

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第三十四卷 第四期

中央銀行 編印

中華民國 101 年 12 月

中央銀行季刊

第三十四卷 第四期

中央銀行 編印

中華民國 101 年 12 月

中央銀行季刊

目錄 第三十四卷 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102年貨幣成長目標區設定說明	中 央 銀 行	3

專題研究

考量通貨替代之廣義貨幣需求函數實證研究	林依伶、陳佩玗	11
---------------------------	---------	----

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國101年第3季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	37
國際收支	國 際 收 支 科	45
貨幣與信用	金 融 統 計 科	55
金融市場	呂桂玲、許怡君 葉德勝、李現瑞	61
國際經濟金融情勢（民國101年第3季）	國 際 經 濟 科	81

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國101年10月至12月）	國 內 經 濟 科	103
國際經濟金融日誌（民國101年10月至12月）	國 際 經 濟 科	107

中央銀行理事聯席會議決議

(101年12月19日發布)

一、本日本行理事會決議：

- (一) 本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別維持年息1.875%、2.25%及4.125%不變。
- (二) 明(102)年M2貨幣成長目標區訂為2.5%至6.5% (詳附件)。

二、本行利率政策主要考量因素如次：

- (一) 近期全球經濟趨穩，明年可望略為回溫；其中，歐元區衰退情況稍緩，美國經濟將溫和擴張，中國大陸經濟回穩，至於亞洲新興經濟體之經濟成長亦將回升。惟歐債及美國財政懸崖問題仍具不確定性。由於全球經濟緩步復甦，國際機構多預測明年油價較本年為低，全球通膨壓力減輕。
- (二) 國內方面，本年11月主計總處預測本年第四季經濟成長率升至2.97%，高於第三季之0.98%。伴隨明年全球經濟緩步復甦，輸出及民間投資可望恢復成長，且民間消費持穩，預測經濟成長率將升至3.15%，惟力道溫和。勞動市場方面，就業人數持續增加，但10月失業率略微回升。
- (三) 近來國際原物料價格趨穩，主計總處預測本年消費者物價(CPI)年增

率為1.93%。預期明年國際商品行情穩定，加以天候因素使本年蔬果價格基期墊高，CPI年增率將降為1.27%。

- (四) 為因應景氣緩步復甦，本行透過公開市場操作，調節市場資金，本年11月銀行超額準備維持在216億元，金融業隔夜拆款利率持穩。本年1至11月平均銀行放款與投資及M2年增率分別為5.03%及4.22%，足以充分支應經濟成長所需資金。經綜合考量上述因素，基於法令賦予之職責，在國際經濟前景仍存在不確定性，且國內經濟復甦力道溫和，通膨壓力減輕之情況下，本行理事會認為，維持現行政策利率及M2貨幣成長目標，將有助維持物價穩定與金融穩定，並協助經濟成長。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。

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

附件 民國102年貨幣成長目標區設定說明

- 一、本年1至11月M2平均年增率為4.22%，與原中線值4.5%比較，低0.28個百分點，主要係因本年國內景氣受出口衰退影響下滑，放款與投資成長減緩，及國人資金淨流出所致。
- 二、依據行政院主計總處對明(102)年經濟成長率(3.15%)及物價上漲率(1.27%)的預測數，預估明年M2貨幣需求年增率約為4.29%，選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值4.5%後，上、下加計2%的誤差值，得到明年M2貨幣成長目標區為2.5%至6.5%。
- 三、展望未來，全球景氣復甦動能仍緩，國內資金需求大幅提升的可能性有限。鑑於國際經濟金融情勢尚具不確定性，跨國資金移動可能成為影響國內M2成長的重要變數。

民國102年貨幣成長目標區設定說明

壹、民國101年貨幣成長目標區之檢討

一、本（101）年貨幣成長目標區設定方式回顧：

本（101）年貨幣成長目標區的設定，係以民國80年第1季至100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（100）年12月訂定本年貨幣目標區時，外生解釋變數值的設定，係參酌行政院主計總處民國100年11月24日公布之經濟成長率（4.19%）與消費者物價上漲率（1.14%）的預測值，以及利率等金融面變數後（見表2上半部），將101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101年M2年增率約為4.65%，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101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101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 _{2007q3q4}				d _{2008q3}
(1-1)	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
(1-2)	80.1-101.3	0.359 (7.01)**	0.937 (65.87)**	0.048 (2.68)**	-0.013 (-2.30)**	-1.137 (-10.96)**	0.021 (8.95)**	0.005 (2.27)**	-	-0.014 (-1.79)*	0.9996	0.0077	0.764
(1-3)	80.1-101.3	0.312 (6.03)**	0.928 (66.64)**	0.061 (3.42)**	-0.012 (-2.28)**	-1.060 (-10.29)**	0.022 (9.67)**	0.005 (2.60)**	-0.016 (-2.86)**	-0.017 (-2.21)**	0.9996	0.0073	0.853

說明一：符號代表之意義如下：

1. ln代表自然對數符號，變數前加d表示對該變數取一階差分。
2. M2：廣義貨幣總計數M2日平均數。實質貨幣餘額：ln(M2*100/CPI)。
3. CPI：消費者物價指數，以民國95年為基期。
4. GDP06：以民國95年為基期之實質國內生產毛額（GDP），為主計總處於民國101年11月23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_{2007q3q4}：民國96年第3季、第4季虛擬變數，來捕捉當時經濟成長較快及通膨遽升，但M2年增率因國人資金持續淨流出而呈下滑，走勢分歧之現象。
8. d_{2008q3}：民國97年第3季虛擬變數，來捕捉當時國內經濟突然衰退，但M2卻因資金流入而逐步攀升，造成所得與M2關係發生變化。

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

(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與顯著性維持不變，至於係數估計值方面差異亦不大，除預期通膨的估計係數取絕對值後略為上升外，其餘大致相同。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101年貨幣成長目標區之影響：

在民國101年實質所得與消費者物價指

數外生變數值的設定方面，根據行政院主計總處民國101年11月23日之初步估計，民國101年全年經濟成長率為1.13%，較去年原設定之4.19%下調3.06個百分點；消費者物價上漲率全年預估值為1.93%，較原設定之1.14%上調0.79個百分點。至於其他外生變數方面，持有M2之機會成本微幅下調0.010個百分點，由原預設值-0.138%，向下調整為-0.148%。有關各外生變數設定值的變動情形詳見表2。

將表2各項外生變數的各季新設定值，與去年第四季之M2實際值^{註1}，分別代入貨幣需求函數模型(表1的(1-2)式)，經由動態模擬估算，得到新的M2成長模擬值4.40%(見

表2 101年模型外生變數設定及M2目標中線值推估

年/季		經濟成長率	消費者物價上漲率	持有M2之相對成本	1-30天期商業本票次級市場利率(年率)	一年期定存利率(年率)	預期物價上漲率	貨幣需求函數動態模擬值	目標中線值	M2成長目標區
		(%)	(%)	(1)= [(2)-(3)]/4	(2) (%)	(3) (%)	(%)			
原預設值	101/1	2.67	1.10	-0.138	0.81	1.36	-0.42	4.65	4.50	2.5-6.5
	2	3.64	0.69	-0.138	0.81	1.36	0.34			
	3	4.99	1.36	-0.138	0.81	1.36	0.90			
	4	5.31	1.39	-0.138	0.81	1.36	0.56			
全年(a)		4.19	1.14	-0.138	0.81	1.36	1.14			
初步統計值	101/1	0.59	1.29	-0.153	0.75	1.36	-0.40	4.40	4.50	2.5-6.5
	2	-0.12	1.65	-0.149	0.76	1.36	1.11			
	3	0.98	2.95	-0.147	0.77	1.36	1.51			
	4	2.97	1.87	-0.143	0.79	1.36	-0.36			
全年(b)		1.13	1.93	-0.148	0.77	1.36	1.93			
變動=(b)-(a)		-3.06	0.79	-0.010	-0.04	0.00	0.79	-0.25	0.00	0.00

說明：1. 外生變數值中的粗體字表示實際值。

2. 民國101年第四季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定存利率係假定11月數值為1-22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。

表2)，較去年底之原模擬值4.65%下降0.25個百分點。經檢討，雖然持有M2之機會成本略為下降，對M2模擬值有上調影響，惟經濟成長率向下修正且消費者物價上漲率上調的影響下，導致M2模擬值下調0.25個百分點為4.40%。選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值為4.5%，再加計2%的上、下誤差值所得到的目標區間，仍與去年底原設定的目標區2.5%至6.5%相同。

四、本年以來M2成長情況：

本年以來，M2成長率趨緩，主要係因

景氣受出口衰退影響而下滑，放款與投資成長減緩，以及國人資金持續淨流出所致。本年1至11月M2平均年增率為4.22%，與目標區中線值4.5%比較，低0.28個百分點。就各月M2成長情況來看，除1至2月因季節因素影響而使M2年增率略有波動外，大致呈現向下之趨勢，M2年增率由1月的5.22%下降至8月的3.69%，9月雖因外資淨匯入而回升至3.96%，惟之後受部分資金轉向保險及共同基金等非存款商品影響，續降至11月之3.26%。

貳、民國102年貨幣成長目標區之設定

一、貨幣需求函數之設定：

本次模型之設定，大體延續上年的作法，另加入一個虛擬變數，涵蓋民國96年第3季、第4季，來捕捉當時經濟成長較快及通膨遽升，但M2年增率因國人資金持續淨流出而呈下滑，走勢分歧之現象。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。至於解釋變數方面，亦維持與上年相同之設定。

二、模型設定與解釋變數說明：

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)。
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。

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
1.33	0.0389	0.68	0.61
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
0.59	0.67	0.94	0.56

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80.1-95.3的樣本進行估計後，預測95.4-96.3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96.4-97.3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：0.53、0.11以及0.37。
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。

三、估計結果說明：

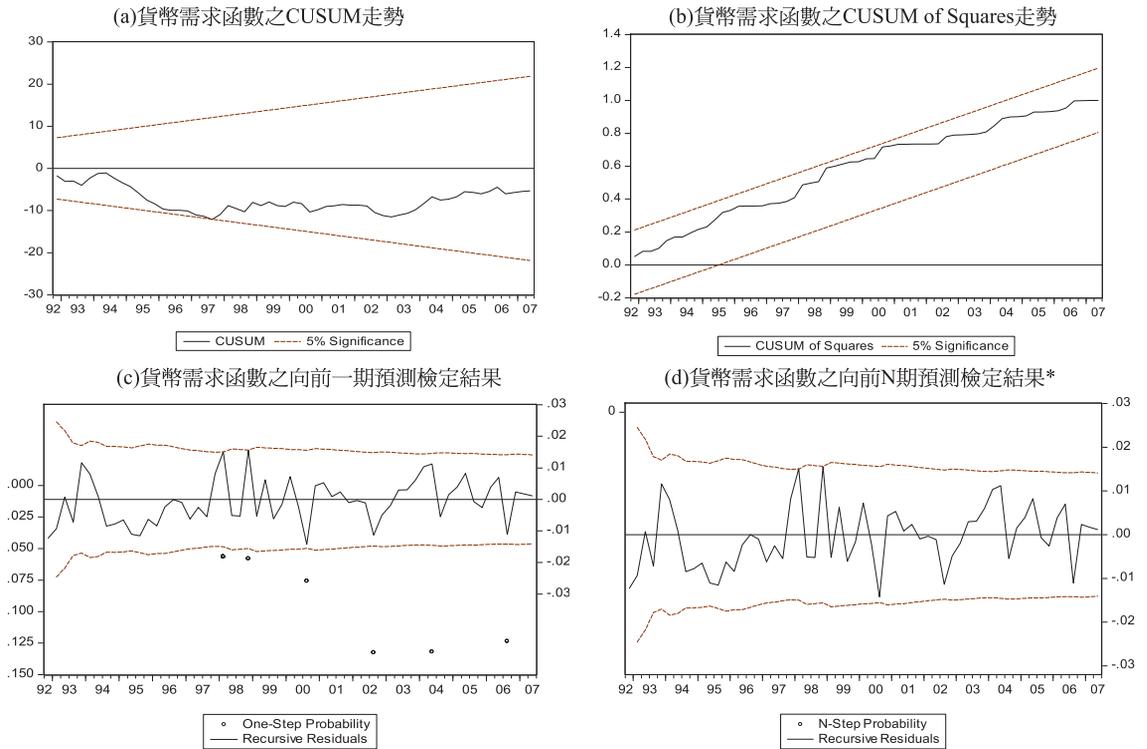
以下針對M2貨幣需求函數進行估計。樣本期間為民國80年第1季至民國101年第3季，估計結果見表1 (1-3) 式。比較 (1-3) 式與 (1-2) 式的估計結果可以發現，解釋變數估計係數的符號與顯著性大致維持不變，至於係數估計值方面，前期實質貨幣餘額、持有M2之機會成本及預期通膨的估計係數取絕對值後略為下降，而實質所得的估計係數略為上升。所有解釋變數的係數估計值，在5%的顯著水準下皆呈統計顯著。(1-3)式

模型配適度(\bar{R}^2)和(1-2)式相同，但估計誤差(S.E.R)略低，而長期所得彈性略高，貨幣需求函數的估計結果尚可。

四、貨幣需求函數之診斷檢定及穩定性檢定：

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

圖1 模型穩定性檢定

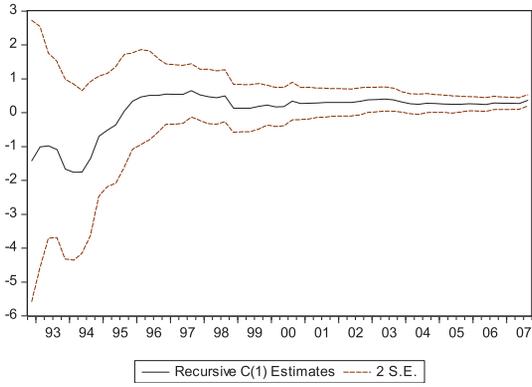


說明：1. 由於加上2007年第3季及第4季虛擬變數($d_{2007q3q4}$)後，所以本檢定只呈現估計到2007年第2季的檢定結果。

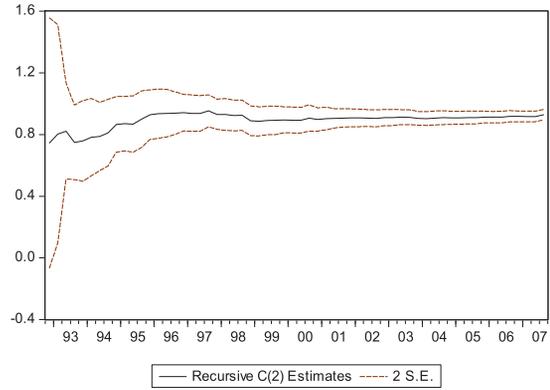
2. 貨幣需求函數之向前N期預測之作法為，利用前 T_1 個樣本點進行估計，然後進行剩餘 T_2 個資料點的預測。至於 T_1 之數值為所有可能的情況，亦即從估計預測方程式所需之最小可能的樣本數(以本文之貨幣需求函數為例， $T_1=7$)開始，其後逐次增加一個樣本點，再進行估計及預測。

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

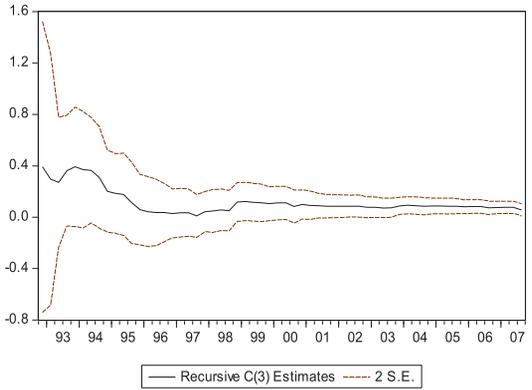
1. 常數項



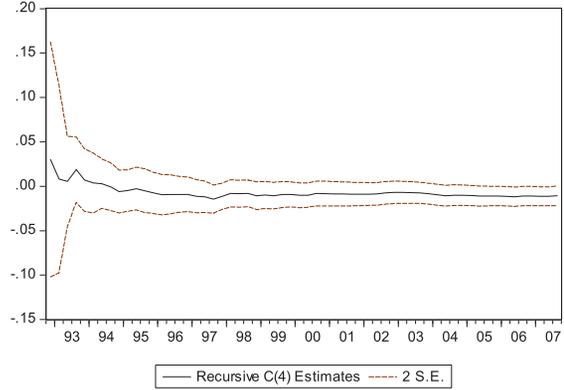
2. $\ln(M2*100/CPI)_{-1}$



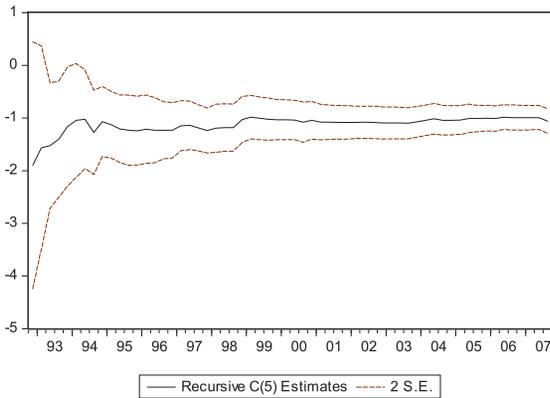
3. $\ln(GDP06)$



4. OC



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



說明：由於加上2007年第3季及第4季虛擬變數($d2007_{q3q4}$)後，所以本檢定只呈現估計到2007年第2季結果。

五、設定102年貨幣成長目標區外生變數之假設：

為估算明(102)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總處民國101年11月23日公布之預測值，102年分別為3.15%與1.27%，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1-22日之平均數，有關明年各項外生變數的設定詳見表4。

六、102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) 式的模型，則由動態模擬估算，明年M2貨幣需求年增率動態模擬值為4.29%，若以此選取最接近的每0.5個百分點為變量之中線值4.5%，則民國102年M2成長目標區為2.5%至6.5%(見表5)，與本年設定相同。

表4 民國102年貨幣需求函數之外生變數設定表

年/季	經濟成長率	消費者物價上漲率	持有M2之相對成本	1-30天期商業本票次級市場利率(年率)	一年期定期存利率(年率)	預期物價上漲率
	(%)	(%)	(1)=[(2)-(3)]/4	(2)(%)	(3)(%)	(%)
101/3	0.98	2.95	-0.147	0.77	1.36	1.51
4 (f)	2.97	1.87	-0.143	0.79	1.36	-0.36
102/1 (f)	2.48	1.70	-0.143	0.79	1.36	-0.56
2 (f)	3.05	1.18	-0.143	0.79	1.36	0.59
3 (f)	3.13	0.50	-0.143	0.79	1.36	0.83
4 (f)	3.88	1.73	-0.143	0.79	1.36	0.86
101年全年	1.13	1.93	-0.148	0.77	1.36	1.93
102年全年	3.15	1.27	-0.143	0.79	1.36	1.27

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總處最新資料(101.11.23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101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利率係假定11月數值為1-22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102年各季之1-30天商業本票次級市場利率及一年期定期存利率係假定與101年11月相同。

表5 民國102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
4.29%	4.5%	±2%	2.5% - 6.5%

七、影響102年貨幣成長目標區估算之 不確定因素：

全球景氣復甦動能仍緩，國內資金需求

大幅提升的可能性有限。鑑於國際經濟金融情勢尚具不確定性，跨國資金移動可能成為影響國內M2成長的重要變數。

附 註

(註1) 去年底採用的100年第4季M2年增率5.11%，係以去年10月實際值與本行「貨幣估測」模型的11月及12月預估數，惟實際值為5.21% (上調0.10個百分點)。

考量通貨替代之廣義貨幣需求函數實證研究*

林依伶、陳佩玗**

摘要

我國為一小型開放經濟體，國外變數可能影響本國之貨幣需求，且國內文獻對於加入匯率變數對貨幣需求預測值的影響討論亦不多。因此，本文使用共整合分析法，估計台灣廣義貨幣 (M2扣除外匯存款) 的需求函數。亦嘗試分析有無考量通貨替代效果對貨幣需求函數預測結果的影響，俾供本行貨幣政策制定之參考。

本文之模型實證結果，大致顯示：(1) 根據共整合分析，以實質匯率作為通貨替代效果之代理變數時，廣義貨幣與所得及其他機會成本變數的長期貨幣需求關係，較為穩定且符合理論預期。(2) 根據不同樣本期間的估計結果顯示，以實質匯率作為通貨替代效果之代理變數的估計表現亦較為穩定。(3) 根據樣本內配適結果，若於貨幣需求函數中加入實質匯率，則在捕捉貨幣年增率轉折點時的表現較佳。(4) 依樣本外預測結果發現，若考量匯率變數，可略為降低模型之平均預測誤差。然因匯率相對其他變數波動較大，故可能導致貨幣預測結果易受匯率波動之影響，而造成部份時點預測值波動程度較實際值大。

* 本文初稿完成於民國101年7月。本文承蒙嚴副總裁宗大、林處長宗耀、陳副處長一端、吳研究員懿娟、劉副研究員淑敏、許副研究員碧純與四位匿名審稿人之悉心審閱，以及處內其他同仁給予寶貴意見，特此衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

** 作者為中央銀行經濟研究處辦事員。

壹、前言

國內外文獻對於貨幣需求函數的研究未曾間斷過，而我國自1992年起改以M2作為中間目標，每年公布M2貨幣成長目標區^{註1}，因此建立穩定的貨幣需求函數對於央行制定及執行貨幣政策是相當重要的。觀察過去相關文獻，其在建構與估計貨幣需求函數時，選取及設定代表持有貨幣之機會成本的變數並不完全一致。其中機會成本的變數設定部分，實為影響貨幣需求函數是否具穩定性之關鍵因素。

關於持有貨幣的機會成本，除了國內金融或其他替代資產的報酬率外，尚需考量廣義貨幣的自身報酬率 (own rate)。而台灣乃一小型開放的經濟體系，隨著國際間資本管制逐漸消失且金融環境逐漸開放，使得人們持有國際資產組合更加多元化，因此透過國際資金移動效果，外國資產的報酬率將影響本國的貨幣需求，同時匯率的變動亦可能會影響本國貨幣需求，故不能忽視兩者對於我國貨幣需求函數的影響。

基本上，匯率變動影響貨幣需求的途徑主要有兩個，第一為「財富效果」，Arango與Nadiri (1981) 說明本國貨幣貶值會增加本國人所持有外國資產的價值，故透過財富效果，使得國內的貨幣需求增加。第二為「通貨替代效果 (currency substitution effect)」，若預期本國貨幣貶值，則持有外國資產報酬

率相對較持有本國貨幣為高，因而造成本國貨幣與國外相關資產之間的替代(此為廣義之通貨替代定義)，促使本國人調整本國貨幣與國外資產的組合，進而減少對本國貨幣之需求。故而匯率變動可能對貨幣需求造成一定的干擾與衝擊^{註2}。

至於有關貨幣需求函數的估計方法，Breuer與Lippert (1996) 提及貨幣需求函數是否具穩定與定態關係，兩者之間並非全然獨立，因為不具定態關係的貨幣需求函數 (即短期貨幣需求偏離均衡時，無法自行調整至長期均衡)，是導致貨幣需求函數不穩定的因素之一。由於貨幣需求函數內的總體變數，其時間序列大多具單根，因此，探討我國貨幣需求函數中的相關變數是否具有長期的穩定關係，等同檢定貨幣需求函數內所有變數是否具共整合關係，並可以誤差修正模型 (error correction model，以下簡稱ECM)，檢視貨幣需求函數內所有變數之間的長短期關係。以具有共整合關係的ECM估計貨幣需求函數具有以下優點：(1) 可避免變數之間產生虛假迴歸 (spurious regression)；(2) 不會產生為避免虛假迴歸而將變數取差分後進行估計，造成某些資訊遺失的缺點；(3) 可同時討論變數之間長短期因果關係，以及探討透過變數的短期動態調整，是否可使其收斂至長期均衡^{註3}。

綜上所述，因機會成本的變數設定，為影響貨幣需求函數是否具穩定性之關鍵因素，此外，台灣乃一小型開放的經濟體系，故不能忽視匯率變動造成的通貨替代效果可能對貨幣需求造成一定的干擾與衝擊。因此本文主要關注於持有貨幣之機會成本的變數設定，其中尤以匯率變數更為重要，以檢視我國貨幣需求函數是否受匯率變動之影響，而具通貨替代效果。

有鑒於過去相關文獻在我國貨幣需求函數的估計上，對於匯率對我國貨幣需求的影響，以及兩者是否具共整合關係，實證結果並不一致。因此本文主要使用共整合分析法估計台灣1992年第1季至2011年第2季之廣義貨幣需求函數，因我國M2包含外匯存款，為能妥適探討通貨替代效果，本文在實證分析時所採用之廣義貨幣，係定義為M2扣除外匯存款。並根據不同樣本期間的估計結果，探討匯率變動所帶來的通貨替代效果是

否因不同樣本期間而改變，並比較以名目或實質匯率作為通貨替代效果之代理變數時，廣義貨幣需求與其相關解釋變數間的長期關係。

此外，由於國內文獻對於加入匯率變數對預測貨幣需求之影響的討論亦不多，因此本文亦嘗試比較模型樣本內配適與樣本外預測結果，以檢視有無考量通貨替代效果，對於近年來廣義貨幣年增率發生轉折點的捕捉效果，及其樣本外預測能力的影響。

本文架構如下。第一節為前言。第二節為文獻探討，主要整理相關文獻對我國貨幣需求的實證分析。第三節為實證研究架構與模型建構，簡述實證流程與ECM的模型架構。第四節為實證分析，以共整合分析法進行不同模型在不同樣本期間的估計。第五節則比較是否考量通貨替代效果之模型配適與預測能力。第六節則為結論。

貳、文獻探討

貨幣需求函數的穩定立基於變數的選擇，包括持有貨幣機會成本之變數。過去不少文獻皆針對貨幣需求函數中機會成本變數的設定進行討論，特別是國外變數的部分，Mundell (1963) 敘述除了利率及所得水準，貨幣需求函數亦可能經由匯率來決定^{註4}。而匯率對於貨幣需求的影響，主要有正負兩個

相反的力量，本國貨幣貶值會增加本國人所持有外國資產的價值，因而透過財富效果，使得國內貨幣的需求增加，此為財富效果。其次為通貨替代效果，即人民預期國內貨幣未來將貶值(升值)，則持有外國資產的報酬率增加(減少)，因而造成國內貨幣的需求降低(增加)。綜上所述，可知匯率變動對於貨

幣需求的影響同時存在正負兩種效果。本文於以下分別說明國外及國內貨幣需求函數與匯率之相關文獻。

一、國外貨幣需求函數之相關文獻

Ewing and Payne (1999) 一文認為智利為新興開放經濟體，因此貨幣需求函數中若忽略名目有效匯率此一變數，則不易建構一穩定的貨幣需求函數。該文採用共整合分析發現，智利的M1及M2之貨幣需求函數中，若僅考量所得以及利率變數則會出現不穩定之情況，因此為了要建構穩定的貨幣需求函數，須考量名目有效匯率。而其結果顯示智利的M1貨幣需求函數中，匯率的通貨替代效果大於財富效果，反之在M2貨幣需求函數則為財富的效果相對較大。故智利貨幣若貶值時，民眾會減少M1的持有，轉而增加持有M2及國外資產。

Karim and Tang (2004) 亦採用共整合分析，其在貨幣需求函數中加入名目匯率指數，發現馬來西亞的貨幣需求函數存在通貨替代效果，即匯率貶值1單位對於貨幣需求有顯著的負向影響，並指出馬來西亞貨幣當局在制定國內貨幣政策時應該要考量匯率對於經濟的影響。

Kaplan et al.(2008)分析土耳其的貨幣需求函數，發現M1與實質所得、名目利率以及名目有效匯率之間具有共整合關係。此外，實證結果顯示土耳其的貨幣需求函數存

在通貨替代效果，因此當土耳其貶值時，民眾會減少對M1的持有。

Chaisrisawatsuk et al. (2004) 以共整合分析探討印尼、韓國、馬來西亞、新加坡及泰國之貨幣需求函數，並驗證通貨替代效果是重要的影響因素，同時亦認為這些國家若要擁有有效之貨幣政策，則需考量通貨替代效果^{註5}。McKenzie (1992)說明若是國外債券為投資標的之一，則其國外債券之報酬及預期匯率升值需被考慮至貨幣需求函數中。

根據上述文獻顯見，探討匯率對於貨幣需求函數影響的國外文獻亦不少，此可能係因隨著國際資金流動及金融管制開放等因素，各國的貨幣需求函數必須考量到匯率等相關變數。

二、本國貨幣需求函數之相關文獻

至於相關文獻在設定本國貨幣需求函數時，關於持有貨幣之機會成本的相關變數選擇上，除考慮本國其他資產報酬率外，亦有考慮國外資產報酬率以及匯率等變數。然而，國外變數對本國貨幣需求是否具有顯著影響，各文獻的實證結果並不完全相同，可能因為，在各樣本期間內本國面對的金融創新及國際資金移動等程度不同所致，導致在不同樣本期間可能獲得不同的實證結果。本文列出在不同樣本期間下，以共整合建構台灣貨幣需求函數的相關文獻^{註6}，各文獻對持有廣義貨幣機會成本的變數選擇（大致區

分為國內變數、國外資產報酬率及匯率)及其共整合分析結果,詳見表1。

根據表1所整理的文獻中可知,劉完淳(1997)、黃仁德與蕭明福(1998)、Wu與Hu(2007)、周國偉等(2008),以及Chin與Wu(2011)的實證結果皆顯示,我國貨幣需求函數存在通貨替代效果,而吳懿娟(2006)實證結果顯示匯率變動率與M2不具共整合關

係,故未探討M2之通貨替代效果。此外,就資本移動之代理變數部分,根據Huang et al. (2001)、Wu與Hu (2007)及吳懿娟(2006)之實證研究,有些並未考慮國外資產報酬率,或得到國外資產報酬率與M2不具長期共整合關係之結果;而其餘文獻則認為貨幣需求函數中應加入國外資產報酬或其他可代表資本移動之變數。

表 1 相關文獻對持有本國貨幣機會成本之選取及共整合結果

文獻	樣本期間	持有貨幣機會成本			估計結果
		國內變數	國外利率/或其他代表資本移動變數	匯率變數	
Huang et al. (2001)	1962Q1-1996Q4	三個月期之定存利率	無	實質匯率	作者僅將實質匯率變動率置於短期動態調整上,而不考慮實質匯率與其他變數間的長期關係。
Wu與Hu (2007)	1962Q1-2003Q4	一個月期之定存利率	美國國庫券利率	實質匯率	(1) 實質匯率與所得、國內利率及M2具有共整合關係。 (2) 美國國庫券利率與M2等變數間不具共整合關係。 (3) 實質匯率之估計係數為負,具通貨替代效果。
Chin與Wu (2011)	1982Q1-2010Q1	貨幣市場利率	資產組合投資*	名目匯率	(1) 名目匯率、資產組合投資、國內利率及M2具有共整合關係。 (2) 資本移動及通貨替代效果皆存在。
劉完淳 (1997)	1981Q4-1995Q4	3個月期定存利率	美國3個月期國庫券利率	名目匯率變動率	(1) 所得、國內利率、國外利率及匯率變動率與M2之間具有共整合關係。 (2) 國外利率與匯率變動率對M2的影響方向為負向,前者反映國際間資本移動現象,後者代表通貨替代效果。

文獻	樣本期間	持有貨幣機會成本			估計結果
		國內變數	國外利率/或其他代表資本移動變數	匯率變數	
黃仁德與蕭明福 (1998)	1987M08-1996M12	3個月期初級市場的商業本票利率	美國3個月期初級市場的商業本票利率+匯率變動率	名目匯率變動率	(1) 所得、國內利率、國外資產報酬率(國外利率+匯率變動率)及匯率變動率與M2之間具有共整合關係。 (2) 國內利率對M2的影響不顯著，而國外資產報酬率及匯率變動率對M2為顯著負向影響，顯示資本移動及通貨效果的存在。
吳懿娟 (2006)	1991Q1-2004Q4	(1) 短期利差：1-30天期商業本票次級市場利率與持有M2自身報酬率(一年期定存利率為代表)之差、三個月定存利率。 (2) 長期利差：10年期中央政府公債次級市場殖利率與持有M2自身報酬率之差。	3個月美元LIBOR利率、10年期美國政府公債殖利率、3個月美國國庫券利率、美國聯邦資金利率、道瓊工業股價指數季報酬	名目匯率變動率	(1) 短期利差、所得與M2之間具共整合關係。 (2) 短期利差的估計係數顯著為負。 (3) 考慮長期利差、國外利率或匯率變動率後之共整合向量大都顯著或不符理論預期。
周國偉等 (2008)	1985Q4-2005Q4	台灣90天期郵匯局定存利率	美國90天期國庫券利率	名目匯率	(1) 名目匯率與所得、國內利率、國外利率及廣義貨幣之間具有共整合關係。 (2) 國外利率與匯率對廣義貨幣有顯著負向影響，顯示資本移動及通貨替代效果的存在。

