

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第三十三卷 第一期

中央銀行 編印

中華民國一〇〇年三月

# 中央銀行季刊

第三十三卷 第一期

中央銀行 編印

中華民國一〇〇年三月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第三十三卷 第一期

### 專 載

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

### 論著與分析

資產價格變動對民間消費支出影響效果之研究 .....	陳南光、王泓仁	7
----------------------------	---------	---

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國99年第4季）		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	41
國際收支 .....	國 際 收 支 科	51
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	61
金融市場 .....	張炳耀、蔡志賢 曹竹民、李美琴	67
國際經濟金融情勢（民國99年第4季） .....	國 際 經 濟 科	87

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國100年1月至3月） .....	國 內 經 濟 科	107
國際經濟金融日誌（民國100年1月至3月） .....	國 際 經 濟 科	111



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(100年3月31日發布)

## 一、本日本行理事會決議：

本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125個百分點，分別由年息1.625%、2%及3.875%調整為年息1.750%、2.125%及4%，自本年4月1日起實施。

## 二、本次調升利率，主要考量因素如下：

(一) 本年初以來，主要先進國家景氣較預期為佳，新興國家經濟持續成長；惟北非及中東局勢不穩，國際商品價格攀高致通膨升溫，加以近期日本震災衝擊原材料及關鍵零組件產業鏈等不確定因素增加，恐影響全球景氣復甦力道。

(二) 國內經濟維持穩定成長。在出口成長帶動下，工業生產增加，民眾消費意願仍佳；勞動市場續有改善，失業率下降，行政院主計處預估本年經濟成長率為4.92%。惟受日本震災衝擊，出口及國內產業亦可能受到影響。

(三) 由於原油、穀物等進口原物料價格持續攀升，國內相關零售商品售價反映調漲，本年1至2月消費者物價(CPI)年增率為1.21%。主計處預測本年CPI年增率將升至2.0% (詳附

件：物價問題)。

(四) 隨景氣升溫，銀行授信穩定成長，隔夜拆款利率緩步上升。自上年6月以來，本行3度升息，並增發長天期定存單(上年4月至本年3月共發行1兆2,000億元，其效果相當於調高存款準備率4.55個百分點)，加強吸收流動性之下，2月份銀行淨超額準備已降至191億元之適度水準；本行亦妥善控制貨幣數量，1至2月平均M2年增率為5.86%，維持在目標區(2.5%~6.5%)內。上述措施，均有助於維持物價穩定。

雖然國際間不確定因素增加，可能影響國內經濟穩健成長；惟鑑於市場利率緩升，且輸入性通膨壓力增強，本行理事會認為調升利率，有助抑制通膨預期心理，維護物價穩定。

未來本行將密切觀察國內外總體經濟金融情勢，適時運用各種政策工具，以達成維持物價與金融穩定之經營目標。

三、自上年中以來，銀行授信集中現象持續改善。購置住宅貸款占總放款比重已由上年6月之27.97%降至本年底之27.17%；同期間，特定地區新承做房貸占全體新承做房貸總額之比重亦由

64.4%降至59.9%。貸款成數續降，房貸利率上升，有助銀行風險控管與健全經營，並保障存款大眾權益，促進金融穩定。

本行理事會認為，98年10月以來，本行對金融機構所採行控管不動產貸款風險之各項針對性審慎措施，已積極落實政府「健全房屋市場方案」，且發揮成效；未來本行將繼續執行前次理事會決議之「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」，並視實際發展狀況，採行合宜之因應措施。同時，政府各部會刻正落實推動相關政策，將有助不動產市場之健全發展。

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

## 附件

## 物價問題

中央銀行2011.3.31

## 一、我國物價漲幅相較主要國家溫和

主要國家CPI年增率

單位：%

地區別	2008年	2009年	2010年	2011年1月	2011年2月	2011年預測 Global Insight
全球	5.0	1.6	2.8	-	-	3.68
美國	3.8	-0.4	1.6	1.6	2.1	2.47
歐元區	3.2	0.3	1.6	2.3	2.4	2.33
日本	1.4	-1.4	-0.7	0.0	0.0	-0.38
中國大陸	5.9	-0.7	3.3	4.9	4.9	4.39
台灣	3.5	-0.9	1.0	1.1	1.3	2.06
南韓	4.6	2.8	3.0	4.1	4.5	4.58
香港	4.3	0.5	2.4	3.6	3.7	3.86
新加坡	6.6	0.6	2.8	5.5	5.0	4.26
印尼	10.1	4.6	5.3	7.0	6.8	6.47
馬來西亞	5.4	0.6	1.7	2.4	2.9	3.15
菲律賓	9.3	3.2	3.8	3.6	4.3	3.65
泰國	5.5	-0.8	3.3	3.0	2.9	3.15
越南	23.1	7.1	9.0	12.2	12.3	13.02

資料來源：1.各國政府統計；2.Global Insight Inc, 2011.3.15。

## 二、物價問題之說明

(一) 物價係由總供給與總需求決定。

(二) 影響總供需的因素很多，貨幣政策只是其中一項。

(三) 央行運用所有可用的工具，維持物價穩定。

1. 上(2010)年6月以來，三度調升貼放利率，重貼現率由1.250% 升

為1.625%。

2. 上年4月以來，每月新增標售364天定期存單1,000億元；至本(2011)年3月共發行1兆2,000億元，效果相當於調高存款準備率4.55個百分點。

3. 上年經濟成長率達10.82%；央行妥適控制貨幣數量成長，上年

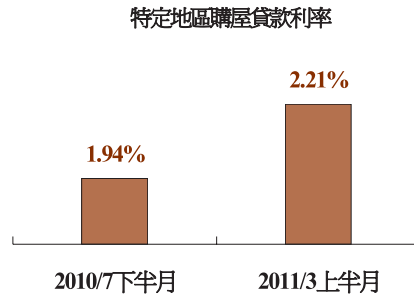
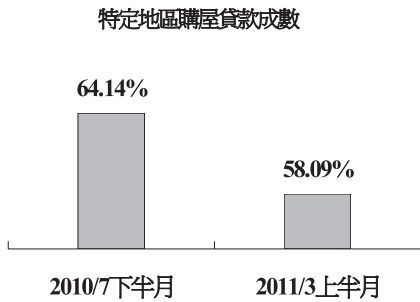
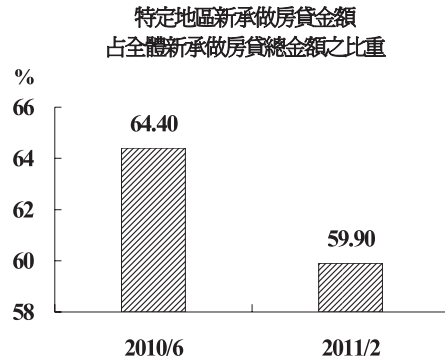
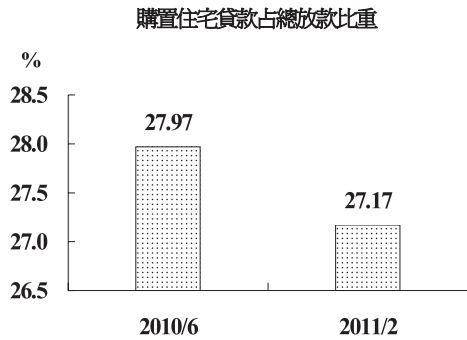


M2成長率平均為4.59%。本年1至2月M2成長率為5.86%，仍維持於目標區內。

4. 不動產授信的針對性審慎措施。為加強金融機構控管不動產授信風險，

央行自2009年10月起即採行漸進措施，包括：道德說服、加強統計資料蒐集分析、進行專案金融檢查，以及明文制訂一致性規範，控管土地抵押貸款及特定地區購屋貸款。

(1) 房貸風險控管措施已見成效



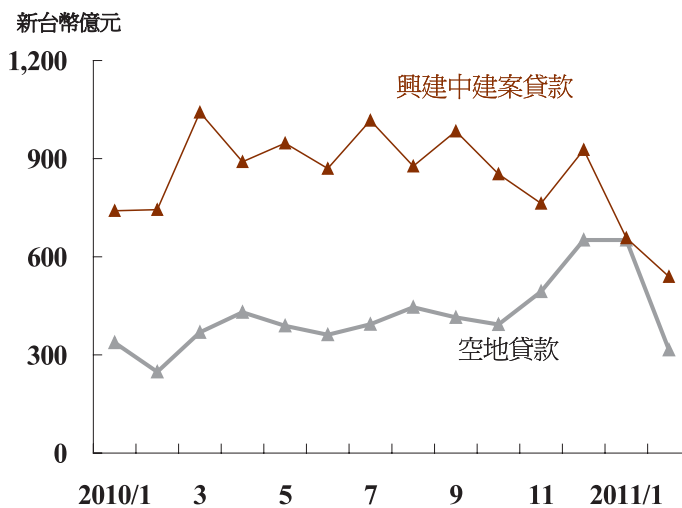
## (2) 不動產放款比重緩降且建築貸款增額趨緩

## 全體銀行不動產放款占總放款比重

單位：%，百分點

	不動產放款 (1)+(2)+(3)	購置住宅貸款 (1)	房屋修繕貸款 (2)	建築貸款 (3)
2010/ 6	38.41	27.97	4.15	6.29
7	38.33	27.93	4.06	6.34
8	38.10	27.74	3.92	6.44
9	38.24	27.76	3.85	6.63
10	38.19	27.76	3.76	6.67
11	38.22	27.79	3.69	6.74
12	37.98	27.54	3.56	6.87
2011/ 1	37.43	27.20	3.42	6.82
2	37.39	27.17	3.37	6.84
2011年2月與 2010年6月比較	-1.02	-0.80	-0.78	0.55

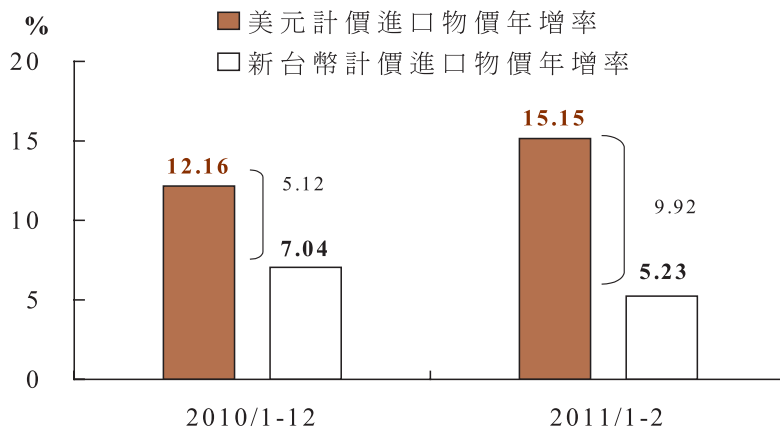
## 全體銀行新承做建築與空地貸款金額



### 三、過去一年來新台幣升值有助減緩進口物價上漲壓力

(一) 上年以美元計價與新台幣計價之進口物價年增率分別為12.16%及7.04%，兩者差距為5.12個百分點。

(二) 本年1至2月，以美元計價與新台幣計價之進口物價年增率分別為15.15%及5.23%，兩者差距為9.92個百分點。



# 資產價格變動對民間消費支出影響效果之研究\*

陳南光、王泓仁\*\*

## 摘要

我們分別使用總體資料和家庭調查資料來研究房屋和股票這兩種主要資產財富(價格)分別對家庭消費支出及其組成影響的差異。估計結果發現總合股票財富的增加顯著提高總消費，然而整體而言財富效果並不大。就家戶層級資料而言，年輕世代家庭對於股票價格的反應並不顯著，但中年與老年世代則隨股票價格的提高而增加消費。這表示金融資產的大幅波動並不必然伴隨著消費支出的大幅度變動。另一方面，總合房屋財富的變動並不會顯著地影響總消費支出。但是就家戶層級資料而言，房價變動對不同族群總消費的影響有顯著的分配效果：房價上升對於年輕族群與租屋者族群都有顯著的負面影響。因此，即使房價的變化並不會顯著地影響總消費支出，但是不能忽略分配效果對於年輕世代和租屋者的負面影響。

**關鍵詞：**資產價格、資產財富、消費支出

\* 本文係摘錄自中央銀行委託研究計畫報告。本計畫的所有論點、皆屬作者個人意見，與中央銀行以及作者服務單位無關。文中的任何錯誤皆屬作者的責任。

\*\* 作者謹在此感謝黃朝熙教授、陳宜廷教授、嚴處長宗大、林副處長宗耀、陳副處長一端、李行務委員光輝、汪研究員建南、侯稽核德潛、吳研究員懿娟、游襄理淑雅、何副研究員棟欽、劉副研究員淑敏、繆副研究員維正與蔡專員曜如等對本計畫所提供的寶貴意見、指正或協助。陳南光與王泓仁均為國立台灣大學經濟學系教授。

## 壹、前言

資產價格在近二十年呈現大幅度的波動，特別是北歐與東亞國家在 1980 年代末期和 1990 年代的金融危機，以及最近發生的次貸危機，均經歷以股票與不動產價格為主的資產價格膨脹與萎縮的循環。因此學界與政策制定者持續關注資產價格大幅波動對於總體經濟活動所造成的影響，以及政策是否應對於資產價格的波動作出反應。目前大量的文獻已發現數種資產價格影響總體經濟的重要管道，例如財富效果 (Case et al. (2005), Campbell and Cocco (2007))、抵押擔保效果 (Kiyotaki and Moore (1997))、多種貨幣傳遞機制 (Mishkin (2001, 2007))，以及金融不穩定與系統性風險 (Cecchetti et al. (2000), Mishkin (2008))。由於私部門消費是總合需求中最重要的部分，許多理論與實證研究均致力於瞭解資產價格透過改變家庭財富對家計部門消費支出的影響。即使如此，由於近年股票市場和房屋市場的波動幅度不斷擴大，使得資產市場如何影響消費支出這個議題的重要性與日俱增。

這篇文章利用台灣的資料實證估計資產財富(價格)對於家庭消費支出的效果。我們希望藉由台灣實證結果所提供進一步的證據，能對於這支文獻有所貢獻。事實上，台灣資產市場和家庭資產組合的獨特背景，提供這個議題一個很好的案例研究。

首先，根據2004-2008年國富調查的家庭部門資產組成，表1顯示房地產和有價證券持有(包含股票及債券)兩項資產佔家庭財富極高的比率，尤其是房屋財富佔家庭總資產的比率(按市價計算)在2008年為40.66%，而2004-2008年平均高達39.82%。此數字遠遠超越同時期美國房屋財富佔家庭總資產的比率，26.7% (Flow of Fund, Federal Reserve Board)。值得注意的是，美國房地產市場在超過15年不間斷的成長後，才達到此高點。有價證券資產持有比率(按市價計算)在2008年的13.71%，2004-2008年平均17.16%。比起同時期美國家庭股權持有比率18%，大致相當。

其次，房屋財富佔家庭總資產的比率(按市價計算)由2004年的40.52%逐步減少為2007年的38.69%；而有價證券資產持有比率(按市價計算)也由2004年的18.14%減少為2007年的17.85%。房屋財富比率並沒有因為房價自2003年以來的強勢上漲而出現增加的趨勢。不管是按市價計算或是按最終所有權設算，房屋財富與有價證券佔家庭總資產的比率均呈現下降的趨勢。<sup>註1</sup>造成房地產和有價證券持有比例近年逐步下降的主要因素，是由於金融資產變得更加分散(尤其是國外資產淨額的快速上升)，因此家計部門持有的金融性資產淨額佔總資產比例隨

時間而增加。按市價計算的房屋財富占家庭總資產比率在2008年回升至40.66%。這主要是由於次貸危機期間，股價下跌的幅度顯著超過房價修正的幅度。正如表1顯示，有價證券資產持有比率（按市價計算）由2007年的17.85%銳減為2008年的13.71%。

第三，值得注意的是，不同於美國家計部門多以退休基金或是共同基金的方式間接持有有價證券，在台灣家計部門股權直接持

有的比重非常高。在2000年初，我國家庭部門股權直接持有的比重高達9成5，美國等先進國家在同時期平均僅在5成左右(施燕、陳一端(2003))。近年雖有逐步降低趨勢，但是比重仍高。最後，台灣的自有住宅比率自1976年之65.4%增加至2008年之87.4%，僅次於新加坡<sup>註2</sup>，遠較已開發國家如美國、英國等同時期約60%~70%的水準高出許多。

表1 國富調查--家庭部門資產結構

	2004	2005	2006	2007	2008	平均
實體資產 (% by market price)	47.09	46.39	44.59	43.97	45.82	45.57
實體資產 (% by final ownership)	39.33	39.01	38.50	37.80	36.49	38.23
房屋資產 (% by market price)	40.52	40.32	38.93	38.69	40.66	39.82
房屋資產 (% by final ownership)	33.84	33.91	33.61	33.26	32.38	33.40
淨金融資產 (% by market price)	52.91	53.61	55.41	56.03	54.18	54.43
淨金融資產 (% by final ownership)	60.67	60.99	61.50	62.20	63.51	61.78
有價證券 (% by market price)	18.14	17.86	18.23	17.85	13.71	17.16
有價證券 (% by final ownership)	31.63	30.91	29.39	29.38	31.29	30.52

註：房屋資產為總實體資產（physical assets）減去家戶設備（household equipments）。實體資產與淨金融資產之合為100%。資料來源：行政院主計處。

這些現象顯示，資產價格波動對台灣家庭資產財富以及消費支出的影響幅度，可能比其他國家來得大。為了解台灣資產財富（價格）對於家庭消費支出的效果，我們從三個不同的角度來探討這個議題。

首先，我們想知道不同類型的資產財富（價格）如何影響消費支出。由於房屋和股票是構成家庭財富的兩種主要資產型態，這兩

種財富分別對家庭消費支出影響的差異應值得探討。其次，如同一般所了解的，消費支出個別組成部分的波動有著巨大的差異。比如，總消費的變動可能掩蓋其個別組成部分對財富變動所產生的不同反應。我們將探討消費支出的不同組成：總消費、耐久財與非耐久財消費，對於資產財富變動可能的反應差異。最後，我們分別使用總體資料和家庭

調查資料來研究這個議題。使用家戶層級的資料，可以讓我們進一步了解資產財富(價格)對於不同特性的家庭所造成的衝擊。以下我們分別闡釋這三個視角的重要性。

## 一、分析此議題的三個視角

### (一) 房屋財富與股票財富效果

生命週期-恆常所得假說 (Life Cycle-Permanent Income Hypothesis, LC-PIH) 連結了消費、所得、與財富，是消費-財富管道的一個重要的理論基礎。LC-PIH 模型主張財富的消費傾向決定於財富變動的年金值，隱含財富變動對於消費的邊際影響並不大，而且諸如房地產與股權等各種類型資產的財富效果是沒有差異的。然而，如同 Mishkin (2001, 2007) 所言，由於房地產和股票在各種傳遞機制中扮演著不同的角色，理論上這兩者的財富效果會有很大的差異。至於房屋財富或者股票財富何者對於消費的影響來得大，仍然是爭論不下的問題。在理論上，有幾個因素可能造成房屋財富變動的效果小於股票財富變動的效果。

第一，房屋資產的流動性比股票資產低，因此家計部門不易將新增房屋價值的資本利得變現。並且，和股票相比，房屋有較高的異質性和較低的交易頻率，因此家計部門對於自身房屋財富變動的了解不如金融財富 (Dvornak and Kohler (2003), Case et al. (2005))。

其次，房屋除了作為家計部門的一項資產，同時也提供住宅服務。當房價上漲，擁有自有住宅的家庭房屋財富會增加，但是住宅服務的(隱含)成本也同樣上升(Poterba (2000))。如同 Buiter (2008) 的模型所顯示，房屋價值增加導致較高的住宅消費成本，因而抵銷了對於非住宅消費的財富效果；換言之，房屋財富並非真正的財富 (housing wealth isn't wealth)。同樣地，Sinai and Souleles (2005) 的模型發現，預計長期居住在同一自有住宅的家庭，對於租金和房價的波動能完全避險。因此，無論這些波動有多大，都沒有實質的財富效果。他們認為，房屋價值增加對於非住宅消費若有任何效果，應該是反映房屋作為擔保品的借貸限制因房價上漲而放寬所致。

第三，擁有自宅者與尚未進入房屋市場者之間的重分配效果可能大幅抵銷房價對消費的財富效果。Sinai and Souleles (2005) 認為房屋財富增加對於不同特性的家庭所造成的消費分配效果，比消費總量的影響來得大。因此，房價上漲並不會顯著地增加擁有自宅家庭的消費能力，但是租屋者或計畫換購住宅者甚至可能必須減少其消費支出。

另一方面，也有幾個因素可能造成房屋財富變動的效果大於股票財富變動的效果。首先，像是住宅淨值貸款(home equity loans)等金融創新，使得自有住宅的家庭更容易利用其增加的房屋淨值獲得貸款用以消



費，而無須依賴房屋交易才能實現資本利得 (Aoki et al. (2002))。這說明了「房貸淨值汲取(mortgage equity withdrawal, MEW)」的盛行認定房屋不只作為一種資產，更是做為消費貸款的良好抵押品。

其次，假如家計部門所擁有的有價證券，其中大部份是間接透過退休金和共同基金所持有，他們往往比較不清楚其所持有資產組合的市場價值，或者無法立即實現其資本利得以供消費。因此股票財富變動對消費的影響會比較小(Poterba and Samwick (1995))。

### (二) 總體資料與家庭調查資料

總合股票財富通常以市場資本化總額 (market capitalization)來代表，而且該筆總體資料相對上容易取得。研究家庭財富對消費支出效果的主要問題是建構一個良好的總合房屋財富的指標。例如，Case et al. (2005) 利用美國各地區房屋價格指數和各州的房屋存量，建立了一個各州與全國性房屋財富的指標。

然而，依賴總體時間序列資料的研究，在資產財富波動和家庭消費支出之間的關係缺少一個清楚的交代。而且，總體資料通常由於缺少控制家計部門的人口統計特性 (demographic) 和經濟特性 (economic characteristics)，因而產生遺漏變數 (omitted variables) 和內生性問題 (endogeneity problems)。利用家戶層級的資料，讓我們可

以控制家庭的居住區域，家庭所得的變動，家庭的人口統計特性，以及是否擁有自有住宅等。家戶層級的資料也可以幫助我們釐清資產財富波動和家庭消費支出背後各種不同的理論基礎，而這些不同的理論基礎通常無法從總體層級的資料清楚地分辨。

然而，大多數的家庭調查資料並非對同一批家庭進行重複訪問的追蹤資料 (panel data)，因此我們無法觀察個別家計單位跨時的行為變化。為了解決這個問題，Browning et al. (1985) 和 Deaton (1985) 根據戶長出生年研究「家庭世代 (cohorts of households)」而建立了準追蹤資料 (pseudo panel data) 模型。使用準追蹤資料同樣對於分析有某些限制。例如，我們仍然不能夠精確地確認個別家庭對於其資產財富變動的反應。我們只能夠說明來自某個世代中個別家庭的消費支出，可能是由於房價指數或是股價指數上升而使得該家庭的資產財富增加所致。

### (三) 非耐久財與耐久財消費

文獻中的許多文章通常使用非耐久財消費(加上勞務)來代表消費支出。這可能是因為家計單位從耐久財消費獲得的效用分散到往後許多時期。這也如同標準的總體經濟模型往往設定瞬時且時間可分割的效用函數，因而鮮少論及關於耐久財的支出。然而，如同 Monacelli (2009)、Aoki et al. (2004)、和 Iacoviello (2005) 的模型所顯示，在他們的效用函數設定裡，除了非耐久財消費之外，也



含有耐久財和(或)住宅服務的需求。耐久財和(或)住宅服務的需求均受限於借貸限制式(borrowing constraints)。如此，耐久財消費對於資產財富(價格)變動反應的動態與非耐久財消費會有大幅度的差異。

## 二、各種不同的假說

基本上，LC-PIH將資產價格(財富)與消費的相關性歸因於直接的資產財富效果。其後的文獻發展則針對資產財富影響消費的方式，提出多種不同的傳遞管道。藉由回顧這些不同的傳遞機制與意涵，有助釐清這些不同的傳遞管道以及如何使用不同的實證估計策略認定個別的傳遞管道。

### (一) 純粹財富效果(Pure Wealth Effect)

根據純粹財富效果，房屋財富或股票財富上漲會使得終身財富(life-time wealth)上升，因而帶動消費的增加。至於此財富效果的大小，隨以下情況而定。首先，如上述所說的，若大部分家計單位的資產財富是透過機構間接持有，則資產財富的變動對於消費的影響會比較小。近年許多文獻發現一些工業化國家股票財富變動對於消費的影響不大(Starr-McCluer(2002), Ludvigson and Steindel(1999), Lettau and Ludvigson(2001))。這結果可能隱含，這些國家的家計單位普遍間接持有大部分的股票財富。

其次，擁有自有住宅的家庭會受益於房屋價格的上升，而租屋者或那些計畫換購大

住宅(trading-up)的家庭則會受害。因此，根據純粹的財富效果，自有住宅比率高的國家會有比較大的財富效果。

最後，從個別家庭來看，年老世代的家計單位通常擁有自有住宅，而年輕世代的家計單位傾向是租屋者(或者年輕世代的家計單位計畫將來要換購大住宅，而年老世代的家計單位會換購小住宅(trading-down))。同樣，年老世代的家計單位通常比年輕世代的家計單位持有比較多的股票資產。根據純粹的財富效果，年老世代比年輕世代有比較高的邊際消費傾向。

### (二) 流動性限制管道(Liquidity Constraint Channel)

當家計單位以房屋與股票做擔保借款，房屋或股票財富的增加會放寬信用限制，因而增加他們的借款與消費。Ortalo-Magne and Rady(2006) 與 Lustig and van Nieuwerburg(2005)強調以房屋當作擔保品的角色：房屋價格上升導致消費的增加並非肇因於財富效果，而是因為房價上升放寬了信用限制，受到借貸限制的自宅擁有者在生命週期裡可以平滑消費。根據這個觀點，對於受到借貸限制的家計單位，比如年輕世代的家計單位與租屋者，消費支出對於資產財富變動的反應會特別地顯著。有趣的是，這結果與先前討論的純粹財富效果完全相反：純粹財富效果認為年老世代的家計單位(自宅擁有者)，也就是較少受到借貸限制者，對

於資產財富變動的反應比較顯著。

當然，除了出售自有住宅，家計單位只能透過重新融資(refinancing)與房屋淨值貸款放寬流動性限制，利用增加的房屋財富淨值來消費。因此，流動性限制管道的重要性必須依賴房貸融資與房屋淨值貸款市場的發展程度(Miles(1992), Muellbauer and Murphy (1997), Iacoviello (2004,2005), Aoki et al. (2004), Aron and Muellbauer (2006), Muellbauer (2007))。

### (三) 共同因子 (The Common Factors)

實証估計所顯示資產財富與消費的高度相關，有可能是源自模型未觀察到的總體變數所致。舉例來說，預期未來所得的上升(可能由於預期未來生產力提升)可能增加房屋勞務與金融資產的需求，同時使得房屋價格與股票價格上漲，並且帶動消費支出的增加。因此我們會觀察到資產財富與消費支出呈現正向相關(Attanasio and Weber (1994), Campbell and Mankiw (1990), Aron and Muellbauer (2006), Calomiris et al. (2009))。

這個觀點隱含，年輕世代的家計單位比年老世代的家計單位有較大的邊際消費傾向，因為年輕世代由於預期未來所得上升所增加的終生財富會比年老世代所增加的終生財富來得多。

另外一個常見的驅動因子是信用市場制度及立法上的改變，像是金融管制鬆綁、自由化、與房貸融資市場的發展，都可以放寬信用限制。比如，房貸融資市場的發展與借貸限制的放寬通常會帶動房屋價格的攀升與家庭消費支出的增加。若未能控制與預期未來所得成長或信用供給條件改變相關的衝擊，將會導致可能的內生性偏誤，造成不一致性的估計並且高估了房屋財富對於消費支出的影響力。

這篇文章其餘部份的架構如下。第二節回顧實證文獻。第三節為資料來源與架構，統計敘述與變數之描述。第四節為計量模型與估計方法。第五節為實證結果與分析。第六節為本文結論與政策意涵。

## 貳、實證文獻回顧

### 一、使用總合資料的實證文獻

Davis and Palumbo (2001)根據消費、所得與家計單位財富三者長期的關係，發現長期邊際消費傾向在每元3~6分的範圍內。Mishkin (2007)發現在美國，房屋財富的長

期邊際消費傾向為每元7.6分，而非房屋金融財富的長期邊際消費傾向為每元3.8分。Ludwig and Slok (2002)利用1985-2000年股票與房屋價格指數，估計16個OECD國家的共整合關係式。他們依照以銀行為基礎和以市

場為基礎的金融體系來將這些國家分組。他們發現，不論以那一類金融體系為基礎的國家，消費對於股價變動的長期彈性(以銀行為基礎的國家是0.03，以市場為基礎的國家是0.08)比房價變動的長期彈性(以銀行為基礎的國家是0.015，以市場為基礎的國家是0.04)來得大。

上述許多文獻均採用共整合分析，透過LC-PIH的消費模型可推導出一個消費與財富(如房屋或股票持有)的長期穩定關係。然而，經濟總體變數間的長期穩定關係之設定必須對於經濟活動的走勢加諸較強的限制。Lettau and Ludvigson (2004)發現美國家庭資產價值的變動大部份可歸因於短暫的(transitory)衝擊(這些短暫的衝擊主要來自股票財富的變動)，因此家庭的消費支出並不會對於短暫的資產財富變化有太大的反應。因此，過去傳統根據消費、勞動所得和財富的共同趨勢所作的估計，會明顯高估財富效果。

Carroll et al. (2006) 不採取共整合分析，而是利用Hall (1978)的隨機漫步檢驗，加入總合房屋與股票財富的落後項，並且控制短期利率與預期失業。他們利用1960Q1-2004Q3美國資料發現，來自房屋財富的立即邊際消費傾向大約只有每元2分，最終長期效果可以達到每元9分，遠大於股票財富的效果(股票財富的短期邊際消費傾向為每元0.8分，長期為每元4分)。Slacalek (2009)利

用與Carroll et al.(2006)相同的架構來探討16個OECD國家的金融與房屋的財富效果，並且控制失業率、利率與利差。相對於Carroll et al.(2006)，整體而言，所有國家房屋財富的平均長期邊際消費傾向僅每元1.2分，小於金融財富的平均長期邊際消費傾向每元2.8分。

Case et al. (2005)使用14個OECD國家的追蹤資料(1975-1999，年資料)與美國的追蹤資料(1982-1999，季資料)，採用不同的方式來估計資產財富的效果。他們根據1982-1999年美國各州的房屋價格指數與房屋單位數，建立一個各州與全國性房屋財富的指標。以跨國的房屋財富效果來說，估計得到的彈性相當大，介於0.11到0.17之間。以美國跨州來比較，房屋財富的彈性在0.05到0.09之間，也遠超過金融財富的彈性(介於0到0.02之間)。

Case. et al. (2005)與Carroll et al. (2006)的估計採用當期消費變動對當期所得、房屋與股票財富的變動作迴歸。然而，Calomiris et al. (2009)認為這種設定會造成嚴重的內生性問題，也就是消費與房屋價格兩者皆可能被預期未來所得的變化所驅動，而導致非一致性的估計式。他們使用Case. et al. (2005)美國房屋財富的資料，並控制了內生偏誤，發現房屋財富的變動對於消費的效果很小而且不顯著。同樣，Aron and Muellbauer (2006)認為若未能控制借貸限制放寬的效果，將會

高估資產財富或擔保品對於消費的影響。他們控制了包含所得成長預期、消費者借貸限制以及與其他經濟變數(像是所得不確定性與利率)的交互作用。他們發現英國的信用市場自由化後，房屋財富的邊際消費傾向只有大約每元3分，與非流動性金融財富的邊際消費傾向大致相同。這結果顯示，若一個國家的房貸市場相較於英國不發達時，房屋財富的邊際消費傾向可能會比股票財富的邊際消費傾向來得更小。

就國內文獻方面，陳南光、徐之強(2002)使用六個變數的VECM(1983:Q1-2000:Q4)估計股票財富對於消費的影響效果，估計發現消費變異可被股票財富變動解釋的比例低於5%。其次，就經濟體系的長、短期衝擊如何影響消費、所得與股票財富，消費與股票財富的長期趨勢可能受到所得波動影響最大，而短期循環波動則可能來自本身的暫時衝擊，這顯示股票財富變動對實質消費的整體影響力不大。最後，股票財富的正向變動對實質消費變動影響在短期內效果較強；反之，負向變動對實質消費變動影響則在較長期發生較大的效果。而且股票財富正向變動對實質消費的影響比負向變動來得大。若將上述VECM的股票財富換成房地產價格，估計結果顯示房價對於實質消費並沒有顯著的影響；相較之下，房價對實質民間投資有顯著的影響。

汪建南、李光輝(2004)採用八個變數的

VECM(1996M1-2003M9)，發現實質消費對股價上升的反應不顯著，而股價的Tobin's q效果在前3個月則會顯著增加實質民間投資。鍾經燮、詹維玲、張光亮(2004)利用馬可夫(Markov)結構轉換模型，發現當股票財富在高成長狀態下增加時，消費者的預防性儲蓄動機減弱，消費成長率顯著上升，使得消費成長率與所得成長率的相關降低。

## 二、使用個體資料的實證文獻

Lehnert (2004)利用自1968-1993年美國PSID的家計調查資料，發現房屋財富的平均消費彈性是0.04-0.05，換算成邊際消費傾向約為每元2~3分。房屋財富對於消費的效果對於中年後期(52-62歲，最有可能是房屋擁有者與較不被信用限制者)的家計單位最大；其次是最年輕的家計單位(也就是最有可能被信用限制者)。這結果顯示財富效果與流動性限制兩者同時影響家庭消費支出對於房屋財富的反應。Bostic et al. (2009)同樣利用1989-2001年美國家計調查資料來研究房屋財富與金融財富對於消費的影響。他們發現，房屋財富的消費彈性大約在0.06左右，比金融財富的消費彈性0.02來得大。

