率亦由1月之29.3%降至19.8%。惟近期通膨加速，貨幣政策預期持續趨緊。

柒、亞洲新興國家經濟成長普遍放緩，多數國家貨幣政策趨緊

本年第3季亞洲新興國家經濟成長普遍放緩（圖14），僅香港擴張力道較第2季強勁。

新加坡第3季經濟成長率高達10.6%，成長動力主要來自民間消費、政府支出及輸出。Global Insight預測今、明兩年經濟成長率分別為14.5%及4.4%。

南韓第3季經濟成長率為4.4%，主要

係企業設備投資及出口大幅成長所帶動。Global Insight預測今、明兩年經濟成長率分別為6.1%及3.2%。

物價方面，因國際原物料行情攀高，各國WPI及CPI年增率普遍走升（圖15）。Global Insight預測亞洲新興國家本年CPI年增率皆高於上年，明年則大抵低於本年。

圖14 亞洲新興國家經濟成長率

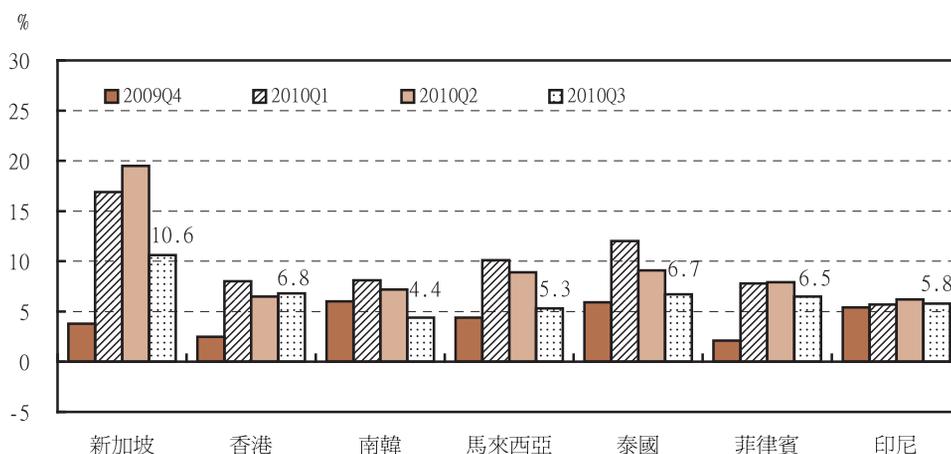
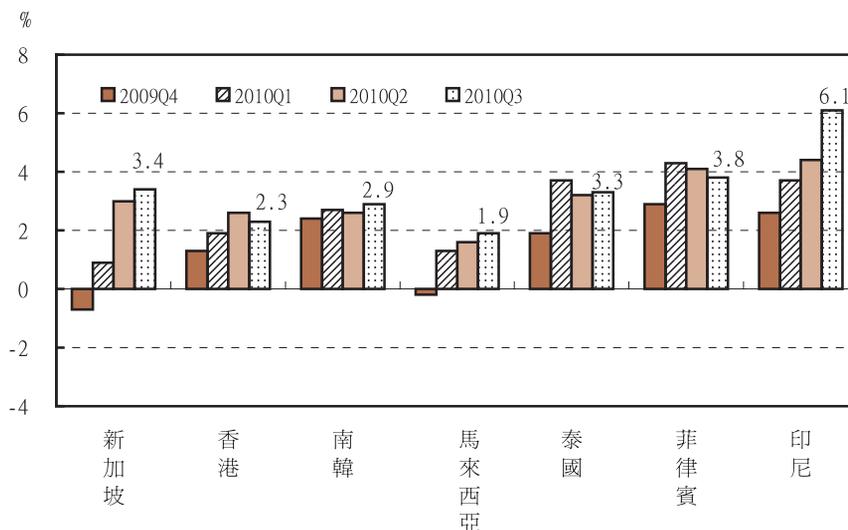


圖15 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，由於經濟持續成長，本年下半年以來，多數亞洲新興國家持續調升其官方利率。其中，馬來西亞於7月調升隔夜拆款利率0.25個百分點至2.75%；印度亦於7月至11月，四度調升附買回利率共1.0個百分點至6.25%；泰國於7月、8月及12月調升政策利率共0.75個百分點至2.00%；南韓

