

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第三十三卷 第四期

中央銀行 編印
中華民國一〇〇年十二月

中央銀行季刊

第三十三卷 第四期

中央銀行 編印

中華民國一〇〇年十二月

中央銀行季刊

目錄 第三十三卷 第四期

專 載

中央銀行理監事聯席會議決議	中 央 銀 行	1
民國101年貨幣成長目標區設定說明	中 央 銀 行	7

專題研究

臺灣產出缺口與通貨膨脹關係之研究	劉 淑 敏	17
------------------------	-------	----

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國100年第3季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	45
國際收支	國 際 收 支 科	55
貨幣與信用	金 融 統 計 科	65
金融市場	李美琴、葉德勝 羅美玲、李現瑞	71
國際經濟金融情勢（民國100年第3季）	國 際 經 濟 科	91

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國100年10月至12月）	國 內 經 濟 科	111
國際經濟金融日誌（民國100年10月至12月）	國 際 經 濟 科	115

中央銀行理監事聯席會議決議

(100年12月29日發布)

一、本日本行理事會理事一致決議：

- (一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.875%、2.25%及4.125%不變。
- (二) 明(101)年M2貨幣成長目標區訂為2.5%~6.5%，與本年目標區相同(詳附件1)。

二、本行利率政策主要考量因素如次：

- (一) 近半年來，歐債危機透過金融面傳遞至實質面，影響全球經濟成長與金融穩定。近期歐盟及歐洲央行已積極採取因應措施，惟明年歐洲經濟有衰退之虞，全球經濟下滑風險仍高。在此不利環境下，近月部分國際商品價格回跌，但國際油價續處高檔。
- (二) 全球經濟減緩，對國內經濟之影響逐漸顯現。由於主要貿易夥伴需求減弱，近期我國出口成長走緩，民間投資轉呈負成長，民間消費降溫。主計處預估本年第4季經濟成長率為3.69%，全年為4.51%；預測明年將為4.19%，仍屬溫和成長。勞動市場方面，11月就業人數持續增加，失業率微降。
- (三) 本年1至11月平均消費者物價指數(CPI)年增率為1.37%，尚屬溫和；惟未來物價走勢仍須密切注意，主要考量

因素為：

- 1. 本年天候良好，1至11月蔬菜價格下跌，且下半年水果價格走低，致明年比較基期偏低。
- 2. 本年新台幣升值對降低輸入性通膨壓力，有相當的貢獻。惟以新台幣計價與以美元計價之進口物價年增率之差距，已由本年6月最高之12.68個百分點，縮小至11月之0.39個百分點，顯示新台幣升值對緩和物價上漲壓力之作用，已經降低(詳附圖1、2)。二者未來差距究係會擴大、持平或縮小，具有不確定性。
- 3. 11月美元計價之進口物價年增率達9.75%，遠高於當月CPI年增率1.01%，顯示仍有輸入性通膨壓力。
- 4. 國際機構考量下述因素，普遍預測明年油價居高：
 - (1) 新興國家原油消費需求持續增加，且美國在激勵措施下，經濟可望溫和成長，可能推升油價。
 - (2) 伊朗等中東國家局勢不穩，可能影響原油供給。
- (四) 銀行資金寬裕，授信穩定成長，並無歐美國家信用緊縮現象。1至11月平均銀行放款與投資年增率為7.59%，M2年

增率為5.86%，均高於本年經濟成長率4.51%，顯示市場資金足以充分支應經濟活動所需。

由於超額儲蓄仍高，以及國內物價穩定，目前長、短期利率均處低檔（詳附圖3）。

綜合考量上述因素，雖然全球經濟存在不確定性，惟國內經濟溫和成長，加上明年物價走勢仍須密切關注，在目前利率仍處低檔下，本行理事會認為維持現行政策利率水準，有助物價與金融穩定，並協助經濟成長。

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

四、面對當前國內外經濟金融情勢，特別是歐債危機的影響，政府已積極研擬並採行各項因應措施，以提振景氣。未來本行將持續密切注意國內外經濟金融情勢，適時採行妥適的貨幣政策。

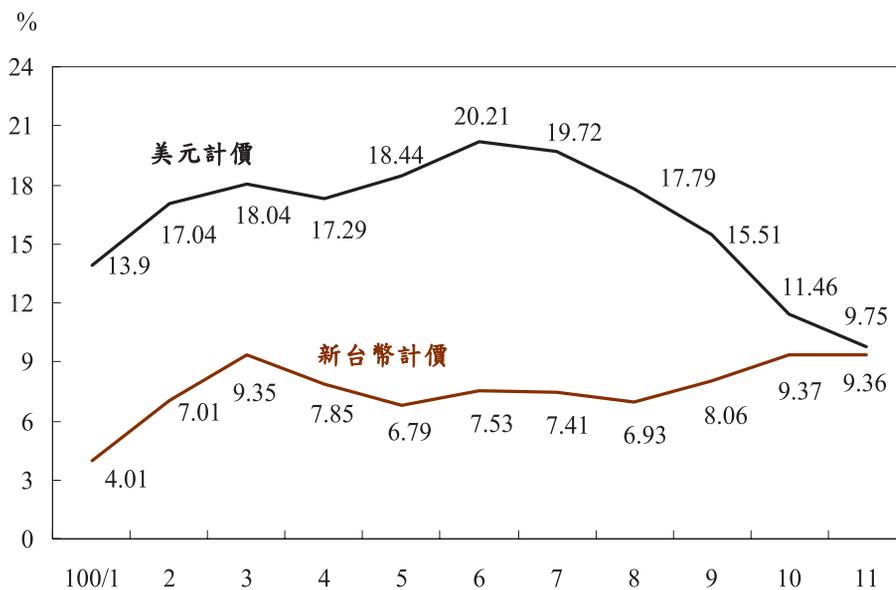
附件1 民國101年貨幣成長目標區設定說明

一、本年1至11月M2平均年增率為5.86%，落在本年貨幣成長目標區（2.5%~6.5%）內，主要係因本年以來，經濟景氣穩定成長，銀行放款與投資持續成長所致。

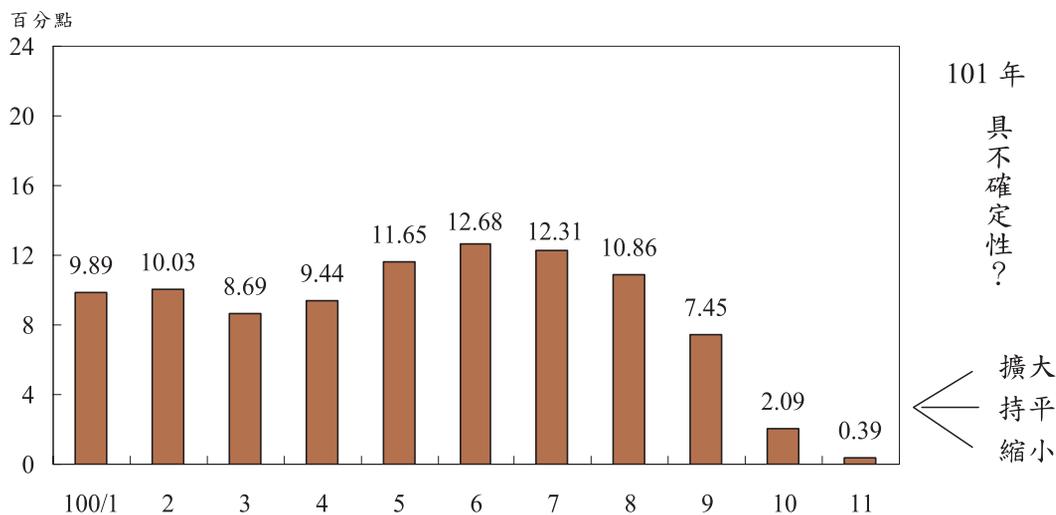
二、依據主計處對明（101）年經濟成長率及物價上漲率的最新預測數，預估明

年M2貨幣需求年增率約為4.65%，以每0.5個百分點變量為標準，選取最接近的4.5%為中線值後，上、下加計2個百分點，以考量不確定因素及誤差值，得到明年M2貨幣成長目標區為2.5%至6.5%，與本年相同。

附圖1 進口物價年增率

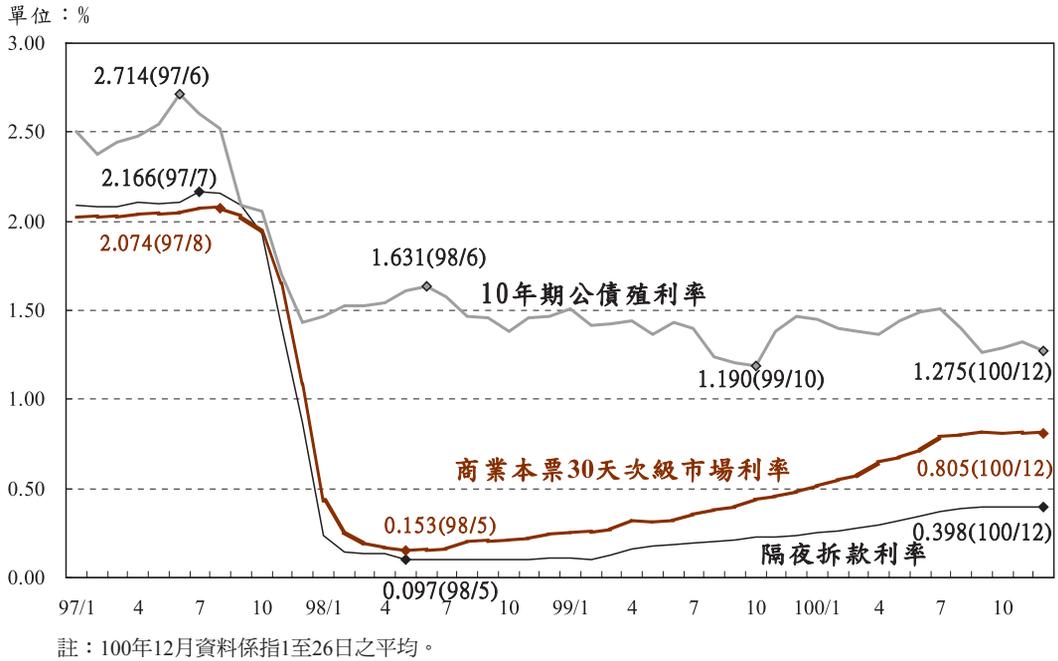


附圖2 美元計價與新台幣計價之進口物價年增率差距



本年1至11月美元計價與新台幣計價之進口物價年增率差距平均為8.61個百分點，反映新台幣對主要貿易對手國貨幣升值幅度。

附圖3 長、短期利率走勢



目前長、短期利率仍處低檔，是企業籌措長期資金從事投資的良好時機。

參考資料1

近期主要國家利率維持不變

國別	政策利率維持不變之期間	最近一次利率決策考量因素
美國	2008年12月~2011年12月	經濟僅溫和復甦，重申持續先前之寬鬆貨幣政策，並維持債券到期再投資計畫。
加拿大	2010年9月~2011年12月	歐債危機對全球經濟成長威脅升高，但國內經濟成長動能仍在。
日本	2010年10月~2011年12月	全球經濟減速、日圓升值、通縮風險猶存，政策利率維持於接近零水準。
中國大陸	2011年7月~2011年12月	通膨壓力仍在。
南韓	2011年6月~2011年12月	通膨仍高，惟歐債危機惡化對國內經濟產生衝擊。
馬來西亞	2011年5月~2011年12月	預期通膨將回穩，但外部環境惡化將影響國內經濟成長。
菲律賓	2011年5月~2011年12月	通膨仍在可控制範圍內，第3季經濟成長受國內風災及歐債危機等國際經濟情勢影響而放緩。
印尼	2011年11月~2011年12月	國內經濟依舊穩健，官方利率符合通膨目標，且仍有助於減輕全球經濟一旦惡化之衝擊。
印度	2011年10月~2011年12月	通膨仍居高不下，惟經濟成長趨緩。

參考資料2

2011年與2012年四小龍經濟成長預測

預測機構	台灣		南韓		新加坡		香港	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Global Insight (2011/12/15)	4.5	3.9	3.6	3.3	4.8	2.0	5.1	3.8
ADB(2011/12/6)	4.6	4.1	3.7	3.9	5.1	4.0	5.0	4.0

亞洲開發銀行（ADB）及環球透視（Global Insight）對2012年台灣經濟成長率預測值分別為4.1%及3.9%，為四小龍之首。

參考資料3

主要國家CPI年增率

單位：%

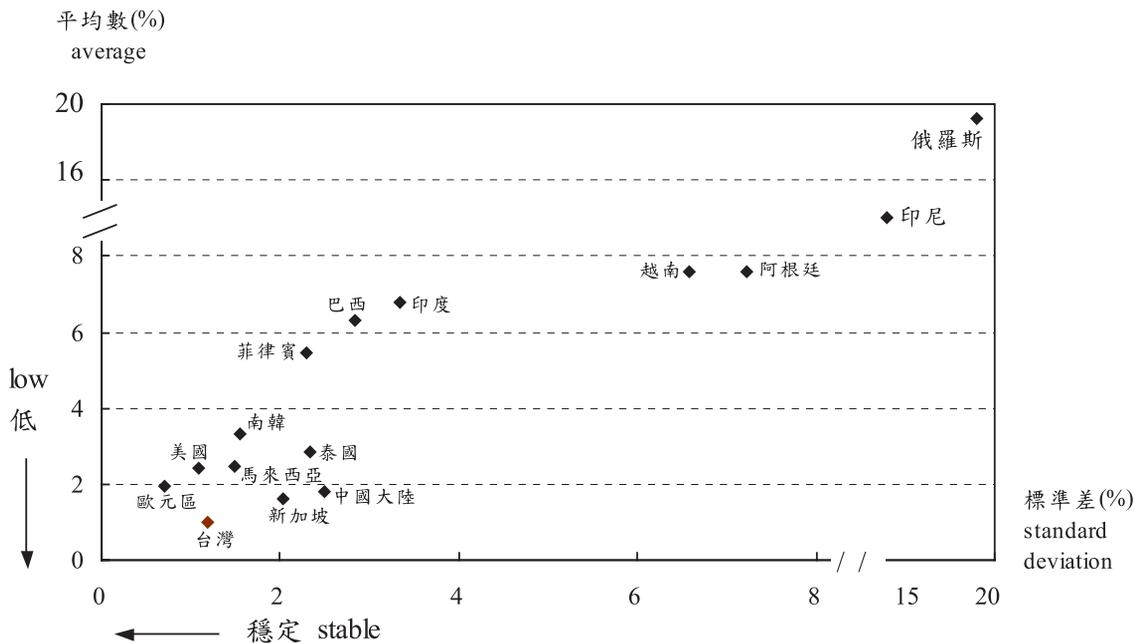
地區別	2008年	2009年	2010年	2011年11月	2011年1-11月
美國	3.8	-0.4	1.6	3.4	3.2
歐元區	3.3	0.3	1.6	3.0	2.7
日本	1.4	-1.4	-0.7	-0.5	-0.3
中國大陸	5.9	-0.7	3.3	4.2	5.5
台灣	3.5	-0.9	1.0	1.0	1.4
南韓	4.7	2.8	3.0	4.2	4.0
香港	4.3	0.6	2.4	5.7	5.3
新加坡	6.6	0.6	2.8	5.7	5.2
印尼	9.5	4.6	5.1	4.2	5.5
馬來西亞	5.4	0.6	1.6	3.3	3.2
菲律賓	9.3	3.2	3.8	4.8	4.8
泰國	5.5	-0.9	3.3	4.2	3.8
越南	23.1	7.1	9.0	19.8	18.7

資料來源：各國政府統計。

參考資料4

台灣通膨率低而穩定 (Taiwan's inflation rate has been low and stable.)

主要國家通膨率(1998至2011年)



民國101年貨幣成長目標區設定說明

壹、民國100年貨幣成長目標區之檢討

一、本（100）年貨幣成長目標區設定方式回顧：

本（100）年貨幣成長目標區的設定，係以民國80年第1季至99年第3季的季資料來估計M2的實質貨幣需求函數，詳見表1（1-1）式。在去（99）年12月訂定本年貨幣目標區時，外生解釋變數值的設定，係參酌行政院主計處民國99年11月18日公布之經濟成長率（4.51%）與消費者物價上漲率（1.85%）的預測值，以及利率等金融面變數後（見表2上半部），將100年各季設定值代入表1（1-1）

式，並利用動態模擬方式計算出100年M2年增率約為4.38%，而將目標區中線值設定為4.5%，上、下各加計2.0個百分點的統計估計誤差後，推算民國100年貨幣成長目標區為2.5%至6.5%。

二、延伸樣本點後之貨幣需求函數估計結果：

將表1貨幣需求函數（1-1）式的樣本點延伸至民國100年第3季（亦即更新外生變數數值、並延伸4季樣本點）重新估計貨幣需求函數，則迴歸結果如表1（1-2）式所示。比較

表1 貨幣需求函數設定與估計結果

應變數：ln(M2*100/CPI)

程式代號	樣本期間	解釋變數係數估計值								\bar{R}^2	S.E.R.	長期所得彈性
		常數項	ln(M2*100/CPI) _{t-1}	ln(GDP06)	OC	d(ln(CPI))	S1	S3	d _{2008q3}			
(1-1)	80.1-99.3	0.384 (5.79)**	0.943 (60.65)**	0.039 (1.93)*	-0.013 (-2.28)**	-1.134 (-10.41)**	0.021 (8.28)**	0.005 (2.35)**	-0.015 (-1.75)*	0.9995	0.0080	0.693
(1-2)	80.1-100.3	0.354 (6.17)**	0.938 (63.64)**	0.048 (2.51)**	-0.013 (-2.31)**	-1.127 (-10.53)**	0.021 (8.65)**	0.005 (2.32)**	-0.016 (-1.90)*	0.9995	0.0078	0.765
(1-3)	80.1-100.3	0.359 (6.29)**	0.937 (63.07)**	0.048 (2.55)**	-0.013 (-2.25)**	-1.135 (-10.50)**	0.021 (8.60)**	0.005 (2.31)**	-0.015 (-1.76)*	0.9995	0.0079	0.765

說明一：(1-1)及(1-2)式的M2為現行定義，而(1-3)式中的M2係已剔除銀行與企業及個人承做之結構型商品所收之本金。

說明二：符號代表之意義如下：

1. ln代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。實質貨幣餘額：ln(M2*100/CPI)。惟(1-3)式中的M2係已剔除銀行與企業及個人承做之結構型商品所收之本金。
3. CPI：消費者物價指數，以民國95年為基期。
4. GDP06：以民國95年為基期之實質國內生產毛額（GDP），為主計處於民國100年11月24日發布之實質GDP水準值。
5. OC：持有M2之機會成本，以其他本國資產報酬率與M2自身報酬率之差距為代理變數，即OC=CPS30/4-IRY1/4，其中，CPS30為1-30天期商業本票次級市場利率，代表本國其他資產報酬率，而IRY1為一年期定存利率，代表M2自身報酬率。
6. S1,S3：季節虛擬變數。
7. d_{2008q3}：民國97年第3季虛擬變數，為捕捉97年第3季國內經濟金融情勢受金融海嘯影響之衝擊。

說明三：解釋變數估計係數下方括號內之數字代表t值，*及**分別代表在10%及5%顯著水準下顯著異於零。

(1-2) 式與 (1-1) 式的估計結果可以發現，解釋變數估計係數的符號除所得係數的顯著性提高外，其餘解釋變數估計係數的顯著性維持不變。至於係數估計值方面差異亦不大，其中，所得係數小幅上升，前期實質貨幣餘額係數及預期通膨的估計係數取絕對值後略為下降。所有解釋變數的係數估計值，在10%的顯著水準下皆呈統計顯著。

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

三、外生變數設定值之修正對100年貨幣成長目標區之影響：

在民國100年實質所得與消費者物價指數外生變數值的設定方面，根據行政院主計處100年11月24日之初步估計，民國100年全年經濟成長率為4.51%，與去年原設定值相同；消費者物價上漲率全年預估值為1.37%，較原設定之1.85%下調0.48個百分點。至於其他外生變數方面，持有M2之機會成本微幅上升0.023個百分點，由原預設值-0.18%，向上調整為-0.157%。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

將表2各項外生變數的各季新設定值，

表2 100年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

年/季		經濟成長率 (%)	消費者物價上漲率 (%)	持有M2之相對成本 (1)= [(2)-(3)]/4	1-30天期	一年期	預期物價上漲率 (%)	貨幣需求函數動態模擬值	目標中線值	M2成長目標區
					商業本票次級市場利率 (年率) (2)	定存利率 (年率) (3)				
原預設值	100/1	3.09	1.16	-0.180	0.41	1.13	-0.43	4.38	4.50	2.5-6.5
	2	4.27	1.58	-0.180	0.41	1.13	0.80			
	3	4.77	2.37	-0.180	0.41	1.13	1.29			
	4	5.74	2.25	-0.180	0.41	1.13	0.56			
全年(a)		4.51	1.85	-0.180	0.41	1.13	1.85			
初步統計值	100/1	6.62	1.28	-0.173	0.50	1.19	-0.25	5.54	5.50	3.5-7.5
	2	4.52	1.64	-0.163	0.63	1.28	0.75			
	3	3.42	1.35	-0.155	0.74	1.36	0.24			
	4	3.69	1.27	-0.138	0.81	1.36	0.53			
全年(b)		4.51	1.37	-0.157	0.67	1.30	1.37			
變動=(b)-(a)		0.00	-0.48	0.023	0.26	0.17	-0.48	1.16	1.00	1.00

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 民國100年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-23日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

與去年第4季之M2實際值^{註1}，分別代入貨幣需求函數模型(表1的(1-2)式)，經由動態模擬估算，得到新的M2成長模擬值5.54%(見表2)，較去年底之原模擬值4.38%上升1.16個百分點。經檢討，雖然持有M2之機會成本略為上升，對M2模擬值有下調影響，惟在預期通膨下修，加以去年第4季M2實際值較預測值為高的影響下，導致M2模擬值上升，以每0.5個百分點變量為標準，選取最接近的5.5%為中線值，再加計2%的上、下誤差值所得到的目標區間為3.5%至7.5%，將較去年底設定的目標區高1個百分點。

四、本年以來M2成長情況：

本年1至11月M2平均年增率為5.86%，與原中線值4.5%比較，高1.36個百分點，主要係因本年以來，經濟景氣穩定成長，放款與投資回升等因素所致。若就各月M2成長情況來看，除1、2月受農曆春節因素影響，波動較大外，M2年增率大致呈先升後降趨勢，5月達6.14%，6月受到資金淨匯出，及放款與投資成長略緩，M2年增率下降為5.99%，及至7月因銀行國外淨資產增加，M2年增率回升至本年最高點6.18%，之後隨國內景氣趨緩，M2年增率逐步下滑，至11月的5.07%。另外，依據本處「貨幣估測」12月的最新預測，本年全年M2平均年增率約為5.77%。

貳、民國101年貨幣成長目標區之設定

一、修正M2定義，將結構型商品所收之本金剔除：

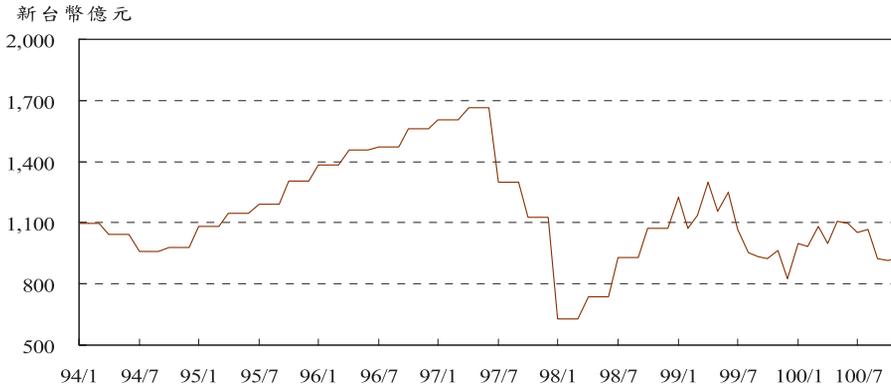
銀行承做之結構型商品主要為結合定期性存款與衍生性金融商品，自90年初發展以來一直以結構型存款的名義對外發行，並帳列存款，包括在貨幣總計數M2中。

銀行承做之結構型商品因具有較高之流動性風險與市場風險，加上非百分百保本，其性質與存款不同，金管會於99年10月以函

令明定銀行辦理結構型商品所收本金不視為存款，該本金自100年1月1日起，應帳列「其他金融負債」項下。

銀行辦理之結構型商品雖以存款為基礎，但經過與衍生性金融商品結合後，已成為一種可能損及本金且具有高度複雜性之金融商品，與M2之定義不符，因此本行自明(101)年1月資料起，將銀行承做結構型商品所收本金自M2定義中移除。

企業及個人持有銀行辦理之結構型商品本金餘額



說明：94~98年間根據本行業務局提供的銀行承做新台幣結構型商品所收本金之季資料推估，99年以後為本行經濟研究處統計之資料。

若由實際資料觀察，比較本年1至11月銀行與企業及個人承做之結構型商品所收之本金平均餘額為1,013億元，將其自M2剔除後，M2日平均年增率將自5.86%升為5.91%，增加0.05個百分點。由年增率的走勢圖來看，兩者差異並不大(參見下圖)。若

以剔除結構型商品本金後之M2時間數列代入表1(1-2)式，則迴歸結果如表1(1-3)式，比較(1-3)式與(1-2)式的估計結果可以發現，解釋變數估計係數的顯著性維持不變，至於係數估計值方面差異亦不大。

M2修正前、後之年增率*



*：修正後之M2係指剔除銀行與企業及個人承做之結構型商品所收之本金，與修正前的M2差異即為銀行與企業及個人承做之結構型商品所收之本金。

二、貨幣需求函數之設定：

關於明年目標區模型之設定，除M2時間數列係剔除結構型商品本金外，大體上延續上年的作法，以維持實證方法的一致性，並在97年第3季仍以加入虛擬變數的方式，捕捉國內經濟金融情勢受金融海嘯影響之衝擊。在模型架構上，貨幣需求函數仍採部分調整模型，並以最小平方法來進行估計。至於在解釋變數方面，亦維持與去年相同之設定(參見表1 (1-3) 式)。

三、模型設定與解釋變數說明：

分別說明如下(可同時參考表1 (1-3) 式)：

1. 前期實質貨幣餘額($\ln(M2*100/CPI)_{-1}$)： \ln 表示取對數(以下同)^{註2}。
2. 實質所得 ($\ln(GDP06)$)：以民國95年為基期之實質國內生產毛額代表。
3. 持有M2之機會成本 (OC)：以其他本國資產報酬率與持有M2自身報酬率之利差代表，並除以4，折算為季報酬率，其中，其他本國資產報酬率以1-30天期商業本票次級市場利率代

表，M2自身報酬率則以一年期定期存款利率代表。

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

四、估計結果說明：

以下針對M2貨幣需求函數進行估計。樣本期間為民國80年第1季至民國100年第3季，估計結果見表1 (1-3) 式。所有解釋變數係數估計值的符號均與理論預期相符，且所有的係數估計值均顯著異於零。由模型配適度 (\bar{R}^2)、以及估計誤差 (S.E.R)等統計量可以看出，貨幣需求函數的估計結果尚可。

五、貨幣需求函數之診斷檢定及穩定性檢定：

M2貨幣需求函數的相關診斷檢定結果及說明詳見表3，穩定性檢定則詳見圖1與圖2。由表3及圖1、2可以看出，各項檢定結果顯示方程式的模型設定及穩定性大致可以接受。

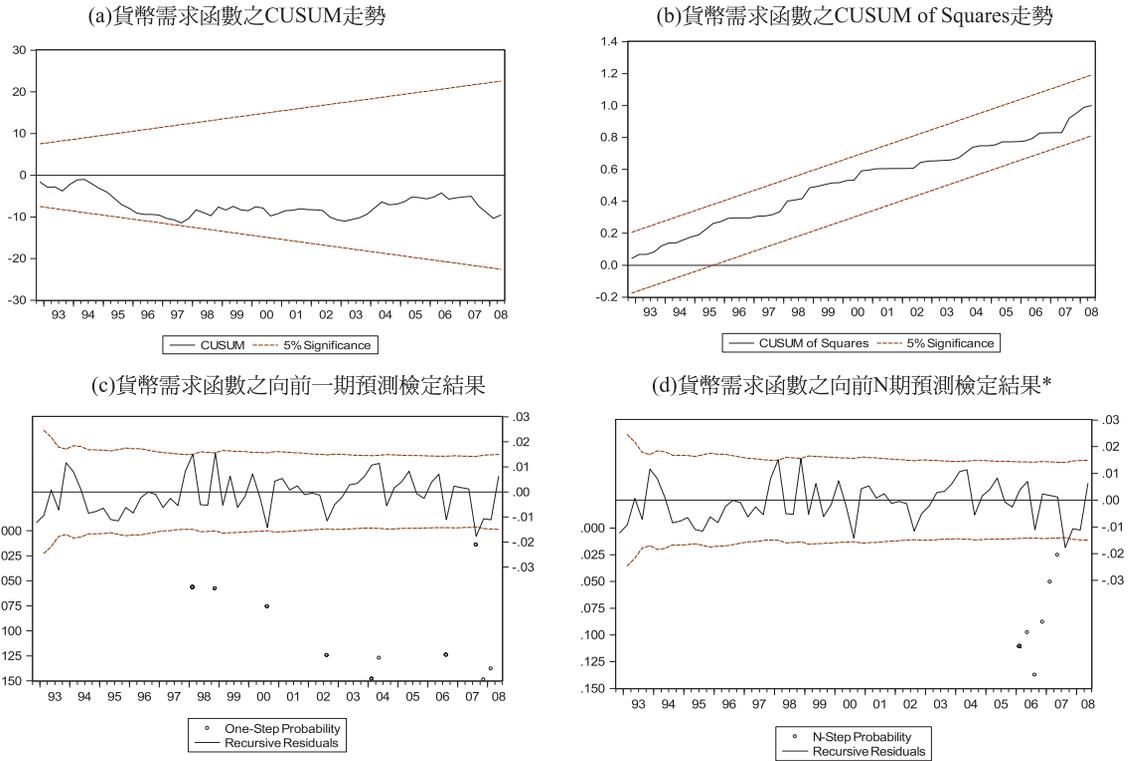
表3 貨幣需求函數之診斷檢定結果

1. 預測誤差：		2. 序列相關檢定： Breusch-Godfrey(4期)	
RMSE(%)	Theil不等係數U(%)	F統計量	p值
1.52	0.0445	1.09	0.37
3. ARCH檢定： (4期)		4. White 變異數異質性檢定：	
F統計量	p值	F統計量	p值
0.48	0.75	0.81	0.72

說明：

1. 預測誤差：用以評估模型的預測能力，計算方式為先利用80.1-94.3的樣本進行估計後，預測94.4-95.3的M2(動態預測)值及該預測期間的RMSE% (Root Mean Squared Percentage Error)，然後加入4個樣本點進行估計，再預測95.4-96.3的M2及該預測期間的RMSE%，重覆此一程序，最後求算上述6個移動樣本之RMSE%的平均值。表中Theil 不等係數U (Theil Inequality Coefficient U)數值則為上述6個移動樣本之Theil 不等係數U之平均值。此外，將Theil U分解為偏誤成份(bias proportion)、變異成份 (variance proportion)、以及共變異成份 (covariance proportion)之結果分別為：0.47、0.14以及0.39。
2. 序列相關檢定：用以檢定模型殘差項是否存在序列相關的現象，依據Breusch-Godfrey檢定，無法拒絕(1-3)式中的殘差項無序列相關之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
3. ARCH檢定：用以檢定模型殘差項是否存在自我迴歸變異數異質性 (autoregressive conditional heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無自我迴歸變異數異質性之虛無假設，此時，落後期數篩選係基於概似比檢定 (likelihood ratio test) 選定落後期數為4期。
4. White 變異數異質性檢定：用以檢定模型殘差項是否存在變異數異質性 (heteroskedasticity) 現象，檢定結果顯示無法拒絕殘差項無異質變異數之虛無假設。

圖1 模型穩定性檢定

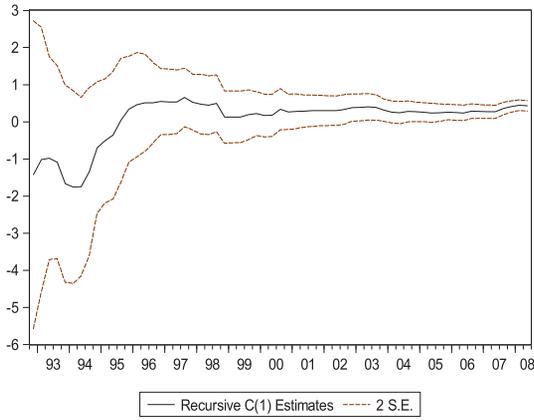


說明：1. 由於加上2008年第3季虛擬變數(d_{2008q3})，所以本檢定只呈現估計到2008年第2季的檢定結果。

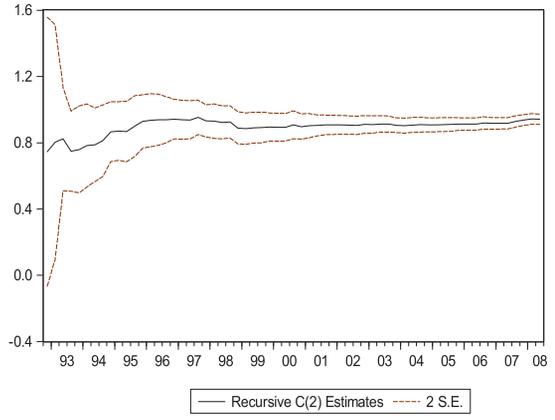
2. 貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前T1個樣本點進行估計，然後進行剩餘T2個資料點的預測。至於T1之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例， $T_1=7$)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

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

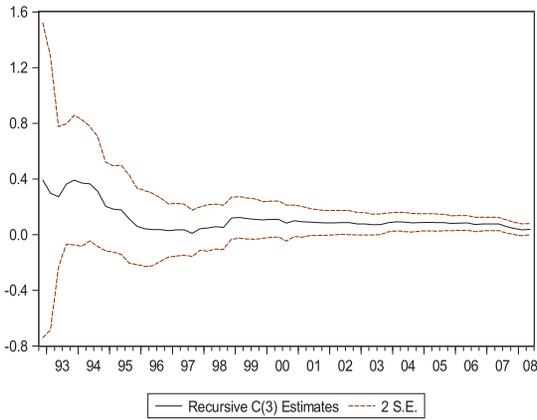
1. 常數項



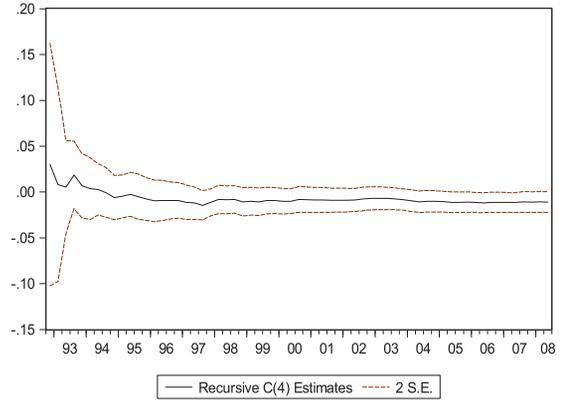
2. $\ln(M2*100/CPI)_{-1}$



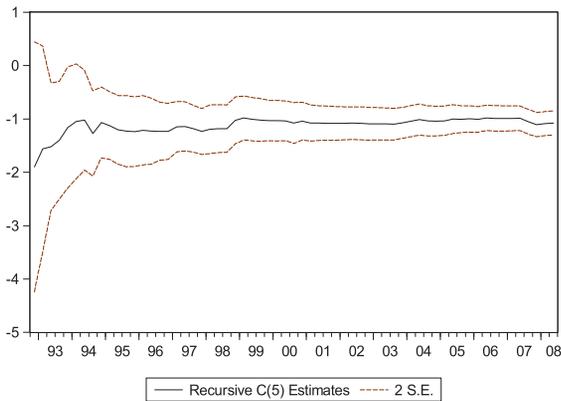
3. $\ln(GDP06)$



4. OC



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



說明：由於加上2008年第3季虛擬變數(d_{2008q3})，所以本檢定只呈現估計到2008年第2季的檢定結果。

六、設定101年貨幣成長目標區時外生變數值之假設：

為估算明年貨幣成長目標區，各項解釋變數未來1年的數值必須預先設定，其中經濟成長率與消費者物價上漲率係依據主計處

民國100年11月24日公佈之預測值，全年分別為4.19%與1.14%，一年期定期存款利率與1-30天期商業本票次級市場利率則假定為本年11月1-23日之平均數，有關明年各項外生變數的設定詳見表4。

