

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第36卷第1期

中央銀行 編印

中華民國 103 年 3 月

中央銀行季刊

第36卷 第1期

中央銀行 編印

中華民國 103 年 3 月

中央銀行季刊

目錄 第36卷 第1期

專 載

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

論著與分析

資本流入對於資產價格的影響—台灣的實證研究.....	何泰寬、葉國俊	3
----------------------------	---------	---

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國102年第4季）

總體經濟	國內經濟科	41
國際收支	國際收支科	49
貨幣與信用	金融統計科	57
金融市場	呂桂玲、李岱青 莊萱如、賴翰群	63

國際經濟金融情勢（民國102年第4季）	國際經濟科	83
---------------------------	-------	----

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國103年1月至3月）	國內經濟科	105
國際經濟金融日誌（民國103年1月至3月）	國際經濟科	113

中央銀行理事聯席會議決議

(103年3月27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) 在歐美先進經濟體景氣復甦帶動下，本年全球景氣持續復甦；惟中國大陸面臨經濟結構轉型，經濟成長放緩，加上美國縮減量化寬鬆規模之外溢效應，可能導致國際金融市場波動加劇，影響全球景氣前景。

(二) 國內方面，出口溫和成長，民間投資轉緩，民間消費穩定成長，主計總處預測本年第1季經濟成長率為3.02%，全年則由上年之2.11%升為2.82%。

勞動市場方面，由於企業增加僱用，就業人數持續上升，其中又以服務業人數增加較多，失業率則緩步下降，至本年2月為4.09%。

(三) 本年初，受天候及仔豬疫情等供給面不利因素影響，水果、米及肉類等民生物價漲幅較高，惟蔬菜、耐久性消費品價格與通訊費等下跌，抵消部分漲幅，1至2月平均消費者

物價(CPI)年增率僅0.39%。

由於國際原油價格波動不大、全球通膨預期溫和，加上國內需求不強，存在負的產出缺口，主計總處預測全年CPI年增率為1.07%；本年物價情勢展望維持穩定。

(四) 因應國內景氣復甦，本行持續調節資金，維持銀行超額準備於適中水準，金融業隔夜拆款利率持穩，貨幣總計數M2於目標區內成長；本年1至2月平均銀行放款與投資及M2年增率分別為4.94%及5.79%，足敷經濟成長所需資金。

經綜合考量上述因素，在國內經濟成長與通膨展望溫和，以及全球景氣前景存在不確定性之情況下，本行理事會認為，目前貨幣政策立場仍屬恰當，維持政策利率不變，有助物價與金融穩定，並促進經濟成長。本行將持續密切關注物價情勢、產出缺口及國內外經濟金融情勢變化，適時採取妥適的貨幣政策。

三、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，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，本行將維持外匯市場秩序。

資本流入對於資產價格的影響—台灣的實證研究*

何泰寬¹、葉國俊^{2**}

摘要

本文探討外人資本流入對於台灣資產價格的影響。研究期間從1991年第1季至2013年第2季。計量方法則是向量自我迴歸模型與反事實模擬。研究結果發現外人資本流入對於股價指數有顯著的影響，對於名目匯率與房價指數的影響則是相對較小。此外，外人資本流入對於資產價格的影響大多是直接的，而不是透過諸如貨幣供給、利率、與金融機構放款等傳遞機制。

* 本文係摘錄自中央銀行經濟研究處102年度委託研究計畫報告。本計畫的所有論點皆屬作者個人意見，與中央銀行以及作者服務單位無關。作者感謝計畫承辦專員張志揚，以及蔡曜如專員、陳斐紋專員、程玉秀研究員、侯德潛研究員、中央銀行國內經濟科、國際收支科、計量分析科的同仁在期中與期末報告給予詳盡的指正與建議。作者也感謝三位評審人，陳旭昇教授（台灣大學經濟學系）、林秋瑾教授（政治大學地政學系）、與黃朝熙教授（清華大學經濟學系）所給予的寶貴意見。另政大信義不動產研究發展中心提供信義房價指數最新資料，在此一併致謝。文中的錯誤屬於作者的責任。

** 1. 作者為清華大學計量財務金融學系教授

2. 作者為國立中正大學經濟學系副教授

壹、前言

本文以台灣作為對象，實證研究資本流入與資產價格之間的關係。台灣一方面是資金淨輸出國，一直有持續的經常帳盈餘；另一方面台灣也吸收了大量的資金流入。可以想見資金流入對於台灣股市與房市價格應該有所影響。但是，至今文獻上卻仍欠缺這方面的實證研究。

本文有二個主要目的。首先，我們要在實證上確認資本流入與資產價格之間的關聯。其次，一旦建立兩者之間的關聯之後，我們將進一步探討資本流入是透過哪些傳遞機制影響到資產價格。釐清具體的管道與傳遞機制十分重要，因為它可以協助制定因應資本流入的最適政策。評估並且量化不同傳

遞管道的重要性，是本文與既有實證文獻最大的不同之處。

本文的結構如下：第二節簡要回顧資本流入與資產價格的相關文獻。第三節說明理論上，資本流入是透過哪些機制傳遞至國內的資產價格。這個章節的理論說明提供在實證上選擇傳遞變數的基礎。第四節則是說明本研究的方法論。我們使用基於結構向量自我迴歸模型的反事實模擬，來探討傳遞機制的的作用。第五節屬於敘述統計。我們簡要說明台灣的資本流入的基本特徵。第六節是台灣的實證研究。最後一節則是結論與政策建議。

貳、文獻回顧

本節簡要回顧資本流入與資產價格的實證文獻。Reinhart and Reinhart (2009) 探討資本流入鴻運現象 (capital inflows bonanzas) 的前因後果。他們的研究涵蓋181國家，期間從1980年至2007年。他們特別關注實質GDP、通貨膨脹率、與實質匯率在大規模資本流入之前與之後的變動。針對樣本中的18個高所得國家，他們也檢視了資本流入鴻運現象與資產價格 (證券價格與房屋價格) 之間的關聯。在檢視這些變數的走勢之後，他們發現證券價格在大規模資本流入之

後呈現下跌，而房屋價格則呈現上漲趨勢。

Favilukis et al. (2012) 則認為資本流入對於資產價格不具有顯著的影響。他們使用11個國家，從2002年第4季到2010年第4季的資料，進行迴歸分析。他們發現，一旦控制了銀行借貸標準的影響，經常帳赤字占GDP比率 (用以代表資本流入) 對於房屋價格成長率就沒有解釋能力。他們認為，資本流入並不是造成全球金融危機發生之前的房市泡沫的原因。

為了釐清資本帳的開放程度與經濟成長

的關聯，Jeanne et al. (2012) 考慮了造成實證文獻無法達成共識的七個主要因素：金融自由化的衡量方式；使用金融自由化的水準或是變動作為解釋變數；資本流動的細分項目；使用橫斷面資料或是時間序列與橫斷面資料；是否考慮門檻效果；條件變數的選取；與資料來源等。他們考慮上述情況的所有組合。在總計2,340個迴歸結果當中，只有10%的結果顯示金融自由化與經濟成長之間是顯著地正向相關。兩者之間是顯著地負向相關的比例則是4%。換句話說，金融自由化（資本帳的開放）與經濟成長之間並沒有穩健的實證關係存在。

極少有實證文獻探討資本流入對於台灣資產價格的影響。楊青燕（2012）使用1997年1月至2011年3月的月資料，探討台灣資本流動與資產價格的關係。楊青燕將資本流動（熱錢）定義為準備資產的變動，扣除經常帳與直接投資兩個項目。這樣的定義，等於是國際收支平衡表上，證券投資、衍生金融商品、與其他投資三個項目的淨值。楊青燕發現資本流動衝擊會造成股票市場股價指數上升，然而信義房價指數則是下跌。楊青燕的研究關注的是資本流動淨值的影響，惟未區分資本流入與資本流出，亦未區分資本流入的細目，以及討論傳遞機制。

參、傳遞機制

資本流入是否會影響國內資產價格？理論上，資本流入可能透過三種管道造成資產價格上漲（Kim and Yang, 2009）。首先，資本流入（尤其是外人證券投資）直接影響到資產的需求並因此造成資產價格上漲。其次，如果沒有被央行的政策完全沖銷，資本流入將會導致貨幣供與流動性增加，進而刺激資產價格上揚。第三，資本流入通常導致資金接受國的景氣繁榮，因而造成資產價格上漲。此外，資本流入也會造成名目與實質匯率的升值。我們將上述的傳遞機制表示如下：

- 資本流入→資產需求上升→資產價格

上漲

- 資本流入→貨幣供給與流動性增加→資產價格上漲

- 資本流入→景氣活絡→資產價格上漲

我們進一步說明三種管道^{註1}。首先，外人證券投資直接影響到資產的需求。例如外資流入股票市場將會導致股票需求的增加，因而造成股價上漲。同時，外資對於其他資產的需求也會增加，例如房地產與債券，使得這些資產的價格也同樣上漲。

其次，資本流入通常導致名目與實質匯率的升值。為了避免匯率升值，央行必須在外匯市場上進行干預，購入外匯市場上超

額供給的外幣。其結果就是央行外匯存底的累積與貨幣基數的增加，造成貨幣供給的擴張。如果增加的流動性是流入資產市場，將會造成資產價格上揚。一般而言，央行可以透過公開市場操作賣出政府債券來抵銷國內貨幣供給增加的趨勢，也就是所謂的沖銷政策。但是若是沖銷是不完全的，增加的流動性還是可能導致資產價格的上漲。

最後，既有的研究發現資本流入通常伴隨著後續的景氣繁榮。資本流入導致的貨幣擴張會刺激景氣。資本流入也顯示市場看好國內的經濟前景，因此刺激投資與消費的增加。景氣繁榮則導致資產價格上漲。

在上述三個管道當中，我們將第一個管道視為資本流入的直接作用，第二與第三個管道的則是屬於間接作用，必須透過傳遞

變數的中介起作用。我們根據上述的理論說明，選取了三個可能的傳遞變數。第一個傳遞變數是廣義貨幣供給M2。第二個傳遞變數是全體貨幣機構放款。廣義貨幣供給與全體貨幣機構放款的資料來源都是中央銀行發行的「金融統計月報」。第三個傳遞變數是經建會發布的景氣指標。經建會編製的景氣指標包含領先指標、同時指標、與落後指標。我們採用的是同時指標。根據經建會的說明，該指標由工業生產指數、電力（企業）總用電量、製造業銷售量指數、商業營業額、非農業部門就業人數、實質海關出口值、實質機械及電機設備進口值7項構成項目組成，代表當前景氣狀況，可以衡量當時景氣之波動。

肆、實證方法

我們的實證方法沿襲自Bernanke et al. (1997)、Sims and Zha (2006)、Bachmann and Sims (2011)、Kilian and Lewis (2011)。上述的文獻利用此方法來探討石油危機後實質產出的下跌，有多少比重是因為石油價格上漲本身所引起，有多少比重則是因為央行因應石油價格上漲的貨幣政策改變所造成。Ho and Lai (2013) 利用此一方法探討中國在銀本位時期，國際銀價的波動，是透過匯率或是貨幣供給傳遞到中

國的一般物價。在本研究當中，我們則是利用此方法來探討資本流入是透過哪些管道影響到台灣的資產價格。

假設 FL_t 代表資本流入， M_t 代表傳遞變數， X_t 代表其他內生變數， PA_t 代表資產價格。假設一個落後期數為 p 的結構向量自我迴歸模型：

$$A_0 \cdot Y_t = A_1 \cdot Y_{t-1} + A_2 \cdot Y_{t-2} + \dots + A_p \cdot Y_{t-p} + \varepsilon_t$$

其中 $Y_t = (FL_t \ M_t \ X_t \ PA_t)'$ ， K 是內生變數的數目， A_0 是一個 $K \times K$ ，對角線數

值為1的下三角矩陣， ε_t 是一個 $K \times 1$ ，互無關聯的結構性衝擊向量。進一步假設矩陣B為 $B \equiv (I_K - A_0 \quad A_1 \quad A_2 \quad \cdots \quad A_p)$ 。假設資本流入衝擊發生在第零期。我們可以將傳遞變數在第 h 期的衝擊反應分解為各內生變數的貢獻：

$$d_{M,i,h} = \sum_{m=0}^{\min(p,h)} B_{2,mK+i} \cdot \theta_{i,1,h-m},$$

$$h = 0,1,2,\dots, \quad i = 1,2,\dots,K$$

其中 $B_{2,mK+i}$ 指稱的是矩陣 B 的第 $(2,mK+i)$ 個元素， $\theta_{i,1,h-m}$ 指稱的是第 $h-m$ 期的衝擊反應矩陣的第 $(i,1)$ 個元素。關於第 $h-m$ 期的衝擊反應矩陣的定義，請參見 Lutkepohl (2005, 頁46)。

為了衡量傳遞機制的作用，我們建構一個假想的（傳遞變數的）衝擊序列，藉以抵消資本流入衝擊對於傳遞變數在當期與落後期的影響：

$$\varepsilon_{M,h} = -B_{2,1} \cdot x_{1,h} - \sum_{m=1}^{\min(p,h)} B_{2,mK+1} \cdot z_{1,h-m}, \quad h = 0,1,2,\dots$$

其中 $x_{i,0}$, $i = 1,2,\dots,K$ 代表在不存在設想的衝擊序列時，內生變數 i 對於資本流入衝擊的反應。給定設想的衝擊序列，內生變數 i 對於資本流入衝擊的反事實衝擊反應函數在第零期為：

$$z_{i,0} = x_{i,0} + \frac{\theta_{i,2,0} \cdot \varepsilon_{M,0}}{\sigma_2}$$

其中 σ_2 代表傳遞變數衝擊的標準差。

以下各期 ($h = 1,2,\dots$) 的衝擊反應函數可以依序計算得出：

$$x_{i,h} = \sum_{m=1}^{\min(p,h)} \sum_{j=1}^K B_{i,mK+j} \cdot z_{j,h-m} + \sum_{j<i} B_{i,j} \cdot x_{j,h}$$

$$z_{i,h} = x_{i,h} + \frac{\theta_{i,2,0} \cdot \varepsilon_{M,h}}{\sigma_2}$$

上述計算的反事實衝擊反應函數，等於是假設在沒有傳導機制作用下，觀察各個內生變數遭遇資本流入衝擊時的反應。它可以被視為衡量資本流入的直接效果。比較實際的與反事實的衝擊反應函數，即可看出傳遞機制在整個系統之中所扮演的角色輕重。

在實際估計上，傳遞變數的數目不只一個。在評估個別傳遞變數的影響時，只要調整上述公式中傳遞變數的排序數字。假設傳遞變數的數目為三，在向量自我迴歸模型的排序分別是二、三與四。若是想要評估所有傳遞變數的總和影響，只要將以上的公式修改為^{註2}：

$$\varepsilon_{M2,h} = -B_{2,1} \cdot x_{1,h} - \sum_{m=1}^{\min(p,h)} B_{2,mK+1} \cdot z_{1,h-m}, \quad h = 0,1,2,\dots$$

$$\varepsilon_{M3,h} = -B_{3,1} \cdot x_{1,h} - \sum_{m=1}^{\min(p,h)} B_{3,mK+1} \cdot z_{1,h-m}, \quad h = 0,1,2,\dots$$

$$\varepsilon_{M4,h} = -B_{4,1} \cdot x_{1,h} - \sum_{m=1}^{\min(p,h)} B_{4,mK+1} \cdot z_{1,h-m}, \quad h = 0,1,2,\dots$$

$$z_{i,h} = x_{i,h} + \frac{\theta_{i,2,0} \cdot \varepsilon_{M2,h}}{\sigma_2} + \frac{\theta_{i,3,0} \cdot \varepsilon_{M3,h}}{\sigma_3} + \frac{\theta_{i,4,0} \cdot \varepsilon_{M4,h}}{\sigma_4}$$

伍、敘述統計

一、外人資本流入的組成

在進行計量分析之前，我們先描述資本流入的基本特徵。本文的焦點是外人資本流入的細項，也就是國際收支平衡表中金融帳的負債項目。我們的資料來源是中央銀行所定期發行的「中華民國國際收支平衡表季報」。其中，外人資本流入的項目被分為四類：來台直接投資、外人證券投資、衍生金融商品、與銀行借款。直接投資包括股本投資、再投資收益與其他資本。證券投資包括股權證券與債權證券，前者包括股份、股票、參加憑證或其他足以表彰股權的證券如存託憑證等，相互基金與信託投資皆屬之；後者包括債券、貨幣市場工具。衍生金融商品包括避險與非避險交易之衍生金融商品，如期貨、交換、遠期契約及選擇權等。自2006年起，衍生金融商品自證券投資獨立出來，與證券投資同列在金融帳項下。凡不屬於直接投資、證券投資及衍生金融商品的金融交易均歸類在其他投資，而銀行借貸即是此一項目中最重要的部分，涵蓋各項長、短期契約。必須說明的是，上述的項目中都是資本流入與流出加減之後的淨值，正值代表資本淨流入，負值代表資本淨流出。例如，同一段時期有外國資金流入與流出股市，流入與流出資金的淨值，就會被記載在外人證券投資項目。

圖1顯示上述外人資本流入的組成項目，並以其占GDP百分比來表示。其中外人直接投資可說是最穩定的項目。從1990年至2012年之間，外人直接投資占GDP的比率平均值為0.75%。相較之下，外人證券投資則是波動最大的項目，其標準差約為直接投資的6倍，且其規模與波動程度自2000年起顯著擴大。中央銀行的國際收支平衡表，進一步將外人證券投資細分為外人股權證券與外人債權證券二項。圖1顯示股權證券居佔據支配地位，而債權證券的重要性極低。後者可能與外資投資法令限制有關。

衍生金融商品為2006年自證券投資項目中分出的項目，其數值相對較小。衍生金融商品的登錄方式與金融帳的其他項目有所不同。國際收支帳登錄的數據是該期衍生金融商品結算後的對外收支。結算前須先進行評價，評價為負（正），則為居民的對外負債（資產）。結清時，居民須對外支付處分損失（自國外收取處分利得），故為負債的減少（資產的減少）。按照國際收支帳呈現方式，資本淨流出或負債減少以負數表示；資本淨流入或資產減少，則以正數表示。銀行借款為外人資本流入組成第二重要的項目。銀行借款占GDP比率的平均值為1.18%，而它的標準差介於外人直接投資與外人證券投資之間。換句話說，銀行借款的標準差約是

證券投資的一半，但是約為外人直接投資的3倍。

如圖1所示，2008年台灣也在雷曼兄弟事件後經歷較為劇烈的資本流入突然停止（sudden stop）的衝擊。外人證券投資的總額占GDP比率，由2007年的1.25%，落至2008年的-3.94%；銀行借款的總額占GDP比率，則是由2007年的4.10%，跌至2009年的-2.58%^{註3}。然而，這次的資本流入突然停止十分短暫。外人直接投資在全球金融危機時期還是相當穩定。許多新興經濟體同樣在2008年左右經歷資本流入突然停止。Jeanne et al.（2012）回顧了2007年至2010年開發中國家與新興經濟體的資本流動狀況。他們的研究指出，這些經濟體在2008年第4季經歷了資本流入突然停止，資本流入總額占GDP比率由8%下跌至-10%。

目前的法令允許外資購買股票。外資雖然也可以買賣不動產，但是台灣針對外資投資不動產設有相關法令限制。因此，我們預期外人證券投資對於股市價格應該有顯著的影響，對於房市價格的影響相對上應該較小。就現況而言，外資屬於股市三大法人，持股比重高，這是我們預期外人證券投資對於股市價格會有顯著影響的另外一個原因。同時，銀行借款主要是國內銀行與外國銀行短期的外幣拆借。由於這個項目主要以短期國際資金調度為主，在加上國內銀行存在資金過剩的現象（即所謂爛頭寸），這個項目

對於股市價格與房市價格的影響應該不大。

上述的組成都是屬於國際收支平衡表中金融帳的負債項目。金融帳（資產）項目的其他投資下的其他部門一項，正號代表本國居民資金回流。若為正值，則反映本國居民的資金回流^{註4}。我們將此項目繪製於圖2。為了方便比較，圖2也同時描繪金融帳的主要負債項目。在1997年以前，本國居民的資金回流都是負值。在1998年之後轉為正值，在1998年至2007年之間的平均值約為GDP的1.51%。本國居民的資金回流在2008-09全球金融危機期間巨幅增加，一直到2012年才略微下降。我們以下將會探討這個項目跟房市價格的關聯^{註5}。

二、決定外人資本流入的外部因素

國際利率水準下降、先進國家的經濟成長遲緩、以及國際商品價格的上漲，經常與一國的外人資本流入有顯著的關聯（Fernandez-Arias and Montiel, 1996）。在本節中，我們簡單描述外人資本流入與上述因素的關聯。具體而言，我們檢驗外人資本流入每個項目與下列三個外部因素的關聯：先進經濟體人均實質GDP成長率、IMF不含原油價格的商品價格指數、以及美國短期實質利率。先進經濟體人均實質GDP成長率是取自IMF全球經濟展望資料庫（World Economic Outlook Database）。IMF不含原油價格的商品價格指數則是從IMF初

級商品價格網站下載^{註6}。美國實質利率則是取自世界銀行全球發展指標資料庫（World Development Indicators）。

圖3以長條圖顯示外人資本流入總額與其組成項目，同時以直線圖顯示先進經濟體人均實質GDP成長率。圖3顯示，先進經濟體的GDP成長，通常伴隨著外人資本流入的增加，兩者之間呈現正相關。這對於銀行借款尤其顯著，其次對於外人證券投資也是如此。外人直接投資則不受到先進經濟體GDP成長的影響。既有的文獻，例如Calvo et al.（1993），指出先進經濟體的GDP成長率與資本流入兩者之間是負相關。這與台灣的情況剛好相反。

圖4顯示外人資本流入的組成，與IMF不含原油價格的商品價格指數。該價格指數以2005年為基期(2005=100)。圖4顯示外人資本流入與商品價格指數之間沒有顯著的關聯。就算是有關聯，也是負的相關，特別是外人資本流入總額與外人證券投資兩個項目。這個發現也與既有的文獻不同。目前的文獻，大都發現新興市場的資本流入與商品價格之間，有著強烈的正相關。文獻上提出三種解釋來說明這個正相關。首先，對於仰賴初級原料出口的新興市場，商品價格上漲直接造成新興市場出口盈餘的增加。其次，資本流入與商品價格上漲可能同樣都是全球低利率所造成。第三，全球低利率降低新興市場的違約風險，因此吸引資金流入新興市場。以

上三個因素都不適用於作為資本淨輸出國的台灣。

圖5顯示外人資本流入的組成項目與美國的實質短期利率。除了外人直接投資之外，外人資本流入與美國實質短期利率之間有顯著的負相關。這表示美國的低利率環境，誘使國際資金來台灣尋求獲利機會。

為了進一步探討外部因素對於資本流入的解釋能力，我們使用上述三個變數，分別與四個外人資本流入的項目進行簡單迴歸分析，並將結果報告於表1。表1的結果與圖3至圖5相當一致。外部因素解釋了外人資本流入總額變動的43%左右。外人直接投資的迴歸式得到極低的決定係數(R-squared)，只有0.15，表示外部因素不是決定外人直接投資的重要因素。銀行借款的迴歸式具有最高的決定係數，約為0.67。美國的低利率，以及先進經濟體GDP成長增加，都會造成銀行借款（形式的資本流入）的增加。與銀行借款相同，外人證券投資也是受到美國短期利率的影響。銀行借款與外人證券投資的差別，在於外人證券投資會受到商品價格的影響(兩者呈現負相關)，而銀行借款則不會。

表1的最後一欄也探討本國居民資金回流與各項外部因素的關係。我們發現，先進國家的經濟成長是唯一顯著的解釋變數。當先進國家經濟成長趨緩時，本國居民資金回流就會增加。由於表1的樣本數目不多，為了精確估計標準差，我們也使用500次的

拔靴法重新估計，得到的結果跟表 1 相當一致。唯一的差別，在於先進國的經濟成長對

於本國居民資金回流的影響從顯著變成不顯著。

陸、實證結果

一、變數選取與變數處理

經過初步探討之後，我們選取了四個相對重要的資產價格作為研究對象：

- (A) 股價指數
- (B) 信義房價指數
- (C) 國泰房價指數
- (D) 新台幣兌美元名目匯率

股價指數是台灣股票市場股價指數，以 1966 年做為基期。信義房價指數為信義房屋與政治大學商學院信義不動產研究發展中心合作編製的房價指數，以 2001 年第 1 季作為基期。資料來源是政治大學商學院信義不動產研究發展中心。信義房價指數是業界最早發布的房地產價格指數，是以信義房屋各營業據點的中古屋成交資料編製而成。由於信義房屋在房地產交易市場之占有率僅約 4.3%，該公司的成交資料是否具有代表性的確存在疑慮（張金鶚等，2008）。但是因為它是國內少數持續發布之價格指數，並在研究上被廣泛應用，所以我們也考慮此一指數^{註7}。國泰房價指數為國泰建設與與政治大學台灣房地產研究中心合作，並且定期發布的房地價格指數，以 2000 年作為基期。該指數是以國泰建設公司所收集的預售屋與新成屋

個案資料編製而成，是國內第一個以特徵價格法（Hedonic Price Method）控制房屋品質的房價指數。國泰房價指數於 2011 年時修正其基期，模型也略有調整，同時沒有追溯到 2000 年以前的資料。我們使用的國泰房價指數，是中央銀行經濟研究處同仁自行以迴歸方式修正 2000 年以前的資料而得^{註8}。股價指數與新台幣兌美元名目匯率的資料來源則是中央銀行發行的「金融統計月報」。

資本流入總額與主要項目的資料來源是中央銀行所定期發行的「中華民國國際收支平衡表季報」。我們考慮外人資本流入總額（即為金融帳負債的加總）。如同上述，外人資本流入可以區分為外人直接投資、外人證券投資、衍生金融商品、銀行借款。初步的研究發現外人直接投資、衍生金融商品、與銀行借款等，對於上述資產價格並沒有顯著的影響。同時，外人證券投資佔外人資本流入的主導地位。基於這些理由，我們僅考慮外人資本流入總額與外人證券投資兩項。除了外人資本流入之外，我們也考慮另一個資本流入項目，也就是本國居民資金回流。我們猜測這個項目的資本流入可能會影響房市價格。

我們考慮的傳遞變數是廣義貨幣供給、全體貨幣機構放款、與景氣指標。此外，我們也加入短期名目利率、實質國內生產毛額與消費者物價指數等控制變數。

廣義貨幣供給（M2）是通貨淨額、存款貨幣與準貨幣的加總。全體貨幣機構涵蓋中央銀行、本國銀行、外國及大陸銀行在台分行、信用合作社、農漁會信用部、中華郵政公司儲匯處、與貨幣市場共同基金。按照放款與投資對象別，全體貨幣機構放款與投資區分三個部份：對政府機關、對公營事業、與對民間部門。我們使用的是對民間部門的放款與投資。景氣指標是經建會所編製的景氣同時指標。短期名目利率是金融業隔夜拆款市場利率的加權平均。景氣指標的資料來源是經建會。實質國內生產毛額的來源是主計處的總體資料統計庫。廣義貨幣供給、全體貨幣機構放款、短期名目利率、與消費者物價指數等變數的資料來源都是中央銀行發行的「金融統計月報」。

為了探討資本流入對於資產價格的影響，以下我們估計數個向量自我迴歸模型。每個模型都包含三個傳遞變數與三個控制變數。此外，還包含一個資產價格變數與一個資本流入變數。因此，每個模型都有八個內生變數。我們將資本流入變數置於第一個位置，其次是傳遞變數與控制變數，最後則是資產價格。所有向量自我迴歸模型的落後期數都是四期。

在估計向量自我迴歸模型之前，我們進行以下的變數處理：資本流入變數都是以占GDP的百分比值表示。傳遞變數都是表達成年增率，亦即本期與上年同期之間的變動率。控制變數都是表達成年增率。唯一的例外是短期名目利率，是表達成百分比值。所有的資產價格，包含股價指數、信義房價指數、國泰房價指數與名目匯率，都是取對數差分乘上100^{註9}。這樣整理過的變數都是定態變數。表2列出實證變數的來源、定義、與資料處理。

如同上述，我們將資本流入變數置於向量自我迴歸模型的第一個位置。這樣的變數排序假設資本流入會在衝擊當期影響到模型的其他內生變數，但是模型內生變數的衝擊則是不會在當期影響到資本流入。為了檢視這個假設是否合理，我們嘗試將資本流入的排序置於最前與最後，然後計算資本流入的變異數分解中，可以被自身衝擊解釋的比例。表3報告計算結果。若是以外人資本流入總額作為資本流入，那麼資本流入的變異中，有將近的51%到72%是可以由自身的衝擊所解釋。換句話說，資本流入相對上是一個外生變數。若是以外人證券投資以及本國居民資金回流作為資本流入變數，那麼資本流入的變異數分解中，可以被自身衝擊解釋的比例則分別是29%到61%以及33%到60%。即使在最差的情況下，這個比例依然高達三分之一左右，因此將資本流入排序在

模型第一個位置應該是一個合理的假設。

在向量自我迴歸模型中，唯一被認定的結構性衝擊是資本流入衝擊。一旦將資本流入的排序置於第一，那麼其他內生變數的排序，都不會影響到內生變數（包含資產價格）的衝擊反應函數（Christiano, et al., 1999）。

二、衝擊反應函數

我們的估計始於1991年第1季，終止於2013年第2季。1991年以前的外人資本流入數量不大且沒有變動，這是省略1991年以前資料的主因。我們的目的是要檢視資本流入與資產價格的最終關係，暫時忽略兩者之間的傳遞機制。

圖6顯示四個資產價格的衝擊反應函數。第1列報告的衝擊反應函數是以外人資本流入總額作為衝擊變數。從最左欄到最右欄的內生變數分別是股價指數、信義房價指數、國泰房價指數、與名目匯率。衝擊反應的信賴區間，是以EViews軟體內建的蒙地卡羅方法重複500次計算而得。圖6顯示除了國泰房價指數之外，其它資產價格的衝擊反應函數都跟預期一致：股價指數與信義房價指數在外人資本流入之後顯著上漲，新台幣兌美元匯率則是升值。國泰房價指數的衝擊反應則是不顯著。具體而言，股價指數在衝擊當期上漲1.55%；信義房價指數上漲0.66%；名目匯率則是升值0.41%。這也顯示外人資

本流入對於上述資產價格的影響雖然在統計上顯著，但是就經濟規模上而言，主要受到影響的資產是股價指數，而房價指數與名目匯率受到影響則相對較小。

在圖6的第2列，我們使用外人證券投資作為衝擊變數，得到的結果跟圖6的第1列相當一致。國泰房價指數的衝擊反應函數依舊是不顯著。圖6的第3列則是使用本國居民資金回流作為衝擊變數。原本我們預期本國居民資金回流對於房屋市場應該會有顯著影響。然而，圖6的第3列卻顯示本國居民資金回流對於所有資產價格都沒有顯著的影響。甚至，在衝擊當期，股價指數與國泰房價指數是顯著地下跌。我們將以上的結果整理在表4。

三、歷史解析 (Historical Decomposition)

上述的衝擊反應函數顯示，外人資本流入總額與外人證券投資對於股價指數、信義房價指數、與名目匯率有顯著的影響，但是不影響國泰房價指數。同時，本國居民資金回流對於上述資產價格都沒有顯著作用。以下我們進一步使用歷史解析方法來檢視上述的發現是否穩健。

歷史解析方法將時間序列在某一特定時間點的數值，分解成模型的預測，以及過去與當前殘差值的影響。具體而言，我們可以將向量自我迴歸模型改寫成以下形式：

$$\mathbf{y}_{T+j} = \left[\hat{\mathbf{y}}_{T+j} + \sum_{s=j}^{\infty} \Psi_s \mathbf{u}_{T+j-s} \right] + \sum_{s=0}^{j-1} \Psi_s \mathbf{u}_{T+j-s}$$

其中，第一個項次是基於到時點 T 時為止的情報對於 \mathbf{y}_{T+j} 所做的預測；第二個項次則是從 $T+1$ 期到 $T+j$ 期的殘差值對於 \mathbf{y}_{T+j} 的影響。因此若是模型有 N 個內生變數，歷史解析將會 \mathbf{y}_{T+j} 分解成 $N+1$ 個組成：第一個組成是預測，第二到 $N+1$ 的組成則是每個殘差值的影響。

圖7顯示資產價格的歷史解析。由於向量自我迴歸模型有八個變數，因此資產價格在某個時點的數值，可以被分解為模型預測與其他八個殘差值的影響。這九個項次加總起來剛好會是等於實際的數值。由於我們只關注資本流入的作用，所以在圖7只有顯示資本流入對於資產價格的影響。

圖7第1列考慮外人資本流入總額。資產價格依序是：股價指數、信義房價指數、國泰房價指數、與名目匯率。在圖形中，實線表示實際數值，虛線表示模型的預測，長虛線則表示模型的預測再加上資本流入的影響。若是資本流入確實對於資產價格有解釋能力，長虛線的走勢就會偏離虛線。同時，長虛線的變動方向應該會與實際數字的變動方向一致。我們將起始日期設為1996年第1季。圖7第1列顯示外人資本流入對於股價指數的確是有影響。長虛線與實際數值大多呈現同向變動。最明顯的例子，就是在2000、2008、與2011年股價指數的下跌，都跟外人

資本流入衝擊（亦即外資大量匯出）有密切的關係。信義房價指數同樣會受到外人資本流入總額的影響。國泰房價指數極少受到外人資本流入總額的影響，因為長虛線與虛線沒有太大差異，顯示外人資本流入總額沒有額外的解釋能力。至於名目匯率，基於外人資本流入所做的預測跟實際的數值具有同樣的走勢，顯示外人資本流入的確會影響新台幣兌換美元的變動。

圖7第2列則是考慮外人證券投資的作用。它的結果跟第1列十分相近。圖7第3列的歷史解析則是以本國居民資金回流作為資本流入變數。本國居民資金回流對於所有資產價格的解釋能力都相當低，這反映在本國居民資金回流沒有額外解釋能力（長虛線與虛線沒有顯著差異），以及基於本國居民資金回流所做的預測（長虛線）跟實際的數值（實線）的方向往往不一致。總而言之，歷史解析的結果，跟上述衝擊反應函數的結果相當一致。

四、區域房價的差別

信義房價指數與國泰房價指數，除了上述台灣整體指數之外，也有區域性的房價指數。信義房價的地區分類是：台北市、新北市、桃園、新竹、台中市、與高雄市。國泰指數的地區分類是：台北市、新北市、桃園、台中、台南、與高雄等六個地區。信義房價指數與國泰房價指數之整體指數，並不

是由區域房價指數加權平均而得，而是以全體樣本重新計算而得。即便如此，我們還是可以推估區域房價指數在整體指數所佔的權重。為了推估這些權重的大小，首先我們將整體指數的變動率，對各個區域指數的變動率進行迴歸分析。針對信義房價指數，我們得到以下的結果：

$$\begin{aligned} \text{整體指數} = & 0.32 \times \text{台北市} + 0.49 \times \text{新北市} \\ & + 0.01 \times \text{桃園} + 0.05 \times \text{新竹} + 0.10 \times \text{台中市} \\ & + 0.02 \times \text{高雄市}, \quad R^2 = 0.93 \end{aligned}$$

括弧中的數值是標準差。迴歸式的解釋能力高達0.93。進一步假設六個估計參數的總和是1，Wald Test所得到的統計量p值是0.58，接受上述的虛無假設。上述結果顯示，在信義房價指數中，台北市與新北市的區域指數佔了絕大多數的比例，超過80%。其次是台中市。桃園、新竹、與高雄區域指數所佔的比重相當小。針對國泰房價指數，我們得到以下的結果：

$$\begin{aligned} \text{整體指數} = & 0.19 \times \text{台北市} + 0.32 \times \text{新北市} \\ & + 0.12 \times \text{桃竹} + 0.07 \times \text{台中} + 0.03 \times \text{台南} \\ & + 0.03 \times \text{高雄}, \quad R^2 = 0.68 \end{aligned}$$

進一步假設六個估計參數的總和是1，Wald Test所得到的統計量p值是0.01，拒絕上述的虛無假設。在國泰房價指數中，台北市與新北市同樣佔了最大的比重，超過50%。但是，台北市與新北市所佔的比重，在信義房價指數裡要高於國泰房價指數。同時，國

泰房價指數不完全是由六個區域指數加權平均而得。這反映在上述迴歸式的解釋能力只有0.68。同時，迴歸係數的總和並不等於1。

上述的實證研究都是使用整體指數。在這個小節，我們則是使用區域性的指數。就信義房價指數部份，我們探討資本流入對於台北市、新北市、台中市、與高雄市等四個區域的影響。桃園與新竹的資料起至2001年第1季，資料過短所以不予考慮。

