

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第36卷第3期

中央銀行 編印

中華民國 103 年 9 月

中央銀行季刊

第36卷 第3期

中央銀行 編印

中華民國 103 年 9 月

中央銀行季刊

目錄 第36卷 第3期

專 載

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

論著與分析

影響我國商品出口變動之因素 — 考量匯率對進口中間財之影響	林 依 伶	3
--	-------	---

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國103年第2季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	31
國際收支	國 際 收 支 科	41
貨幣與信用	金 融 統 計 科	49
金融市場	蔡曜嶺、李岱青 莊萱如、賴翰群	55
國際經濟金融情勢（民國103年第2季）	國 際 經 濟 科	75

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國103年7月至9月）	國 內 經 濟 科	97
國際經濟金融日誌（民國103年7月至9月）	國 際 經 濟 科	101

中央銀行理監事聯席會議決議

(103年9月25日發布)

一、本日本行理事會一致決議：

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

二、本行利率政策主要考量因素如次：

(一) 近期全球景氣雖持續復甦，惟主要經濟體表現不一；其中，美國、英國溫和成長，中國大陸仍緩，歐元區及日本疲弱。由於美國Fed資產購買計畫行將結束、歐洲央行則採行進一步寬鬆貨幣措施，以及地緣政治風險等，國際景氣仍具不確定性，近期國際機構普遍下修本年及明年全球經濟成長率預測值，惟明年將優於本年。

(二) 國內方面，全球景氣和緩擴張可望帶動我國出口成長；惟食安問題衝擊消費信心，將影響民間消費成長，加以民間投資成長可能略緩，主計總處預測本年第4季經濟成長率降為3.08%，全年為3.41%；預期明年全球景氣升溫，國內外需求緩步擴增，經濟成長率將略升為3.51%。

勞動市場方面，由於景氣升溫，就業人數持續增加，1至8月平均失業

率為3.99%，係近6年同期最低。

(三) 受仔豬疫情等供給面因素影響，食物類價格攀高，本年8月消費者物價(CPI)年增率升至2.07%，1至8月平均CPI年增率則為1.39%；主計總處預測全年為1.64%，漲幅尚屬溫和。

展望明年，國際原油及穀物等原物料價格平穩，國內需求緩升，通膨預期溫和，主計總處預測CPI年增率降為1.46%。

(四) 因應景氣復甦，本行透過公開市場操作，彈性調節市場資金，維持銀行超額準備於適中水準，金融業隔夜拆款利率持穩，銀行授信穩定成長，貨幣總計數M2成長率維持於目標區內；本年1至8月平均M2年增率為5.83%。

鑑於全球景氣仍存在不確定性，益以國內產出缺口仍為負值，通膨展望溫和，本行理事會認為維持政策利率不變，有助物價與金融穩定，並促進經濟成長。本行將持續密切注意國內外經濟金融情勢變化，彈性運用貨幣政策及總體審慎政策工具，以達成本行法定職責。

三、上次本行理事會決議加強金融機構房貸

風險控管措施，實施以來，不動產貸款集中度降低，特定地區購屋及高價住宅貸款成數下降，貸款利率上升，有助金融機構健全經營，促進金融穩定。

為促請銀行審慎辦理工業區土地抵押貸款業務，本行前於上年12月督促銀行落實工業區土地抵押貸款之風險控管，經查銀行多已配合訂定自律規範，本年以來，該項貸款成長亦已趨緩。未來本行將持續密切注意銀

行辦理工業區土地抵押貸款情形，並進行專案檢查。

四、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，如遇不規則因素(如短期資金大量進出)及季節性因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不利於經濟與金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

影響我國商品出口變動之因素 －考量匯率對進口中間財之影響*

林依伶**

摘 要

我國為一小型開放經濟體，出口成長深受國外景氣、匯率等因素之影響，惟實證文獻上，匯率或國外所得對我國出口之估計結果，常有不符理論預期之情況，此可能係因我國出口產品所需之原料或中間財具仰賴國外進口之特色，故匯率變動對出口可能帶來正反兩面影響，惟過去國內文獻尚未對此進行研究，故本文嘗試將匯率對廠商進口成本之影響代入出口函數中，使得實證模型除了符合台灣出口模式外，亦具有理論基礎。

本文實證結果顯示：(1) 國外所得變動對我國總出口之影響最大；實質匯率變動對我國出口之正負向效果可能部分抵銷，致其對出口之影響將因此縮小。(2) 影響我國出口變動來源，因出口地區或產品別之不同而有所差異。(3) 我國出口至大陸部分，受大陸及已開發國家景氣波動之影響程度較大，出口至美國則受生產力之影響最大。

* 本文初稿完成於民國103年3月，103年7月修正完稿。本文承蒙嚴副總裁宗大、林處長宗耀、陳局長一端、林副處長淑華、吳副處長懿娟、程研究員玉秀、彭研究員德明、廖副研究員俊男、劉副研究員淑敏、許副研究員碧純與三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，在此亦一併致謝。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四等專員。

壹、前言

台灣為小型開放經濟體，經濟成長主要仰賴出口成長，因此建立一適合描述我國商品出口變動之模型具有一定重要性。惟台灣受制於國內資源有限，出口產品所需之原料或中間財亦極仰賴國外進口，致實證文獻上，匯率或國外所得對我國出口之估計結果，常有不符理論預期之情況(如本國貨幣實質貶值對出口之影響為負向)，因此如何建構一個合適的台灣出口模型有其難度。

文獻上對出口變動之分析多半著重於匯率及國外所得對出口值之影響，亦即由出口之需求面來估計出口函數(如方文碩等人(2005))。惟此估計方法對我國或其他出口生產亦多仰賴進口之國家，匯率彈性之估計值可能存在偏誤，或甚不符理論預期。理由為一國貨幣升(貶)值時，除了使本國出口品價格相對他國之產品價格上升(下降)，而使本國出口下降(增加)外；另一方面亦可能造成進口品價格下降(上升)，使本國廠商生產成本降低(提高)，故而提高(降低)出口品的價格競爭力，促使出口增加(減少)。因此匯率對我國出口之影響除了經由需求面外，亦可能透過供給面之管道來影響，且兩者對出口之影響呈相反方向。

以Thorbecke and Komoto(2010)為例，該文估計8個國家之總出口的國外所得及匯率彈性，其中台灣、菲律賓、馬來西亞及泰國

的實質有效匯率估計係數皆顯示，貨幣實質貶值將使各國出口顯著下降，此與美國、日本等國之貨幣實質貶值將帶動出口上升的情況不同。該文對此結果提出兩種主要解釋，首先，多數亞洲國家之進口品多為出口所需的中間財或原料，因此貨幣貶值將導致廠商對進口品需求下降，進而造成出口下滑。其次，因不同出口產品別或地區別的匯率及國外所得彈性可能不同，導致以總合出口估計而得之彈性值有所偏誤。

根據財政部統計，2012年台灣進口品中，約僅9%屬消費品，其餘則為資本設備(約13%)及農工原料(約77%)，顯示我國進口品多為廠商生產所需。故為將影響出口之供給面因素，包括與匯率有關之進口成本及生產力，納入出口函數中，本文參考Abeyasinghe and Choy(2005)對同屬小型開放經濟體之新加坡，所建立之出口模型，延伸成為適合台灣的出口模型。

此外，若將我國對不同地區(包括中國大陸(含香港，以下簡稱大陸)、東協六國、美國、日本、南韓及德國^{註1})，以及不同產品別(包括機械及電機設備、基本金屬及其製品、塑膠及其製品、精密儀器、化學品^{註2})之出口年增率，以及世界所得^{註3}年增率繪於圖1及圖2，則我國對美國、日本及德國之出口年增率波動性相較於對大陸、東協六國

及南韓出口不僅較低，且與世界所得年增率之相關性不如後三者強烈。而若以圖2不同出口產品別之走勢來看，則我國機械及電機設備與塑橡膠及其製品之出口年增率，與世界所得年增率之相關性略高於其他三項出口品，且波動性較低。

顯見我國對不同地區以及不同產品別之

出口走勢有所差異，故為避免以總出口估計而得之各變數係數估計值有所偏誤，本文另針對不同地區別及產品別之出口模型進行分析，同時鑒於大陸及美國為我國兩大出口國^{註4}，因此亦特別針對我國出口至此兩國之產品別進行實證分析。

圖1 台灣對主要國家之出口及世界所得年增率

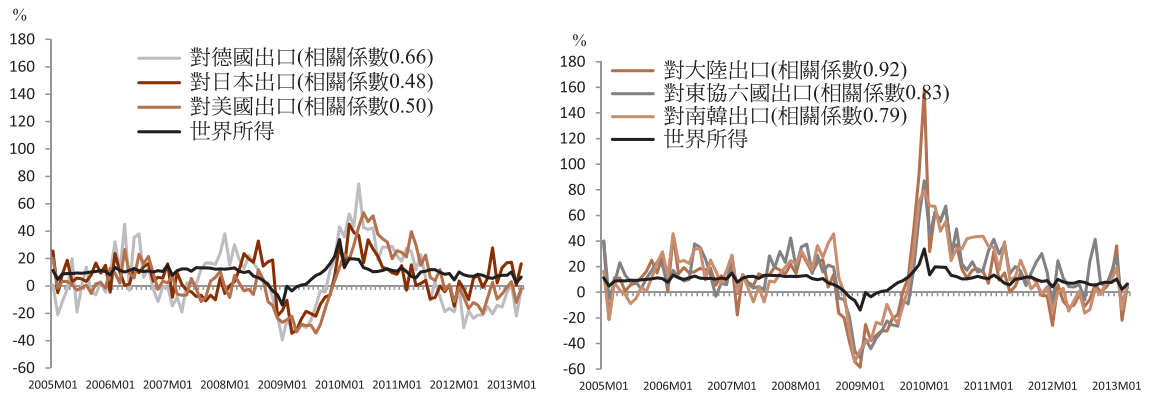
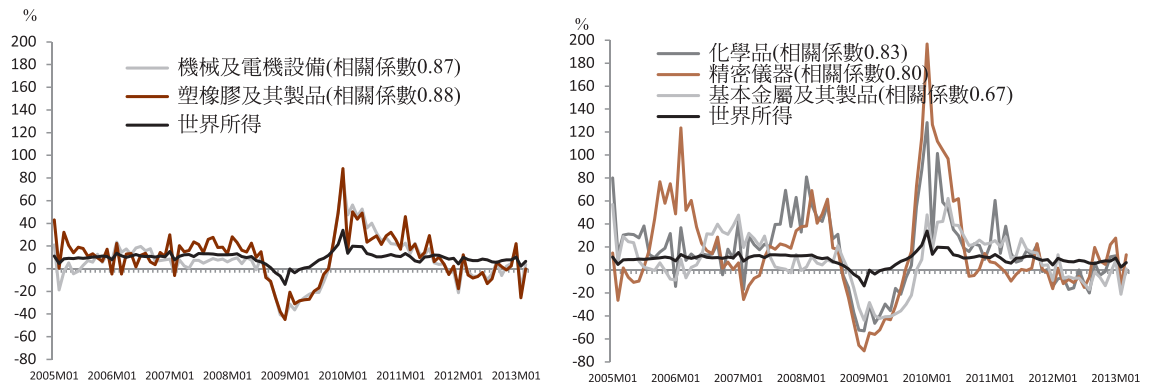


圖2 台灣主要商品出口及世界所得年增率



說明：相關係數為各項出口年增率與世界所得年增率之相關係數。

資料來源：Global Insight及財政部通關統計

本文共分為五個部分，除前言外，第貳部分為文獻回顧，介紹國內外文獻對出口函數之設定方式及估計結果；第參部分為台灣

商品出口模型設定及資料處理；第肆部分為出口模型之實證分析，以共整合分析法估計我國出口之國外所得、實質有效匯率及生產

力之彈性；第伍部分則為結論。

貳、文獻回顧

有關開放經濟體之出口函數設定，或者出口之國外所得及匯率彈性的估計方法^{註5}，目前文獻上多從需求面著手，即將實質出口(rex)設為匯率(e)及國外所得(y^f)之函數，故 $rex = f(e, y^f)$ ，例如Thorbecke and Komoto(2010)、Gruber, *et.al* (2011)、徐千婷(2006)^{註6} 等不勝枚舉。惟此估計方式，易忽

略供給面因素對出口的影響，例如貨幣升貶造成生產成本變動，以及廠商增加資本累積或技術進步等，皆屬供給面因素。上述因素將導致各文獻估得之匯率及國外所得的係數值可能不符理論預期。我們將國內外文獻對我國出口產品與匯率，以及國外所得之實證關係列於表1。

表1 國內外文獻對我國出口函數估計結果

文獻	樣本期間	國外所得係數	匯率係數	說明
方文碩等人 (2005)	1981年1月－ 2004年2月之月資 料	0.41**	-0.49*	採ARCH-M模型估計；此為落後2期之所得及匯率變動對總商品出口變動之影響。
王泓仁 (2005)	1989年5月－ 2003年12月之月 資料	--	-0.999*	以VAR模型估計；此為落後2期之匯率變動對總商品出口之影響，雖作者在模型中有加入國外所得變數，惟未列估計結果。
柯勝揮與江朝宗 (2011)	1990年－ 2009年之季資料	1.848***	0.512 (美)	以VAR分析我國對「美國」商品出口之貿易彈性；此分別為落後5期及6期的商品出口所得及匯率彈性。
Chen, H.C.(2001)	1981年第1季－ 1998年第1季之季 資料	2.60*** (1.15***)	0.13 (美) (-1.48***)(日)	採最小平方方法，此為台灣對「美國」商品出口之所得及匯率彈性，括弧內則為對「日本」商品出口之相關彈性。
Chen, H.C.(2004)	1981年第1季－ 2003年第3季之季 資料	4.592*** (-5.502***)	-1.018*** (美) (-6.143***)(日)	採Johansen共整合分析法，此為台灣對「美國」商品出口之所得及匯率彈性，括弧內則為對「日本」商品出口之相關彈性。
Thorbecke and Komoto(2010)	1981年第1季－ 2008年第3季之季 資料	1.75***	1.12***	採動態最小平方(Dynamic-OLS)之共整合分析法；此為總出口之長期所得及匯率彈性。

說明：1. 表內匯率皆以間接報價表示，即匯率上升(下降)代表新台幣升值(貶值)。估若匯率係數估計值為負數，方符合理論預期。

2. 「*」表示該估計係數在顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

表1結果顯示，柯勝揮與江朝宗(2011)、Chen(2001)與Chen(2004)在匯率或國外所得估計係數上皆出現不符理論預期的情況。另外，各文獻在估計出口函數時，並未針對我國不同出口產品別進行分析。

為考量供給面因素，早期國外文獻如Goldstein and Khan(1978)與Riedel (1988)等，嘗試將出口之供給及需求函數進行聯合估計，以得到出口的相關彈性值。其中Riedel將出口供給設定為進口原料價格、勞工薪資，以及產能成長和技術進步(以趨勢項作為兩者的代理變數)之函數。惟此作法通常不適合小型開放經濟體，因為在廠商為價格

接受者(price-taker)的情況下，僅能由供給面或需求面擇一估計出口函數，否則將有過度認定的問題。

因此，為了將供給面及需求面變數同時加入至出口函數中，且又可達到與個體理論具一致性的要求，Abeyasinghe and Choy (2005)將廠商於生產時，會考量未來需求的多寡進而調整其產能(以資本存量之變動衡量)的概念導入模型中。最後在出口廠商追求利潤極大化的假設下，可得到不同於傳統的出口供給函數，因該函數的解釋變數包含需求面要素，如國外需求及出口價格等。

參、台灣商品出口模型設定及資料處理

為分析近年來影響我國出口變動之主要因素，本文參考Abeyasinghe and Choy (2005)乙文，嘗試設定適合我國之出口函數，並採用共整合分析法，藉以估計我國出口之國外所得及匯率等相關彈性值^{註7}。

一、出口模型設定

國內外文獻對於出口函數的估計多以需求面為主，如Thorbecke and Komoto (2010)，即將實質總合出口之對數值(rex)設定為實質有效匯率($reer$)及主要出口國所得(y^f)對數值之函數，如(1)式：

$$rex_t = \beta_0 + \beta_1 reer_t + \beta_2 y_t^f, \quad (1)$$

其中，理論上 β_1 應小於0，即本國貨幣升值(即 $reer$ 上升)將使出口下降；且 β_2 應大於0，其表示國外所得上升，將帶動外國對本國商品之需求。

然而，台灣係屬小型開放經濟體，出口商品多仰賴進口之原料或中間財，匯率的變動不僅直接影響國外對本國出口商品之需求，亦可能透過進口原料價格間接影響出口。因此，將匯率對進口價格之影響引入台灣出口模型具有一定重要性。故而，本文參考Abeyasinghe and Choy (2005)，假設出口廠商為產品及原料價格之接受者外，另外加入廠商於生產時將考慮未來需求之假設。因

此，在廠商追求終身利潤極大化下，可將出口估計式擴增為同時含有需求面及供給面之變數（有關Abeyasinghe and Choy對廠商出口供給式之推導過程詳見附錄一），亦即：

$$\text{rex}_t = \beta_0 + \beta_1 y_t^f + \beta_2 \Delta k_t + \beta_3 p_t^x + \beta_4 p_t^m + \beta_5 p_t^d + u_t, \quad (2)$$

其中 β_i 為待估參數， $i=0, \dots, 5$ ； Δk 為資本存量之變動，用以反映廠商對未來需求量之預期； p^x 為以本國幣表示之出口價格之對數值； p^m 為以本國幣表示之進口原料價格之對數值； p^d 為國內投入要素價格之對數值； u 則為一服從常態分配的隨機變數。

此外，透過 $p_t^m = p_t^{mf} - e_t^m$ 且 $p_t^x = p_t^{xf} - e_t^x$ ，可將匯率變數引入(2)式中。其中， p^{mf} 及 p^{xf} 分別為以外國幣表示之進口原料價格及出口價格對數值， e^m 與 e^x 皆為採間接報價之匯率對數值（即1單位本國貨幣可兌換多少外國貨幣），惟前者為本國幣相對進口國貨幣之名目匯率，後者為本國幣相對出口國貨幣之名目匯率。

故而，若將(2)式的 p^m 及 p^x 改以外國幣表示，並同Abeyasinghe and Choy (2005)，假設 $\beta_3 + \beta_4 + \beta_5 = 0$ ，則可將估計式調整如下：

$$\begin{aligned} x_t = & \beta_0 + \beta_1 y_t^f + \beta_2 \Delta k_t + \gamma_0 (e_t^x \\ & + p_t^d - p_t^{xf}) + \gamma_1 (e_t^m + p_t^d \\ & - p_t^{mf}) + u_t, \end{aligned} \quad (3)$$

其中， $\gamma_0 = -\beta_3$ ， $\gamma_1 = -\beta_4$ 若將我

國對各國貨幣價格及國外物價，以出口值作為權數進行加權平均，則 $e^x + p^d - p^{xf}$ 可由以出口加權之實質有效匯率指數 (ex_reer) 替代，同樣若以進口值作為權數則 $e^m + p^d - p^{mf}$ 可由 im_reer 替代。故而，可將(3)式進一步化簡如下，以作為本文實證時所採用之估計式：

$$\begin{aligned} rex_t = & \delta_0 + \delta_1 ex_reer_t + \delta_2 im_reer_t \\ & + \delta_3 y_t^f + \delta_4 \Delta k_t + z_t. \end{aligned} \quad (4)$$

其中， z 同樣一服從常態分配的隨機變數。理論上我們可預期 $\delta_1 < 0$ ，即以出口加權之實質有效匯率指數上升，將減少外國對本國商品之需求，進而使出口降低； $\delta_2 > 0$ ，即以進口加權之實質有效匯率指數上升，廠商生產成本下降，提高出口品的價格競爭力，進而帶動出口； $\delta_3 > 0$ ，因國外所得增加時，外國對本國商品需求增加，進而促使出口增加； $\delta_4 > 0$ ，即廠商產能上升亦可帶動出口。由於(4)式將進口成本納入模型估計式中，故相對於(1)式，(4)式應較適合描述台灣的出口模式（仰賴原物料等之進口）。

此模型結構與Greenaway, *et al.* (2010)乙文有類似之處，皆同時編製以出口加權及進口加權之實質有效匯率於同一估計式中，惟Greenaway, *et al.*係探討實質匯率對英國各業別廠商於出口決策及出口銷售額的影響^{註8}。

本文於實證時，主要針對(4)式進行估

計，即探討本國出口與以進、出口加權之實質有效匯率、國外所得及產能之關係。惟因產能(k)指標之月資料取得不易，本文另以勞動生產力(tfp ，以下以生產力稱之)作為產能之代理變數，因生產力之提升與因應未來需求之上升應仍具正相關^{註9}。

此外，根據Thorbecke and Komoto (2010) 指出，估計一國總合出口函數所得之係數估計值可能存在偏誤，因其忽略不同出口類別的國外所得彈性或匯率彈性存在差異性。據此，本文亦對我國不同地區別及產品別出口進行估計。

二、資料來源與說明

本文主要採用財政部海關統計之出口值進行實證；在編製實質有效匯率指數時所採用之物價指數，包括 p^d 、 p^{xf} 、及 p^{mf} ，係

分別以國內、主要進口國及出口國之季調後消費者物價指數^{註10} 作為代理變數；國外所得係以各國季調後工業生產指數作為代理變數，包括：大陸、東協六國、美國、日本、南韓及德國；生產力部分則以不同業別之勞動生產力作為代理變數。估計之樣本期間為2004年1月至2013年3月^{註11}，資料型態為月資料。

以下分別詳細說明模型中使用變數之處理方法及資料來源：

(一) 實質出口

為取得實質總出口，以及不同產品或地區別之實質出口，本文先對各項名目出口值及對應之出口物價指數(兩者皆採美元計價)以X-12-ARIMRA進行季調，而後再將兩者相除以得到實質值^{註12}。各類實質出口之處理方式列於表2。

表2 各類實質出口之處理方式

變數代碼	各類實質出口	變數說明	資料來源
rex	總出口	以季調後之「出口物價指數」對季調後之出口總額進行平減，並取對數。	財部通關統計－國家與貨品交叉分類表(出口額)、主計總處(物價指數)
rex_{ch}	對中國大陸(含香港)出口	以季調後之「出口物價指數」對各國季調後之出口額進行平減，並取對數。	
rex_{asean}	對東協六國出口		
rex_{us}	對美國出口		
rex_{jp}	對日本出口		
rex_{sk}	對南韓出口		
rex_{gm}	對德國出口		
$rex_{capital}$	機械及電機設備出口 (含電子產品、機械、電機產品、資訊與通信產品及家用電器)	以季調後「機器、電機、電視等設備(第16類)」之出口物價指數進行平減，並取對數。	

rex_{metal}	基本金屬及其製品出口	以季調後「基本金屬製工具及其零件」之出口物價指數平減，並取對數。	
rex_{tool}	精密儀器、鐘錶、樂器出口 (文中簡稱為精密儀器)	以季調後「光學、計量、醫療儀器、樂器及其零件(第18類)」之出口物價指數平減，並取對數。	
$rex_{plastic}$	塑、橡膠及其製品出口	以季調後「塑、橡膠及其製品(第7類)」之出口物價指數平減，並取對數。	
$rex_{chemical}$	化學品出口	以季調後「化學或有關工業產品(第6類)」之出口物價指數平減，並取對數。	

表3 各類實質匯率之編製方式

變數代碼	各類實質匯率	變數說明	資料來源
ex_reer	以「出口」加權之實質有效匯率指數	以對大陸、東協六國、美國、日本、南韓及德國(共6個地區且包含11國)之出口值作為權數，將各國實質匯率加權平均，並取對數。實質匯率則為名目匯率及本國季調後CPI相對各國季調後CPI之乘積。	財政部通關統計(進、出口)、中央銀行(各國匯率)、Global Insight(各國消費者物價指數)
im_reer	以「進口」加權之實質有效匯率指數	以對日本、大陸、美國、沙烏地阿拉伯、南韓、澳大利亞、新加坡、馬來西亞及德國(共9國) ^{註13} 之進口值作為權數，將各國實質匯率加權平均，並取對數。	
rer_j	我國與各主要出口地區之雙邊實質匯率指數	以我國對出口地區 j 之匯率(間接報價)經相對季調後CPI平減而得，並取對數。 $j=ch, asean, us, jp, sk, gm$ 。	

(二) 實質有效匯率及雙邊匯率

為分析匯率變動對我國總出口，以及不同地區與產品別出口的影響，本文編製不同的匯率指數，共可歸類為3種(詳見表3)，其編製步驟詳見附錄二。

1. 以出口加權之實質有效匯率指數(即 ex_reer)：此係依我國對主要國家之出口值作為權數，並將我國對各國之實質雙邊匯率(採間接報價)加權平均後而得。

2. 以進口加權之實質有效匯率指數(即 im_reer)：編製方式與 ex_reer 相同，惟

權數部分係以對主要進口國之進口值計算而得，如此得藉由我國對各進口國之匯率變動來反映進口原料成本之變化(我國進口品中將近8成屬農工原料)。Greenaway, *et al*(2010)在編製進口加權之實質有效匯率時，尚參考產業關聯表以納入進口中間財之投入係數(Imported Intermediate Inputs Ratio)^{註14}，此為與本文在編製方法之主要不同處(詳見附錄二)。

3. 對主要出口地區之雙邊實質匯率(即 rer_j)：為分析我國對6個地區之出口變動情

況，故編製我國對各地區之雙邊匯率，並以 為編製國外所得變數，本文將主要國家相對物價指數進行平減而得。 之季調後工業生產指數經加權平均後而得，

(三) 國外所得 其權數為我國對各國之出口值(見表4)。

表4 國外所得之編製方式

變數代碼	外國所得	變數說明	資料來源
y^f	國外所得	以「出口值」作為權數，將各國經季調之工業生產指數加權平均，並取對數。包括大陸、東協六國、美國、日本、南韓及德國。	Global Insight(各國季調後工業生產指數)、財政部通關統計
y_j^f	各地區所得	將 j 地區季調後之工業生產指數取對數。 $j = ch, asean, us, jp, sk, gm.$	

(四) 生產力

由於廠商生產不同產品之生產力可能有所差異，故如同實質匯率編製方法，本文編製不同類別的生產力指數，包括：

1. 不同產品別之生產力指數，係選取對應業別之勞動生產力指數編製而成^{註15}。

2. 不同地區別之生產力指數。係因我國

對不同地區出口之各類產品比重可能有差異，故將各類產品在該區之出口值作為權數，以編製不同地區別之生產力指數。最後

同樣以X-12-ARIMRA進行季調(見表5)。

表5 各類生產力之編製方式

變數代碼	各類生產力	變數說明	資料來源
tfp	總生產力	將季調後「製造業」勞動生產力指數取對數。	主計總處「薪資及生產力」統計月報、財政部通關統計
$tfp_{capital}$	$capital$ 之生產力	以季調後「電子零組件」、「電腦、電子產品及光學製品」、「電力設備」及「機械設備」各類製造業之勞動生產力指數加權平均後，取對數。	
tfp_{metal}	$metal$ 之生產力	將季調後「基本金屬製造業」之勞動生產力指數取對數。	
tfp_{tool}	$tool$ 之生產力	將季調後「其他製造業 ^{註16} 」之勞動生產力指數取對數。	
$tfp_{plastic}$	$plastic$ 之生產力	將季調後「塑膠製品製造業」之勞動生產力指數取對數。	
$tfp_{chemical}$	$chemical$ 之生產力	將季調後「化學製品」製造業之勞動生產力指數取對數。	
tfp_j	依「地區別」編製之生產力	將我國對 j 地區出口之各類產品的生產力加權平均而得，權數係根據各類產品在 j 地區之出口值計算，並取對數。 $j = ch, asean, us, jp, sk, gm.$	

肆、出口模型之實證分析－採共整合分析法

一、總出口模型實證結果

為探討加入進口加權之實質有效匯率(*im_reer*)及生產力(*tfp*)指數，對出口模型實證結果的影響，本文以不同模型設定方式進行比較，估計方法與Abeyasinghe and Choy (2005)相同，皆採Johansen(1988)共整合分析法。若以加入*im_reer*之模型為例，則可將總出口(*rex*)之共整合估計式描述如下：

$$\Delta rex_t = \rho(rex_{t-1} - \theta_0 - \theta_1 ex_reer_{t-1} - \theta_2 im_reer_{t-1} - \theta_3 y_{t-1}^f - \theta_4 tfp_{t-1}) + D_0 + \sum_{i=1}^q D_i \Delta x_{t-i} + \eta_t, \quad (5)$$

其中， x_t 為內生變數向量，即 $x_t = [rex_t, ex_reer_t, im_reer_t, y_t^f, tfp_t]$ ， D_0 為常數項， $D_i (i = 1, \dots, q)$ 矩陣衡量短期

間各變數變動對 *rex* 變動的影響，而落後期數 q 的選取則由BIC(Bayesian Information Criterion；BIC)檢定量選出。 ρ 為誤差修正項之調整係數， $\theta_i (i = 0, \dots, 4)$ 為共整合係數，用以解釋各變數的長期均衡關係。 η_t 則為服從常態分配之殘差值。

本文主要關心各變數之長期共整合關係，藉以估計總出口之國外所得及匯率等彈性值，故於後文實證結果中，將該長期關係式轉換為：

$$rex_t = \delta_0 + \delta_1 ex_reer_t + \delta_2 im_reer_t + \delta_3 y_t^f + \delta_4 tfp_t, \quad (6)$$

而在進行共整合估計前，我們須對相關變數進行單根檢定，其檢定結果列於表6。

表6 ADF單根檢定

變數	水準值	一階差分
<i>rex</i>	-1.50	-11.47***
<i>ex_reer</i>	-0.80	-8.78***
<i>im_reer</i>	-1.47	-9.34***
y^f	-0.35	-14.43***
<i>tfp</i>	-1.17	-5.62***

說明：「*」表示該估計係數在顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

根據各變數水準值的ADF單根檢定結果顯示，各變數皆具有單根之情形，且將其進行一階差分後，所有變數皆不具單根。據此

我們可針對相關變數進行共整合檢定及估計(詳表7與表8)。

表7 出口模型之共整合檢定

	模型(1)		模型(2)		模型(3)		模型(4)	
	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max	trace	λ -Max
$r = 0$	54.67*	28.78*	92.06**	38.17*	56.06	33.47**	43.68**	27.03**
$r \leq 1$	25.89	11.60	53.89	21.80	22.59	11.67	16.65	13.17
$r \leq 2$	14.29	10.58	32.09	17.36	10.91	7.57	3.48	3.48
$r \leq 3$	3.72	3.72	14.74	9.08	3.34	3.34	--	--
$r \leq 4$	--	--	5.66	5.66	--	--	--	--

說明：1. 模型(1)之共整合關係式為： $rex_t = \delta_0 + \delta_1 ex_reer_t + \delta_2 y_t^f + \delta_3 tfp_t$ 。

模型(2)為 $rex_t = \delta_0 + \delta_1 ex_reer_t + \delta_2 im_reer_t + \delta_3 y_t^f + \delta_4 tfp_t$ ；

模型(3)為 $rex_t = \delta_0 + \delta_1 (ex_reer_t - im_reer_t) + \delta_2 y_t^f + \delta_3 tfp_t$ ；

模型(4)為 $rex_t = \delta_0 + \delta_1 (ex_reer_t - im_reer_t) + \delta_2 y_t^f$ 。

2. 若trace檢定與 λ -Max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。

3. r 代表相異的共整合向量之個數，顯著性同表6說明。

表8 總出口模型之共整合關係

被解釋變數 解釋變數	實質總出口(rex)			
	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)
以出口加權實質有效匯率 (ex_reer)	0.689*** (2.555)	-1.134*** (-2.696)	--	--
以進口加權實質有效匯率 (im_reer)	--	1.230*** (2.824)	--	--
調整後實質有效匯率 ($ex_reer - im_reer$)	--	--	-0.911** (-2.059)	-0.251 (-0.521)
國外所得(y^f)	2.040*** (4.855)	1.173*** (3.236)	1.323*** (3.496)	2.969*** (13.477)
生產力(tfp)	0.657*** (2.862)	1.095*** (5.933)	1.020*** (5.221)	--
調整係數	-0.257*** (-2.490)	-0.223** (-2.142)	-0.353*** (-2.944)	-0.320*** (-2.928)

說明：1. 最適落後項的選取係依據各BIC(Bayesian Information Criterion；BIC)檢定量，模型(1)與(3)選取之落後期數為3，模型(2)與(4)之落後期數為2。

2. 調整係數為負表示實質總出口偏離長期均衡時，其會自動調整回復至長期均衡關係。

3. 各模型皆有放置常數項但非本文重點故未列出。括弧內為t值，顯著性同表6說明。

首先，若不加入 im_reer ，即不考慮匯率對進口原料成本之影響時，模型(1)之共整合檢定結果顯示，不論以Johansen提出的跡(trace)檢定或最大特性根(max-eigenvalue，簡稱 λ -Max)檢定，各變數皆只存在一組共

整合關係。惟根據表8之共整合關係估計顯示，實質有效匯率對我國出口影響顯著為正，且匯率上升1個百分點(新台幣升值)將促使出口上升0.689個百分點。此結果與Thorbecke and Komoto(2010)之估計結果相

同，皆不符理論預期。除此之外，國外所得及生產力上升時，對我國出口之影響則皆顯著為正。

其次，相較於模型(1)，加入 *im_reer* 後之模型(2)共整合檢定結果，仍顯示各變數間只存在一組共整合關係。然而其估計結果則為，*ex_reer* 對出口之影響不僅轉為符合理論預期的負向(-1.134)，且呈顯著。而 *im_reer* 對出口之影響則顯著為正，其隱含當新台幣升值帶動進口原料成本下跌時，將