表4 民國101年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟成長率 (%)	消費者物價上漲率 (%)	持有M2之相對成本 (1)= [(2)-(3)]/4	1-30天期商業本票次級市場利率 (年率) (2) (%)	一年期定期存款利率 (年率) (3) (%)	預期物價上漲率 (%)
100/3	3.42	1.35	-0.155	0.74	1.36	0.24
4 (f)	3.69	1.27	-0.138	0.81	1.36	0.53
101/1 (f)	2.67	1.10	-0.138	0.81	1.36	-0.42
2 (f)	3.64	0.69	-0.138	0.81	1.36	0.34
3 (f)	4.99	1.36	-0.138	0.81	1.36	0.90
4 (f)	5.31	1.39	-0.138	0.81	1.36	0.56
100年全年	4.51	1.37	-0.157	0.67	1.30	1.37
101年全年	4.19	1.14	-0.138	0.81	1.36	1.14

f：代表預估值。

說明：1. 經濟成長率與消費者物價上漲率係引用行政院主計處最新資料(100.11.24發布)。

2. 預期物價上漲率係以消費者物價指數取對數後之一階差分表示。

3. 民國100年第4季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存款利率係假定11月數值為1-23日之平均數，而12月假定與11月相同，然後與10月數值加以平均而得。

4. 民國101年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存款利率係假定與100年11月相同。

七、101年貨幣成長目標區初步推算結果：

將表4各項變數的未來各季設定值，代入表1(1-3)式的M2 模型，經由模型動態模擬估算得出，明年M2貨幣需求年增率約為

4.65%^{註3}。以每0.5個百分點變量為標準，選取最接近的4.5 %為中線值，並上、下加計2%的誤差值，初步推算101年M2成長目標區為2.5%至6.5% (見表5)，將維持與本年的目標區相同。

表5 民國101年M2貨幣成長目標區之推估

貨幣需求函數 動態模擬估算值	設定 目標中線值	可容許 估計誤差	貨幣 成長目標區
4.65%	4.5%	±2%	2.5% - 6.5%

此外，若以貨幣數量方程式與長期貨幣需求函數的觀點來看，依據主計處明年預測的經濟成長率4.19%與消費者物價上漲率1.14%，及表1(1-3)式所估算的長期所得彈性0.765估算，明年M2成長率為4.35% (4.19%*0.765+1.14%)，接近前述所估算的中線值4.5%，而M2成長目標區為2.5%至6.5%。

八、影響101年貨幣成長目標區估算之不確定因素：

全球景氣復甦動能在本年下半年趨緩，國內資金需求大幅提升的可能性有限。然而

國際金融情勢詭譎多變，歐洲主權債信問題可能持續擴散，金融市場大幅震盪，可能引起資金大量流出或流入，再者，雖然明年景氣預估將趨緩，但依據主計處預測，明年下半年國內景氣可望較上半年好轉，屆時是否會引起國外資金大幅流入，進而影響M2成長走勢。總之，未來國際資金的移動勢必成為影響M2成長的重要變數。

此外，國際原油價格雖因全球需求走緩而略為回檔，以致近期通膨壓力減輕，惟以往量化寬鬆政策導致市場充斥過多資金，是否會再度炒作原物料商品而使通膨壓力升高，亦將增添明年M2成長的不確定性。

附 註

(註1) 去年底採用的99年第4季M2年增率，係由目標區模型推估而得為3.79%，惟實際值為5.05% (上調1.26個百分點)。

(註2) 此為M2已剔除銀行與企業及個人承做之結構型商品所收本金之數列。

(註3) 此時假定本年第四季為5.11%，係以10月實際值與本行12月「貨幣估測」模型的11月及12月預估數之平均。另外，若以現行定義的M2數列 (未剔除銀行與企業及個人承做之結構型商品所收本金之數列) 估算，則在此情況下，明年M2貨幣需求年增率動態模擬值為4.66%。

臺灣產出缺口與通貨膨脹關係之研究*

劉淑敏**

摘要

本文旨在探討臺灣產出與通貨膨脹間的抵換關係，除探討傳統文獻對抵換率的看法外，尚建構結構化向量自我迴歸模型 (SVAR)，探討產出缺口與通貨膨脹率間抵換關係之變化，之後並輔以分段樣本分析，藉由衝擊反應分析與預測誤差變異分解，釐清菲力普曲線平坦化後抵換關係之變化。茲將要點摘述如下：一、實證支持抵換關係存在，惟菲力普曲線平坦化將降低該抵換關係的顯著性。二、菲力普曲線平坦化意謂：抑制通膨可能犧牲較大的產出下降成本。三、實證結果顯示「抵換率」與「受益率」具不對稱性。四、菲力普曲線平坦化後，要施展貨幣政策化解通膨壓力，已相當不易，因此，央行宜強化通膨預期的基準作用與政策執行的溝通技巧。五、油價波動為供給面衝擊，易形成停滯性通膨的局面，為防患未然，宜密切監測油價所引起的供給面衝擊之發展。六、若通膨上升的衝擊來自供給面衝擊時，可能產出下降亦不能降低通膨，反而不利經濟金融環境之穩定發展。因此，貨幣政策目標機制應因地制宜而有所彈性，除通膨穩定外，尚須納入降低產出成長波動度的考量。

* 本文承蒙嚴處長宗大、林副處長宗耀、陳副處長一端、汪研究員建南、吳研究員懿娟、葉副研究員盛、計量分析科同仁及三位匿名審稿者悉心審閱初稿並給予寶貴意見，特致衷心謝忱。惟本文純屬作者個人意見，與服務單位無關。文中如有任何謬誤與疏漏，概由作者負責。

** 作者為中央銀行經濟研究處副研究員。

壹、前言

中央銀行執行貨幣政策的首要目標是追求物價穩定，但中央銀行的政策又常被期待能對經濟成長有所助益，尤其在1958年菲力普曲線 (Phillips curve) 驗證出失業率與通膨率存在抵換關係，透過奧肯法則 (Okun's Law) 及加碼定價法後，對貨幣政策的最終目標—物價穩定與經濟成長的聯結提出有力的實證依據，並揭示重要的政策意涵，即：如果菲力普曲線關係穩定，短期內可利用菲力普曲線，提供決策者在通膨與產出間加以組合的政策選項。因此，本文以此為出發點，釐清菲力普曲線的產出與通膨抵換關係及其變化，希冀能對貨幣政策執行有所俾

益。

本文旨在透過文獻回顧與實證分析，探討臺灣產出缺口與通貨膨脹率間抵換關係之變化，之後並輔以分段樣本分析，藉由衝擊反應分析與預測誤差變異分解，釐清菲力普曲線平坦化後抵換關係之變化。除前言外，本文共分伍節。第貳節主要為抵換率的相關實證文獻探討，以及介紹結構化向量自我迴歸模型(SVAR)，並以此為本文的實證分析工具。第參節為SVAR實證模型的建構。第肆節為模型實證結果及分段樣本分析。最後一節則為結論與建議。

貳、文獻探討與計量方法

一、抵換率的實證文獻探討

大部分探討產出與通膨關係的實證文獻係將焦點放在「抵換率」上，其通常被定義為通膨率下降1個百分點時，相較於長期趨勢值，產出會隨之減少的百分點^{註1}。雖然產出與通膨抵換關係對貨幣政策的執行相當具參考價值，然而就算是同一國估計，文獻對抵換率估計值的大小，差異仍相當大。

以美國為例，就有許多不同文獻估計出不同數值的抵換率。如Okun (1978) 考量不同的菲力普曲線模型，推估美國要降低1 %

的通膨，需要降低6至18 % 的GNP，而不同模型的估計值平均則約為10 %。Gordon及King (1982) 利用傳統的VAR模型估計抵換率約在0至8 %之間。Mankiw (1991) 以Okun's Law檢測1982-1985年間，Volcker 主政Fed時的對抗通膨時期，估計抵換率約為2.8 %。Ball (1993) 以特定主題法，透過特定時期的認定，將實際統計資料去除長期趨勢值或加以平滑等特殊處理後，約得到1.8至3.3 %的結果。Cecchetti及Rich (1999)分別用不同的模型估算抵換率，數值由1至10 % 都有。

另一個造成抵換率數值不一的可能原因為樣本期間不同所致。Roberts (2005) 以簡單迴歸式分析美國通膨與失業之關係時，發現在1984年以後，失業缺口係數減半。美國聯準會評估在1980年代晚期及1990年代早期，抵換率約為2.5，意謂通膨下降1個百分點時，失業率與自然失業率的差距將增加2.5個百分點，而2005年評估抵換率則約為4 (Melick及Galati (2006)、葉盛(2006))。此外，Filardo (1998) 依據產出成長的大小，分為微弱 (weak)、緩和 (moderate) 與強勁 (strong) 等3個時期，分別計算抵換率，其中，微弱期為5%，而強勁期為2.1%^{註2}。

至於臺灣研究抵換率的文獻，大抵以分析失業率與通膨率的關係為主。其中，賴聰輝 (1978) 對1964至1973年的失業率與通膨率進行迴歸分析，發現兩者呈現負相關，但若將1974年停滯性通膨的資料加入，則兩者關係不顯著。陳柏琪 (1997) 發現通膨預期、供給面衝擊及物價遲滯性 (sluggish)，均為影響通膨率與失業率穩定關係的重要原因。

莫衷一是的文獻估計結果只凸顯抵換率很難精確估計，若對照90%的信賴區間，許多文獻的估計值甚至顯現與0無顯著差異的估計結果 (Cecchetti及Rich (1999))^{註3}。抵換率估計值的大小難以明確估算，主要的原因可概分為以下三類 (Cecchetti及Rich (1999))。

(一) 難以釐清產出與通膨的變動是否來

自貨幣政策的影響效果，抑或是經濟體系的內生化變動

就歷史資料來看，很難區分產出與通膨的變動是否來自貨幣政策的影響效果，抑或是其它非關政策面的影響效果，如僅是經濟體系緩衝某些外來衝擊所產生的內生化變動。如就本點而論，有理論設定的SVAR模型因可呈現變數間的理論架構，似比僅呈現變數落後項內生相互影響的傳統VAR模型具有優勢。

(二) 通膨慣性導致影響效果有時間落後，以致估算抵換率不易

通膨走勢具有慣性，以致政策效果無法立即顯現。Fuhrer及Moore (1995) 對通膨慣性 (inertia) 提出3種可能的解釋。第一：通膨具有慣性可能係因薪資及價格等契約有重疊或非同步調整，有些已經開始，而有些較慢開始，要全部調整完畢可能需要時間。第二，通膨調整過程通常需要先形成通膨預期，而通膨預期常為適應性預期，因此，通膨調整過程容易形成慣性。就此點而論，具備多期落後項內生相互影響的VAR及SVAR模型似能捕捉因慣性而導致的時差效果。

最後一項被Fuhrer及Moore (1995) 用來解釋通膨慣性的原因為民眾對政府降低通膨的承諾不具信心，因此，通膨調降的速度很慢。換言之，政策公信力將左右民眾扭轉通膨慣性。然而公信力又常與政策調整速度有關；一次式降足的大幅度調整，雖然訊息明

確，但可能衝擊過大，需考量經濟體系的容忍程度。漸進式的調整，雖可使經濟體系調養生息，但卻可能訊息不甚明確，導致民眾對政府降低通膨的承諾不具信心。如何明確又不致太過衝擊的分寸拿捏，使得貨幣政策的執行面兼具藝術與科學的考量。

(三) 產出與通膨的抵換關係可能具有不對稱效果，增加估算抵換率的難度

既然有為抵抗通膨而隨之犧牲產出的「抵換率」，是否有能透過較高通膨而隨之增加產出的「受益率」的存在呢？假如寬鬆與緊縮的貨幣政策對產出與通膨具有正、負兩種效果，則「抵換率」與「受益率」似應為一體之兩面，彼此對照存在 (Cecchetti及Rich (1999))。以往的實證文獻對抵換效果的討論較多，而受益效果—透過寬鬆貨幣政策達成產出與通膨同向增加的想法，因其與傳統文獻視通膨為洪水猛獸的論點大相逕庭，以往文獻的討論並不多。惟在2008年美國次級房貸問題引發全球金融危機後，多國採取非傳統的量化寬鬆政策挽救經濟頹勢，即是引用類似於受益率的概念。近年來許多文獻在討論這些激勵措施時，多認為量化寬鬆政策可有效形成「通膨預期」，由於預期未來有通膨形成，藉由大眾理性跨期選擇後，目前從事消費與投資遂成為較為有利的作法，因此目前的產出得以增長，而通膨也漸次成形 (Walsh (2010))。總而言之，目前文獻對「抵換率」與「受益率」共存狀態已普獲共

識，然而對其影響效果的數值大小卻不完全認為有等比例的對稱性。該論點與貨幣政策對產出與通膨正、負效果俱存，而影響效果的數值大小卻不呈等比例變動的說法相近。

二、計量方法之選擇

睽諸實證文獻，探討產出與通膨關係的文獻相當多，傳統上，大抵可略分為2類^{註4}；第1類為以Ball (1993) 為首的特定主題法，主要將統計數值加以移動平均去除干擾因素後，直接得出產出與通膨的變動量所推算的抵換率。特定主題法主要以實際統計數字計算，乍看之下，似無爭議，但特定主題法中，有關特定時期的認定 (identification of episode) 及潛在產出的估計，仍保留許多討論的空間，尤其是Ball假設通膨對抗期所作的政策效果不會持續存在，更受到許多文獻的質疑 (Zhang(2001))。

第2類為以菲力普曲線為模型主體的模型估計法，模型常設為縮減式菲力普曲線模型，而由於通膨走勢常具慣性，因此，常為過往的通膨、未來通膨的預期，及產出缺口的組合為主體，再加上不同的假設作變化，例如：名目價格或名目工資僵固性 (rigidity)、互疊契約 (staggered contract)、或是將產出變數換為失業率、或是將變數予以移動平均，又或將通膨變數以物價水準變數替代之。

然而就縮減式法而言，最大的問題有

二；一為無法釐清衝擊 (shock) 係來自需求面或供給面。就歷史回顧來看，供給面因素對通膨及產出的影響相當大，1970年代的停滯性通膨及2004年至2007年的供給面通膨都可驗證，在分析產出與通膨關係時，不將供給面因素特別考量，可能在理論設定上有所不足。其次，難以釐清何種縮減式最為適當，此即「不可信的認定限制 (incredible identifying restriction)」的問題 (Sims (1980))。儘管如此，縮減式模型以經濟理論出發，雖然未臻完善，但相較於大型結構化模型而言，操作成本較為低廉。

如要擺脫前述之縮減式菲力普曲線的認定限制問題，似可採行VAR模型，但VAR模型最令人詬病的為，無法加入理論設定，在理論說理上又似顯不足。因此，為區分政策外生性衝擊及體系內生化變化，並能兼顧理論設定與資料特性，本文仿照Shapiro及Watson (1988)、Astley及Yates (1999)、Cecchetti及Rich (1999) 等文獻，採用折衷方式SVAR模型處理本文的實證分析，並先在下一小節簡介SVAR模型體系及估計方法，進而說明本文實證模型之架構。

三、SVAR模型體系之簡介^{註5}

(一) SVAR模型之認定與估計

與VAR估計法的最大不同點，在於SVAR估計法是要在衝擊反應分析中，得到非遞迴正交的誤差項(non-recursive

orthonormalization of the error terms)，要得到這種結果，則模型建構者必需放入足夠的限制條件，以便認定變數間誤差項的結構關係。

假定 y_t 為包含 k 個變數的內生化向量，其殘差的共變異矩陣為 $\Sigma = E [e_t e_t']$ 。依據Amisano及Giannini (1997)，SVAR模型可表示如下：

$$A e_t = B \mu_t \quad (1)$$

其中， e_t 及 μ_t 為 $k \times 1$ 向量。 e_t 為SVAR模型中各條VAR縮減式的殘差，而 μ_t 則為 e_t 間所存在的不可見的結構式殘差(unobserved structure innovation)。令 A 及 B 為尚待估計的 $k \times k$ 矩陣，假定 μ_t 具有正交標準化的特性，即其共變異矩陣 $E [\mu_t \mu_t']$ 為 I 矩陣。則此具有正交標準化 (rothonormal) 特性的殘差 μ_t 就可做為 $A B$ 矩陣的認定條件，即：

$$A \Sigma A' = B B' \quad (2)$$

EViews軟體提供「短期限制」及「長期限制」兩種認定限制的方法，來估計SVAR模型的 $A B$ 矩陣，由於大部分的文獻採用「短期限制」方式來估計 $A B$ 矩陣，因此，本文亦採用「短期限制」的方式來估計 $A B$ 矩陣。為簡化起見，EViews內建的方式，係將 A 矩陣一般化(normalize)，使 A 為一對角線元素為1的下三角矩陣(low triangular matrices)，而 B 則為僅具對角線元素的矩陣。如以3變數的SVAR模型為例，則 $A B$ 矩陣分別表示如下：

$$A = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 \end{bmatrix} \quad (3)$$

$$B = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} \end{bmatrix}$$

此時， $A \text{ et} = B \mu t$ 的關係式可表示如下：

$$\begin{aligned} e_1 &= b_{11} \mu_1 \\ e_2 &= -a_{21} e_1 + b_{22} \mu_2 \\ e_3 &= -a_{31} e_1 - a_{32} e_2 + b_{33} \mu_3 \end{aligned} \quad (4)$$

就經濟意義而言， A 矩陣主要呈現變數間的同期關係，因此，限制 A 矩陣就是對變數間的同期關係加以規範，文獻上稱此為SVAR模型的短期限制(short-run restriction)，本文的實證分析即採用此方法。至於該如何對變數間的同期關係加以規範，主要是透過學理加以設定，其中當然牽涉模型建構者的主觀判斷；雖然SVAR模型的主觀認定仍會導致「認定限制」的問題，惟如前所述，為區分政策外生性衝擊及體系內生化變化，兼顧理論設定與資料特性的SVAR模型不失為一個折衷性的選擇。

(二) 單根、共整合與落後期選擇

有關SVAR模型對單根與共整合的處理，文獻中並沒有深入、系統性的討論或結

論。而大部分SVAR的實證文獻，多直接以變數的水準值進行估計，加以在無法確定變數間的共積關係，如將所有變數差分可能造成過度差分等設定誤差的問題(王泓仁(2005))。

此外，Toda及Yamamoto(1995)指出，由於單根檢定力較低，而共整合在一般樣本大小下，檢定力亦不高，若以單根檢定及共整合檢定為根據來建構VAR模型，可能會有嚴重的事前檢定誤差。因此，除非著重在變數間的長期分析，Toda及Yamamoto進議採用 $p + d$ 做為模型內生變數的落後期數，縱使變數間存在單根或共整合，透過 $p + d$ 落後期數的調整，亦能得到模型係數合理的檢定，並避免事前檢定誤差的問題。其中， p 為以一般方法選定的模型落後期數，而 d 為變數中可能存在的最大積數(integration)，由於總體時間數列通常為 $I(1)$ ，因此， d 通常為1。

本文的實證分析擬直接將變數逕行估計，而不考量單根與共整合等問題，惟將採用Toda及Yamamoto的建議，以 $p + d$ 做為模型內生變數的落後期數，如以Hannan-Quinn information criterion選定落後期數為5，則增加1期落後期後，最後決定的落後期數則為6。

參、實證模型建構

一、基本模型的認定條件

本文以產出缺口($y-y^*$)、通貨膨脹率(π)及利率(R)^{註6}等3變數建立一個基本模型，藉由認定相關的理論設定，選取適當的變數型態。之後，將針對特殊之供給面及制度面因素，而將模型予以擴充。有關變數的同期關係設定式的排序以產出缺口、通貨膨脹率及利率，茲說明前述的(4)式認定條件如下：

(一) 第1條認定式： $e^{y-y^*} = b_{11} \mu^{y-y^*}$

本文重點在探討產出缺口與通膨率的短期抵換關係，所以「產出缺口」及「通膨率」是一定要放入模型中，且假設抵換關係是以產出缺口為外在衝擊，來探討通膨率在受衝擊後所產生的反應為分析重點，因此，將「產出缺口」排序在「通膨率」之前。再者，如果將潛在產出視為一固定常數^{註7}，則其結構式殘差項即以「產出」變數的殘差項來認定，則此認定式接近長期垂直的供給曲線，表示產出除受自身及供給面因素(如油價)影響外，其餘變數對產出的影響均

呈遲滯性，當期效果均為0。

(二) 第2條認定式： $e^\pi = -a_{21} e^{y-y^*} + b_{22} \mu^\pi$

本條認定式為本文探討的主題，主要在呈現產出缺口與通膨率具有相關性的短期菲力普曲線，假定通膨除受自身及供給面因素影響外，尚受當期產出的影響，而其它變數則對通膨具有遲滯性。

(三) 第3條認定式： $e^R = -a_{31} e^{y-y^*} - a_{32} e^\pi + b_{33} \mu^R$

本條認定式主要以泰勒法則形式來顯現央行貨幣政策反應函數。假定央行的利率操作著重在通膨與產出穩定，且政策效果具有前瞻性。因此，當期的產出與通膨的先驗影響係數均不等於0。

除了上述的認定條件外，本文亦把各條VAR的殘差項變異數予以標準化，主要係以EViews內建的方式，將A矩陣的對角線元素一般化為1，但不針對殘差項變異數做限制。在此基本架構下，本文的基本模型為產出、物價及利率等3變數組成的SVAR模型。若以(1)式的向量矩陣表示如下：

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e^{y-y^*} \\ e^\pi \\ e^R \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu^{y-y^*} \\ \mu^\pi \\ \mu^R \end{bmatrix} \quad (5)$$

(5)式中所有變數的下標均省略。其中， $y-y^*$ 為產出缺口、 π 為通貨膨脹率、 R

為利率(或實質利率)。模型的樣本期間為1984年第1季至2010年第2季。相關變數的資

料型態及來源說明請詳見附表1。

二、基本模型的變數選取

如前所述，基本模型包含3變數：產出缺口、通貨膨脹率及利率。其中，由於潛在產出有Hodrick-Prescott Filter及生產函數法2種不同的估算方法，所以有兩組序列。而利率則因名目或實質，水準值或取自然對數值而有4組序列，以致基本模型共有8種可能的組合。本節擬就不同組合的估計結果，以A矩陣元素的係數符號是否符合理論預期做為篩選的原則，選取較為適當的變數組合做為之後擴充模型的分析基礎。

就短期菲力普曲線而言，產出缺口與通貨膨脹率具有正向關係，因此，(5)式中的 a_{21} 係數先驗上小於0^{註8}。就表1結果觀察，所有組合的 a_{21} 係數均符合理論預期。而產

出缺口上升通常表示景氣好轉，資金需求提高，利率上升的可能性提高，因此， a_{31} 係數先驗上亦小於0，在表2中，所有組合的 a_{31} 係數均符合認定條件。至於 a_{32} 係數，在其它條件不變下，通貨膨脹率上升，常會伴隨利率上升的緊縮政策，以致 a_{32} 係數先驗亦應小於0。此時，似僅名目利率的組合符合該條件。

至於究竟該採用生產函數法或Hodrick-Prescott Filter法所計算的產出缺口，就影響方向而言，兩者表現幾無差異，所不同的僅為係數的大小。綜合上述，就表1的基本模型A矩陣估計結果而論，由於模型(3)、(4)、(7)、(8)的 a_{32} 係數估計值不符合理論預期，因此，將此4組模型暫予擱置，下節擴充模型的部分僅針對模型(1)、(2)、(5)、(6)加以分析。(相關估計結果見請參見表1)

表1 基本模型的A矩陣估計結果

1-1 產出缺口以生產函數法估算之基本模型

模型代碼	變數	a_{21}		a_{31}		a_{32}		落後期數	理論預期
		係數	P值	係數	P值	係數	P值		
1	IR	-0.063	0.177	-0.021	0.082*	-0.029	0.273	6	○
2	LIR	-0.063	0.179	-0.0002	0.075*	-0.0003	0.282	6	○
3	R1	-0.063	0.177	-0.021	0.082*	0.971	0.000**	6	x
4	R2	-0.062	0.182	-0.0002	0.122	0.010	0.000**	6	x

1-2 產出缺口以Hodrick-Prescott Filter估算之基本模型

模型代碼	變數	a_{21}		a_{31}		a_{32}		落後期數	理論預期
		係數	P值	係數	P值	係數	P值		
5	IR	-0.020	0.696	-0.022	0.095*	-0.015	0.520	6	○
6	LIR	-0.019	0.711	-0.0002	0.089*	-0.0001	0.539	6	○
7	R1	-0.020	0.696	-0.022	0.095*	0.985	0.000**	6	x
8	R2	-0.018	0.735	-0.0002	0.131	0.010	0.000**	6	x

說明：1. 「理論預期」欄中，若為「○」，表示符合；若為「x」，表示不符合。

2. *及**分別表示10%及5%的顯著水準。

三、擴充模型的考量因素與認定條件

產出與通膨關係之變化，有可能是產出結構發生變化，亦有可能是通膨進展過程發生變化，甚至是兩種變化交互影響。分析近十年來產出與通膨之走勢，可略將產出結構之變化歸為兩大類，即「長期人口結構改變」及「基本經濟結構改變」^{註9} (Bernanke (2004)、UN (2006)、行政院主計處(2006)、葉盛及田慧琦 (2006))。至於通膨進展過程，依據國際清算銀行綜合多國央行意見，認為「貨幣政策機制的改變」、「全球化因素增強」及「勞動市場法制化的變革」^{註10}是影響通膨進展發生結構改變的可能因素(Melick及Galati (2006)、葉盛(2006))。此外，由於臺灣為小型開放經濟體，匯率走勢及油價變動對經濟走勢的影響甚大，因此，擬在擴充模型中一併加以考量。

(一) 長期人口結構改變

少子化導致人口成長率下降，以及人口老化導致人口結構改變，長期均將衝擊經濟體系的產出 (UN (2006)、行政院主計處 (2006))。惟人口量減少，產出降低，同樣需求亦降低，因此，在供需同樣下降，很難判斷最終產出與通膨關係之變化。至於人口老化是否會降低需求，文獻上亦有不同的看法。

本文關切的兩大課題為菲力普曲線的「抵換率」與「平坦化」。就「抵換率」而

言，由於較著重短期分析，因此，實證上不擬擴充此方面的長期變數。而將人口長期結構改變的討論，留待分段樣本分析，與「平坦化」課題一併討論。

(二) 基本經濟結構改變

造成經濟結構改變的因素可概分為國內因素及國外因素。國內的經濟結構改變包括勞動市場的變革、關鍵性市場 (如電信市場) 的自由化、金融創新、網路交易的盛行及經濟結構逐漸走向以服務業為主 (Bernanke (2004)、葉盛及田慧琦 (2006))。惟有關基本經濟結構改變的討論，國內制度性變革甚難量化。大多數的文獻採用分段樣本分析，以時間的遞移來表現基本經濟結構的長期改變，本文亦採用此種方式。至於國外因素，許多文獻以「全球化因素」加以涵蓋，本文將於以下的「全球化因素」小節中一併討論。

(三) 貨幣政策機制的改善

許多文獻咸認近十多年來，通膨目標機制的採行是造成通膨水準下降的主要原因之一。而依據Aucremanne及Collin (2005)的看法，貨幣政策機制的改善及政策執行的效率提升，將使經濟體系的所有部門均能利益均霑；反之，基本經濟結構的改變 (如自由化或全球化)，對不同經濟部門的衝擊各有不同，如貿易財與非貿易財部門面臨自由化的衝擊即有差異。由於Aucremanne及Collin觀察通膨進展過程的改變，大多數部門的走勢

相當同步，因此，他們推論近些年來通膨水準下降應大致歸功於貨幣政策機制的改善及政策執行效率的提升。

此外，依據許多國家的實際資料顯示，通膨走勢的結構性改變的時點與改採通膨目標機制的時點相當一致，如英國、紐西蘭及瑞士(Melick及Galati (2006)、Savioz (2005))。由於貨幣政策機制的改善甚難量化，實證上通常以不同樣本期間的結果加以分析，惟是否有第三因造成該結果，以致實證上的改善效益難以明確評估。由於我國非通膨目標機制的國家，並無改採通膨目標機制的時點可言，加以該等效果甚難量化，因此，本文的實證模型不擬討論此方面的變數。

(四) 全球化因素

全球化因素對抵換率的影響，若就通膨方面來看，影響管道大致可分為進口商品的價格波動及全球市場的要素整合。其中，進口商品的價格波動對物價形成過程的影響管道，文獻上普遍有所共識。至於全球市場的要素整合的影響管道^{註11}，文獻的看法相當分歧；例如：Borio and Filardo (2007)認為全球資源閒置能長期抑制物價，但Bernanke (2007)、Kohn (2006) 則認為全球產出缺口僅能短期對物價產生影響力。劉淑敏 (2008) 對臺灣的實證顯示：國內產出缺口對物價的影響效果長期確有逐步縮小的現象，即國內物價對本國供需產能的敏感度及依存度逐漸走

低；然而國內產出缺口對物價的影響效果，並不全然因加入全球產出缺口變數而縮小，此與Borio及Filardo的結論不盡相同，反而接近Bernanke (2007)、Kohn (2006) 之論點。

若就產出方面來看，主要在外勞引入及網際網路打破勞務地域性限制，而自由化及金融創新等因素亦促使全球資金快速流動，以往產出受限於地域性的限制逐漸降低。其中，有關傳統生產性行業產業外移的逐人力而居的情況已相當普遍，而服務業在結合網際網路及簡化外包流程後，亦漸漸打破地域限制，雖然我國服務業外包人力的跨國舉動，並不常見，但跨縣市外包極為普遍。未來我國服務業是否會如美國一般，引入跨國勞務，則有待觀察。至於資金自由化及金融創新所帶動的金流移動，更是在全球間快速套利流轉，不論流出或流入均對該國的經濟金融環境造成莫大影響，文獻討論甚多但看法分歧。

至於全球產出缺口、勞務投入、資金自由化及金融創新等因素，由於文獻並無一致的看法或在臺灣的情況尚待觀察，因此，在本文的實證中，將重點放在文獻較無爭議的「進口物價」影響管道上，因此，擬在擴充模型中加入進口價格等相關變數。由於臺灣為小型開放經濟體，通常為國際貿易上的價格接受者，進口物價主要決定於國際市場及國際景氣。因此，假定該等變數當期僅受油價與本身的影響外，其餘變數的同期影響係

數設定為0。

除了上述代表全球化因素的影響管道外，依據Romer (1993) 及 Temple (2002) 認為貿易開放程度與全球化因素高度相關，其以開放經濟總體模型實證後，發現產出與通膨抵換率的大小頗受貿易開放程度的影響，因此，本文的擴充模型擬加入貿易依存度變數，作為貿易開放程度大小的代理變數。與上述進口物價變數相同，臺灣的貿易依存度受國際因素影響較大，因此，假定該變數當期僅受油價、進口物價與本身的影響外，其餘變數的同期影響係數設定為0。

(五) 國際油價

由於臺灣的能源與原物料多仰賴進口，國際油價變動對產出與通膨影響至鉅，而我國為國際油價的價格接受者，國內的油品供需皆不會影響到國際油價，因此，仿照Astley及Yates (1999) 的設定，在SVAR體系中，除自身影響外，其餘變數對油價的當期

影響效果均認定為0。

(六) 匯率

由於進出口對臺灣經濟至為重要，匯率走勢對經濟的影響甚大，而此變數不在基本模型中納入，是考量其與全球化因素相關度高，因此，可能不適合與全球化因素的代理變數同時納入SVAR體系中，因此，擬在擴充模型中個別加以考量，透過實證分析決定變數的去留。由於匯率與各項經濟活動息息相關，因此，同期影響係數均假設不為0。

綜上所述，擴充模型擬要加入的變數為：國際油價、進口物價、貿易依存度及匯率。其中，國際油價、進口物價及貿易依存度受國際因素影響較大，因此，假定該變數當期僅受本身影響外，其餘變數的同期影響係數均設定為0。若將此三變數擇一置於SVAR內生體系中，則(5)式的基本模型將擴大為4變數模型^{註12}，茲以國際油價 (Poil) 為例顯示如(6)式：

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e^{\text{Poil}} \\ e^{y-y^*} \\ e^{\pi} \\ e^R \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu^{\text{Poil}} \\ \mu^{y-y^*} \\ \mu^{\pi} \\ \mu^R \end{bmatrix} \quad (6)$$

至於匯率 (ER) 因與各項經濟活動息息相關，因此，同期影響係數均假設不為0。此外，亦假設其對其它變數的影響效果係透

過落後期達成^{註13}，則納入匯率變數後，(5)式的基本模型將擴大如(7)式的4變數模型：

如果下節實證分析的結果顯示，納入匯

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e^{y-y^*} \\ e^\pi \\ e^R \\ e^{ER} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu^{y-y^*} \\ \mu^\pi \\ \mu^R \\ \mu^{ER} \end{bmatrix} \quad (7)$$

率後的擴充模型 (7) 式的A矩陣的各項元素之係數符合理論預期，則可再加入進口物價與貿易依存度等相關變數^{註14}，而將模型擴大

為5變數模型，茲以貿易依存度 (TR) 與匯率 (ER) 共存於SVAR 模型為例，顯示如 (8) 式^{註15}：

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} e^{TR} \\ e^{y-y^*} \\ e^\pi \\ e^R \\ e^{ER} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & b_{22} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & b_{33} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & b_{44} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & b_{55} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \mu^{TR} \\ \mu^{y-y^*} \\ \mu^\pi \\ \mu^R \\ \mu^{ER} \end{bmatrix} \quad (8)$$

四、擴充模型的變數選取

(一) 加入國際油價變數

本節主要依據表1所篩選出的基本模型加以擴充，即就模型代碼為(1)、(2)、(5)、(6)等4組模型組合繼續加以擴充。首先，加入國際油價變數 (模型如 (6) 式)，相關估計結果請參見附表2^{註16}。在(6) 式的 a_{21} 變數，主要呈現國際油價與當期產出缺口的關係，一般而論，國際油價上揚應會有抑制產出的效果，因此， a_{21} 變數應為正。但觀察附表2的結果發現：所有模型組合的 a_{21} 係數之估計結果均小於0，換言之，加入國際油價變數後的模型係數不符合理論預期。

(二) 加入匯率變數

若將表1模型代碼為 (1)、(2)、(5)、(6) 等4組模型組合加入匯率變數予以擴充 (模型如 (7) 式)，相關估計結果請參見附表3。其中， a_{21} 、 a_{31} 及 a_{32} 的係數符號應如基本模型般均為小於0，惟觀察附表3的結果，產出缺口為GAP2 (潛在產出以Hodrick-Prescott Filter法計算) 所形成的模型組合的 a_{21} 、 a_{31} 及 a_{32} 的係數符號無法全然符合小於0的理論預期。因此，將此6組模型暫予擱置。

至於 a_{41} 及 a_{43} 的係數符號理論上均應大於0，主要係因產出缺口增加通常代表景氣好轉，台幣升值的可能性提高，而利率上升

依據利率平價假說，亦會導致台幣升值，兩者均會使匯率變數值下降。觀察附表 3 發現，產出缺口為GAP1 (潛在產出以生產函數法計算) 所形成的模型組合均符合理論預期，惟匯率為季變動率所組合的變數均不具顯著性，因此，亦將該兩組模型予以擱置。接下來的模型則以附表3模型代碼為9、10、12及13 繼續予以擴充。

(三) 加入進口物價變數^{註17}

將上一段加入匯率後，篩選出的4組模型，與附表1的9個相關的進口物價變數型態相搭配，組成如 (8) 式的5變數模型 (即 (8) 式的「貿易依存度」換為「進口物價」)。此時，共有36 (9*4) 組模型組合待比對，相關估計結果請參見附表4。由附表4的結果觀察，由於所有模型組合的 a_{21} 均小於0，惟依據學理，與國際油價相仿，進口物價上升，通常會影響景氣，產出缺口應會下降，此時， a_{21} 應大於0。所以36組模型的估計結果可能不合理的預期。此外，本文亦嘗試先剔除匯率變數，直接以基本模型加上進口物價變數，然而 a_{21} 的估計結果並未改善，仍不合理的預期。

(四) 加入貿易依存度變數

與前述步驟相同，將經加入匯率變數後所篩選的4組模型 (附表3模型代碼為9、10、12、13)，與附表1的4個貿易依存度變數型態相搭配，組成如 (8) 式的5變數模型。

此時，共有16 (4*4) 組模型組合待比對，相關估計結果請參見附表5。其中，與基本模型相同， a_{32} 、 a_{42} 及 a_{43} 的係數符號應均小於0，分別表示產出與通膨、產出與利率、通膨與利率均有正向關係。而 a_{52} 及 a_{54} 的係數符號應與匯率加入的討論相同，係數符號應全大於0，主要因產出上升及利率提高，都可能形成升值壓力，以致匯率變數值應縮小。

至於 a_{21} 、 a_{31} 、 a_{41} 、 a_{51} 的係數符號，分別表示貿易依存度與產出、通膨、利率與匯率的關係，學理上似無定論。惟依據臺灣的經驗觀察，由於對外貿易成長向來為經濟成長的主要來源，因此，貿易依存度與產出似應為正向關係，即 a_{21} 的係數符號小於0的可能性較高。而依據比較利益法則，對外貿易通常使資源使用更具效率，競爭性提高，大部分能引入較低價的商品，具平抑國內物價的效果，因此，貿易依存度與通膨率似應為負向關係，即 a_{31} 的係數符號大於0的可能性很高；惟臺灣以進口大量農工原料為主，而近幾年來農工原料漲幅較大，平抑物價的效果並不大，因此，就天然資源缺乏的國家 (如臺灣) 而言， a_{31} 的係數符號亦有可能小於0。若依據上述分析，共有4組模型符合，即表2之模型代碼為21、22、29及30^{註18} 等4個模型，而其所對應之 a_{32} (產出缺口與通膨率之關係) 係數則介於 -0.020與 -0.023之間。

表2 擴充模型的A矩陣估計結果

代碼	變數組合	a_{21}	a_{31}	a_{32}	a_{41}	a_{42}	a_{43}	a_{51}	a_{52}	a_{53}	a_{54}
21	TR1USD、GAPI、 GCPI、IR、LER	-0.389 (0.0001)**	0.026 (0.648)	-0.023 (0.663)	-0.034 (0.008)**	-0.008 (0.518)	-0.030 (0.189)	-0.001 (0.615)	0.004 (0.001)**	0.005 (0.024)**	0.002 (0.865)
22	TR1NTD、GAPI、 GCPI、IR、LER	-0.379 (0.0002)**	0.021 (0.713)	-0.020 (0.694)	-0.034 (0.008)**	-0.008 (0.497)	-0.030 (0.183)	-0.0001 (0.946)	0.004 (0.002)**	0.006 (0.019)**	0.00002 (0.999)
29	TR1USD、GAPI、 GCPI、LIR、LER	-0.389 (0.000)**	0.026 (0.642)	-0.023 (0.660)	-0.0003 (0.006)**	-0.0001 (0.507)	-0.0003 (0.185)	-0.001 (0.595)	0.004 (0.001)**	0.005 (0.024)**	0.232 (0.829)
30	TR1NTD、GAPI、 GCPI、LIR、LER	-0.378 (0.0002)**	0.021 (0.706)	-0.021 (0.691)	-0.0003 (0.005)**	-0.0001 (0.489)	-0.0003 (0.179)	-0.0001 (0.925)	0.004 (0.002)**	0.005 (0.019)**	0.039 (0.971)

肆、實證模型結果分析

一、擴充模型之衝擊反應分析

本節主要針對5變數擴充模型最後得到的4組模型（請參見表2，模型代碼為21、22、29及30），進行衝擊反應分析。由於4組模型的衝擊反應圖類似，本節說明部分僅依據表2之模型21舉例說明，至於4組模型詳細的衝擊反應分析圖請參見附圖1。

圖1為各變數對產出缺口上升之衝擊反應。當產出缺口上升時，貿易依存度顯著上升，此與臺灣生產面一向以出口部門最為暢旺的經驗符合。而通膨率在面對產出缺口上升時，在前4期（將近1年）內有明顯的上升趨勢，此亦驗證產出與通膨抵換關係的存在，在1標準差衝擊下，最高影響約為0.38。利

率的影響效果為正，可能反映產出提高、景氣轉佳，資金需求提高所致。至於匯率走勢下降，主要反映產出提高，台幣升值壓力較高，且該影響在前4期（將近1年）內均顯著。

圖2為各變數對通膨率上升之衝擊反應。當產出缺口在面臨通膨率上升衝擊時，短期內一度上升，亦驗證產出與通膨抵換關係的存在，在1標準差衝擊下，最高影響約為0.27，惟衝擊影響並不顯著。利率的影響效果一度為正，與學理相符合，顯示通膨率上升時，常伴隨利率上升的緊縮政策。至於匯率走勢一度下降，顯示通膨可能隱含景氣趨熱，導致台幣有升值壓力，惟衝擊影響不顯著。

圖1 擴充模型的各變數對產出缺口上升之衝擊反應

Response to Structural One S.D. Innovations ± 2 S.E.