圖8顯示四個地區房價指數的衝擊反應函數。第1欄的衝擊變數是外人資本流入總額。圖8顯示外人資本流入對於台北市與新北市的房價指數有顯著的影響。同時，對於台北市的影響又要大於新北市。但是，外人資本流入對於台中市與高雄市的房價指數則沒有顯著的作用。這兩個地區房價指數的衝擊反應函數跟零沒有顯著差異。由於台北市與新北市佔信義房價指數的比重最大，因此可以預期這兩個指數與整體指數所得到的實證結果應該一致。

在圖8第2欄中，我們以外人證券投資代替外人資本流入總額，得到的結果跟第1欄相當類似，再度顯示資本流入對於房市的影響，僅僅侷限於台北市與新北市兩個地區。圖8第3欄則是顯示本國居民資金回流對於房價指數的影響。跟先前（圖6）的結果一樣，本國居民資金回流對於房價沒有顯著的影響，不論是台灣整體，或是四個主要地區皆是如此。

就國泰房價指數部份，我們使用台北市、新北市、桃竹、與台中等四個地區指數。台南與高雄等兩個地區的資料過短，都是從2000年第1季開始，所以不予考慮。圖9報告估計結果。我們沒有發現任何證據支持資本流入會顯著影響國泰房價指數，不論是整體指數或是地區指數皆是如此。

國泰房價指數為新成屋指數，信義房價指數為中古屋指數。外人資本流入之後，以部分資金直接購買具有投資價值的中古屋，而不是購買預售屋，是相當合乎直覺的假設。因此上述信義房價指數的衝擊反應顯著，但是國泰房價指數反應不顯著，應該是合理的結果。圖10比較信義與國泰房價指數。為了方便比較，我們將兩個房價指數在1993年第1季的數值標準化為100。除了整體指數之外，我們也比較台北市、新北市、與台中市三個區域指數。圖10顯示兩個房價指數從1993年至2003年第2季，都是呈現下跌趨勢；之後則是同時呈現上漲趨勢。但是，國泰房價指數的下跌與上漲速度都要比信義房價指數來得緩慢。這反映出外部因素對於國泰房價指數的影響必須在中長期才能顯現。

為了進一步證實這個想法，圖11顯示房價指數與外人資本流入的散佈圖。每個散佈圖都包含一個線性迴歸線。圖11第1列為信義房價指數。我們考慮不同落後期數的外人資本流入總額。在當期與落後期數為4的情

況下，信義房價指數與外人資本流入之間呈現負相關。只有在落後期數超過8期之後，兩者之間才會呈現正相關。相較之下，必須在落後期數超過20期（5年）之後，國泰房價指數與外人資本流入之間才會呈現正相關。換句話說，我們估計的向量自我迴歸模型可能僅能捕捉短期的衝擊。上述國泰房價指數的衝擊反應函數不顯著，有可能是因為外人資本流入對於國泰房價指數在中長期的影響較大，所以沒有被實證模型所捕捉。我們因此不能斷然宣稱外人資本流入對於國泰房價指數絕無影響。

五、反事實模擬

表4顯示，本國居民資金回流對於資產價格沒有顯著的影響。但是，外人資本流入總額對於股價指數、信義房價指數與名目匯率則有顯著的影響。因此，以下傳遞機制的探討僅止於討論上述的三個資產價格。我們的目的是要區分，外人資本流入是直接或是間接作用於這些資產價格。

我們使用反事實模擬來探討傳遞機制的作用。詳細的方法論請參見第四節。統計上，我們要將資本流入對於資產價格的直接作用，與其透過傳遞機制的間接作用區分開來。據此，我們首先建構一個假想的衝擊序列（針對傳遞變數），這個假想的衝擊序列正好可以抵消資本流入對於傳遞變數在每一期的影響。接著，在控制傳遞變數不受到資

本流入的影響之下，我們再去建構內生變數假想的衝擊反應函數。比較假想（反事實）的衝擊反應與實際的衝擊反應函數，就可以得知傳遞變數在傳遞資本流入的衝擊所扮演的重要性。

首先我們探討各別傳遞變數的作用。圖12討論影響股價指數的傳遞機制。第1列是以廣義貨幣供給作為傳遞變數。每個圖形中實線表示實際的衝擊反應函數，虛線表示反事實的衝擊反應函數。同一列最左圖是外人資本流入總額，中間是廣義貨幣供給，最右圖則是股價指數。如果傳遞變數真的是有作用，那麼股價指數的反事實衝擊反應會偏離實際的衝擊反應，而且偏離方向會是與理論預期方向一致。例如，外人資本流入總額若是透過廣義貨幣供給的增加而導致股價指數上漲，我們應該預期股價指數的反事實衝擊反應函數，應該低於實際的衝擊反應函數。若是上述的情況沒有發生，我們就可以判斷外人資本流入是直接影響到股價指數，而不是透過傳遞變數。同樣地，圖12第2列是以全體貨幣機構放款作為傳遞變數，第3列則是以景氣指標作為傳遞變數。

以圖12第3列為例，外人資本流入的反事實衝擊反應跟實際的衝擊反應幾乎重疊，顯示外人資本流入相對於其他內生變數是外生的，也合理化我們將外人資本流入放置在向量自我迴歸模型的第一個位置。景氣指標的反事實衝擊反應明顯地比實際的衝擊反應

來得平緩，顯示若是不受資本流入的影響，景氣指標應該不會出現大幅的波動。景氣指標的變動會進一步傳遞至股價指數。最右圖顯示若是景氣指標的波動變得較為和緩，股價指數的衝擊反應也會變得緩和。以同樣的方式檢視圖12的第1列至第3列，我們發現就股價指數而言，廣義貨幣供給與全體貨幣機構放款都不是傳遞變數，因為在這兩個例子，股價指數的反事實衝擊反應函數與實際的衝擊反應函數幾乎雷同。景氣指標是一個傳遞變數，但是它的效果並不大。

圖13討論影響信義房價指數的傳遞機制。考慮廣義貨幣供給或是全體貨幣機構放款作為傳遞變數，信義房價指數的反事實衝擊反應與實際的衝擊反應函數都很接近，顯示兩者都不會將外人資本流入的衝擊，進一步傳遞至信義物價指數。相較之下，景氣指標就有傳遞效果。圖14討論影響名目匯率的傳遞機制。就名目匯率而言，廣義貨幣供給與全體貨幣機構放款都不是傳遞變數。景氣指標是一個傳遞變數，但是它的效果同樣不大。

圖12至圖14都是考慮單一傳遞變數的影響。在圖15中，我們進一步考慮三個傳遞變數對於資產價格的總和影響。由左到右的三個資產價格分別是：股價指數、信義房價指數、與名目匯率。圖中的虛線與實線的差別，代表所有傳遞變數的總和效果。圖15顯示外人資本流入的確會透過傳遞變數影響到

資產價格，但是，它們的效果在規模上是很小的。

我們將上述的結果整理於表5。外人資本流入對於股價指數、信義房價指數、與名目匯率有顯著的影響。而其影響的方式絕大多是直接的，只有極小的部份是間接地透過傳遞變數起作用。在三個傳遞變數當中，只有景氣指標可以稱為是傳遞變數：外人資本流入帶動短期的景氣繁榮，間接地影響到資產價格。

在上述的反事實模擬當中，我們都是以廣義貨幣供給代表貨幣政策的態勢，短期名目利率則是作為控制變數。若是以利率當作

傳遞變數，上述的結論是否會有所改變？圖16報告以利率當做傳遞變數的反事實模擬。我們同樣沒有發現任何證據支持利率是外人資本流入的傳遞變數。特別是，三個資產價格的反事實衝擊反應跟實際的衝擊反應幾乎雷同。此外，外人資本流入造成的短期利率的上漲，而不是下跌。如果不受外人資本流入的影響，利率的水準值會比實際值來得低。這有可能是因為在面對外人資本流入時，央行刻意地將利率提高，以便抵銷資本流入對於國內貨幣與信用供給的負面影響。不過這個猜測必須進一步被檢驗。

柒、結論與政策建議

本文採用結構向量自我迴歸模型與反事實模擬等研究方法，就1991年第1季至2013年第2季外人資本流入與本國居民資金回流，影響我國資產價格及其可能的傳遞機制進行分析，主要結論簡述如次：

首先，外人資本流入對於股價指數有顯著影響，對於名目匯率與房價指數的影響則是相對較小；

其次，與原先預期有所不同的是，本國居民可能的資金回流，對於所有資產價格都沒有顯著影響；

第三，外人資本流入對於資產價格的影響大多是直接的，並未透過諸如貨幣供給、

利率、與金融機構放款等可能的傳遞角色進行。

我們認為，上述研究結論或可讓我們朝以下幾個面向來思考：

- (一) 本國居民資金回流，在現階段對於國內房價並無顯著影響，且貨幣供給、利率、金融機構放款等指標，均非外人資本流入影響資產價格的媒介。這一方面顯示我國現行金融秩序，包括主管機關監管措施與金融業者自律，對於穩定國內經濟金融情勢的良好成效。但必須強調的是，既有成果並不代表足以因應未

來可能的衝擊，故應利用目前良好環境與時機，根據各種可能情境與國際經驗，賡續建構強化我國金融監管體系。

- (二) 就未來可能情境而言，我國仍應防範資本流入影響資產價格的主要理由有二：其一是我國自2009年起逐漸放鬆兩岸經貿交流管制，但各項區域經貿投資協議仍在起步階段，外國資本流入與本國資金回流對於各項資產價格的可能壓力，或許在未來數年方逐步浮現；其二是根據內政部外國人來台地籍統計資料與國內房價指數，近年外人來台購置房地產比重佔全台件數不過0.4%左右，但其中有近6成均集中在台北市與新北市區域^{註10}，而本文研究結果亦指出資本流入對於部份重點區域的影響。即便外資現階段尚未全面進入台灣房市，但未來仍有可能

影響部份重點區域的價格，進而對我國經社發展產生影響。

- (三) IMF、G20等國際組織，似已對於各國採取必要管制措施，持較以往更為開放的態度，以緩和資本流動對於經濟金融的衝擊。然而隨著金融海嘯與歐債危機威脅漸減，我們發現其建議的政策方向漸趨明確，且亦非可隨各國意願而漫無限制。
- (四) 以我國主要競爭對手南韓為例，以往受短期資本流動之害遠甚於我國，故亦及早注意並預防其對於房價的可能負面影響。即便既有實證文獻均顯示該國房價受資本流入影響甚微，但仍自2010年起根據IMF規範制定執行總體審慎監管政策，並於近期進行成效評估。這種依據國際組織規範制定辦法並評估其效果，未雨綢繆防範未然的態度作為，應是值得我們參考的。

附 註

- (註1) 傳遞機制在概念上有可能是：資本流入先影響到股價指數，然後再透過股價上漲產生的財富效果，進一步影響房價指數。事實上，陳南光曾經初步探討過這個問題（Chen, 2001）。陳南光發現，股價對於房價具有解釋能力，但是房價對於股價則否。該文只考慮股價與房價的關聯，而忽略資本流入的作用。同時，其亦沒有考慮傳遞機制。作者將另文處理這個重要議題。
- (註2) 詳細的推導過程可以跟作者取得。
- (註3) 詳盡的說明請參見97年中央銀行年報頁25-38。
- (註4) 在「中華民國國際收支平衡表季報」中，不動產投資是登錄在其他投資（資產）項目下。國人在海外的證券投資回流，亦有可能用於購置不動產。但是檢視資料顯示，台灣的證券投資（資產）多年來皆是淨流出，因此若是將此項目納入本國居民資金回流，可能會使整體資料呈現淨流出。本文使用民間部門其他投資，結果雖然不顯著（見第六節），但在考慮資料特性下，是目前較為可行的方法。
- (註5) 本國居民資金回流占GDP的比值在2008-2009年特別高，可能與政府降低遺贈稅率，以及國人在全球金融危機期間贖回海外基金等因素有關。
- (註6) <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>.
- (註7) 關於信義與國泰房價指數的編製與優缺點探討，請參見張金鶚等（2008）。信義與國泰房價指數兩者均採用控制房屋品質之特徵價格法，惟模型之特徵變數選取與參數設定不同。林秋瑾等（1996）使用特徵價格法來編製台北市的住宅價格指數。
- (註8) 作者感謝中央銀行副研究員繆維正分享此資料。
- (註9) 根據資產市場的現值模型，在沒有理性泡沫存在之下，房價對租金的比值為一恆定序列（Meese and Wallace, 1994）。由於本研究的目的不在於檢驗房價泡沫，所以我們以房價的水準值進行實證分析。
- (註10) 根據內政部統計處2013年9月外國人來台地籍管理統計，近年外國人取得佔全台買賣移轉比重最高時點為2008年，但亦不過0.43%，惟近6成共972件集中於台北市與新北市。

參考文獻

中文文獻

- 林秋瑾、楊宗憲、與張金鶚（1996），「住宅價格指數之研究—以臺北市為例」，《住宅學報》，第四期，第1-30頁。
- 張金鶚、楊宗憲、洪御仁（2008），「中古屋及預售屋房價指數之建立、評估與整合—台北市之實證分析」，《住宅學報》，第十七卷第二期，第13-34頁。
- 楊青燕（2012），「熱錢流入台灣是否會影響股價與房價」，國立清華大學，經濟系，碩士學位論文。

英文文獻

- Bachmann, Rüdiger and Eric R. Sims (2011), "Confidence and the Transmission of Government Spending Shocks," NBER Working Paper Series No. 17063.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Mark Watson (1997), "Systematic Monetary Policy and the Effect of Oil Price Shocks," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 91-157.
- Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *IMF Staff Papers*, 40 (1), pp. 108-151.
- Chen, Nan-Kuang (2001), "Asset price fluctuations in Taiwan: Evidence from stock and real estate prices 1973 to 1992," *Journal of Asian Economics*, 12, pp. 215-232.
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum, and Charles Evans (1999), "Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?" In *Handbook of Macroeconomics*, edited by M. Woodford and J.B. Taylor, North-Holland, Amsterdam, pp. 65-148.
- Favilukis, Jack, David Kohn, Sydney C. Ludvigson, and Stijn Van Nieuwerburgh (2012), "International Capital Flows and House Prices: Theory and Evidence," NBER Working Paper, No. 17751.
- Fernández-Arias, Eduardo and Peter J. Montiel (1996), "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries," *World Bank Economic Review*, 10 (1), pp. 51-77.
- Ho, Tai-kuang and Cheng-chung Lai (2013), "Silver Fetters? The Rise and Fall of Chinese Price Level 1928-34," *Explorations in Economic History*, 50, pp. 446-462.
- Jeanne, Olivier, Arvind Subramanian, and John Williamson (2012), *Who needs to open the capital account?* Peterson Institute for International Economics, Washington DC.
- Kilian, Lutz and Logan T. Lewis (2011), "Does the Fed respond to Oil Price Shocks?" *Economic Journal*, 121, pp. 1047-72.
- Kim, Soyong and Doo Yong Yang (2009), "Do Capital Inflows Matter to Asset Prices? The Case of Korea," *Asian Economic Journal*, 23 (3), pp. 323-348.
- Lütkepohl, Helmut (2005), *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Berlin, Heidelberg, New York, Springer.
- Meese, Richard A. and Nancy Wallace (1994), "Testing the Present Value Relation for Housing Prices: Should I Leave My House in San Francisco?" *Journal of Urban Economics*, 35, pp. 245-266.
- Reinhart, Carmen M. and Vincent R. Reinhart (2009), "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present," in NBER International Seminar on Macroeconomics 2008 (2009), University of Chicago Press, pp. 9-62.
- Sims, Christopher A. and Tao Zha (2006), "Does Monetary Policy Generate Recessions?" *Macroeconomic Dynamics*, 10, pp. 231-272.

表 1 外部因素與外人資本流入

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
常數項	13.53*** (4.68)	-0.26 (0.69)	12.59*** (3.91)	0.85 (1.60)	0.78 (2.61)
美國實質利率	-1.45*** (0.44)	0.15* (0.07)	-0.92** (0.38)	-0.68*** (0.17)	-0.22 (0.28)
先進國家實質人均 GDP成長率	1.12* (0.58)	-0.02 (0.05)	0.21 (0.64)	0.84*** (0.11)	-0.69** (0.25)
IMF商品價格指 數，不含石油	-0.06*** (0.03)	0.004 (0.005)	-0.06** (0.02)	0.01 (0.01)	0.02 (0.02)
觀察值數目	22	22	22	22	22
R-squared	0.43	0.15	0.33	0.67	0.42

註：

- (1) 被解釋變數為外人資本流入總額。
 - (2) 被解釋變數為來台直接投資。
 - (3) 被解釋變數為外人證券投資。
 - (4) 被解釋變數為銀行借款。
 - (5) 被解釋變數為本國居民資金回流。
- 括弧內數字為標準差。標準差的計算是使用Newey-West HAC估計式。

表 2 變數定義與資料處理

變數	資料來源	定義	資料處理
資本流入			
外人資本流入總額	中華民國國際收支平衡表季報	Code 4555 Z.+4652 Z+4905+4753 W.	佔GDP百分比值
外人證券投資	中華民國國際收支平衡表季報	Code 4652 Z.	佔GDP百分比值
本國居民資金回流	中華民國國際收支平衡表季報	Code 4703 .D	佔GDP百分比值
傳遞變數			
廣義貨幣供給	金融統計月報	M2 (月底)	年增率
全體貨幣機構放款	金融統計月報	對民間部門的放款與投資	年增率
景氣指標	經建會	景氣同時指標	年增率
控制變數			
短期名目利率	金融統計月報	金融業拆款市場利率	百分比值
實質國內生產毛額	主計處總體資料統計庫	國內生產毛額 (按 2006年價格)	年增率
物價指數	金融統計月報	消費者物價	年增率
資產價格			
股價指數	金融統計月報	股票市場股價指數	對數差分乘上一百
信義房價指數	政治大學信義不動產研究發展中心	2001Q1=100	對數差分乘上一百
國泰房價指數	中央銀行經研處	2010=100	對數差分乘上一百
名目匯率	金融統計月報	銀行間收盤美元	對數差分乘上一百

註：年增率亦即本期與上年同期之間的變動率。

表 3 資本流入的變異數分解

	外人資本流入總額	外人證券投資	本國居民資金回流
股價指數	(71, 54)	(58, 40)	(52, 35)
信義房價指數	(62, 51)	(44, 29)	(52, 36)
國泰房價指數	(58, 51)	(43, 31)	(43, 33)
名目匯率	(72, 51)	(61, 40)	(60, 45)

附註：表報告在不同資本流入與資產價格的組合之下，資本流入的變異數分解結果。表中報告的是第18期的變異數分解。括弧中的第一個數字，代表資本流入在向量自我迴歸模型的變數排序是第一；括弧中的第二個數字，代表資本流入在向量自我迴歸模型的變數排序是最後。每個估計模型都選同時包含三個傳遞變數與三個控制變數。

表 4 衝擊反應函數整理

	外人資本流入總額	外人證券投資	本國居民資金回流
股價指數	顯著正	顯著正	不顯著 (a)
信義房價指數	顯著正	顯著正	不顯著
國泰房價指數	不顯著	不顯著	不顯著 (a)
名目匯率	顯著負	顯著負	不顯著