使我國出口上升1.230個百分點。顯示新台幣升值對我國總出口具有正反兩面之影響，且兩者係數之絕對值大小相近。此外，國外所得及生產力上升對出口之影響仍呈顯著為正。

為分析 *ex_reer* 與 *im_reer* 對出口之正反面效果是否顯著不同，我們以最大概似比 (Likelihood Ratio, LR) 統計量檢定(6)式中的 $-\delta_1$ 與 δ_2 兩者係數是否相等，惟檢定結果(見表9)顯示兩者效果並無顯著不同。

表9 LR檢定， $H_0: -\delta_1 = \delta_2$

$$(rex_t = \delta_0 + \delta_1 ex_reer_t + \delta_2 im_reer_t + \delta_3 y_t^f + \delta_4 tftp_t)$$

LR	p-值
0.08	0.78

說明：同表6說明。

因此本文於表8中，另以模型(3)估計我國總出口函數，將匯率變數改為調整後實質有效匯率(即 *ex_reer* - *im_reer*)^{註17}，且模型中各變數亦只存在一組共整合關係。故根據共整合分析結果，在其他條件不變下，若新台幣相對出口國之貨幣(*ex_reer*)實質升值1個百分點，將使我國出口下降0.911個百分點；反之在其他條件不變下，若新台幣相對進口國貨幣(*im_reer*)升值時，將使廠商進口原料成本下降，促使出口上升0.911個百分點。惟因大陸、日本、美國、南韓及新加坡等同時為我國主要出口國及進口國，故此亦隱含實質匯率變動對我國出口之正負向效

果可能相互抵銷，亦即實質匯率對出口之影響將因此縮小。而國外所得之估計係數仍呈顯著，且出口之國外所得彈性值達1.323，影響最大，其次則為生產力，彈性值為1.020。

最後，若不考慮生產力對出口之影響，則模型(4)中的各變數雖仍只存在一組共整合關係，惟估計結果顯示，不僅國外所得對出口之影響明顯大於模型(3)，且實質有效匯率對出口之影響轉為不顯著。此結果與Cheung *et al.*(2010)類似，該文發現若去除供給面因素，可能使國外所得之係數估計值過大而與預期不符。

根據上述分析結果，模型(2)、模型(3)

及模型(4)中各變數雖皆具一組共整合關係，且係數估計值亦大致符合理論預期。惟經LR檢定後，以模型(3)衡量我國總出口函數較模型(2)為合宜，且剔除生產力變數之模型(4)，其國外所得彈性估計值可能過高。因此以下依地區別及產品別區分之出口函數，係皆以模型(3)為基本架構，即以扣除 im_reer 之調整後實質有效匯率、生產力及國外所得作為各類出口之解釋變數。

二、地區別出口模型

我國對不同出口地區之商品出口(rex_j)

函數可表示為：

$$rex_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1(rer_{j,t} - im_reer_t) + \gamma_2 y_{j,t}^f + \gamma_3 tfpj_t, \quad (7)$$

其中， j 表示我國主要出口地區，包括大陸^{註18}、東協六國、美國、日本、南韓及德國，故 rer_j 為新台幣對 j 地區貨幣之實質雙邊匯率指數。而我國對 j 地區出口所需之進口原料，係來自所有主要進口國，故仍須加入 im_reer ，以反映匯率變動對進口原料成本之影響，其餘變數之解釋參見表2至表5。地區別之出口模型估計結果參見表10。

表10 出口模型之共整合關係－不同地區別

被解釋變數 解釋變數	大陸 (rex_{ch})	東協六國 (rex_{asean})	美國 (rex_{us})	日本 ^{註19} (rex_{jp})	南韓 (rex_{sk})	德國 (rex_{gm})
調整後雙邊實質匯率 ($rer_j - im_reer$)	-2.320 (-0.854)	-0.228 (-0.615)	-1.307*** (-5.414)	0.274 (0.374)	-0.019 (-0.236)	-4.298*** (-4.451)
各地區所得 ($y_{j,t}^f$)	0.635*** (3.556)	1.515*** (7.561)	-0.124 (-0.440)	0.978*** (2.986)	1.562*** (13.323)	-1.186 (-1.023)
生產力 ($tfpj$)	0.826 (1.166)	0.163 (0.970)	2.004*** (8.574)	2.077*** (6.641)	0.091 (0.535)	6.304*** (5.943)
調整係數	-0.002 (-0.161)	-0.383*** (-2.986)	-0.170*** (-2.548)	0.016 (0.287)	-0.556*** (-4.771)	-0.005*** (-0.258)
出口比重(%)	39.94	15.31	12.56	6.75	3.55	2.21
共整合檢定	0	0	0	0	0	0

說明：1. 出口比重為2004年1月至2013年3月我國對各國出口占總出口之平均比重。

2. 括弧內為t值，顯著性同表6說明。

3. 共整合檢定中，「O」表示根據跡檢定或最大特性根檢定結果為只有一組共整合關係，「X」則表示無共整合關係，或有大於一組以上之共整合關係^{註20}。

根據表10之結果顯示：

(一) 新台幣相對他國貨幣之調整後實質匯率變動 ($rer_j - im_reer$)，對我

國出口至美國及德國具顯著的負向影響，且匯率彈性值皆大於1。惟對大陸、東協六國、南韓，以及日

本出口之匯率係數則不顯著，尤其匯率對我國出口至日本之影響為正向。此可能係因日本為我國最大進口國，故當新台幣相對日圓升值(rer_{jp} 上升)時，將帶動原料及中間財之進口價格下跌，降低廠商生產出口品之成本，進而促使出口上升。

(二) 國外所得部分，我國對美國及德國出口之國外所得係數皆不顯著，且為負向。可能原因為，兩國所得走勢與生產力具有一定程度的共線性^{註21}，導致國外所得之估計係數不顯著。除此之外，我國對大陸、東協六國，以及南韓之出口變動，則主要受各國所得變動之影響，顯示我國對大陸、東協六國及南韓之出口，受該國景氣波動影響甚為明顯(此亦與圖1具一致性)。

(三) 生產力提升對於我國出口至美、日、德的影響最為顯著，此可能因過去已開發國家對高階商品需求成長快速，故生產力亦為影響我國出口變動之重要因素。

三、產品別出口模型

依不同產品別區分之商品出口函數(rex_i)可表示為：

$$rex_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1(ex_reer_t - im_reer_t) + \gamma_3 y_t^f + \gamma_4 tfp_{i,t}, \quad (8)$$

其中， i 表示不同產品別，本文選取出口比重前五大之產品，依序為機械及電機設備、基本金屬及其製品、精密儀器、塑橡膠及其製品，以及化學品。而 tfp_i 則為 i 類商品所對應之生產力。表11為以產品別區分而得之出口模型實證結果。

表11 出口模型之共整合關係－不同產品別

解釋變數 \ 被解釋變數	機械及電機設備 ($rex_{capital}$)	基本金屬及其製品 (rex_{metal})	精密儀器 (rex_{tool})	塑橡膠及其製品 ($rex_{plastic}$)	化學品 ($rex_{chemical}$)
調整後實質有效匯率 ($ex_reer - im_reer$)	-0.991 (-1.408)	-4.559 (-0.593)	-1.812 (-0.112)	-1.896*** (-2.985)	-0.040 (-0.012)
國外所得 (y^f)	1.558*** (2.971)	1.229** (2.366)	0.626 (0.767)	0.364*** (10.882)	0.463** (2.108)
生產力 (tfp_i)	1.215*** (5.439)	2.436* (1.675)	2.607*** (3.059)	1.001*** (5.538)	2.656*** (11.635)
調整係數	-0.289*** (-3.652)	-0.003 (-0.280)	-0.005 (-0.460)	-0.475** (2.452)	-0.079*** (-2.862)
出口比重(%)	57.57	10.11	7.92	7.76	6.32
共整合檢定	0	0	0	0	0

說明：1. 出口比重為2004年1月至2013年3月對各類產品出口占總出口之平均比重。

2. 括弧內為t值，其餘同表10之說明。

根據表11結果顯示：

- (一) 實質有效匯率的變動，對塑橡膠及其製品之出口影響為負向且顯著。除此之外，匯率對其他產品皆無顯著影響。
- (二) 機械及電機設備、基本金屬及其製品、塑橡膠及其製品，以及化學品之國外所得係數皆顯著為正，且前兩項產品之彈性值高於1，顯示這兩類產品之出口變動，深受我國主要出口國之經濟成長變化所影響。
- (三) 生產力為前五大產品出口之主要影響因素，且彈性值皆大於1，亦驗證提升生產力對促進我國商品之出口具有一定重要性。

綜合言之，我國出口之實質匯率、國外所得及生產力彈性值，將因出口地區別或產品別之不同而有所差異。

四、總出口及各類出口實證之穩健性分析－DOLS共整合估計法

根據前文之總出口、地區別，以及產品別分類之各類出口產品的共整合檢定結果，皆顯示僅有一組共整合關係。因此，本文另嘗試以動態最小平方 (Dynamic Ordinary Least Squares，以下簡稱DOLS^{註22})估計法，估計上述總出口及各類出口與實質有效匯率、國外所得及生產力之長期關係，以作為採VECM^{註23} 估計結果之穩健性分析。以表

8總出口模型(3)為例，可將其估計式描述如下：

$$rex_t = \sigma_0 + \sigma_1(ex_reer_t - im_reer_t) + \sigma_2 y_t^f + \sigma_3 tfp_t + \sum_{i=-q}^q D_i \Delta x_{t-i} + u_t, \quad (9)$$

其中 $\sigma_i, i=0, \dots, 3$, 及 D_i 皆為待估參數， q 為落後期數(故 $-q$ 為領先期數)， $x_t = [ex_reer_t - im_reer_t, y_t^f, tfp_t]$ ，估計結果則列於附錄三中。

結果顯示，採用DOLS估計法所得之總出口實證結果，大致與採VECM之結果一致(詳附錄三之附表1)。即在不加入 im_reer 的情況下(模型A(1))， ex_reer 對出口的影響將呈不合理論預期之正向。惟若加入 im_reer ，將使 ex_reer 係數估計值轉為顯著為負(模型A(2))。若以模型A(3)來看，出口的國外所得彈性值達1.074，仍高於生產力的0.980及實質有效匯率的0.799(取絕對值)。而若去除生產力對出口之影響(模型A(4))，則同樣可能出現國外所得彈性值高估之情況。

至於地區別之出口模型部分(詳附錄三之附表2)，主要影響我國對大陸、東協六國及南韓出口變動之因素，仍為各國之經濟情況；而影響我國對美國及德國出口之變數，仍以生產力為主(因估計係數絕對值最大)，惟對日本出口之各項變數的係數值轉呈不顯著。產品別部分(詳附錄三之附表3)，機械及電機設備，以及基本金屬及其製品之國外所

得彈性值仍呈最大，且生產力仍為影響我國化學品出口變動之主要因素，塑橡膠及其製品，以及精密儀器則受匯率之影響較大。

故而除了對日本出口，以及基本金屬及

其製品之出口實證結果與採VECM之估計結果差異較大外，總出口及其餘各類出口之估計結果皆具實證上的穩健性。

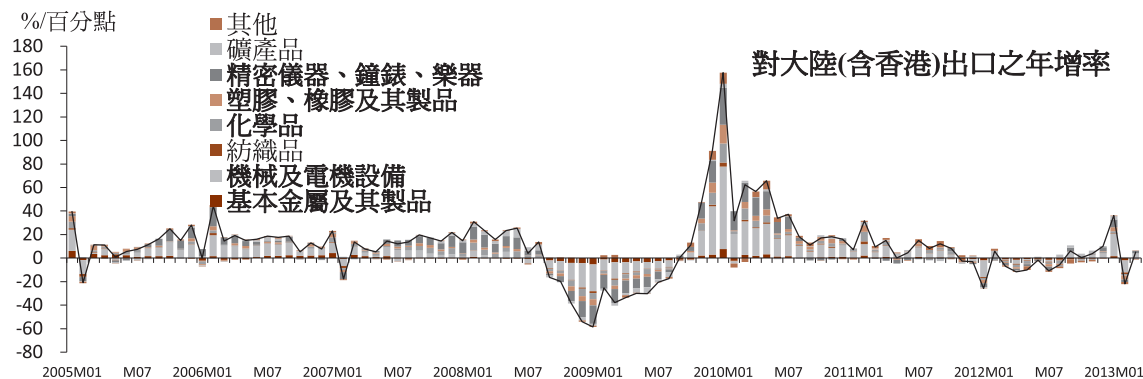
伍、我國對大陸及美國產品別出口函數之實證分析

由於我國對大陸及美國之出口占總出口比重各約40%及13%，兩者合計超過總出口之一半，因此分析我國對大陸及美國出口之變動因素有其重要性。依據表10，本文已初步估得對大陸、美國等主要國家之出口函數，故於本節，將針對我國對兩國出口之不同產品別進行實證分析(採Johansen共整合分析法)。此外，考量我國對大陸之出口亦可能受美國、日本、歐洲等已開發國景氣波動之影響，故亦嘗試擴充對大陸出口之模型設定。

一、對大陸產品別實證分析

根據圖3，近年來影響我國對大陸出口變動之主要商品來源為，機械及電機設備、精密儀器、化學品、塑橡膠與基本金屬及其製品，合計占對大陸出口之比重約為9成。以2010年為例，我國對大陸出口年成長(美元計價)達37.10%，其中上述五種商品即分別各貢獻了17.49、7.63、3.69、3.57、及1.42個百分點(合計達33.79個百分點)。

圖3 我國對大陸出口年增率及各組成商品之貢獻度



資料來源：財政部通關統計

另根據Thorbecke and Komoto (2010)指出，過去我國生產之電子產品多屬技術密集之中間財，主要銷往大陸及東協國家，隨後再由大陸及東協各國進行組裝後，再出口至歐、美、日等已開發國家。因此我國出口至大陸之商品需求變動來源，除了來自大陸本身的景氣波動外，也可能受到最終商品出口國(如美、歐、日等已開發國家)的景氣波動所影響。故而，我國對大陸各類商品出口模

型之設定，可擴充如下式：

$$rex_{ch,i,t} = \gamma_0 + \gamma_1(rex_{ch,t} - im_reer_t) + \gamma_2 y_{ch,t}^f + \gamma_3 y_{dep,t}^f + \gamma_4 tfp_{i,t} \quad (10)$$

其中， y_{dep}^f 為已開發國所得^{註24}， i 為不同出口產品別，故 $rex_{ch,i}$ 為我國對大陸之 i 類商品實質出口， rex_{ch} 為新台幣相對人民幣之實質雙邊匯率，其餘變數說明與(8)式相同。將(10)式估計結果列於表12。

表12 對大陸主要出口產品別之共整合關係

被解釋變數 解釋變數	對大陸總出口	機械及 電機設備	精密儀器	塑膠膠及 其製品	化學品	基本金屬及 其製品
實質匯率 ($rer_{ch}-im_reer$)	-0.158 (-0.310)	-0.124 (-0.279)	-2.959 (-0.469)	-1.179** (-2.133)	1.239 (1.351)	0.068 (0.078)
大陸所得 (y_{ch}^f)	1.301*** (3.069)	0.343*** (2.989)	1.867** (2.291)	1.084*** (2.703)	1.959** (2.222)	2.991*** (3.869)
已開發國家所得 (y_{dep}^f)	0.979*** (3.925)	1.072*** (6.482)	1.089 (0.379)	0.222 (0.996)	-0.445 (-0.890)	0.876 (1.285)
生產力 (tfp_i)	-0.009* (-1.901)	0.631*** (3.831)	-0.617 (-0.168)	1.033*** (4.292)	1.595*** (2.835)	0.527 (1.189)
調整係數	-0.280*** (-3.029)	-0.644*** (-4.694)	-0.051* (-1.958)	-0.216 (-1.031)	-0.723*** (-4.268)	-0.222 (-1.516)
占我國對大陸總出口 比重(%)	100	47.03	15.37	9.54	8.53	7.99
共整合檢定	o	o	o	o	o	o

說明：1. 各產品別之實質出口取得方式如同表2之說明。

2. 括弧內為 t 值，其餘同表10之說明。

根據表12顯示：

(一) 根據對大陸總出口之估計結果，已開發國家之所得彈性值(0.979)雖略低於大陸本身所得彈性(1.301)，惟其係

數估計值仍呈顯著，顯示已開發國家之景氣波動對我國出口至大陸具一定影響。此外，加入已開發國所得後，實質匯率對出口之影響仍維

持不顯著，然而生產力雖轉為顯著為負，惟其彈性值接近於零^{註25}。

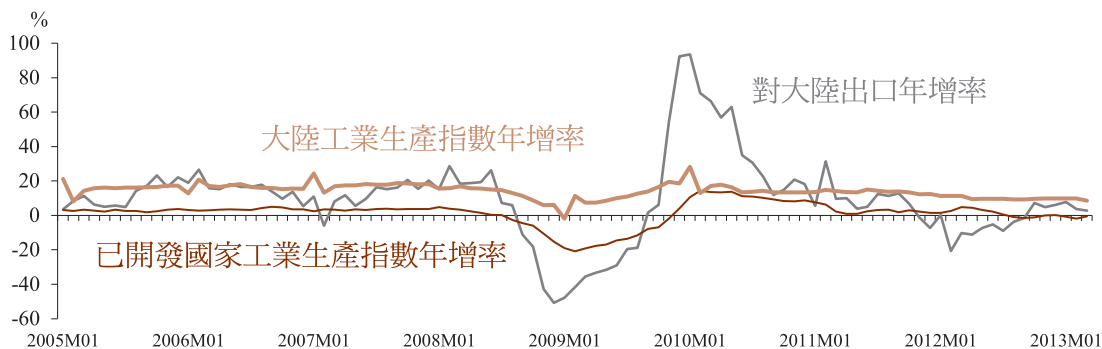
(二) 若進一步按產品別區分，對大陸之機械及電機設備出口變動，除明顯受已開發國家景氣波動影響外，亦顯著受大陸所得及生產力影響，惟後兩者影響力相對較小，實質匯率係數則不顯著。

(三) 對大陸之精密儀器、化學品、基本金屬及其製品之出口，則主要受大陸所得變動影響(彈性值最大)；塑

橡膠及其製品之實質匯率、大陸所得與生產力彈性值皆略高於1，且顯著。

故而，相較於大陸經濟多呈快速且穩定之成長，然而本國對大陸出口波動大，原因之一可能與出口至大陸之商品多屬中間財，因此出口多寡亦受歐、美、日等先進經濟體之景氣波動所影響。此情形除了可由本模型實證結果來佐證外，亦可藉由圖4來說明，即我國對大陸出口年增率與已開發國家及大陸所得同樣具一定相關性^{註26}。

圖4 我國對大陸出口與各國景氣波動情況



說明：各變數皆為季調後資料。

資料來源：Global Insight及財政部通關統計

二、對美國產品別實證分析

根據圖5，近年來我國對美國出口變動較大之主要商品為，機械及電機設備、基本金屬及其製品、塑橡膠及其製品、車輛、船舶等有關運輸設備，以及化學品，合計占出口比重約為8成。以2010年為例，我國對美國出口年成長(美元計價)達33.60%，其

中上述五種商品分別各貢獻20.17、5.18、2.19、1.12及1.12個百分點(合計達29.78個百分點)。我國對美國出口模型之設定，可如下式說明：

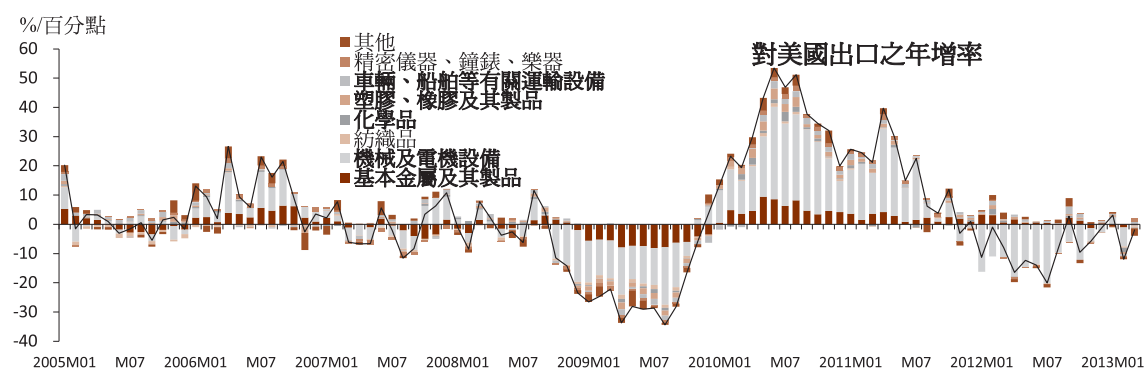
$$rex_{us,i,t} = \gamma_0 + \gamma_1(rer_{us,t} - im_reer_t) + \gamma_2 y_{us,t} + \gamma_3 t f p_{i,t} \quad , \quad (11)$$

其中， $rex_{us,i}$ 表示我國對美國 i 類商品

之實質出口， rer_{us} 為新台幣對美元之實質雙邊匯率。由於對美國總出口之實證結果已

於表10中說明，故將我國對美國各類商品之出口模型實證結果列於表13。

圖5 我國對美國出口年增率及各組成商品之貢獻度



資料來源：財政部通關統計

表13 對美國主要出口商品類別之共整合關係

被解釋變數解釋變數	機械及電機設備	基本金屬及其製品	車輛、船舶等有關運輸設備	塑膠、橡膠及其製品	化學品
實質匯率 (rer_{us-im_reer})	-1.724*** (-2.810)	0.351 (-1.261)	0.199 (0.582)	-0.081 (-0.321)	-0.750 (-0.804)
美國所得 (y_{us}^f)	-0.674 (-1.656)	2.042*** (3.553)	0.692** (2.268)	1.430*** (4.747)	-0.301 (-0.496)
生產力 (tfp_i)	2.725*** (8.427)	0.625 (1.515)	1.083*** (4.145)	1.191*** (3.983)	1.048*** (2.747)
調整係數	-0.319*** (-3.573)	-0.394*** (-3.701)	-0.719*** (-4.786)	-0.302*** (-3.962)	-0.444*** (-4.520)
占我國對美國總出口比重(%)	53.36	14.03	7.40	5.71	2.10
共整合檢定	0	x	0	0	0

說明：1. 實質運輸設備之取得，係以季調後「運輸工具」之物價指數平減後取對數。其餘各產品別之實質出口取得方式與表2相同。

2. 實質運輸設備之生產力，係採「運輸工具製造業」之勞動生產力，作為代理變數。

3. 括弧內為t值，其餘同表10之說明。

其結果顯示：

(一) 我國對美國之機械及電機設備出口，受該類商品之生產力與實質匯率變動所影響，且皆具顯著性。若以彈性值來看，以生產力之影響最

大。顯示廠商藉由強化產品之生產技術或產能以提高生產力，將有助於提升我國對美國出口之成長動能。

(二) 其餘商品出口部分，車輛、船舶等

有關運輸設備，以及塑橡膠及其製品明顯受美國所得及生產力影響；化學品則主要受生產力影響；而基本金屬及其製品之出口僅受美國所得影響，惟其與各解釋變數間的整合關係不顯著。

故若依產品別比較我國對大陸及美國出口之估計結果，以同屬兩國之最大宗出口商品—機械及電機設備^{註27}來看，先進經濟體之景氣波動為影響我國對大陸出口之主要因

素，彈性值達1.072，生產力對其影響雖顯著，惟彈性值小於1。此可能係因，我國出口至大陸商品之機械及電機設備，多屬電子零組件，故其出口變動受各國景氣波動影響程度較大。然而，對美國之機械及電機設備出口，則以生產力為主要影響因素，且彈性值達2.725，推測可能原因為我國出口至美國商品部分，資通訊產品比重亦高，導致生產力為影響出口變動之主因。

陸、結論

鑒於我國出口極須仰賴進口原料之特色，本文參考Abeyasinghe and Choy (2005)乙文之設定，將匯率對廠商進口成本之影響代入出口函數中，促使實證模型除了符合台灣出口模式外，亦具有理論基礎。同時，為避免以總出口估計之各項彈性值有所偏誤，我們亦針對不同出口產品別及地區別進行實證，尤其深入探討我國兩大出口國—大陸及美國之出口變動因素。謹將本文實證結果簡述如下：

一、實質匯率變動對我國總出口具正反兩面影響，且我國總出口變動受國外所得及生產力影響較大：根據實證結果顯示，新台幣相對進口國貨幣升值，將使廠商進口原料成本下降，帶動出口上升；反之，新台幣相對出口國貨幣升值時，將

使國外對我國出口需求下降。故實質匯率變動對我國出口具正反兩面影響，且兩者效果無顯著差異，彈性值(取絕對值後)皆為0.911。此外，實質總出口之國外所得及生產力彈性值則分別為1.323及1.020。

二、影響我國出口變動來源，因出口地區或產品別之不同而有所差異。就出口地區別而言，生產力提升對我國出口至美國、日本及德國之影響最為明顯；對大陸、東協六國及南韓之出口則主要受各國經濟成長所影響。就產品別而言，機械及電機設備，以及基本金屬及其製品之出口主要受生產力及國外所得影響；塑橡膠及其製品則受實質匯率影響較大；精密儀器與化學品之出口成長，則

主要由生產力提升所驅動。

三、我國出口至大陸之商品部分，電子零組件等中上游產品比重高，故主要商品出口變動受大陸及已開發國家景氣波動之影響程度，較實質匯率或生產力為大。

至於出口至美國之商品部分，資訊與通信等過去需求快速成長之高階產品比重亦高，故而生產力為影響對美國出口變動之主因。

附 註

- (註1) 以2012年為例，我國對大陸出口占總出口比重為39.4%，對東協六國為18.5%，對美國為11.0%，對日本為6.3%，對南韓為3.9%，對德國則為1.9%，合計達81.0%。
- (註2) 以2012年為例，我國對5類商品出口占總出口比重依序為46.1%，9.3%，8.0%，7.8%及6.9%，合計達78.1%。
- (註3) 本文係以我國對主要國家之出口值作為權數，將各國季調後工業生產指數加權而得，詳見本文第參章的資料說明。
- (註4) 自2007年以來，我國對東協六國(包括泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓、新加坡及越南)之年出口值超過對美國之出口值。惟因我國對東協出口產品特性與大陸類似，故對大陸之實證結果應亦可多少反映我國對東協出口之變動因素。故本文挑選美國而非東協六國，進行細項出口產品別之實證分析。
- (註5) 國內外文獻亦常探討匯率波動對出口的影響，且匯率波動帶來風險可能降低廠商生產意願，故應屬於供給面因素，惟本文主要著重於出口之國外所得、匯率及生產力彈性的估計，故匯率波動對出口之影響非本文主要討論範疇。
- (註6) 惟徐千婷(2006)並未對出口之國外所得及匯率彈性進行估計，而僅進行衝擊反應函數之分析。
- (註7) 本文所指之彈性值係皆為估計係數之絕對值，以利比較國外所得、匯率及生產力對出口影響之大小。
- (註8) 其實證結果指出，考量進口加權之匯率變動後，匯率對英國各類廠商不論在出口決策或出口銷售額之影響，與以出口加權之匯率變動之影響，幾乎抵銷，導致匯率對英國廠商出口幾無影響。
- (註9) Abeyasinghe and Choy (2005)乙文係以資本存量之變動作為衡量生產能力之代理變數，然因本文係採月資料關係，故以勞動生產力作為代理變數，其中勞動生產力的成長來源一般可分為，資本累積及技術進步，故生產力變動與資本存量之變動具有正相關。
- (註10) 相關文獻上，Thorbecke and Komoto (2010)及方文碩等人(2005)，亦皆採用以CPI編製而成的實質有效匯率指數進行實證。惟Abeyasinghe and Choy (2005)係以新加坡出口物價指數、進口原料價格指數、製造業成本指數分別作為以星幣表示之出口物價(p^x)、進口物價(p^m)及國內物價(p^d)之代理變數。然而，一方面，因本文實質出口係以出口物價指數進行平減，故為避免共線性問題，皆以季調後消費者物價指數(CPI)編製實質有效匯率指數。而Abeyasinghe and Choy之實質出口資料來源，係直接採取新加坡統計局公布之固定基期計價之非石油類的國產品出口(NODX)值，故與 p^x 之共線性問題較小。另一方面，係因大部分國家皆有公布季調後CPI，反之如生產者物價指數等季調後資料則未公布。
- (註11) 因財政部公布之地區別及產品別(國家與貨品交叉分類表)資料起始點為2004年1月，且前述資料皆僅有美元計價，故本文所採之各類出口值資料亦皆為美元計價。
- (註12) 本文不採新台幣計價之出口與物價指數，係因財政部僅公布以美元計價之國家與出口貨品交叉分類資料，故採美元計價之出口物價平減美元計價之出口值，以得到實質出口。另一方面，又因財政部僅公布近期之季調後總進、出口資料，故本文以X-12-ARIMA處理各類出口之季節因子及農曆春節等移動節日因子。

- (註13) 我國自東協六國之進口主要集中於新加坡、馬來西亞及印尼(惟印尼之進口額低於德國)，不似對東協六國之出口，除對新加坡出口較多外，對其餘5國之出口相對較平均，故在計算 im_reer 時，僅列計新加坡及馬來西亞。
- (註14) Greenaway, et al(2010)實證樣本期間為1989年至2004年，採年資料，且在實證時係假設各年的進口中間財投入係數為「固定常數」，以使匯率為影響 im_reer 變動之唯一來源。而本文因採月資料，且我國產業關聯表最新資料目前僅為2006年，加以本文出口係按產品別而非業別區分，故未考量進口中間財之投入係數。
- (註15) 由於主計總處僅公布不同業別之勞動生產力(月資料)，故本文以此作為衡量各類產品別生產力之代理變數。
- (註16) 根據經濟部資料，其他製造業係包含樂器、眼鏡、醫療器材及用品及其他未分類製造業等。
- (註17) 根據Abeyasinghe and Choy (2005)之實證結果顯示，以星幣表示之出口物價對數值(p^s)與進口原物料價格之對數值(p^m)，對新加坡非石油類之出口影響大小相近，惟方向相反，故於後續估計時，亦以 $p^m - p^s$ 作為出口之解釋變數。而 p^s 又為外國幣表示之出口物價對數值(p^{sf})及匯率對數值(e)之差(即 $p^s = p^{sf} - e$)，同樣的 $p^m = p^{mf} - e$ ，故其結果亦隱含 ex_reer 與 im_reer 對新加坡非石油類之出口影響係數，於取絕對值後相近。
- (註18) 由於香港占台灣出口比重約達20%，為我國重要的出口貿易地區，惟其缺乏工業生產指數月資料。然考量香港具轉口貿易(即對曾輸入香港之商品不經加工等直接出口至其他地區)之特色，以2012年全年為例，其轉口貿易占總進口額達86%，且轉口之目的地多為中國大陸(占轉口總額的62%)，故本文將我國對中國大陸及香港之出口合計進行估計，所得編製上雖僅考量中國大陸的工業生產指數，惟應仍可捕捉國外景氣波動對我國出口至香港的影響(資料來源:香港統計月刊(2013年6月))。
- (註19) 本文估計對日本出口之調整係數不顯著異於0，其隱含該出口偏離長期均衡時，對出口之短期變動並無顯著影響。
- (註20) 根據Johansen and Juselius (1990)指出，當共整合檢定結果顯示僅有一組共整合關係時，則可直接將此一組估計係數認定為變數間的長期關係，惟若檢定結果有大於一組以上共整合關係時，則難以對此2組以上共整合向量賦予經濟意義上的解釋。
- (註21) Cheung et al(2009)及Thorbecke and Komoto(2010)皆發現加入供給面因素(以資本存量作為代理變數)後，可能使國外所得係數呈不顯著，或甚至顯著為負的情況。此可能係因資本存量變動或勞動生產力之變動與本國經濟情況具明顯正相關，而小型開放經濟體之景氣波動又深受國外景氣所影響，故導致供給面因素與國外所得具共線性。惟Cheung et al.考量不加入供給面變數，將使國外所得係數高估，故而認為仍需加入供給面因素。
- (註22) DOLS係在迴歸式加入各變數的領先與落後的差分項來解決殘差項的序列相關與內生性。
- (註23) VECM為共整合估計法，係針對「系統性(system)」估計式採用最大似法進行估計。而DOLS則僅針對單一方程式估計主要變數間的長期關係(故使用此方法之前提假設為各變數僅存在一組共整合關係)，屬共整合估計法之一。
- (註24) 係以Global Insight 發布之先進國家(Advanced Economies)的季調後工業生產指數作為代理變數。
- (註25) 此可能係因生產力與大陸所得或已開發國所得之間存在共線性，致估計係數不符理論預期。
- (註26) 對大陸出口年增率與已開發國所得年增率之相關係數為0.68，與大陸所得年增率相關係數則為0.69。
- (註27) 根據財政部資料，機械及電機設備項下又包含5種項目，包括電子產品、機械、電機產品、資訊與通信產品，以及家用電器。

參考文獻

中文文獻

- 王泓仁 (2005), 「台幣匯率對我國經濟金融活動之影響」, 《中央銀行季刊》, 27卷1期, 頁13-45。
- 方文碩、張倉耀和葉志權 (2005), 「匯率貶值及其風險與出口」, 《經濟研究》, 41卷1期, 頁105-139。
- 徐千婷(2006), 「匯率與總體經濟變數之關係：台灣實證分析」, 《中央銀行季刊》, 28卷4期, 頁13-42。
- 柯勝揮與江朝宗(2011), 「實質所得、相對價格、匯率與國際貿易之動態關聯分析－以台灣對美日貿易為例」, 《貿易調查叢刊》22：2 (2011), 75-100。

英文文獻

- Abeyasinghe, T., and K. M. Choy (2005) “Modelling Small Economy Exports: The Case of Singapore”, SCAPE Working Paper 2005/01.
- Chen, H. C. (2001), “Taiwan’s Exports and Trade Imbalance Against US and Japan: An Empirical Analysis”, *Applied Economics*, 33, pp. 1283-1287.
- Chen, H. C. (2004), “Taiwan’s Trade Imbalance: an Empirical Investigation”, International Symposium on Foreign Trade, FDI, and Industrial Development.
- Cheung, Y.-W., M. Chinn, and E. Fujii (2009) “China’s Current Account and Exchange Rate”, *National Bureau of Economic Research (NBER) Working paper* 14673. Cambridge, MA: NBER.
- Goldstein, M. and M. S. Khan (1978) “The Supply and Demand for Exports a Simultaneous Approach”, *Review of Economics and Statistics*, 60, pp. 275-286.
- Greenaway, D., Kneller, R., Zhang, X. (2010), “The Effect of Exchange Rates on Firm Exports: The Role of Imported Intermediate Inputs”, *The World Economy*, 33(8), 961-986.
- Gruber, J.W., Filippo di M., Mauro, B. S. and Z. Nico (2011) “Where are Global and U.S. Trade Heading in the Aftermath of The Trade Collapse: Issues and Alternative Scenarios”, *International Finance Discussion Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 2011.
- 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.
- Riedel, J.(1988), “The Demand for LDC Exports of Manufactures: Estimates from Hong Kong”, *The Economic Journal*, 98, pp. 138-148.
- Thorbecke, W. and G. Komoto (2010), “Investigating the Effect of Exchange Rate Changes on Transpacific Rebalancing”, ADBI Working Paper Series No.247.