註：本表僅列各文獻之共整合分析結果。以上文獻所使用的匯率變數皆為新台幣兌美元匯率。

* 該資產組合投資係以本國人持有外國資產變動及外國人持有本國資產變動衡量，若本國人減少外國資產或外國人增加本國資產，則資產組合為正且表示資本內流，反之則為資本外流。

由此可知國內相關貨幣需求函數的文獻，M2與匯率之間是否具有共整合關係，實證結果並不完全一致。此外，大部分文獻並未針對貨幣需求函數是否考量通貨替代效果進行模型樣本內配適及樣本外之預測。因此，不同於過去國內文獻，本文主要貢獻為，以共整合分析法進行估計，並比較三種不同模型(分別為未考慮匯率之基本模

型、於基本模型加入實質匯率，以及於基本模型加入名目匯率)在不同樣本期間(全樣本期間1992Q1-2011Q2；次樣本期間2000Q1-2011Q2)的共整合分析結果。並進行貨幣需求函數之樣本內配適和樣本外的預測結果分析，以探討加入匯率對預測廣義貨幣年增率的影響。

參、實證研究架構與模型建構

一、實證研究架構



本文的研究架構如圖1所示。首先將三種不同模型中的相關變數進行單根檢定，以判斷是否為穩定序列，若為不穩定序列則進行Johansen共整合檢定(若為穩定序列則以VAR模型進行估計)，以檢視各模型中的變

數間是否具共整合關係; 若變數間具有長期關係則進行弱外生性檢定，將變數具有弱外生之可能性考慮至共整合模型後再進行共整合向量之估計，與係數顯著性之檢定(採LR統計量)。另外本文亦比較各模型在不同樣

本期間的估計結果，以及相關診斷性檢定，以檢視三種模型中各變數間的長期關係是否穩定，最後亦根據不同模型在樣本內的配適與樣本外預測結果，來判斷考慮通貨替代效果後對廣義貨幣需求年增率的預測與配適影響。

二、實證模型之建構

Fridman 與 Schwartz (1991) 指出短期貨幣需求函數可能不具穩定性，而長期下實質貨幣餘額與實質所得、利率與匯率等之間應具有穩定的關係（共整合關係），故而需將短期動態調整過程加入貨幣需求模型中，Hendry 與 Ericsson (1991) 首先將VECM (Vector ECM) 應用於貨幣需求函數中。考慮通貨替代效果之貨幣需求VECM可表示為：

$$\Delta X_t = \Pi X_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} D_i \Delta X_{t-i} + \eta_t$$

其中 X_t 為 $n \times 1$ 的內生變數向量，即 $X_t = [m_t, y_t, R_{1t}, R_{2t}, q_t]$ ，分別為實質貨幣餘額 (m_t)、實質所得 (y_t)、本國資產報酬率 (R_{1t})、國外資產報酬率 (R_{2t})、以及匯率 (q_t)； D_i 矩陣衡量短期的影響，而 Π 矩陣則衡量長期影

響。其中 Π 矩陣的秩 (rank) 之個數 r 決定共整合向量之數量，當 $0 < r < n$ ^{註7}，則 Π 矩陣可以分解成 $\Pi = \alpha\beta'$ ，因此 $\beta'X_{t-1}$ 為誤差修正項， β 為共整合向量，可以解釋長期均衡關係內變數之間的關係， α 為誤差修正項之調整係數。 k 為最適落後項，可由AIC或BIC檢定量選出， η_t 則為服從常態分配之殘差值。

因本文主要為瞭解，實質貨幣餘額與其他重要經濟變數之間的長期關係及短期關係為何，故另將實質貨幣餘額的ECM模型表示如下式：

$$\begin{aligned} \Delta m_t = & \beta_0 + \alpha Z_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} b_1 \Delta m_{t-i} + \sum_{i=1}^{k-1} b_2 \Delta y_{t-i} + \\ & \sum_{i=1}^{k-1} b_3 \Delta R_{1,t-i} + \sum_{i=1}^{k-1} b_4 \Delta R_{2,t-i} + \\ & \sum_{i=1}^{k-1} b_5 \Delta q_{t-i} + \eta_t, \end{aligned}$$

其中 $Z_{t-1} = m_{t-1} - \beta_1 y_{t-1} - \beta_2 R_{1,t-1} - \beta_3 R_{2,t-1} - \beta_4 q_{t-1}$ ，且 $(1, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4)$ 為共整合向量，故 Z_{t-1} 為實質貨幣與其長期均衡差距的前期項，因此除實質所得及相關持有貨幣之機會成本的短期變動會影響實質貨幣餘額外，其與長期均衡的偏離程度亦會帶動實質貨幣餘額本身的走向。

肆、實證分析

一、實證資料來源與說明

表2 模型變數說明與資料來源

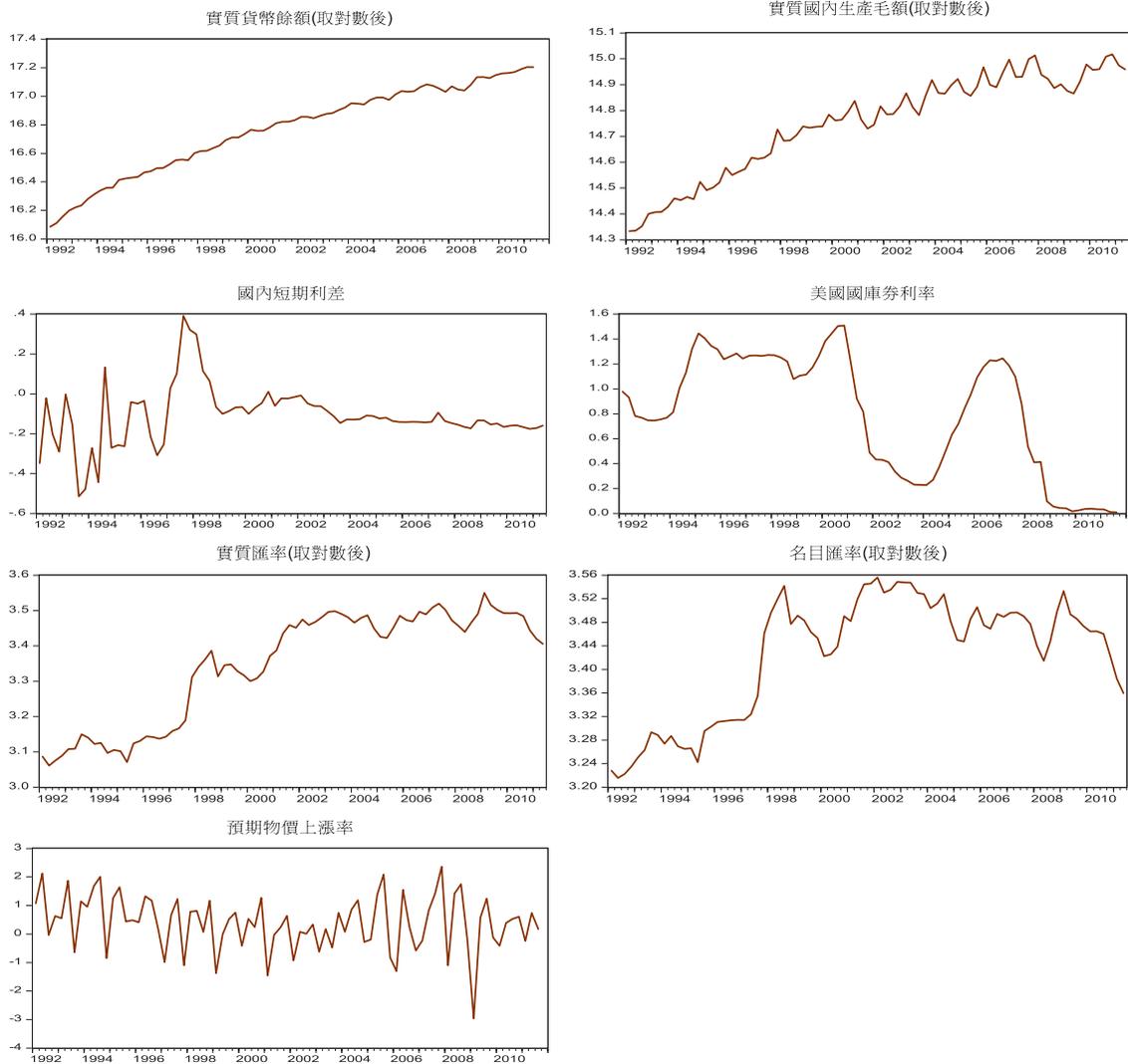
變數代碼	變數名稱	變數說明	資料來源
m	實質貨幣餘額	廣義貨幣，為M2扣除外匯存款後，並經CPI平減取對數。	中央銀行金融統計月報、行政院主計總處
y	實質所得	名目國內生產毛額(GDP)以CPI平減後取對數 ^{註8} 。	行政院主計總處
R_t	機會成本 －本國利差	短期利差：以本國其他資產報酬率(以1-30天期商業本票次級市場利率代表)與M2自身報酬率(以一年期定期存款利率代表)之差距為代理變數。並除以4，以折算為季報酬率。	中央銀行金融統計月報
R_2	機會成本 －國外利率	以美國短期國庫券利率(3個月期)替代。並除以4，以折算為季報酬率。	IFS
π	機會成本 －預期物價上漲率	以消費者物價指數(CPI)之當期季變動率替代。取對數後進行一階差分。	行政院主計總處
q	機會成本 －實質匯率	新台幣兌美元之季底數，乘以美國CPI相對本國CPI後取對數。	中央銀行、行政院主計總處、IFS
e	機會成本 －名目匯率	新台幣兌美元之季底數，並取對數。	中央銀行

因我國自1992年起改為以M2作為中間目標，故本文實證分析的樣本期間為1992年第1季至2011年第2季，資料型態為季資料。除估計該全樣本期間外，另嘗試估計次樣本期間2000年第1季至2011年第2季^{註9}，以檢驗在不同樣本期間下，貨幣需求與主要解釋變數間的關係是否具穩定性。而為探討通貨替代效果，本文對廣義貨幣之定義為M2扣除外匯存款後之餘額，其餘模型相關變數說明與資料來源請見表2，圖2則為本模型所使用變數的走勢圖。

二、不同模型設定之共整合分析比較

為獲得較具有長期穩定關係的貨幣需求函數，適當的機會成本變數之設定有其重要性，因此本節之目的為，分析在不同的樣本期間，匯率是否皆為重要的機會成本變數，並比較以名目匯率或實質匯率作為通貨替代效果之代理變數的估計結果。就國內資產報酬代理變數的選取，本文直接以短期市場利率減去貨幣自身報酬率，即短期利差為代表^{註10}。

圖2 台灣貨幣需求函數變數-1992年第1季至2011年第2季



本文主要以Johansen (1988) 共整合分析法，比較三種模型變數設定之共整合檢定，包括基本模型、模型1，以及模型2，其中，基本模型之變數包括實質貨幣餘額、實質所得、本國利差、國外利率等4個變數；模型1

則在基本模型之設定下，加入實質匯率變數；模型2則是改加入名目匯率。

1. 單根檢定

在進行共整合檢定前，本文將相關變數之單根檢定列於表3。

表3 單根檢定

變數	檢定統計值(含截距項與趨勢項)					
	ADF		DF-GLS		KPSS	
	水準值	一階差分	水準值	一階差分	水準值	一階差分
m	0.16	-6.92***	-0.17	-4.31***	0.38***	0.08
y	-0.18	-5.69***	-0.69	-3.09**	0.29***	0.08
R_1	-5.63***	-10.33***	-1.20***	-8.60***	0.131*	0.10
R_2	-2.29	-6.25***	-1.49	-6.20***	0.14*	0.03
q	-0.86	-8.23***	-1.04	-7.71***	0.28***	0.05
e	-1.04	-8.95***	-1.35	-8.17***	0.25***	0.08
π	-8.76***	-15.05***	-8.76***	-13.49***	0.10	0.08

註：(1) 「*」為顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

(2) 除KPSS檢定之虛無假設為「變數為定態時間序列」外，ADF及DF-GLS的虛無假設為「變數具有單根，為非定態時間序列」。

(3) 即使採不含趨勢項之單根檢定，預期物價上漲率(π)仍不具單根。

根據各變數水準值的單根檢定結果，除預期物價上漲率(π)外，其餘變數的檢定結果皆具有單根之情形(本國利差(R_1)在KPSS檢定下具有單根)，且將各變數進行一階差分後，所有變數在ADF、DF-GLS及KPSS檢定下皆不具單根。因此，參考國內相關文獻及本文單根檢定結果，我們進行實質貨幣餘額、實質所得、本國利差、國外利率，以及名目匯率或實質匯率的共整合檢定(即將預期物價上漲率排除於貨幣需求的共整合關

係外^{註11})，並將三個中心化的季節虛擬變數(centered seasonal dummy) S_1, S_2, S_3 ^{註12}視為外生變數。

2. 共整合檢定

本文根據 Johansen 所提出最大特性根檢定(Max-eigenvalue Test)與跡檢定(Trace Test)，檢定廣義貨幣與各解釋變數之間，是否存在長期均衡關係。同時，亦比較各模型在全樣本期間與次樣本期間之共整合檢定結果(見表4)。

表4 不同變數設定之共整合檢定

	全樣本期間1992Q1-2011Q2						次樣本期間2000Q1-2011Q2					
	基本模型 (不含匯率)		模型1 (實質匯率)		模型2 (名目匯率)		基本模型 (不含匯率)		模型1 (實質匯率)		模型2 (名目匯率)	
	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace
$r = 0$	33.02**	66.30**	43.94**	93.39**	41.41**	89.77**	19.79	45.01	59.88**	103.90**	53.84**	95.39**
$r \leq 1$	22.50**	33.28**	25.74	49.45**	26.08	48.36**	15.47	25.21	21.06	44.02	19.79	41.55
$r \leq 2$	8.62	10.78	12.45	23.71	12.62	22.29	9.18	9.75	14.52	22.96	12.96	21.76
$r \leq 3$	2.15	2.15	10.10	11.26	9.48	9.67	0.56	0.56	8.40	8.44	8.72	8.81
$r \leq 4$	-	-	1.16	1.16	0.19	0.19	-	-	0.05	0.05	0.09	0.09

註：r代表相異的共整合向量之個數。「**」為顯著水準5%下顯著。

首先，在全樣本期間，根據 λ -Max 統計量^{註13}顯示，各模型在5%顯著水準下，皆拒絕虛無假設為沒有共整合關係之檢定，且在考慮匯率變數下(即模型1與模型2)，貨幣需求與實質所得、實質或名目匯率及其他機會成本皆存在一個共整合關係，因此我們可直接認定該共整合關係式即為長期的貨幣需求函數；而在次樣本期間，除基本模型的各變數間不具共整合關係外，模型1與模型2皆仍存在一個共整合關係。

因此綜合上述結果顯示，考慮匯率變數後的貨幣需求函數，較不考慮匯率變數之貨幣需求函數，其變數間的長期關係較為穩定。由此可知考量通貨替代效果對於我國長期貨幣需求函數之穩定性具有其重要性。

3. 弱外生性檢定

其次，在進行共整合向量估計之前，我們先以最大概似率(Likelihood Ratio, LR)統計量進行弱外生性檢定。進行弱外生性檢定之原因為，若忽略某些內生變數具弱外生性，可能導致共整合估計結果不具效率性。此主要檢定各變數之誤差修正項調整係數是否顯著異於零，若無法拒絕虛無假設，則實質貨幣餘額與其長期均衡(或共整合關係)的偏離，對於該變數的變動不會造成影響。根據表5弱外生性檢定的結果可知，本國利差與國外利率在基本模型、模型1或模型2中，皆具有弱外生性；實質匯率與名目匯率在模型1或模型2中亦皆具弱外生性；而實質貨幣餘額與實質所得則不具弱外生性。

表5 弱外生性檢定, H_0 : 變數具有弱外生性

	m_t	y_t	R_{1t}	R_{2t}	q_t	e_t
基本模型						
LR	7.25** (0.01)	3.36* (0.07)	0.01 (0.93)	1.50 (0.48)	— —	— —
模型1(實質匯率)						
LR	7.64** (0.01)	9.76*** (0.00)	0.07 (0.79)	0.41 (0.52)	0.01 (0.91)	— —
模型2(名目匯率)						
LR	14.20*** (0.00)	5.07** (0.02)	0.74 (0.39)	0.49 (0.48)	— —	0.72 (0.40)

註：LR表示最大概似率統計量，括號中數值為p-value。「*」為顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

4. 共整合向量

在考量共整合分析檢定結果，並將各變數是否具弱外生之性質考慮至ECM模型後，我們嘗試估計各模型在全樣本及次樣本期間

的共整合向量^{註14}，以判斷在不同模型中，各變數間的長期關係是否符合理論預期，以及該長期關係在不同樣本期間是否具有穩定性，且同時檢定各向量係數顯著與否。其

中，關於各向量係數檢定部分，由於共整合向量的t統計量的漸近分配通常不是標準常態，因此本文參考Johansen (1995) 之建議，

以LR統計量檢定各參數係數是否顯著異於零，並將估計與檢定結果列於表6。

表6 不同模型之共整合向量

	全樣本期間 1992Q1-2011Q2			次樣本期間 2000Q1-2011Q2	
	基本模型 (不含匯率)	模型1 (實質匯率)	模型2 (名目匯率)	模型1 (實質匯率)	模型2 (名目匯率)
實質貨幣需求(m)	1	1	1	1	1
實質所得 (y)	-1.069 (-12.21) [0.01]***	-1.578 (-14.24) [0.00]***	-1.356 (-15.57) [0.00]***	-1.806 (-8.10) [0.00]***	-1.753 (-13.91) [0.00]***
M2持有成本-本國利差 (R_t)	0.050 (0.69) [0.52]	0.143 (2.32) [0.02]**	0.040 (0.54) [0.58]	0.436 (1.62) [0.05]**	-0.201 (-0.96) [0.26]
國外利率(R_2)	0.109 (3.96) [0.00]***	0.089 (5.49) [0.00]***	0.081 (4.35) [0.00]***	0.101 (7.56) [0.00]***	0.067 (7.18) [0.00]***
實質匯率(q)	—	0.400 (3.38) [0.00]***	—	0.527 (3.29) [0.00]***	—
名目匯率(e)	—	—	0.317 (2.38) [0.02]**	—	0.635 (4.94) [0.00]***
常數項	-1.028	5.166	2.137	8.126	6.907

註：(1) 小括號()內的數字為t統計量;中括號[]內的數字為LR統計量在 χ^2 下的p值。

(2) 「*」為顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

(3) 共整合向量的估計結果，實證變數係數符號為正，移項後表示與實質貨幣餘額有負向關係；反之，實證變數係數為負，移項後表示與實質貨幣餘額有正向關係。

結果顯示，三種模型中各解釋變數對實質貨幣餘額的影響，除本國利差外，其餘變數的係數估計值都符合理論預期。其中，國外利率對我國貨幣需求的影響皆顯著為負，顯示當國外資產報酬率增加時，會降低持有本國貨幣的需求量。而考慮匯率變數的模型1與模型2，其長期所得彈性皆大於1，且匯率對貨幣需求的影響皆顯著為負，由此可證明在兩個不同樣本期間中，通貨替代效果皆顯著影響我國貨幣需求。此外，模型2在不

同樣本期間的估計結果雖大都符合理論預期，惟本國利差對貨幣需求的影響在全樣本與次樣本期間皆不顯著異於零。

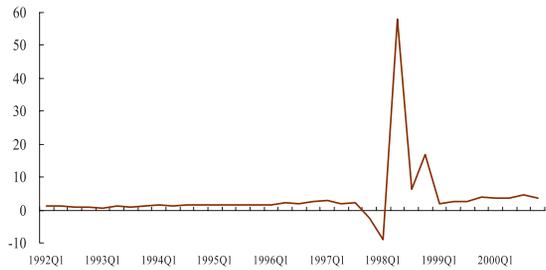
因此，依據全樣本與次樣本期間的實證結果，可發現考慮實質匯率之模型1，相較其他兩種模型(未考慮匯率，或以名目匯率做為通貨替代效果之代理變數)，廣義貨幣需求與其解釋變數間的共整合關係不僅較為穩定，且各解釋變數對廣義貨幣之影響方向皆符合理論預期並顯著異於零。

5. 不同樣本起點之估計結果

其次，我們參考吳懿娟 (2006)，採用「固定尾端樣本點、逐次縮減最初樣本點」之方式，進行各模型在1992年第1季至2000年第4季間不同樣本起點下之估計 (樣本端點皆為2011年第2季)，並將長期所得彈性、實質匯率或名目匯率對貨幣需求之影響列於圖3。由圖3可知，以不同樣本起點進行估計，模型

1中的實質所得對貨幣之影響皆為正，較符合理論預期，然基本模型和模型2不僅出現實質所得對貨幣之影響為負向的情況^{註15}，且其實質所得之估計係數亦會出現明顯的極端值^{註16}。除此之外，考慮匯率之模型1與模型2所估計的匯率彈性值，大致在1996年第4季以後皆出現波動較大之情況，判斷可能與1997年第3季後新台幣大幅貶值有關 (見圖2)。

圖3 不同樣本起始點下之長期所得與匯率彈性
基本模型(不含匯率) 所得彈性



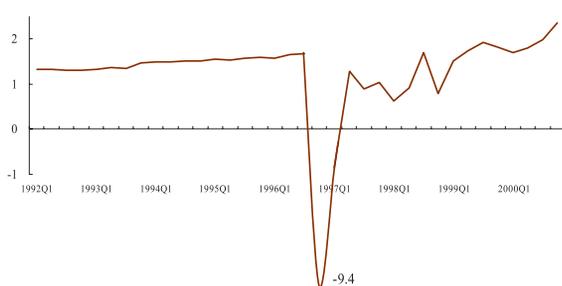
模型 1 所得彈性



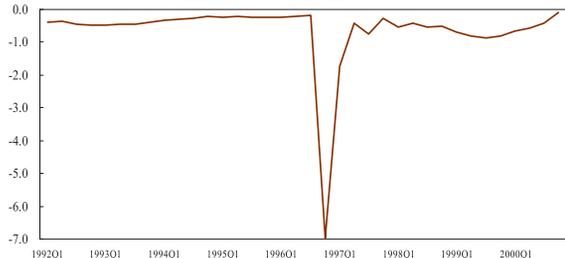
模型 1 實質匯率彈性



模型 2 所得彈性



模型 2 匯率彈性



經由上述的估計結果可知，模型1相較基本模型與模型2，其不僅在不同樣本起點之估計下，實質所得對貨幣的影響皆符合理論預期，且模型1於全樣本或次樣本期間皆具有共整合關係。因此在本文貨幣需求函數中的相關變數設定下，考慮實質匯率的貨幣需求函數，較考慮名目匯率及未考慮匯率之兩種模型在共整合實證分析上更為穩定^{註17}。

三、誤差修正模型

1. 共整合關係式

綜合上述的實證結果可知，在本文實證樣本期間1992年第1季至2011年第2季中，考量實質匯率後^{註18}的貨幣需求函數模型較為合適，亦顯示我國實質貨幣餘額與下列變數具有相對穩定的共整合關係：實質所得、本國利差、國外利率，以及實質匯率。實質貨幣餘額與各解釋變數之間的長期關係(即共整合關係)如下：

$$m_t = 5.17 + 1.58y_t - 0.14R_{1,t} - 0.09R_{2,t} - 0.40q_t,$$

其中：

(1) 我國長期所得彈性為1.58，其值大於1，此與我國廣義貨幣的所得流通速度呈長期下跌趨勢相符(參見附錄3)。

(2) 新台幣兌美元之實質匯率上升1個百分點(即新台幣實質貶值)時，貨幣需求下降0.40個百分點，顯示我國廣義貨幣需求函數存在通貨替代效果。

(3) 本國短期利差(R_1)及國外利率(R_2)

皆為重要的機會成本，其對實質貨幣餘額之影響皆顯著為負^{註19}，後者顯示國際資金移動對廣義貨幣需求影響顯著。

2. 診斷性結果

本文亦進行診斷性檢定，以評估模型1之設定適當與否，若該模型無自我相關、無異質變異、且通過常態性檢定的話，則判斷此為一適當之模型。故分別以Ljung-Box's Q檢定診斷模型之殘差有無自我相關(以Q(8)、Q(12)進行檢驗)；以ARCH檢定殘差是否有異質變異(以ARCH(1)及ARCH(4)進行檢驗)；使用Ramsey RESET 統計量檢定模型是否設定錯誤，並以Jarque-Bera統計量檢定殘差是否具有常態性。

而為進行模型1之診斷性分析，本文將共整合關係式代入誤差修正模型(ECM)中，且另將預期物價上漲率(π_t)置於短期影響項目上，再以最小平方方法進行估計，並大致去除在10%顯著水準下仍不顯著的變數，則實質貨幣餘額與其解釋變數間的長期均衡關係及短期動態調整關係，如下所示，估計結果則詳表7。

$$\begin{aligned} \Delta m_t = & a_0 + a_1 S_1 + a_2 S_2 + a_3 S_3 + \alpha z_{t-1} + b_{11} \Delta m_{t-1} + \\ & b_{12} \Delta m_{t-2} + b_{21} \Delta y_{t-1} + b_{30} \Delta R_1 + b_{31} \Delta R_{1,t-1} + \\ & b_{50} \Delta q_t + b_{51} \Delta q_{t-1} + b_{53} \Delta q_{t-3} + b_{54} \Delta q_{t-4} + \\ & b_{60} \pi_t + b_{61} \pi_{t-1} + \eta_t, \end{aligned}$$

其中， S_1 、 S_2 、 S_3 係為三個中心化的季節虛擬變數，而 z_{t-1} 為t-1期的實際貨幣均衡誤差項，即

$$z_{t-1} = m_{t-1} - 5.17 - 1.58 y_{t-1} + 0.14 R_{1,t-1} + 0.09 R_{2,t-1} + 0.40 q_{t-1}.$$

表7 ECM之估計結果

a_0	a_1	a_2	a_3	α	b_{11}	b_{12}	b_{20}
0.007	-0.017	-0.025	-0.022	-0.096	0.470	0.219	-0.114
[3.89]***	[-5.40]***	[-6.21]***	[-7.65]***	[-4.37]***	[6.38]***	[3.55]***	[-2.70]***
b_{30}	b_{31}	b_{50}	b_{51}	b_{53}	b_{54}	b_{60}	b_{61}
-0.014	0.027	-0.067	0.144	0.062	0.063	-0.012	0.007
[-2.06]**	[3.69]***	[-2.20]**	[4.81]***	[2.00]**	[1.97]*	[-9.99]***	[4.63]***

註：括號中為t值。「*」為顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

表8 ECM之診斷性檢定

診斷性檢定	ARCH(1)	ARCH(4)	Q(8)	Q(12)	Q2(8)	Q2(12)	JB	RESET(1)
統計量	0.03	0.15	6.19	8.30	3.49	7.38	1.05	0.53
p-value	(0.87)	(0.96)	(0.63)	(0.76)	(0.90)	(0.83)	(0.59)	(0.60)

其中，誤差修正項之調整係數 (α) 顯著為負，表示實質貨幣偏離長期均衡時，其會自動調整回復至長期均衡關係。此外，根據表8的診斷性檢定，發現模型之殘差項並無

自我相關及異質變異現象，且其殘差項具常態性，亦無模型誤設之狀況。可知模型1，即考量實質匯率變數的貨幣需求函數為一適當的模型。

表9 相關文獻之長期所得與各機會成本之估計係數-共整合分析

文獻	樣本期間	所得彈性	機會成本				
			本國利率 (半彈性)	本國利差 (半彈性)	國外資產報酬率/ 其他資本移動變數 (彈性/半彈性)	通膨率 (半彈性)	匯率 (彈性)
劉完淳 ^{註20} (1997)	1981Q4- 1995Q4	1.14	-0.007	--	-0.058	--	-4.785
黃仁德與蕭 明福 (1998)	1987M08- 1996M12	1.18***	-0.162	--	-0.237**	--	-0.03***
Huang et al. (2001)	1962Q1- 1996Q4	1.596***	-0.082***	--	--	--	--
Wu與Hu (2007)	1962Q1- 2003Q4	1.54**	-0.08**	--	--	--	-0.74**
吳懿娟 (2006)	1991Q1- 2004Q4	1.358**	--	-0.187**	--	--	--
周國偉等人 (2008)	1985Q4- 2005Q4	1.233**	-0.012***	--	-0.025***	-0.318	-0.038***
Chin 與Wu (2011)	1982Q1- 2010Q1	0.936***	-0.021*	--	0.00*	--	-0.330***
本文	1992Q1- 2011Q2	1.578***	--	-0.143*	-0.089***	--	-0.400**

註：(1) 劉完淳 (1997) 及黃仁德與蕭明福 (1998) 皆以匯率變動率或預期變動率來討論通貨替代效果，不同於Wu與Hu (2007)、周國偉等人(2008)、Chin 與Wu (2011) 及本文係以名目或實質匯率水準值來表示。

(2) 本表僅列各文獻之共整合分析結果，「--」表示未放入該變數。各文獻使用變數之說明可參照本文表2之整理。

(3) 在本國利率及本國利差部分，吳懿娟 (2006)及本文皆將利率除以4以得季報酬率；其餘文獻則以年報酬率表示。

(4) 「*」為顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

3. 本文與其他相關文獻實證結果之比較

本節大致將國內學者與本文對我國貨幣需求函數的共整合分析結果進行整理，將各文獻與本文模型1之共整合向量列於表9。首先，長期所得彈性大致介於0.936至1.596間，顯示在不同的樣本估計期間、不同之變數設定下，長期所得彈性大都大於1。以本國利率作為機會成本時，其估計係數介於-0.007至-0.162之間，而若以本國利差作為機會成本時，則介於-0.143至-0.187間^{註21}。

至於通貨替代效果的大小，根據表9，Chin 與Wu (2011)、周國偉等人(2008)，以及本文估計的實質匯率對貨幣餘額之影響，其

估計係數值介於-0.038至-0.400間，絕對值皆小於Wu與Hu (2007) 之估計係數值-0.74，其可能原因為本文、周國偉等人，以及Chin 與Wu在變數設定上另有考量國外利率或其他資本移動變數所致。而劉完淳 (1997) 得到的通貨替代效果，大於黃仁德與蕭明福 (1998) 所得到的效果，此原因可能為，黃仁德與蕭明福在國外資產報酬率的設定上 (以國外利率加上預期匯率變動率為代表) 亦有考量到匯率變動率，因而影響到通貨替代效果的大小。因此，貨幣需求函數中的通貨替代效果，其值大小可能會因其他變數之不同設定而受到影響。

伍、是否考量通貨替代效果之模型配適與預測能力比較

本文根據ECM模型，探討考慮通貨替代效果後對廣義貨幣估測能力的影響，分別以模型樣本內的估測，以及樣本外預測之結果進行分析；前者可以比較不同模型 (加入與不加入實質匯率) 在樣本內的配適度，後者則可以比較模型在樣本外預測的表現，此外本文並以均方差 (root mean squared error, RMSE^{註22}) 來評估考慮匯率及未加入匯率兩種模型的估測結果。

一、模型之樣本內配適度

為進行兩模型在近年來樣本內配適結果之比較，在估計期間為1992年第1季至2011

年第2季下，本文將配適期間設定為2007年第1季至2011年第2季，則配適結果根據圖4顯示，考慮匯率後的貨幣需求函數對廣義貨幣的配適結果大致表現不錯。原因為在配適2008年以來廣義貨幣年增率的轉折點部分，除了2009年第1季之轉折點未被捕捉到外，其餘主要轉折點皆有被捕捉 (見表10)。而觀察圖5，未考慮匯率因素之貨幣需求函數，其在預測M2年增率之轉折點部分，不僅大都存在落後現象，且廣義貨幣年增率轉折點除在2011年第2季有捕捉到外，其餘主要轉折點皆無法在當期即被捕捉。然而，比較兩種模型的RMSE (見表11)，其結果顯示兩種

模型之RMSE相近，且加入考慮匯率並無法改善模型之平均預測誤差。

本文推測考慮匯率因素，對於在樣本內捕捉廣義貨幣轉折點結果較佳的主要原因為，近年來通貨替代效果對貨幣需求的影響顯著，因此，加入匯率變數可增加捕捉其年增率之有用資訊。

以2009年第1季至2010年第4季期間為例，實際廣義貨幣年增率在2009年第4季由上升轉為下降趨勢，而後於2010年第3季由下降轉為上升趨勢，然而此時的經濟成長率，大致呈現穩定正成長趨勢（見圖6），故