Grant and Peltonen (2005)利用1989-2002年義大利家計追蹤調查資料，發現擁有自宅者房屋財富的邊際消費傾向非常顯著，而且超過0.08；另一方面，股票財富的邊際消費傾向只有0.004。再者，年老世代(45-65歲)的



房屋財富邊際消費傾向大約為0.15，而年輕世代(25-44歲)的邊際消費傾向大約為0.05，而且統計上不顯著。這結果與純粹財富管道的結果一致。同樣地，Sierminska and Takhtamanova (2007)根據跨國個體資料，發現擁有自宅者的房屋財富效果(加拿大的消費彈性為0.12，芬蘭0.1，義大利0.13)均顯著大於金融財富效果(加拿大的消費彈性很小，芬蘭0.02，而義大利0.04)。其次，年老世代房屋財富的消費彈性也同樣大於年輕世代。

Gan (2010)利用自1992-2004年香港房屋財富與信用卡消費的追蹤資料，發現房屋財富對於信用卡消費有非常顯著的效果(即使沒有重新融資與信用限制的放寬)。房屋財富之消費彈性為0.171，換算成邊際消費傾向為每元1.6分。

Campbell and Cocco (2007)利用英國 Family Expenditure Survey (FES) 的家計調查資料，控制所得成長、區域失業、利率、房屋權屬、抵押貸款，與區域房屋價格後，發現年老世代的自宅擁有者對於房屋價格變動的消費反應最大(彈性為1.7)；年輕世代的租屋者對於房屋價格變動的消費反應最小，而且統計上不顯著。這結果與先前討論的純粹

財富效果是一致的。

Attanasio et al. (2009)採用與Campbell and Cocco (2007)相同的英國家計調查調查資料FES，檢驗三個假設：(1) 財富效果；(2) 借貸限制的放寬；(3) 房屋財富與消費同時受到其他因素的影響(像是預期未來所得)。他們發現房屋價格變動的效果對於自宅擁有者與租屋者是相同的，這結果顯示借貸限制管道並未起明顯的作用。其次，年輕世代(房屋價格彈性為0.21)比老年世代(房屋價格彈性0.04，而且不顯著)對於房屋價格變動的反應更大，這結果也與財富管道相抵觸。因此，他們認為房屋財富與消費是同時受到其他未觀察到的因素影響所致(像是預期未來所得)。

國內文獻方面，薛立敏、陳琇里(1998)利用主計處1993年「個人所得分配調查」進行PROBIT及多元迴歸分析，結果顯示擁有自宅者在房租、傢俱、醫療、教育、交通及娛樂等項的所得彈性較高，而租屋者在外伙食、衣著的所得彈性較高。這個差異顯示擁有自宅者較租屋者生活穩定，因此願意將所得配置在增進全家生活品質的消費上。

## 參、資料建置與統計概況

### 一、綜合資料

我們首先考慮綜合資產財富效果對於耐久財消費、非耐久財消費與總消費的影響。耐久財消費的定義為家具，家庭設備與家電品，運輸交通與通訊支出的總和<sup>註3</sup>，而非耐久財是全部私人消費減去耐久財消費。所得變數則由可支配所得來衡量。實質利率則是一年定期存款利率減去通貨膨脹率。

有關房屋財富的衡量，對本研究至為重要。由於房價會因所在地區及其它條件的不同而有差異，因此理論上，愈趨近個體層級的資料將愈理想。鑑於實際資料取得困難，我們利用四個區域（台北市、台北縣、台中市、高雄市）的房屋價格指數乘上其相對應的住宅存量，來建構綜合房屋財富。四個區域之中，台北市、台中市、及高雄市分別代表台灣北部、中部與南部都會住宅區，而台北縣則是台灣最大與人口數最多的縣市。<sup>註4</sup>

綜合股票財富由台灣證券交易所公布的市場資本總額來表示。我們也另外加入“金融資產”，包括定期存款、外幣存款等。所有變數皆以物價及人口數做調整，而以實質人均數表示。<sup>註5</sup>另外我們也檢驗房價指數與股價指數對於消費的影響。房價指數方面則分別採用信義房價指數與國泰房價指數。

信義房價指數由信義房屋不動產企劃研究室取得，主要以成屋與中古屋的銷售價

格為計算基礎；國泰房價指數則來自國泰建設與政大臺灣房地產研究中心，是以新推案的房價為計算基礎。住宅存量資料則來自於內政部營建署。其它實證資料，皆取自於台灣行政院主計處資料庫與AREMOS經濟統計資料庫。實證樣本期間為1992Q1至2009Q3。表2a整理綜合資料的敘述統計量。

圖1為耐久消費財占總消費支出的份額。樣本期間的耐久財消費份額大約在17%-21%範圍內。圖2為耐久財、非耐久財與總消費的成長率。從圖2可清楚觀察到，耐久財消費波動比非耐久財消費波動來得大。圖3a為各區域信義房屋價格指數的走勢，圖3b比較全國性信義房價指數與國泰房價指數的走勢，兩者的房價走勢頗為一致，相關係數為0.90。圖4為兩種資產財富分別與總消費的年增率。從圖形可知，雖然股票財富波動較大，但股票財富與房屋財富大致上呈正相關。

### 二、家計單位資料

除了綜合資料之外，我們使用家計調查資料來估計資產財富變動對於消費的影響。資料來源為行政院主計處的「家庭收支調查資料庫」。此資料庫包含家計單位12項分類的消費支出，以及豐富的家計單位特性(年齡、家庭戶口組成、住宅區域、自宅擁有者

或租屋者)等資訊，得以讓我們從家計單位的層面，分析財富變動對消費的影響。

我們利用1991-2006年，共16年的家庭收支調查資料作分析，每一年包含13,000至16,000筆不同家計單位詳細的統計資訊，因此16年一共有231,581筆觀察樣本。為了與總合資料相符合，我們同樣定義耐久財消費為衣著、家具、家庭設備、家電品、運輸交通與通訊支出的總和。

由於接受調查的家計單位並非每年都重複出現，所以家庭收支調查資料並非長期追蹤資料（panel data）。因此，我們採用Browning et al.(1985)與Deaton(1985)的方法來建置一個準追蹤資料（pseudo panel data）的樣本。此樣本乃以出生群組（birth cohort）為分析基礎，而群組則是根據家戶

戶長的出生年，將家戶樣本分成11個出生群。最年老的群組由戶長在1930年前出生的家計單位組成，其次為出生於1930-1934年間的群組，而最年輕的群組為家戶戶長出生在1975年或以後之家計單位所組成。表2b整理家庭收支調查資料各群組的敘述統計量。

採用家庭收支調查資料時，另一個限制在於其並未紀錄每個家庭所擁有的金融資產與房屋資產。對此，我們參考Attanasio et al.(2009)與Campbell and Cocco(2007)處理英國家庭支出調查資料相似的做法，改採房屋價格指數與股票價格指數作分析，以檢驗不同家計單位的群組，如何對房屋或股票價格變動作反應。

表2 資料敘述統計量

(a) 總合資料

	平均數	標準差	最小值	最大值
總消費	0.0672	0.0118	0.0432	0.0843
非耐久財消費	0.0542	0.0094	0.0341	0.0668
耐久財消費	0.0130	0.0025	0.0086	0.0175
股票財富	0.4792	0.2288	0.1356	1.0445
房屋財富	85.2037	16.7791	61.5534	130.9333
可支配所得	0.0977	0.0137	0.0694	0.1214

註：單位：每人百萬新台幣(2006物價水準)。

(b) 家庭收支調查資料

群組 (cohort)	戶數	總消費	非耐久財 消費	耐久財 消費	年齡	家庭規模	所得	房價指數	股價指數
1	18,958	352,627	347,025	18,905	74.86	1.95	471,129	115.81	6563.29
2	11,160	448,414	421,108	34,357	66.51	2.52	668,506	115.31	6563.29
3	12,824	537,572	491,673	49,389	61.40	3.04	873,825	115.30	6563.29
4	16,559	651,625	580,137	69,471	56.47	3.51	1,064,313	116.29	6563.29
5	21,446	740,141	656,000	81,396	51.19	3.87	1,180,139	117.42	6563.29
6	34,966	757,764	669,710	85,362	46.43	4.11	1,138,448	117.56	6563.29
7	38,339	736,601	651,180	82,140	41.51	4.21	1,075,722	117.17	6563.29
8	33,936	707,188	621,371	81,402	36.60	4.19	1,047,157	116.55	6563.29
9	23,522	683,601	598,082	80,317	31.69	3.98	1,041,225	116.40	6563.29
10	13,063	640,157	557,966	77,883	26.92	3.72	963,707	116.26	6563.29
11	6,794	544,309	487,808	57,383	21.73	3.48	768,246	116.07	6563.29
全體	231,567	618,182	552,915	65,273	46.85	3.51	935,674	116.37	6563.29

註：單位：新台幣(2006物價水準)。



圖1 耐久財消費佔總消費比例

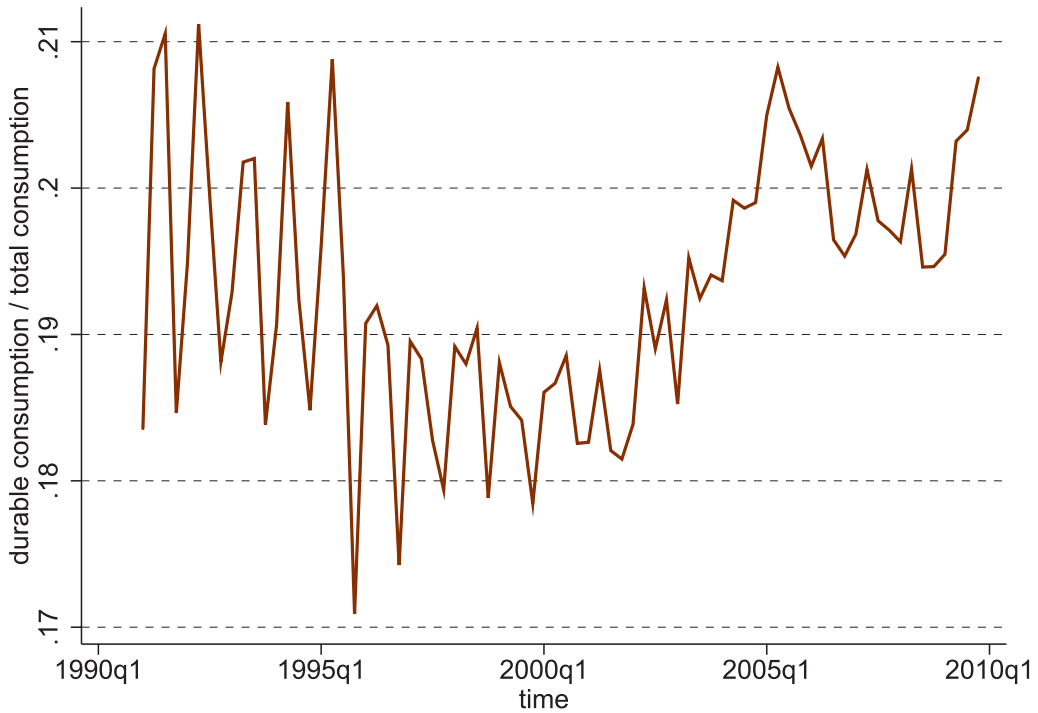


圖2 各種消費之年增率

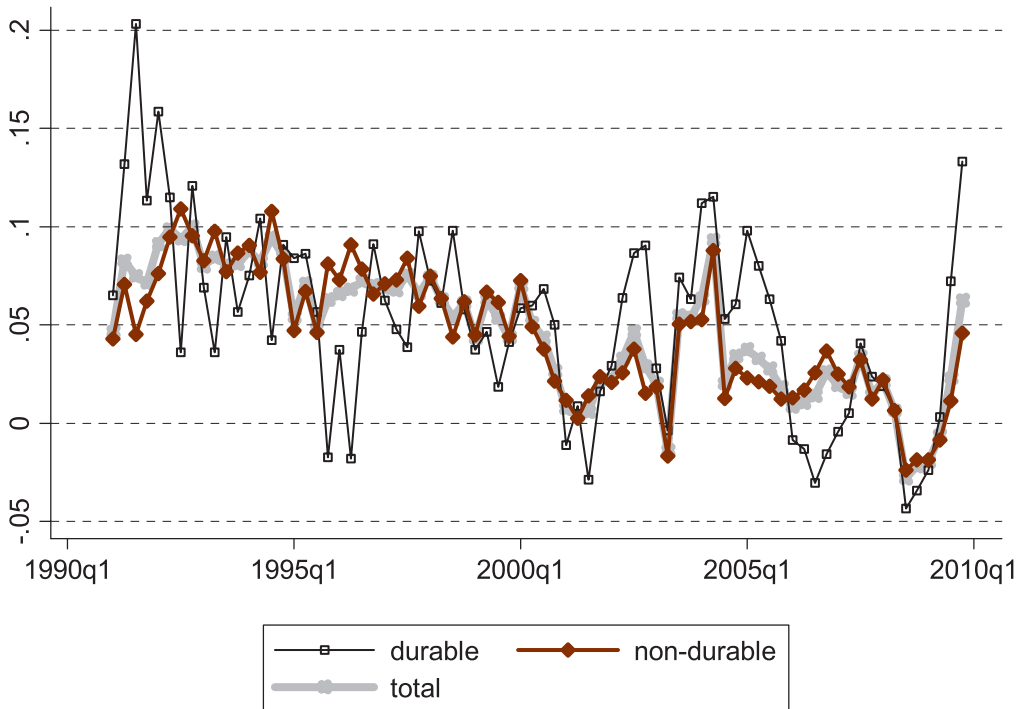
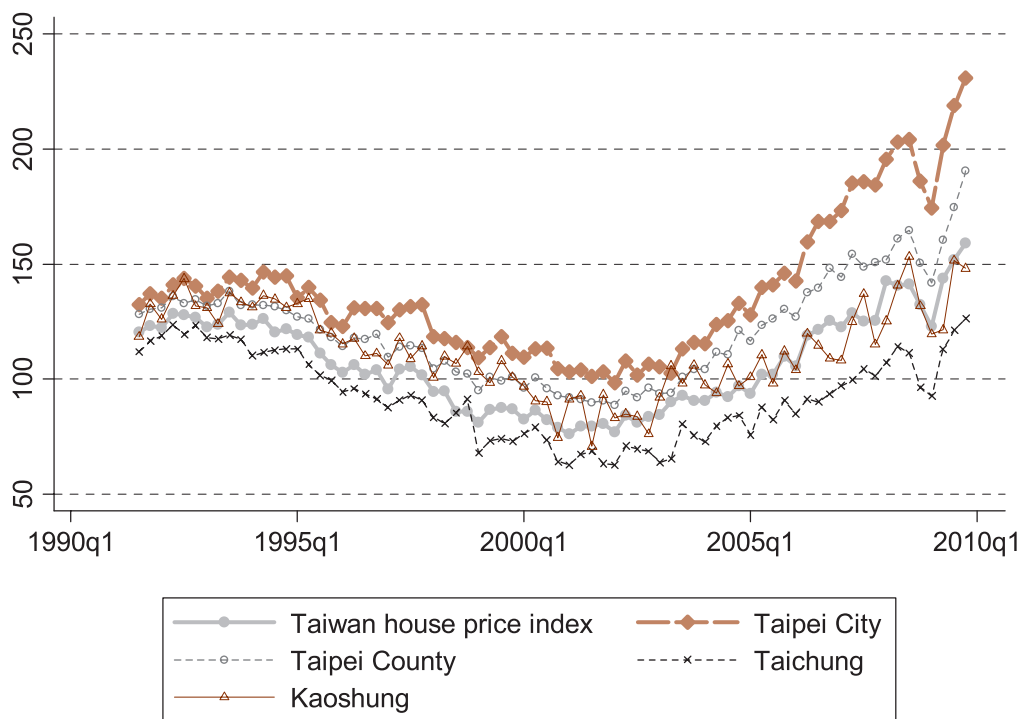


圖3 信義房價指數與國泰房價指數

(a) 信義房價指數：區域房價指數走勢



(b) 信義房價指數與國泰房價指數：全國

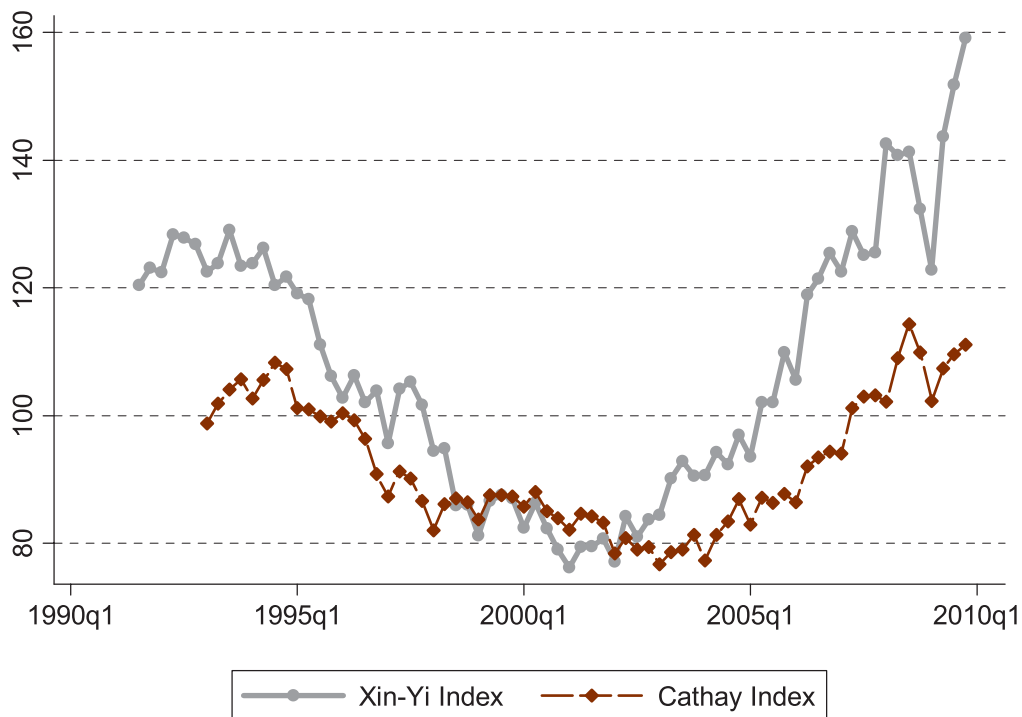
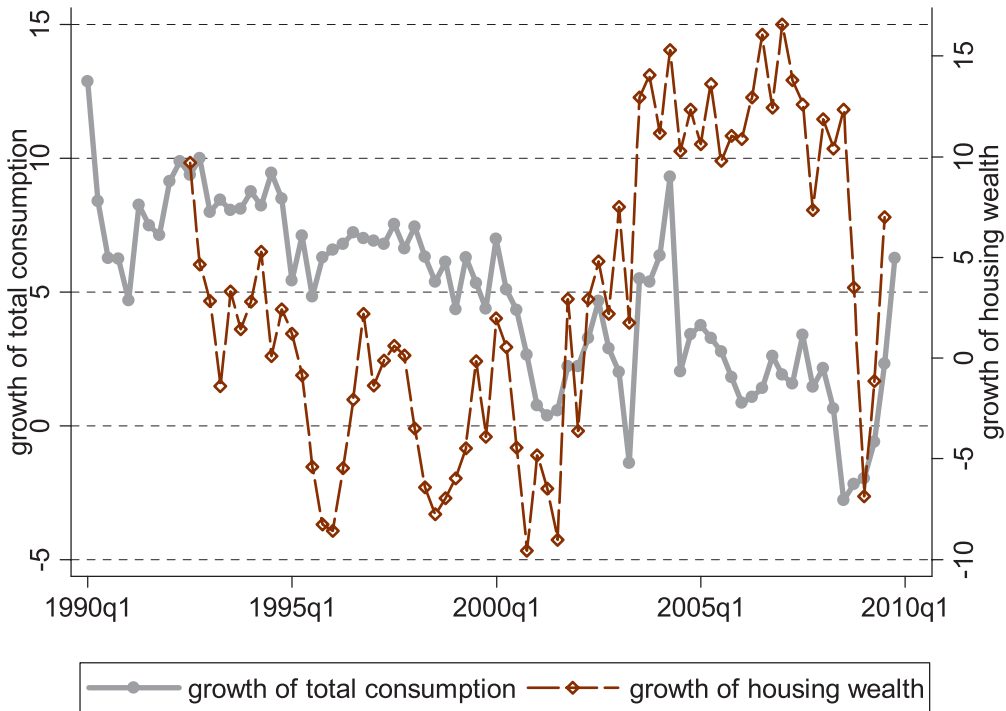
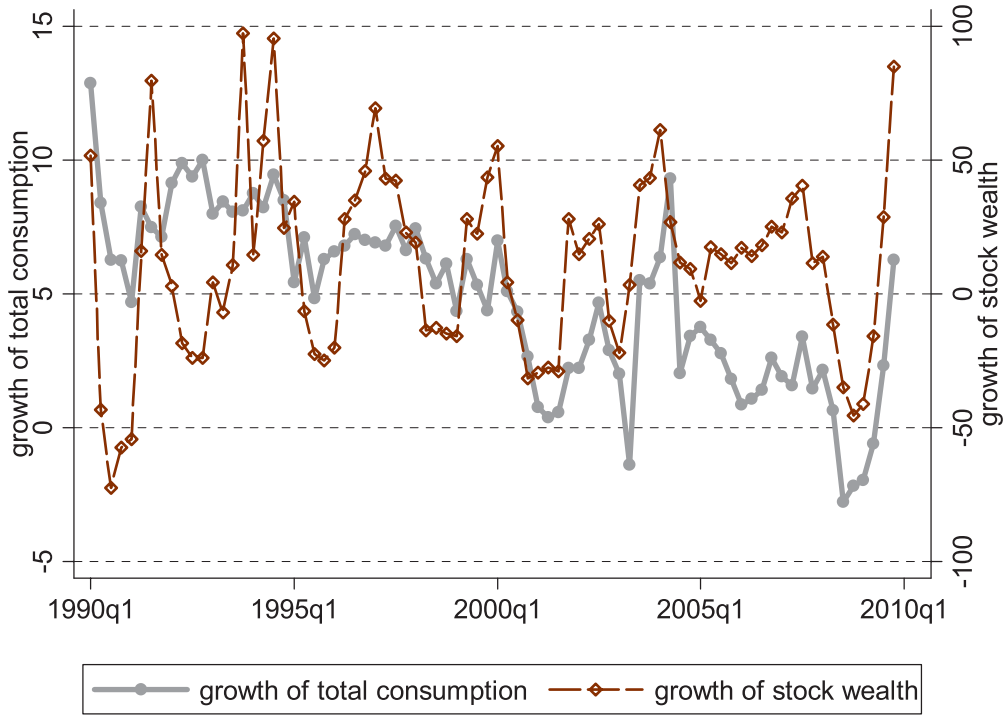


圖4 總消費、房屋財富、與股票財富年增率(%)



## 肆、實證模型

### 一、使用總體變數之實證模型

我們採用下列消費函數設定

$$\Delta \ln c_t = f(\Delta \ln HW_t, \Delta \ln SW_t, \Delta \ln y_t, r_t), \quad (1)$$

其中， $c_t$  是在  $t$  期的每人實質消費支出，可以是總消費、非耐久財消費，或是耐久財消費。 $r_t$  是  $t$  期的實質利率， $y_t$  是  $t$  期的每人實質可支配所得，而  $HW_t$  和  $SW_t$  分別為每人在  $t$  期所擁有之實質房屋與股票財富。另外，我們也分別採用以 GDP 平減指數所平減之房價指數與股價指數取代房屋財富與股票財富。所有資料皆從 AREMOS 資料庫取得。除了利率之外，價格及數量的變數均先以 2006 年 GDP 平減指數轉為實質變數；數量變數再進一步除以總人口數，以得到實質人均數。我們並以一個包含截距項、時間趨勢、時間趨勢平方、及季虛擬變數的簡單迴歸，調整變數中的季節性。

GLS Dickey-Fuller 檢定顯示，模型中除了實質利率之外，其它變數均有單根特性，而變數間也存在共整合關係。因此在估計模型時，我們先將變數做一階差分，以使變數呈現定態。但因為本研究樣本數有限，而變數的定態檢定在樣本數有限的情況下不一定可靠，因此我們在研究計畫報告附錄 2 列出以 HP filter 剔除變數中隨機趨勢之後的估計結果。

Calomiris et al. (2009) 強調使用當期所

得、房屋、與股票財富變數做迴歸分析，可能會產生內生性問題，因為民眾對於未來所得之預期，將會改變目前消費與資產財富。針對此問題，我們採用工具變數法，利用相關變數的落後項作為工具變數以解決內生性問題。我們共考慮了下列三種不同的估計方式：(i) 所有變數皆為同期變數，不使用工具變數；(ii) 工具變數估計法，其中工具變數包括內生變數的落後期、金融資產（定期存款加外幣存款）變數之落後期、及本國實質出口總值之落後期變數<sup>註6</sup>，落後期數皆為落後一期及兩期；和 (iii) 採用落後一期的資產財富/價格變數，作為當期的代理變數。

最後，我們也考慮估計一個 VEC 模型，檢視消費對實質財富變化的(累加)衝擊反應函數。但是由於樣本數小，我們發現估計結果並不穩定。我們將估計結果及相關的討論置於研究計畫報告附錄 3。

### 二、使用家計單位資料之實證模型

如先前所述，由於主計處的家庭收支調查資料並非追蹤資料，因此我們建構了以家戶戶長出生年為分類的出生群組，作為估計的基礎。我們將各個變數取群組平均之後，建立一個準追蹤調查資料，而以追蹤調查資料的方法估計之。由於家庭收支調查資料並未包含家庭財富統計，因此我們依照國外文

獻作法，採用資產價格變數，作為探討財富效果對消費的影響。下列為我們實證模型的一般化設定：

$$\Delta \ln c_{ct} = f(\alpha_c, \Delta \ln q_{ct}^H, \Delta \ln q_{ct}^S, \Delta \ln y_{ct}, Z_{ct}), \quad (2)$$

其中  $\alpha_c$  為群組效果， $c_{ct}$  是群組  $c$  家戶在第  $t$  期之平均實質消費（總消費、非耐久財消費、或耐久財消費）支出，因此  $\Delta \ln c_{ct}$  可以視為群組  $c$  的平均實質消費年成長率。 $q_{ct}^H$  和  $q_{ct}^S$  分別為實質房屋價格與股票價格<sup>註7</sup>，而  $y_{ct}$  是群組  $c$  之實質所得。 $Z_{ct}$  則代表群組  $c$  之家計特性變數，我們考慮了戶長年齡 ( $age_{ct}$ )、家庭成員人數 ( $size_{ct}$ ) 等變數。

在實證分析時，我們考量資產價格變動對於不同族群可能產生不同影響，因此設計

了四種不同的族群虛擬變數探討：(A)以年齡族群為分類：若該族群的平均家戶戶長年齡小於35歲，稱為年輕族群，則DY=1；若平均戶長年齡介於35歲與55歲，稱為中年族群，令DM=1；平均戶長年齡高於55歲者，稱為年老族群，令DO=1。(B)以是否擁有房屋為分類：若該族群擁有自有住宅的比例較全體樣本高，則DHO=1，而租屋者比例較高的族群則令DNHO=1。(C)以該族群之多數家戶居住地區為北部(DN=1)和南部(DS=1)做區分。(D)以家戶所得為分類：若該族群之平均家戶所得在全體樣本的中位數所得以上，稱為高所得族群，即DW=1；在中位數所得以下者，稱非高所得族群，則DNW=1。<sup>註8</sup>

## 伍、估計結果

### 一、總合資料估計結果

表3呈現了使用總合資料的估計結果。首先，在各種模型設定下，個人可支配所得對總消費與非耐久財消費，皆具有顯著的影響，但其對耐久財的消費影響則不顯著。

在總消費方面，使用同期變數之下，房屋財富對消費有顯著的影響：房屋財富的消費彈性高達9.3%（見表3的第(1)、(2)行）。然而，如同前述Calomiris et al.(2009)所強調，使用當期所得、房屋、與股票財富變數的設定，會造成內生性問題，導致非一致性的估

計值。我們用Hausman (1978)檢驗，發現確實有顯著的內生性問題。以表3總消費A組的第一個模型為例，在內生變數包含房屋財富、股票財富、利率、及所得的前提下，Hausman檢定的統計量為  $F(4, 55) = 3.159$ ，對應的P值為 0.021，顯著拒絕沒有內生性的虛無假設。

為了控制內生性的偏誤，我們分別以兩種方式處理。第一種方式為工具變數法（表3之[B]），其中工具變數包括內生變數的落後1及2期變數、金融資產（定期存款加外

幣存款)之落後1、2期變數、及本國實質出口總值之落後1、2期變數。在所有迴歸模型中，檢驗第一階段工具變數配適度的 partial  $R^2$  (見 Shea, 1997)，除所得變數為0.18之外，其餘都在0.22以上。而估計後以 Sargan test 檢定過度認定假設，得到的  $\chi^2$  統計量，也都顯示無法拒絕選擇之變數乃為合理工具變數的虛無假設。

第二種方式為代理變數方法(表3之[C])，此方法選擇以內生變數的落後一期變數，作為內生變數的代理變數。以表3總消費C組的第一個模型為例，使用代理變數之後，Hausman檢定的統計量為  $F(4,55)=1.746$ ，其對應的P值為 0.153，顯示無法拒絕變數沒有內生性的虛無假設。

表3模型(4)及(7)的估計結果顯示，控制了財富與所得變數的內生性之後，房屋財富對於總消費的影響變得完全不顯著。事實上，不僅是總消費，房屋財富對於非耐久財與耐久財消費均呈現不顯著的影響(見表3(b)與表3(c))。就股票財富而言，不論以同期變數估計或以工具變數估計，對於所有消費類別的影響都不顯著，但在股票財富落後一期的情況下則為顯著(模型(7))，其對於總消費的彈性為 2.5%-2.6%(5%顯著水準)，對於非耐久財消費為 2.3%-2.4%(10%顯著水準)。

整體而言，房屋財富變動，對於各類消費的影響都不顯著，而股票財富變動的效果，則較明顯。

另外，我們亦考慮以房價指數與股價指數來檢驗資產價格對於消費的影響，其中我們採用以中古屋交易價格編製的信義房價指數，作為模型中的房價變數。表3的模型(3)、(6)、與(9)列出股價指數與信義房價指數對消費的影響效果。在控制內生性問題後，房價變動對於所有類型消費的影響均不顯著，此結果與之前採用4個都會區所計算得的房屋財富之估計結果一致。股價指數只有在採用落後一期的方式下對總消費些微顯著(10%顯著水準)，但是係數卻是負值，並不十分合理。除了以信義房屋的指數作為房價變數之外，我們也嘗試使用國泰房價於模型中。結果顯示，雖然大部分的結果與表3的結果一致，但也出現部分不合理的結果。例如，部分模型顯示，房價變動對於耐久財消費具有負向而且顯著的影響，同時這些係數的絕對值異常的大。由於國泰房價指數乃以預售屋與新成屋的價格為計算基礎，這些每季新推案的住宅數量只佔全國房屋數量的一小部分，代表性有限，因此我們傾向採用信義房價指數(此指數以中古屋交易價格為計算基礎)以及其所計算的房屋財富所估計的結果。

表3 房屋與股票財富對消費的影響

(a) 總消費

	[A]			[B]			[C]		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Housing Wealth	0.093	0.093		-0.009	-0.007		-0.052	-0.055	
	(0.042)**	(0.042)**		(0.117)	(0.123)		(0.046)	(0.046)	
Stock Wealth	0.012	0.012		0.014	0.014		0.026	0.025	
	(0.010)	(0.010)		(0.026)	(0.026)		(0.011)**	(0.011)**	
Housing Price			0.072			0.028			-0.012
			(0.038)*			(0.079)			(0.039)
Stock Price			-0.011			-0.003			-0.019
			(0.010)			(0.025)			(0.011)*
Interest Rate	-0.001	-0.001	-0.002	-0.005	-0.005	-0.005	-0.001	-0.001	-0.001
	(0.001)	(0.001)	(0.001)*	(0.002)**	(0.002)**	(0.002)**	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Income	0.133	0.135	0.152	0.424	0.426	0.380	0.123	0.118	0.144
	(0.057)**	(0.058)**	(0.062)**	(0.175)**	(0.178)**	(0.172)**	(0.064)*	(0.065)*	(0.063)**
Financial Wealth		0.006			0.005			-0.029	
		(0.032)			(0.100)			(0.034)	
Observations	70	70	71	68	68	69	70	70	71
R-square	0.84	0.84	0.80				0.80	0.81	0.80