附錄一 引入進口成本之出口函數推導

Abeyasinghe and Choy(2005)乙文假定一國廠商所面對的利潤極大化問題及限制式如下：

$$\sum_{i=0}^{\infty} (1 + \rho)^{-i} \{P_{t+i}Q_{t+i} - c_1Q_{t+i}^2 - c_2(U_{t+i} - c_3N_{t+i})^2\}, \quad (A.1)$$

s.t

$$U_t = U_{t-1} + N_t - Q_t。$$

其中， ρ 為折現率； P 為產品價格； Q 為生產量； N 為產品之訂單量； U 則為實際產量與訂單量之差距。故限制式主要說明，本期 U 等於上一期末滿足之訂單量(U_{t-1})，加上本期的新的訂單量(N_t)與實際

生產量(Q_t)之差距。 c_1 及 c_2 為生產成本之參數，此參數值分別與投入要素價格與勞工薪資等，以及廠商未滿足訂單要求所延伸之成本有關。 $U_{t+i} - c_3N_{t+i}$ 為實際未滿足訂單量(U_{t+i})與廠商目標量(U_{t+i}^*)之差距，且 $U_{t+i}^* = c_3N_{t+i}$ ，此隱含受國外需求波動(N_{t+i})的影響，實際未滿足訂單量可能小於目標量，導致廠商之收益減少或商譽受損等，故此為廠商需面對的生產成本之一，且 c_3 為一固定常數值。

為求得每一期最適的 Q 及 U ，於限制式下極大化式(A.1)，可得下列的關係式(詳細推導過程見Abeyasinghe and Choy乙文)：

$$\begin{aligned} Q_t = & \lambda Q_{t-1} + \frac{P_t}{2(c_1 + c_2)} + \frac{\lambda P_{t-1}}{2(c_1 + c_2)} \\ & + \frac{c_2\{1 - c_3 - \lambda(1 - \rho)^{-1}[1 + \lambda(1 + c_2c_3/c_1)]\}}{c_1 + c_2} N_t \\ & + \frac{\lambda c_2 c_3(1 + c_2/c_1)}{c_1 + c_2} N_{t-1} \\ & + \frac{c_2\left[\lambda\left(1 + \frac{c_2c_3}{c_1}\right) - 1\right]}{c_1 + c_2} \sum_{i=0}^{\infty} [\lambda(1 + \rho)^{-i}]^{i+1} N_{t+i} \quad \circ \quad (A.2) \end{aligned}$$

其中， N_{t+i} 可由產能(K_t)作為代理變數，因廠商需預期未來需求量以決定產能的擴張程度。若假設 $c_2/(c_1 + c_2)$ 近似常態，則根據式(A.2)可將 Q_t 表示為 Q_{t-1} 、 P_t/C_t 、 P_{t-1}/C_{t-1} 、 N_t 、 N_{t-1} 及 K_t 之函數，其中 $C_t = c_1 + c_2$ ，故 C_t 為一複合式

成本參數。此外，若考慮國外需求(y^w)變動將使該產品之需求線左移，導致 P_t 及 N_t 下滑，因而影響到廠商的決策，則可將廠商的供給函數設為 $Q_t = f(P_t, C_t, Y_t^w, K_t)$ 。於實證時，取對後之出口函數(x)之估計式可設定如下(取對數後之變數代號皆改以小寫表

示)：

$$x_t = \beta_0 + \beta_1 y_t^w + \beta_2 \Delta k_t + \beta_3 p_t^x + \beta_4 p_t^m + \beta_5 p_t^d + u_t, \quad (A.3)$$

Abeyasinghe and Choy將 k_t 改由 Δk_t 係為實證所需； p_t^{rm} 為取對數後進口原料價格； p_t^d 為取對數後國內投入要素價格； p_t^x

為取對數後出口價格； u_t 為一服從常態分配的隨機變數。此外， $p_t^m = p_t^{mf} + e'$ 且 $p_t^x = p_t^{xf} + e'$ ， p_t^{mf} 及 p_t^{xf} 分別為以外國貨幣表示之進口原料價格及出口價格對數值， e' 為採直接報價之匯率對數值(即1單位國外貨幣可兌換多少本國貨幣)。

附錄二 實質有效匯率之編製步驟

本文參考方文碩等人(2005)，以下分別說明以出口加權之實質有效匯率指數(ex_reer)，以及進口加權之實質有效匯率指數(im_reer)的編製步驟及方法。

一、以出口加權之實質有效匯率指數

編製步驟如下：

1. 轉換名目匯率為實質匯率(RX^j)

$$RX_t^j = \frac{E_t^j \times CPI_{sa,t}^d}{CPI_{sa,t}^j}, \quad (A.4)$$

其中， RX_t^j 為 t 期以外國貨幣 j 表示之1單位本國貨幣價格的實質匯率； E_t^j 為以外國貨幣 j 表示本國貨幣的名目匯率； $CPI_{sa,t}^j$ 與 $CPI_{sa,t}^d$ 分別表示 j 國之季調後消費者物價指數及本國季調後消費物價指數。各國季調後CPI皆以2010年為基期。

2. 轉換實質匯率為匯率指數(IRX^j)

$$IRX_t^j = \frac{RX_t^j}{RX_{2010}^j} \cdot 100$$

IRX_t^j 為 t 期 j 國之實質匯率指數，本文係以各國2010年的實質匯率為基期，計算其各別實質匯率指數。

3. 計算出口權重(W_x^j)

$$W_{x,t}^j = \frac{X_t^j}{\sum_{j=1}^6 X_t^j}, \quad j=1,2,3..6, \quad \sum_{j=1}^6 W_t^j = 1, \quad (A.5)$$

$W_{x,t}^j$ 為 t 期我國主要出口地區 j (分別為大陸、東協六國、美國、日本、南韓及德國)的出口權重， X_t^j 為我國對 j 地區的出口值， $\sum_{j=1}^6 X_t^j$ 為我國對6個地區之出口總值。以2012年為例，我國對上述各地區出口額占總出口額之比重分別為，39.39%、18.50%、10.95%、6.30%、3.93%、1.87%，合計共占80.95%。

4. 計算出口加權實質有效匯率指數

$$EX_REER$$

$$EX_REER_t = \sum_{j=1}^6 W_t^j \cdot IRX_t^j, \quad (A.6)$$

EX_REER_t 為 t 期以出口加權之實質有

效匯率指數，為各國出口權重 W_t^j 乘上實質匯率指數 IRX_t^j 之加總。

5. 取對數後即可得到 ex_reer_t 之值。

至於 im_reer 的編製方法大抵與 ex_reer 相同，僅在權數(W)的計算上稍有不同，以下說明其不同之處。

二、以進口加權之實質有效匯率指數

本文之主要進口國，分別為日本、大陸、美國、南韓、沙烏地阿拉伯、澳大利亞、新加坡、馬來西亞、德國共9國，以2012年為例，我國對上述各國進口額占總進口額之比重分別為，17.59%、16.11%、8.73%、5.57%、5.47%、3.43%、3.00%、2.90%及2.87%，合計共占65.66%。惟在計算進口值時，因沙烏地阿拉伯為我國主要的石油進口國，加以石油交易多採美元計價，基於此，本文在計算各國之進口權數(W_m^j)時，係將石油進口值納入美國進口部分，以調整權數。即 $W_{m,t}^j = \frac{M_t^j}{\sum_{j=1}^8 M_t^j + Oil_t}$ ，若 j 為日本、大陸、南韓、德國、澳大利亞、馬來西亞及新加坡； $W_{m,t}^j = \frac{M_t^j + Oil_t}{\sum_{j=1}^8 M_t^j + Oil_t}$ ，若 j 為美國。其中 M^j 為我國對 j 國之進口值， $\sum_{j=1}^8 M_t^j + Oil_t$ 則為我國對8國之進口總額及石油進口值(進口自沙烏地阿拉伯)之加總。

三、Greenaway, et al. (2010)實質有效匯率之編製方式

Greenaway, et al.(2010)針對英國各業別廠商之出口決策及銷售額建立實證模型，實證期間為1989－2004年，其解釋變數包含以出口加權之實質有效匯率(Export REER)及進口加權之實質有效匯率(II REER)，其中Export REER編製方式與本文相同，而II REER編製方式則尚考慮進口之中間財投入係數(Imported Intermediate Inputs Ratio)，即進口中間財占所有中間財之比重。將II REER之編製方式簡述如下：

$$II\ REER_f = \sum_h H_{hf} \cdot \sum_k w_h^k \cdot \frac{e_h^k p_h^0}{e_h^0 p_h^k}, (A.7)$$

其中， f 為生產最終財之產業； h 則為生產中間財產業； H_{hf} 為 h 產業進口之中間財用於 f 產業，且占 f 產業所有中間財投入之比重。故 H_f 為 f 產業的進口中間財投入係數。 w_h^k 為 h 產業自 k 國進口占其總進口之比重。 e_h^k 為 k 國貨幣相對SDR(Special Drawing Right, 簡稱SDR)之年平均匯率； e_h^0 為英鎊相對SDR之年平均匯率； p_h^0 為英國物價指數 p_h^k 為 k 國物價指數。

由於 f 產業所需的中間財，部分係來自國內，故 $\sum_h H_{hf}$ 之值小於1。此外，因英國產出投入係數表僅有1990、1995及1998年，故Greenaway, et al.以直線差補方式，估計其餘各年的 H_{hf} 值。惟於進行實質匯率對出口銷售額之影響等實證時，Greenaway, et al.將各年 H_{hf} 值設定為一固定常數，以控

制 II $REER_f$ 的唯一變動來源係來自各國匯率。

附錄三 各類出口函數實證－採DOLS共整合分析法

本文另依據Thorbecke and Komoto 合分析法之實證結果進行比較。實證樣本期(2010)，嘗試以DOLS估計法來檢視各變數間 間仍為2004年1月至2013年3月，估計結果見的共整合關係，並與內文中採Johansen共整 附表。

附表1 總出口函數實證結果

被解釋變數 解釋變數	實質總出口(rex)			
	模型A(1)	模型A(2)	模型A(3)	模型A(4)
以出口加權實質有效匯率 (ex_reer)	0.263	-0.736**	--	--
以進口加權實質有效匯率 (im_reer)	--	1.049***	--	--
調整後實質有效匯率 ($ex_reer - im_reer$)	--	--	-0.799**	-0.121
國外所得(y^f)	1.780***	1.312***	1.074***	2.649***
生產力(tfp)	0.449***	0.778***	0.980***	--

說明：「*」表示該估計係數在顯著水準10%下顯著，「**」為顯著水準5%下顯著，「***」為顯著水準1%下顯著。

附表2 地區別出口函數實證結果

被解釋變數 解釋變數	大陸	東協六國	美國	日本	南韓	德國
調整後雙邊實質有效匯率 ($rer_j - im_reer$)	-1.159***	-0.916***	-0.680***	0.118	0.110	-0.639**
各國所得(y_j^f)	2.558***	1.002***	0.221	0.141	1.851***	-0.121
生產力(tfp_j)	1.219***	0.670***	1.222***	0.211	0.211	0.840**

說明：同附表1。

附表3 產品別出口函數實證結果

被解釋變數 解釋變數	機械及 電機設備	基本金屬及 其製品	精密儀器	塑橡膠及其製品	化學品
調整後實質有效匯率 ($ex_reer - im_reer$)	-0.548	-0.873	-3.412*	-1.872*	0.719
國外所得(y^f)	1.651***	4.303***	0.796***	0.382***	0.714***
生產力(tfp_i)	0.961***	0.175	2.248***	0.956***	2.353**

說明：同附表1。

國內經濟金融情勢（民國103年第2季）

總體經濟

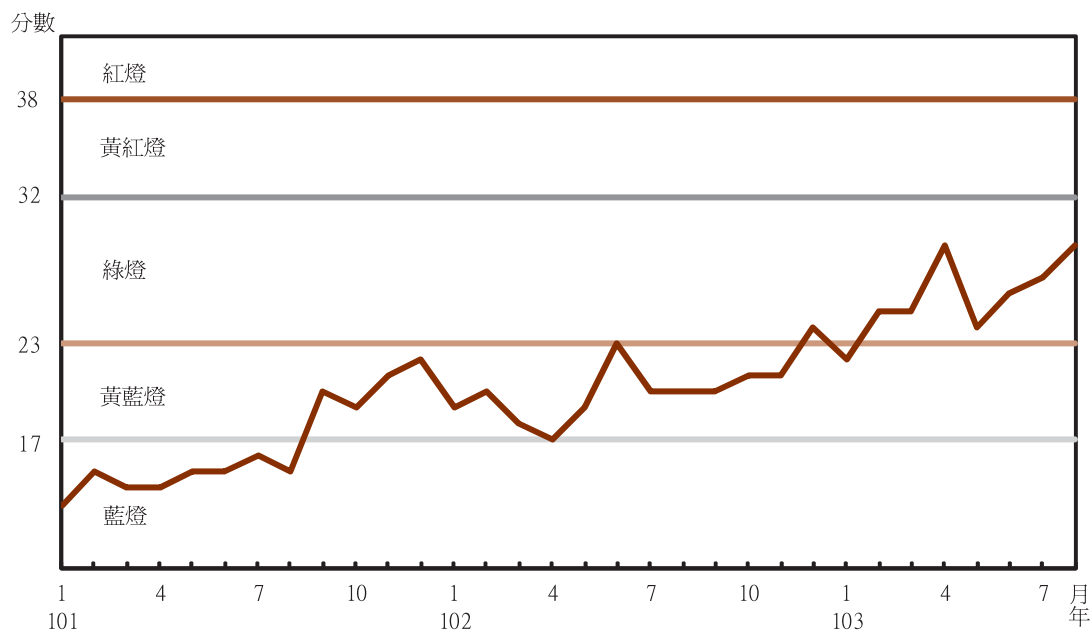
壹、國內經濟情勢

一、景氣持續復甦

由於我國工業生產、出口、機械及電機設備進口等表現好轉，103年6月以來，國發會景氣對策信號綜合判斷分數持續上升，至8月為29分，燈號連續第7個月呈現綠燈，同時指標亦持續上升，國內經濟持續溫和成長。

近期中國大陸成長放緩，歐元區及日本經濟疲弱，加以台股回檔，國內廠商對未來景氣看法轉趨保守。據台灣經濟研究院調查，8月製造業及服務業營業氣候測驗點分別由7月之104.44點及104.15點降至102.61點及100.83點。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



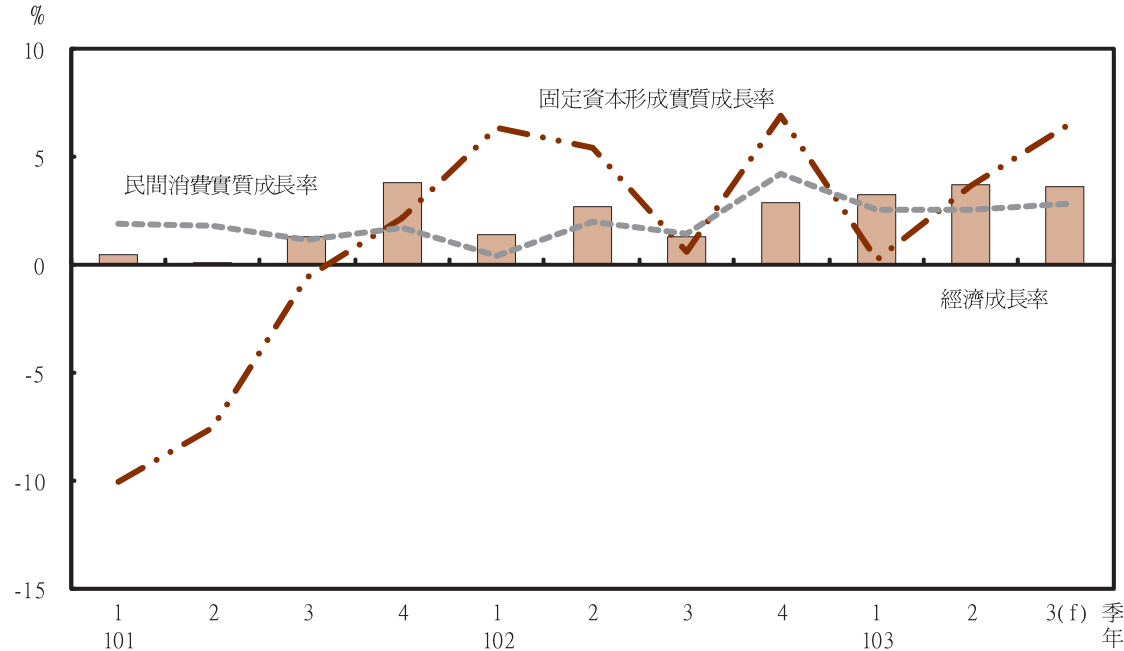
資料來源：國家發展委員會

二、經濟穩定成長

由於輸出成長優於預期，加以台股上揚，民間消費持續增溫，本年第2季經濟成

長率升為3.74%。主計總處預測第3季經濟成長率為3.62%。

圖2 經濟成長、投資與消費



註：f為預測數
資料來源：行政院主計總處

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	
					民間	公營事業	政府			
101		1.48	1.62	0.96	-4.01	-1.85	-8.09	-12.88	0.11	-2.16
102 r		2.09	2.02	-0.33	4.74	6.67	4.02	-5.69	3.81	3.91
103 f		3.41	2.62	0.97	3.19	4.83	2.29	-6.66	4.53	4.48
102/2		2.69	1.98	-1.18	5.43	8.45	0.83	-9.24	5.05	3.09
3		1.31	1.45	-1.18	0.57	2.12	-6.27	-5.67	1.74	0.65
4		2.88	4.26	0.36	6.89	9.16	5.83	-2.05	4.03	5.70
103/1 r		3.24	2.52	-0.42	0.20	0.20	19.04	-9.38	3.92	1.95
2 p		3.74	2.53	1.05	3.69	6.58	-11.41	-7.66	4.37	3.84
3 f		3.62	2.80	1.57	6.43	8.32	9.63	-7.04	5.79	6.64
103 年 第 2 季 貢獻百分點 p		3.74	1.35	0.11	0.63	0.91	-0.12	-0.16	3.33	2.16

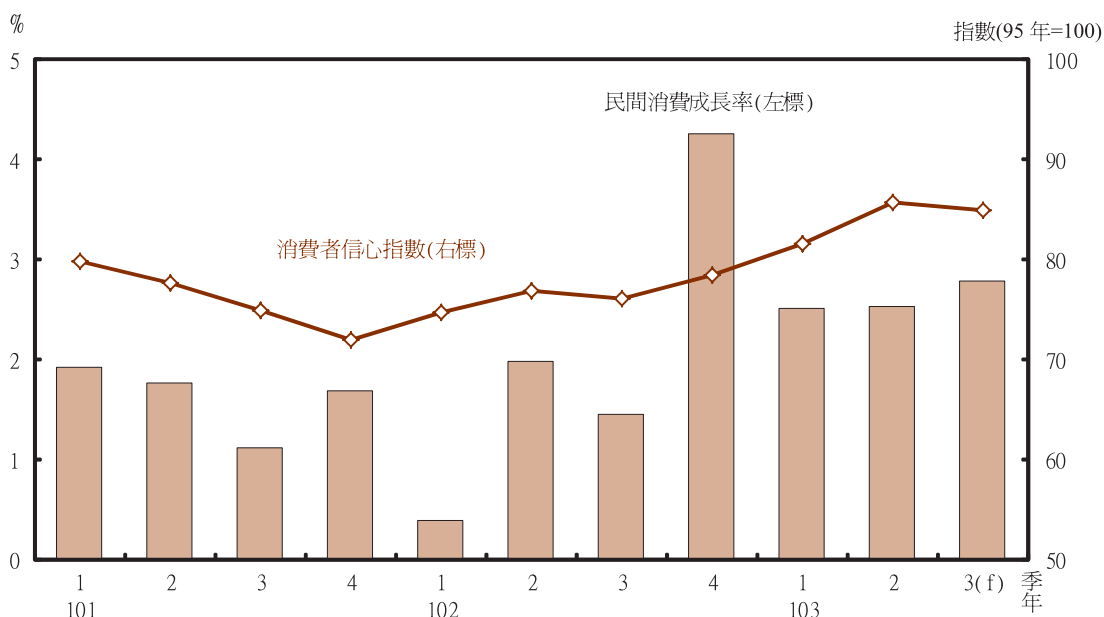
註：r 為修正數，p 為初步統計數，f 為預測數
資料來源：行政院主計總處

三、民間消費持穩

本年第2季，由於就業情勢改善，加上股市價量齊揚(成交值較上年同季成長33.64%)，民眾消費信心提升，零售業及餐飲業營業額分別成長4.64%及4.58%，自用小客車新增掛牌數亦成長20.51%，帶動民間消

費成長2.53%。由於國內企業獲利改善，就業增加，薪資提高，7至8月零售業及餐飲業營業額分別成長5.00%及4.17%。主計總處預測第3季民間消費成長率為2.80%，惟受食用油安全事件衝擊，成長恐將不如預期。

圖3 消費者信心指數與民間消費



註：f為預測數

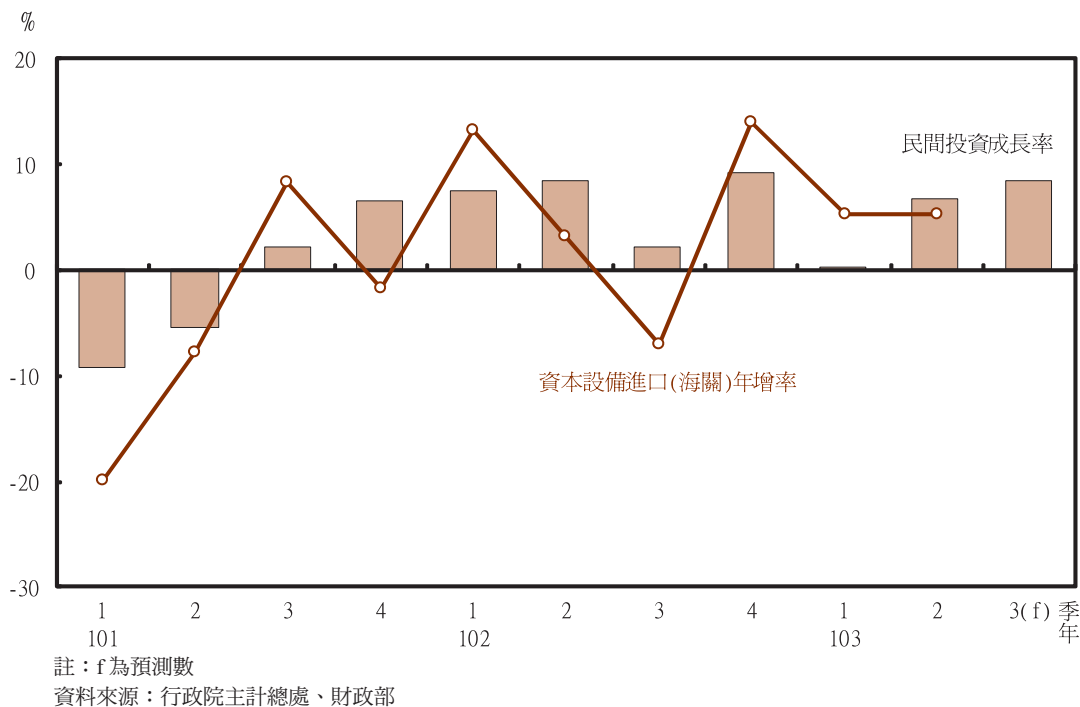
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

四、民間投資成長增溫

本年第2季，雖國內半導體業者資本支出略緩，民間機器設備投資僅成長0.83%，但在航空業者積極擴增新航線及廉價航空成立帶動下，民間運輸工具投資大幅成長

52.13%，致民間投資成長率升為6.58%。7至8月平均資本設備進口(新台幣計價)較上年同期大幅成長21.24%，主計總處預測第3季民間投資成長率再升為8.32%。

圖4 民間投資與資本設備進口



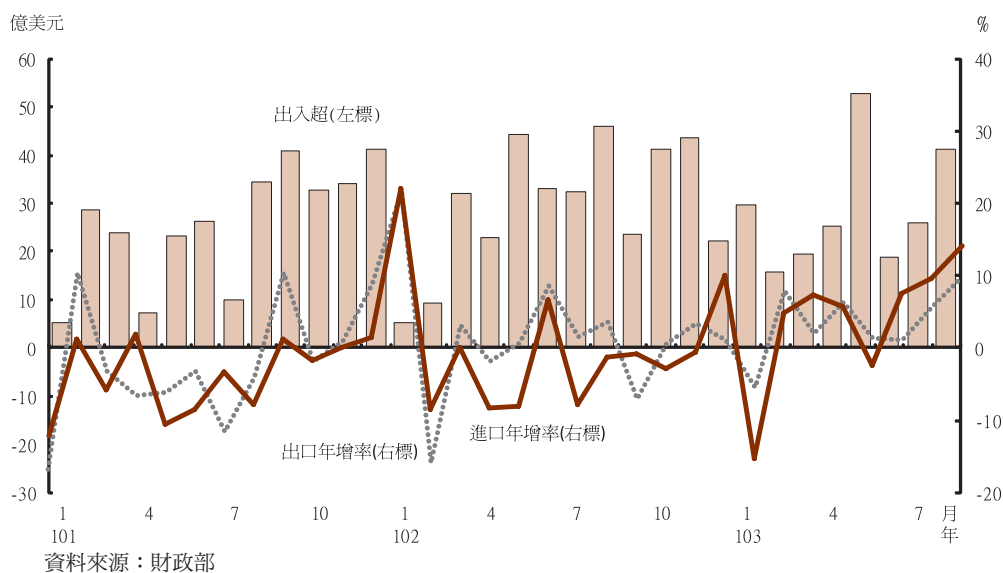
五、對外貿易成長力道轉強

在電子產品、基本金屬及其製品、機械等出口增溫帶動下，本年第2季出口由上季幾近停滯轉呈溫和成長2.88%；由於農工原料進口恢復成長，進口亦轉為成長3.76%。商品及服務併計之輸出及輸入成長率分別為

4.37%及3.84%。

由於電子產品出口持續暢旺，7月及8月出口分別成長5.72%及9.63%；進口則在出口衍生需求帶動下，亦分別成長9.51%及14.07%。主計總處預測第3季輸出、入成長率分別為5.79%與6.64%。

圖5 進出口貿易

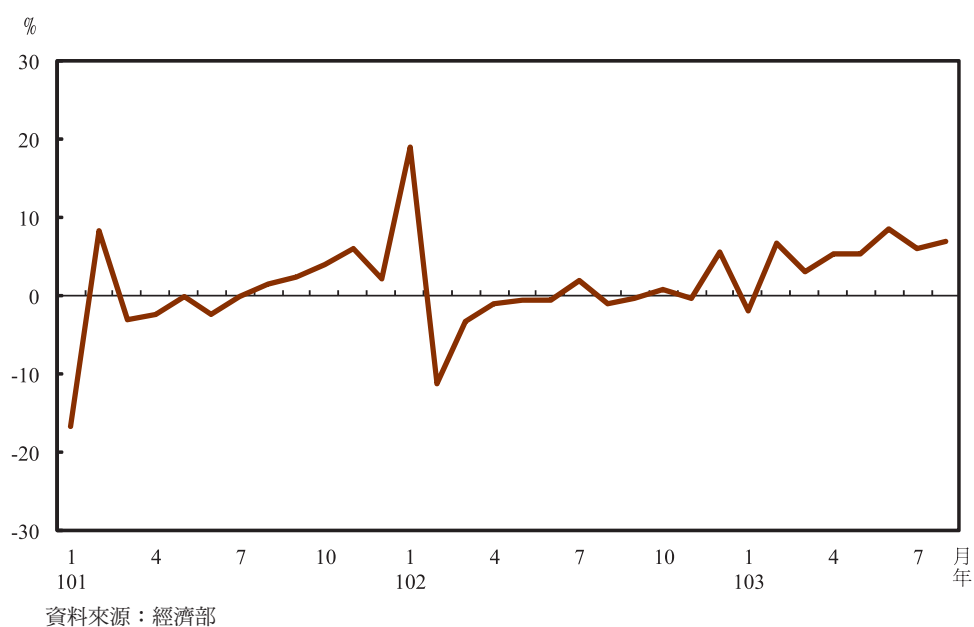


六、工業生產成長回溫

隨全球景氣升溫，電子產品需求強勁，且車市熱絡，機械投資需求亦回升，加上比較基期較低，致工業生產成長明顯回升，本

年8月年增率為7.03%。其中，製造業年增率為7.20%，資訊電子、金屬機電及民生工業分別增產13.19%、5.37%及2.51%，化學工業則小幅減產0.26%。

圖6 工業生產年增率



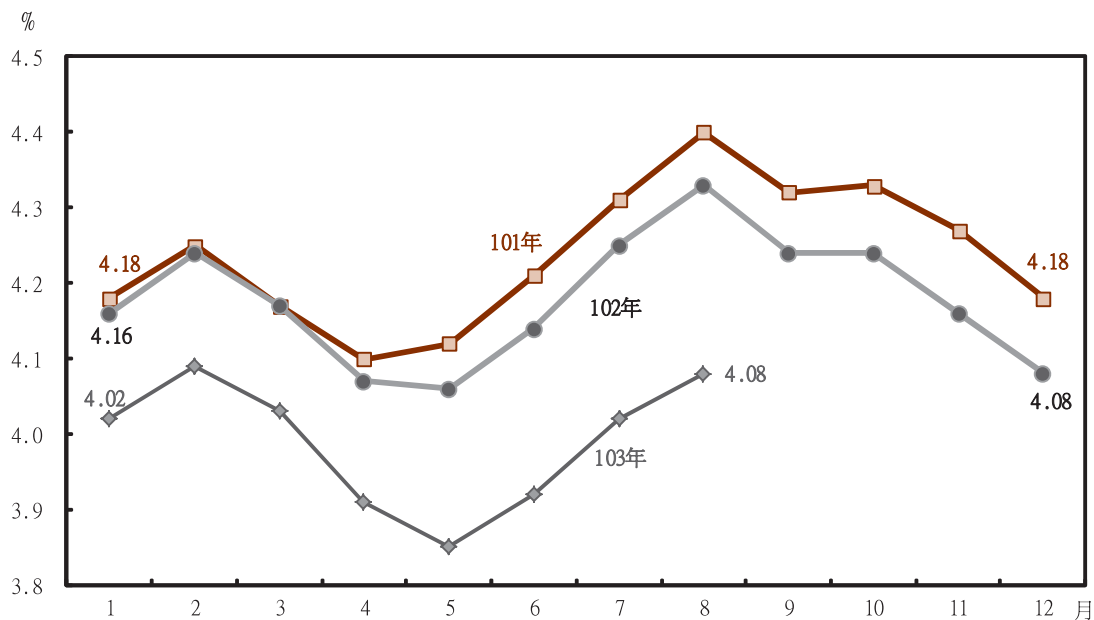
七、失業率季節性回升，薪資成長略見回增

由於國內景氣升溫，企業擴大徵才，就業人數持續上升，失業率下降，至本年5月為3.85%。6月起，受畢業生投入職場等季節性因素影響，就業人數續增，至8月為1,111.0萬人；失業率亦略回升，至8月為4.08%，惟係近14年(90年以來)同月最低，且

較上年同月下降0.25個百分點。1至8月失業率為3.99%，亦為6年來同期最低。

由於企業調薪轉趨積極，7月受僱員工薪資(非農業部門每人每月平均薪資)年增率為6.75%，其中經常性薪資年增率為2.33%；1至7月平均薪資年增率為4.45%，主要係年初廠商增加發放年終及績效獎金所致；經常性薪資年增率則為1.58%。