在此兩個期間中，圖5的配適值無法與廣義貨幣年增率的轉折相符。但若考量2009年第1季至2009年第4季間，新台幣兌美元匯率較去年同期大致呈現貶值情況（見圖7），故可能因此帶動貨幣年增率的配適值在2009年第4季下降（見圖4）；而後於2010年第1季以後轉為升值情況，故而在通貨替代效果帶動下，致使其年增率配適值在2010年第3季轉為向上趨勢（見圖4），且與實際情況相符。因此，推斷貨幣需求函數考量通貨替代效果後，可增加捕捉廣義貨幣年增率轉折點之有效訊息。

圖4 考慮匯率因素之廣義貨幣年增率配適值

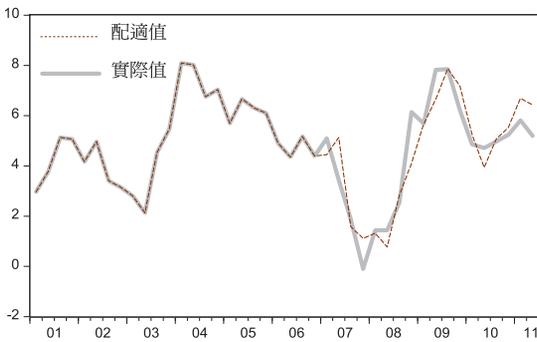


圖5 未考慮匯率因素之廣義貨幣年增率配適值

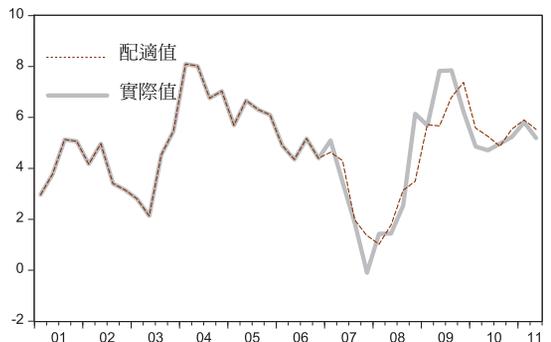


圖6 以CPI平減之GDP之成長率

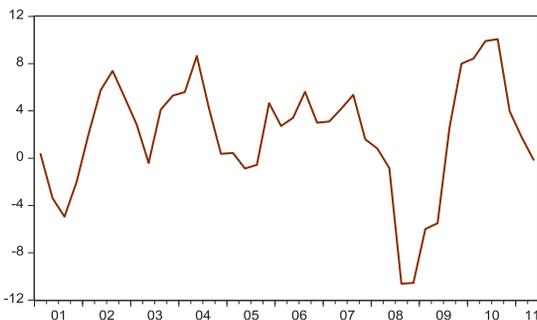


圖7 匯率年增率



表10 2008年以來廣義貨幣年增率之主要轉折點與兩種模型之捕捉結果

轉折點	M2走勢	考慮匯率因素之模型	未考慮匯率因素之模型
2008Q1	年增率由下降改為上升	○	×
2009Q1	年增率由上升改為下降， 並於2009Q2由下降改為上升	×	×
2009Q4	年增率由上升改為下降	○	×
2010Q3	年增率由下降改為上升	○	×
2011Q2	年增率由上升改為下降	○	○

註：○表示該模型有捕捉到貨幣年增率趨勢的轉折點；×則表示沒有。

表11 兩種模型的RMSE值

	考慮匯率因素之模型	未考慮匯率因素之模型
RMSE	0.0069	0.0069

註：該RMSE值，係針對取對數後之實質貨幣餘額計算而得。

二、模型之樣本外預測能力

此處本文根據1992年第1季至2006年第4季為基準估計期間，再以滾動分析 (rolling) 方式進行樣本外一季之預測直至2011年第2

季，即每一季一旦有新的資料進入，即改用實際資料重新估測，並進行下一季的預測，兩種模型之預測結果見圖8與圖9。

圖8 考慮匯率因素後之廣義貨幣年增率預測值

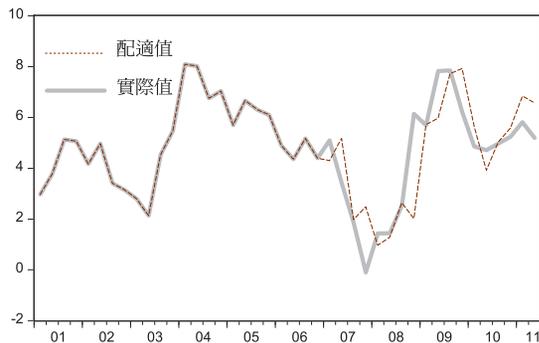


圖9 未考慮匯率之廣義貨幣年增率預測值

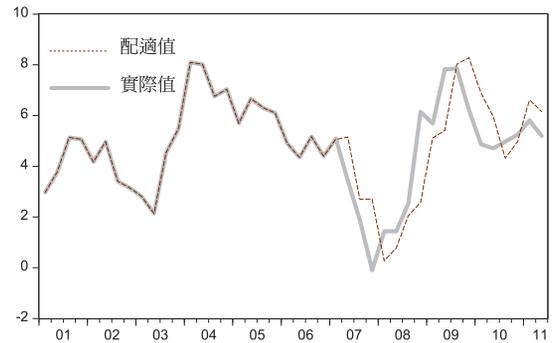


表12 兩種模型的RMSE值

	考慮匯率因素之模型	未考慮匯率因素之模型
RMSE	0.0103	0.0113

註：該RMSE值，係針對取對數後之實質貨幣餘額計算而得。

根據表12的預測結果，考量實質匯率之模型，相較於未考慮匯率因素之模型，其RMSE值略低，顯示加入匯率可以略為降低模型的平均預測誤差^{註23}。而關於預測貨幣需求年增率轉折點部分，未考慮匯率因素的模型仍存在落後現象(圖9)，惟考慮匯率因素後的預測值在部分時點會發生波動較大，或其預測走勢與實際貨幣成長率走勢不同之情況(圖8)，主要原因可能為新台幣兌美元之匯率波動較大，因而影響貨幣年增率的預測方向。例如以2007年第4季與2008年第2季

兩個預測時點為例，此兩個時點之經濟成長率皆較前一期為低，然因新台幣處於升值情況，故而帶動2007年第4季及2008年第2季之貨幣需求，因而預測值皆較上一季為高，然而實際的貨幣成長率卻仍較上一季為低，兩者走勢不同。

因此，即使加入匯率至貨幣需求函數中，可以降低模型之平均預測誤差，然而因匯率波動相對較其他變數為大，因此亦可能導致部分時點之預測結果易受匯率波動所影響。

陸、結 論

台灣為一小型開放經濟體，除了國內變數外，匯率等相關變數亦可能影響我國貨幣需求函數。故本文主要目的為估計台灣1992年第1季至2011年第2季之廣義貨幣需求函數，檢視通貨替代效果是否存在於貨幣需求函數中。而主要分析方法係藉由共整合分析選取適當的機會成本，同時亦探討考量通貨替代效果後的貨幣需求函數對預測廣義貨幣年增率的影響。

本文實證結果，大致顯示：

(1) 根據共整合分析與檢定結果，以實質匯率作為通貨替代效果之代理變數時，廣義貨幣與所得及其他機會成本變數的長期貨幣需求關係較為穩定，且符合理論預期。若是貨幣需求函數中不考慮通貨替代效果時，

則貨幣需求的長期關係相對較不穩定。

(2) 有關估計係數穩定性檢定方面，採用「固定尾端樣本點、逐次縮減最初樣本點」進行不同樣本期間之估計。結果顯示，以實質匯率作為通貨替代效果之代理變數的估計表現亦較為穩定。

(3) 根據模型樣本內配適能力，本文發現加入實質匯率於貨幣需求函數中，雖未能降低平均預測誤差，但其在捕捉貨幣年增率轉折點的表現較佳。判斷主要原因可能為，近年來通貨替代效果影響顯著，且貨幣年增率走向與經濟成長走向不完全一致。因此若忽略通貨替代效果，則在估測貨幣年增率的轉折點上可能較不理想。

(4) 比較模型之樣本外預測能力結果，

發現貨幣需求函數若考量匯率變數，可略為降低模型之平均預測誤差。然而因匯率波動相對較其他變數大，因此亦可能導致預測結果易受匯率波動影響，造成部分時點之預測值波動程度較實際值為大。

綜言之，根據本文所設定之貨幣需求函數顯示，在全樣本及次樣本期間，通貨替代效果皆顯著影響我國廣義貨幣需求，且考慮實質匯率後的貨幣需求函數相對較為穩定，因此本行在建構貨幣需求函數，應考量匯率對於經濟的影響。此外，於廣義貨幣

函數中加入匯率因素，雖可增加模型在貨幣年增率轉折點上的捕捉能力，惟在進行樣本外預測時，仍需考慮預測結果可能易受匯率波動之影響。因此有待後續的追蹤分析以檢視考量匯率之貨幣需求函數運用於貨幣政策制定的穩定性，而未來的後續研究分析上則會考慮嘗試Gregory 與 Hansen(1996)所提出內生化結構改變共整合模型(residual-based cointegration test with structural break)，以改善傳統共整合檢定的不足。

註 釋

(註1) 參見中央銀行(2010)。

(註2) Miles (1978) 指出，隨著經濟體系開放程度增加，人們也增加持有外國貨幣資產之比例，促使貨幣資產更加多元化，因此資產間的替代將使得本國貨幣需求變得不穩定，影響貨幣當局的政策操作，也使得通貨替代此一議題更為重要。

(註3) Sriram (2001) 特別整理在1990年代特別使用誤差修正模型來分析工業國家及發展中國家的貨幣需求函數之文獻。

(註4) Bahmai-OsKoe (1991) 及Bahmai-OsKoe與Techaratanchai (2001) 皆有相同觀點。

(註5) 除了通貨替代效果外，亦要考量資本移動之因素。

(註6) 除周國偉等(2008)採用M2扣除外匯存款後的廣義貨幣進行實證外，其餘文獻皆直接採用M2進行實證分析。

(註7) 此狀況稱之減秩 (reduced rank)，表示存在 r 個共整合關係。此外當 $\text{rank}(\Pi)=n$ 時，表示 $X_{i,t}$ 所有的線性組合都是定態時間序列，直接使用 $X_{i,t}$ 來估計VAR模型；若 $\text{rank}(\Pi)=0$ 時，表示沒有任何一個 $X_{i,t}$ 的線性組合為定態時間序列，顯示不存在共整合關係。

(註8) 主要原因為以CPI平減所得之實質所得年增率，相較以GDP平減指數(PGDP)進行平減所得之實質所得年增率，其與實質M2年增率關係較顯著且為正。詳見附錄1。

(註9) 本文在後文另有進行分別以1992年第1季至2000年第4季為不同樣本起點之估計方式(端點皆為2011年第2季)，在此處的次樣本期間係以2000年第1季為例。

(註10) 本文亦有以短期市場利率作為機會成本進行估計，惟共整合之估計結果不符理論預期，顯示短期市場利率須扣除貨幣自身報酬率為較適當之持有貨幣之機會成本，詳見附錄2。

(註11) 大部分的國內文獻，亦不將通膨率考慮至共整合關係中，例如: Wu 與Hu(2007)。

(註12) 由於本文所採用的相關總體變數皆為未經季節調整之數列，因此在實證時亦考慮在模型中放入採取中心化的季節虛擬變數，乃因若使用非中心化的季節虛擬變數，則各變數之時間序列的趨勢會受到影響，使得進行VAR模型的各種檢定會受到扭曲。

- (註13) 若跡檢定與最大特性根檢定的結果不一致時，依照Johansen 與 Juselius (1990)的建議，採用最大特性根檢定。
- (註14) 表6基本模型的共整合向量為「在共整合向量為1」之情況下所得的結果。
- (註15) 主要在以1996年第4季至1998年第1季各年為樣本起始點時，出現負向情況。
- (註16) 可能原因為，基本模型忽略匯率走向，而導致所得與貨幣關係不符理論預期；而模型2雖使用名目匯率做為匯率的代理變數，然可能因名目匯率與實質匯率的走勢稍有不同，因而模型2中所得之估計係數有極端值的產生，而模型1則未發生。
- (註17) 雖然模型1的共整合向量之方向大致符合理論預期，惟所得與匯率彈性之估計值，在不同樣本起始點下波動仍大，其中所得係數介於1.02至2.46之間，而匯率係數則介於0.02(不顯著為正)至 -1.57之間，顯示該模型之共整合分析結果可能易受單一變數之影響，而使得估計之彈性值波動較大。
- (註18) Arize與Shwiff (1993)、Bahmani-Oskooee 與 Pourheydarian (1990)、以及Wu與Hu (2007) 皆指出，實質匯率可以作為補捉國外貨幣對本國貨幣需求影響的代理變數。
- (註19) Wu 與 Hu (2007) 之實證結果為，國外利率與M2不具長期關係，此可能因為Wu 與 Hu估計之樣本期間為1962年第1季至2003年第4季，不同於本文之樣本期間所致。
- (註20) 劉完淳 (1997) 並未檢定共整合向量係數之顯著性。
- (註21) 其係數相對較本國利率的係數大，原因為在計算本國利差時，本文及吳懿娟 (2006) 皆將相關利率變數除以4，以折算為季報酬率。
- (註22) $RMSE = \sqrt{E[(m_t - \hat{m}_t)^2]}$ ，其中 \hat{m}_t 為 m_t 之預測值。
- (註23) 本文亦有使用Diebold-Mariano Forecast Comparison Test進行兩模型預測誤差比較之檢定，惟檢定結果不顯著。

參考文獻

- 中央銀行(2010)，「民國100年貨幣成長目標區設定說明」，第三十二卷第四期，頁9-16。
- 吳中書 (2009)，「論台灣貨幣需求函數」，*經濟論文叢刊*，第三百七十一卷第二期，頁23-52。
- 吳懿娟 (2006)，「我國貨幣需求穩定性之探討」，*中央銀行季刊*，第二十八卷第三期，頁5-48。
- 周國偉、曾翊恆與林柏君 (2008)，「新台幣對美元之通貨替代實證研究」，*台灣經濟論衡*，第六卷第十期，頁40-61。
- 黃仁德與蕭明福 (1998)，「通貨替代與貨幣需求：台灣的實證研究」，*經濟論文*，第二十六卷第四期，頁403-440。
- 劉完淳 (1997)，「通貨替代，資本移動與貨幣需求—台灣實證研究」，*台灣銀行季刊*，第四十八卷第四期，頁270-287。
- Abbas, V.(2005), "Modeling Demand for Broad Money in Australia," *Australian Economic Papers*, 44(1), 47-64.
- Arize, A. C. and Shwiff, S. S. (1993), "Cointegration, real exchange rates and modelling the demand for broad money in Japan," *Applied Economics*, 25, 717-726.
- Arango, S. and M. I. Nadiri (1981), "Demand for Money in Open Economies," *Journal of Monetary Economics*, 7, 69-83
- Bahmani-Oskooee, M. and Pourheydarian, M. (1990), "Effects of exchange rate sensitivity of demand for money and effectiveness of fiscal and monetary policy," *Applied Economics*, 22, 917-925.
- Bahmani-Oskooee, M. (1991), "The Demand for Money in an Open Economy: The United Kingdom," *Applied Economics*, 23, 1037-1042.
- Bahmani-Oskooee, M. and A. Techaratanchai (2001), "Currency Substitution in Thailand," *Journal of Policy Modeling*, 23, 141-145.
- Breuer, J. B. and A. F. Lippert (1996), "Breaks in Money Demand," *Southern Economic Journal*, 63, 496-506.

- Chaisrisawatsuk, S. C. S. Sharma, and A. Chowdhury (2004), "Money Demand Stability under Currency Substitution: Some Recent Evidence," *Applied Financial Economics*, 14, 19-27.
- Chin, H. Y. and C. S. Wu (2011), "Portfolio Investment and Money Demand: the Case of Taiwan," unpublished draft manuscript.
- Ewing, B. T. and J. E. Payne (1999), "Long-run Money Demand in Chile," *Journal of Economic Development*, 24(2), 177-190.
- Filosa, R. (1995), "Money Demand Stability and Currency Substitution in Six European Countries (1980-1992)," *BIS Working paper*, No.30.
- Fisher, I. (1911), *The Purchasing Power of Money*, New York: Macmillan.
- Friedman, M. and A. J. Schwartz (1991), "Alternative Approaches to Analyzing Economic Data," *The American Economic Review*, 81(1), 39-49.
- Gregory, A. W. and B. E. Hansen (1996), "Residual-Based Tests for Cointegration in Models with Regime Shift," *Journal of Econometrics*, 70, 99-126.
- Henry, D. F. and N. R. Ericsson (1991), "Modeling the Demand for Narrow Money in the United Kingdom and the United States," *European Economic Review*, 35, 833-836.
- Huang, C. J., C. F. Lin, and J. C. Cheng (2001), "Evidence on Nonlinear Error Correction in Money Demand : The Case of Taiwan," *Applied Economics*, 33, 1727-1736.
- Johansen, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 231-254.
- Johansen, S. and K. Juselius (1990), "Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration—With Applications to the Demand for Money," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- Johansen, S. (1995), "Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models," Oxford University Press.
- Kaplan, M., H. Kalyoncu and F. Yucel (2008), "Currency Substitution: Evidence from Turkey," *International Research Journal of Finance and Economics*, 21, 158-162.
- Karim, M.Z.A. and B.G. Tang (2004), "Stock Prices, Foreign Opportunity Cost, and Money Demand in Malaysia: A Cointegration and Error Correction Model Approach," *Journal Ekonomi Malaysia*, 38, 29-62.
- Lieberman, C. (1977), "The Transactions Demand for Money and Technological Change," *The Review of Economics and Statistics*, 59, 307-317.
- McKenzie, C. R. (1992), "Money Demand in an Open Economy," *Journal of the Japanese and International Economies*, 6, 176-198.
- Miles, M. A. (1978), "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence," *American Economic Review*, 68, 428-436.
- Mundell, R.A (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates," *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 475- 485.
- Sriram, S. S. (2001), "A Survey of Recent Empirical Money Demand Studies," *IMF Staff Papers*, 47, NO.3
- Wu, J. L. and Y. h. Hu (2007), "Currency Substitution and Nonlinear Error Correction in Taiwan's Demand for Broad Money," *Applied Economics*, 39, 1635-1645.

附錄1 以CPI對名目GDP平減之原因

本文採用CPI對名目GDP進行平減的原因，除了係參考Wu與Hu (2007)乙文之作法，且可使相關變數之處理方式一致外(包括廣義貨幣以CPI進行平減，且物價上漲率亦以CPI衡量)，其主要原因為，本文觀察1992年第1季至2011年第2季之樣本期間內，以CPI對名目GDP進行平減所得之所得年增率(Δy)，與實質廣義貨幣年增率(Δm)之關

係較顯著且為正(附表1)，此外估計的配適度(Adj R²)亦較大。

判斷可能原因為，以CPI對名目GDP進行平減之處理方式與其他變數一致，且GDP之平減指數(PGDP)未考量進口物價，而CPI則有包含進口物價，因此以CPI平減而得之實質所得成長率與廣義貨幣年增率關係相對較顯著(附圖1)。

附表1 名目GDP於不同平減方式下之估計結果: $\Delta m = a_0 + a_1 * \Delta y$

名目GNP之平減方式	a0	a1	Adj R ²
以PGDP平減 ($y = \text{gdp/pgdp} * 100$)	5.002***	0.146	0.010
以CPI平減 ($y = \text{gdp/cpi} * 100$)	6.044***	0.359***	0.111

附圖1 不同平減方式之實質所得年增率與廣義貨幣年增率



附錄2 以短期利率作為持有廣義貨幣之機會成本

若以短期利率 (1-30天期商業本票次級市場利率為代表) 作為持有貨幣機會成本，而忽略貨幣自身報酬率時，廣義貨幣與其相關變數之共整合向量見附表2。其結果顯示，本國利率對貨幣的影響為正向不合

理論預期，或者不顯著為負，而此與Filosa (1995) 其對歐洲國家得到的實證結果類似，即忽略貨幣自身報酬率，可能是導致利率對實質貨幣餘額的影響方向不符理論預期的重要因素。

附表2 不考慮貨幣自身報酬率之共整合向量

	樣本期間 1992Q1-2011Q2		
	基本模型 (不含匯率)	模型1 (實質匯率)	模型2 (名目匯率)
實質貨幣需求(m)	1	1	1
實質所得 (y)	-1.169 (-9.32) [0.00]***	-1.532 (-12.61) [0.00]***	-1.483 (-15.90) [0.00]***
M2持有成本-本國利率 (R_1)	-0.052 (-1.23) [0.20]	0.022 (0.67) [0.54]	-0.016 (-0.59) [0.53]
國外利率(R_2)	0.151 (4.12) [0.00]***	0.096 (4.07) [0.00]***	0.088 (4.18) [0.00]***
實質匯率(q)	—	0.477 (3.27) [0.01]***	—
名目匯率(e)	—	—	0.464 (4.38) [0.00]***
常數項	0.449	4.194	3.509

註：同表6

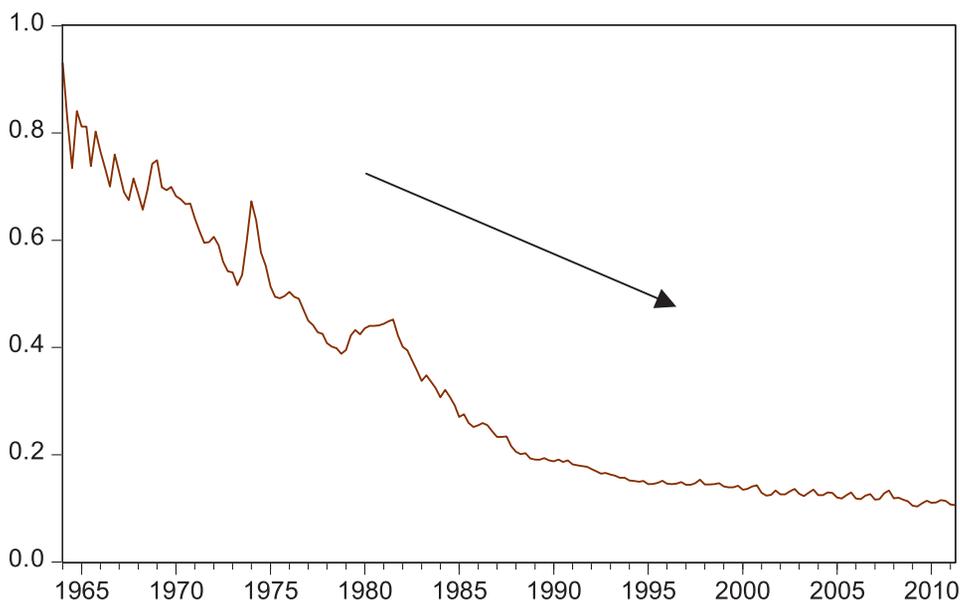
附錄3 我國廣義貨幣所得流通速度與長期所得彈性

根據Fisher (1911)，廣義貨幣交易流通速度(V)與廣義貨幣(M)之間的貨幣數量等式為： $M \times V = P \times TR$ ，其中TR為實質交易量，由於TR不易衡量，故以實質所得作為實質交易量的代理變數 (Lieberman (1977))，則貨幣數量等式亦可表示為 $M \times V = \text{名目GDP}$ 。在此V為所得流通速度，其事後(ex post)數值係來自名目GDP相對於M的比率，附圖1顯示，自1964年以來我國廣義貨幣的

所得流通速度呈現下滑趨勢。

透過貨幣數量等式，所得流通速度的成長率，可計算為名目GDP成長率扣除M的成長率，即 $\frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta(\text{名目GDP})}{\text{名目GDP}} - \frac{\Delta M}{M}$ ，因此附圖2呈現V的長期走勢下滑，反映長期間M成長率大於GDP成長率，而帶動M成長率的因素很多，包含我國長期金融深化現象 (吳懿娟 (2006))，以及金融商品創新 (吳中書(2009)) 等原因皆可能造成V呈下降趨勢。

附圖2 廣義貨幣的所得流通速度(V)



國內經濟金融情勢（民國101年第3季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

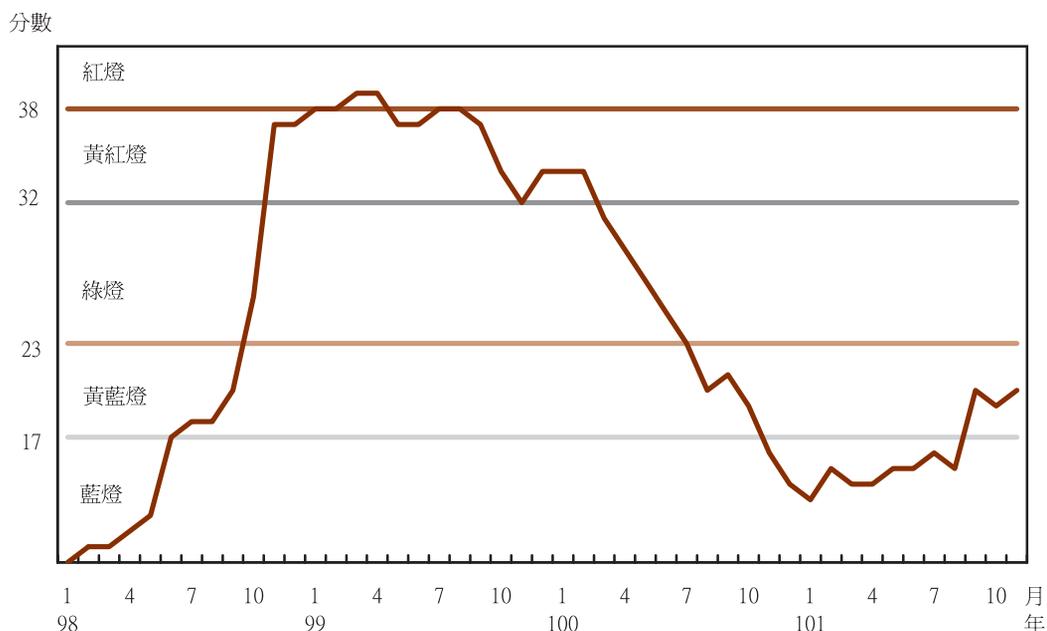
一、景氣逐漸復甦

國內經濟活動受到歐洲債務問題及全球景氣減緩波及，101年8月經建會景氣對策信號連續第10個月呈現代表景氣衰退的藍燈；嗣因出口及工業生產等指標表現好轉，9月起，景氣對策信號連續3個月呈黃藍燈，景

氣領先、同時指標微幅上升，顯示國內景氣逐漸脫離低迷，惟復甦力道仍弱。

另外，101年7月以來，台灣經濟研究院製造業及服務業營業氣候測驗點呈下降走勢，至10月分別為89.36點及86.34點，11月則分別升至90.84點及86.80點，受訪廠商對未來景氣看法多轉趨樂觀。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



二、經濟成長仍緩

101年第3季，雖勞動市場轉弱、股市不振，民間消費成長力道不強，但輸出及民間

投資因比較基期較低而恢復成長，致GDP成長率升為0.98%。主計總處預測第4季GDP成長率升為2.97%，全年則為1.13%。

圖2 經濟成長、投資與消費

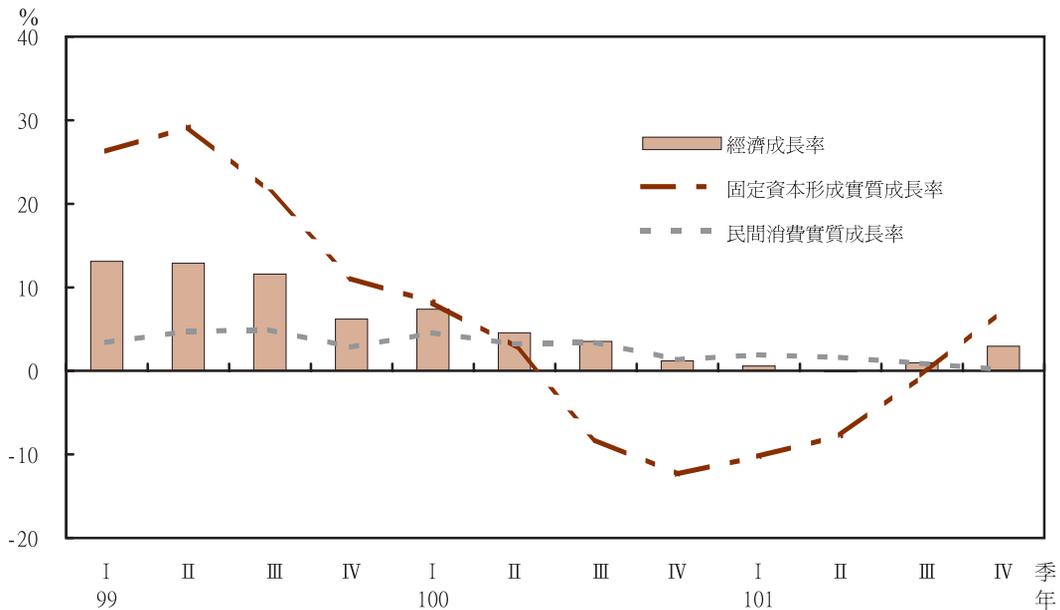


表1 各項需求實質成長率

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	公營事業			政府
98年		-1.81	0.76	4.01	-11.25	-18.15	2.14	15.94	-8.68	-13.10
99年 r		10.76	3.96	0.44	21.12	29.76	8.11	-3.10	25.63	27.70
100年 r		4.07	3.13	2.25	-3.10	-1.26	-14.39	-5.93	4.45	-0.47
101年 f		1.13	1.13	0.68	-2.77	-1.35	-0.52	-10.80	-0.37	-2.06
102年 f		3.15	1.45	0.43	3.01	5.51	-1.91	-8.00	4.15	2.52
100/3 r		3.53	3.42	2.23	-8.27	-8.76	-3.12	-7.88	2.15	-3.58
4 r		1.21	1.36	4.04	-12.38	-12.49	-19.56	-7.54	0.16	-6.62
101/1 r		0.59	1.92	2.10	-10.21	-9.10	-13.19	-16.89	-3.37	-7.23
2 r		-0.12	1.61	2.50	-7.69	-5.71	-13.07	-14.92	-2.54	-4.09
3 p		0.98	0.89	-0.72	-0.54	2.01	-11.33	-8.93	1.77	1.22
4 f		2.97	0.14	-0.69	7.44	9.09	20.63	-5.33	2.50	2.07
101年第三季	貢獻百分點 p	0.98	0.48	-0.08	-0.09	0.26	-0.13	-0.23	1.29	0.66

資料來源：行政院主計總處。

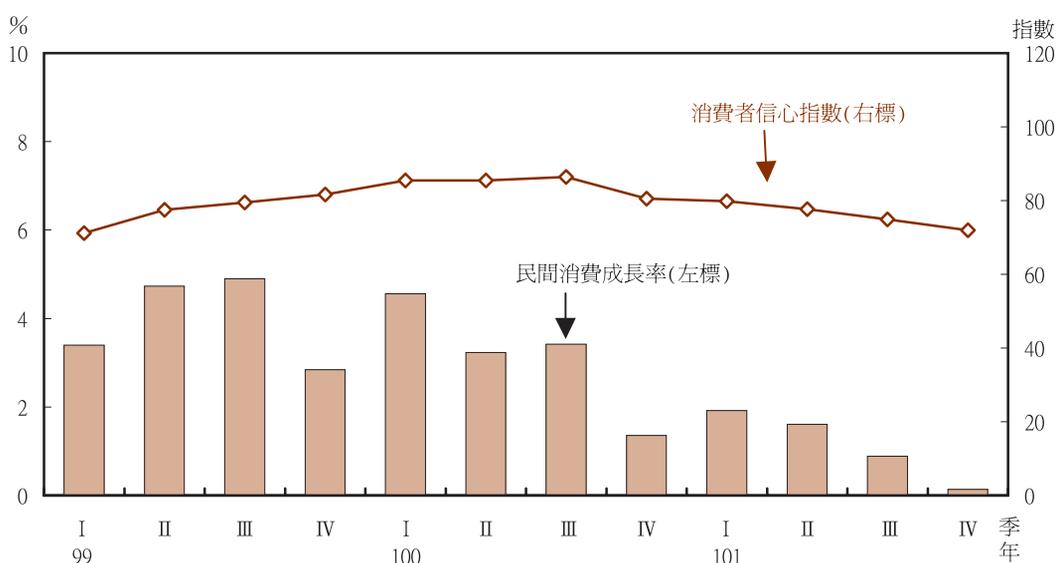
註：r為修正數，p為初步數，f為預測數

三、民間消費成長持續減緩

101年第3季，雖來台旅客大幅成長22.1%，帶動零售業與餐飲業營業額分別成長2.7%與4.0%，惟因股市交投清淡(上市櫃股票成交值銳減35.6%)，金融性財富縮水，