註1：括弧中的數字為標準誤。\*\*\*：1%顯著水準，\*\*：5%顯著水準，\*：10%顯著水準。

註2：模型[A]之變數為當期變數取一階差分；模型[B]以[A]為基礎，再以工具變數法估計；模型[C]以[A]為基礎，而資產財富及資產價格皆為落後一期之變數。

註3：解釋變數尚包含（未列出）常數項、時間趨勢平方項的一階差分、及季節虛擬變數。

(b) 非耐久財消費

	[A]			[B]			[C]		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Housing Wealth	0.090	0.091		-0.080	-0.057		-0.082	-0.085	
	(0.055)	(0.056)		(0.168)	(0.176)		(0.057)	(0.057)	
Stock Wealth	0.015	0.015		0.034	0.036		0.024	0.023	
	(0.013)	(0.013)		(0.037)	(0.038)		(0.013)*	(0.013)*	
Housing Price			0.087			0.055			-0.046
			(0.048)*			(0.091)			(0.048)
Stock Price			-0.005			-0.001			-0.013
			(0.012)			(0.029)			(0.013)
Interest Rate	-0.002	-0.002	-0.002	-0.009	-0.009	-0.007	-0.002	-0.002	-0.002
	(0.001)*	(0.001)	(0.001)**	(0.003)***	(0.003)***	(0.003)**	(0.001)	(0.001)	(0.001)
Income	0.144	0.148	0.164	0.495	0.516	0.345	0.140	0.135	0.157
	(0.076)*	(0.077)*	(0.077)**	(0.251)*	(0.255)*	(0.198)*	(0.079)*	(0.079)*	(0.079)*
Financial Wealth		0.016			0.061			-0.031	
		(0.042)			(0.143)			(0.042)	
Observations	70	70	71	68	68	69	70	70	71
R-square	0.80	0.80	0.78	--	--	--	0.79	0.79	0.78

註1：括弧中的數字為標準誤。\*\*\*：1%顯著水準，\*\*：5%顯著水準，\*：10%顯著水準。

註2：模型[A]之變數為當期變數取一階差分；模型[B]以[A]為基礎，再以工具變數法估計；模型[C]以[A]為基礎，而資產財富及資產價格皆為落後一期之變數。

註3：解釋變數尚包含（未列出）常數項、時間趨勢平方項的一階差分、及季節虛擬變數。



(c) 耐久財消費

	[A]			[B]			[C]		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Housing Wealth	0.099	0.095		0.287	0.189		0.078	0.075	
	(0.126)	(0.127)		(0.298)	(0.313)		(0.131)	(0.132)	
Stock Wealth	0.001	-0.001		-0.070	-0.080		0.035	0.034	
	(0.029)	(0.030)		(0.067)	(0.067)		(0.031)	(0.031)	
Housing Price			0.004			-0.089			0.129
			(0.109)			(0.194)			(0.106)
Stock Price			-0.038			-0.012			-0.042
			(0.028)			(0.062)			(0.029)
Interest Rate	0.001	0.001	0.001	0.011	0.010	0.001	0.002	0.002	0.002
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.006)*	(0.006)*	(0.006)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
Income	0.082	0.072	0.094	0.123	0.029	0.530	0.046	0.043	0.081
	(0.174)	(0.176)	(0.176)	(0.445)	(0.454)	(0.424)	(0.182)	(0.184)	(0.174)
Financial Wealth		-0.041			-0.260			-0.021	
		(0.097)			(0.254)			(0.098)	
Observations	70	70	71	68	68	69	70	70	71
R-square	0.41	0.42	0.38				0.40	0.40	0.40

註1：括弧中的數字為標準誤。\*\*\*：1%顯著水準，\*\*：5%顯著水準，\*：10%顯著水準。

註2：模型 [A] 之變數為當期變數取一階差分；模型 [B] 以 [A]為基礎，再以工具變數法估計；模型[C] 以 [A] 為基礎，而資產財富及資產價格皆為落後一期之變數。

註3：解釋變數尚包含（未列出）常數項、時間趨勢平方項的一階差分、及季節虛擬變數。

除了房屋及股票財富，我們另外考慮了其它金融財富對消費的影響，該金融財富定義為定期存款與外幣存款之和。估計的結果列於表3的模型（2）、（5）、（8）。結果顯示，金融資產對於各種類型的消費都沒有顯著的影響，加入模型後其他變數的顯著性也沒有任何改變。

為了估計財富的邊際消費傾向(MPC)，我們將表3內顯著的財富係數估計值，乘上消費對財富的比值。房屋財富對於所有類型的消費支出都不具統計顯著性，因此我們只計算股票財富的邊際消費傾向。由於不同時間點的消費對財富的比值略有不同，因此 MPC 的計算，會因衡量時點的不同而有

差異；我們分別考慮樣本期間之平均消費對財富比、以及樣本期末的消費對財富比。表4的結果顯示，對於總消費而言，股票財富的MPC在樣本期間介於每元1.4~1.456分之間，而在2009年的MPC則介於每元0.85~0.884分之間。對於非耐久財消費而言，股票財富的MPC在樣本期間介於每元1.035~1.08分之間，在2009年的MPC則介於每元0.621~0.648分之間。

房屋財富對於消費影響不顯著的結果，與其它具有相同條件國家(如銀行導向的經濟、為小型開放國家、房貸機構結構)的研究結論一致。例如，Flood et al. (2008)使用IMF(2008)所發展的房貸市場指數 (mortgage



market index) 來衡量房貸市場的深化程度。該指數包括房貸負債占GDP比率、LTV比率、變動利率房貸的普及程度、房屋權益貸款市場的發展程度、房貸年限、房貸證券化、自有住宅比率等變數。他們發現，房貸市場深化程度愈高的國家，房價與消費支出之關係就愈緊密。Ludwig and Slok (2002)發現以銀行導向的經濟體(相對於市場導向經濟)房屋財富效果並不顯著，而股票財富效果在所有國家皆為顯著。Phang (2002) 也發現房屋財富效果並不存在於新加坡。

如前言所述，有幾點理由可解釋房屋財富效果為何小於股票財富效果。理論上，Buiter's (2008)主張，既然房屋勞務成本隨著房價而上升，房屋財富便不盡然是財富，此與我們的估計結果一致。我們認為由於台

灣沒有房屋淨值借貸市場，因此房屋所有人並不能利用本身新增的房屋淨值向銀行取得貸款用於消費。因此，房屋價格上漲時，只會造成貸款成數(loan-to-value (LTV))之放寬或是貸款所得比上升，但並不能刺激消費支出。<sup>註9</sup>

然而不顯著的房屋財富效果，並不隱含房屋價格或房屋財富變動不重要。畢竟實質房地產或土地是做為房貸與商業借貸(流動資金與固定資產投資)擔保品的最重要資產。另一個可能是總體資料平滑了不同群體的差異影響，尤其是在年輕與老年、擁有自宅者與租屋者等之間的重分配效果。在下節裡，我們將看到使用家庭調查資料所呈現出不同群體間資產財富之重分配效果。

表 4 股票財富的消費彈性及邊際消費傾向

		彈性	MPC (Cents/NT Dollar)
I. Average: total sample (annually)			
TC/SW	0.56	0.025-0.026	1.4-1.456
NC/SW	0.45	0.023-0.024	1.035-1.08
DC/SW	0.11	0	--
II. Evaluated in 2009 (annually)			
TC/SW	0.34	0.025-0.026	0.85-0.884
NC/SW	0.27	0.023-0.024	0.621-0.648
DC/SW	0.07	0	--

註1：TC = 總消費；NC = 非耐久財消費；DC = 耐久財消費；SW = 股票財富。

## 二、家戶層級資料估計結果

估計第(2)式時，以Hausman 統計量檢定，顯示 $\alpha_i$ 應被視為隨機效果(random effects)較為適當，因此我們以追蹤調查資料之隨機效果方法估計之。表5顯示家庭調查資料的估計結果。我們一共估計5個模型：(1)基本模型，(2)家庭戶長年齡分組，(3)擁有自有住宅或租屋者，(4)以居住地區分組，和(5)以家庭所得分組。我們得到以下發現。

首先，基本模型顯示房價變動對總消費的影響為負，但並不顯著。股票價格增加，則顯著地使總消費增加。股價變動的消費彈性為0.028。這樣的結果和我們從總體資料所獲得的結果大致上一致。

當考量不同族群可能產生的不同反應，我們首先加入年齡組(年輕、中年、老年)虛擬變數的交互作用項到模型內。結果顯示，年輕族群與老年族群的總消費隨著房價上升顯著地減少：房價變動的消費彈性分別為-0.06與-0.095，而中年族群也減少但不具統計顯著性。如前所言，在台灣房屋資產的財富效果很小，此處由個體群組資料得到的證據，加強了這個結論。此結論和部分國外文獻的結果不同；在這些文獻中，由於高房價放寬信用限制，年輕世代家庭得以實現其房屋淨值的資本利得，從而增加消費。而對於台灣的家計單位而言，財富效果並不存在，也沒有放寬年輕家庭的借貸限制。年輕

世代的家庭反而必須縮減消費儲蓄購屋或者換購住宅。至於年老世代的家庭，房價提高時也顯著減少消費。這可能由於預留遺產的動機：老一輩為了留給下一代足夠的購屋資金，當房價上升時也減少消費，以增加預留的遺產。

就股價變動而言，年輕族群消費對於股票價格的反應並不顯著，但中年與老年族群，則隨著較高的股票價格而增加消費：中年和老年族群對於股價變動的總消費彈性分別為0.025和0.080。由於中年和年長族群持有大多數股票財富，因此這和我們使用總體資料獲得股票財富增加消費的結論一致，顯示有顯著的股票財富效果存在於台灣家庭。

接下來，我們考慮自有住宅虛擬變數的交互作用項。我們發現房價上升對於自有住宅者的消費影響並不顯著，但是租屋者的消費成長強烈且顯著地減少：房價變動的消費彈性為-0.101。這顯示房價的上升對於消費分配的影響，比其對總消費量的影響更重要。因此，較高的房屋價格並不會增加自有住宅者的消費能力，甚至租屋者可能減少消費支出，以支付較高的房屋租金。當股票價格上升，自有住宅者對於股價變動的消費彈性為0.046，而租屋者對股票價格變動的反應則不顯著。由於老年家庭往往是自有住宅者，而年輕家庭多半為租屋者，這些結果和以年齡組為基礎的發現具有一致性。<sup>註10</sup>

若以居住地區分為南、北兩地，房價上

升對於南部家庭沒有顯著影響，但是對於北部家庭的總消費有顯著的負面影響，其彈性為  $-0.048$ 。股價上升對於北部家庭的總消費沒有顯著的效果，但是對於南部家庭則有顯著的正面效果，其彈性為  $0.062$ 。若將樣本區分為高、低所得(以中位數區分)兩個族群，我們發現房價上升對於所得高低兩個族群的總消費都均無顯著影響，而股價上升對於低所得的族群則有正向的顯著效果，其彈性為  $0.048$ 。這再次顯示股價變動相對於房價變動

對於家庭消費有更顯著的影響。

最後，就非耐久財而言，各個分組的估計結果與總消費的估計結果大體上一致。不同的是，一些個別項目的統計顯著性增加。比如，以自有住宅和租屋區分的群組，當房價上升時，不管是擁有自有住宅或租屋者，非耐久財消費均顯著下降，而租屋者的下降幅度更大。若以高、低所得區分，當房價上升時，兩個群組的非耐久財消費都顯著下降，而低所得家庭的降幅比較大。

表 5 家庭調查資料估計結果：總消費

Dependent Variable: $\Delta \ln C_{ct}$				Dependent Variable: $\Delta \ln C_{ct}$		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	
$\Delta \ln Y_{ct}$	0.567 (0.052)***	0.571 (0.045)***	0.561 (0.053)***	$\Delta \ln Y_{ct}$	0.559 (0.047)***	0.570 (0.048)***
$age_{ct}$	-0.004 (0.002)*	-0.004 (0.001)***	-0.004 (0.002)***	$age_{ct}$	-0.004 (0.002)**	-0.004 (0.002)**
$age_{ct}^2$	0.004 (0.002)	0.004 (0.002)**	0.004 (0.002)**	$age_{ct}^2$	0.004 (0.002)*	0.004 (0.002)**
$Size_{ct}$	0.278 (0.082)***	0.293 (0.074)***	0.299 (0.095)***	$Size_{ct}$	0.278 (0.078)***	0.281 (0.076)***
$Size_{ct}^2$	-0.095 (0.024)***	-0.101 (0.024)***	-0.100 (0.028)***	$Size_{ct}^2$	-0.094 (0.023)***	-0.096 (0.023)***
$Size_{ct}^3$	0.011 (0.002)***	0.011 (0.002)***	0.011 (0.003)***	$Size_{ct}^3$	0.011 (0.002)***	0.011 (0.002)***
$\Delta \ln q_{ct}^H$	-0.048 (0.038)			$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DN$	-0.048 (0.024)**	
$\Delta \ln q_{ct}^S$	0.028 (0.013)**			$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DS$	-0.047 (0.065)	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DY$		-0.060 (0.024)**		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DN$	0.002 (0.011)	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DM$		-0.013 (0.023)		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DS$	0.062 (0.014)***	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DO$		-0.095 (0.056)*		$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DW$		-0.025 (0.017)
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DY$		-0.019 (0.014)		$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DNW$		-0.077 (0.060)
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DM$		0.025 (0.011)**		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DW$		0.014 (0.012)
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DO$		0.080 (0.016)***		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DNW$		0.048 (0.027)*
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DHO$			-0.030 (0.030)			
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DNHO$			-0.101 (0.057)*			
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DHO$			0.046 (0.011)***			
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DNHO$			-0.001 (0.014)			
Observations	165	165	165	Observations	165	165
Number of Cohort	11	11	11	Number of Cohort	11	11

註1：括弧中的數字為標準誤。\*\*\*：1%顯著水準，\*\*：5%顯著水準，\*：10%顯著水準。

註2：虛擬變數包括：青年族群（DY=1）、中年族群（DM=1）、老年族群（DO=1）；擁有自有住宅（DHO=1）、非擁有自有住宅（DNHO=1）；位於北部（DN=1）、位於南部（DS=1）；高收入（DW=1）、非高收入（DNW=1）。

表 5 家庭調查資料估計結果：非耐久財消費

Dependent Variable: $\Delta \ln NDR_{ct}$	(1)	(2)	(3)	Dependent Variable: $\Delta \ln NDR_{ct}$	(4)	(5)
$\Delta \ln Y_{ct}$	0.596 (0.047)***	0.598 (0.039)***	0.593 (0.047)***	$\Delta \ln Y_{ct}$	0.587 (0.043)***	0.599 (0.043)***
$age_{ct}$	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)	$age_{ct}$	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.002)
$age_{ct}^2$	0.002 (0.003)	0.002 (0.002)	0.002 (0.003)	$age_{ct}^2$	0.002 (0.003)	0.002 (0.002)
$Size_{ct}$	0.393 (0.130)***	0.412 (0.115)***	0.401 (0.135)***	$Size_{ct}$	0.395 (0.129)***	0.396 (0.126)***
$Size_{ct}^2$	-0.138 (0.036)***	-0.144 (0.034)***	-0.140 (0.038)***	$Size_{ct}^2$	-0.137 (0.037)***	-0.139 (0.036)***
$Size_{ct}^3$	0.015 (0.003)***	0.016 (0.003)***	0.016 (0.004)***	$Size_{ct}^3$	0.015 (0.004)***	0.015 (0.003)***
$\Delta \ln q_{ct}^H$	-0.187 (0.037)***			$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DN$	-0.183 (0.020)***	
$\Delta \ln q_{ct}^S$	0.041 (0.013)***			$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DS$	-0.192 (0.066)***	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DY$		-0.185 (0.038)***		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DN$	0.013 (0.014)	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DM$		-0.149 (0.026)***		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DS$	0.076 (0.013)***	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DO$		-0.244 (0.052)***		$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DW$		-0.172 (0.021)***
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DY$		-0.006 (0.011)		$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DNW$		-0.207 (0.062)***
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DM$		0.039 (0.013)***		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DW$		0.028 (0.014)**
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DO$		0.090 (0.018)***		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DNW$		0.059 (0.027)**
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DHO$			-0.183 (0.035)***			
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DNHO$			-0.215 (0.057)***			
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DHO$			0.058 (0.013)***			
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DNHO$			0.015 (0.014)			
Observations	165	165	165	Observations	165	165
Number of Cohort	11	11	11	Number of Cohort	11	11

註1：括弧中的數字為標準誤。\*\*\*：1%顯著水準，\*\*：5%顯著水準，\*：10%顯著水準。

註2：虛擬變數包括：青年族群（DY=1）、中年族群（DM=1）、老年族群（DO=1）；擁有自有住宅（DHO=1）、非擁有自有住宅（DNHO=1）；位於北部（DN=1）、位於南部（DS=1）；高收入（DW=1）、非高收入（DNW=1）。

表 5 家庭調查資料估計結果：耐久財消費

Dependent Variable: $\Delta \ln DR_{ct}$	(1)	(2)	(3)	Dependent Variable: $\Delta \ln DR_{ct}$	(4)	(5)
$\Delta \ln Y_{ct}$	0.676 (0.131)***	0.668 (0.130)***	0.674 (0.131)***	$\Delta \ln Y_{ct}$	0.681 (0.138)***	0.679 (0.125)***
$age_{ct}$	-0.020 (0.009)**	-0.020 (0.009)**	-0.020 (0.008)**	$age_{ct}$	-0.019 (0.009)**	-0.020 (0.009)**
$age_{ct}^2$	0.023 (0.011)**	0.024 (0.011)**	0.024 (0.010)**	$age_{ct}^2$	0.023 (0.011)**	0.023 (0.011)**
$Size_{ct}$	0.815 (0.224)***	0.825 (0.238)***	0.835 (0.207)***	$Size_{ct}$	0.799 (0.216)***	0.819 (0.228)***
$Size_{ct}^2$	-0.198 (0.060)***	-0.201 (0.067)***	-0.202 (0.060)***	$Size_{ct}^2$	-0.192 (0.054)***	-0.199 (0.062)***
$Size_{ct}^3$	0.018 (0.006)***	0.018 (0.007)***	0.018 (0.006)***	$Size_{ct}^3$	0.017 (0.006)***	0.018 (0.006)***
$\Delta \ln q_{ct}^H$	0.008 (0.101)			$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DN$	-0.059 (0.085)	
$\Delta \ln q_{ct}^S$	0.009 (0.029)			$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DS$	0.089 (0.200)	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DY$		0.103 (0.150)		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DN$	0.011 (0.022)	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DM$		0.001 (0.087)		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DS$	0.007 (0.050)	
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DO$		-0.044 (0.173)		$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DW$		0.029 (0.075)
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DY$		0.011 (0.098)		$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DNW$		-0.019 (0.165)
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DM$		-0.003 (0.019)		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DW$		-0.006 (0.017)
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DO$		0.023 (0.029)		$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DNW$		0.029 (0.063)
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DHO$			0.031 (0.072)			
$\Delta \ln q_{ct}^H \cdot DNHO$			-0.020 (0.196)			
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DHO$			0.002 (0.025)			
$\Delta \ln q_{ct}^S \cdot DNHO$			0.016 (0.066)			
Observations	165	165	165	Observations	165	165
Number of Cohort	11	11	11	Number of Cohort	11	11

註1：括弧中的數字為標準誤。\*\*\*：1%顯著水準，\*\*：5%顯著水準，\*：10%顯著水準。

註2：虛擬變數包括：青年族群（DY=1）、中年族群（DM=1）、老年族群（DO=1）；擁有自有住宅（DHO=1）、非擁有自有住宅（DNHO=1）；位於北部（DN=1）、位於南部（DS=1）；高收入（DW=1）、非高收入（DNW=1）。

## 陸、結論與政策意涵

這篇文章分別實證檢驗房屋與股票財富（價格）的變動對於消費支出的影響。我們同時使用台灣的總體資料和家戶層級資料，前者我們研究總合資產財富對消費的影響，而後者我們可以發現不同家庭群體對於資產價格變化的不同反應。以下我們總結這篇文章的主要發現以及政策意涵。<sup>註11</sup>

首先，就股票資產的財富效果而言，總合股票財富的增加顯著提高總消費，然而股票資產的財富效果並不大：總消費對於股票財富的邊際消費傾向約為每元1.4~1.456分，非耐久消費對於股票財富的邊際消費傾向也只有每元1.035~1.08分。就家戶層級資料而言，股票價格增加，總消費顯著上升，其彈性為0.028。我們也發現年輕族群的家庭對於股票價格的反應並不顯著，但中年與老年族群則隨著較高的股票價格而增加消費：中年和老年族群的總消費對於股價變動的彈性分別為0.025和0.08。由於中年和老年族群有持有大多數股票財富，顯示股票財富確實可以透過財富效果管道影響台灣家庭的消費支出，但是股票資產的財富效果整體而言並不大。此與我們使用總體資料所獲得的結果具有高度的一致性。這也表示金融資產的大幅波動並不必然伴隨著消費支出的大幅度變動。這與 Lettau and Ludvigson (2001, 2004) 認為股票財富的變動在很大程度上是短暫的

(transitory)的論點一致。因此，家庭的消費支出並不會對於短暫的資產財富變化有太大的反應。

其次，世界各地的房地產市場在最近幾年經歷了前所未有的房價波動。房價大幅度修正對於實質經濟的影響成為眾所關注的議題。就房屋資產的財富效果而言，使用總合資料的估計結果顯示，台灣房屋財富的變動並不會顯著地影響總消費支出，確認了「房屋財富並非真正的財富」這種想法。就家戶層級資料而言，房價變動對總消費的影響為負，但是並不顯著。當考量不同族群可能產生的不同反應時，我們發現房價變動對不同族群總消費的影響有顯著的分配效果：房價上升對於年輕族群與租屋者族群都有顯著的負面影響，其彈性分別為-0.06與-0.101。

我們認為，這主要是由於台灣缺乏住宅產權貸款市場，擁有自宅者能將增加的房屋財富用於消費的管道相當有限。因此，從總合資料來看，房屋財富的上升並不會顯著地帶動家庭消費支出。另一方面，從家戶層級資料來看，那些計劃購買第一間自有住宅的租屋者和計畫將來要換購較大住宅的年輕世代則可能必須削減他們的消費支出。這個分配效果取決於現有長期住宅自有者和首次購屋者與租屋者的相對人數。由於台灣有極高的住宅自有率，因此使用總體數據的估計結



果掩蓋了不同家庭群體之間的分配效果。因此，即使房價的變化並不會顯著地影響總消費支出，但是不能夠忽略分配效果對於年輕世代和租屋者的負面影響。

房屋財富對總消費的影響雖然不顯著，但是這並不意味房價或是房屋財富的變動不重要。畢竟，房地產或土地是作為房屋貸款和商業貸款（流動資金和固定資本投資）的擔保抵押品中最重要的資產。這種擔保抵押管道(collateral channel)已被廣泛認為是影響

抵押品價值和企業融通投資能力的重要傳導機制。此外，資產市場「泡沫」的大幅度修正（或是大幅度的價格變動）也可能因為銀行對資產市場的曝險過度，透過房地產貸款或直接持有的土地，而損害其財務狀況(銀行貸款管道 (bank lending channel))。最後，若美國和其他貿易夥伴有比較強的房屋財富效果，在全球性的房地產價格大幅下跌下，將導致該國總需求的疲軟，因而影響台灣的出口成長。

## 附 註

- (註1) 按兩種不同方式計算的財富比例雖有不同，但是變動相當穩定。兩種方式計算所得的房屋財富比例之相關係數為0.98，有價證券持有比例之相關係數為0.95。
- (註2) 新加坡具有相當高的自有住宅比率，主要是因為公共住宅在新加坡房地產市場扮演主要的角色。
- (註3) 此為美國商務部經濟分析局(Bureau of Economic Analysis)有關國民所得與生產統計裡個人消費支出的定義。主計處所定義的家庭耐久財及半耐久財包括家用之家具、空調照明設備、廚房餐飲設備、育樂器具設備、寢具設備及汽、機車等運輸工具。但是這些項目與主計處所公布的12項家庭消費的科目並沒有對一的呼應。而且這些僅有年資料，沒有月或季資料。檢視我們根據美國BEA的定義，本文所採用的耐久財多包括了幾項勞務，因此有高估的傾向。
- (註4) 信義房價指數的成屋與中古屋仲介交易價格並未剔除仲介費用，因此會高估實際的房屋財富。此外，我們祇使用4個主要都會區的房價指數來計算房屋財富，這也是另一個可能高估房屋財富的因素。不過，若是仲介費比例與四個都會區人口佔全台灣人口比例隨時間大致不變，對於估計結果的影響應不大。
- (註5) 表一顯示家戶持有的其他金融資產比重逐年上升，究其原因是由於近年民眾持有的海外資產快速增加。這會低估以國內股票市值計算的家計股票財富。另一方面，股票市值並未剔除外資持股的部分，這會高估家計部門的股票財富。
- (註6) 我國經濟成長受出口影響甚鉅，而經濟成長亦影響國民所得，故先驗上出口可為所得的工具變數。
- (註7) 房價指數以各家計單位所在地之房價指數為基礎，以算數平均計算。請見表2b。
- (註8) 我們也試過以平均所得取代中位數所得做計算，結果並無顯著差異。
- (註9) 國內住宅淨值貸款的市場非常小，祇有台新銀行自2007起辦理的「房屋加值貸款」。其他銀行推出的「全額型房貸」與「百分百房貸」並非基於房屋淨值上升，而是基於一開始辦理房屋貸款時，房屋鑑價與市價的差額。
- (註10) 這個結果也顯示，在資產財富變化與消費的各種不同的假說裡，流動性限制的管道在台灣並不重要。
- (註11) 另外有關資產價格波動的政策意涵，請見原計畫報告附錄5。



## 參考文獻

- 薛立敏、陳琬里 (1998) , “住宅租擁選擇下家計消費支出之比較” , 住宅學報 , 7 , 21-40。
- 陳南光、徐之強 (2002) , “資產價格與中央銀行政策—台灣的實証分析” , 中央銀行季刊 , 24(1) , 45-82。
- 施燕、陳一端 (2003) , “從多元化金融體系之發展看企業籌資與家庭理財方式的轉變” , 中央銀行季刊 , 25(4) , 23-30
- 蔡曜如 (2003) , “我國房地產市場之發展、影響暨政府因應對策” , 中央銀行季刊 , 25(4) , 31-64。
- 汪建南、李光輝 (2004) , “我國貨幣政策操作及傳遞機制之實証分析—兼論銀行信用管道與股票價格管道” , 中央銀行季刊 , 26(3) , 17-56。
- 鍾經樊、詹維玲、張光亮(2004) , “股票財富在不同時期對台灣消費行為的影響：多變量馬可夫結構轉換模型的應用” , 經濟論文 , 32(4) , 501-533。
- Allen, F., Gale, D., 2000. Bubbles and Crises. *The Economic Journal*, 110(460), 236-55.
- Ando, A., Modigliani, F., 1963. The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, 53(1), 55-84.
- Aoki, K., Proudman, J., Vlieghe, G., 2002. Houses as Collateral: Has the Link between House Prices and Consumption in the U.K. Changed?" Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, 163-177.
- Aoki, K., Proudman, J., Vlieghe, G., 2004. House Prices, Consumption, and Monetary Policy: A Financial Accelerator Approach," *Journal of Financial Intermediation*, 13(4), 414-35.
- Aron, J., Muellbauer, J., 2006. Housing Wealth, Credit Conditions and Consumption. CSAE WPS/2006-08.
- Asea, P.K., Blomberg, S.B., 1998. Lending Cycles. *Journal of Econometrics*, 83(1-2), 89-128.
- Assenmacher-Wesche, K., Gerlach, S., 2008a. Can Monetary Policy Really Be Used to Stabilise Asset Prices? Manuscript.
- Assenmacher-Wesche, K., Gerlach, S., 2008b. Ensuring Financial Stability: Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices. Institute for Empirical Research in Economics Working Paper 361.
- Attanasio, O.P., Weber, G., 1994. The UK Consumption Boom of The Late 1980s: Aggregate Implications of Microeconomic Evidence. *The Economic Journal*, 104, 1269-1302.
- Attanasio, O.P., Blow, L., Hamilton, R., Leicester, A., 2009. Booms and Busts: Consumption, House Prices and Expectations. *Economica*, 76, 20-50.
- Benjamin, J., Chinloy, P., Jud, G.D., 2004. Real Estate Versus Financial Wealth in Consumption. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 29, 341-354.
- Bernanke, B.S., 2007. The Financial Accelerator and the Credit Channel. Speech given at The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia, June 15.
- Bernanke, B.S., Gertler, M., 1999. Monetary policy and Asset Price Volatility. *Economic Review*, 84(4), 17-51.
- Bernanke, B.S., Gertler, M., Gilchrist, S., 1999. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, in: Taylor, J., Woodford, M. (Eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1. North-Holland, Amsterdam, pp. 1341-1393.
- Bernanke, B.S., Gertler, M., 2001. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? *American Economic Review*, 91(2), 253-257.
- Besley, T.J., Meads, N., Surico, P., 2008. Household External Finance and Consumption. CEPR Discussion Paper No. DP6934.
- Bordo, M.D., Jeanne, O., 2002. Monetary Policy and Asset Prices: Does "Benign Neglect" Make Sense? *International Finance*, 5(2), 139-64.

- Borio, C., Lowe, P., 2002. Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. BIS Working Paper 114.
- Bostic, R., Gabriel, S., Painter, G., 2009. Housing Wealth, Financial Wealth and Consumption: New Evidence from Micro Data,” *Regional Science and Urban Economics*, 39(1), 79-89.
- Browning, M., Deaton, A., Irish, M., 1985. A Profitable Approach to Labor Supply and Commodity Demands over the Life-Cycle. *Econometrica*, 53(3), 503-43.
- Buiter, W., 2008. Housing Wealth isn't Wealth. NBER Working Paper 14204.
- Calomiris, C.W., Longhofer, S.D., and W. Miles, W., 2009. The (Mythical?) Housing Wealth Effect. NBER Working Paper 15075.
- Campbell, J., Cocco, J., 2007. How Do House Prices Affect Consumption? Evidence From Micro Data. *Journal of Monetary Economics*, 54, 591–621.
- Campbell, J., Mankiw, G., 1990. Permanent Income, Current Income, and Consumption. *Journal of Business & Economic Statistics*, 8(3), 265-279.
- Cardarelli, R., Igan, D., Rebucci, A., 2008. The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy. *World Economic Outlook*, 103–133, International Monetary Fund.
- Carroll, C.D., 2004. Housing Wealth and Consumption Expenditure. Working Paper, John Hopkins University.
- Carroll, C.D., Otsuka, M., Slacalek, J., 2006. How Large is the Housing Wealth Effect? A New Approach. NBER Working Paper 12746.
- Case, K.E., Quigley, J.M., Shiller, S., 2005. Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market. *Advances in Macroeconomics*, 5(1).
- Cecchetti, S.G., 1998. Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem. *Economic Policy Review*, 4(2), 1-14.
- Cecchetti, S.G., Genberg, H., Lipsky, J., Wadhvani, S., 2000. Asset Prices and Central Bank Policy. Geneva Reports on the World Economy, Volume 2.
- Cochrane, J. H., 1994. Permanent and Transitory Components of GDP and Stock Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 241-265.
- Davis, M.A., Palumbo, M.G., 2001. A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Finance and Economics Discussion Series: No. 2001-09.
- De Veirman, E., Dunstan, A., 2008. How Do Housing Wealth, Financial Wealth and Consumption Interact? Evidence from New Zealand. Working paper.
- Deaton, A., 1985. Panel Data From Times Series of Cross-Sections. *Journal of Econometrics* 30,109–126.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., 2008. Credit Booms and Lending Standards: Evidence From The Subprime Mortgage Market. IMF Working paper, WP/08/106.
- Demyanyk, Y., Van Hemert, O., 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis. Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago, Issue May, 171-192.
- Detken, C., Smets, F., 2003. Asset Price Booms and Monetary Policy. ECB Working Paper.
- Doms, M., Furlong, F., Krainer, J., 2007. Subprime Mortgage Delinquency Rates. Working Paper 2007-33, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Dvornak, N., Kohler, M., 2003. Housing Wealth, Stock Market Wealth and Consumption: A Panel Data Analysis for Australia. Reserve Bank of Australia, Discussion Paper, 2003/7.
- Faia, E., Monacelli, T., 2006. Optimal Interest Rate Rules, Asset Prices and Credit Frictions. *Journal of Economic Dynamics and*

- Control*, 31(10), 3228-3254.
- Fernandez-Corugedo, E., Price, S., Blake, A., 2003. The Dynamics of Consumer Expenditure: The UK Consumption ECM Redux. Bank of England Working Paper, 204.
- Fisher, L., Otto, G., Voss, G., 2005. Housing Booms, Non-Financial Wealth and Consumption: Lessons from the Australian Experience. University of Victoria, mimeo.
- Flood, K., Morin, S., Kolet, I., 2008. House Prices and Consumer Spending. *Bank of Canada Review*, issue Summer, 33-46.
- Gan, J., 2010. Housing Wealth and Consumption Growth: Evidence from a Large Panel of Households. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2229-2267.
- Ghent, A.C., Owyang, M., 2010. Is Housing the Business Cycle? Evidence from U.S. Cities. *Journal of Urban Economics*, 67(3), 336-351.
- Grant, C., Peltonen, T., 2005. Housing and Equity Wealth Effects of Italian Households. DNB Working Paper No. 43.
- Greenspan, A., 2002. Remarks on "Economic Volatility" at the "Rethinking Stabilization Policy." In: Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 30 August.
- Gruen, D., Plumb, M., Stone, A., 2005. How Should Monetary Policy Respond to Asset-Price Bubbles? *International Journal of Central Banking*, 1(3), 1-31.
- Hall, R.E., 1978. Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 86, 971-87.
- Hausman, J.A., 1978. Specification Tests in Econometrics. *Econometrica*, 46, 1251-1272.
- Higgins, M., Osler, C., 1997. Asset Market Hangovers and Economic Growth: the OECD During 1984-93. *Oxford Review of Economic Policy*, 13, 110-134.
- Hurst, E., Stafford, F., 2004. Home is Where the Equity Is: Mortgage Refinancing and Household Consumption. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(6), 985-1014.
- Iacoviello, M., 2004. Consumption, House Prices and Collateral Constraints: a Structural Econometric Analysis. *Journal of Housing Economics*, 13(4), 305-321.
- Iacoviello, M., 2005. House prices, Borrowing Constraints and Monetary policy in the Business Cycle. *American Economic Review*, 95(3), 739-764.
- Iacoviello, M., Minetti, R., 2008. The Credit Channel of Monetary Policy: Evidence From the Housing Market. *Journal of Macroeconomics*, 30(1), 69-96.
- International Monetary Fund, 2008. The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy. *World Economic Outlook*, April, 103-32.
- Keeton, W.R., 1999. Does Faster Loan Growth Lead to Higher Loan Losses. FRB Kansas, *Economic review*, 2, 57-75.
- King, R., Plosser, C., Stock, J., Watson, M., 1991. Stochastic Trends and Economic Fluctuations. *American Economic Review*, 81, 819-840.
- Kishor, N.K., 2007. Does Consumption Respond More to Housing Wealth Than to Financial Market Wealth? If So, Why? *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 35(4), 427-448.
- Kiyotaki, N., Moore, J., 1997. Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Kohn, D.L., 2008. The U.S. Economy and Monetary Policy. Speech given at the University of North Carolina at Wilmington, Cameron School of Business' Business Week Program, Wilmington, North Carolina, February 26, 2008.