圖7 失業率



資料來源：行政院主計總處

八、食物類價格漲幅居高，消費者物價漲幅尚屬溫和

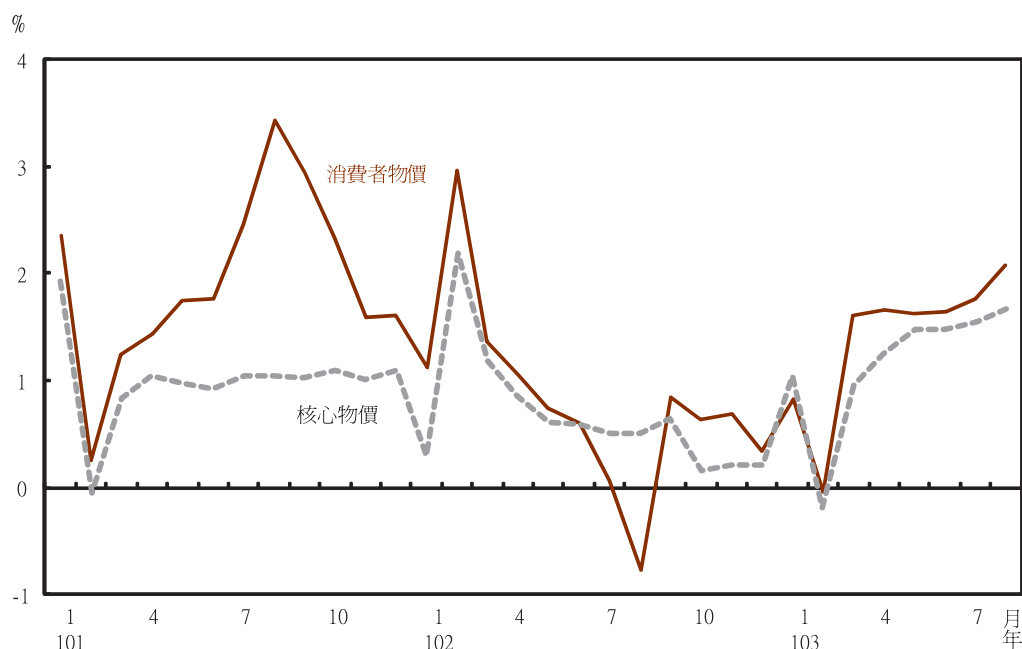
年初以來，受仔豬下痢疫情及天候等供給面因素影響，肉類、水果、水產品及外食費等食物類價格高漲，CPI年增率走升，至8月為2.07%；其中，食物類價格上漲5.60%，使CPI年增率上升1.45個百分點；不含食物之CPI年增率僅0.84%，不含蔬果及能源之

CPI(即核心CPI)年增率為1.67%。

食物類價格中之外食費漲幅屢創近年單月新高，8月漲幅達4.54%，係98年2月以來新高(使8月CPI年增率上升0.46個百分點，影響最大)。

1至8月平均CPI年增率為1.39%，核心CPI年增率為1.15%；主計總處預測全年CPI年增率為1.64%。

圖8 消費者物價與核心物價年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響本年8月CPI年增率主要項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	2.07	2.07
食物類	252	5.60	1.45
外食費	99	4.54	0.46
蔬菜	20	11.16	0.28
肉類	20	11.85	0.24
水果	23	6.30	0.14
水產品	16	5.66	0.09
電費	22	8.89	0.22
房租	182	0.76	0.14
教養娛樂服務費	128	0.80	0.10
成衣	29	3.83	0.10
合計			2.01
耐久性消費品	82	-1.32	-0.10
油料費	35	-1.46	-0.06
合計			-0.16
其他			0.22

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

預期全球景氣和緩復甦，103年我國出口成長力道可望增強，民間投資溫和成長，民間消費成長增溫，主計總處預測之經濟成長率上修為3.41%，國內各預測機構預測值之平均數則為3.34%。

表3 國內預測機構預測103年經濟成長率

單位：%

項 目 \ 預測機構	主計總處	元大寶華	台經院	中經院	中研院	平均值
發布日期	103.8.15	103.9.24	103.7.25	103.7.15	103.7.10	
實質國內生產毛額	3.41	3.57	3.28	3.15	3.31	3.34
實質民間消費支出	2.62	2.67	2.80	2.03	2.62	2.55
實質政府消費支出	0.97	-	0.94	0.94	0.94	0.95
實質固定投資	3.19	-	2.02	2.22	2.93	2.59
實質民間投資	4.83	5.82	3.32	3.58	4.46	4.40
實質政府投資	-6.66	-	-6.63	-6.65	-6.65	-6.65
實質輸出	4.53	5.51	4.09	3.67	4.25	4.41
實質輸入	4.48	5.57	3.69	2.93	4.23	4.18

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

本季我國經常帳順差16,469百萬美元，
金融帳淨流出14,370百萬美元，央行準備資
產增加4,393百萬美元(表1及圖1)。

表1 國際收支

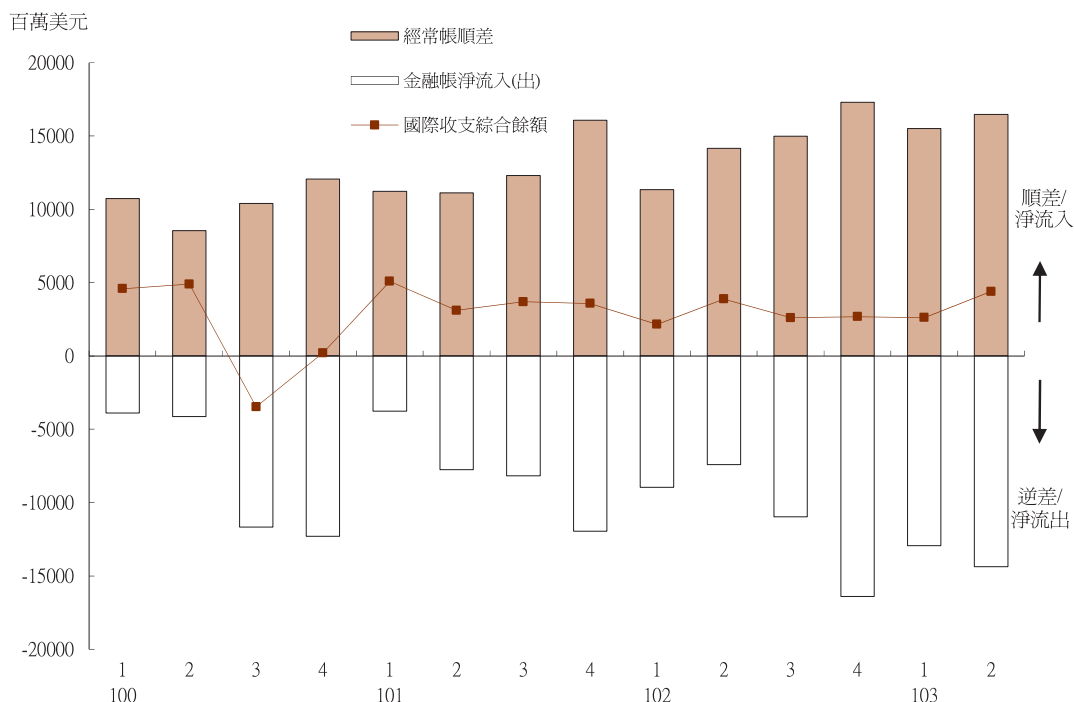
民國103年第2季暨民國102年第2季

單位：百萬美元

	(1) 103年 第2季	(2) 102年 第2季	(1)-(2)
A.經常帳	16,469	14,029	2,440
商品貿易淨額	10,783	10,448	335
商品出口(f.o.b.)	79,859	77,643	2,216
商品進口(f.o.b.)	-69,076	-67,195	-1,881
服務淨額	2,528	1,831	697
服務：收入	14,023	12,571	1,452
服務：支出	-11,495	-10,740	-755
所得淨額	3,993	2,410	1,583
所得：收入	6,795	5,599	1,196
所得：支出	-2,802	-3,189	387
經常移轉淨額	-835	-660	-175
經常移轉：收入	1,564	1,496	68
經常移轉：支出	-2,399	-2,156	-243
B.資本帳	-10	29	-39
C.金融帳	-14,370	-7,416	-6,954
直接投資淨額	-3,187	-2,274	-913
對外直接投資	-3,762	-3,184	-578
來台直接投資	575	910	-335
證券投資淨額	-895	-3,162	2,267
證券投資(資產)	-10,348	-3,035	-7,313
股權證券	-6,520	1,468	-7,988
債權證券	-3,828	-4,503	675
證券投資(負債)	9,453	-127	9,580
股權證券	9,111	609	8,502
債權證券	342	-736	1,078
衍生金融商品淨額	174	245	-71
衍生金融商品(資產)	1,165	1,759	-594
衍生金融商品(負債)	-991	-1,514	523
其他投資淨額	-10,462	-2,225	-8,237
其他投資(資產)	-17,243	-5,389	-11,854
銀行	-14,961	-7,020	-7,941
非銀行民間部門	-2,286	1,631	-3,917
其他投資(負債)	6,781	3,164	3,617
銀行	5,132	2,482	2,650
非銀行民間部門	1,649	682	967
合計，A至C	2,089	6,642	-4,553
D.誤差與遺漏淨額	2,304	-2,762	5,066
合計，A至D	4,393	3,880	513
E.準備資產	-4,393	-3,880	-513

註：無符號在經常帳及資本帳表示收入，在金融帳表示資本淨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，在金融帳表示資本淨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，因電子產品出口增加，整體出口較上年同季增加2.9%；在消費品及農工原料進口增加下，整體進口亦較上年同季成長2.8%。由於出口增額大於進口增額，本季商品貿易順差增為10,783百萬美元，較上年同季增加335百萬美元或3.2%。

服務方面，本季服務收入及支出均為歷年單季最高。服務收入14,023百萬美元，較上年同季增加1,452百萬美元，主要係旅行收入及三角貿易淨收入增加；服務支出11,495百萬美元，較上年同季增加755百萬美元，主要為旅行支出增加。由於收入增額大於支出增額，本季服務收支順差較上年同季增加

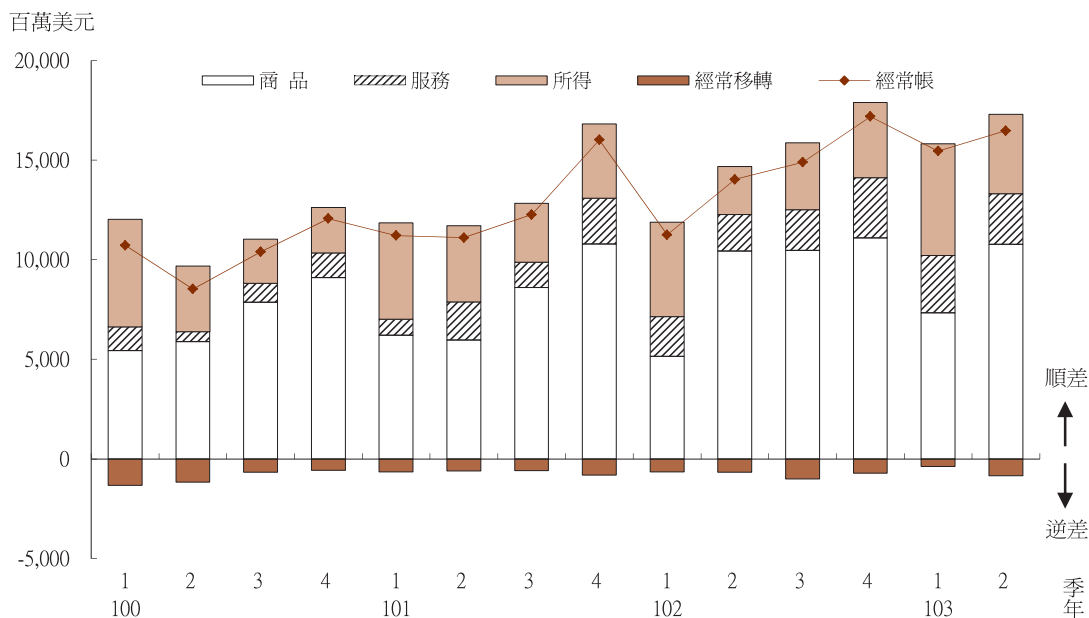
697百萬美元或38.1%。

所得方面，本季所得收入6,795百萬美元，較上年同季增加1,196百萬美元，主要係銀行國外利息收入大幅增加；所得支出2,802百萬美元，較上年同季減少387百萬美元，主要係支付外資直接投資所得減少。由於收入增加、支出減少，本季所得收支順差增為3,993百萬美元，較上年同季增加1,583百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉收入1,564百萬美元，經常移轉支出2,399百萬美元，淨支出由上年同季的660百萬美元增為835百萬美元。

本季雖然經常移轉逆差略增，惟商品、

圖2 經常帳



服務及所得順差均增加，使得經常帳順差增為16,469百萬美元，較上年同季增加2,440百萬美元或17.4%(圖2)。

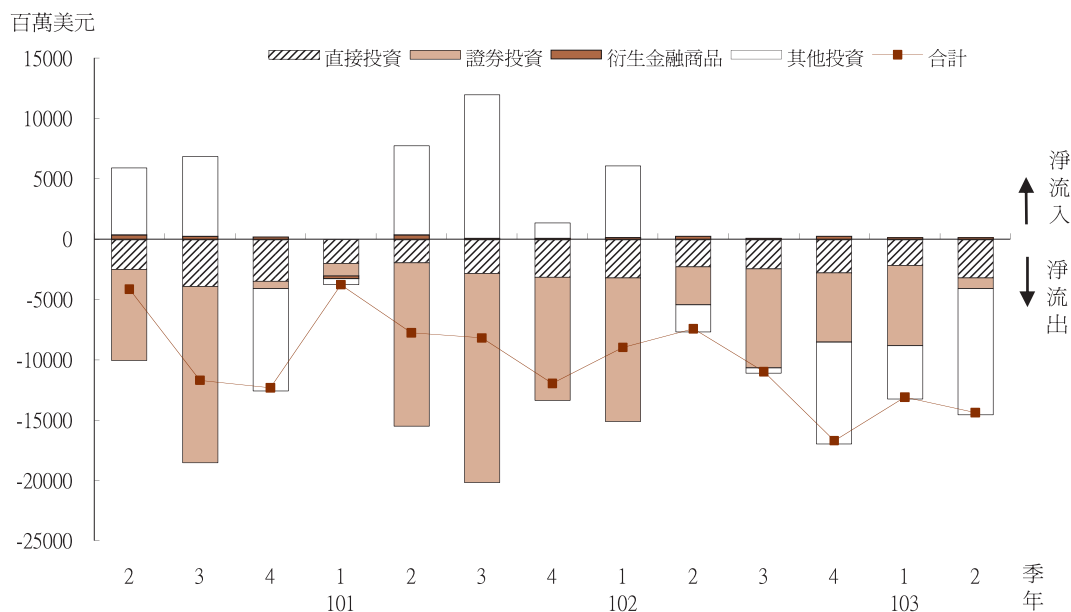
二、資本帳

資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差10百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨流出14,370百萬美元。其中直接投資呈淨流出3,187百萬美元，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3,762百萬美元及淨流入575百萬美元。證券投資呈淨流出895百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出10,348百萬美元，主要係保險公司國外投資增加；非居民證券投資淨流入9,453百萬美元，主要係外資投資國內股市增加。衍生金融商品呈淨流入174百萬美元。其他投資呈淨流出10,462百萬美元，主要係銀行部門國外存款及放款增加(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79,859百萬美元，較上年同季增加2,216百萬美元或2.9%；商品進口計69,076百萬美元，較上年同季增加1,881百萬美元或2.8%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為10,783百萬美元，較上年同季增加335百萬美元或3.2%。

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

就貿易結構而言，出口方面，本季工業

產品出口增加2.8%，農產品及農產加工品出口亦分別增加9.5%及4.6%。工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力(占出口比重高達81.3%)，較上年同季增加2.5%。進口方面，資本設備較上年同季增加4.1%，主要係因精密儀器與飛機進口增加；消費品增加14.4%，主要係食品及小客車進口增加；農工原料則因電子零組件進口增加，本季亦增加1.7%。

就主要貨品而言，與上年同季比較，出口以「電子產品」增額最大，達出口總增額的1.3倍，主要係因台積電代工蘋果新機(iPhone 6)與Apple Watch微處理器，帶動電子產品與相關零組件出口大幅增加；進口方

面則以「電子產品」與「基本金屬及其製品」增額較大，合計占進口增額的76.8%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加1,506百萬美元或4.9%，為出口增額最大的地區；其次為美國，較上年同季增加545百萬美元或6.4%。進口方面，自中國大陸進口增額1,971百萬美元或18.0%最大；其次為美國，較上年同季增加896百萬美元或13.9%，惟自中東進口較上年同季減少1,464百萬美元最大，係因礦產品進口數量減少。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重最高，達40.1%，其次為東協六國的18.4%；美國及歐洲則占11.4%及9.1%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重18.4%最高，日本則以15.3%次之。

二、服務

本季服務收入14,023百萬美元，較上年同季增加1,452百萬美元；服務支出11,495百萬美元，較上年同季增加755百萬美元。由於收入增額大於支出增額，服務收支順差由上年同季1,831百萬美元增為2,528百萬美元。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2,649百萬美元，較

上年同季增加259百萬美元，主要係國輪國際線貨運及國航國際線客運收入增加。運輸支出計2,924百萬美元，較上年同季增加316百萬美元，主要係支付外輪進口貨運費用增加。在支出增額大於收入增額下，本季運輸淨支出由上年同季之218百萬美元增為275百萬美元。

(二) 旅行

本季旅行收入及支出金額均為歷年單季最高，雖來台旅客平均每人每日消費金額減少，惟因來台人次持續成長，旅行收入仍較上年同季增加590百萬美元，為3,720百萬美元。旅行支出計3,609百萬美元，較上年同季增加534百萬美元，主要係國人出國人次增加。由於收入增額大於支出增額，旅行淨收入由上年同季的55百萬美元，增加至111百萬美元。

(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、專業技術事務服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計7,654百萬美元，較上年同季增加603百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計4,962百萬美元，較上年同季減少95百萬美元，主要係專利權、商標等使用費支出減少。由於收入增加、支出減少，本季其他服務淨收入為2,692百萬美元，較上年同季增加698百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	103年第2季			102年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	14,023	11,495	2,528	12,571	10,740	1,831	1,452	755
一、運輸服務	2,649	2,924	-275	2,390	2,608	-218	259	316
(一)客運	680	531	149	590	482	108	90	49
(二)貨運	1,852	1,337	515	1,699	1,202	497	153	135
(三)其他	117	1,056	-939	101	924	-823	16	132
二、旅行	3,720	3,609	111	3,130	3,075	55	590	534
三、其他服務	7,654	4,962	2,692	7,051	5,057	1,994	603	-95
(一)通訊	120	135	-15	121	152	-31	-1	-17
(二)營建	121	159	-38	98	147	-49	23	12
(三)保險	163	296	-133	149	316	-167	14	-20
(四)金融	329	119	210	323	91	232	6	28
(五)電腦與資訊	271	152	119	194	150	44	77	2
(六)專利權、商標等使用費	243	858	-615	272	1,120	-848	-29	-262
(七)其他事務服務	6,277	3,018	3,259	5,791	2,841	2,950	486	177
1. 三角貿易及與貿易有關服務	4,981	1,045	3,936	4,600	812	3,788	381	233
2. 營運租賃	62	379	-317	50	342	-292	12	37
3. 專業技術與雜項	1,234	1,594	-360	1,141	1,687	-546	93	-93
(八)個人、文化與休閒服務	60	60	0	46	70	-24	14	-10
(九)不包括在其他項目的政府服務	70	165	-95	57	170	-113	13	-5

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入6,795百萬美元，較上年同季增加1,196百萬美元，主要係銀行國外利息收入大幅增加；所得支出2,802百萬美元，較上年同季減少387百萬美元，主要係支付外資直接投資所得減少。由於收入增加、支出減少，本季所得收支順差增為3,993百萬美元，較上年同季增加1,583百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,564百萬美元，較上年同季增加68百萬美元，主要係貨物物理賠收入增加；支出計2,399百萬美元，較上年同季增加243百萬美元，主要係工作者匯款支出增加。由於收入增額小於支出增額，本季經常移轉淨支出由上年同季的660百萬美元增為835百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	103年第2季			102年第2季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	6,795	2,802	3,993	5,599	3,189	2,410	1,196	-387
一、薪資所得	149	82	67	144	84	60	5	-2
二、投資所得	6,646	2,720	3,926	5,455	3,105	2,350	1,191	-385
(一)直接投資	1,695	1,272	423	1,432	1,673	-241	263	-401
(二)證券投資	464	984	-520	449	1,110	-661	15	-126
(三)其他投資	4,487	464	4,023	3,574	322	3,252	913	142
經常移轉	1,564	2,399	-835	1,496	2,156	-660	68	243

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14,370百萬美元。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

	103年第2季			102年第2季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)+(2) 淨額	(3) 資產	(4) 負債	(3)+(4) 淨額	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	-3,762	575	-3,187	-3,184	910	-2,274	-578	-335
(一)對外直接投資	-3,762	—	-3,762	-3,184	—	-3,184	-578	—
(二)來台直接投資	—	575	575	—	910	910	—	-335
二、證券投資	-10,348	9,453	-895	-3,035	-127	-3,162	-7,313	9,580
(一)股權證券	-6,520	9,111	2,591	1,468	609	2,077	-7,988	8,502
(二)債權證券	-3,828	342	-3,486	-4,503	-736	-5,239	675	1,078
1.債券與票券	-3,826	325	-3,501	-2,663	-736	-3,399	-1,163	1,061
2.貨幣市場工具	-2	17	15	-1,840	0	-1,840	1,838	0
三、衍生金融商品	1,165	-991	174	1,759	-1,514	245	-594	523
四、其他投資	-17,243	6,781	-10,462	-5,389	3,164	-2,225	-11,854	3,617
(一)貿易信用	156	-126	30	-269	339	70	425	-465
(二)借款	-6,589	4,350	-2,239	-4,585	3,803	-782	-2,004	547
(三)現金與存款	-9,689	2,706	-6,983	1,845	222	2,067	-11,534	2,484
(四)其他	-1,121	-149	-1,270	-2,380	-1,200	-3,580	1,259	1,051
合 計	-30,188	15,818	-14,370	-9,849	2,433	-7,416	-20,339	13,385

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

一、直接投資

本季直接投資淨流出3,187百萬美元。其中，對外直接投資呈淨流出3,762百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為金融及保險業、不動產業、批發及零售業、與化學材料製造業；非居民來台直接投資淨流入575百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、批發及零售業及不動產業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出895百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

本季居民投資國外證券呈淨流出10,348百萬美元。其中股權證券與債權證券分別呈淨流出6,520百萬美元與3,828百萬美元，主要均係保險公司國外投資增加。債權證券投資中，債票券及貨幣市場工具分別淨流出

3,826百萬美元與2百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流入9,453百萬美元，其中股權證券投資淨流入9,111百萬美元，主要係外資投資國內股票增加。債權證券投資淨流入342百萬美元，主要係外資投資我國公債增加。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨流入174百萬美元，資產方面淨流入1,165百萬美元，主要係銀行及其他部門承做衍生金融商品交易利得；負債方面呈淨流出991百萬美元，主要係銀行及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出10,462百萬美元。茲就資產與負債分別

說明如下：

(一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流出17,243百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用淨流入156百萬美元；借款淨流出6,589百萬美元，主要係OBU國外放款增加；現金與存款淨流出9,689百萬美元，主要係銀行部門收受人民幣存款，轉存國外聯行增加；其他資產呈淨流出1,121百萬美元，主要係銀行部門國外應收款增加。

(二) 負債方面

非居民對本國其他投資呈淨流入6,781百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用淨流出126百萬美元；借款淨流入4,350百萬美元，主要係OBU從事附買回交易及向國外同業透支增加；現金與存款淨流入2,706百萬美元，主要係銀行部門自國外聯行引進資金；其他負債呈淨流出149百萬美元。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加4,393百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

本(103)年第2季以來，除4月受比較基期較低影響，M1B及M2平均年增率明顯攀升外；隨著外資淨匯入減少，以及銀行放款與投資成長減緩，M1B及M2年增率大抵呈下滑走勢，至8月分別降至7.56%及5.64%。

鑑於全球景氣仍存在不確定性，益以國內產出缺口尚為負值、整體通膨展望溫和，為維持物價與金融穩定，並促進經濟成長，本行各項貼放利率維持不變，主要銀行存、

放款利率亦大致持穩。本季底，五大銀行一年期存款固定利率為1.36%、平均放款基準利率為2.883%，兩者均與上季底相同並至8月底維持不變。至於五大銀行新承做放款利率，自3月之1.616%上升至6月之1.708%，之後受新承做政府借款及部分公營事業貸款金額先減後增影響，平均利率先升後降，至8月為1.719%，惟仍較3月上升0.103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				
100	8.08	7.16	5.83	7.24	4.18	6.00	6.25
101	3.55	3.45	4.17	4.91	3.09	5.69	5.13
102	9.15	7.27	4.78	7.18	5.29	4.59	5.16
102/ 8	9.30	8.31	5.41	8.02	5.02	5.75	4.87
9	8.82	8.05	5.54	8.09	5.38	5.83	5.17
10	9.41	8.58	5.99	7.59	5.88	5.47	5.23
11	10.55	8.85	6.05	7.77	5.85	5.60	5.31
12	10.78	8.50	5.75	7.13	5.29	4.59	5.16
103/ 1	11.81	9.93	5.97	10.11	4.92	4.95	5.62
2	9.43	8.63	5.61	5.95	5.77	4.95	5.71
3	9.74	8.87	5.89	6.68	5.83	4.53	5.31
4	9.85	9.10	6.24	6.69	6.09	4.99	5.60
5	9.34	8.14	5.91	6.90	6.03	5.20	5.59
6	8.08	7.46	5.74	6.44	5.34	4.95	5.79
7	8.61	7.65	5.63	6.75	5.67	5.11	6.35
8	9.16	7.56	5.64	6.49	5.65	5.15	6.67

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。

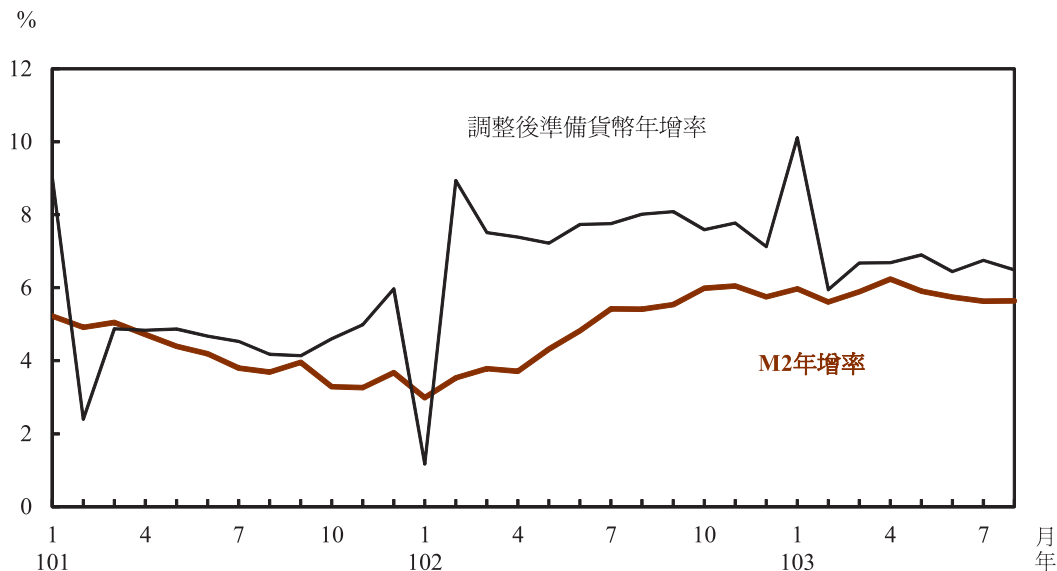
貳、準備貨幣年增率下降

本年第2季日平均準備貨幣年增率為6.68%，較上季之7.54%為低，主要係因上季適逢農曆春節，通貨需求增加，比較基期較高所致。就各月觀察，4月及5月日平均準備貨幣年增率分別為6.69%及6.90%，較3月之6.68%上升；6月因企業及民眾繳稅導致活期性存款下降，準備貨幣年增率反轉下降至6.44%。至於7月則因股市交易活絡，活期性存款增加，準備貨幣年增率升為6.75%，8月受外資轉呈淨匯出，以及活期儲蓄存款較上

年同期增加較少影響，致準備貨幣年增率降為6.49%。

就準備貨幣變動來源分析，本年第2季雖然有本行定存單到期、國庫券到期及提前買回、公債付息、財政部償還銀行借款、發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，惟因財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行發行定期存單等緊縮因素，日平均準備貨幣較上季減少。至於本年7月及8月，日平均準備貨幣則轉呈上升。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數維持適度成長

本年第2季以來，除4月受比較基期較低影響，M1B及M2平均年增率明顯向上攀升至9.10%及6.24%外，M1B及M2年增率逐月

下滑，至6月分別降至7.46%及5.74%，主要係5、6月分別受外資淨匯入減少，以及銀行放款與投資成長減緩所致。7月，由於股市

交易相對活絡，活期性存款增加較多，M1B年增率由降轉升，M2則因外資淨匯入較上月減少，年增率仍持續下滑，至8月分別為

7.56%及5.64%。累計1至8月M1B及M2平均年增率分別為8.41%及5.83%。

肆、存款年增率趨緩

本年第2季受外資大幅淨匯入影響，台股動能持續向上，全體貨幣機構存款較上季增加，惟因上年同期存款增加較多，基期較高，致年增率略為趨緩，由第1季底的5.83%下降至第2季底的5.34%。7月底，外資持續淨匯入，年增率回升至5.67%；8月底因外資淨匯出，年增率略降至5.65%。

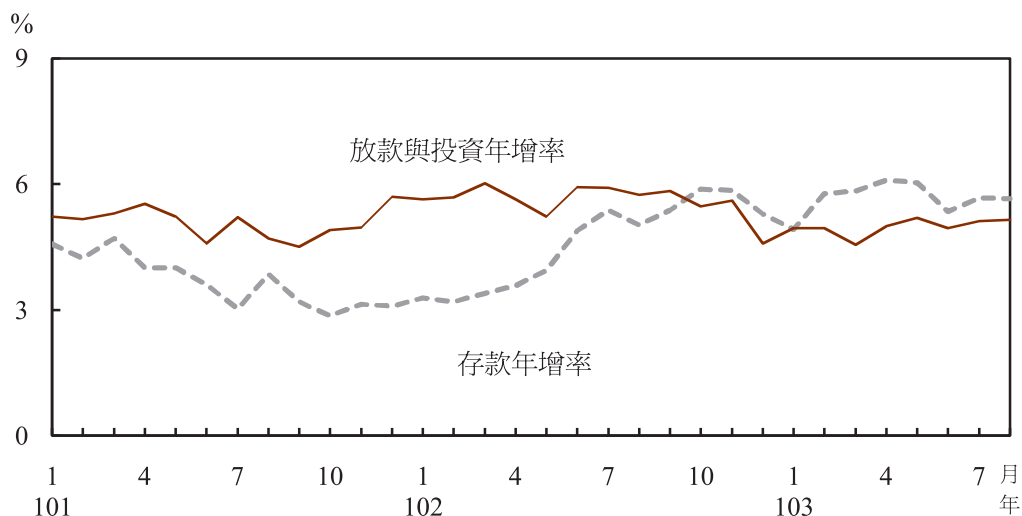
就各類存款觀察，活期性存款方面，本台股量能雖持續放大，惟受企業繳納所得稅較上年同期增加影響，年增率由第1季底的8.43%下降至第2季底的6.70%；7月底因台股交投持續熱絡，年增率回升至7.18%；8月底企業現金股利發放較多，部分流向外國人新台幣存款帳戶，致年增率略降至7.04%。定期性存款¹方面，年增率由第1季底的4.51%略降至第2季底的4.48%，主要係股市持續上漲及新成立基金，吸引資金由定期及定期儲蓄存款流向活期性存款所致；7月底因國外退休基金匯入以及外資收到現金股

利，致外國人新台幣存款增加較多，年增率續升至4.58%；8月底因出口外匯收入成長，帶動企業戶的外匯存款增加，推升定期性存款年增率至4.77%。政府存款方面，年增率由第1季底之4.37%上升至第2季底之8.69%，主要係政府稅款較預期增加，以及勞退新制基金專戶定存增加所致。7月底因國營事業盈餘繳庫較多，加以債務支出及政費支出均較上年同月減少，致政府存款年增率上升至12.61%；8月底因債務支出及政費支出轉為較上年同月增加，致經理國庫存款餘額下降，年增率下降至8.86%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由第1季底之34.44%降至第2季底之34.19%，定期性存款比重持平，第2季底與第1季底同為63.08%，政府存款比重由第1季底之2.48%上升至第2季底之2.73%。103年8月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為34.51%、62.84%及2.64%。

¹ 包括定期及定期儲蓄存款、外匯存款、郵政儲金、外國人新台幣存款、附買回交易餘額及貨幣市場共同基金。

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上升

本年第2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1,911億元，其中放款與投資分別增加1,431億元與481億元；放款與投資年增率由上季底之4.53%上升為4.95%，主要係因第2季底對民間部門及政府之債權成長增加所致。7月底及8月底，由於銀行對民間部門債權成長續增，年增率分別升至5.11%及5.15%。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4.73%升為4.89%，7月底降至4.72%，8月底則轉升為4.74%。

就放款與投資之對象別觀察，本年第2季底全體貨幣機構對民間部門及政府債權年增率均較上季底增加，分別為5.79%及

2.91%，惟對公營事業債權年增率則鉅幅下滑至-3.03%。其中，對民間部門債權增加，主要係銀行放款大幅增加；對政府債權增加，主要係銀行持有政府公債增加；至於對公營事業債權減少，則主要係因對台電放款減少所致。8月底對民間部門及公營事業債權年增率分別增為6.67%及-2.42%，對政府債權則降至-0.29%。比重方面，第2季底對民間部門債權比重由上季底之79.44%升為80.24%，8月底再升至80.69%；對政府債權比重則由上季底之16.52%降為15.80%，8月底再續降至15.41%；對公營事業債權比重由上季底之4.05%降為3.96%，至8月底再降為3.90%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，本年第2季底對民營企業放款餘額較上