(a)：在衝擊當期顯著負。

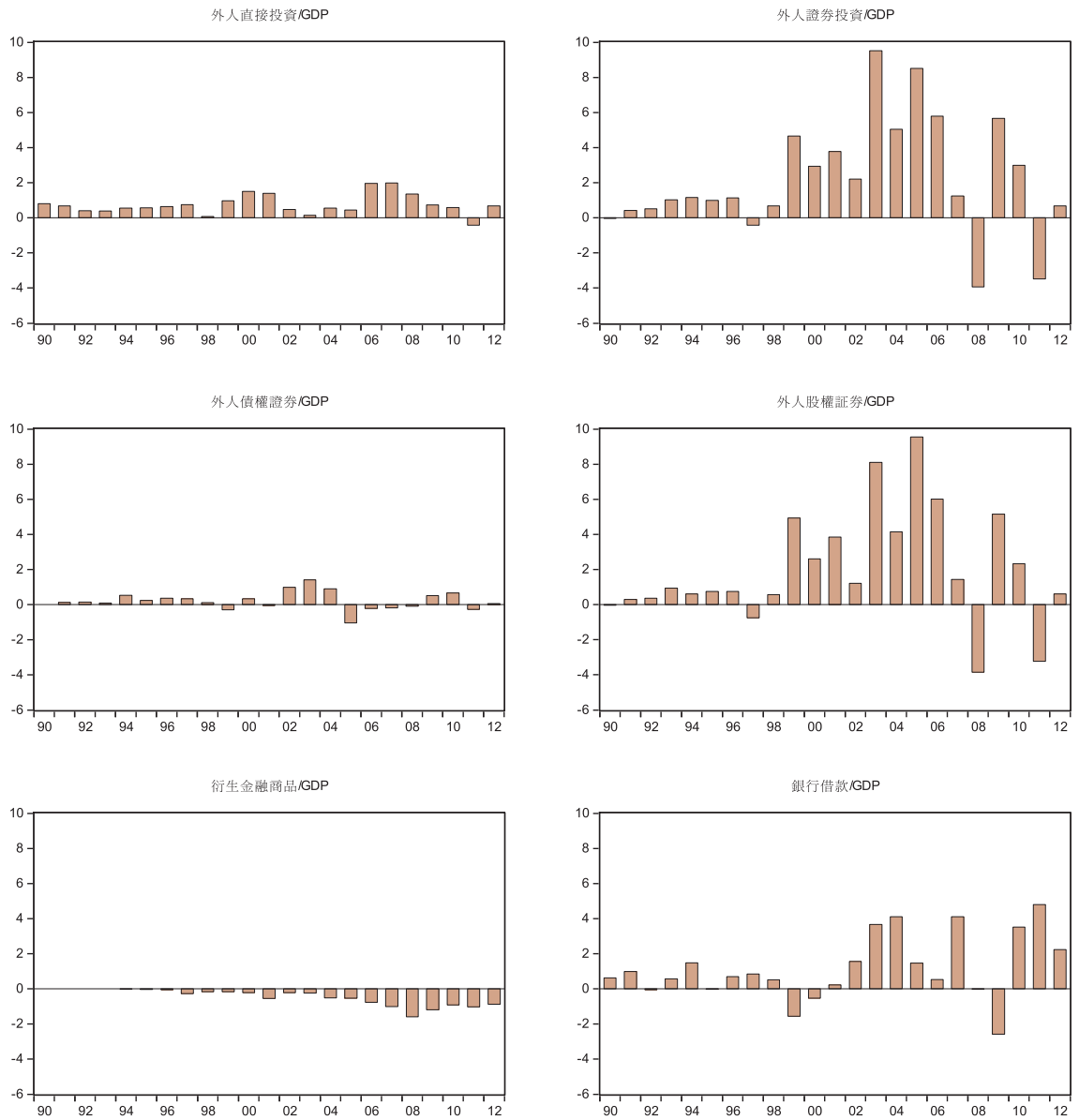
表 5 外人資本流入總額的傳遞機制

	廣義貨幣供給	全體貨幣機構放款	景氣指標
股價指數	--	--	+
信義房價指數	--	--	+
名目匯率	--	--	+

(--): 不是傳遞變數。

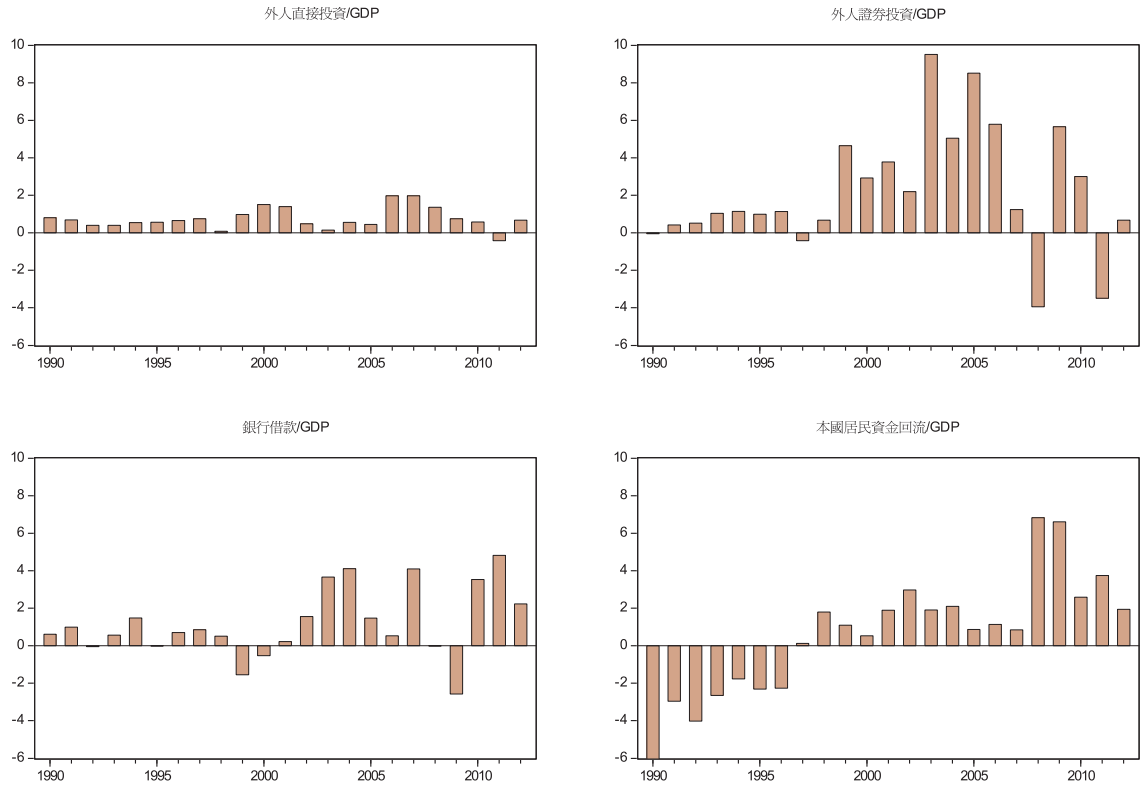
(+): 是傳遞變數。

圖1 外人資本流入組成，單位：佔GDP的百分比



註: 正值表示資本流入的淨值為正，負值表示資本流入的淨值為負。
資料來源：「中華民國國際收支平衡表季報」。

圖2 本國居民資金回流，單位：佔GDP的百分比



註：正值表示資本流入的淨值為正，負值表示資本流入的淨值為負。資料來源：「中華民國國際收支平衡表季報」。

圖3 外人資本流入與先進國家人均實質GDP成長率

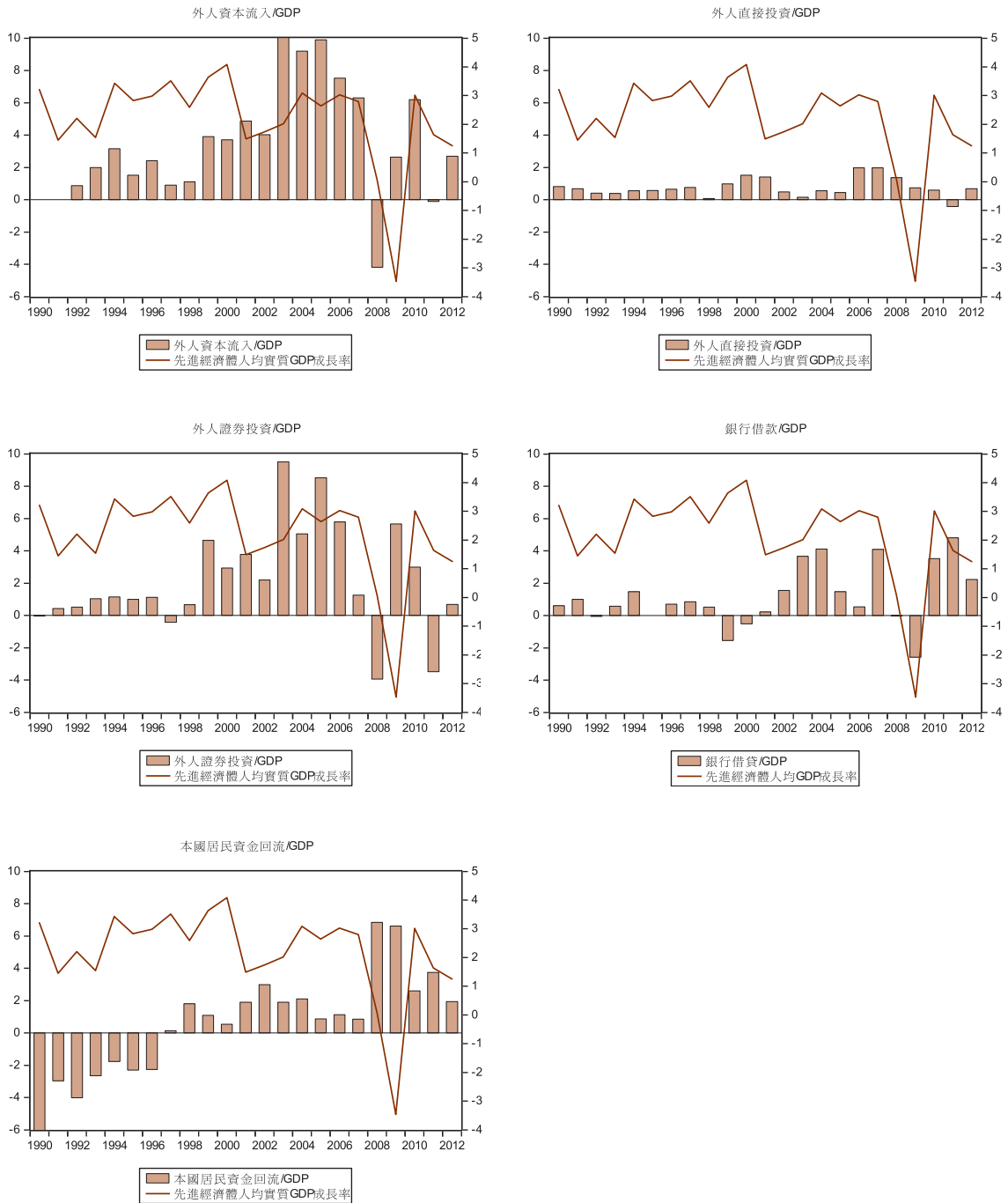


圖4 外人資本流入與商品價格

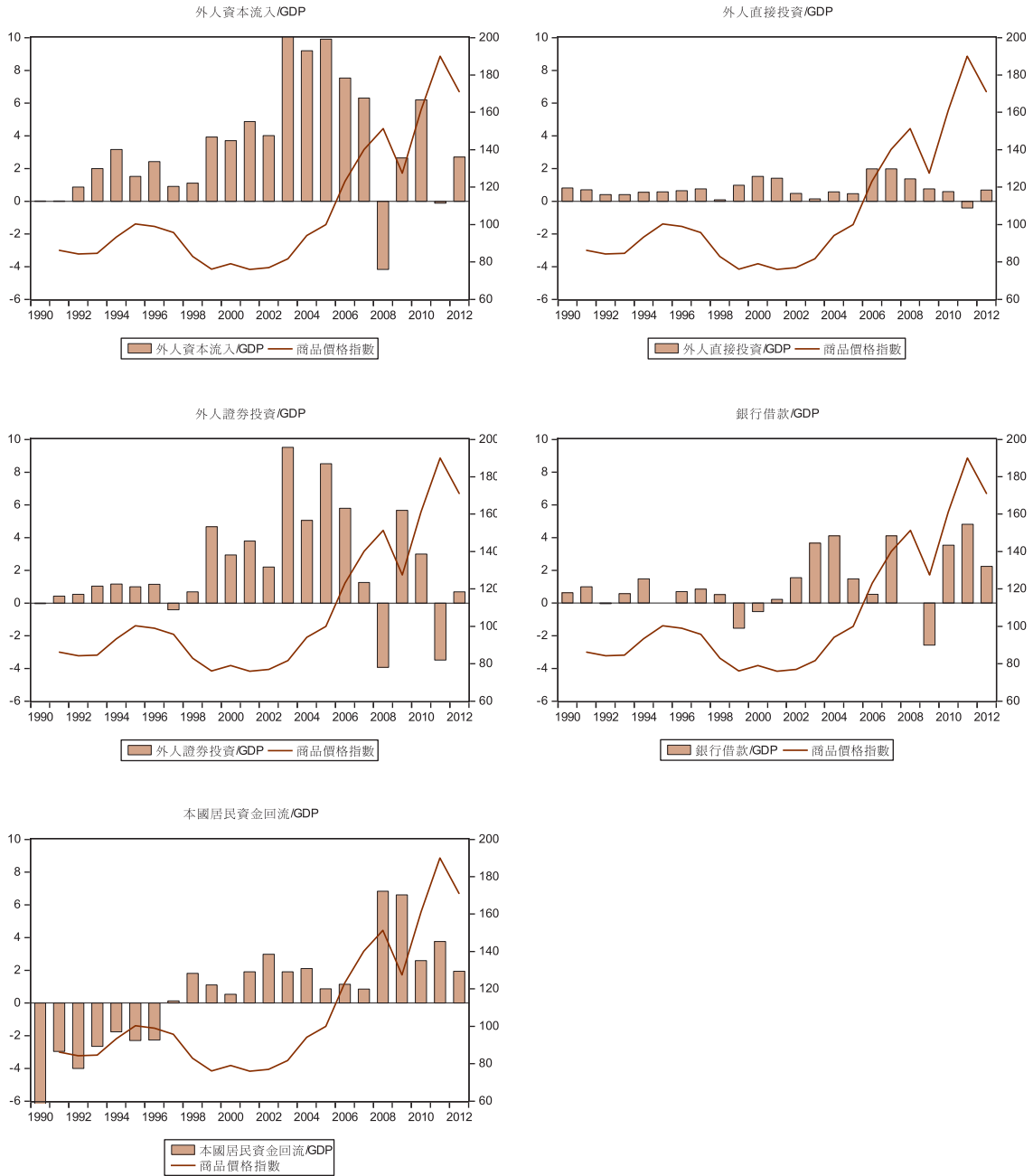


圖5 外人資本流入與美國實質利率

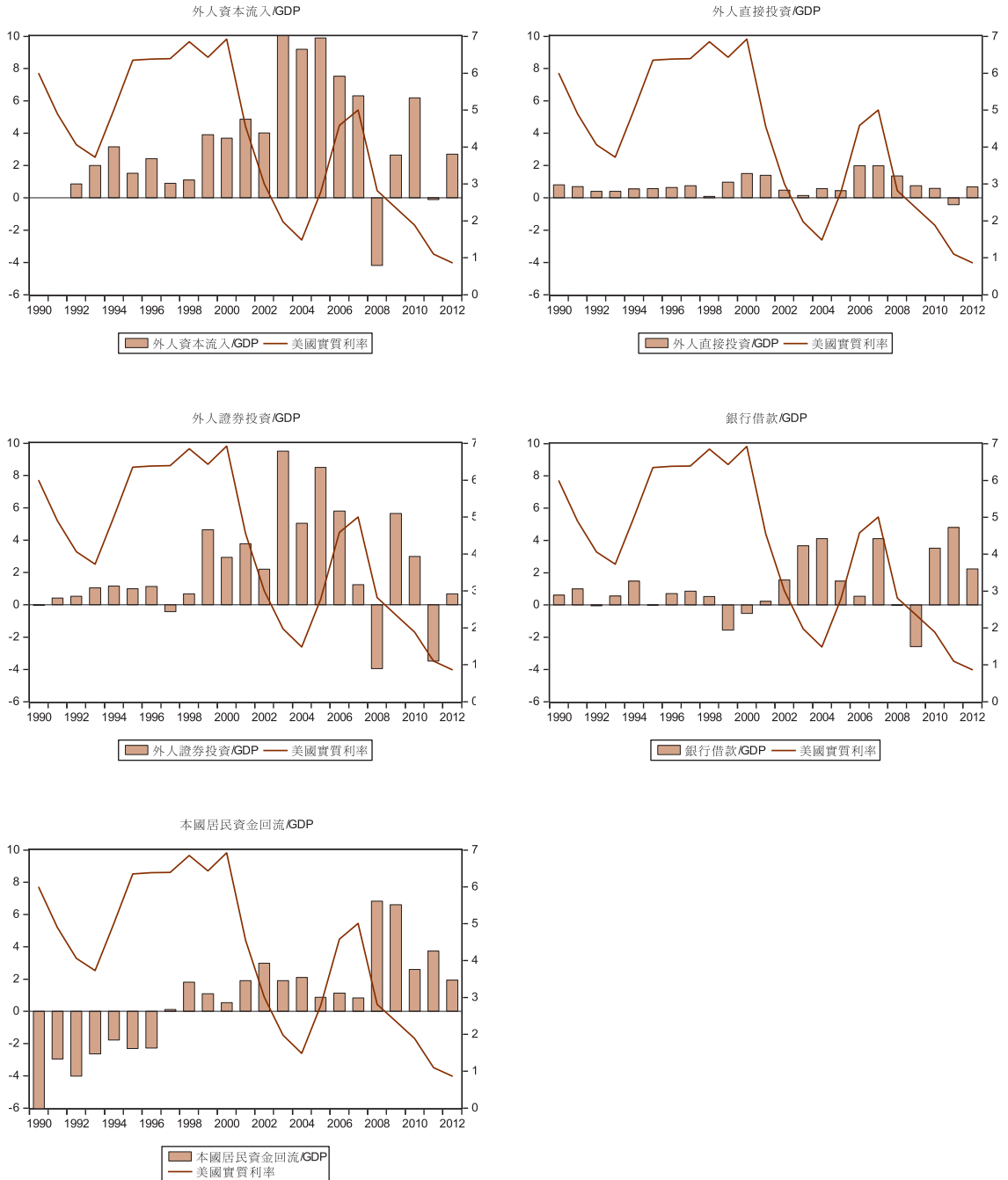
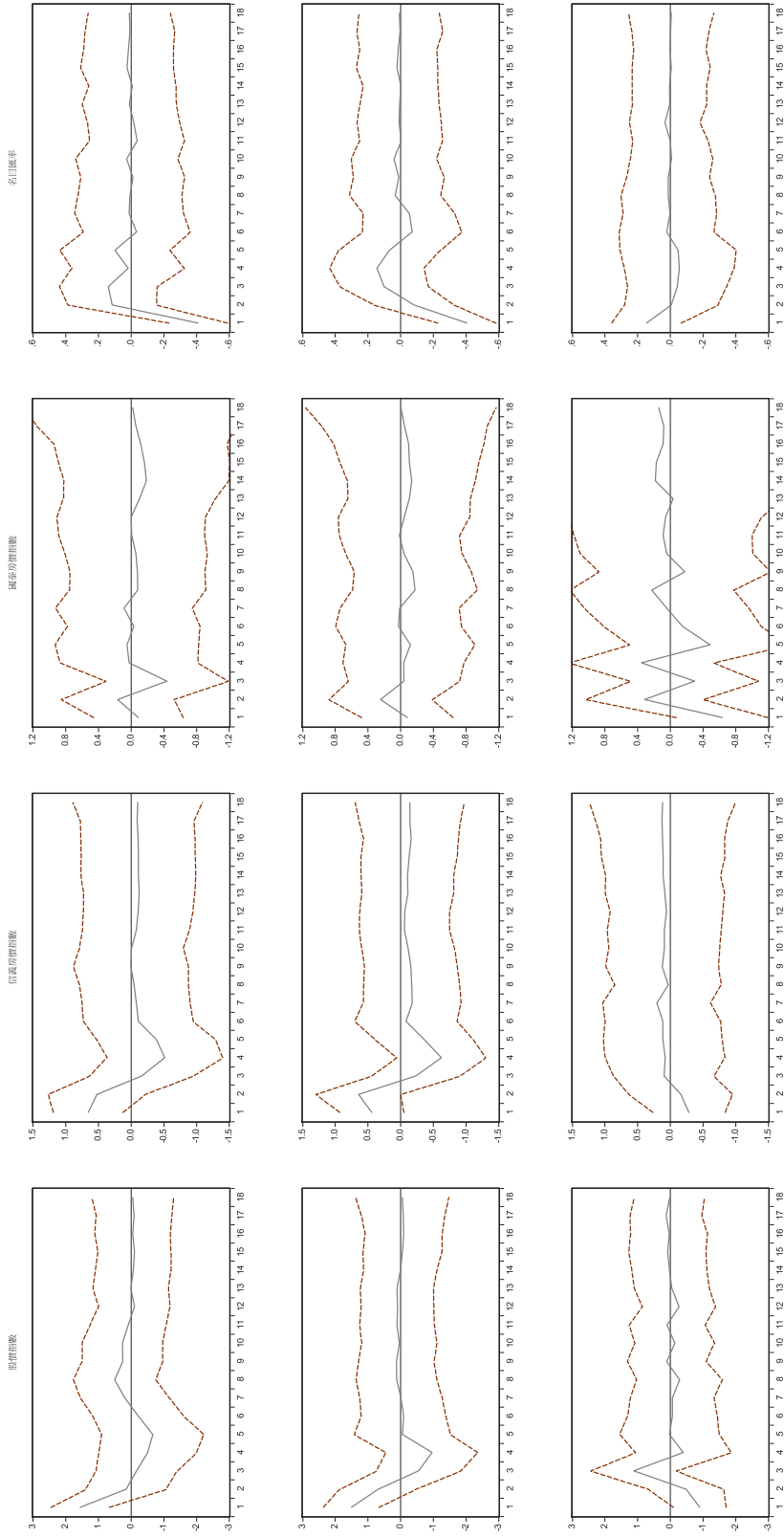
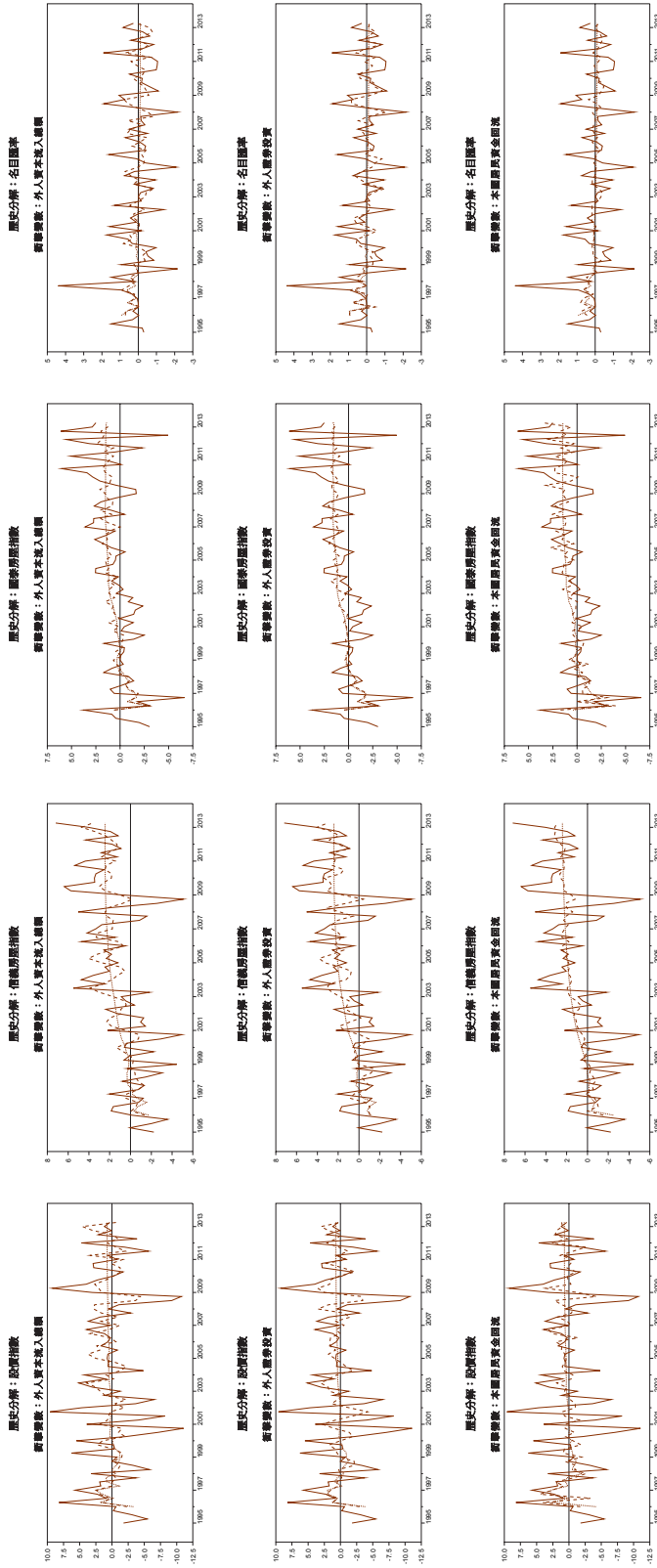


圖6 衝擊反應函數



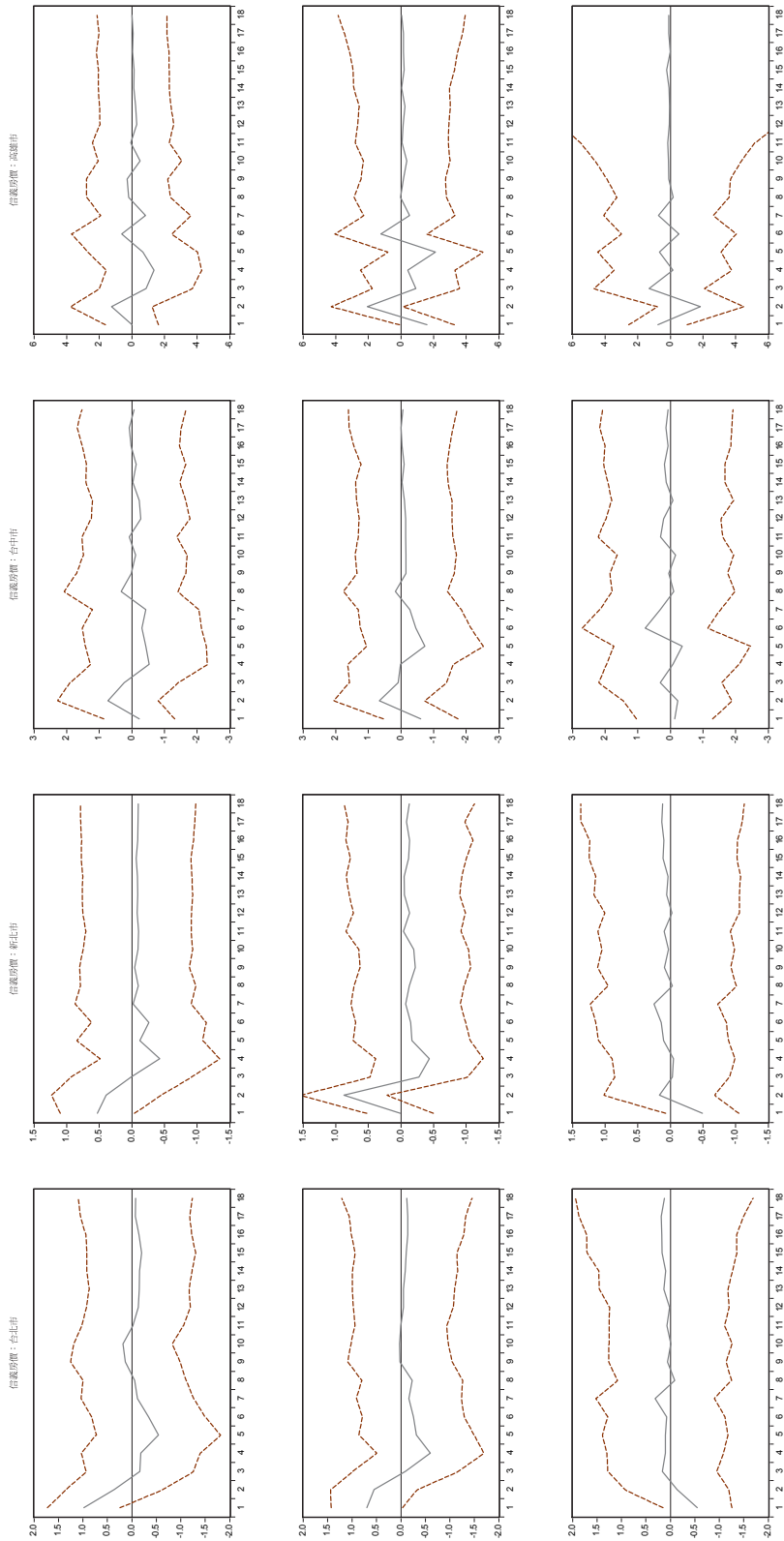
註：第1-3列的衝擊變數分別是：外人資本流入總額、外人證券投資、與本國居民資金回流。第1-4行分別是以下內生變數的衝擊反應函數：股價指數、信義房價指數、國泰房價指數，與名目匯率。

圖7 資產價格的歷史解析



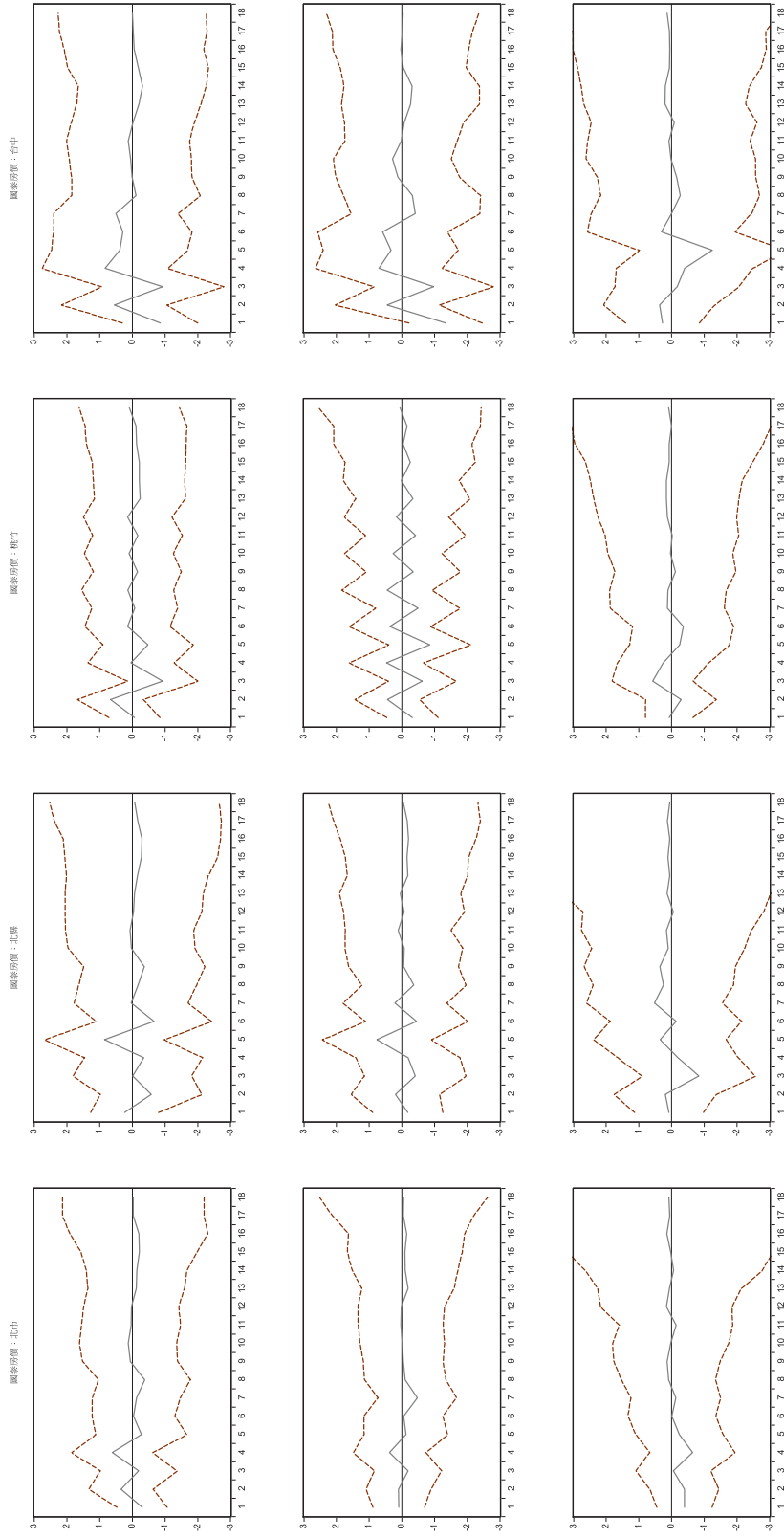
註：第1-3列的衝擊變數分別是：外人資本流入總額、外人證券投資、與本國居民資金回流。第1-4行分別是以下內生變數的歷史解析：股價指數、信義房價指數、國泰房價指數、與名目匯率。

圖8 衝擊反應函數，信義房價指數



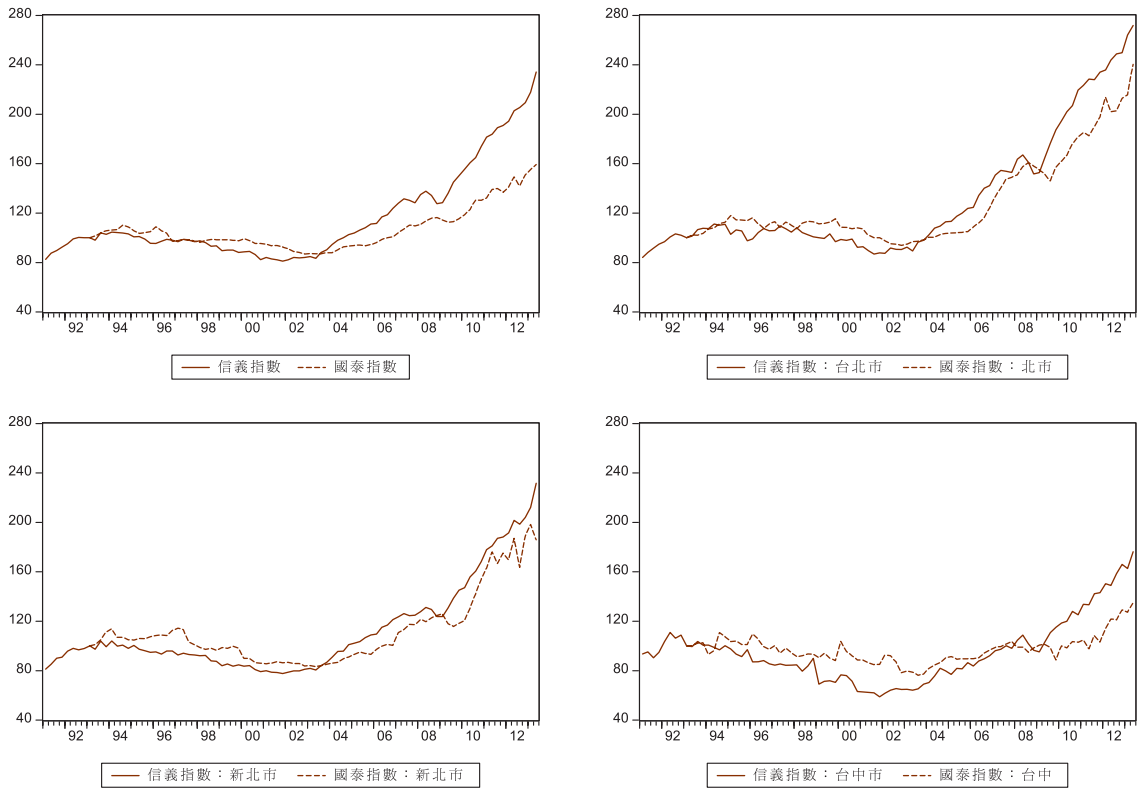
註：第1-3列的衝擊變數分別是：外人資本流入總額、外人證券投資、與本國居民資金回流。第1-4行分別是以以下區域房價指數的衝擊反應函數：台北市、新北市、台中市、與高雄市。

圖9 衝擊反應函數，國泰房價指數



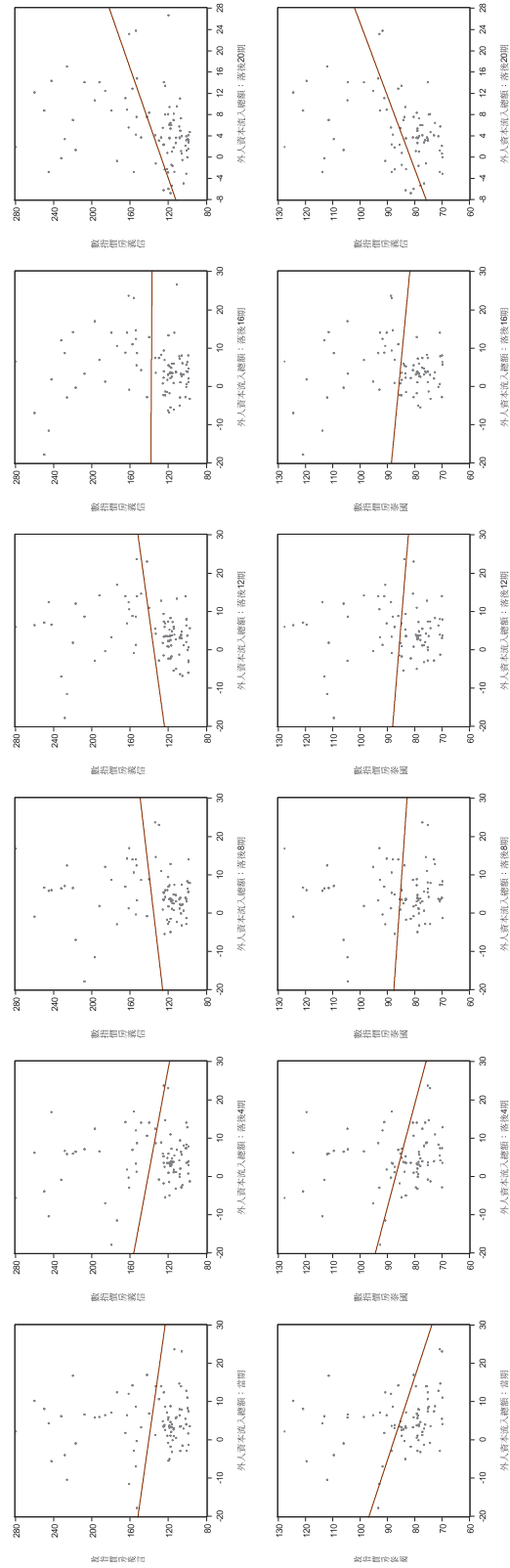
註：第1-3列的衝擊變數分別是：外人資本流入總額、外人證券投資、與本國居民資金回流。第1-4行分別是以下區域房價指數的衝擊反應函數：台北市、新北市、桃園、與台中。

圖10 信義與國泰房價指數的比較



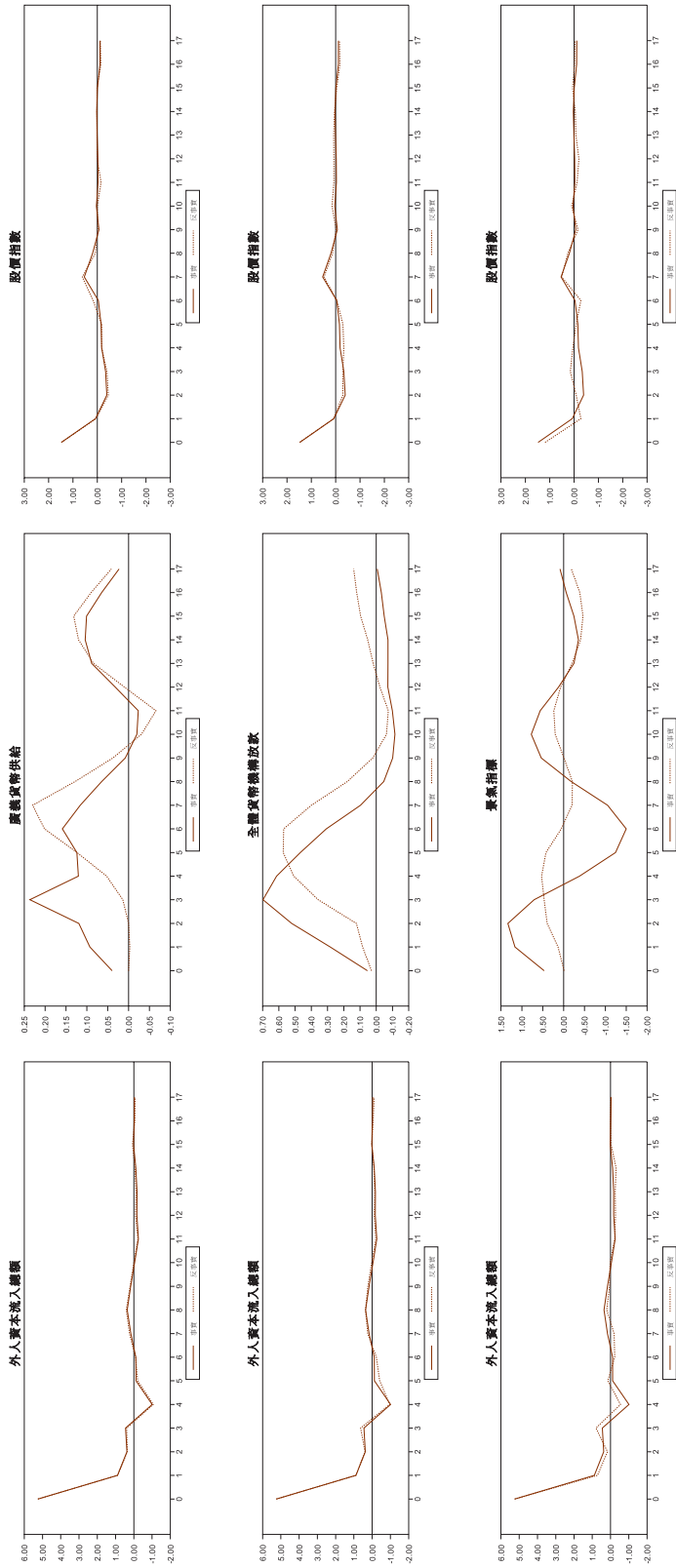
註：信義與國泰房價指數在1993年第1季的數值均被標準化成100。

圖11 房價指數與外人資本流入總額的散佈圖



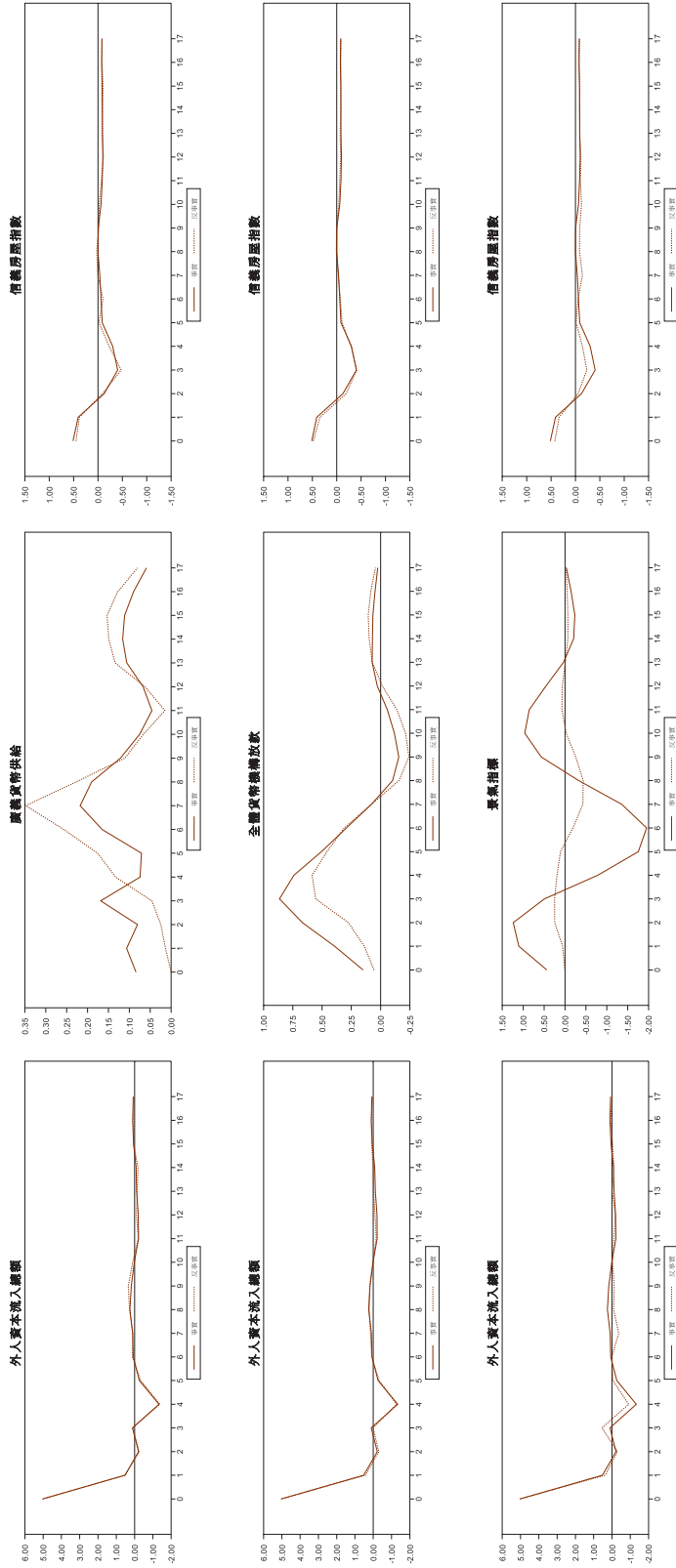
註：第1、2列分別是信義房價指數對外人資本流入與國泰房價指數對外人資本流入的散佈圖。第1-6行的外人資本流入分別是：當期、落後4期、落後8期、落後12期、落後16期、與落後20期。

圖12 反事實模擬，股價指數



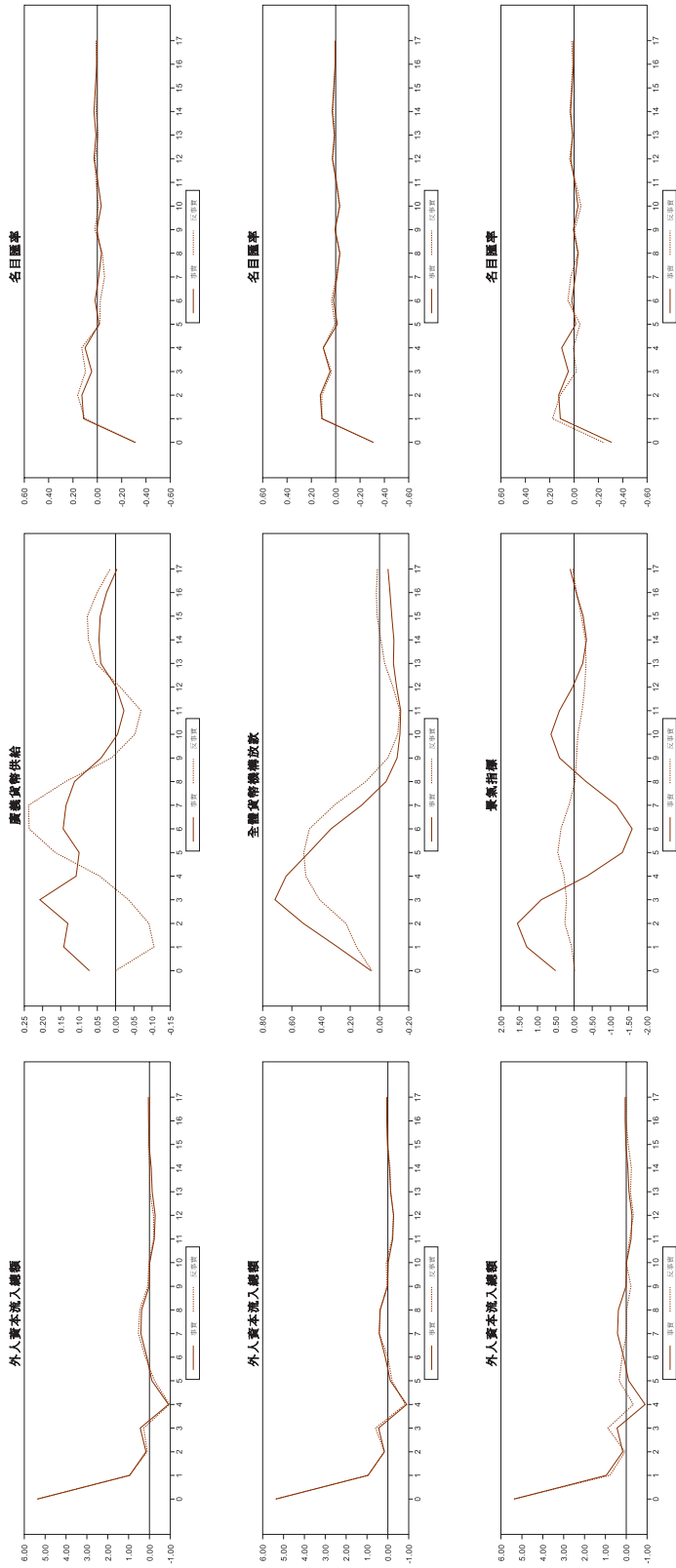
註：第1-3列的傳遞變數分別是：廣義貨幣供給，全體貨幣總放款，與景氣指數。第1-3行分別是以以下變數的反事實模擬：外人資本流入總額、傳遞變數、與股價指數。

圖13 反事實模擬，信義房價指數



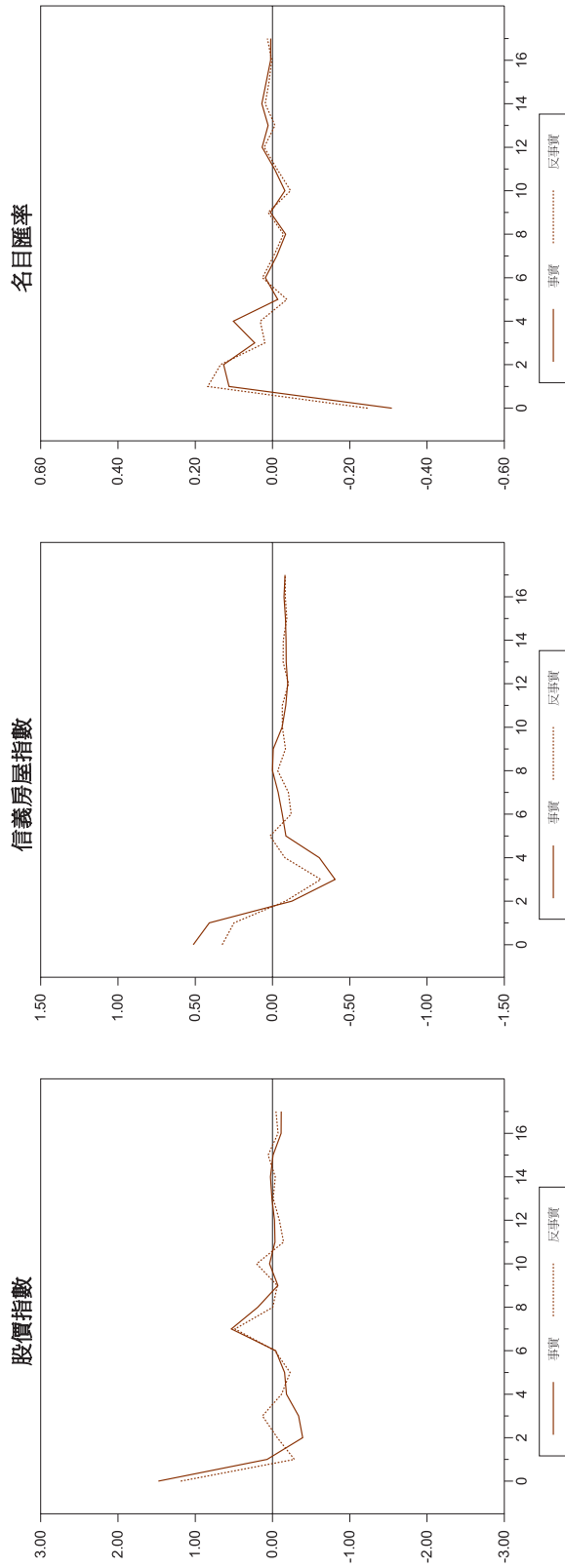
註：第1-3列的傳遞變數分別是：廣義貨幣供給、全體貨幣總放款、與景氣指標。第1-3行分別是以以下變數的反事實模擬：外入資本流入總額、傳遞變數、與信義房價指數。

