

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第37卷第1期

中央銀行 編印  
中華民國 104 年 3 月

# 中央銀行季刊

第37卷 第1期

中央銀行 編印

中華民國 104 年 3 月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第37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

我國總體金融穩定健全指標之評估與建構.....	侯 德 潛	3
-------------------------	-------	---

### 經濟金融動態

#### 國內經濟金融情勢（民國103年第4季）

總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	35
國際收支 .....	國 際 收 支 科	45
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	53
金融市場 .....	金 融 統 計 科	59
	國 內 經 濟 科	
	國 際 收 支 科	

國際經濟金融情勢（民國103年第4季） .....	國 際 經 濟 科	79
---------------------------	-----------	----

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國104年1月至3月） .....	國 內 經 濟 科	101
國際經濟金融日誌（民國104年1月至3月） .....	國 際 經 濟 科	105



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(104年3月26日發布)

## 一、國際經濟金融情勢

年初以來，美國經濟穩健成長，歐元區略有改善，日本則仍疲弱，中國大陸等新興市場成長續緩，Global Insight 預測本年全球經濟成長率為2.9%，略高於上年之2.7%；惟市場預期美國將升息、美元維持強勢，歐元區及日本則擴大量化寬鬆措施，益以國際油價及金融資產價格波動擴大，影響金融市場穩定，全球景氣仍具不確定性。

## 二、國內經濟金融情勢

(一) 因全球景氣仍緩，出口成長略緩，惟能源價格下跌，消費者信心增強，有利民間消費回溫，民間投資成長亦可望回升；主計總處預測本年第1季經濟成長率為3.50%，未來幾季可望再提高，全年為3.78%。

隨景氣回溫，勞動市場情勢續有改善，就業人數穩定增加，2月失業率降至3.69%，係90年2月以來新低；在企業獲利增加及政府呼籲下，廠商加薪轉趨積極，上年工業及服務業薪資成長3.58%，增幅為近4年最高。

(二) 受國際原油等原物料價格大幅下跌影響，上年9月以來，消費者物價

(CPI)年增率下降，本年1至2月平均降為-0.56%；主計總處預測第1季為-0.33%，惟將逐季回升，全年為0.26%，主要機構預測值亦多在1%以下。

至於1至2月不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為1.21%，且預期全年漲幅溫和。

能源價格下跌，帶動國內相關商品及服務價格下滑，致通膨預期下降，惟油價自上年年中即呈下跌，在比較基期漸低之下，油價對國內物價的影響將逐漸減弱。

(三) 本行透過公開市場操作，調節市場資金，金融機構淨超額準備維持在適度寬鬆水準，金融業隔夜拆款利率持穩；銀行授信穩定成長，本年1至2月平均年增率為4.91%，貨幣總計數M2年增率亦維持於目標區內，1至2月平均為6.19%，足以充分支應經濟活動所需資金。

## 三、本日本行理事會一致決議

考量全球景氣復甦仍具不確定性，在國內經濟穩健成長、通膨低緩與通膨預期下降屬暫時性現象下，本行理事會認為政策利率維持不變，有助物價與金

融穩定，並促進經濟成長。

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%。

四、為維持金融穩定，本行自99年6月以來，採行一系列針對性總體審慎措施，控管金融機構不動產授信風險，已見成效；益以政府相關部門致力不動產租稅負擔合理化等政策，目前房市交易降溫，房價上漲預期心理趨緩。

五、美、日及歐洲相繼採行量化寬鬆措施，

產生外溢效果，國際資金大量且頻繁進出，影響國內外匯與金融市場之穩定。

如因不規則因素(如短期資金大量進出)及季節性因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不利於經濟與金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

六、本行將持續密切注意實際的通膨及其展望與產出缺口等國內外經濟金融情勢之變化，彈性採取妥適的貨幣政策，以達成本行法定經營目標。

# 我國總體金融穩定健全指標之評估與建構\*

侯德潛\*\*

## 摘 要

為建立可衡量總體金融穩定之健全指標，以詳實反映臺灣銀行業整體情勢與金融壓力，本文依據金融危機主因係資產價格過度投機所導致信用膨脹的觀點，利用頻譜分析理論的寬頻濾波法來實證建構臺灣金融循環的指標與波型，其歷次波峰可詳實掌握自1975年以來本土金融壓力的轉折時點；同時，針對當前金融循環的波動幅度來觀察，我國整體金融循環波型已愈趨平坦，即循環週期的平均每季振幅逐漸減緩，顯示當前臺灣總體金融情勢呈現穩定。

本文所建構臺灣總體金融循環的指標與波型，可顯現出「金融不穩定的矛盾：當金融體系似乎最健全的時候，通常就是最脆弱的時候」，意即金融壓力風險總是發生於金融循環訊息指標位居高峰(好景)的時段，而這正是傳統金融健全指標與金融壓力指標並無法在事前顯現危機的根本原因。

\* 本文102年12月已於金融穩定評估會簡報；作者感謝鍾教授經樊、郭教授炳伸及陳教授南光指正，經研處蔡專員曜如資料提供、金檢處盧月雲協助資料處理；惟文中錯誤概由作者負責，所有論點皆屬個人意見，與服務機關無關且不代表中央銀行立場。

\*\* 作者為中央銀行金融業務檢查處研究員。



## 壹、前言

傳統總體經濟理論認為貨幣金融僅是實質部門的一層「面紗」，總體景氣循環直接影響金融穩定，銀行擠兌並不是完全的隨機事件，金融恐慌是由經濟蕭條所觸發(Gorton, 1988)，所以金融危機通常與景氣循環存在著緊密關聯，甚至景氣的轉折現象也曾使用過「危機」一詞來加以描述(Juglar, 1862)。相對的，如同非主流經濟學家<sup>註1</sup> Charles P. Kindleberger對歷年金融危機過程的具體說明，金融市場在本質上具有「狂熱、恐慌及崩盤」的不穩定特性(Kindleberger, 1978)，這就是Hyman Minsky (1992)「金融不穩定假說」所主張：金融市場的內在動力會引發信用與資產價格大幅膨脹及萎縮；且此種「金融循環」也驅動了經濟的繁榮與蕭條，以致貨幣信用擴張與收縮的榮枯起伏對經濟景氣循環亦具有重大的影響作用(Wicksell, 1898)。

金融循環中影響社會最重大的事件是金融危機，金融危機的特色是影響大、傳遞快，事前沒有徵兆。雖然在實務上國內外皆採用「事件分析法」，嘗試在金融危機之後找出在事件發生當時或之前，變動較大的不同總體變數資料，並經標準化及線性組合方式整合為單一的加總指標，再利用綜合指標大幅變動所發出警訊來驗證其壓力表現；然而利用市場價格雖然可以獲得市場情勢的同

時(concurrent)指標，但卻顯然沒有足夠的因應時間來研擬抗衡對策(Shin, 2013)；且由於此種分析方法是在受危機事件重大影響的經濟與金融變數間來挑選指標，所以「事後」多能反映其效果，例如國際貨幣基金的金融壓力指標驗證(IMF, 2010；Chamon and Crowe, 2012)。但是，這有個重要的「倒果為因」前提，如果能假定在未來會有與過去幾乎類似的金融危機一再重演，則事件分析法也就理當可以發揮其指標示警功能。

若回過頭來觀察近年影響臺灣的金融波動事件，自1997年7月亞洲金融(通貨)危機、1998年6月本土性企業金融(信合社擠兌)風波、2000年9月網路科技(股價)泡沫、2005年下半年本土性消費金融雙卡(信用與現金卡)風波、2008年7月全球金融(美國次貸)危機，至2011年9月歐債(主權債務)危機<sup>註2</sup>，我們卻愕然發覺每次金融風暴的原因與影響都不一樣，這又怎能期待可從截然不同的過去危機經驗，來預測或因應未來可能又完全不同的金融危機壓力呢？

經檢視歷史上的金融危機事件，Alessi and Detken (2009)曾經指出，當經濟過度承受風險如資產價格飆漲與信用急遽擴張時期，銀行以市價所衡量的槓桿趨低，意即在風險偏高時的風險溢價與波動反而會降低，以致當金融體系看起來似乎最健全的

時候，通常就是最脆弱的時候，這被稱為「金融不穩定的矛盾」(paradox of financial instability)；然而，當資產價格泡沫一旦破滅<sup>註3</sup>，賤價拋售資產及信用緊縮形成惡性循環，負債成了經濟個體的威脅與重擔，Irving Fisher (1932)的債務緊縮(debt deflation)過程清楚描繪了最近成熟經濟體典型的「資產負債表衰退」Koo (2003)；Reinhart and Rogoff (2011b)即發現，雖然金融危機的表象並不相同，然而本質幾乎沒有什麼不同：過度與持續的信用創造及資產價格泡沫永遠是金融危機明確的前提及觸發危機的重要因素。這是繼Kindleberger (1978)與Minsky (1982)強調資產價格過度投機所導致的信用膨脹才是金融危機主因之後，再一次說明了金融資產價格與貨幣信用循環正是金融危機事件分析的核心議題。

簡言之，金融循環與經濟景氣循環在學理上是總體金融穩定的一體兩面，儘管兩者分屬個別不同現象的循環，彼此間卻有密切的交互作用且又相互影響(Drehmann et al, 2012)；由於行政院國發會(原經建會)早已建立了臺灣景氣循環指標，但國內對於可詳實

反映臺灣銀行業整體金融情勢與壓力的金融循環指標，目前卻仍付之闕如。本文即嘗試利用信用與資產價格資料，搭配Christiano and Fitzgerald (1999)的寬頻濾波法(Band pass Filter)來評估與建構可展現我國總體金融穩定程度之健全指標，並近似描繪歷年臺灣金融循環的樣貌。

全文架構如下：除前言外；第二節先說明金融危機的特性與啟示，藉以探討及評估現行金融健全指標與金融情勢(壓力)指標的意涵；第三節為寬頻濾波法的說明與臺灣景氣循環驗證，由於濾波法並沒有檢定值可以從事統計假設檢定，因此先以國發會景氣循環基準日資料來確認其在經濟循環上的適用性，再進行金融循環的濾波法應用；第四節為臺灣金融循環實證說明，逐步利用1974至2012年的季資料，以寬頻濾波法來近似描繪臺灣的金融循環，除就循環波峰來探討臺灣金融循環轉折與金融壓力事件的關聯外，並與美日的金融循環週期與振幅來進行比較；且就整體循環觀察發現當前臺灣的金融情勢相對穩定；最後第五節為結論與建議。

## 貳、金融穩定健全指標之探討與評估

主流總體經濟學家深信理性、競爭與自由市場的基本假設，以致除了新興凱因斯學派所主張的價格僵固外，經濟體系具備良好的運作功能並能達成充分均衡(Walsh, 2009)；且由「理性」包裝的金融市場具有效率，所以資產價格能反映其基本面的內在價值(Fama, 1991)，故效率金融市場必定達成均衡，使金融不穩定與系統危機從根本排除。而在外部衝擊下金融市場雖然會暫時失靈，意即若將資訊不對稱(Akerlof, 1970)<sup>註4</sup>與代理人利益衝突<sup>註5</sup>等金融摩擦(frictions)加入基本面，僅會助長經濟波動，例如外生的金融加速衝擊效果將使經濟波動持續得更為長久(Bernanke et al, 1998)，但經濟體系終究將自動回復至一般均衡(general equilibrium)；若以2000年前後全球化與經濟大和緩(the Great Moderation)的現象來觀察，通貨膨脹穩定、產出波動減緩，益以金融創新盛行、結構化商品蓬勃發展，似乎更印證了主流經濟學理論的正確性(Christiano, 2005)。

就在金融產業一片欣欣向榮之際，不料2008年7月美國次級房貸危機卻在瞬間立即擴散成全球經濟金融的大災難；對全球經濟學界而言，以同年諾貝爾經濟學獎得主Paul Krugman的看法來說明金融危機的警訊，最為一針見血：「雖然有極少數的經濟

學者看出當前經濟危機的來臨，但大多數的預測均告失敗；更重要的是，經濟學者對市場經濟極有可能引發災難性的崩潰，皆一無所知(Krugman, 2009)」(侯德潛與吳懿娟，2010)。

### 一、全球金融危機的特色

本次金融危機的特色有三，事前無明顯跡象、瞬間全面擴散，且全球哀鴻遍野。其中，第一項特色是沒有明確徵兆(opacity)；在2008年英國女王拜訪倫敦政經學院(LSE)時，曾問道：為何在事前沒告訴我們有危機呢？(‘Why didn’t you tell us?’ Spaventa, 2009)；英格蘭銀行在2008年10月金融穩定報告中也承認「儘管…已經辨識出弱點，幾乎無人預估將造成全球金融體系如此的紊亂」。在金融危機發軔初始，縱然少數市場參與者或監理機構明瞭危機遲早會發生，也確實低估了嚴重性，且危機所孳生風險的力道與深度亦完全超乎預期。