季底增加1,710億元，其中以對服務業²放款增加1,284億元為大宗，對製造業則增加288億元；8月底，對民營企業放款餘額，較第2季底增加1,654億元，以製造業增加1,202億元居冠，服務業則增加445億元。就各業別比重而言，本年第2季底以對服務業放款比重50.63%為最高，對製造業放款比重44.85%

居次。若與上季底比較，對服務業放款比重上升，但對製造業放款比重則下降；至於對營造業放款比重，則由2.92%升為2.94%。8月底對服務業放款比重較第2季底下滑，為50.21%，對製造業放款比重升至45.34%，對營造業放款比重則持平。

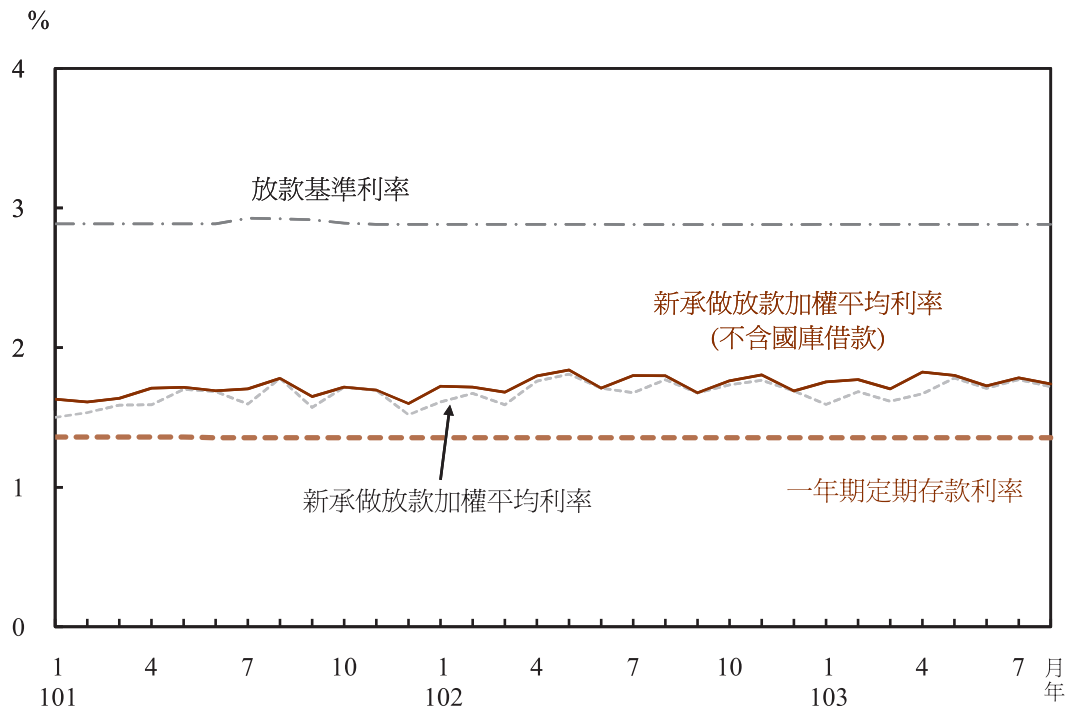
陸、銀行業利率持穩

本季由於國際景氣仍具不確定性，國內亦存在負的產出缺口，加以整體通膨展望溫和，為維持物價與金融穩定，並促進經濟成長，本行各項貼放利率維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩。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8月底維持不變。放款基準利率方面，本季底五大銀行平均放款基準利率為2.883%，與上季底相同，至8月底維持不變。

在新承做放款利率方面，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.616%上升至6月之1.708%，之後平均利率先升後降，主要受新承做政府借款及部分公營事業貸款金額先減後增，牽動週轉金貸款利率先升後降所致，8月平均利率回降至1.719%，惟仍較3月上升0.103個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自3月之1.705%上升至6月的1.726%，7月升為1.783%，8月微幅降至1.739%，較3月上升0.034個百分點。

¹ 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

圖3 本國五大銀行平均利率



註：五大銀行係指臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀。

金融市場

壹、貨幣市場

近期全球景氣持續復甦，惟主要經濟體表現不一，面臨國際情勢之不確定性，為因應國內經濟溫和復甦，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持銀行超額準備於適中水準，金融業隔夜拆款加權平均利率持穩於0.387%左右；貨幣機構日平均淨超額準備由第1季平均之399億元下降至本季平均之272億元，本年7至8月平均再降至243億元。

以下分別就本年4月至8月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本季貨幣機構日平均淨超額準備平均為272億元，較上季平均之399億元為低。就各月資金情勢觀察，4月因外資大量匯入資金，本行加強發行定存單收回市場餘裕資金，日平均淨超額準備降為320億元；5、6月受公債發行及所得稅款陸續繳庫等緊縮因

素影響，日平均淨超額準備下降為246億元及249億元；7、8月分別受稅款續繳庫及外資匯出等緊縮因素影響，日平均淨超額準備持續維持低檔，分別為243億元及242億元。

二、利率走勢

在全球景氣仍具不確定性，國內產出缺口仍為負值，以及整體通膨展望溫和的情況下，本行自100年7月1日升息後，迄今未再調息，政策利率維持不變，重貼現率及擔保放款融通利率分別為1.875%及2.25%。

為維持物價及金融穩定，本行續發行定期存單，收回市場游資，金融業隔夜拆款加權平均利率維持於0.387%左右，走勢持穩。至於票券市場短期利率方面，由於市場資金充裕，利率走勢相對穩定，其中商業本票1-30天期發行利率由3月之0.75%上升至8月之0.77%，次級市場利率則由0.60%下降至0.58%，變動均不大。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構淨超額準備

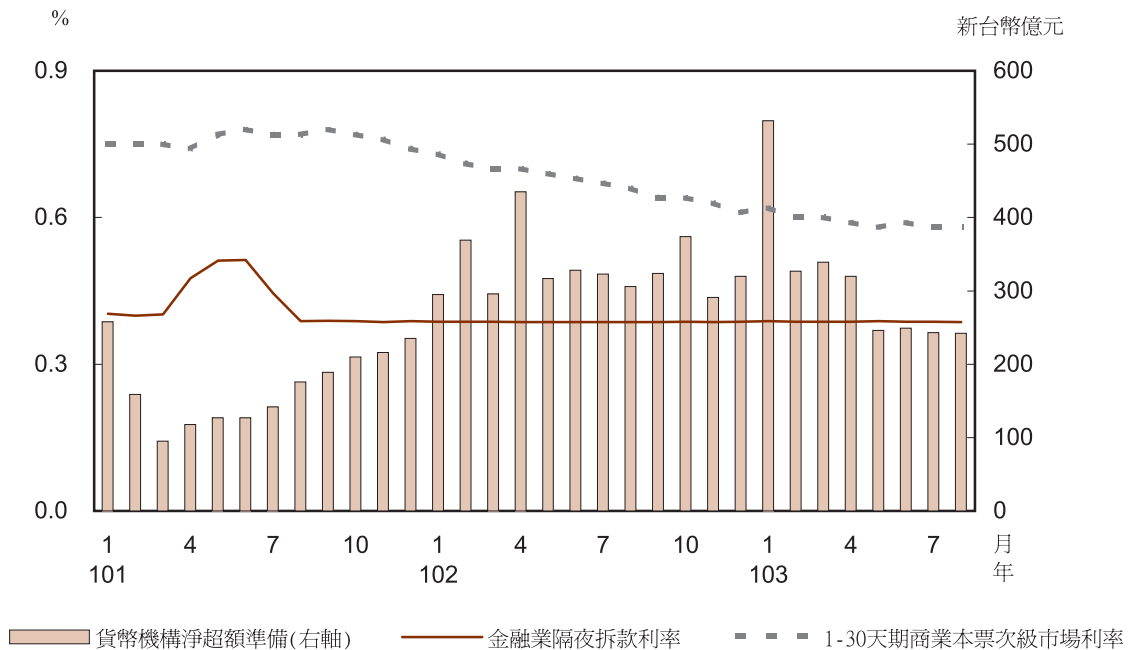


表1 貨幣市場利率

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 ^註				
		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	1年以上-2年
100	0.341	0.79	0.85	0.97	0.66	0.70	0.81	0.818	0.879	0.988	0.948	—
101	0.428	0.85	0.90	0.92	0.76	0.79	0.85	0.870	0.930	1.050	0.848	—
102	0.386	0.78	0.81	0.77	0.67	0.69	0.73	0.870	0.930	1.050	0.656	0.769
102/ 8	0.386	0.77	0.81	0.77	0.66	0.68	0.71	0.870	0.930	1.050	0.630	0.780
9	0.386	0.76	0.78	0.74	0.64	0.67	0.70	0.870	0.930	1.050	0.647	0.797
10	0.387	0.76	0.78	0.74	0.64	0.66	0.70	0.870	0.930	1.050	0.644	0.794
11	0.386	0.74	0.78	0.72	0.63	0.64	0.68	0.870	0.930	1.050	0.615	0.756
12	0.387	0.74	0.77	0.73	0.61	0.64	0.69	0.870	0.930	1.050	0.564	0.720
103/ 1	0.388	0.70	0.77	0.73	0.62	0.63	0.69	0.870	0.930	1.050	0.584	0.757
2	0.387	0.73	0.77	0.72	0.60	0.63	0.67	0.870	0.930	1.050	0.572	0.744
3	0.387	0.75	0.78	0.71	0.60	0.61	0.64	0.870	0.930	1.050	0.557	0.727
4	0.387	0.75	0.79	0.73	0.59	0.59	0.63	0.870	0.930	1.050	0.530	0.705
5	0.388	0.76	0.78	0.74	0.58	0.59	0.61	0.870	0.930	1.050	0.520	0.694
6	0.387	0.79	0.80	0.76	0.59	0.62	0.64	0.870	0.930	1.050	0.519	0.699
7	0.387	0.79	0.78	0.77	0.58	0.61	0.69	0.870	0.930	1.050	0.540	0.747
8	0.386	0.77	0.78	0.79	0.58	0.62	0.67	0.870	0.930	1.050	0.598	0.802

註：本行於90年迄今均未發行183-273天期定期存單，故將此欄資料予以隱藏。另，本行於102年8月起按月發行100億元之2年期定期存單。

三、票券流通餘額

本年8月底票券流通餘額合計為1兆7,120億元，較上季底減少373億元。其中以國庫券減少1,199億元最多，主要係配合國庫資金調度需要，償還金額較發行金額為多所致。商業本票增加991億元，主要係票券市場短

期利率維持低檔，吸引台電、中油及台鐵等公營事業大量發票，致商業本票餘額持續走揚。本年8月新北市政府為增加資金調度彈性，新增發行市庫券100億元。另可轉讓定期存單餘額減少275億元；銀行承兌匯票則變動不大。

表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			市 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	發行額	償還額	餘 額
100	74,240	73,988	11,926	3,212	3,810	1,803	0	0	0	62,705	62,214	7,352	301	306	57	8,022	7,658	2,715
101	81,877	79,260	14,540	2,650	2,503	1,950	0	0	0	73,116	70,232	10,236	242	256	43	5,869	6,269	2,311
102	98,090	96,127	16,502	3,246	3,050	2,146	0	0	0	88,274	86,518	11,992	235	235	42	6,335	6,323	2,323
102/ 8	8,826	8,670	16,121	500	500	1,999	0	0	0	7,937	7,634	11,927	21	15	49	368	521	2,147
9	8,418	8,127	16,412	246	0	2,244	0	0	0	7,537	7,629	11,835	20	24	44	616	474	2,289
10	8,359	8,448	16,323	0	200	2,044	0	0	0	7,804	7,656	11,983	22	21	45	533	572	2,251
11	8,426	8,186	16,562	250	200	2,094	0	0	0	7,687	7,466	12,203	19	16	48	469	503	2,217
12	9,070	9,130	16,502	350	299	2,146	0	0	0	7,842	8,053	11,992	20	27	42	858	752	2,323
103/ 1	9,114	8,210	17,406	454	250	2,349	0	0	0	8,069	7,562	12,499	19	15	46	573	383	2,512
2	8,254	8,287	17,373	250	200	2,399	0	0	0	7,320	7,227	12,591	16	18	44	668	842	2,339
3	9,046	8,926	17,493	250	200	2,449	0	0	0	8,316	7,939	12,969	19	24	39	461	763	2,036
4	8,562	8,757	17,298	200	554	2,096	0	0	0	8,173	7,774	13,367	20	19	40	170	410	1,796
5	8,919	8,556	17,660	245	0	2,341	0	0	0	8,068	8,157	13,278	21	14	47	584	385	1,994
6	8,861	9,433	17,089	0	491	1,850	0	0	0	8,009	8,273	13,015	20	24	43	832	645	2,181
7	9,636	9,041	17,684	200	450	1,600	0	0	0	9,032	7,952	14,096	22	21	44	382	619	1,944
8	9,456	10,020	17,120	200	550	1,250	100	0	100	8,603	8,739	13,960	20	15	50	533	716	1,761

貳、債券市場

本年第2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，發行公債1,679億元，較上季減少422億元；公司債方面，因本季公司債到期金額較上季增加，補券需求增加，加以美國Fed逐步減縮購債規模後，企業預期未來利率將上升而提高發債意願，本季國內公司債發行規模為1,024億元，較上季增加312億元；金融債券方面，本季發行總額為1,151億元，較上季增加635億元，金融機構發債主要目的為中長期授信業務需求及充實資本適足率；至於國際債券方面，本季有1家大陸商交通銀行發行20億人民幣債券(又稱寶島債)。

債券流通市場方面，由於上季逢農曆春節，交易日減少，比較基期較低，本年第2季債券交易量增加為17兆3,463億元，較上季

增加1兆7,163億元或10.98%。
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

本年第2季中央政府發行甲類建設公債1,679億元，發行年期有5年、10年、20年及30年期。就各期別公債得標利率觀察，除5年期公債發行得標利率較上季上升9個基本點外；10年、20年及30年期公債發行得標利率均較上季分別下降4個基本點、14個基本點及19個基本點。累計至本季底，中央政府公債發行餘額為5兆2,611億元，較上季底增加1,678億元或3.29%，至8月底發行餘額續增至5兆2,961億元。

表3 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
103甲7	103.04.25	20	350	1.928	27.15	48.57	5.71	18.57
※103甲6	103.05.14	10	300	1.532	55.34	29.50	1.83	13.33
103甲8	103.05.28	30	300	2.039	33.67	54.00	2.33	10.00
※103甲6	103.05.14	10	300	1.532	55.34	29.50	1.83	13.33
※103甲6	103.06.18	10	400	1.553	65.50	15.50	1.50	17.50
103甲9	103.06.27	5	329	1.200	44.45	40.48	11.72	3.35

※為增額公債。

表4 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
100	13,939	71,135	6,200	45,096	200	1,348	3,967	13,510	1,947	9,004	1,625	1,783	-	394
101	14,342	77,526	6,650	47,763	234	1,581	4,825	16,195	1,804	10,221	769	1,483	60	283
102	12,643	82,838	6,419	50,682	-	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	1,351	381	441
102/ 7	1,108	80,715	420	49,522	-	1,513	688	17,976	-	10,158	-	1,344	-	201
8	765	81,276	263	49,785	-	1,513	399	18,247	83	10,181	20	1,349	-	201
9	658	81,196	400	49,785	-	1,413	236	18,322	22	10,130	-	1,343	-	201
10	906	81,937	597	50,382	-	1,413	309	18,455	-	10,123	-	1,362	-	201
11	768	82,231	300	50,682	-	1,413	348	18,479	100	10,100	20	1,355	-	201
12	1,603	82,838	350	50,682	-	1,413	586	18,653	340	10,298	-	1,351	327	441
103/ 1	1,644	83,430	1,001	50,883	-	1,413	411	18,926	207	10,384	-	1,358	25	466
2	799	83,682	700	51,283	-	1,413	59	18,925	20	10,342	20	1,253	-	466
3	931	83,415	400	50,933	-	1,264	242	19,120	289	10,465	-	1,168	-	466
4	518	83,704	350	51,283	-	1,264	38	18,977	130	10,540	-	1,175	-	466
5	1,528	84,787	600	51,883	-	1,181	528	19,300	400	10,815	-	1,143	-	466
6	1,904	86,255	729	52,611	-	1,180	458	19,523	621	11,245	-	1,133	96	562
7	1,770	87,000	700	52,611	-	1,091	622	19,924	-	11,245	65	1,185	383	945
8	1,512	88,163	350	52,961	-	1,091	197	19,897	97	11,217	-	1,185	868	1,813

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國金融統計月報」。
- (2) 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」。

(二) 直轄市政府公債

本年1至8月各直轄市政府均未發行公債，8月底發行餘額為1,091億元。

(三) 公司債

本年第2季公司債發行總額為1,024億元，較上季增加312億元或43.82%，主要因公司債到期金額較上季增加，補券需求增加，加以美國Fed逐步減縮購債規模後，企業預期未來利率將上升而提高發債意願。就

發行內容觀察，由於發行公司多為債信良好之大型公司或公營企業，其中88%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電、鴻海、中龍鋼鐵、南亞、亞泥及台塑，合計發債金額為526億元，占發行總額51%；就債券發行期限觀察，以5年期券占38%為最大宗，其次為10年期券的17%，加權平均發行利率分別為1.46%及1.93%；與上季比較，5年期利率較上季之

1.40%上升6個基本點，10年期則較上季之1.95%略降2個基本點。截至本季底，公司債發行餘額為1兆9,523億元，較上季底增加403億元或2.11%，至8月底發行餘額增至1兆9,897億元。

(四) 金融債券

金融債券係指本國銀行、外國及大陸銀行在台分行發行以新台幣或外幣計價之金融債券。本年第2季有13家本國銀行發行以新台幣計價之金融債券，總金額為1,151億元，較上季增加635億元或123.06%，主要為次順位債券，發行目的主要為中長期授信業務需求及充實資本適足率，發行期間主要為10年期券及無到期券，分別占40%及24%。累計至本季底，金融債券發行餘額為1兆1,245億

元，較上季增加780億元或7.45%，至8月底發行餘額則略減至1兆1,217億元。

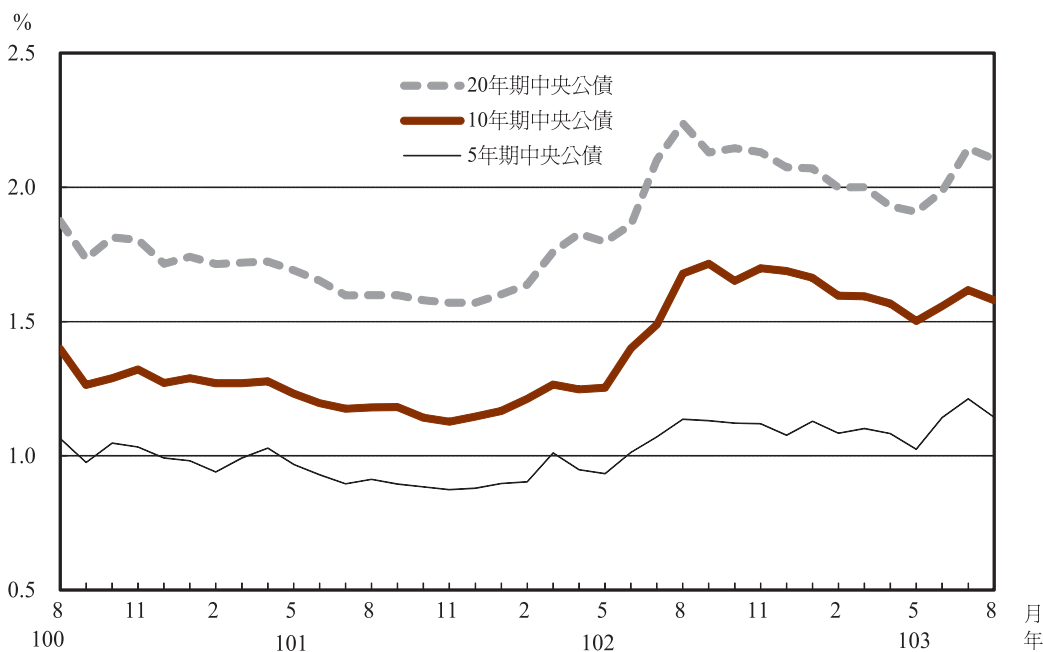
(五) 資產證券化受益證券

本季資產證券化受益證券商品無新案發行，累計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為1,133億元，較上季底減少35億元或3.00%，至8月底發行餘額則增至1,185億元。

(六) 外國債券及國際債券

外國債券係指國際金融組織在台發行之金融債券，已於102年2月底清償完畢，餘額為0，至本年8月底均未再發行。國際債券係指外國銀行在台發行之金融債券，目前所有國際債券均以外幣計價，第2季有大陸商交通銀行香港分行發行以人民幣計價之國

圖2 各期別公債殖利率走勢圖



際債券(又稱寶島債)20億元，折合新台幣96億元。截至本季底，國際債券發行餘額折合新台幣為562億元，較上季底增加96億元或20.71%。至8月底發行餘額增為新台幣1,813億元。

二、流通市場

本年第2季，因美國逐步縮減購債規模，加上地緣政治動盪導致美債避險需求增加，本季國內10年期公債殖利率持續隨美國公債殖利率走跌，由上季底之1.59%下滑至本季底之1.56%，7月及8月10年期指標公債

殖利率平均分別為1.62%及1.58%。

由於上季逢農曆春節，交易日減少，比較基期較低，第2季整體債市交易金額較上季增加1兆7,163億元或10.98%，其中，附條件交易增加1兆1,761億元或9.64%(占成交總額比重，由上季之78.0%降至本季之77.1%)，買賣斷交易增加5,402億元或15.72%(占成交總額比重，由上季之22.0%上升至本季之22.9%)。若就各類債券交易來看，本季以政府公債交易比重占83%為最高，交易金額為13兆2,783億元，其次依序為公司債3兆3,532億元、金融債券6,706億元、

表5 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 (%)
100	978,091	268,567	27.5	709,524	72.5
101	865,517	184,358	21.3	681,159	78.7
102	692,261	136,953	19.8	555,308	80.2
102/ 7	59,215	10,844	18.3	48,372	81.7
8	53,020	7,423	14.0	45,597	86.0
9	48,906	8,975	18.4	39,931	81.6
10	56,295	11,000	19.5	45,295	80.5
11	54,818	11,076	20.2	43,742	79.8
12	49,195	5,808	11.8	43,387	88.2
103/ 1	48,866	10,429	21.3	38,437	78.7
2	47,143	11,040	23.4	36,103	76.6
3	60,291	12,891	21.4	47,400	78.6
4	62,322	12,629	20.3	49,693	79.7
5	55,751	12,105	21.7	43,646	78.3
6	55,390	15,028	27.1	40,362	72.9
7	61,147	14,526	23.8	46,621	76.2
8	59,422	12,653	21.3	46,769	78.7

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

表6 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			
100	978,091	810,960	128,208	20,015	16,768	1,522	618
101	865,517	689,748	144,429	11,500	18,592	1,034	214
102	692,261	514,905	148,633	8,071	19,485	764	403
102/ 7	59,215	42,400	14,343	722	1,668	28	54
8	53,020	37,519	13,120	670	1,621	68	22
9	48,906	35,233	11,583	704	1,289	80	17
10	56,295	42,471	11,691	781	1,238	91	23
11	54,818	41,949	10,587	620	1,521	101	40
12	49,195	35,518	10,952	741	1,799	81	104
103/ 1	48,866	35,866	10,570	687	1,624	55	64
2	47,143	36,491	8,634	607	1,299	58	54
3	60,291	47,208	10,197	629	2,073	91	93
4	62,322	49,033	10,382	600	2,186	71	50
5	55,751	42,205	10,550	511	2,381	68	36
6	55,390	41,545	10,911	578	2,139	72	145
7	61,147	45,394	12,421	713	1,945	87	587
8	59,422	44,043	11,879	640	1,774	90	996

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」。

資產證券化受益證券211億元及外國債券與國際債券231億元。7月及8月因資金轉往債市，債市成交金額持續增加，累計7月及8月

債券成交金額為12兆569億元，較上年同期增加7.43%。

參、股票市場

103年4月台股呈現區間整理局面，5月之後則在全球景氣回溫、企業獲利增加，以及外資持續買超等因素帶動下，台股指數漸次走升，至7月15日為9,569點，創本年以來新高；惟嗣隨國際地緣政治風險升高、以及澎湖空難、高雄氣爆等事件接連發生，致台股下挫，至8月8日為9,086點；之後由於主計總處調升經濟成長率、上市櫃公司財報表現優異，致使台股指數再次走揚，於8月底升至9,436點，較3月底上漲6.63%。

一、大盤股價指數變動

103年4月份股市呈現區間整理局面，4月底加權指數較上月底略跌0.65%。此期間主要利空因素包括：1.美國科技股暴跌；2.核四停建爭議；3. F-再生遭外資機構放空。主要利多因素包括：1.上市公司公布財報獲利佳；2.蘋果預計下半年推出新產品，相關供應鏈受惠；3.外資持續加碼買超台股。

103年5月份股市先跌後升，5月底加權指數較上月底上漲3.24%。5月1日至21日股市走低，此期間主要利空因素包括：1.越南排華暴動；2.美股拉回修正；3.MSCI調降台股權重。5月下旬台股反轉回升，此期間主要利多因素包括：1.智慧型手機、平板電腦等行動裝置需求持續成長，電子股淡季不

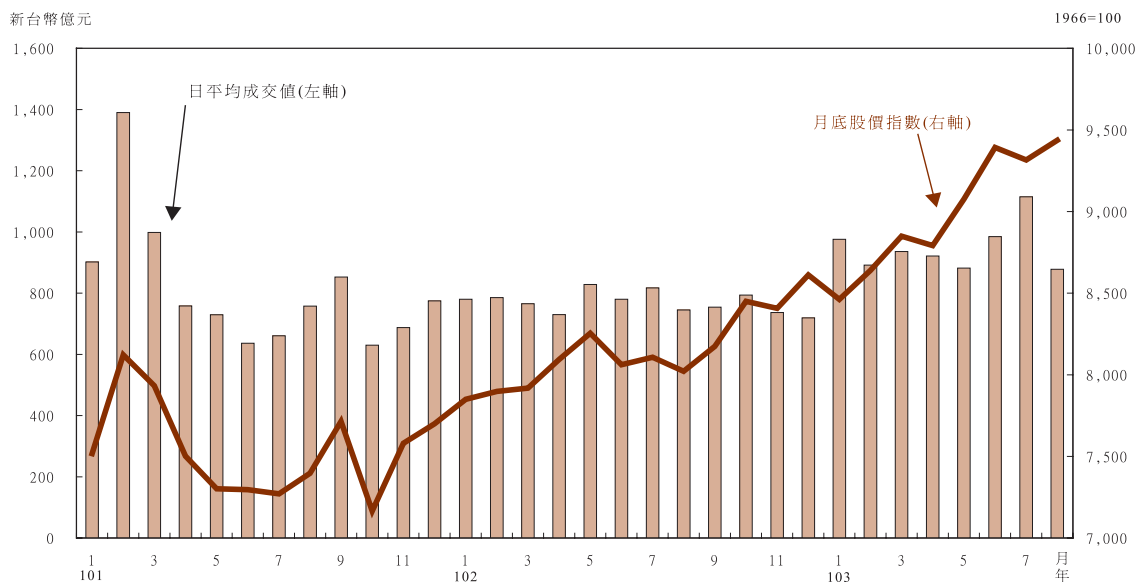
淡；2.國內失業率降至4%以下，景氣燈號連續3個月綠燈。

103年6月份股市上揚，6月底加權指數較上月底上漲3.49%。此期間主要利多因素包括：1.國內外景氣持續回溫；2.電子大廠營收獲利表現優異，外資持續買超台股；3.金管會開放雙向當沖措施；4.電腦及醫療等國際展覽會加持。

103年7月份股市先升後跌，7月底加權指數較上月底略跌0.82%。7月1日至10日股市走升，此期間主要利多因素包括：1.電子業傳統旺季拉貨潮來臨；2.世足賽激勵相關類股包括紡織、鞋子、食品等業績上揚。7月15日後股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.俄烏、以巴等地緣政治風險升高，馬航空難及復興航空澎湖空難事件接連發生；2.Fed主席對美股過熱示警，衝擊那斯達克指數翻黑，台股亦跟跌；3.台積電因三星搶單疑慮大跌，連累大盤。

103年8月份股市先跌後升，7月底加權指數較上月底上漲1.29%。8月1日至8日股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.高雄氣爆事件；2.美股重挫；3.基亞新藥數據結果不如預期；4.美對台灣及中國大陸的太陽能課高反傾銷稅。8月9日後股市止跌回升，此期間主要利多因素包括：1.上市櫃公司獲利佳；2.國際地緣政治風險降低；3.主計總處

圖3 集中市場價量變動趨勢



上修經濟成長率預測。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，103年4月份多數類股下跌，僅少數類股上漲。其中，汽車類股受外國汽車廠來台投資計畫可能生變之影響，下跌7.04%；因玻璃、陶瓷、顏料等市場需求持續不佳，玻璃陶瓷類股下跌6.57%；紡織纖維類股則由於時序進入單價偏低的夏裝，使得營收下滑，下跌5.76%。

103年5月份各類股漲跌互見。其中，貿易百貨類股因母親節檔期促銷，商店及百貨公司買氣及業績衝高，上漲6.65%，漲幅最大；金融保險類股由於財報表現不錯以及股價跌深反彈，上漲6.18%；電子股則在看好蘋果公司新產品供應鏈，以及外銷接單大增

激勵下，上漲4.74%；惟水泥類股在淡季效應影響下，下跌3.99%。

103年6月份多數類股上漲。其中，汽車類股因新車優惠買氣持續延燒，上漲6.13%；油電然氣類股在國際油價走揚以及6月進入夏季用電高峰影響之下，上漲5.96%；生技醫療類股受惠於國際醫療展舉辦、兩岸醫材醫院聯盟以及進入醫美及保健食品消費旺季等利多，拉升股價上漲5.12%；紡織纖維類股則因世界盃足球賽開打，相關供應鏈如運動服飾、成衣代工、製鞋等大廠之商機發酵，上漲5.03%。

103年7月份各類股漲跌互見。其中，因銀行業上半年獲利表現優於預期，以及未來隨美國升息腳步接近，將受惠存放款利差擴大的金融保險類股較6月底上漲6.83%；食

表7 集中市場各類股股價指數之變動

日期 \ 類股名稱	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
103年3月底	8849.3	335.3	996.2	151.4	1234.7	226.9	553.8	171.9	41.9	71.6	183.4
103年4月底	8791.4	339.2	963.2	154.8	1206.2	227.7	522.0	169.0	40.8	66.9	174.6
103年5月底	9075.9	355.2	1022.7	148.6	1228.2	227.6	520.5	174.3	40.9	65.0	182.4
103年6月底	9393.1	372.2	1038.0	152.4	1273.2	238.4	546.6	182.9	41.6	61.8	186.8
103年7月底	9315.9	359.8	1108.8	153.0	1335.2	231.3	548.7	176.6	42.4	64.7	188.0
103年8月底	9436.3	371.4	1117.3	157.5	1326.7	230.8	511.5	173.7	41.7	63.3	184.8
103年4月底 與上月底比%	-0.65	+1.14	-3.31	+2.21	-2.31	+0.38	-5.76	-1.73	-2.70	-6.57	-4.75
103年5月底 與上月底比%	+3.24	+4.74	+6.18	-3.99	+1.82	-0.04	-0.29	+3.13	+0.34	-2.77	+4.46
103年6月底 與上月底比%	+3.49	+4.79	+1.49	+2.54	+3.67	+4.70	+5.03	+4.94	+1.76	-4.97	+2.39
103年7月底 與上月底比%	-0.82	-3.34	+6.83	+0.41	+4.87	-2.97	+0.38	-3.45	+1.75	+4.63	+0.66
103年8月底 與上月底比%	+1.29	+3.22	+0.76	+2.95	-0.64	-0.19	-6.78	-1.64	-1.65	-2.17	-1.72

日期 \ 類股名稱	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
103年3月底	100.2	424.2	334.9	307.7	75.2	144.1	240.0	99.2	113.8	85.9	256.4
103年4月底	99.1	416.3	311.3	291.2	72.9	143.9	240.8	97.3	110.0	83.5	247.6
103年5月底	96.6	402.1	308.4	298.6	73.5	141.3	256.8	94.4	111.7	85.0	247.1
103年6月底	98.3	383.2	327.2	288.4	72.2	143.3	254.2	100.1	112.5	89.3	247.0
103年7月底	100.8	389.6	328.5	295.3	73.4	145.4	256.6	98.9	114.4	87.4	251.2
103年8月底	102.8	369.8	326.3	295.6	76.3	139.7	245.2	97.6	106.3	80.1	248.9
103年4月底 與上月底比%	-1.04	-1.86	-7.04	-5.38	-3.11	-0.17	+0.35	-1.83	-3.35	-2.86	-3.46
103年5月底 與上月底比%	-2.57	-3.40	-0.94	+2.53	+0.80	-1.82	+6.65	-3.00	+1.51	+1.80	-0.19
103年6月底 與上月底比%	+1.74	-4.70	+6.13	-3.41	-1.78	+1.45	-1.00	+5.96	+0.71	+5.12	-0.03
103年7月底 與上月底比%	+2.63	+1.65	+0.40	+2.38	+1.68	+1.48	+0.94	-1.18	+1.73	-2.10	+1.68
103年8月底 與上月底比%	+1.95	-5.07	-0.67	+0.11	+3.98	-3.93	-4.47	-1.25	-7.10	-8.36	-0.89