則於7月及11月調高基準利率共0.50個百分點至2.50%。此外，新加坡亦在10月宣布維持新加坡元溫和漸進升值的政策，微幅提高政策區間的斜率，並微幅擴大匯率政策區間，但維持區間之中線值不變。少數亞洲國家則維持利率不變，目前香港之貼現窗口基本利率為0.5%，印尼政策利率為6.5%。

捌、歐元止貶回穩、日圓及亞洲新興國家幣值上揚

一、歐元止貶回穩

本年下半年以來，因部分歐洲國家政府債務危機趨緩，歐元自6月初之1歐元兌1.20美元左右升至8月初之1.33美元左右。9月上旬因南歐各國財政惡化，歐元一度回貶；隨後因歐元區國家經濟表現優於預期，

復以美國Fed宣布第二次量化寬鬆政策，歐元再升至11月初之1歐元兌1.42美元。由於愛爾蘭債務問題惡化，至11月底為1歐元兌1.2980美元；後因歐盟批准對愛爾蘭之援助計畫，12月31日1歐元回升為1.3379美元（圖16），較6月底升值9.34%，惟仍較去年底貶值6.61%。

圖16 歐元對美元匯率



二、日圓升值

本年下半年以來，因借日圓投資其他外幣資產之逐利交易(carry trade)規模縮小，以及中國大陸大量購買日本公債，日圓自6月初之1美元兌92日圓左右震盪走高，至10月

29日為1美元兌80.40日圓之15年來新高。11月因愛爾蘭債務危機及南北韓軍事衝突，美元避險需求增加，日圓略為回貶，至12月31日為1美元兌81.18日圓（圖17），惟仍較6月底與上年底分別升值8.89%與14.60%。

圖17 美元對日圓匯率

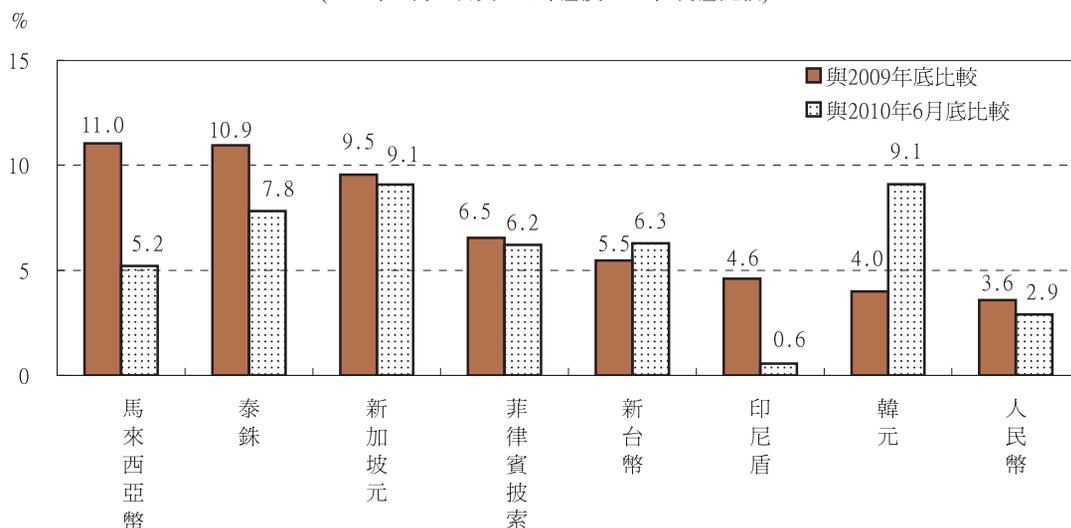


三、亞洲新興國家幣值上揚

本年下半年以來，因美元持續走弱，資金大量湧向亞洲，亞洲新興國家幣值普遍走揚；11月下旬，因南北韓情勢緊張，亞洲新

興國家幣值短暫下跌，後旋即回升。圖18列示本年12月31日與6月底及上年底比較之亞洲新興國家貨幣對美元升值幅度。

圖18 亞洲新興國家貨幣對美元升值幅度
(2010年12月31日與2009年底及2010年6月底比較)