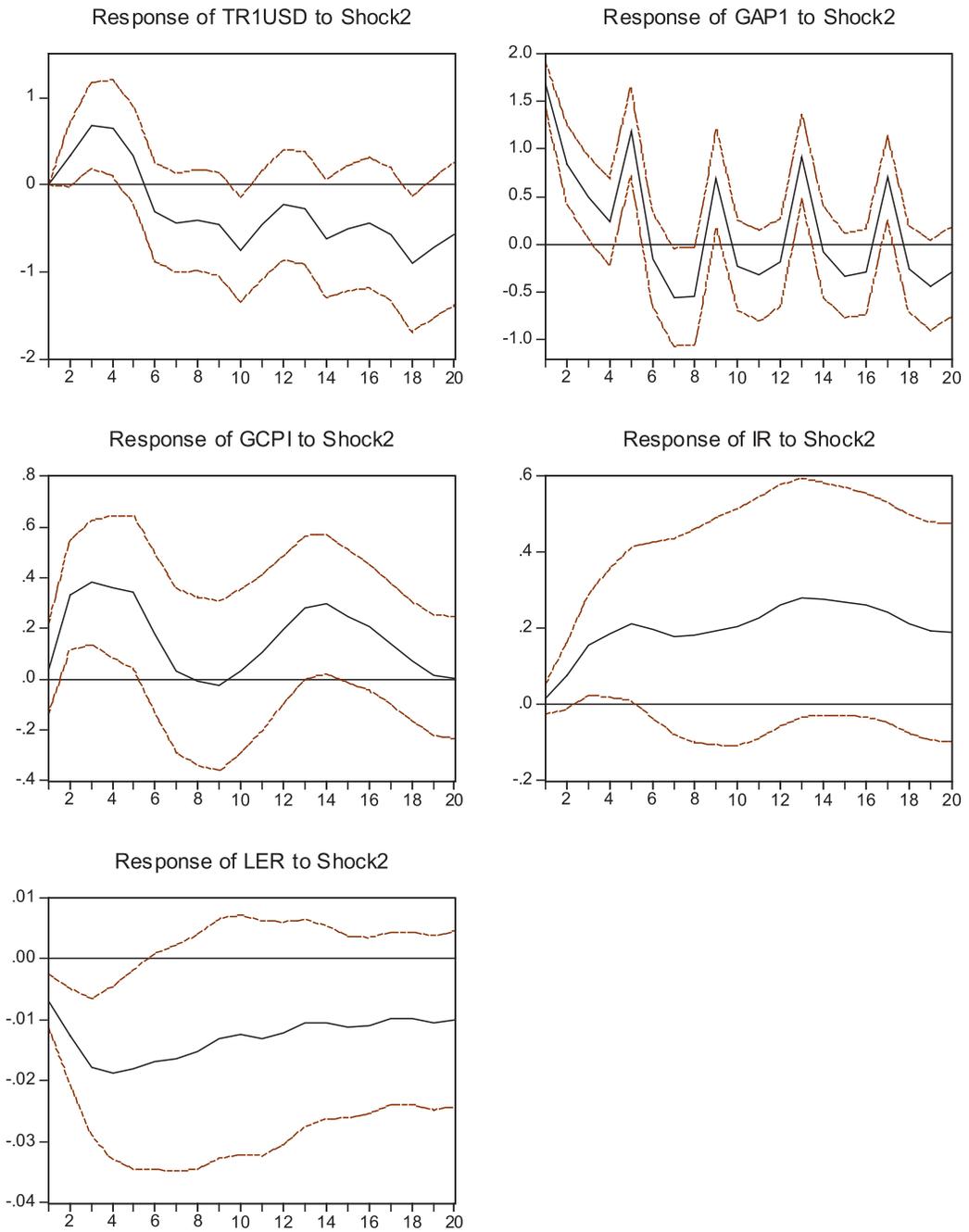
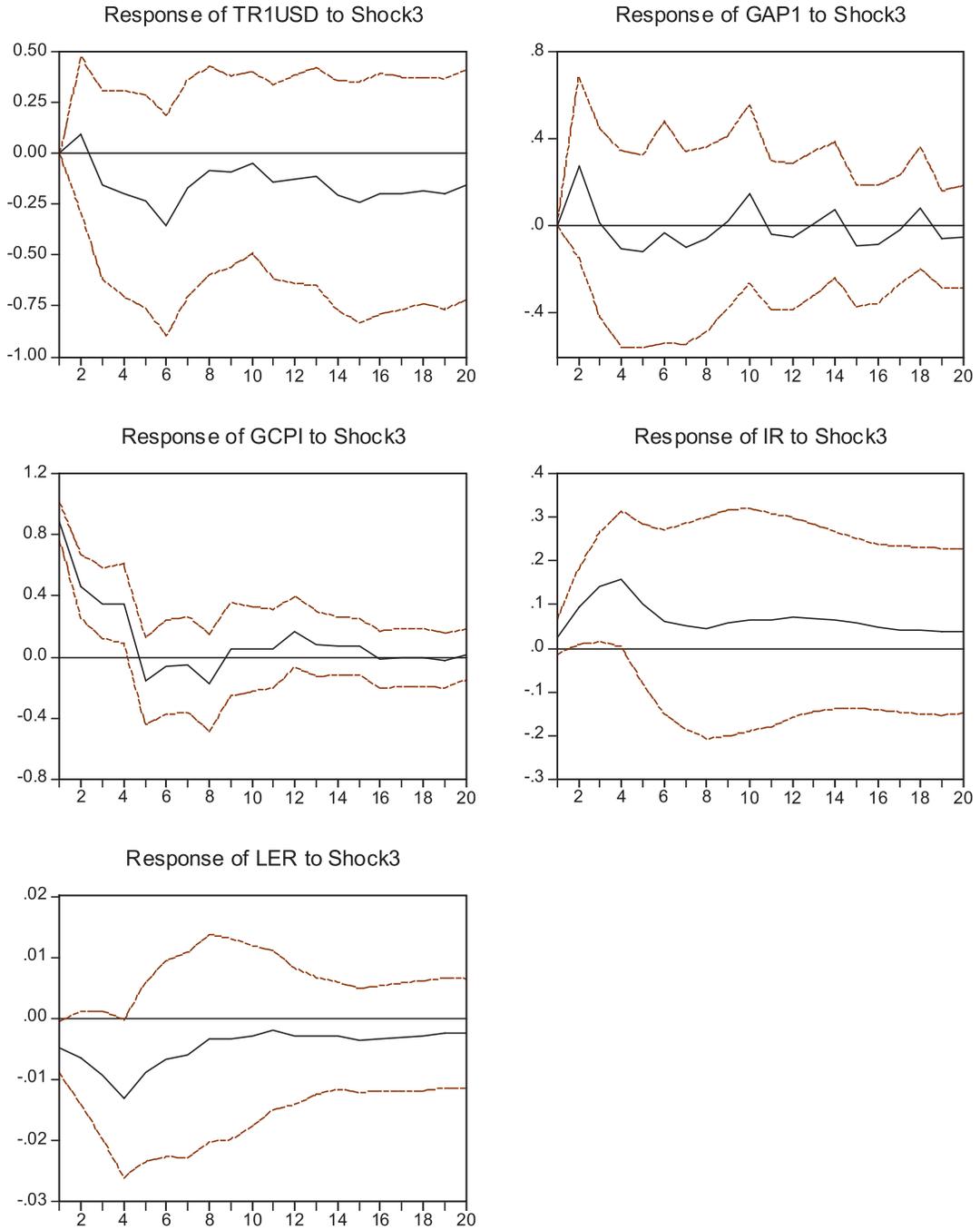


圖2 擴充模型的各變數對通貨膨脹率上升之衝擊反應

Response to Structural One S.D. Innovations ± 2 S.E.



二、擴充模型的預測誤差變異分解

在本節中擬進行預測誤差變異分解分析，主要在探討預測某變數時，其間會導致預測誤差及變異發生的原因，可歸因於體系內其它變數衝擊的比例。茲仍以表2的模型21為例，逐一對每個變數的預測誤差變異進行分解，摘要列出第1、2、4、6、8、12及20期的結果於表3。至於表2其它模型的預測誤差變異分解表請參見附表6。

由表3可看出，對於產出缺口的變化，除自身外，以貿易依存度16.9 % 的解釋力最強，匯率10.15 % 次之，由於我國為出口導向的國家，該結果相當合理。變數中以通膨率的長期解釋力最低，亦驗證長期垂直的菲力普曲線存在的可能性。至於通膨率的變化，除自身外，長期以匯率與產出缺口的解釋力最強，分別為32.75 % 及22.32 %，顯示國內物價除受國內生產活動影響外，國外因素亦會透過匯率管道影響國內物價形成過程 (pass-through effect)。

綜觀產出缺口與通膨率的預測誤差分

解，發現兩者似存在不對稱的影響效果，即通膨率對產出缺口變化的解釋力，不論長、短期都不高；而產出缺口對通膨率變化的解釋力，不論長、短期都不低。對照衝擊反應分析結果，來自產出缺口的外生衝擊，對通膨率具有顯著的正向影響，而來自通膨率的外生衝擊，雖對產出缺口仍有正向影響，但效果卻不顯著，驗證文獻所言之「抵換率」(藉由犧牲產出平抑物價)與「受益率」(藉由忍受通膨而拉抬產出)具不對稱性的特性。

三、分段樣本之結果分析

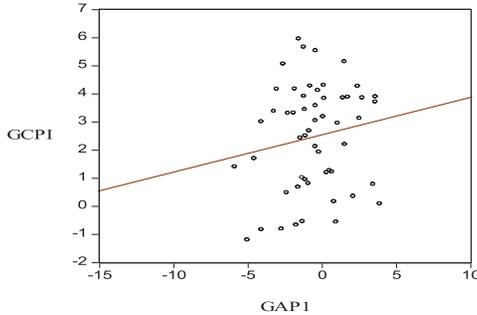
本節透過分段樣本分析，探討菲力普曲線平坦化後，產出缺口與通貨膨脹間的衝擊反應及誤差分解是否有所差異。有關分段點的選擇，由於樣本數有限，分成太多子樣本將導致自由度不足，因此，傾向對切成兩個子樣本，而由樣本點的分布圖觀察 (請參見圖3)，1997年第3季後的樣本所組成的菲力普曲線似較為平坦，因此以該季為分段切點註19。

表3 擴充模型的預測誤差變異分解—以模型 21 為例

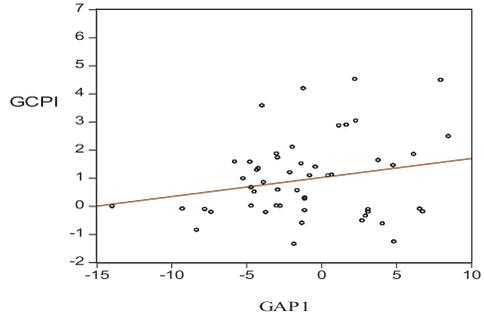
變異變數	期數	衝擊變數				
		TRIUSD	GAPI	GCPI	IR	LER
TRIUSD	1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	94.30	2.23	0.16	1.16	2.16
	4	82.49	12.90	0.93	0.86	2.81
	6	79.21	13.78	2.88	0.77	3.36
	8	73.64	16.25	2.98	2.74	4.39
	12	60.51	17.42	2.23	12.70	7.15
	20	48.61	20.05	2.26	19.57	9.51
GAPI	1	13.17	86.83	0.00	0.00	0.00
	2	10.73	82.02	1.72	2.83	2.69
	4	14.90	68.76	1.53	3.42	11.39
	6	15.78	70.42	1.33	3.91	8.56
	8	16.35	69.87	1.35	3.94	8.48
	12	17.34	67.37	1.43	3.97	9.89
	20	16.90	67.80	1.39	3.77	10.15
GCPI	1	0.10	0.19	99.71	0.00	0.00
	2	0.54	9.69	87.74	0.16	1.86
	4	1.57	19.46	62.83	1.35	14.78
	6	1.53	20.45	48.81	3.71	25.50
	8	2.97	17.63	43.07	6.53	29.81
	12	3.85	17.34	39.79	6.35	32.69
	20	4.21	22.32	34.55	6.17	32.75
IR	1	8.33	0.44	1.53	89.69	0.00
	2	3.77	3.08	5.11	86.45	1.59
	4	3.18	10.03	8.40	70.02	8.38
	6	5.95	12.17	5.64	62.30	13.94
	8	9.33	11.70	4.04	58.46	16.47
	12	12.81	14.95	3.29	50.59	18.35
	20	16.87	21.25	2.68	41.37	17.83
LER	1	0.38	9.34	4.46	0.02	85.80
	2	0.13	13.39	4.19	0.18	82.11
	4	1.52	18.93	7.13	1.00	71.42
	6	1.87	20.96	6.38	1.95	68.84
	8	1.89	22.98	5.79	1.81	67.53
	12	2.10	24.80	5.02	1.70	66.38
	20	3.56	26.60	4.59	2.89	62.35

圖3 平坦化的菲力普曲線(以1997年第3季為分段點)

(圖3-1 樣本期間：1984Q1-1997Q2)



(圖3-2 樣本期間：1997Q3-2010Q2)



若將表2合於理論預期的4組模型加以分段估計，而列出分段樣本的A矩陣估計結果於表4^{註20}，則可發現在後期樣本，產出缺口與通貨膨脹率的聯繫變數 a_{32} 的係數均不符合合理

論預期^{註21}。因此，後期樣本的產出缺口與通貨膨脹率正向關係或抵換關係似已不存在（參見表4）。

表4 擴充模型分段樣本的A矩陣估計結果

代碼	樣本期間	a21	a31	a32	a41	a42	a43	a51	a52	a53	a54
4-1	1984Q1-1997Q2	0.354*	0.174	-0.134	-0.025	-0.0002	-0.037	-0.002	0.007**	0.002	-0.007
	1997Q3-2010Q2	-0.369**	-0.042	0.193**	-0.078**	0.012	-0.027	-0.002	0.003*	0.005*	0.015
4-2	1984Q1-1997Q2	0.348*	0.157	-0.135	-0.026	-0.001	-0.036	-0.002	0.007**	0.002	-0.007
	1997Q3-2010Q2	-0.355**	-0.023	0.192**	-0.076**	0.010	-0.029	-0.0003	0.003*	0.006**	0.016
4-3	1984Q1-1997Q2	0.355*	0.174	-0.134	-0.0002	-0.000001	-0.0003	-0.002	0.007**	0.002	-0.726
	1997Q3-2010Q2	-0.374**	-0.025	0.193**	-0.0007**	0.0001	-0.0002	-0.0009	0.003*	0.006**	1.937
4-4	1984Q1-1997Q2	0.349*	0.157	-0.135	-0.0002	-0.00001	-0.0003	-0.002	0.007**	0.002	-0.739
	1997Q3-2010Q2	-0.358**	-0.025	0.192**	-0.0007**	0.00009	-0.0003	-0.0003	0.003*	0.007**	1.591

說明：模型4-1的變數組合為TRIUSD、GAP1、GCPI、IR、LER。
 模型4-2的變數組合為TRINTD、GAP1、GCPI、IR、LER。
 模型4-3的變數組合為TRIUSD、GAP1、GCPI、LIR、LER。
 模型4-4的變數組合為TRINTD、GAP1、GCPI、LIR、LER。

若就衝擊反應分析，以模型4-1為例^{註22}，當面對產出缺口上升衝擊時，在前期樣本時，都有正向反應，且在短期時具有顯著性。但在後期樣本時，有些落後期並無正向反應，且顯著性亦低。而產出缺口在面臨通

膨脹率上升衝擊時，與前述之全期樣本分析相同，衝擊影響並不顯著（參見圖4及5）。

至於預測誤差變異分解，仍以模型4-1為例^{註23}。由表5可看出，就產出缺口變異的解釋力而言，除本身外，前期樣本以貿易依

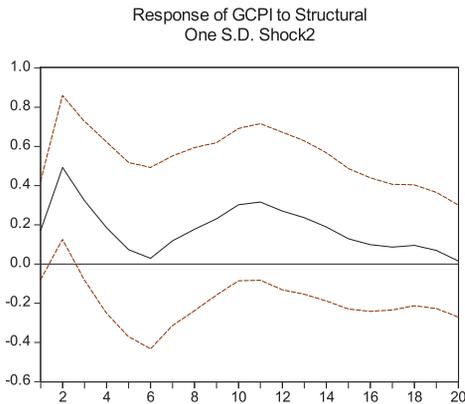
存度最大，但在後期樣本中，利率與通膨率的解釋力已高過貿易依存度。可能是因為在後期樣本的低通膨與低利率時期，雖然通膨與利率的變動度不大，但一旦有所變化，效果可能較以往高通膨與高利率時期來的大。

而就通膨率變異的解釋力而言，雖然不論前、後期樣本，長期（約5年）來看均以產出缺口的解釋力最高，但前期樣本，產出缺

口的解釋力一枝獨秀的情況，在後期樣本已減弱，甚至以1年至3年期而言，利率解釋力尚且高過產出缺口，可能因後期樣本受全球化等外來因素影響，通膨率對國內產出變動的敏感度降低所致，該結果與全期樣本相似（參見表5），此點似亦可驗證全球化因素為造成菲力普曲線平坦化的主要原因。

圖4 擴充模型分段樣本的通膨對產出缺口上升之衝擊反應

(圖4-1 樣本期間：1984Q1-1997Q2)



(圖4-2 樣本期間：1997Q3-2010Q2)

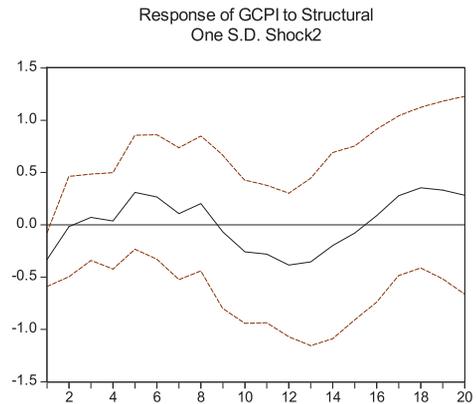
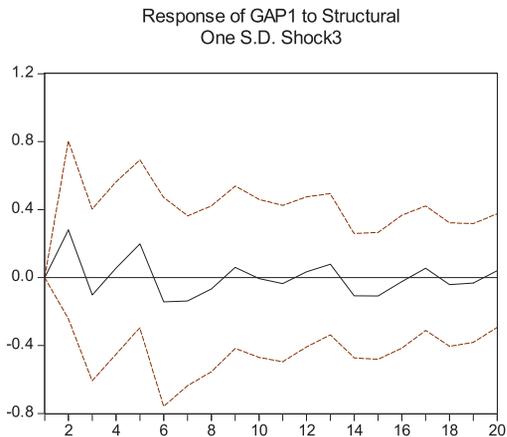


圖5 擴充模型分段樣本的產出缺口對通膨上升之衝擊反應

(圖5-1 樣本期間：1984Q1-1997Q2)



(圖5-2 樣本期間：1997Q3-2010Q2)

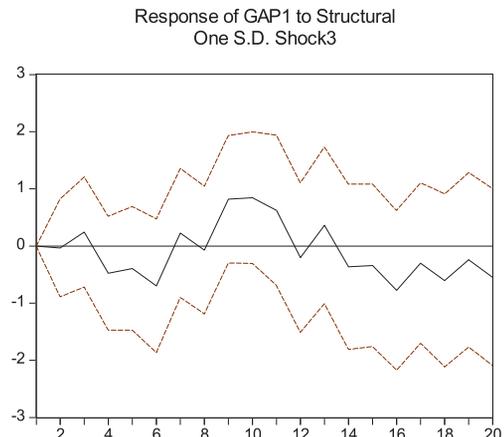


表5 擴充模型分段樣本的預測誤差變異分解—以模型4-1為例

變異變數	期數	衝擊變數									
		TR1USD		GAP1		GCPI		IR		LER	
		1984Q1-1997Q2	1997Q3-2010Q2								
TR1USD	1	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	91.57	78.25	7.38	2.60	0.06	4.07	0.19	6.48	0.80	8.60
	4	84.63	45.79	8.19	11.31	1.57	3.97	4.01	22.85	1.60	16.08
	6	82.04	33.53	9.77	13.13	2.09	15.04	4.43	25.56	1.67	12.73
	8	78.43	35.19	10.70	12.89	1.93	14.87	4.55	24.52	4.39	12.53
	12	58.79	27.32	25.66	18.31	2.35	21.06	4.04	23.12	9.16	10.18
	20	42.62	20.26	44.48	18.26	1.89	22.73	3.28	31.35	7.72	7.40
GAP1	1	6.03	12.89	93.97	87.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	4.80	15.14	84.83	58.88	3.52	0.02	0.49	22.37	6.35	3.59
	4	6.16	13.98	79.41	38.45	3.40	3.29	4.04	38.54	6.99	5.74
	6	5.70	10.72	79.20	41.33	3.77	8.05	4.85	35.52	6.49	4.37
	8	7.65	14.00	76.13	42.20	3.93	7.46	5.76	32.20	6.52	4.14
	12	8.23	12.86	74.78	40.81	3.35	14.72	6.82	27.21	6.82	4.39
	20	9.33	12.18	73.38	41.44	3.34	18.00	7.23	24.59	6.72	3.80
GCPI	1	4.97	0.81	3.55	11.99	91.48	87.20	0.00	0.00	0.00	0.00
	2	5.57	0.93	23.66	9.73	67.62	84.45	2.60	4.86	0.54	0.03
	4	4.30	3.09	24.10	6.64	47.11	66.45	4.69	17.45	19.80	6.37
	6	4.12	2.29	20.35	10.58	48.43	53.14	9.04	25.48	18.06	8.51
	8	4.33	6.36	21.45	10.75	46.17	52.88	9.55	22.23	18.50	7.77
	12	3.91	6.49	29.18	15.96	38.50	50.82	11.52	18.82	16.90	7.90
	20	5.01	5.24	31.08	22.14	36.16	47.82	11.72	17.04	16.04	7.76
IR	1	0.45	34.28	0.08	1.98	1.87	1.18	97.60	62.55	0.00	0.00
	2	2.41	23.64	0.67	0.77	12.72	3.94	83.97	69.06	0.23	2.59
	4	12.24	7.02	14.87	0.25	24.53	7.03	45.03	78.00	3.32	7.71
	6	10.34	4.08	19.47	1.65	20.61	4.32	42.85	81.49	6.73	8.46
	8	10.02	3.22	18.35	1.56	18.48	4.16	46.33	83.22	6.82	7.84
	12	13.81	3.03	18.96	3.65	16.69	11.54	44.14	76.07	6.40	5.71
	20	14.12	4.80	20.72	4.90	15.24	13.55	43.30	71.33	6.62	5.42
LER	1	6.58	1.31	24.31	1.72	0.37	8.88	0.83	2.67	67.90	85.42
	2	13.54	0.66	35.46	1.77	0.29	8.17	3.36	18.80	47.36	70.60
	4	6.63	3.08	54.31	2.03	0.16	19.56	11.35	32.35	27.56	42.99
	6	4.32	3.85	64.41	2.25	0.18	18.99	11.77	34.92	19.32	39.99
	8	3.51	4.69	70.07	6.03	0.45	17.46	10.19	36.25	15.78	35.58
	12	3.82	5.91	74.88	16.02	0.39	18.70	8.39	30.88	12.52	28.49
	20	4.18	6.03	74.58	17.81	0.62	19.91	8.63	29.63	11.99	26.62

伍、結論與建議

本文的實證部份係採用SVAR模型，建構貿易依存度、產出缺口、通貨膨脹率、利率及匯率等5變數的擴充模型。就全期樣本而言，當通膨率面對產出缺口衝擊時，短期內即有明顯的同向效果，驗證產出與通膨抵換關係確實存在。惟分段樣本結果顯示在後期樣本時，通膨率與產出缺口的聯繫係數的符號已不合理的預期，產出缺口與通膨率的抵換關係亦不顯著，換言之，菲力普曲線平坦化後，要抑制通膨走勢時，可能需要犧牲較以往更高的產出下降的成本。

本文的實證結果顯示：菲力普曲線平坦化後，抑制通膨需要犧牲較大的產出下降成本。由此可推得的政策意涵有四：

- 一、菲力普曲線平坦化後，要藉由貨幣政策化解通膨壓力，已相當不易，此時，如果通膨預期的基準作用不強，則執行貨幣政策恐怕事倍功半，因此，央行執行貨幣政策時，應強化通膨預期的基準作用。
- 二、平坦化的菲力普曲線意謂要抑制通膨走勢時，需要較多的產出下降作抵換，而較以往為高的抵換成本可能不利經濟成長，在貨幣政策的執行上，央行可能要加強與大眾的溝通技巧。
- 三、雖然產業結構改變已使原油依存度降低，但因油價波動為供給面衝擊，不僅

通膨升高，尚可能不利產出成長，而形成停滯性通膨的局面，比單純通膨上升的需求面衝擊更為複雜^{註24}。由於菲力普曲線平坦化後，在高通膨形成時需要較多的產出下降作抵換，但供給面衝擊已使產出有下降隱憂，可供抵換的產出下降空間有限，且通膨若來自供給面衝擊，可能產出下降亦無濟於事。因此，密切監測油價所引起的供給面衝擊之發展，在菲力普曲線平坦化後更形重要。

四、平坦化的菲力普曲線意謂產出與通膨抵換關係較以往薄弱，要抑制通膨需犧牲極高的產出成長。若通膨上升的衝擊係來自供給面衝擊時，即使產出下降亦無濟於事，此時，若一味執著於通膨穩定上，可能使產出急遽惡化，而不利經濟金融環境之穩定發展。換言之，貨幣政策目標機制應因地制宜而有所彈性^{註25}，除通膨穩定外，尚須納入降低產出成長波動度的考量。

本文另一項重要的實證結果為，支持文獻所言的「抵換率」(藉由犧牲產出平抑物價)與「受益率」(藉由忍受通膨而拉抬產出)具不對稱性的特性。由於「受益率」實證上並不顯著，意謂執行擴張性貨幣政策時，效果可能不顯著；或可能係因臺灣經濟仰賴原物料進口甚深，而近幾年來，產出溫和成

長，通膨上升來自需求面衝擊的情況並不多，反而多因國際原物料價格上揚所帶來的供給面衝擊居多。惟通膨若是來自供給面衝擊，則忍受通膨可能仍無法有產出上升的好處，以致受益率實證上不顯著。

至於未來的研究方向，或可將A矩陣設定加以放寬，換言之，由於EViews軟體採

用簡略的下三角矩陣限制，侷限了變數同期影響關係，未來或可使用其它軟體而將A矩陣設定放寬，進而改善模型更加一般化^{註26}。

其次，本文已驗證產出與通膨兩者之抵換關係具有不對稱性，未來或可採用門檻模型，加以釐清產出與通膨間的非線性關係。

附表1 變數的資料型態及來源說明

變數類別	代號	說明	資料來源
國際油價	LPoil	取自然對數的杜拜原油價格	AREMOS
	GPoil	杜拜原油價格年增率	
	DPoil	杜拜原油價格季變動率	
名目利率	IR	金融業隔拆利率	金融統計月報
	LIR	$LIR = \ln(1 + inter/100)$	
實質利率	R1	$R1 = IR - GCPI$	金融統計月報
	R2	$R2 = \ln(1 + (IR - GCPI)/100)$	
通貨膨脹率	GCPI	消費者物價指數年增率	行政院主計處
產出缺口 $= (y/\hat{y}-1)*100\%$	GAP1	潛在 $gdp(\hat{y})$ 為Hodrick-Prescott Filter	行政院主計處
	GAP2	潛在 $gdp(\hat{y})$ 以生產函數法估算 ^{註27}	
新台幣兌美元匯率	LER	取自然對數的新台幣兌美元匯率	金融統計月報
	GER	新台幣兌美元匯率年增率	
	DER	新台幣兌美元匯率季變動率	
進口物價 ^{註28}	LPM	取自然對數的輸入價格	行政院主計處
	GPM	輸入價格年增率	
	DPM	輸入價格季變動率	
	LPMUS	取自然對數的美元計價之進口指數	
	GPMUS	美元計價之進口指數年增率	
	DPMUS	美元計價之進口指數季變動率	
	LPMNT	取自然對數的台幣計價之進口指數	
	GPMNT	台幣計價之進口指數年增率	
DPMNT	台幣計價之進口指數季變動率		
貿易依存度	TR1USD	$TR1US = (\text{出口} + \text{進口}) / \text{名目GDP}(\text{美元計價})$	行政院主計處
	TR1NTD	$TR1TD = (\text{出口} + \text{進口}) / \text{名目GDP}(\text{台幣計價})$	
	TR2	$TR2 = (\text{名目輸出} + \text{輸入}) / \text{名目GDP}$	
	TR3	$TR3 = (\text{實質輸出} + \text{輸入}) / \text{實質GDP}$	

附 註

- (註1) 雖然可將其視為對抗通膨時，所會產生的成本，但亦有學者認為抵換率低估產出下降帶給失業者及其家庭痛苦的個人成本，因此無法真實反映對抗通膨的實際成本(Filardo(1998))。
- (註2) Filardo (1998)並無揭示「緩和期」的估計結果，主要因為在該時期其所估計的菲力普曲線的斜率為0，以致抵換率的估計值可能出現接近於無限大的不合理現象。
- (註3) 若以VAR模型而論，比較Cecchetti (1994)的2變數模型、Shapiro and Watson (1988)的3變數模型及Cecchetti and Rich (1999)的4變數模型的結果，隨著衝擊變數的增加，其估計值的值域變動更易加大。
- (註4) 本文的分類主要依據 (Coffinet, Matheron及Poilly(2007)、Ascari及Ropele(2008))，惟Ascari及Ropele(2008)將模型估計法再分類為縮減式菲力普曲線模型與結構VAR模型。惟近2年來，亦有多篇文獻以動態隨機一般均衡模型 (dynamic stochastic general equilibrium model) 來探討產出與通膨抵換率，如Groen及Mumtaz (2008)。
- (註5) 本節之說明及估算方法主要依據EViews軟體為主。
- (註6) 本文不先驗認定利率為實質利率或名目利率，留待實際估計後以通過認定條件加以篩選。
- (註7) 當經濟體達一定之經濟規模時，其資本及人力可能已難再擴充，潛在產出可視為一固定常數。
- (註8) 由於產出缺口與通貨膨脹率具有正向關係，意謂在 (5) 式的同期關係 $e^s = -a_{21} e^{y,t} + b_{22} \mu^s$ 中， e^s 與 $e^{y,t}$ 同期具有正向關係，因此， a_{21} 係數先驗上小於0。
- (註9) 包括勞動市場變革、關鍵性市場 (如電信市場) 的自由化、金融創新、網路交易的盛行及走向以服務業為主的經濟結構。
- (註10) 由於「勞動市場法制化的變革」亦可歸類為「基本經濟結構改變」，因此，以下分項說明不單獨列此分項。
- (註11) 有些實證文獻以「全球產出缺口」來作為此管道的量化指標，惟其定義目前並無定論，文獻上所引用者並不一致。
- (註12) 擴充模型將先納入國際油價變數，如果認定條件通過，則可再加入進口物價與貿易依存度變數，而將模型擴充為5變數模型。惟依據以下的實證分析結果，加入國際油價變數的模型無法通過認定條件。
- (註13) 此假設主要受限於EViews軟體的SVAR模型將A矩陣作了下三角矩陣的簡化處理。
- (註14) 雖然此時亦可加入國際油價變數來擴充模型，但因在下一小節中，基本模型加入國際油價變數後，A矩陣的元素係數 a_{21} 均無法符合理論預期，因此，加入國際油價變數的擴充模型暫不予考量。
- (註15) (5)、(6)、(7) 與 (8) 式所有變數的下標 t 均省略。
- (註16) 限於季刊篇幅有限，無法全部列示所有表格與圖形。若對附表2至附表7的表格，及附圖1至附圖2的圖形有興趣的讀者，請與作者連繫。
- (註17) 原則上，進口物價與貿易依存度兩者並無先後加入之差別，因此，說明順序並不意謂加入之先後，只不過進口物價加入後， a_{21} 係數不符合理論預期，而貿易依存度加入的結果則較符合理論預期。此外，由於考量自由度與樣本數的問題，不傾向同時放入進口物價與貿易依存度兩變數，但即便在貿易依存度後，再加入進口物價變數，似亦無較佳之估計結果。
- (註18) 此時的模型代碼係與附表5一致。
- (註19) 以1997年7月前、後做分切點，樣本數為54及52，接近平分點，且1997年7月泰銖重貶爆發亞洲金融危機，雖然對臺灣經濟似無立即之衝擊影響，但由於東南亞國家相繼受創的外溢效果，後續衝擊到臺灣，因此，1997年7月的分切點雖近於主觀認定，然而亦符合發生制度或結構改變的特殊時點。
- (註20) 在表4中，與表2模型21、22、29及30相對應的模型代碼分別為4-1、4-2、4-3及4-4。
- (註21) 就擴充模型的分段樣本A矩陣估計係數而言，估計結果似不如全期樣本理想。就前期樣本而言， a_{54} 的係數不符理論

預期，可能因臺灣的匯率走勢較不受利率變動所左右。至於後期樣本，除正文所提到的 a_{32} 係數外， a_{31} 與 a_{42} 係數亦均不符預期。

(註22) 有關表4之所有模型的詳細分段樣本衝擊反應圖請參見附圖2。

(註23) 有關表4之所有模組之詳細分段樣本預測誤差分解請參見附表7。

(註24) 因為需求面衝擊所引起的物價飆漲，採用緊縮政策除可降低通膨外，尚能使過熱的景氣暫時降溫，所造成的抵換情況均可視為使經濟體系回復穩定的機制。反觀供給面衝擊所造成的通膨高漲、產出下降的情況，採用緊縮政策將使產出下降的情況更形惡化，若採用寬鬆政策挽救經濟則可能使通膨一發不可收拾。此種兩難的政策困境是需求面衝擊所沒有的。

(註25) 在歷經2004至2007年油價飆漲的供給面衝擊後，不論學界或央行都對通膨目標機制該有所彈性具有共識。

(註26) 由於Eviews軟體如不用其default的下三角矩陣，則無法得到衝擊反應的信賴區間，較難判斷顯著與否。未來或可使用其它軟體，或以bootstrap的方法另行計算信賴區間，達到放寬A矩陣設定的目的，而將模型加以改善。

(註27) 引用本處貨幣估測的泰勒法則估算之數據。

(註28) 無使用進口單價指數，係因財政部在網站上公布修正的數列係自1999年開始，資料時點可能過少。

參考文獻

- 王泓仁 (2005), 「台幣匯率對我國經濟金融活動之影響」, 中央銀行季刊, 第27卷第1期, 第13至46頁, 中央銀行。
- 行政院主計處 (2006), 「人口結構變遷概況」, 社會指標統計年報, 第33至37頁。
- 陳柏琪 (1997), 「物價膨脹與失業率之抵換關係—非力普曲線分析之檢討」, 自由中國之工業, 第87卷第7期, 第19至32頁。
- 葉盛 (2006), 「演進中之通膨過程: 綜述」(摘譯), 國際金融參考資料, 第52輯, 第84至94頁, 中央銀行。
- 葉盛、田慧琦 (2006), 「臺灣的物價情勢: 影響因素探析與計量實證模型應用」, 中央銀行季刊, 第26卷第4期, 第69至115頁, 中央銀行。
- 劉淑敏 (2008), 「全球產出缺口對物價形成過程之影響」, 中央銀行季刊, 第30卷第1期, 第7至36頁, 中央銀行。
- 賴聰輝 (1978), 「工資、物價與失業率」, 臺灣大學經濟研究所碩士論文。
- Amisano, Gianni and Carlo Giannini (1997), *Topics in Structural VAR Econometrics*, 2nd ed, Berlin: Springer-Verlag.
- Ascari, Guido and Tiziano Ropele (2008), "Sacrifice Ratio or Welfare Gain Ratio? Disinflation in a DSGE Monetary Model," *Conference Paper*, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis.
- Astley, Mark S. and Tony Yates (1999), "Inflation and Real Disequilibria," *Working Paper*, Bank of England.
- Aucremanne, L. and M. Collin (2005), "Has Inflation Persistence changed over time? Evidence from aggregate and sectoral Belgian CPI data," National Bank of Belgium.
- Ball, Laurence (1993), "What Determines the Sacrifice Ratio," *Working Paper no. 4306*, National Bureau of Economic Research.
- Barro, Robert J. (1974), "Are Government bonds net wealth?" *Journal of Political economics*, 82(6), pp. 1095-1177.
- Bernanke, Ben S. (2004), "The Great Moderation", *Speech at Meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC*, February 20, 2004.
- Bernanke, Ben S. (2007), "Globalization and Monetary Policy", *Speech at the Fourth Economic Summit Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford, California*, March 2, 2007.
- Borio, Claudio and Andrew Filardo (2007), "Globalization and Inflation: New Cross-country Evidence on the global Determinants of Domestic Inflation", *BIS Working Papers*, No. 227.
- Cecchetti, Stephen G. (1994), "Comment," *Monetary Policy*, ed. N. Gregory Mankiw. Chicago: University of Chicago Press.
- Cecchetti, Stephen G. and Robert W. Rich (1999), "Structure Estimation of the U.S. Sacrifice Ratio," *Staff Reports no. 71*, Federal Reserve Bank of New York.
- Coffinet, Jerome, Julien Matheron and Celine Poilly (2007), "Estimating the Sacrifice Ratio for the Euro Area," *Quarterly Selection of Articles* no. 8, Banque de France.
- Filardo, Andrew J. (1998), "New Evidence on the Output Cost of Fighting Inflation," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Fuhrer, J. and G. Moore (1995), "Inflation Persistence," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110(1), pp. 127-159.
- Gordon, Robert J. and Stephen R. King (1982), "The Output Cost of Disinflation in Traditional and Vector Autoregressive Models," *Bookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 205-242.
- Groen, Jan JJ. and Haroon Mumtaz (2008), "Investigating the Structural Stability of the Phillips Curve Relationship," *Working Paper no. 350*, Bank of England.
- Kohn, Donald L. (2006), "The Effect of Globalization on Inflation and Their Implications for Monetary Policy," *Speech at the Federal Reserve Bank of Boston's 51st Economic Conference, Chatham, Massachusetts*, June 16, 2006.
- Mankiw, N. Gregory (1991), *Macroeconomics Discussion Series*, New York: Worth Publishers.