相較於過去的金融危機，第二項特色是擴散速度(unfolding speed)。早期1980年代的墨西哥金融風暴及第三世界主權債務危機，需要經過數年的蘊釀；1997年東亞及1998年俄羅斯金融危機的發展進程達到高峰，經歷了數月；而美國次貸危機的全球急遽擴散，僅僅費時不到一天，甚至連策劃抗衡的時間

都所剩無幾(Trichet, 2011)。

第三項特色是全面的系統性影響(systemic focus)。儘管金融市場參與者與監理機構可能熟知個體層次或個別銀行的風險，但對廣泛涵蓋整個金融體系的風險累積發展與承受程度，卻根本無從瞭解，更遑論評估風險擴散的範圍與影響(Taylor, 2010)；而金融機構由於賤價拋售資產及信用緊縮形成惡性循環，儘管個別金融機構原先的風險管理良好，但銀行間或與影子銀行間的相互連結，導致流動性短缺的傳染(epidemic)與瞬間擴大，且根本無法預期損失，遂使金融體系與實質經濟遭受重創，例如許多銀行同時去槓桿化的信用緊縮風險彙集與共同作用，將導致市場流動性瞬間蒸發。

經歸納了主流總體經濟文獻所完全忽略的金融部門貨幣信用循環現象，雖然是表現在家計單位、企業與金融機構的過度槓桿行為及金融機構本身的期限錯配，並可歸因為金融體系的資訊不對稱，使理性經濟個體的決策期過短(Frankel and Froot, 1990)或經濟個體的短視(Turner, 2011)；但其根本成因有兩項：(1)「金融不穩定的矛盾」(Alessi and Detken, 2009)：為金融體系對風險或評價認知的侷限，如銀行常用的風險評量值，即風險值(VaR)、違約率(PD)與違約損失(LGD)等指標，在金融部門整體信用急遽擴張或緊縮的風險累積情況下，仍會有在繁榮期下降或衰退期上升的現象<sup>註6</sup> (Borio et al, 2001)；

(2)總合謬誤(fallacy of composition)：為金融體系對誘因與動機的侷限，即個體理性行為所造成未預期的集體總合結果，如市況不佳個別銀行審慎貸款所造成群聚(herding)效應(Denevow and Welch, 1996)的信用緊縮(credit crunch)；與誤認為「若且惟若(if and only if)個別銀行健全，則整體金融體系健全」(Borio, 2003a)，以致對於銀行資產負債表的個體審慎監控，僅關注銀行自身的清償力而不是整體市場流動性<sup>註7</sup>。

## 二、全球金融危機的啟示

世界主要國家僅重視個別銀行的審慎監理終致爆發全球金融危機，美國聯準會主席 Janet L Yellen 嚴厲批判為「屬於不對稱與局部監控，且充斥著監管缺口，致加重監理套利的可能性」(Yellen, 2009)，但這也確實反映出未能重視整體金融系統風險與評價認知的侷限。總結金融危機前國際審慎監理規範(即Basel II)所關注重點包括：

1. 審慎監理強調避免觸發銀行擠兌的政策干預時點(Goodhart et al, 1997)<sup>註8</sup>，及無法吸收紓困成本損失的因應能力，因此特別着重個別銀行財務操作的槓桿特性及以短支長的期限錯配，以致Basel II第1支柱「最低資本適足率」規定(Santos, 2001)的個別銀行損失清償力，被視成最佳解決方案；因而未能重視如流動性危機的系統風險、金融安全網的清理機制與問題的根源，即有關銀行



倒閉社會成本內部化(bail-in)的動機與誘因(Merrouche and Nier, 2010)。

2. 強調消費者(存款及投資人)保障與市場獨占控制力(LSE, 2010)，重視資訊不對稱問題、逆選擇與道德危險，及代理人利益衝突的扭曲，致關注個別金融機構經營穩健程度的查核及資訊不完美(Aghion et al., 2000)，遂使由1979年美國金融機構一致評等系統(UFIRS)所發展的金融機構財務評價標準CAMELS<sup>註9</sup>，成為各國金融業務檢查的主要規範，且聚焦於資本適足率、資產報酬率、資產規模集中度及資產品質等的個別銀行獲利率與清償力高低，此即Basel II第2支柱「監理審核程序」；因而未能重視如總體順景氣循環性(pro-cyclicality)，及金融體系內各機構間的相互關聯與共同曝險。

3. 強調銀行自我約制的動機相容性監理(Greenspan, 1996)，即只有銀行最瞭解自身的風險，且有最強的動機來掌控風險，運用個別銀行風險性(如風險值VaR)的相對衡量就可以有效區分銀行是否健全(Flannery, 1998)，致資訊揭露如Basel II的第3支柱「市場紀律」具重要性；因而未能免除忽視整體風險的金融不穩定矛盾，且未能重視如影子銀行中介活動、結構化商品發展及系統風險的累積。

4. 銀行體系以代表性經濟個體(representative agent)來表示，所有金融機構一視同仁，任何銀行倒閉的可能性與影響

力類似，且將共同曝險與系統失敗皆歸因於金融部門內部的傳染性與骨牌連鎖效果(Kaufman, 1994)，及個別機構本身特性所引發的衝擊效應(Allen and Gale, 2000)，致忽略了特別是系統重要性機構的不同影響，以及金融體系的總合謬誤，即誤認為只要個別銀行健全則整體金融體系健全，而只關注交易制度的效率改善與支付清算系統(Freixas and Parigi, 1998)的平順與穩固。

5. 強調總體經濟對系統風險的重要性只是「外生衝擊與擴大效應」，且不允许金融與實質部門的回饋反應與相互作用(Haldane et al., 2007)，以致基本上只考量特定時點外生衝擊對銀行壓力測試的靜態效果(CGFS, 2005)；因而未能重視金融機構間的相互關聯與互動，及具有集體行為傾向且有累積與擴大效果的共同曝險(Bernanke and Gilchrist, 1998; FSB, 2009)。

此次全球金融海嘯的肆虐，造成危機的基本問題並未改變，金融監管制度未能與金融創新同時並進發展，仍然是造成金融危機的重要成因(中央銀行, 2010)。危機主因正是金融監管缺口，即沒有專責機構來處理金融系統風險(Angelini and Panetta, 2011)。簡單的說，主要國家缺少了促進金融穩定的總體審慎政策，其主旨是防範危機於未然，在每一特定時點上，關注金融體系整體系統風險狀況，與風險累積、傳染及擴散等系統關聯性的抑制；並在時間歷程中，重視順景氣循

環效果的減緩，以促進金融與經濟體系的穩定(BIS, 2011)。

針對此波金融危機的啟示，美、英等主要國家學者專家與BIS、IMF、G20等國際組織及央行，自2009年初陸續提出金融監理興革計畫與建議<sup>註10</sup>：除強化銀行體系資本品質與水準、風險管理、限制銀行高階主管薪酬制度等金融機構個體審慎措施外；並強調應發展金融整體監督管控與衡量金融系統風險的必要工具，及加強總體審慎分析與研擬妥適對策；要言之，金融不穩定的矛盾及總合謬誤兩者同時顯現出個別銀行監理規範的不足，也開展了總體審慎政策的顯學。Basel銀行監理委員會(BCBS)於是採取了訂定新資本規定Basel III<sup>註11</sup>、規範全球系統重要性機構(G-SIFIs)、加強影子銀行監控等措施來因應；美國前聯準會主席Ben S. Bernanke即指出重點，包括：(1)必須考量金融體系整體的信用擴張、流動性、資產價格及財務槓桿等情勢；(2)必須強調系統風險與系統重要性機構之相互影響，及有秩序的清理機制(Bernanke, 2010)。

由於全球歷次的金融危機都具有其本身特性(idiosyncratic characteristics)，以致過去教訓未必能用以遏止未來不同的危機，更何況危機的風險亦無法準確地事先預知，「切記！金融監理者未能預見危機爆發，且不見得比你我懂得還多」(Cochrane, 2010)；因此除早期風險辨識與金融預警、平時實地及場

外個體與總體審慎監控，及因應危機的緊急應變狀況模擬或壓力測試，及事後倒閉機構有序清理等外，加強總體審慎分析以發展整體監控與衡量系統風險的必要措施，在危機後已成為各國監理機構促進金融穩定的重要範疇。

### 三、金融健全指標的探討與評估

其實早在全球金融危機爆發前，有鑑於1994及1997年墨西哥貨幣危機與亞洲通貨危機對世界經濟衝擊甚鉅，為評估一國銀行部門、非銀行金融中介，及非金融之經濟部門的金融健全程度，於2003年IMF執行委員會即開始推動編製「金融健全指標」(Financial Soundness Indicators, FSI)作為監測金融體系穩定性，以及未來發展危機預警系統的出發點(Sundararajan et al., 2002)。

金融健全指標是廣泛的整合銀行、企業、家庭與市場等多種審慎指標來評估銀行的穩健程度，通稱為折衷(eclectic)或務實(pragmatic)指標，並以檢查表(checklist)形式供決策參考。其優點為：決策需要考量所有重要經濟金融訊息，且不僅只是銀行部門與Basel委員會所規範的資本適足性；而缺點為：健全指標缺乏個別銀行的相對重要性評估，及整體與金融部門間的風險評量訊息，特別是有關金融體系的系統風險概況，及可提供金融穩定政策運作的總體審慎架構。

在學理上，金融健全指標是屬於個體審

慎監理，即關注個別金融機構的營運健全：

- 1、其主要目的是校正個別金融機構的風險概況(risk profile)，如同Basel II國際資本規範，在原則上是設定所有銀行相同的清償力標準，且不考慮金融機構的系統重要性，即認定單一銀行的倒閉可能性與影響力皆相同且為獨立事件。
- 2、評量方法是自下而上(bottom-up)，如全體金融體系的清償力標準是個別機構清償力直接加總的合計數，且不考慮銀行間的相互影響與擴大效果<sup>註12</sup>；
- 3、監控方式是採用同業集團(peer group)分析，目標是辨識出與眾不同的界外值(outlier)；惟當所有銀行均受金融循環影響而同時擴張或收縮其信用貸款時，明顯的缺點是忽略了整個體系的系統風險概況：如同「金融不穩定的矛盾」所指明的缺點，當整體風險水漲船高時，縱使所有銀行都位在整體平均值的合理範圍內，亦無法判別整個金融體系以及合乎標準的基準指標機構(numeraire bank)是否已過度承受風險。

固然僅依賴金融健全指標並不足以防制危機，對預測及評估未來金融情勢與風險累積的幫助也很少，但至少金融穩定健全指標確實可以提供金融體系有用的銀行現況資訊，且監理機構並無法忽視這些審慎指標的重要性，因為總體審慎監理目的之一，就是促進個體審慎監理更臻完善(Li, 2013)。

相對而言，金融健全指標的效益仍遠高於倒果為因、以偏蓋全及有政策誤導疑慮的

「金融壓力指標」。主要因金融壓力(情勢)指標是依據「事件分析法」為基礎，利用當期市場價格資料編製，並以過去危機的影響效果來決定壓力門檻，一旦指標的變動幅度超過壓力門檻就會危機示警，但是在本質上，形成金融危機的市場信心喪失，原來就難以事前預測(IMF, 2013)，且實務上壓力指標又容易產生治絲益棼的缺陷：

1. 有倒果為因的缺點：金融壓力指標是在危機後找出受影響且變動較大的資料整合為單一指標，其前提是與過去相同危機事件將會再度重演，但審視史實，歷次金融風暴的原因與影響都不一樣，以致過去危機的教訓未必能用以遏止未來不同的金融危機；

2. 難免以偏概全：金融壓力指標在時間進程中僅考量危機前後觀察期的少數有限樣本，未能使用全期資料的所有訊息；而在橫斷面的同一時點上又假設各市場價格指標如匯率與利率之間，彼此不會相互影響且無任何關聯<sup>註13</sup>與互動，以致在時間及橫斷面兩方皆屬以偏概全；

3. 易有政策誤導疑慮：早在2000年John B. Taylor曾指出，如在金融壓力指標中含有匯率與利率時，由於實質衝擊下兩者同向變動(如出口衰退致經濟成長減緩，則匯價趨貶、利率趨低)，金融衝擊下兩者反向變動(如外資移出致經濟成長減緩，則匯價趨貶、利率趨高)，只要壓力指標是將此兩種價格變動經加權來相加或相減，則在不同時