玖、國際股市震盪走高

本年下半年以來，歐美股市（圖19、20、21）雖受南歐、愛爾蘭債信問題干擾，惟因部分生產指標表現優於預期，持續震盪走高。日本股市（圖22）則在日圓走強導致出口類股下跌影響下，一度疲軟，迨至11月初因美國實施二次量化寬鬆政策而走強。至於中國股市則因通膨率大幅升高，預期貨幣政策將趨緊而持續疲軟，10月起由於製造業

採購經理人指數等經濟數據表現優異而止跌回升，之後呈盤整格局。此外，亞洲新興國家因經濟表現相對良好，國際熱錢流入，推動股價持續上揚，其中泰國、印尼及菲律賓表現特別亮麗，惟近期漲勢趨緩。下半年國際股價漲幅普遍高於上半年，圖23列示12月31日與6月底及上年底比較之股市漲跌幅度。

圖19 美國道瓊工業股價指數

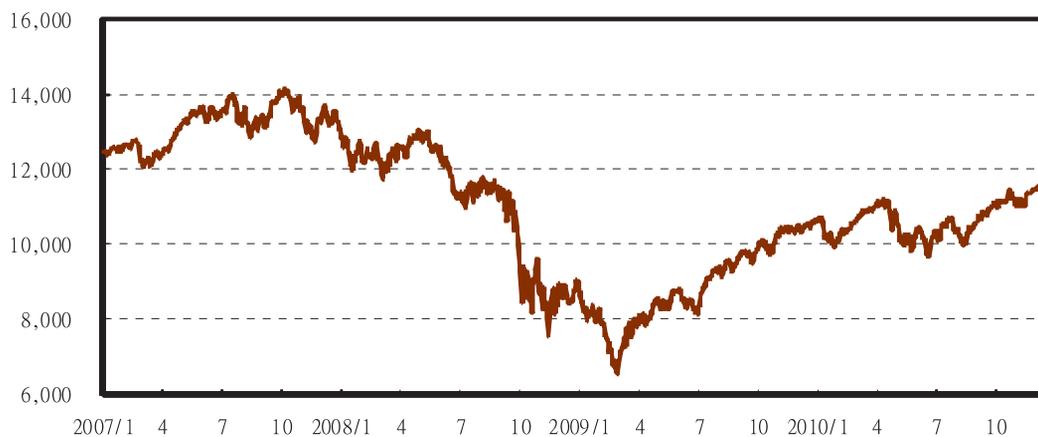


圖20 美國那斯達克股價指數



圖21 泛歐股價指數

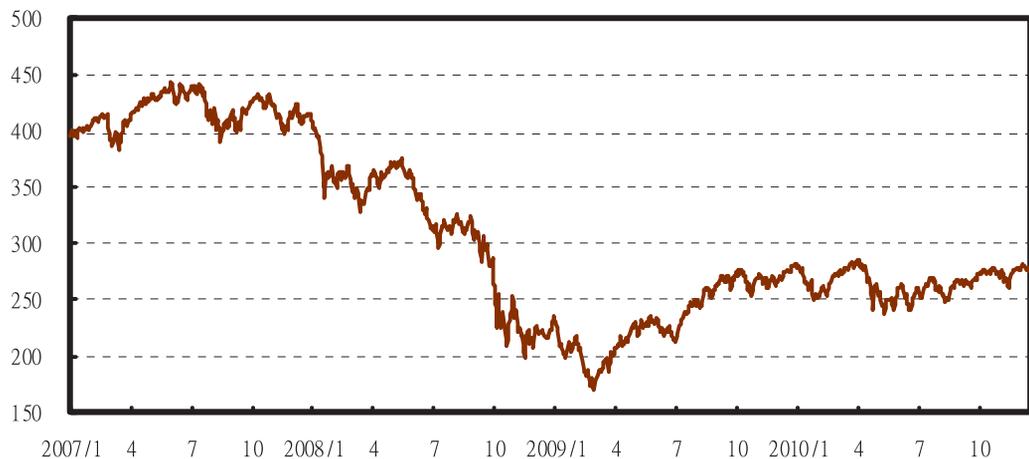


圖22 日本N225股價指數

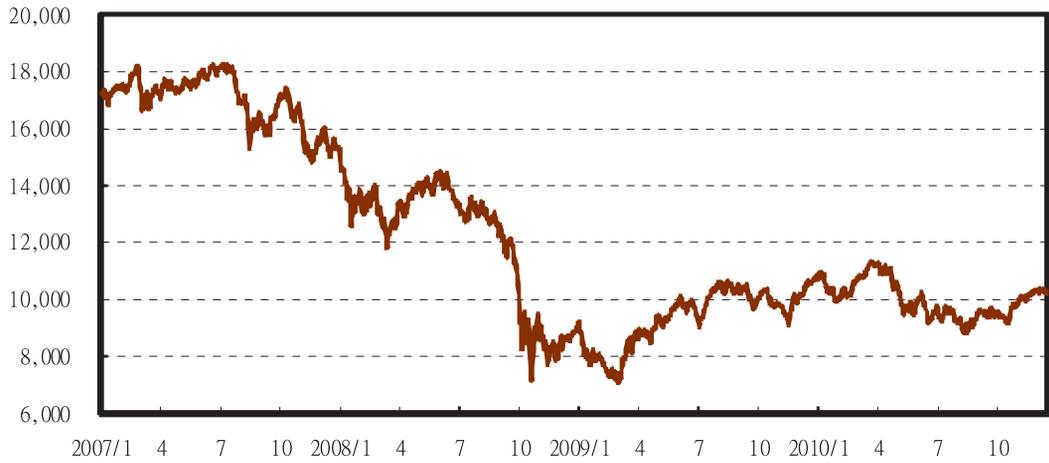
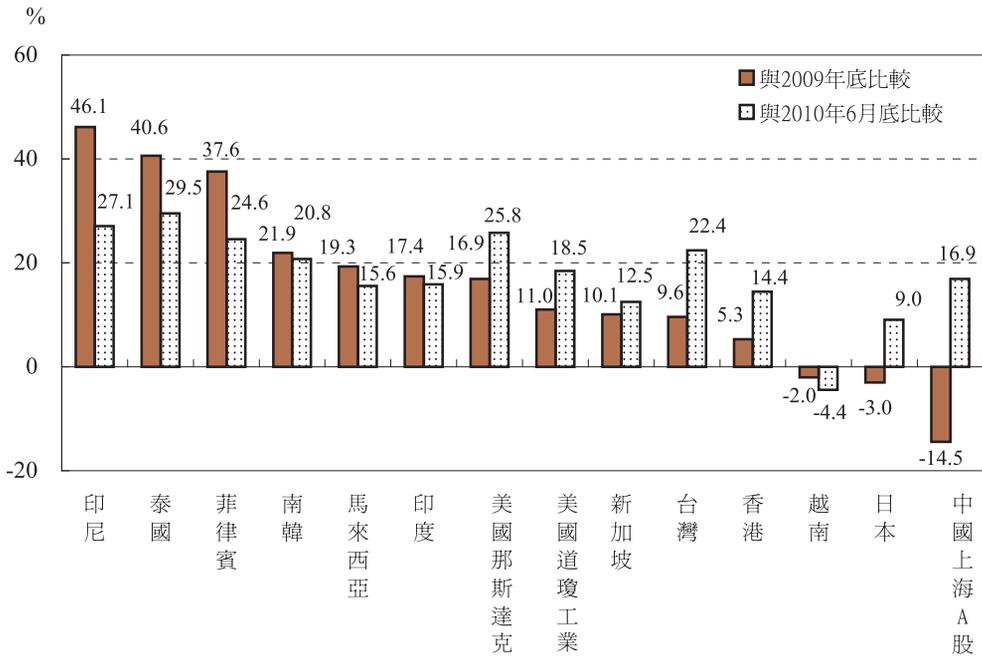


圖23 國際股價變動幅度

(2010年12月31日與2009年底及2010年6月底比較)