消費信心低落，民間消費成長率由第2季之1.61%降為0.89%。11月汽車新增掛牌數衰退11.5%，加上景氣仍緩，實質薪資不易成長，消費者信心仍低，主計總處預測第4季民間消費成長率再降為0.14%。

圖3 消費者信心指數與民間消費

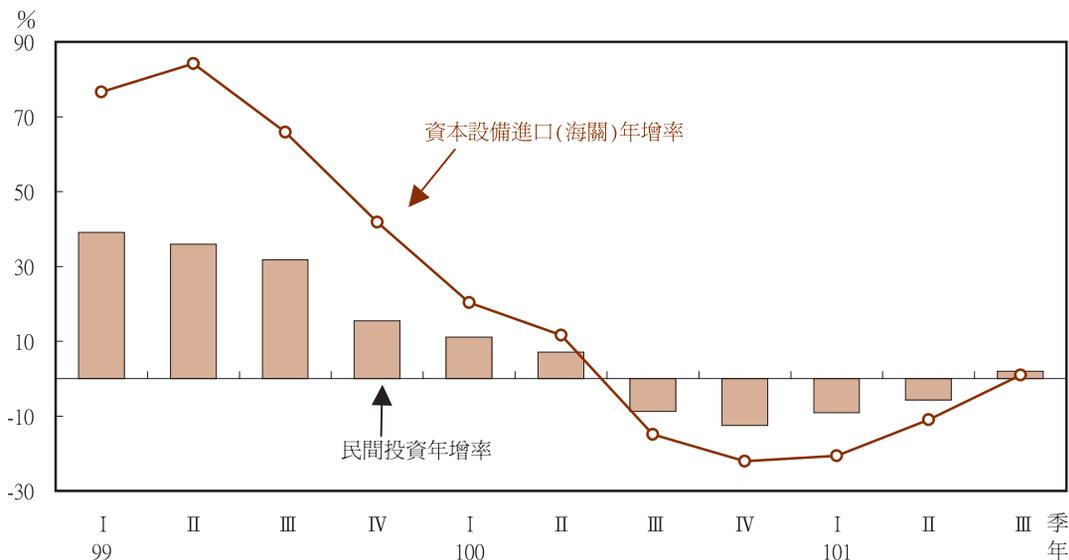


四、民間投資恢復成長

101年第3季，由於半導體廠商增加資本支出，以新台幣計價之資本設備進口成長4.21%(以美元計價成長0.97%)，機器設備投資成長2.15%，運輸工具與營建投資亦

分別成長6.01%、3.76%，致民間投資成長2.01%。10月以新台幣計價之資本設備進口成長0.3%(以美元計價成長4.2%)，11月則衰退6.8%(以美元計價衰退3.8%)，主計總處預測第4季民間投資成長9.09%。

圖4 民間投資與資本設備進口



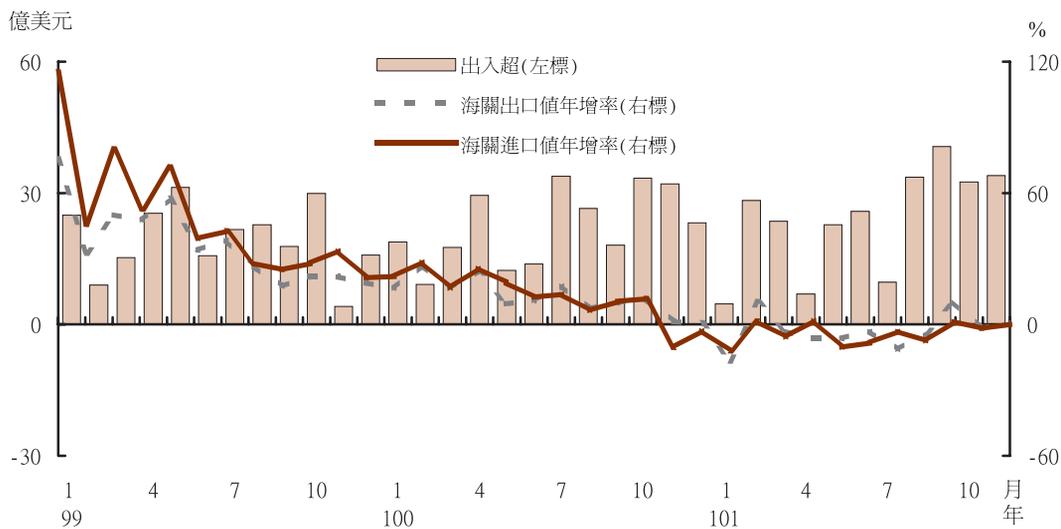
五、對外貿易恢復小幅成長

由於全球景氣不振，國外需求疲弱，據海關統計，101年7月商品貿易出口成長率曾降至-11.5%；嗣因亞洲地區需求增溫，以及受100年台塑六輕部分停工(比較基期較低)影響，礦產品出口大幅成長，致出口衰退幅度趨緩，至9月出口短暫轉為成長10.4%；惟10月旋即再度衰退1.9%，11月則恢復小幅成長0.9%，其中以礦產品成長19.3%最大，其

次為電子產品成長7.4%，資訊與通信產品仍大幅衰退14.4%。另外，由於出口與投資衍生之進口需求疲弱，7月以來進口仍多呈衰退，惟衰退幅度有趨緩現象，10月、11月進口年增率分別為-1.8%、0.1%。

101年第3季，商品及服務併計之輸出、輸入分別轉呈成長1.77%、1.22%。主計總處預測第4季輸出、輸入成長率分別為2.50%與2.07%。

圖5 進出口貿易

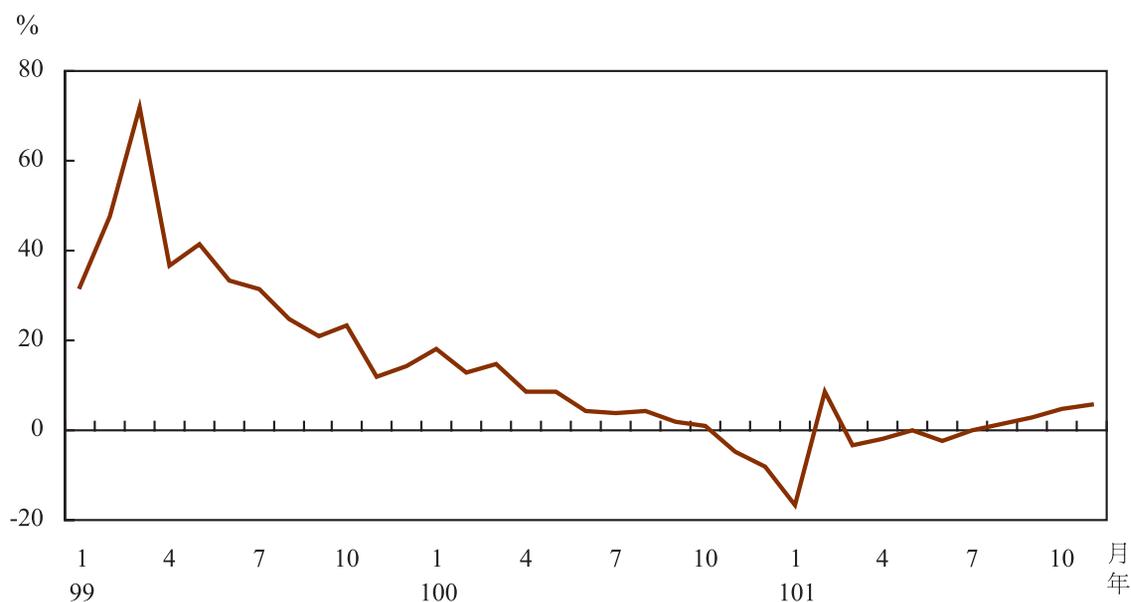


六、工業生產恢復成長

由於電子新科技產品推陳出新，101年下半年國外接單逐月緩步上升，工業生產恢復成長，至11月工業生產指數年增率升為

5.85%。其中，製造業生產年增率為5.47%，以資訊電子工業增產8.08%最為顯著，化學及金屬機械工業亦分別增產6.60%及1.54%，民生工業則減產0.74%。

圖6 工業生產年增率



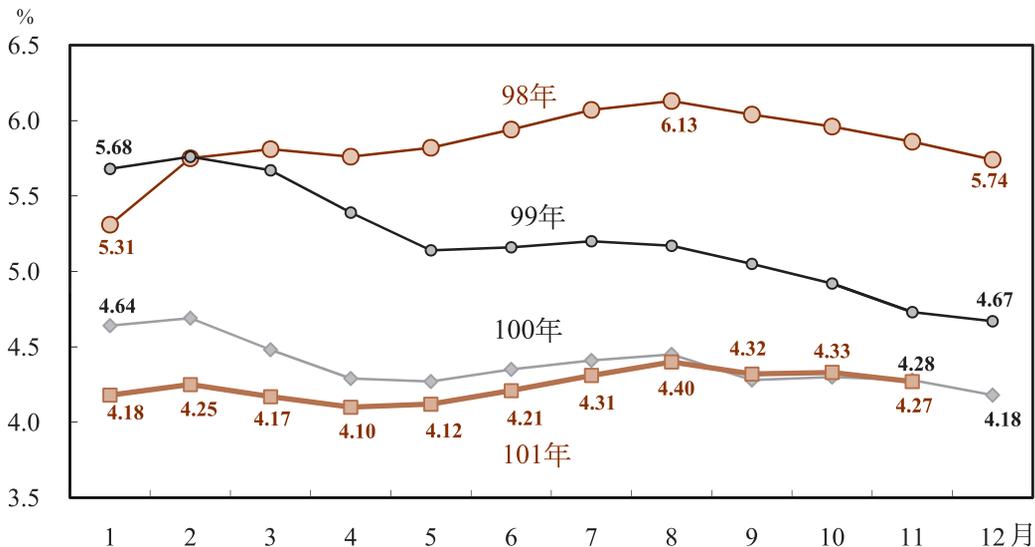
七、失業率略降、薪資成長遲緩

101年6月起，因畢業生及暑期工讀生陸續投入勞動市場，加上經濟景氣仍緩，企業僱用保守，8月失業率上升至4.40%之高點後回降，至11月為4.27%，較100年同月下降0.01個百分點。1至11月平均失業率為4.24%，亦較100年同期下降0.16個百分點。

就業人數則持續增加，11月為1,091.8萬人，創歷年新高。

由於景氣不振，薪資成長遲緩，10月受僱員工薪資(非農業部門每人每月平均薪資)年增率為0.59%，其中經常性薪資年增率僅0.46%。1至10月平均薪資年增率為-0.09%。

圖7 失業率



八、消費者物價漲幅回降

101年下半年因豪雨、颱風連續來襲，蔬果產量銳減，價格高漲，加上國際原油及穀物等價格走高，8月CPI年增率升至當年最高之3.43%。隨著復耕蔬菜陸續上市，菜價回跌，CPI年增率回降，至11月降為1.59%，其中水果價格上漲14.03%，使CPI年增率上

升0.38個百分點，影響最大；其次為油料費上漲8.07%，使CPI年增率上升0.29個百分點。不含蔬果之CPI年增率為1.43%，不含蔬果、水產及能源之CPI(即核心CPI)年增率亦僅為0.96%，漲幅尚屬溫和。

1至11月平均CPI年增率為1.96%，主計總處預測全年CPI年增率為1.93%。

國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差11,644百萬美元，增加3,696百萬美元(表1及圖1)。
金融帳淨流出8,154百萬美元，央行準備資產

表1 國際收支

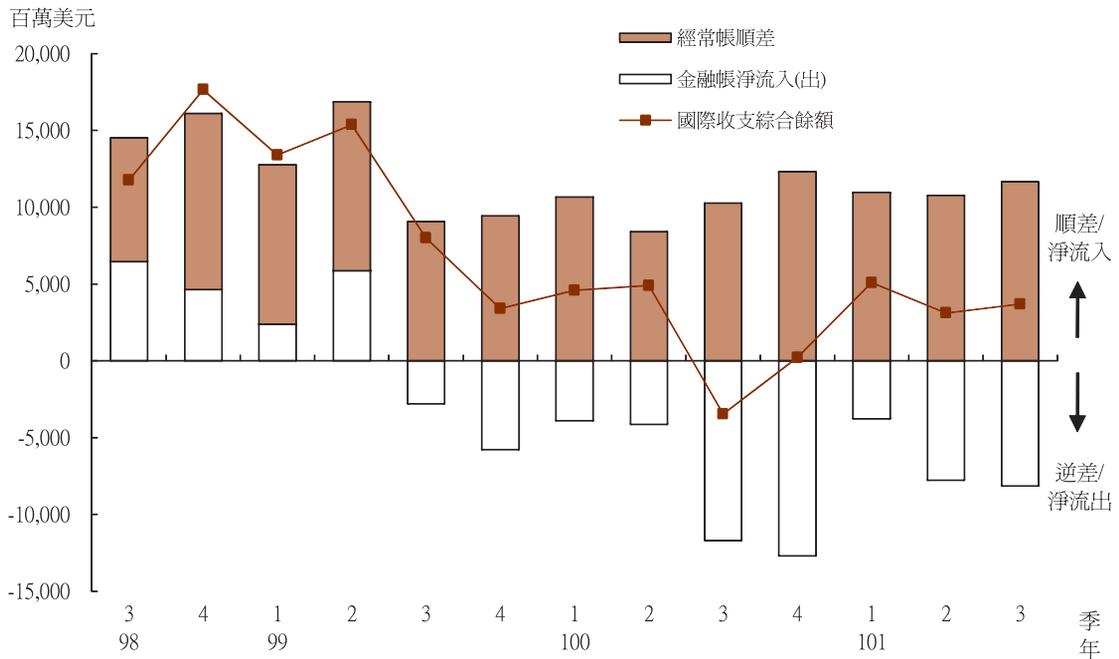
民國101年第三季暨民國100年第三季

單位：百萬美元

	(1) 101年 第3季	(2) 100年 第3季	(1)-(2)
A. 經常帳	11,644	10,257	1,387
商品出口(f.o.b.)	76,505	78,216	-1,711
商品進口(f.o.b.)	-68,087	-70,482	2,395
商品貿易淨額	8,418	7,734	684
服務：收入	12,316	11,341	975
服務：支出	-11,411	-10,379	-1,032
服務淨額	905	962	-57
所得：收入	7,299	6,975	324
所得：支出	-4,424	-4,757	333
所得淨額	2,875	2,218	657
經常移轉：收入	1,301	1,475	-174
經常移轉：支出	-1,855	-2,132	277
經常移轉淨額	-554	-657	103
B. 資本帳	-44	-31	-13
資本帳：收入	0	1	-1
資本帳：支出	-44	-32	-12
合計，A加B	11,600	10,226	1,374
C. 金融帳	-8,154	-11,692	3,538
對外直接投資	-3,939	-2,723	-1,216
來台直接投資	1,184	-1,188	2,372
證券投資(資產)	-17,211	1,686	-18,897
股權證券	-7,442	3,835	-11,277
債權證券	-9,769	-2,149	-7,620
證券投資(負債)	-114	-16,309	16,195
股權證券	110	-15,617	15,727
債權證券	-224	-692	468
衍生金融商品	107	250	-143
衍生金融商品(資產)	1,045	1,623	-578
衍生金融商品(負債)	-938	-1,373	435
其他投資(資產)	6,727	-188	6,915
一般政府	-1	-28	27
銀行	2,799	-8,296	11,095
其他	3,929	8,136	-4,207
其他投資(負債)	5,092	6,780	-1,688
貨幣當局	0	0	0
一般政府	0	0	0
銀行	2,257	4,692	-2,435
其他	2,835	2,088	747
合計，A至C	3,446	-1,466	4,912
D. 誤差與遺漏淨額	250	-1,998	2,248
合計，A至D	3,696	-3,464	7,160
E. 準備資產	-3,696	3,464	-7,160

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

圖1 國際收支



一、經常帳

商品方面，受歐美景氣低迷影響，外需減弱，本季出口較上年同季減少2.2%；進口因出口引申需求使農工原料進口減少，亦較上年同季減少3.4%。由於進口減額大於出口減額，本季商品貿易順差增為8,418百萬美元，較上年同季增加684百萬美元或8.8%。

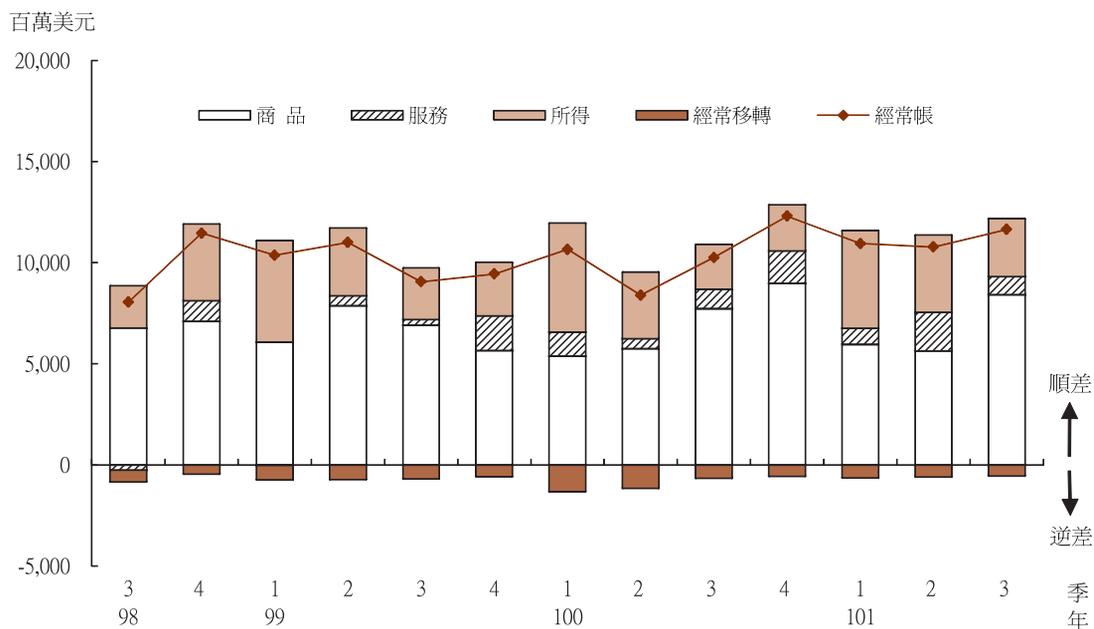
服務方面，本季服務收入12,316百萬美元，較上年同季增加975百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加；服務支出11,411百萬美元，較上年同季增加1,032百萬美元，主要係貿易佣金支出增加。由於收入增額小於支出增額，本季服務收支順差由上年同季962百萬美元減為905百萬美元。

所得方面，本季所得收入7,299百萬美元，較上年同季增加324百萬美元，主要係居民對外證券投資所得增加；所得支出4,424百萬美元，較上年同季減少333百萬美元，主要係支付外資股利減少。由於收入增加、支出減少，本季所得收支順差增為2,875百萬美元，較上年同季增加657百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉淨支出由上年同季的657百萬美元減為554百萬美元，主要係捐贈匯出款減少。

本季雖然服務順差略減，惟商品貿易與所得順差增加，且經常移轉逆差減少，致經常帳順差11,644百萬美元，較上年同季增加1,387百萬美元或13.5%(圖2)。

圖2 經常帳



二、資本帳

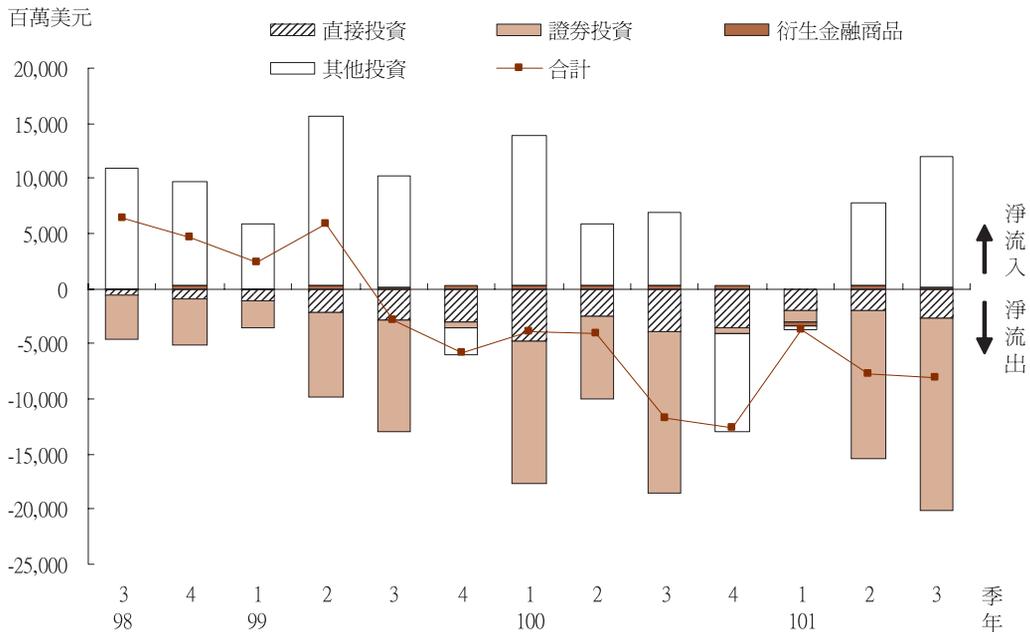
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差44百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨流出8,154百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,755百萬美元，居民對

外直接投資及非居民來台直接投資淨額分別呈淨流出3,939百萬美元及淨流入1,184百萬美元。證券投資呈淨流出17,325百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出17,211百萬美元，為歷年單季最大淨流出，主要係保險公司國外投資增加；非居民證券投資亦呈淨流出114百萬美元，主要係外資減持公債。衍生金融商品呈淨流入107百萬美元。其他投資呈淨流入11,819百萬美元，主要係民間部門收回國外存款及自國外借款(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76,505百萬美元，較上年同季減少1,711百萬美元或2.2%；商品進口計68,087百萬美元，較上年同季減少2,395百萬美元或3.4%。由於進口減額大於出口減額，商品貿易順差增為8,418百萬美元，較上年同季增加684百萬美元或8.8%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分

析出、進口概況。

就貿易結構而言，出口方面，本季農產加工品較上年同季成長19.9%，惟工業產品及農產品分別較上年同季減少2.4%及0.3%；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82.4%），受大陸經濟轉型與歐美景氣疲軟影響，較上年同季減少2.6%。進口方面，消費品及資本設備分別較上年同增加6.0%及1.0%，農工原料則減少4.9%。消費品成長主要係因手機進口增加；農工原料衰退主要因基本金屬及其製品與化學品進口減少。

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」、「基本金屬及其製品」、「化學品」及「塑膠、橡膠及其製品」減額較大，四者合計占出口總減額的1.82倍；進口貨品中，則以「基本金屬及其製品」、「化學品」、「電子產品」及「珠寶、貴金屬、仿首飾及鑄幣」減額較大，四者合計達進口總減額的1.25倍。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）的出口，較上年同季減少1,205百萬美元或3.8%，為出口減額最大的地區；其次為對歐洲出口，較上年同季減少1,094百萬美元或14.1%。進口方面，相較上年同季，自中國大陸進口減少943百萬美元或7.9%最大，自韓國進口減少746百萬美元或17.1%次之。就主要出口市場比重來看，仍以中國大陸所占比重最高，達40.1%，其次為東協六國的18.7%，美國的11.2%及歐洲的8.6%分居第三、四位。主要進口來源仍以日本所占比重最高，達17.9%，其次為中國大陸的16.2%，中東國家的15.1%及東協六國的12.4%分居第三、四位。

二、服務

本季服務收入12,316百萬美元，較上年同季增加975百萬美元；服務支出計11,411百萬美元，較上年同季增加1,032百萬美元。由於服務支出增額大於服務收入增額，服務收支順差由上年同季962百萬美元減為905百萬

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2,621百萬美元，較上年同季增加173百萬美元，主要係國航國際線貨運收入及航空客運收入增加所致。運輸支出計2,756百萬美元，較上年同季增加153百萬美元，主要係支付外輪進口運費及航空客運支出增加。收支相抵，本季運輸淨支出由上年同季155百萬美元減為135百萬美元。

(二) 旅行

本季旅行收入計2,727百萬美元，較上年同季增加92百萬美元，主要係因來台旅客人次（以中國大陸來台旅客增加最多）成長。旅行支出計2,860百萬美元，較上年同季減少31百萬美元，主要係國人出國平均停留夜數及平均每人每日消費金額減少。收支相抵，本季旅行淨支出由上年同季256百萬美元減為133百萬美元。

(三) 其他服務

其他服務包括通訊、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6,968百萬美元，較上年同季增加710百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計5,795百萬美元，較上

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	101年第3季			100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	12,316	11,411	905	11,341	10,379	962	975	1,032
一、運輸服務	2,621	2,756	-135	2,448	2,603	-155	173	153
(一)客運	587	487	100	495	392	103	92	95
(二)貨運	1,919	1,257	662	1,844	1,173	671	75	84
(三)其他	115	1,012	-897	109	1,038	-929	6	-26
二、旅行	2,727	2,860	-133	2,635	2,891	-256	92	-31
三、其他服務	6,968	5,795	1,173	6,258	4,885	1,373	710	910
(一)通訊	137	153	-16	108	138	-30	29	15
(二)營建	99	117	-18	84	27	57	15	90
(三)保險	150	370	-220	151	298	-147	-1	72
(四)金融	244	74	170	215	63	152	29	11
(五)電腦與資訊	140	154	-14	75	95	-20	65	59
(六)專利權、商標等使用費	251	1,094	-843	268	1,466	-1,198	-17	-372
(七)其他事務服務	5,826	3,617	2,209	5,265	2,572	2,693	561	1,045
1. 三角貿易及與貿易有關服務	4,802	1,451	3,351	4,190	667	3,523	612	784
2. 營運租賃	59	338	-279	84	397	-313	-25	-59
3. 專業技術與雜項	965	1,828	-863	991	1,508	-517	-26	320
(八)個人、文化與休閒服務	38	69	-31	37	65	-28	1	4
(九)不包括在其他項目的政府服務	83	147	-64	55	161	-106	28	-14

年同季增加910百萬美元，主要係貿易佣金支出增加。收支相抵，本季其他服務淨收入為1,173百萬美元，較去年同季減少200百萬美元。

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入7,299百萬美元，較上年同季增加324百萬美元，主要係居民對外證券投資所得增加所致；所得支出4,424百萬美元，較上年同季減少333百萬美元，主要係支付外資股

利減少。收支相抵，本季所得淨收入由上年同季的2,218百萬美元增為2,875百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,301百萬美元，較上年同季減少174百萬美元；支出計1,855百萬美元，較上年同季減少277百萬美元，主要因捐贈匯出款減少。收支相抵，本季經常移轉淨支出由上年同季的657百萬美元減為554百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	101年第三季			100年第三季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	7,299	4,424	2,875	6,975	4,757	2,218	324	-333
一、薪資所得	134	202	-68	122	130	-8	12	72
二、投資所得	7,165	4,222	2,943	6,853	4,627	2,226	312	-405
(一)直接投資	1,480	2,347	-867	1,437	1,908	-471	43	439
(二)證券投資	818	1,647	-829	456	2,497	-2,041	362	-850
(三)其他投資	4,867	228	4,639	4,960	222	4,738	-93	6
經常移轉	1,301	1,855	-554	1,475	2,132	-657	-174	-277

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、衍生金融商品與其他投資。本季金融帳淨流出8,154百萬美元。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

	101年第三季			100年第三季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-3,939	1,184	-2,755	-2,723	-1,188	-3,911	-1,216	2,372
(一)對外直接投資	-3,939	—	-3,939	-2,723	—	-2,723	-1,216	—
(二)來台直接投資	—	1,184	1,184	—	-1,188	-1,188	—	2,372
二、證券投資	-17,211	-114	-17,325	1,686	-16,309	-14,623	-18,897	16,195
(一)股權證券	-7,442	110	-7,332	3,835	-15,617	-11,782	-11,277	15,727
(二)債權證券	-9,769	-224	-9,993	-2,149	-692	-2,841	-7,620	468
1.債券與票券	-9,543	-217	-9,760	-1,487	-844	-2,331	-8,056	627
2.貨幣市場工具	-226	-7	-233	-662	152	-510	436	-159
三、衍生金融商品	1,045	-938	107	1,623	-1,373	250	-578	435
四、其他投資	6,727	5,092	11,819	-188	6,780	6,592	6,915	-1,688
(一)貿易信用	-485	357	-128	723	-361	362	-1,208	718
(二)借款	505	165	670	-5,722	1,118	-4,604	6,227	-953
(三)現金與存款	6,677	4,274	10,951	8,040	5,333	13,373	-1,363	-1,059
(四)其他	30	296	326	-3,229	690	-2,539	3,259	-394
合 計	-13,378	5,224	-8,154	398	-12,090	-11,692	-13,776	17,314

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

一、直接投資

本季直接投資淨流出2,755百萬美元。其中，對外直接投資呈淨流出3,939百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為金融控股業、電子零組件製造業及電腦、電子產品及光學製品製造業；非居民來台直接投資淨流入1,184百萬美元，主要投資行業為金融保險業、資訊及通訊傳播業及批發零售業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出17,325百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出17,211百萬美元。其中股權證券淨流出7,442百萬美元，債權證券投資呈淨流出9,769百萬美元，主要係保險公司國外投資增加。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9,543百萬美元及226百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流出114百萬美元，其中股權證券投資呈淨流入110百萬美元，而債權證券投資呈淨流出224百萬美元，主要係外資減持公債。債權證券投資中，債券與票券呈淨流出217百萬美元，貨幣市場工具亦呈淨流出7百萬美元。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨流入107百萬美元，資產方面淨流入1,045百萬美元，主要是銀行部門承做衍生金融商品交易利得；負債方面呈淨流出938百萬美元，主要為民間部門承做衍生金融商品交易損失。

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11,819百萬美元，主要係民間部門收回國外存款及自國外借款。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流入6,727百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用呈淨流出485百萬美元；借款呈淨流入505百萬美元，主要係民間部門收回國外短期放款；現金與存款呈淨流入6,677百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流入30百萬美元。

(二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入5,092百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用呈淨流入357百萬美元；借款呈淨流入165百萬美元，主要係民間部門自國外借款增加；現金與存款呈淨流入4,274百萬美元，主要係外商銀行自國外聯

行引進資金及外人在OBU的存款增加；其他 門其他短期負債增加。
負債呈淨流入296百萬美元，主要係銀行部

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加3,696百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本年第3季以來，國內景氣持續低迷，資金需求下降，致銀行放款與投資成長減緩，加以外資呈淨匯出，第3季日平均貨幣總計數M2及M1B年增率持續走低，分別為3.82%及2.99%；10、11月，由於比較基期較低，以及外資持續淨匯入，銀行活期存款增加較多，致M1B持續走升，11月年增率為3.65%，M2則因部分資金持續轉向保險及共同基金等非存款商品，11月年增率續降至3.26%。

由於景氣仍緩，本季本行政策利率維持不變，季底台銀、合庫銀、土銀、一銀

及華銀等五大銀行一年期存款固定利率為1.36%，與上季底相同，至11月底維持不變。五大銀行平均放款基準利率上季底為2.887%，7月受一銀及華銀調升利率影響，上升為2.927%，其後因一銀及華銀數度調降利率，11月底五大銀行平均放款基準利率降為2.883%。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1.686%降至9月之1.572%，10月因未承做國庫借款，平均利率升至1.717%，11月則回降至1.694%，較6月上升0.008個百分點。

表1 重要金融指標年增率

單位：%

年 / 月	貨幣總計數			準備貨幣	全體貨幣機構存款	全體貨幣機構放款與投資	全體貨幣機構對民間部門債權
	M1A	M1B	M2				
98	13.37	16.54	7.45	11.55	5.68	0.71	-1.13
99	14.51	14.93	4.53	5.43	5.29	6.15	6.71
100	8.08	7.16	5.83	7.24	4.18	6.00	6.25
100/11	6.37	4.22	5.10	6.74	4.45	6.89	7.23
12	5.85	3.51	5.01	6.89	4.18	6.00	6.25
101/ 1	4.22	3.86	5.22	9.03	4.57	5.22	5.37
2	1.16	2.84	4.92	2.40	4.23	5.16	5.20
3	2.74	3.47	5.05	4.88	4.70	5.30	4.64
4	4.89	3.77	4.72	4.84	4.01	5.53	4.55
5	4.55	3.24	4.40	4.87	4.01	5.22	4.69
6	4.51	3.18	4.19	4.67	3.60	4.58	4.24
7	4.05	2.88	3.80	4.53	3.02	5.21	4.74
8	2.35	2.73	3.69	4.18	3.85	4.70	4.07
9	2.54	3.35	3.96	4.14	3.19	4.51	3.81
10	3.21	3.57	3.29	4.60	2.86	4.91	4.21
11	3.69	3.65	3.26	4.99	3.13	4.97	4.41