期實質或金融的可能衝擊下，必定有一種衝擊會因方向抵銷而低估危機情勢，以致易有政策誤導<sup>註14</sup> 疑慮(Taylor, 2000)；雖然再佐以實質與金融的衝擊來源，將可降低誤判情勢的可能性，但治絲益棼的作法，反而不如將各種指標直接作成檢查表形式(如金融健全指標)更為簡單明瞭<sup>註15</sup>。

總而言之，我國為遵循國際規範，已自民國96年起編製金融健全指標<sup>註16</sup> 作為金融穩定報告之附表，其涵蓋層面包括本國銀行、企業及家庭部門，不動產市場及市場流動性等，其中金融機構指標包括盈餘及獲利能力、資產品質、資本適足性、流動性、信用風險集中度及市場風險敏感性等各項；主

要係詳實反映本國銀行的貸放品質、產業及家庭部門的健全程度，但除家庭部門債務對所得比率具總體經濟意涵外，仍側重個別金融機構穩健程度現況的綜合呈現；值得一提的是，金融健全指標附表係配合IMF規範並提供國際比較使用，其實並不足以代表臺灣金融體系穩健程度的全貌，且在發布「金融穩定報告」說明中亦已明白陳述「本行促進金融穩定之工作重點，主要著眼於可能影響整體金融體系穩定之風險，惟因個別機構之弱點可能擴大引發系統性風險，本行亦將持續關注其發展」；至於瞭解我國金融體系現況、潛在弱點與可能風險，仍須參考金融穩定報告本文。

## 參、寬頻濾波法與臺灣景氣循環之驗證

現行金融穩定健全指標並沒有足以顯示整體金融情勢是否穩定的單一總體指標，因此，加強發展可衡量金融體系整體風險的必要工具，以一窺臺灣金融體系穩健程度的全貌，是當前促進金融穩定工作的首要項目；換言之，如何針對臺灣整體金融興衰起伏特性(boom and bust cycle)來建構可掌握的金融循環指標，遂成為當務之急。本節先說明研究方法，即用以建立臺灣金融循環的寬頻濾波法(Band Pass Filter, BPF，或稱為帶通濾波法)，再以行政院國家發展委員會所建立的臺灣景氣循環基準日期資料來加以驗證。

### 一、寬頻濾波法的理論說明

臺灣金融循環的特性，雖可利用傳統的時域(time-domain)分析，特別是以時間數列資料來組成類似於景氣循環的基準指標，即以時間軸來觀察金融循環的波動變化；然而，為了一窺金融循環全貌，還可從頻率的角度即頻域 (frequency-domain)來進行循環波型分析。

如何以實證來找出臺灣金融循環的最佳近似？法國數學家傅立葉(Jean-Baptiste Joseph Fourier)曾經證明，任何時域的時間數列訊號必定是由多組適當振幅與循環階



段(相位, phases)的弦波(sine and cosine wave)所構成，如目前廣泛應用的各種隨機時間數列資料，根據頻譜分析理論(Spectral Representation Theorem)皆可依照不同頻寬(band)分解成為不同的頻率或弦波；換句話

說，以時間( $t$ )與變動所組成具有週期性質的資料( $x$ )，可以利用傅立葉轉換分解成振幅與循環階段所組成的弦波數列，再進行頻率( $\omega$ )特性的循環週期分析<sup>註17</sup>。

$$\text{Fourier轉換可定義為：} f(x) = \int_{-\infty}^{\infty} \hat{f}(\omega) e^{2\pi i \omega x} d\omega, t > 0;$$

$$\text{對於滿足Dirichlet條件} \int_0^{\infty} \frac{\sin ax}{x} dx = \begin{cases} \pi/2, & a > 0 \\ 0, & a = 0 \\ -\pi/2, & a < 0 \end{cases} \text{的週期資料，可以轉換成對應式}$$

$$x(t) = a_0 + \sum_{n=1}^{\infty} (a_n \cos n\omega_0 t + b_n \sin n\omega_0 t); \text{其中}$$

$$a_0 = \frac{1}{T_0} \int_{-T_0/2}^{T_0/2} x(t) dt; \quad a_n = \frac{2}{T_0} \int_{-T_0/2}^{T_0/2} x(t) \cos \omega_0 t dt; \quad b_n = \frac{2}{T_0} \int_{-T_0/2}^{T_0/2} x(t) \sin \omega_0 t dt$$

式中： $a_0$ 、 $a_n$  及  $b_n$  為Fourier係數， $T_0$  為週期， $\omega_0 = 2\pi/T_0$  為基頻， $n\omega_0$  為  $n$  次諧波。簡單的說，經濟變數隨時間變動的過程，皆可利用傅立葉轉換以具有週期頻率的弦波來表示。

雖然頻域分析受制於計算過於複雜的影響，在經濟分析上較為少見，僅常用於景氣循環即國際上一般在1.5年至8年範圍內的波動分析；且實務上由於缺乏大量的總體經濟數列資料，因此只能利用最佳線性近似來趨近以得出推估值。而寬頻濾波法即可從一種平穩(stationary)或隨機漫步(random walk)過程的經濟變數時間數列中，運用線性近似法來分離出落入特定頻寬的週期資料，並以波型呈現。

如原始資料為  $x \equiv [x_1, \dots, x_T]$ ， $y_t$  為理想的BPF所產生資料，可以使用選定的濾波法權重，在均方誤(mean square error)極小化的條件下(式1.1)，以  $\hat{y}_t$  來趨近  $y_t$ 。

$$\text{Min } E[(y_t - \hat{y}_t)^2 | x], \quad x \equiv [x_1, \dots, x_T] \quad (1.1)$$

通常採用單純的平穩或隨機漫步濾波法，將  $x_t$  介於循環週期下限  $p_l$  及上限  $p_u$  間，且在  $2 \leq p_l < p_u < \infty$  範圍<sup>註18</sup> 內的波型分離出來，例如季資料  $p_l = 6$ ， $p_u = 32$  時， $y_t$  為  $x_t$  數列週期1.5至8年的波動；其中  $\hat{y}_t$  是對映於資料集  $x \equiv [x_1, \dots, x_T]$  中每一元素  $y_t$  的線性推估(projection)值，即利用過濾權重在滿足極小均方誤一階條件下所求出最接近  $y_t$  的  $\hat{y}_t$  值。其中  $\hat{y}_t$  利用下式(1.2)來計算：

$$\hat{y}_t = B_0x_t + B_1x_{t+1} + \dots + B_{T-1-t}x_{T-1} + \tilde{B}_{T-t}x_t \\ + B_1x_{t-1} + \dots + B_{t-2}x_2 + \tilde{B}_{t-1}x_1$$

$$; \text{其中 } t = 3, 4, \dots, T - 2, \quad (1.2)$$

$$B_j = \frac{\sin(jb) - \sin(ja)}{\pi j}, j \geq 1; B_0 = \frac{b-a}{\pi};$$

$$b = \frac{2\pi}{p_l}, a = \frac{2\pi}{p_u}$$

本文採用Eview 7(added-in)套裝軟體來估算寬頻濾波法，且選取全期不對稱(asymmetric)的Christiano-Fitzgerald濾波法，主要原因是Baxter and King (1999)的循環波型較側重固定週期，且擴張與收縮期對稱(如音波)，此與對稱的Christiano-Fitzgerald (CF)濾波法結果相近；但在先驗上無論經濟景氣或金融循環，並沒有固定的對稱波型現象，所以下述分析皆使用不對稱(asymmetric)的CF濾波法。

重要的是，由於寬頻分析法與傳統計量估計法不同，並沒有統計檢定量可以提供假設與檢定的驗證。因此，先利用行政院國發會所判定的臺灣景氣循環基準日期(即臺灣已發生的12次景氣循環基準日期)的資料，來驗證寬頻分析法是否具備掌握整體經濟景氣循環的能力，然後再進行臺灣金融循環的建構與分析。以下先簡要地介紹國發會以轉折點法建立的臺灣景氣循環概況，再搭配循環週期在8年以內的寬頻濾波法所分離出的景氣循環波型來加以驗證。

## 二、臺灣經濟景氣循環的驗證

總體經濟景氣循環指標的建構可溯自J. Tinbergen「景氣循環理論的統計檢定(Tinbergen, 1939)」，透過有母數的(parametric)統計模型來描述整體經濟活動水準週而復始的波動特性，稱為景氣循環<sup>註19</sup>。Burns and Mitchell (1946)則認為總體經濟活動水準固然可用國民生產毛額(GNP)來定義，但任何單一指標數列都不足以完整呈現總體經濟景氣所涵蓋的情勢(p.73)，所以建議用一整組數列<sup>註20</sup>來認定循環基準日期(dating)，以便得出更有彈性與資訊內涵的景氣循環架構；採用兩階段法：(1)先利用圖示法將所選定各數列的轉折點標出，稱為特定循環；(2)再自特定循環訊息中擷取一組轉折點來認定參考循環數列(reference cycle series)的整體形態，並作為總體景氣循環的代表性基準指標，如美國NBER景氣指標及國發會臺灣景氣指標。

如何找出景氣循環？Burns and Mitchell (1946)曾經將景氣循環詳盡的拆分為9個階段；但Harding and Pagan (2002)則認為僅需關注各循環階段<sup>註21</sup>中的4個主要項目：(1)循環週期(duration)；(2)循環起伏或振幅(amplitude)；(3)循環本身的不對稱性(asymmetric)；及(4)循環內的累積變動(cumulative movements)；並輔以3項先驗的檢查法則(censoring rules)來判定：(1)依據基

準數列的高峰及谷底來決定潛在的轉折點；(2)確保高峰及谷底間應交互出現；(3)搭配循環週期與振幅的先期條件將前2項轉折點加以整合，亦即採用循環基準日期搭配轉折點來找出完整的景氣循環。通常又可將景氣

循環區分為古典循環(classic cycle)及成長循環(growth cycle)，前者係指經濟活動水準值的起伏波動；後者則指去除成長趨勢後的變化。而我國目前係採「成長循環」之概念。

自1954年起截至2013年底為止，國發

表1 臺灣景氣循環基準日期

循環次序	谷底	高峰	谷底	持續期間(月數)		全循環
				擴張期	收縮期	
第 1 循環	1954.11	1955.11	1956.09	12	10	22
第 2 循環	1956.09	1964.09	1966.01	96	16	112
第 3 循環	1966.01	1968.08	1969.01	31	14	45
第 4 循環	1969.01	1974.02	1975.02	52	12	64
第 5 循環	1975.02	1980.01	1983.02	59	37	96
第 6 循環	1983.02	1984.05	1985.08	15	15	30
第 7 循環	1985.08	1989.05	1990.08	45	15	60
第 8 循環	1990.08	1995.02	1996.03	54	13	67
第 9 循環	1996.03	1997.12	1998.12	21	12	33
第 10 循環	1998.12	2000.09	2001.09	21	12	33
第 11 循環	2001.09	2004.03	2005.02	30	11	41
第 12 循環	2005.02	2008.03	2009.02	37	11	48
平均				39	15	54

資料來源：行政院國發會，臺灣景氣循環指標。

會所認定之臺灣景氣循環共有12個循環(見表1)，其中最長的循環為第2循環，全循環週期為1.8年(22個月)；最長的循環為第2循環，全循環週期為9.3年(112個月)；全體12個循環的平均持續期間為4.5年(54個月)。臺灣的基準循環數列是以實質GDP(季)、工業生產指數、出口量指數、進口量指數、實質製造業銷售值、實質票據交換金額、非農業部門就業人數及失業率(取倒數)等8項經濟指標，來合併成為1項基準數列<sup>註22</sup>。

由於國發會並未公布基準循環的實際資料數列。為瞭解我國實質經濟循環現象能否利用寬頻濾波法來描繪，如以國發會景氣循環基準日期為標的，在1975年第1季至2013年第2季的樣本期間計有8個循環(見表1之第5循環至第12循環)，其中最長的循環是8年(第5循環)、最短的循環是2.5年(第6循環)；因此本文將寬頻濾波法的臺灣景氣循環週期上下限分別設定為8年(40季)及2.5(10季)年。

### 1. 資料處理與變數平穩性檢定

由於臺灣一向屬於成長型經濟，大部分的總體經濟變數多具有成長趨勢而為非平穩(nonstationary)數列。為避免所採用的不對稱CF濾波法會過濾出不必要的雜訊，有必要先釐清所關注變數(variables of interest)的整合階次；本節遵循傳統方式的實證步驟，採用ADF (Augmented Dickey Fuller)、PP (Philips-Perron)以及KPSS (Kwiatkowski-Philips-Schmidt-Shin)三種單根檢定法(unit root tests)來從事統計檢定，以檢驗變數是否為不具趨勢的平穩數列I(0)，或為具有單根的隨機漫步(random walk)即整合階次為I(1)，或更高的d階次如I(d)等非平穩數列，以利後續實證使用。