- Melick, William and Gabriele Galati (2006), "The Evolving Inflation process: an Overview," *BIS Working Papers*, no. 196.
- Okun, Arthur M. (1978), "Efficient Disinflation Policy," *American Economic Review*, 68, pp. 348-352.
- Phillips, A. W. (1958), "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957," *Economica*, 25, pp. 283-299.
- Roberts, J. (2005), "The Evolving Inflation Process," paper presented at the BIS Autumn Economists' Meeting, pp. 27-28 October, Basel.
- Romer, D. (1993), "Openness and Inflation: Theory and Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, 108 (4), pp. 869-904.
- Savioz, M. and T. Maag (2005), "Changes in the Swiss Inflation Process- Stylised Facts, Determinants, and Policy Implication," paper presented at the BIS Autumn Economists' Meeting, pp. 27-28 October, Basel.
- Shapiro, Matthew D. and Mark W. Watson (1988), "Source of Business Cycle Fluctuations," in *NBER Macroeconomics Annual*, eds. Olivier J. Blanchard and Stanley Fischer. Cambridge: M.I.T. Press.
- Sims, Christopher A. (1980), "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, Vol. 48, No.1, pp. 1-48.
- Temple, J. (2002), "Openness, Inflation and the Phillips Curve: A Puzzle," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34 (2), pp. 450-468.
- Toda, Hiro Y., and Taku Yamamoto (1995), "Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated process," *Journal of Econometrics*, 66, pp. 225-250.
- UN (2006), "Population Estimates and Projections: The 2006 Revision Population Database," <http://www.cia.gov>.
- Walsh, Carl E. (2010), "Implementing Monetary Policy," *Conference Paper for the 2010 Bank of Korea International Conference*.
- Zhang, Lawrence Huiyan (2001), "Sacrifice Ratios with Long-Lived Effects," The Johns Hopkins University, Department of Economics, www.jhu.edu.

國內經濟金融情勢（民國100年第3季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

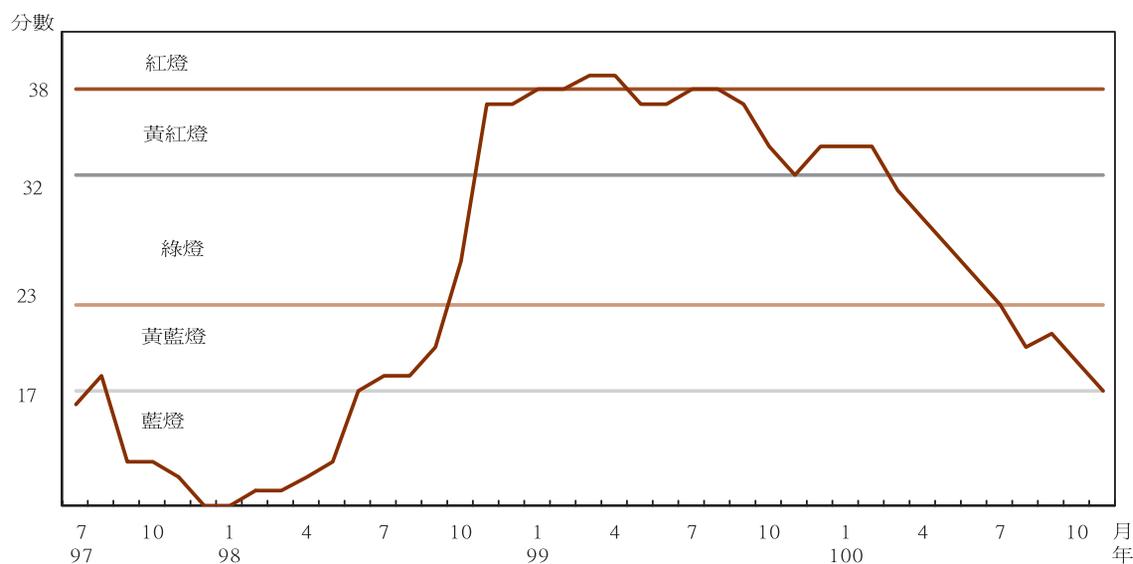
一、經濟景氣擴張力道疲弱

100年8月起，受歐債危機蔓延、全球景氣走緩影響，機械與電機設備進口、出口及股價指數成長明顯轉弱，經建會景氣對策信號連續4個月降至代表景氣可能衰退的黃藍燈。此外，景氣同時、領先指標持續下滑，

顯示景氣擴張力道減弱。

另外，100年下半年以來，台灣經濟研究院服務業及製造業營業氣候測驗點同呈下滑，至11月分別降為89.36點及89.04點，顯示經濟景氣前景並不樂觀。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



二、經濟成長減緩

100年第3季，隨全球景氣趨緩，我國出口成長減緩，民間投資轉呈明顯衰退，雖民

間消費維持溫和成長，惟經濟成長率仍降為3.42%。行政院主計處(以下簡稱主計處)預測100年第4季，民間投資將續呈衰退，民間消費成長減緩，經濟成長率為3.69%。

圖2 經濟成長、投資與消費

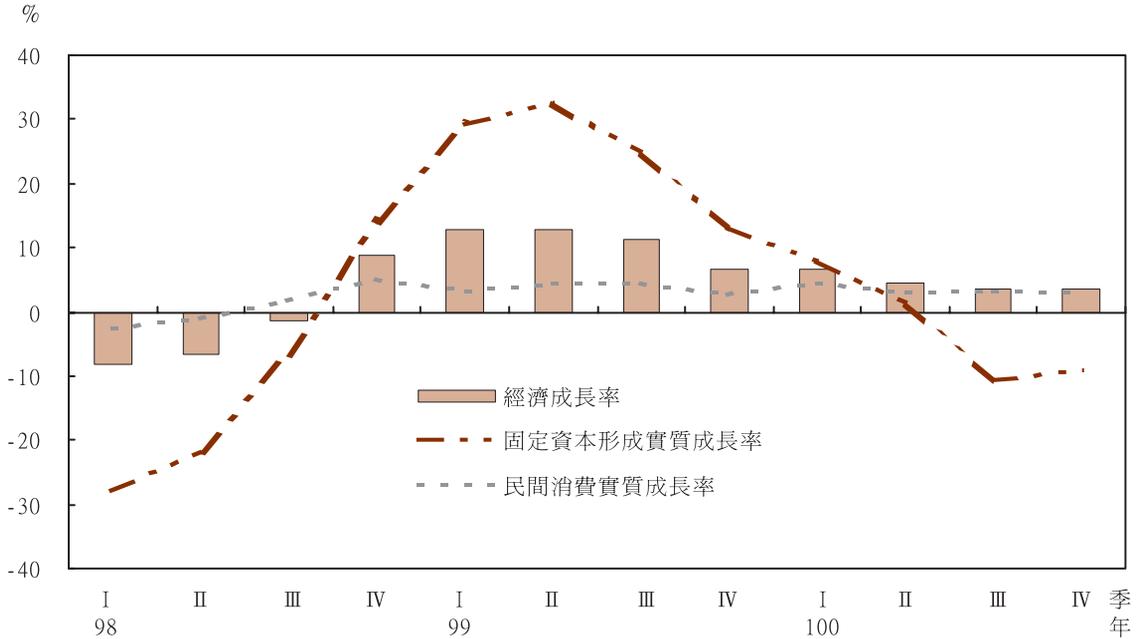


表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入	
					合計	民間	公營			政府
97年		0.73	-0.93	0.83	-12.36	-15.58	-1.98	1.18	0.87	-3.71
98年	r	-1.81	0.76	4.01	-11.25	-18.15	2.14	15.94	-8.68	-13.10
99年	r	10.72	3.67	0.58	23.99	33.84	8.00	-3.10	25.56	28.23
100年	f	4.51	3.40	1.17	-3.35	-2.75	-11.25	-2.21	5.42	0.49
101年	f	4.19	2.88	0.17	0.18	2.57	5.99	-13.96	5.93	2.87
99/4	r	6.50	2.65	-0.89	13.20	18.74	6.62	-0.51	15.03	15.44
100/1	r	6.62	4.61	0.62	7.74	10.55	-15.97	0.69	11.20	7.55
	2 r	4.52	3.04	0.85	1.41	4.76	-15.01	-5.38	4.94	1.78
	3 p	3.42	3.14	2.43	-10.66	-11.90	-3.14	-7.11	2.09	-3.92
	4 f	3.69	2.83	0.72	-9.25	-12.10	-11.10	2.65	4.20	-2.70
100年	第3季 貢獻百分點p	3.42	1.68	0.27	-2.09	-1.85	-0.04	-0.21	1.55	-2.31

資料來源：行政院主計處。

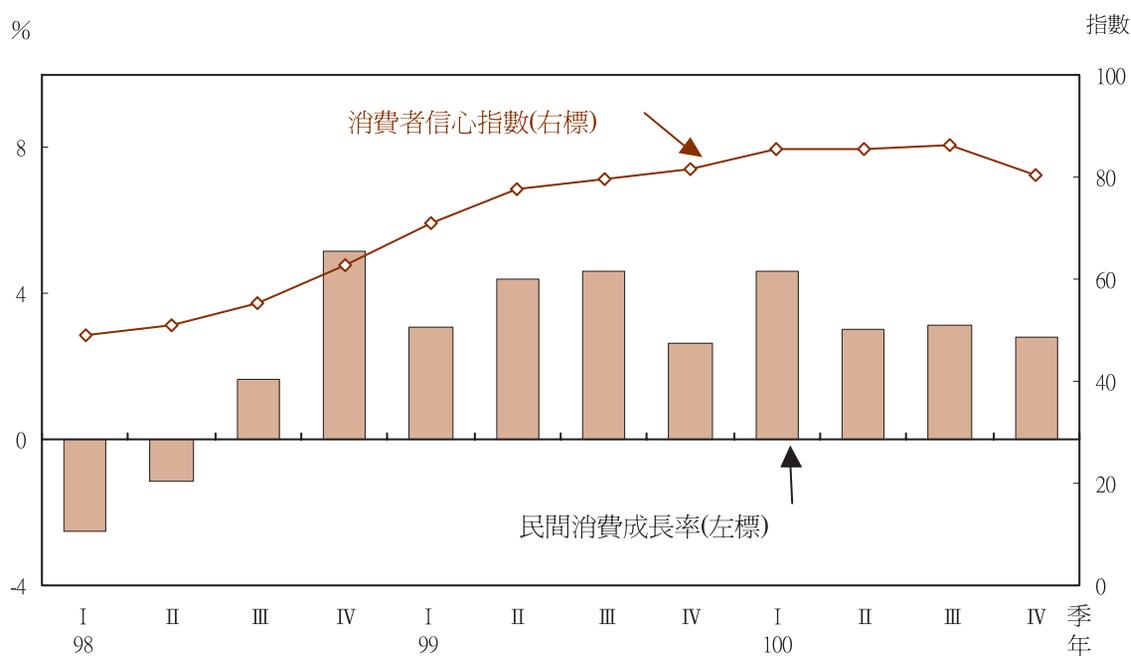
註：r為修正數，p為初步估計，f為預測數

三、民間消費溫和成長

100年第3季，雖然股市交投轉淡，金融財富縮水，削弱民間消費動能，惟隨就業情勢持續改善，民間消費表現尚佳，零售業及餐飲業營業額分別成長5.23%及8.07%，自用

小客車新增掛牌數增加13.26%，民間消費穩定成長3.14%。第4季，由於經濟前景混沌不明，不利企業獲利與人力僱用，加上股市交投疲弱，降低消費信心，主計處預測民間消費成長率降為2.83%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

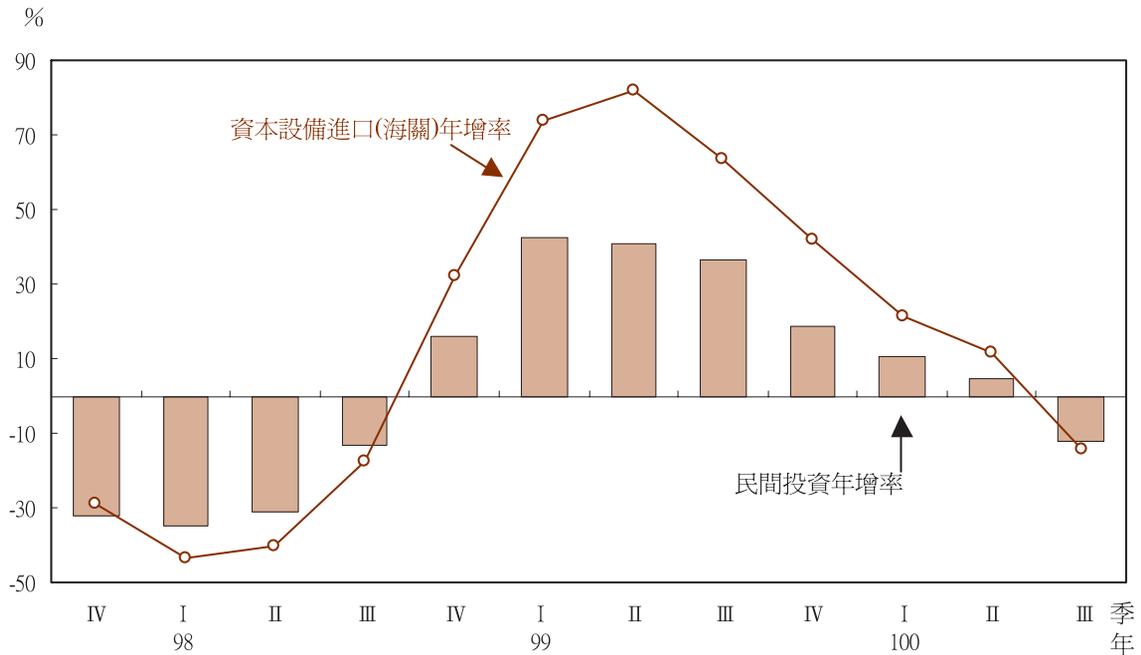


四、民間投資成長動能下滑

100年第3季，隨外需成長減緩，產能利用率下滑，獲利衰退，科技業者相繼縮減資本支出規模，以新台幣計價之資本設備進口

衰退22.50%，機械設備投資負成長20.64%，營建與運輸工具投資亦分別負成長3.42%及10.24%，致民間投資負成長11.90%。主計處預測第4季民間投資續呈負成長12.10%。

圖4 民間投資與資本設備進口



五、進出口成長趨緩

100年第3季，在電子、資通與基本金屬等產品國外需求帶動下，出口持續成長，惟受六輕部分停工影響，美元計價商品出口成長率降為11.62%，以新台幣計價則僅為1.05%；輸出(含商品及服務)成長2.09%。因出口與投資衍生之進口需求減緩，以及國際原物料價格走高，美元計價進口成長10.31%，以新台幣計價則衰退0.09%；輸入

(含商品及服務)負成長3.92%。

隨全球景氣趨緩，11月出口、進口成長率分別劇降為1.3%、-10.4%。主計處預測第4季輸出、輸入成長率分別為4.20%與-2.70%。此外，6月以來，受歐債危機惡化，全球經濟趨緩影響，我國對主要地區之出口年增率，均較上年同期減緩。其中，對歐盟出口轉呈負成長，對美國出口成長減幅則最大。

圖5 進出口貿易

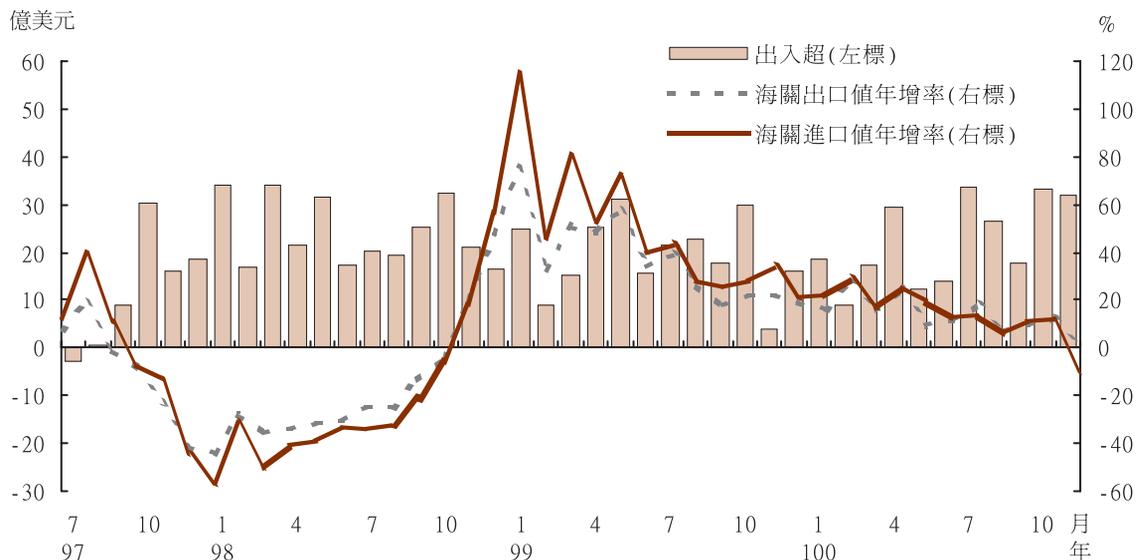
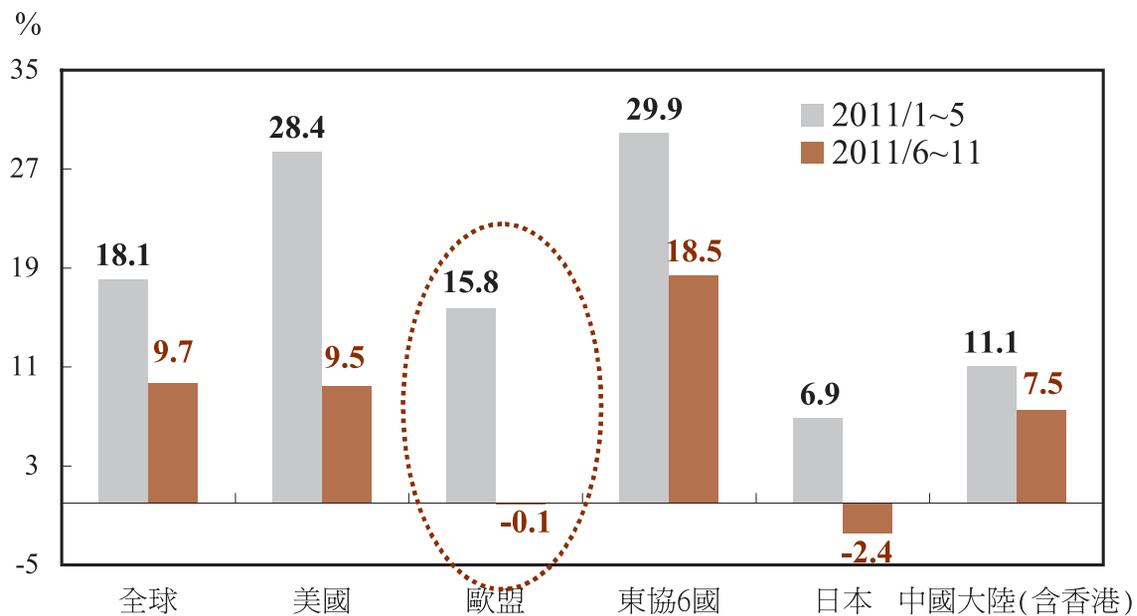


圖6 台灣對主要市場出口成長率

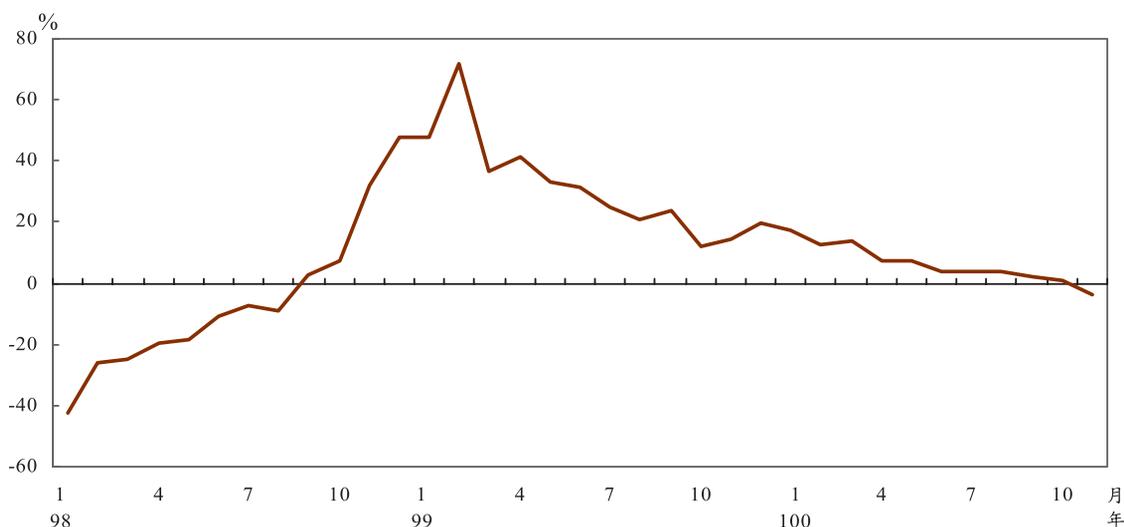


六、工業生產成長明顯減緩

100年初以來，各月工業生產指數年增率受國內外景氣趨緩及比較基期較高影響，漸次下滑，至11月為-3.55%。其中，製造業年增率為-4.22%，以化學工業衰退6.26%最

為顯著，主要係因國際原油價格劇烈震盪，加以歐債危機影響市場需求，業者減產因應所致；而資訊電子以及金屬機械工業則分別衰退5.02%以及2.87%；民生工業則微幅成長0.77%。

圖7 工業生產年增率

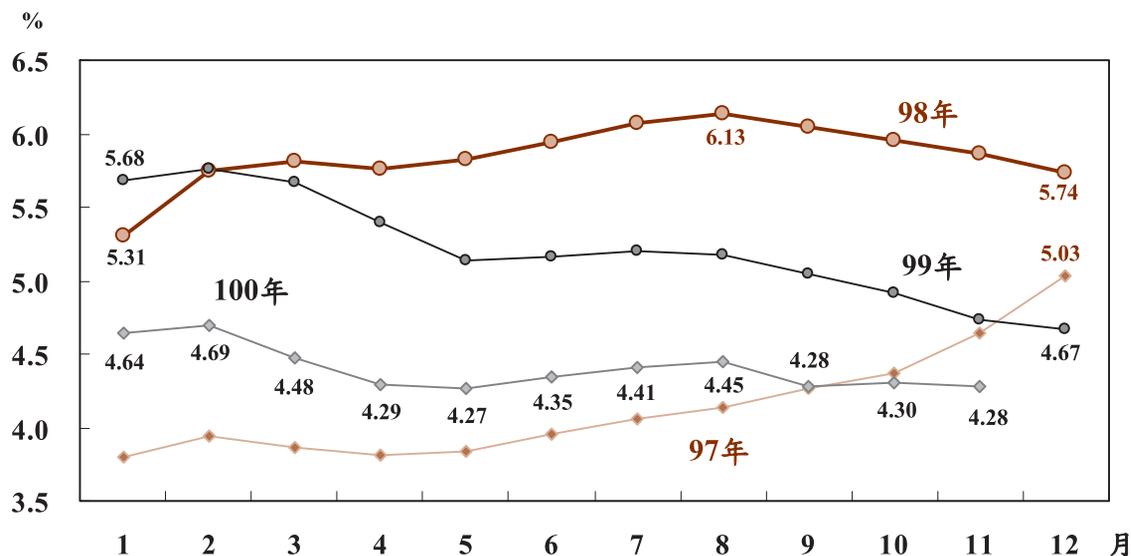


七、失業率下降、薪資成長將趨緩

100年6月起，因畢業生及暑期工讀生投入職場，加上景氣減緩，企業僱用轉趨保守，失業率上升至9月之4.45%後回降，至11月為4.28%，較上年同月下降0.45個百分點。1至11月平均失業率為4.40%，亦較上年同期下降0.86個百分點。

由於企業反映獲利，調高薪資及增加發放獎金，100年受僱員工薪資(非農業部門每人每月平均薪資)持續成長，至10月年增率為1.52%，其中經常性薪資年增率為1.70%；1至10月平均薪資年增率為2.91%，其中經常性薪資年增率為1.47%，二者增幅均較上年同期略緩。

圖8 失業率



八、消費者物價漲幅愈趨溫和

100年下半年，隨國際原物料行情回軟，進口原物料成本推升國內相關商品價格之壓力減輕，加上國內天候良好，水果價格平穩、蔬菜價格下跌，CPI年增率愈趨溫和，至11月為1.01%；不包括蔬果、水產及能源之CPI (即核心CPI)年增率則為1.24%。1至11月平均CPI年增率為1.37%；核心CPI年

增率則為1.12%。主計處預測全年CPI年增率為1.37%。

反映基本經濟情勢，新台幣對主要貿易對手國貨幣升值，有助紓緩國際原物料進口成本之上升壓力。100年1至11月，以新台幣計價與美元計價之進口物價年增率相差8.61個百分點。

圖9 消費者物價與核心物價

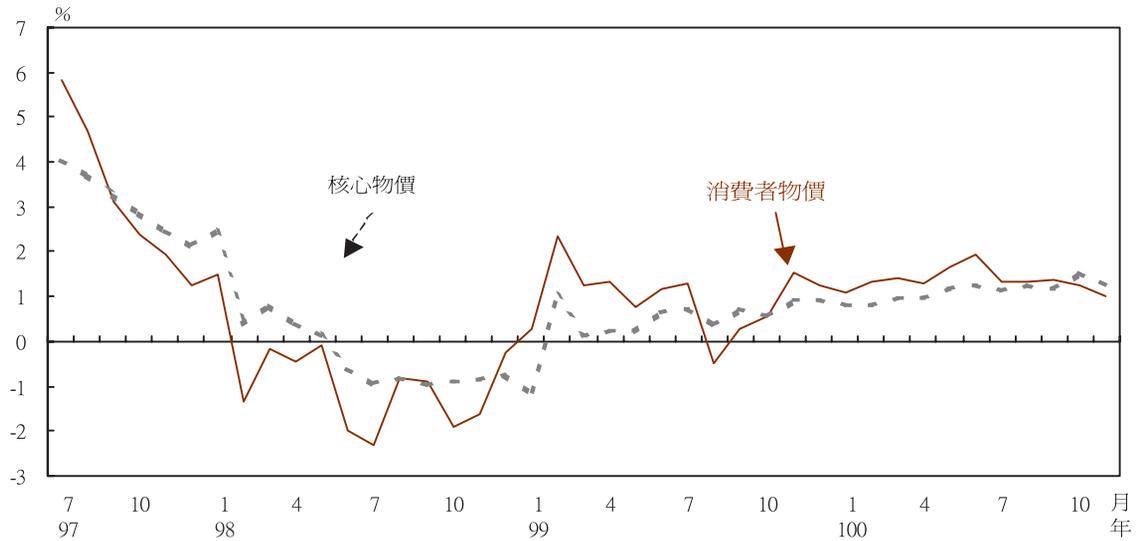
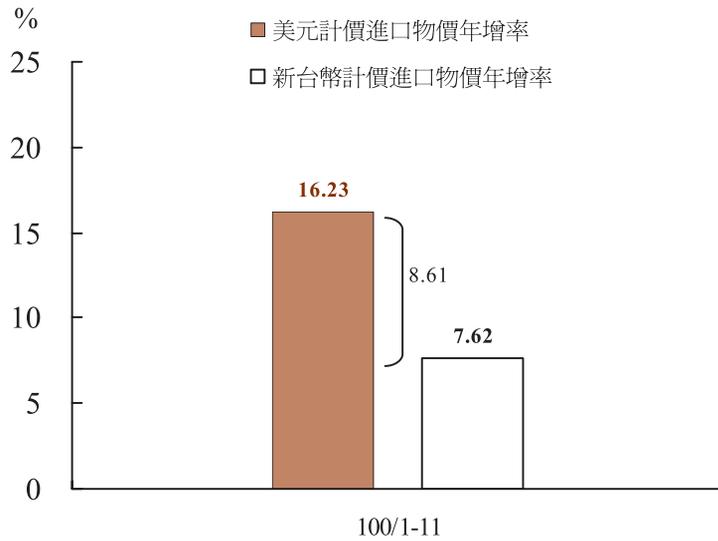


圖10 進口物價年增率



國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差10,213百萬美元， 產減少3,464百萬美元(表1及圖1)。

金融帳淨流出11,574百萬美元，央行準備資

表1 國際收支

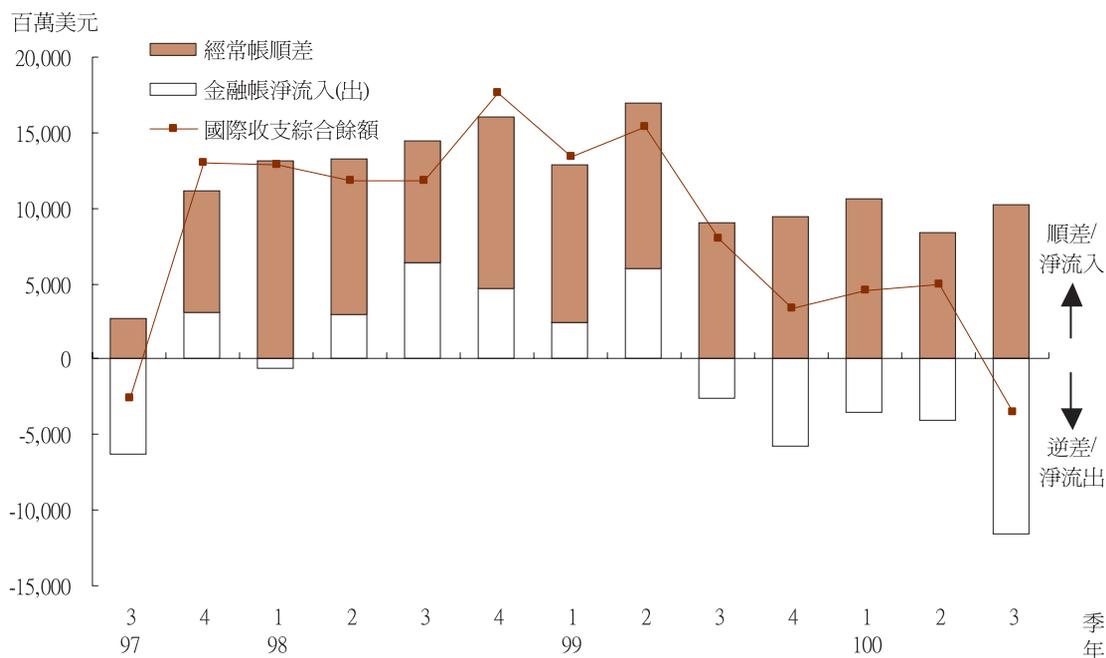
民國100年第3季暨民國99年第3季

單位：百萬美元

	(1) 100年 第3季	(2) 99年 第3季	(1)-(2)
A. 經常帳	10,213	9,059	1,154
商品出口(f.o.b.)	78,222	70,093	8,129
商品進口(f.o.b.)	-70,513	-63,180	-7,333
商品貿易淨額	7,709	6,913	796
服務：收入	11,344	10,279	1,065
服務：支出	-10,410	-9,991	-419
服務淨額	934	288	646
所得：收入	6,974	6,295	679
所得：支出	-4,767	-3,743	-1,024
所得淨額	2,207	2,552	-345
經常移轉：收入	1,498	1,251	247
經常移轉：支出	-2,135	-1,945	-190
經常移轉淨額	-637	-694	57
B. 資本帳	-31	-21	-10
資本帳：收入	1	2	-1
資本帳：支出	-32	-23	-9
合計，A加B	10,182	9,038	1,144
C. 金融帳	-11,574	-2,649	-8,925
對外直接投資	-2,742	-2,900	158
來台直接投資	-1,217	129	-1,346
證券投資(資產)	1,564	-8,892	10,456
股權證券	3,737	-743	4,480
債權證券	-2,173	-8,149	5,976
證券投資(負債)	-16,260	-1,340	-14,920
股權證券	-15,563	-1,502	-14,061
債權證券	-697	162	-859
衍生性金融商品	273	153	120
衍生性金融商品(資產)	1,668	1,062	606
衍生性金融商品(負債)	-1,395	-909	-486
其他投資(資產)	-122	1,399	-1,521
一般政府	2	1	1
銀行	-8,284	-998	-7,286
其他	8,160	2,396	5,764
其他投資(負債)	6,930	8,802	-1,872
貨幣當局	0	0	0
一般政府	0	0	0
銀行	4,762	9,036	-4,274
其他	2,168	-234	2,402
合計，A至C	-1,392	6,389	-7,781
D. 誤差與遺漏淨額	-2,072	1,609	-3,681
合計，A至D	-3,464	7,998	-11,462
E. 準備資產	3,464	-7,998	11,462