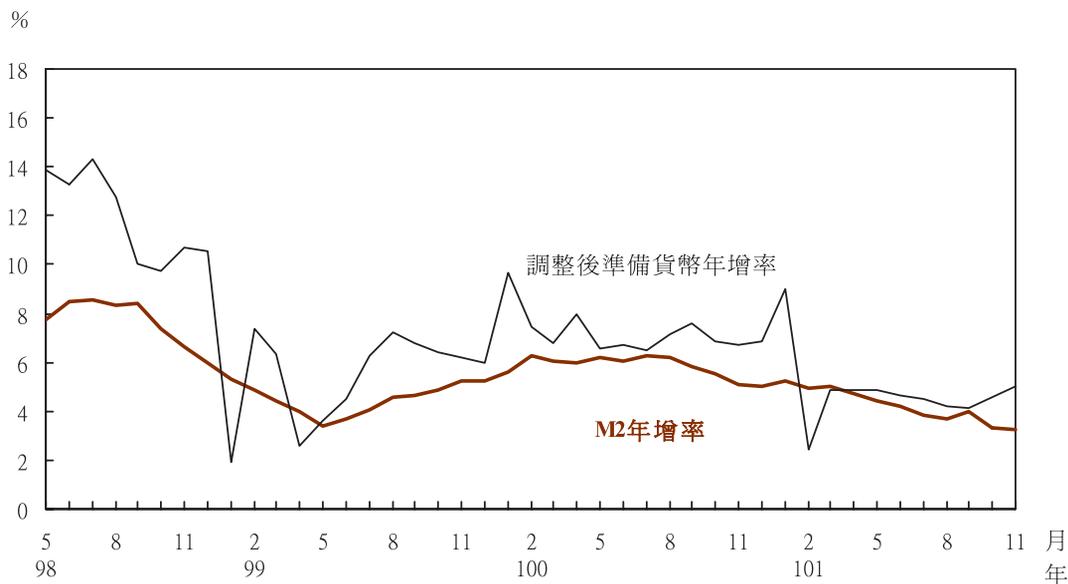
註：M1A、M1B、M2與準備貨幣年增率係日平均資料(準備貨幣為經調整存款準備率變動因素後之資料)；其餘各項年增率則係月底資料。放款與投資之「證券投資」係以原始成本衡量。

貳、準備貨幣成長趨緩

本季日平均準備貨幣年增率持續走緩，由7月的4.53%一路續降至9月之4.14%。累計本年第3季日平均準備貨幣年增率為4.28%，較上季之4.80%下降0.52個百分點，主要係因景氣不佳，經濟交易活動疲軟，民間放款成長下降，交易性貨幣的支票存款及活期存款成長放緩，使準備金需求成長減少。至於本年10月及11月，日平均準備貨幣年增率因上年基期較低而轉呈增加。

就準備貨幣變動來源分析，本年第3季雖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，惟因有國庫券到期與公債還本付息、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上升。至於本年10月及11月日平均準備貨幣則呈先降後升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數M2年增率先降後升

本季以來，由於國內景氣仍緩，加以外資呈淨匯出及銀行放款與投資成長減緩，7、8月日平均貨幣總計數M2及M1B年增率持續下滑，8月分別降至3.69%及2.73%；9月，因外資呈淨匯入，M2及M1B年增率轉呈上升；10、11月，受比較基期因素影

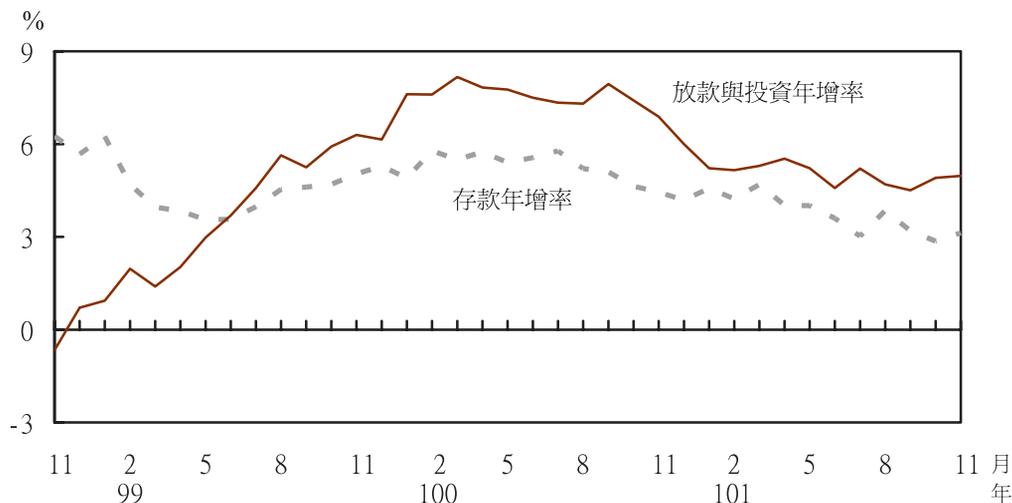
響，以及外資持續淨匯入，銀行活期存款增加較多，致M1B年增率持續走升，分別為3.57%、3.65%，M2則因部分資金轉向保險及共同基金等非存款商品，10、11月年增率續降，分別為3.29%、3.26%。

肆、存款年增率呈下降趨勢

本年第3季全體貨幣機構存款年增率呈下降趨勢，由6月底的3.60%降至9月底的3.19%，主要因銀行放款與投資成長減緩所致。10月因部分資金轉向保險及共同基金等非存款商品，年增率降至2.86%，11月受外資淨匯入影響，年增率回升至3.13%。就各類存款觀察，活期性存款方面，7月因外資持續淨匯出，年增率由上季底之2.81%續降至2.44%；8月起外資轉呈淨匯入，年增率回升至9月底的3.45%，11月底續升至3.60%。定期性存款方面，除受放款及投資成長趨緩影響外，本季上市(櫃)公司發放現金股利金額較上年同期減少，致年增率由上季底之4.65%續降至本季的3.55%；10月續降

至2.90%，11月因外匯存款增加較多，年增率升為3.14%。政府存款方面，因國營事業盈餘繳庫，本季底年增率由上季底之-9.41%減緩至-6.90%；10月雖公債及國庫券等到期還本付息增加致存款減少，惟因上年基期較低，年增率升至-3.94%，11月則因發行公債及國庫券，年增率續升至-2.32%。比重方面，活期性存款占存款總額之比重由上季底之32.72%升至33.18%，定期性存款比重由上季底之64.51%降至63.99%，政府存款比重由上季底之2.78%升至2.83%。11月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為33.01%、64.16%及2.83%。

圖2 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



伍、銀行放款與投資年增率先降後升

本年第3季底全體貨幣機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加4,222億元，其中放款與投資分別增加2,437億元與1,785億元，年增率由上季底之4.58%下降為本季底之4.51%，主要因對民間部門債權成長趨緩所致。10、11月，由於銀行對民間部門債權成長回溫，11月底年增率回升為4.97%。若包含人壽保險公司放款與投資，並加計銀行轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，本季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之4.50%下降為4.19%，10月底略升後，11月底再降為4.19%。

就放款與投資之對象別觀察，受國內景氣不振，資金需求下降影響，本季底全體貨幣機構對公營事業債權及民間部門債權年增率均較上季底下降，分別為-1.63%及

3.81%，對政府債權則升為10.10%；11月底對政府債權及公營事業債權年增率分別降為9.98%及-1.83%，對民間部門債權年增率則回升為4.41%。比重方面，本季底對民間部門債權比重由上季底之80.14%升為80.22%，主要為對民營企業放款增加所致，至11月底續升為80.36%，主要為對民營企業證券投資增加所致；對政府債權比重由上季底之15.74%下降為15.67%，至11月底續降為15.58%，主要為政府償還銀行借款所致；對公營事業債權比重由上季底之4.12%略降為4.10%，至11月底續降為4.06%，主要為對公營事業放款減少所致。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，本季底對民營企業放款總餘額較上季底增加1,650億元，其中以對製造業放款增加

729億元為最多，其次為對批發零售業放款增加356億元；11月底，全體銀行對民營企業放款總餘額，較本季底增加676億元，主要為對服務業放款增加400億元，其次為對批發零售業放款增加203億元。就各業別比重而言，本季底以對製造業放款比重47.88%為最高，其次為對服務業之23.55%，再次為對批發零售業之12.91%，其中對製造業

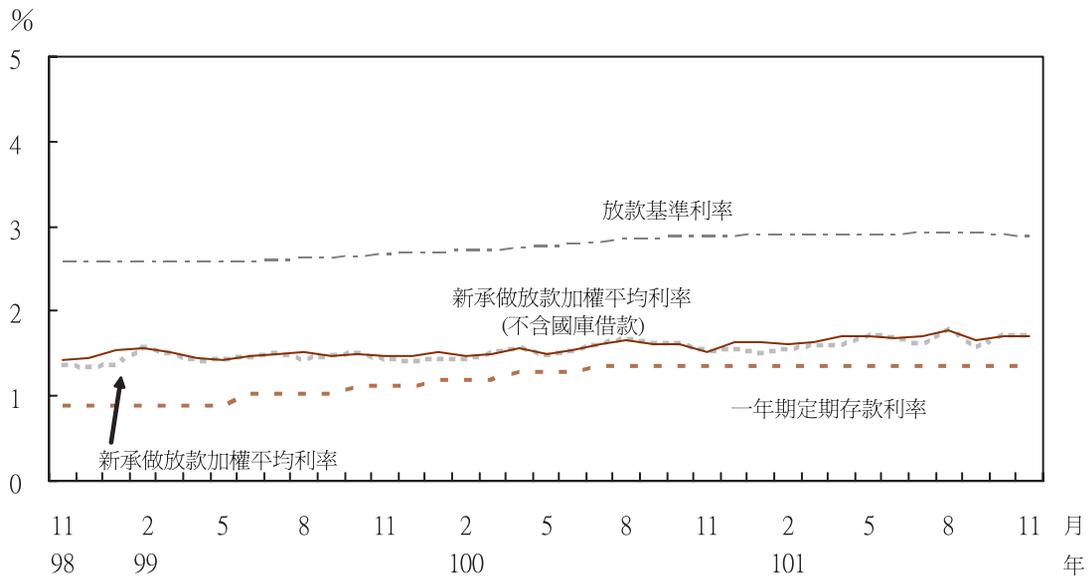
及服務業放款比重較上季底下降，但對批發零售業放款比重則較上季底上升，至於對營造業放款比重，則由上季底之2.77%略降為本季底之2.72%。11月底對製造業比重為47.44%，較本季底略為下降，對服務業、批發零售業及營造業的放款比重分別升為23.83%、13.04%及2.79%。

陸、銀行業利率持穩

本年第3季以來，由於國內經濟成長仍緩，本行維持政策利率不變，主要銀行存款利率亦維持不變。以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，本季底五大銀行一年期存款固定利率為1.36%，與上季底相同，至11月底維持不變。放款基準利率方面，五大銀行平均放款基準利率上季底為2.887%，7月受一銀及華銀調升利率影響，上升為2.927%，其後因一銀及華銀數度調降利率，11月底五大銀行平均放款基準利

率降為2.883%。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1.686%降至9月之1.572%，10月因未承做國庫借款，週轉金貸款利率上升，平均利率升至1.717%，11月則回降至1.694%，較6月上升0.008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1.691%降至9月之1.650%，11月回升至1.696%，較6月上升0.005個百分點。

圖3 本國五大銀行平均利率*



註：*五大銀行係指台銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀。

金融市場

壹、貨幣市場

本（101）年下半年以來，受中國大陸經濟降溫，美國經濟成長動能不強，以及歐元區經濟衰退影響，我國外需力道減弱，出口持續衰退，致民間投資與消費成長減緩。

由於景氣持續走緩，民間部門資金需求不振，本行透過公開市場操作，調節市場資金，金融業隔夜拆款加權平均利率由6月之0.513% 持續下降至8月之0.388% 後持穩；貨幣機構¹日平均淨超額準備由第2季平均之124億元上升至本季平均之169億元，11月再上升為216億元。

以下分別就本年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

本年第3季貨幣機構日平均淨超額準備平均為169億元，較上季平均之124億元為高，市場資金大致呈現寬鬆情勢。就各月資金情勢觀察，7月因政府償還公債增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備上升為142億元；8月受國庫借款到期及提前還款、統籌分配款及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備升至176億元；9月以

來受本行定存單到期釋出資金影響，日平均淨超額準備持續上升，至11月達216億元。

二、利率走勢

受歐債危機影響，全球經濟下滑風險升高，本行於上年7月1日升息後，迄今未再調息，重貼現率及擔保放款融通利率分別維持在1.875%及2.25%不變。

金融業隔夜拆款利率方面，下半年以來，由於國內景氣持續走緩，民間部門資金需求不強，金融業隔夜拆款加權平均利率由6月之0.513% 持續下降至8月之0.388% 後持穩，9、10及11月金融業隔夜拆款加權平均利率分別為0.389%、0.388%及0.386%。至於票券市場利率方面，走勢相對穩定，1-30天期商業本票發行利率由6月之0.86%略降至11月之0.82%；次級市場利率則由6月之0.78%略降至11月之0.76%，變動均不大。

三、票券流通餘額

本年11月底票券流通餘額合計為1兆4,146億元，較第2季底增加876億元。其中商業本票增加915億元為最多，主要係本年以

¹ 貨幣機構包含本國銀行、外國及大陸銀行在台分行、信用合作社、農漁會信用部、中華郵政公司儲匯處及貨幣市場共同基金。

圖1.1 貨幣市場利率與貨幣機構淨超額準備

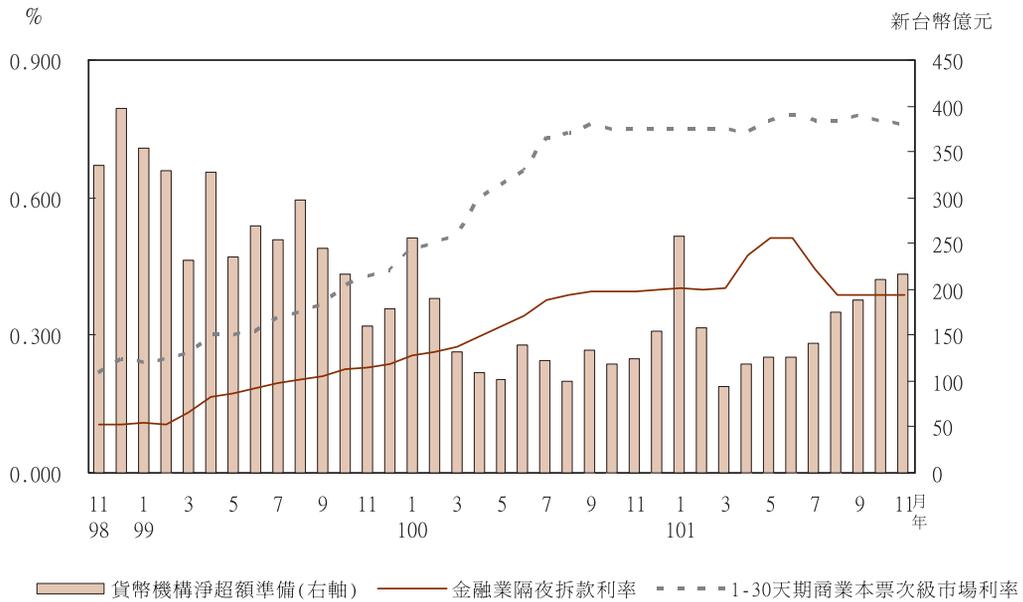


表1.1 貨幣市場利率

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
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
100	0.341	0.79	0.85	0.97	0.66	0.70	0.81	0.82	0.88	0.99	0.95
100/ 11	0.396	0.88	1.00	1.04	0.75	0.81	1.02	0.87	0.93	1.05	0.96
12	0.400	0.88	0.98	1.00	0.75	0.79	0.84	0.87	0.93	1.05	0.90
101/ 1	0.403	0.87	1.04	1.00	0.75	0.79	0.83	0.87	0.93	1.05	0.90
2	0.399	0.87	0.95	0.97	0.75	0.79	0.89	0.87	0.93	1.05	0.89
3	0.402	0.84	0.88	0.94	0.75	0.79	0.88	0.87	0.93	1.05	0.88
4	0.476	0.85	0.89	0.95	0.74	0.79	0.86	0.87	0.93	1.05	0.89
5	0.512	0.86	0.90	0.94	0.77	0.81	0.88	0.87	0.93	1.05	0.89
6	0.513	0.86	0.93	0.94	0.78	0.82	0.88	0.87	0.93	1.05	0.88
7	0.445	0.86	0.88	0.92	0.77	0.80	0.88	0.87	0.93	1.05	0.87
8	0.388	0.84	0.87	0.90	0.77	0.80	0.84	0.87	0.93	1.05	0.85
9	0.389	0.83	0.87	0.88	0.78	0.79	0.84	0.87	0.93	1.05	0.83
10	0.388	0.84	0.87	0.88	0.77	0.78	0.83	0.87	0.93	1.05	0.81
11	0.386	0.82	0.84	0.84	0.76	0.77	0.81	0.87	0.93	1.05	0.76

來商業本票發行利率持續維持低檔，台電、中油等公營事業大量發行免保商業本票，以及部分大型民營企業透過短期票券循環信用融資（Note Issuance Facilities, NIFs），循環發行商業本票，以取得類似中長期性質的資

金；至於國庫券則增加200億元，主要係配合國庫資金調度，發行金額較償還金額為多所致；至於可轉讓定期存單及銀行承兌匯票則分別減少223億元及減少17億元。

表1.2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合計			國庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
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	71,408	70,164	11,675	3,650	3,400	2,400	59,034	58,687	6,861	331	317	62	8,393	7,760	2,352
100	74,240	73,988	11,926	3,212	3,810	1,803	62,705	62,214	7,352	301	306	57	8,022	7,658	2,715
100/11	6,240	5,940	11,703	200	0	1,517	5,361	5,304	7,428	20	24	55	658	612	2,703
12	7,187	6,963	11,926	812	526	1,803	5,637	5,713	7,352	22	21	57	715	703	2,715
101/1	4,861	4,581	12,207	0	0	1,803	4,590	4,178	7,764	18	30	46	253	373	2,595
2	5,978	5,409	12,776	0	0	1,803	5,638	5,021	8,380	21	22	45	320	365	2,549
3	6,597	6,322	13,051	0	0	1,803	6,161	5,846	8,696	25	16	53	411	460	2,499
4	6,394	6,194	13,251	300	520	1,583	5,674	5,295	9,074	23	26	50	398	353	2,545
5	6,987	6,372	13,820	250	271	1,562	6,136	5,535	9,676	24	24	49	577	543	2,533
6	6,694	7,287	13,270	250	512	1,300	5,665	6,080	9,260	22	16	55	757	678	2,655
7	6,695	6,262	13,703	300	300	1,300	6,014	5,610	9,663	19	28	47	363	325	2,693
8	7,633	7,882	13,454	200	200	1,300	6,647	6,753	9,558	21	19	48	765	910	2,548
9	7,072	7,050	13,477	150	300	1,150	6,522	6,201	9,879	18	16	49	382	533	2,398
10	7,318	7,158	13,636	300	250	1,200	6,517	6,451	9,945	18	27	41	483	431	2,451
11	7,990	7,480	14,146	300	0	1,500	6,913	6,683	10,175	16	19	38	760	778	2,432

貳、債券市場

本(101)年第3季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續執行定期適量發行政策，共發行公債1,250億元；公司債方面，由於利率維持低檔，企業發債成本低，本季發行規模擴增為1,718億元；金融債券方面，本季僅5家金融機構發行金融債券，發債目的均為充實資本及支應中長期營運資金需求，金融債發行總額為343億元，較上季減少206億元；資產證券化商品方面，本季共發行203億元，均為定期循環發行；至於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，本年第3季因股市表現較佳，資金流向股市，致債券交易量降為21兆8,962億元，較上季減少1兆2,335億元或5.33%。

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

本季中央政府發行甲類非自償性建設公債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7月初以來，受國內景氣疲弱影響，第3季各期別公債發行得標利率均較第2季同年期之得標利率為低，以市場交易量較大的5年期公債為例，7月標售之最高得標利率較4月標售之最高得標利率低15個基本點。累計至本季度，中央政府公債發行餘額為4兆7,346億元，較上季底增加450億元或0.96%，至本年11月底發行餘額續增至4兆7,963億元。

(二) 直轄市政府公債

本年1至10月均未發行直轄市政府公債，至11月高雄市政府始發行5年期債券125億元，至11月底發行餘額為1,472億元。

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
△101甲6	7.20	5	300	0.877	40.01	45.83	14.16	0.00
101甲7	8.10	20	300	1.597	47.34	19.66	0.67	32.33
101甲8	8.24	30	300	1.738	36.67	18.00	0.33	45.00
101甲9	9.24	10	350	1.187	61.00	33.86	1.71	3.43

△為可分割公債。

表2.2 國內債券發行概況統計表

單位：新台幣億元

年/月	合計		中央政府公債		直轄市政府公債		公司債		金融債券		資產證券化 受益證券		外國債券及 國際債券	
	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額	發行額	餘額
98	10,649	62,559	4,700	38,296	256	1,414	2,039	11,369	987	8,125	2,439	2,644	228	711
99	13,936	66,202	6,100	41,876	193	1,467	3,297	12,022	1,585	8,158	2,568	2,168	193	511
100	13,937	71,135	6,200	45,096	200	1,348	3,966	13,510	1,946	9,004	1,625	1,783	-	394
100/ 11	1,375	70,928	650	44,746	-	1,272	345	13,651	146	9,014	234	1,851	-	394
12	978	71,135	350	45,096	75	1,348	343	13,510	174	9,004	36	1,783	-	394
101/ 1	1,220	71,032	800	44,796	-	1,348	263	13,620	143	9,090	14	1,784	-	394
2	1,017	71,291	650	45,046	-	1,348	186	13,719	20	9,031	161	1,753	-	394
3	1,183	71,482	800	45,046	-	1,348	346	13,983	26	9,020	11	1,691	-	394
4	1,190	72,460	800	45,846	-	1,348	247	14,088	122	9,141	21	1,643	-	394
5	1,284	73,296	650	46,496	-	1,347	292	14,182	168	9,234	174	1,643	-	394
6	1,558	74,404	400	46,896	-	1,347	888	14,907	259	9,436	11	1,509	-	309
7	671	74,186	300	46,696	-	1,347	354	14,915	0	9,406	17	1,513	-	309
8	1,756	75,643	600	47,296	-	1,347	829	15,620	153	9,558	174	1,513	-	309
9	1,087	76,226	350	47,346	-	1,347	535	15,964	190	9,746	12	1,514	-	309
10	771	76,594	300	47,364	-	1,347	239	16,128	127	9,839	43	1,545	62	371
11	1,309	77,430	600	47,963	125	1,472	269	16,237	147	9,950	168	1,523	-	285

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

由於市場利率維持低檔，企業發債成本低，本季公司債發行總額為1,718億元，較上季增加291億元或20.39%。就發行內容觀察，由於本季發行公司多為債信良好之大型公司，公司債發行以不可轉讓及無擔保為主，89%為不可轉換公司債，94%為無擔保公司債；前六大發債公司為台積電、中鋼、

台電、中油、南亞及台塑石化，合計發債金額達1,176億元，占發行總額68%；就債券發行內容觀察，本季以7年期券占34%為最大宗，其次為5年期券占33%，加權平均發行利率分別1.43%及1.28%。截至本季度，公司債發行餘額為1兆5,964億元，較上季底增加1,057億元或7.09%，至本年11月底發行餘額持續增加至1兆6,237億元。

(四) 金融債券

本季僅5家金融機構發行金融債券，總金額為343億元，較上季549億元大幅減少206億元或37.52%。發行債券主要目的為強化資本結構及支應中長期營運資金需求，發行債券內容均為次順位債，以一銀發行130億元最大；發行期間有10年期券及7年期券，均占50%；7年期券及10年期券加權平均發行利率分別為1.53%及1.62%。累計至本季底，金融債券發行餘額為9,746億元，較上季底增加310億元或3.29%，至本年11月底發行餘額再擴增為9,950億元。

(五) 資產證券化受益證券

本季資產證券化受益證券商品無新案發行，僅有定期循環發行金額203億元，累

計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為1,514億元，較上季底增加5億元或0.33%，至本年11月底發行餘額小幅增為1,523億元。

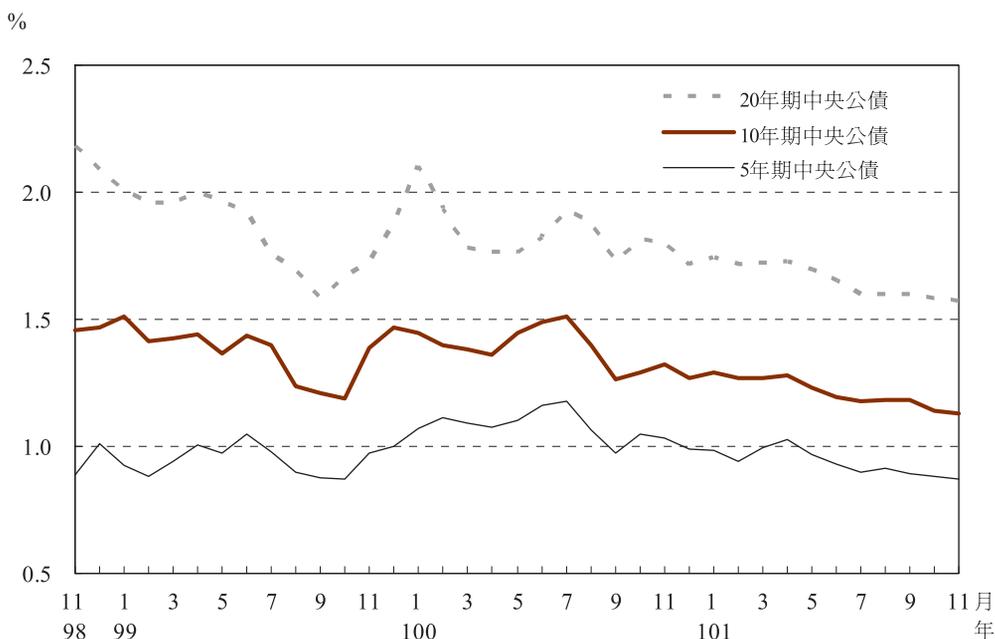
(六) 外國債券及國際債券

本季外國債券及國際債券均無新案發行，截至本季底發行餘額為309億元，與上季底同，至本年10月法國巴黎銀行發行3年期2億澳幣的無擔保國際債券，發行利率4.3%，折合新台幣約62億元。至11月底，在國內發行的外國債券及國際債券發行餘額為285億元。

二、流通市場

本年第3季，國內公債殖利率主要受國際金融情勢及國內股市變化所影響。7月受

圖2.1 各期別公債殖利率走勢圖



歐債危機延宕影響，避險資金湧入債市，10年期公債殖利率呈下跌走勢，8月隨美國債券殖利率上揚及國內股價回升，殖利率轉趨上升；至9月下旬，國內股市轉呈下跌，資金轉向債市，10年期公債殖利率下探至11月20日的1.1153%的本年最低點。嗣後因國內股市跌深反彈上揚，10年期公債殖利率反彈回升至12月26日的1.1593%。

就整體債市交易規模觀察，本年第3季因股市表現較佳，各類債券成交總額降為21兆8,962億元，較上季減少1兆2,335億元或5.33%，其中，附條件交易減少8,046億元或

4.44%(占成交總額比重，由上季底之79.1%升至本季底之79.3%)，買賣斷交易減少4,290億元或8.54%(占成交總額比重，由上季底之20.9%降至本季底之20.7%)。若就各類債券交易來看，79%為政府公債交易，本季政府公債交易金額為17兆3,604億元，其餘依序為公司債4兆598億元、金融債券4,488億元、資產證券化受益證券213億元及外國債券與國際債券59億元。至10月，因股市回跌，債券交易量上升至7兆3,710億元，11月因股市回穩，債市交易量轉而降至6兆9,797億元。

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(%)
98	975,475	394,047	40.4	581,428	59.6
99	1,063,180	426,516	40.1	636,664	59.9
100	978,091	268,567	27.5	709,524	72.5
100/					
11	75,285	14,861	19.7	60,424	80.3
12	75,326	13,806	18.3	61,520	81.7
101/					
1	56,448	12,594	22.3	43,854	77.7
2	73,019	18,369	25.2	54,650	74.8
3	83,005	19,610	23.6	63,395	76.4
4	72,416	17,654	24.4	54,762	75.6
5	77,726	15,603	20.1	62,123	79.9
6	81,155	16,975	20.9	64,180	79.1
7	83,307	19,892	23.9	63,415	76.1
8	74,518	13,385	18.0	61,133	82.0
9	61,137	12,665	20.7	48,472	79.3
10	73,710	14,890	20.2	58,820	79.8
11	69,797	13,875	19.9	55,922	80.1

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			
98	975,475	959,933	4,804	8,611	1,524	2	601
99	1,063,180	952,114	84,055	11,556	13,618	1,233	605
100	978,091	810,960	128,207	20,016	16,767	1,523	618
100/ 11	75,285	59,230	13,054	1,357	1,465	155	24
12	75,326	59,297	12,925	1,358	1,545	171	30
101/ 1	56,448	44,510	9,924	856	1,046	100	12
2	73,019	59,542	11,036	1,105	1,221	93	22
3	83,005	67,807	12,301	1,388	1,322	170	17
4	72,416	59,354	10,559	1,012	1,394	80	17
5	77,726	63,108	11,770	1,141	1,619	70	18
6	81,155	65,192	12,953	1,132	1,715	146	17
7	83,307	68,716	12,262	941	1,311	60	17
8	74,518	58,218	13,554	968	1,693	59	26
9	61,137	46,670	12,119	754	1,484	94	16
10	73,710	58,566	12,731	753	1,590	50	20
11	69,797	54,369	12,715	715	1,927	55	16

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

自歐洲央行宣布無限額購買歐元區主權債券，以及美、日相繼推出量化寬鬆政策以來，台股隨國際股市走揚，於9月19日升至7,787點。嗣因國內企業獲利及科技業展望不佳、二代健保股利加計補充保費，加上政府基金委託國內投信業者投資股市虧損等問題，衝擊投資人信心，台股量縮價跌，至11月21日為7,088低點。之後，由於美國財政懸崖協商續有進展，加上政府宣布將研議振興股市方案，外資在期貨與現貨市場大幅買超，台股止跌回升，至11月30日為7,580點，較6月底上漲3.89%。

一、大盤股價指數變動

101年7月份股市下跌，7月底加權指數較上月底續跌0.35%。此期間主要利空因素包括：1.國內電子業第3季營收成長幅度下修，旺季不旺；2.上市櫃公司上半年獲利不如預期；3.IMF與主計總處均下修今年經濟成長預測。

101年8月份股市反轉回升，8月底加權指數較上月底上漲1.74%。此期間主要利多因素包括：1.蘋果股價攀高，國際股市轉強；2.蘋果及微軟新產品將陸續問市，相關產業供應鏈可望受惠；3.國際資金回流亞洲新興市場，外資大幅買超台股。

101年9月份股市持續上揚，9月底加權

指數較上月底上漲4.3%。此期間主要利多因素包括：1.兩岸貨幣清算MOU完成簽署，激勵金融股走強，2.9月13日美國聯準會宣布實施QE3，每月購買400億美元的抵押擔保證券（MBS），並且繼續現行扭轉操作直到年底，3.日本中央銀行宣布擴大資產寬鬆措施，資產購買資金規模由45兆日圓，擴大至55兆日圓。

101年10月份股市下挫，10月底加權指數較上月底下滑7.12%。此期間主要利空因素包括：1.退休基金虧損問題，衝擊民眾信心，2.衛生署宣布單筆股票股利或現金股利達5,000元，將加收2%的補充保費，3.受歐美需求不佳影響，上市櫃公司第3季財報不如預期，4.iPhone 5發表後，蘋果供應鏈短線利多出盡。

101年11月份股市跌深反彈，11月底加權指數較上月底上漲5.78%。此期間主要利多因素包括：1.政府研議振興股市方案，2.美國財政懸崖協商獲致進展，市場疑慮暫時減輕，3.美國製造業景氣意外加速擴張，亞洲製造業景氣也有起色，4.外資由空翻多，在期貨與現貨市場同時作多，有效提振投資氣氛。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，101年7月各