全文所關注變數共有5個數列：實質

GDP、景氣同時指標、銀行信用<sup>註23</sup>、信用對實質GDP比率，及國泰房地產價格(萬元/每坪)資料。其中，除實質GDP及景氣同時指標外，銀行信用及資產價格均先經消費者物價指數(CPI)平減以轉換為實質變數，且因目前CPI基期為2011年，必須先配合實質GDP基期，將CPI換基為2006年；各數列經2006年CPI平減為實質變數後再分別取對數，並依據2006年第1季的數值為基準，將各變數轉換為相同基準的標準化數列，以便合成金融循環時的加總運算；由於各數列多具有成長趨勢而為隨機漫步型態I(1)的非平穩數列，因此並以上年同期<sup>註24</sup>作一階差分先期轉換為平穩數列I(0)。變數平穩性檢定結果(見表2)。

表2 變數平穩性檢定(unit root tests)

變數(實質)	統計檢定值					
	ADF <sup>1</sup>		PP <sup>1</sup>		KPSS <sup>2</sup>	
	水準值	一階差分	水準值	一階差分	水準值	一階差分
實質GDP	-2.17	-5.07***	-2.06	-5.39***	0.76***	0.03
景氣同時指標	-1.63	-4.97***	-1.49	-4.31***	0.20**	0.03
銀行信用	-1.62	-3.02**	-0.45	-3.22**	0.35***	0.11
信用/GDP	-1.08	-3.53***	-1.20	-4.68***	0.32***	0.10
國泰房價	-1.79	-3.74***	-1.87	-4.01***	0.26***	0.07

註：1. ADF及PP檢定的虛無假設為「非平穩數列」；\*\*\*代表在1%水準顯著，\*\*在5%水準顯著，\*在10%的水準顯著；檢定統計量見MacKinnon (1996)。

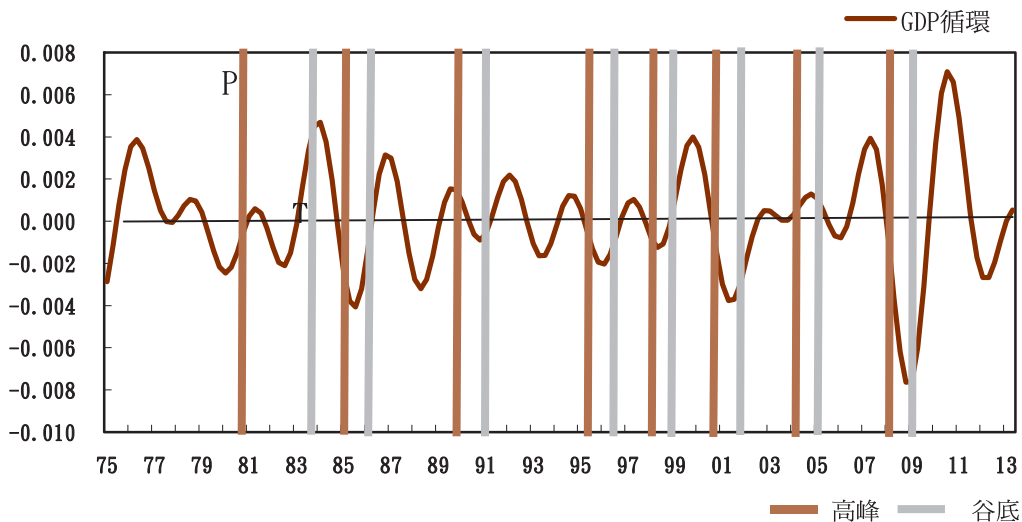
2. KPSS (Bartlett Kernel) 檢定的虛無假設則為「平穩數列」；檢定統計量：1%為0.216，5%為0.146，10%為0.119。  
資料來源：實質GDP(主計總處國民所得統計)、景氣同時指標(國發會臺灣景氣指標)、銀行信用(央行金融統計月報及註25)、國泰房價(央行經濟研究處提供)。

## 2. 實質GDP的驗證

為衡酌國發會的基準循環型態，是否能以寬頻濾波法的實質經濟GDP季資料興衰狀況來反映？經將季GDP數列取對數後，以上年同期作差分轉換為平穩數列，並選取寬頻過率法下限2.5年(10季)至上限8年(32季)為循環期<sup>註25</sup>，將所擷取出的波動頻率曲線直接繪成圖1，再利用國發會所認定的各循環期高峰與谷底加以比對。在圖1臺灣經濟景氣循環圖(實質GDP)中，利用紅線(P)代表國發會所認定的景氣循環高峰(peak)、藍線(T)代表谷底(trough)，搭配寬頻濾波法對於GDP數

列所擷取的波型圖，再觀察紅線與藍線中間實質GDP循環自高峰至低谷(危機)的轉折，在圖1中，除第5循環(1980~1983年)及第11循環(2004~2005年)的高峰至谷底不能確實掌握外，寬頻濾波法在全期樣本的8個循環中已捕捉其中6個循環的轉折，準確率為75%；由於基準循環除GDP外仍包含工業生產指數等7項指標，而單純僅使用實質GDP的寬頻濾波法，已能掌握其中約75%的景氣波動情勢，顯示寬頻濾波法的循環轉折擷取能力大致還可以接受。

圖1 台灣經濟景氣循環(實質GDP)



資料來源：行政院主計總處，國民所得統計。

## 3. 景氣同時指標的驗證

雖然GDP季資料的寬頻濾波法結果大致尚可接受，但為更確認寬頻濾波法的資訊擷取效能，本節再使用臺灣景氣指標中，具

有與景氣循環轉折點同步發生的同時指標數列，應最能表現臺灣經濟景氣的循環轉折性質；該一指標是由工業生產指數、電力(企業)總用電量、製造業銷售量指數、商業營

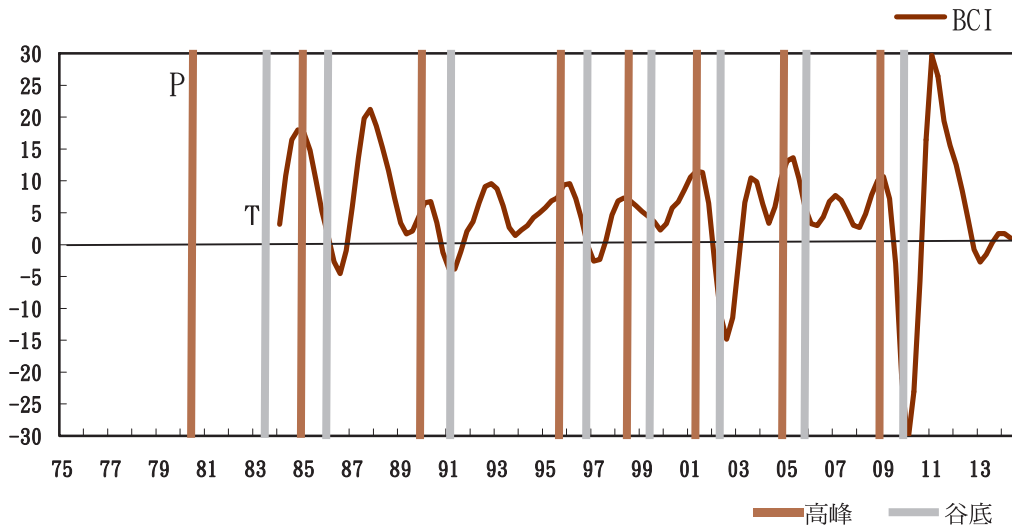


業額、非農業部門就業人數、實質海關出口值、實質機械及電機設備進口值等7項構成項目所組成，用來衡量與代表當時的景氣狀況。

國發會公布的同時指標(BCI)月資料自1982年1月開始，經採用簡單算數平均轉成季資料，然後將季同時指標數列取對數後，再與上年同期作差分轉換為平穩數列，並直接以寬頻濾波法下限2.5年(10季)至上限8年(32季)為週期，擷取代表景氣循環的波動曲線繪成圖2。若剔除資料不全不能判定的第5

循環(1980~1983年)後，自1985年起僅第7、8及11循環之(1989~1991年)、(1995~1996年)及(2004~2005年)波峰約略落於代表景氣高峰的紅線附近，其餘循環期的波峰轉折皆可與國發會所認定循環基準日期大致相符；且國發會是以基準循環數列的月增率，按學者專家會議決議來判定循環基準日期，與本節是利用季變動來判定且僅高峰落點略有差異，足以顯示同時指標的寬頻濾波法確實已能掌握臺灣景氣循環的波峰轉折。

圖2 台灣經濟景氣循環(BCI)



資料來源：行政院國發會，臺灣景氣同時指標。

#### 肆、臺灣總體金融穩定健全指標之建構

早期Hyman Minsky的「金融不穩定假說」，在學理上解釋了資產價格與信用膨脹所驅動的金融循環(Minsky, 1992)。當經濟個體為了擁有資產而向銀行取得信用(債務)，

則依據其所得與債務關聯，可區分為避險、投機與龐氏(Ponzi)三種類型；其中，避險型可以長期持有資產，即其預期所得的現金流量足以支付到期利息與本金；投機型僅足以

支付利息但並不足以支付本金，龐氏型則對利息及本金皆不足以支付，後兩者皆期望能在價格上升後拋售資產，獲取短期套利。當信用擴張是以避險型融資為主時，金融體系運作穩定，資產價格上升，避險型可獲利、投機型債務得以展延，而龐氏型可藉出售資產或借款來支撐，資產價格泡沫的膨脹使所有人都受益。

一旦市場參與者誤認市場穩定得以持久，更具風險的債務結構將持續發展，資產價格泡沫不斷擴張，在金融部門整體信用急遽增加情勢下，銀行的擔保品價值提高與風險評量指標下降，此種資產價格過度投機所導致的信用膨脹，使金融不穩定的矛盾具體展現，市場價格呈現一片好景；隨著信用膨脹與資產價格狂飆，直到「Minsky時刻」達最高點，Kindleberger (1978)的狂熱、恐慌與崩盤，詳實的描繪出穩定將衍生動盪進而引發泡沫破滅，隨即更引爆了資產價格下降、風險溢價上升與銀行信用槓桿降低的反轉過程；在資產價格與擔保品價值滑落時，龐氏與投機型將大量拋售資產以換取流動性，且賤價拋售資產的價格螺旋狀下跌更易引發危機，而受金融槓桿、期限錯配特性與金融機構的相互關聯影響，使金融循環的信用榮枯與資產價格泡沫相互糾結，推波助瀾結果將促使經濟金融陷入重大的崩盤危機。

### 一、臺灣金融循環指標的建構

在實務上，金融循環通常可使用兩種方式加以辨識：時間數列的轉折點分析(turning points analysis)與頻率濾波法(frequency-based filters)。其中，Claessens et al (2011)採用與金融循環具關聯性的各國信用、資產價格與股價，以傳統的轉折點分析法(循環基準日期)來認定循環高峰與谷底，並發現個別數列的循環長遠且嚴重，其中信用與房價循環近乎同步，且金融循環與景氣循環緊密相關；Aikman et al (2011)則以頻率濾波法來探討信用循環與景氣循環，發現了信用循環週期與振幅遠大於景氣循環，且信用膨脹高峰與銀行危機有緊密的關聯。至於Drehmann et al (2012)更認為，在實務上可以透過信用與房地產價格中期循環(8至20年)的共同變動(co-movement)來掌握金融循環，且實證結果七大工業國(美、英、日、德、瑞、澳洲及挪威)金融循環呈現週期延長與振幅加劇現象，在1998年高峰前後的金融循環，其循環週期分別約11年及20年，而整體金融循環的平均週期約16年。