圖14 反事實模擬，名目匯率



註：第1-3列的傳遞變數分別是：廣義貨幣供給，全體貨幣總放款，與景氣指標。第1-3行分別是以以下變數的反事實模擬：外人資本流入總額、傳遞變數、與名目匯率。

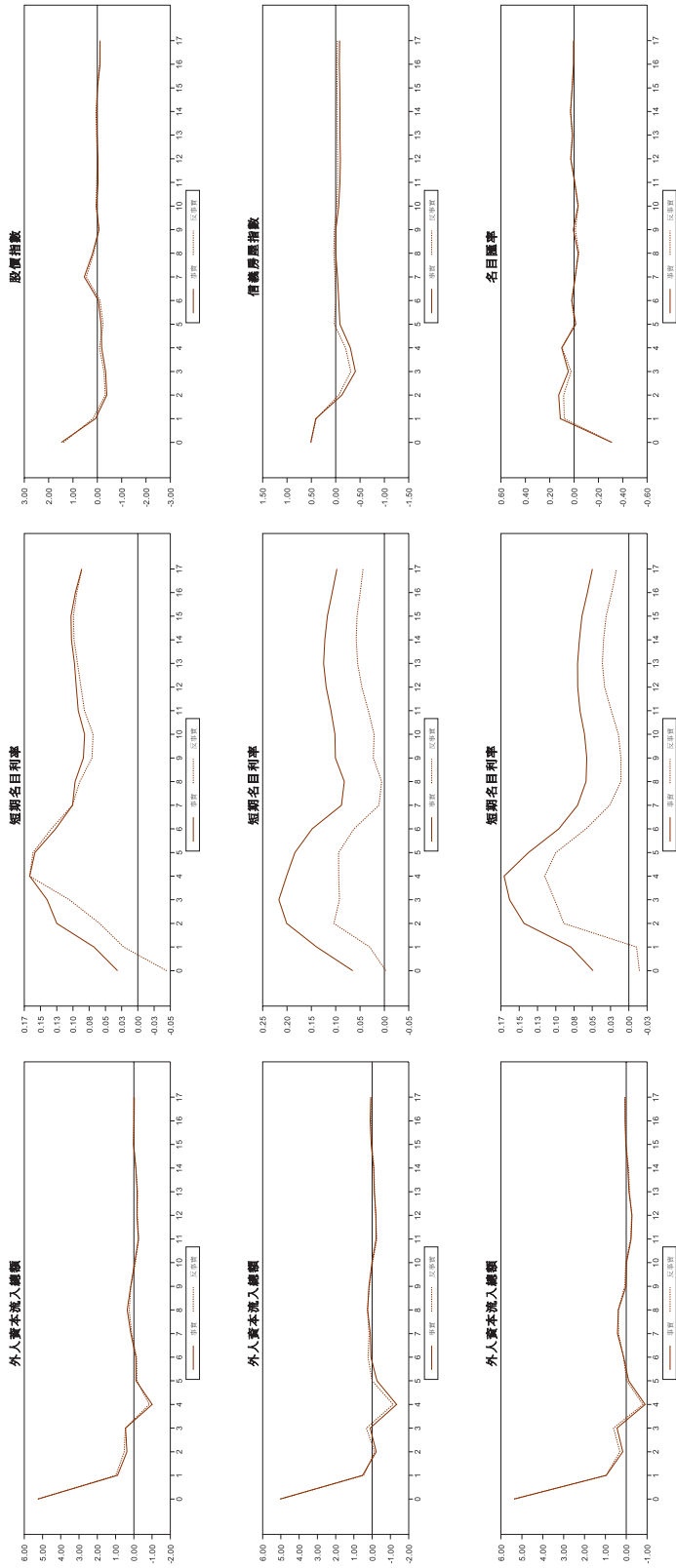
圖15 反事實模擬，考慮所有的傳遞機制



註：第1-3行分別是以以下變數的反事實模擬：股價指數、信義房價指數、與名目匯率。圖中的反事實模擬考慮三個傳遞變數：廣義貨幣供給、全體貨幣機構放款、與景氣指

標。

圖16 反事實模擬，短期名目利率作為傳遞變數



註：第1-3列分別是以下變數的反事實模擬：股價指數、信義房屋指數、與名目匯率。第1-3行分別是以以下變數：外人資本流入總額、短期名目利率、與資產價格。

國內經濟金融情勢（民國102年第4季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

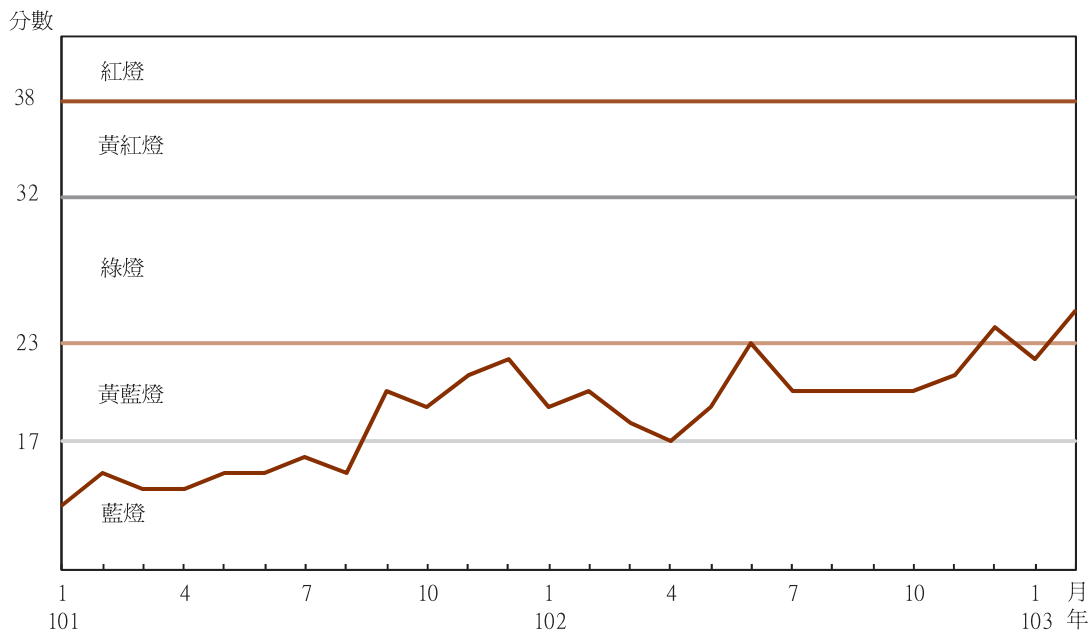
一、景氣復甦回穩

隨全球景氣持續復甦，我國出口、工業生產及製造業銷售等指標表現好轉。至103年2月，國發會景氣對策信號綜合判斷分數由1月之22分升為25分，燈號由黃藍燈轉為綠燈，領先及同時指標維持上升，顯示國內

景氣復甦回穩。

據台灣經濟研究院調查，103年2月製造業及服務業營業氣候測驗點分別升至101.31點及98.05點，均連續3個月上升，顯示廠商對未來景氣看法轉趨樂觀。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



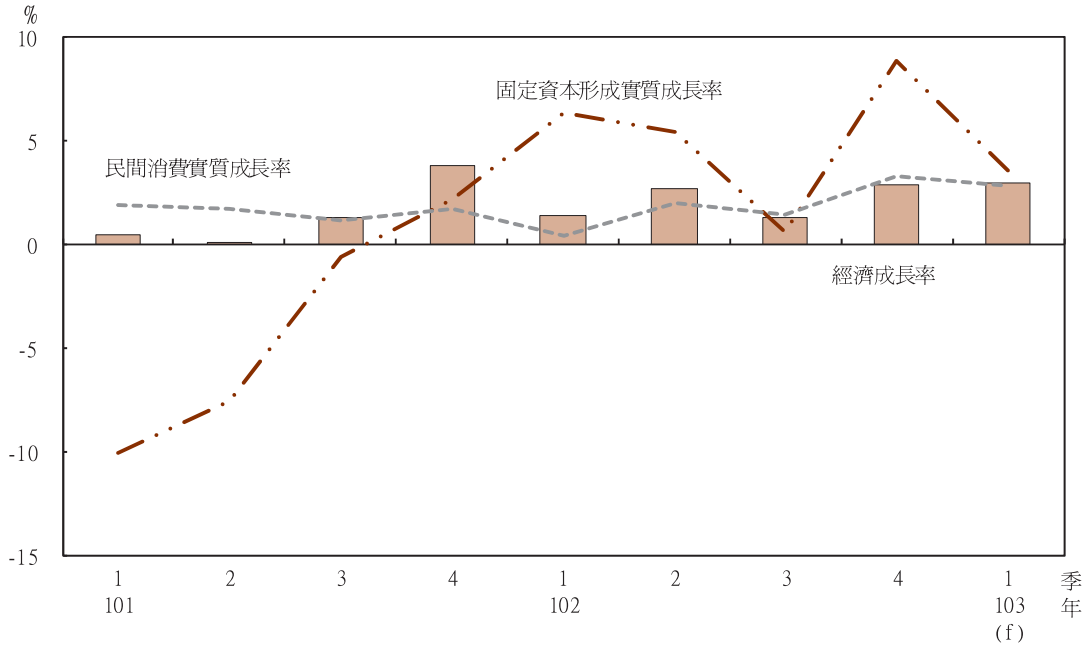
資料來源：國家發展委員會

二、經濟和緩復甦

102年第4季，在美國、歐盟等先進國家景氣升溫帶動下，全球經濟穩定成長，我國

出口及民間投資表現較預期為佳，加以民間消費信心提高，經濟成長率由第3季之1.31%升為2.95%，全年為2.11%。主計總處預測103年第1季經濟成長率為3.02%。

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 p		2.11	1.77	-0.33	5.26	7.38	3.84	-5.93	3.81	4.01
103 f		2.82	2.44	0.87	3.25	4.39	1.96	-3.28	4.34	4.96
101/4		3.85	1.69	-2.05	2.16	6.56	0.33	-12.14	3.79	1.29
102/1		1.44	0.39	0.70	6.36	7.44	20.05	-7.15	4.53	6.42
2		2.69	1.98	-1.18	5.43	8.45	0.83	-9.24	5.05	3.09
3 r		1.31	1.45	-1.18	0.57	2.12	-6.27	-5.67	1.74	0.65
4 p		2.95	3.28	0.35	8.89	12.17	5.37	-2.78	4.03	6.10
103/1 f		3.02	2.84	0.14	3.59	4.55	-1.76	-2.15	4.04	2.88
102年第4季	貢獻百分點 p	2.95	1.68	0.04	1.41	1.40	0.09	-0.08	2.97	3.16

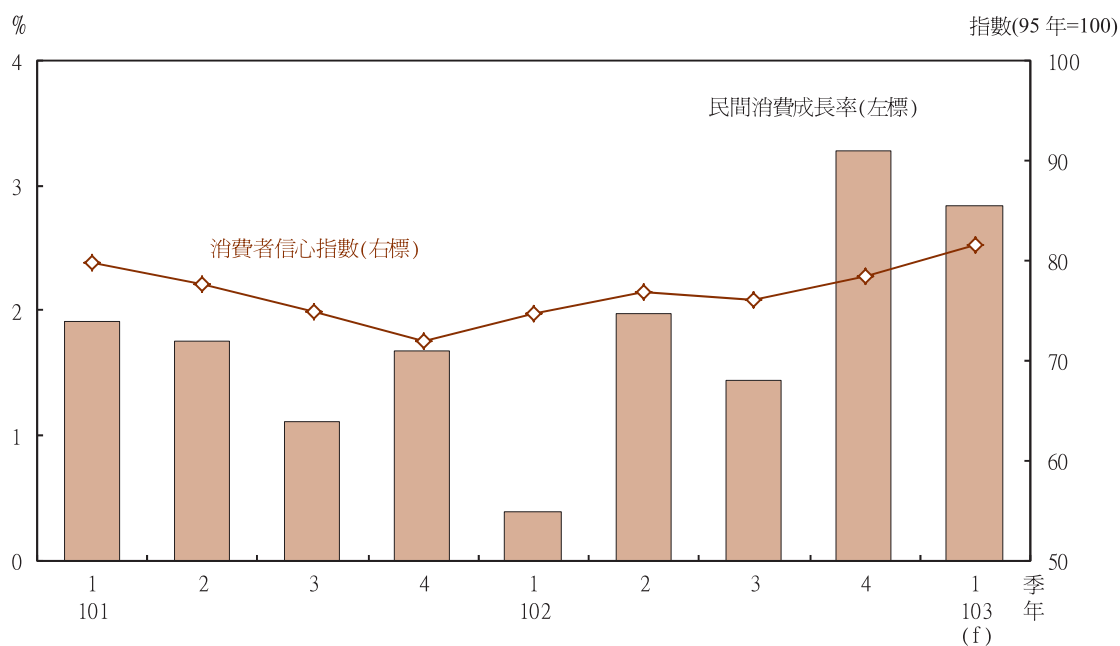
註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數
資料來源：行政院主計總處

三、民間消費回溫

102年第4季，由於股市活絡，股票成交值成長17.02%，推升民間消費動能，自用小客車新增掛牌數大幅成長21.45%，民間消費成長率由第3季之1.45%升為3.28%，全年為

1.77%。103年1至2月自用小客車新增掛牌數年增率為1.2%，零售業及餐飲業營業額年增率則分別為1.6%及5.1%，主計總處預測第1季民間消費成長率為2.84%。

圖3 消費者信心指數與民間消費



註：f 為預測數

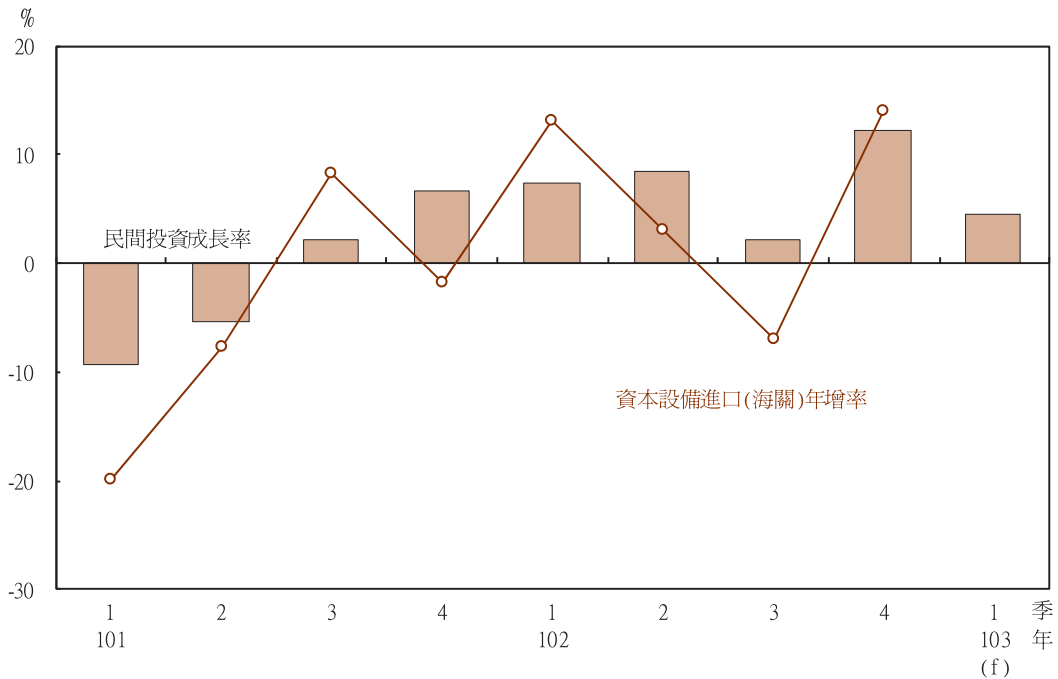
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

四、民間投資穩定成長

102年第4季，由於半導體業持續擴充資本支出，資本設備進口成長13.98%，民間機器及設備投資大幅成長31.00%，民間投資成

長率由第3季之2.12%升為12.17%，全年為7.38%。主計總處預測103年第1季民間投資成長率為4.55%。

圖4 民間投資與資本設備進口



註：f為預測數

資料來源：行政院主計總處、財政部

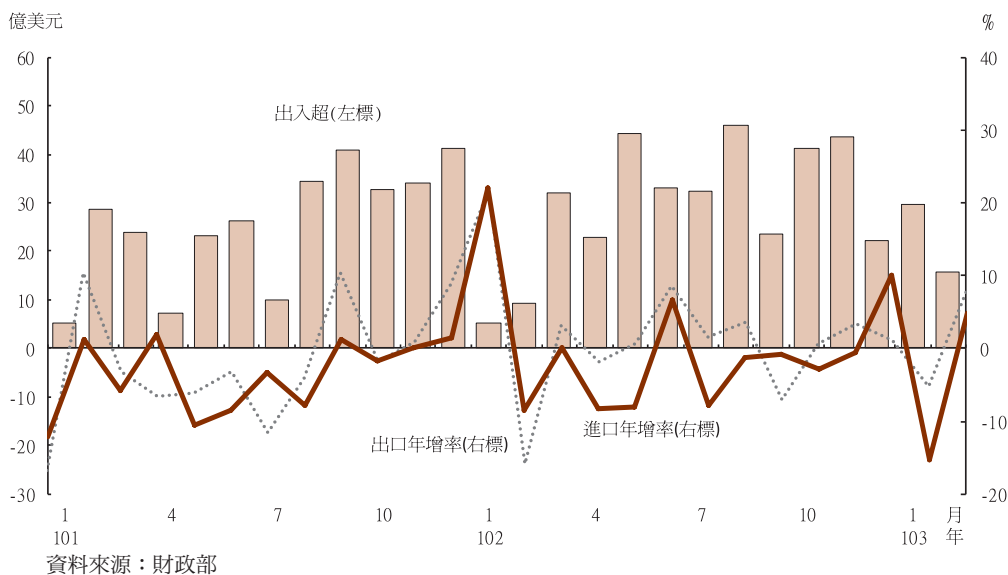
五、進出口成長仍緩

102年第4季，在電子產品、基本金屬及機械設備等出口增長帶動下，出口由第3季之衰退0.81%轉為成長1.75%；進口亦由第3季之衰退3.36%轉為成長2.14%，主要係資本設備及消費品驟升。商品及服務併計之輸出

及輸入成長率分別為4.03%及6.10%，全年則分別為3.81%及4.01%。

103年初以來，貿易成長動能仍弱，1至2月平均出口、進口年增率分別為0.4%及-6.6%。主計總處預測第1季輸出、入成長率分別為4.04%與2.88%。

圖5 進出口貿易

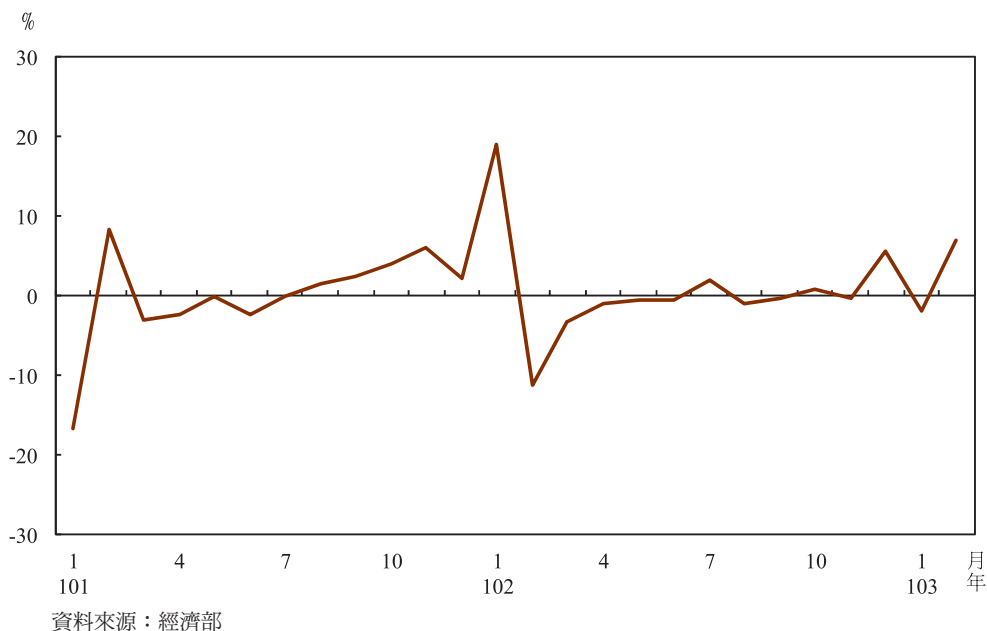


六、工業生產小幅成長

102年10月起，因全球景氣逐漸回溫，工業生產恢復成長，至12月年增率升為5.55%，全年為0.65%。103年1至2月平均

工業生產年增率為2.10%。其中，製造業年增率為2.32%，其四大業別中，資訊電子工業、金屬機電工業及化學工業分別成長3.45%、3.03%及1.29%，民生工業則衰退1.85%。

圖6 工業生產年增率



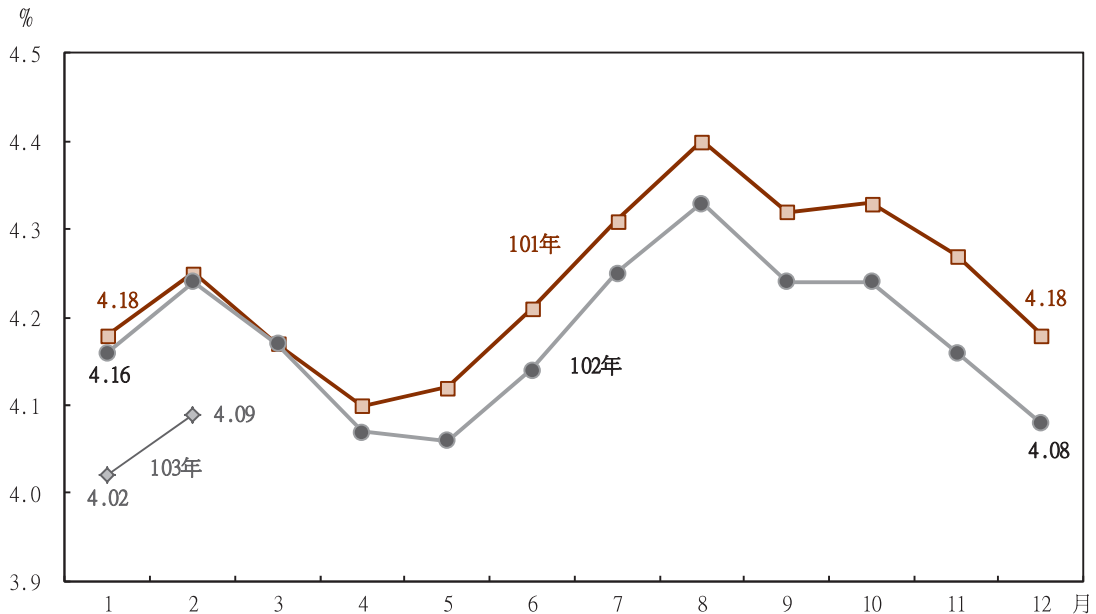
七、失業率緩降，薪資成長滯緩

102年9月起，隨畢業生尋職之季節性因素消失，加上景氣回穩，失業率緩步回降，至103年1月為4.02%，係2008年7月以來最低。2月受春節後轉職潮及部分臨時性工作結束影響，失業率略升至4.09%，惟仍較上年同月下降0.15個百分點。1至2月平均失業率為4.05%，亦較上年同期下降0.15個百分

點。

102年平均薪資年增率為0.16%，經常性薪資年增率為1.01%。103年1月適逢農曆春節(上年為2月)，節前廠商發放年終及績效獎金，致受僱員工薪資(非農業部門每人每月平均薪資)年增率達47.13%，其中經常性薪資年增率僅為1.21%。

圖7 失業率



資料來源：行政院主計總處

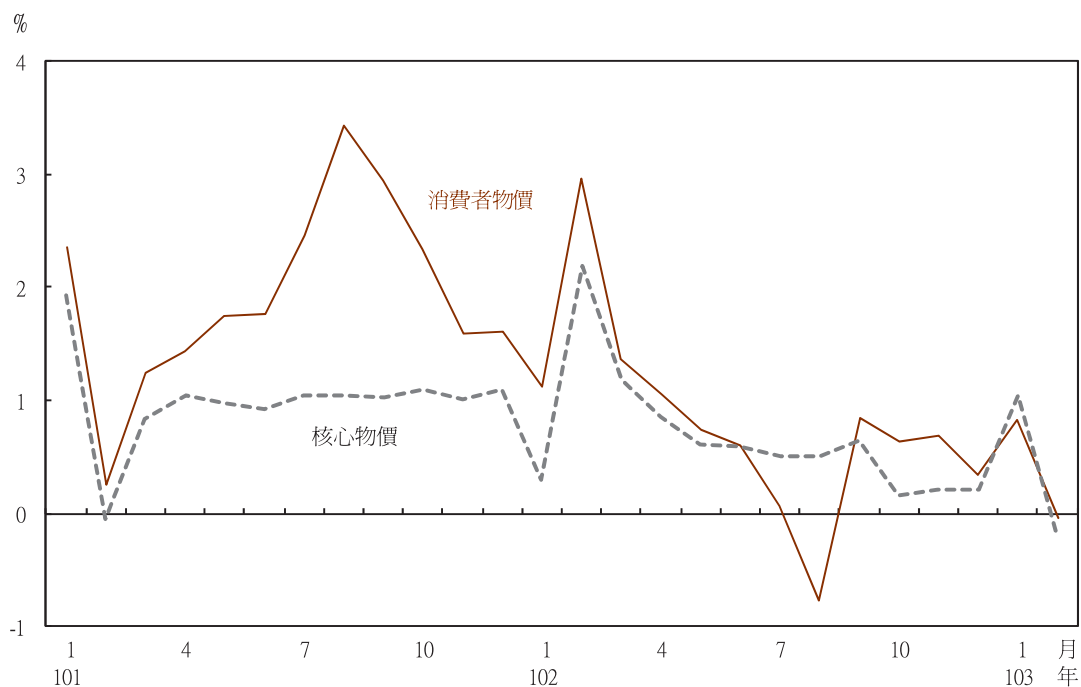
八、消費者物價漲幅溫和，惟民生物價漲幅較高

102年第4季，雖因蔬菜價格漲幅較大，以及外食費上揚，惟耐久性消費品及成衣價格下跌，抵消部分漲幅，致消費者物價指數(CPI)溫和上漲0.56%；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)僅上漲0.19%。全年CPI與核

心CPI則分別上漲0.79%與0.66%。

103年1至2月平均CPI年增率為0.39%，主因水果、外食及肉類等民生物價上漲，而耐久性消費品價格及通訊費等下跌，則抵銷部分漲幅；核心CPI年增率則為0.41%。主計總處預測全年CPI年增率為1.07%。

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

貳、經濟展望

在先進經濟體穩健復甦帶動下，世界貿易量擴增，103年我國出口成長可望改善，民間投資溫和成長，民間消費升溫，主計總處預測經濟成長率將升至2.82%，國內各預測機構預測值之平均數則為2.93%。

表2 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	中研院	台綜院	中經院	平均值
發布日期		103.2.18	103.3.26	103.1.24	102.12.20	102.12.17	102.12.12	
實質國內生產毛額		2.82	2.88	3.17	2.89	2.81	3.03	2.93
實質民間消費支出		2.44	2.21	2.23	1.99	1.82	1.73	2.07
實質政府消費支出		0.87	-	0.15	0.69	0.35	0.69	0.55
實質固定投資		3.25	-	3.24	3.69	4.07	3.47	3.54
實質民間投資		4.39	3.81	3.74	4.51	5.02	4.24	4.29
實質政府投資		-3.28	-	1.14	0.17	-	0.17	-0.45
實質輸出		4.34	4.42	4.28	4.09	4.17	3.71	4.17
實質輸入		4.96	4.41	3.44	3.83	3.96	2.73	3.89

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17,138百萬美元， 產增加2,675百萬美元(表1及圖1)。
金融帳淨流出13,883百萬美元，央行準備資產

表1 國際收支

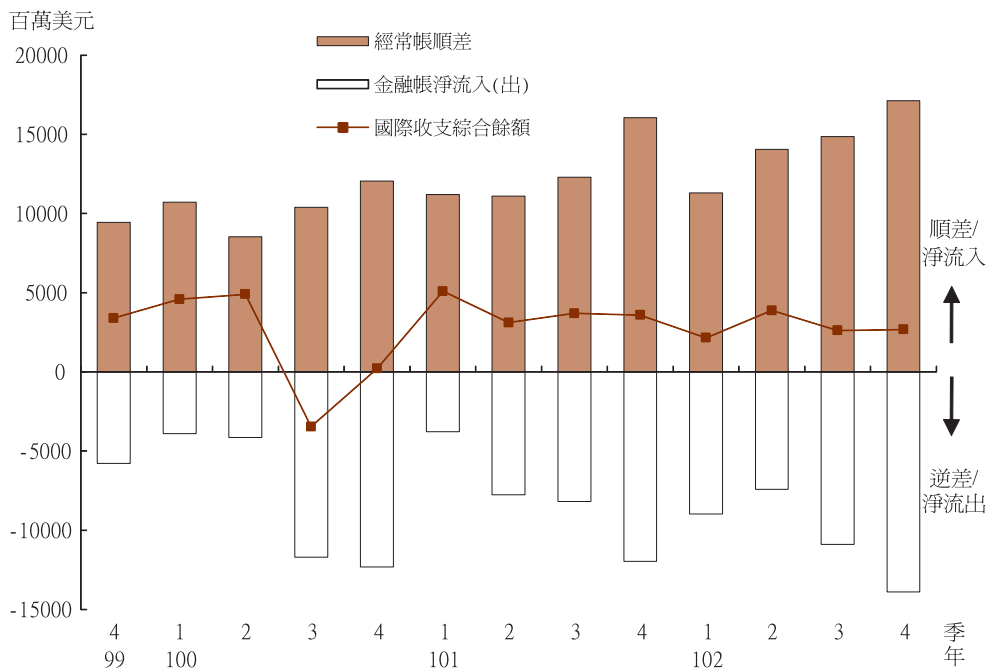
民國102年第四季暨民國101年第四季

單位：百萬美元

	(1) 102年 第四季	(2) 101年 第四季	(1)-(2)
A. 經常帳	17,138	16,052	1,086
商品貿易淨額	11,077	10,796	281
商品出口(f.o.b.)	78,592	77,268	1,324
商品進口(f.o.b.)	-67,515	-66,472	-1,043
服務淨額	3,105	2,336	769
服務：收入	13,456	12,755	701
服務：支出	-10,351	-10,419	68
所得淨額	3,667	3,725	-58
所得：收入	6,231	5,997	234
所得：支出	-2,564	-2,272	-292
經常移轉淨額	-711	-805	94
經常移轉：收入	1,625	1,422	203
經常移轉：支出	-2,336	-2,227	-109
B. 資本帳	5	-18	23
C. 金融帳	-13,883	-11,959	-1,924
直接投資淨額	-2,425	-3,160	735
對外直接投資	-3,318	-3,432	114
來台直接投資	893	272	621
證券投資淨額	-5,938	-10,176	4,238
證券投資(資產)	-9,768	-13,520	3,752
股權證券	-2,223	-5,479	3,256
債權證券	-7,545	-8,041	496
證券投資(負債)	3,830	3,344	486
股權證券	4,703	2,563	2,140
債權證券	-873	781	-1,654
衍生金融商品淨額	277	95	182
衍生金融商品(資產)	1,440	1,066	374
衍生金融商品(負債)	-1,163	-971	-192
其他投資淨額	-5,797	1,282	-7,079
其他投資(資產)	-18,807	-6,623	-12,184
銀行	-22,675	-7,798	-14,877
非銀行民間部門	3,867	1,174	2,693
其他投資(負債)	13,010	7,905	5,105
銀行	10,065	7,742	2,323
非銀行民間部門	2,945	163	2,782
合計，A至C	3,260	4,075	-815
D. 誤差與遺漏淨額	-585	-492	-93
合計，A至D	2,675	3,583	-908
E. 準備資產	-2,675	-3,583	908

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，本季因對中國大陸、香港及東協國家出口成長，整體出口較上年同季增加1.7%；進口則因景氣溫和復甦，民間投資增溫、消費需求提高，致資本設備與消費品進口成長，整體進口較上年同季增加1.6%。由於出口增額大於進口增額，本季商品貿易順差為11,077百萬美元，較上年同季增加281百萬美元或2.6%。

服務方面，本季服務收入13,456百萬美元，較上年同季增加701百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加；服務支出10,351百萬美元，較上年同季減少68百萬美元，主要係貿易佣金及代理費支出減少。由於收入增

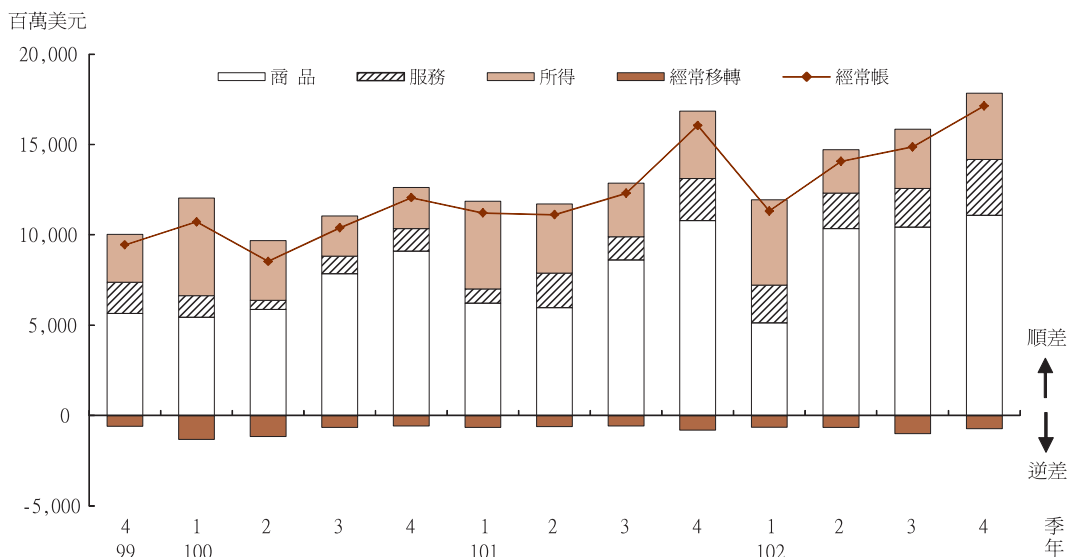
加、支出減少，本季服務收支順差較上年同季增加769百萬美元或32.9%。

所得方面，本季所得收入6,231百萬美元，較上年同季增加234百萬美元，主要係銀行國外利息收入增加；所得支出2,564百萬美元，較上年同季增加292百萬美元，主要係支付外資股權證券投資所得增加。由於收入增額小於支出增額，本季所得收支順差減為3,667百萬美元，較上年同季減少58百萬美元。

經常移轉方面，本季經常移轉收入1,625百萬美元，經常移轉支出2,336百萬美元，淨支出由上年同季的805百萬美元減為711百萬美元，主要係贍家匯入款略增。

本季雖然所得順差減少，惟商品及服務

圖2 經常帳



順差皆增加，且經常移轉逆差減少，致經常帳順差17,138百萬美元，較上年同季增加1,086百萬美元或6.8%(圖2)。

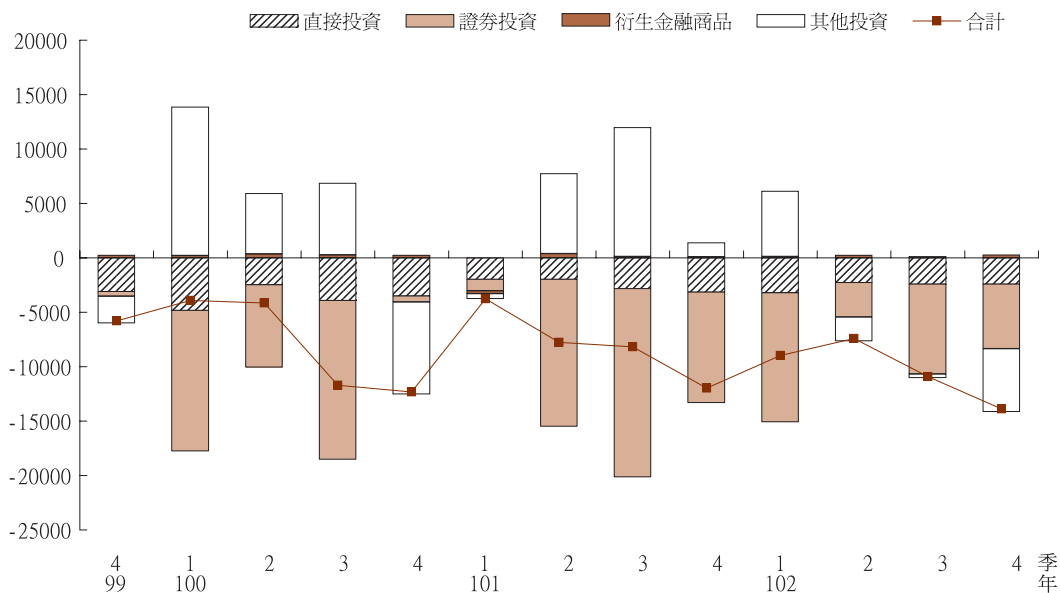
二、資本帳

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)。本季資本帳順差5百萬美元，主要係居民出售專利權收入增加。