- Leamer, E.E., 2007. Housing Is the Business Cycle. Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Lehnert, A., 2004. Housing, Consumption, and Credit Constraints. Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion paper 2004-63.
- Lettau, M., Ludvigson, S., 2001. Consumption, Aggregate Wealth and Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 56(3), 815-849.
- Lettau, M., Ludvigson, S., 2004. Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption. *American Economic Review*, 94(1), 276-299.
- Lown, C., Morgan, D.P., 2006. The Credit Cycle and the Business Cycles: New Findings Using the Survey of Senior Loan Officers. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(6), 1575-1597.
- Ludwig, A., Slok, T., 2002. The Impact of Changes in the Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries. IMF Working Paper 02/1, International Monetary Fund.
- Ludvigson, S., Steindel, C., 1999. How Important Is the Stock Market Effect on Consumption? *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 5(2), 29-52.
- Ludvigson, S., Steindel, C., Lettau, M., 2002. Monetary Policy Transmission Through the Consumption-Wealth Channel. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 117-133.
- Lustig, H., van Nieuwerburg, V., 2005. Housing Collateral, Consumption Insurance and Risk Premia: an Empirical Perspective. *Journal of Finance*, 60, 1167-1219.
- Mian, A.R., Sufi, A., 2009. The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis. *Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449-1496.
- Mian, A.R., Sufi, A., 2010. House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the U.S. Household Leverage Crisis. Chicago Booth Research Paper No. 09-20.
- Miles, D., 1992. Housing Markets, Consumption and Financial Liberalisation in the Major Economies. *European Economic Review*, 1093-1136.
- Miles, D., 1994. Housing, Financial Markets and the Wider Economy, New York and Chichester, John Wiley and Sons.
- Mishkin, F.S., 2001. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. NBER Working Paper 8617.
- Mishkin, F.S., 2007. Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Working Paper, Finance and Economic Discussion Series, Federal Reserve Board.
- Mishkin, F.S., 2008. How Should We Respond to Asset Price Bubbles? Speech at the Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute's Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania.
- Modigliani, F., 1963. The Monetary Mechanism and Its Interaction with Real Phenomena. *Review of Economics and Statistics*, 45(1), 79-107.
- Monacelli, T., 2009. New Keynesian Models, Durable Goods and Collateral Constraints. *Journal of Monetary Economics*, 56(2), 242-254.
- Muellbauer, J.N., 2007. Housing, Credit and Consumer Expenditure. Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pages 267-334.
- Muellbauer, J.N., Murphy, A., 1997. Booms and Busts in The UK Housing Market. *The Economic Journal*, 107, 1701-1727.
- Ortalo-Magne, F., Rady, S., 2006. Housing Market Dynamics: On the Contribution of Income Shocks and Credit Constraint. *Review of Economic Studies*, 73 (2), 459-485.
- Phang, S.Y., 2004. House Prices and Aggregate Consumption: Do They Move Together? Evidence From Singapore. *Journal of*

*Housing Economics*, 13(2), 101–119.

Pichette, L., Tremblay, D., 2003. Are Wealth Effects Important for Canada? Bank of Canada Working Paper, 2003/30.

Poterba, J.M., 2000. Stock Market Wealth and Consumption. *Journal of Economic Perspectives*, 14(2), 99-118.

Poterba, J., Samwick, A., 1995. Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 295–357.

Shea, J., 1997, “Instrument Relevance in Multivariate Linear Models: A Simple Measure,” *Review of Economics and Statistics*, 79(2), 348-52.

Sierminska, E., Takhtamanova, Y., 2007. Wealth Effect out of Financial and Housing Wealth: Cross-Country and Age Group Comparisons. FRBSF Working Paper.

Sinai, T., Souleles, N., 2005. Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Risk. *Quarterly Journal of Economics*, 120, 763-789.

Slacalek, J., 2009. What Drives Personal Consumption?: The Role of Housing and Financial Wealth. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Berkeley Electronic Press, 9(1), Article 37.

Starr-McCluer, M., 2002. Stock Market Wealth and Consumer Spending. *Economic Inquiry*, 40(1), 69-79.

Tan, A., Voss, G., 2003. Consumption and Wealth in Australia. *The Economic Record*, 79(244), 39-56.

Taylor, J.B., 2007. Housing and Monetary Policy. NBER Working Paper 13682.

Weinberg, J.A., 1995. Cycles in Lending Standards? FRB Richmond, *Economic Quarterly*, 81(3), 1-18.

# 國內經濟金融情勢（民國99年第4季）

## 總體經濟

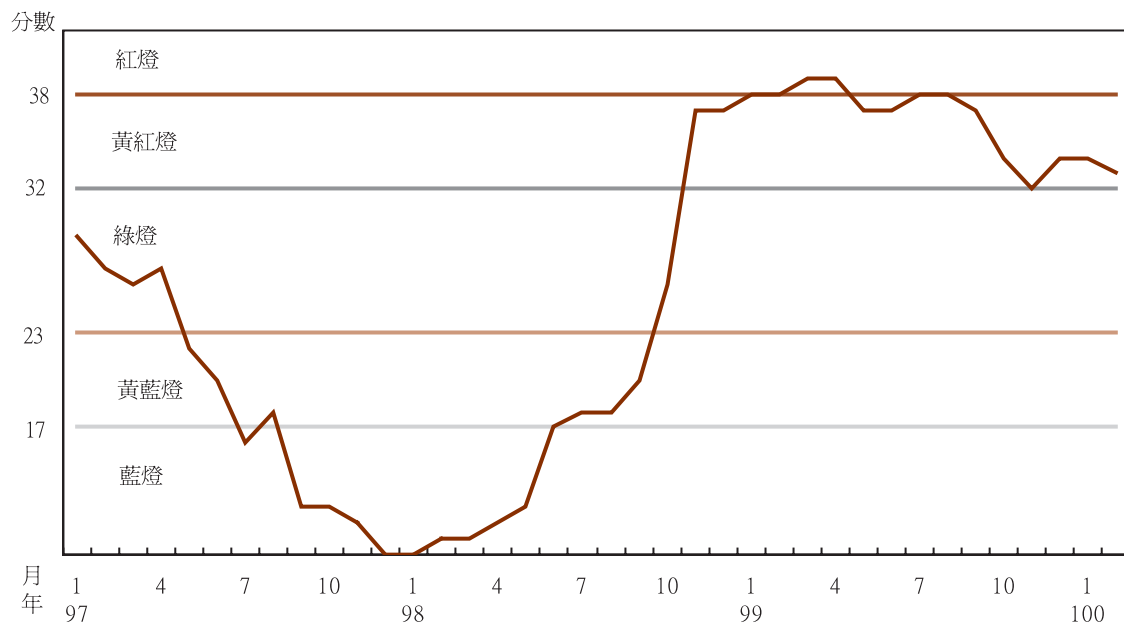
### 壹、國內經濟情勢

#### 一、經濟景氣擴張略緩

經建會景氣對策信號自99年9月起，因股價指數、貨幣總計數M1B等表現陸續降溫，燈號降為黃紅燈；惟景氣同時指標與領先指標仍持續上升趨勢。

此外，99年6月以來，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點呈先降後升走勢，100年1月分別為123.36及116.96點；2月分別降為119.29及111.95點，主要係逢農曆春節，營業天數減少影響營收所致。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



## 二、經濟穩健成長

99年下半年，新興國家經濟持續強勁成長，國外需求持強，帶動我國出口大幅成長；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，加上民眾消費

信心增強，第3季經濟成長率仍達10.69%。第4季，在全球經濟成長趨緩及比較基期墊高下，我國經濟成長率降為6.92%，全年則為10.82%。行政院主計處(以下簡稱主計處)預測100年第1季經濟成長率續降為5.01%。

圖2 經濟成長、投資與消費

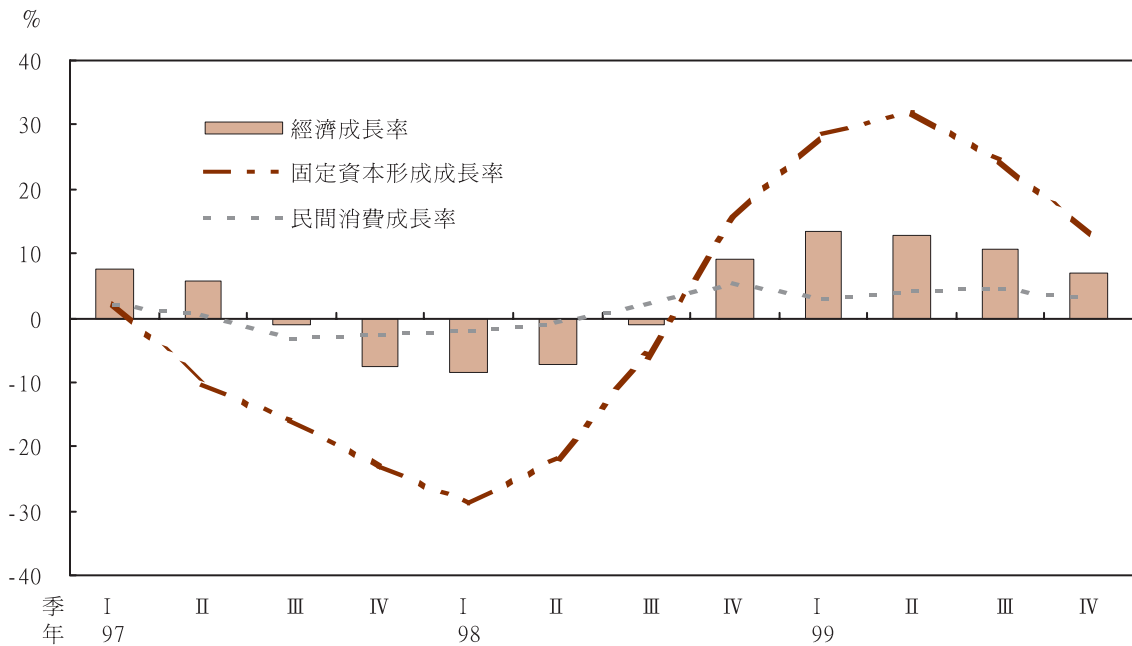




表1 各項需求成長率

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		
97年		0.73	-0.93	0.83	-12.36	-15.58	-1.98	1.18	0.87	-3.71
98年		-1.93	1.08	3.88	-11.01	-17.91	2.71	16.01	-8.71	-12.83
99年	p	10.82	3.69	1.74	23.65	32.79	8.99	-1.59	25.59	28.24
100年	f	4.92	3.85	-0.24	-2.26	-1.81	-4.29	-3.34	5.21	0.01
99/1		13.59	3.02	2.91	28.61	42.29	-1.68	-12.52	39.11	49.32
	2	12.86	4.32	1.33	31.98	39.22	30.91	7.93	32.89	34.04
	3 r	10.69	4.63	0.40	24.62	35.57	-0.46	-5.65	20.45	22.31
	4 p	6.92	2.85	2.39	13.04	17.76	6.91	1.48	14.90	14.43
100/1	f	5.01	4.98	0.05	4.69	7.42	-15.15	-3.62	6.12	2.12
99年	第4季 貢獻百分點 p	6.92	1.53	0.30	2.35	2.14	0.15	0.06	10.26	7.68

資料來源：行政院主計處。

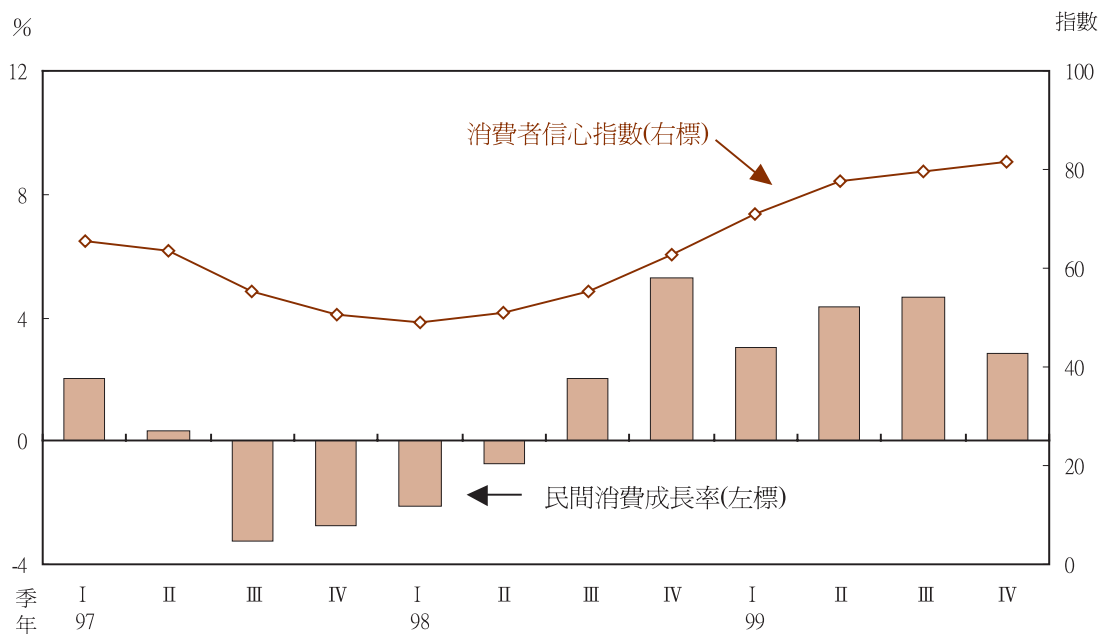
註：r為修正數，p為初步估計，f為預測數

### 三、民間消費溫和成長

99年下半年，由於景氣持續升溫，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，第3季民間消費成長率升為4.63%；第4季在比較基期墊高下，降為2.85%，全年則為3.69%。由於勞動情勢隨景氣復甦持續改善，主計處預測100年第1季民間消費成長率升為4.98%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

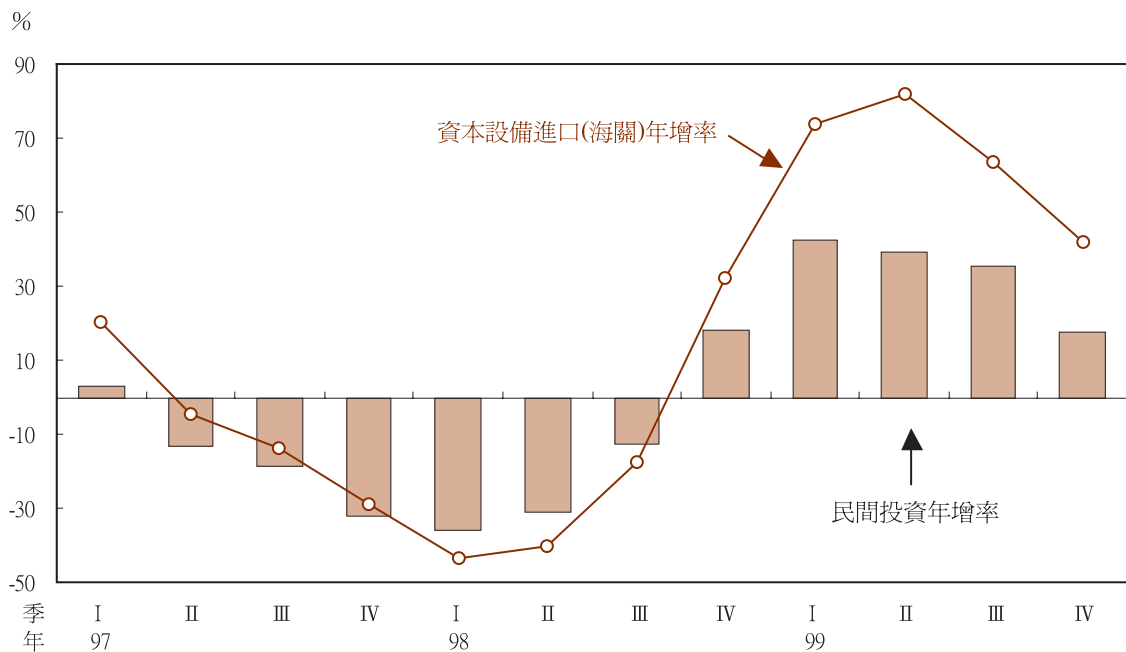


#### 四、民間投資動能降溫

99年下半年，由於國外需求持續強勁，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等影響，第3季民間投資成長率仍達35.57%；第4季在比較基期墊高下，降為17.76%，全年則為32.79%。主計處預測100年第1季民間投資成長率降為7.42%。

圖4 民間投資與資本設備進口



#### 五、進出口成長漸緩

99年由於全球景氣升溫，尤其新興國家經濟強勁成長帶動下，海關統計出口、進口成長率分別鉅升為34.8%與44.1%。惟在比較基期漸高下，成長率漸趨下滑，至12月分別為19.0%、21.4%。100年1至2月平均出口及進口成長率分別為21.3%及25.0%。

主計處統計，99年輸出、輸入(含商品及服務)分別大幅成長25.59%與28.24%；惟受比較基期漸高影響，成長率逐季下滑，至第4季分別降為14.90%與14.43%。主計處預測100年第1季輸出、輸入成長率分別再降為6.12%與2.12%。

圖5 進出口貿易

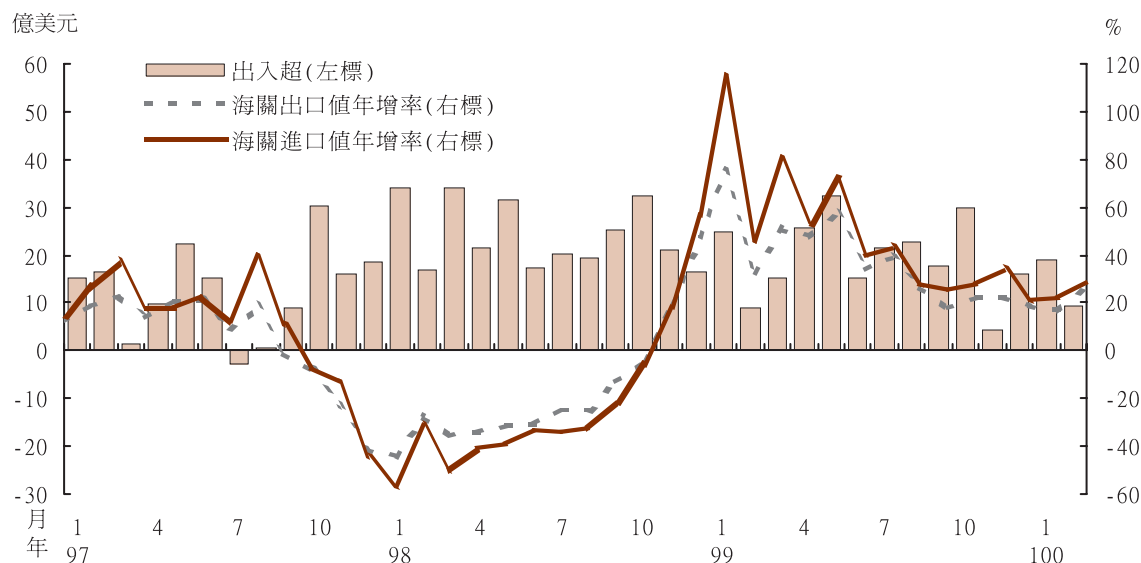


表2 我國對主要出進口貿易國(地區)成長率與比重

單位：百萬美元，%

項目	100年2月			100年1-2月			
	金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)	
出口	合計	21,249	27.3	100.0	46,601	21.3	100.0
	中國大陸及香港	8,723	31.8	41.0	18,944	17.2	40.7
	美國	2,358	24.5	11.1	5,152	25.5	11.1
	日本	1,372	14.8	6.5	2,961	11.3	6.4
	歐洲	2,152	11.4	10.1	4,813	10.5	10.3
	東協六國	3,576	42.4	16.8	7,747	36.7	16.6
進口	合計	20,327	28.7	100.0	43,795	25.0	100.0
	中國大陸及香港	2,583	22.1	12.7	6,482	30.4	14.8
	美國	1,896	12.2	9.3	4,320	17.8	9.9
	日本	4,398	21.5	21.6	8,842	21.0	20.2
	歐洲	2,051	27.0	10.1	4,525	29.0	10.3
	東協六國	2,265	23.4	11.1	4,902	22.1	11.2

資料來源：財政部統計處編「海關進出口貿易統計速報」。

表3 進出口貿易結構比較

單位：百萬美元，%

項目		100年2月			100年1-2月		
		金額	年增率(%)	比重(%)	金額	年增率(%)	比重(%)
貿易總值		41,576	28.0		90,395	23.1	
出口	出口	21,249	27.3	100.0	46,601	21.3	100.0
	農產品	108	138.2	0.5	188	105.8	0.4
	農產加工品	202	59.4	0.9	395	29.6	0.8
	工業產品	20,939	26.8	98.5	46,018	21.0	98.7
	重化工業產品	17,852	26.9	84.0	38,937	20.4	83.6
	非重化工業產品	3,087	26.0	14.5	7,081	24.6	15.2
進口	進口	20,327	28.7	100.0	43,795	25.0	100.0
	資本設備	3,086	27.7	15.2	6,726	34.2	15.4
	農工原料	15,866	31.2	78.1	33,709	24.7	77.0
	消費品	1,375	7.1	6.8	3,359	12.5	7.7
出超(+)或入超(-)		922	2.6		2,806	-17.3	

資料來源：財政部統計處編「海關進出口貿易統計速報」。

## 六、工業生產穩定擴增

99年下半年，在比較基期墊高下，工業生產指數成長率略緩，至9月降為12.08%後回升，至12月為18.93%；全年平均達26.93%。100年1至2月平均工業生產指數年增率為15.52%，其中製造業年增率為16.53%，又以資訊電子工業增產24.56%最為顯著，而以化學工業增產2.43%幅度最小。

## 七、失業率下降、薪資回升

99年6、7月受季節性因素影響，失業率曾略微回升。其後，由於景氣升溫，企業人力需求增加，加以政府積極推動促進就業措施，失業率持續下降，至100年1月

為4.64%；2月因農曆春節後臨時性工作結束及轉換工作者增加影響，失業率略回升為4.69%，惟仍較99年同期下降1.07個百分點，且經季節調整之失業率持續下降為4.59%，係連續第18個月下降。

隨景氣回溫，受僱員工薪資回升。99年非農業部門每人每月平均薪資成長5.34%，主因企業獲利，於第1季恢復發放年終工作及績效獎金所致；經常性薪資則僅成長1.83%。第2季以來，薪資成長逐季趨緩，至第4季為1.97%，其中經常性薪資成長1.44%。100年1月非農業部門每人每月平均薪資大幅成長53.23%，主因企業發放年終工作及績效獎金(99年在2月發放)所致；經常性薪資則僅成長1.32%。

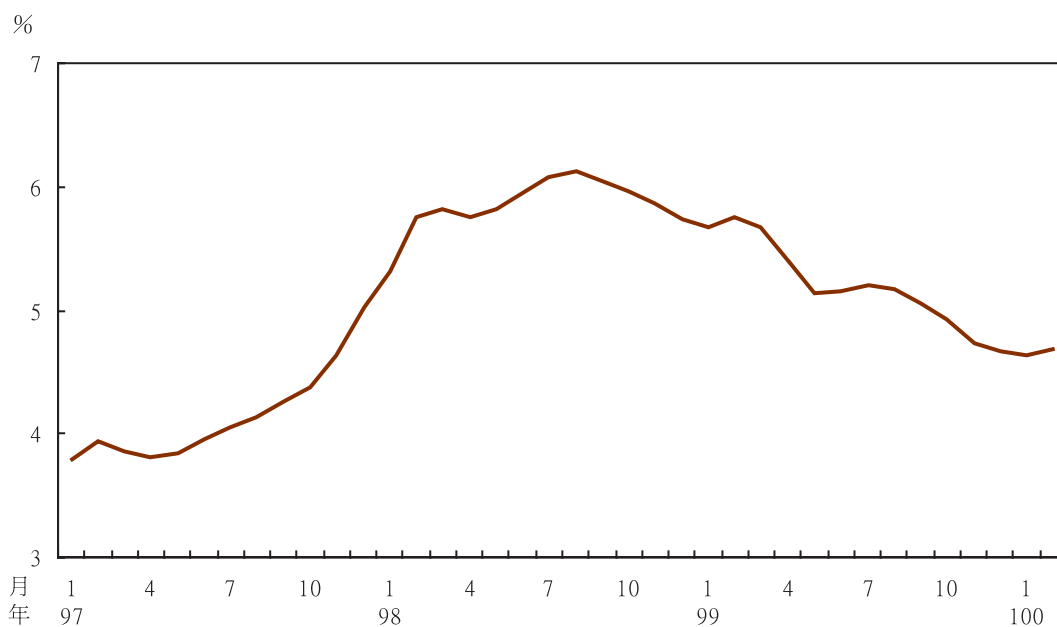
表4 工業生產及各業指數年增率

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					
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
99年	26.93	14.94	28.60	31.91	11.32	5.09	1.35	-9.81
99/ 1	71.91	28.77	79.36	92.28	29.44	14.63	2.48	-30.86
2	36.55	-1.88	37.99	47.20	-1.54	5.20	-0.51	42.98
3	41.21	-1.54	44.04	50.94	13.29	10.20	0.92	-18.42
4	33.28	10.89	35.51	39.98	13.77	3.54	0.62	-13.83
5	31.45	8.56	33.84	37.06	16.56	7.17	0.19	-28.61
6	24.90	10.54	26.78	29.96	9.69	1.27	0.14	-14.60
7	21.11	14.01	22.64	24.96	10.00	5.08	0.55	-24.03
8	23.51	30.19	24.76	26.56	14.68	4.07	3.30	-6.01
9	12.08	25.21	12.97	14.20	5.94	0.36	1.54	-11.90
10	14.40	22.30	15.24	16.45	8.29	3.35	2.14	-11.24
11	19.61	21.68	20.23	21.95	10.30	5.96	2.33	7.49
12	18.93	16.25	19.73	21.93	7.81	2.94	2.36	6.32
100/ 1	17.44	14.99	17.52	18.68	10.86	1.96	2.27	43.18
2 p	13.28	14.01	15.38	18.04	-1.65	1.99	2.18	-58.96
1-2月累計	15.52	14.54	16.53	18.38	5.40	1.98	2.23	-14.19

資料來源：經濟部統計處「工業生產變動概況分析」。

圖6 失業率



## 八、消費者物價漲幅尚屬溫和，惟通膨升溫預期心理漸強

99年由於景氣升溫，民間消費需求提高，油品、燃氣及旅遊團費等零售商品或服務反映進口原物料成本，調高售價，加以98年6月菸品健康捐調高之遞延效應，CPI年增率為0.96%；不包括蔬果、水產及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.44%。

100年1至2月平均CPI及核心CPI年增率分別為1.21%及0.80%，主要因旅遊團費調

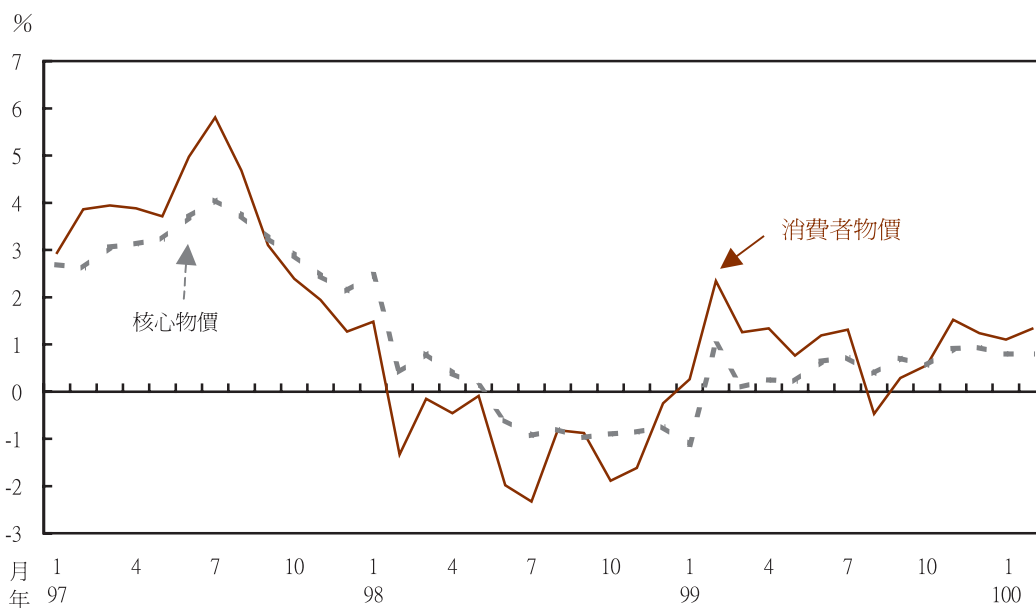
漲，致教養娛樂服務費上漲2.08%，加上油料費及水產品價格分別上揚5.69%及9.30%所致。

當前CPI漲幅雖尚稱溫和，但因國際原油及穀物等原物料行情持續攀升，國內油品、麵粉、沙拉油等相關民生商品零售價逐漸高漲，加以99年幾無颱風影響，蔬果價格比較基期偏低，主計處預測100年CPI年增率升為2.00%。

表5 影響100年1至2月CPI變動主要因素

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	1.21	1.21
教養娛樂服務費	130	2.08	0.27
油料費	33	5.69	0.20
水產品	17	9.30	0.20
肉類	23	3.95	0.11
水果	28	3.09	0.08
藥品及保健食品	11	6.45	0.08
房租	185	0.32	0.06
家外食物	89	0.69	0.06
合計			1.06
交通服務	77	-1.26	-0.09
耐久性消費品	75	-1.24	-0.08
合計			-0.17
其他			0.32

圖7 消費者物價與核心物價



## 貳、經濟展望

99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12.32%；第4季因全球經濟成長力

道漸緩及比較基期墊高，經濟成長率減緩為6.92%，全年則為10.82%；100年受比較基期偏高影響，經濟將溫和成長4.92%。

國內各預測機構對100年經濟成長率預估值之平均數為4.82%。





# 國際收支

## 壹、概況

本季我國經常帳順差10,102百萬美元，增加3,397百萬美元(表1及圖1)。

金融帳淨流出6,555百萬美元，央行準備資產

表1 國際收支

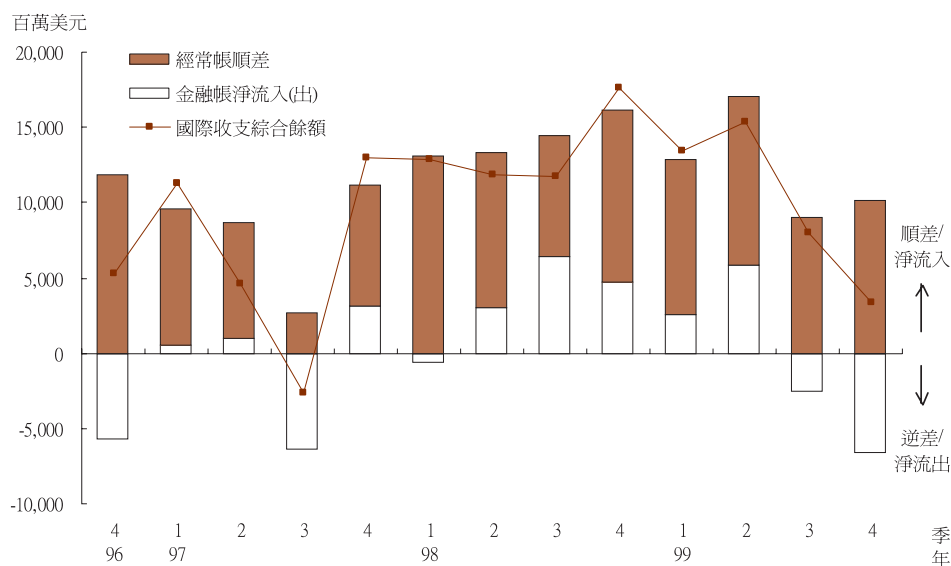
民國99年第4季暨民國98年第4季

單位：百萬美元

	(1) 99年 第4季	(2) 98年 第4季	(1)-(2)
<b>A. 經常帳</b>	10,102	11,449	-1,347
商品出口(f.o.b.)	72,316	59,806	12,510
商品進口(f.o.b.)	-66,493	-52,699	-13,794
商品貿易淨額	5,823	7,107	-1,284
服務：收入	11,513	9,487	2,026
服務：支出	-9,444	-8,471	-973
服務淨額	2,069	1,016	1,053
所得：收入	5,516	5,470	46
所得：支出	-2,715	-1,693	-1,022
所得淨額	2,801	3,777	-976
經常移轉：收入	1,567	1,465	102
經常移轉：支出	-2,158	-1,916	-242
經常移轉淨額	-591	-451	-140
<b>B. 資本帳</b>	-20	-34	14
資本帳：收入	3	1	2
資本帳：支出	-23	-35	12
合計，A加B	10,082	11,415	-1,333
<b>C. 金融帳</b>	-6,555	4,731	-11,286
對外直接投資	-3,443	-1,945	-1,498
來台直接投資	648	1,041	-393
證券投資(資產)	-10,514	-10,912	398
股權證券	-2,680	-6,181	3,501
債權證券	-7,834	-4,731	-3,103
證券投資(負債)	10,067	6,753	3,314
股權證券	8,176	5,418	2,758
債權證券	1,891	1,335	556
衍生性金融商品	113	300	-187
衍生性金融商品(資產)	1,375	1,006	369
衍生性金融商品(負債)	-1,262	-706	-556
其他投資(資產)	-2,047	8,929	-10,976
一般政府	6	-10	16
銀行	-6,394	5,676	-12,070
其他	4,341	3,263	1,078
其他投資(負債)	-1,379	565	-1,944
貨幣當局	0	0	0
一般政府	0	0	0
銀行	-1,258	-1,545	287
其他	-121	2,110	-2,231
合計，A至C	3,527	16,146	-12,619
<b>D. 誤差與遺漏淨額</b>	-130	1,509	-1,639
合計，A至D	3,397	17,655	-14,258
<b>E. 準備資產</b>	-3,397	-17,655	14,258