品類股則在夏季冰品、飲料旺季以及中元普渡需求拉升下，上漲4.87%；惟電機機械類股及電子類股卻因半導體、光電與零組件等族群出現獲利了結賣壓影響下，分別下跌3.45%及3.34%。

103年8月份多數類股下跌。其中，生技股指標基亞，因第三期臨床試驗期中分析數據不如預期，股價連續19個交易日跌停，並拖累其他生技醫療及化學類股，分別下跌8.36%及7.10%；紡織類股則逢夏秋換季出清折扣，致股價下跌6.78%；而受暑假旅遊旺

季加持，航運業營收衝高，上漲3.98%。

三、法人買賣超

觀察本年4月至8月三大法人買賣超情況，由於景氣回溫、國內企業獲利增加，外資對台股持續買超。

投信法人方面，僅8月買超，其餘月份均呈賣超，主要係因台股指數處於相對高檔，致使投信法人逢高減碼。

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

表8 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
101年全年	1,442	-161	-22	1,259
102年全年	2,430	-767	85	1,748
102年 8月	-457	8	-69	-518
102年 9月	1,210	-60	-25	1,125
102年10月	746	-50	10	707
102年11月	-212	-16	44	-184
102年12月	470	-55	14	429
103年 1月	232	-47	-19	167
103年 2月	-162	-58	40	-180
103年 3月	721	-91	24	654
103年 4月	897	-103	-16	777
103年 5月	337	-27	51	361
103年 6月	816	-78	43	781
103年 7月	310	-24	38	324
103年 8月	467	61	-12	516

下跌時便出現賣超。本年4月及8月由於台股回跌，自營商出現賣超；5月到7月則因台股上漲而出現買超。

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 103年4月21日，證交所調整信用交易管制措施，包括公布注意股票的標準由6日股價累積漲幅32%縮小為25%，成為處置股票的「禁閉期」則由5天延長為10天。若有價證券被公布第2次處置，融資比率最重可直接降為零，且量價異常個股的融券保證金成數，最高可達110%，櫃買市場亦同步比照辦理，以遏阻投機炒作。
- (二) 103年5月15日，臺灣期貨交易所授權歐洲期貨交易所（Eurex）掛牌新臺幣計價的「臺股期貨及臺指選擇權一天期期貨契約（Eurex/TAIFEX Link）」，於台灣時間下午2時45分在Eurex上市；以臺灣加權股價指數為標的之臺股期貨、臺指選擇權首度躍上國際金融舞台，上市首日交易順利。
- (三) 103年5月16日，立法院三讀通過「財政健全方案」短期稅制調整措施之「所得稅法」部分條文，包括綜合所得稅最高稅率增至45%，以及在兩稅合一部分，將股利扣抵率由100%降至50%。
- (四) 103年5月20日，為避免上市公司股利延遲發放，證交所通過營業細項第46條修正草案，規範上市公司、第一上市公司未於除息基準日後、3個月內發放現金股利者，得處以10萬元違約金，且若1個月內未改善，可再處以20萬元以上100萬元以下違約金，如未再發放者，可按次處以違約金。
- (五) 103年6月30日，為完備整體交易市場機制，金管會開放投資人即日起可從事臺灣50、中型100及富櫃50指數成分股，共200檔個股先買後賣及先賣後買雙向當日沖銷。
- (六) 103年7月8日，金管會宣布，開放券商可經營集合管理帳戶信託業務，並放寬證券投資信託事業、證券投資顧問事業或證券商以信託方式經營全權委託投資業務，無需先經金管會許可以委任方式經營全權委託投資業務之規定。
- (七) 103年8月25日，「台灣高薪100指數」正式掛牌上市。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

103年第2季（4至6月）新台幣對美元匯率最高為6月30日之29.915元，最低為4月1日之30.435元，差距為0.520元。季底新台幣對美元匯率為29.915元，較103年第1季底升值2.0%，對歐元、人民幣及日圓亦分別較103年第1季底升值2.8%、1.8%及0.4%；對韓元則貶值3.1%。

本季（103年第3季）底與上季（103年第2季）底比較，雖新台幣對美元、人民幣呈現貶值，惟對歐元、日圓及韓元升幅較大，致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價升值1.1%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

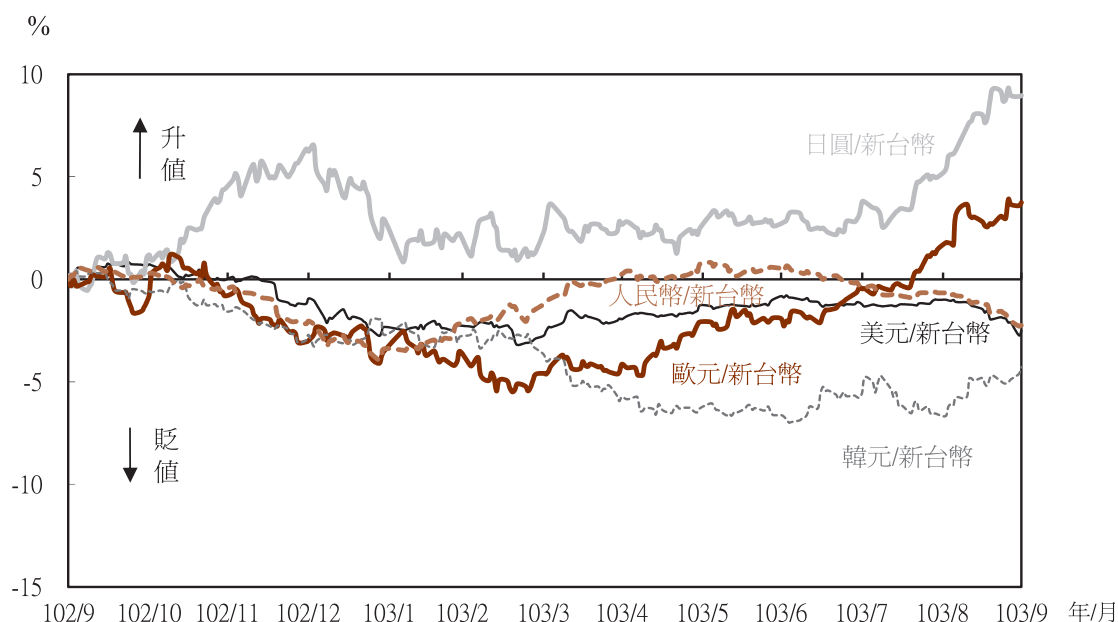
新台幣對美元匯率：本（103）年6月ECB宣布降息，加上Fed表示將維持低利率一段期間，伴隨全球寬鬆資金環境，外資持續匯入買超台股，新台幣對美元升值，至7月2日達本季最高的29.905元。7月初美國公布就業數據優於預期，市場認為Fed升息時點可能提前，加上烏克蘭及中東地區的地緣政治緊張，市場避險情緒推升國際美元走強，新台幣對美元走跌，於7月16日貶至30.072元的波段低點。8月下旬，日本採行寬鬆貨幣政策的態度不變，歐洲央行則釋出可能進一步推出量化寬鬆措施的消息，資金流

入亞洲新興市場，新台幣對美元轉強，8月28日升至29.965元。9月以後，投資人預期Fed可能於本年10月宣布結束量化寬鬆(QE)政策，新台幣對美元回貶，於9月29日觸及30.502元的本季低點。本季底新台幣對美元匯率為30.436元，較上季底貶值1.7%，就平均匯率而言，本季新台幣對美元則較上季升值0.3%。

新台幣對歐元匯率：7月初歐洲央行決議維持利率不變，惟歐元區的物價水準仍低於目標值，市場預期歐洲央行可能採行進一步量化寬鬆，歐元對美元於7月1日1.3692元的本季高點下滑；7月中，葡萄牙最大上市銀行出現財務問題，市場對歐元區金融穩定的疑慮再起，加上馬航遭烏克蘭叛軍誤擊，歐盟對俄羅斯將採經濟制裁，促使投資人拋售歐元。9月以來，由於歐美在貨幣政策分歧，美國Fed可望於本年10月結束資產購買計畫；歐洲央行則降息，並採行大規模的債券收購計畫，致歐元對美元持續疲弱，於9月29日貶至1.2676元的本季低點。本季底新台幣對歐元較上季底升值5.8%，就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值3.8%。

新台幣對日圓匯率：7月以來，日本央行未進一步推出寬鬆貨幣政策，加以中東、烏俄等地緣政治因素推升市場避險需求，國際資金增持日圓部位，日圓對美元於7月21

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與102/9/30比較)



日升值至101.26元的本季高點。嗣後因日本經濟數據不如預期，日本央行重申繼續貨幣寬鬆政策的立場，以實現2%的通膨目標，引導日圓對美元貶值，於9月29日下探至109.61元的本年新低。本季度新台幣對日圓較上季底升值6.1%，就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值2.1%。

新台幣對人民幣匯率：7月中，中國國家統計局所發布的第2季GDP成長率略優於第1季，經濟趨穩，人民幣對美元短暫貶值後逐漸走升，加上「滬港通」預計10月啟動，中國境內資金提前進場卡位，中國股市於9月創下今年新高，人民幣對美元維持強勢，於9月26日達6.1270元的本季高點。本季度新台幣對人民幣較上季底貶值2.7%，就平

均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季貶值0.7%。

新台幣對韓元匯率：由於外資連續買超韓股，促使韓元升值壓力增加，韓元對美元延續上季強勢，於7月3日達1,008.5元的本季高點。7月10日南韓央行調降南韓經濟成長預估，市場預期南韓央行將降息以解決國內需求疲弱的問題，韓元對美元貶值，於8月7日觸及1,037.6元的波段低點，惟南韓經常帳順差持續擴大，韓元對美元隨即拉回。9月國際美元升值，韓元對美元反轉走貶，本季低點出現在9月30日的1,055.2元。本季度新台幣對韓元較上季底升值2.5%，就平均匯率而言，本季新台幣對韓元則較上季升值0.1%。

二、外匯市場交易

103年5月至7月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為17,256.5億美元，較上期（103年2月至103年4月，以下同）減少10.6%，日平均交易淨額減為273.9億美元。其中，OBU外匯交易淨額為2,355.3億美元，較上期減少28.7%，占外匯市場總交易量13.6%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易

量為8,289.5億美元，較上期減少4.7%；即期交易居次，交易量為6,217.3億美元，較上期減少3.4%；分別占外匯市場總交易量比重的48.0%及36.0%。匯率選擇權位居第三，交易量為1,722.6億美元，較上期減少42.5%，占外匯市場總交易量比重降至10.0%。遠匯交易位居第四，交易量較上期減少15.9%，占外匯市場總交易量比重5.1%。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

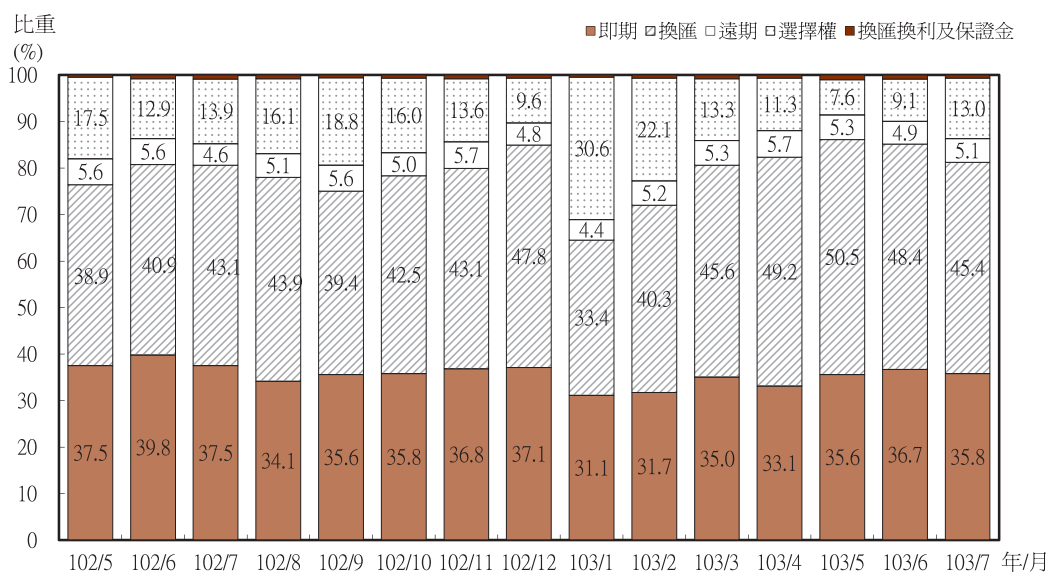
單位：百萬美元

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
100	2,570,319	2,454,626	967,972	415,459	77,315	19,016	24,587	529,351	6,013,357	407,968	24,150
101	2,249,684	2,558,288	1,129,998	406,831	63,913	19,419	30,993	627,958	5,893,172	579,922	23,386
102	2,681,798	2,991,819	1,131,883	373,006	51,421	21,730	32,983	1,072,740	7,174,076	1,093,561	28,928
102 / 5	276,803	287,584	96,598	41,048	6,613	2,070	1,726	129,639	738,869	120,270	33,585
6	238,510	245,099	91,262	33,833	5,859	2,320	2,281	77,004	599,046	83,911	31,529
7	240,143	276,092	91,735	29,646	4,712	2,157	4,008	88,946	640,991	84,588	27,869
8	202,850	261,428	90,189	30,731	3,080	2,088	2,523	95,775	595,396	95,823	28,352
9	200,040	221,362	82,239	31,251	4,568	1,624	1,789	105,602	561,668	99,490	28,083
10	216,988	257,669	103,743	30,443	5,116	1,634	2,610	96,923	606,266	99,467	27,558
11	211,646	247,894	99,120	32,519	3,257	1,453	3,145	78,270	574,928	91,523	27,378
12	201,351	260,142	107,905	26,283	2,835	1,098	2,855	52,033	543,762	68,968	24,716
103 / 1	242,329	260,496	102,539	34,272	4,344	1,401	1,921	238,379	778,798	229,492	38,940
2	198,150	251,814	101,100	33,035	3,964	974	2,891	138,698	625,562	140,163	36,798
3	234,628	306,012	115,847	35,771	3,334	2,108	3,487	89,205	671,211	107,585	31,962
4	210,607	311,970	124,207	35,833	3,499	1,639	2,397	71,747	634,192	82,554	30,200
5	198,248	281,971	104,871	29,651	3,705	2,022	3,432	42,231	557,554	63,166	26,550
6	204,225	269,118	94,320	27,430	3,861	1,296	3,726	50,596	556,389	75,331	27,819
7	219,259	277,863	104,850	30,933	3,022	1,531	2,679	79,438	611,703	97,033	27,805

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。

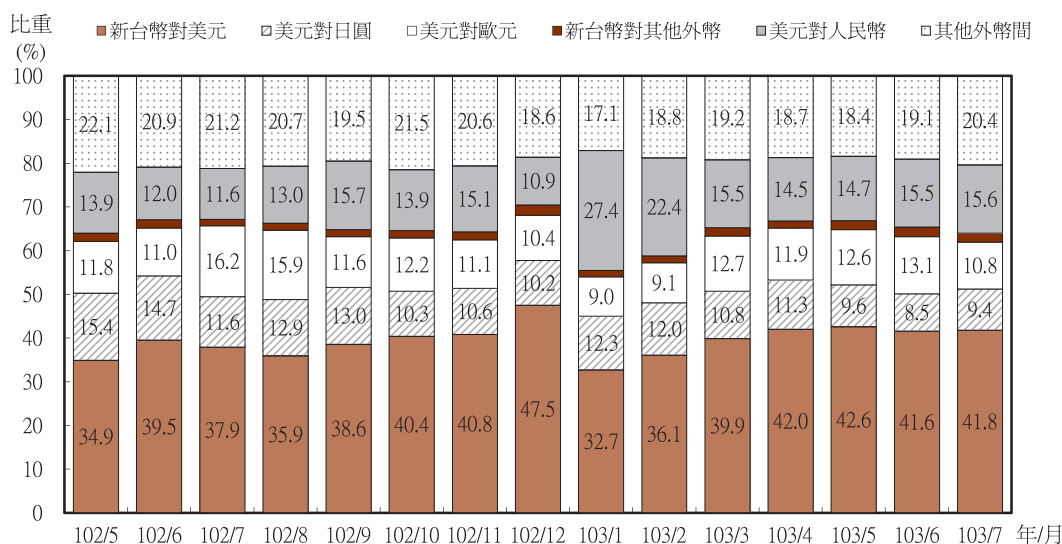
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，103年5月至7月的交易比重為42.0%，較上期增加2.6個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅2.1%；外幣間的交易比重為55.9%，其中美元對人民幣交易比重為15.3%，較上期減少2.1個百分點；美元對歐

元交易比重為12.1%，較上期增加0.8個百分點；美元對日圓交易比重為9.2%，較上期減少2.2個百分點，主要係日圓匯價波動趨緩，交易與套利需求減少所致；其他外幣間的交易比重為19.3%，較上期增加0.4個百分點。

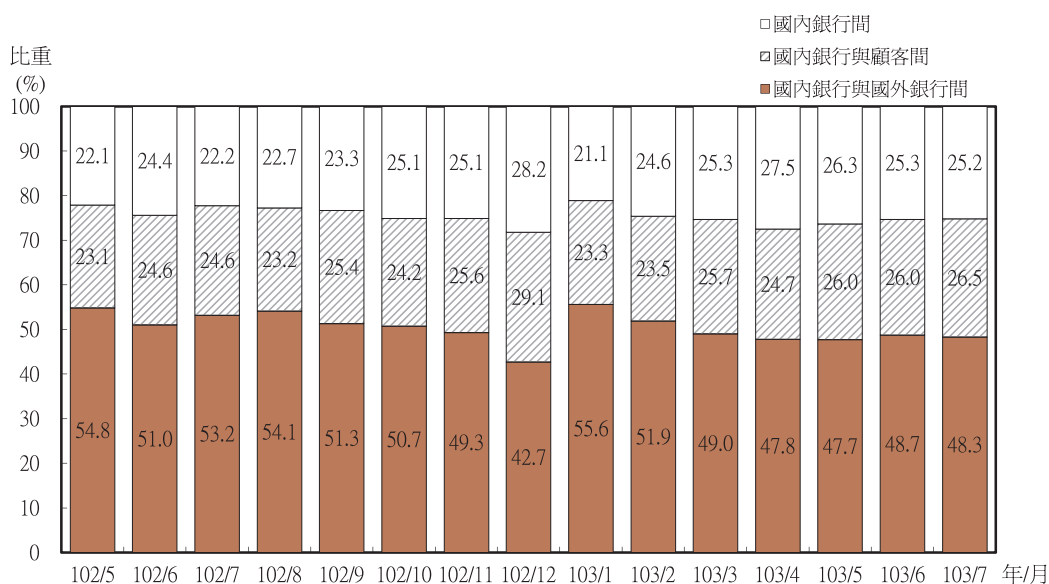
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，103年5月至7月交易比重為48.2%，較上期減少1.3個百分點；國內銀

行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別為26.2%及25.6%，分別較上期增加1.5個百分點及減少0.2個百分點。

圖7 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，103年5月換匯交易量為1,048.7億美元，較上月減少15.6%，主要係壽險業本月到期金額較低，辦理展期金額亦較少，外匯指定銀行承做後轉向銀行間換匯市場拋補金額因此減少；此外，中國人民銀行採取較為寬鬆的貨幣政策，大陸地區銀行於境外籌措資金需求降低，致部分銀行透過銀行間換匯市場調度美

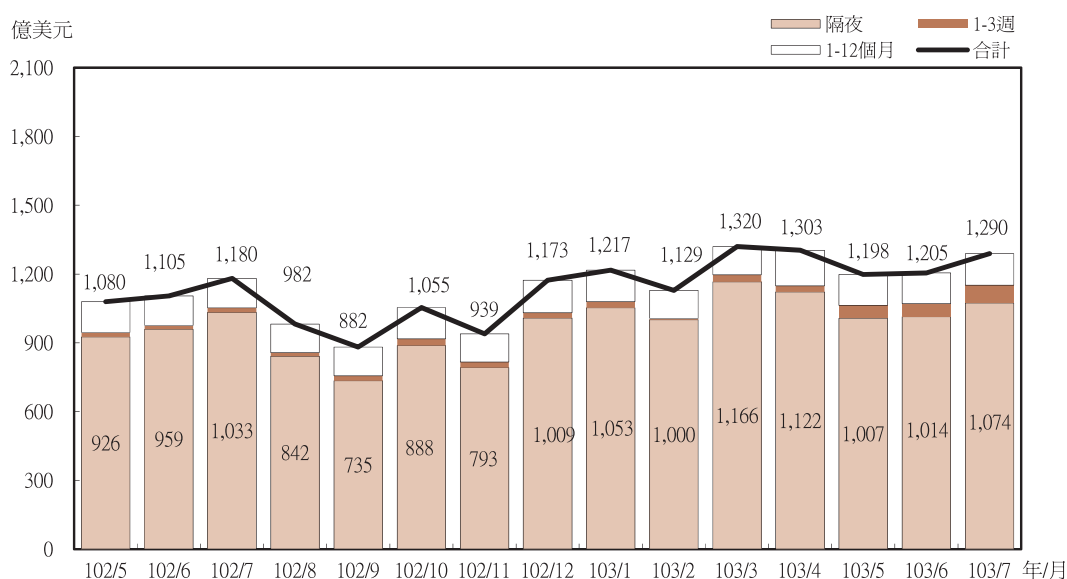
元資金交易量亦下滑。6月交易量為943.2億美元，較上月減少10.1%，主要係因6月Fed決議維持低利率及中國人民銀行續採寬鬆貨幣政策，外匯指定銀行透過銀行間換匯市場取得美元資金的需求降低；加上之前辦理的換匯交易為規避季底外幣資金較不易調度，多數跨過6月底，致本月短天期換匯交易比重減少，交易量隨周轉率下降而減少。7月交易量為1,048.5億美元，較上月增加11.2%，主因係本月壽險業辦理到期展期金額較多，致銀行間換匯市場拋補金額增加；此外，由於市場美元充沛，部分銀行利用銀行間換匯市場調節短期多餘美元資金，短天

期交易比重增加，交易量隨周轉率上升而增加。

銀行間外幣拆款市場交易方面，103年5月交易量為1,197.7億美元，較上月減少8.1%，主要係部分銀行持續以優惠利率吸收外幣存款；加上中國人民銀行提供外匯市場充分流動性，大陸地區銀行減少於境外拆借

資金，國內銀行資金調度的需求下降。6月交易量為1,204.6億美元，較上月增加0.6%，雖適逢季底銀行有資金調度需求，惟FOMC決議維持低利率，致市場資金充裕，故交易量僅微幅增加。7月交易量為1,289.7億美元，較上月增加7.1%，主要係銀行積極辦理拆款交易以調節資金。

圖8 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

103年5月至7月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為474.8億美元，較上期增加3.5%。其中，以外幣利率期貨交易金

額384.0億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的80.9%，較上期增加10.7%；外幣換利交易居次，所占比重為15.6%，較上期減少22.2%。

表10 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
100	76,153	902	3,569	254,703	22,728	421	5,204	363,681
101	51,887	1,069	4,320	142,310	15,440	955	2,243	218,223
102	37,042	523	3,040	115,636	5,488	1,758	1,517	165,004
102 / 5	3,408	5	532	15,656	472	52	151	20,276
6	3,517	0	99	8,977	490	58	356	13,498
7	3,502	0	228	8,732	547	171	96	13,275
8	4,153	0	192	11,885	404	170	56	16,859
9	2,370	0	119	9,923	326	101	64	12,904
10	2,754	0	254	9,888	406	98	12	13,412
11	1,921	0	152	7,778	329	56	30	10,267
12	1,303	500	139	6,517	375	34	95	8,963
103 / 1	2,636	0	112	8,525	411	86	187	11,957
2	1,393	0	81	7,876	353	18	50	9,769
3	3,636	0	197	16,412	310	19	96	20,670
4	4,517	22	89	10,392	267	20	133	15,442
5	2,434	0	87	12,278	412	16	86	15,312
6	3,501	0	120	11,274	273	84	52	15,303
7	1,492	0	32	14,847	379	11	100	16,861

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，以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。

自外匯指定銀行(DBU)開辦人民幣業務以來，國內人民幣資金池逐步擴大，為建立人民幣匯率及利率相關商品訂價與評價之指標，以利人民幣業務拓展，本行應中華民國銀行商業同業公會全國聯合會之建議，推動台灣離岸美元兌人民幣定盤匯率及拆款定盤利率報價機制。上述機制已於9月1日啟動，

由台北外匯市場發展基金會擔任本項機制之管理機構，負責相關作業與監督管理事宜。

美元兌人民幣匯率定盤價以台北外匯經紀公司上午11時成交價為定盤價，於上午11時15分公布，拆款定盤利率報價之計算則委託湯森路透公司擔任。

此外，為擴大本國銀行海外分行的業務範圍，提升其國際競爭力，自本年9月9日起，本國銀行海外分行得依相關規定，申請對國外法人、國內法人海外投資事項、國外金融機構、本國銀行海外分行及自行總行辦理無本金交割新台幣遠期外匯業務(新台幣NDF)。

國際經濟金融情勢（民國103年第2季）

壹、概述

本(2014)年第2季以來，美國擺脫年初極端惡劣氣候影響，經濟成長動能轉強；中國大陸採微刺激措施，經濟略為回穩；惟歐美對俄羅斯經濟制裁，致歐元區景氣陷入停滯；日本則因消費稅率調高衝擊民間消費，經濟受創，惟第3季可望回升。預期在美國經濟穩健成長帶動下，本年全球經濟可望和緩成長。Global Insight 9月預測本年全球經濟成長率為

2.7%，高於上(2013)年之2.6%，明(2015)年續升為3.3%(表1)。

物價方面，由於原油供給穩定，加以中國大陸、歐元區經濟趨緩影響需求，國際原油價格下滑；穀物則因產區氣候合宜，黃豆、小麥及玉米等作物豐收，價格下跌。Global Insight 9月預測本年及明年全球通膨率均為3.1%。

表1 經濟成長率

單位：%

區域別或國別	2013	2014		2015	
		(1)	(2)	(1)	(2)
全球	3.2 (2.6)	3.4	2.7	4.0	3.3
先進經濟體	1.3 (1.4)	1.8	1.8	2.4	2.3
OECD國家	1.3 (1.4)	2.2	1.8	2.8	2.3
美國	2.2	1.7	2.2	3.0	2.9
日本	1.5	1.6	1.1	1.1	1.2
德國	0.4	1.9	1.6	1.7	2.0
英國	1.7	3.2	3.1	2.7	2.8
歐元區	-0.4	1.1	0.8	1.5	1.4
台灣	2.09	3.1	3.5	3.9	3.8
香港	2.9	3.7	2.5	3.8	3.2
新加坡	3.9	3.6	2.9	3.6	4.2
南韓	3.0	3.7	3.3	3.8	3.3
東協五國	5.2	4.6		5.6	
泰國	2.9	2.5	1.5	3.8	3.1
馬來西亞	4.7	5.2	5.8	5.0	5.5
菲律賓	7.2	6.5	6.1	6.5	6.1
印尼	5.8	5.4	5.2	5.8	5.5
越南	5.4	5.6	5.4	5.7	6.0
中國大陸	7.7	7.4	7.5	7.1	7.2
印度	4.7	5.4	5.5	6.4	6.3
其他新興市場暨發展中國家	4.7	4.6		5.2	

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2013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；2014年經濟成長率預測值(1)為IMF資料，僅OECD國家採用OECD資料，(2)為Global Insight資料。

3. 先進經濟體共35個經濟體，包括G7、歐元區(18國)、澳、紐、台灣、香港、新加坡及南韓等；其他新興市場暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共153國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協、中東及中南美洲國家等。

資料來源：IMF World Economic Outlook, April 2014、IMF World Economic Outlook Update, July 2014、OECD's Economic Outlook, May 2014、Global Insight World Overview, September 2014

貨幣政策方面，美國聯準會(Fed)鑑於經濟持續復甦及就業市場改善，7、8及10月每月資產購買規模再各縮減100億美元至150億美元，且可能於下次10月會議結束資產購買計畫；紐西蘭央行為抑制通膨壓力，7月調升政策利率0.25個百分點至3.50%，為本年第4度升息；為因應通膨升溫，馬來西亞央行於7月升息，菲律賓央行亦分別於7月及9月升息。另外，為刺激景氣及防範通縮，歐

洲央行(ECB)於9月再度調降政策利率0.1個百分點至0.05%之歷史低點，並於10月啟動資產購買計畫；南韓亦因經濟成長走緩，於8月調降政策利率0.25個百分點至2.25%(圖1、圖2)。中國大陸則續採定向寬鬆政策，8月中國人民銀行對農村金融機構提供再貸款200億人民幣，並於9月開始透過常備貸款便利(Standing Lending Facility, SLF)機制，對5大銀行釋出5,000億人民幣的流動性。

圖1 先進經濟體政策利率

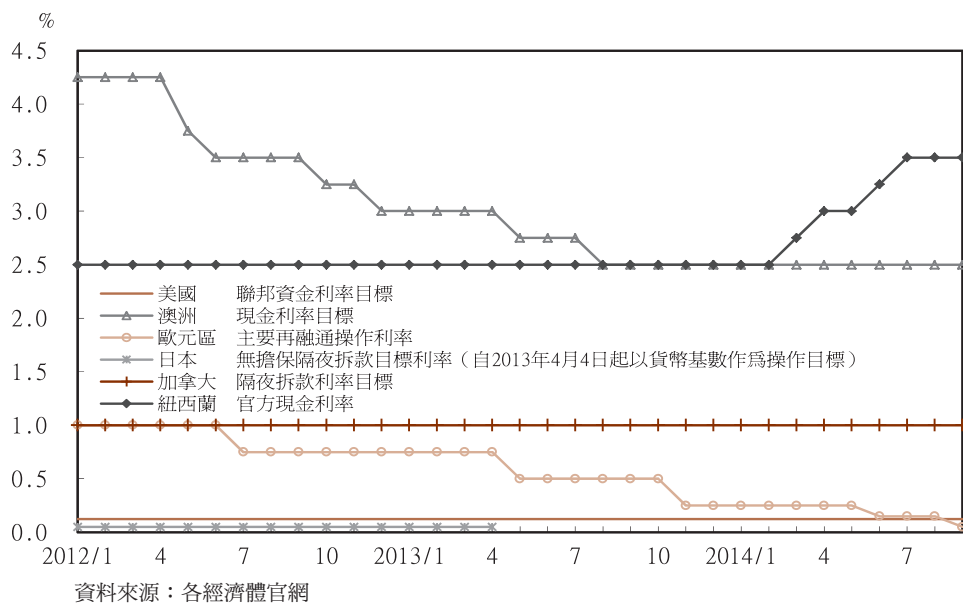
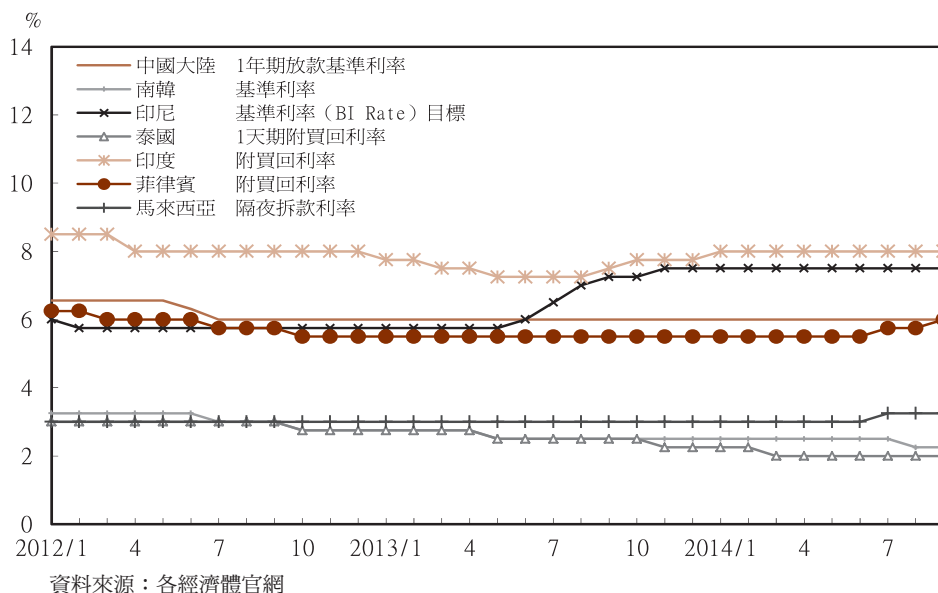


圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



貳、美國經濟恢復成長，通膨溫和，Fed持續縮減購債規模

一、下半年經濟可望穩健復甦

本年第2季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之-2.1%彈升至4.6%(圖3)，係2011年第4季以來最大增幅，主因民間消費及存貨大幅成長所致。由於民間消費持續成長，企業投資回升，帶動製造業擴張，本年經濟可望穩健復甦。Global Insight預測本年及明年經濟成長率分別為2.2%及2.9%；Fed之預測數則分別為2.0%~2.2%及2.6%~3.0%。