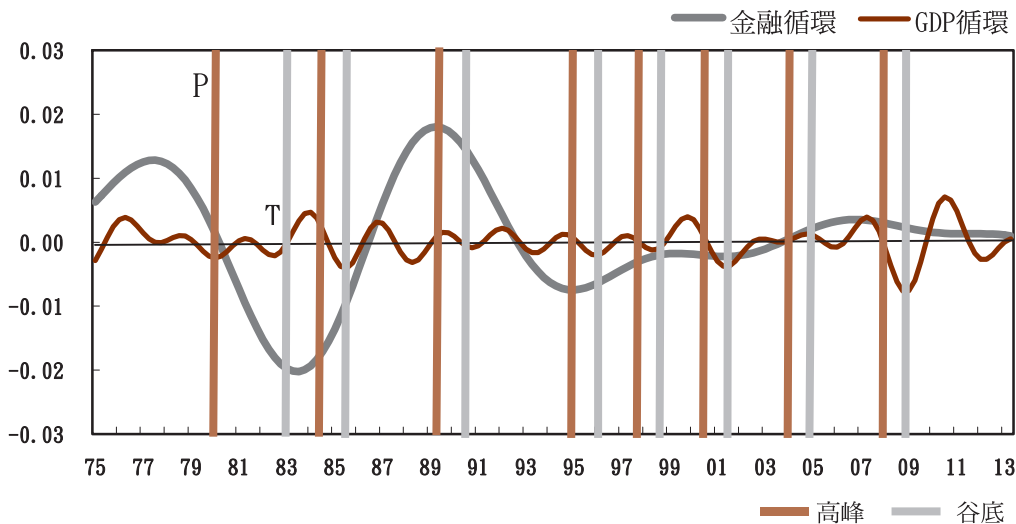
臺灣金融循環指標的建構，即以1974年第1季至2013年第2季將近40年間的季資料，透過信用與房地產價格中期循環的共同變動來近似描繪臺灣的金融循環<sup>註26</sup>。依據Aikman et al (2011)及Drehmann et al (2012)實證結果將循環週期上限設定為20年(80季)，且將下限設為對映於景氣循環的8年(32季)；並採用Christiano and Fitzgerald (1999)不對稱

CF寬頻濾波法，及使用臺灣的銀行信用、信用對實質GDP比率，及房地產(國泰房價)價格資料；其中，銀行信用採用全體銀行之放款與證券投資(以取得成本衡量)；信用對GDP比率用來反映銀行信用相對於實質經濟的財務槓桿；房地產價格以國泰房價(每坪單價)為代表，主要因國泰房價資料相對完整<sup>註27</sup>，且新成屋價格在房地產市場較能反映房屋價格的中長期變動趨勢，可避免如中古屋市場(信義房價)受到短期供需情勢所影響。

將臺灣的銀行信用、信用對實質GDP

比率，及房地產價格等數列經平減為實質變數後分別取對數，再依據2006年第1季的數值作為標準化相同基準，並以上年同期的一階差分轉為平穩數列I(0)；其次，透過不對稱的CF寬頻濾波法，將各變數8至20年的中期循環數值直接加總平均，可得出臺灣金融循環的波型(粗實線)繪成圖3。若觀察圖3的循環波型，可以發現臺灣的整體金融循環情勢，自1977Q3的高峰開始共有3個主峰波，且在1999年間有1個小循環高峰<sup>註28</sup>(其高峰至低谷的振幅僅0.05%)。

圖3 台灣金融及景氣循環

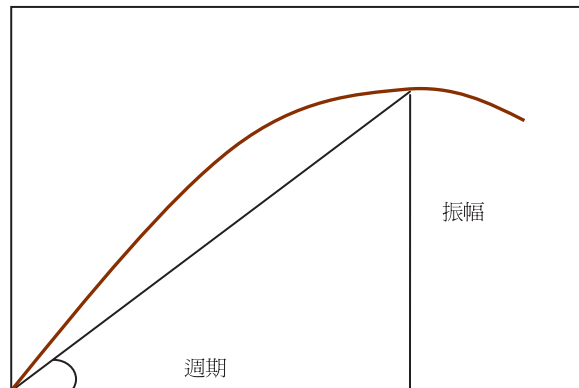


為從事不同循環波型間的比較，可計算循環高峰至谷底或循環谷底至高峰間的平均振幅大小，即將循環高峰與谷底之間連線，並以其斜率 ( $\tan \theta$ )，即振幅(amplitude)

與週期(duration)比率，用來代表各個循環波型平均每季往上或往下位移的幅度，且自循環谷底至高峰為正號、自高峰至谷底為負號(見圖4)。如將觀察期內臺灣金融循環



圖4 波型分析圖



各個波型，按高峰與谷底分別計算其平均振幅(斜率)並將結果列於表3，可以明確地發現在1989年以前金融循環的波動加劇(絕對值自0.14%擴大至0.17%)，但此後循環波

型已愈趨平緩(絕對值自0.11%、0.02%降至0.01%)，就整體循環波型觀察充分顯現出當前臺灣的金融情勢相當穩定。

表3 臺灣金融循環波型的平均每季振幅(斜率)

高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	近期
1977Q3	-0.14%	1983Q3	0.17%	1989Q2	-0.11%	1995Q1	0.02%	2006Q4	-0.01%	2013Q2

資料來源：作者估算。

這裡必需強調的是，就經濟金融政策的決策觀點而言，金融循環與經濟景氣循環的重要特性並不相同，金融循環所重視的是循環高峰(好景)，因為高峰與金融危機(或金融壓力情勢)有緊密關聯(Aikeman et al, 2011；Borio, 2012)，即金融不穩定矛盾的顯現；而景氣循環所關注的則是循環谷底，因為經濟蕭條會影響國民生計。且Drehmann et al (2012)又進一步指出，金融循環高峰將會發生或極為接近本土性(指損失並非境外曝險所造成)的金融壓力情勢轉折時點<sup>註29</sup>；若觀

察圖3並按臺灣的金融循環高峰<sup>註30</sup>，劃分現有自1975年第1季(Q1)至2013年第2季近40年季資料，則自1975Q1~2013Q2間共有3個金融循環的週期<sup>註31</sup>，卻有1977Q3、1989Q2、2006Q4等3個循環高峰及1999Q2的1個小循環波型高峰，且各循環高峰皆與國內的金融壓力情勢轉折具有密切關聯。經按歷年高峰分別說明如下：

1. 國際能源危機引發購屋保值行為，帶動臺灣房價上漲。政府在1974年為制止房地產投機，明令禁建高樓、停止貸款，但為因

應景氣衰退，實施穩定當前經濟方案及選擇性寬鬆措施，降低利率、增加融資，帶動了房價飆升(張金鶚, 1998, 2003)使金融循環逐步攀高，1976年啟達貸款案(央行年報，民國65年)雖使銀行授信頓銜，但隨1977年央行協助華隆合併並融資艱苦工業，金融循環於Q3達到高峰，至1978年銀行雖恢復辦理購屋貸款，但中美斷交與資金外移，1979年二次石油危機、經濟衰退，及1980年政府採行空地限建及追查資金來源等選擇性信用管制措施致房價大跌等，使金融循環滑落；

2. 1985年起政府推動十項建設，房地產交易漸有起色，1987年重新規定地價，加以國泰人壽標購華航旁土地，帶動房地產價格高漲，1989及1990年間臺灣除股市與房地產外之投資工具有限，鉅額貿易順差帶動國內股價(最高12,682點)、房價遽升，在1989年Q2金融循環達到高點；而政府分別在1989及1990年間採行選擇性信用管制措施，要求銀行降低房地產授信額度，並於1990年採行強力緊縮措施提高利率超過3個百分點，且同年爆發900餘億負債的鴻源集團吸金案(央行年報，民國79年)，及波灣危機油價高漲，引發全球經濟蕭條等事件的雪上加霜，使金融循環再次向下；

3. 1994年底央行解除部分都市空地貸款禁令，且對無擔或副擔保購地貸款可展期2年，至1995年雖有部分農漁會擠兌事件，但因省屬7大行庫擴大辦理800億首次購屋貸

款，央行並提供自用住宅及建築專案貸款，且在1996年中全面取消選擇性信用管制，使金融循環逐步走升，1998年底行政院宣布對企業及金融機構實施紓困措施，金融循環至1999年Q2本土金融風暴期間達到小循環高峰，由於金融機構弊案與擠兌相繼發生(央行年報，民國89年)，政府遂於年底將銀行營業稅自5%降至2%，以作為打銷呆帳或備抵呆帳，且央行調降準備率釋金1,668億，使本次金融循環呈現平穩走勢；

4. 1999年921地震後，政府於2000年至2001年提供4,000億優惠購屋貸款，2002年並調降土地增值稅減半2年及增撥2,000億購屋貸款，央行同時並調降利率，使金融循環平穩走升，2005年發生卡債風暴(央行年報，民國95年)，政府開展消費金融債務協商機制，使金融循環遲至2006年Q4達到高點；此後受雙卡(信用卡與現金卡)風波影響，銀行授信低迷，使本次金融循環逐步走緩。

在實務上，金融循環<sup>註32</sup>應具有五項核心典型特性：(1)以信用與房地產價格來描述最精簡；(2)金融循環週期遠超過景氣循環；(3)循環高峰與金融壓力事件有緊密關聯；(4)有助於早期偵測金融重大壓力風險；(5)循環週期與振幅取決於金融制度與政策<sup>註33</sup>(Borio, 2012)；初步觀察，臺灣的金融循環走勢對本土性金融壓力情勢轉折時點皆能掌握，且與核心典型特性約略相符，因此，可以大致確認寬頻濾波法所擷取的訊息指標，

確實適用於代表臺灣的金融循環情勢。

## 二、總體金融穩定健全指標的細項分析

在建構出可以描繪臺灣總體金融情勢的金融循環以後，先就金融循環的個別循環波型指標加以觀察及分析，再就臺灣的金融循環波型與美、日兩國的金融循環加以比較。

### 1. 臺灣金融循環的解析

觀察近年影響臺灣的金融波動事件，自1997年亞洲通貨危機、1998年本土型企金風波、2000年網路科技股價泡沫、2005年本土消金風波、2008年全球金融危機，至2011年歐債危機止，臺灣的金融循環波型除完全掌握本土性的金融風波以外，並沒有捕捉其他如亞洲通貨危機、網路科技泡沫、全球金融及歐債危機等事件，因此，為更深入瞭解臺灣金融循環所反映的實況，必須就其組成的個別指標循環波型加以分析，藉以釐清金融循環的波型變化。

#### (1) 銀行信用循環

首先觀察臺灣的銀行信用循環波型(圖5)，自1976年開始共有3個波峰，由表4可以瞭解臺灣信用循環平均每季振幅(斜率)明顯

降低(絕對值由0.041%、0.026%、0.018%、0.009%至0.007%)，整體信用循環已愈趨平緩。自1976年啟達貸款案與二次石油危機，及1990年鴻源吸金案與波灣危機，共同形成信用循環早期的轉折，雖然1997年亞洲通貨危機期間銀行緊縮放款，企業多轉以公司債融資，間接金融的銀行授信持續走低，及至1998年企金風暴，信用循環仍處於下滑階段；此後雖有2000年網路科技股價泡沫，因投資人自負損失使銀行不致承受過多風險，且2001年行政院金融重建基金(RTC)積極處理不良金融機構，信用循環攀高，銀行也轉而開發消費金融業務取代銳減的企業金融業務，及至2005年發生本土性消金雙卡(現金卡與信用卡)風波，銀行對民營企業(含不動產)放款及消費者購屋貸款又逐步取代消金業務，信用循環仍緩緩走升；最特別的是，雖然臺灣整體金融循環並沒有受到美國次貸風暴的影響，但銀行信用循環卻明顯呈現2008Q4自高峰轉下的現象，顯示雖然全球金融危機對臺灣整體金融面(金融循環)並沒有明顯影響<sup>註34</sup>，但銀行授信仍因金融海嘯造成景氣衰退而轉趨保守，使信用循環逐步走緩。

圖5 臺灣信用循環

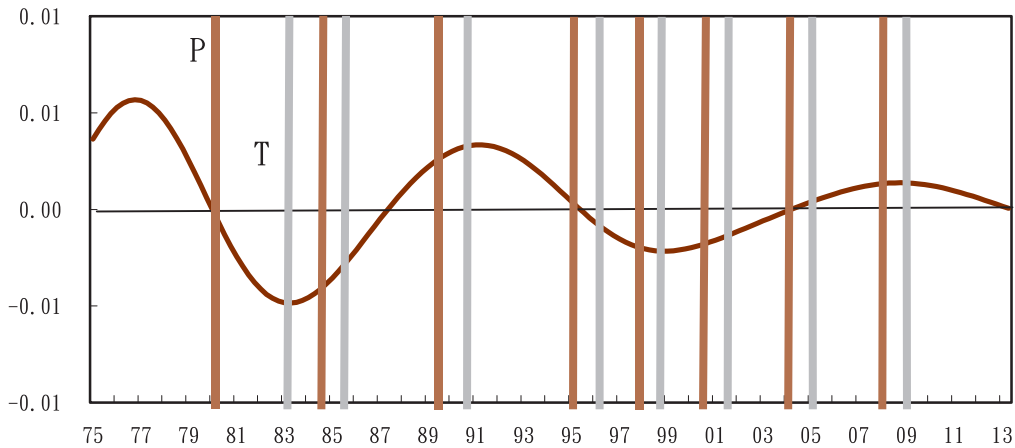


表4 臺灣信用循環波型的平均每季振幅(斜率)