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，本季出、進口年增率均減緩。出口方面，因去年基期較高，且受全球景氣趨緩及六輕部分停工影響，本季出口年增率降至11.6%；進口方面雖資本設備進口減少，惟受原油等國際原物料價格走高影響，仍較上年同季成長11.6%。出、進口皆為歷年單季次高，且由於出口增額大於進口增額，本季商品貿易順差為7,709百萬美元，較上年同季增加796百萬美元或11.5%。

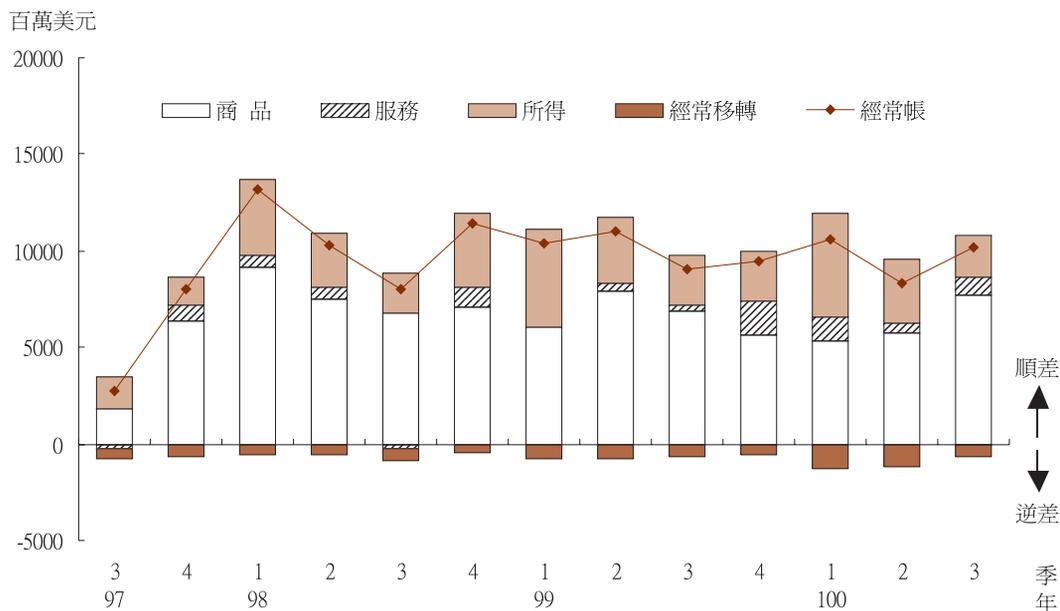
服務方面，本季服務收入11,344百萬美元，創歷年單季最高，較上年同季增加1,065百萬美元，主要係旅行收入及三角貿易淨收入增加；服務支出10,410百萬美元，為歷年

單季次高，較上年同季增加419百萬美元，主要係專利權、商標等使用費、旅行及專業技術事務服務支出增加。收支相抵，本季服務收支順差由上年同季288百萬美元增加為934百萬美元。

所得方面，本季所得收入6,974百萬美元，較上年同季增加679百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出4,767百萬美元，較上年同季增加1,024百萬美元，主要係非居民證券投資所得增加。本季所得收支順差為2,207百萬美元，較上年同季減少345百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季的694百萬美元略減為637百萬美元。

圖2 經常帳



本季雖然所得順差減少，惟商品貿易與服務順差增加，且經常移轉逆差減少，致經常帳順差10,213百萬美元，較上年同季增加1,154百萬美元或12.7%(圖2)。

二、資本帳

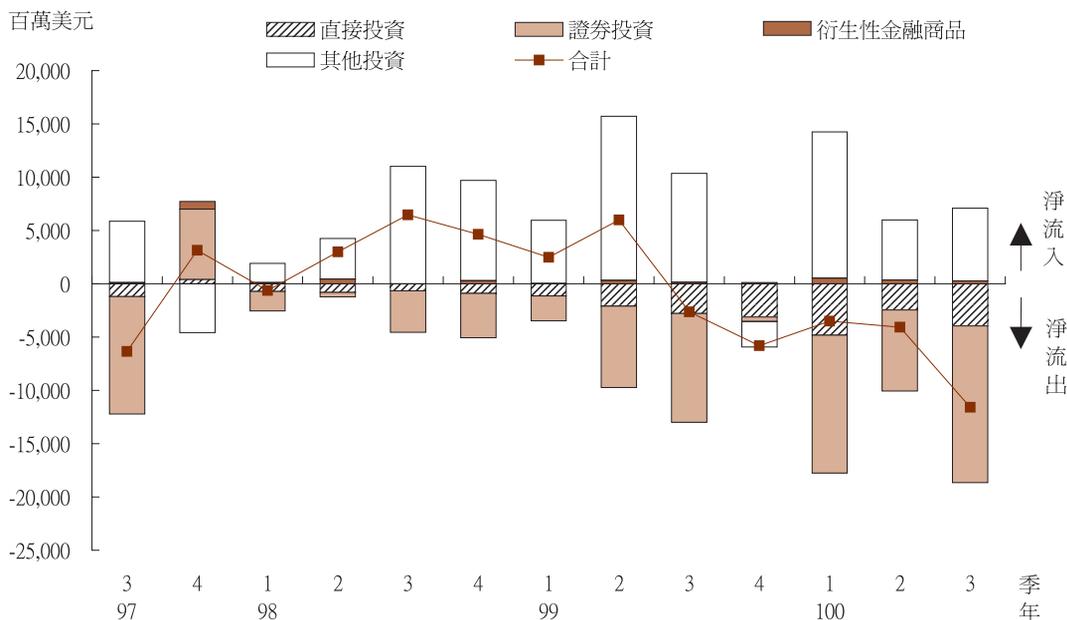
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差31百萬美元，主要係移民匯出款。

三、金融帳

本季金融帳淨流出11,574百萬美元。其中直接投資呈淨流出3,959百萬美元，創歷

年單季次高。台商自簽訂經濟合作架構協議(ECFA)後，積極布局兩岸生產，居民對外直接投資呈淨流出2,742百萬美元，非居民來台直接投資則因美商AIG轉讓南山人壽股權給國內潤成控股公司，轉呈淨流出1,217百萬美元。證券投資呈淨流出14,696百萬美元，其中居民對外證券投資轉呈淨流入1,564百萬美元，主要係歐美主權債務危機，居民贖回投資國外基金；非居民證券投資淨流出16,260百萬美元，創歷年單季最大淨流出，主要係因外資減持台股及公債。衍生性金融商品呈淨流入273百萬美元。其他投資呈淨流入6,808百萬美元，主要係銀行部門引進國外資金及民間部門收回國外存款(圖3)。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計就計價基礎、時差、類別及範圍予以調整）計算，商品出口計78,222百萬美元，較上年同季增加8,129百萬美元或11.6%；商品進口計70,513百萬美元，較上年同季增加7,333百萬美元或11.6%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為7,709百萬美元，較上年同季增加796百萬美元或11.5%。

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11.6%、7.8%及19.9%；工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力（出口比重達82.8%），較上年同季成長11.2%。進口方面，資本設備較上年同季減少14.4%，農工原料及消費品進口則分別增加14.8%及21.8%。資本設備衰退係因廠商看淡未來景氣，投資需求下降，致資本設備投資減少；農工原料因原油價格上漲而成長；消費品則以小客車與醫藥製劑之進口增額較大。

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

橡膠及其製品」增額較大，四者合計占出口總增額的63.6%；進口貨品中，則以「礦產品」、「化學品」、「珍珠、寶石、貴金屬、仿首飾及鑄幣」及「基本金屬及其製品」增額較大，四者合計占進口總增額高達94.3%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加3,376百萬美元或11.8%，為出口增額最大的地區，其次為對東協六國的出口，較上年同季增加1,334百萬美元或12.4%。進口方面，相較上年同季，自中國大陸進口增加2,285百萬美元或23.5%最大，自中東進口增加1,733百萬美元或23.4%次之。就主要出口市場比重來看，以中國大陸所占比重最高，達40.8%，其次為東協六國，比重15.4%，美國的12.1%及歐洲的9.9%分居第三、四位。主要進口來源則以日本所占比重最高，達18.3%，其次為中國大陸的17.0%，中東國家的12.9%及東協六國的12.0%分居第三、四位。

二、服務

本季服務收入11,344百萬美元，較上年同季增加1,065百萬美元；服務支出計10,410百萬美元，較上年同季增加419百萬美元。收支相抵，服務收支順差由上年同季288百萬美元增加為934百萬美元。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2,455百萬美元，較上年同季減少175百萬美元，主要係國航海運國際線貨運收入減少。運輸支出計2,648百萬美元，較上年同季增加27百萬美元，主要係海運公司國外港埠費用支出增加。收支相抵，本季運輸收支由上年同季順差9百萬美元轉呈逆差193百萬美元。

(二) 旅行

本季旅行收入計2,630百萬美元，較上年同季增加526百萬美元，主要係因來台日本旅客增加，且平均每人每日消費金額較高。旅行支出計2,891百萬美元，較上年同季增加376百萬美元，主要係國人出國人次及平均每人每日消費金額增加。收支相抵，本季旅行由上年同季逆差411百萬美元縮小為逆差261百萬美元。

(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6,259百萬美元，較上年同季增加714百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計4,871百萬美元，較上年同季增加16百萬美元，主要係專利權、商標等使用費及專業技術與雜項服務

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	100年第3季			99年第3季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	11,344	10,410	934	10,279	9,991	288	1,065	419
一、運輸服務	2,455	2,648	-193	2,630	2,621	9	-175	27
(一)客運	495	392	103	409	377	32	86	15
(二)貨運	1,851	1,218	633	2,120	1,258	862	-269	-40
(三)其他	109	1,038	-929	101	986	-885	8	52
二、旅行	2,630	2,891	-261	2,104	2,515	-411	526	376
三、其他服務	6,259	4,871	1,388	5,545	4,855	690	714	16
(一)通訊	108	138	-30	104	118	-14	4	20
(二)營建	84	27	57	76	15	61	8	12
(三)保險	151	298	-147	103	261	-158	48	37
(四)金融	216	57	159	206	37	169	10	20
(五)電腦與資訊	75	95	-20	55	70	-15	20	25
(六)專利權、商標等使用費	268	1,466	-1,198	125	1,075	-950	143	391
(七)其他事務服務	5,265	2,564	2,701	4,803	3,034	1,769	462	-470
1. 三角貿易及與貿易有關服務	4,190	667	3,523	3,889	1,437	2,452	301	-770
2. 營運租賃	84	397	-313	75	346	-271	9	51
3. 專業技術與雜項	991	1,500	-509	839	1,251	-412	152	249
(八)個人、文化與休閒服務	37	65	-28	26	49	-23	11	16
(九)不包括在其他項目的政府服務	55	161	-106	47	196	-149	8	-35

支出增加。收支相抵，本季其他服務淨收入為1,388百萬美元，較去年同季增加698百萬美元。

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入6,974百萬美元，較上年同季增加679百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出計4,767百萬美元，較上年同季增加1,024百萬美元，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

年同季的2,552百萬美元減少為2,207百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,498百萬美元，較上年同季增加247百萬美元，主要係贍家匯款增加；支出計2,135百萬美元，較上年同季增加190百萬美元，主要係對外捐款增加。本季經常移轉淨支出由上年同季之694百萬美元減為637百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	100年第3季			99年第3季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	6,974	4,767	2,207	6,295	3,743	2,552	679	1,024
一、薪資所得	122	130	-8	93	88	5	29	42
二、投資所得	6,852	4,637	2,215	6,202	3,655	2,547	650	982
(一)直接投資	1,433	1,917	-484	1,534	2,212	-678	-101	-295
(二)證券投資	457	2,497	-2,040	345	1,282	-937	112	1,215
(三)其他投資	4,962	223	4,739	4,323	161	4,162	639	62
經常移轉	1,498	2,135	-637	1,251	1,945	-694	247	190

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11,574百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	100年第3季			99年第3季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-2,742	-1,217	-3,959	-2,900	129	-2,771	158	-1,346
(一)對外直接投資	-2,742	—	-2,742	-2,900	—	-2,900	158	—
(二)來台直接投資	—	-1,217	-1,217	—	129	129	—	-1,346
二、證券投資	1,564	-16,260	-14,696	-8,892	-1,340	-10,232	10,456	-14,920
(一)股權證券	3,737	-15,563	-11,826	-743	-1,502	-2,245	4,480	-14,061
(二)債權證券	-2,173	-697	-2,870	-8,149	162	-7,987	5,976	-859
1.債券與票券	-1,497	-844	-2,341	-8,669	225	-8,444	7,172	-1,069
2.貨幣市場工具	-676	147	-529	520	-63	457	-1,196	210
三、衍生性金融商品	1,668	-1,395	273	1,062	-909	153	606	-486
四、其他投資	-122	6,930	6,808	1,399	8,802	10,201	-1,521	-1,872
(一)貿易信用	723	-361	362	-396	-42	-438	1,119	-319
(二)借款	-5,692	1,197	-4,495	-557	2,856	2,299	-5,135	-1,659
(三)現金與存款	8,040	5,333	13,373	2,824	6,319	9,143	5,216	-986
(四)其他	-3,193	761	-2,432	-472	-331	-803	-2,721	1,092
合 計	368	-11,942	-11,574	-9,331	6,682	-2,649	9,699	-18,624

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3,959百萬美元。兩岸簽訂ECFA後，台商積極兩岸生產布局，對外直接投資呈淨流出2,742百萬美元，對外投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、金融及保險業與批發及零售業；非居民來台直接投資主要行業為批發及零售業、電子零組件製造業與金融及保險業，本季因美商AIG轉讓南山人壽股權給國內潤成控股公司，而轉呈淨流出1,217百萬美元。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出14,696百萬美元。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入1,564百萬美元。其中股權證券淨流入3,737百萬美元，主要係歐美主權債務危機，居民贖回投資國外基金；債權證券投資呈淨流出2,173百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券。債權證券投資中，債券與票券及貨幣市場工具分別呈淨流出1,497百萬美元及676百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流出16,260百萬美元，主要係外資減持台股及公債。其中股權及債權證券投資分別呈淨流出

15,563百萬美元及697百萬美元；債權證券投資中，債券與票券呈淨流出844百萬美元，惟貨幣市場工具則呈淨流入147百萬美元。

三、衍生性金融商品

本季衍生性金融商品淨流入273百萬美元，資產方面淨流入1,668百萬美元，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1,395百萬美元，主要為民間部門及國際金融業務分行承做衍生性金融商品交易損失。

四、其他投資

其他投資包括貿易信用、借款、現金與存款及其他資產與負債。本季其他投資呈淨流入6,808百萬美元，主要係銀行部門自國外引進資金及民間部門收回國外存款。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

居民對外其他投資轉呈淨流出122百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用呈淨流入723百萬美元；貸款呈淨流出5,692百萬美元，主要係國際金融業務分行對國外放款增加；現金與存款呈淨流入8,040百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流出3,193百萬美元，主要係銀行部門其他短期資金流出。

(二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入6,930

百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流出361百萬美元；借款呈淨流入1,197百萬美元，主要係民間部門國外短期借款增加及非居民匯入借券保證金增加；現金與存款呈淨流入5,333百萬美元，主要係銀行部門引進國外聯行資金；其他負債呈淨流入761百萬美元，主要係銀行部門增加其他短期負債。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現逆差，反映在中央銀行準備資產減少3,464百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本年第3季貨幣總計數M2平均年增率自上季之6.00%小幅上升至6.06%，主要因銀行國外資產增加所致；M1B平均年增率則自上季之8.08%下降至7.11%，主要因銀行活期性存款流向定期性存款。10月及11月M1B年增率持續下降，M2因銀行放款與投資成長減緩，年增率轉趨下降。至於主要金融機構放款與投資（以成本計價），由於銀行對民間部門及政府債權成長減緩，本年第3季平均年增率由上季之7.71%下降為7.53%，

10月以後，因景氣趨緩，銀行對民間部門及政府債權成長繼續減緩，11月底年增率降為6.88%。

受本行於本年7月初調升貼放利率影響，銀行業利率小幅上升後多維持不變。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，本年7月一年期存款固定利率自上季底的1.28%，微幅上升至1.36%，至11月底維持不變。五大銀行平均基準放款利率自上季底的2.784%上升至本季的2.855%，

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
99/ 9	14.36	12.15	4.66	6.80	4.59	5.29	6.22
10	11.19	10.05	4.80	6.45	4.63	5.96	6.64
11	8.31	9.18	5.20	6.23	4.99	6.34	7.23
12	8.35	8.77	5.14	5.98	5.18	6.19	6.76
100/ 1	11.11	9.35	5.59	9.68	4.80	7.65	8.43
2	8.37	9.40	6.12	7.44	5.74	7.63	8.34
3	10.08	9.22	5.97	6.78	5.45	8.20	8.63
4	8.73	8.17	5.88	7.97	5.63	7.86	8.45
5	6.92	8.00	6.14	6.58	5.36	7.77	8.22
6	6.72	8.06	5.99	6.74	5.49	7.51	7.68
7	7.30	7.60	6.18	6.52	5.76	7.35	7.41
8	9.45	7.44	6.16	7.15	5.23	7.31	7.55
9	8.84	6.28	5.85	7.58	5.08	7.94	8.15
10	7.50	5.12	5.54	6.89	4.62	7.40	7.68
11	6.37	4.22	5.07	6.74	4.41	6.88	7.23

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

10月底再上升至2.882%，至11月底維持不變。五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.529%上升至9月之1.602%，10月因週轉金及資本支出貸款利率上升，平均利率再

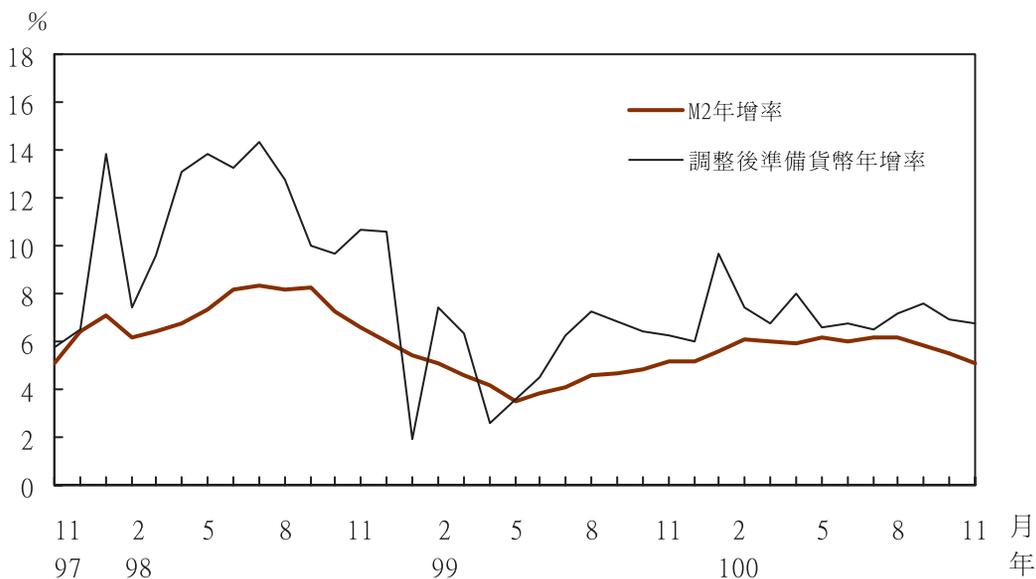
上升至1.605%，11月則因週轉金貸款利率下降，致平均利率下降至1.511%，較6月下降0.018個百分點。

貳、準備貨幣年增率先升後降

本年第3季日平均準備貨幣年增率較上季略減，其中，7月之日平均準備貨幣年增率由6月的6.74%降至6.52%，8月因外資賣超暫存外國人新台幣活期存款帳戶，及上市公司發放現金股利，活期性存款增加，致銀行應提準備增加，日平均準備貨幣年增率升至7.15%；9月因銀行超額準備較高，日平均準備貨幣年增率續升為7.58%。總計本年第3季日平均準備貨幣平均年增率為7.08%，較上季之7.10%，減少0.02個百分點。10月

及11月因台股下跌，活期性存款流向定期性存款，致銀行應提準備減少，日平均準備貨幣年增率下降至11月為6.74%。就準備貨幣變動來源分析，本年第3季雖然有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行陸續發行定期存單等緊縮因素，惟因公債與國庫券還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，日平均準備貨幣較上季增加。10月及11月日平均準備貨幣則轉呈減少。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數M2呈溫和成長

本年第3季貨幣總計數M2日平均年增率自上季之6.00%小幅上升至6.06%，主要因銀行國外資產增加所致；M1B平均年增率則自上季之8.08%下降至7.11%，主要因銀行活期性存款流向定期性存款所致。10月及

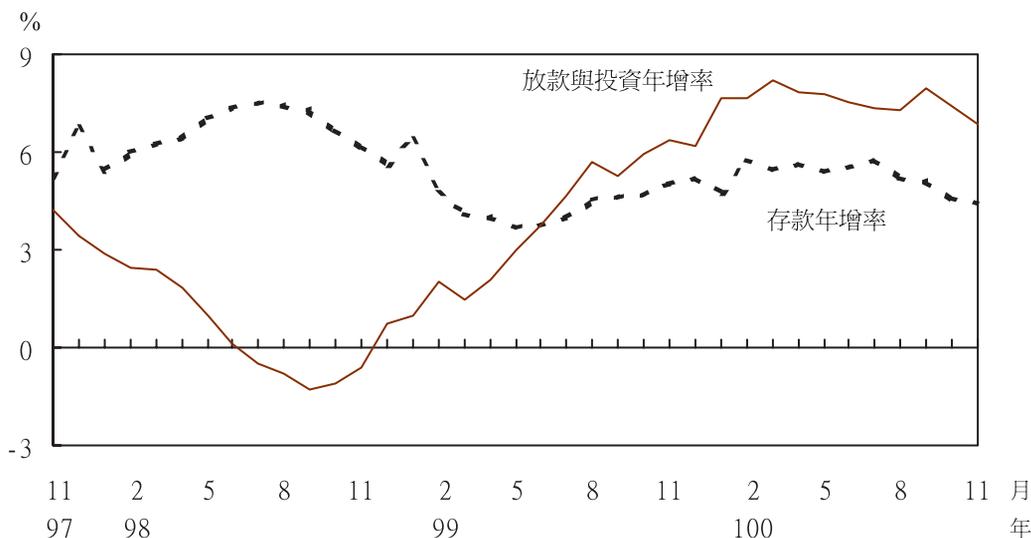
11月M1B年增率持續下降，M2因銀行放款與投資成長減緩，年增率轉趨下降，至11月日平均M1B及M2年增率分別降至4.22%及5.07%。

肆、存款年增率先升後降

本年第3季主要金融機構存款年增率呈先升後降趨勢，7月受上市（櫃）公司發放現金股利影響，年增率由上季底之5.49%上升至5.76%，8月及9月受外資淨匯出影響，年增率分別下降為5.23%及5.08%，10月及11月因銀行放款與投資成長減緩，分別續降至4.62%及4.41%。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，加上9月因股市交易不振，民眾將資金從股市抽離轉存定期性存款，年增率由上季底之7.20%下降至9月底之5.09%；10月及11月底年增率分別續降至4.12%及3.27%。定期性存款方面，9月銀行活期性存款流向定期性存款，以及上年比較基期較低，本季度年增

率由上季底之5.02%上升為5.82%；10月及11月底年增率分別為5.61%及5.87%。政府存款方面，因國庫償還債務支出增加，9月底年增率由上季底之-2.02%下降為-8.16%；10月及11月因政府提前買回國庫券及償還借款，年增率分別續降為-9.22%及-11.10%。比重方面，7月及8月上市（櫃）公司發放現金股利，致活期性存款大幅增加，故本季度活期性存款占存款總數之比重由上季底之32.85%上升為33.00%，定期性存款所占比重則由上季底之63.98%下降至63.87%，政府存款所占比重亦由上季底之3.17%下降至3.13%。11月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為32.77%、64.25%及2.98%。

圖2 主要金融機構存款及放款與投資年增率



伍、銀行放款與投資呈溫和成長

本年第3季底主要金融機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加4,198億元，其中放款與投資分別增加3,873億元與325億元，年增率由上季底之7.51%上升為本季底之7.94%，主要因銀行對民間部門債權增加所致。10、11月，由於景氣趨緩，銀行對民間部門及政府債權成長減緩，致11月底年增率降為6.88%。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5.96%上升為6.22%，11月底則下降為5.55%。

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6.84%、7.84%及8.15%，除對政府債權外，均較上季底上

升；11月底對公營事業債權成長，年增率上升至9.75%，而對政府債權及對民間部門債權則成長趨緩，年增率分別為4.27%及7.23%，主要為對政府放款減少及對民間部門投資減緩所致。比重方面，本季底對民間部門債權比重由上季底之80.42%上升為80.77%，至11月底續升為80.80%，主要為對民營企業放款增加所致；對政府債權比重由上季底之15.31%下降為14.87%，至11月底續降為14.86%，主要為對政府放款減少所致；對公營事業債權比重由上季底之4.28%上升為4.36%，至11月底略降為4.34%，主要為對公營事業放款減少所致。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，本季底對民營企業放款總餘額較上季底增加3,239億元，其中以對製造業放款增加

2,160億元為最多，其次為對服務業放款增加415億元，再次為對批發及零售業放款增加370億元；11月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較本季底增加399億元，主要是對製造業放款增加675億元。就各業別比重而言，本季底以對製造業放款比重之49.33%

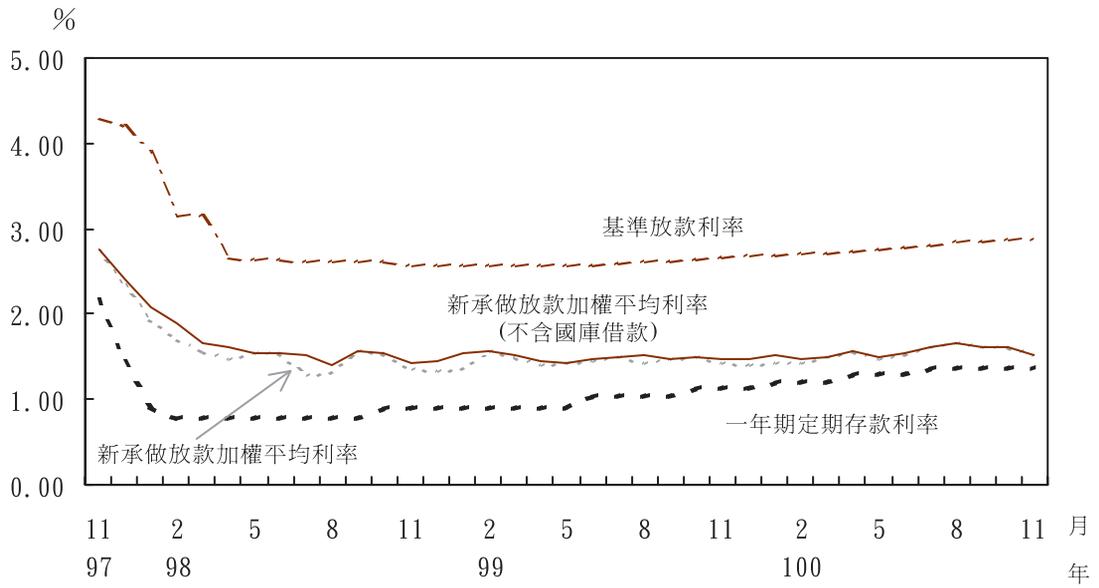
為最高，其次為對服務業之22.75%，再次為對批發及零售業之12.61%，其中對製造業放款比重較上季底上升，對服務業放款與批發及零售業放款比重則較上季底下降，至於對營造業放款比重，則由上季底之2.90%降為2.66%。

陸、銀行業利率小幅上升後多維持不變

本年7月初受本行調升貼放利率影響，主要銀行存款利率自上季底微幅調升；9月底，因全球經濟減緩，國內出口成長減弱，以及民間消費與投資降溫等因素，本行停止升息，主要銀行存款利率多維持不變。以台銀、合庫銀、土銀、一銀及華銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率自上季底的1.28%微幅調升至1.36%後，至11月底維持不變。五大銀行基準放款利率方面，亦小幅調升，平均基準放款利率自上季底的2.784%，上升至本季底的2.855%，10

月底再升為2.882%，至11月底維持不變。在新承做放款利率方面，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.529%上升至9月之1.602%，10月因週轉金及資本支出貸款利率上升，平均利率再升至1.605%，11月則因週轉金貸款利率下降，致平均利率下降至1.511%，較6月下降0.018個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自6月之1.549%上升至9月的1.608%，10月降為1.606%，11月再降至1.526%，較6月下降0.023個百分點。

圖3 本國五大銀行平均利率*



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

金融市場

壹、貨幣市場

本年下半年以來受歐債危機影響，外需減弱，出口成長走緩，民間投資亦漸趨保守，影響所及，銀行授信成長趨緩，顯示全球經濟對國內經濟之影響已逐漸顯現。

為穩定金融及物價，本行續發行長天期定存單，本季存款機構（含存款貨幣機構及中華郵政公司儲匯處）日平均淨超額準備平均為119億元，僅較上季平均之117億元略高，11月份則小幅上升至124億元。另本行於上季底再度調升政策利率，金融業隔夜拆款平均利率乃由6月之0.344%上升至9月之0.394%，惟本行於第3季底停止升息，11月金融業隔夜拆款平均利率僅緩升至0.396%，拆款利率尚屬穩定。

以下分別就100年7月至11月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本季資金大致呈現寬鬆情勢，就各月資金情勢觀察，7月因稅款繳庫、財政部發行公債及國庫向銀行借款等緊縮因素影響，日平均淨超額準備自上月139億元下降為123億元；8月則受國際股市行情不佳，外資大量賣出台股，加上上市公司發放股利，資金暫存在外國人新台幣存款帳戶，致外資活期性

存款應提準備大幅增加，日平均淨超額準備再降至99億元，達本年以來最低；惟9月因國庫償還銀行借款、本行定期存單到期及發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升至134億元；10、11月則因政府發行公債與國庫券及本行定存單到期續發等緊縮因素影響，日平均淨超額準備略降為119億元及124億元。

二、利率走勢

為避免市場資金過度寬鬆，以維持物價與金融穩定，本行自上年6月以來，5度調升政策利率，市場利率隨之走升，惟近半年來全球經濟下滑風險升高，本年9月底本行停止升息，重貼現率及擔保放款融通利率分別維持為1.875%及2.25%。

受本行上季底調升政策利率影響，金融業隔夜拆款平均利率乃由6月之0.344%上升至9月0.394%，第3季底本行雖然停止升息，惟為穩定金融及物價，仍續發定期存單，收回游資，市場資金呈寬鬆略緊情勢，11月金融業隔夜拆款平均利率緩升至0.396%。票券市場利率方面，亦呈類似走勢，1-30天期商業本票發行利率僅由9月之0.84%略升至11月之0.88%；次級市場利率則由0.76%降為0.75%。

圖1.1 貨幣市場利率與存款機構淨超額準備部位

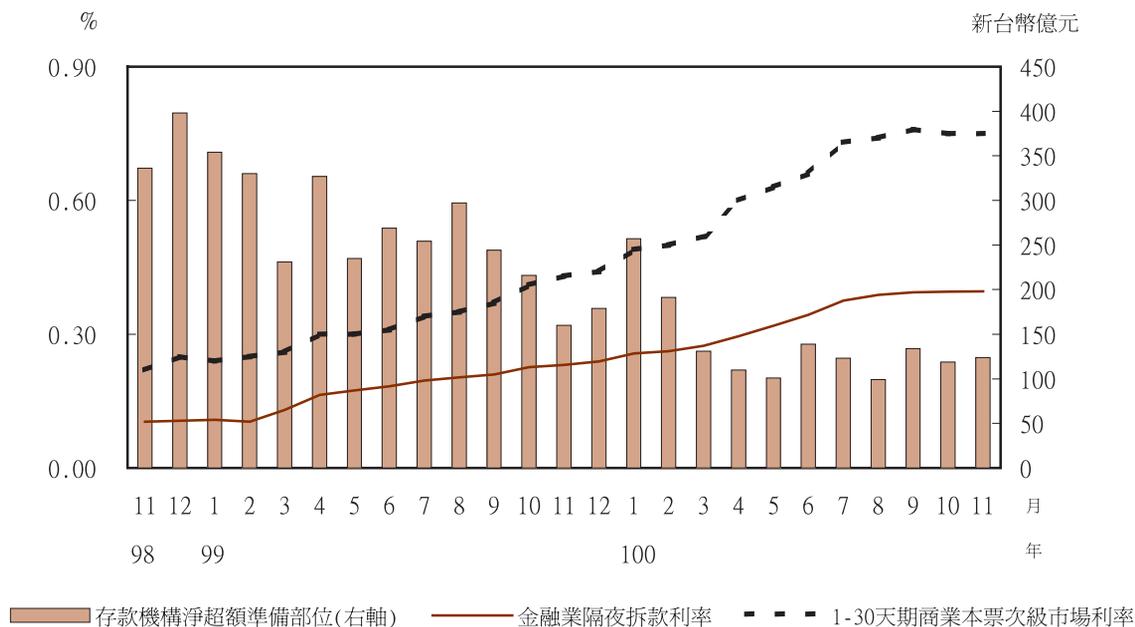


表1.1 貨幣市場利率

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/ 11	0.231	0.57	0.64	0.64	0.43	0.46	0.48	0.69	0.73	0.83	0.69
12	0.239	0.60	0.65	0.69	0.44	0.49	0.65	0.69	0.73	0.83	0.72
100/ 1	0.257	0.63	0.68	0.70	0.49	0.55	0.58	0.74	0.78	0.88	0.80
2	0.262	0.65	0.66	0.75	0.50	0.54	0.64	0.74	0.78	0.88	0.84
3	0.274	0.68	0.73	1.02	0.52	0.59	0.73	0.74	0.78	0.88	0.88
4	0.296	0.78	0.82	0.91	0.60	0.65	0.79	0.81	0.86	0.97	0.94
5	0.319	0.77	0.82	0.86	0.63	0.68	0.87	0.81	0.86	0.97	0.98
6	0.344	0.80	0.86	1.05	0.66	0.71	0.83	0.81	0.86	0.97	1.01
7	0.375	0.84	0.89	1.23	0.73	0.73	0.86	0.87	0.93	1.05	1.05
8	0.388	0.88	0.87	1.03	0.74	0.77	0.79	0.87	0.93	1.05	1.05
9	0.394	0.84	0.98	0.95	0.76	0.80	0.91	0.87	0.93	1.05	1.00
10	0.395	0.87	0.92	1.12	0.75	0.82	0.86	0.87	0.93	1.05	0.98
11	0.396	0.88	1.00	1.04	0.75	0.81	1.02	0.87	0.93	1.05	0.96

三、票券流通餘額

截至本年11月底票券流通餘額合計為11,703億元，較第2季底增加695億元。其中商業本票增加687億元最多，主要係下半年以來全球經濟下滑風險升高，本行於第3季底停止升息，票券商預期市場利率可能走低，改採積極操作策略，承銷買入商業本

票，並擴大票券部位規模，藉以提高養券套利空間，致11月底商業本票發行流通餘額大幅增加；另國庫券減少271億元，主要係財政部為改善債務結構暨減輕政府債息負擔，使國庫調度運用更加靈活，提前償還國庫券所致；至於可轉讓定存單則增加286億元，但銀行承兌匯票則變化不大。