三、金融帳

本季金融帳淨流出13,883百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,425百萬美元，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3,318百萬美元及淨流入893百萬美元。證券投資呈淨流出5,938百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出9,768百萬美元，主要係保險公司投資國外債權證券增加；非居民證券投資淨流入3,830百萬美元，主要係外資投資國內股市增加。衍生金融商品呈淨流入277百萬美元。其他投資呈淨流出5,797百萬美元，主要係銀行存放國外聯行增加(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78,592百萬美元，較上年同季增加1,324百萬美元或1.7%；商品進口計67,515百萬美元，較上年同季增加1,043百萬美元或1.6%。由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為11,077百萬美元，較上年同季增加281百萬美元或2.6%。

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1.8%，農產品及農產加工品出口分別減少3.3%及1.8%。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1.8%。進口方面，資本設備較上年同季增加12.7%，主要係因機械進口增加；消費品增加10.0%，主要係小客車及手機進口增加；惟農工原料減少1.2%，主要是原油進口減少。

就主要貨品而言，與上年同季相比，出口方面以「電子產品」、「機械」、「塑橡膠及其製品」及「基本金屬及其製品」增額較大，四者合計占出口總增額的2.3倍；進口

方面則以「機械」及「化學品」，兩者合計占進口增額的1.3倍。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸（含香港，以下同）出口較上年同季增加1,120百萬美元或3.6%，為出口增額最大的地區；其次為東協六國，較上年同期增加311百萬美元或2.2%，主要係對馬來西亞及越南出口大幅成長所致。進口方面，相較上年同季，以自東協六國進口增額1,071百萬美元或14.7%最大，自中國大陸、美國及歐洲亦呈增加，惟自日本進口減少861百萬美元。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重最高，達40.7%，其次為東協六國的18.7%；美國及歐洲則占10.6%及9.3%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸所占比重最高，達17.0%，日本則以15.8%居次，中東的15.5%及東協六國的12.3%分居第三、四位。

二、服務

本季服務收入13,456百萬美元，較上年同季增加701百萬美元；服務支出計10,351百萬美元，較上年同季略減68百萬美元。由於收入增加、支出減少，服務收支順差由上年同季2,336百萬美元增為3,105百萬美元。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2,764百萬美元，較上年同季增加176百萬美元，主要係國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,629百萬美元，較上年同季增加48百萬美元，主要係支付外輪進口運費增加。收支相抵，本季運輸淨收入由上年同季7百萬美元增為135百萬美元。

(二) 旅行

本季來台旅客人數雖有成長，惟平均每人每日消費金額減少，致旅行收入較上年同季減少119百萬美元，為3,084百萬美元。旅行支出計3,102百萬美元，較上年同季增加434百萬美元，主要係國人出國人次及平均每人每日消費金額增加。由於支出增加、收入減少，旅行收支由上年同季的淨收入535百萬美元，轉呈淨支出18百萬美元。

(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7,608百萬美元，較上年同季增加644百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計4,620百萬美元，較上年同季減少550百萬美元，主要係貿易佣金及代理費減少。收支相抵，本季其他服務淨收入為2,988百萬美元，較去年同季增加1,194百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	102年第4季			101年第4季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	13,456	10,351	3,105	12,755	10,419	2,336	701	-68
一、運輸服務	2,764	2,629	135	2,588	2,581	7	176	48
(一)客運	640	444	196	616	450	166	24	-6
(二)貨運	2,021	1,219	802	1,880	1,144	736	141	75
(三)其他	103	966	-863	92	987	-895	11	-21
二、旅行	3,084	3,102	-18	3,203	2,668	535	-119	434
三、其他服務	7,608	4,620	2,988	6,964	5,170	1,794	644	-550
(一)通訊	125	173	-48	123	157	-34	2	16
(二)營建	97	153	-56	123	110	13	-26	43
(三)保險	154	294	-140	117	303	-186	37	-9
(四)金融	302	87	215	232	67	165	70	20
(五)電腦與資訊	281	162	119	147	125	22	134	37
(六)專利權、商標等使用費	244	867	-623	219	944	-725	25	-77
(七)其他事務服務	6,274	2,661	3,613	5,861	3,204	2,657	413	-543
1. 三角貿易及與貿易有關服務	4,929	556	4,373	4,579	996	3,583	350	-440
2. 營運租賃	58	400	-342	52	341	-289	6	59
3. 專業技術與雜項	1,287	1,705	-418	1,230	1,867	-637	57	-162
(八)個人、文化與休閒服務	60	63	-3	43	66	-23	17	-3
(九)不包括在其他項目的政府服務	71	160	-89	99	194	-95	-28	-34

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入6,231百萬美元，較上年同季增加234百萬美元，主要係銀行國外利息收入增加；所得支出2,564百萬美元，較上年同季增加292百萬美元，主要係支付外資股權證券投資所得增加。由於收入增額小於支出增額，本季所得淨收入由上年同季的3,725百萬美元減為3,667百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,625百萬美元，較上年同季增加203百萬美元，主要係贍家匯入款增加；支出計2,336百萬美元，較上年同季增加109百萬美元，主要係贍家匯出款增加。由於收入增額大於支出增額，本季經常移轉淨支出由上年同季的805百萬美元減為711百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	102年第4季			101年第4季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
所得	6,231	2,564	3,667	5,997	2,272	3,725	234	292
一、薪資所得	148	83	65	134	110	24	14	-27
二、投資所得	6,083	2,481	3,602	5,863	2,162	3,701	220	319
(一)直接投資	1,621	1,325	296	1,242	1,304	-62	379	21
(二)證券投資	609	821	-212	397	627	-230	212	194
(三)其他投資	3,853	335	3,518	4,224	231	3,993	-371	104
經常移轉	1,625	2,336	-711	1,422	2,227	-805	203	109

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13,883百萬美元。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

	102年第4季			101年第4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	-3,318	893	-2,425	-3,432	272	-3,160	114	621
(一)對外直接投資	-3,318	—	-3,318	-3,432	—	-3,432	114	—
(二)來台直接投資	—	893	893	—	272	272	—	621
二、證券投資	-9,768	3,830	-5,938	-13,520	3,344	-10,176	3,752	486
(一)股權證券	-2,223	4,703	2,480	-5,479	2,563	-2,916	3,256	2,140
(二)債權證券	-7,545	-873	-8,418	-8,041	781	-7,260	496	-1,654
1.債券與票券	-7,726	-873	-8,599	-5,943	781	-5,162	-1,783	-1,654
2.貨幣市場工具	181	—	181	-2,098	0	-2,098	2,279	0
三、衍生金融商品	1,440	-1,163	277	1,066	-971	95	374	-192
四、其他投資	-18,807	13,010	-5,797	-6,623	7,905	1,282	-12,184	5,105
(一)貿易信用	-69	67	-2	477	-442	35	-546	509
(二)借款	-978	6,895	5,917	-424	1,111	687	-554	5,784
(三)現金與存款	-14,202	8,290	-5,912	-2,139	6,329	4,190	-12,063	1,961
(四)其他	-3,558	-2,242	-5,800	-4,537	907	-3,630	979	-3,149
合 計	-30,453	16,570	-13,883	-22,509	10,550	-11,959	-7,944	6,020

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2,425百萬美元。其中，對外直接投資呈淨流出3,318百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為礦業及土石採取業、電腦電子產品及光學製品製造業與金融保險業；非居民來台直接投資淨流入893百萬美元，主要投資行業為電子零組件製造業、批發零售業及金融保險業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出5,938百萬美元。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9,768百萬美元。其中股權證券淨流出2,223百萬美元，主要係保險公司投資國外股權證券增加。債權證券投資淨流出7,545百萬美元，其中債券與票券淨流出7,726百萬美元，主要係

保險公司投資國外長期債權證券增加；貨幣市場工具淨流入181百萬美元，主要係OBU減持國外短期債權證券。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流入3,830百萬美元，其中股權證券投資淨流入4,703百萬美元，主要係外資投資國內股票增加。債權證券投資轉為淨流出873百萬美元，主要係民間部門贖回發行的海外公司債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨流入277百萬美元，資產方面淨流入1,440百萬美元，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1,163百萬美元，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5,797百萬美元。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18,807百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用淨流出69百萬美元；借款淨流出978百萬美元，主要係OBU國外長期放款增加；現金與存款淨流出14,202百萬美元，主要係銀行部門收受人民幣存款大幅成長，轉存國外聯行增加；其他資產呈淨流出3,558百萬美元，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13,010百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加。其中，貿易信用淨流入67百萬美元；借款淨流入6,895百萬美元，主要係銀行部門向國外同業透支增加；現金與存款淨流入8,290百萬美元，主要係銀行自國外聯行引進資金；其他負債轉呈淨流出2,242百萬美元，主要係民間部門其他短期負債增加。

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2,675百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

102年第4季以來，由於外資淨匯入以及銀行放款與投資持續成長影響，10、11月日平均M1B及M2年增率呈上升走勢；12月，隨著銀行放款與投資成長減緩，M1B及M2年增率分別下滑至8.50%及5.75%；累計102年M1B及M2平均年增率為7.27%及4.78%。103年1、2月，由於比較基期受春節因素影響，M1B及M2年增率先升後降，累計1至2月平均年增率分別為9.27%及5.79%。

由於全球景氣仍具不確定性，加以國內通膨壓力無虞，為維持物價與總體經濟金融穩定，102年第4季本行政策利率維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩，至103年2月，五大銀行一年期存款固定利率與平均放款基準利率，分別為1.36%及2.883%。至於五大銀行新承做放款利率，102年第4季大致維持上升走勢，至103年2月為1.685%，較102年9月上升0.009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/ 2	10.26	5.66	3.53	8.94	3.20	5.68	5.04
3	9.55	6.03	3.78	7.51	3.39	6.02	5.61
4	7.95	5.72	3.71	7.39	3.57	5.64	5.42
5	8.54	7.04	4.32	7.22	3.94	5.22	4.86
6	9.02	7.89	4.82	7.73	4.89	5.93	5.22
7	9.68	8.63	5.42	7.76	5.38	5.91	5.06
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	4.94	5.70

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。

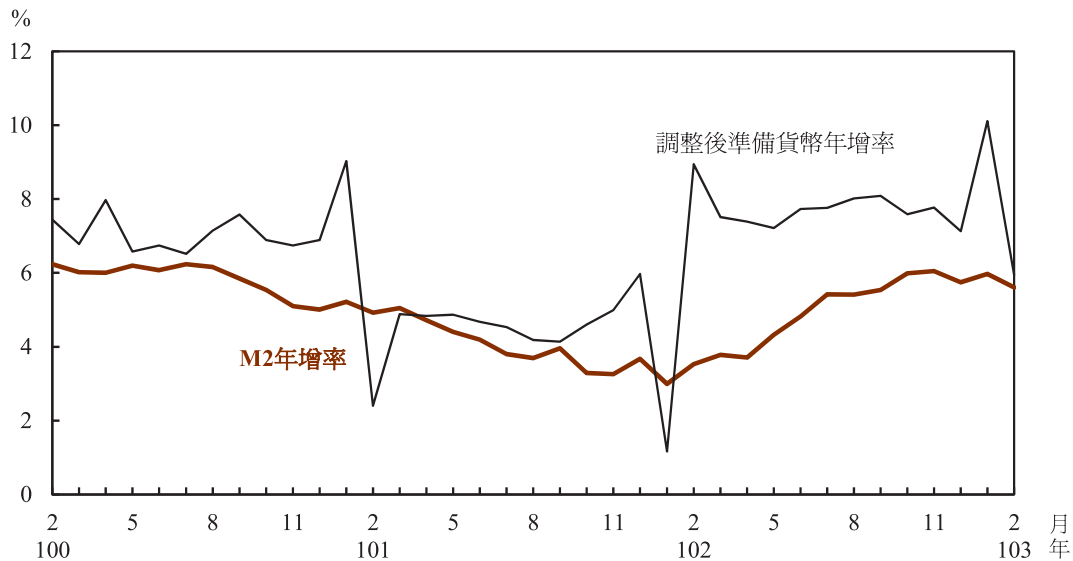
貳、準備貨幣年增率大抵下降

102年第4季日平均準備貨幣年增率大抵呈下降趨勢，由9月的8.09%降至12月之7.13%，平均年增率為7.49%，較上季之7.96%減少0.47個百分點，主要係因定期儲蓄存款及活期儲蓄存款成長均呈減緩，銀行準備金成長下滑，加以通貨發行額成長下降所致。就各月觀察，10月、11月及12月日平均準備貨幣年增率分別為7.59%、7.77%及7.13%，均較9月之8.09%減少；103年1月則因適逢農曆春節，通貨需求較高，使準備貨幣年增率增為10.11%，2月因上年農曆春

節落在2月，比較基期較高，年增率下滑至5.95%。

就準備貨幣變動來源分析，102年第4季雖有財政部發行公債與國庫券、稅款繳庫、財政部向銀行借款，以及本行發行定期存單等緊縮因素，惟因本行定存單到期、國庫券到期、公債還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項分配款及補助款等寬鬆因素，日平均準備貨幣較上季增加；103年1月及2月，日平均準備貨幣續呈走升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數穩定成長

102年第4季以來，受外資淨匯入以及銀行放款與投資持續成長影響，10、11月日平均M1B及M2年增率呈上升走勢；12月，隨著銀行放款與投資成長減緩，年增率分別下滑至8.50%及5.75%；累計102年M1B及

M2平均年增率為7.27%及4.78%。103年1月適逢農曆春節，除資金需求較強外，由於比較基期較低，M1B及M2年增率大幅向上攀升至9.93%及5.97%，2月則下滑為8.63%及5.61%。

肆、存款年增率趨緩

由於外資持續淨匯入，102年第4季全體貨幣機構存款較上季增加，惟年增率趨緩，由第3季底的5.38%下降至第4季底的5.29%。103年1月底因適逢農曆春節前夕，通貨需求較強，致年增率降至4.92%；2月因外資持續淨匯入，年增率回升至5.77%。

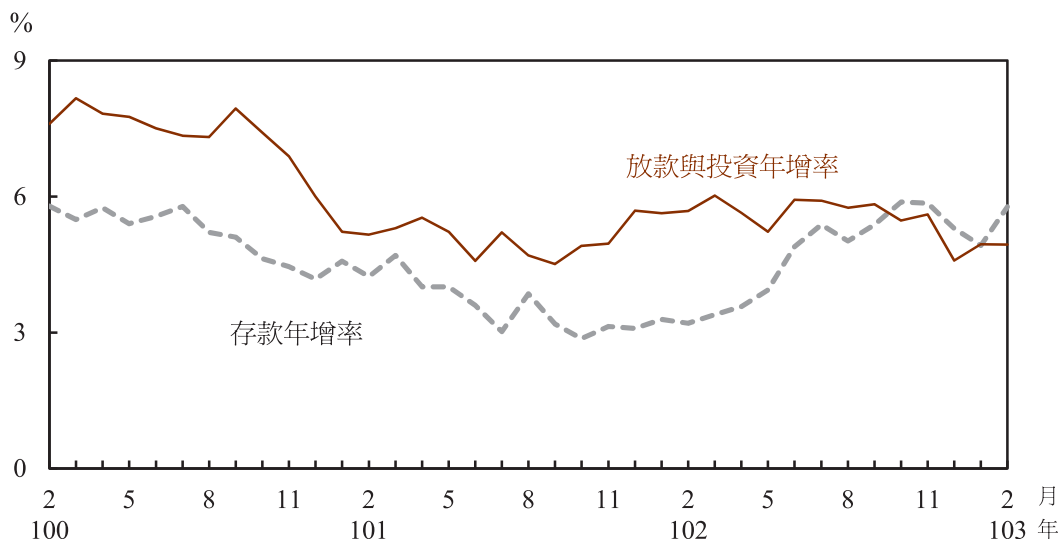
就各類存款觀察，活期性存款方面，由於台股較上季走升，民眾對流動性高的活期性存款需求增加，加以企業為因應年關資金需求，導致活期性存款年增率由第3季底的7.60%升至第4季底的8.26%。103年1月底適逢春節，民眾多由活期性存款提領現金，以致活期性存款年增率降至7.77%，2月底則因通貨回籠，加以社會保險基金活期性存款增加，以致年增率回升至8.68%。定期性存款方面，年增率由第3季底的4.46%降至第4季底的4.22%，主要係企業為因應年關資金需求，將部分定期性存款轉為活期性存款所致。103年1月底因適逢農曆春節前夕，企業為發放年終獎金，將部份外匯資金轉為新台幣

資金，加以有金控公司直接投資海外金額增加，將原存於外匯存款的資金匯出，以致定期性存款年增率降至3.79%；2月底則因人民幣存款持續成長，年增率回升至4.34%。另外，政府存款方面，年增率由第3季底之0.30%降至第4季底之-6.03%，主要係因年底退除役官兵俸支出增加，加以公債發行較上年同期為少，以致經理國庫存款餘額下降；103年1月底因財政部基於資金調度考量，月底存入大筆存款，以致該月底政府存款餘額回升至-3.55%，該筆存款隨即於2月上旬撥出，用以公債還本付息，惟因債務支出較上年同期為少，以致年增率轉呈正成長3.19%。

至於比重方面，在存、放款利差維持不變下，因第4季台股呈現上揚，吸引部分定期性存款流向活期性存款，致活期性存款占總存款之比重由第3季底之33.88%續升至第4季底之34.63%，定期性存款比重則由第3季底之63.43%續降至第4季底之62.88%，

政府存款比重由第3季底之2.69%降至第4季底之2.49%。103年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為34.47%、63.08%及2.46%。

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下滑

102年第4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2,516億元，其中放款與投資分別增加2,486億元與30億元；惟年增率則降為4.59%，較上季底之5.83%大幅下滑，主要係因第4季底對政府、公營事業及民間部門之債權成長均較上季底減緩所致。103年1月底，由於銀行對民間部門債權明顯成長，年增率升至4.95%；2月底，因銀行對公營事業債權成長減緩，年增率微降為4.94%。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，102年第4季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之

5.04%降為4.78%，本年1月底升至5.03%，2月底則轉降為4.91%。

就放款與投資之對象別觀察，102年第4季底全體貨幣機構對政府、公營事業及民間部門債權年增率均較上季底下滑，分別為1.82%、4.17%及5.16%；其中，對政府債權鉅幅減少，主要係國庫於11月收入4G標金1,186.5億元，償還銀行借款所致；對公營事業債權減少，主要係銀行投資其商業本票及公司債均呈減少。103年2月底對政府及公營事業債權年增率分別續降為1.77%及3.30%，對民間部門債權則升至5.70%。比重方面，102年第4季底對民間部門債權比重由上季底

之79.72%升為80.20%，103年2月底再降為79.62%；對政府債權比重由上季底之16.06%降為15.64%，2月底回升至16.26%；對公營事業債權比重由上季底之4.21%降為4.15%，至2月底續降為4.12%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，102年第4季底對民營企業放款總餘額較上季底增加747億元，以對服務業¹及製造業放款為大宗，分別增加406億元及246億元。其中，服務業主要係不動產業增加255億元、資訊及通訊傳播業增加92億元；製造業則主要為金屬製品製造業增加144億元及電力設備製造業增加107億元所致。103年2月

底，對民營企業放款總餘額，仍較102年第4季底增加97億元，其中，服務業增加500億元，而製造業則減少352億元。

就各業別比重而言，102年第4季底以對服務業放款比重49.18%為最高，對製造業放款比重46.38%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102年第3季底之2.90%升為第4季底之2.96%。103年2月底對服務業放款比重較102年第4季底續升為49.68%，對製造業及營造業放款比重則分別降為45.96%及2.91%。

陸、銀行業利率持穩

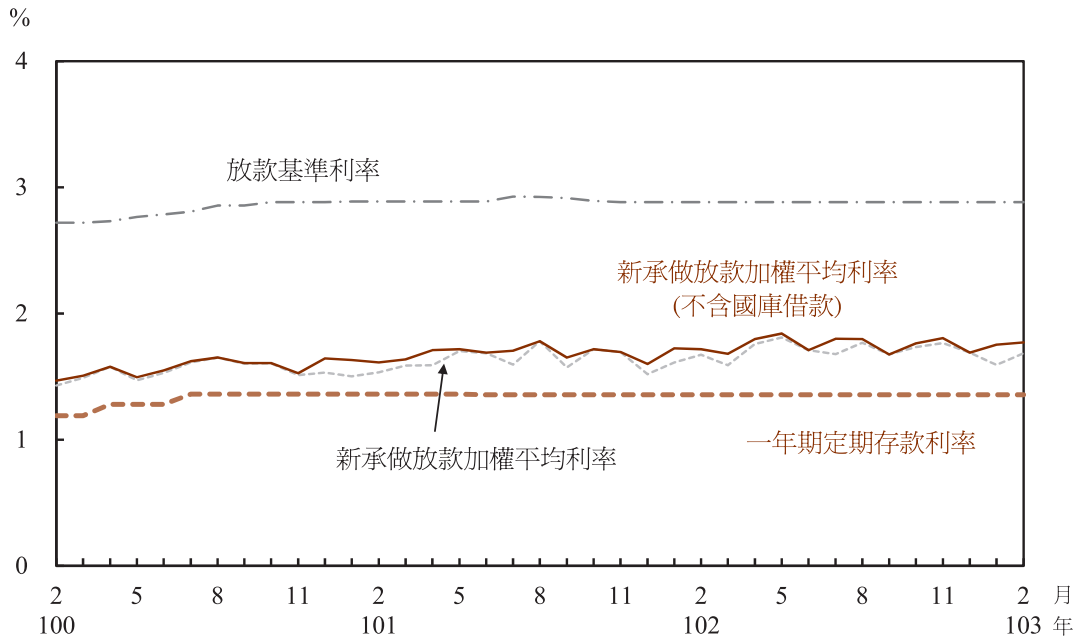
102年第4季由於全球景氣仍具不確定性，加以國內通膨壓力無虞，為維持物價與總體經濟金融穩定，本行各項貼放利率維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩。以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，12月底五大銀行一年期存款固定利率為1.36%，與上季底相同，至103年2月底維持不變。放款基準利率方面，12月底五大銀行平均放款基準利率為2.882%，與上季底相同，103年1月受華銀調升利率影響，上升至2.883%，至2月底維持不變。

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9月之1.676%上升至11月之1.766%，12月因新承做中央及各級地方政府借款增加影響，週轉金貸款利率下降，平均利率回降為1.689%，103年1月續降至1.593%，2月因政府借款減少，平均利率回升至1.685%，較102年9月上升0.009個百分點；若不含新承做的國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自9月之1.676%上升至11月之1.805%，12月降為1.689%，103年2月回升至1.771%，較102年9月上升0.095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

102年第4季國內景氣復甦尚緩，在物價持穩之情況下，本行透過公開市場操作，調節市場資金，維持貨幣於適度寬鬆水準，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3季平均之318億元上升至第4季平均之328億元，103年1至2月平均再上升為430億元。

以下分別就102年10月至103年2月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

102年第4季貨幣機構日平均淨超額準備平均為328億元，較第3季平均之318億元為高，市場資金大致呈現寬鬆情勢。就各月資金情勢觀察，10月因外資大量匯入資金，部分外商銀行資金去化不易，日平均淨超額準備上升至374億元；11月因外資匯入金額縮減，日平均淨超額準備回降為291億元。12月因國庫償還借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，致日平均淨超額準備上升為320億元。103年1月為因應農曆春節期間資金需求增加，銀行資金調度保守，庫存現金增加，致

日平均淨超額準備持續攀升至532億元；2月則因政府發行公債與國庫券，以及農曆春節後，通貨回籠，本行持續發行定存單，收回市場餘裕資金等因素，日平均淨超額準備回降為327億元。

二、利率走勢

在國際經濟前景仍存在不確定性，國內景氣復甦尚緩，以及通膨壓力仍輕的情況下，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%。

金融業隔夜拆款利率方面，本年以來由於國內經濟緩步復甦，在物價穩定的情況下，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持適度寬鬆局面，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，各天期利率均呈下降趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由9月之0.76%下降至103年2月之0.73%，次級市場利率則由0.64%下降至0.60%；同期間，31-90天期發行利率由0.78%下降至0.77%，次級市場利率亦由0.67%下降至0.63%。

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構淨超額準備

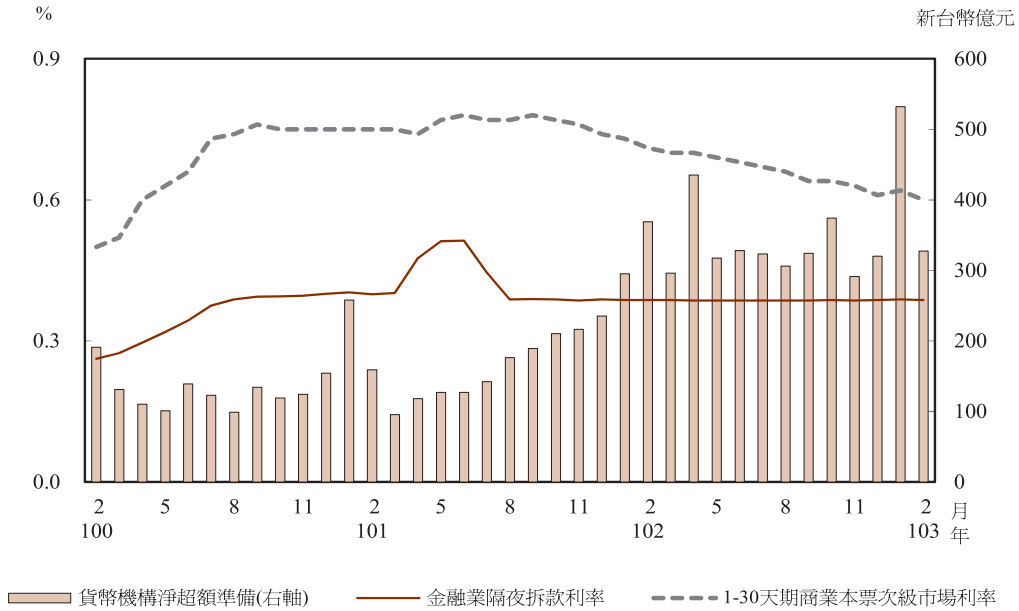


表1 貨幣市場利率

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/ 2	0.387	0.82	0.84	0.81	0.71	0.73	0.76	0.870	0.930	1.050	0.717	—
3	0.387	0.80	0.85	0.80	0.70	0.72	0.76	0.870	0.930	1.050	0.720	—
4	0.386	0.80	0.82	0.80	0.70	0.71	0.77	0.870	0.930	1.050	0.691	—
5	0.386	0.78	0.83	0.76	0.69	0.70	0.73	0.870	0.930	1.050	0.657	—
6	0.386	0.79	0.81	0.77	0.68	0.70	0.72	0.870	0.930	1.050	0.635	—
7	0.386	0.79	0.81	0.81	0.67	0.70	0.74	0.870	0.930	1.050	0.632	—
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

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

103年2月底票券流通餘額合計為1兆7,373億元，較102年第3季底增加961億元。其中商業本票增加756億元最多，主要係票券市場短期利率維持低檔，部分公、民營企

業為取得較為低廉資金，因而大量發票，致商業本票餘額持續走揚；至於國庫券增加155億元，主要係配合國庫年關資金調度需要，發行金額較多所致。另可轉讓定期存單餘額小幅增加50億元；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			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
100	74,240	73,988	11,926	3,212	3,810	1,803	62,705	62,214	7,352	301	306	57	8,022	7,658	2,715
101	81,877	79,260	14,540	2,650	2,503	1,950	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	88,274	86,518	11,992	235	235	42	6,335	6,323	2,323
102/ 2	6,074	5,670	15,670	200	0	2,400	5,426	5,189	11,086	19	13	45	430	467	2,139
3	8,544	7,993	16,222	200	0	2,600	7,732	7,324	11,494	18	18	45	594	650	2,083
4	7,777	7,736	16,263	300	600	2,300	7,114	6,747	11,860	20	24	41	343	365	2,062
5	8,631	8,183	16,711	150	150	2,300	7,797	7,562	12,096	20	18	43	664	453	2,272
6	7,081	7,980	15,812	0	552	1,749	6,377	6,841	11,632	18	14	48	686	574	2,384
7	8,706	8,554	15,964	800	550	1,999	7,433	7,441	11,624	19	25	42	453	538	2,299
8	8,826	8,670	16,121	500	500	1,999	7,937	7,634	11,927	21	15	49	368	521	2,147
9	8,418	8,127	16,412	246	0	2,244	7,537	7,629	11,835	20	24	44	616	474	2,289
10	8,359	8,448	16,323	0	200	2,044	7,804	7,656	11,983	22	21	45	533	572	2,251
11	8,426	8,186	16,562	250	200	2,094	7,687	7,466	12,203	19	16	48	469	503	2,217
12	9,070	9,130	16,502	350	299	2,146	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	8,069	7,562	12,499	19	15	46	573	383	2,512
2	8,104	8,137	17,373	250	200	2,399	7,170	7,077	12,591	16	18	44	668	842	2,339

貳、債券市場

102年第4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1,247億元，較上季增加164億元；公司債方面，因長期利率仍處高點，企業發債意願保守，第4季國內公司債發行規模為1,243億元，較上季減少80億元；金融債券方面，第4季有7家金融機構發行金融債券，發債主要目的為強化資本，其次為支應中長期營運資金需求，金融債券發行總額為440億元，較上季增加335億元；資產證券化商品方面，第4季有金融資產證券化受益證券循環發行20億元；至於國際債券方面，第4季有4家大陸銀行香港分行發行67億人民幣債券(又稱寶島債)，遠高於前3季的11億人民幣。

債券流通市場方面，102年第4季由於市場對於美國QE 退場時間之預期不一，債市觀望氣氛仍濃厚，致債券交易量減少為16兆307億元，較上季減少833億元或0.52%。

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

102年第4季中央政府發行甲類建設公債1,247億元，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，由於市場對於美國QE 退場時間之預期看法不一，各期別公債發行得標利率變動方向不一，其中，10年期及30年期公債發行得標利率較上季分別下降12.6個基本點及7個基本點，而20年期公債得標利率上升5個基本點。累計至第4季底，中央政府公債發行餘額為5兆682億元，較上季底增加897億元或1.80%，至103年2月底發行餘額續增至5兆1,283億元。

(二) 直轄市政府公債

102年1至12月各直轄市政府均未發行公債，103年1月及2月亦無新發行，至103年2月底發行餘額為1,413億元。

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
△102甲11	102.10.15	5	300	1.150	38.17	53.50	8.33	0.00
※102甲8	102.10.25	20	297	2.150	15.18	50.42	3.37	31.03
※102甲9	102.11.29	30	300	2.430	14.16	46.50	12.67	26.67
※102甲10	102.12.04	10	350	1.673	40.00	54.00	0.29	5.71

※為增額公債；△為可分割公債。

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	14,344	77,528	6,650	47,763	234	1,581	4,825	16,195	1,804	10,221	769	1,483	62	285
102	12,644	82,841	6,419	50,682	-	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	1,351	382	444
102/ 1	1,854	78,415	1,200	48,213	-	1,580	654	16,750	0	10,121	-	1,476	-	275
2	1,222	78,656	750	48,263	-	1,580	302	16,953	150	10,271	20	1,334	-	255
3	1,212	79,072	800	48,363	-	1,580	239	17,133	173	10,394	0	1,347	-	255
4	882	79,421	700	49,063	-	1,513	67	16,983	115	10,259	-	1,348	-	255
5	709	79,865	289	49,352	-	1,513	305	17,123	95	10,271	20	1,351	-	255
6	956	80,594	350	49,702	-	1,513	527	17,505	25	10,221	-	1,344	54	309
7	1,108	80,716	420	49,522	-	1,513	688	17,976	-	10,158	-	1,344	-	203
8	765	81,278	263	49,785	-	1,513	399	18,247	83	10,181	20	1,349	-	203
9	658	81,196	400	49,785	-	1,413	236	18,322	22	10,130	-	1,343	-	203
10	906	81,938	597	50,382	-	1,413	309	18,455	-	10,123	-	1,362	-	203
11	768	82,232	300	50,682	-	1,413	348	18,479	100	10,100	20	1,355	-	203
12	1,604	82,841	350	50,682	-	1,413	586	18,653	340	10,298	-	1,351	328	444
103/ 1	1,644	83,433	1,001	50,883	-	1,413	411	18,926	207	10,384	-	1,358	25	469
2	799	83,685	700	51,283	-	1,413	59	18,925	20	10,342	20	1,253	-	469

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」。

(三) 公司債

102年第4季長期利率雖未再上揚，惟仍處高檔，致企業發行公司債意願保守，全季公司債發行總額為1,243億元，較上季減少80億元或6.05%。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，公司債發行以不可轉讓及無擔保為主，82%為不可轉換公司債，91%為無擔保公司債；前六大發債公司為台電、台塑集團、遠傳電

信、中油、鴻海及陽明海運，合計發債金額為903億元，占發行總額73%；就債券發行期限觀察，以5年期券占36%為最大宗，其次為3年期券的25%、7年期及10年期券則各占12%，加權平均發行利率分別為1.53%、1.32%、1.93%及1.92%。至於發行利率則普遍上揚，以台電及中油為例，10年期公司債發行利率分別較上季上升19個基本點及17個基本點。截至第4季底，公司債發行餘

額為1兆8,653億元，較上季底增加331億元或1.81%，至103年2月底發行餘額增至1兆8,925億元。

(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。103年第4季有9家本國銀行發行以新台幣計價之金融債券，總金額為440億元，較上季大幅擴增335億元或319.05%，且均為次順位債券，發行目的主要為強化資本，其次為支應中長期營運資金需求，發行期間主要為10年期券，占47%。累計至第4季底，金融債券發行餘額為1兆298億元，較上季增加168億元或1.66%，至103年2月底發行餘額小幅增加至1兆342億元。

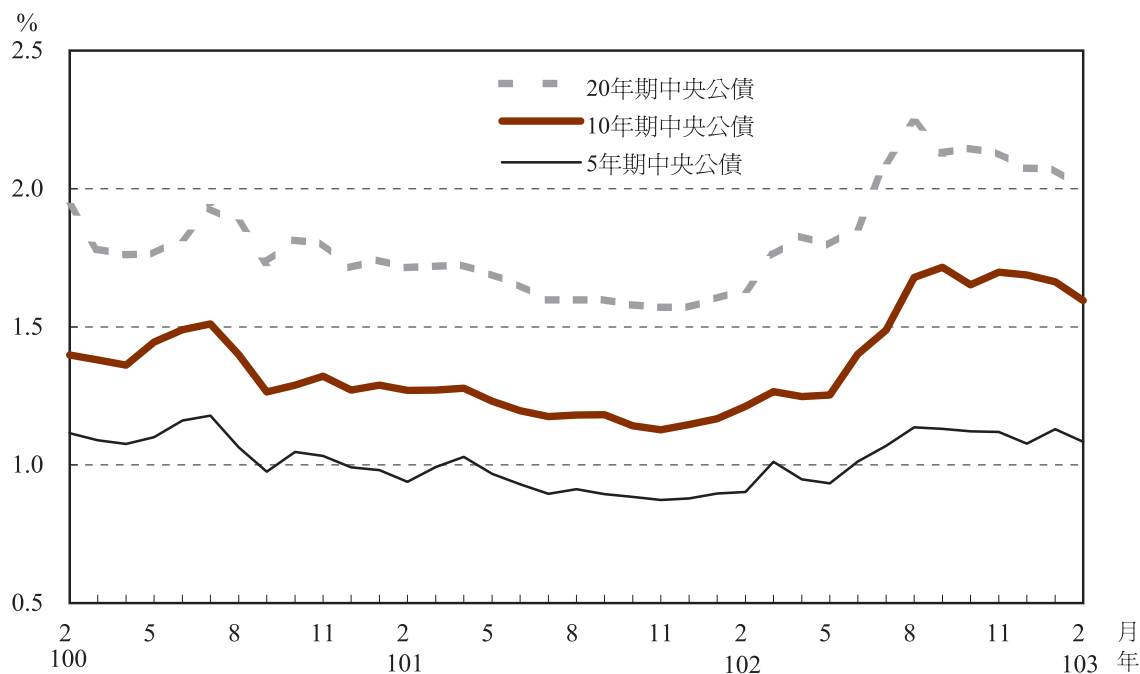
(五) 資產證券化受益證券

資產證券化受益證券包括金融資產證券化受益證券及不動產證券化受益證券。102年第4季有金融資產證券化受益證券循環發行20億元，季底發行餘額513億元；至於不動產證券化受益證券則未有新發行，季底發行餘額為838億元，總計第4季底資產證券化受益證券發行餘額為1,351億元，較上季底增加7億元或0.56%。至103年2月底發行餘額減少至1,253億元。