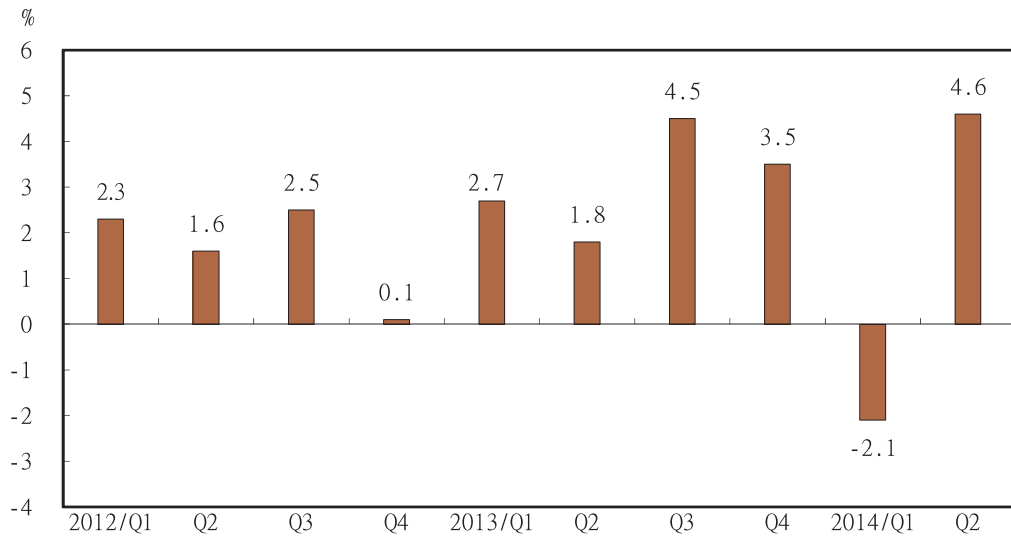
本年第2季出、進口分別較上年同期成長3.2%及4.6%，貿易入超增至1,865億美元。7月出、進口分別成長4.5%及4.3%，貿易入超為592億美元(表2)。

勞動市場方面，8月新增非農就業人數由7月之21.2萬人大幅降至14.2萬人，失業率則由7月之6.2%略降至6.1%；截至9月20日止，當週初領失業救濟金人數由上週之28.1萬人增至29.3萬人，顯示就業市場改善力道仍緩。

二、通膨溫和

8月CPI年增率由7月之2.0%略降至1.7%，主要係能源價格下滑所致；扣除能源與食品之核心CPI年增率亦由7月之1.9%略降至1.7%。Global Insight預測本年CPI年增率為1.9%，高於上年之1.5%，明年則降為1.4%。

圖3 美國經濟成長率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

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 %	
2011	1.6	8.9	3.3	1.7	3.2	6.0	-725,447
2012	2.3	8.1	3.8	2.1	2.1	1.9	-730,600
2013	2.2	7.4	2.9	1.8	1.5	1.2	-688,728
2013/ 8	4.5	7.2	3.0	1.8	1.5	1.2	-57,606
9		7.2	3.4	1.7	1.2	0.2	-60,416
10		7.2	3.6	1.7	1.0	0.2	-56,483
11		7.0	3.2	1.7	1.2	0.8	-53,845
12	3.5	6.7	3.3	1.7	1.5	1.4	-55,258
2014/ 1		6.6	2.9	1.6	1.6	1.6	-58,798
2	-2.1	6.7	3.2	1.6	1.1	1.2	-58,106
3		6.7	3.6	1.7	1.5	1.9	-61,256
4		6.3	3.9	1.8	2.0	3.1	-64,674
5		6.3	4.3	2.0	2.1	2.5	-62,238
6	4.6	6.1	4.4	1.9	2.1	2.8	-59,634
7		6.2	4.8	1.9	2.0	2.9	-59,209
8		6.1	4.1	1.7	1.7	2.2	

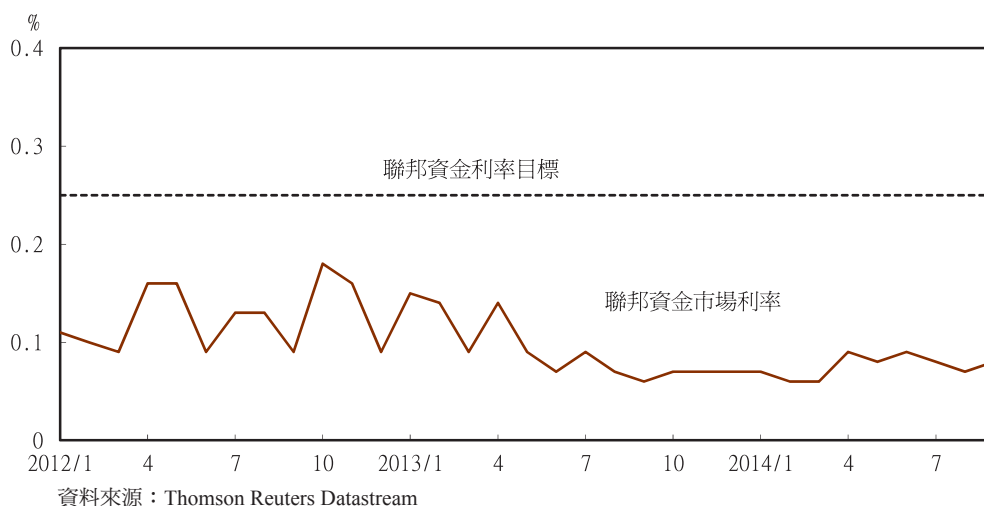
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statistics

三、Fed 持續溫和縮減購債規模，並維持低利率目標不變

由於勞動市場展望改善，9月FOMC決議持續縮減購債規模。自10月起，將每月購買之機構房貸擔保證券(Agency MBS)及中長期公債，分別縮減為50億及100億美元，並將視就業及通膨展望，調整資產購買步調；

如就業情勢持續改善，通膨亦逐步接近長期目標，則將於下次10月會議結束現有的資產購買計畫。另外，聯邦資金利率目標區間維持於0%~0.25%不變(圖4)，在長期通膨穩定之前提下，未來資產購買計畫結束後之一段期間內，仍將維持聯邦資金利率於現行目標區間。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



參、歐元區經濟疲軟，面臨通縮壓力，ECB降息並推出資產購買計畫

一、俄烏衝突影響，下半年經濟恐仍疲弱

本年第2季，歐元區經濟成長率由第1季之1.0%降至0.7%(圖5)；與上季比之季變動率則由第1季之0.2%降至0%，主要係受俄烏衝突影響，投資與存貨下滑所致。區域內三大經濟體中，德國經濟較上季下滑，法國停滯，義大利則持續衰退。惟在全球景氣增溫

及ECB實施寬鬆貨幣政策之支撐下，Global Insight預測歐元區本年經濟成長率為0.8%，較上年之-0.4%改善，明年則升為1.4%。

第2季德國經濟成長率由第1季之2.2%降至1.3%；與上季比之季變動率則由第1季之0.7%降至-0.2%，主要係淨輸出與投資下滑所致。Global Insight預測本年經濟成長率為1.6%，高於上年之0.4%，明年則再升為

2.0%。

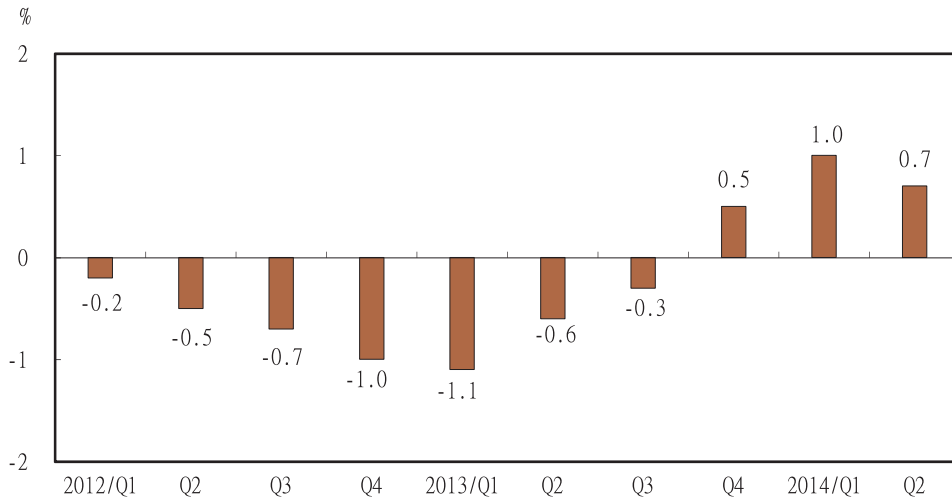
月失業率為10.5%，與7月持平。德國9月失

勞動市場方面，歐元區8月失業率為

業率連續7個月維持在6.7%。

11.5%，連續3個月持平(表3)；其中，法國8

圖5 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

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) %
2011	1.6	10.1	3.5	13.6	14.9	-20,133	1.6	2.7
2012	-0.7	11.3	-2.5	7.6	1.8	81,271	3.5	2.5
2013	-0.4	11.9	-0.7	1.0	-3.1	155,454	1.0	1.3
2013/ 9	-0.3	12.0	0.1	3.0	1.4	11,299	2.0	1.1
10		11.9	0.5	1.4	-2.9	16,592	1.4	0.7
11		11.9	2.7	-1.9	-4.8	17,000	1.5	0.9
12	0.5	11.8	1.4	4.1	1.4	14,075	1.0	0.8
2014/ 1		11.8	1.9	1.2	-2.5	737	1.2	0.8
2		11.7	1.9	3.3	0.3	14,476	1.4	0.7
3	1.0	11.7	0.3	-0.7	3.4	15,837	1.0	0.5
4		11.6	1.8	-1.4	-2.2	15,136	0.8	0.7
5		11.6	0.6	0.4	-0.1	15,419	1.1	0.5
6	0.7	11.5	0.2	3.0	2.6	16,688	1.6	0.5
7		11.5	2.2	2.6	0.8	21,165	1.8	0.4
8		11.5					2.0	0.4
9								0.3

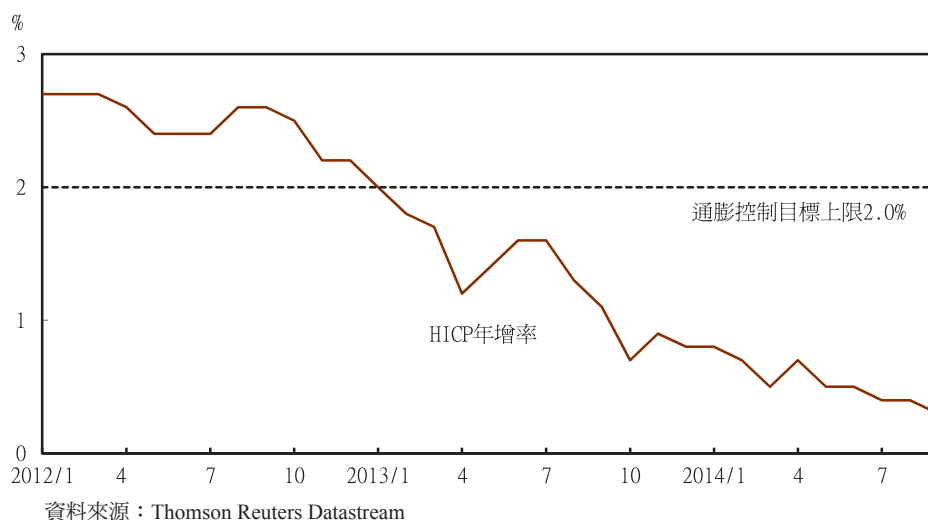
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

二、通膨率持續下滑

9月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率為0.3%，低於8月之0.4%，自2013年10月以來，已連續12個月低於1.0%(圖6)；

扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率為0.8%，亦低於8月之0.9%。Global Insight 預測本年歐元區通膨率為0.6%，低於上年之1.3%，明年則為1.2%。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率

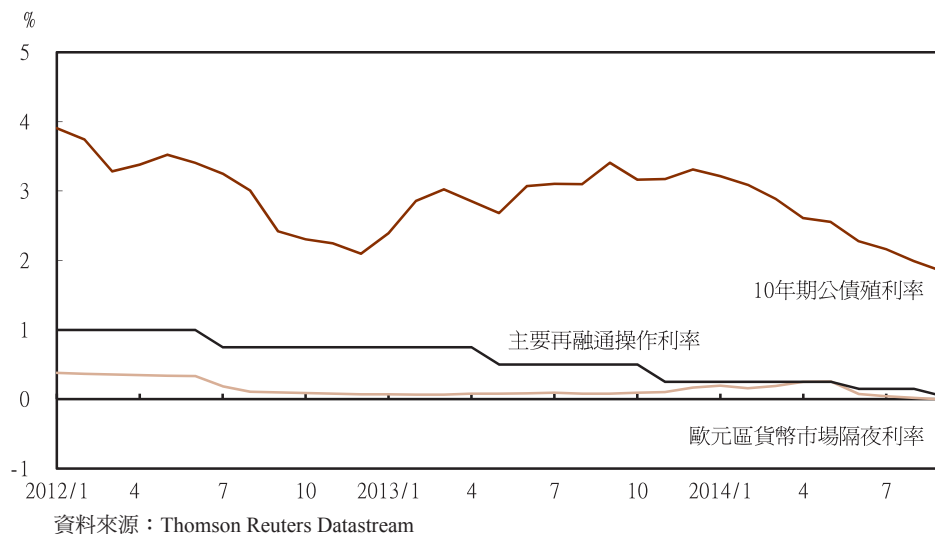


三、ECB調降政策利率至歷史新低，並推出資產購買計畫

由於歐元區經濟復甦動能疲弱，加以通膨率未達2%之通膨目標，ECB管理委員會(Governing Council)於9月4日調降政策利率(主要再融通操作利率)0.1個百分點至0.05%之歷史低點(圖7)，隔夜存款利率則由-0.1%

降至-0.2%。另將自10月起，收購資產擔保證券(Asset Backed Security, ABS)及擔保債券(covered bond)，期與6月推出之目標長期再融通操作(Targeted Long-Term Refinancing Operations, TLTROs)相互配合，挹注更多流動性至金融體系。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



肆、日本經濟大幅萎縮，物價漲幅趨緩，貨幣政策持續寬鬆

一、消費稅率調高因素淡化，下半年經濟可望回升

本年第2季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第1季之6.0%轉為-7.1%(圖8)，創2009年第1季以來最大負成長，主因4月消費稅率調高，民間消費及企業設備投資大幅下滑所致。7月起，由於企業獲利持續改善帶動薪資成長，消費信心逐步恢復，加上政府加速公共投資，下半年經濟可望恢復成長動能。Global Insight預測本年經濟成長率由上年之1.5%降為1.1%，明年則為1.2%。

對外貿易方面，本年8月以日圓計價之出口年增率為-1.3%，大幅低於7月之3.9%，進口年增率則由7月之2.3%降至-1.5%，貿易入超由7月之9,621億日圓略減縮至9,485億日

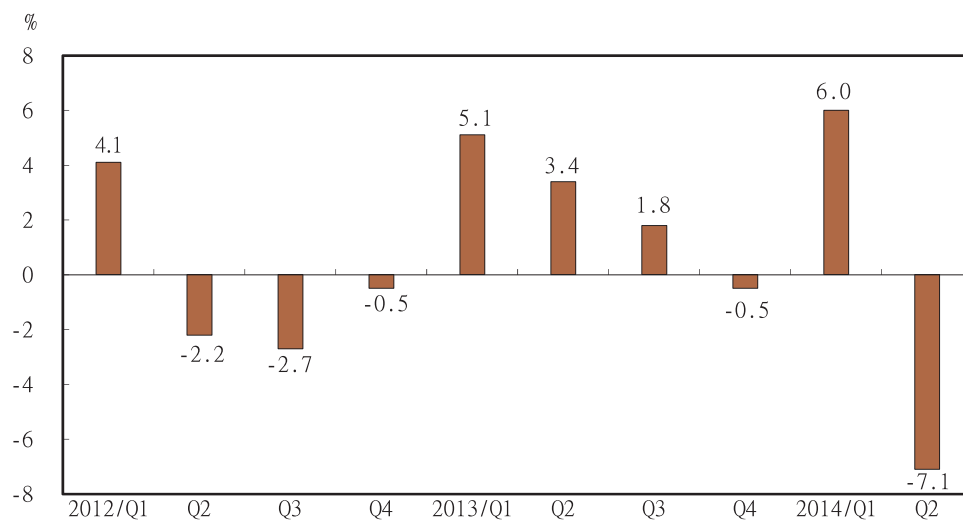
圓(表4)。8月以美元計價之出口年增率由7月之0.9%降至-6.2%，進口年增率則由-0.7%降至-6.3%，貿易入超由93.6億美元縮小至92.1億美元，連續第26個月入超。

勞動市場方面，8月失業率由7月之3.8%降為3.5%(6年來低點)，主要係服務業人力需求提高，帶動女性求職者增加所致。

二、CPI漲幅放緩

8月企業物價指數年增率由7月之4.3%降至3.9%，8月CPI年增率由7月之3.4%略降至3.3%，剔除生鮮食品之核心CPI年增率由7月之3.3%降至3.1%。Global Insight預測本年CPI年增率由上年之0.4%升至2.9%，明年降為2.3%。

圖8 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

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 (2010=100)	出口 (日圓計價) 年增率 %	進口 (日圓計價) 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 %			
2011	-0.5	4.6	-2.8	-0.3	-0.3	1.5	-2.7	12.1	-25,647
2012	1.5	4.3	0.6	0.0	-0.1	-0.9	-2.7	3.8	-69,410
2013	1.5	4.0	-0.8	0.4	0.4	1.3	9.5	15.0	-114,745
2013/ 8		4.1	-0.4	0.9	0.8	2.3	14.6	16.2	-9,714
9	1.8	4.0	5.2	1.1	0.7	2.2	11.5	16.7	-9,432
10		4.0	5.4	1.1	0.9	2.5	18.6	26.3	-11,004
11		4.0	4.8	1.5	1.2	2.6	18.4	21.2	-13,011
12	-0.5	3.7	7.2	1.6	1.3	2.5	15.3	24.8	-13,072
2014/ 1		3.7	10.6	1.4	1.3	2.4	9.5	25.1	-27,951
2		3.6	7.0	1.5	1.3	1.8	9.8	9.0	-8,047
3	6.0	3.6	7.4	1.6	1.3	1.7	1.8	18.2	-14,507
4		3.6	3.8	3.4	3.2	4.2	5.1	3.4	-8,149
5		3.5	1.0	3.7	3.4	4.4	-2.7	-3.5	-9,108
6	-7.1	3.7	3.1	3.6	3.3	4.5	-2.0	8.5	-8,285
7		3.8	-0.7	3.4	3.3	4.3	3.9	2.3	-9,621
8		3.5	-2.9	3.3	3.1	3.9	-1.3	-1.5	-9,485

資料來源：日本內閣府及Thomson Reuters Datastream

三、日本央行維持量質兼備的寬鬆貨幣政策

日本央行於9月4日決議維持寬鬆貨幣政策不變，繼續執行貨幣基數每年增加60兆至

70兆日圓之計畫。日本央行認為，提高消費稅率對民間消費之不利影響雖已逐漸緩和，惟預期新興市場經濟成長趨緩，爰仍下修對出口及工業生產之展望。

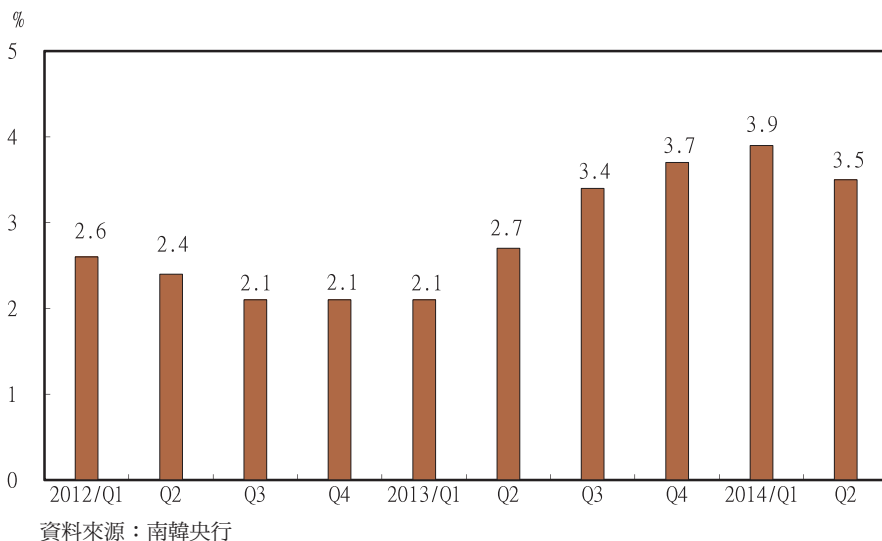
伍、南韓經濟成長放緩，通膨溫和，政策利率下調

一、經濟激勵措施可望支撐下半年經濟成長動能

本年第2季南韓經濟成長率為3.5%(圖9)，為近3季最低，主因民間消費受4月船難事件衝擊所致。為提振景氣，南韓政府於7、8月分別推出40.7兆韓元振興經濟方

案及七大服務業振興方案等激勵措施，並於9月16日指出，將即時採取擴張性總體經濟措施，可望支撐下半年經濟成長動能。Global Insight預測本年及明年經濟成長率均為3.3%，高於上年之3.0%。

圖9 南韓經濟成長率



對外貿易方面，9月以美元計價之出口年增率由8月之-0.2%升至6.8%，主要係對美國、中國大陸出口分別成長19.9%、4.5%所

致；進口年增率亦由8月之3.1%升至8.0%(表5)。

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)		生產者物價指數 (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 %			
2011	3.7	3.4	5.9	4.0	3.2	6.7	19.0	23.3	30,801
2012	2.3	3.2	0.8	2.2	1.6	0.7	-1.3	-0.9	28,285
2013	3.0	3.1	-0.1	1.3	1.6	-1.6	2.1	-0.8	44,088
2013/ 9	3.4	2.7	-3.8	1.0	1.7	-1.8	-1.7	-3.5	3,595
10		2.8	3.6	0.9	1.8	-1.4	7.2	5.1	4,876
11		2.7	-0.7	1.2	2.0	-0.9	0.2	-0.6	4,799
12	3.7	3.0	2.5	1.1	1.9	-0.4	6.9	3.0	3,630
2014/ 1		3.5	-4.3	1.1	1.7	-0.3	-0.2	-1.2	823
2		4.5	3.9	1.0	1.7	-0.9	1.4	4.0	856
3	3.9	3.9	2.8	1.3	2.1	-0.5	3.7	3.6	3,537
4		3.9	2.5	1.5	2.3	-0.3	8.9	5.1	4,418
5		3.6	-2.1	1.7	2.2	0.0	-1.5	0.4	5,050
6	3.5	3.5	0.5	1.7	2.1	0.1	2.5	4.1	5,439
7		3.4	3.9	1.6	2.2	0.2	5.2	5.8	2,330
8		3.3	-2.8	1.4	2.4	-0.2	-0.2	3.1	3,369
9				1.1	1.9		6.8	8.0	3,361

資料來源：Thomson Reuters Datastream

勞動市場方面，由於製造業、批發及零售業就業機會增加，8月失業率由7月之3.4%降為3.3%。

二、通膨溫和

9月CPI年增率由8月之1.4%降至1.1%，主因娛樂費用下跌；剔除農產品及能源之核心CPI年增率則由8月之2.4%降至1.9%。8月生產者物價指數(PPI)年增率由7月之0.2%降至-0.2%。Global Insight預測本年CPI年增率

由上年之1.3%降為1.1%，明年為0.8%。

三、南韓央行降息

考量主要國家貨幣政策立場分歧，惟船難事件衝擊國內需求、部分新興經濟體經濟成長疲軟、地緣政治風險升高，以及短期內通膨率仍處較低水準，8月南韓央行將政策利率由2.50%調降0.25個百分點至2.25%，係上年5月以來首度降息，9月則維持政策利率不變。

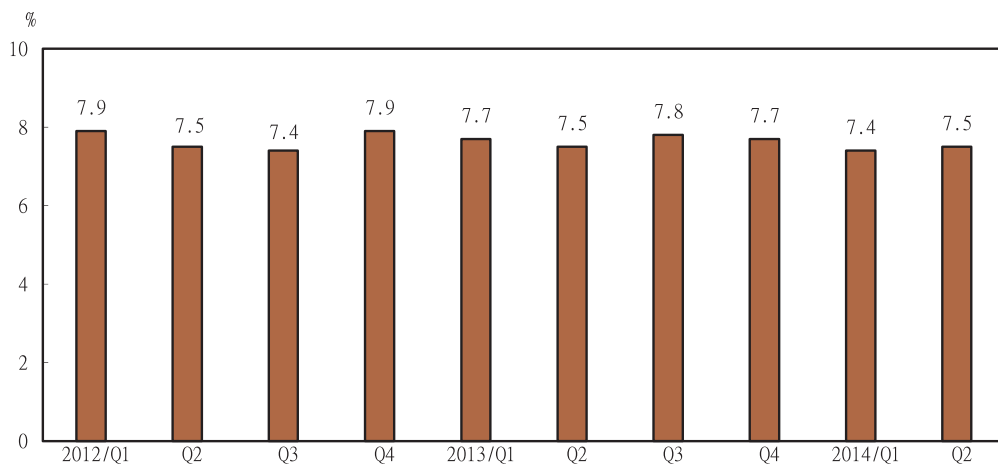
陸、中國大陸經濟略回穩，通膨溫和，續採定向寬鬆政策

一、定向寬鬆措施可望支撐下半年經濟成長

本年第2季，中國大陸經濟成長率由第1季之7.4%略升至7.5%(圖10)，主因4月以來採行之微刺激政策奏效，出口成長擴增及內需持穩所致。7、8月出口雖持續成長，惟受房市不振影響，工業生產及消費品零售額成長減緩，內需動力不足；9月官方製造業採

購經理人指數(PMI)為51.1，與上月持平。近年中國大陸為求經濟長期穩定成長，採行之策略係在「穩增長」及「調結構」間取得平衡，預期未來經濟成長將有序放緩。Global Insight預測本年經濟成長率由上年之7.7%降為7.5%，與官方目標值相同，明年則為7.2%。

圖10 中國大陸經濟成長率



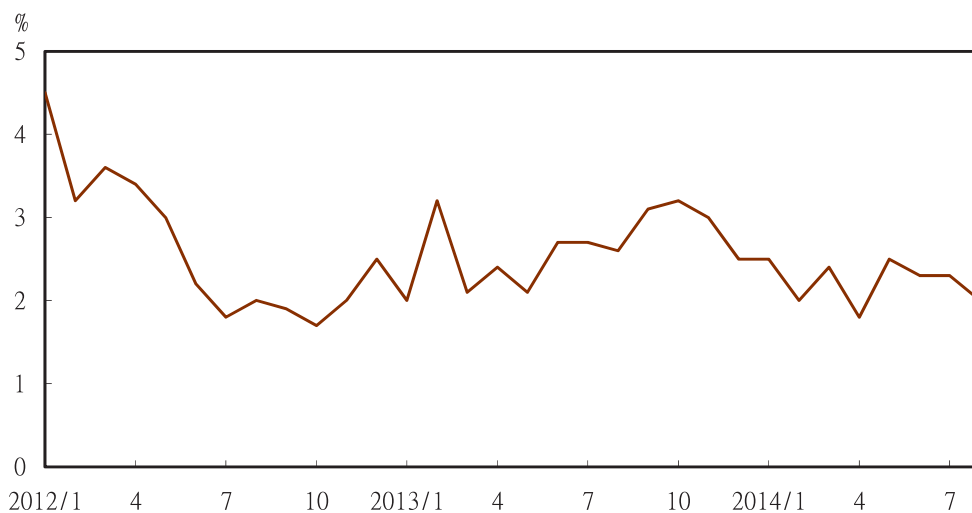
資料來源：中國國家統計局

二、通膨溫和

8月CPI年增率為2.0%，低於7月之2.3%(圖11)；工業品PPI年增率亦由7月

之-0.9%降為-1.2%。預期未來通膨情勢維持溫和，Global Insight預測本年CPI年增率由上年之2.6%降為2.2%，明年則為2.5%。

圖11 中國大陸消費者物價年增率



資料來源：中國國家統計局

三、中國人民銀行續採定向寬鬆政策

為提供三農(農村、農業及農民)資金需求，8月中國人民銀行對部分農村金融機構提供再貸款200億人民幣，供三農信貸所需，並調降貧困地區農村金融機構再貸款利率1個百分點；且於9月中開始透過常備貸款

便利(SLF)機制，提供五大銀行共5,000億人民幣之較長期限(3個月)流動性。

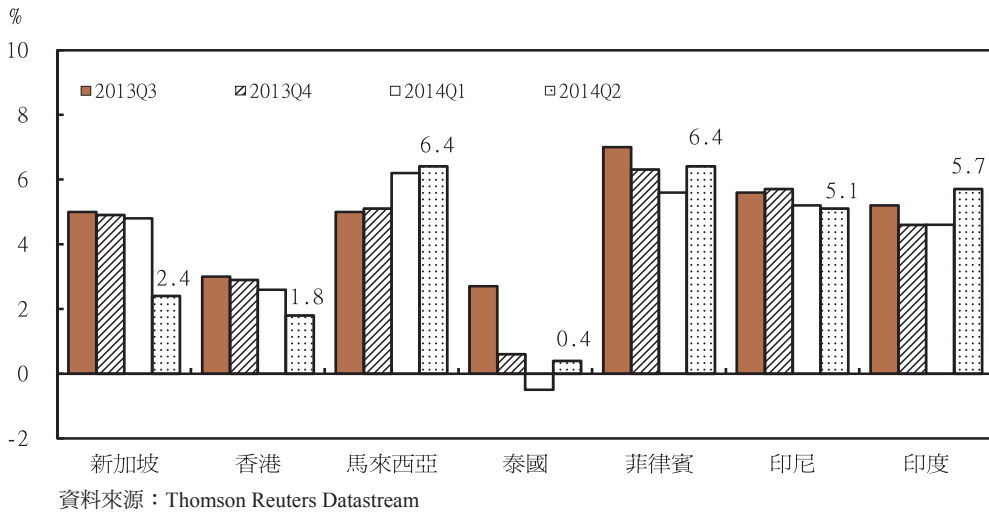
受定向寬鬆政策影響，6月M2及銀行放款年增率分別回升至14.7%及14.0%；嗣因內需轉趨疲弱而回降，8月分別降至12.8%及13.2%。

柒、其餘亞洲經濟體經濟成長動能多趨緩，通膨溫和

本年第2季，新加坡、香港及印尼經濟成長率均低於第1季(圖12)。新加坡受製造業及營建業景氣疲軟影響，經濟成長率由第1

季之4.8%大幅下滑至2.4%；Global Insight預測本年經濟成長率由上年之3.9%降為2.9%，明年則為4.2%。

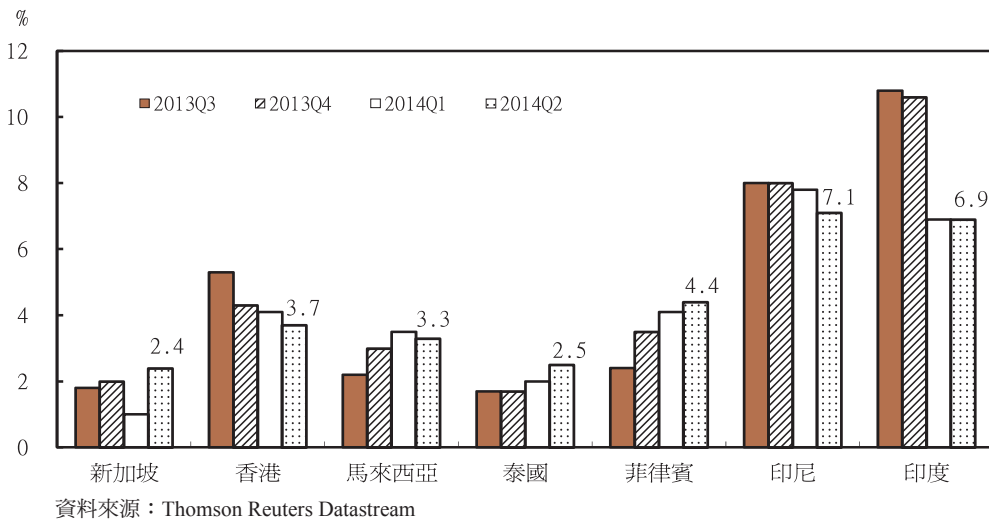
圖12 其餘亞洲經濟體經濟成長率



物價方面，多數亞洲國家之WPI及CPI年增率尚屬平穩(圖13)。貨幣政策方面，馬來西亞為因應通膨升溫，於7月調升政策利率0.25個百分點至3.25%；菲律賓亦為抑制

通膨壓力，於7月及9月各調升附買回利率0.25個百分點至6.00%；其他經濟體政策利率則維持不變。

圖13 其餘亞洲經濟體消費者物價年增率



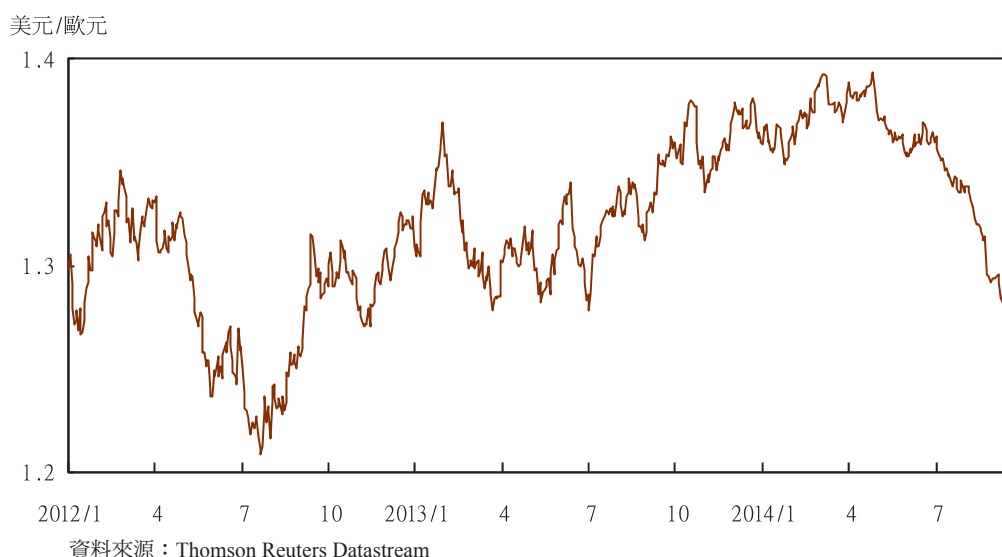
捌、歐元大貶，日圓疲軟，多數亞幣走貶

一、歐元持續走貶

本年7月以來，歐元區經濟疲弱，葡萄牙Banco Espirito Santo銀行驚傳債務危機，加上俄烏衝突，歐美擴大對俄羅斯經濟制裁，不利歐元區經濟復甦，ECB繼而降息，