高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	近期
1976Q4	-0.041%	1983Q2	0.026%	1991Q2	-0.018%	1998Q4	0.009%	2008Q4	-0.007%	2013Q2

資料來源：作者估算。

## (2) 銀行信用對GDP比率的循環

至於銀行信用對GDP比率，即每單位GDP的信用融通比率，在概念上是金融面用以反映銀行信用相對實質經濟的財務槓桿，且是系統性銀行危機有價值的早期預警指標(Drehmann, 2013)，可以成功的掌握信用膨脹及辨識脆弱性(Borio and Lowe, 2002)，並在BCBS (2010)的Basel III中直接作為累積抗循環資本緩衝的參考規範。

相對於單純只反映銀行授信情勢的信用循環，臺灣信用對GDP比率的循環圖型同時受金融與實質面影響，且較接近整體的金融循環波型變化(圖6)，在1991年高峰的波

度(2.11%)約略大於1976年的高峰(1.93%)，但循環的平均每季振幅(斜率，見表5)此後已愈趨平緩(絕對值自0.144%、0.142%降至0.035%)，且與臺灣整體金融循環類似，在2001年Q4的波度(-0.25%)至2002年Q4的波度(-0.255%)之間有1個小循環，反映受到2000年中興銀行超貸案、網路泡沫衝擊影響，及經濟表現不佳廠商營運困難使逾放比率攀升，致銀行緊縮信用所造成的小幅波動；整體循環趨勢在2008年達到高峰以後，成長趨緩且日漸下滑，則係金融海嘯使信用與經濟同時衰退所致。

圖6 臺灣信用對GDP比率的循環

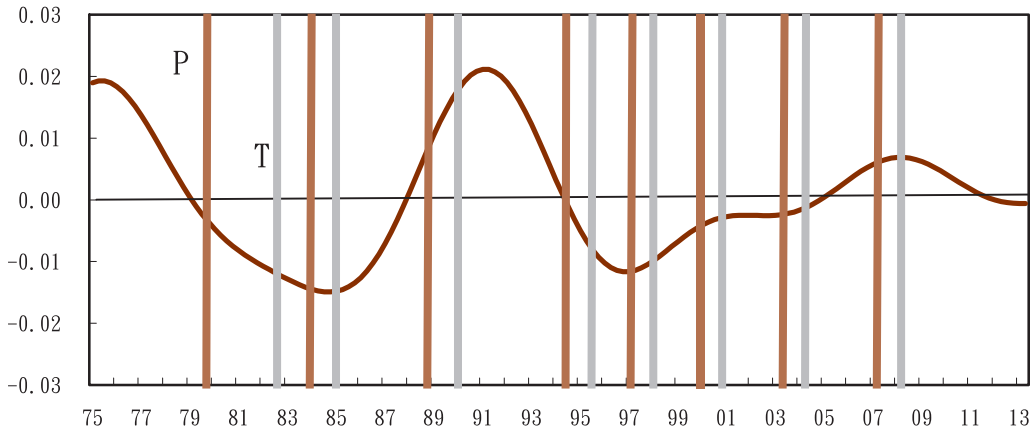


表5 臺灣信用對GDP比率循環波型的平均每季振幅(斜率)

高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	近期
1976Q2	-0.0090%	1984Q4	0.144%	1991Q1	-0.142%	1996Q4	0.041%	2008Q1	-0.035%	2013Q2

資料來源：作者估算。

### (3) 國泰房價循環

臺灣房價上漲，早期主要是國際能源危機帶動通膨上漲所引發的購屋保值行為，且根據國內學者推估房地產價格的循環週期約為7~8年(張金鶚，2003)；但為建構金融循環之信用榮枯與資產價格泡沫間的相互關聯，

仍使用上限20年、下限8年的循環波型設定，如以國泰房價循環波型(圖7)及表6平均振幅資料觀察，國泰房價循環從1978年高峰至1988年及至1998年高峰的週期均為11年，而後期1998年至2005年的循環週期已減縮為8年。

圖7 臺灣國泰房價的循環

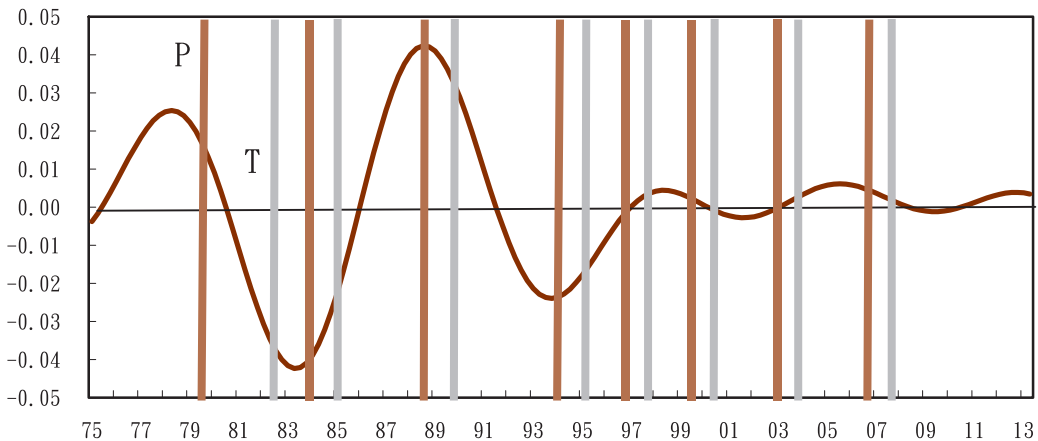




表6 臺灣房價循環波型的平均每季振幅(斜率)

高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	谷底	斜率	(續下列)
1978Q2	-0.339%	1983Q2	0.403%	1988Q3	-1.343%	1993Q4	1.356%	
高峰	斜率	谷底	斜率	高峰	斜率	谷底	斜率	近期
1998Q2	-0.055%	2001Q3	0.056%	2005Q3	-0.049%	2009Q2	0.025%	2013Q2

資料來源：作者按國泰房價估算。

早期1983年Q2的房價循環谷底與信用循環一致，1988年循環高峰反轉受到景氣轉緩，及政府要求銀行降低房地產授信額度、央行強力緊縮貨幣措施有關；此後，在1998年及2005年出現兩個波峰，對應本土企業金融風暴與銀行雙卡風暴，近期在2009年Q2以後，受全球金融危機漸緩及外資流入影響，房價循環逐步走高，且是臺灣金融循環各細項循環中唯一近期攀升的指標，由於2010年6月起央行及金管會對不動產授信採取選擇性信用管制如降低房貸成數等措施，房價循環攀升的波型已經漸緩。

## 2. 金融循環的國際比較

在金融循環的國際比較方面，以臺灣金融循環樣本1975年Q1為起點觀察至2011年Q2為止，可以發現美國、日本與臺灣的金融循環波型，在1990年左右皆有1個共通的循環高峰(見圖8)。

美國的金融循環如以1990年高峰來衡量，相較前次高峰約11年(1979~1989年)，相較後次約20年(1989~2008年)，且與Drehmann et al (2012)文中的七大工業國平均

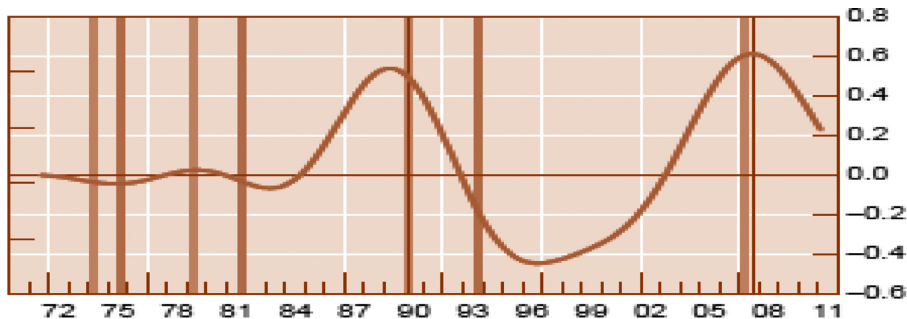
相同；日本的金融循環相較前次高峰約19年(1973~1991年)，較後次約僅10年(1991~2000年)，很明顯與美國的金融循環週期長度不同；而臺灣的金融循環週期相較前次高峰約13年(1977~1989年)，較後次<sup>註35</sup>約18年(1989~2006年)，則較接近美國或七大工業國平均的循環週期，亦呈現波動週期加長現象，這似與臺灣經貿受美國及全球影響的小型開放經濟形態有關。

其中，日本與眾不同的可能原因，是自1990年初期的資產價格泡沫破滅後，2000年循環高峰僅是失落年代(the lost decades)「資產負債表蕭條」的曇花一現(小循環)，由於日本另一個循環高峰尚未出現，目前暫無法深入探討<sup>註36</sup>，但其金融循環自2005年起已呈穩定上升，且與美國及臺灣近期走勢向下的情況明顯相反。至於臺灣近期的金融循環振幅愈趨平緩且穩定，則是與美、日截然不同的現象，但走勢持續下滑，似乎也反映了國內銀行業拓展授信業務的困境。

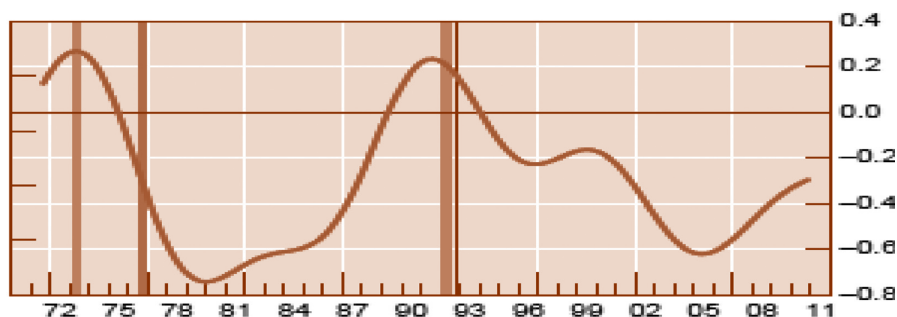
如就金融循環的整體波型來觀察，美國的金融循環波型符合Drehmann et al (2012)或

圖8 美國、日本與臺灣的金融循環圖

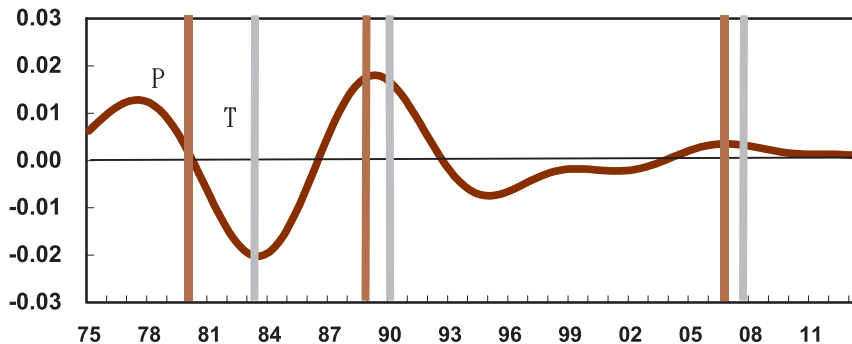
(1) 美國



(2) 日本



(3) 臺灣



說明：本圖係以對正1975年及2011年方式排列；且美、日與臺灣的循環標準化期間不同，縱軸波幅並不能直接比較。

資料來源：美國及日本金融循環圖形取自Drehmann et al (2012)；而臺灣金融循環為本研究繪製。

Caruana (2012)所稱，金融循環的週期與振幅自1980年以來已相對增加的情況，顯示出金融的過度自由化或有彈性(Borio and Disyatat, 2011)，尤其美國2008年次貸風暴的循環波型明顯易見；而日本在1991年循環高峰的振幅與1973年約略相當，近期則明顯減緩；至於

臺灣1989年的循環高峰比1977年高且接近美國情況，近期自2006年Q4高峰以後振幅亦明顯轉緩則與日本類似；顯示在1997年亞洲金融危機後，臺灣與日本的金融自由化與貨幣政策皆相對保守，且同未受2008年全球金融危機嚴重影響。