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/ 11	6,654	5,660	12,063	450	0	2,350	5,405	4,904	7,404	36	42	61	763	714	2,247
12	6,548	6,936	11,675	300	250	2,400	5,398	5,942	6,861	30	29	62	820	715	2,352
100/ 1	7,296	6,678	12,292	250	250	2,400	6,367	5,660	7,568	25	26	61	654	743	2,263
2	4,937	4,924	12,305	250	250	2,400	4,283	4,239	7,612	23	20	64	380	415	2,229
3	6,614	6,839	12,081	200	300	2,300	5,552	5,729	7,436	30	35	60	832	776	2,285
4	5,979	5,974	12,086	300	250	2,350	4,948	5,060	7,324	27	19	68	704	646	2,343
5	6,259	6,698	11,647	300	500	2,150	5,154	5,355	7,124	28	34	62	777	809	2,311
6	5,651	6,290	11,008	0	362	1,788	4,833	5,215	6,741	26	26	62	793	687	2,417
7	5,497	5,667	10,838	0	300	1,488	4,978	4,971	6,748	25	20	67	494	376	2,535
8	6,122	6,417	10,543	300	462	1,326	5,116	5,068	6,796	27	34	59	679	853	2,362
9	6,777	6,257	11,064	350	300	1,376	5,534	5,269	7,061	24	23	60	870	665	2,566
10	5,665	5,325	11,403	250	310	1,317	4,941	4,633	7,370	24	24	59	450	358	2,657
11	6,240	5,940	11,703	200	0	1,517	5,361	5,304	7,428	20	24	55	658	612	2,703

貳、債券市場

本(100)年第3季債券發行市場，政府公債方面，配合定期適量發行政策，共發行中央政府公債1,250億元；公司債及金融債方面，由於歐美債信危機重挫全球金融市場，影響企業發債籌資意願，本季發債規模合計1,516億元，較上季減少350億元或18.76%；至於資產證券化商品、外國債券及國際債券方面，本季均無新案發行。

債券流通市場部分，受歐美債信因素干擾，全球經濟前景預期悲觀，避險資金流向債市，本季交易量為26兆1,688億元，較上季增加1兆9,958億元或8.26%。

以下就發行市場與流通市場分別加以說明：

一、發行市場

(一) 中央政府公債

本季中央政府共發行甲類非自償性公債1,250億元，發行年期有5年、10年、20年及30年期。就得標利率觀察，由於國際景氣堪慮，市場對升息預期大幅降低，10年期公債得標利率為1.288%，較6月發行之同年期公債下滑近20個基本點；至於長年期公債方面，市場資金水位雖高，惟因買盤保守，20年及30年期公債得標利率相較上季發行之同年期公債上揚10至20個基本點。累計至本季度，中央政府公債發行餘額為4兆4,096億元，僅較上季度增加310億元或0.71%，11月底發行餘額小幅上升至4兆4,746億元。

表2.1 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標利率 (%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
△100甲6	7.20	5	300	1.180	41.68	36.67	14.32	7.33
100甲7	8.2	20	300	1.975	34.00	34.50	3.83	27.67
100甲8	8.22	30	300	1.990	11.51	43.83	6.33	38.33
100甲9	9.30	10	350	1.288	34.71	52.00	11.00	2.29

△為可分割公債。

(二) 直轄市政府公債

本季無發行紀錄。截至本季度直轄市政府公債發行餘額為1,148億元，較上季底減

少100億元或8.01%，至11月底發行餘額為1,272億元。

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	665
98	10,629	62,519	4,700	38,296	256	1,414	2,039	11,369	987	8,125	2,439	2,644	228	731
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	531
99/ 6	1,433	64,183	400	40,496	106	1,470	417	11,615	281	7,693	142	2,426	87	523
7	1,106	64,102	400	40,196	-	1,470	427	11,778	36	7,662	137	2,407	106	629
8	1,231	64,743	400	40,496	-	1,469	315	11,986	128	7,742	388	2,461	-	629
9	1,034	64,895	400	40,797	-	1,469	292	11,907	200	7,797	142	2,401	-	564
10	856	65,060	400	41,196	-	1,469	236	11,723	57	7,772	163	2,396	-	544
11	1,154	65,646	400	41,576	87	1,556	240	11,918	105	7,817	322	2,275	-	544
12	1,540	66,182	700	41,876	-	1,467	321	12,022	386	8,158	133	2,168	-	531
100/ 1	1,181	65,335	750	41,136	-	1,347	297	12,191	0	8,085	134	2,082	-	494
2	1,064	65,934	700	41,836	-	1,347	41	12,200	0	8,062	323	1,995	-	494
3	1,073	66,466	400	42,086	-	1,347	140	12,290	408	8,314	125	1,965	-	464
4	1,215	67,447	700	42,786	-	1,347	259	12,497	114	8,378	142	1,975	-	464
5	1,462	68,063	600	43,386	-	1,248	251	12,485	315	8,527	296	1,953	-	464
6	1,404	68,851	400	43,786	-	1,248	676	12,784	251	8,676	77	1,893	-	464
7	809	68,652	300	43,446	-	1,149	450	13,090	46	8,692	13	1,811	-	464
8	1,201	69,138	600	43,747	-	1,148	291	13,193	126	8,768	184	1,818	-	464
9	965	69,771	350	44,096	-	1,148	422	13,365	181	8,913	12	1,785	-	464
10	1,212	70,170	400	44,096	125	1,272	452	13,655	186	8,957	49	1,781	-	409
11	1,375	70,943	650	44,746	-	1,272	345	13,651	146	9,014	234	1,851	-	409

資料來源：

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

(三) 公司債

受歐債危機因素干擾，企業籌資態度轉趨保守，本季公司債發行總額為1,163億元，較上季減少23億元或1.94%；其中，以半導體產業合計發行公司債260億元，規模居冠，其次依序為中油、台電等公營事業以及金融控股公司；就債券發行內容觀察，本季仍以5年期券占49.07%為最大宗，加權平均

發行利率為1.4527%。截至本季底，公司債發行餘額為1兆3,365億元，較上季底增加581億元或4.54%，11月底發行餘額持續增加至1兆3,651億元。

(四) 金融債券

本季計有9家金融機構發行金融債券，總金額為353億元，較上季減少327億元或48.09%。發行債券主要目的為強化資本結構

股市自低點反彈，10年期公債殖利率小幅走升，月底收在1.3743%；及至11月，歐債危機再度擴大，全球經濟的不確定性風險明顯提高，惟投資買盤保守致殖利率降幅有限，10年期公債殖利率年底收在1.2808%。

就整體債市交易規模觀察，本季各類債券成交總額為26兆1,688億元，較上季增加1兆9,958億元或8.26%，其中買賣斷交易增加1兆2,868億元或19.51%(占成交總額比

重，由上季27.3%升至30.1%)，附條件交易增加7,090億元或4.03%(占成交總額比重，由72.7%降至69.9%)。若就各類債券交易來看，八成2以上為政府公債交易，本季交易金額為21兆5,755億元，其餘依序為公司債4兆1,166億元、金融債券4,188億元、資產證券化受益證券392億元以及外國債券與國際債券187億元。

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/					
7	100,718	46,231	45.9	54,487	54.1
8	104,987	41,781	39.8	63,206	60.2
9	84,511	29,021	34.3	55,490	65.7
10	86,835	30,994	35.7	55,841	64.3
11	90,031	27,676	30.7	62,355	69.3
12	82,536	17,926	21.7	64,610	78.3
100/					
1	88,422	27,355	30.9	61,066	69.1
2	64,758	20,418	31.5	44,339	68.5
3	96,326	28,607	29.7	67,719	70.3
4	73,150	17,467	23.9	55,684	76.1
5	83,542	23,060	27.6	60,482	72.4
6	85,038	25,432	29.9	59,606	70.1
7	83,010	23,316	28.1	59,694	71.9
8	91,458	25,839	28.3	65,620	71.7
9	87,220	29,672	34.0	57,548	66.0
10	74,556	18,735	25.1	55,821	74.9
11	75,285	14,861	19.7	60,424	80.3

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/ 7	100,718	89,481	8,749	1,034	1,300	101	54
8	104,987	93,208	8,866	1,178	1,509	169	56
9	84,511	71,749	9,670	1,404	1,430	176	81
10	86,835	73,765	10,302	1,241	1,304	138	85
11	90,031	76,996	10,241	1,041	1,557	124	72
12	82,536	69,129	10,122	1,276	1,780	160	69
100/ 1	88,422	75,766	9,644	1,544	1,270	113	85
2	64,758	56,154	6,586	1,112	789	69	48
3	96,326	82,167	10,200	1,986	1,762	166	45
4	73,150	60,580	9,386	1,648	1,421	93	22
5	83,542	70,604	9,441	1,671	1,610	85	131
6	85,038	71,467	10,139	1,811	1,406	194	21
7	83,010	68,102	11,310	2,093	1,307	110	88
8	91,458	75,233	12,269	2,206	1,535	149	66
9	87,220	72,420	11,462	1,826	1,346	133	33
10	74,556	59,941	11,791	1,404	1,311	85	24
11	75,285	59,230	13,054	1,357	1,465	155	24

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

100年6月1日台股曾升抵9,062點，之後因歐洲主權債務問題無法有效解決、標準普爾調降美國主權債信評等，以及全球景氣趨緩等不利影響，國際股市震盪走跌，外資大幅賣超台股，台股回跌，至11月30日為6,904點，較6月底下跌20.21%。

一、大盤股價指數變動

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

100年8月份股市大跌，8月底加權指數較上月底下跌10.44%。此期間主要利空因素包括：1. 摩根大通等多家外資調降美國本年及明年經濟成長率，市場擔憂歐美經濟恐步入二次衰退；2. 標準普爾調降美國主權債信評等，重創投資人信心；3. 國內上市櫃公司第2季獲利表現不佳；4. 國際股市重挫，外資大幅賣超台股。

100年9月份股市持續走跌，9月底加權

指數較上月底下跌6.67%。此期間主要利空因素包括：1. 歐洲主權債務問題無法有效解決；2. Fed會後聲明表示美國經濟有明顯下行風險，引發投資人擔憂全球經濟恐陷入二次衰退；3. 國際股市續呈疲弱，外資仍大舉賣超台股。

100年10月份股市反轉回升，10月底加權指數較上月底上漲5.01%。此期間主要利多因素包括：1. 歐洲領袖會議提出歐債危機解決方案，歐債危機暫獲紓解；2. 美國經濟表現優於預期；3. 國際股市上漲，激勵外資轉而買超台股。

100年11月份股市大跌，11月底加權指數較上月底下跌9.01%。此期間主要利空因素包括：1. 市場擔憂主權債務問題恐將蔓延至法國等核心國家，歐債危機持續擴大；2. 美國國會對政府減赤計畫未達成共識；3. MSCI本年第三度調降台股權重；4. 外資再度看空，賣超台股。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，100年7月份多數類股呈現上漲局面。受惠夏季飲料旺季及中元普渡需求拉升，食品類股上漲13.81%；汽車類股因農曆7月前的提前下訂，以及裕隆自有品牌納智捷即將在中國大陸量產上市之利多消息上漲13.23%；貿易

百貨股上漲10.16%，主要係看好中國大陸市場內需通路及營收持續成長。跌幅較大的類股包括觀光類股（-10.68%）、航運類股（-9.22%）及鋼鐵類股（-6.39%）。

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

100年9月份除觀光類股上漲1.98%外，其餘類股均呈下跌局面。跌幅較大的類股依序為玻璃陶瓷類股（-39.37%）、水泥類股（-14.95%）、電機機械類股（-14.84%）及化學生技醫療類股（-14.48%）。

100年10月份受國際股市回升、外資買超台股影響，多數類股呈現上漲局面，僅鋼鐵類股下跌0.32%。受中國大陸需求增加影響，水泥類股上漲13.05%；受泰國水患轉單效益，以及歐美訂單增加等利多消息影響，電機機械類股上漲10.50%；受惠中國大陸終端需求強勁以及擴產效應影響，橡膠類股上漲8.50%。

100年11月份除汽車類股上漲1.19%外，其餘類股均呈下跌局面。受奢侈稅及景氣趨緩影響，房市成交量下滑，玻璃陶瓷類股及建材營造類股分別下跌21.40%及14.52%；因市場擔憂國內金融機構歐債曝險過高，以及對相關虧損產業授信風險升高，金融保險類股下跌14.60%。

圖3.1 集中市場價量變動趨勢

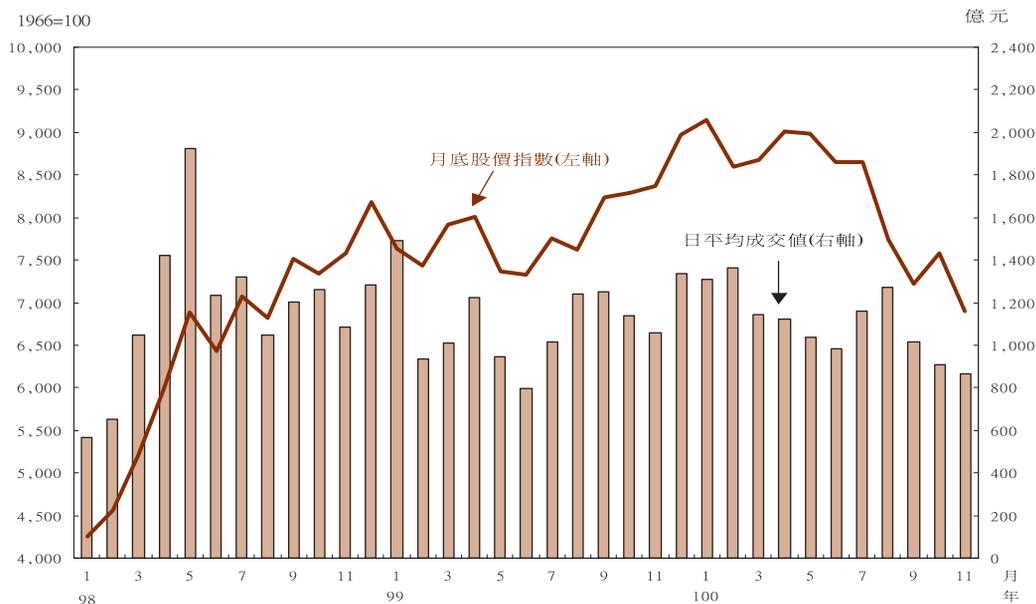


表3.1 集中市場各類股股價指數之變動

日期 \ 類股名稱	加權指數	電子	金融保險	食品	紡織纖維	造紙	建材營造	水泥	塑膠	電機機械
100年6月底	8652.6	315.7	1013.2	908.2	485.5	191.8	335.7	140.3	287.3	125.3
100年7月底	8644.2	304.4	1040.6	1033.6	505.3	199.9	349.8	149.9	298.4	131.3
100年8月底	7741.4	275.9	945.8	970.4	440.6	170.0	283.8	130.0	256.1	116.2
100年9月底	7225.4	266.3	828.4	863.9	379.8	162.9	258.8	110.6	233.0	99.0
100年10月底	7587.7	274.2	885.2	933.8	410.4	168.5	273.9	125.0	249.2	109.4
100年11月底	6904.1	254.8	756.0	902.9	370.3	153.1	234.1	109.4	214.2	97.2
100年7月底 與上月底比%	-0.10	-3.56	+2.71	+13.81	+4.08	+4.24	+4.22	+6.87	+3.86	+4.80
100年8月底 與上月底比%	-10.44	-9.37	-9.12	-6.11	-12.81	-14.95	-18.88	-13.26	-14.19	-11.49
100年9月底 與上月底比%	-6.67	-3.48	-12.41	-10.98	-13.79	-4.21	-8.80	-14.95	-9.00	-14.84
100年10月底 與上月底比%	+5.01	+2.96	+6.86	+8.09	+8.04	+3.47	+5.82	+13.05	+6.95	+10.50
100年11月底 與上月底比%	-9.01	-7.07	-14.60	-3.31	-9.78	-9.19	-14.52	-12.48	-14.04	-11.17

日期 \ 類股名稱	電器電纜	化學生技 醫療	玻璃陶瓷	鋼鐵	橡膠	汽車	航運	觀光	貿易百貨	其他
100年6月底	54.2	130.6	105.1	119.3	306.8	185.9	107.6	163.1	232.9	163.7
100年7月底	53.0	140.7	103.0	111.7	328.1	210.5	97.7	145.7	256.5	165.8
100年8月底	44.5	122.6	133.9	113.7	301.3	193.8	86.9	133.7	237.1	150.4
100年9月底	39.3	104.8	81.2	106.7	282.2	170.2	80.9	136.4	212.7	139.6
100年10月底	41.3	112.3	85.4	106.4	306.2	183.9	85.1	140.4	224.0	147.4
100年11月底	35.8	98.6	67.1	101.5	280.3	186.1	73.9	126.7	192.8	137.3
100年7月底 與上月底比%	-2.11	+7.77	-2.02	-6.39	+6.94	+13.23	-9.22	-10.68	+10.16	+1.28
100年8月底 與上月底比%	-16.05	-12.88	+29.94	+1.77	-8.15	-7.93	-11.08	-8.20	-7.58	-9.27
100年9月底 與上月底比%	-11.80	-14.48	-39.37	-6.11	-6.33	-12.18	-6.90	+1.98	-10.30	-7.21
100年10月底 與上月底比%	+5.10	+7.13	+5.19	-0.32	+8.50	+8.05	+5.26	+2.96	+5.33	+5.58
100年11月底 與上月底比%	-13.12	-12.18	-21.40	-4.60	-8.47	+1.19	-13.12	-9.79	-13.94	-6.82

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，除100年10月外資買超台股513億元外，7、8、9及11月外資均大幅賣超，合計賣超台股3,916億元，主要係因歐債問題一直未能有效解決，以及全球景氣放緩，國際股市表現不佳，外資自台股撤離資金。

100年7月至10月投信法人均呈現買超，

主要係因台股回檔，促使投信法人逢低承接。100年11月投信法人則轉呈小幅賣超。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超。100年7月及10月因台股反彈回升，自營商出現買超。100年8月、9月及11月則因台股行情疲軟而出現賣超。

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11月	538	-45	18	511
99年12月	871	-84	-12	775
100年1月	993	-77	-69	847
100年2月	-971	-59	-137	-1,168
100年3月	-361	7	-31	-385
100年4月	971	-48	41	964
100年5月	-182	5	-1	-178
100年6月	-217	54	-85	-248
100年7月	-608	89	59	-460
100年8月	-1,903	103	-112	-1,913
100年9月	-787	30	-75	-832
100年10月	513	42	16	570
100年11月	-617	-32	-64	-713

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 100年7月8日，證交所首批牛熊證正式掛牌上市。

2. 100年9月30日，金管會公告，修正證券商自行買賣外國有價證券及從事衍生性金融商品避險交易規範，開放證券商得自行買賣海外交換公司債、海外附認股權公司債、結構型債券，並開放證券商得自行買賣國外成分證券ETF得從事境外避險行為等。

3. 100年10月24日，金管會公告，修正

「證券商辦理財富管理業務應注意事項」第6點，放寬證券商以信託方式辦理財富管理業務之自有資本適足比率條件，由應逾百分之二百五十，調整為應逾百分之二百。

4. 100年11月21日，金管會公告，調整每日盤中借券賣出之總量控管規定，每日盤中借券賣出委託數量，由不得超過該種有價證券上市（櫃）股份或受益權單位數之3%，改為不得超過該種有價證券前30個營業日之日平均成交數量之20%。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

100年第3季（7至9月）新台幣對美元匯率最低為9月26日之30.572元，最高為7月4日之28.752元，差距為1.82元。季底新台幣對美元匯率為30.506元，較上季底貶值5.6%，對日圓及人民幣亦分別較上季底貶值9.9%及6.7%；對歐元及韓元則分別較上季底升值1.1%及4.2%。

100年第4季底與第3季底比較，新台幣雖對人民幣及韓元貶值，惟對美元、歐元及日圓均升值（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1.0%。以下分別分析100年第4季新台幣對各幣別之匯率變動。

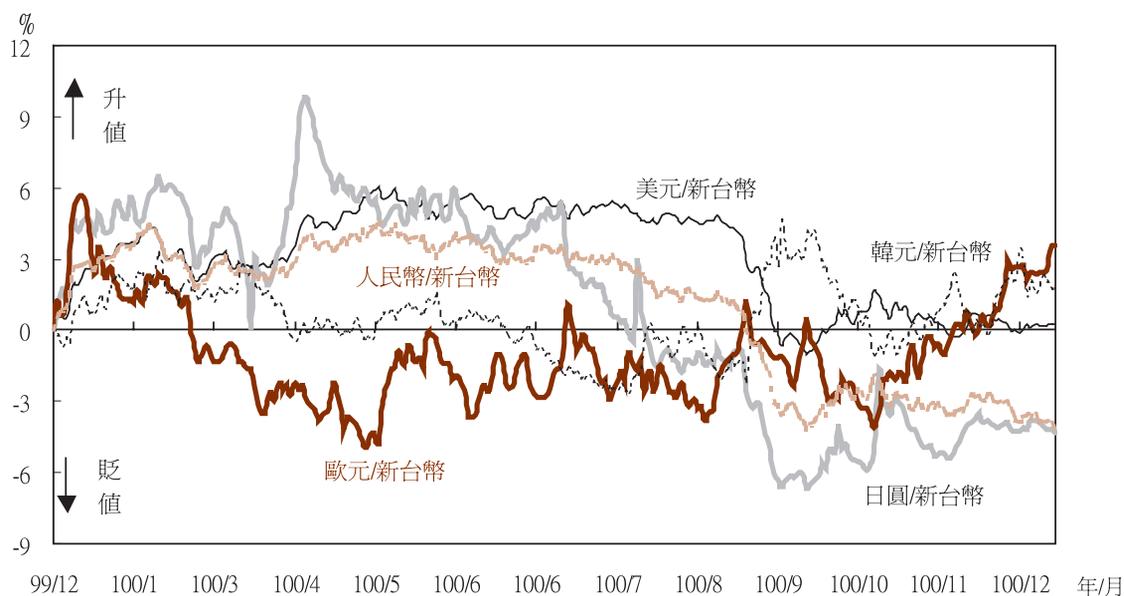
新台幣對美元匯率：本季最低為10月4日之30.680元，最高為10月28日之29.869元，差距為0.811元。10月4日新台幣對美元貶至今年低點30.680元後，因歐盟擴大救助基金規模，歐債危機暫獲緩解，國際美元轉貶，新台幣回升。11月以來，全球經濟成長缺乏動能，且歐債問題未有效解決，美元避險買盤增加，加上國內受外資匯出影響，新台幣回貶，12月則在30.1至30.4間盤整。本季底新台幣對美元匯率為30.290元，較上季底升值0.7%。惟就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值3.5%。

新台幣對歐元匯率：10月份因歐盟與IMF皆致力解救歐債問題，且市場亦樂觀預期歐盟高峰會將解決歐債危機，歐元對美元升值至10月28日1.4171元高點，後因義大利公債殖利率逼近歷史高位，且德法對解決歐債問題仍有歧見，市場重燃對歐債危機的疑慮，加上歐盟各國信評恐遭調降，歐元對美元轉為貶值。本季底新台幣對歐元較上季底升值5.3%。就平均匯率而言，本季新台幣對歐元亦較上季升值1.2%。

新台幣對日圓匯率：10月底日圓對美元升至戰後新高價，之後日本政府為打擊投機性買盤，宣布進場干預，日圓一度重貶。隨後因歐債危機蔓延，避險性買盤湧入，抵消部分干預效果，日圓對美元維持在76.73至78.16間震盪。本季底新台幣對日圓較上季底升值1.8%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值4.0%。

新台幣對人民幣匯率：10月人民幣持續走升，11月份因歐債危機推升美元避險需求，加上中國大陸經濟成長趨緩及國際收支順差減少，人民幣對美元轉貶，惟12月下旬中國人民銀行為維持人民幣穩定，避免資金大量外流，調高人民幣對美元中間價。此外，中國與泰國、巴基斯坦簽署貨幣互換協議，以及日本宣布購買中國大陸公債，人民幣需求增加，人民幣對美元再度走升，至

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與99/12/31比較)



12月30日為6.2940元，再創匯率改革以來新高。本季底新台幣對人民幣較上季底貶值0.7%。就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣亦較上季貶值4.4%。

新台幣對韓元匯率：隨歐債危機緩和，國際美元走弱，韓元對美元快速反彈。11月份南韓出口成長減緩，且外資憂慮歐債危機將損及出口而減持南韓股票並匯出資金，加上12月17日北韓領導人金正日去世，外界憂心朝鮮半島局勢生變，韓元對美元轉貶，惟12月下旬已趨回穩。本季底新台幣對韓元較上季底貶值1.5%。惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值1.8%。

二、外匯市場交易

100年8月至10月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為17,148.0億美元，較上期(100年5月至7月，以下同)增加9.3%，日平均交易淨額增為267.6億美元，反映國內外資金進出規模仍大。其中，OBU外匯交易淨額為1,188.9億美元，較上期增加18.0%，占外匯市場總交易量6.9%。

各交易類別中，以即期交易最多，交易量高達7,050.7億美元，較上期小幅衰退1.9%；換匯交易居次，交易量為6,934.9億美元，較上期成長15.5%；合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為41.1%及

40.4%。遠匯與匯率選擇權交易則分居第三及第四，兩者比重分別為9.0%及8.8%，遠匯交易較上期增加75.7%，匯率選擇權交易則略減0.6%（表4.1及圖4.2）。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最

多，100年8月至10月的交易比重為41.3%，較上期增加1.8個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅約1.8%；第三種貨幣間的交易比重為56.9%，其中美元對日圓交易比重為8.9%，較上期減少0.6個百分點；

表4.1 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

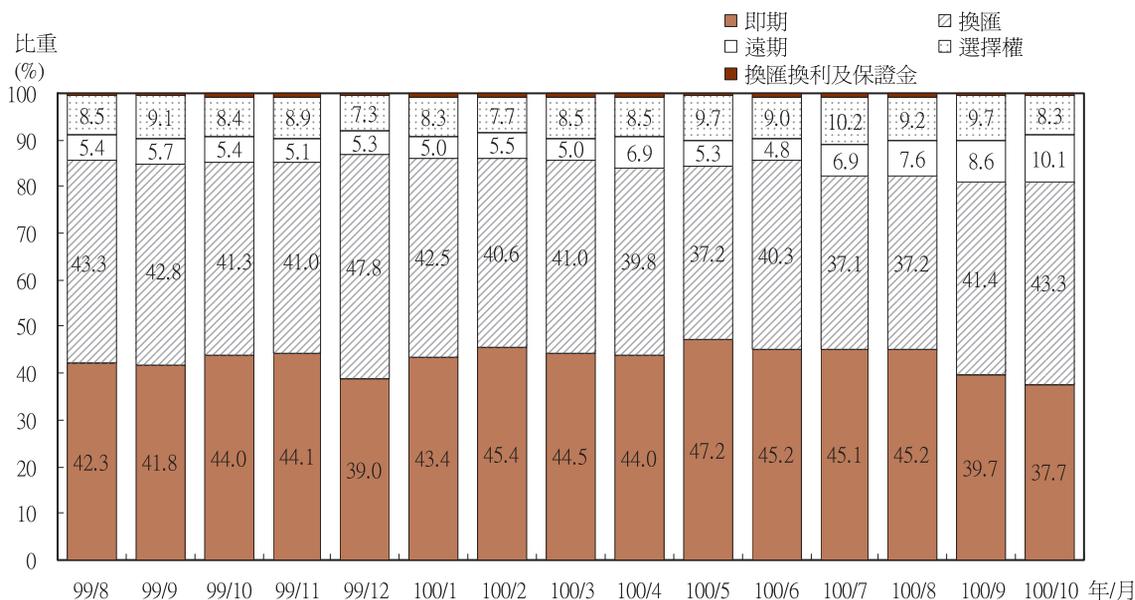
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	國內銀行 間新台幣 對外幣	遠期	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²	保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均總 交易淨額
96	2,418,963	1,362,112	288,406	477,189	142,672	42,482	29,683	303,857	4,634,286	190,812	18,623
97	2,455,394	1,548,763	471,974	459,399	124,377	34,871	40,097	307,857	4,846,381	259,316	19,367
98	1,841,951	1,627,020	703,409	283,233	93,659	20,809	26,927	311,353	4,111,293	226,613	16,222
99	2,192,719	2,166,897	946,940	290,075	75,893	18,295	23,848	423,261	5,115,095	284,193	20,232
99 / 8	187,672	191,958	83,558	23,769	7,335	1,430	849	37,671	443,348	24,219	20,152
9	185,307	189,706	79,541	25,590	5,684	1,502	1,197	40,340	443,641	25,047	21,126
10	194,562	182,619	74,999	23,702	5,863	1,242	3,123	37,269	442,518	24,099	21,072
11	194,179	180,582	77,334	22,468	6,445	1,290	2,786	39,345	440,651	24,642	20,030
12	170,504	208,932	83,965	23,076	6,928	1,564	1,020	31,742	436,837	20,388	18,993
100 / 1	209,627	205,483	88,360	23,974	4,482	1,887	2,194	40,314	483,478	29,484	23,023
2	163,797	146,652	63,871	19,804	4,235	1,350	1,534	27,694	360,831	22,084	24,055
3	230,276	211,880	85,966	26,012	5,986	1,878	3,352	43,775	517,172	35,466	22,486
4	202,136	182,903	77,718	31,789	4,877	1,414	1,756	39,103	459,101	34,141	24,163
5	241,814	190,726	69,735	26,959	5,271	1,337	1,715	49,870	512,419	32,182	24,401
6	245,155	218,534	79,364	26,024	5,335	1,487	2,674	48,609	542,482	34,515	25,832
7	231,872	190,929	69,698	35,338	5,914	1,355	2,042	52,481	514,018	34,034	24,477
8	286,372	235,599	87,624	48,267	7,933	1,510	3,306	58,541	633,594	39,919	27,548
9	222,827	232,654	89,787	54,263	10,208	1,607	1,539	48,403	561,292	38,725	26,728
10	195,870	225,237	85,731	52,622	13,054	1,854	1,187	43,143	519,912	40,248	25,996

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

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部份。

圖4.2 外匯交易-按交易類別



對歐元交易比重為17.6%，較上期減少3.5個百分點；美元對其他外幣的交易比重為30.4%，較上期增加2.5個百分點（圖4.3）。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀

行間的交易最多，100年8月至10月交易比重為50.6%，較上期增加0.5個百分點；國內銀行與顧客間的交易居次，比重為24.9%，較

上期減少1.5個百分點；國內銀行間的交易

圖4.3 外匯交易-按幣別

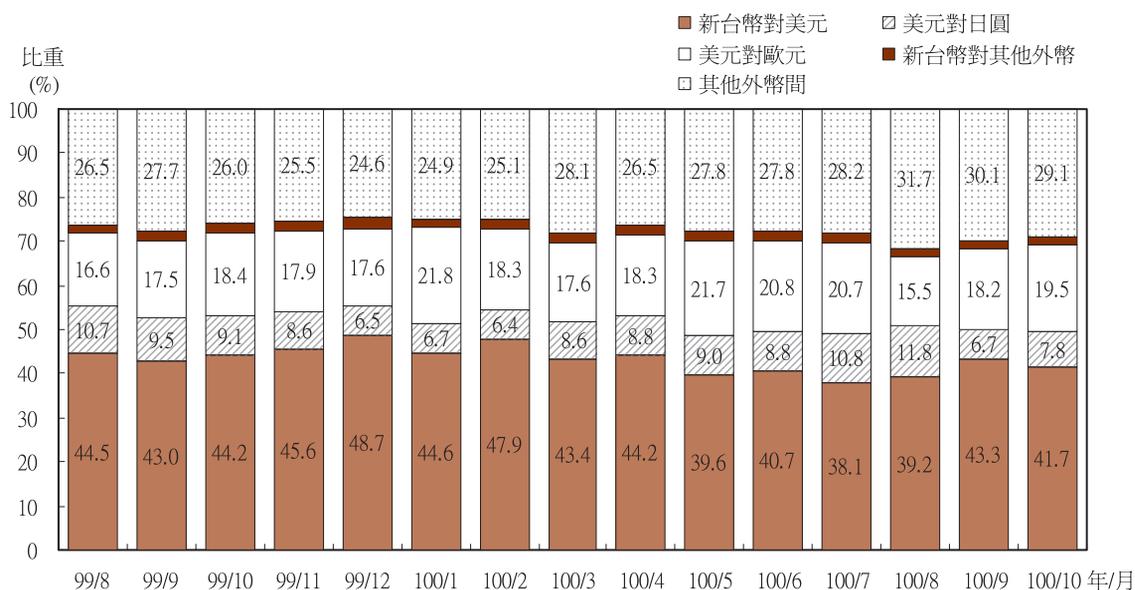
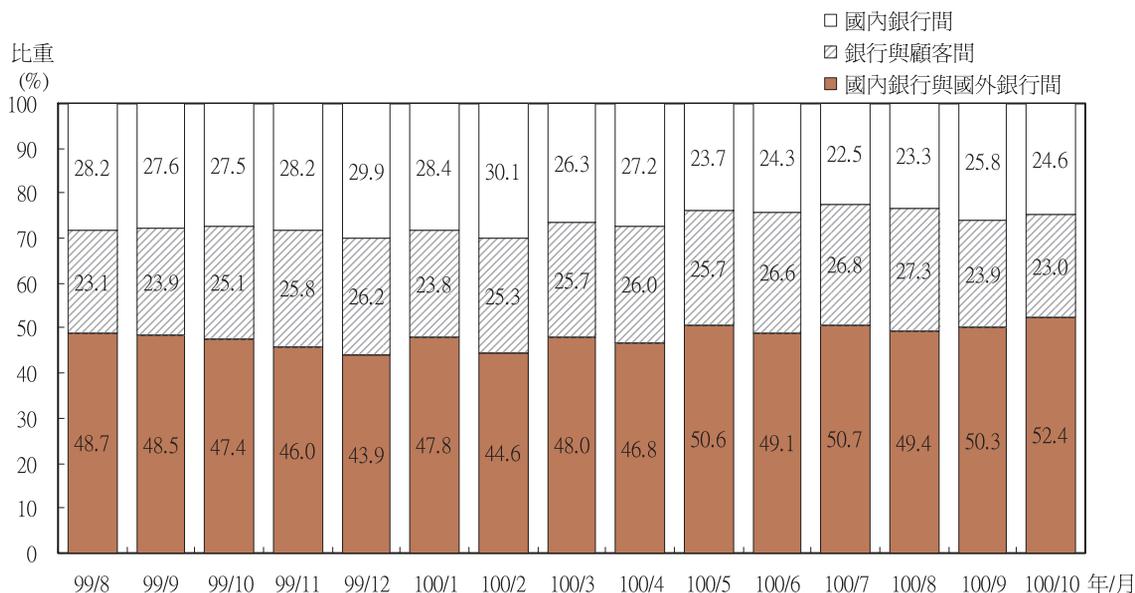


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



比重24.5%為最少，較上期增加1.0個百分點（圖4.4）。

三、銀行間換匯及外幣拆款交易

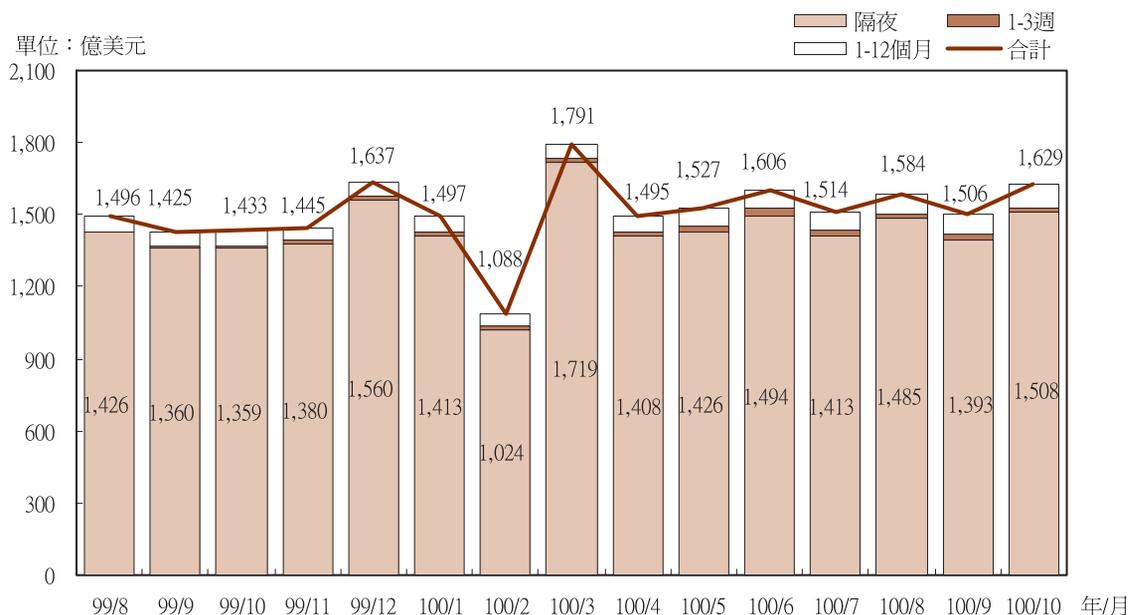
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