(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。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，

圖2 各期別公債殖利率走勢圖



102年第4季有4家外商銀行(陸商中國銀行香港分行、陸商中國農業銀行香港分行、陸商中國建設銀行香港分行及陸商交通銀行香港分行)發行以人民幣計價之國際債券(又稱寶島債)，共67億人民幣，折合新台幣328億元。截至第4季底，合計外國債券及國際債券發行餘額折合新台幣444億元，較上季底大幅增加241億元或118.71%。至103年2月底國際債券發行餘額擴增至新台幣469億元。

二、流通市場

102年第4季，由於市場對於美國QE退

場時間之預期不一，致10年期公債殖利率大致介於1.60%至1.74%之間盤整。2013年初以來，受烏克蘭政治事件導致國際情勢緊張，資金流向美債避險影響，美債價格上升，殖利率下跌，我國10年期公債殖利率亦轉呈緩降趨勢，103年1月及2月10年期指標公債殖利率平均分別為1.66%及1.60%。

由於長期利率已攀升至較高水準，加以美國QE退場時間之預期不一，第4季債市觀望氣氛濃厚，整體債市交易金額較上季減少833億元或0.52%，其中，附條件交易減少1,476億元或1.10%(占成交總額比重，由上

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/					
1	76,347	17,125	22.4	59,222	77.6
2	42,839	7,380	17.2	35,459	82.8
3	64,211	13,125	20.4	51,086	79.6
4	64,629	15,345	23.7	49,284	76.3
5	68,381	17,822	26.1	50,559	73.9
6	54,406	11,031	20.3	43,375	79.7
7	59,215	10,843	18.3	48,372	81.7
8	53,020	7,423	14.0	45,597	86.0
9	48,905	8,974	18.3	39,931	81.7
10	56,295	11,000	19.5	45,295	80.5
11	54,818	11,076	20.2	43,742	79.8
12	49,194	5,807	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

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	148,599	8,070	19,414	764	509	
102/	1	76,347	58,349	14,954	791	2,167	50	36
	2	42,839	31,632	9,384	407	1,339	57	20
	3	64,211	48,702	12,988	671	1,774	51	25
	4	64,629	48,773	13,469	597	1,746	21	23
	5	68,381	52,830	13,030	693	1,759	43	26
	6	54,406	39,530	12,523	674	1,556	93	30
	7	59,215	42,400	14,343	722	1,662	28	60
	8	53,020	37,519	13,118	670	1,615	68	30
	9	48,905	35,233	11,578	704	1,274	80	36
	10	56,295	42,471	11,682	781	1,221	91	49
	11	54,818	41,949	10,580	620	1,513	101	55
	12	49,194	35,518	10,949	741	1,787	81	118
103/	1	48,866	35,866	10,569	687	1,618	55	71
	2	47,143	36,491	8,632	607	1,295	59	59

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心。

季之83.1%降至本季之82.6%)，買賣斷交易增加643億元或2.36%(占成交總額比重，由上季之16.9%上升至本季之17.4%)。若就各類債券交易來看，本季以政府公債交易比重占75%為最高，交易金額為11兆9,938億元，其次依序為公司債3兆3,211億元、金融

債券4,521億元、資產證券化受益證券273億元及外國債券與國際債券222億元。103年1月及2月因農曆春節交易日數較少，債市成交金額持續減少，累計103年1月及2月債券成交金額為9兆6,009億元，較上年同期減少19.45%。

參、股票市場

102年10月美國宣布QE暫緩退場，台股呈現震盪緩升走勢，惟11月起在電子股財報不如預期以及外資於期現貨市場賣空台股影響下，指數於11月21日跌至8,099點；隨後，由於集團年底作帳及國內景氣展望轉趨樂觀，台股上揚，於12月30日漲至全年最高之8,623點。103年1月仍大致延續102年底之多頭漲勢，惟受到春節期間國際股市重挫影響，台股於節後交易首日2月5日跌至8,264點；之後在公股券商進場支撐及美股反彈激勵下，台股再度走升，指數於2月27日升至8,640點，較102年9月底之8,174點上漲5.7%。

一、大盤股價指數變動

102年10月緩步走升，10月底加權指數較上月底上漲3.38%。此期間主要利多因素包括：1.美國宣布QE暫緩退場；2.外資持續買超台股；3.電子業接單增加，中低階智慧型手機需求看好，相關供應鏈淡季不淡；4.金融股業績題材激勵類股股價大漲。

102年11月份股市先跌後漲，11月底加權指數較上月底下跌0.51%。11月1日至21日期間股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.電子股財報普遍因匯損、產品結構轉差等因素而表現不如預期；2.MSCI調降台股權重；3.外資在感恩節前調節放空台股。

11月22日後股市走升，此期間主要利多因素包括：1.外資在台股期現貨市場翻多；2.蘋果相關供應鏈業績看好；3.食安問題逐漸淡化。

102年12月份股市先跌後漲，12月底加權指數較上月底上漲2.43%。12月1日至16日期間股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.美國兩黨達成預算協議，聯準會減碼量化寬鬆的可能性大增，美股全面下挫；2.日銀擴大寬鬆的可能性降低，使日股重挫。12月17日後股市走升，此期間主要利多因素包括：1.Apple產品及小米機熱賣，相關供應鏈升溫；2.集團年底作帳行情發酵。

103年1月份股市呈現區間整理局面，1月底加權指數較上月底下跌1.73%。此期間主要利空因素包括：1.歐美服務業PMI雙降；2.中國智慧型手機銷售量成長放緩及蘋果財報不如預期；3.Fed宣布進一步縮減購債規模。主要利多因素包括：1.金管會先買後賣現股當沖制度開始實施；2.國內消費者信心創近22個月新高，以及12月景氣燈號轉為綠燈；3.台積電法說展望樂觀；4.美國CES大展對台股電子股產生題材帶動效應。

103年2月份股市緩步走升，2月底加權指數較上月底上漲2.09%。此期間主要利多因素包括：1.美國Fed新任主席葉倫暗示不會太快升息，激勵美股反彈；2.電子業在MWC

世界通訊大會、CeBIT漢諾威電腦展等題材下發酵升溫；3.中階智慧型手機競爭白熱化，以及手機換機潮，有助半導體產業出貨增加。

二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，102年10月除鋼鐵及航運股下跌外，其餘類股均上漲。其中，紡織纖維類股因時序將進入冬天傳統旺季，上漲幅度達11.24%；汽車類股在農曆鬼月後需求大增及新車發表加持下，上漲10.26%；電機機械則因歐美訂單增加，上漲8.10%。

102年11月類股漲跌各半。其中，水泥類股在需求提升和中國大陸減排限產的共同作用下，企業盈利明顯提升，上漲4.51%；紡織股則在旺季效應延續下，亦上漲3.22%；至於食品股受到黑心混油風暴影響，下跌4.21%最多。

102年12月多數類股上漲，僅少數類股下跌。其中，陶瓷玻璃類股因市場呈現價漲量增的局面，上漲8.21%；汽車類股因車市熱絡，訂單及銷售量大增，亦上漲6.34%；

103年1月除電子及電機機械類股上漲外，其餘類股均下跌。其中，陶瓷玻璃類股因上月漲幅已大，賣壓湧現，致下跌

圖3 集中市場價量變動趨勢

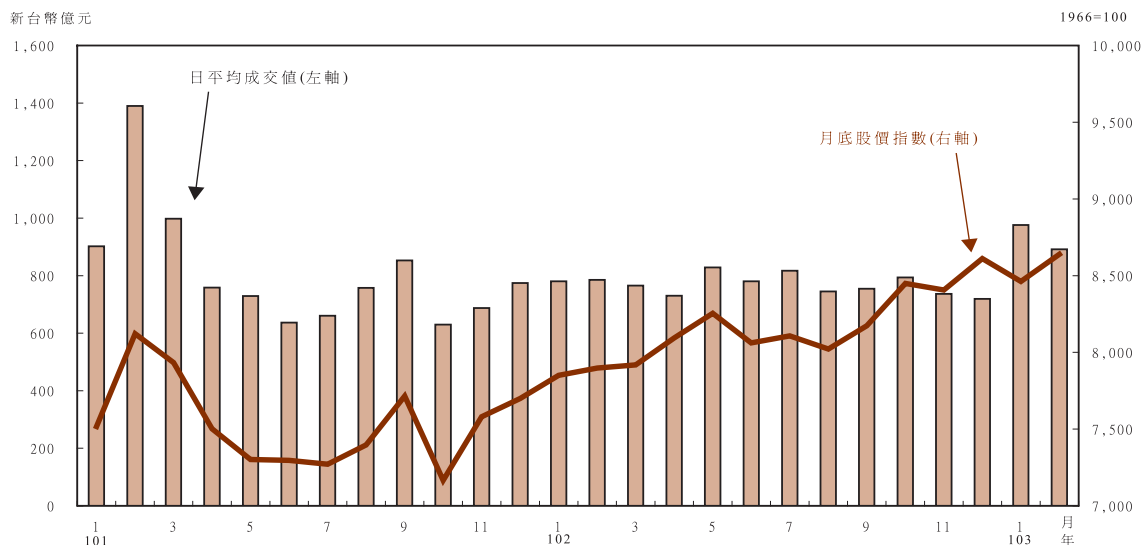


表7 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
102年9月底	8173.9	296.0	969.7	141.0	1252.8	228.9	496.8	132.3	38.5	72.0	179.8
102年10月底	8450.1	302.9	1021.6	145.5	1283.7	243.4	552.7	143.0	40.3	72.1	187.7
102年11月底	8406.8	300.1	1022.8	152.0	1219.2	237.5	570.5	146.1	40.0	73.7	189.6
102年12月底	8611.5	308.6	1053.7	150.2	1241.2	245.1	555.6	152.2	42.2	79.7	191.8
103年1月底	8462.6	309.2	1025.7	145.0	1171.9	235.5	523.5	154.6	41.1	72.0	191.7
103年2月底	8639.6	320.0	1013.8	153.5	1189.9	231.1	550.4	169.4	41.2	73.3	191.5
102年10月底 與上月底比%	+3.38	+2.34	+5.36	+3.16	+2.46	+6.35	+11.24	+8.10	+4.68	+0.11	+4.35
102年11月底 與上月底比%	-0.51	-0.91	+0.12	+4.51	-5.02	-2.45	+3.22	+2.18	-0.62	+2.25	+1.02
102年12月底 與上月底比%	+2.43	+2.83	+3.02	-1.20	+1.81	+3.21	-2.62	+4.20	+5.45	+8.21	+1.18
103年1月底 與上月底比%	-1.73	+0.20	-2.66	-3.46	-5.59	-3.90	-5.77	+1.58	-2.68	-9.73	-0.06
103年2月底 與上月底比%	+2.09	+3.49	-1.16	+5.84	+1.54	-1.90	+5.13	+9.57	+0.41	+1.78	-0.09

類股名稱 日期	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
102年9月底	99.4	386.7	299.0	315.7	79.0	137.9	239.6	99.1	111.1	92.1	231.5
102年10月底	98.9	392.8	329.7	319.8	76.3	139.5	243.4	101.0	114.5	95.5	244.9
102年11月底	98.1	387.5	325.4	325.6	77.5	140.9	243.0	102.8	112.3	91.5	246.2
102年12月底	103.1	389.8	346.1	313.3	79.5	142.6	240.9	104.2	114.1	88.8	250.7
103年1月底	99.9	383.4	336.6	300.1	76.4	138.3	233.6	97.6	111.2	85.8	237.3
103年2月底	99.1	398.9	343.5	299.9	76.2	141.7	224.8	99.5	114.7	89.1	244.8
102年10月底 與上月底比%	-0.51	+1.59	+10.26	+1.27	-3.41	+1.17	+1.60	+1.87	+3.06	+3.75	+5.79
102年11月底 與上月底比%	-0.81	-1.36	-1.30	+1.83	+1.61	+1.03	-0.18	+1.76	-1.89	-4.21	+0.56
102年12月底 與上月底比%	+5.11	+0.60	+6.34	-3.77	+2.55	+1.19	-0.87	+1.34	+1.60	-2.97	+1.80
103年1月底 與上月底比%	-3.06	-1.65	-2.75	-4.21	-3.91	-3.02	-3.03	-6.30	-2.55	-3.38	-5.34
103年2月底 與上月底比%	-0.85	+4.05	+2.04	-0.07	-0.18	+2.44	-3.76	+1.96	+3.14	+3.84	+3.16

9.73%；油電燃氣類股則因政府宣布水電油費於春節期間凍漲，下跌6.30%。

103年2月多數類股上漲，僅少數類股下跌。其中，電機機械類股隨全球景氣回溫，企業陸續增添資本支出添購設備，成長力道加速，上漲9.57%；受惠中國大陸政府產業結構調整及推動城鎮化政策，有利大陸水泥價格穩定向上，進而有助國內水泥類股獲利，致股價上漲5.84%；紡織纖維類股則因市場對機能性布料需求持續不墜，上漲5.13%。

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，除102年11月及103年2月外資分別賣超台股212億元及162億元外，102年10月、12月及103年1月則因國際股市上揚以及國內經濟好轉等因素，致外資對台股買超。

投信法人方面，102年10月至103年2月均呈賣超，主要係因應投資人贖回壓力，以及台股指數處於相對高檔，致使投信法人逢高減碼。

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 2月	292	-46	48	294
102年 3月	-309	-101	-41	-451
102年 4月	295	-77	41	259
102年 5月	583	-167	14	430
102年 6月	-1,175	-100	-117	-1,392
102年 7月	824	-25	161	960
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

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 102年10月25日，金管會責成證交所規劃設置之「公司治理中心」正式成立，以健全上市櫃、興櫃公司之公司治理為目標。
- (二) 102年11月13日，由於食安風暴愈演愈烈，針對波及台股信心部分，金管會祭出3大措施，通函所有上市櫃公司，採取建立嚴格安控機制、提供申訴管道、對食品安全納入內控等3大措施，以確保消費者權益。
- (三) 102年12月23日，金管會公告修正「公開發行股票公司股務處理準則」第14條，自103年1月起，取消股票面額最低10元的限制，上市櫃公司可發行票面10元以下股票，以協助企業籌資更具彈性，降低投資人的投資成本。
- (四) 103年1月6日，為振興股市，金管會開放「先買後賣現股當沖制度」開始實施。
- (五) 103年1月24日，期交所公告股價指數類與黃金類之期貨及選擇權契約保證金之調整後金額，實施期間為103年1月27日（春節前最後交易日）收盤後生效，至2月6日交易時段結束後，恢復為調整前1月24日的保證金。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

102年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為10月23日之29.425元，最高為12月26日之30.06元，差距為0.635元。季底新台幣對美元匯率為29.95元，較第3季底貶值0.9%，對歐元、韓元及人民幣亦分別較第3季底貶值3.0%、2.7%及2.0%；對日圓則升值6.2%。

本季（103年第1季）底與上季（102年第4季）底比較，新台幣雖對人民幣升值，惟對美元、日圓、韓元及歐元均呈現貶值，致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）貶值1.9%。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1月，Fed將購債規模由原先的850億美元縮減至750億美元，加上美國就業數據優於預期以及IMF上修美國經濟成長率，國際美元轉強，新台幣對美元貶值，至1月27日達30.511元，隨後新台幣對美元在30.451至30.285狹幅區間盤整。3月中，Fed再次縮減購債規模，投資人預期美國利率趨向緩升，資金回流美國，新台幣對美元於3月21日達本季最低點30.652元。本季度新台幣對美元匯率為30.510元，較上季底貶值1.8%，就平均匯率

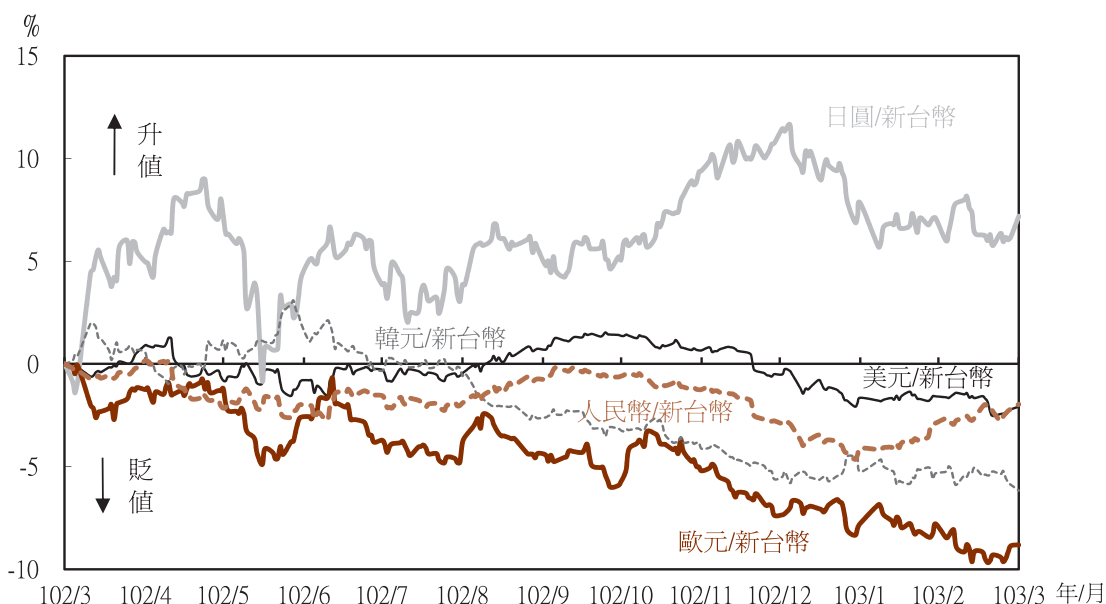
而言，本季新台幣對美元較上季貶值2.4%。

新台幣對歐元匯率：本年初歐元延續上年底的弱勢，2月5日歐元對美元達本季最低點1.3510之後，隨歐元區經濟體持續復甦、歐債問題緩解，歐元反轉走升，至3月13日達1.3957元之本季高點。隨後歐洲央行官員表示可能對歐元區的低通膨問題採取因應措施，歐元回跌。本季度新台幣對歐元較上季底貶值1.6%，就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季貶值3.1%。

新台幣對日圓匯率：年初日本持續採用寬鬆的貨幣政策，日圓對美元多維持在105元左右價位；1月下旬，由於投資人對於全球景氣看法分歧，避險需求提高，帶動日圓轉強，至2月5日達101.24元之本季高點。本季度新台幣對日圓較上季底貶值3.7%，就平均匯率而言，本季新台幣對日圓則較上季升值0.01%。

新台幣對人民幣匯率：年初人民幣對美元走勢平穩，多於窄幅區間內波動。2月下旬，人民幣大幅貶值，除因中國大陸公布本年2月出口大幅衰退2成，經濟成長可能趨緩影響，順勢下修人民幣中間價外，亦藉以抑制單邊升值預期的套利熱錢流入。3月17日中國人民銀行再放寬銀行間即期外匯市場人民幣對美元匯率波動幅度，由1%擴大至2%，3月20日人民幣貶至6.228的本季低

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與102/3/29比較)



點。本季底新台幣對人民幣較上季底升值0.8%，就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣則較上季貶值2.2%。

新台幣對韓元匯率：韓元對美元呈緩步走跌趨勢，主要係受美國縮減量化寬鬆規模，外資賣超韓股所引發的短期資本匯出。本季底新台幣對韓元較上季底貶值1.0%，惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季貶值1.8%。

二、外匯市場交易

102年11月至103年1月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為18,974.9億美元，較上期（102年8月至10月，以下同）增加7.6%，日平均交易淨額增為301.2億美元。其中，OBU外匯交易

淨額為3,899.8億美元，較上期增加32.3%，占外匯市場總交易量20.6%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為7,685.3億美元，較上期成長3.8%；即期交易居次，交易量為6,553.3億美元，亦較上期成長5.7%；占外匯市場總交易量比重分別為40.5%及34.5%。匯率選擇權與遠匯交易則分居第三及第四，比重分別為19.4%及4.9%，匯率選擇權交易較上期增加23.6%，遠匯交易則增加0.7%。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，102年11月至103年1月的交易比重為39.4%，較上期增加1.1個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.8%；外幣間的交易比重為58.7%，其中美元對人民幣交易比重為18.9%，較上期增加4.7個百分

點；美元對日圓交易比重為11.2%，較上期略減0.8個百分點；美元對歐元交易比重為10.0%，較上期減少3.3個百分點；其他外幣間的交易比重為18.6%，較上期減少2個百分點。

按交易對象別分，以國內銀行與國外銀

行間的交易最多，102年11月至103年1月交易比重為50.0%，較上期減少2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25.7%及24.3%，分別較上期增加1.4個百分點及0.6個百分點。

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
101 / 11	183,126	220,351	99,268	26,471	3,455	1,261	2,103	52,589	485,900	54,962	22,086
12	172,286	196,393	91,270	23,405	3,701	1,158	2,048	36,910	432,199	40,793	20,581
102 / 1	254,612	251,984	110,229	33,094	6,050	2,016	2,603	101,367	645,676	105,881	29,349
2	197,413	195,372	81,127	23,212	3,322	1,552	1,853	71,880	491,282	69,722	32,752
3	224,021	249,495	94,542	28,964	2,903	1,721	2,581	86,525	593,307	82,377	28,253
4	217,423	237,699	83,194	31,982	3,108	1,998	5,009	88,776	582,886	91,542	29,144
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

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

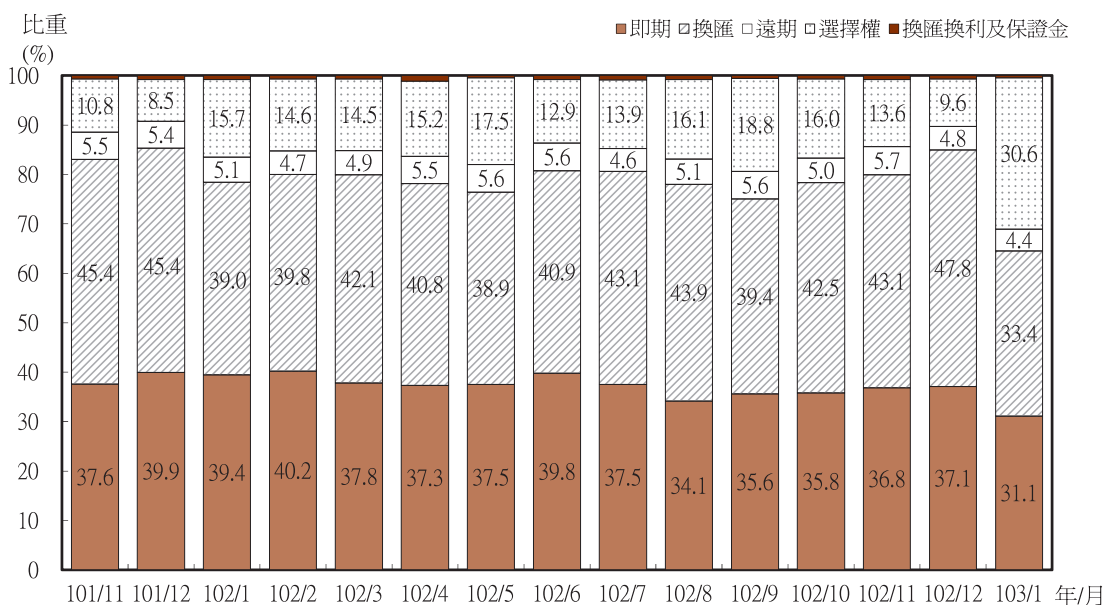


圖6 外匯交易-按幣別

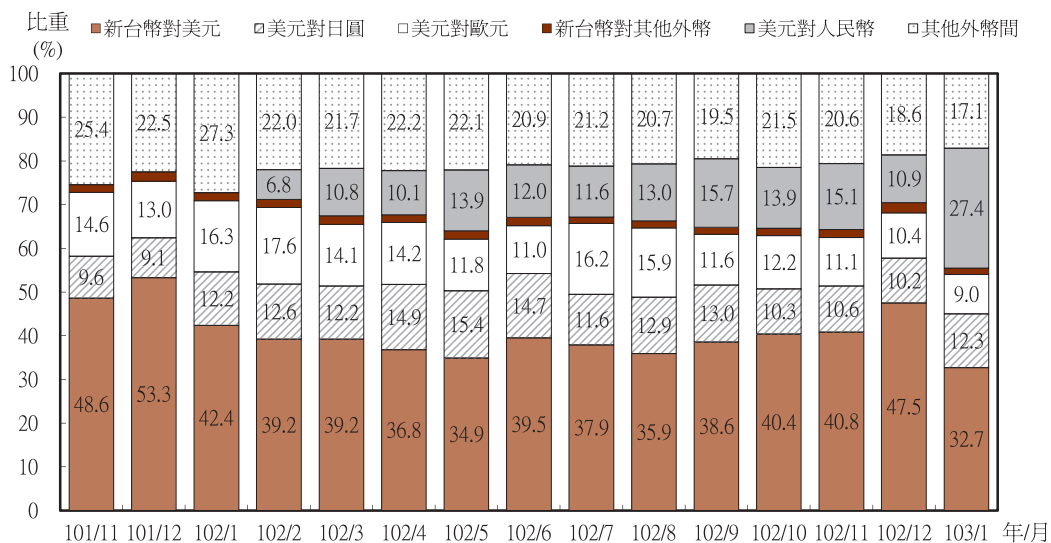
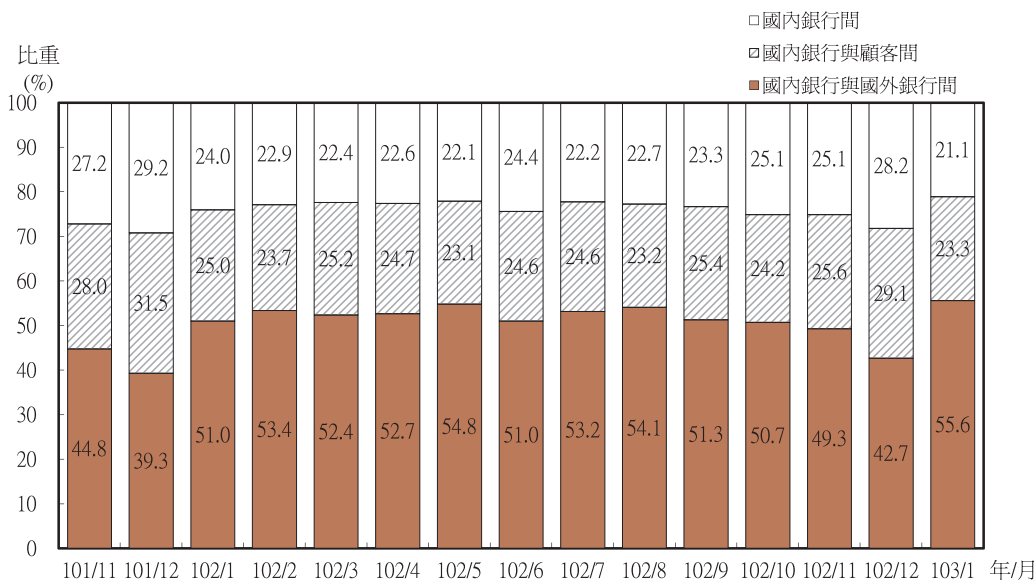


圖7 外匯交易-按交易對象別



三、銀行間換匯及外幣拆款交易

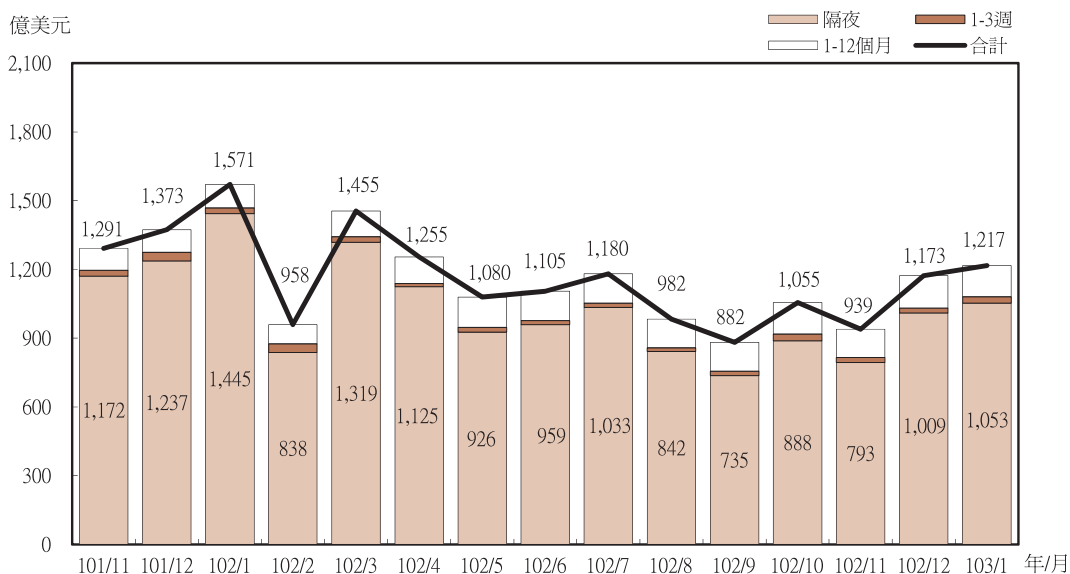
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

在新台幣與外幣換匯交易方面，102年11月換匯交易量為991.2億美元，較上月減少4.5%，主要係受下列因素影響：(1)Fed公布102年10月FOMC會議紀錄顯示，購債規模縮減時程可能提前，市場美元資金趨緊，致銀行換匯操作較為保守；(2)為避免年底外幣資金調度不易，銀行傾向辦理跨年度換匯交易，短天期週轉率下降，交易量因而減少。12月交易量為1,079.1億美元，較上月增加8.9%，主要影響因素為：(1)103年1月Fed購債規模將由原來的850億美元縮減至750億美元，導致國際美元資金拆借趨緊，匯銀透

過銀行間換匯市場取得美元資金需求增加，致長天期的換匯貼水大幅攀升，銀行改承作短天期換匯交易；(2)由於年終將至，短期資金調度較為頻繁，週轉率提高，致交易量增加。103年1月交易量為1,025.4億美元，較上月減少5.0%，主因：(1)銀行因應年關之資金調度，增加跨農曆年假之較長天期的換匯交易，致週轉率減少；(2)投資人預期Fed將持續縮減購債規模，對長天期換匯交易需求增加，短天期換匯交易比重相對減少，週轉率下降，致交易量減少。

銀行間外幣拆款市場交易方面，102年11月交易量為939.2億美元，較上月減少10.9%，主要係銀行因應年底需求，減少外幣資金拆出，交易量下滑。102年12月及103年1月交易量分別為1,172.7億美元及1,217.1

圖8 外幣拆款市場月交易量



億美元，分別較上月增加24.9%及3.8%，主要係銀行跨年的短天期資金需求較多，加上本行積極參與市場，致拆款市場交易量增加。

四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

102年11月至103年1月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為311.9億美元，較上期減少27.8%。其中，以外幣利率期貨交易金額228.2億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的73.2%，惟較上期減少28.0%；外幣換利交易居次，所占比重為18.8%，亦較上期減少36.8%。

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
101 / 11	3,678	0	314	11,430	1,031	129	217	16,799
12	4,855	0	219	7,762	765	64	133	13,798
102 / 1	5,765	18	453	9,243	425	672	390	16,966
2	2,436	0	227	6,551	548	117	47	9,925
3	2,957	0	353	8,865	658	69	132	13,034
4	2,955	0	292	11,622	508	159	89	15,625
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

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。

因應兩岸民眾觀光旅遊之需要，除目前臺灣銀行及兆豐銀行已提供人民幣現鈔之服務仍繼續辦理外，中國銀行臺北分行亦自103年1月20日起，為臺灣地區金融機構提供

人民幣現鈔提存服務，並提供包括100元、50元、20元及10元多項面額新鈔供選擇。

兩岸匯款除人民幣外，主要為美元匯款。為增進匯款效率，並降低民眾匯款與銀行作業之成本，本行規劃將兩岸間美元匯款納入外幣結算平台，由財金資訊公司擔任結算機構、兆豐商業銀行擔任美元清算行及中國銀行臺北分行擔任兩岸間美元匯款代理行，已於103年2月14日正式運作。

國際經濟金融情勢（民國102年第4季）

壹、概述

2013年第4季以來，美國經濟穩定成長，歐元區景氣溫和復甦，先進經濟體持續帶動全球經濟穩健成長。2014年全球經濟成長動能將持續增強，IMF 1月預測全球經濟成長率由2013年之3.0%升為3.7%；Global Insight 3月預測值為3.1%，高於2013年之2.5%(表1)。

物價方面，2014年初以來，雖利比亞及伊朗原油供應回升，原油價格走勢平穩，惟北美

酷寒、巴西乾旱影響農作物生產，加以烏克蘭緊張情勢，推升穀物價格。Global Insight預測2014年全球通膨率為3.1%，略高於2013年之3.0%。

貨幣政策方面，2014年初以來，主要國家多續採寬鬆貨幣政策，美國、澳洲、歐元區、加拿大、中國大陸、南韓、印尼及菲律賓等均維持政策利率不變；紐西蘭為防範景氣過熱，

表1 經濟成長率

單位：%

區域別或國別	2012		2013		2014	
					(1)	(2)
全球	3.1	(2.6)	3.0	(2.5)	3.7	3.1
先進經濟體	1.3	(1.4)	2.2	(1.3)	2.3	2.0
OECD國家	1.6	(1.4)	1.2	(1.3)	2.3	2.1
美國	2.8		1.9		2.6	2.5
日本	1.4		1.5		1.2	1.4
德國	0.7		0.4		1.4	2.1
英國	0.3		1.8		1.9	2.7
歐元區	-0.7		-0.5		1.0	1.1
台灣	1.48		2.11		3.8	3.4
香港	1.5		2.9		4.4	3.7
新加坡	1.9		4.1		3.4	3.4
南韓	2.0		2.8		3.7	3.6
東協五國	6.2		5.0		5.4	
泰國	6.4		2.9		5.2	2.1
馬來西亞	5.6		4.7		4.9	5.1
菲律賓	6.8		7.2		6.0	6.0
印尼	6.3		5.8		5.5	5.2
越南	5.0		5.4		5.4	5.7
中國大陸	7.7		7.7		7.3	7.5
印度	4.7		4.7		5.1	5.4
其他新興市場暨發展中國家	4.9		4.7		5.1	

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2012及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)則為Global Insight資料。

3. 先進經濟體共35個經濟體，包括G7、歐元區、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, October 2013, IMF World Economic Outlook Update, January 2014, OECD's Economic Outlook, November 2013及Global Insight World Overview, March 2014。

抑遏通膨壓力，於3月升息1碼至2.75%。新興國家中，泰國為避免政治動盪影響經濟成長，於3月調降政策利率1碼至2.00%；印度則為使通膨降溫，於1月調升政策利率1碼至8.00%。

美國Fed鑑於經濟持續復甦及就業市場展望改善，於1、2、4月起分別將每月資產購買規模各縮減100億美元至550億美元(圖1、圖2)。

圖1 先進經濟體政策利率

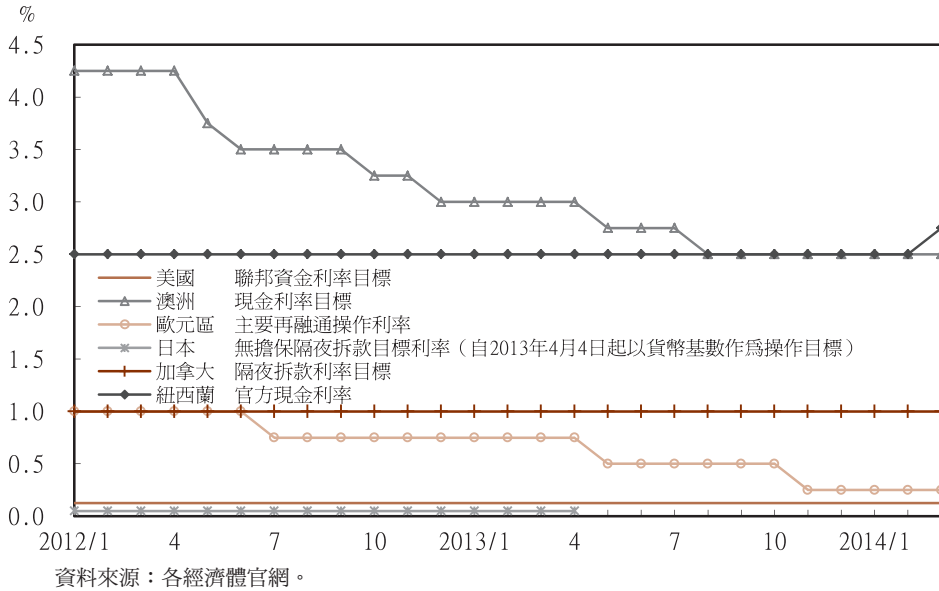
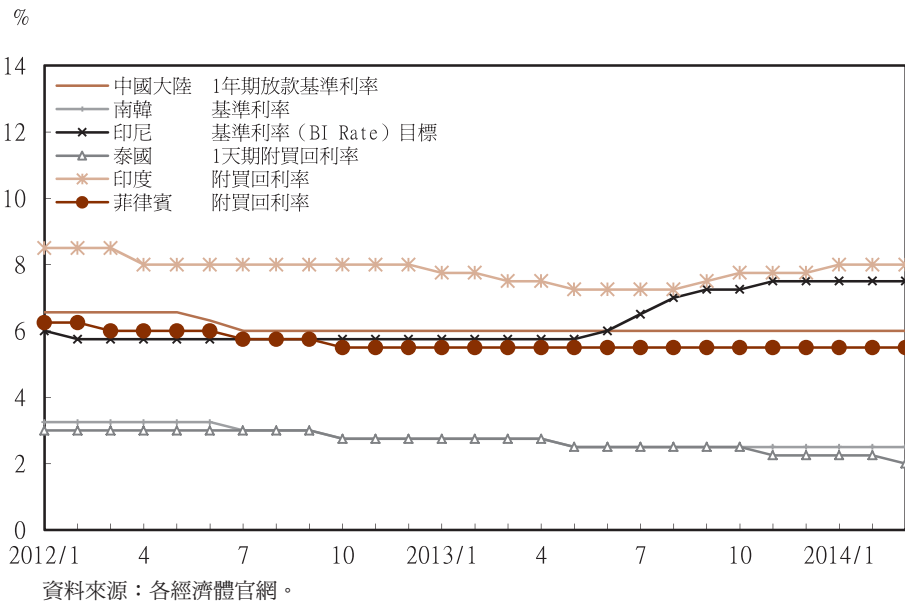


圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



貳、美國經濟成長力道略緩，通膨溫和，Fed逐步縮減購債規模

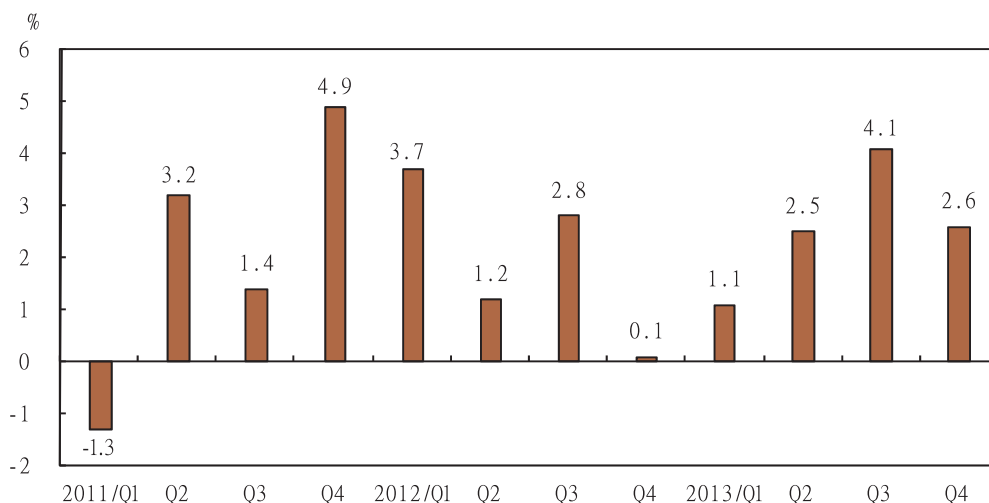
一、經濟成長力道略緩

2013年第4季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之4.1%降至2.6%(圖3)，主要係企業存貨成長減速及政府支出大幅減少所致；全年經濟成長率則由2012年之2.8%降至1.9%。近期嚴寒氣候衝擊零售業與製造業，房地產市場復甦亦受影響

而略為減緩；惟勞動市場改善，民間消費及非住宅固定投資漸增，經濟可望溫和成長。Global Insight預測2014年經濟成長率升為2.5%；Fed之預測數為2.8%~3.0%。

2013年第4季，美國出、進口分別成長4.1%及0.8%，貿易入超減為1,680億美元；全年出口成長2.2%，進口則衰退0.3%，貿

圖3 美國經濟成長率



資料來源：Bureau of Economic Analysis。

易入超為6,884億美元，較2012年減少412億美元。2014年1月出、進口分別成長2.1%及0.5%，貿易入超為585億美元(表2)。

勞動市場方面，2014年2月新增非農就業人數由1月之12.9萬人增至17.5萬人；截至3月22日止，當週初領失業救濟金人數由上週之32.1萬人減至31.1萬人；惟2月失業率則由1月之6.6%略升為6.7%。

二、通膨溫和

2014年2月CPI年增率由1月之1.6%降至1.1%，主因能源價格下跌所致；扣除能源與食品之核心CPI年增率為1.6%，與1月持平。2月個人消費支出物價指數(PCEPI)年增率為0.9%，低於1月之1.2%。Global Insight預測2014年CPI年增率為1.6%，略高於2013年之1.5%。

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	1.8	8.9	3.3	1.7	3.2	6.0	-727,764
2012	2.8	8.1	3.8	2.1	2.1	1.9	-729,610
2013	1.9	7.4	2.9	1.8	1.5	1.2	-688,449
2013/ 2		7.7	2.8	2.0	2.0	1.8	-60,232
3	1.1	7.5	3.6	1.9	1.5	1.1	-53,922
4		7.5	2.6	1.7	1.1	0.6	-57,045
5		7.5	2.4	1.7	1.4	1.8	-61,784
6	2.5	7.5	2.5	1.6	1.8	2.3	-52,193
7		7.3	1.8	1.7	2.0	2.1	-56,707
8		7.2	3.0	1.8	1.5	1.2	-56,935
9	4.1	7.2	3.4	1.7	1.2	0.2	-61,414
10		7.2	3.7	1.7	1.0	0.2	-57,283
11		7.0	3.2	1.7	1.2	0.7	-53,265
12	2.6	6.7	3.2	1.7	1.5	1.3	-57,412
2014/ 1		6.6	3.0	1.6	1.6	1.5	-58,500
2		6.7	3.0	1.6	1.1	1.3	

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

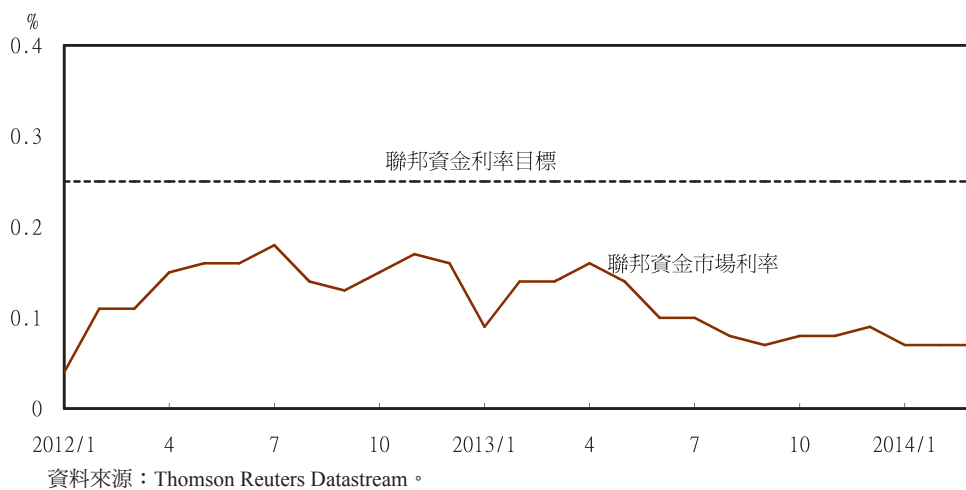
三、Fed持續溫和縮減購債規模，並維持低利率目標不變

美國雖受氣候因素影響，經濟活動減緩，惟家庭支出及企業投資持續成長，並預期就業市場持續改善，2014年3月FOMC決議持續溫和縮減購債規模，自4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250億及300億美

元；且將視就業及通膨展望，調整資產購買步調。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相當時間內，仍將維持聯邦資金利率於現行目標區間。

Fed主席Yellen表示，資產購買計畫可能於2014年秋季完全結束，並可能最快於結束後大約6個月開始升息。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



參、歐元區經濟擺脫衰退，通膨率仍低，ECB維持利率不變

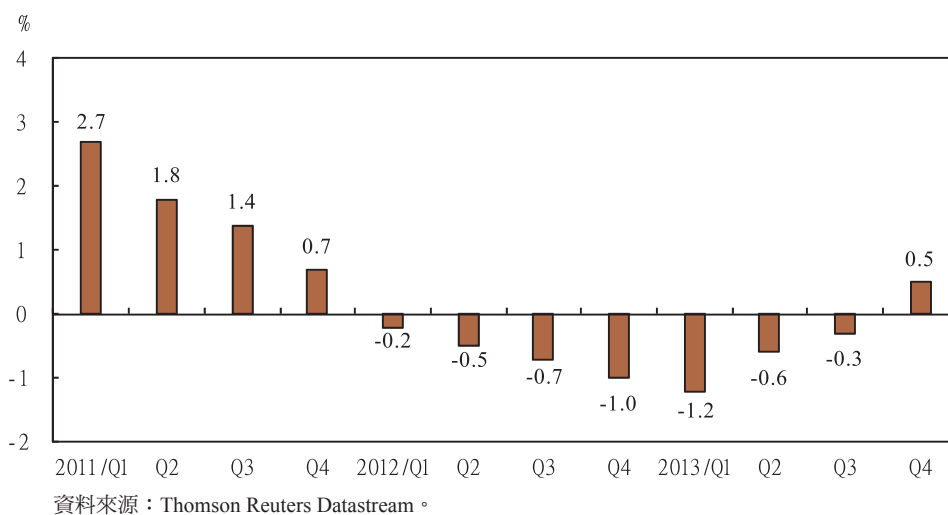
一、經濟恢復成長

2013年第4季，歐元區經濟由第3季之衰退0.3%轉為成長0.5%(圖5)；與上季比之季變動率亦由第3季之0.1%升至0.3%，主要係輸出及固定資本形成成長所致；全年經濟成

長率則由2012年之-0.7%略升為-0.5%。2014年經濟可望因全球景氣復甦帶動出口擴張而恢復成長，Global Insight預測經濟成長率由2013年之-0.5%升為1.1%。

2013年第4季，德國經濟成長率由第3

圖5 歐元區經濟成長率



季之0.6%升至1.4%；在出口與民間消費帶動下，與上季比之季變動率，亦由第3季之0.3%升至0.4%。Global Insight預測2014年經濟成長率為2.1%，高於2013年之0.4%。

勞動市場方面，歐元區2014年1月失業率為12%，與2013年12月持平(表3)；其中，法國由2013年12月之10.8%略升至10.9%；德國2月失業率則為6.8%，與1月持平。

二、通膨率仍低

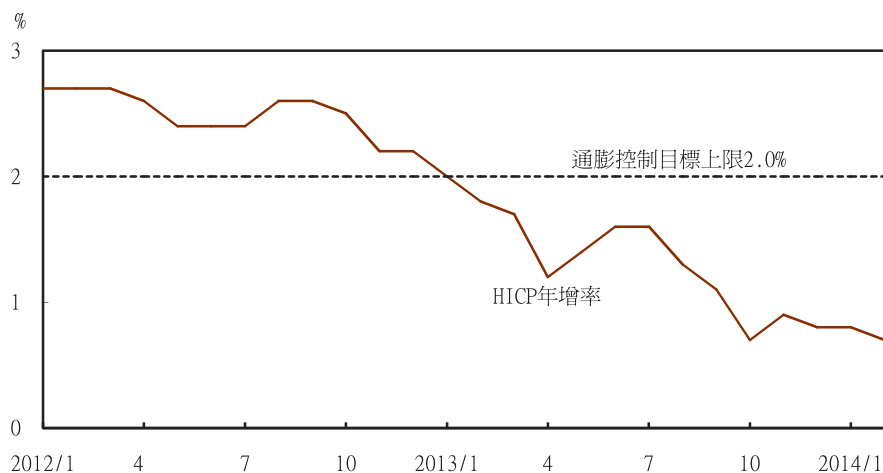
2014年2月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率由1月之0.8%略降為0.7%(圖6)；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率則由1月之0.8%略升至1.0%。Global Insight預測2014年歐元區通膨率為1.2%，略低於2013年之1.4%。

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	10.2	3.5	13.5	14.7	-17,757	1.6	2.7
2012	-0.7	11.4	-2.5	7.5	1.9	79,733	3.5	2.5
2013	-0.5	12.1	-0.7	0.8	-3.3	154,018	1.0	1.3
2013/ 2		12.0	-2.5	-1.3	-7.0	9,471	3.1	1.8
3	-1.2	12.0	-1.7	-0.8	-10.1	21,513	2.5	1.7
4		12.1	-0.6	8.8	1.6	13,811	3.2	1.2
5		12.1	-1.9	-0.4	-5.7	14,196	2.8	1.4
6	-0.6	12.1	-0.3	-3.1	-5.1	15,506	2.4	1.6
7		12.1	-1.9	3.1	0.3	18,287	2.1	1.6
8		12.1	-1.6	-5.8	-7.4	7,085	2.3	1.3
9	-0.3	12.1	0.2	2.9	1.0	11,537	2.0	1.1
10		12.0	0.3	1.3	-3.1	16,853	1.4	0.7
11		12.0	2.6	-2.1	-5.2	17,048	1.5	0.9
12	0.5	12.0	1.5	3.7	0.9	13,892	1.0	0.8
2014/ 1		12.0	1.6	1.0	-3.0	900	1.2	0.8
2								0.7

資料來源：ECB、Eurostat及Thomson Reuters Datastream。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



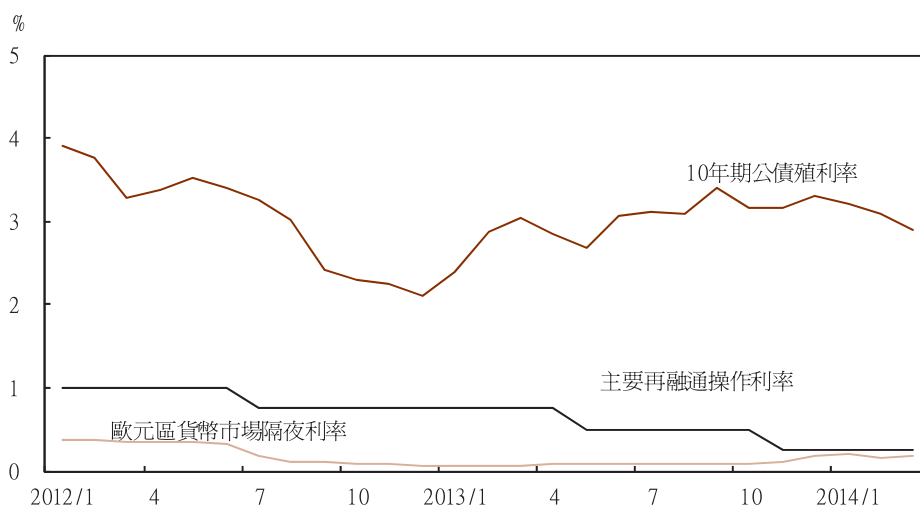
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

三、政策利率維持不變

由於經濟溫和復甦，預期中期通膨率可望低於通膨目標2%，ECB管理委員會

(Governing Council)自2013年11月調降政策利率(主要再融通操作利率)至0.25%之歷史低點(圖7)後，迄今維持不變。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

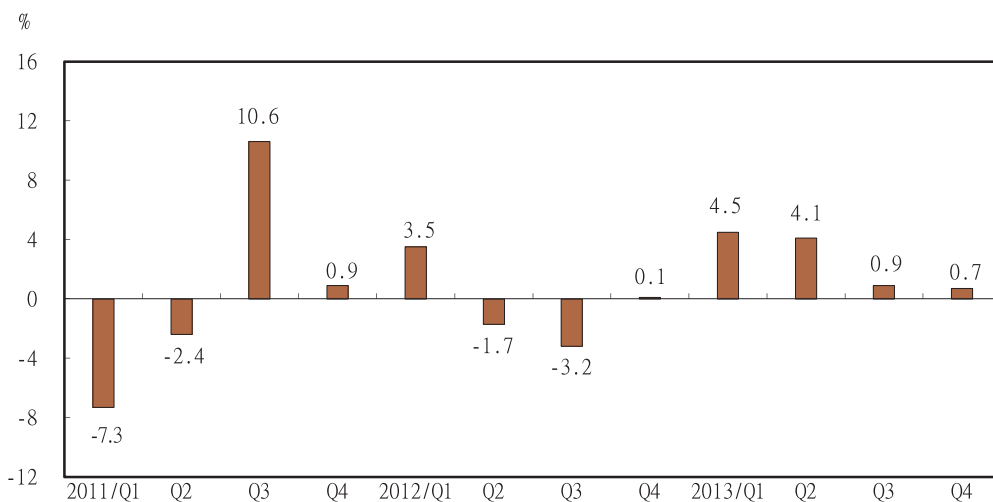
肆、日本物價穩定上漲，惟經濟成長放緩，日本央行擴大支援銀行放款

一、經濟成長放緩

2013年第4季日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之0.9%略降至0.7%(圖8)，主因新興國家經濟金融動盪，不利日本輸出，加以財政激勵措施告一段落，政府投資動能趨緩所致；全年經濟成長率為

1.5%，略高於2012年之1.4%。2014年4月起調高消費稅率將衝擊民間消費，惟企業業績大幅改善，投資設備轉趨積極，加上政府加速實施5.5兆日圓之經濟刺激方案，可望維持經濟成長動能。Global Insight預測2014年經濟成長率略降為1.4%。

圖8 日本經濟成長率



資料來源：內閣府。

對外貿易方面，2014年2月以日圓計價之出口年增率為9.8%，略高於1月之9.5%；進口年增率則由1月之25.1%大幅降至9.0%；貿易入超由1月之2.8兆日圓劇降至0.8兆日圓(表4)。若以美元計價，出口年增率由1月之-6.1%升至0.2%，進口年增率則由7.3%降至-0.6%，貿易入超雖由268.6億美元縮小至78.4億美元，惟仍係連續第20個月入超。

勞動市場方面，景氣持續復甦導致勞動

市場供需趨緊，2014年2月失業率進一步降至3.6%，維持在6年來之低點。

二、CPI穩定上升

2014年2月企業物價指數年增率由1月之2.5%降至1.8%；CPI年增率為1.5%，略高於1月之1.4%，已連續9個月為正數；剔除生鮮食品之核心CPI年增率為1.3%，與上月持平。Global Insight預測2014年CPI年增率由

2013年之0.4%升至2.9%，主要係因4月消費稅稅率將由5%上調至8%所致。

表4 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		企業物價指數 (2005=100)	出口 (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	1.4	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/ 2		4.3	-10.2	-0.7	-0.3	-0.1	-2.9	11.8	-7,733
3	4.5	4.1	-7.2	-0.9	-0.5	-0.5	1.1	5.4	-3,569
4		4.1	-3.4	-0.7	-0.4	0.1	3.8	9.4	-8,774
5		4.1	-1.1	-0.3	0.0	0.6	10.1	10.0	-9,913
6	4.1	3.9	-4.6	0.2	0.4	1.2	7.4	11.7	-1,805
7		3.8	1.8	0.7	0.7	2.2	12.2	19.7	-10,325
8		4.1	-0.4	0.9	0.8	2.3	14.6	16.2	-9,714
9	0.9	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	0.7	3.7	7.1	1.6	1.3	2.5	15.3	24.8	-13,072
2014/ 1		3.7	10.3	1.4	1.3	2.5	9.5	25.1	-27,951
2		3.6	6.9	1.5	1.3	1.8	9.8	9.0	-8,025

資料來源：內閣府及Thomson Reuters Datastream。

三、日本央行擴大支援銀行放款，以強化寬鬆效果

鑑於經濟成長走緩，加上2014年4月將調高消費稅稅率，日本央行於2月18日決議

將「激勵銀行放款工具」與「支援成長融資工具」等兩項對銀行提供之低利融通工具規模，分別增加1倍至30兆日圓及7兆日圓，藉以激勵銀行增加放款，並暗示可能進一步擴大寬鬆貨幣政策。

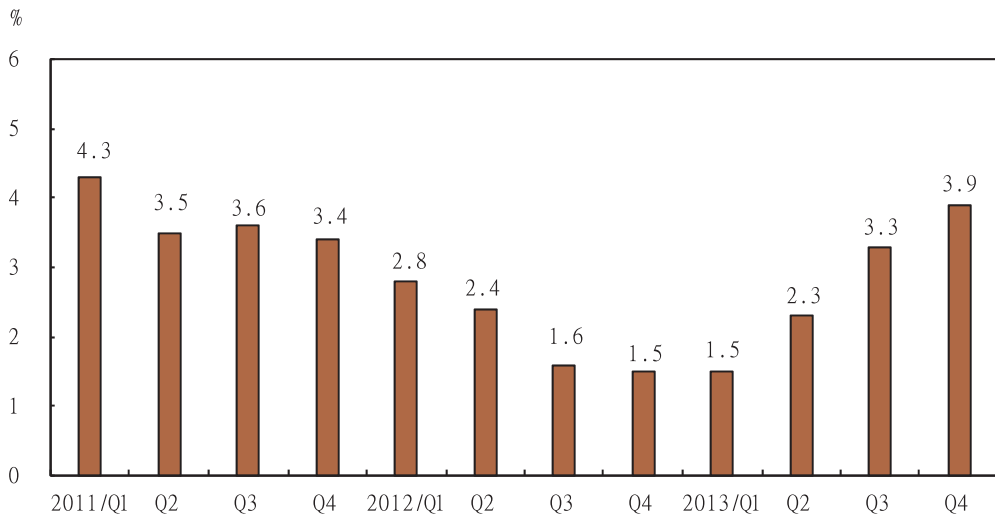
伍、南韓經濟加速成長，通膨溫和，基準利率維持不變

一、經濟加速成長

2013年第4季南韓經濟成長率為3.9%，高於第3季之3.3%(圖9)，主因投資、政府消費及出口成長加速所致；全年經濟成長率為

2.8%，高於2012年之2.0%。由於消費信心持穩，加以出口擴張，經濟成長動能可望獲得支撐。Global Insight預測2014年經濟成長率為3.6%。

圖9 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行。

對外貿易方面，2014年3月以美元計價之出口年增率由2月之1.5%升至5.2%，主要係對美國及歐盟出口明顯成長，尤以電子通訊裝置及船舶出口大幅成長所致；進口年增率則由2月之3.9%降至3.6%(表5)。

勞動市場方面，由於適逢畢業及招募季節，約31萬人投入尋職，2014年2月失業率由1月之3.5%升至4.5%，係近4年來之高點，惟勞動參與率亦上升。

二、通膨溫和

2014年2月生產者物價指數(PPI)年增率

由1月之-0.3%降至-0.9%。3月CPI年增率由2月之1.0%升至1.3%，主因上年同期政府補助育兒津貼造成基期較低所致；剔除農產品及能源之核心CPI年增率由2月之1.7%升至2.1%。Global Insight預測2014年CPI年增率升為1.6%。

三、基準利率維持不變

考量主要國家貨幣政策變動、新興經濟體經濟成長減緩等外部風險，以及短期內通膨率仍將維持較低水準，2014年2月政策利率維持2.5%不變。

表5 南韓重要經濟指標

年/月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		躉售物價指數 (2005=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易收支 (百萬美元)
				總合 年增率 %	剔除農產品及能源 年增率 %	年增率 %			
2011	3.7	3.4	5.9	4.0	3.2	6.7	19.0	23.3	30,801
2012	2.0	3.2	0.9	2.2	1.6	0.7	-1.3	-0.9	28,285
2013	2.8	3.1	-0.1	1.3	1.6	-1.6	2.1	-0.8	44,088
2013/ 3	1.5	3.5	-2.2	1.5	1.6	-2.4	0.0	-2.4	3,336
4		3.2	2.2	1.3	1.6	-2.8	0.1	-0.7	2,510
5		3.0	-0.5	1.1	1.7	-2.6	3.1	-4.7	5,918
6	2.3	3.1	-1.7	1.2	1.6	-1.4	-1.0	-3.0	5,972
7		3.1	1.4	1.6	1.7	-1.0	2.6	3.4	2,445
8		3.0	3.2	1.5	1.5	-1.3	7.6	1.2	4,718
9	3.3	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	3.9	3.0	2.9	1.1	1.9	-0.4	6.9	3.0	3,630
2013/ 1		3.5	-4.3	1.1	1.7	-0.3	-0.2	-1.0	778
2		4.5	4.3	1.0	1.7	-0.9	1.5	3.9	934
3				1.3	2.1		5.2	3.6	4,192

資料來源：Thomson Reuters Datastream。

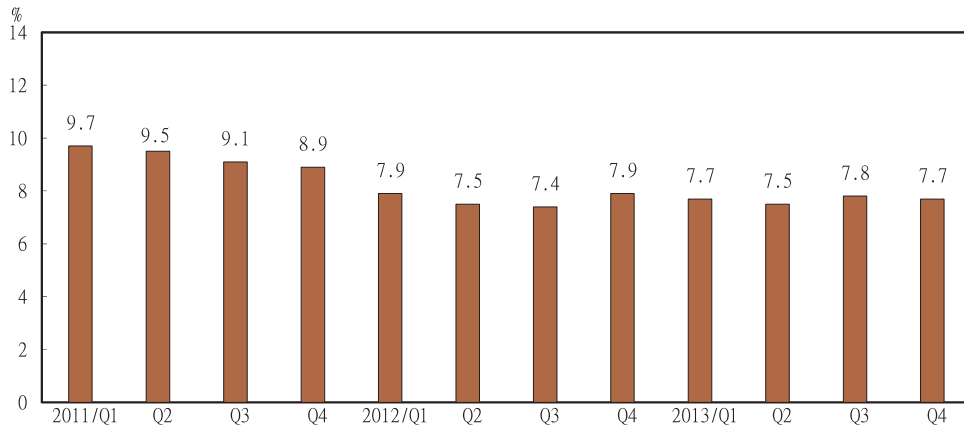
陸、中國大陸經濟成長略緩，M2年增率下降

一、經濟成長力道略緩

2013年第4季，中國大陸經濟成長率由第3季之7.8%略降至7.7%(圖10)，全年則為7.7%，與2012年持平。2013年固定資產投資貢獻4.2個百分點，高於消費之3.9個百分點，係經濟成長之最大來源。因2014年1月底適逢農曆春節，出口商提前出貨，致2月出口較上年同期大幅衰退18.1%，進口則

成長10.1%，貿易入超為230億美元。2014年1至2月工業生產年增率為8.6%，為近5年低點；社會消費品零售總額年增率下滑至11.8%；固定資產投資年增率為17.9%，係2002年來最低水準；加以官方製造業採購經理人指數(PMI)至2月連續3個月下降，顯示經濟有放緩跡象。Global Insight預測2014年經濟成長率為7.5%，與官方目標值相同。

圖10 中國大陸經濟成長率



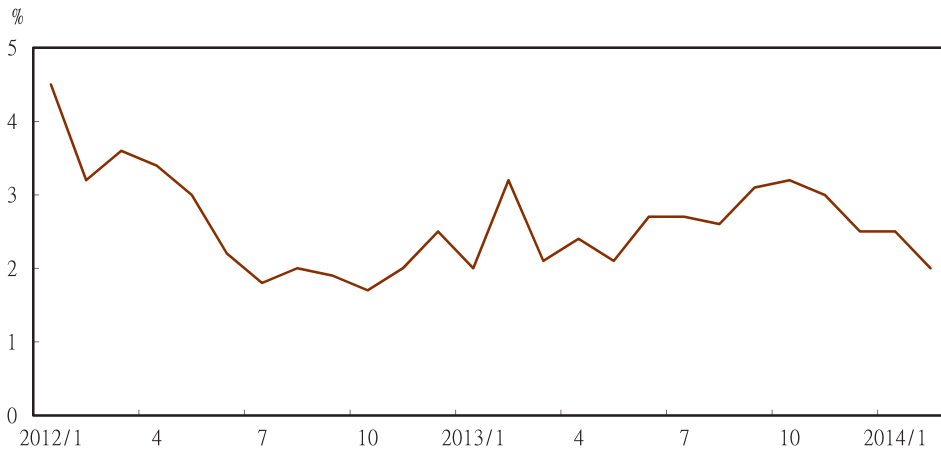
資料來源：中國國家統計局。

二、通膨率降至近13個月新低

受農曆春節過後食品價格回落，以及消費需求疲軟等影響，2014年2月CPI年增率由

1月之2.5%降至2.0%(圖11)；工業品PPI年增率亦由1月之-1.6%降至-2.0%。Global Insight 預測2014年CPI年增率為2.0%。

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、M2年增率走緩，人民幣對美元匯率走貶

2014年初以來，中國人民銀行續採審慎貨幣政策，適時調節市場流動性。M2年增率由2013年底之13.6%降至2014年1月底之

13.2%，2月略回升至13.3%，接近全年目標值(13%)。

此外，近期中國大陸擴大人民幣對美元交易之浮動區間，截至2014年3月底，人民幣對美元匯率較1月中旬高點貶值2.8%。

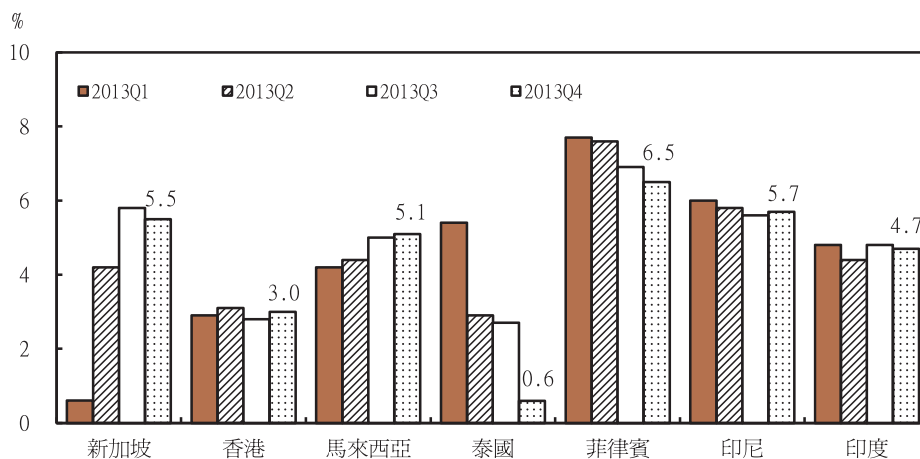
柒、部分亞洲新興經濟體經濟成長動能放緩，通膨溫和

2013年第4季，亞洲新興經濟體中新加坡、泰國、菲律賓及印度之經濟成長率低於第3季(圖12)。其中，新加坡雖營建業表現不如預期，惟因金融服務業及批發零售業帶動

服務業成長，全年經濟仍成長4.1%；Global Insight預測2014年經濟成長率為3.4%。

物價方面，2013年第4季以來，多數亞洲新興國家之WPI及CPI年增率尚稱穩定(圖

圖12 亞洲新興經濟體經濟成長率

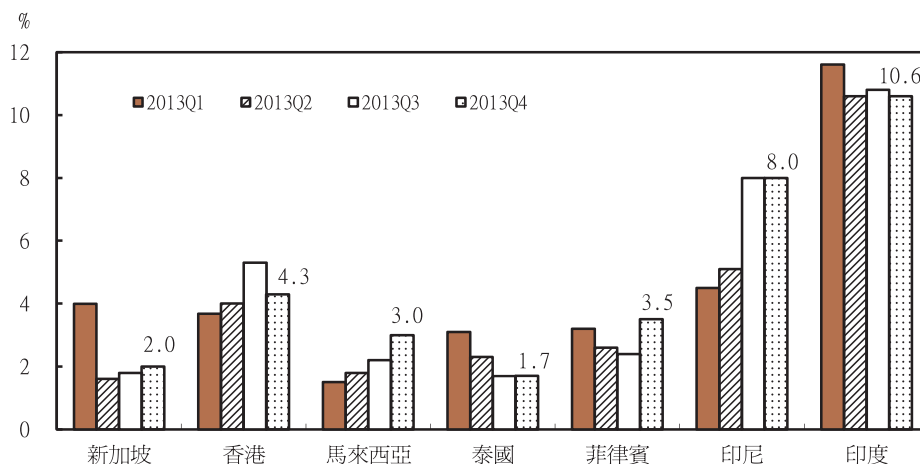


資料來源：Thomson Reuters Datastream。

13)。2014年受全球景氣復甦影響，預期通膨率將略高於2013年。

貨幣政策方面，2014年初以來，印度因通膨升溫，於1月升息1碼至8.00%；泰國則

圖13 亞洲新興經濟體消費者物價年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

為避免政治動盪影響經濟成長，於3月調降政策利率1碼至2.00%，係近3年新低；其餘

國家維持政策利率不變。

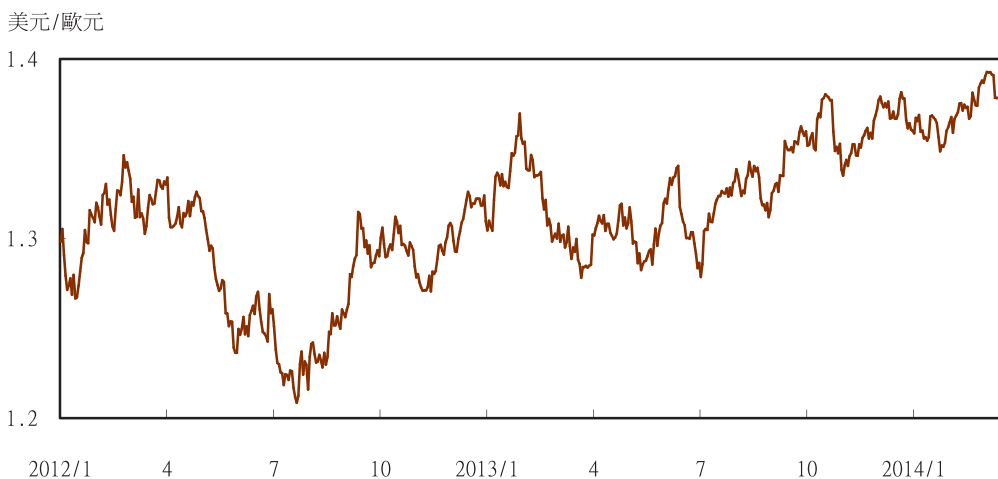
捌、歐元先升後貶，日圓轉強，亞洲新興國家貨幣升貶不一

一、歐元震盪走升後略回貶

2014年初，歐元對美元呈區間震盪走勢；2月中旬後，受歐元區零售銷售及經濟成長率優於預期之激勵，緩步走升至3月中

旬之高點。隨後，因烏克蘭政治動盪及歐元區通膨成長率低於預期而略回貶，至3月31日為1歐元兌1.3771美元，較2013年底微升0.2%(圖14)。

圖14 歐元對美元匯率



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

二、日圓轉強

2014年1月起，由於日本經濟表現佳，加以美國開始縮減購債規模，致新興經濟體金融市場動盪，日圓避險需求升高，日圓由1月1日之1美元兌105.245日圓低點，升至2月3日之100.99日圓，隨後，大致在101.5~103.4

日圓區間徘徊。3月中因俄羅斯與烏克蘭之地緣政治風險升溫，日圓隨避險需求再度升高而走升；3月下旬，由於市場預期日本央行可能進一步寬鬆貨幣政策以因應4月起消費稅上調之影響，日圓略趨疲軟，至3月31日為1美元兌103.215日圓，仍較2013年底升值2.0%(圖15)。

圖15 美元對日圓匯率



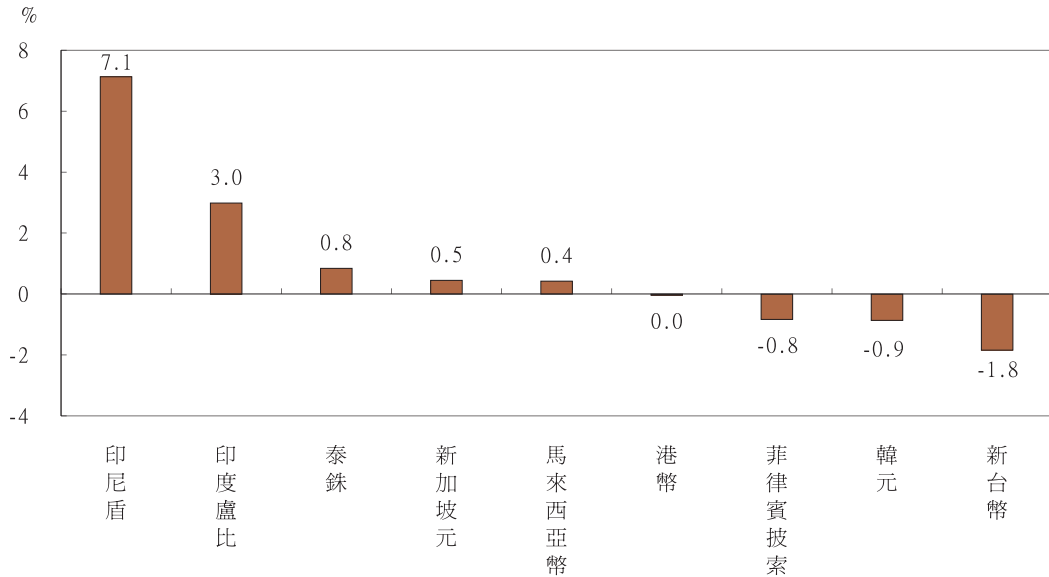
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