類股漲跌互見。玻璃陶瓷類股因跌深反彈，上漲幅度達15.4%；受惠夏季飲料旺季及中元普渡需求拉升，食品類股上漲6.31%；預期兩岸貨幣清算協議簽訂，金融股上漲5.19%；然受面板、DRAM營收不佳拖累，電子股下跌3.87%。

101年8月在外資買超激勵下，多數類股呈上漲局面。其中，建材營造類股漲幅最大，達9.96%，主要係不動產申報登錄制度8月上路後，營建股利空淡化，加上政府釋出可能重啟國有地標售等措施而大幅反彈；汽車類則因上半年獲利優於預期，漲幅達5.53%；電子股也在蘋果股價攀升，激勵相

關產品供應鍊之股價表現下，上漲4.03%。

101年9月在美、日等國相繼推出寬鬆貨幣政策激勵下，外資持續大幅買超，致各類股均上漲。其中，水泥類股與電器電纜股漲幅分別達9.35%與7.74%；食品類股受消費需求增溫，與中國大陸十一長假等影響，漲幅達7.56%；此外，鋼鐵、橡膠、紡織纖維類股，漲幅均達5%以上；電子股亦上漲4.17%。

101年10月由於美歐股市走跌，外資轉為賣超，除了水泥類股外，其餘類股均呈下跌局面。電器電纜類股、化學與塑膠類股更大幅下挫10%以上；油電燃氣、食品、航

圖3.1 集中市場價量變動趨勢

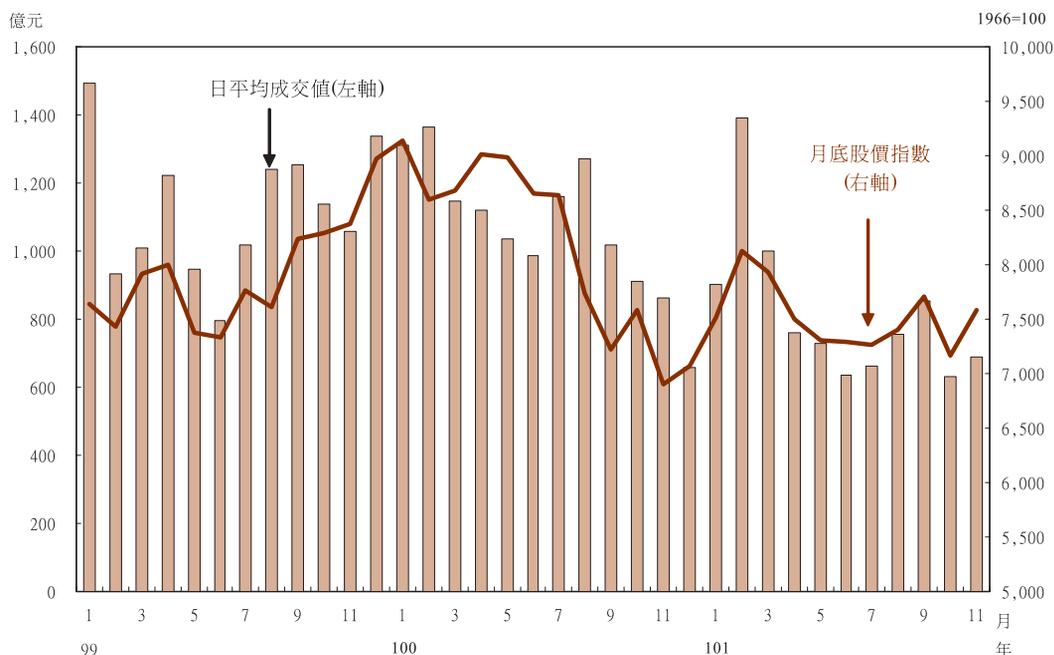


表3.1 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
101年6月底	7296.3	277.0	765.6	121.5	980.3	214.5	381.1	113.3	35.6	58.4	151.6
101年7月底	7270.5	266.3	805.4	121.8	1042.1	224.5	392.7	109.0	36.6	67.4	148.7
101年8月底	7397.1	277.2	794.8	114.7	1048.7	218.6	396.3	105.4	39.0	70.3	154.0
101年9月底	7715.2	288.8	831.2	125.5	1127.9	226.4	418.2	106.6	42.0	71.3	166.2
101年10月底	7166.1	269.4	765.3	125.5	1071.4	203.4	384.6	98.7	35.8	66.2	152.3
101年11月底	7580.2	289.0	819.3	128.2	1096.5	200.7	417.9	103.5	38.6	65.4	162.1
101年7月底 與上月底比%	-0.35	-3.87	+5.19	+0.25	+6.31	+4.67	+3.05	-3.78	+2.69	+15.40	-1.97
101年8月底 與上月底比%	+1.74	+4.11	-1.31	-5.80	+0.63	-2.63	+0.91	-3.30	+6.64	+4.39	+3.56
101年9月底 與上月底比%	+4.30	+4.17	+4.58	+9.35	+7.56	+3.56	+5.53	+1.16	+7.74	+1.35	+7.98
101年10月底 與上月底比%	-7.12	-6.73	-7.93	+0.00	-5.01	-10.17	-8.04	-7.43	-14.84	-7.16	-8.40
101年11月底 與上月底比%	+5.78	+7.30	+7.06	+2.17	+2.34	-1.29	+8.67	+4.85	+7.74	-1.13	+6.46

類股名稱 日期	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
101年6月底	99.5	307.6	222.8	259.0	78.5	123.9	188.4	102.6	109.5	69.2	167.2
101年7月底	95.6	322.5	223.3	248.7	77.6	129.5	197.7	109.8	108.2	71.9	178.7
101年8月底	93.3	329.2	235.7	273.5	74.8	130.9	198.6	108.1	110.7	74.3	177.3
101年9月底	98.8	348.4	238.0	284.7	77.7	136.2	206.7	111.5	113.6	76.6	187.9
101年10月底	92.0	324.6	220.8	257.3	73.1	125.5	188.2	107.5	99.3	70.2	177.7
101年11月底	97.2	333.9	225.0	271.4	77.2	127.3	195.5	111.6	107.2	74.4	184.1
101年7月底 與上月底比%	-3.95	+4.87	+0.23	-4.00	-1.21	+4.45	+4.91	+7.05	-1.19	+4.01	+6.88
101年8月底 與上月底比%	-2.36	+2.07	+5.53	+9.96	-3.53	+1.08	+0.48	-1.56	+2.35	+3.35	-0.79
101年9月底 與上月底比%	+5.87	+5.83	+0.99	+4.11	+3.86	+4.09	+4.06	+3.19	+2.55	+3.00	+6.02
101年10月底 與上月底比%	-6.84	-6.84	-7.23	-9.61	-6.01	-7.83	-8.97	-3.64	-12.54	-8.27	-5.42
101年11月底 與上月底比%	+5.62	+2.88	+1.89	+5.49	+5.69	+1.36	+3.87	+3.82	+7.89	+5.97	+3.60

運等跌幅則相對較輕；此外，金融股下挫7.93%，電子股下跌6.73%。

101年11月除塑膠類股下跌1.29%外，其餘類股均呈上漲局面。紡織纖維年底旺季效應，漲幅達8.67%；電子類股則在3C新產品間市加持下，買氣回籠，漲幅達7.3%；金融股亦上漲7.06%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，101年8月以來，國際資金重返亞洲新興市場，除了10月份外資賣超287億元外，其餘月份均呈買超，8月至9月外資累計買超達1,508億元，11月份外資再度回補台股，買進高價股及權值股，買超達428億元。

投信法人方面，因台股跌深，投信法人

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
99年 全年	2,812	-678	27	2,161
100年 全年	-2,776	94	-456	-3,138
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
100年 12月	394	-19	3	378
101年 1月	513	-71	46	488
101年 2月	635	-52	87	670
101年 3月	323	-55	-80	188
101年 4月	-312	-16	-59	-387
101年 5月	-1,128	7	-16	-1,137
101年 6月	-262	27	42	-193
101年 7月	-470	94	36	-340
101年 8月	921	55	-9	967
101年 9月	587	-34	22	575
101年 10月	-287	-27	-134	-448
101年 11月	428	23	32	483

逢低承接，7至8月呈買超，9、10月調節持股賣出，11月再反轉為買超。

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。101年10月因實現獲利而出現大幅賣超，11月則轉為買超。

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

1. 101年7月25日，立法院三讀通過所得稅法修正案及所得基本稅額條例修正案，自102年1月1日起，復徵證券交易所得稅。

2. 101年8月31日，中央銀行與中國人民銀行同步宣布簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」，並自簽署日起60天內，各自完成相關準備後生效。

3. 101年9月17日，金管會公告，修正證券投資信託事業運用自有資金購買於國內募集之證券投資信託基金、對不特定人募集之期貨信託基金及境外基金總金額，由現行不得超過證券投資信託事業淨值之30%，放寬為40%。

4. 101年10月17日，金管會公告，開放證券投資信託事業得募集發行人民幣計價基金，且外幣計價基金得以新台幣收付。

5. 101年11月2日，證交所公告，修正「證券商辦理有價證券買賣融資融券業務操作辦法」，為提升股市交易動能，放寬委託人資券互抵額度，委託人當日資券相抵金額於融資限額半數內，得不列入融資或融券限額計算。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

101年第3季（7至9月）新台幣對美元匯率最低為7月25日之30.206元，最高為9月28日之29.342元，差距為0.864元。季底新台幣對美元匯率為29.342元，較第2季底升值1.9%，對人民幣亦升值0.8%；對日圓、歐元及韓元則分別較第2季底貶值0.7%、1.0%及1.1%。

101年本季（第4季）底與上季（第3季）底比較，新台幣雖對歐元、人民幣及韓元貶值，惟對美元及日圓升幅較大（圖4.1），致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）升值2.0%。以下分別分析本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11日之29.432元，最高為11月12日之29.09元，差距為0.342元。10月以來，由於美國實施第3波及第4波量化寬鬆貨幣政策（QE3、QE4），國際美元疲弱，外資轉向亞洲等新興國家，新台幣對美元隨之走升，11月12日升至29.09元的高點後，近期大致維持在29.10元至29.27元狹幅區間內。本季底新台幣對美元匯率為29.136元，較上季底升值0.7%，就平均匯率而言，本季新台幣對美元亦較上季升值2.3%。

新台幣對歐元匯率：受到歐元區經濟仍低迷，以及希臘減債方案與紓困金撥放問題未獲共識，歐元對美元於11月13日曾貶至1.2689元的低點，惟之後希臘成功標售新債，且歐盟與IMF就希臘債務問題達成協議，歐元對美元緩步回升至12月28日1.3252元的高點。本季底新台幣對歐元較上季底貶值1.7%，就平均匯率而言，本季新台幣對歐元亦較上季貶值1.4%。

新台幣對日圓匯率：因通貨緊縮且經濟疲軟，日本央行擴大量化寬鬆規模，本季日圓對美元轉呈貶值。本季底新台幣對日圓較上季底升值12.1%，就平均匯率而言，本季新台幣對日圓亦較上季升值5.5%。

新台幣對人民幣匯率：受到中國大陸貿易順差增加，加上歐美持續採行量化寬鬆政策，國際資金回流中國大陸，人民幣對美元持續升值至11月27日6.2223元的高點後略微回貶。本季底新台幣對人民幣較上季底貶值0.1%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值0.5%。

新台幣對韓元匯率：由於美國持續推出量化寬鬆貨幣政策，國際美元走弱，加上歐債危機未有效解決及美國財政懸崖等疑慮，外資大量湧入南韓，致韓元對美元匯價不斷走升，12月28日達本年最高點1,070.6元。本季底新台幣對韓元較上季底貶值3.0%，就平

圖4.1 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與100/12/30比較)



均匯率而言，本季新台幣對韓元亦較上季貶值1.6%。

二、外匯市場交易

101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14,829.8億美元，較上期（101年5月至7月，以下同）減少6.7%，日平均交易淨額減為232.1億美元，反映國內對外貿易衰退。其中，OBU外匯交易淨額為1,586.6億美元，較上期增加3.4%，占外匯市場總交易量10.7%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為6,639.9億美元，惟較上期衰退1.0%；即

期交易居次，交易量為5,521.0億美元，亦較上期衰退9.7%；兩者合計占外匯市場總交易量比重超過八成，分別為44.8%及37.2%。匯率選擇權與遠匯交易則分居第三及第四，兩者比重分別為11.4%及5.9%，且分別較上期減少2.3%及28.1%（表4.1及圖4.2）。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，101年8月至10月的交易比重為47.5%，較上期增加1.7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50.7%，其中美元對歐元交易比重為14.5%，較上期減少1.0個百分點；對日圓交易比重為8.4%，較上期增加0.9個百分點；其他外幣間的交易比重為27.8%，較

上期減少1.6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，101年8月至10月交易比重為45.1%，較上期減少2.9個百分點；國內銀

行與顧客間的交易居次，比重為28.0%，較

上期增加2.3個百分點；國內銀行間的交易比重26.9%為最少，較上期增加0.6個百分點（圖4.4）。

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
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
100	2,570,319	2,454,626	967,972	415,459	77,315	19,016	24,587	529,351	6,013,357	407,968	24,169
100 / 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
11	193,548	213,097	88,533	41,019	5,961	1,742	1,879	44,104	495,389	37,182	22,518
12	147,026	200,935	81,585	29,388	4,061	1,596	1,410	33,315	413,670	29,988	18,803
101 / 1	152,060	174,779	80,774	32,745	5,345	1,751	2,039	42,630	406,005	37,570	23,883
2	198,266	210,685	89,901	35,528	5,952	2,140	3,018	43,253	492,890	41,907	24,644
3	212,243	215,042	89,657	39,209	6,472	1,998	5,437	57,660	531,590	47,375	23,113
4	167,913	206,223	89,554	39,632	6,225	1,772	3,681	53,222	472,443	45,290	23,622
5	220,114	241,392	105,899	42,652	7,298	1,470	2,192	67,249	575,068	57,160	26,139
6	202,896	212,884	92,029	35,924	5,612	1,748	2,288	51,769	507,508	47,744	24,167
7	188,678	216,548	100,263	43,475	5,511	1,621	2,408	53,859	506,590	48,464	23,027
8	181,650	222,580	98,669	30,492	6,211	1,771	1,506	54,608	492,608	50,217	22,391
9	190,347	213,491	90,393	29,854	3,917	1,284	1,921	53,678	490,576	51,345	24,529
10	180,105	227,921	102,321	27,444	4,213	1,445	2,351	60,530	499,796	57,096	22,718

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)為遠期交易之一部分。

圖4.2 外匯交易-按交易類別

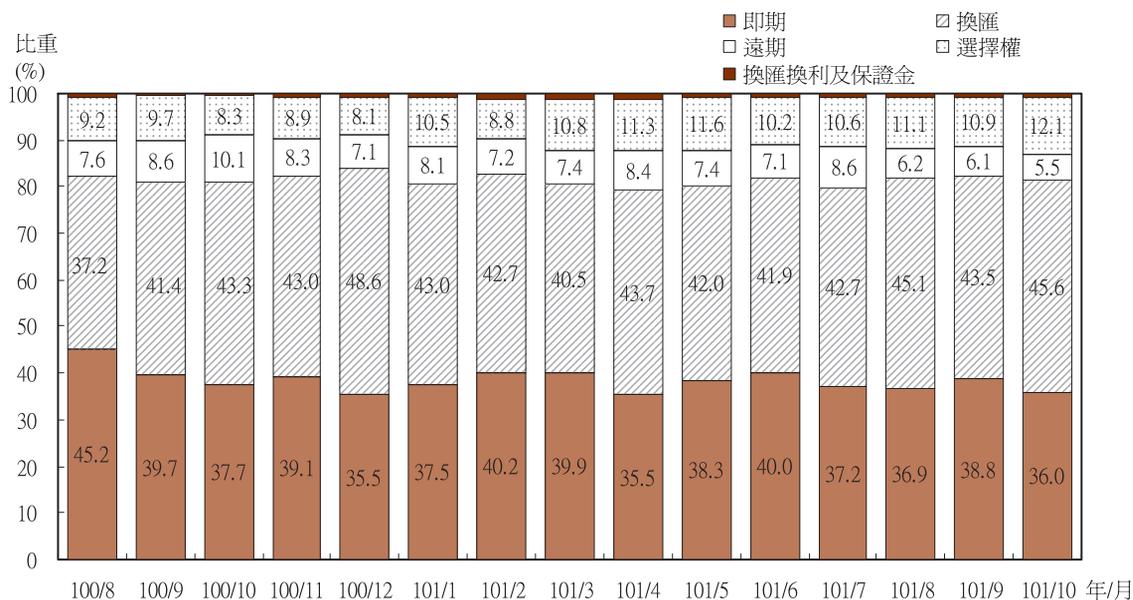


圖4.3 外匯交易-按幣別

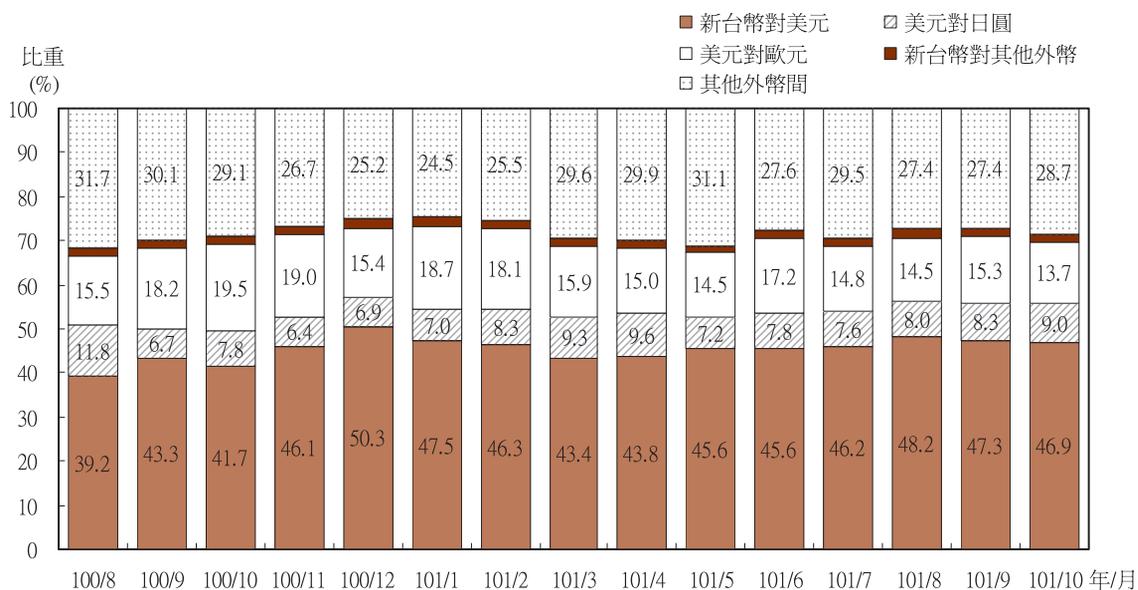
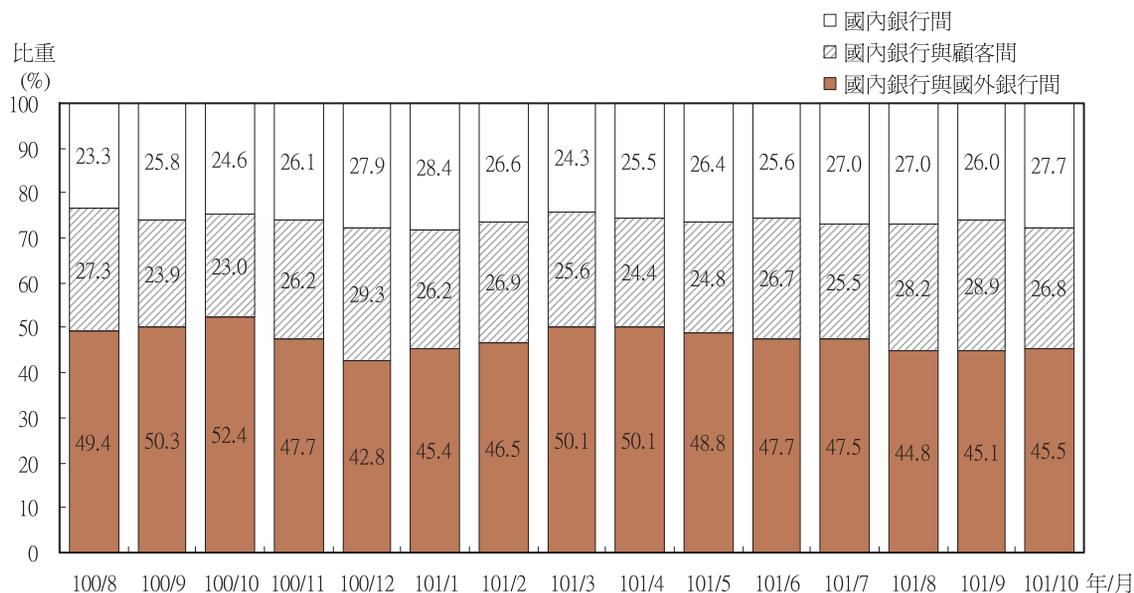


圖4.4 外匯交易-按交易對象別



三、銀行間換匯及外幣拆款交易

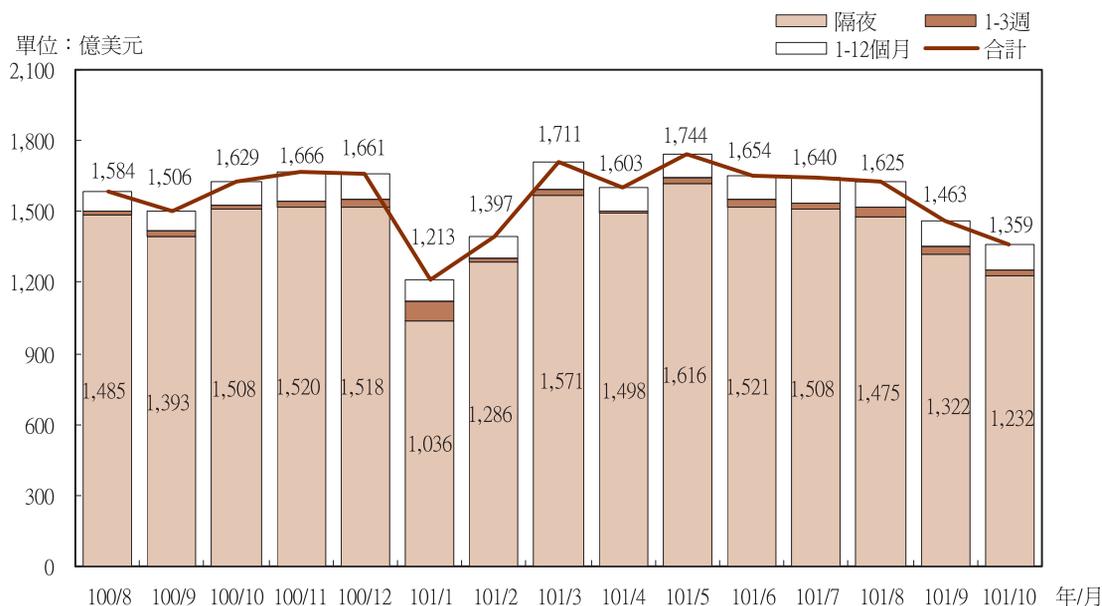
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

在新台幣與外幣換匯交易方面(表4.1)，101年8月換匯交易量為986.7億美元，較上月減少1.6%，主要係市場預期Fed推出QE3，美元資金寬鬆，長天期換匯貼水幅度大幅縮小，銀行改作長天期換匯交易，致短天期週轉率下降，交易量隨之減少。9月交易量為903.9億美元，較上月減少8.4%，主要係受下列因素影響：(1)壽險業等客戶9月份到期展期金額較低，續作量隨之減少；(2)國際美元資金充裕，匯銀透過銀行間換匯市場取得美元之交易量下降。10月交易量為1,023.2億美元，較上月增加13.2%，主要受下列因素

影響：(1)壽險業等客戶10月份到期續作交易量增加；(2)全球景氣持續低迷及美國大選將至，國際投資轉趨保守，美元資金充裕，而銀行體系新台幣資金亦較寬鬆，致銀行間利用換匯調節資金交易熱絡，交易量因而增加。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖4.5)，8月交易量為1,624.8億美元，較上月略減0.9%，主要係因外匯存款增加，外幣資金充裕，銀行拆款需求減少。9月交易量為1,463.2億美元，較上月減少11.0%，主要係9月份營業天數減少3天，且外匯存款增加，銀行減少在拆款市場調度資金。10月交易量為1,359.0億美元，較上月減少7.1%，主要係外匯存款持續增加，銀行外幣資金充裕，外幣拆款需求減少所致。

圖4.5 外幣拆款市場月交易量



四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

101年8月至10月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為622.3億美元，較上期

增加21.0%。其中，以外幣利率期貨交易金額437.1億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的70.2%，較上期增加27.6%；外幣換利交易居次，所占比重為21.4%，較上期增加22.2%（表4.2）。

表4.2 匯率以外涉及外幣之衍生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
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
100	76,153	902	3,569	254,703	22,728	421	5,204	363,681
100 / 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
11	1,484	0	226	15,653	1,392	21	549	19,325
12	2,651	560	196	11,742	1,273	8	99	16,528
101 / 1	3,924	0	809	9,140	1,355	29	213	15,471
2	3,289	400	272	11,693	2,337	54	387	18,432
3	8,831	0	293	14,164	1,454	41	290	25,073
4	3,127	0	441	10,148	1,080	54	148	14,998
5	3,796	0	304	12,923	1,320	83	349	18,776
6	3,096	5	247	11,649	1,161	16	163	16,338
7	3,993	634	505	9,686	1,376	71	44	16,310
8	4,233	30	356	11,549	1,370	101	66	17,704
9	4,896	0	231	19,617	1,087	113	64	26,007
10	4,168	0	330	12,548	1,103	200	171	18,519

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外匯商品業務等。

為協助證券商業發展，本行於10月17日函覆金管會同意刪除「證券商外幣風險上限管理要點」所訂5,000萬美元之限額，並同意自12月6日起，指定銀行依規定可辦理證券商自行買賣外國有價證券洽借外幣貸款業務。銀行除了應憑證券商出具交易確認書或文件辦理外，貸款資金不得流供證券商週轉

金使用，且不得兌換為新台幣，以避免券商藉此炒匯。

此外，兩岸貨幣管理機構於8月31日簽署「海峽兩岸貨幣清算合作備忘錄」後，並於10月5日經立法院同意備查，已完成法定程序生效。該備忘錄主要內容包括建立兩岸貨幣清算機制的架構及對貨幣清算機構的管理合作，本行於9月17日已遴選臺灣銀行（上海分行）擔任大陸地區新台幣清算行；中國大陸則於12月11日宣布中國銀行台北分行為在臺灣地區人民幣清算行。成立人民幣清算行，建立人民幣兌換與回流機制，均有利台灣發展人民幣離岸市場。

國際經濟金融情勢（民國101年第3季）

壹、概述

2012年10月以來，美國經濟穩定成長，中國大陸景氣具回穩跡象，希臘再獲紓困；惟西班牙銀行業危機未除，財政撙節措施將持續衝擊歐元區經濟成長，而美國雖暫時化解「財政懸崖」危機，但兩黨須再就調高國債上限及平衡財政協商解決方案，全球經濟復甦之不確定

性仍高。

國際機構預測2012年全球經濟成長率將較2011年明顯下降，2013年則較2012年略升。

IMF 2012年10月預測2012、2013兩年全球經濟成長率分別為3.3%及3.6% (表1)；Global Insight 12月之預測數則分別為2.5%及2.6% (表1)。

表1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2011		2012		2013	
			(1)	(2)	(1)	(2)
全球	3.8	(3.0)	3.3	2.5	3.6	2.6
先進經濟體	1.6	(1.5)	1.3	1.3	1.5	1.1
OECD國家	1.8	(1.7)	1.4	1.3	1.4	1.1
美國	1.8		2.2	2.2	2.1	1.9
日本	-0.6		2.2	2.0	1.2	0.0
德國	3.0		0.9	1.0	0.9	0.9
英國	0.9		-0.4	-0.1	1.1	1.1
歐元區	1.4		-0.4	-0.4	0.2	-0.2
四小龍	4.0		2.1		3.6	
台灣	4.07		1.3	1.2	3.9	3.3
香港	4.9		1.8	1.6	3.5	3.7
新加坡	4.9		2.1	1.5	2.9	2.9
南韓	3.6		2.7	2.1	3.6	2.1
東協五國	4.5		5.4		5.8	
泰國	0.1		5.6	5.4	6.0	4.0
馬來西亞	5.1		4.4	5.1	4.7	4.4
菲律賓	3.7		4.8	6.0	4.8	4.6
印尼	6.5		6.0	6.2	6.3	6.1
越南	6.0		5.1	5.1	5.9	5.3
中國大陸	9.3		7.8	7.7	8.2	8.0
印度	7.5		4.9	5.1	6.0	5.8
其他新興市場暨發展中國家	6.2		5.3		5.6	

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2011年之經濟成長率，全球及先進經濟體括弧外數字為IMF資料，OECD國家括弧外數字為OECD資料，括弧內數字均為Global Insight資料。

3. 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；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：

(1) 預測值採用IMF World Economic Outlook, October 2012資料，僅OECD國家採用OECD's Economic Outlook Report, November 2012資料。

(2) 預測值採用Global Insight World Overview, December 2012資料。

物價方面，由於全球景氣仍緩，10月以來，國際商品價格回跌，全球通膨壓力減輕。Global Insight 預測2012、2013兩年全球通膨率分別為3.2%及2.8%。

貨幣政策方面，10月以來，澳洲兩度調降現金利率目標共0.50個百分點至3.00%；南

韓調降基準利率目標0.25個百分點至2.75%；泰國調降1天期附買回利率0.25個百分點至2.75%；菲律賓亦調降隔夜借款及貸款利率各0.25個百分點，分別至3.50%及5.50%。美國、歐元區、加拿大、日本、中國大陸、印尼及印度等經濟體則維持政策利率不變(圖1、圖2)。

圖1 先進經濟體政策利率

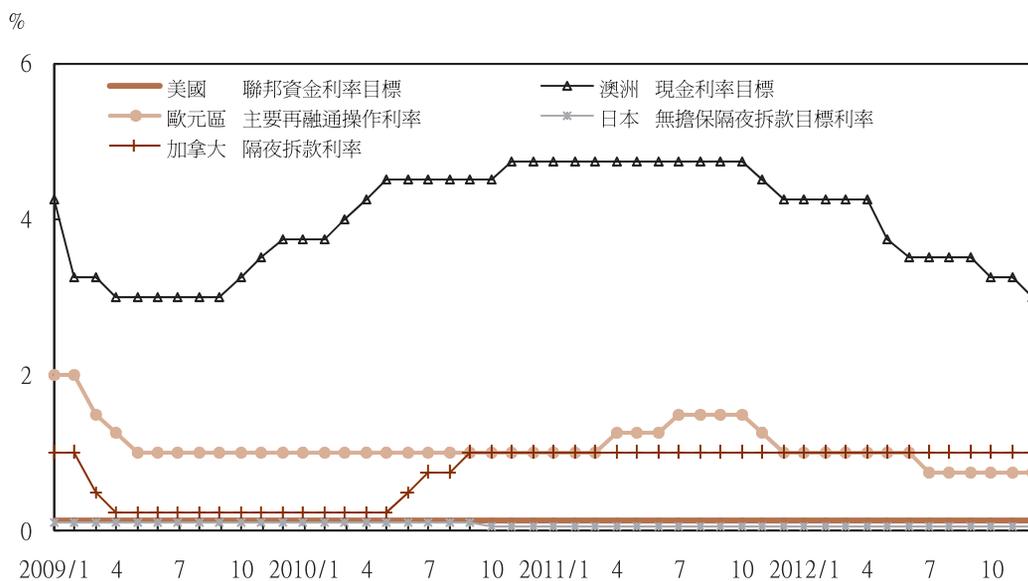
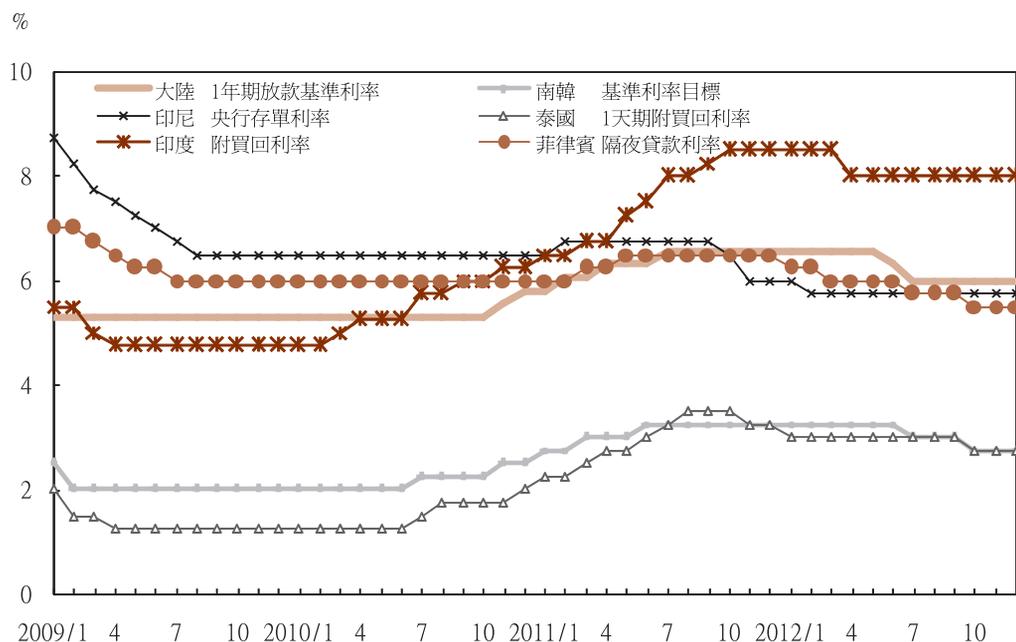


圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



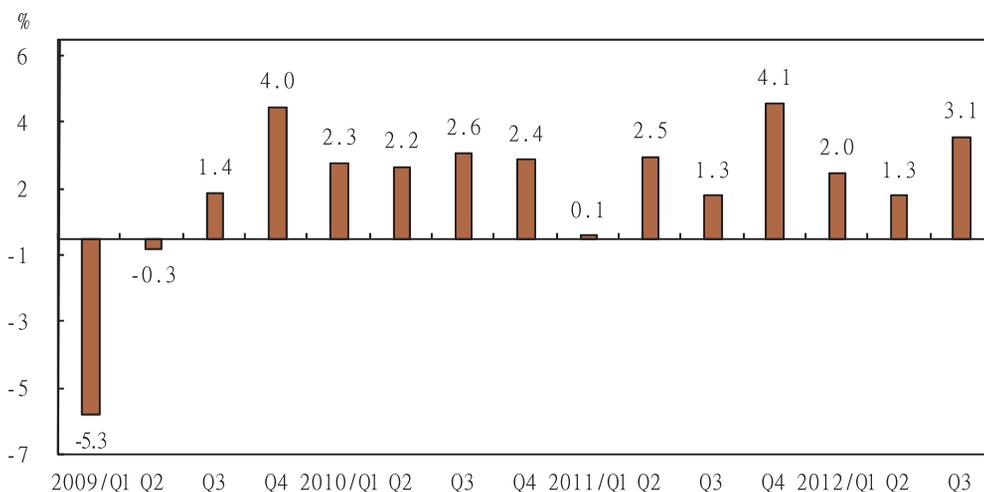
貳、美國就業市場改善，經濟溫和成長，貨幣政策維持寬鬆

一、經濟溫和成長

1.3%增至3.1%(與上季比，換算成年率) (圖

2012年第3季美國經濟成長率由第2季之 3)，主要係存貨大增，及政府消費暨投資

圖3 美國經濟成長率



增加所致。另「財政懸崖」危機雖暫獲解決，惟兩黨須就調高國債上限及平衡財政協商解決方案，未來不確定性仍高。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率分別為2.2%及1.9%；美國Fed的預測值分別為1.7%~1.8%、2.3%~3.0%。

根據美國海關貿易統計，2012年第3季出、進口分別成長3.0%與1.1%(表2)。由於全球需求趨緩，10月出、進口分別衰退0.5%與0.8%，貿易入超為584億美元，較9月上升。

勞動市場方面，2012年11月新增非農就業人數自10月之13.8萬人上升至14.6萬人，截至12月22日當週初領失業救濟金人數則由

上週之36.2萬人減少至35萬人，顯示就業市場逐漸改善；11月失業率由10月之7.9%略降至7.7%，惟主要係勞動參與率降低，尋找工作人數減少所致。

二、通膨溫和

2012年11月CPI年增率由10月之2.2%降至1.8%，主要係能源價格下跌所致；扣除能源與食品之核心CPI年增率則由10月之2.0%降至1.9%。另外，10月個人消費支出物價指數(PCEPI)年增率則由10月之1.7%降至1.4%。Global Insight預測2012、2013兩年CPI年增率分別為2.1%及1.4%。

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	%	
2009	-3.1	9.3	-11.4	1.7	-0.4	-2.5	-503,583			
2010	2.4	9.6	5.4	1.0	1.6	4.2	-634,896			
2011	1.8	8.9	4.1	1.7	3.2	6.0	-727,391			
2011/12	4.1	8.5	3.8	2.2	3.0	4.7	-64,294			
2012/ 1		8.3	4.5	2.3	2.9	4.2	-65,953			
2		8.3	5.2	2.2	2.9	3.5	-59,480			
3	2.0	8.2	3.7	2.3	2.7	2.8	-66,664			
4		8.1	5.0	2.3	2.3	1.8	-64,803			
5		8.2	4.6	2.3	1.7	0.7	-62,303			
6	1.3	8.2	4.5	2.2	1.7	0.8	-56,669			
7		8.3	4.2	2.1	1.4	0.5	-57,301			
8		8.1	2.9	1.9	1.7	2.0	-58,366			
9	3.1	7.8	2.9	2.0	2.0	2.2	-56,724			
10		7.9	1.6	2.0	2.2	2.3	-58,363			
11		7.7	2.5	1.9	1.8	1.5				

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

三、Fed將續維持低利率目標，並推出新一輪購債計畫

為支持充分就業及物價穩定，2012年12月美國聯邦公開市場委員會決議，每月持續購買400億美元機構房貸擔保證券，並於

「延長持有債券平均年期計畫」至2012年底到期後，每月續買入450億美元中、長期公債，直到就業前景改善為止。另決議維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%不變(圖

4)，而在失業率高於6.5%、1至2年通膨率不高於2.5%及長期通膨預期穩定下，將維持聯邦資金利率於現行水準。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



參、歐元區經濟衰退，通膨溫和，政策利率維持不變

一、經濟持續微幅衰退

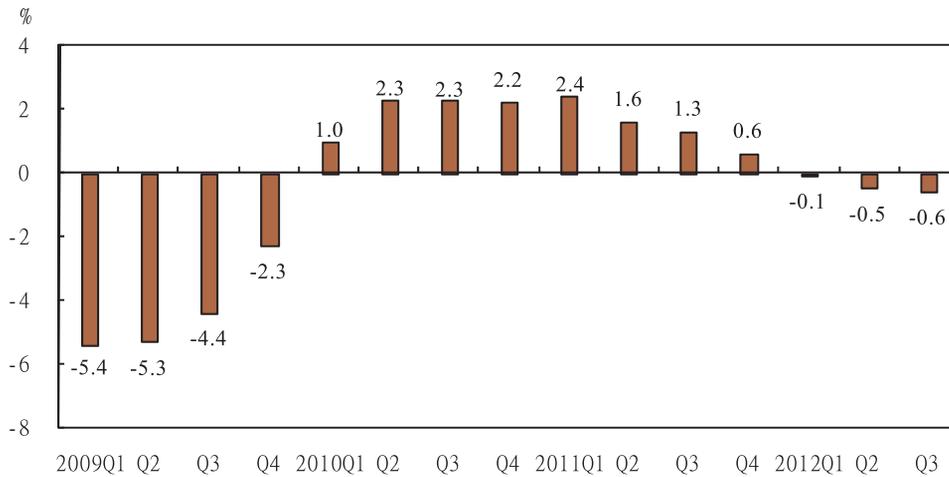
2012年第3季歐元區經濟成長率由第2季之-0.5%再略降至-0.6%(圖5)；與上季比之季變動率則由第2季之-0.2%略升至-0.1%，其中政府支出及固定資本形成持續負成長，輸出、入成長率亦均下滑。儘管近期希臘債務問題暫獲緩解，惟西班牙銀行業危機未除，歐元區消費及投資恐將持續衰退。Global Insight預測2012、2013兩年歐元區經濟成長率分別為-0.4%及-0.2%。

德國2012年第3季經濟成長率由第2季之

1.0%略降至0.9%；與上季比之季變動率則由第2季之0.3%略降至0.2%，其中民間消費成長率提高，固定資本形成則持續衰退，輸出、入成長率亦下滑。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率分別為1.0%及0.9%。

勞動市場方面，2012年以來歐元區就業情況惡化，10月失業率升至11.7%之歷史新高(表3)。其中法國10月失業率由第3季之10.6%略升至10.7%；德國11月失業率為6.9%，與10月持平，但略高於第3季之6.8%。

圖5 歐元區經濟成長率



二、通膨降溫

歐元區2012年11月調和消費者物價指數(HICP)年增率由10月之2.5%降至2.2%(圖6)，主要係能源價格下滑所致；11月扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率為1.6%，與

10月持平。

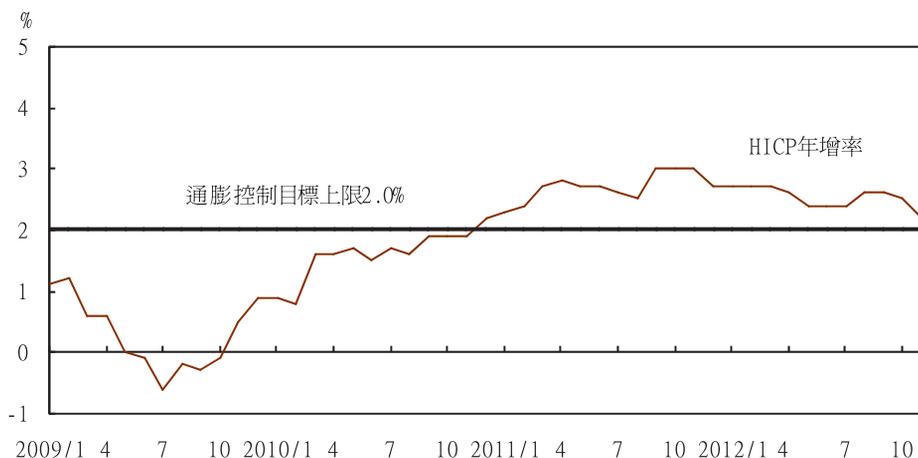
歐洲央行(ECB)預期2012年通膨率將超過2%之通膨目標，2013年則可望降至2%以下。Global Insight預測歐元區2012、2013兩年通膨率分別為2.3%及1.8%。

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 (不包括營建業) %	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 %
2009	-4.4	9.6	-14.9	-17.9	-20.5	16,644	-0.4	0.3	1.00
2010	2.0	10.1	7.3	20.1	21.6	691	-0.7	1.6	1.00
2011	1.4	10.1	3.4	13.4	14.5	-15,625	2.3	2.7	1.00
2012/ 1		10.8	-1.5	10.8	4.2	-8,933	2.0	2.7	1.00
2		10.9	-1.7	10.9	7.5	1,396	2.5	2.7	1.00
3	-0.1	11.0	-1.7	4.6	0.2	7,648	2.9	2.7	1.00
4		11.2	-2.6	6.1	-0.3	4,196	2.3	2.6	1.00
5		11.3	-2.5	6.1	0.4	7,286	2.9	2.4	1.00
6	-0.5	11.4	-1.8	12.0	2.7	13,455	3.0	2.4	1.00
7		11.5	-2.5	11.0	2.6	14,309	3.6	2.4	0.75
8		11.5	-2.1	10.0	2.0	5,023	2.9	2.6	0.75
9	-0.6	11.6	-2.7	1.3	-4.5	9,548	2.6	2.6	0.75
10		11.7	-3.9	14.3	6.9	10,209	3.9	2.5	0.75
11								2.2	0.75
12									0.75

資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Datastream。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率

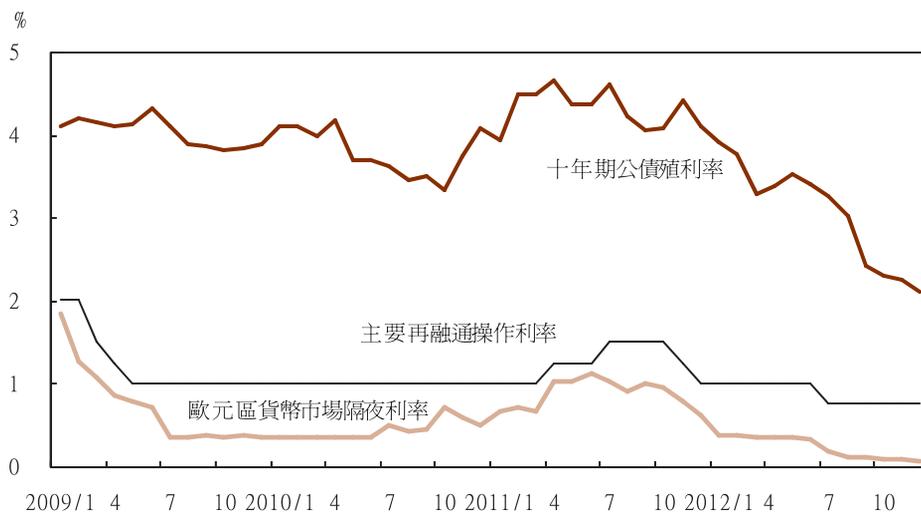


三、ECB維持政策利率不變

鑑於經濟持續疲弱，但通膨率仍高於2%之目標值，ECB管理委員會(ECB

Governing Council)自2012年7月調降主要再融通操作利率0.25個百分點至0.75%之歷史低點後(圖7)，迄今維持不變。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



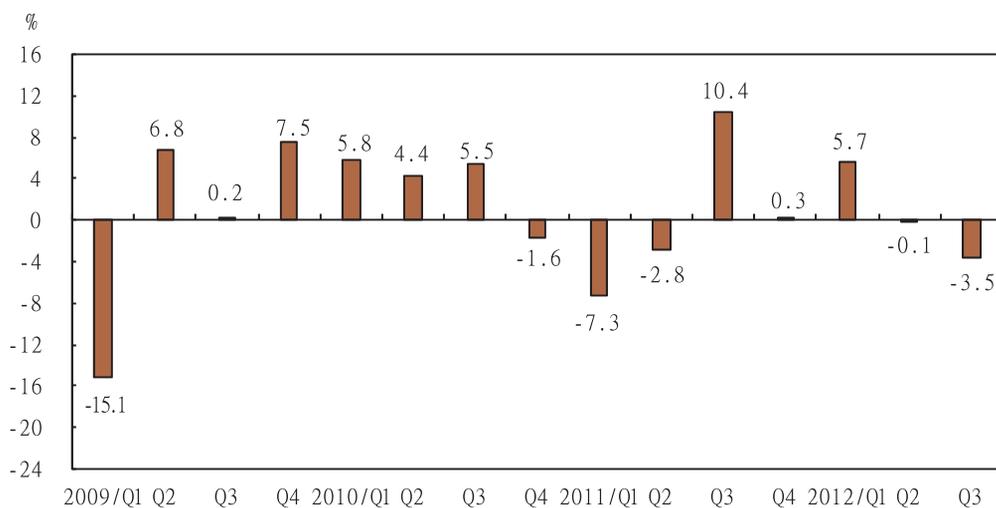
肆、日本經濟轉為衰退，日本央行擴增資產購買規模

一、第3季經濟轉為衰退，2013年成長低緩

2012年第3季日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之-0.1%進一步降

至-3.5%(圖8)，主要係受中日領土爭議引發中國大陸反日情緒影響，出口遽降，加以民間設備投資及消費下滑所致。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率分別為2.0%及0.0%。

圖8 日本經濟成長率



對外貿易方面，因國際需求疲弱，加以非經濟因素影響出口，2012年第3季出口較2011年同期衰退8.1%，進口則微幅成長0.2%，貿易入超達1.85兆日圓(表4)。10~11月平均出口衰退5.3%，進口衰退0.3%，10~11月累計仍入超1.50兆日圓。

勞動市場方面，10月失業率持續處於4.2%之2012年低點。惟隨景氣惡化，失業率恐將回升。

二、通貨緊縮壓力仍在

2012年第3季企業物價指數年增率降至-1.8%，主要係中國大陸經濟成長減速，致鋼鐵等國際商品價格下跌所致；10月、11月年增率則分別升為-1.0%及-0.9%。另10月CPI年增率為-0.4%，與第3季持平；剔除生鮮食品之核心CPI年增率則由第3季之-0.2%略升至0.0%。Global Insight預測2012、2013兩年CPI年增率分別為-0.1%及-0.7%。

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 %			
2009	-5.5	5.1	-21.9	-1.4	-1.3	-5.3	-33.1	-34.8	26,712
2010	4.7	5.1	16.5	-0.7	-1.0	-0.1	24.4	18.0	66,347
2011	-0.6	4.5	-2.4	-0.3	-0.3	1.5	-2.7	12.1	-25,647
2011/12	0.3	4.5	-3.0	-0.2	-0.1	0.8	-8.0	8.2	-2,083
2012/ 1		4.6	-1.6	0.1	-0.1	0.3	-9.2	9.6	-14,815
2		4.5	1.5	0.3	0.1	0.4	-2.7	9.3	254
3	5.7	4.5	14.2	0.4	0.2	0.3	5.9	10.6	-871
4		4.6	12.9	0.5	0.2	-0.6	7.9	8.1	-5,239
5		4.4	6.0	0.2	-0.1	-0.8	10.0	9.4	-9,172
6	-0.1	4.3	-1.5	-0.1	-0.2	-1.5	-2.3	-2.2	592
7		4.3	-0.8	-0.4	-0.3	-2.2	-8.1	2.2	-5,226
8		4.2	-4.6	-0.5	-0.3	-1.9	-5.8	-5.3	-7,638
9	-3.5	4.2	-8.2	-0.3	0.0	-1.5	-10.3	4.2	-5,649
10		4.2	-4.5	-0.4	0.0	-1.0	-6.5	-1.5	-5,511
11						-0.9	-4.1	0.8	-9,534

資料來源：內閣府及Thomson Datastream。

三、日本央行持續增加資產購買規模

為防範經濟陷入衰退，並對抗通貨緊縮，日本央行於2012年9月、10月及12月連

續擴增資產購買計畫規模至101兆日圓，無擔保隔夜拆款目標利率則維持於0%~0.1%不變。

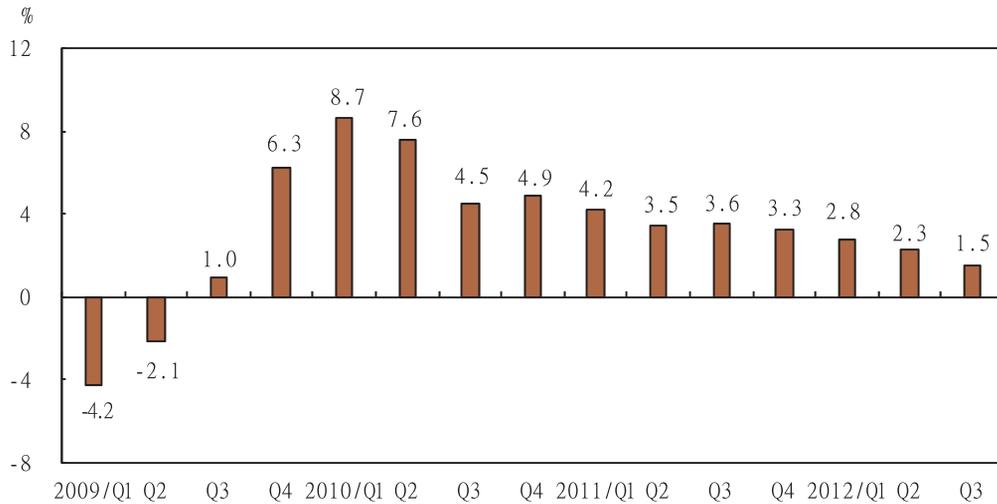
伍、南韓經濟復甦緩慢，通膨率下滑，南韓央行降息因應

一、經濟復甦緩慢

2012年第3季南韓經濟成長率由第2季之2.3%續降至1.5%(圖9)，主因企業設備投資衰退幅度進一步擴大所致。近期生產及消

費等指標仍然疲弱，經濟成長缺乏動能。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率同為2.1%。

圖9 南韓經濟成長率



對外貿易方面，第3季出、進口分別較2011年同期衰退5.7%及7.0%，貿易出超為76.5億美元。受惠於中國大陸及歐洲市場需求回升，10~11月平均出、進口分別成長2.5%及1.2%(表5)。

勞動市場方面，由於製造、營建及服務等產業之僱用均增加，10月、11月失業率均為2.8%，低於第3季之3.0%。

二、通膨率下滑

2012年第3季躉售物價指數(WPI)年增率為0.4%，10月、11月分別降至0.2%及-0.2%。由於國際油價下跌，以及農產品價格穩定，11月CPI年增率由10月之2.1%降至1.6%；剔除農產品及能源之核心CPI年增率亦由1.5%降至1.4%。Global Insight預測2012、2013兩年CPI年增率分別為2.2%及2.0%。

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 %			
2009	0.3	3.6	-0.1	2.8	3.6	-0.2	-13.9	-25.8	40,449
2010	6.3	3.7	16.3	3.0	1.8	3.8	28.3	31.6	41,172
2011	3.6	3.4	6.9	4.0	3.2	6.1	19.0	23.3	30,801
2011/12	3.3	3.0	2.9	4.2	3.6	4.3	8.2	13.6	2,255
2012/ 1		3.5	-2.1	3.4	3.2	3.4	-7.3	3.6	-2,262
2		4.2	14.4	3.1	2.5	3.5	20.4	23.7	1,280
3	2.8	3.7	0.7	2.6	1.9	2.8	-1.5	-1.2	2,300
4		3.5	0.0	2.5	1.8	2.4	-5.0	-0.5	2,122
5		3.1	2.9	2.5	1.6	1.9	-0.9	-1.6	2,378
6	2.3	3.2	1.6	2.2	1.5	0.8	0.9	-6.2	5,128
7		3.1	0.2	1.5	1.2	-0.1	-8.7	-5.3	2,725
8		3.0	0.3	1.2	1.3	0.3	-6.0	-9.6	2,017
9	1.5	2.9	0.7	2.0	1.5	1.0	-2.3	-6.1	2,908
10		2.8	-0.8	2.1	1.5	0.2	1.1	1.7	3,729
11		2.8		1.6	1.4	-0.2	3.9	0.7	4,475

資料來源：Thomson Datastream。

三、南韓央行降息

由於全球經濟復甦遲緩，經濟成長下滑風險仍大，2012年10月南韓央行將基準利

率目標自3.00%調降至2.75%，係繼當年7月降息以來第2度降息；其後政策利率維持不變。

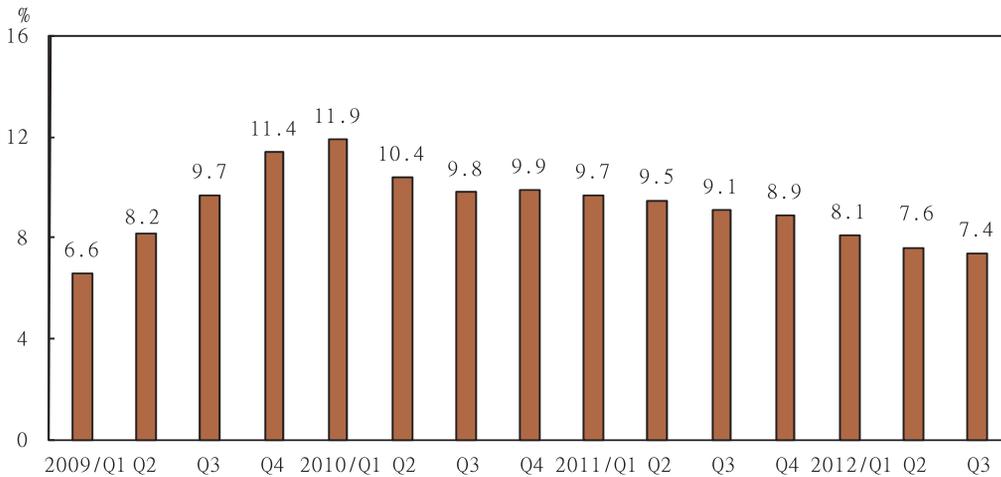
陸、中國大陸經濟出現觸底跡象，貨幣政策轉趨審慎

一、景氣呈回穩跡象

2012年第3季，中國大陸經濟成長率由第2季之7.6%降至7.4%(圖10)，連續7季走緩；惟與上季比之季增率為2.2%，已持續2季回升，主要係內、外需逐步復甦所致。11月出、進口年增率分別為2.9%及0.0%，低

於10月之11.6%及2.4%，貿易順差為196億美元；11月工業生產年增率則為10.1%，高於10月之9.6%；另11月消費品零售總額年增率則由10月之14.5%升至14.9%，景氣復甦趨於明朗。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率分別為7.7%及8.0%。

圖10 中國大陸經濟成長率

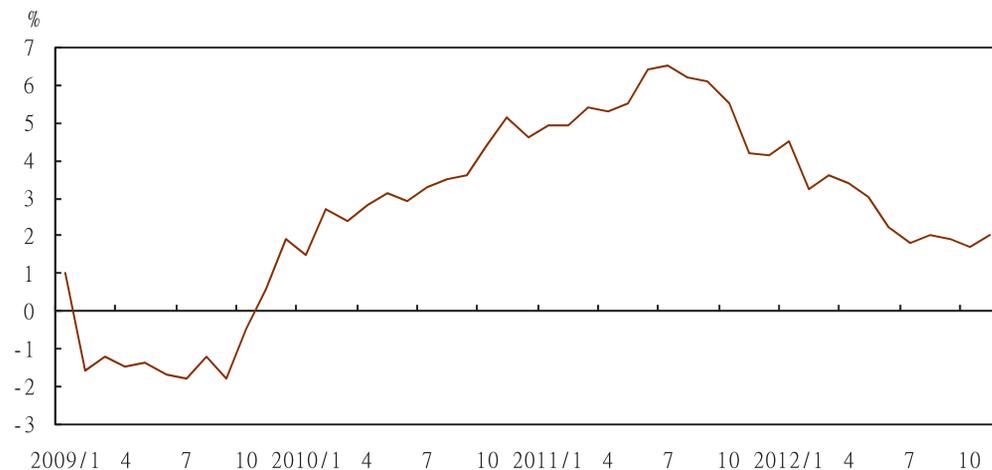


二、通膨壓力和緩

由於食品價格漲勢持續減緩，加上非食品類價格平穩，2012年第3季CPI年增率降至1.9%，10月續降為1.7%，11月則回升至

2.0%(圖11)；10月、11月工業品PPI年增率則由第3季之-3.3%分別回升至-2.8%及-2.2%。Global Insight預測2012、2013兩年CPI年增率分別為2.6%及2.4%。

圖11 中國大陸消費者物價年增率



三、中國人民銀行釋金規模縮小

中國人民銀行自2012年7月降息後維持

利率不變，改以附買回操作方式釋出資金。嗣因市場資金漸趨寬裕，加以景氣復甦漸趨明朗，貨幣政策轉趨審慎，附買回操作規模

已逐漸縮小。影響所及，10月及11月銀行人民幣放款餘額年增率由第3季之16.1%分別降

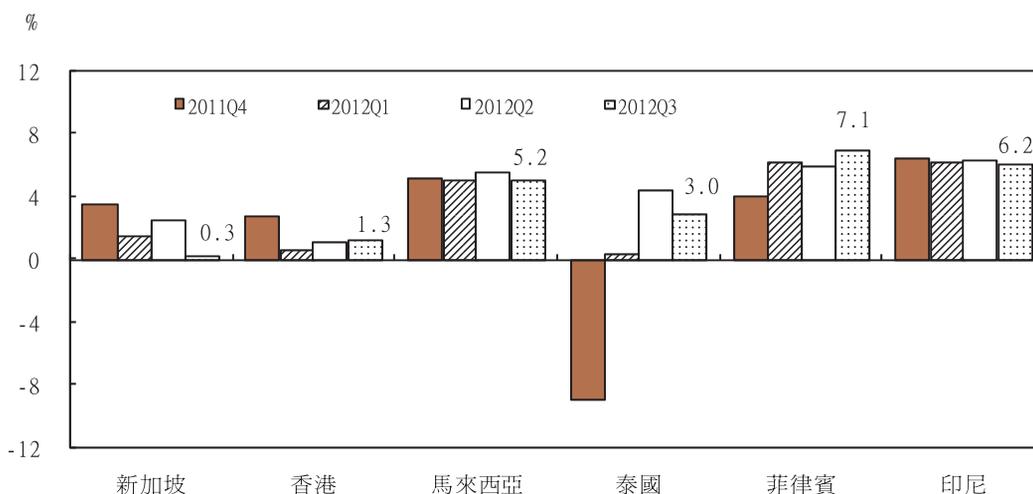
至15.9%及15.7%；10月M2年增率與第3季持平為14.1%，11月則降至13.9%。

柒、部分亞洲新興國家經濟成長放緩，陸續降息

亞洲新興經濟體除香港及菲律賓外，2012年第3季經濟成長率均低於第2季(圖12)。其中，新加坡由第2季之2.5%劇降至0.3%，主要係電子製造及批發貿易業萎縮，

出口大幅衰退所致；Global Insight預測新加坡2012、2013兩年經濟成長率分別為1.5%及2.9%。

圖12 亞洲新興經濟體經濟成長率

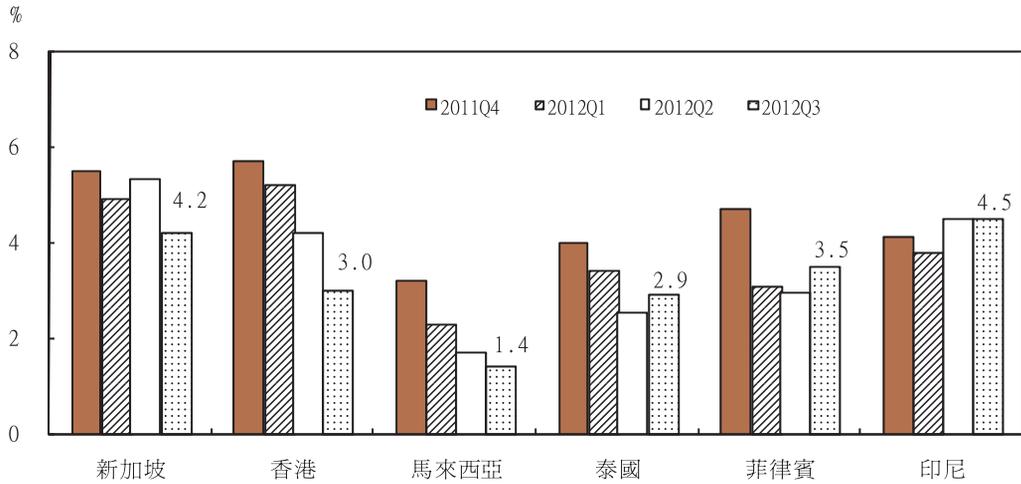


物價方面，因全球經濟成長持續放緩，第3季除泰國、菲律賓及印尼外之多數亞洲新興國家之CPI年增率普遍下滑(圖13)，Global Insight預測2012、2013兩年多數亞洲新興國家通膨率將續降。

貨幣政策方面，部分亞洲新興國家為因

應國內外景氣減緩，陸續調降政策利率。10月繼泰國調降1天期附買回利率0.25個百分點至2.75%後，菲律賓亦調降隔夜借款及貸款利率各0.25個百分點，分別至3.50%及5.50%。

圖13 亞洲新興經濟體消費者物價年增率



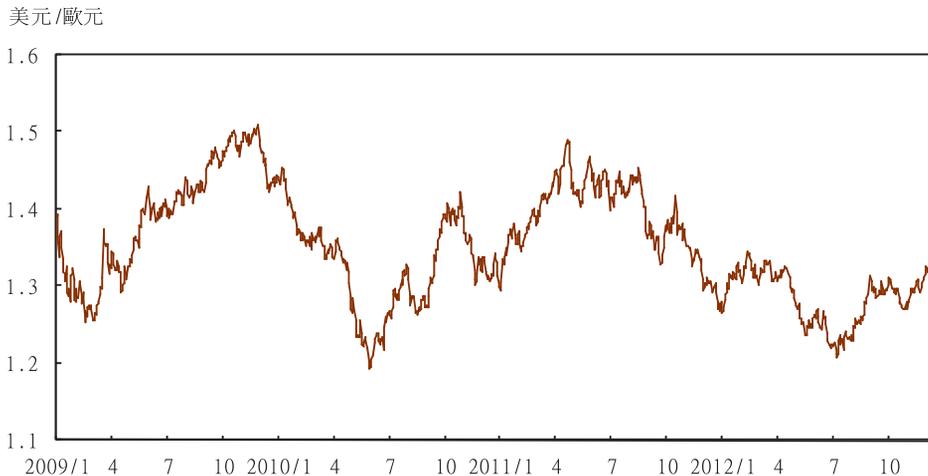
捌、歐元回升，日圓劇貶，亞洲新興國家貨幣普遍升值

一、歐元回升

2012年7月24日1歐元抵兌1.206美元之低點後回升，至9月14日為1歐元兌1.3127美元，其後大抵在1歐元兌1.28~1.32美元之間盤整。10月下旬，在市場擔憂西班牙債務及