在新台幣與外幣換匯交易方面(表4.1)，100年8月換匯交易量為876.2億美元，較上月增加25.7%，主要係因國際金融市場動盪，銀行交易員承作不同期間價差交易之意願增加，且美國債信評等遭降亦導致短天期美元避險需求提高。9月交易量為897.9億美元，較上月增加2.5%，主要係銀行間拋補壽險業對部分海外新增投資辦理之換匯交易，加上短天期換出美元需求增加，導致週轉率上

升。10月交易量為857.3億美元，較上月減少4.5%，主要係因壽險業等客戶換匯交易到期金額較低，續作量隨之減少，且歐債危機未除，市場減少長天期換匯交易，導致交易量下降。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖4.5)，8月交易量為1,584.2億美元，較上月增加4.7%，主要係銀行辦理台商外幣放款增加，但國內外匯存款減少不足支應，轉以拆款方式調度資金所致。9月交易量為1,505.6億美元，較上月減少5.0%，主要係適逢中秋節與美國勞動節，營業天數較上月減少3天，加上銀行辦理台商外幣放款需較長天期外幣資金，致隔夜拆借週轉率降低。10月交易量為1,628.5億美元，較上月增加8.2%，主要係國內外匯存款餘額增加，銀行為增加收益，將

圖4.5 外幣拆款市場月交易量



資金拆借予部分辦理台商外幣放款持續增加之銀行。

四、匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品

100年8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生性金融商品交易金額為705.4億美元，較上期減少33.7%。其中，以外幣利率期貨交易金額488.1億美元最多，占匯率以外涉及外

幣之衍生性金融商品交易量的69.2%，較上期減少29.0%；外幣換利交易居次，所占比重為16.7%，較上期減少56.9%，主要係因市場利率趨勢不明且波動度降低，市場觀望氣氛濃厚，導致交易量減少；商品價格交換及選擇權占11.1%，但較上期增加13.2%，主要係因商品價格變動大，市場交易量增加所致（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
99 / 8	7,905	0	317	42,502	1,942	5	646	53,317
9	4,687	13	34	52,787	1,087	2	754	59,365
10	3,213	400	605	49,709	1,216	5	631	55,777
11	4,402	0	67	40,062	1,364	11	446	46,352
12	2,252	0	16	32,341	1,599	8	98	36,315
100 / 1	8,545	0	395	33,315	1,871	46	620	44,792
2	14,517	0	203	30,379	1,073	7	189	46,368
3	6,896	0	241	26,367	1,332	37	434	35,307
4	2,971	0	516	19,651	1,091	73	157	24,458
5	5,555	0	101	22,010	1,952	27	340	29,986
6	13,533	242	629	26,925	3,148	70	543	45,090
7	8,219	0	467	19,847	1,793	64	896	31,285
8	7,165	0	192	17,494	2,653	24	433	27,960
9	1,975	100	119	18,635	2,023	5	596	23,452
10	2,642	0	284	12,686	3,130	40	350	19,132

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，持續同意指定銀行採事後報備方式函報開辦新種外匯業務及衍生性外匯商品業務等。

此外，為提供大陸台商資金調度之便捷性，協助我國銀行擴展業務規模、提升服務品質及發展人民幣業務商品，以因應人民幣國際化之金融趨勢，於本年7月21日開放銀行國際金融業務分行（OBU）辦理人民幣業

務，截至12月16日止，已有35家銀行OBU經許可辦理人民幣業務。

另為發展金融機構的資產管理業務，增加投信基金在境外的銷售通路，並協助投信事業發展外幣計價商品，本行初步同意銀行OBU得受託或以自有資金投資國內證券投資信託事業發行符合本行規定之外幣計價基金，即以外幣計價、收付，其投資標的限於以外幣計價的產品，且該產品不得涉及新臺幣匯率及投資國內。

國際經濟金融情勢（民國100年第3季）

壹、概述

2011年下半年以來，歐洲主權債務(以下簡稱歐債)危機蔓延，歐盟多次高峰會均無法提出徹底解決之道，復因美國削減赤字之爭議不斷，政治僵局致重大決策一再延宕，加以中國大陸調控房市措施推升其經濟下滑風險，導致全球金融市場波動加劇，經濟成長動能受阻。

國際機構預測2011年全球經濟成長率將較2010年明顯下滑，2012年則持續疲軟。其

中，IMF於2011年9月預測2011、2012兩年全球經濟成長率均為4.0%(表1)；Global Insight 2011年12月的預測值則更低，分別為2.8%及2.7%。

物價方面，受全球經濟趨緩影響，9月以來國際原物料價格走勢平穩，通膨趨緩。IMF 9月預測2011、2012兩年全球通膨率分別為5.0%及3.7%；Global Insight 12月的預測值則分別為4.1%及2.9%。

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2010	2011	2012
全球	5.1 (4.2)	4.0 (2.8)	4.0 (2.7)
先進經濟體	3.1 (2.9)	1.6 (1.5)	1.9 (1.2)
OECD國家	2.9 (3.0)	1.9 (1.6)	1.6 (1.2)
美國	3.0	1.5 (1.7)	1.8 (1.8)
日本	4.4	-0.5 (-0.7)	2.3 (2.9)
德國	3.7	2.7 (3.0)	1.3 (0.2)
英國	1.8	1.1 (0.9)	1.6 (0.3)
歐元區	1.9	1.6 (1.5)	1.1 (-0.7)
四小龍	8.4	4.7	4.5
台灣	10.72	5.2 (4.5)	5.0 (3.9)
香港	7.0	6.0 (5.1)	4.3 (3.8)
新加坡	14.5	5.3 (4.8)	4.3 (2.0)
南韓	6.2	4.0 (3.6)	4.4 (3.3)
東協五國	6.9	5.3	5.6
泰國	7.8	3.5 (1.3)	4.8 (3.8)
馬來西亞	7.2	5.2 (4.4)	5.1 (3.3)
菲律賓	7.6	4.7 (3.8)	4.9 (4.1)
印尼	6.1	6.4 (6.4)	6.3 (5.8)
越南	6.8	5.8 (5.9)	6.3 (5.8)
中國大陸	10.4	9.5 (9.2)	9.0 (7.8)
印度	8.7	7.8 (7.2)	7.5 (7.2)
其他新興市場暨發展中國家	7.3	6.4	6.1

註：先進經濟體共33個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體（四小龍）等國；其他新興暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共149國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協、中東及中南美洲國家等。

資料來源：IMF World Economic Outlook, September 2011及IMF Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, October 2011；()內資料係採用Global Insight World Overview, December 2011；OECD國家資料採用OECD Economic Outlook, No.90, November 2011。

貨幣政策方面，10月以來，印度一度升息以抑制通膨，部分經濟體則為因應全球景氣減緩，轉而調降政策利率，如泰國於11月降息、印尼於10月及11月兩度降息、歐元區及澳洲亦於11月及12月各兩度降息；美國、加拿大、日本、中國大陸、南韓等經濟體均

維持政策利率不變(圖1、圖2)。

另為減緩歐系銀行美元流動性短缺危機，11月30日美國聯準會(Fed)聯合歐元區、日本、英國、加拿大與瑞士等央行調降美元換匯利率，由OIS(overnight indexed swap)加碼1%調降至加碼0.5%。

圖1 主要國家政策利率

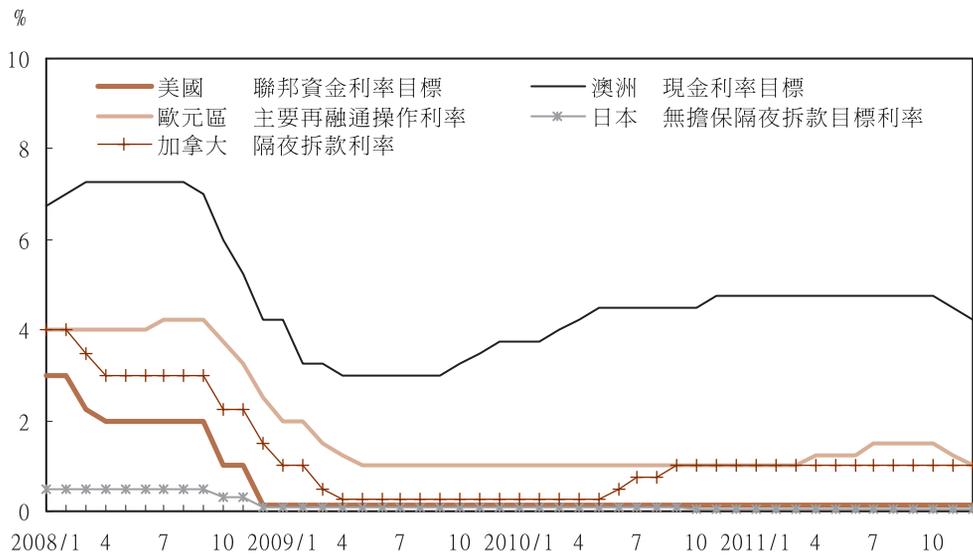
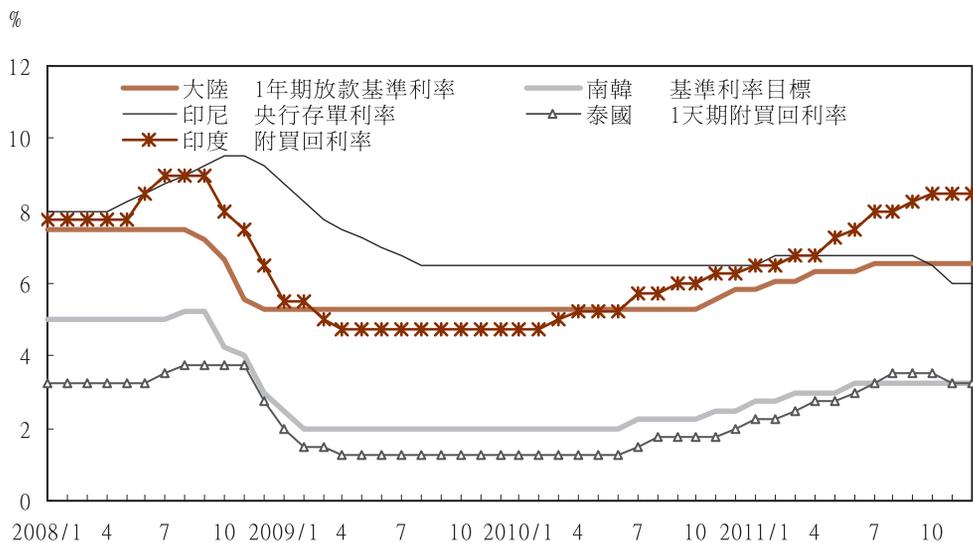


圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



貳、美國通膨回穩，預期經濟緩步成長，Fed維持寬鬆政策

一、經濟將溫和成長

2011年第3季，美國在民間消費回溫的帶動下，經濟成長率由第2季之1.3%增至1.8%(與上季比，換算成年率)(圖3)。由於房市低迷、

家計部門與中小企業資金情勢仍緊，加以金融市場波動，預期未來幾季之經濟將維持溫和成長，Global Insight預測第4季經濟成長率為2.6%，2011、2012兩年則分別為1.7%

圖3 美國經濟成長率

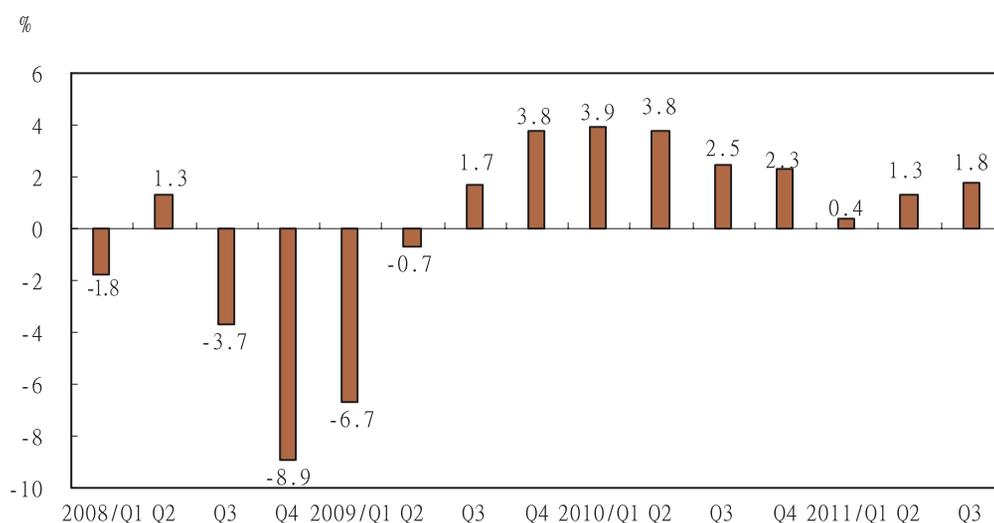


表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	核心消費者物價指數 (1982-84=100)	消費者物價指數 (1982-84=100)	生產者物價指數 (1982=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2008	-0.3	5.8	-3.7	2.3	3.8	6.4	-816,198
2009	-3.5	9.3	-11.2	1.7	-0.3	-2.5	-503,582
2010	3.0	9.6	5.3	1.0	1.6	4.2	-634,896
2010/12	2.3	9.4	6.7	0.8	1.5	3.8	-53,324
2011/ 1		9.0	5.8	1.0	1.6	3.7	-60,894
2		8.9	5.2	1.1	2.1	5.6	-59,112
3	0.4	8.8	5.3	1.2	2.7	5.6	-60,462
4		9.0	4.5	1.3	3.2	6.5	-57,274
5		9.1	3.4	1.5	3.6	6.8	-64,294
6	1.3	9.2	3.5	1.6	3.6	6.8	-65,979
7		9.1	3.7	1.8	3.6	7.1	-60,280
8		9.1	3.8	2.0	3.8	6.5	-59,854
9	1.8	9.1	3.5	2.0	3.9	7.1	-58,460
10		9.0	4.3	2.1	3.5	6.1	-57,612
11		8.6	3.7	2.2	3.4	5.9	

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

及1.8%。美國Fed預測2011年經濟成長率為1.6%~1.7%，2012年則為2.5%~2.9%。

根據美國海關貿易統計，2011年第3季出、進口分別成長17.1%與14.1%，貿易入超縮小為1,786億美元(表2)。10月出、進口均成長12.9%，貿易入超則為576億美元。

勞動市場方面，長期疲弱的就業市場自10月以來持續改善，12月24日初領失業救濟金人數雖略升至38.1萬人，但已連續四週低於40萬人(顯示就業情況好轉的門檻)，11月失業率亦降至8.6%，為兩年半以來之低點，非農業部門就業人口較10月增加12萬人，顯示就業市場緩慢復甦。

二、通膨回穩

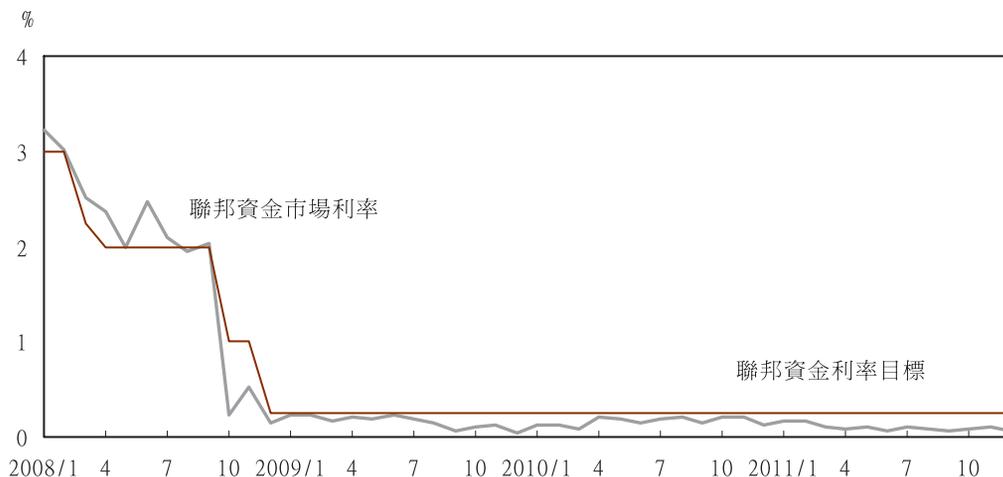
2011年第3季，美國CPI年增率由第2季之3.5%升至3.8%，主要係能源及食品價格上漲所致；10、11月則分別降至3.5%及3.4%。第3季扣除能源與食品之核心CPI年增率亦由第2

季之1.5%升至1.9%，10、11月則分別為2.1%及2.2%。另外，第3季剔除能源與食品之核心個人消費支出物價指數(Core PCEPI)年增率為1.6%，高於第2季之1.3%，10月再升為1.7%。Global Insight預測2011年全年CPI年增率為3.1%，2012年則降至1.5%。

三、Fed將維持利率目標至2013年年中

自2008年12月以來，美國聯邦公開市場委員會(FOMC)持續將聯邦資金利率目標維持於0%~0.25%(圖4)。2011年12月13日FOMC會後新聞稿指出，雖然美國經濟溫和擴張，但企業固定投資增幅放緩，且房地產依舊疲弱，為促進經濟持續復甦，FOMC除將維持聯邦資金利率目標區於0%至0.25%之間，並可能於2013年年中前維持此一利率水準；且在維持物價穩定之前提下，必要時將採取促進經濟復甦之政策措施。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



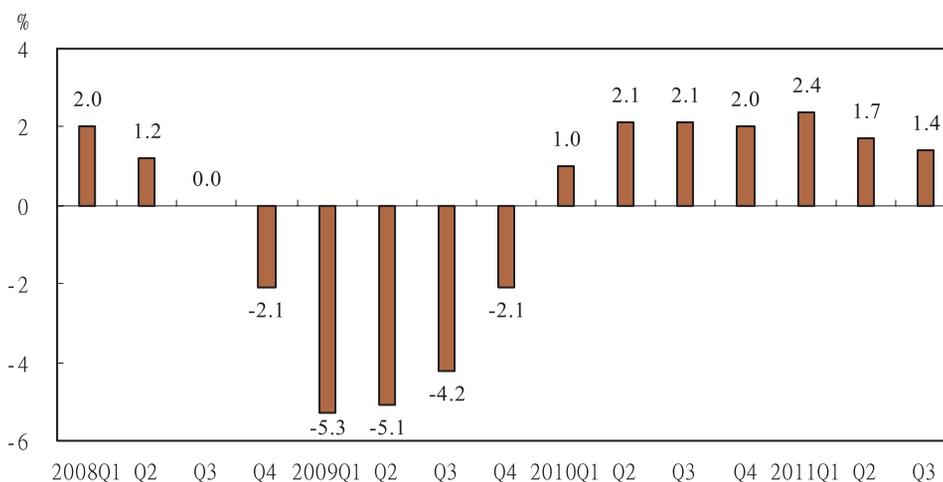
參、歐元區通膨仍高，惟經濟恐瀕臨衰退，歐洲央行(ECB)調降政策利率

一、經濟成長續減緩

2011年第3季，歐債危機蔓延，歐元區經濟成長率由第2季之1.7%降至1.4%(圖5)，主要係政府消費支出轉呈負成長與輸出成長放緩所致。由於信心疲弱，影響企業投資與

民眾消費意願，加以財政緊縮政策造成內需減少，預期歐元區未來數季經濟成長將大幅放緩。Global Insight預測第4季經濟成長率為0.7%，2011、2012兩年則分別為1.5%及-0.7%。

圖5 歐元區經濟成長率



2011年第3季，德國經濟成長率由第2季之2.9%降至2.6%，主要係消費支出成長放緩所致。Global Insight預測第4季經濟成長率為2.0%，2011、2012兩年則分別為3.0%及0.2%。

在勞動市場方面，2011年下半年以來，歐元區失業率持續上升，至10月為10.3%(表3)；其中，德國失業率7至11月大抵在6.9%至7.0%之間，法國7至10月則均為9.8%。

二、通膨仍高

2011年7、8月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率一度回降至2.5%(圖6)，惟9至11月期間則回升為3.0%；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦由7、8月之1.5%走升，9至11月期間均為2%。

ECB預期未來幾個月通膨率仍會持續高於目標之2%。Global Insight預測第4季通膨率為2.7%，全年為2.6%，2012年則降至

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營建業) 年增率 %	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3 年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %	主要再融通操作利率 %
2008	0.4	7.6	-1.6	3.9	8.1	-33,230	8.4	3.3	2.50
2009	-4.2	9.6	-14.8	-17.9	-20.5	16,644	-0.5	0.3	1.00
2010	1.9	10.1	7.4	20.1	21.6	691	2.0	1.6	1.00
2011/ 1		10.0	6.3	27.4	30.9	-16,092	1.6	2.3	1.00
2		10.0	7.8	22.4	26.7	-2,248	2.1	2.4	1.00
3	2.4	10.0	5.8	16.2	18.4	1,666	2.2	2.7	1.00
4		9.9	5.4	14.7	17.9	-3,836	1.9	2.8	1.25
5		10.0	4.2	21.9	18.5	-357	2.3	2.7	1.25
6	1.7	10.0	3.1	3.5	4.6	349	2.1	2.7	1.25
7		10.1	4.3	5.1	8.3	2,430	2.0	2.5	1.50
8		10.1	5.3	13.9	12.8	-4,490	2.8	2.5	1.50
9	1.4	10.2	2.6	10.1	10.2	2,666	2.9	3.0	1.50
10		10.3	1.6	5.8	8.6	1,081	2.6	3.0	1.50
11							2.0	3.0	1.25
12									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



1.8%。

三、ECB調降政策利率，並提供銀行流動性

鑑於經濟下滑風險升高，ECB管理委員會(ECB Governing Council)10月6日宣布啟動

400億歐元之擔保債券購買計畫(covered bond purchase programme)，並對銀行提供為期約1年不限金額的再融通操作；復於11月3日調降政策利率(主要再融通操作利率)0.25個百分點至1.25%(圖7)；繼之於12月8日再降息0.25個百分點至1.0%，並對銀行提供3年期

不限金額的再融通操作，存款準備率亦由 2%降至1%，以及放寬擔保品之限制，以避
免銀行發生流動性危機。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



肆、由於通縮疑慮，日本央行擴大資產購買金額，預期經濟穩健復甦

一、重建需求可望帶動經濟穩健復甦

由於311震災供應鏈中斷之汽車及零組件逐漸恢復正常生產，日本第3季經濟成長率(與上季比，換算成年率)(圖8)由第2季之-2.0%躍升至5.6%。儘管海外需求減弱，加以日圓持續強勢，不利日本出口，但災後重建計畫大規模進行，有助提振經濟，預期未來數季經濟仍將穩健復甦。Global Insight 預測第4季經濟成長率為2.1%，2011、2012 兩年則分別為-0.7%及2.9%。

對外貿易方面，汽車及半導體等電子零組件已恢復至強震前之產能水準，惟受全球經濟成長減速影響，第3季出、進口分別成

長0.5%及13.8%，貿易入超4,178億日圓(表4)；10~11月平均出口衰退4.1%，進口成長14.5%，10~11月累計仍入超9,694億日圓。

勞動市場方面，失業率由2011年7月之4.7%下降至9月之4.1%，10、11月因震災而中斷求職之失業者恢復求職活動，失業率均回升至4.5%。

二、通縮疑慮未除

2011年第3季，企業物價指數年增率由第2季之2.4%升至2.7%，10、11月分別降至1.6%及1.7%，主要係原油等國際商品價格回軟所致。第3季CPI年增率由第2季之-0.4%升

至0.1%，10、11月再降至-0.2%及-0.5%；第3季剔除生鮮食品之核心CPI年增率亦由第2季之-0.2%升至0.2%，10、11月再降至-0.1%

及-0.2%。Global Insight 預測第4季CPI年增率為-0.3%，2011、2012兩年則分別為-0.3%及-0.8%。

圖8 日本經濟成長率

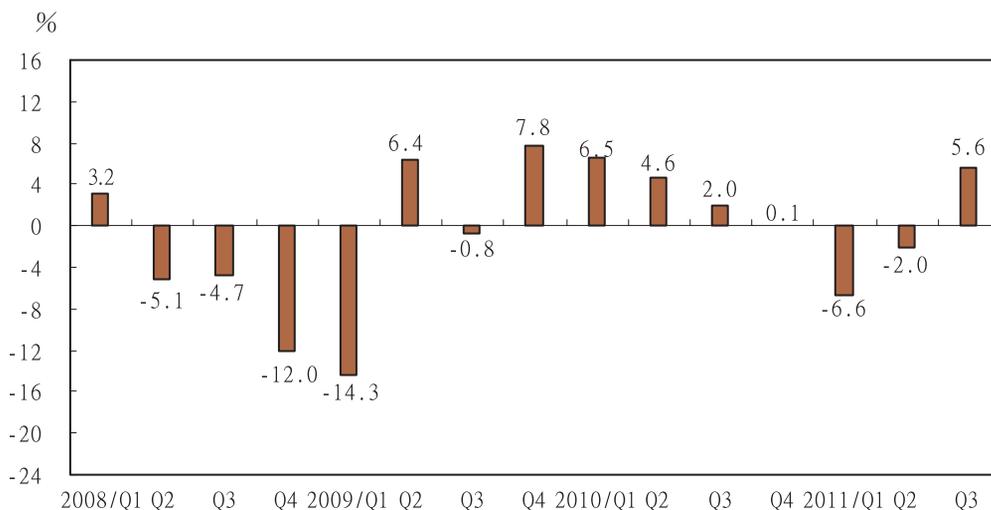


表4 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2008	-1.0	4.0	-3.3	1.4	1.5	4.5	-3.5	8.0	20,633
2009	-5.5	5.1	-21.9	-1.4	-1.3	-5.3	-33.1	-34.8	26,712
2010	4.4	5.1	15.9	-0.7	-1.0	-0.2	24.4	18.0	66,347
2010/12	0.1	4.9	4.9	0.0	-0.4	1.2	12.9	10.7	7,196
2011/1		4.9	4.6	-0.6	-0.8	1.5	1.4	12.2	-4,794
2		4.6	2.9	-0.5	-0.8	1.7	9.0	10.0	6,503
3	-6.6	4.6	-13.1	-0.5	-0.7	2.1	-2.3	12.0	1,863
4		4.7	-13.6	-0.4	-0.2	2.5	-12.4	9.0	-4,677
5		4.5	-5.5	-0.4	-0.1	2.2	-10.3	12.3	-8,573
6	-2.0	4.6	-1.7	-0.4	-0.2	2.5	-1.6	9.8	673
7		4.7	-3.1	0.2	0.1	2.9	-3.4	9.9	679
8		4.3	0.4	0.2	0.2	2.6	2.8	19.2	-7,796
9	5.6	4.1	-3.3	0.0	0.2	2.5	2.3	12.2	2,939
10		4.5	0.1	-0.2	-0.1	1.6	-3.8	17.9	-2,818
11		4.5	-4.0	-0.5	-0.2	1.7	-4.5	11.4	-6,876

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

三、日本央行擴大資產購買金額

為因應全球經濟成長減速，加重國內景氣下滑風險，以及緩和日圓持續升值壓力，日本央行於2011年10月27日進一步將資產購

買金額由50兆日圓增加至55兆日圓；另鑑於國際經濟金融情勢不確定性升高，12月21日之貨幣政策會議決議仍維持無擔保隔夜拆款目標利率於0%~0.1%不變。

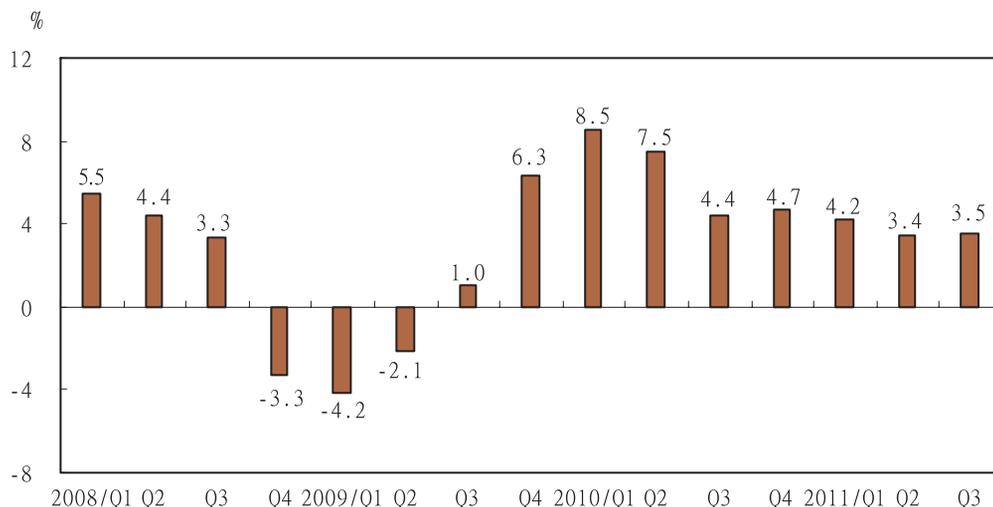
伍、南韓通膨壓力仍在，經濟溫和成長，貨幣政策維持觀望

一、經濟溫和成長

2011年第3季南韓經濟成長率，由第2季之3.4%略升至3.5%(圖9)，其中民間消費、進出口仍持續成長，營建投資則持續衰退。儘管民間消費成長動能仍強，惟設備投資成

長減緩，加以外需疲弱，預期未來數季經濟溫和成長。Global Insight預測第4季經濟成長率為3.7%，2011、2012兩年則分別為3.6%及3.3%。

圖9 南韓經濟成長率



對外貿易方面，2011年第3季出、進口分別成長21.4%及27.7%，貿易出超為63.0億美元(表5)。由於全球景氣走緩，10~11月出、進口平均成長率分別降至10.2%及

13.2%。

勞動市場方面，由於零售、餐飲等服務業就業增加，失業率下降，第3季為3.1%，10月與11月則均為2.9%。

表5 南韓重要經濟指標

年/月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		躉售物價指數 (2005=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬美元)
				總合 年增率 %	剔除農產品及能源 年增率 %	年增率 %			
2008	2.3	3.2	3.4	4.7	4.3	8.6	13.6	22.0	-13,267
2009	0.3	3.6	-0.8	2.8	3.6	-0.2	-13.9	-25.8	40,449
2010	6.2	3.7	16.7	3.0	1.8	3.8	28.3	31.6	41,172
2010/ 12	4.7	3.5	10.7	3.0	1.7	5.3	22.6	21.7	4,089
2011/ 1		3.8	13.6	3.4	2.1	6.2	44.7	33.0	2,529
2		4.5	9.0	3.9	2.6	6.6	16.4	17.2	2,100
3	4.2	4.3	9.1	4.1	3.0	7.3	28.8	27.9	2,537
4		3.7	6.9	3.8	3.0	6.8	23.5	24.4	4,354
5		3.2	8.2	3.9	3.2	6.2	21.9	29.9	2,129
6	3.4	3.3	6.6	4.2	3.5	6.2	11.2	27.3	1,870
7		3.3	3.9	4.5	3.6	6.5	21.1	25.0	4,658
8		3.0	4.7	4.7	3.5	6.6	25.4	28.6	377
9	3.5	3.0	6.9	3.8	3.3	5.7	18.1	29.3	1,264
10		2.9	6.3	3.6	3.2	5.6	7.8	15.5	3,967
11		2.9	5.6	4.2	3.5	5.1	12.7	11.1	3,536

資料來源：Thomson Datastream。

二、物價通膨壓力仍在

2011年第3季躉售物價指數(WPI)年增率由第2季之6.4%略降至6.3%，10、11月續降至5.6%及5.1%。第3季CPI年增率由第2季之4.0%升至4.3%，10、11月則分別為3.6%及4.2%；剔除農產品及能源之核心CPI年增率由第2季之3.2%升至第3季之3.5%，10、11月分別為3.2%及3.5%。Global Insight預測第4

季CPI年增率為3.9%，全年為4.4%，2012年則降至2.9%。

三、央行維持貨幣政策不變

儘管通膨率仍高，惟鑑於歐債危機惡化，以及主要經濟體經濟放緩，南韓央行於12月8日之貨幣政策會議維持政策利率於3.25%，已連續6個月不變。

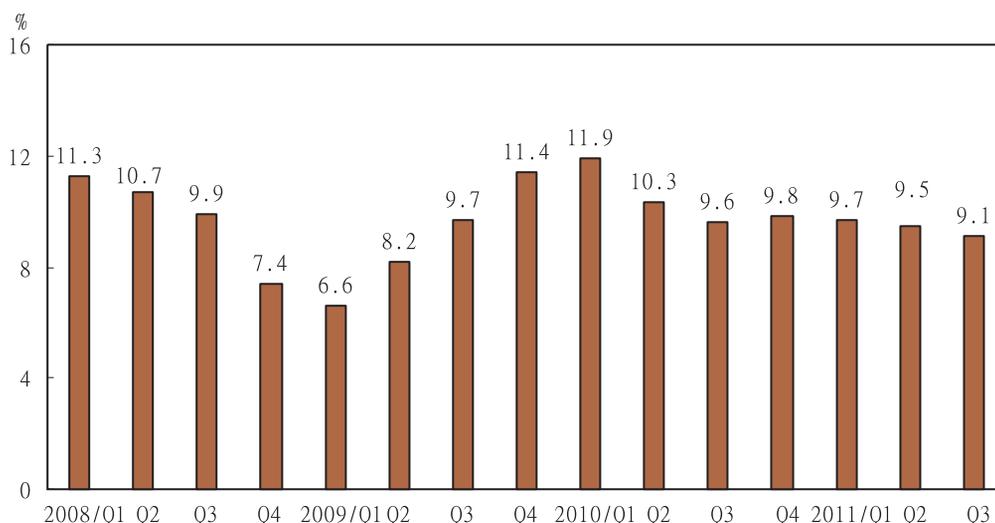
陸、中國大陸經濟走緩，通膨壓力緩解，貨幣政策轉趨寬鬆

一、經濟成長連續3季走緩

2011年第3季，中國大陸經濟成長率由第2季之9.5%降至9.1%(圖10)，主要係貿易順差成長放緩所致；10、11月則因進口年增率高於出口年增率，致合計貿易順差較2010

年同期縮減37.0%。第3季工業生產年增率亦由第2季之13.9%略降至13.8%，10、11月分別再降為13.2%及12.4%。因內外需疲弱，Global Insight預測第4季經濟成長率為8.7%，2011、2012兩年則分別為9.2%及7.8%。

圖10 中國大陸經濟成長

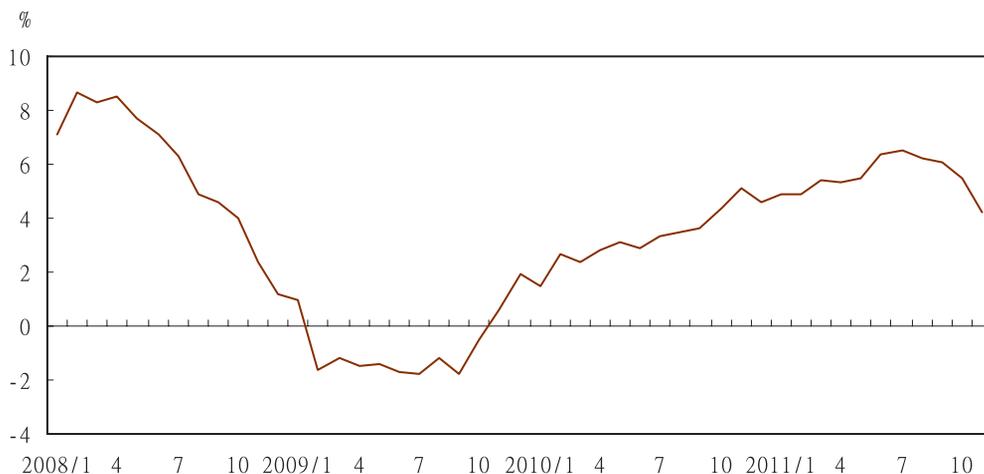


二、CPI年增率大幅下滑

因食品類價格漲幅趨緩，非食品類供過於求，2011年11月CPI年增率由7月之近3年多來高點6.5%，降至4.2%(圖11)；工業品PPI

年增率亦由7月之7.5%驟降至11月之2.7%。Global Insight預測第4季CPI年增率為4.7%，全年為5.4%，2012年則降至3.5%。

圖11 中國大陸消費者物價年增率



三、中國人民銀行調降存準率，貨幣政策轉向寬鬆

2011年以來，由於中國人民銀行持續採取緊縮銀根之措施，M2年增率自年初之17.2%降至11月之12.7%，銀行放款年增率亦由18.5%降至15.6%。

鑑於近期通膨壓力緩解，加以市場流動性趨緊，2011年12月中國人民銀行轉向調降金融機構存款準備率0.5個百分點(其中大型金融機構至21.0%)，係近3年來首度調降，貨幣政策轉向寬鬆。