拾、國際商品價格攀升

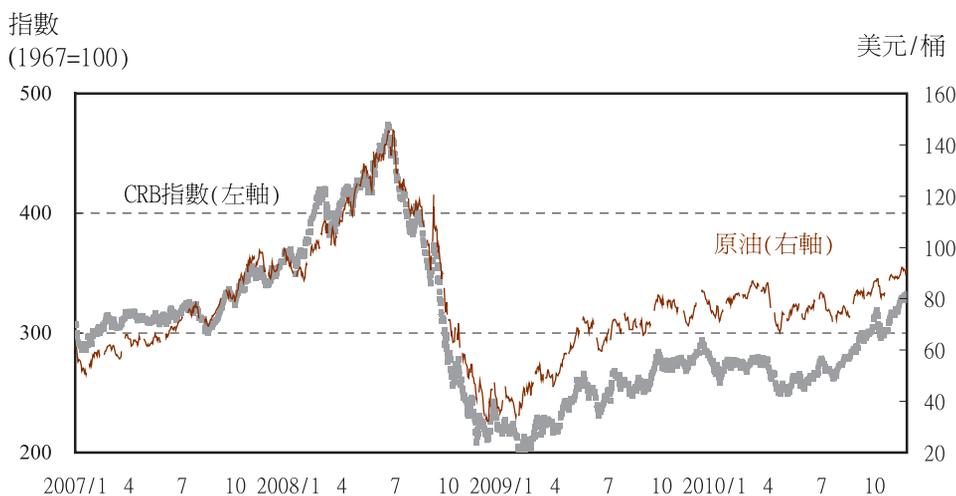
本年下半年以來，因原油價格回升，以及工業用金屬、貴金屬、穀物等價格大漲，Thomson Reuters/Jefferies CRB(以下簡稱CRB)期貨價格指數震盪走升，至12月31日為332.8點，創2年多來新高，較去年底上升17.4%(圖24)。此外，JOC指數升至12月31日為134.39點，創2年多來新高，亦較去年底大幅上升23.1%。

油價方面，本年6月以來，由於美國原油及汽油庫存雙雙下降，加以美元回貶，

國際油價(美國西德州中級原油價格)震盪走升，至8月3日為每桶82.55美元。嗣因市場擔憂全球經濟成長力道減弱，回檔盤整。10月起，受美國原油庫存下降、美元走貶之影響，油價漲勢再起，12月23日升抵92.21美元，創2年多以來新高，至12月31日為91.38美元，較去年底上漲15.1%(圖24)。

美國能源署(EIA)於本年12月上旬預測，本年國際油價平均每桶78.98美元，高於上年之61.66美元，明年將續升至86.08美

圖24 西德州中級原油價格及CRB期貨指數



元。

國際黃金方面，本年下半年以來，因市場擔憂全球經濟復甦力道弱減，加以美元走貶，黃金避險買盤湧現，11月9日倫敦黃金現貨價格升抵1,421美元之歷史新高後回檔整

理。11月下旬起受歐債危機及南北韓局勢緊張之影響，避險買盤再度湧現，12月7日金價回升至1,420美元；之後回檔整理，至12月31日為1405.5美元，較去年底上漲27.7%(圖25)。

圖25 倫敦黃金現貨價格



拾壹、影響全球經濟前景之變數

根據IMF及OECD於本年10、11月陸續發布之經濟展望報告指出，全球經濟雖持續復甦，惟成長步伐恐將趨緩。脆弱的金融市場、家計部門持續進行財務去槓桿化、主權債務問題，以及各國干預匯率引發外匯市場動盪等風險，將是影響全球經濟復甦之主要不確定因素，惟全球經濟急劇下滑的可能性不大。

再者，ADB於12月之「亞洲經濟觀測」指出，多數新興東亞經濟體雖經濟強勁成長，但區域內面臨先進國家經濟持續疲弱、破壞穩定的資本移動、部分經濟體通膨升溫且有資產價格泡沫之虞，以及貿易保護主義抬頭等四大風險。新興東亞政府需留意

資本流入及外需減弱等問題，由於其經濟持續成長，通膨壓力升高，決策者須持續評估風險，視情況微調經濟刺激方案退場策略，俾使貨幣政策正常化。

此外，歐債危機的疑慮依舊難除，葡萄牙與西班牙已成為市場下一波關注焦點。愛爾蘭危機顯示，市場對於歐洲債務國之信心薄弱，一旦市場反轉，所產生的骨牌效應，才是此波歐洲債信危機的最大衝擊。而美國推行6,000億美元第二次量化寬鬆、延長減稅措施、主要國家財政狀況與貨幣政策調整時點與力道，以及日本振興方案之執行成果，皆對未來全球經濟景氣投下變數。