經濟問題，以及美國經濟表現優於預期之影響下，歐元走貶，至11月13日為1歐元兌1.2704美元。隨後因預期希臘將再獲紓困，止貶回升，至12月31日為1歐元兌1.3197美元(圖14)，較9月底升值2.6%。

圖14 歐元對美元匯率

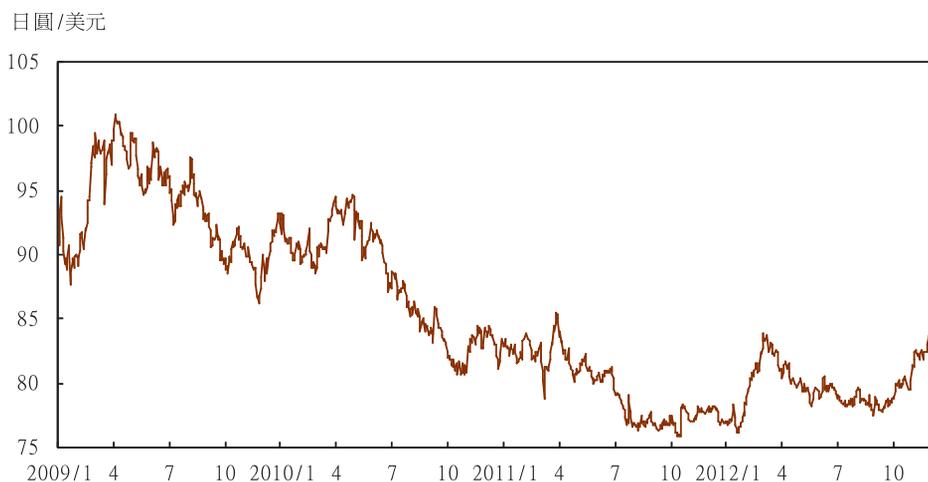


二、日圓劇貶

2012年日圓由3月20日之低點震盪走升至9月13日之1美元兌77.49日圓。嗣因歐債危機暫緩，日圓避險需求降低，回貶至11月2日之1美元兌80.47日圓，之後略為升值。11月中旬起，由於日本政局動盪，加以市場預

期日本央行將採行進一步寬鬆貨幣政策，日圓再度回貶。12月中旬以來，受主張弱勢日圓之安倍晉三當選首相，加以日本央行擴大資產購買規模之影響，日圓貶勢加劇，至12月31日為1美元兌86.75日圓(圖15)，較9月底大幅貶值10.2%。

圖15 美元對日圓匯率



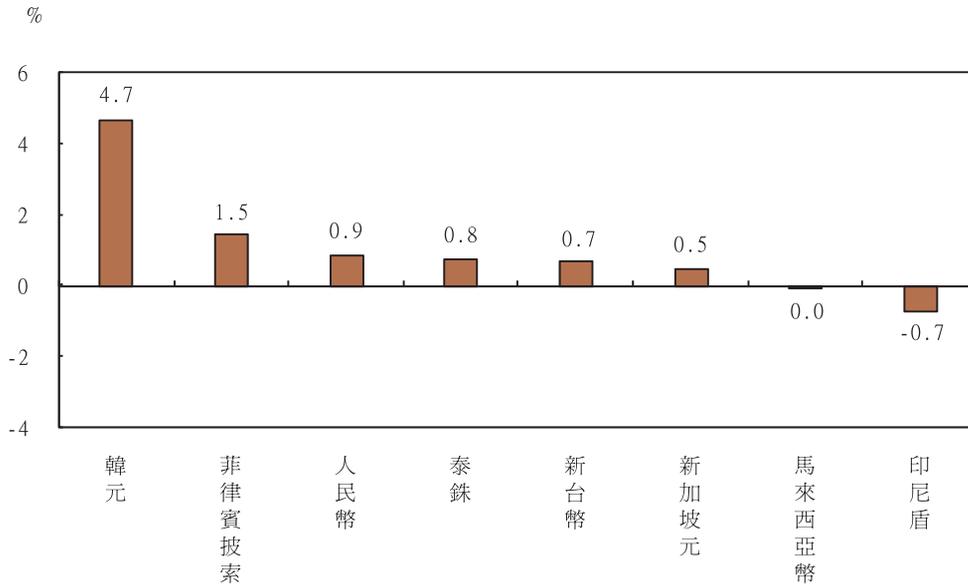
三、多數亞洲新興國家貨幣升值

2012年10月以來，多數亞洲新興國家貨幣持續升值走勢。韓元在外資流入及主權債信評等調升之激勵下，對美元明顯升值4.7%。菲律賓由於經濟表現優於預期，菲

律賓披索對美元亦走升。中國大陸因經濟好轉，加以Fed續採寬鬆貨幣政策效應，人民幣對美元升值。其餘國家貨幣亦多微幅升值。12月31日與9月底比較，除印尼盾對美元略微貶值外，其餘亞洲新興國家貨幣對美元均呈升值(圖16)。

圖16 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度

(2012年12月31日與2012年9月底比較)



玖、國際股市普遍上揚

2012年10月上旬，全球股市震盪盤整。10月下旬起，受企業財報不如預期影響，歐、美股市走跌，惟日本因央行持續增加資產購買規模，提振市場信心，股價持穩。11月中旬起，由於市場預期美國國會將於年底就「財政懸崖」問題達成共識，加上希臘紓困案通過，歐債危機略獲緩解，以及預期日本將採取更積極的振興經濟措施等，歐、美、日股市皆反轉走升。12月下旬

起，因美國對「財政懸崖」問題之磋商再陷僵局，美國股市轉呈下滑，日股則持續上揚。12月31日與9月底比較，日本股市上漲17.2%，泛歐道瓊上漲6.8%，美國道瓊工業及那斯達克股價指數則分別下跌2.5%及3.1%。亞洲新興國家股市則普遍上揚，其中大陸股市因經濟回穩而上漲8.8%(圖17、圖18、圖19、圖20、圖21)。

圖17 美國道瓊工業股價指數

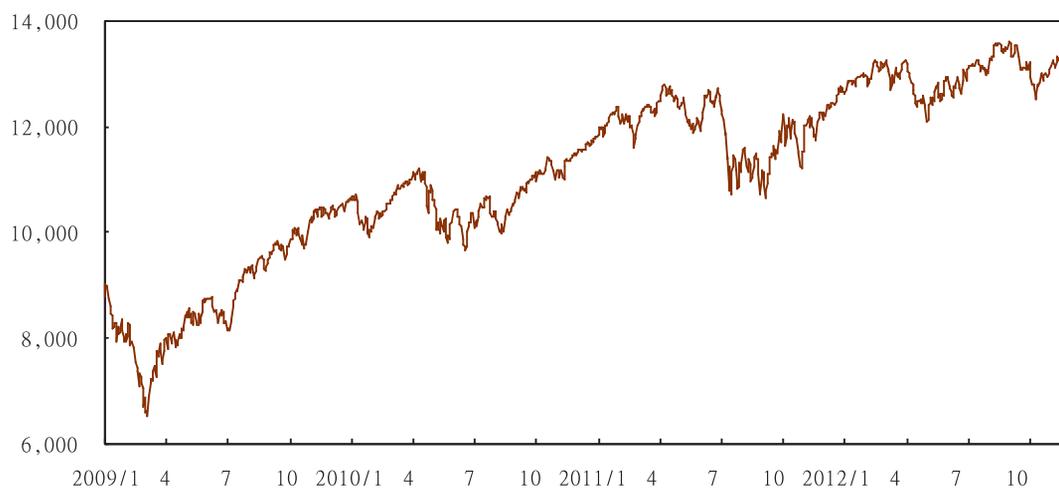


圖18 美國那斯達克股價指數

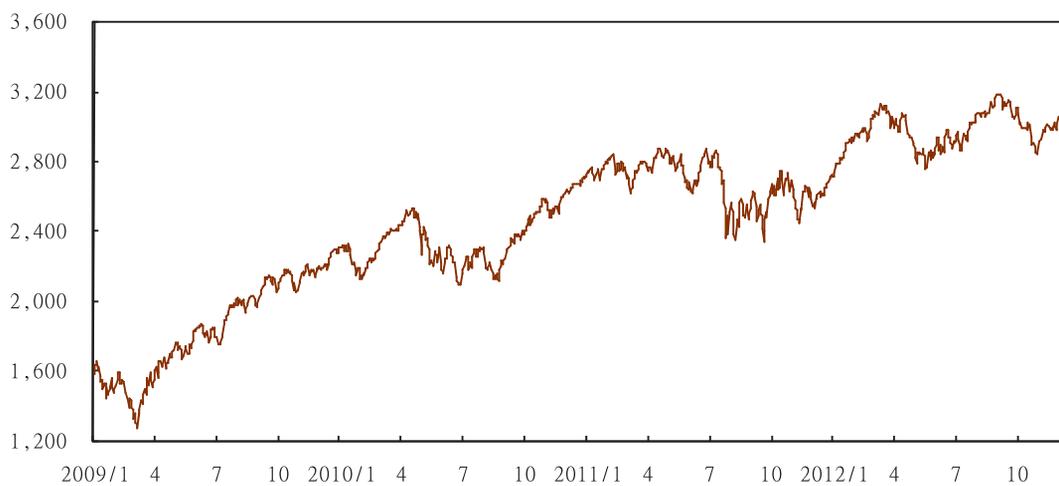


圖19 泛歐股價指數

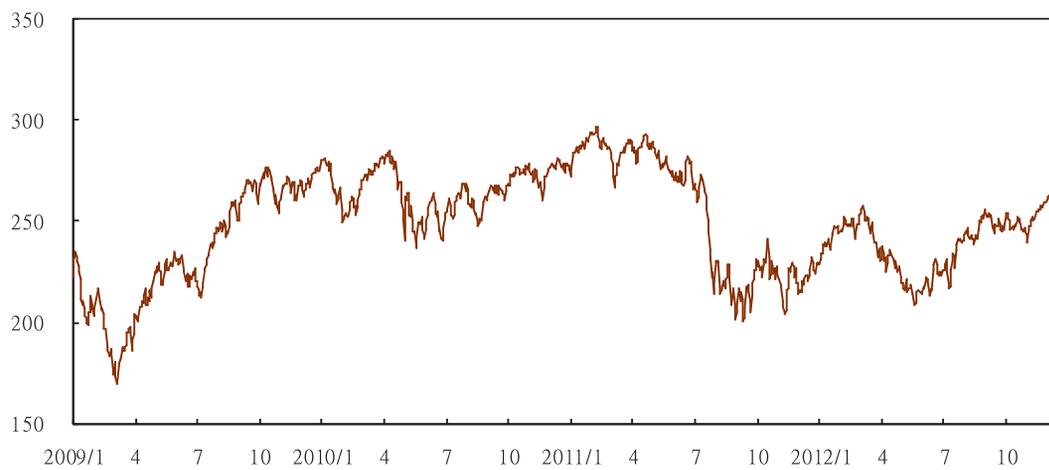


圖20 日本N225股價指數

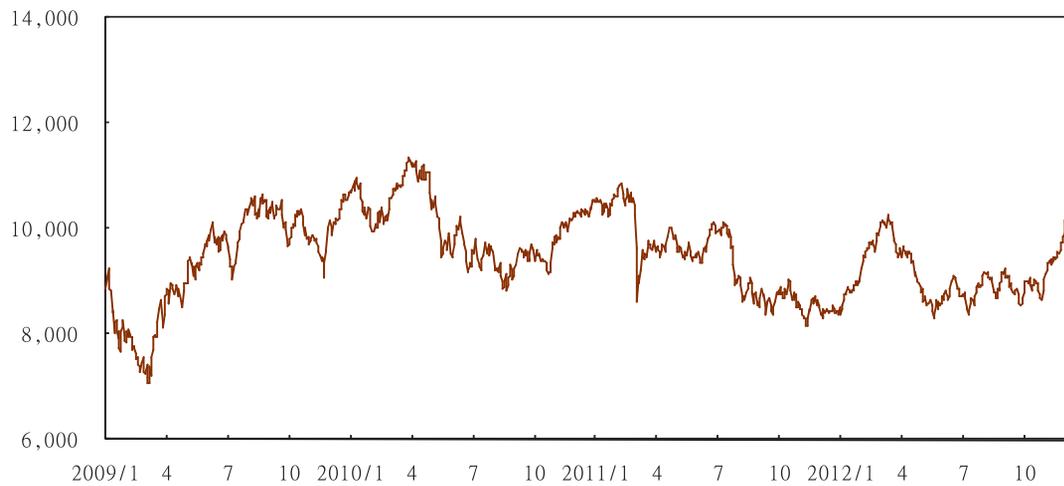
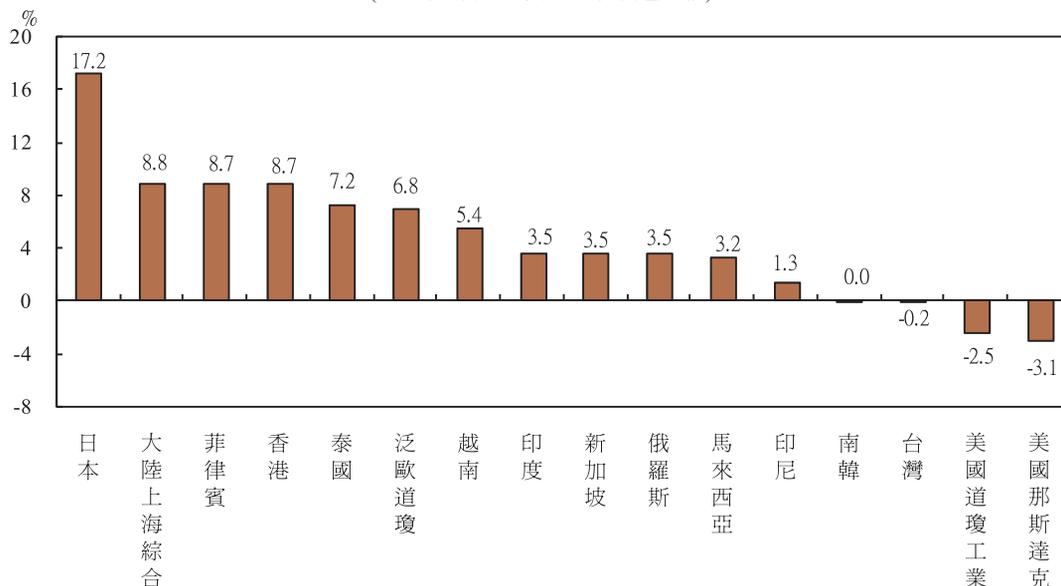


圖21 國際股價變動幅度
(2012年12月31日與2012年9月底比較)



拾、全球景氣放緩，商品價格自高點回降

2012年第3季國際原油（北海布蘭特原油）價格因中東情勢緊張而反彈回升，惟10月以來，受全球經濟成長疲軟影響反轉走跌。11月中旬起，雖然以色列與巴勒斯坦爆發嚴重軍事衝突、埃及發生政治風暴，惟美國頁岩油產量提高，原油供給增加，布蘭特原油現貨價格每桶大致於107~111美元區間震盪徘徊，12月31日每桶為109.91美元，較9月底下跌1.2%（圖22）。

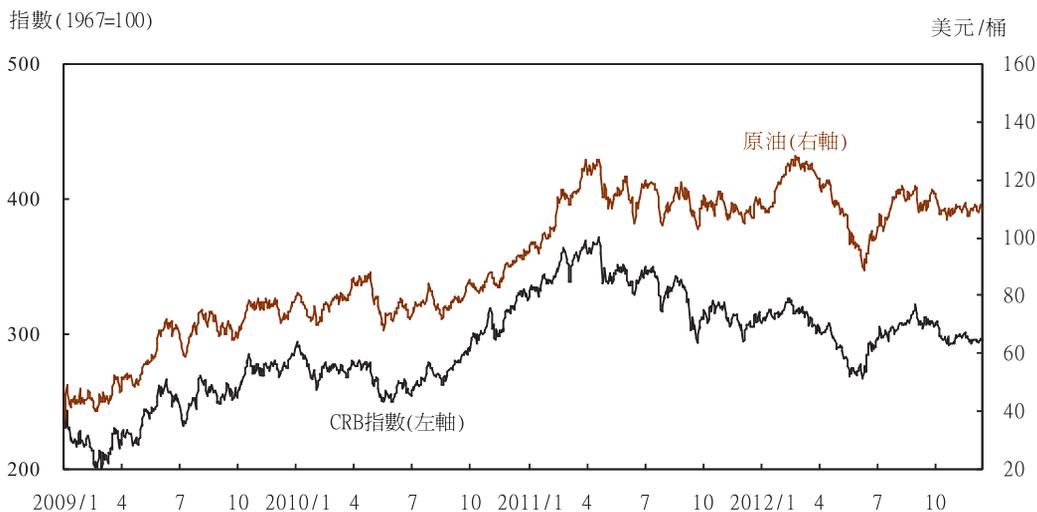
2012年布蘭特原油平均每桶為111.67美元，接近2011年之111.3美元，美國能源署（EIA）於12月11日調降2013年布蘭特原油價格預測值至每桶103.75美元。

另自9月起，美國旱象緩解，黃豆及玉

米收成優於預期，穀物價格由夏季之高點反轉下滑；11月因南美洲天候異常影響黃豆種植及玉米收成，穀物價格一度止跌回升。惟12月以來，俄羅斯小麥收成好轉，庫存趨穩，穀物價格再度下跌。

10月起，隨原油及穀物價格走勢，Thomson Reuters/Jefferies CRB期貨價格指數走跌，但11月起一度微幅上揚後再走低，至12月31日為295.01點，較9月底下跌4.6%（圖22）。JOC工業價格指數亦於10月上旬反轉下滑，至11月上旬起因中國經濟回穩而震盪走升，12月31日為125.80點，較9月底微幅上揚1.1%。

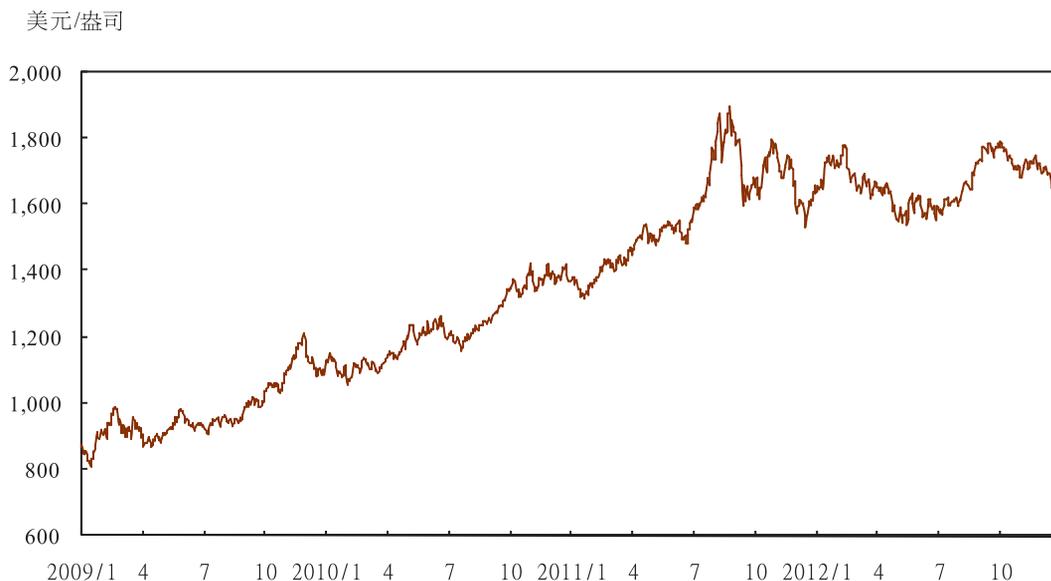
圖22 布蘭特原油現貨價格及CRB期貨指數



國際黃金方面，2012年下半年來受主要國家央行連番啟動量化寬鬆貨幣政策影響，倫敦黃金現貨價格一路走升至10月4日之2012年高點每盎司1,791.75美元後反轉下

滑，11月雖略回穩，惟12月起受美國及中國大陸經濟轉佳影響，市場避險需求減少，金價再度走跌，至12月31日為1,662美元，較9月月底下跌6.4% (圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



拾壹、全球經濟成長仍面臨威脅

繼ECB於9月提出直接貨幣交易計畫(Outright Monetary Transactions)，以及10月歐元區永久性紓困機制－歐洲穩定機制(ESM)正式上路後，歐洲深陷債務困境之GIIPS五國公債殖利率明顯下降。然而目前全球經濟仍存在重大風險，如希臘雖再獲紓困，但其主權債務相對GDP比率仍高，西班牙經濟及銀行業前景堪憂；美國「財政懸崖」危機雖暫獲解決，惟後續財政緊縮，恐

將影響經濟成長；OECD及聯合國均於近期報告指出，若歐元區及美國無法解決各自財政問題，則全球經濟恐將再次面臨衰退。

此外，全球寬鬆貨幣亦恐引發資產價格波動之風險，世界銀行於12月之「東亞與太平洋地區經濟半年報」中即建議東亞各國貨幣當局應密切監測資本流入動向，短期可採取資本管制以減少多餘的資本流入。

國內經濟金融日誌

民國101年10月份

- 2日 △行政院核定延長免徵進口玉米營業稅，為期6個月(至102年4月5日止)。
- 4日 △農委會宣布開辦「青年從農創業貸款」，提供青年從農所需資本支出及週轉金，貸款利率為年息1.5%，首次辦理最高貸款額度300萬元。
- 5日 △行政院核定，機動調降鮮蘋果、鮮油桃及鮮奇異果等3項貨品關稅稅率50%(由20%調降為10%)，為期2個月(至101年12月4日止)。
- 8日 △行政院宣布「雲彰黃金廊道農業新方案」，將針對雲林縣與彰化縣高鐵沿線3公里地層下陷地區，於未來8年投資33億，提升農業競爭力與技術外銷的效益。
- 16日 △內政部不動產交易實價查詢服務網正式開放查詢。
- 17日 △金管會函令開放證券投信事業得募集發行人人民幣計價之基金，且外幣計價之證券投信基金得以新臺幣收付。
- 23日 △行政院宣布，原月退休俸在兩萬元以下、以及因作戰或演訓而受傷死亡殘廢的退休軍公教人員或其遺族，可領取退休年終慰問金。
△金管會同意永豐商業銀行申請赴南京設立子行，為國內銀行於中國大陸設立子行首例。
- 26日 △金管會核定大陸地區創業投資管理公司及小額貸款公司，屬「銀行、金融控股公司及其關係企業投資大陸地區事業管理原則」規定之「其他經主管機關核定之金融機構以外之金融相關事業」。
△經濟部完成研訂該部「服務業發展藍圖」，預計投入300億元，協助產業結構調整，期於2020年服務業GDP年成長率達5.14%，服務業就業人數增加16.6萬人，使服務業成為台灣經濟成長的引擎。

民國101年11月份

- 1日 △為協助產業升級，經濟部與國科會合作推動之「補助前瞻技術產學合作計畫」（簡稱「產學大聯盟」），以及為減少學用落差，國科會推動之「補助產學技術聯盟合作計畫」（簡稱「產學小聯盟」），同時公告受理申請。

△行政院核定經建會所提之「加強推動台商回台投資方案」，執行期間自101年11月1日至103年12月31日，預期促進台商回台投資2,000億元，增加本國勞工約8.2萬人之就業機會。

△我國正式加入美國免簽證計畫（VMP）。

6日 △財政部成立證所稅推動小組，務期證所稅自102年1月1日起順利實施。

7日 △衛生署中央健康保險局訂定「金融機構及郵政機構存款帳戶轉帳繳納全民健康保險保險費及補充保險費作業要點」，自102年1月1日生效。

19日 △金管會函令修正「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」，以強化保險業不動產監理措施及內部控制制度。

△行政院會核定交通部民航局所提「松山機場整體規劃」，對於「民航關聯產業廊帶」開發案，將以BOT方式引進民間資金參與建設。

20日 △立法院三讀通過「所得稅法」第17條修正草案，修正納稅義務人申報減除扶養其他親屬或家屬免稅額之限制條件為「未滿20歲，或滿20歲以上而因在校就學、身心障礙或無謀生能力」，以照顧經濟弱勢及保障賦稅人權。

△立法院三讀通過勞工保險條例部分條文修正草案，提高強制加保年齡上限為65歲，以保障高齡勞工工作條件；另增訂保險人給付遲延應加給利息之規定。

26日 △因應Basel III 實施，金管會修正發布「銀行資本適足性及資本等級管理辦法」，除第4條槓桿比率之最低比率自107年1月1日施行外，其餘修正條文自102年1月1日生效。

民國101年12月份

11日 △中國人民銀行公告授權中國銀行台北分行擔任台灣人民幣業務清算行。

19日 △中央銀行理事會決議，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率維持不變，年息各為1.875%、2.25%及4.125%；102年M2貨幣成長目標區訂為2.5%至6.5%。

△金管會修正發布「大陸地區發行之幣券進出臺灣地區限額規定」第2點有關金融機構辦理人民幣業務，向境外拋補人民幣現鈔金額，不受該規定第1點人民幣進出臺灣地區人民幣2萬元之限額規定。

20日 △國家通訊傳播委員會通過分4年調整行動電話業務經營者(2G)及第三代行動通信業務經營者(3G)接續費率，由目前每分鐘2.15元，逐年調降至105年之每分鐘1.15

元。

- 24日 △金管會函令銀行自101年1月1日起承作資金用途為供企業擴增生產能量之廠房貸款，如借戶已檢附具體可行之購置或興建計畫，並依計畫使用貸款資金者，得不計入銀行法第72條之2有關「住宅建築及企業建築」放款總餘額計算。
- 25日 △立法院三讀通過公司法第197條修正草案，公開發行股票之公司董事在任期中轉讓超過選任當時所持有之公司股份數額二分之一者，其董事當然解任。
- 27日 △富邦金控宣布取得中國大陸華一銀行80%股權，總投資金額約為64.5億人民幣，約折合新台幣306億元。
- 28日 △財政部宣布延長「青年安心成家購屋優惠貸款」措施至103年底，以繼續協助無自有住宅家庭購置住宅。

國際經濟金融日誌

民國101年10月份

- 2日 △鑑於中國大陸及歐洲市場需求持續疲弱且前景不明，澳洲央行調降政策利率1碼至3.25%，係2009年11月以來之最低水準。
- 3日 △亞洲開發銀行（ADB）之「2012年亞洲發展展望更新」（Asia Development Outlook 2012 Update）指出，受全球需求低落影響，ADB大幅下修本年開發中亞洲的經濟成長率至6.1%，明年則回升至6.7%。
- 8日 △歐元區財長會議正式啟動總額達5,000億歐元的永久性援助基金－歐洲穩定機制（European Stability Mechanism, ESM）。
- 9日 △IMF之「世界經濟展望」（World Economic Outlook）報告指出，因全球經濟成長動能減弱，IMF下修2012、2013兩年全球的經濟成長預測值0.2及0.3個百分點，分別至3.3%及3.6%。
- 10日 △標準普爾（Standard & Poor's）下調西班牙長期債信評等2級至 BBB-，僅高於垃圾等級1級，且債信展望為負向，主要係考量該國經濟衰退情況惡化，導致財政風險上升。
- 11日 △有鑑於全球經濟復甦緩慢，經濟成長之下降風險仍大，南韓央行將政策利率自3.00%調降至2.75%，係本年7月降息以來第2度降息。
- 12日 △新加坡貨幣管理局維持政策匯率區間的斜率、寬度及中線不變。
- 17日 △鑑於全球經濟低迷抑制出口表現，威脅經濟成長之風險加劇，泰國央行將政策利率自3.00%下調至2.75%。
- 18日 △西班牙央行公布8月西班牙銀行業壞帳率達10.5%之歷史新高。
- 19日 △歐盟高峰會決議將於本年年底前完成歐洲央行統一監管歐元區銀行的法律架構，預計將於明年實施。
- 25日 △為提振國內經濟成長，菲律賓央行將隔夜存款利率下調1碼至3.50%，另隔夜貸款利率亦下調1碼至5.50%。
- 30日 △鑑於全球經濟減速，國內通貨緊縮風險升高，日本央行進一步寬鬆貨幣政策，將資產購買金額由80兆日圓增加至91兆日圓。

民國101年11月份

- 6日 △法國政府宣布200億歐元的企業減稅政策，以協助企業創新並增加雇用。
△美國民主黨總統候選人歐巴馬（Barack Obama）擊敗共和黨候選人羅姆尼（Mitt Romney），連任美國總統。
- 7日 △希臘國會通過減支185億歐元的新撙節方案，內容包括法定退休年齡調高至67歲，以及削減退休金等嚴苛的緊縮措施。
- 19日 △西班牙銀行業9月壞帳率由8月之10.5%續升至10.7%，創歷史新高。
- 20日 △Moody's信評公司將法國長期債信評等，由「Aaa」調降1級至「Aa1」，債信展望維持負向，主要係考量該國經濟前景惡化，導致財政收入充滿不確定性。
- 26日 △歐元區財長與IMF就希臘債務問題達成協議，同意降低希臘貸款利率、延長貸款期限，且ECB將執行證券市場計畫（Securities Market Program）而持有希臘債券之收益退還給希臘，以期在2020年前將希臘政府債務相對GDP之比率降至124%。
- 27日 △OECD之「經濟展望報告」指出，歐元區債務危機及美國財政僵局，是全球經濟活動之兩大威脅，並下修今、明兩年全球經濟成長預測值至2.9%及3.4%。
- 30日 △Moody's信評公司將歐洲穩定基金（ESM）債信評等，由「Aaa」調降1級至「Aa1」，債信展望仍為負向。

民國101年12月份

- 4日 △鑑於就業市場疲軟，礦業榮景消退，加上澳幣升值損及製造與旅遊等行業，澳洲央行將現金利率目標由3.25%降至3%之50年來低點，平2009年金融危機時的低點，且為14個月來第6度降息。
- 7日 △ADB之「亞洲發展展望補充報告」（Asian Development Outlook Supplement）指出，儘管中國大陸經濟回溫，惟歐美經濟疲弱仍拖累全球需求，因此下修2012及2013兩年開發中亞洲經濟成長率預測各0.1個百分點，分別至6.0%及6.6%。
- 13日 △歐盟高峰會決議，自2014年3月1日起，ECB有權直接監理歐元區至少150家資產超過300億歐元的大型銀行。
△歐元集團批准對希臘491億歐元的紓困金，其中343億歐元將於數日後撥付，其餘148億歐元則將於2013年第1季撥付。

- 18日 △標準普爾 (Standard & Poor's) 將希臘長期債信評等由選擇性違約調升6級至 B-，且債信展望為穩定。
△西班牙銀行業10月壞帳率由9月之10.7%升至11.2%，再創歷史新高。
- 19日 △World Bank之「東亞暨太平洋地區經濟半年報」(East Asia and Pacific Economic Update) 指出，受惠於溫和的全球經濟復甦及持續強勁的內需，東亞及太平洋地區開發中經濟體2013年經濟成長率將自2012年之7.5%回升至7.9%。
- 20日 △日本央行進一步寬鬆貨幣政策，將資產購買金額由91兆日圓增加至101兆日圓；無擔保隔夜拆款利率目標值則持續維持於0%~0.1%不變。日本央行並承諾於1個月內檢討是否調升目前1%之通膨目標。

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 (第三十四卷第四期)

發行人：彭淮南
主編：林宗耀
編輯委員：陳一端 林淑華 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 101 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) ◆

是甜頭？還是陷阱

遇到這些情形，請提高警覺：有人以執行公務為理由，要求核對你的個人及帳戶資料；網站客服人員主動通知並指導你操作提款機(ATM)，或被要求辦理解除分期付款；無端接到法院傳票或中獎通知……

小心！這可能是詐騙陷阱，一旦有疑慮，請打 165



行政院
Executive Yuan

165 專線自 93 年 4 月 26 日成立迄 101 年 11 月底止，已接獲 497 萬 3,455 通諮詢電話，有效防堵詐騙，並預防民衆被騙金額已達 103 億 4,469 萬餘元。

更多反詐騙資訊請搜尋



您的關心 讓孩子遠離毒害



許多孩子因為好奇、受幫派勢力或不良同儕影響而誤觸毒品；近來K他命危害校園的情形日漸嚴重，請您多關心孩子的交友情形，讓孩子避免毒品的誘惑及傷害。

戒毒成功專線：0800-770-885

請搜尋  紫錐花運動 |