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20.9%；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26.2%。出、進口分別創歷年單季最高及次高，惟進口增額大於出口增額，本季商品貿易順差為5,823百萬美元，較上年同季減少1,284百萬美元或18.1%。

服務方面，本季服務收入創歷年單季最高。服務收入11,513百萬美元，較上年同季增加2,026百萬美元，主要係三角貿易淨收入、旅行及運輸業國際線貨運收入增加；服務支出9,444百萬美元，較上年同季增加973百萬美元，主要係旅行、進口貨運及專利權、商標等使用費支出增加。收支相抵，本季服務收支由上年同季1,016百萬美元增加為

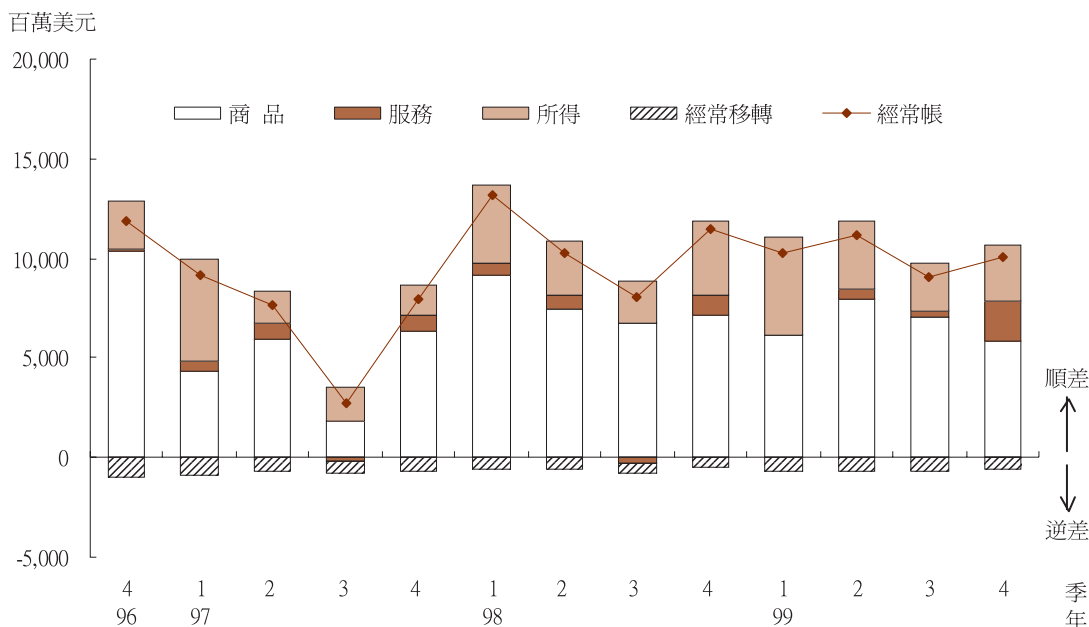
2,069百萬美元。

所得方面，本季所得收入5,516百萬美元，較上年同季增加46百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出2,715百萬美元，較上年同季增加1,022百萬美元，主要係非居民證券投資所得增加。由於收入增額小於支出增額，本季所得收支順差為2,801百萬美元，較上年同季減少976百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季的451百萬美元增為591百萬美元，主要係民間部門贍家匯款淨支出增加及工作者匯出款增加所致。

本季雖然服務順差增加，惟商品貿易及所得收支順差均減少，且經常移轉收支逆差增加，致經常帳順差減為10,102百萬美元，卻較上年同季減少1,347百萬美元或11.8%(圖2)。

圖2 經常帳



## 二、資本帳

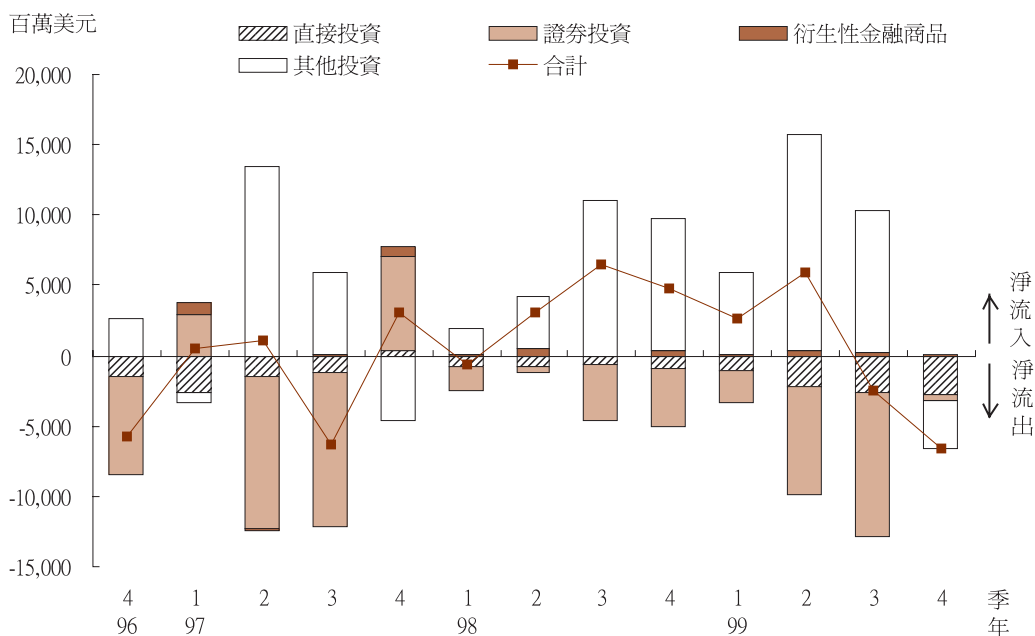
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差20百萬美元，主要係移民匯出款。

## 三、金融帳

本季金融帳淨流出6,555百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,795百萬美元，由於全球景氣復甦態勢明朗及兩岸簽訂經濟合作架構協議（ECFA），台商積極兩岸生產布局，

居民對外直接投資呈淨流出3,443百萬美元，創歷年單季次高，非居民來台直接投資則呈淨流入648百萬美元。證券投資呈淨流出447百萬美元，其中居民對外證券投資呈淨流出10,514百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券及居民投資國外基金；非居民來台證券投資呈淨流入10,067百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票及債券。衍生性金融商品呈淨流入113百萬美元。其他投資呈淨流出3,426百萬美元，主要係銀行部門增加對外短期放款（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72,316百萬美元，較上年同季增加12,510百萬美元或20.9%；商品進口計66,493百萬美元，較上年同季增加13,794百萬美元或26.2%。由於進口增額大於出口增額，商品貿易順差減為5,823百萬美元，較上年同季減少1,284百萬美元或18.1%。

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

就貿易結構而言，出口方面，本季工業產品、農產品及農產加工出口分別較上年同季成長20.8%、80.1%及19.7%，農產品主要係對印尼、日本及中國大陸漁產出口大幅成長；工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達83.2%），較上年同季成長20.5%。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41.8%、25.4%及21.5%。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」、「資訊與通信產品」、「機械」及「塑膠、橡膠及其製品」增額較大，四者合計占出口總增額的64.7%；進口貨品中，則以「礦產品」、「機械」、「化學品」及「電子產品」增額較大，四者合計占進口總增額的59.5%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加4,313百萬美元或17.2%，為出口增額最大的地區，其次為對美國的出口，較上年同季增加1,908百萬美元或28.7%。進口方面，相較上年同季，亦以自中國大陸進口增加2,717百萬美元或34.3%最大，自日本進口增加2,322百萬美元或20.8%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40.6%，其次為東協六國，比重14.9%，美國的11.8%及歐洲的11.7%分居第三、四位。主要進口來源則以日本所占比重最高，達20.0%，其次為中國大陸的15.8%，東協六國的11.6%及中東國家的10.6%分居第三、四位。

## 二、服務

本季服務收入11,513百萬美元，較上年同季增加2,026百萬美元；服務支出計9,444百萬美元，較上年同季增加973百萬美元。收支相抵，服務收支順差由上年同季1,016百萬美元增加為2,069百萬美元。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2,633百萬美元，較上年同季增加610百萬美元，主要係國航及國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,432百萬美元，較上年同季增加231百萬美元，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178百萬美元轉呈順差201百萬美元。

### (二) 旅行

本季旅行收入計2,499百萬美元，較上年同季增加524百萬美元，主要係陸客來台觀光人次成長。旅行支出計2,403百萬美元，較上年同季增加382百萬美元，主要係國人出國平均每人每日消費金額及人次增加。收支相抵，本季旅行由上年同季逆差46百萬美元轉呈順差96百萬美元。

### (三) 其他服務

其他服務收支方面，包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術與雜項服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計6,381百萬美元，較上年同季增加892百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計4,609百萬美元，較上年同季增加360百萬美元，主要係專利權、商標等使用費及專業技術與雜項服務支出增加。收支相抵，本季其他服務淨收入為1,772

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	99年第4季			98年第4季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	11,513	9,444	2,069	9,487	8,471	1,016	2,026	973
一、運輸服務	2,633	2,432	201	2,023	2,201	-178	610	231
(一)客運	468	339	129	322	241	81	146	98
(二)貨運	2,057	1,320	737	1,588	1,016	572	469	304
(三)其他	108	773	-665	113	944	-831	-5	-171
二、旅行	2,499	2,403	96	1,975	2,021	-46	524	382
三、其他服務	6,381	4,609	1,772	5,489	4,249	1,240	892	360
(一)通訊	99	114	-15	91	117	-26	8	-3
(二)營建	91	95	-4	135	17	118	-44	78
(三)保險	93	236	-143	109	244	-135	-16	-8
(四)金融	264	66	198	190	65	125	74	1
(五)電腦與資訊	70	144	-74	33	115	-82	37	29
(六)專利權、商標等使用費	111	1,317	-1,206	53	1,083	-1,030	58	234
(七)其他事務服務	5,528	2,388	3,140	4,795	2,371	2,424	733	17
1. 三角貿易及與貿易有關服務	4,521	493	4,028	3,752	762	2,990	769	-269
2. 營運租賃	74	328	-254	59	235	-176	15	93
3. 專業技術與雜項	933	1,567	-634	984	1,374	-390	-51	193
(八)個人、文化與休閒服務	27	55	-28	27	51	-24	0	4
(九)不包括在其他項目的政府服務	98	194	-96	56	186	-130	42	8

百萬美元，較去年同季增加532百萬美元。

元(表3)。

### 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入5,516百萬美元，較上年同季增加46百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出計2,715百萬美元，較上年同季增加1,022百萬美元，主要係非居民證券投資所得增加。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季之3,777百萬美元減少為2,801百萬美

### 四、經常移轉

本季經常移轉收支方面，收入計1,567百萬美元，較上年同季增加102百萬美元，主要係禮品、樣品進口增加；支出計2,158百萬美元，較上年同季增加242百萬美元，主要係民間部門贍家匯款及工作者匯款增加。本季經常移轉淨支出由上年同季之451百萬美元增為591百萬美元。



表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	99年第四季			98年第四季			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	5,516	2,715	2,801	5,470	1,693	3,777	46	1,022
一、薪資所得	105	96	9	100	80	20	5	16
二、投資所得	5,411	2,619	2,792	5,370	1,613	3,757	41	1,006
(一)直接投資	1,037	1,115	-78	1,798	825	973	-761	290
(二)證券投資	483	1,348	-865	271	628	-357	212	720
(三)其他投資	3,891	156	3,735	3,301	160	3,141	590	-4
經常移轉	1,567	2,158	-591	1,465	1,916	-451	102	242

## 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6,555百萬美元。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年第四季			98年第四季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-3,443	648	-2,795	-1,945	1,041	-904	-1,498	-393
(一)對外直接投資	-3,443	—	-3,443	-1,945	—	-1,945	-1,498	—
(二)來台直接投資	—	648	648	—	1,041	1,041	—	-393
二、證券投資	-10,514	10,067	-447	-10,912	6,753	-4,159	398	3,314
(一)股權證券	-2,680	8,176	5,496	-6,181	5,418	-763	3,501	2,758
(二)債權證券	-7,834	1,891	-5,943	-4,731	1,335	-3,396	-3,103	556
1.債券與票券	-7,681	1,890	-5,791	-4,148	1,333	-2,815	-3,533	557
2.貨幣市場工具	-153	1	-152	-583	2	-581	430	-1
三、衍生性金融商品	1,375	-1,262	113	1,006	-706	300	369	-556
四、其他投資	-2,047	-1,379	-3,426	8,929	565	9,494	-10,976	-1,944
(一)貿易信用	-80	-232	-312	23	14	37	-103	-246
(二)借款	-8,504	-2,546	-11,050	5,535	1,759	7,294	-14,039	-4,305
(三)現金與存款	5,332	2,105	7,437	2,369	376	2,745	2,963	1,729
(四)其他	1,205	-706	499	1,002	-1,584	-582	203	878
合  計	-14,629	8,074	-6,555	-2,922	7,653	4,731	-11,707	421

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2,795百萬美元。其中，由於全球景氣復甦態勢明朗及兩岸簽訂ECFA，台商積極兩岸生產布局，對外直接投資呈淨流出3,443百萬美元，創歷年單季次高，僅次於2007年第4季，對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、批發零售業與電腦、電子產品及光學製品製造業；非居民來台直接投資淨流入648百萬美元，主要投資行業為金融保險業、紙漿、紙及紙製品製造業與批發零售業。

## 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出447百萬美元。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10,514百萬美元。其中股權及債權證券投資均續呈淨流出，金額分別為2,680百萬美元及7,834百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券及居民投資國外基金。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流出7,681百萬美元及153百萬美元。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流入10,067百萬美元，主要係外資匯入投資國內股票及債券。其中股權證券投資及債權證券

投資分別呈淨流入8,176百萬美元及1,891百萬美元；債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流入1,890百萬美元及1百萬美元。

## 三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入113百萬美元，資產方面淨流入1,375百萬美元，主要是民間部門承做衍生性金融商品交易利得；負債方面呈淨流出1,262百萬美元，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出3,426百萬美元，主要係銀行部門增加對外放款。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出2,047百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用呈淨流出80百萬美元；貸款呈淨流出8,504百萬美元，主要係銀行部門對國外金融機構短期放款及OBU對國外非金融機構中長期放款增加；現金與存款呈淨流入5,332百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流入1,205百萬美元，主要係銀行部門其他短期資金流入。

### (二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流出1,379

百萬美元，表示居民對非居民之其他負債減少。其中，貿易信用呈淨流出232百萬美元；借款呈淨流出2,546百萬美元，主要係銀行部門償還國外短期借款；現金與存款呈淨流入2,105百萬美元，主要係國外非金融機構在OBU存款增加；其他負債呈淨流出706百萬美元，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3,397百萬美元。



# 貨幣與信用

## 壹、概述

99年第4季貨幣總計數M2平均年增率自上季之4.46%上升至5.05%，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12.31%下降至9.33%，主要因98年比較基期較高所致。100年1、2月M1B年增率小幅上揚，而M2年增率亦持續上升，至2月M1B及M2年增率分別為9.40%及6.12%。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，99年第4季平

均年增率由上季之5.20%上升為6.16%，至100年2月底主要金融機構放款與投資年增率上升為7.63%。

受本行於99年10月及12月續調升貼放利率影響，本季之主要銀行存款利率呈現溫和上升走勢。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，一年期存款固定利率自上季底的1.02%，上升至本季度的1.13%，100年1月底再上升至1.19%，至2月

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數			準備貨幣	主要金融機構存款	主要金融機構放款與投資	主要金融機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
97	0.97	-2.94	2.67	3.35	6.75	3.42	1.78
98	13.37	16.54	7.21	11.55	5.64	0.75	-1.09
99	14.51	14.93	4.59	5.43	5.18	6.19	6.76
98/12	24.14	30.30	5.99	10.58	5.64	0.75	-1.09
99/ 1	18.10	26.17	5.40	1.93	6.45	0.98	-0.40
2	22.55	25.27	5.10	7.40	4.85	2.02	1.17
3	18.28	21.57	4.58	6.32	4.13	1.45	1.30
4	15.71	17.92	4.18	2.62	3.99	2.08	2.36
5	15.92	14.67	3.54	3.58	3.69	3.03	3.62
6	15.93	13.22	3.81	4.49	3.74	3.73	4.30
7	15.11	12.49	4.12	6.24	4.01	4.63	5.47
8	12.92	12.29	4.60	7.23	4.53	5.68	6.79
9	14.36	12.15	4.66	6.80	4.59	5.29	6.22
10	11.19	10.05	4.80	4.45	4.63	5.96	6.64
11	8.31	9.18	5.20	4.23	4.99	6.34	7.23
12	8.35	8.77	5.14	5.98	5.18	6.19	6.76
100/ 1	11.11	9.35	5.59	9.68	4.80	7.65	8.43
2	8.37	9.40	6.12	7.44	5.72	7.63	8.34

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。

底維持不變。五大銀行基準放款利率自上季底的2.628%微幅上升至本季底的2.676%，100年2月再升為2.718%。五大銀行新承做放款利率呈現微幅波動走勢，加權平均利率自99年9月之1.464%下降至12月之1.392%，100年1

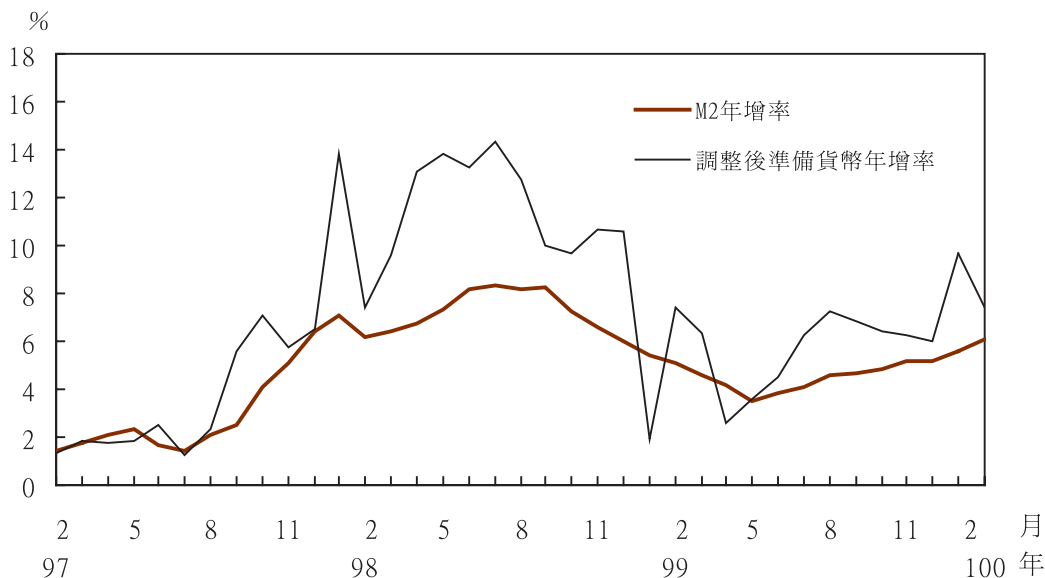
月因購屋、週轉金及消費性貸款利率上升，平均利率回升至1.422%，2月因購屋、資本支出及週轉金貸款利率上升，平均利率再升至1.429%，惟仍較99年9月下降0.035個百分點。

## 貳、準備貨幣年增率先降後升

99年第4季日平均準備貨幣年增率較上季略為下降，主要係因活期性存款成長幅度趨緩以及銀行超額準備較低，致日平均準備貨幣年增率由9月的6.80%持續降至12月之5.98%。總計99年第4季日平均準備貨幣平均年增率為6.22%，較上季之6.75%，減少0.53個百分點。100年1月因適逢農曆春節前，資金需求增加，加以本行增提外資活期存款準備率致銀行應提準備增加，惟扣除準

備率調整因素後，日平均準備貨幣年增率仍升至9.68%；2月因農曆春節假期後，通貨陸續回籠，本行加強回收資金，銀行超額準備減少，加上上年春節落在2月中，基期較高，致日平均準備貨幣年增率降至7.44%。就準備貨幣變動來源分析，99年第4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、

圖1 準備貨幣及M2年增率



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。100年1月及2月日平均準備貨幣仍持續增加，平均年增率為8.52%。

### 參、貨幣總計數M2年增率穩定成長

99年第4季貨幣總計數M2平均年增率自上季之4.46%上升為5.05%，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12.31%下降至9.33%，主要因上年比

較基期較高所致。100年1、2月因銀行授信持續成長，M1B年增率小幅上揚，而M2年增率亦持續上升，至2月M1B及M2年增率分別為9.40%及6.12%。

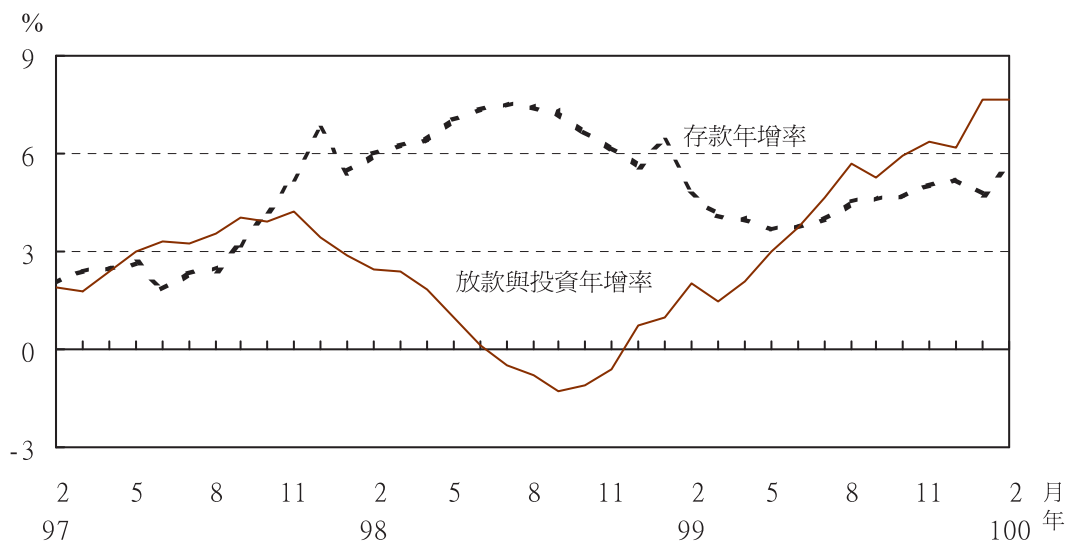
### 肆、存款年增率持續上升

99年第4季主要金融機構存款年增率呈上升趨勢，10月及11月由於銀行放款與投資持續成長，月底年增率由上季底之4.59%逐月上升至11月底之4.99%，12月則因外資呈淨匯入，月底年增率再上升為5.18%；100年2月底則因銀行放款與投資持續成長，進一步上升至5.72%。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11.95%下降至本季底之8.98%；100年1月及2月底年增率分別為8.60%及9.57%。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1.08%上升為3.31%；100年1月及2月底年增率再分別上升為3.82%及4.07%。政府存款方面，12月底年增率受央行盈餘繳庫延後影響，由上季底之5.72%下降至4.20%；100年1月底因上年比較基期較高，年增率大幅下降為-10.94%，2月底因盈餘繳庫增加，略上升至0.39%。比重方面，本季底活期性存款占存款總數之比重由上季底之33.00%上升為33.65%，定期性存款所占比重則由上季底之63.42%下降為62.98%，政府存款所占比重亦由上季底之3.58%下降為3.37%。100年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為33.36%、63.45%及3.19%。



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6,356億元，其中放款與投資分別增加4,790億元與1,566億元，年增率由上季底之5.29%上升為本季底之6.19%，主要因銀行對民間部門債權及對政府債權增加所致。100年1、2月，由於景氣持續回升，銀行對民間部門債權持續成長，2月底年增率上升至7.63%。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4.86%上升為5.47%，至100年2月底上升至6.02%。

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3.29%、6.56%及

6.76%，均較上季底上升；100年2月底對政府債權及對民間部門債權持續成長，年增率分別為5.19%及8.34%，而對公營事業債權成長趨緩，年增率為4.11%。比重方面，本季底對民間部門債權比重由上季底之80.62%略降為80.02%，至100年2月底再降為79.52%，主要為對民營企業放款比重下降所致；對政府債權比重由上季底之15.02%上升為15.70%，至100年2月底再升為16.36%，主要為對政府放款增加所致；對公營事業債權比重由上季底之4.36%下降為4.28%，至100年2月底再降為4.12%，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，本季底放款總餘額較上季底增加1,765億元，其中以對服務業放款增加1,126億元為

最多，其次為對製造業放款增加517億元，再次為對資訊及通訊傳播業放款增加145億元；100年2月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較去年底增加1,600億元，主要是對服務業與製造業放款分別增加980億元及613億元。就各業別比重而言，本季底以對製造

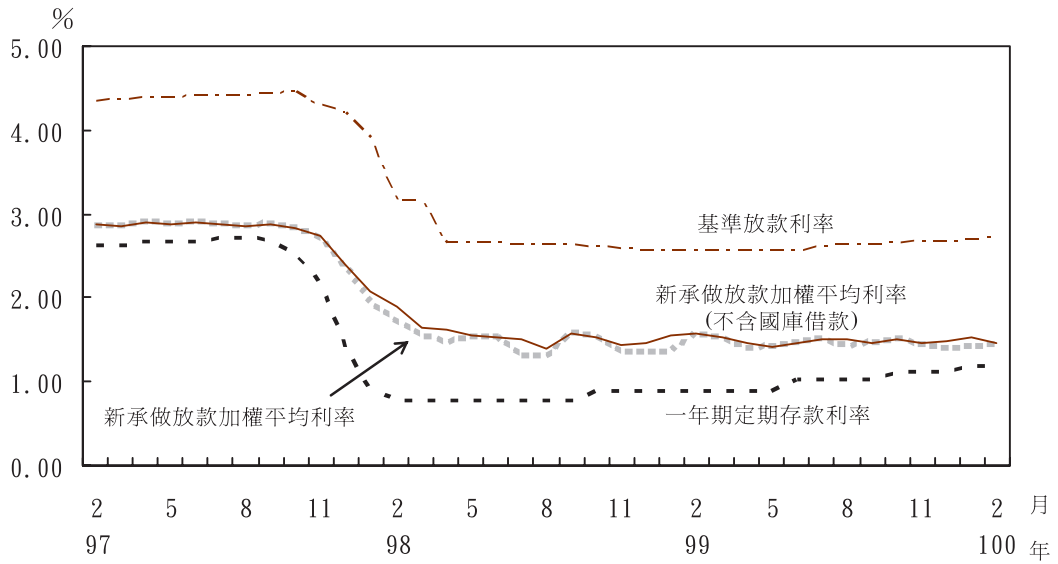
業放款比重之48.65%為最高，其次為對服務業之21.96%，再次為對批發及零售業之12.79%，其中對服務業放款比重較上季底上升，對製造業放款與批發及零售業放款比重則較上季底下降，至於對營造業放款比重，則由上季底之3.41%微降為3.13%。

## 陸、銀行業利率小幅調升

受本行於99年10月及12月續調升貼放利率影響，本季之主要銀行存款利率呈現溫和上升走勢。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的1.02%，上升至本季底的1.13%，100年1月底再上升至1.19%，至2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2.628%，上升至本季底的2.676%，100年2月再升為2.718%。在新承做放款利率方面，呈現微幅波動走勢，五大銀行新

承做放款加權平均利率自9月之1.464%下降至12月之1.392%，100年1月因購屋、週轉金及消費性貸款利率上升，平均利率回升至1.422%，2月因購屋、資本支出及週轉金貸款利率上升，致平均利率再升至1.429%，惟仍較99年9月下降0.035個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自9月之1.464%上升至12月的1.482%，1月再升至1.520%，2月則下降為1.468%，惟仍較9月上升0.004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

99年第4季國際景氣回溫，國內經濟成長力道強勁，銀行授信持續成長，資金需求增加，外資持續淨匯入。本行為避免資金過剩，影響國內資產價格，2次調升政策利率，以維持物價與金融穩定，且持續增加定存單發行，吸收多餘流動性。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185億元，較上季平均之265億元為低；100年1月略升至257億元，2月回降至191億元。金融業隔夜拆款平均利率，自99年9月之0.210%升至100年2月之0.262%，仍屬低檔。

以下分別就99年10月至100年2月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

就各月資金情勢觀之，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；12月受外資匯入增加以及中央統籌分配款、退除役官兵俸與公保補助款等撥款增加影響，日平均淨超額準備增加為179億元；100年1月因省市補助、健保補助等撥款增加，加以本行

降低定存單回收資金之規模，以應農曆春節前資金需求，日平均淨超額準備增加為257億元；2月在財政部增加借款、發行公債與本行持續發行定存單回收資金影響下，日平均淨超額準備再降為191億元。

### 二、利率走勢

本行分別於10月及12月2次調升政策利率各0.125個百分點，避免市場資金過度寬鬆，以維持物價與金融穩定，重貼現率及擔保放款融通利率分別由9月底之1.375%及1.75%調升為12月底之1.625%及2%。

受本行調升政策利率影響，金融業隔夜拆款平均利率大致呈低檔緩步走升，由99年9月之0.210%微幅走升至100年2月之0.262%。票券市場利率方面，亦呈類似走勢，商業本票發行利率由99年9月之0.47%走升至100年2月之0.65%；1-30天期商業本票次級市場利率亦由99年9月之0.37%走升至100年2月之0.50%。

### 三、票券流通餘額

100年2月底票券流通餘額合計為12,305億元，較99年9月底增加1,540億元。其中國庫券增加700億元，係因財政部為因應國庫

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備部位

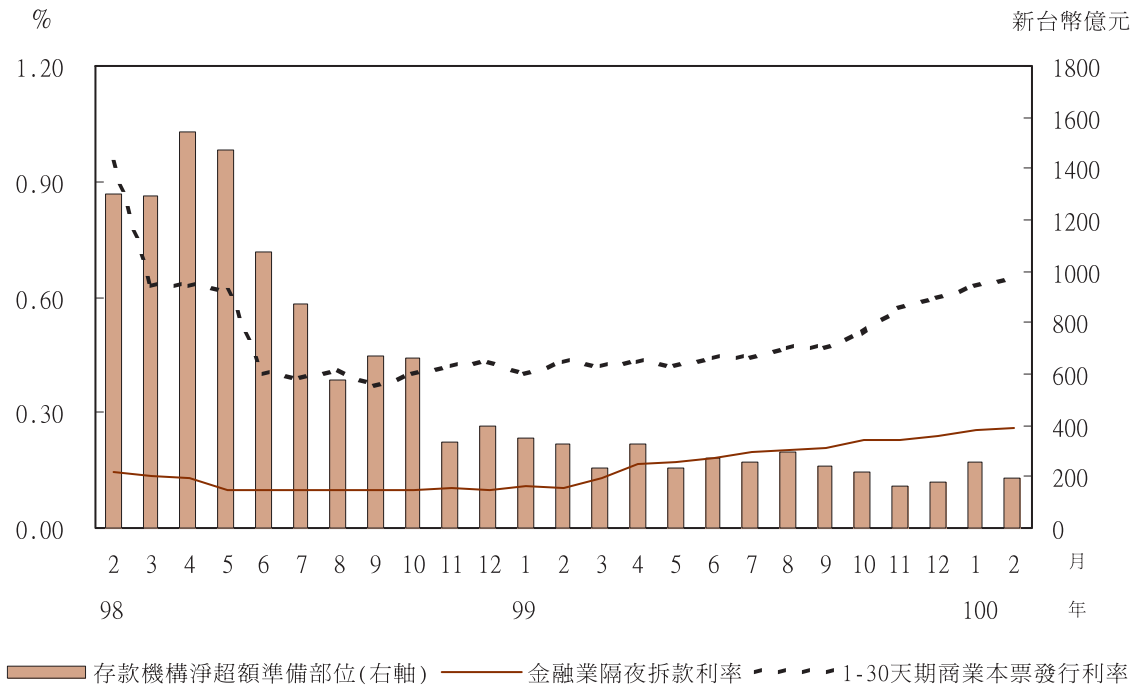


表1.1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單			
		初級市場			次級市場			初級市場			
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年
97	2.014	2.20	2.25	2.27	1.88	1.92	1.97	1.89	2.05	2.17	2.27
98	0.109	0.58	0.68	0.71	0.21	0.24	0.29	0.58	0.62	0.72	-
99	0.185	0.47	0.58	0.60	0.33	0.38	0.46	0.62	0.66	0.73	0.70
99/ 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
12	0.239	0.60	0.65	0.69	0.44	0.49	0.65	0.69	0.73	0.83	0.72
100/ 1	0.257	0.63	0.68	0.70	0.49	0.55	0.58	0.74	0.78	0.88	0.80
2	0.262	0.65	0.66	0.75	0.50	0.54	0.64	0.74	0.78	0.88	0.84