國內經濟金融日誌

民國99年10月份

- 10日 △繼馬來西亞交易所、河內證交所後，台灣證券櫃檯買賣中心再與香港交易所簽署雙邊合作備忘錄（MOU）。
- 14日 △行政院院會通過經濟建設委員會所提「國際物流服務業發展行動計畫」報告，推動兩岸特區合作。
- △明（100）年3月1日起，強制汽車責任保險施行新費率。機車整體平均調降2.3%、汽車整體平均調降8.3%，汽機車整體平均調降5.7%。
- 15日 △為合理反映銀行存款資金成本，央行調升金融機構存放央行之準備金乙戶（應提準備額之55%）利率，源自活期性存款部分調整為年息0.193%（調整前為0.178%），源自定期性存款部分調整為年息0.934%（調整前為0.855%）。
- 21日 △金管會發布有關「銀行辦理結構型商品所收本金性質及會計處理之相關事項規定」，明定銀行辦理結構型商品所收本金不屬存款；並自100年1月1日起，該本金於會計處理上應帳列「其他金融負債」項下，並於該科目下另設「結構型商品所收本金」子科目予以區別。
- 26日 △金管會公布，本國銀行全體通過「信用與市場風險」壓力測試，各銀行於壓力情境下之資本適足率均已符合法定最低標準。
- △自即日起，金融機構應向台灣銀行或兆豐銀行辦理人民幣現鈔之拋補，不得與其他銀行辦理。
- 28日 △金管會通過大陸地區銀行招商銀行來台設立代表人辦事處，為繼中國銀行、交通銀行後，第三家獲准來台設立代表人辦事處之大陸地區商業銀行。
- △為發展我國成為亞太地區籌資平台，並提昇我國資本市場國際競爭力，行政院院會通過金管會所提「高科技及創新產業籌資平台」方案。

民國99年11月份

- 4日 △金管會證期局核准中國最大IT通路業者神州數碼控股有限公司來台發行臺灣存託憑證（TDR）。

- 11日 △金管會宣布，即日起外資投資國內公債，不論剩餘年限長短，均納入匯入資金30%額度規範；但原買賣斷持有剩餘年限逾一年之公債部位，併計入30%額度後如有超限部分，得持有至到期日止，惟不得新增部位。
- 12日 △立法院院會三讀通過保險法部分條文修正案，從嚴審查保險業股東的適格性，未來同一人以及同一關係人持有保險公司股權超過5%時，必須向主管機關申報，超過10%則必須經過事前申請核准。
- 15日 △內政部公布「社會住宅實施方案」第一批選址地點，包括萬華青年段、松山寶清段、三重大同南段、三重同安厝段、中和秀峰段等五處，預定於100年12月底前動工，完工後將優先開放社會經濟弱勢者申請租用。
- 18日 △大陸外匯管理局同意富邦金參股的廈門銀行，可辦理新台幣與人民幣的雙向現鈔兌換業務。
- 24日 △為配合政府擴大辦理青年安心成家方案，國內八大公股銀行12月1日起對20歲至45歲的青年族群，開辦總額度2,000億元之「青年首次購屋優惠貸款」，每戶貸款額度最高500萬元。
- 28日 △金管會為提高保險業務員素質，修正保險業務員資格取得的學歷限制，自明年起由國中及以上畢業提高至高中（職）以上畢業，今年12月31日前已依法取得保險業務員資格的人，將不受新規定的限制。

民國99年12月份

- 14日 △立法院三讀通過「存款保險條例第十二條及第十三條條文修正草案」，擴大存保範圍至外幣存款及存款利息。此外，金管會與財政部、中央銀行會銜發布存保最高保額，從100年1月1日起提高為新台幣300萬元。
- 17日 △第一銀行上海分行、土地銀行上海分行、合作金庫銀行蘇州分行、彰化銀行昆山分行以及國泰世華銀行上海分行等5家國內銀行，於12月17日首批獲大陸銀監會核准開業，俟各該銀行完成登記領照等相關必要程序後，即可正式在大陸地區營業。
- 22日 △金管會將大陸地區證券主管機關核准之合格機構投資者(QDII)個別投資限額自八千萬美元調升為一億美元。
- 23日 △金管會通過「信用合作社統一會計制度」部分條文修正案，並於100年1月1日施