柒、預期經濟成長步伐放緩，部分亞洲新興國家央行調降利率

2011年第3季亞洲新興國家除香港及印尼外，經濟成長率均高於第2季(圖12)。

新加坡2011年第3季經濟成長率由第2季之0.9%大幅升至5.9%，主要係民間消費支出大幅成長所致。展望2012年，除生技製藥業及旅遊相關之服務業蓬勃發展外，其餘產業多將受全球景氣放緩之影響而走疲，

Global Insight預測第4季經濟成長率為3.0%，2011、2012兩年則分別為4.8%及2.0%。

物價方面，因國際原物料價格回軟，近月各國WPI及CPI年增率普遍下滑(圖13)，Global Insight預測第4季亞洲新興國家通膨率可望自第3季之高點下滑，2012年則將進一步回穩。

圖12 亞洲新興國家經濟成長率

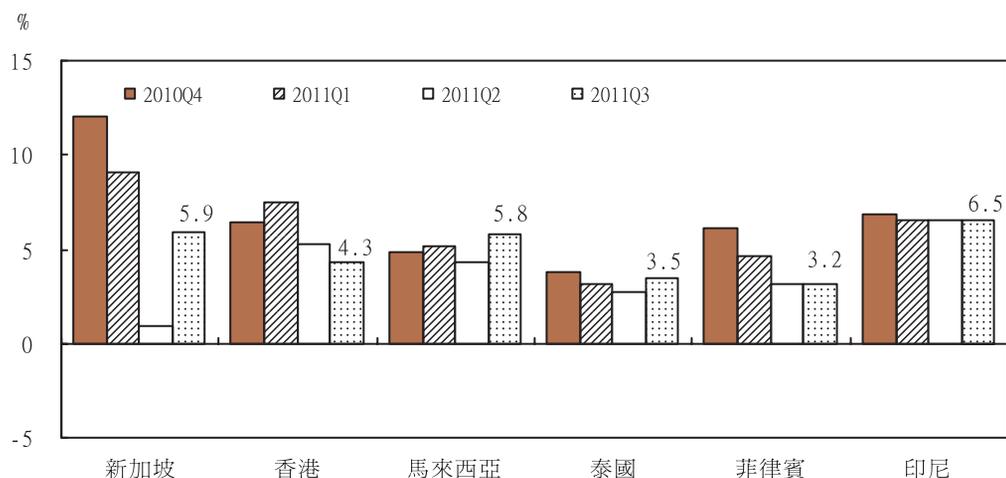
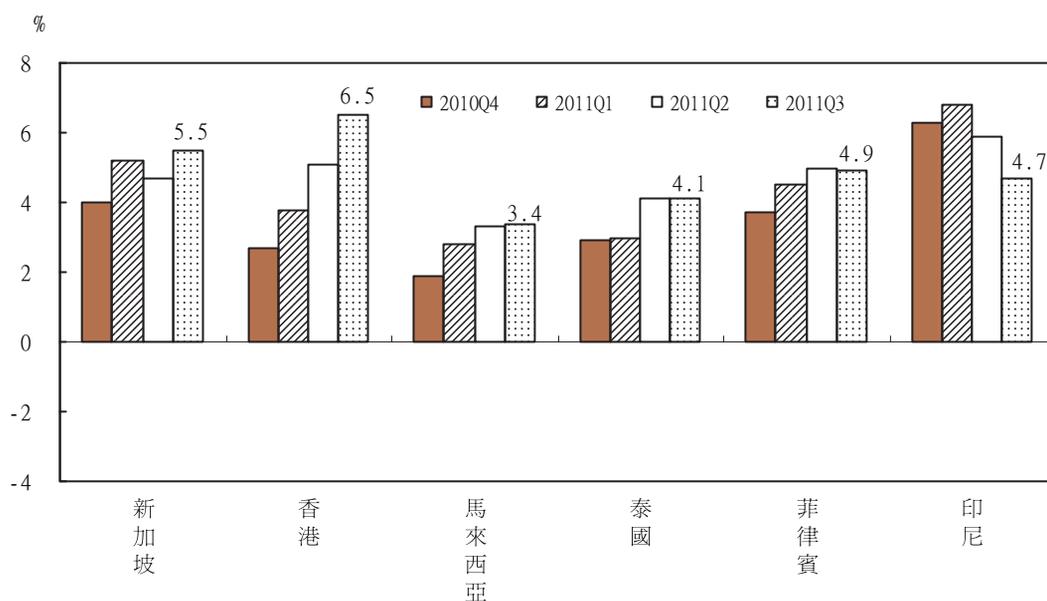


圖13 亞洲新興國家消費者物價年增率



貨幣政策方面，2011年10月以來，除印度為抑制通膨增溫，於10月調升附買回及附賣回利率各0.25個百分點，分別至8.50%及7.50%外，部分亞洲新興國家則為因應全球景氣減緩，轉而調降政策利率。泰國於11月

調降附買回利率0.25個百分點至3.25%；印尼則分別於10月及11月兩度調降央行存單利率共0.75個百分點至6.00%。新加坡則於10月調低政策匯率區間的斜率，但維持政策區間之寬度及中線不變。

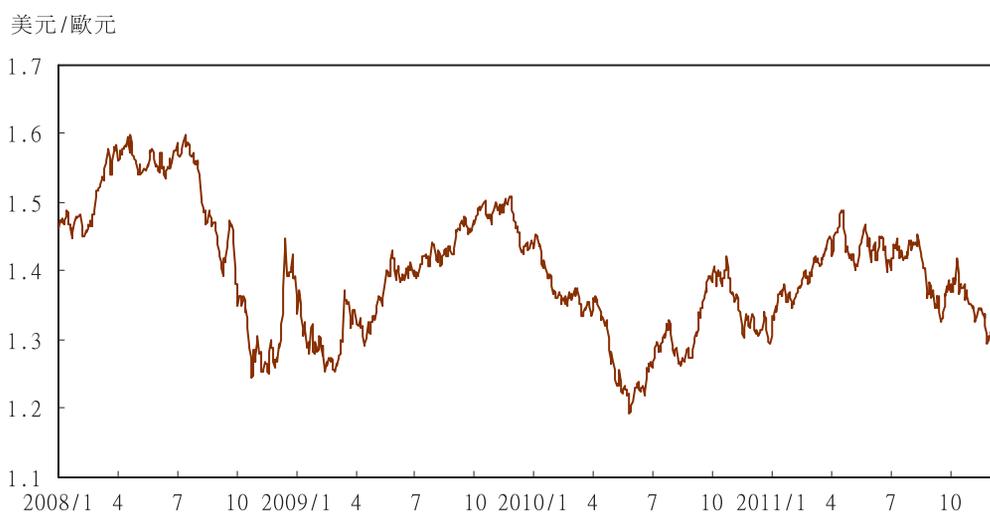
捌、歐元貶值，日圓小幅回貶，亞洲新興國家貨幣普遍回貶

一、歐元走貶

2011年8月底以來，因歐債疑慮再起，歐元大幅走貶至10月3日之1歐元兌1.317美元低點。之後，在G20財長會議及歐盟高峰會將解決歐債問題之樂觀預期下，歐元回升至

10月27日之1歐元兌1.4192美元。隨後因歐盟仍無法提出徹底解決歐債問題之方案，歐元走貶，至12月30日為1歐元兌1.2947美元(圖14)，較9月底貶值3.3%，較2010年底則貶值3.2%。

圖14 歐元對美元匯率



二、日圓小幅回貶

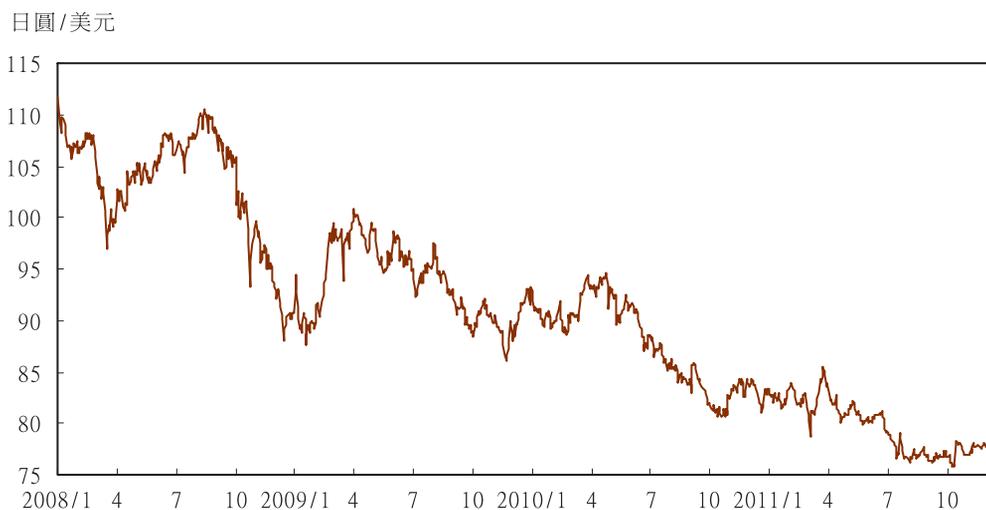
2011年下半年日圓對美元持續升值，8月19日升抵1美元兌75.95日圓，之後大抵維持在76~78日圓區間波動。10月下旬因市場對Fed進一步寬鬆貨幣之預期，加以全球經濟不確定性升高，日圓避險需求強勁，遂再度走升，10月31日升抵1美元兌75.31日圓之

歷史新高。11月起在日本央行連番干預下，日圓略回貶，大抵於76~78日圓區間波動，至12月30日為76.96日圓(圖15)，較9月底升值0.1%，較2010年底則升值5.5%。

三、亞洲新興國家貨幣普遍回貶

2011年9月起，歐美景氣下滑風險漸增，拖累亞洲新興國家經濟成長前景，導致

圖15 美元對日圓匯率

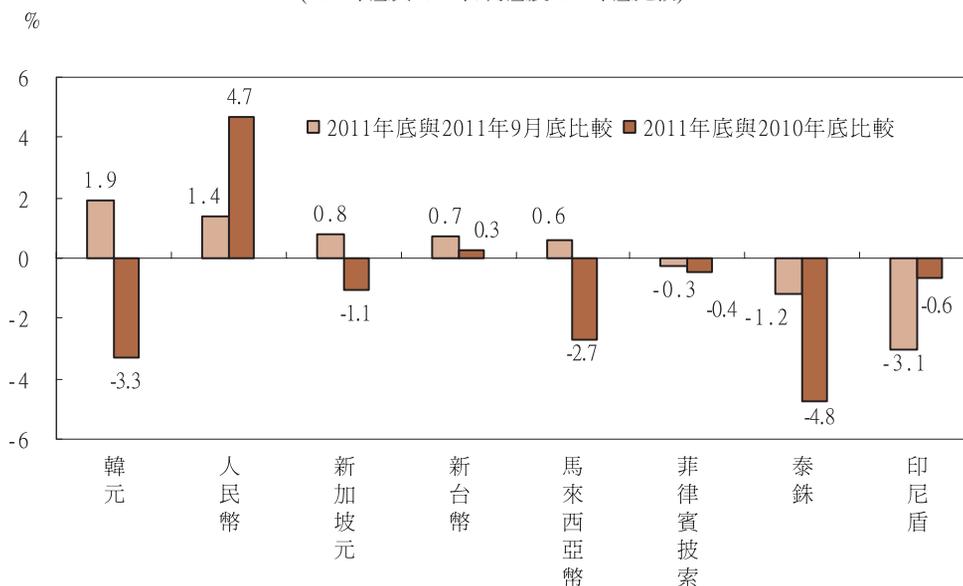


股票與商品市場價格下跌，資金撤出，亞洲各國貨幣大幅走貶。10月因外資回補過度放空的风险資產，並預期10月底歐盟高峰會將解決歐債問題，資金再度流入亞洲，致亞洲

新興國家貨幣一度回升。11月起歐債危機再度蔓延，各國貨幣回貶。2011年12月30日與9月底及2010年底比較，亞洲新興國家貨幣對美元升貶幅度如圖16所示。

圖16 亞洲新興國家貨幣對美元升值幅度

(2011年底與2011年9月底及2010年底比較)



玖、國際股市多於低點震盪

10月初在ECB提供市場流動性，暫時緩解歐債危機下，美、日、歐等主要國家股市走揚(圖17、圖18、圖19、圖20)。11月起，由於美國減赤方案兩黨協商失敗、歐債危機疑慮再起，加以泰國洪災衝擊亞洲產業供應

鏈，國際股市反轉直下，直至11月底六大央行聯合挹注市場美元流動性，歐系銀行信用緊縮危機暫緩，股市始止跌回穩。之後，受美國經濟數據轉好之激勵，主要國家股市略為走揚。美股全年表現優於歐、日股市。

圖17 美國道瓊工業股價指數

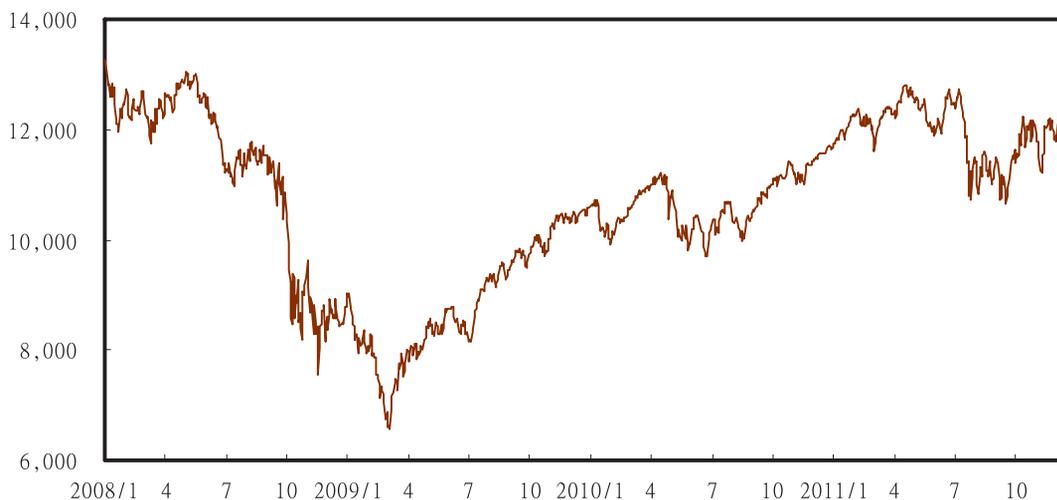


圖18 美國那斯達克股價指數

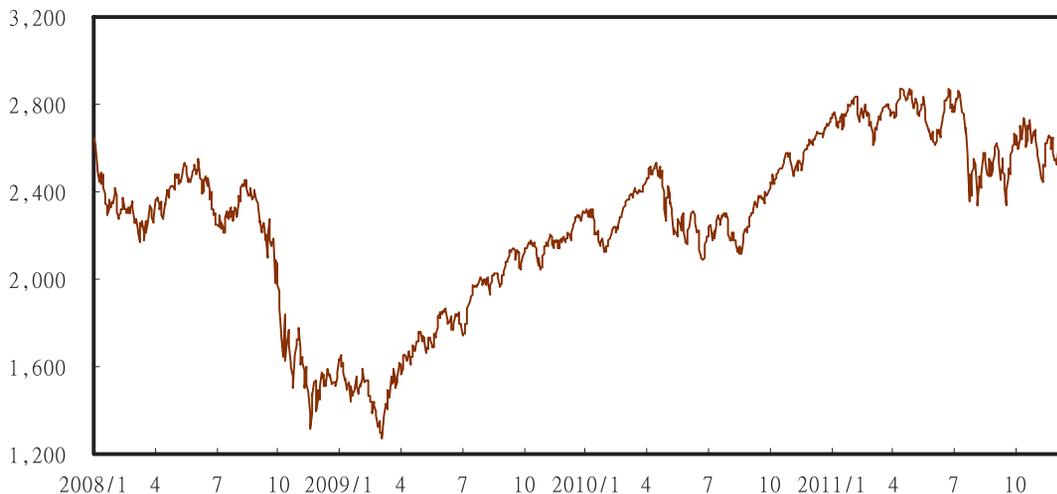


圖19 泛歐股價指數

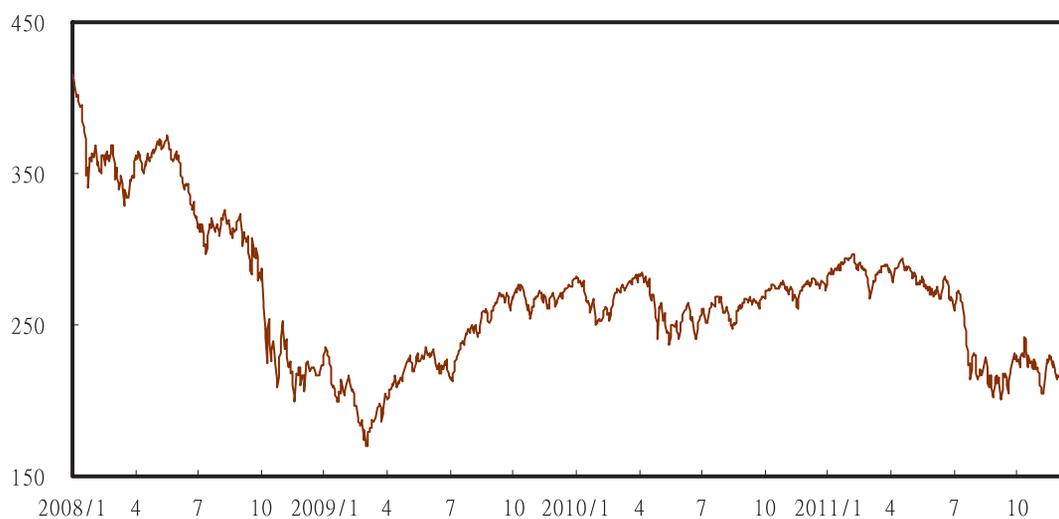
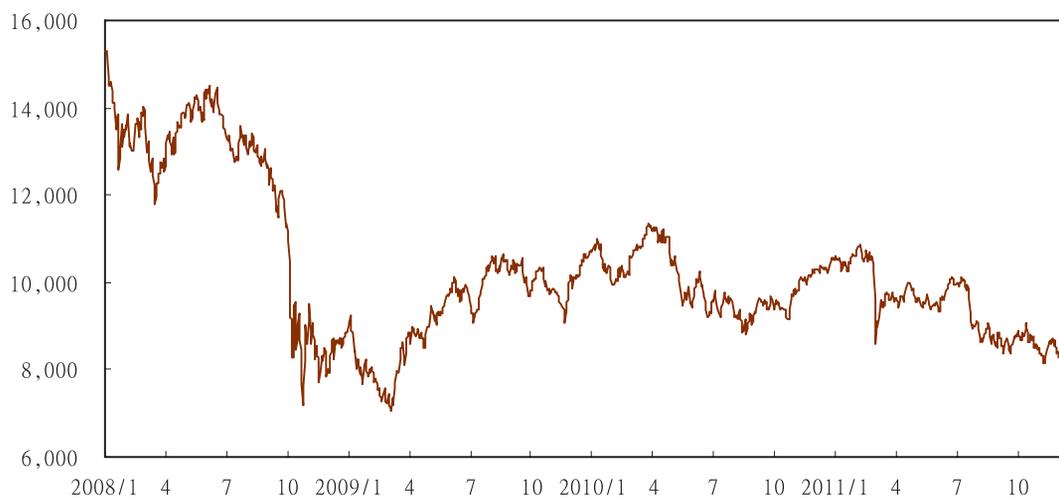


圖20 日本N225股價指數

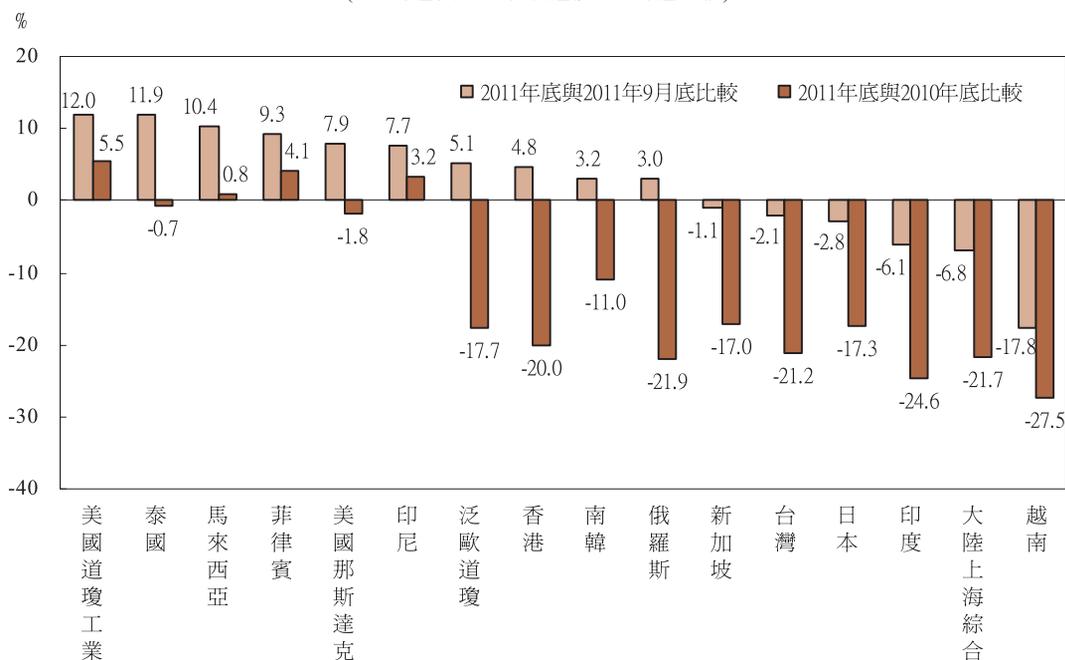


亞洲新興國家股市10月伴隨歐、美股市上揚，自低點同步走升，11月起受歐美股市下挫之拖累，轉而下跌，11月底始止跌

回穩。圖21列示2011年12月30日與9月底及2010年底比較之國際股市漲跌幅度。

圖21 國際股價變動幅度

(2011年底與2011年9月底及2010年底比較)



拾、多數商品價格震盪走跌，惟原油價格回升

Thomson Reuters/Jefferies CRB (以下簡稱CRB)期貨價格指數10月4日創下全年293.28低點(圖22)後，隨能源價格上漲而震盪走升。11月中旬起，受全球經濟成長減緩疑慮加深之影響回跌。12月中旬起，伴隨能源價格上漲反轉走升，至12月30日為305.30點，較9月底上漲2.4%，惟仍較2010年底下跌8.3%。

此外，JOC指數在4月11日達到全年高點148.99點後回跌，至12月30日為117.34點，較9月底下跌5.5%，亦較2010年底下跌

12.7%。

國際原油(美國西德州中級原油)價格10月4日創下全年低點每桶75.67美元後反轉走升，主要是受伊朗核武事件引發歐美各國貿易制裁，及中東地緣政治緊張情勢再起影響，12月以來維持高檔震盪，至12月30日為98.83美元，較9月底上漲24.8%，並較2010年底上漲8.2%(圖22)。

美國能源署(EIA)於12月6日上修2011年國際油價之預測值至每桶94.8美元，遠高於2010年之79.4美元，2012年則為98.0美元。

圖22 西德州中級原油價格及CRB期貨指數



國際黃金方面，10月受美元走貶之影響，倫敦黃金現貨價格走高。11月中旬起，由於美國通膨壓力減輕及經濟仍呈溫和復甦，加以歐元區經濟可能面臨衰退，避險資

金轉入美元，金市賣壓湧現，金價反轉下跌，至12月30日為每盎司1,570美元，較9月底下跌3.1%，惟仍較2010年底上漲11.7%(圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



拾壹、影響全球經濟前景之變數

近期聯合國及世界銀行(World Bank)等國際機構之經濟展望報告指出，全球經濟正急劇惡化。由於已開發經濟體經濟陷入泥沼，新興經濟體將擔起全球經濟成長引擎重任，但速度將明顯減緩。

已開發經濟體受主權債務問題及金融體系脆弱影響，總合需求疲弱，加上政治僵局與決策機制癱瘓等風險交互影響，經濟成長疲軟，聯合國及OECD預測在悲觀的情境下，美國及歐元區2012年經濟恐陷入衰退。

已開發經濟體的風險透過國際貿易與金

融等管道，將威脅開發中國家的經濟成長與穩定。此外，歐美經濟惡化，亦將波及開發中國家股價下跌，增加資本外流與外匯市場的壓力。

聯合國建議，全球應加強協調與合作，提振景氣，降低失業率，並提高家計部門所得。已開發經濟體短期的財政激勵仍然必要，但亦需擬訂具體可信賴的中、長期財政措施。新興開發中經濟體則應採取適當的擴張性財政政策、停止緊縮貨幣政策，並強化總體審慎的金融及資本帳管理。

國內經濟金融日誌

民國100年10月份

- 1日 △國際保險監理官協會（IAIS）於韓國首爾舉辦之2011年年會中，宣布將由我國行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）主辦IAIS 2013年年會，此為IAIS首次在台舉辦年會。
- 12日 △台灣期貨交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，正式成為世界交易所聯合會之會員。
- 13日 △金管會同意第一商業銀行設立大陸地區成都分行，此為國內首家獲准在中國大陸設立兩家分行的純台資銀行。
- 14日 △因應美韓自由貿易協定（FTA）明（101）年生效，財政部公告1,210項關稅稅率逾4.3%的原料加工再出口退稅清單，可退稅率最高達25%，並溯自10月7日起生效，國庫釋出退稅利益每年逾4億元。
- 25日 △立法院三讀通過所得稅法第17條修正案，自明年起家中有5歲以下幼兒、家戶淨所得在113萬元以下之家庭，享每名幼兒2萬5千元「幼兒學前特別扣除額」優惠，於民國102年報稅時適用。
- 27日 △金管會公告，為利接管人賡續辦理相關事宜，以有效改善國華人壽財務結構，保障保戶權益，金管會依法對國華人壽接管處分自本年11月4日起延長9個月至明年8月3日，接管期間保戶權益依保險契約約定內容不受影響。
- 29日 △內政部公布特殊境遇家庭扶助成效統計，本年1至6月經身分認定且受扶助之特殊境遇家庭計1萬6,809戶，較上年同期增加11.4%，總計受扶助達9萬483人次，補助金額2億2,887萬元，較上年同期增加2.6%。

民國100年11月份

- 3日 △受全球經濟動盪影響，行政院院會決議，成立「經濟景氣因應策略小組」，視國內外經濟情勢之演變，及時採取積極因應作為。針對近來國內少數企業勞資雙方協商減少工時（無薪休假），請經濟部會同勞委會、國科會、金管會等相關機關，即刻啟動跨部會聯合診斷輔導小組機制，掌握實施無薪休假企業，瞭解其所

遭遇困難，並給予必要之協助。

8日 △立法院三讀通過公平交易法部分條文修正案，未來廠商有獨占、聯合行為，情節重大者，最高得處該企業上一會計年度銷售金額10%罰鍰。參與聯合行為者，於調查結束前提出檢舉，可減輕或免除罰鍰。

△立法院三讀通過，96年3月5日前已移送執行尚未終結的欠稅案件，原則上自該日起逾五年（即101年3月4日）未追回即不再追討；但欠稅總額50萬元以上個人或企業、被拘提管收或遭到禁奢限制者，可追稅期限延長為十年。

15日 △中央銀行標售300億元30年期公債，得標利率1.9%，創歷年同期次低，保險業得標比例高達52.5%。

△立法院三讀通過保險法修正案，增訂保險業銷售傳統外幣保單，若符合主管機關規定，可申請核准不計入國外投資總額的45%。

21日 △金管會調整每日盤中借券賣出總量，由原「上市（櫃）股份或受益權單位數之3%」修正為「該種有價證券前30個營業日之日平均成交數量之20%」，並由臺灣證券交易所每日對外公告當日可借券賣出數量。

29日 △為穩定民生物資價格，財政部宣布對嬰幼兒奶粉及玉米粉等七項大宗及民生物資機動調降關稅半年。

民國100年12月份

1日 △行政院會通過「經濟景氣因應方案」，內容包含穩金融、平物價、增就業、促投資、助產業、旺消費、拼出口等七大策略，以及LED路燈遍全台等十大焦點，以因應歐債危機對國內經濟之衝擊。

2日 △立法院三讀通過「老年農民福利津貼暫行條例」修正案，由現行每月6千元調整至7千元，101年1月1日生效。

7日 △金管會核定證交所及櫃買中心規章修正案，101年1月1日起，申請上市（櫃）及登錄興櫃之外國企業，得採無面額或以面額不限10元之方式發行股票。

13日 △立法院修正平均地權條例、地政士法、不動產經紀業管理條例、土地徵收條例，並制定住宅法，健全不動產業之發展。

22日 △總統召開第一次「財經對策小組」會議，作成金融協助措施、增加中小企業信保基金捐助、節能家電補助、失業者勞保紓困貸款、穩定股市、引導資金投入公共

建設，以及適時以國安基金確保股市流動性等七大結論。

△金管會通過建立壽險業外匯價格變動準備金機制及相關配套措施原則，可降低壽險業避險成本，強化財務體質。

29日 △中央銀行召開本（100）年第4季理監事會議，決議重貼現率、擔保融通放款利率及短期融通利率維持不變，分別為1.875%、2.25%及4.125%。至於明年M2目標區亦維持在2.5~6.5%。

30日 △行政院宣布101年國家建設計畫，訂定總體經濟目標，包括：經濟成長率4.3%、每人GDP 2萬649美元、失業率4.2%（就業增加率1.3%、勞動力參與率58.25%）、以及消費者物價指數上漲率不超過2.0%。

國際經濟金融日誌

民國100年10月份

- 4日 △穆迪 (Moody's) 將義大利的長期債信評等由「Aa2」調降3級至「A2」，展望為「負面」。
- 6日 △歐洲央行 (ECB) 宣布第二輪擔保債券購買計畫 (Covered Bond Purchase Programme, CBPP2)，金額將達400億歐元，並對銀行提供為期約1年不限金額的再融通操作。
- △英國央行 (BOE) 宣布將資產購買機制 (Asset Purchase Facility, APF) 額度由2,000億英鎊提高至2,750億英鎊。
- 7日 △惠譽 (Fitch) 將西班牙的長期債信評等由「AA+」調降2級至「AA-」，義大利的長期債信評等則由「AA-」調降1級至「A+」，展望皆為「負向」。
- 11日 △因通膨形勢尚稱穩定，加以考量到全球經濟金融情勢低迷對印尼可能的衝擊，印尼央行調降官方利率 (BI rate) 1碼至6.50%。
- 13日 △標準普爾 (S&P) 將西班牙的長期債信評等，由「AA」調降1級至「AA-」，展望為「負面」。
- △IMF之「亞太區域經濟展望報告」 (Regional Economic Outlook: Asia and Pacific) 指出，由於歐元區金融動盪及美國經濟減速，引發全球經濟不確定性增加，預測今、明兩年亞洲地區經濟成長率分別為6.3%及6.7%，低於原4月之預測值。
- 14日 △新加坡貨幣管理局調低政策匯率區間的斜率，政策區間之寬度與中線則維持不變。
- 18日 △穆迪 (Moody's) 將西班牙的長期債信評等由「Aa2」調降2級至「A1」，展望為「負面」。
- 20日 △希臘國會通過66億歐元之財政緊縮措施，包括解僱公務人員等。
- 25日 △有鑑於通膨壓力仍大，印度央行宣布調升附買回及附賣回利率各1碼分別至8.50%及7.50%，為上年以來第十三度升息。
- 26日 △歐盟理事會 (European Council) 針對歐債危機召開會議，會中達成多項決議，包括希臘債務減記50%、2012年6月底前銀行核心資本適足率達到9%之資本重建計

畫，以及透過槓桿方式擴充歐洲金融穩定基金（EFSF）之規模至4~5倍等。

27日 △日本央行進一步寬鬆貨幣政策，將購買長期公債、公司債等資產之基金由50兆日圓擴增至55兆日圓。

民國100年11月份

- 1日 △為因應歐債危機，加以考量通膨回穩，澳洲央行調降現金利率（cash rate）目標1碼至4.50%。
- 3日 △基於歐洲經濟下行風險增加與成長力道趨於疲弱，歐洲央行（ECB）宣布將主要再融通操作利率調降1碼至1.25%，為本年以來首度降息。
- 9日 △義大利因政治紛擾，加以歐洲獨立清算所（LCH Clearnet）調高債券交易保證金，其10年期公債殖利率升破7%，反映市場對政府解決債務能力之憂心。
- 10日 △希臘組成聯合政府，前歐洲央行副總裁Lucas Papademos獲任命為新總理。
△歐盟執委會（European Commission）表示，由於歐元區經濟前景疲弱，調降其今、明兩年之經濟成長率至1.5%及0.5%。
△為因應全球經濟放緩對印尼經濟之衝擊，印尼央行調降央行存單利率2碼至6.0%。
- 13日 △義大利總理Silvio Berlusconi請辭下台，由曾任歐盟執行委員之Mario Monti上任。
- 21日 △世界銀行之「東亞暨太平洋地區經濟展望更新報告」（World Bank East Asia and Pacific Economic Update）指出，已開發國家經濟成長疲軟，致開發中的東亞經濟體成長減緩，特別是製造業，預期今、明兩年經濟將分別成長8.2%、7.8%。
- 24日 △惠譽（Fitch）將葡萄牙的長期信貸評等，自「BBB-」調降1級至「BB+」，展望維持「負向」。
- 29日 △歐元區財長會議批准原訂本年9月發放予希臘的第6筆80億歐元（107 億美元）紓困金。
△OECD之「經濟展望報告」（Economic Outlook No. 90）指出，全球經濟前景正急劇惡化，將OECD國家今、明兩年之經濟成長率預測值由原5月預測之2.3%及2.8%，下修至1.9%及1.6%。
- 30日 △美國聯準會（Fed）聯合歐元區、日本、英國、加拿大與瑞士央行共六大央行，調降美元換匯利率兩碼，以減緩歐系銀行信用緊縮危機。

△中國人民銀行宣布，自12月5日起調降金融機構存款準備率0.5個百分點，其中大型金融機構存款準備率降至21.0%，為近3年來首次調降。

△為因應洪災對泰國經濟之衝擊，泰國央行調降1天期附買回利率1碼至3.25%。

民國100年12月份

1日 △聯合國之「2012年全球經濟情勢暨展望報告」(World Economic Situation and Prospects 2012)指出，全球經濟正急劇惡化，預測2011、2012兩年經濟將分別成長2.8%、2.6%。

6日 △ADB之「亞洲經濟監測報告」(Asia Economic Monitor)指出，2011年年中以來，新興東亞地區外部環境惡化，主要是歐元區主權債務危機近期內似難達成協議，美國經濟復甦情況亦仍脆弱，預測2011、2012兩年新興東亞地區經濟將分別成長7.5%、7.2%。

△為因應歐債危機，加以考量製造業活動趨緩，且通膨回穩，澳洲央行調降現金利率(cash rate)目標1碼至4.25%，為連續第2個月降息。

8日 △鑑於歐元區經濟前景面臨極大下滑風險，歐洲央行(ECB)宣布調降主要再融通操作利率1碼至1.00%，為連續第2個月降息。另提供銀行3年期再融通操作、存款準備率由2%降至1%，放寬擔保品之信評等級要求，以挹注流動性，確保金融市場穩定。

△歐洲銀行監管局(European Banking Authority, EBA)要求歐洲銀行須增資1,150億歐元，俾使2012年6月前資本適足率達9%。

9日 △歐盟理事會(European Council)針對歐債危機召開會議，會中達成之決議包括：(1)以政府財政協定(fiscal compact)加強各國財政紀律：若預算赤字超過GDP的3%，將啟動自動懲罰機制，且納入各國憲法；結構性財政赤字不得超過名目GDP的0.5%；(2)強化穩定機制：常設紓困機制「歐洲穩定機制」(ESM)，提前1年於2012年7月啟動，臨時性之「歐洲金融穩定基金」(EFSF)，則繼續提供支援至2013年年中；(3)歐元區向IMF提供貸款，充實IMF資金以援助危機國家。

16日 △穆迪(Moody's)調降比利時的長期債信評等，由「Aa1」調降2級至「Aa3」，評等展望為「負面」。惠譽(Fitch)將法國債信評等展望由「穩定」降為「負向」。

- 21日 △ECB首度透過3年期再融通操作，以1%的利率提供歐洲523家銀行貸款，挹注銀行業4,892億歐元。
- 22日 △義大利參議院通過對Mario Monti政府的信任投票，並通過300億歐元的財政緊縮與經濟改革方案。此案透過削減支出、增稅與退休金改革等措施，節省200億歐元，另100億歐元用於提振經濟成長。

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 (第三十三卷第四期)

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 12 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

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