資金調度需要，增加國庫券發行；商業本票發行增加606億元，則因企業春節前資金需求增加所致，其餘可轉讓定存單增加231億元，而銀行承兌匯票則增加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
97	69,486	69,040	9,698	2,400	1,612	1,068	60,747	60,493	6,902	333	368	49	6,006	6,568	1,678
98	62,934	62,202	10,431	4,350	3,268	2,150	53,977	54,366	6,513	219	220	49	4,388	4,348	1,719
99	71,372	70,128	11,675	3,650	3,400	2,400	59,034	58,687	6,861	331	317	62	8,357	7,724	2,352
99/ 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
12	6,548	6,936	11,675	300	250	2,400	5,398	5,942	6,861	30	29	62	820	715	2,352
100/ 1	7,295	6,678	12,291	250	250	2,400	6,367	5,660	7,568	24	26	60	654	743	2,263
2	4,937	4,924	12,305	250	250	2,400	4,283	4,239	7,612	23	20	63	380	415	2,229

## 貳、債券市場

99年第4季債券發行市場，政府公債方面，除為支應國庫資金需求，發行1,500億元中央政府公債外，高雄市政府為償還到期債務亦發行公債87億元；公司債方面，隨著景氣轉佳，企業紛紛擴大資本支出，銀行對民間部門債權亦相對提升，由於受到部分排擠效果影響，本季公司債相較上季減少236億元或22.82%，發行總額為798億元；金融債券方面，本季共有11家金融機構相繼發行金融債券，發債目的除為提高資本適足率外，部分銀行為因應授信業務成長，持續發債以鎖住低利資金成本，本季金融債發行總額為548億元，較上季增加185億元或50.96%；至於資產證券化商品、外國債券及國際債券，本季均無新發行紀錄。

債券流通市場部分，因受限於資金籌碼長期失衡，交易規模成長不易，本季交易量為25兆9,402億元，較上季減少3兆814億元或10.62%。

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

為支應國庫資金需求，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1,500億元，較上季增加300億元或25%；發行內容除包括5年、10年及20年期債各400億元外，亦因應市場需求，發行30年期長債300億元；就得標利率觀察，由於市場對中長期債券需求殷切，5年期及20年期債得標利率均較上季下滑；10年期債則較上季略升24個基本點；至於30年期債，亦因保險業積極搶標，得標利率為2.203%，與10年期公債利差僅約70個基本點。累計至本季度，中央政府公債發行餘額為4兆1,876億元，較上季底增加1,079億元或2.64%，2月底發行餘額為4兆1,836億元。

#### (二) 直轄市政府公債

高雄市政府為償還到期債務，於11月15日發行5年期公債87億元，發行利率為1.08%。截至本季度直轄市政府公債發行餘額為1,467億元，與上季底規模相當，至100

表2.1 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標利率 (%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
※△99甲6	10.27	5	400	0.903	49.12	34.50	11.63	4.75
※99甲7	11.02	20	400	1.703	23.12	30.50	8.88	37.50
※99甲8	12.14	10	400	1.471	55.63	29.12	5.00	10.25
99甲9	12.28	30	300	2.203	14.50	51.00	6.33	28.17

※為增額公債；△為可分割公債。

表2.2 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券及 國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
97	13,463	61,667	4,100	36,097	287	1,265	2,875	11,390	1,612	8,960	4,576	3,330	13	625
98	10,629	62,519	4,700	38,296	256	1,414	2,039	11,369	987	8,125	2,439	2,644	228	691
99	13,936	66,182	6,100	41,876	193	1,467	3,297	12,022	1,585	8,158	2,568	2,168	193	491
99/ 1	1,135	62,327	700	38,296	-	1,364	221	11,412	72	8,014	142	2,590	-	651
2	1,347	63,089	800	39,096	-	1,364	193	11,599	7	7,784	347	2,595	-	651
3	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
12	1,540	66,182	700	41,876	-	1,467	321	12,022	386	8,158	133	2,168	-	491
100/ 1	1,181	65,295	750	41,136	-	1,347	297	12,191	0	8,085	134	2,082	-	454
2	1,064	65,894	700	41,836	-	1,347	41	12,200	0	8,062	323	1,995	-	454

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」。

年2月底發行餘額為1,347億元。

### (三) 公司債

隨著景氣轉佳，企業紛紛擴大資本支出，銀行對民間部門債權亦相對提升，由於部分受到排擠效果影響，本季公司債相較上季減少236億元或22.82%，發行總額為798億元。就發行內容觀察，8成3為不可轉換公司債；無擔保公司債及擔保公司債占比分別為47.15%、52.85%；發行期限別包括3年、5年、7年及10年期。發行公司中，本季發債金額累計達100億元以上者，包括台灣

電力公司、台灣中油公司及台塑集團，合計發債規模為460億元，占整體市場6成4；在發行利率方面，由於市場資金充沛，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1.3056%、1.6444%及1.5297%；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11個基本點。截至本季底，公司債發行餘額為1兆2,022億元，較上季底增加115億元或0.97%，100年2月底發行餘額增至1兆2,200億元。



#### (四) 金融債券

本季共有11家金融機構相繼發行金融債券，發債目的除為提高資本適足率外，由於景氣轉好，部分銀行為因應授信業務成長，持續發債以鎖住低利資金成本，本季金融債券發行總額為548億元，較上季增加185億元或50.96%。其中，本季發債金額達50億元以上之金融機構，合計發債金額為406億元，占總發行額7成4。發債內容9成6以上為次順位債；發行期間以7年期券占83.93%為最大宗，加權平均發行利率為1.710%。累計至本季底，金融債券發行餘額為8,158億元，較上季底增加361億元或4.63%。截至100年2月底發行餘額為8,062億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

資產證券化方面，本季無新案發行，僅金融資產證券化商品定期循環發行金額598

億元。本季底資產證券化商品發行餘額為2,168億元，較上季底減少233億元或9.7%，100年2月底發行餘額續減至1,995億元。

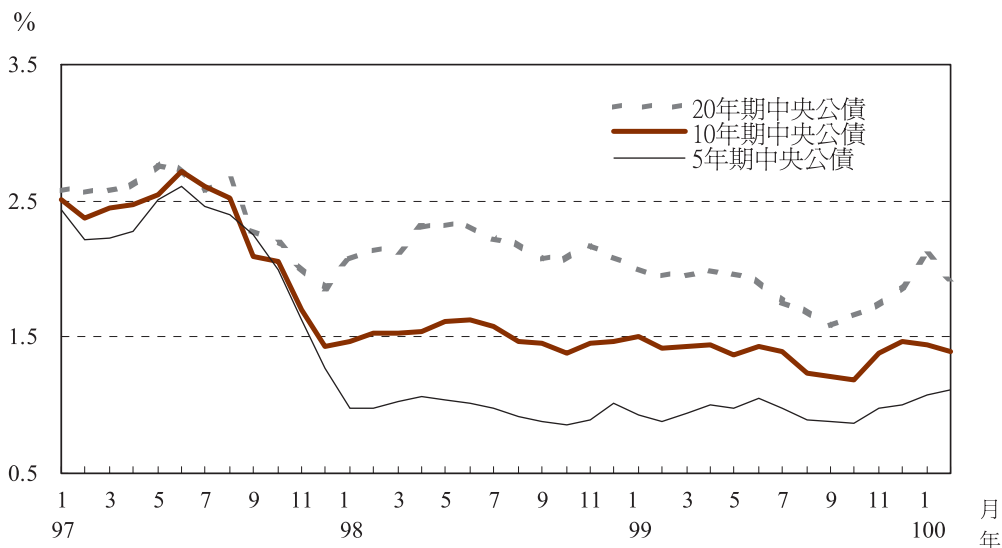
#### (六) 外國債券及國際債券

本季無發行紀錄，截至本季底外國債券及國際債券發行餘額為491億元，100年2月底發行餘額再減至454億元。

## 二、流通市場

99年10月初，本行升息半碼，由於符合市場預期，影響債市相對有限，惟後續在本行嚴查外資假借投資公債進行炒匯之下，殖利率震盪走揚，月底收在1.2507%；11月、12月，國際債市偏空，加上財政部增發30年期公債影響，10年期公債殖利率自11月初1.2730%一路攀升，年底收在1.5357%；100年1月，國際債市逐漸回穩，加上20年公債

圖2.1 各期別公債殖利率走勢圖

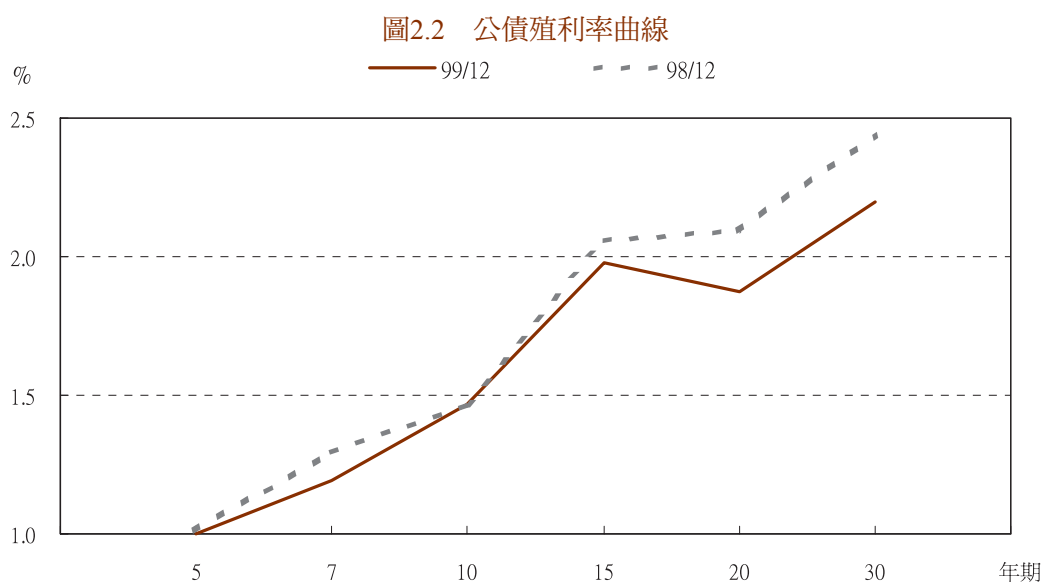


標售結果良好，10年期公債殖利率隨之下滑，月底為1.3754%；2月份，國內市場與國際債市同步漲跌，殖利率先升後降，全月平均為1.3982%。

再就年底殖利率曲線觀察，由於壽險公

司對中長期債券需求殷切，99年12月各年期公債平均殖利率均較98年同期下滑，各年期債與5年期債之利差縮減10至20個基本點，殖利率曲線相對上年平坦。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債



券成交總額為25兆9,402億元，較上季減少3兆814億元或10.62%，其中買賣斷交易減少4兆437億元或34.55%(占成交總額比重，由上季底34.3%降至21.7%)，附條件交易增加9,623億元或5.56%(占成交總額比重，由65.7%升至78.3%)。就各類債券交易觀察，8

成5以上為政府公債交易，本季交易金額為21兆9,890億元，其次為公司債3兆4,223億元；至於金融債券、資產證券化受益證券、外國債券及國際債券等的交易占比均未及2%，金額分別是4,641億元、422億元及226億元。

表2.3 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

單位：新台幣億元

年 / 月	總成交金額	買 賣 斷		附條件交易	
		金 額	比 重 (%)	金 額	比 重 (%)
97	1,355,095	597,490	44.1	757,605	55.9
98	975,475	394,047	40.4	581,428	59.6
99	1,063,180	426,516	40.1	636,664	59.9
99/ 1	88,063	44,490	50.5	43,573	49.5
2	49,212	17,489	35.5	31,723	64.5
3	91,524	36,726	40.1	54,798	59.9
4	93,604	44,842	47.9	48,762	52.1
5	100,719	49,232	48.9	51,487	51.1
6	90,440	40,108	44.3	50,332	55.7
7	100,718	46,231	45.9	54,487	54.1
8	104,987	41,780	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
12	82,536	17,926	21.7	64,610	78.3
100/ 1	88,422	27,355	30.9	61,066	69.1
2	64,758	20,418	31.5	44,339	68.5

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表2.4 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合 計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券及 國際債券
			普通	可轉換			
97	1,355,095	1,337,539	5,025	8,829	2,054	819	829
98	975,475	959,933	4,804	8,611	1,525	1	601
99	1,063,180	952,114	84,055	11,556	13,618	1,233	605
99/ 1	88,063	86,680	532	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
12	82,536	69,129	10,122	1,276	1,780	160	69
100/ 1	88,422	75,766	9,743	1,445	1,270	113	85
2	64,758	56,154	6,649	1,049	789	69	48

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10月至12月間，由於美國Fed推出二次量化寬鬆政策，國際股市走強，且國際資金持續流入亞洲，激勵外資大幅買超台股；加以兩岸ECFA開放題材升溫，致使台股一路走高，指數於12月31日漲至8,973點之99年最高點。100年1月間，由於美國經濟數據轉佳，重要高科技公司財報表現良好，美國股市表現強勁，激勵外資積極加碼台股，促使台股呈現盤整走勢，指數於1月28日續漲至9,145點之新高。之後，由於新台幣升值，電子業匯損擴大；北非中東政局動盪，國際油價高漲；亞洲新興市場通膨壓力升高，國際熱錢大舉撤出，外資也大幅賣超台股；以致台股自高檔下滑，指數於2月25日跌至8,600點，惟仍較9月底的8,238點上漲4.39%。

### 一、大盤股價指數變動

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.大陸央行於10月11日宣布調高6大商銀存款準備率2碼；2.大陸央行於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.大陸央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。

99年12月份股市走強，12月底加權指數較上月底上漲7.17%。12月份主要利多因素包括：1.美國經濟數據轉佳，美國股市勁揚；2.國際資金持續流入亞洲股市，外資大舉加碼台股3.第6次江陳會舉行，台灣銀行業登陸題材升溫；4.新台幣升值效應，激勵金融股及營建資產股走揚。

100年1月份股市呈現高檔盤整局面，1月底加權指數較上月底小漲1.93%。此期間主要利多因素包括：1.美國主要高科技公司財報表現優於預期，美國股市維持強勢；2.外資持續大幅買超台股；3.台積電99年第4季財報表現亮麗，激勵其股價勁揚。此期間

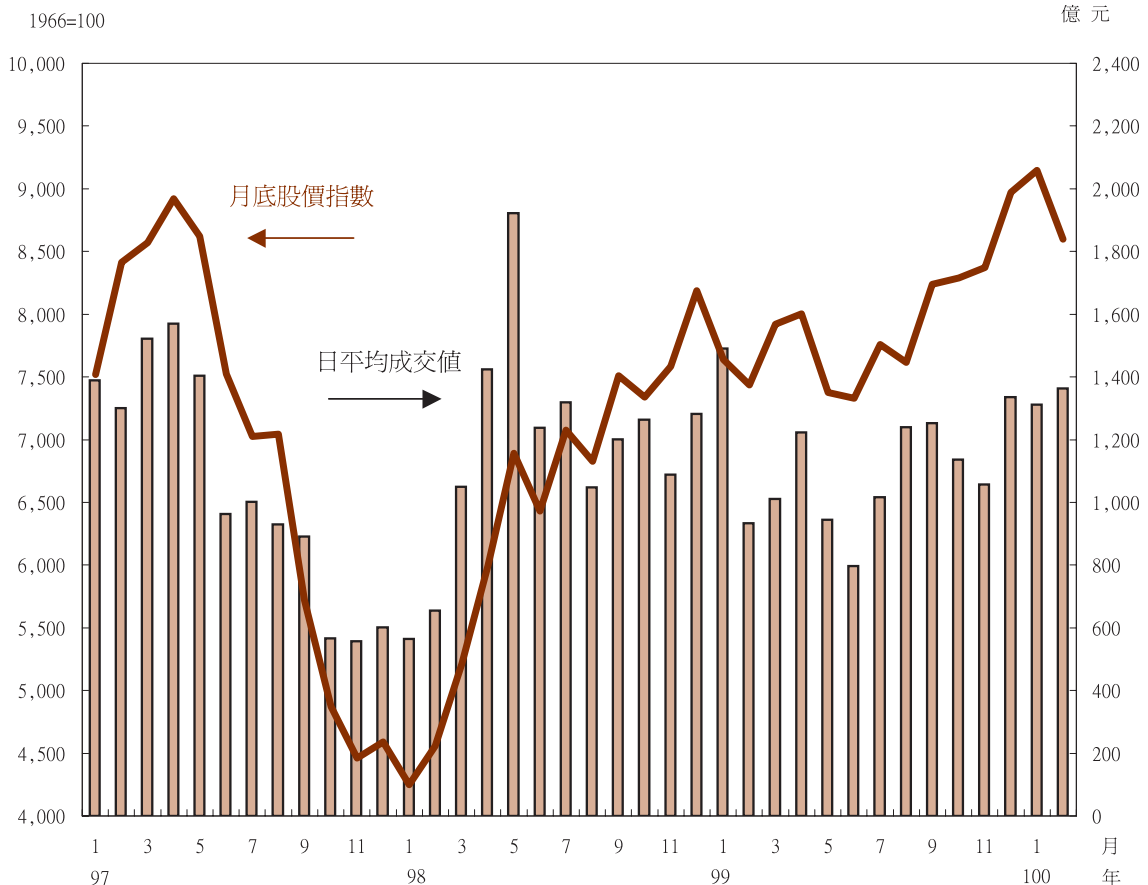
主要利空因素包括：1.指數9千點附近獲利了結賣壓大增；2.新台幣大幅升值，電子股匯損擴大；3.農曆年前投資人觀望氣氛增強。

100年2月份股市下滑，2月底加權指數較上月底下跌5.97%。此期間主要利空因素包括：1.大陸央行自2月8日起調升存貸款基準利率各1碼；2.亞洲新興市場通膨壓力升高，國際熱錢回流歐美市場，外資大幅賣超台股；3.中東及北非地區政局動盪，國際油價高漲；4.政府宣布將課徵奢侈稅，引發營建資產股重挫。

## 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，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。其中，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大陸央行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%。

圖3.1 集中市場價量變動趨勢



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%。

99年12月份在美股勁揚及外資大幅買超激勵下，大多數類股均呈上漲局面。其中，

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12月底	8972.5	341.2	1041.6	905.4	532.3	218.7	364.7	112.7	271.3	106.9
100年1月底	9145.4	351.7	1076.6	851.8	528.6	210.5	347.1	109.8	289.5	104.1
100年2月底	8599.7	331.0	964.6	804.7	490.6	193.7	311.7	102.6	289.9	105.1
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
99年12月底 與上月底比%	+7.17	+4.87	+18.58	+2.40	+7.99	+4.22	+4.92	+5.65	+7.49	+7.70
100年1月底 與上月底比%	+1.93	+3.08	+3.37	-5.92	-0.69	-3.78	-4.83	-2.52	+6.69	-2.65
100年2月底 與上月底比%	-5.97	-5.91	-10.40	-5.53	-7.20	-7.96	-10.19	-6.53	+0.14	+1.02

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12月底		64.5	128.6	82.3	118.5	258.2	169.8	129.1	167.0	212.3	161.0
100年1月底		62.4	132.8	86.2	120.7	260.1	162.5	123.5	165.0	197.5	158.9
100年2月底		57.2	126.4	80.2	117.9	244.8	156.3	108.6	152.9	190.0	153.3
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
99年12月底 與上月底比%		+4.71	-0.94	+2.56	+7.26	+3.61	+1.63	+8.23	+2.83	+5.63	+1.00
100年1月底 與上月底比%		-3.16	+3.20	+4.76	+1.86	+0.74	-4.28	-4.35	-1.22	-7.00	-1.29
100年2月底 與上月底比%		-8.38	-4.76	-7.01	-2.33	-5.87	-3.81	-12.05	-7.34	-3.77	-3.54

表3-2 集中市場機構投資人買賣超

單位：億元

年 月	外 資	投 信	自 營 商	合 計
98 年 全 年	4,801	-289	100	4,612
99 年 全 年	2,812	-678	27	2,161
99 年 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
99 年 12 月	871	-84	-12	775
100 年 1 月	993	-77	-69	847
100 年 2 月	-971	-59	-137	-1,168

金融股漲幅最大（18.58%），主要係因台灣銀行業獲准登陸設分行，銀行利差漸趨擴大及資產品質改善。紡織、塑膠及鋼鐵等類股漲幅亦達7%以上，主要係因國際油價及原物料價格上揚，有利其獲利表現。航運股亦上漲8.23%，主要係因遠東航線需求增加，業績前景看好。電子股漲幅較小（4.87%），主要係因新台幣升值，電子業匯損增大，壓縮毛利率。

100年1月份若干傳產類股因漲幅已大，獲利了結賣壓出籠，致使其股價轉呈下跌。例如，建材營造股下跌4.83%，航運股下滑4.35%。電子股上漲3.08%，主要係因美國高科技股股價表現強勁，外資大買電子權值股。金融股仍受惠於利差擴大及落後補漲題材而上揚3.37%。

100年2月份由於北非中東政局動亂，國際油價高漲，以及外資大賣台股，致使大多數類股均呈下跌。其中跌幅較大的類股包括航運股（-12.05%）、金融股（-10.40%）及建材營造股（-10.19%）。至於電子股則下跌5.91%。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，99年10月至100年1月期間，外資連續4個月出現大幅買超，主要係因美國持續寬鬆貨幣政策，美國股市表現強勁，以及國際熱錢持續湧入亞洲。100年2月外資轉而出現大幅賣超，主要係因北非中東政局動亂，國際油價高漲，以及亞洲新興市場通膨壓力升高，國際熱錢回流歐美市場。



99年10月至100年2月投信法人操作持續保守，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11月因台股行情走高而使自營商出現買超；至於99年10月及100年2月均因台股行情疲軟而出現賣超。99年12月及100年1月即使台股行情走高，但因指數已處於高檔，促使自營商逢高減碼，以致出現賣超。

#### 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 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。

2. 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。

3. 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。

4. 99年12月27日，金管會公告，調升大陸地區合格機構投資者(QDII)個別投資限

額，自八千萬美元調升為一億美元；並將大陸地區投資人得投資之證券標的放寬為：

(1) 台灣存託憑證及外國企業來臺第一上市（櫃）公司及第二上市（櫃）公司之有價證券。

(2) 外國企業來台第一上市（櫃）公司及第二上市（櫃）公司上市（櫃）前承銷之股票或台灣存託憑證，以及前揭公司現金增資承銷股票或再次發行之台灣存託憑證。

(3) 上市（櫃）公司初次上市（櫃）前承銷及現金增資承銷股票與初次上市前承銷之認購（售）權證。

5. 99年12月30日，金管會核准富邦證券投資信託公司赴大陸地區參股投資證券投資基金管理公司。

6. 100年1月28日，金管會公告，證券投資顧問事業經營境外基金以外之外國有價證券投資顧問業務，不得於廣播或電視媒體從事證券投資分析活動。

7. 100年2月22日，金管會放寬國內證券投資信託基金及全權委託投資資產投資大陸地區有價證券之限制如下：

(1) 證券投資信託基金及全權委託投資資產投資大陸地區上市有價證券之限制由原基金淨資產價值10%放寬為30%。

(2) 國內證券投資信託事業發行指數股票型基金(ETF)，其成分證券包含大陸地區證券市場之上市有價證券者，不受前述比率限制。



## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

99年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為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。季底新台幣對美元匯率為30.368元，較上季底升值3.2%，對歐元、韓元、人民幣及日圓亦分別較上季底升值5.1%、2.7%、1.6%及0.7%。

100年第1季底與99年第4季底比較，新台幣雖對歐元及韓元貶值，惟對美元、日圓及人民幣升值（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2.2%。以下分別分析100年第1季新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣及韓元之匯率變動。

新台幣對美元匯率：本季最低為1月5日之30.211元，最高為2月9日之29.100元，差距為1.111元。本年初以來，受到外資持續流向亞洲，新台幣延續去年底升值趨勢，至2月9日的高點後，由於北非及中東政治緊張情勢升高，加上新興國家相繼升息，外資擔心影響其經濟復甦而撤出亞洲，新台幣對美元轉貶，至2月24日之29.760元後小幅反彈。3月11日雖然發生日本大地震，惟對新台幣匯率衝擊不大，維持在29.4至29.6元區間內。本季底新台幣對美元匯率為29.418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4.1%。

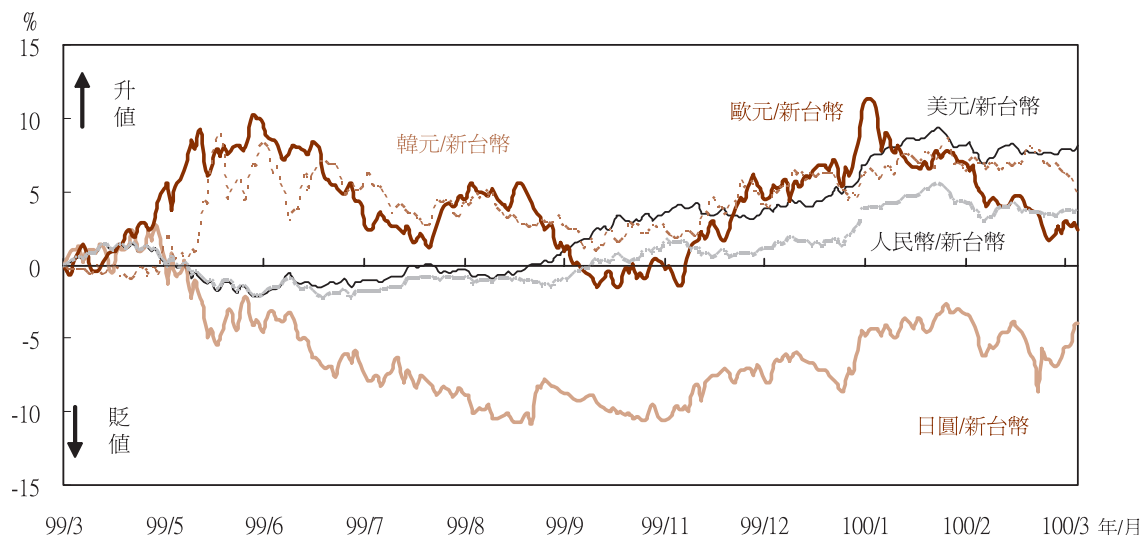
新台幣對歐元匯率：由於葡萄牙、西班牙與義大利等國均順利發債，歐債危機逐漸淡化，加上國際美元走貶，歐元對美元緩步走升。本季底新台幣對歐元較上季底貶值2.8%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值3.5%。

新台幣對日圓匯率：1月日圓對美元維持在81.3至83.5元區間內波動。2月以來，因日本財政赤字展望不佳，主權債信評等遭到調降，日圓對美元走弱，至2月16日低點後，受到中東政治動亂影響，部分資金流入日圓資產避險，日圓對美元止跌回升；至3月11日日本發生百年強震並引發海嘯，市場預期保險業將出售國外資產匯回日本支應保險理賠，推升日圓匯價至3月17日高價後，在G7央行表示聯合干預下，3月下旬已回貶。本季底新台幣對日圓較上季底升值5.2%。就平均匯率而言，本季新台幣對日圓亦較上季升值3.9%。

新台幣對人民幣匯率：由於美國持續採行量化寬鬆政策，加上中國大陸經濟表現仍佳，國際資金持續湧入，人民幣對美元大致呈升值走勢。本季底新台幣對人民幣較上季底升值2.6%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣亦較上季升值2.9%。

新台幣對韓元匯率：1月因南韓出口成

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與99/3/31比較)



長仍強勁及外資轉呈淨匯入，韓元對美元升值；2月中旬起，陸續受利比亞政治動亂擴散，外資撤出新興市場，以及日本大地震等影響，韓元匯價一度走貶，惟3月下旬，由於日本地震災情已漸獲控制，外資再度匯入，韓元對美元迅速回升。本季底新台幣對韓元較上季底微貶0.2%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值3.0%。

## 二、外匯市場交易

99年11月至100年1月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為13,609.7億美元，較上期(99年8月至10月，以下同)增加2.4%，日平均交易淨額為206.8億美元，反映外貿持續成長及國內外資

金進出規模仍大。其中，OBU外匯交易淨額為745.1億美元，較上期略增1.6%，占外匯市場總交易量5.5%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量高達5,950.0億美元。即期交易居次，交易量為5,743.1億美元，合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為43.7%及42.2%，且兩者交易較上期分別成長5.4%及1.2%。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8.2%及5.1%，惟較上期分別減少3.4%及4.8%（表4.1及圖4.2）。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，99年11月至100年1月的交易比重為46.2%，較上期增加2.3個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約2.3%；第

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

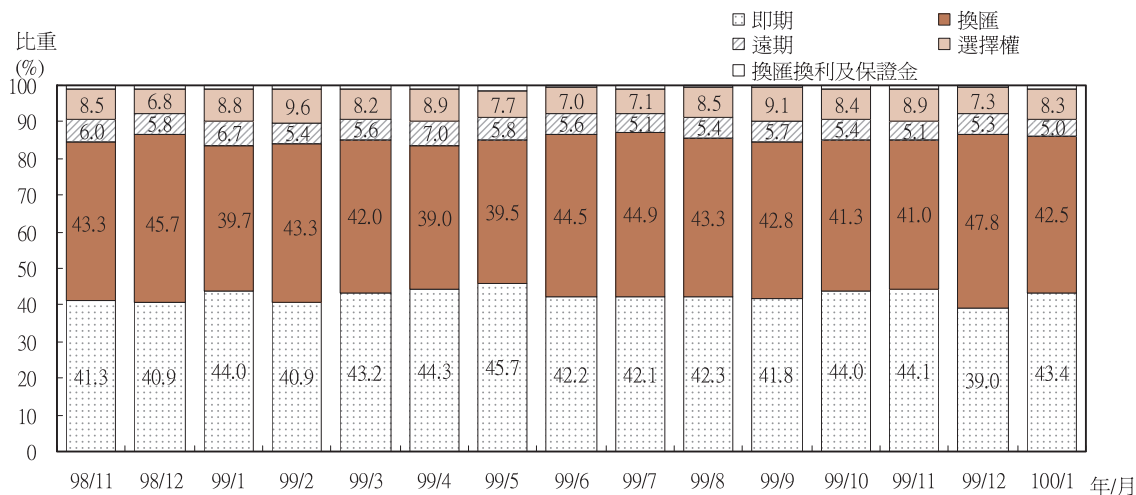
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯		遠期		保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
		國內銀行 間新台幣 對外幣	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 <sup>2</sup>	OBU 交易淨額							
96	2,418,963	1,362,112	288,406	477,189	142,672	42,482	29,683	303,857	4,634,286	190,812	18,623
97	2,455,394	1,548,763	471,974	459,399	124,377	34,871	40,097	307,857	4,846,381	259,316	19,367
98	1,841,951	1,627,020	703,409	283,233	93,659	20,809	26,927	311,353	4,111,293	226,613	16,222
99	2,192,719	2,166,897	946,940	290,075	75,893	18,295	23,848	423,261	5,115,095	284,193	20,232
98 / 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
11	194,179	180,582	77,334	22,468	6,445	1,290	2,786	39,345	440,651	24,642	20,030
12	170,504	208,932	83,965	23,076	6,928	1,564	1,020	31,742	436,837	20,388	18,993
100 / 1	209,627	205,483	88,360	23,974	4,482	1,887	2,194	40,314	483,478	29,484	23,023

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



三種貨幣間的交易比重為51.5%，其中美元對日圓交易比重為7.3%，較上期減少2.5個百分點；對歐元交易比重為19.2%，較上期增加1.7個百分點；美元對其他外幣的交易

比重為25.0%，較上期減少1.7個百分點（圖4.3）。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，99年11月至100年1月交易