行。

29日 △財政部公布我國與匈牙利之間的租稅協定自12月29日起生效，100年 1月 1日起適用。租稅協定生效後，台匈雙方都將利息所得稅率降至10%以下。

30日 △中央銀行理監事會會議決議，自12月31日起，調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各0.125個百分點，分別為年息1.625%、2.000%及3.875%。將購屋貸款之特定地區增加三峽、林口及淡水三區，調降最高購屋貸款成數；增訂土地抵押貸款條件限制，並提高外資新台幣活期存款準備率。

國際經濟金融日誌

民國99年10月份

- 5日 △日本央行召開貨幣政策會議，將無擔保隔夜拆款利率目標從0.1%調降至0%~0.1%。同時，計劃成立5兆日圓基金，購入政府公債、商業本票、公司債、指數股票型證券投資信託基金，以及不動產投資信託等資產。
- 6日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望報告」，上修本年全球經濟成長預測值至4.8%，明年則下修為4.2%。
- 14日 △新加坡貨幣管理局（MAS）表示將維持新元溫和漸進升值的政策，惟將微幅提高政策區間的斜率，並微幅擴大政策匯率區間，但維持區間之中線不變。
- 18日 △中國中央委員會第五次全體會議通過「十二五規畫之建議」，主要包括加速經濟轉型、擴大內需，及發展現代產業體系等。「十二五規畫」全文則將於明年3月經全國人大審議通過後實施。
- 19日 △中國人民銀行宣布，自10月20日起調升金融機構1年期存放款基準利率各0.25個百分點至2.50%及5.56%。
- 21日 △IMF發布「亞太地區經濟展望報告」，上修本年亞洲地區經濟成長預測值至8.0%，明年則下修為6.8%。

民國99年11月份

- 2日 △有鑑於亞洲對礦產需求增加帶動經濟成長加速，導致通膨增溫，澳洲央行調高現金利率（cash rate）目標1碼至4.75%。
△有鑑於通膨持續增溫，印度央行宣布調升附買回及附賣回利率各1碼分別至6.25%及5.25%，為本年以來第6度升息。
- 10日 △中國人民銀行宣布，自11月16日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點，其中大型金融機構調升至17.5%，中小型金融機構則維持於14.0%。
- 16日 △為抑制通膨，南韓央行調高政策利率目標1碼至2.50%，為本年以來第2度升息。
- 18日 △經濟合作暨發展組織（OECD）公布「經濟展望報告」半年報，將OECD國家明年經濟成長率預測值，由5月預測之4.5%下修至4.2%，本年則維持4.6%不變。

- 19日 △中國人民銀行宣布，自11月29日起調升金融機構存款準備率0.5個百分點，其中大型金融機構調升至18.0%，中小型金融機構維持於14.0%。
- 25日 △愛爾蘭爆發主權債務危機，向歐盟及IMF提出紓困申請，獲得850億歐元金援。

民國99年12月份

- 1日 △為抑制通膨，泰國央行宣布調高1天期附買回利率1碼至2.0%。
- 7日 △亞洲開發銀行（ADB）發布「亞洲經濟觀測」半年報，預測2010年開發中亞洲及新興東亞的經濟將分別成長8.6%及8.8%，2011年則均放緩至7.3%。其中，對於台灣2010年的經濟成長率預測值，由9月預測之7.7%上調至9.8%，2011年則維持為4.0%不變。
- 22日 △美國商務部公布修正後之2010年第3季經濟成長率(與上季比，換算成年率)為2.6%。
- 25日 △中國人民銀行宣布，自26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2.75%及5.81%。

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 (第三十二卷第四期)

發行人：彭淮南
主編：嚴宗大
編輯委員：林宗耀 陳一端 張炳耀
李光輝 汪建南 黃富櫻
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 99 年 12 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

二、三民書局／網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

三、國家書店／網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

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