## 伍、結論與建議

溯自美國次貸風波引爆全球金融危機前，主要國家貨幣政策架構有二分法的兩項支柱：貨幣政策着重短期通膨穩定，審慎監理着重個別金融機構穩定(個體審慎)，這是危機前總體經濟長期穩定成長，即所謂大和緩的主要因素(Borio and Disyatat, 2011)；但自從金融危機爆發後，國際金融監理改革在學理上的共識已轉為：(1)物價穩定重要，但低且穩定的通膨，並不足以保障金融與總體經濟穩定(Mishkin, 2010)；(2)以貨幣政策清理金融風暴的成本高昂，利率政策有效但徒有利率並不足以作為憑藉(Beau and Mojon, 2011)；(3)金融監理應從個體審慎轉成總體審慎監理<sup>註37</sup>，且促進金融穩定政策之制定與執行須由央行<sup>註38</sup>主導(BIS, 2011)，並扮演關鍵角色(Caruana, 2014)。主要係因央行是金融體系流動性的最終供應者，且是唯一能在最短時間提供充分流動性的金融機構，例如2007年美國次貸風暴所引發聯準會(Fed)的量化寬鬆(QE)措施，就扮演了全球金融危機爆發以來的救火員角色。

### 1. 結論

自全球金融危機爆發以來，金融穩定已經普遍受到重視。由於金融穩定影響經濟行為、物價穩定及貨幣政策傳遞機制，以致影響總體經濟情勢，使關注於金融體系健全及整體系統風險的總體審慎監理成為顯學；且

由於總體金融循環與景氣循環是整體金融穩定的一體兩面，儘管彼此分屬個別不同現象的循環，卻有著密切的交互關聯與影響。因此，主要國家央行與國際機構如IMF、BIS等遂紛紛編製金融壓力指標及金融健全指標，期能迅速反映即時金融訊息以供決策參考；其中，使用市場即時價格變動的金融壓力指標，並不能成功預測不同形態金融危機的爆發，且另有政策誤導疑慮；而金融健全指標雖可藉由更廣泛的銀行、企業、家庭與市場財務指標來綜合反映，但以檢查表形式分別列出各種指標，卻造成判斷的見仁見智，亦無法完整且簡單明確地呈現金融體系穩定與否之全貌。

本文建構能展現臺灣總體金融情勢的金融循環指標與波型，可以清楚地顯示出「金融不穩定的矛盾：當金融體系似乎最健全的時候，通常就是最脆弱的時候」，意即金融壓力風險總是發生於金融循環訊息指標位居高峰(好景)的波段，而這正是金融壓力指標與傳統金融健全指標無法在事前顯現危機的根本原因；且臺灣金融循環的歷次波峰，可詳實掌握自1975年以來的國內金融壓力情勢時點，包括1976年的啟達貸款案與二次石油危機、1990年的鴻源吸金案與波灣危機等金融情勢轉折，以及1999年本土型企業金融風波與2005年銀行消費金融雙卡風暴；同時，



針對當前金融循環的波動幅度來觀察，我國總體金融循環波型愈趨平坦，即循環週期的平均每季振幅已逐漸減緩，充分顯示當前臺灣整體金融情勢呈現穩定。

臺灣金融循環的實證波型，可證實早期學者如Minsky (1982)及Kindleberger (2000)的金融危機觀點，即資產價格過度投機所導致的信用膨脹(credit booms)是金融危機主因，其政策涵意為：採行貨幣與總體審慎措施以維持房地產價格與貨幣信用的穩定，對抑制金融危機的累積發展非常重要；但是「魚與熊掌不可兼得」，貨幣政策與選擇性信用管制措施並不會同時對所有人都有利<sup>註39</sup>，未來如何拿捏貨幣與總體審慎的最佳政策搭配，才是促進金融穩定目標達成的重要關鍵。

## 2. 建議

有鑑於現行金融健全指標是整合本國銀行、企業與家庭等多種廣泛的審慎指標來評估銀行穩健程度，而以檢查表形式供決策參考，惟並無法明確呈現整體金融情勢的總體發展現狀；且從臺灣金融循環的細項指標觀察，如貨幣信用指標成長趨緩且日漸下滑，但(國泰)房價循環近期則逐步走高，即便2010年6月起央行及金管會對不動產授信採取選擇性信用管制如降低房貸成數等措

施，房價循環攀升的波型已經漸緩，惟仍需持續嚴密監控。由於信用與資產價格循環的本質是屬於自我增強的變化：信用增加、資產價格上漲、風險意識降低，且呈螺旋型的相互增強；以致促進金融穩定必須採取先制的抗循環措施，以防範危機於未然(Turner, 2011)。

因此，建議先試編臺灣金融循環指標與波型一段期間，並持續評估，如確實具有參考價值，則適時在金融穩定報告中<sup>註40</sup>，除陳示依據IMF所編製之核心及建議指標(core and encouraged sets)外，另增列一組先制指標(preemptive sets)，包括：銀行信用、信用對GDP比率及國泰房價，並搭配整體臺灣金融循環波型，以詳實展現臺灣總體金融穩定程度的發展全貌，俾利貨幣與審慎政策參考。

至於臺灣金融循環的長期動向發展，因寬頻濾波法並不能從事預測，仍必須建立總體經濟模型對先制指標(銀行信用、信用對GDP比率及國泰房價等)求解出預測值後，再進行濾波，才可建立未來長期的金融循環預測波型，但其預測誤差將過於複雜且仍待後續研究。

## 附 註

- (註1) 當前主流經濟學家所偏好的新興凱因斯動態隨機一般均衡(DSGE)模型具有完美的個體經濟理論基礎，其實卻與貨幣信用循環及金融危機並不相容，而是將所謂的金融「摩擦」(frictions)外加地移植在以實質景氣循環為基礎，增添名目僵固性，且表現良好的均衡總體模型中(Borio, 2012)；其中金融穩定必定存在的均衡假設，使政策分析模型總是認定外加的金融摩擦對於貨幣政策的制定根本毫無關係(Goodfriend, 2007)。
- (註2) Reinhart and Rogoff (2011a)指出，無論已開發與新興經濟體的絕大多數國家，實證顯示銀行危機與主權債務違約間具有跨越經濟歷史的強力連結；民間債務激增是再度發生銀行危機的前因，事實上銀行危機(起源於國內或國際金融中心)有助於預測，且通常領先或伴隨著主權債務危機的爆發。
- (註3) 在「金融不穩定假說」中的此一時間點常被稱為「Minsky時刻」(Minsky moment)。
- (註4) 在Akerlof (1970)檸檬市場中，市場參與者因資訊不對稱(information asymmetry)所產生道德危險(moral hazard)與逆選擇(adverse selection)皆使市場交易低於有利水準；而由金融機構中介資金供應潛在最有生產力的借款者，可降低市場資訊不對稱問題。
- (註5) 代理人利益衝突(principal-agent problem)，指受資訊不對稱與不確定性影響，金融機構經理人圖利自己而偏離股東的經營目標；廣義上泛指金融機構將本身的利益私有化且損失社會化。
- (註6) 產生所謂「火上加油」與「雨天收傘」行為，並有順景氣循環或金融加速器作用。
- (註7) 一般總認為提高自有資本比率規範有助於降低流動性危機的產生，但資產與流動性標準其實並無法完全替代，如文獻上的賤價拋售資產 (fire sales)，一旦銀行大量拋售資產以換取流動性，資產價格的螺旋狀下跌反而更易引發流動性危機；這也是Basel III要另訂流動性覆蓋比率(LCR)及淨穩定資金比率(NSFR)的主要考量。
- (註8) Goodhart (1997)認為：當存款人有強大的選舉影響力時，政治上的壓力使決策者無法拒絕援助金融機構擠兌，市場參與者對這種情況非常瞭解，使事前任何不干預政策的宣示皆不具可信度，以致道德危險問題勢必無法避免。
- (註9) 美國由金融機構一致評等系統所發展的金融機構財務評價標準CAMELS包括：(Capital)資本適足率、資產品質(Asset quality)、管理績效(Management)、獲利能力(Earning)、流動性(Liquidity)與利率敏感性(Sensitivity)；而我國央行在評估銀行財務狀況時，亦參酌美國評價措施而創立了CARSEL標準，其中R(Regulations compliance)為守法性，S(Strategies and Stability)為經營策略與穩定性。
- (註10) 略舉國際知名專家學者所提出的報告，即有The Turner Review (FSA, 2009), The Walker Review (2009), The Squam Lake Report (2010), The Future of Finance (2010)等。
- (註11) Basel III的特色是強化Basel II個體審慎架構並增添了總體審慎規範：除個體審慎的風險性資本適足率(含保留緩衝2.5%)逐年提高為10.5%，以確保銀行有較佳的資本數量以吸收損失外，另新增無風險槓桿比率暫訂為3%，以約制超額槓桿之累積；並從總體審慎考量，除視情況增提抗景氣循環緩衝、系統重要性機構附加計提分別至2.5%外，另就流動性方面增列短期及中長期的流動性覆蓋比率(LCR)及淨穩定資金比率(NSFR)等規定(見BCBS, 2010)。
- (註12) 必須強調在我國金融穩定報告「金融部門評估」中，本國銀行市場風險彙總表之市場風險模型則已考量外匯、利率與股票市場間之相關結構，即以Gaussian分配為主來計算Copulas，且大致呈現平時總風險值小於個別風險值加總(風險分散)，如102年9月總風險值為2,003億元小於個別風險值加總的2,322 (=14+2051+257)億元，以及金融波動時期有可能總風險值大於個別風險值加總的情況(共同曝險)，詳該表附註。
- (註13) IMF Balakrishnan et al (2009)與Cardarelli et al (2011)的金融壓力指標係直接將假設彼此獨立不相關的市場價格指標以加權法來加總，相較而言，銀行壓力測試(stress test)詳盡利用銀行所持有部位與市場價格變動來計算曝險值，較為完整且較能反映銀行與銀行間的連鎖關聯與互動。

- (註14) 當時稱作「金融情勢指標」(Financial Condition Index)；事實上，若將匯率與利率資料作成檢查表形式分別列示就可避免誤判，但這又何需費時費力來編製有可能提供錯誤訊息的金融壓力指標。
- (註15) 以「金融不穩定的矛盾」觀點為例，在金融部門整體信用持續擴張的風險累積情況下，金融壓力指標的即時表現將因風險值平穩下降及資產的市場價格持續上升，反而將呈現相對良好的景況；且只有在危機已經爆發即市場價格瞬間反轉或波動度遽增時，也就是在「事後」金融壓力指標才會出現「壓力」。
- (註16) 請 考央行金檢處編印自2008年第1期起歷年各期「金融穩定報告」。
- (註17) 依據Sine及Cosine函數特性，一般可將Fourier序列中任一弦波的振幅轉換成以實數x表達，即利用 Euler公式： $e^{2\pi i\omega} = \cos(2\pi\omega) + i\sin(2\pi\omega)$ ，將Fourier序列以基波 $e^{2\pi i\omega}$ 表示。
- (註18) 所謂循環週期為1並無實質意義，故設定循環週期下限( $P_l$ )以最低的2期為起點。
- (註19) 景氣是日文用語，譯自德文「Konjunktur」的字源，一般用來表示總體經濟活動的波動頻率或整體經濟情勢興衰的循環現象。
- (註20) Moore and Shiskin (1966)，Zarnowitz and Boshan (1975)及NBER (1982)。
- (註21) Burns and Mitchell (1946)認為每一循環階段(phase)最少應有6個月或2季；或可參考Wecker (1979)以連續2季GDP的負成長來定義衰退(recession)。
- (註22) OECD係以工業生產指數作為基準循環數列(見秋秀錦，1981)。
- (註23) 放款與證券投資，其中採用央行金融統計月報之放款定義為：進口押匯、貼現、短期放款、擔保透支、短期擔保放款、中期放款、中期擔保放款、長期放款、長期擔保放款，但不包含買入匯款及其承作之附賣回票(債)券投資金額。
- (註24) 我國的經濟成長率及通膨率一般皆採上年同期比較，在季資料上可剔除一些季節變動(如春節)的干擾，且意義上是代表一年以來的變動。
- (註25) 如採用國際景氣循環慣例的1.5年至8年為循環期，對結果並沒有明顯影響。
- (註26) Drehmann et al (2012)認為，廣義資產價格中的股價，在短期具有較高的波動性，且與信用及房地產的中期(8~20年)共同變動性較低，並不適用於建構金融循環。
- (註27) Borio (2012)認為金融循環的建構應有約40年的資料，而信義中古屋價格係自1991年開始，明顯不敷使用。
- (註28) 由於設定信用、信用對GDP比率及國泰房價循環的週期下限為8年，因此各個中期循環波型皆不致低於8年；但因臺灣金融循環波型為各細項循環波型的加總平均，以致小循環週期6年且低於下限8年。
- (註29) 臺灣金融情勢一向穩定且沒有發生過真正的金融危機，因此本研究在所謂的金融風波中計入本土金融風暴或金融壓力與緊張情勢(tension)。
- (註30) 金融循環週期可以按高峰與高峰或谷底至谷底衡量，但其訊息內涵並無不同。
- (註31) 嚴格的說，1995至2001年間的金融循環並沒有明顯的低谷，則1995至2013年間只能視為1個循環；但這不影響循環波型高峰與本土金融壓力情勢密切關聯的認定。
- (註32) 必需強調，這裡所稱的金融循環並非週期重複出現的規律且平穩過程，而是信用與房地產價格以交互作用方式顯現的循環起伏特性。
- (註33) 指金融制度、貨幣機制與實質經濟制度等因素；由於主要國家金融自由化削弱對金融的約制、增強資金波動與銀行風險的自我強化，其貨幣政策僅專注控制短期通膨，且低而穩定的通膨又抑制了金融興盛期所需要的貨幣緊縮，全球化的實質供給正向發展再提供了助燃的因素，以致刺激信用擴張與資產價格成長(Borio and Lowe, 2002)。
- (註34) 如從經濟景氣循環來觀察則主要衝擊是在實質面，尤其是，全球經濟蕭條對臺灣小型開放經濟命脈的輸出入遽降衝擊，使臺灣經濟成長受創。
- (註35) 如以小循環高峰劃分前者約近11年(1989~1999年)及後者約8年(1999~2006年)。