圖4.3 外匯交易-按幣別

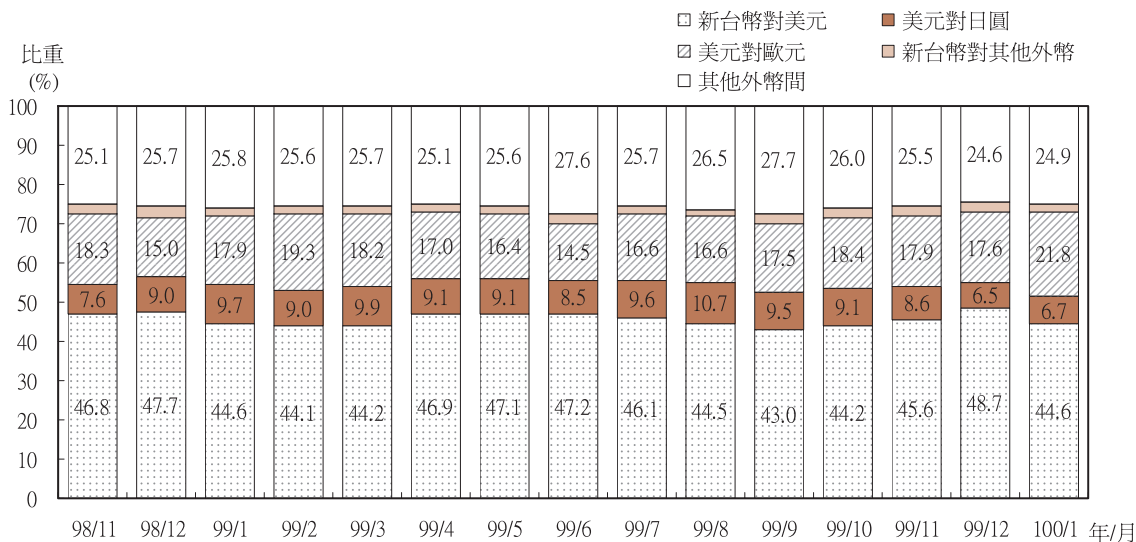
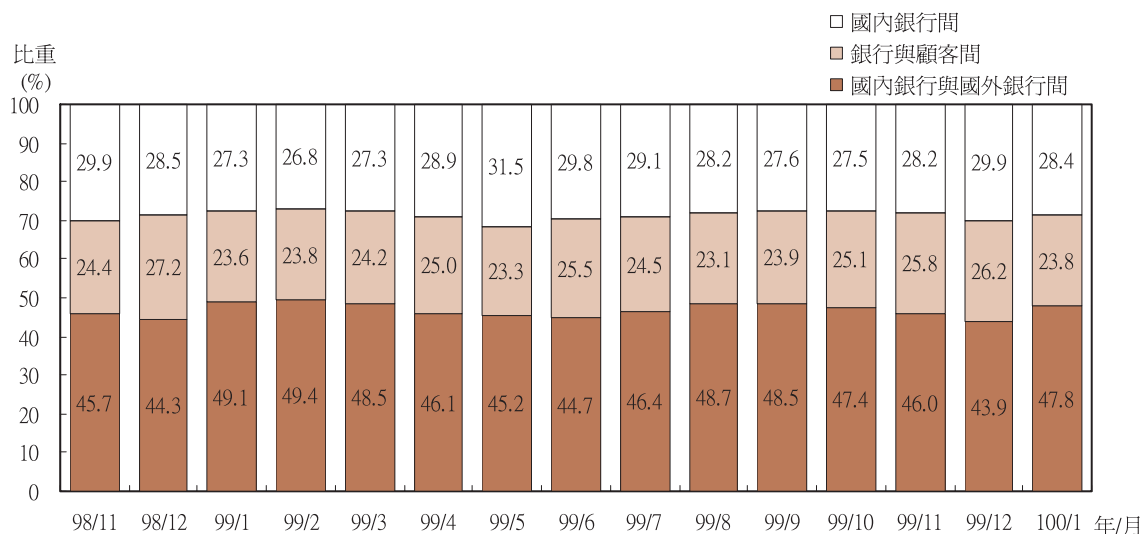


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



比重為46.0%，較上期減少2.2個百分點；國內銀行間的交易居次，比重為28.8%，較上期增加1.0個百分點；國內銀行與顧客間的交易比重25.2%為最少，較上期增加1.2個百分點（圖4.4）。

### 三、銀行間換匯及外幣拆款交易

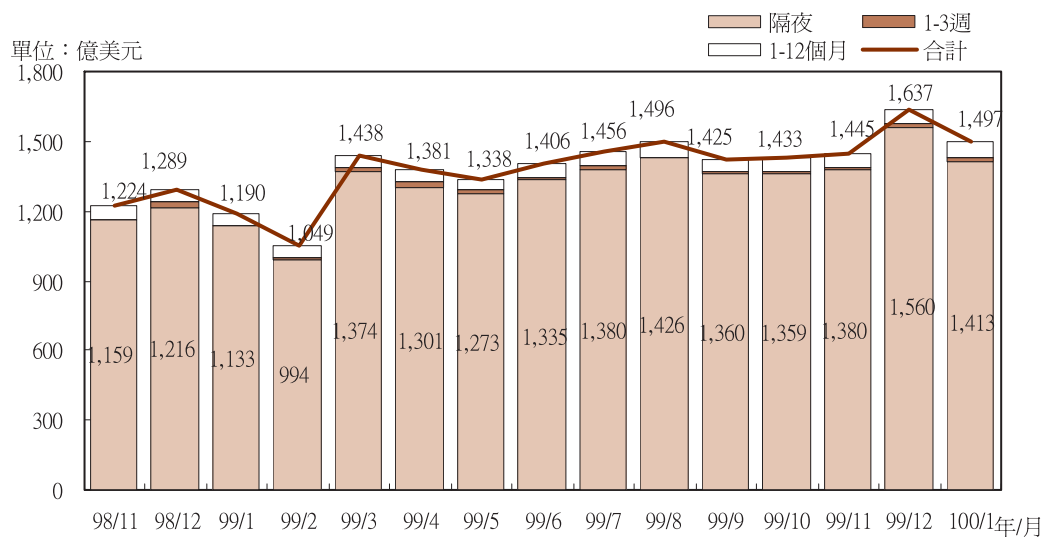
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

在新台幣與外幣換匯交易方面(表4.1)，99年11月至100年1月換匯交易量逐月提高，國內銀行間交易金額分別為773.3億美元、839.7億美元及883.6億美元，月增率則分別為3.1%、8.6%及5.2%，主要受下列因素影響：(1)壽險業等客戶因應國外投資之換匯交易到期續作及新承作量續增，致承作銀行轉

向銀行間拋補金額提高；(2)因部分歐元區國家債信危機再起，加上南北韓軍事衝突升高，美元避險需求增加且拆借趨緊，部分銀行改以短天期換匯交易籌措美元資金，週轉率上升，致交易量增加；(3)因應年底美元資金需求。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖4.5)，11月交易量為1,445.1億美元，較上月略增0.9%，主要因外匯存款持續增加，銀行將多餘資金拆出運用，以及銀行多以隔夜拆款融通所需資金，週轉率相對提高所致。12月交易量為1,637.2億美元，較上月增加13.3%，主要因適逢年底，銀行間短天期外幣資金需求增加所致。100年1月交易量為1,497.1億美元，較上月減少8.6%，主要係因外匯存款減少，銀行可用資金短絀，故較少進行外幣拆款交易。

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11月至100年1月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為1,274.6億美元，較上期縮減24.3%。其中，以外幣利率

期貨交易金額最多，外幣換利交易居次，此二種產品分別占匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易量的82.9%及11.9%，且較上期分別減少27.1%及3.8%，主要係因與利率有關之避險需求降低，促使銀行及客戶減少從事利率避險交易（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
96	93,072	12,958	17,475	176,723	6,947	627	5,243	313,044
97	205,911	18,799	8,860	172,918	17,875	126	3,586	428,075
98	469,003	5,715	4,999	208,636	18,360	51	3,312	710,076
99	125,541	842	6,043	392,368	18,060	105	10,126	553,085
98 / 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
11	4,402	0	67	40,062	1,364	11	446	46,352
12	2,252	0	16	32,341	1,599	8	98	36,315
100 / 1	8,545	0	395	33,315	1,871	46	620	44,792

## 五、外匯自由化與外匯管理

本行為持續落實自由化、國際化既定政策，及促進銀行外匯業務的健全發展，持續同意金融機構申請開辦各項新種外匯業務、網路銀行外匯業務及衍生性外匯商品業務等。

近來由於資金大量進出新興經濟體，致各國匯率波動幅度加大。本行採具有彈性的管理浮動匯率制度，保持新台幣匯率的動態

穩定。在外資匯入管理方面，除持續重申外資（FINI）匯入資金務必依申報用途使用外，並運用已建立之大額結匯案件通報系統，密切監控大額資金之進出；另自100年起，金融機構收受外資新台幣活期存款餘額超過去年底餘額部分，存款準備率由9.775%提高至90%，未超過去年底餘額部分，存款準備率則提高至25%，俾減輕國際熱錢大量流入對國內經濟及金融之衝擊。



# 國際經濟金融情勢（民國99年第4季）

## 壹、概述

上(2010)年第4季以來，先進經濟體經濟放緩情況優於預期，新興經濟體經濟成長動能續強，惟仍面臨資本流入、貨幣升值等問題。

國際機構預測本(2011)年全球經濟成長率將低於上年。Global Insight 3月預測本年全球經濟成長率由上年之4.1%降至3.7%(表一)，並表示3月11日日本強烈地震引發的核

電廠輻射外洩問題若未顯著惡化，對全球經濟成長率的影響約為0.1~0.2個百分點；其中，對美國、歐洲國家的經濟影響不大，而日本產能減損對於亞洲區域內貿易的直接影響並不高。

另外，世界銀行3月21日表示，日本暫時性的成長放緩將對東亞地區造成短期影響，主要是透過貿易和金融管道；假設至

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)	5.0 (4.1)	4.4 (3.7)
先進經濟體	-3.4	3.0 (2.8)	2.5 (2.4)
OECD國家	-3.6	2.8 (2.8)	2.3 (2.4)
美國	-2.6	2.9	3.0 (3.2)
日本	-6.3	3.9	1.6 (1.1)
德國	-4.7	3.5	2.2 (3.0)
英國	-4.9	1.3	2.0 (1.6)
歐元區	-4.1	1.7	1.5 (1.7)
四小龍	-0.9	8.2	4.7
台灣	-1.93	10.82	4.4 (4.9)
香港	-2.7	6.8	4.7 (5.0)
新加坡	-0.8	14.5	4.5 (4.6)
南韓	0.3	6.2	4.5 (3.7)
東協五國	1.7	6.7	5.5
泰國	-2.3	7.8	4.0 (4.0)
馬來西亞	-1.7	7.2	5.3 (3.8)
菲律賓	1.1	7.3	4.5 (4.9)
印尼	4.5	6.1	6.2 (6.0)
越南	5.3	6.8	6.8 (6.9)
中國大陸	9.2	10.3	9.6 (9.5)
印度	7.0	8.6	8.4 (8.3)
其他新興市場暨發展中國家	2.6	7.1	6.5

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及IMF *World Economic Outlook Update*, January 2011；( )內資料係採用Global Insight *World Overview*, March 2011；OECD國家資料採用OECD *Economic Outlook*, No.88, November 2010。



本年年中日本GDP成長率減緩0.25~0.5個百分點，東亞發展中國家的出口成長可能減緩0.75%至1.5%。

物價方面，上年第4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；預期國際商品價格仍將居高不下，全球通膨升溫，其中尤以新興經濟體最為明顯。Global Insight 本年3月預測本年全

球通膨率由2.8%續升至3.7%。

貨幣政策方面，本年以來，多數先進經濟體維持利率不變。中國大陸則於上年10月至本年2月間三度調升1年期存、放款基準利率分別共0.75個百分點，至3.00%及6.06%；泰國、南韓、印度、印尼及菲律賓亦自本年初以來陸續調升其官方利率(圖1、圖2)。

圖1 主要國家政策利率

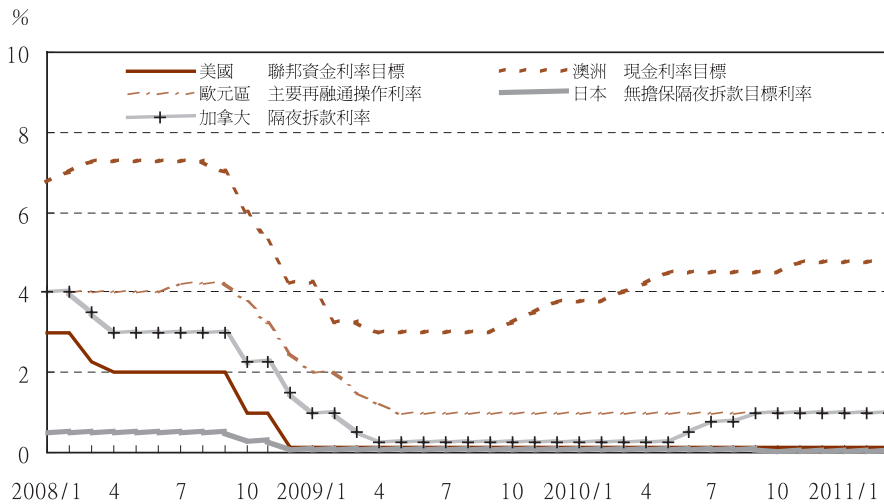
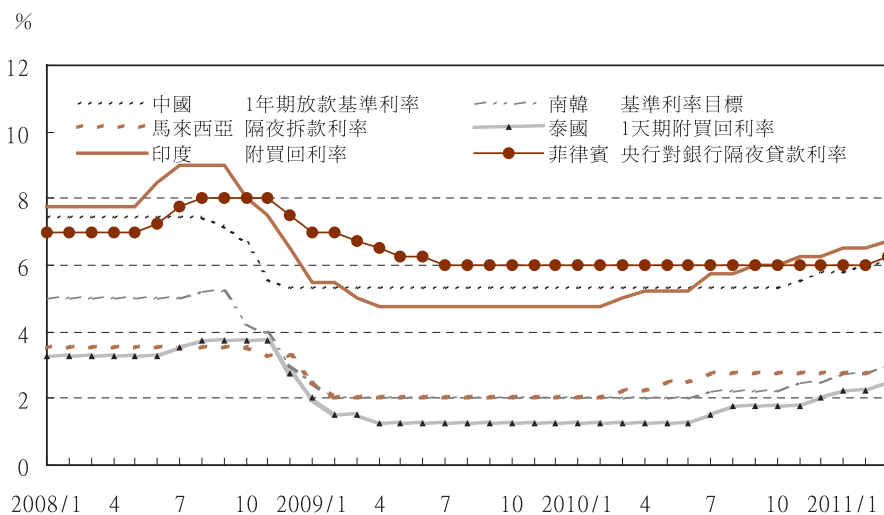


圖2 亞洲新興國家之政策利率



## 貳、美國經濟穩健復甦、物價溫和上升，Fed維持寬鬆政策

### 一、經濟穩步成長

上年第4季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之2.6%略升為3.1% (圖3)，其中民間消費及輸出持續擴增，惟民間投資及政府支出則轉呈衰退；全年經

濟成長率由前(2009)年之-2.6%升至2.9%。

Global Insight 預測美國本年經濟成長率為3.2%。

根據美國海關貿易統計，上年第4季出、進口分別成長18.2%與15.7%，貿易入超

圖3 美國經濟成長率

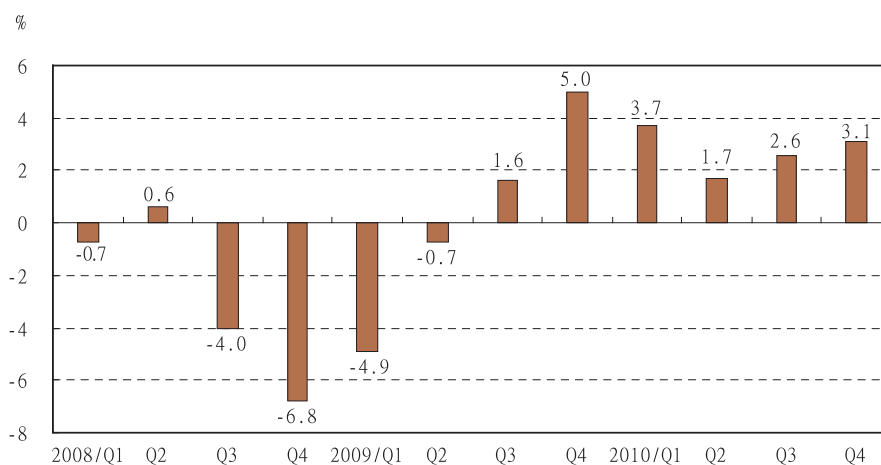


表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	核心消費者物價指數 (1982-84=100)	消費者物價指數 (1982-84=100)	生產者物價指數 (1982=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2008	0.0	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	-503,582
2010	2.9	9.6	5.8	1.0	1.6	4.3	-633,903
2010/ 3	3.7	9.7	4.4	1.1	2.3	5.9	-46,972
4		9.8	5.8	0.9	2.2	5.4	-50,645
5		9.6	8.1	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	7.8	0.9	1.2	4.1	-59,937
8		9.6	6.6	0.9	1.1	3.3	-63,906
9	2.6	9.7	6.2	0.8	1.1	3.9	-58,874
10		9.6	5.8	0.6	1.2	4.3	-52,150
11		9.8	5.5	0.8	1.1	3.5	-56,089
12	3.1	9.4	6.4	0.8	1.5	4.0	-49,373
2011/ 1		9.0	5.6	1.0	1.6	3.6	-56,031
2		8.9	5.6	1.1	2.1	5.6	

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

為1,576億美元（表2）；上年全年出、進口分別成長22.6%與21.0%，貿易入超為6,339億美元，較前年增加25.9%。本年1月出、進口成長率則分別為18.9%與22.2%。

勞動市場方面，上年第4季失業率與第3季持平，同為9.6%。本年1、2月分別降至9.0%與8.9%，2月非農業部門就業人口較1月增加19.2萬人，顯示就業市場情況好轉。

本(3)月2日Fed褐皮書報告指出，全美各地經濟持續溫和擴張，零售業、製造業、非金融服務業與勞動市場等皆呈現成長，農業與能源生產情況亦佳；惟大部分地區房屋之銷售與建造，以及非住宅營建業則仍低迷。

## 二、物價溫和上揚

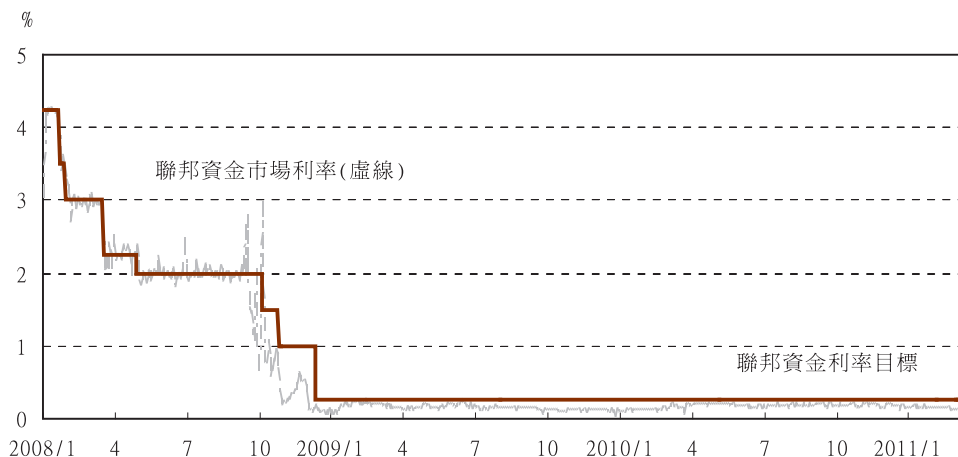
上年第4季CPI年增率由第3季之1.1%升至1.3%，本年1、2月分別續升至1.6%、2.1%，主要係能源及食品價格上漲所致；而上年第4季扣除能源與食品之核心CPI年增率

為0.7%，略低於第3季之0.9%，惟本年1、2月則分別升為1.0%及1.1%。另外，上年第4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0.8%，略低於第3季之1.2%。Global Insight 預測美國本年CPI年增率為2.5%。

## 三、Fed維持利率目標及國債購買規模不變

美國聯邦公開市場委員會(FOMC)自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）。FOMC於上年11月3日宣布第二次量化寬鬆貨幣政策，將在本年6月底前買進6,000億美元之美國政府長期債券。本年3月15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



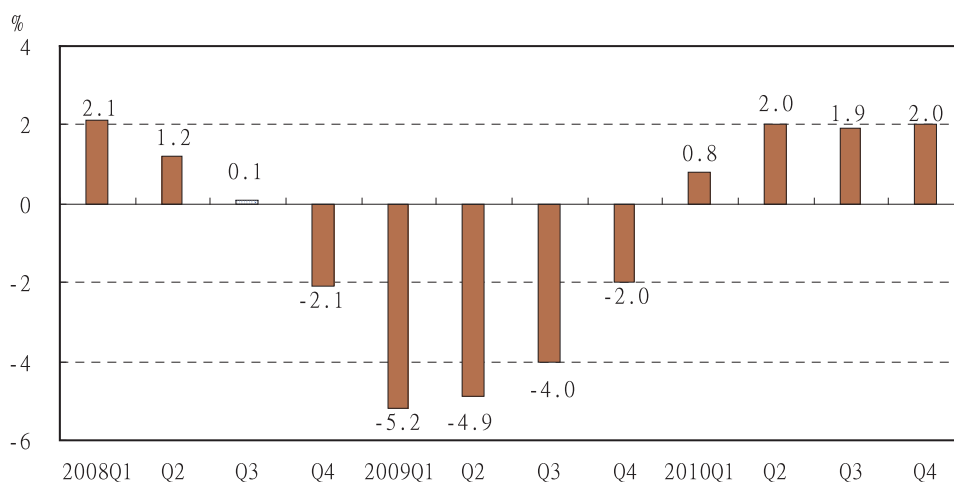
## 參、歐元區經濟緩步復甦，通膨升溫，歐洲央行(ECB)政策利率不變

### 一、外需減弱，經濟緩步成長

上年第4季，歐元區經濟成長率由第3季之1.9%略升至2.0%（圖5）；與上季比之季變動率則與第3季持平，同為0.3%，其中，

固定資本形成衰退幅度增至0.6%，輸出、入成長幅度亦明顯下降，而家計部門支出則持續成長；全年經濟成長率由前年之-4.1%升至1.7%。Global Insight 預測歐元區本年經濟

圖5 歐元區經濟成長率



成長率仍維持1.7%。

上年第4季德國經濟成長率由第3季之3.9%略增至4.0%；季變動率則由第3季之0.7%降為0.4%，其中，固定資本形成轉為衰退，民間消費支出與輸出、入的成長幅度均微幅下降；全年經濟成長率由前年之-4.7%升至3.5%。Global Insight 預測德國本年經濟成長率為3.0%。

在勞動市場方面，本年2月歐元區失業率微降至9.9%（表3）；其中，德國失業率3月下降至7.6%，法國上年第4季失業率則由

第3季之9.3%略降至9.2%。

### 二、通膨升溫

本年3月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率升至2.6%（圖6），連續4個月超出2%之目標上限；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦緩步上升，至本年1、2月分別為1.2%、1.1%。因國際原物料價格上升，ECB預估歐元區的中期通膨上升風險增加。Global Insight預測歐元區本年HICP年增率為2.3%。

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營建業) 年增率 %	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3 年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %	主要再融通操作利率 %
2008	0.5	7.5	-1.8	4.0	8.1	- 33230	8.6	3.3	4.00
2009	-4.1	9.4	-14.9	-17.9	-20.53	16644	-0.7	0.3	2.50
2010	1.7	10.0	7.2	20.1	21.59	691	2.0	1.6	1.00
2010/ 4		10.0	9.2	17.2	19.4	-8	-0.9	1.6	1.25
5		10.0	9.6	22.9	29.2	-3,764	-0.3	1.7	1.00
6	2.0	10.0	8.2	26.7	31.7	1,771	0.2	1.5	1.00
7		10.0	7.5	17.4	25.3	6,369	0.1	1.7	1.00
8		10.0	8.2	29.9	32.2	-5,119	1.0	1.6	1.00
9	1.9	10.0	5.8	22.5	21.0	2,571	0.9	1.9	1.00
10		10.1	7.4	21.1	21.7	4,654	1.0	1.9	1.00
11		10.0	7.7	24.2	28.6	-1,549	2.1	1.9	1.00
12	2.0	10.0	8.9	20.2	24.3	-533	2.0	2.2	1.00
2011/ 1		10.0	6.3	27.2	29.5	-14,832	1.9	2.3	1.00
2		9.9					2.3	2.4	1.00
3								2.6	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

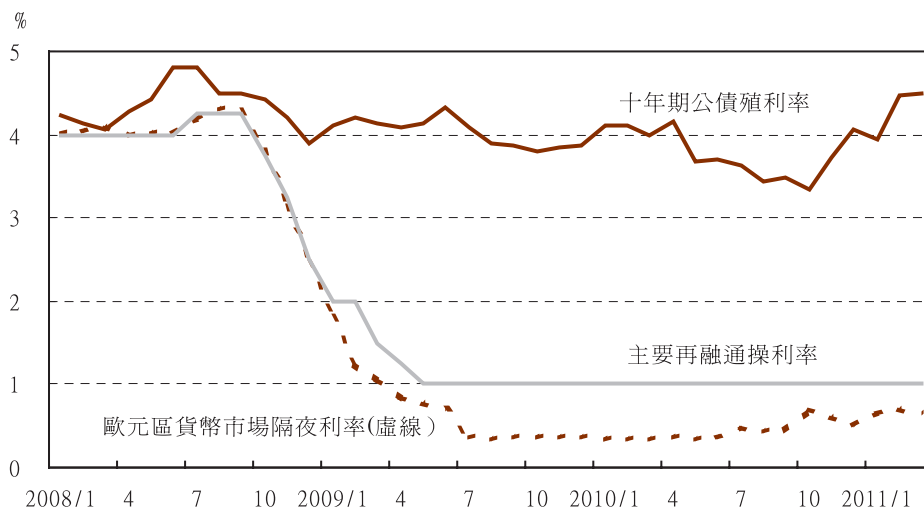


### 三、ECB維持政策利率於歷史低點

ECB管理委員會(ECB Governing Council)自前年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已於上年12月初將緊急融通措施延長至本年4月。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



### 肆、英國經濟成長力道仍弱，惟通膨升溫，英國央行(BOE)維持利率不變

#### 一、經濟成長動能仍弱

上年第4季，英國經濟成長率由2.5%降至1.5% (圖8)；與上季比之季變動率則由0.7%轉為-0.6%，其中，家計部門支出、固定資本形成均轉為衰退，輸出、入則持續成長；全年經濟成長率則由前年之-4.9%升至1.3%。Global Insight預測英國本年經濟成長率為1.6%。

勞動市場方面，因公共部門裁員，失業率由上年8月至10月平均之7.9%升至上年11月至本年1月平均之8.0% (表4)。

#### 二、物價上漲壓力增強

上年11月以來，CPI年增率持續攀升，至本年2月達4.3%之高點，大幅超出BOE 2%之通膨目標 (圖9)。由於本年1月起營業增值稅率調升至20%，加以進口物價及國際能源價格上漲，BOE認為近期內通膨將高居4%~5%的水準；但由於閒置產能仍高，加以勞動市場疲弱，在營業增值稅率調高等因素消退後，預計通膨率將回降至通膨目標以下。Global Insight預測英國本年CPI年增率為4.3%。

圖8 英國經濟成長率

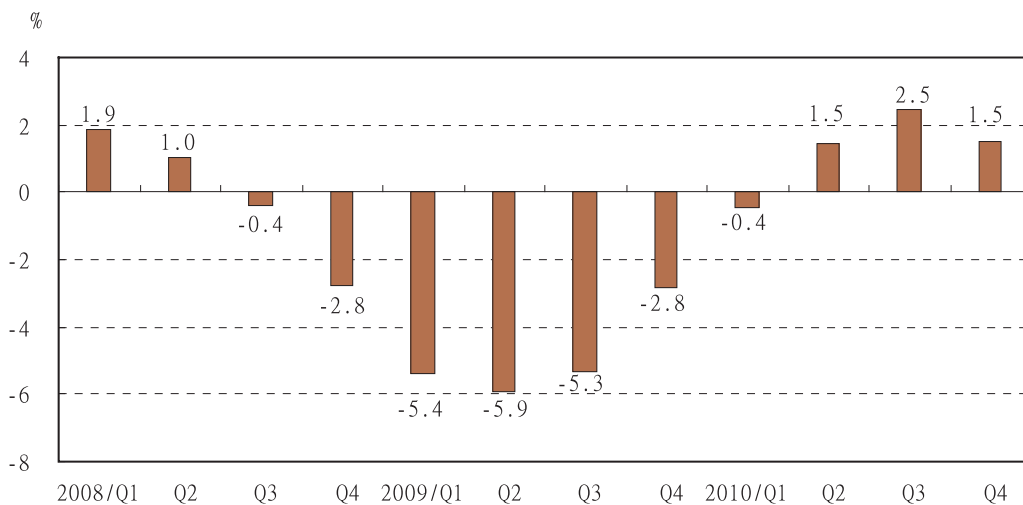


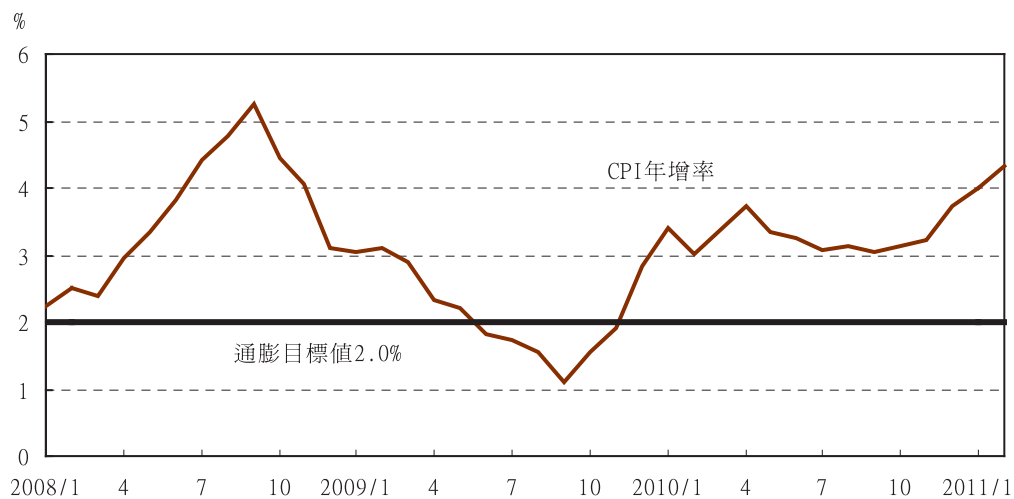
表4 英國重要經濟金融指標

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 %
2008	-0.1	5.7	-3.1	12.8	9.6	-93.3	7.4	3.6	2.0
2009	-4.9	7.6	-10.1	-9.5	-10.1	-82.5	6.5	2.2	0.5
2010	1.3	7.9	2.0	16.5	16.6	-96.4	3.7	3.3	0.5
2010/ 4		7.8	1.0	16.5	13.8	-8.0	5.6	3.7	0.5
5		7.8	2.4	21.5	21.8	-8.0	5.9	3.3	0.5
6	1.5	7.8	1.1	26.5	21.7	-7.3	5.4	3.2	0.5
7		7.7	1.6	17.7	21.6	-8.3	4.8	3.1	0.5
8		7.7	4.0	20.3	24.8	-8.6	4.8	3.1	0.5
9	2.5	7.9	3.7	15.0	16.9	-8.5	4.6	3.1	0.5
10		7.9	3.1	13.8	15.1	-8.1	4.3	3.1	0.5
11		7.9	3.2	19.1	19.1	-8.1	4.0	3.2	0.5
12	1.5	8.0	3.7	12.1	15.9	-9.1	3.7	3.7	0.5
2011/ 1							3.3	4.0	0.5
2							3.7	4.3	0.5
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

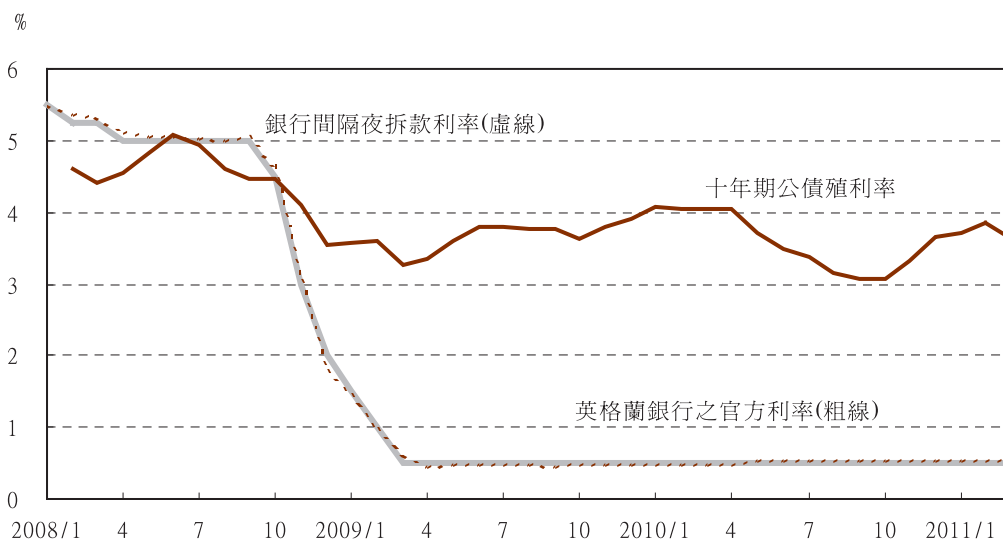


### 三、BOE維持利率不變

BOE於前年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、日本經濟受強震衝擊，物價跌幅縮小，進一步寬鬆貨幣政策

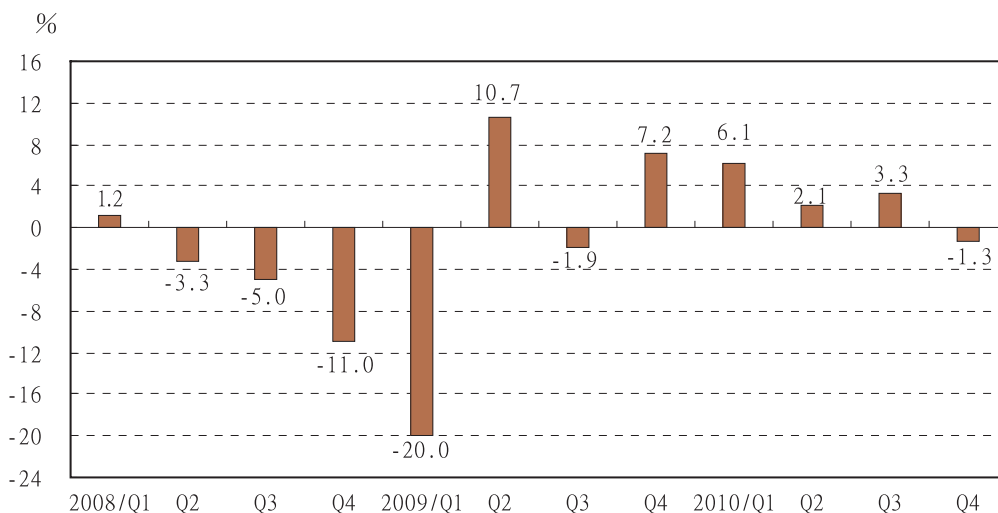
### 一、經濟受強震衝擊大

上年第4季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之3.3%降至-1.3% (圖11)，主要係民間消費支出轉呈衰退，以及日圓升值打擊出口所致；全年經濟成長率則由前年之-6.3%升為3.9%；惟本年3月11日強烈地震災變重創下，3月23日日本政府