歐元兌美元持續走貶；益以市場對美國Fed提前升息之預期濃厚，美元明顯轉強，加重歐元貶勢，至9月底為1歐元兌1.2633美元，較6月底大貶7.7%(圖14)。

圖14 歐元對美元匯率



二、日圓震盪走貶

7月以來，日本經濟疲弱壓低日圓，中東地緣政治風險升高則推升日圓避險買盤，致日圓匯價大抵在1美元兌101.2至102.9日圓區間盤整。8月下旬起，受中東地區衝突趨緩、日本央行將續採寬鬆貨幣政策及國際美元轉強影響，日圓走貶，至9月底為1美元兌109.70日圓，較6月底大貶7.6%(圖15)。

三、多數亞幣走貶

本年7月以來，亞洲國家貨幣升貶不一。其中，中國大陸因經濟成長回穩、8月貿易順差續創歷史新高，泰國則因政治動盪趨緩，人民幣、泰銖對美元小幅走升，9月底與6月底比較，分別升值1.1%及0.1%。韓元則因南韓央行干預匯市，抵銷因經常帳順差擴大導致之升值壓力，加以內需依然不

振，市場對南韓央行再降息之預期提高，致 4.1% (圖16)。
韓元走貶，9月底與6月底比較，對美元貶值

圖15 美元對日圓匯率

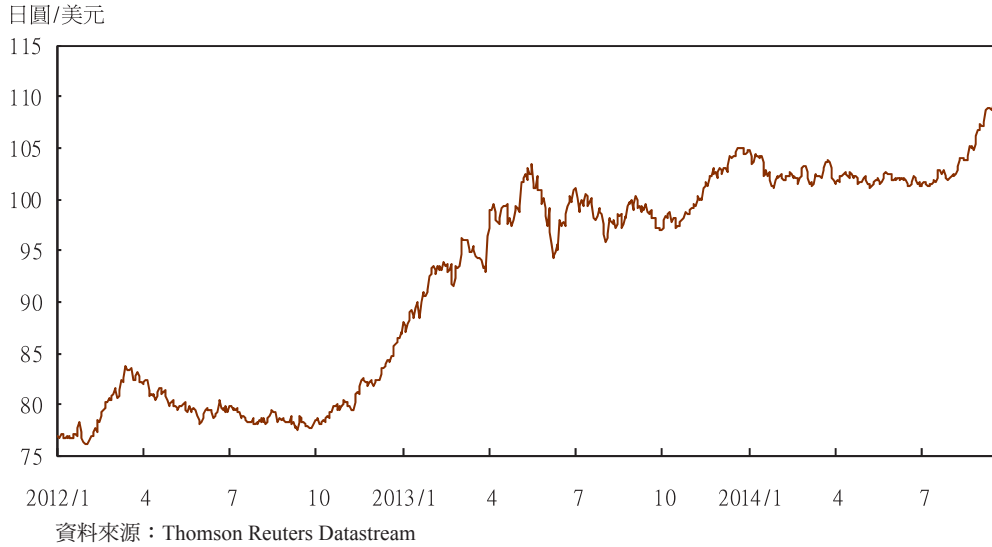
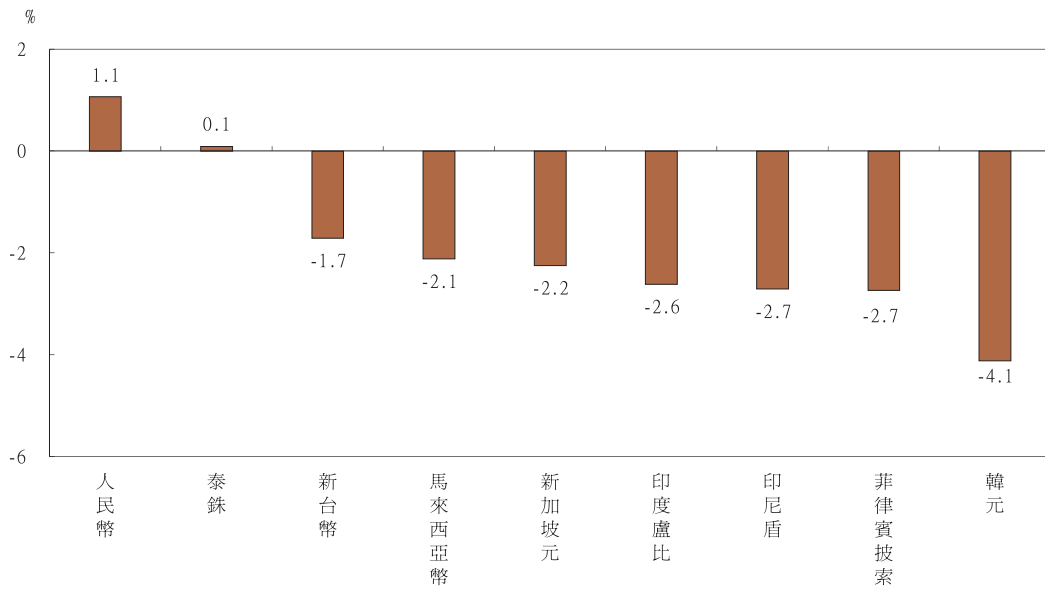


圖16 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2014年9月底與2014年6月底比較)



玖、國際股市震盪走升

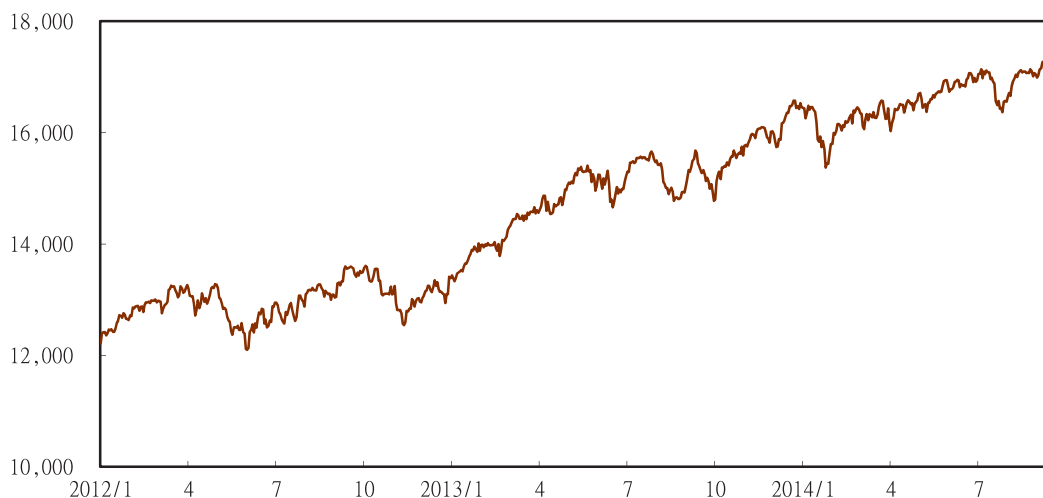
本年7月初，由於美國經濟持續好轉，帶動美股續創新高；歐股則因經濟展望不佳而呈疲軟。7月下旬起，受葡萄牙銀行債務危機、馬航遭誤擊事件、歐美對俄羅斯經濟制裁，以及阿根廷債務違約疑慮等衝擊，歐美股市大幅下修。8月中旬起，葡萄牙政府金援Banco Espirito Santo銀行，緩解投資人疑慮，加上Fed主席Yellen在全球央行年會演說，強化市場對美國景氣復甦及貨幣政策逐步正常化之信心，美股再度走強；歐股亦受ECB降息激勵而上揚。9月底與6月底比較，美國那斯達克及道瓊工業分別上漲1.9%、1.3%，泛歐道瓊股價指數則下跌1.3%(圖17、圖18、圖19)。

7月初，日本股市隨美股走揚而攀高；8

月起，受地緣政治風險升高影響而回跌。8月中旬以後，預期Fed貨幣政策趨緊，以及日本央行維持寬鬆貨幣政策，日圓走貶，有利提升出口企業競爭力，激勵日股再度走強。9月底與6月底比較，日經股價指數上漲6.7%(圖20)。

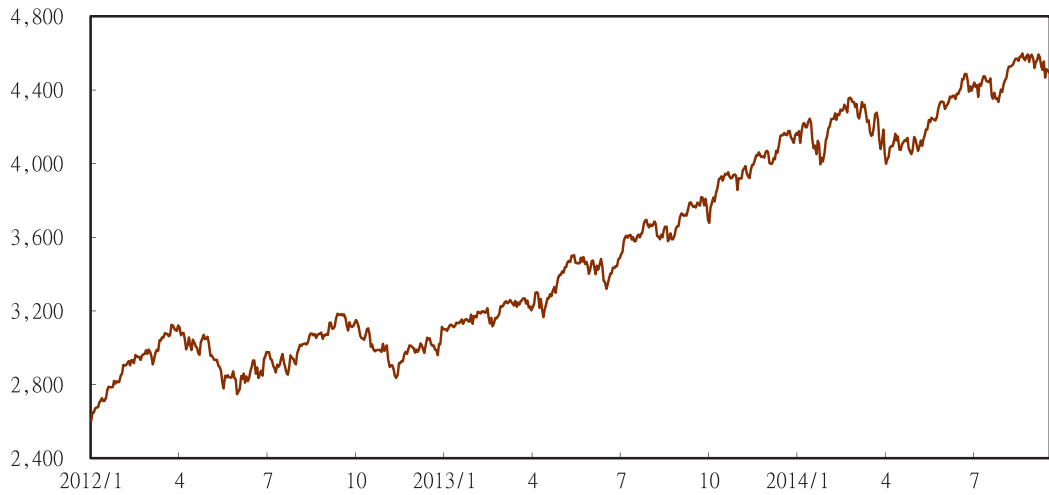
7月以來，由於中國大陸推行微刺激措施，經濟成長趨穩，加上通膨溫和，以及10月連結上海及香港股市的「滬港通」將正式啟動，帶動大陸股市上揚，9月底與6月底比較，大陸上海綜合指數大漲15.4%。東協主要國家，除馬來西亞股市受馬航遭誤擊事件，以及主要出口市場中國大陸、新加坡經濟趨緩影響而下跌外，其餘股市大抵上揚(圖21)。

圖17 美國道瓊工業股價指數



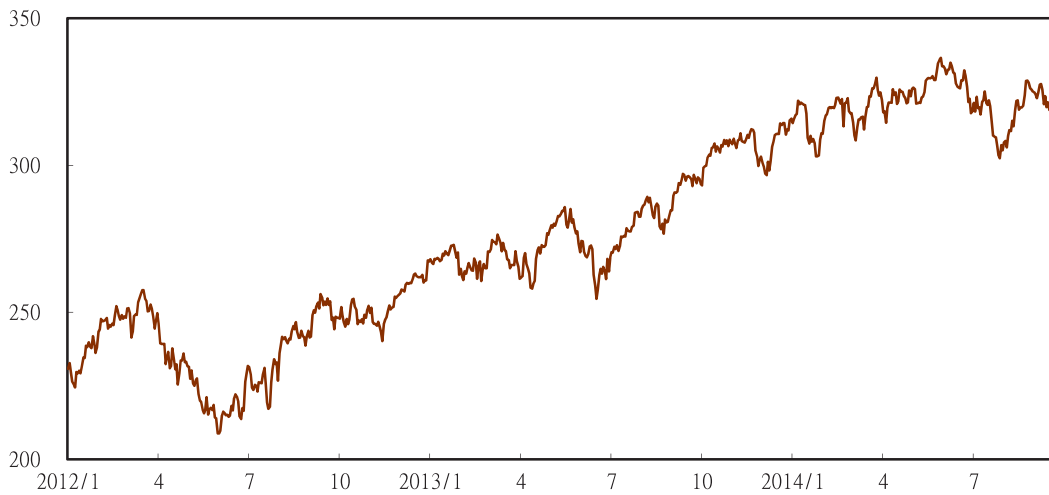
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖18 美國那斯達克股價指數



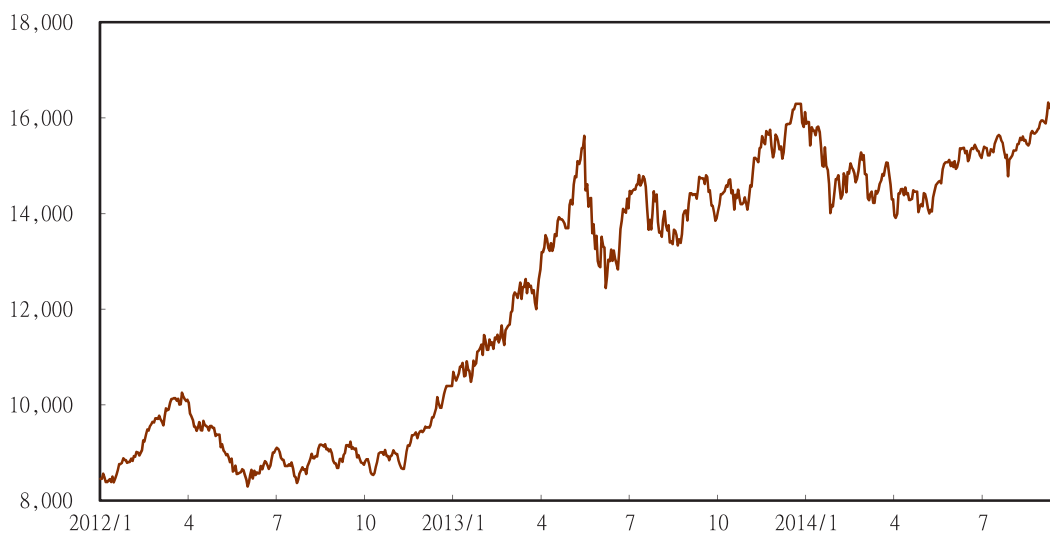
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖19 泛歐道瓊股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

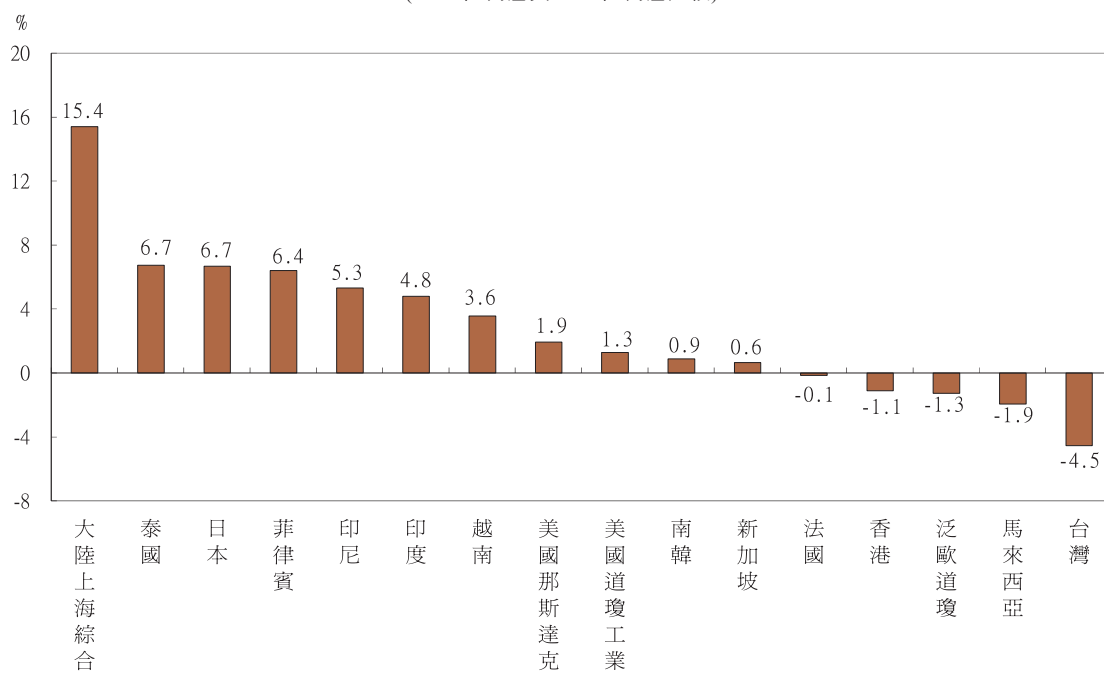
圖20 日經225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖21 國際股價變動幅度

(2014年9月底與2014年6月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

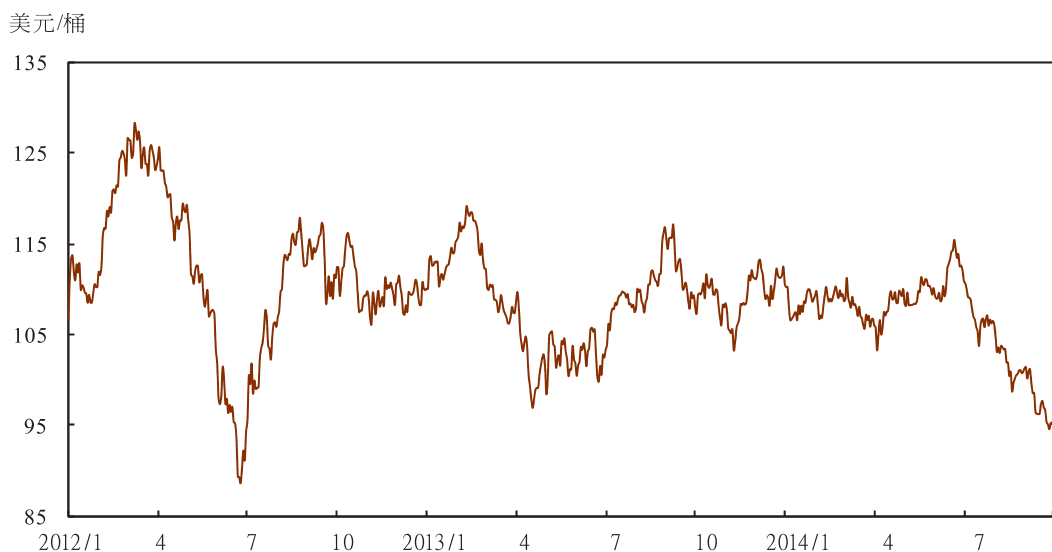
拾、國際原油、黃金及穀物價格下跌

7月初以來，由於伊拉克境內衝突未蔓延至南方油田及港口，原油產出及出口未受阻，加以利比亞境內油田逐漸恢復生產及出口，7月15日布蘭特原油價格跌至每桶103.78美元。嗣因以巴衝突持續、馬航遭誤擊等事件衝擊，油價一度反彈至7月23日之107.12美元。之後，受中國大陸及歐元區經濟表現不

如預期，加以美元指數走強，並創下4年新高影響，油價回跌，至9月底為94.79美元，較6月底重挫14.6% (圖22)。

美國能源資訊署(EIA)9月9日預測本年布蘭特原油價格為每桶106.0美元，低於上年之108.6美元。

圖22 布蘭特原油價格

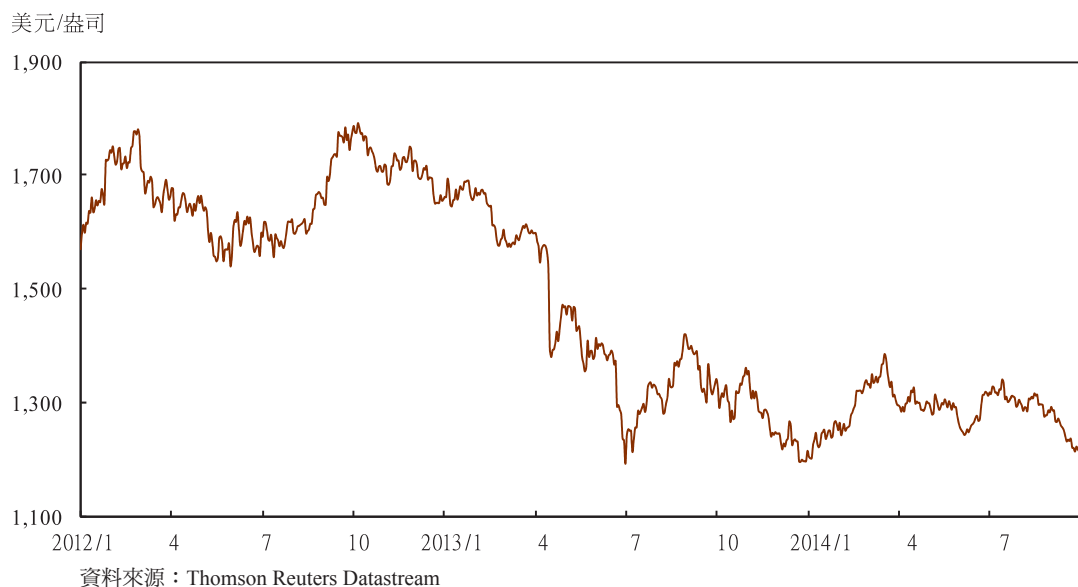


資料來源：Thomson Reuters Datastream

黃金方面，7月以來，雖葡萄牙銀行債務危機、地緣政治風險升高，推升黃金避險需求。惟因中國大陸官方反腐肅貪，加以印度未進一步調降黃金進口關稅，致黃金需求

下滑；此外，因美國經濟轉強，美元走強，黃金保值需求亦下降。影響所及，國際金價走跌，至9月底為每盎司1,216.5美元，較6月底下跌7.5% (圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



穀物方面，因全球氣候合宜，黃豆、小麥及玉米等穀物豐收，國際穀物期貨價格持續走低，9月底Thomson Reuters穀物期貨價格指數為283.05點，較6月底大跌22.1% (圖24)。

7月以來，由於原油、黃金、基本金屬及穀物等價格下跌，Thomson Reuters/Jefferies CRB期貨價格指數走低，至9月底為278.55點，較6月底下跌9.6%(圖24)。

圖24 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與CRB期貨指數



國內經濟金融日誌

民國103年7月份

- 11日 △悠遊卡公司與四大超商（統一、全家、萊爾富及OK）合作，推出「悠遊卡零錢加值服務」，加值金額在百元以上，均可以硬幣辦理悠遊卡加值。
- 14日 △集保結算所與中央銀行合作開發之斷線備援機制正式上線，將確保票債券市場款券同步交割系統營運不中斷。
- △為提升私募投信基金之操作彈性，以及協助國內投信業者發展私募基金業務，金管會開放私募基金得從事黃金、礦產、大宗物資等現貨及期貨或選擇權交易。
- 18日 △為提昇票券金融公司資產配置彈性，金管會修正「票券金融公司辦理短期票券之保證背書總額規定」，放寬票券金融公司自有資本與風險性資產比率在13%以上者，其辦理保證背書倍數上限為不得超過淨值5.5倍。
- △惠譽信評公司發布之台灣2014年國家主權評等維持不變，展望亦維持穩定。
- 21日 △衛生福利部發布，自103年9月1日起，單次受領之兼職所得未達基本工資（目前為19,273元）之民眾，免扣健保補充保險費。
- 22日 △臺灣銀行宣布取得新北市政府市庫券發行經理權。
- 25日 △金管會放寬投信事業得指派人員擔任集團海外關係企業或海外轉投資事業之董事、監察人，但不得涉有利益衝突及兼任上述事業之董事長。
- 29日 △金管會同意中華開發金融控股公司以股份轉換方式，取得萬泰商業銀行100%股權。
- △為持續推動外資借新台幣投資國內股市，金管會放寬在台無住所之外國人得持合格境外擔保品向國內金融機構申辦新台幣授信業務。

民國103年8月份

- 1日 △金管會放寬證券商得與金融消費者保護法第4條第2項所定之專業投資機構，於營業處所買賣國外發行之人民幣計價債券，惟交易標的不包括外幣計價之結構型債券。
- 12日 △金管會委託財團法人保險安定基金接管國寶人壽及幸福人壽，接管後該二公司仍

繼續營運，保戶權益不受影響。

- 14日 △臺灣集中保管結算所與全球最大之電子投票平台業者Broadridge Financial Solutions公司共同簽訂合作備忘錄與保密協議，建置「跨國投票直通處理」(STP)系統，預計103年底前完成。
- 25日 △臺灣證券交易所公布「臺灣高薪100指數」，可作為被動式投資之追蹤標的或授權發行指數商品。
- 26日 △金管會放寬保險業辦理網路投保業務，除現行「保險共通憑證」外，開放消費者得以網路申請帳號密碼、親臨保險公司申請帳號密碼或以他業金融憑證等方式進行網路投保。
- 28日 △中央銀行宣布台灣離岸美元兌人民幣定盤匯率及拆款定盤利率報價機制，自103年9月1日起啟動，由台北外匯市場發展基金會擔任管理機構。
- △金管會核定壽險公會修正「人身保險業保險契約轉換及繳費年期變更自律規範」，提供保戶得在不增加保費支出之原則下，選擇以其原持有含死亡保障之保單，轉換為其老年所需之健康保險(含長期照護保險)或年金保險。

民國103年9月份

- 3日 △行政院核定「基本工資調整」案，自104年7月1日起基本工資月薪20,008元，時薪則為120元。
- △世界經濟論壇(WEF)發布2014年全球競爭力評比，台灣競爭力排名全球第14，較上年下降2名。
- 9日 △金管會放寬本國銀行國內營業單位與海外分行相互協助辦理對保作業，本國銀行可「國內對保、國外開戶」，並全面開放本國銀行可「國外對保、國內開戶」。
- △中央銀行開放本國銀行海外分行辦理新台幣無本金交割遠期外匯業務(新台幣NDF)。
- 10日 △臺灣證券交易所與新加坡交易所簽訂意向書，啟動台星跨境連線交易合作案。
- 12日 △櫃買中心與盧森堡證交所簽署合作備忘錄，以建置雙邊掛牌、登錄及交易之機制。
- 22日 △金管會修正發布銀行自有資本與風險性資產之計算方法說明及表格，參酌新巴塞爾資本協定規範，增列銀行海外分行承作之海外房貸案件，得適用35%風險權數

之規定。

25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%。

國際經濟金融日誌

民國103年7月份

- 10日 △馬來西亞央行宣布調升隔夜拆款利率1碼至3.25%，為本年以來率先調升政策利率之東協國家，主要是為抑制不斷上升的通膨率及家庭債務。
- △葡萄牙最大銀行Banco Espirito Santo（BES）的母公司債務違約，造成BES股價重挫17%。惟因 BES資產占葡萄牙整體銀行資產比重不到20%，占歐元區銀行資產比重更僅有0.25%，應不至於對歐洲銀行體系造成威脅。
- 14日 △新加坡貿工部公布本年第2季GDP年增率為2.1%，低於第1季之4.7%，主要係製造業產值年增率自第1季之9.9%大幅放緩至0.2%所致；第2季GDP與上季比換算年率則為-0.8%，亦低於第1季之1.6%。
- 16日 △中國大陸國家統計局公布本年第2季經濟成長率為7.5%，高於第1季的7.4%，主要係因消費及投資成長所致。總計上半年經濟季成長率為7.4%。
- 24日 △紐西蘭央行宣布調升官方現金利率0.25個百分點至3.50%，以抑制物價上漲，為自本年3月以來第4次調升政策利率。
- △日本財務省指出，本年上半年日本貿易逆差金額達7兆5,984億日圓（上年同期為逆差4兆8,125億日圓），逆差金額創1979年以來新高。
- △南韓政府與南韓央行聯合宣布，推出總規模達40.7兆韓元（約396億美元）的經濟振興方案，預計可挹注今、明兩年經濟成長各0.1個百分點。
- 25日 △國際貨幣基金（IMF）發布之「世界經濟展望更新報告」指出，受美國調降經濟成長預測，以及部分新興經濟體前景不如預期影響，將本年全球經濟成長率預測值自本年4月預測的3.6%下修至3.4%。
- 30日 △美國商務部公布本年第2季經濟成長率初值為4.0%，主要係民間消費及企業投資增加所致，第1季經濟成長率亦上修至-2.1%。
- 31日 △菲律賓央行宣布調升附買回利率及附賣回利率各1碼，分別至5.75%及3.75%，以控制日益升高的通膨預期。

民國103年8月份

- 4日 △葡萄牙央行將以49億歐元紓困聖靈銀行（Banco Espirito Santo, BES），聖靈銀行將被分拆為一家名為 Novo Banco的「好銀行」，以及一家專門處理聖靈銀行母公司集團債務等問題的「壞銀行」。銀行存戶和優先債持有人的權益完全未受損，但股東和次順位債權人須負擔壞銀行的損失。
- 12日 △新加坡本年第2季GDP年增率自上季之4.8%大幅放緩至2.4%，主要係製造業、運輸倉儲及旅宿餐飲業成長大幅放緩所致。第2季GDP與上季比換算年率後之變動率為0.1%，亦低於上季之1.8%。
- 13日 △日本本年第2季GDP大幅萎縮6.8%（與上季比，換算成年率），創2009年第1季全球金融危機以來最大減幅，主要受本年4月消費稅率由5%調高至8%，致汽車及家電等耐久消費財為主之民間消費，及企業設備投資大幅回落之影響。
- 14日 △歐元區本年第2季GDP較前季呈現零成長的停滯狀態，年增率則由上季之0.9%下滑至0.7%。其中，德國第2季較上季意外萎縮0.2%；義大利亦萎縮0.2%，已連2季萎縮；法國第2季則為零成長，已連2季停滯。
- △因世越號船難事件衝擊，國內需求成長減緩，加以部分新興經濟體經濟成長疲弱及地緣政治風險升高，南韓央行宣布調降政策利率1碼至2.25%，為上年5月以來首度降息。
- 27日 △中國人民銀行對部分農村金融機構提供再融通資金200億人民幣，供三農信貸所需，並調降貧困地區三農（農村、農業及農民）信貸之優惠放款利率1個百分點。
- 28日 △美國本年第2季經濟成長率上修至4.2%，主要係企業非住宅固定投資增幅高於預期，以及出口大幅成長所致。

民國103年9月份

- 4日 △歐元區經濟復甦動能疲弱，加以物價持續低迷，歐洲央行（ECB）宣布將主要再融通操作利率由0.15%調降至0.05%，邊際貸款利率由0.40%降至0.30%，隔夜存款利率由-0.1%降至-0.2%，並將自10月起，收購資產擔保證券（Asset Backed Security, ABS）及擔保債券（Covered Bond）。

- 11日 △為因應通膨升溫，菲律賓央行調升對商業銀行的隔夜貸款利率及隔夜存款利率各0.25個百分點，分別至6.00%及4.00%。
- 15日 △由於全球經濟復甦力道不如預期，經濟合作暨發展組織（OECD）調降美國、日本及歐元區本年經濟成長率預測值，分別由本年5月預測的2.6%、1.2%及1.2%降至2.1%、0.9%及0.8%。
- 17日 △美國FOMC決議自10月起，將每月購買之機構房貸擔保證券（Agency MBS）及中长期公債，分別縮減為50億及100億美元；如就業情勢持續改善，通膨亦逐步接近長期目標，則將於下次10月會議結束現有的資產購買計畫，且預期結束後一段期間內，仍將維持聯邦資金利率於現行目標區間。
- △中國人民銀行開始透過常備貸款便利（SLF）機制，提供五大國有商業銀行共5,000億人民幣之較長期限（3個月）流動性。
- 19日 △日本受本年4月調升消費稅率影響，民間消費持續低迷不振，內閣府於發布的「9月份例行經濟報告」中，5個月來首度調降整體經濟評估。
- 25日 △亞洲開發銀行（Asian Development Bank, ADB）於發布的「2014年亞洲發展展望更新」報告表示，今年上半年主要工業化經濟體（美國、歐元區及日本）的經濟成長不如預期，惟開發中亞洲仍能維持一定成長步調，今、明（2015）兩年的經濟成長率分別為6.2%與6.4%，而面對美國量化寬鬆退場後可能升息，亞洲國家已做好較充分的準備，應不至於發生如上年宣布退場所致之嚴重紛擾。
- 30日 △中國人民銀行放寬住房貸款限制，對於已擁有1間住房並已結清相關房貸的家庭，再次申請購屋貸款，銀行業可執行相同於首購住房者的貸款政策，貸款最低首付款比例為30%，貸款利率下限為貸款基準利率的0.7倍。

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	年刊	300	
7	2009703514	金融業務檢查處	Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	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	1009801079	法務室	各國中央銀行法選輯(續編)	圖書	600	
36	1009801080	法務室	各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》	圖書	1,200	
37	12072880010	秘書處	認識通貨膨脹	圖書	贈閱	
38	12072890017	秘書處	認識中央銀行	圖書	贈閱	
39	1009004168	秘書處	中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻	圖書	贈閱	
40	1009200895	秘書處	The Central Bank of China (Taiwan)	圖書	贈閱	
41	2007300032	中央印製廠	印刷科技季刊	季刊	100	
42	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	
43	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36卷第3期）

發行人：彭淮南
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 李光輝 汪建南
黃富櫻 彭德明 游淑雅
行政編輯：蔡盈姿
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) 2357-1714
出版年月：中華民國 103 年 9 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。（請洽承辦人蔡盈姿，電話：2357-1714） ◆