三、亞洲新興國家貨幣升貶不一

2014年初，因市場預期Fed將加快QE退場速度，資金流出亞洲新興市場，多數亞洲新興國家貨幣走貶，惟3月底市場預期中國大陸將採取措施提振經濟，部分亞幣由貶轉

升。2014年第1季印尼因外匯存底增加、經常帳逆差縮減及通膨放緩，印尼盾回升幅度最高，3月31日與2013年底比較，對美元升值7.1%(圖16)。

圖16 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2014年3月31日與2013年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

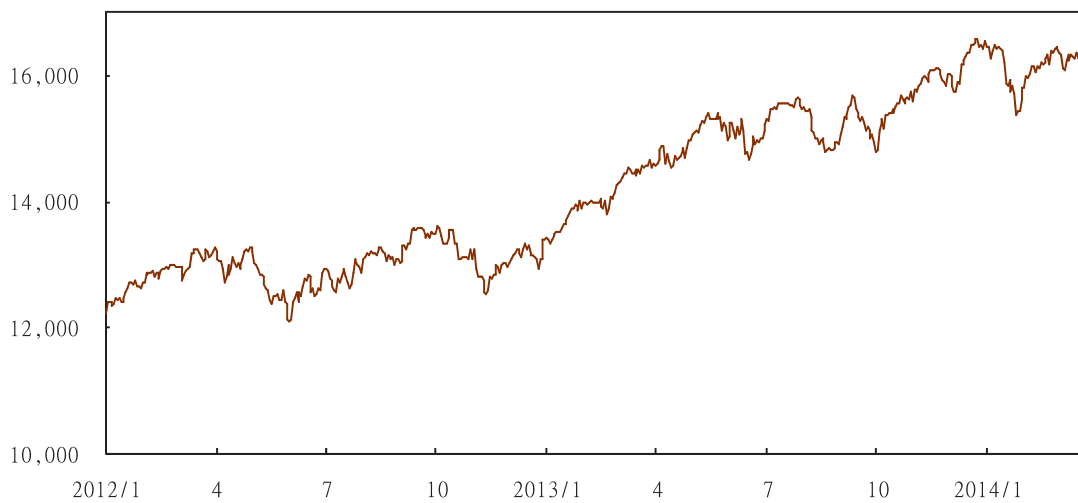
玖、國際股市漲跌互見

2014年初IMF及世界銀行上調2014年全球經濟成長率預估值，在市場樂觀氣氛下，歐美股市震盪走升。2月起，受嚴寒氣候、美國經濟表現不如預期等影響，歐美股市走跌。之後，因美國2月製造業PMI升至4年來新高，以及諸多企業財報表現佳，加以歐元區2013年第4季經濟由衰退轉為成長，激勵歐美股市反轉上揚。3月31日與2013年底比較，美國那斯達克及泛歐道瓊股價指數分別上漲0.5%及2.9%，美國道瓊工業股價指數則下跌0.7%。

日本方面，因日圓匯價走強，以及經常帳逆差擴大創歷史新高，股市自2013年底之高點下滑。2014年2月初以來，由於日圓回貶，以及日本央行宣布擴大寬鬆貨幣政策，日股反彈回升；惟3月31日與2013年底比較，仍下跌9.0%，在各國中表現相對較弱。

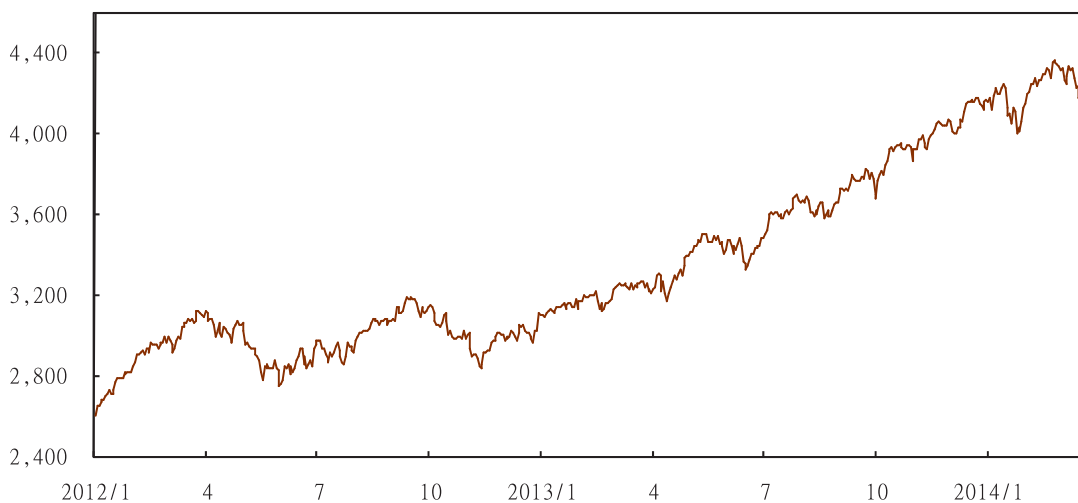
2014年初以來，由於美國QE緩步退場，市場不確定性降低，多數亞洲新興經濟體股市震盪走升(圖17、圖18、圖19、圖20、圖21)。

圖17 美國道瓊工業股價指數



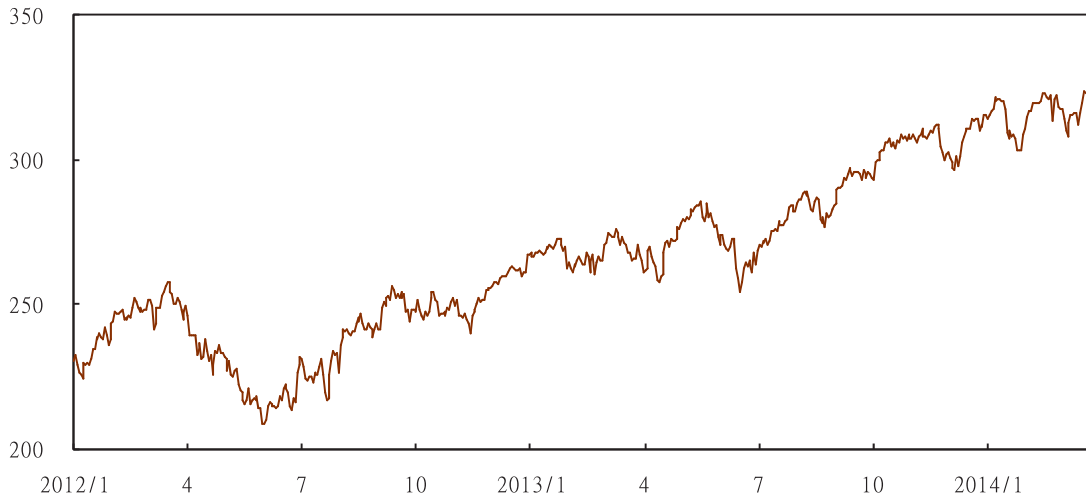
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

圖18 美國那斯達克股價指數



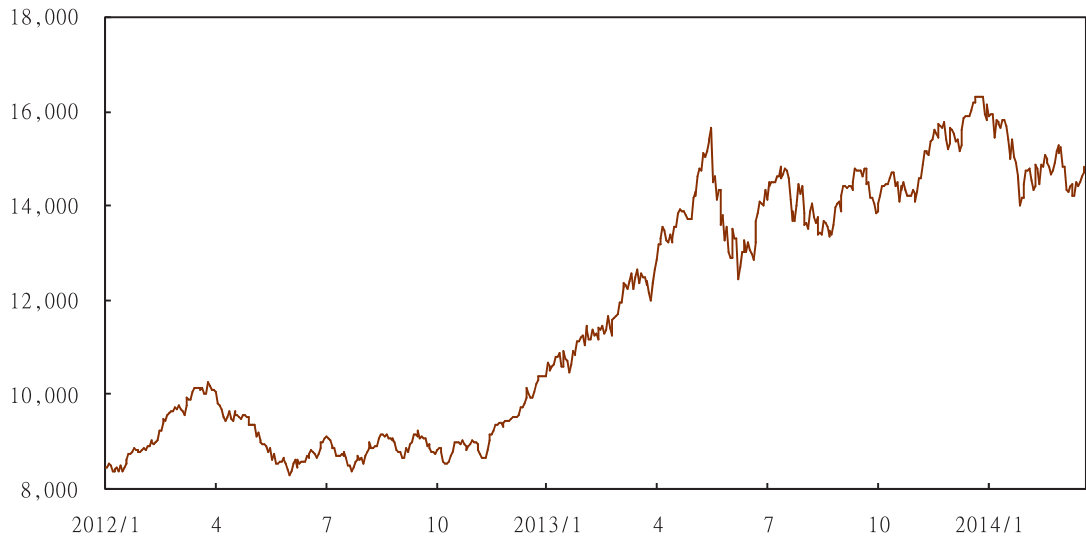
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

圖19 泛歐股價指數



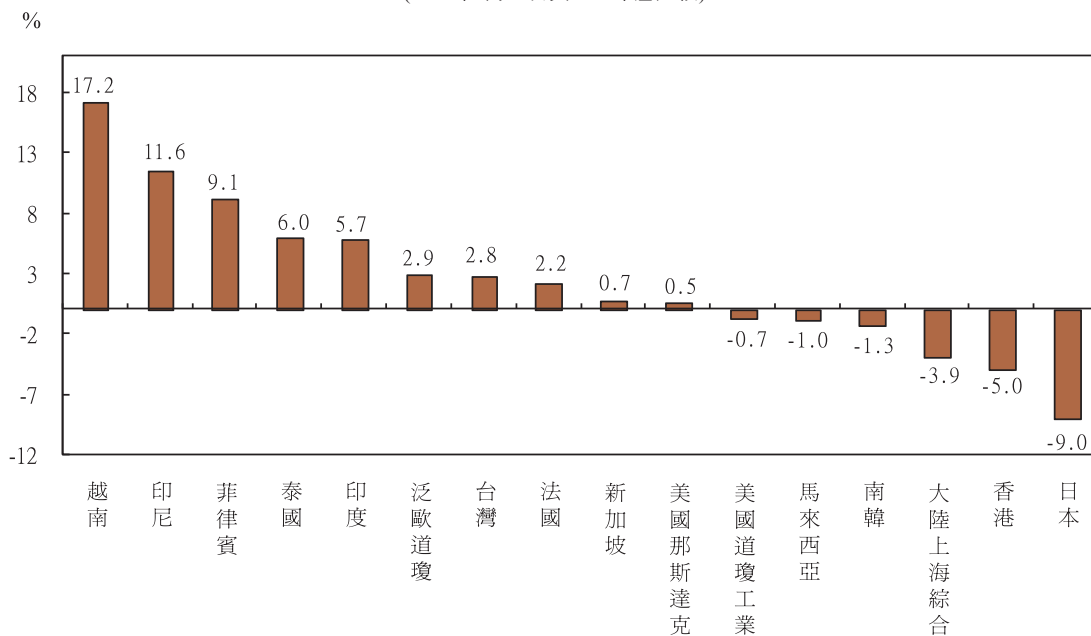
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

圖20 日本225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

圖21 國際股價變動幅度
(2014年3月31日與2013年底比較)



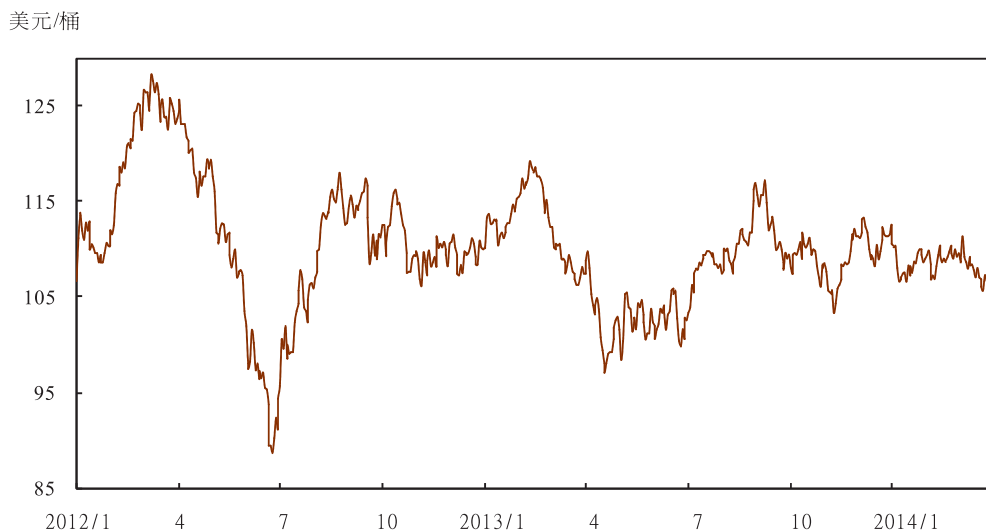
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

拾、國際原油價格下跌，穀物及黃金價格上漲

2014年初以來，歐、美放寬對伊朗之經濟制裁，伊朗及伊拉克等原油出口續增，雖然利比亞動亂再起，加以俄羅斯與烏克蘭緊張情勢一度升溫，惟美國釋出戰備儲油後，國際油價仍緩步走跌，至3月31日為每桶

106.02美元，較2013年底下跌3.84%(圖22)。美國能源資訊署(EIA)3月預測2014年布蘭特原油平均價格為每桶104.9美元，低於2013年之108.7美元。

圖22 布蘭特原油價格

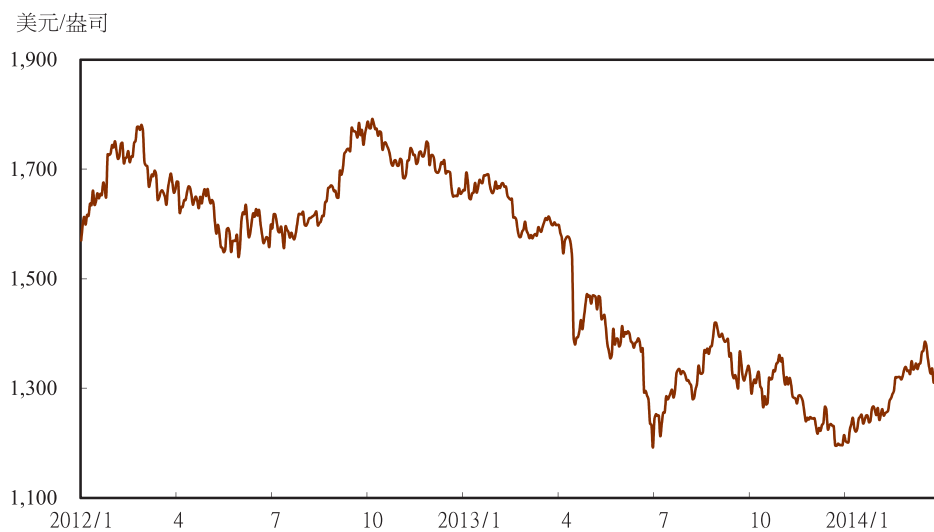


資料來源：Thomson Reuters Datastream。

國際黃金方面，2014年初以來，因中國大陸及印度實體黃金需求仍殷，加上Fed開始縮減購債規模，引發新興經濟體金融市場動盪，加上俄羅斯與烏克蘭之緊張情勢，推升黃金避險需求，金價翻揚。至3月16日烏克蘭之克里米亞公投決議加入俄羅斯後，

俄羅斯稱無意再併吞東烏克蘭，避險需求放緩，且3月19日Fed宣布續減購債規模，Yellen則暗示最快2015年中升息，持有黃金機會成本漸高，金價走跌，至3月31日為每盎司1,291.75美元，惟仍較2013年底上漲7.51% (圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

穀物方面，2014年1月以來，北美、黑海地區及巴西等穀物產地天候不佳影響收成，Thomson Reuters穀物期貨價格指數自近年低點回升。3月起，復因市場擔憂烏克蘭緊張情勢影響其小麥、玉米等出口，穀物期貨價格指數持續攀高，至3月31日為427.20

點，較2013年底大漲14.62%(圖24)。

雖然原油價格疲軟，惟受穀物等農產品價格及金價上漲影響，2014年3月31日Thomson Reuters/ Jefferies CRB期貨價格指數為304.67點，較2013年底上揚8.74%(圖24)。

圖24 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與CRB期貨指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

拾壹、全球經濟仍面臨諸多風險

2014年Fed已開始縮減資產購買規模，其後續外溢效應可能引發國際金融市場動盪；歐元區低通膨之風險仍存；中國大陸經濟成長可能因結構調整而大幅減速；以及日本調升消費稅稅率恐不利其民間消費等，均

為影響2014年全球景氣復甦之不確定因素。

G20則指出，全球在部分地區仍面臨需求疲弱的問題，金融市場尚未穩定，債務水準依舊位於高點，經濟仍面臨重大挑戰。

國內經濟金融日誌

民國103年1月份

- 1日 △金管會擴大公司股東會電子投票之適用範圍，資本額50億元以上且股東人數達1萬人以上之上市（櫃）公司，召開股東會應採電子投票。
- 6日 △金管會開放有價證券先買後賣當日沖銷交易。
- 8日 △美國商業環境風險評估公司（簡稱BERI）公布之2013年第3次「投資環境風險評估報告」指出，台灣投資環境評比在全球50個受評國家中排名第3，僅次於新加坡及瑞士，在亞洲地區排名第2。
- 14日 △美國智庫傳統基金會公布2014年經濟自由度指數，台灣在185個經濟體中排名第17，較2013年進步3名。
- 20日 △為因應兩岸民眾旅遊需求，繼臺灣銀行及兆豐銀行後，中國銀行台北分行開辦向台灣地區金融機構提供人民幣現鈔提存服務。
- 27日 △金管會修正「信用合作社非社員交易限額標準」，開放信用合作社對中小企業法人及非營利法人辦理非社員授信。
△經濟部推出總額度300億元之「中小企業創新發展專案貸款」，並提供週轉性貸款1年及資本性貸款2年之1%利息補貼，估計約3,000家中小企業可受惠。
- 28日 △金管會函令開放銀行及其國際金融業務分行（OBU）得兼營代理買賣外國債券之證券經紀業務，並放寬證券商代理買賣外國債券業務範圍，不以次級市場為限。

民國103年2月份

- 10日 △中華開發金融控股公司董事會通過將以每股現金新台幣13.40元，以及0.2股該公司新發行普通股，以股份轉換方式取得萬泰銀行100%股權，預計7月底完成轉換。
△金管會函令，境外華僑及外國人得以投資發行公司海外可轉換公司債轉換之國內有價證券，向原借款機構辦理外幣借款，不受華僑及外國人投資證券管理辦法第25條第1項準用第21條第3款不得為放款或提供擔保之限制。
- 14日 △為增進匯款效率及降低民眾匯款成本，中央銀行規劃建置之外幣結算平台，開辦

兩岸間美元匯款。

△金管會函令開放同一身分編號境外華僑及外國人，存放於不同期貨商客戶保證金專戶間同幣別贖餘款項得相互撥轉，期貨商應依臺灣期貨交易所股份有限公司之規定辦理撥轉相關作業。

- 17日 △為降低國內銀行間外匯交割風險，以及提升交割效率，中央銀行邀集財金資訊公司及兆豐國際商業銀行，共同規劃建置之銀行間「款對款同步收付」(Payment Versus Payment；PVP)機制正式營運，不僅提供新台幣與美元之即時同步交割，並可擴及美元與人民幣交易。
- 18日 △金管會函令發布國際證券業務分公司設立標準及其辦理帳戶保管業務、外幣拆款及借款額度、業務之商品範圍、定期申報財務業務、外匯業務等相關管理規範。
- 19日 △中華郵政與永豐銀行合作，在全台165個國際匯兌經辦郵局，增加開辦人民幣匯出及匯入匯款業務。
- 24日 △財政部公布「財政健全方案」，將分別自積極提升公股事業經營效率、檢討民營化與釋股政策、引進民間資金參與公共建設、全面推動資產活化、適時調整稅制，檢討不符國際趨勢及不合時宜之稅制等5個面向，多元籌措財源，蓄積財政能量，以利重大政策順利推動。

民國103年3月份

- 5日 △行政院長主持「自由經濟示範區金融服務啟動典禮」，宣布開放12家證券商設立國際證券業務分公司(OSU)，以及銀行國際金融業務分行(OBU)辦理金融業務改採負面表列。
- △金管會函令開放證券商得以自有資金投資符合規定比率之興櫃股票及私募基金。
- 10日 △行政院核定「促進青年就業方案」，預計投入140億元經費，以3年期程推動64項計畫，協助15萬青年就業。
- 11日 △為符合國際間電子投票平台的整合趨勢，金管會核准國內建置電子投票平台之臺灣集中保管結算所股份有限公司與臺灣總合股務資料處理股份有限公司進行合併，兩家公司合併後存續主體為集保公司。
- 17日 △金管會開放證券商經向中央銀行申請證券業務相關之外幣間即期外匯交易業務，並取得許可者，得辦理該種業務。

- 26日 △為衡平先買後賣現股當日沖銷交易機制，增加投資人交易策略運用，金管會宣布開放投資人先賣後買現股當日沖銷交易措施，訂於6月30日實施。
- 27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%。
- 31日 △金管會放寬證券投信事業募集資金之投資限制，開放平衡型基金及一般型基金得投資高收益債券，投資總金額分別不得超過基金淨資產價值之30%及10%，以及放寬投信基金投資於轉換公司債得不受信用評等限制。

國際經濟金融日誌

民國103年1月份

- 1日 △拉脫維亞於2014年1月1日成為第18個歐元區成員國。
- 6日 △美國參議院以56票比26票通過Janet Yellen擔任聯準會主席之任命案，Janet Yellen將於2014年2月1日正式上任。
- 7日 △中國國務院公布「有關加強影子銀行監管新規之通知」，內容分為影子銀行概念、明確影子銀行的監管責任分工，以及如何加強監管制度等三大部分。其中將影子銀行分為主要三類：（1）未具金融執照、完全無監管之信用仲介機構；（2）未具金融執照、監管不足之信用仲介機構；（3）具金融執照、但監管不足或規避監管之業務（如貨幣市場基金等）。
- 14日 △世界銀行（World Bank）之「全球經濟展望報告」（World Economic Prospects）指出，由於高所得國家經濟好轉，因而上修2014年全球經濟成長率預測值至3.2%，2015年則為3.4%，惟認為若美國縮減量化寬鬆購債規模步調出乎市場預期，恐將重創發展中經濟體之經濟發展。
- 21日 △國際貨幣基金（IMF）之「世界經濟展望更新報告」（World Economic Outlook Update, WEO）指出，由於先進經濟體經濟復甦，及新興經濟體因出口反彈帶動經濟成長，自2013年下半年以來，全球經濟動能逐漸增強，因而上修2014年全球經濟成長率0.1個百分點至3.7%，2015年則為3.9%。
- 21日 △Global Insight之「全球經濟展望報告」（Global Executive Summary）指出，英國、美國及德國等先進經濟體將是帶動未來經濟成長之主力，預測全球經濟成長率將從2013年的2.5%提高至2014年的3.3%，2015年則為3.8%。
- 27日 △日圓大幅貶值加重日本進口成本，加上311東北震災後全國核電廠停擺，導致天然氣等能源進口大幅增加，2013年日本貿易逆差較2012年大增65.3%，達11兆4,745億日圓之歷史新高。
- 28日 △由於通膨仍高，為確保經濟持續朝通膨減緩（disinflation）的方向發展，印度央行宣布升息1碼，將附買回及附賣回利率分別上調至8.00%及7.00%；現金準備率則仍維持4%不變。

31日 △2014年以來因美國聯準會逐步縮減購債規模，加以投資人擔憂新興國家政局動盪及金融不穩，資金大量流出新興市場，其中經常帳逆差或財政赤字嚴重之巴西、印度、印尼、南非、土耳其、阿根廷、智利及俄羅斯的貨幣大幅貶值，尤以阿根廷披索劇貶逾18%，幅度最高。

民國103年2月份

- 10日 △中國社科院預測2014年中國大陸GDP成長率為7.5%，消費者物價指數年增率為3.0%，並表示經濟減速、房價波動、產能過剩、金融亂象及地方政府債務偏高等為中國大陸當前面臨的風險。
- 12日 △英國央行修正前瞻式指引，不再以失業率門檻作為升息時機之參考，而聚焦於更廣泛的經濟指標，包括閒置產能、勞動參與率、平均工時、招募員工困難度、薪資成長與非全職員工雇用情況等。央行表示，失業率現已降至7.1%，並預測明年初將降至6.5%，但閒置產能僅緩速下降，故修正前瞻式指引之參考指標，期盼未來2~3年內利率調升前可進一步消化閒置產能。
- 12日 △美國國會正式通過無條件將債務上限延長至2015年3月16日，解除美國政府可能面臨之債務違約風險。
- 18日 △日本央行決議將「激勵銀行放款工具（Stimulating Bank Lending Facility）」與「支援成長資金工具（Growth-Supporting Funding Facility）」等兩項對銀行提供之低利融通工具，規模分別增加1倍至30兆日圓及7兆日圓，申請期限則延長1年至2015年3月底，藉以激勵銀行增加放款，並暗示對未來進一步擴大寬鬆貨幣持開放的態度。
- 22日 △由於烏克蘭政府於2013年11月宣布拒簽「歐盟政治和自由貿易協定」，引發親歐派不滿，並爆發2004年以來最嚴重的群眾示威。總統Viktor Yanukovych遭到罷免與通緝，並由親歐派組成臨時政府。
- 24日 △信評機構穆迪（Moody's）將西班牙債信評等調高一級至Baa2，展望也上調至正面，因該國在恢復經濟平衡、結構改革方面取得進展。
- 25日 △歐盟執委會將2014年歐元區經濟成長率由1.1%上修至1.2%，2015年則由1.7%上修至1.8%，並預期通膨率低於2%的情況將持續至2016年，惟預計不至發生通縮情況。

民國103年3月份

- 11日 △南韓與加拿大完成自由貿易協定談判，若協定文件簽署及國會批准程序進展順利，預定於2015年生效。
- △OECD之「期中經濟評估報告」(Interim Economic Assessment)指出，2014年年初先進經濟體受暫時性因素影響，經濟成長可能略顯疲軟，惟預期下半年動能將逐漸提升；新興經濟體則可能因金融緊縮及結構性因素導致經濟成長減緩，拖累全球經濟復甦腳步。
- 12日 △泰國央行宣布將政策利率調降0.25個百分點至2%，為3年來最低水準，以避免政治動盪影響經濟成長。
- 13日 △紐西蘭央行宣布調升官方現金利率0.25個百分點至2.75%，以抑制物價上漲，為近年來第1個調升利率的已開發國家。
- 15日 △中國人民銀行宣布自3月17日起，將銀行間即期外匯市場人民幣對美元交易之每日浮動區間，自中間價格上下1.0%擴大至2.0%。
- 19日 △Fed決議自4月起將購債規模由每月650億美元縮減至550億美元，並修正前瞻指引，改以包括就業、通膨及金融情勢等廣泛數據作為利率調整之考量。
- 28日 △為因應4月1日起調高消費稅稅率可能對經濟產生的衝擊，日本政府宣布將加快實施2014財政年度之財政支出。預計在2014財政年度前三個月(4月至6月)執行年度總預算之40%，並在上半年度內完成60%。

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1期)

發行人：彭淮南
主編：林宗耀
編輯委員：陳一端 林淑華 李光輝 張炳耀
汪建南 黃富櫻 彭德明
行政編輯：邱禎源
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) 2357-1720
出版年月：中華民國 103 年 3 月
創刊年月：中華民國 68 年 3 月
定價：新台幣250元

展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。(請洽承辦人邱禎源，電話：2357-1720) ◆

拒絕邊緣化 臺灣要區域整合

臺灣地狹人稠、缺乏資源，卻能夠創造經濟奇蹟，靠的就是不斷拓展國際貿易，並將國內產業與全球貿易鏈結！

近年為排除關稅歧視以及非關稅貿易障礙，我國努力加入WTO，卻因為杜哈多邊談判延宕，使得自由貿易協定(FTA/ECA)在各國間盛行，嚴重排擠我國產業，解決之道就是加入FTA遊戲中，跟各國打成一片。

近期政府積極改善兩岸關係，簽署ECFA以及其他20項兩岸協議，還跟紐西蘭與新加坡簽署經濟合作協定，提升免關稅貿易量！並進一步與美國恢復TIFA諮商、和歐盟進行堆積木策略對話、和印度與印尼完成FTA共同研究。

紐西蘭、新加坡都是在ECFA簽署後才決定與我國展開談判，因此服貿協議遲不通過，恐影響其他國家與我洽簽經濟合作協定，與中國大陸接觸，是我國走向世界的必經之路，懇請立法院儘速審議服貿協議，讓臺灣經濟發展迎頭趕上！

自由貿易區的迅速形成

歐盟已生效FTA

- 歐盟—墨西哥自由貿易區
- 歐盟—智利自由貿易區
- 歐盟—南非自由貿易區
- 歐盟—韓國自由貿易區

歐盟(EU)

臺灣合作
理事會
(GCC)

東協+3

東協自由
貿易區
(AFTA)

RCEP

東協10國+
陸日韓紐澳印

東協已生效FTA

- 東協—紐澳自由貿易區
- 東協—印度自由貿易區
- 東協—中國大陸自由貿易區
- 東協—日本全面經濟夥伴協定
- 東協—韓國自由貿易區

北美自由貿易區
(NAFTA)

CAFTA-DR
中美洲自由貿易協定

跨太平洋夥伴
協定(TPP)

P12：智利、汶萊、新加坡、
紐西蘭、美國、秘魯、
澳洲、馬來西亞、越南、
日本、加拿大、墨西哥

南方共
同市場

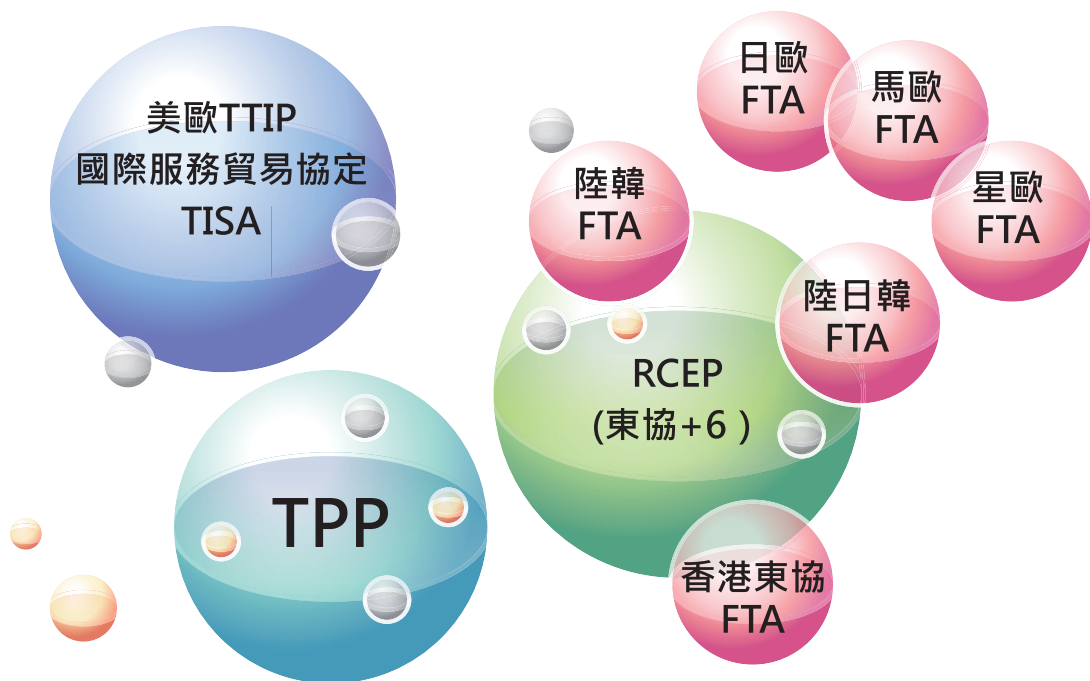
(MERCOSUR)

當別人走向世界 我們不能畫地自限

2000年至2008年間，我國僅與中美洲5個邦交國簽署4個FTA。主要原因在於兩岸敵對，其他國家缺乏與我洽談經貿協定之誘因，由此可知「從世界走向中國」之作法並不可行。2010年起，我國與中國大陸、日本、美國、紐西蘭與新加坡經濟合作有重大進展。同時也與印度、印尼完成FTA共同研究，證明「同時走向世界及中國大陸」之策略確實有效。

1984年7月肯德基炸雞進來了，反而刺激本土炸雞排的盛行；星巴克咖啡進來了，但本土產業很快學習到經營模式，發展出像85度C等臺式咖啡連鎖店，甚至創意加值，行銷世界。臺灣產業並非弱不禁風，我們要對自己有信心。如今正處在關鍵時刻，我們最重要的工作，就是加快自由化與市場開放的腳步，團結一致，向世界舞臺大步走。

2014年到2016年：將是亞太及全球區域整合爆炸期



臺灣有機會 更要掌握這個機會

大陸逐漸從「世界工廠」轉變為「世界市場」。我國服務業發展較早，在技術及管理經驗上具有優勢。加上兩岸同文同種，中國大陸可以成為我國服務業擴大經營規模、發展世界品牌的好機會。兩岸服貿協議中，我方爭取到陸方80項超出其WTO承諾的優惠。

中國大陸開放項目並非只包含大企業經營的服務業，還有許多適合中小企業經營的行業，例如：電腦相關服務、一般商品零售、市場調查、攝影、包裝裝潢品的印刷、影印、筆譯和口譯、旅行社、環境服務等。

根據以往經驗，許多臺灣中小企業赴大陸發展後，在廣大市場的支持下，逐步成長為大型企業，例如：象王洗衣、都可茶飲、85度C、麗嬰房、自然美等。進一步開放陸資來臺，也將刺激本地消費市場，例如場地、裝潢、日常消費、物流及餐飲旅遊等，為臺灣中小企業創造進一步發展空間。

面對韓國、日本等FTA全球佈局遙遙領先，
對臺灣而言，FTA雖非萬靈丹，卻是救命丸

取得貨品、服務及
投資的公平立足點

避免產業斷鍊、
外移風險

同等重要

推動國內法制革新及
國際接軌的外部壓力

區域經濟整合落後 臺灣要急起直追

韓、星、港到處簽FTA，臺灣13年來在區域經濟整合落後，臺灣雖然在企業通路行銷和國際化程度不如南韓、新加坡，做為中國大陸的門戶地位也不如香港，但臺灣的整體經濟發展策略確是上述各國與地區中最为穩健務實者，尤其製造與工程能力更具有世界級的競爭力。

金融風暴與歐債危機後，全球經濟成長重心逐漸東移。臺灣的最佳策略就是融入以美國為關鍵的「跨太平洋夥伴協定」(TPP)，及以東協為核心的「區域全面經濟夥伴協定」RCEP，將全球市場轉變成國內市場、全球生產資源轉變為國內生產資源、全球生產技術轉變為國內生產技術，使所有臺灣企業與外國企業在國際市場上公平競爭。這是維持臺灣永續經濟成長的不二法門。

星、韓、臺已生效FTA占貿易額之比較表

新加坡



已生效FTA國家(共31國)占貿易總額70.77%
2002年全球第15大服務貿易國，2012年排名第8

韓國



已生效FTA國家(共48國)占貿易總額36.81%
2002年全球第14大服務貿易國，2012年排名第12
(韓國與加拿大已於2014年3月11日宣布將正式簽署FTA，加拿大占韓國貿易總額0.92%)

臺灣



已生效FTA國家僅占貿易總額4.81%
2002年全球第18大服務貿易國，2012年排名第27
(臺灣若再加上已與新加坡簽署之FTA，則已簽署之FTA占貿易總額9.69%)

資料來源：Global Trade Atlas Navigator資料庫2013年12月