公布所估計之道路、港灣、工廠及住宅等之直接損失將達16~25兆日圓。Global Insight預估地震將使日本本年經濟成長率降為1.1%；若考量電力供應中斷，以及核電廠輻射外洩問題，經濟成長率可能再降0.2至0.5個百分點。

對外貿易方面，由於對亞洲機械、鋼鐵及汽車出口增加，上年第4季貿易出超達1.7

圖11 日本經濟成長率



兆日圓(表5)。本年1~2月，由於進口成長達11.1%，出口僅成長5.3%，致貿易出超僅1,788億日圓。

勞動市場方面，上年第4季失業率與第3季持平，同為5.0%，本年1月為4.9%，2月續降至4.6%；惟國際油價高漲，加上日圓匯價仍高，以及震災等影響，對未來企業雇用造

成不利影響。

### 二、物價跌幅縮小

上年第4季企業物價指數年增率由第3季之-0.1%升至1.0%，本年1、2月分別續升至1.6%、1.7%，主要係原油等國際商品價格上漲所致。上年第4季CPI年增率由第

表5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2005=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				綜合 年增率 %	剔除生鮮食品 年增率 %	年增率 %			
2008	-1.2	4.0	-3.3	1.4	1.5	4.6	-3.5	8.0	20,633
2009	-6.3	5.1	-21.9	-1.4	-1.3	-5.3	-33.1	-34.8	26,712
2010	3.9	5.1	15.9	-0.7	-1.0	-0.2	24.4	17.7	67,702
2010/ 3	6.1	5.1	31.8	-1.1	-1.2	-1.3	43.4	21.0	9,319
4		5.1	25.9	-1.2	-1.5	-0.2	40.4	24.5	7,292
5		5.1	20.4	-0.9	-1.2	0.4	32.1	33.7	3,091
6	2.1	5.2	17.3	-0.7	-1.0	0.4	27.7	26.5	6,705
7		5.1	14.2	-0.9	-1.1	0.0	23.5	16.1	7,846
8		5.0	15.1	-0.9	-1.0	0.0	15.5	18.4	638
9	3.3	5.0	11.5	-0.6	-1.1	-0.1	14.3	10.3	7,743
10		5.1	4.3	0.2	-0.6	0.8	7.8	8.9	8,126
11		5.1	5.8	0.1	-0.5	0.9	9.1	14.3	1,576
12	-1.3	4.9	4.9	0.0	-0.4	1.2	12.9	10.7	7,196
2011/ 1		4.9	3.5	0.0	-0.2	1.6	1.4	12.1	-4,753
2		4.6	2.8	0.0	-0.3	1.7	9.0	9.9	6,541

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

3季之-0.8%升至0.1%，本年1月及2月均為0.0%；第4季剔除生鮮食品之核心CPI年增率由第3季之-1.1%升至-0.5%，本年1、2月分別為-0.2%、-0.3%。Global Insight預測日本本年CPI年增率為-0.4%。

### 三、貨幣政策進一步寬鬆

為充分供應強震後金融市場之資金需求，日本央行連續挹注市場緊急資金總計高達40兆日圓，並於本年3月14日之會議維持無擔保隔夜拆款目標利率於0%~0.1%不變，且進一步採行緊急寬鬆貨幣政策，將資產購買計畫之總額由35兆日圓提高至40兆日圓，並將期限由本年底延至2012年6月。

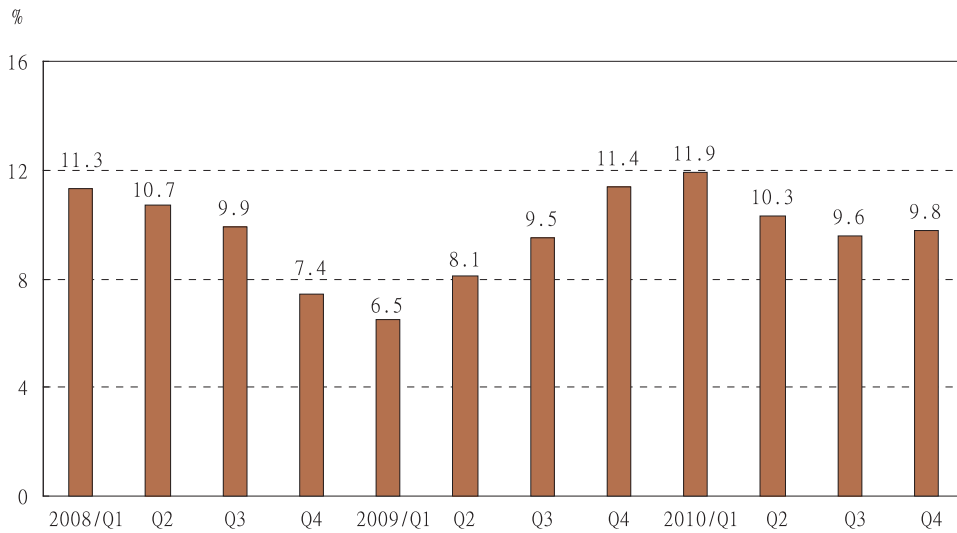
## 陸、中國大陸經濟強勁擴張，通膨壓力增大，貨幣政策續緊

### 一、經濟成長加速

上年第4季，中國大陸經濟成長率由第3季之9.6%升至9.8%（圖12），全年經濟成長率則由前年之9.2%升為10.3%，其中，固定資產投資成長23.8%，貿易順差則衰退

6.6%。本年2月因進口年增率遠大於出口年增率，致貿易轉為逆差。上年全年工業生產年增率亦由前年之11.0%升至15.7%，本年1至2月平均為14.1%。Global Insight預測中國大陸本年經濟成長率為9.5%。

圖12 中國經濟成長率



## 二、物價上漲壓力升高

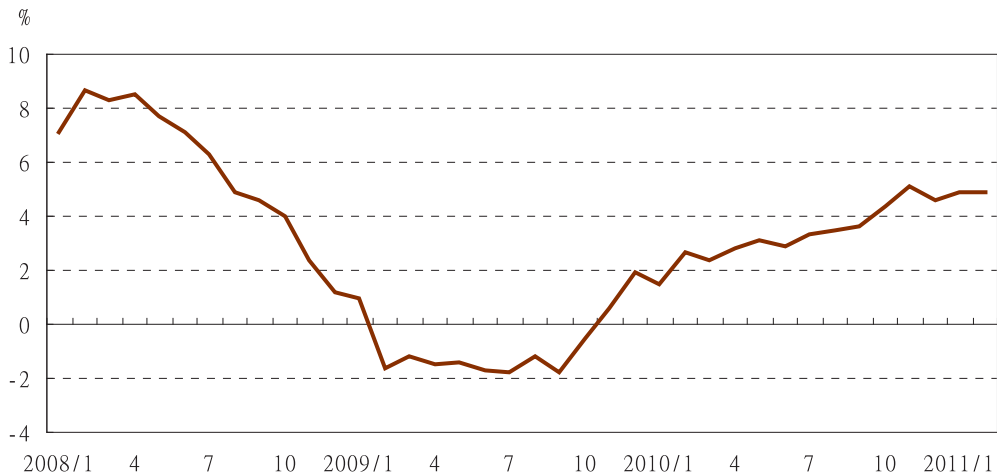
因消費需求升溫，加上國際商品價格上揚，上年第4季中國大陸CPI年增率由第三季之3.5%升至4.7%，本年2月續升至4.9%（圖13）；上年第4季工業品PPI年增率亦由第三季之4.5%升至5.7%，本年2月續升至7.2%，

物價上漲壓力升高。Global Insight預測中國大陸本年CPI年增率為4.4%。

## 三、信貸擴增放緩，貨幣政策續緊

鑑於物價漲幅持續擴大，以及信貸大幅擴增，人民銀行本年2月調升1年期存、放款

圖13 中國消費者物價年增率



基準利率各0.25個百分點，分別至3.00%及6.06%，為上年10月以來第三度升息。本年以來亦三度調高大型金融機構存款準備率共1.5個百分點至20.0%之歷史新高。由於緊縮貨幣政策效果逐漸顯現，本年2月M2年增率

由上年12月之19.7%降至15.7%；2月銀行放款年增率亦由上年12月之19.9%降至17.7%。惟因近期通膨壓力未減，貨幣政策將持續趨緊。

## 柒、亞洲新興國家景氣持續擴張，多數央行升息對抗通膨

上年第4季亞洲新興國家除香港、泰國及馬來西亞外，其餘國家經濟成長表現均較第3季佳（圖14），全年的經濟成長率亦較前年大幅揚升。

新加坡上年第4季在民間消費、政府支出及出口持續擴增之帶動下，經濟成長率由第3季之10.5%續升至12.0%，全年經濟成長率則由前年-0.8%鉅升為14.5%。Global Insight預測新加坡本年經濟成長率為4.6%。

南韓上年第4季經濟成長率由第3季之4.4%升至4.7%，主要動力來自民間消費、設備投資及出口。全年經濟成長率則由前年之0.3%升至6.2%。Global Insight預測南韓本年經濟成長率為3.7%。

物價方面，因全球需求持續增溫，原物料價格攀高，本年以來各國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年增率普遍高於上年。

圖14 亞洲新興國家經濟成長率

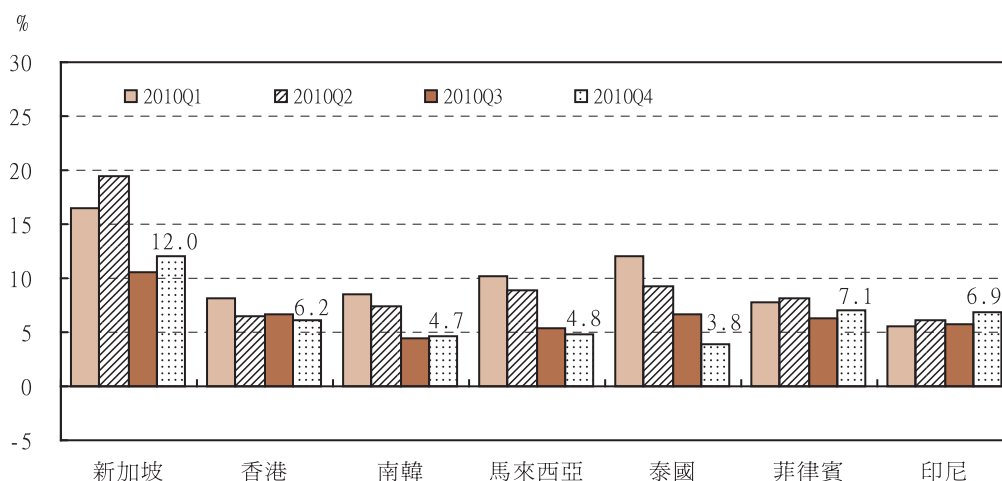
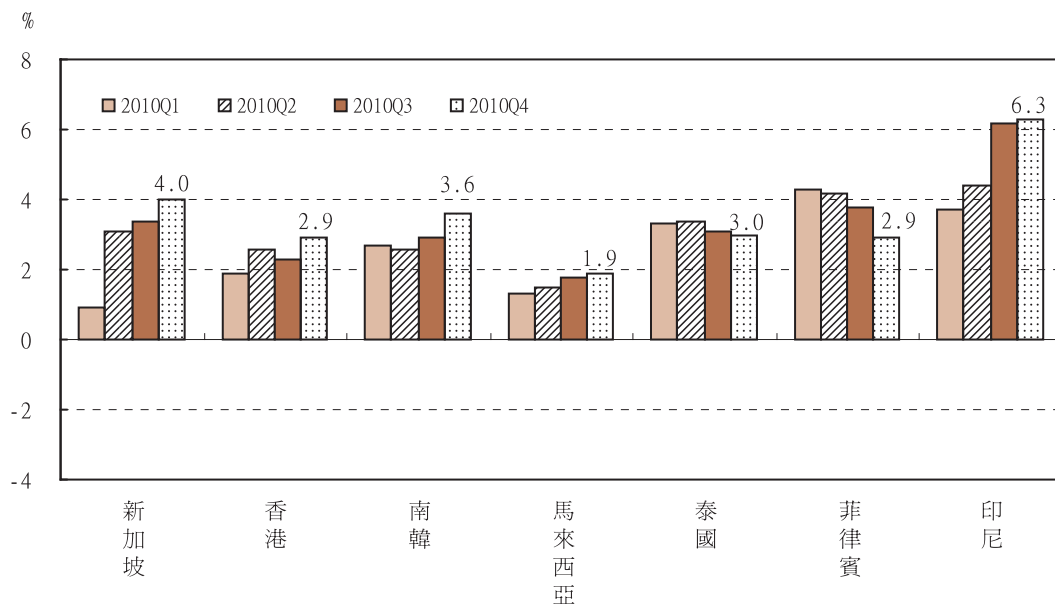


圖15 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，為因應通膨壓力升高，本年以來多數亞洲新興國家持續調升其官方利率。其中，泰國於1月及3月調升附買回利率共0.50個百分點，至2.50%；南韓亦於1月及3月調升政策利率共0.50個百分點，至3.00%；印度於1月及3月調升附買回及附

賣回利率共0.50個百分點，分別至6.75%及5.75%；印尼於2月調升官方利率0.25個百分點，至6.75%；菲律賓央行亦於3月將央行對商業銀行的隔夜貸款及存款利率各調升0.25個百分點，分別至6.25%及4.25%。

## 捌、歐元升值，日圓震盪，亞洲新興國家幣值普遍略升

### 一、歐元走升

本年初以來，歐債順利拍賣舒緩投資人對歐洲債信之疑慮，支撐歐元對美元走強，2月上旬受歐元區經濟活動放緩及區內各國對歐洲金融穩定基金規模看法分歧之影響而回軟，至2月14日為1歐元兌1.3486美元。

嗣因通膨升溫，市場預期ECB將升息，歐元止貶回升，至3月31日為1歐元兌1.4167美元（圖16），較去年底升值5.89%。

### 二、日圓震盪

本年初以來，日圓大抵在1美元兌82~83日圓之間狹幅波動。2月上旬，受主權信用

圖16 歐元對美元匯率



評等遭降與政治陷入僵局之影響，日圓走貶。隨後因中東、北非局勢動盪，避險需求湧現，2月25日升抵1美元兌81.69日圓後，微幅回檔，至3月10日為82.90。3月11日之後，預期日本強震將引發重建資金匯回日本，投

機炒作資金流入，日圓止貶回升，至3月16日為1美元兌78.15日圓；嗣因日本政府緊急商求G7聯手干預，阻升日圓，日圓回貶，至3月31日為1美元兌83.16日圓（圖17），較去年底貶值2.38%。

圖17 美元對日圓匯率

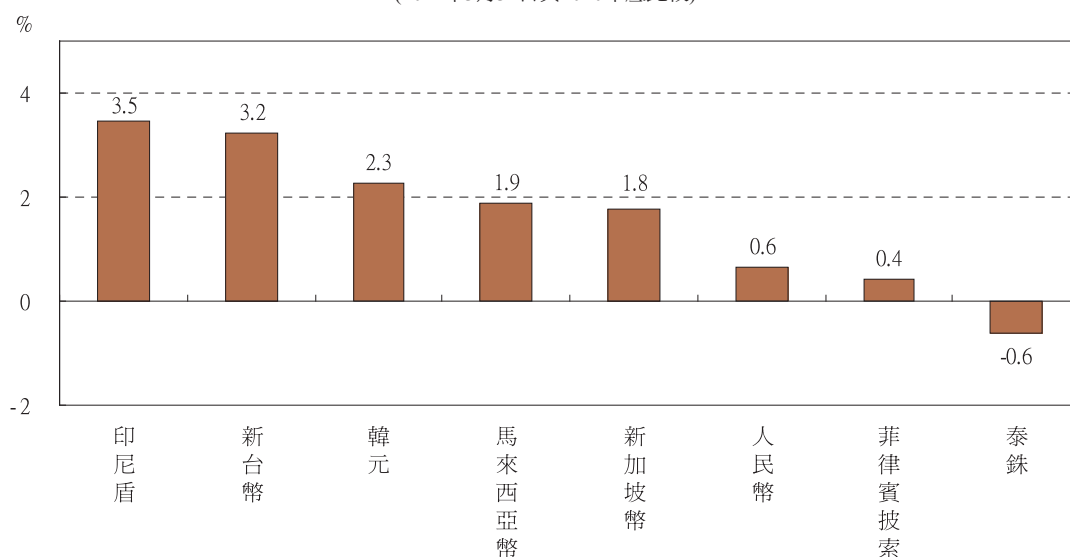


### 三、多數亞洲新興國家貨幣小幅升值

上年下半年以來，由於國際資金大量湧入，亞洲新興國家貨幣普遍走強。本年以來，由於歐美經濟穩健成長，在美國第二次量化寬鬆貨幣政策將如期於本年6月結束，

以及ECB可能升息對抗通膨之預期下，吸引部分資金回流歐美，亞洲新興國家貨幣普遍小幅走升。本年3月31日與去年底比較，亞洲新興國家貨幣對美元升貶幅度如圖18所

圖18 亞洲新興國家貨幣對美元升值幅度  
(2011年3月31日與2010年底比較)



### 玖、國際股市自高點拉回修正

本年初由於美國企業財報及經濟數據均優於預期，加以新興市場部分資金回流已開發國家，激勵美股持續上揚（圖19、20）。2月下旬起，因國際油價大漲，引發全球經濟復甦步調恐將放緩之疑慮，美股震盪下跌，3月中起則因經濟持續復甦轉呈上揚。

歐洲股市（圖21）因製造業景氣好轉，加以債信危機趨緩，年初震盪走高。惟2月

起陸續受中東、北非局勢緊繃，以及日本強震之拖累而下跌，嗣因經濟呈現復甦而回穩。

日本股市（圖22）年初承續去年底之漲勢；惟2月下旬起，因日圓走強，加以強震之影響，股價暴跌，繼3月14日重挫逾6%後，15日跌幅更擴大逾10%，之後略止跌回穩。

圖19 美國道瓊工業股價指數

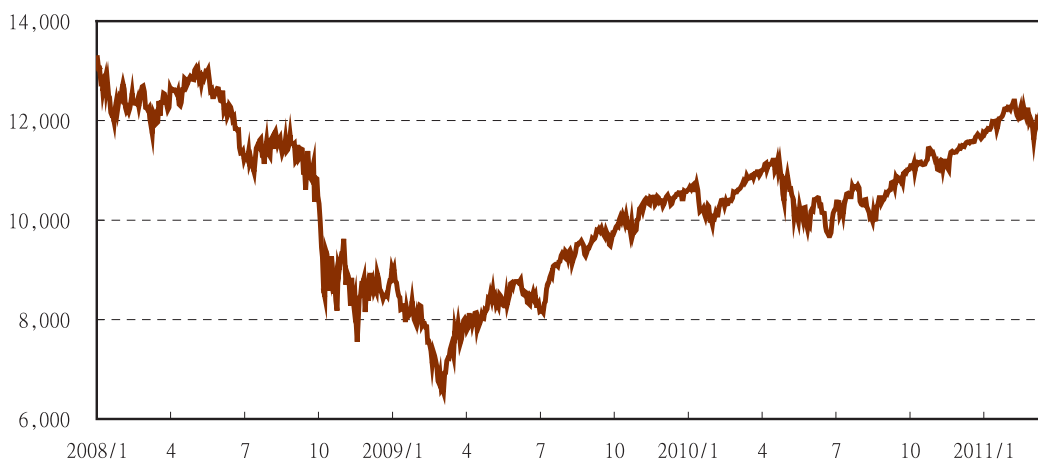


圖20 美國那斯達克股價指數



圖21 泛歐股價指數





本年初以來，因通膨升溫，市場預期寬鬆貨幣政策將逐步退場，亞洲新興國家股市轉呈疲軟。嗣因部分資金回流歐美，亞股跌

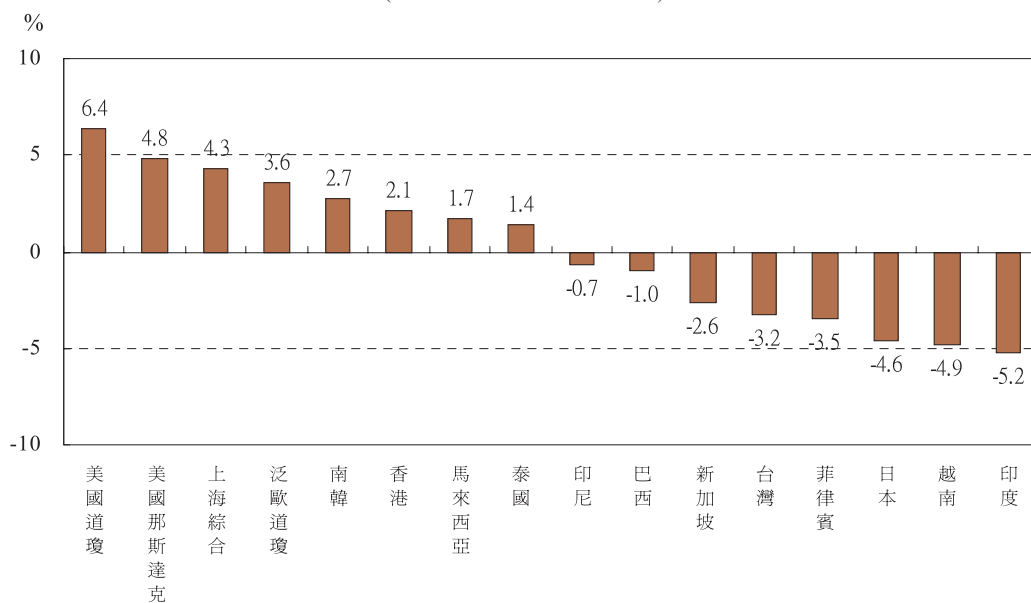
多漲少。中國大陸股市受十二五規畫通過之激勵，呈現小漲。圖23列示3月31日與上年底比較之股市漲跌幅度。

圖22 日本N225股價指數



圖23 國際股價變動幅度

(2011年3月31日與上年底比較)



## 拾、國際商品價格高點震盪

本年初隨原油、工業用金屬、貴金屬及穀物等價格持續上揚，Thomson Reuters/Jefferies CRB (以下簡稱CRB)期貨價格指數持續上年下半年以來之上升走勢，至3月31日為359.43點，較去年底上升8.0%(圖24)。

本年以來，隨工業用金屬及石化產品價格持續上揚，JOC指數亦一路走升，至3月31日為144.44點，較去年底上升7.5%。

油價方面，國際油價(美國西德州中級原油價格)自上年下半年以來震盪走升。本

年初回檔整理，至1月25日為每桶85.19美元。之後，受北非及中東地緣政治緊張影響，避險資金大量湧入油市，油價急遽飆升，至3月7日抵105.44美元。嗣因美國原油庫存上升，加以日本煉油廠因強震暫停運轉，原油短期需求下滑，油價略回降；隨即因利比亞緊張情勢持續升溫而震盪走高，至3月31日為106.72美元，較去年底大幅上漲16.8%(圖24)。

美國能源署(EIA)於3月8日調高本年國

圖24 西德州中級原油價格及CRB期貨指數



際油價之預測值至每桶101.77美元，遠高於上年之79.40美元。

國際黃金方面，本年初因美元走強及中國大陸升息，黃金價格漲多拉回，1月28日倫敦黃金現貨價格跌至每盎司1,319美元。2

月起陸續受利比亞動亂加劇、日本強震，以及歐洲債務危機再起之影響，黃金避險買盤再現，金價反轉回升，屢創新高，至3月31日為1,439美元，較去年底上漲2.4%(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

IMF副總經理Naoyuki Shinohar於本年2月下旬指出，先進經濟體財政脆弱，以及國際商品價格上升對新興經濟體所造成的物價上漲壓力，使全球仍面臨不利於經濟復甦的風險。

IMF建議先進經濟體應改善中程財政、持續寬鬆貨幣政策，歐元區國家需額外加強政策行動，進一步鞏固財政，重啟經濟成長。新興經濟體為因應景氣過熱壓力，應開始或繼續緊縮貨幣政策。此外，亦須考慮採取審慎措施以遏止信用或資產市場過熱。

另外，IMF總經理Strauss-Kahn繼於3月初表示，全球經濟復甦仍不平衡，而且面臨

新興市場過熱及北非、中東局勢動盪之威脅。另全球美元流動性過剩，流入新興市場國家，帶動當地貨幣升值，將傷及其商品出口競爭力。

此外，World Bank於3月中發布之「東亞與太平洋地區經濟展望報告」指出，先進經濟體仍存在若干風險，包括歐元區邊陲國家持續面臨之銀行及主權債務危機，以及美國尚未解決之房地產問題等。

至於日本受強震、海嘯以及核電廠輻射外洩影響，預期將拖累日本政府之財政及其經濟成長，並為全球經濟復甦投下變數。

# 國內經濟金融日誌

## 民國100年1月份

- 1日 △海峽兩岸經濟合作架構協議（ECFA）即日起實施貨品貿易之早期收穫清單。我國貨品納入中國大陸降稅之早收清單計有539項，出口至中國大陸將可享優惠關稅待遇。
- 4日 △立法院三讀通過「全民健康保險法」修正案，在現有一般保費之外，擴大保險費費基，新增高額獎金、股利所得、執行業務收入、租金收入、利息所得及兼職所得等項目為計算補充保費之費基；從嚴規定久居海外或新住民之納保條件。
- 6日 △兩岸經濟合作委員會（經合會）正式成立，兩岸代表成員各13名，未來雙方將於每半年召開一次例會，必要時，經雙方同意可召開臨時會議，檢討ECFA條文與協議執行狀況。
- 7日 △立法院三讀通過「所得稅法」部分條文修正草案，取消軍教免稅制度，新法將從民國101年實施。
- 12日 △美國國際集團（AIG）宣布將南山人壽97.57%股權，以21.6億美元出售給潤成投資控股股份有限公司。
- 13日 △金管會通過富邦人壽及富邦產險參股投資大陸地區富邦紫金人壽保險公司，分別取得該公司40%及10%股權。本參股案係兩岸簽署ECFA後第2件國內保險業者獲准參股投資大陸地區保險業之案件。
- 26日 △財政部發布解釋令，廢止空地稅暫停徵之執行事項。從即日起，地方政府已可本於權責決定是否課徵空地稅。

## 民國100年2月份

- 9日 △金管會函示信用卡違約金最多只能收3期，並明定前3期違約金最高上限各為300元、400元與500元；其後只能收循環利息，不得再收取違約金。
- 10日 △為平抑國內物價，財政部自2月10日至8月9日機動調降小麥、小麥粉及樹薯澱粉等5項貨品關稅稅率50%；另調降乳粉等2項貨品關稅稅率25%。
- 15日 △行政院召開跨部會糧食安全專案小組會議，獲致「確保糧食生產資源，提高糧食

自給能力」等六大糧食安全對策。

△金管會規定信用卡分期手續費只能收一次，且同種分期商品之手續費應固定。

- 16日 △行政院召開跨部會穩定物價小組會議，獲致春節後，中油將依國際油價上漲時，暫行減半調漲，國際油價下跌時，逐步回補原則辦理等結論。
- 17日 △金管會修正「信託業營運範圍受益權轉讓限制風險揭露及行銷訂約管理辦法」部分條文，建立依金融商品風險分級之事前及事後監控機制，俾減少投資爭議。
- 22日 △兩岸經合會於桃園中壢召開首次會議，討論經合會運作方式、ECFA早收清單執行成效，以及商品貿易、服務貿易與爭端解決等議題。
- 24日 △行政院核定第二波陸資開放清單，開放陸資參股面板、晶圓代工、半導體封裝測試和DRAM產業，持股上限為10%，並首次開放製藥業，生技製藥投資上限20%。
- △金管會通過「銀行、金融控股公司及其關係企業投資大陸地區事業管理原則」第2點、第5點修正案，刪除投資大陸地區金融相關事業合計以一家為限之限制。
- △金管會修正發布保險法第146條之2第1項，有關保險業不動產投資即時利用並有收益之認定標準及處理原則，限制保險業投資不動產不含以素地作為停車場者，並明定合理投資報酬率為不動產出租率達60%，且年化收益率不低於2年期郵政定期儲金小額存款機動利率加2碼。
- △財政部向馬總統簡報「特種貨品及勞務銷售稅條例」，將對不動產短期交易與高價貨品加重稅負，獲得總統支持，將於近期定案後送立法院審議。
- 25日 △經濟部投審會核准新加坡星展銀行申請匯入新台幣100億元，來台設立子行。

### 民國100年3月份

- 2日 △經濟部公布第二波陸資來台清單，半導體、面板及工具機等產業均有條件開放陸資投資。
- 7日 △行政院跨部會糧食安全專案小組決議，為確保糧食安全無虞，調高國內安全存糧基準，由30萬公噸稻米消費量提高至40萬公噸。
- △行政院核定面板登陸參股、併購，以及解除「N-1」世代差距限制，未來將採個案審查。
- 10日 △行政院院會通過「特種貨物及勞務稅條例」草案，並送交立法院審議。

- 21日 △金管會宣布，採取三大措施監控銀行不動產放款，包括放款給非自用住宅需大幅提高資本計提、定義「自用住宅貸款」就是一人一宅，以及要求銀行不動產放款比重需在五成以下。
- 23日 △金管會宣示，將加強查察房貸授信人頭戶。
- 24日 △立法院財委會決議，要求金管會與財政部訂定金融整併政策，以提升金融競爭力。  
△金管會啟動房貸專案金檢，首波鎖定四家房貸餘額持續成長的銀行。
- 25日 △立法院財委會初審通過，民國100年起，企業保留盈餘加徵所得稅率將自10%調高為15%。
- 31日 △中央銀行理監事會會議決議，自4月1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1.75%、2.125%及4%。



# 國際經濟金融日誌

## 民國100年1月份

- 12日 △為因應通膨壓力升高，泰國央行宣布調升1天期附買回利率1碼至2.25%。  
△World Bank發布「2011年全球經濟展望報告」，預測2011年全球經濟成長率將由2010年之3.9%降為3.3%，2012年可望回升到3.6%。
- 13日 △為抑制通膨，南韓央行宣布調高政策利率1碼至2.75%，係上年7月以來第三度升息。
- 14日 △中國人民銀行宣布，自1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19.0%，中小型金融機構維持14.0%不變。
- 25日 △IMF發布「世界經濟展望更新報告」，上修2011年全球經濟成長預測值至4.4%，2012年則為4.5%。  
△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6.5%及5.5%，為上年以來第七度升息。
- 28日 △美國商務部公布2010年第4季及2010年全年經濟成長率分別為3.2%及2.9%。

## 民國100年2月份

- 4日 △為免通膨壓力加劇，印尼央行自4日調升基準利率1碼至6.75%，此為印尼近2年來之首度升息。
- 8日 △為抑制通膨升溫，中國人民銀行宣布，自9日起調升金融機構1年期存放款基準利率各0.25個百分點，分別至3.00%及6.06%。
- 18日 △中國人民銀行宣布，自24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19.5%，中小型金融機構維持14.0%不變。
- 25日 △美國商務部下修2010年第4季經濟成長率(與上季比，換算成年率)至2.8%，2010年全年經濟成長率亦下修至2.8%。

## 民國100年3月份

- 9日 △因應通膨壓力持續升高，泰國央行宣布調升1天期附買回利率1碼至2.50%。



- 10日 △有鑑於通膨持續增溫，南韓央行宣布調升政策利率1碼至3.00%，係上年以來第四度升息。
- 11日 △日本東北發生芮氏規模9.0強震，重創日本岩手縣、宮城縣、福島縣及茨城縣等地區。
- 14日 △日本央行召開緊急貨幣政策會議，宣布將資產購買計畫之總額由35兆日圓提高至40兆日圓，並將期限由本年底延至2012年6月。
- 17日 △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6.75%及5.75%，為上年以來第八度升息。  
△日圓因強震後重建資金匯回日本，及國際投資客藉機炒作，匯價一度飆升至1美元兌76.25日圓之戰後高點。
- 18日 △日本政府緊急商求G7聯合干預外匯市場，阻升日圓，日圓匯價因而回貶。  
△中國人民銀行宣布，自25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20.0%，中小型金融機構則維持14.0%不變。
- 22日 △日本央行自3月14日起緊急挹注資金至金融體系以穩定市場，截至22日止累計達40兆日圓。
- 23日 △日本內閣府初步估計，東日本大震災之直接損失（港灣、道路、住宅及工廠等）約16~25兆日圓。
- 24日 △因應通膨壓力持續升高，菲律賓央行調升隔夜存款利率及隔夜貸款利率各1碼，分別至4.25%及6.25%，為自2009年7月以來首度升息。
- 25日 △美國商務部上修2010年第4季經濟成長率（與上季比，換算成長率）至3.1%，2010年全年經濟成長率亦上修至2.9%。

## 中央銀行出版品一覽

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

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



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

### 中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第5-64號信箱

專線電話：02-2357-1870

傳真號碼：02-2357-1981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

### 中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第16-1號信箱

專線電話：02-2215-7011

傳真號碼：02-2214-2636

### 中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第224號信箱

專線電話：03-3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03-3291412



# 中央銀行季刊 (第三十三卷第一期)

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

## 展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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) ◆