- (註36) 可參考Fukao (2007)對日本金融衰敗期的政策討論。
- (註37) 有關促進金融穩定的總體審慎措施，其中有相當多數曾被當作貨幣政策的一部分，且各國央行早在數十年前就已熟知，並稱為「選擇性信用管制」，諸如利率上限、變動的應提準備、窗口指導、嚴格信用管控、貨幣目標化、房貸成數上限或資本移動管制(Green, 2011)。
- (註38) 我國中央銀行的總體審慎政策皆具備法定授權(mandate)，如依據中央銀行法第二條央行經營之目標「第一項促進金融穩定；第二項健全銀行業務」；第三十四條調節外匯供需；第三十八條金融檢查；第三十九條金融及經濟研究。且第六條(理事會職權)亦規定其職權為審議或核定貨幣、信用及外匯政策，與附屬機構設立、調整及裁撤等。
- (註39) 如Lambertini and Punzi (2013)最近的研究顯示，以房貸成數來對抗信用循環對借款人最有利，且可降低信用對GDP比率；相對地，固定房貸成數且以利率政策對抗信用成長則對儲蓄者最有利；換言之，「天下沒有白吃的午餐」。
- (註40) 金穩報告附表的現行金融健全參考指標中，已列入銀行流動性及市場流動性兩類指標，且Basel III新資本規定亦納入流動性覆蓋比率與淨穩定資金比率的分期實施規範；至於貸款所得比指標，目前已列入家庭借款/GDP及應還本付息金額/可支配所得毛額兩項指標；而為抑制金融機構間高度相關所引發外部性問題之授信標準指標，如貸款成數、申貸回絕率等，則多已納入金穩報告本文或專欄中定期檢討。

## 參考文獻

### 中文文獻

- 中央銀行 (1976)，中央銀行年報(民國65、79、89及95年)，中央銀行編印。
- 中央銀行 (2007)，金融穩定報告(歷年各期)，中央銀行編印。
- 中央銀行 (2010)，全球金融危機專輯(增訂版)，序，中央銀行。
- 秋秀錦 (1981)，參加美國商務部經濟指標研討會報告，行政院主計總處。
- 侯德潛、吳懿娟 (2010)，「金融危機與當代經濟理論的省思」，全球金融危機專輯(增訂版)第十四章，中央銀行。
- 張金鶚 (1998)，「中美房地產景氣循環之研究心得」，住宅學報，7，101-104。
- 張金鶚 (2003)，房地產投資與市場分析—理論與實務，台北，張金鶚。

### 英文文獻

- Aghion, P, P Bachetta and A Banerjee(2000),“Capital Markets and the Instability of Open Economics,” *mimeo*, Studienzentrum Gerzensee, Swiss.
- Aikman, David, Andrew G. Haldane and Benjamin Nelson (2011),“Curbing the Credit Cycle,” *Speech* presented by Andrew G Haldane on Capitalism and Society Annual Conference, New York.
- Akerlof G. (1970), “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics* 84, pp 488-500.
- Allen, F and D Gale (2000), “Financial Contagion,” *Journal of Political Economy* 108, pp 1-33.
- Alessi, L and C. Detken (2009),“Real Time Early Warning Indicators for Costly Asset Price Boom/Bust Cycles- A Role for Global Liquidity,” *ECB Working Paper Series*, 1039.
- Angelini P and F Panetta (2011),“Monetary and Prudential Policies,” *Working Papers* 801, Banca D’Italia.
- Balakrishnan, R, S Danninger,,S Elekdag,I Tytell (2009),“The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging

- Economies,” *Working Papers* 9/133, IMF.
- BCBS (2002): *Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer*, Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Bank for International Settlements (BIS), Basel.
- BCBS (2009): *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*, BIS.
- BCBS (2010): *International Regulatory Framework for Banks (Basel III)*, BIS.
- BIS (2011): *Central Bank Governance and Financial Stability*, BIS.
- Baxter, M. and R. G. King (1999), “Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series,” *The Review of Economics and Statistics*, 81(4), pp 575-93.
- Beau, D, L. Clerc and B. Mojon (2011), “Macprudential Policy and the Conduct of Monetary Policy,” *Occasional Papers* 8 Banque De France.
- Bernanke, B S (2010), “Remarks on ‘The Squam Lake Report: Fixing the Financial System’, ” *Speech* at the Squam Lake Conference, New York.
- Bernanke, B, M. Gertler and S. Gilchrist (1998), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” *NBER Working Papers* No 6455.
- Borio, Claudio (2003), “Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation,” *Working Papers* 128, BIS, Basel.
- , (2012), “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?” *BIS Working Papers* No 395, December.
- Borio, C, C Furfine and P Lowe (2001), “Pro-Cyclicality of the Financial System and the Financial Stability: Issues and Policy Options,” *BIS Papers*, No 1.
- Borio, Claudio and P Lowe (2002), “Assessing the Risk of Banking Crisis,” *BIS Quarterly Review*, pp 43- 54, Bank for International Settlements.
- Borio, C and P Disyatat (2011), “Global imbalances and the financial crisis: link or no link?” *BIS Working Papers* 346. Revised and extended version of “Global imbalances and the financial crisis: Reassessing the role of international finance,” *Asian Economic Policy Review* 5, (2010), pp 198-216.
- Burns, A. F. and W. C. Mitchell (1946): *Measuring Business Cycles*, National Bureau of Economic Research, New York.
- Cardarelli, R, S Elekdag and S Lall (2011), “Financial Stress and Economic Contractions,” *Journal of Financial Stability* 7, pp78-97.
- Caruana, Jaime (2012), “Dealing with Financial Systemic Risk: the Contribution of Macroprudential Policies,” *Panel Remarks* by General Manager of the Bank for International Settlements, Central Bank of Turkey/G20 Conference on Financial Systemic Risk, Istanbul, 27–28.
- , (2014), “The Role of Central Banks in Macroeconomic and Financial Stability,” *BIS Working Papers* No 76, February.
- CGFS (2005), “Stress-testing at Major Financial Institutions: Survey Result and Practice,” *CGFS Publications* No 24.
- Chamon, M., and C. Crowe (2012), “Predictive Indicators of Crises,” in *Handbook in Financial Globalization: The Evidence and Impact of Financial Globalization*, edited By G. Caprio (London: Elsevier), pp 499-505.
- Claessens, S, M Kose and M Terrones (2011), “How Do Business and Financial Cycles Interact?” *Working Papers* 88, IMF.
- Cochrane, John H (2010), “Lessons From the Financial Crisis,” *Regulation*, pp 34-7.
- Christiano, L, M Eichenbaum and C Evans (2005), “Nominal Rigidities and The Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy,” *Journal of Political Economy*, Vol. 113(1), pp1-45.
- Christiano, Lawrence J. and Terry J. Fitzgerald (1999), “The Band Pass Filter,” *NBER Working Paper* No 7257. (Also Published in *International Economic Review*, 44(2), pp. 435-65, 2003.)



- Denevow, A and I Welch (1996), "Rational Herding in Financial Economics," *European Economic Review*, 40, pp 603-15.
- Drehmann, Mathias (2013), "Total Credit as An Early Warning Indicator for Systemic Banking Crises," *BIS Quarterly Review*, June, pp 41-45.
- Drehmann, Mathias, Claudio Borio and Kostas Tsatsaronis (2012), "Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!" *BIS Working Papers*, No 380, June.
- Fama, Eugene F. (1991), "Efficient Capital Markets II," *Journal of Finance*, 46(5), pp 1575- 1617.
- Fisher, Irving (1932): *Boom and Depressions*, New York (Adelphi Co.).
- Flannery, M (1998), "Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of US Empirical Evidence," *Journal of Money, Credit and Banking*, Part I, pp 273-305.
- FSA (2009), "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis," March.
- FSB (2009), *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, Financial Stability Forum, April.
- Freixas, X and B Parigi (1998), "Contagion and Efficiency in Gross and Net Interbank Payment Systems," *Journal of Financial Intermediation* 7, pp 3-31.
- Fukao, M (2007), "Financial Crisis and the Lost Decade," *Asian Economic Policy Review*, 2(2), pp 273-97.
- Goodfriend, Marvin (2007), "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4), AEA.
- Goodhart, C A E, P Hartmann, D T Llewellyn, Liliana Rojas-Suares, and S R Weisbrod (1997), "Financial Regulation: Why, How and Where Now?" *Monograph* for the Central Bank Governors' Meeting at the Bank of England, June 6.
- Gorton, G. (1988), "Banking Panics and Business Cycles," *Oxford Economic Papers* vol. 40, issue 4, pp. 751-81.
- Greenspan, C A (1996) "Bank Supervision, Regulation, and Risk," *Remarks*, at the Annual Convention of the American Bankers Association, October.
- Haldane, A, S Hall and S Pezzini (2007), "A New Approach to Assessing Risks to *Financial Stability*," Bank of England Financial Stability Paper 2, pp. 1-45.
- Harding, D and A R Pagan (2002), "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, 49, pp 365-81.
- International Monetary Fund (2010), "The IMF-FSB Early Warning Exercise: Design and Methodological Toolkit," *Report* of the IMF work on the Early Warning Exercise (EWE), September.
- IMF (2011), "Towards Operationalizing Macroprudential Policy-When to Act?" *IMF Global Financial Stability Report*, Chap 3, September.
- IMF (2013), "Financial Soundness Indicators and Banking Crisis," *Working Papers* 13/263, by M C Navajas and A Thegeya, IMF.
- Juglar, Clement (1862), "Des crises commerciales et leur retour périodique en France, en Angleterre, et aux États-Unis," Guillaumin, Paris. (French)
- Kaufman M (1994), "Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence," *Journal of Financial Services*, pp 123-50.
- Kindleberger, Charles P. (1978): *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, Wiley Investment Classics, N.Y. (John Wiley & Sons, 2005, 5th edition).
- Koo, R (2003): *Balance Sheet Recession*, Singapore (John Wiley & Sons).
- Krugman, Paul (2009), "How Did Economists Get It So Wrong?" *The New York Times*, September 6.
- Lambertini, L., C. Mendicino and M. T. Punzi (2013), "Leaning Against Boom-Bust Cycles in Credit and Housing Prices," *Journal*

*of Economic Dynamics and Control*, Vol. 37, Issue 8, Elsevier.

- Li, Lian Ong, Phakawa Jeasakul and Sarah Kwoh (2013), "HEAT! A Bank Health Assessment Tool," *IMF Working Paper*, WP/13/177.
- LSE (2010), "Value of Information in Competitive Economics with Incomplete Markets," written by P Gottardi and R Rahi, *FMG Discussion Paper* 658.
- Minsky, Hyman (1982), "Can 'It' Happen Again?" *Essays on Instability and Finance*, Armonk (ME Sharpe).
- (1992), "The Financial Instability Hypothesis," *Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, No 74, Bard College, New York, May.
- Mishkin, F. S. (2010), "Monetary policy strategy: Lessons from the crisis," *Paper* presented at the ECB Central Banking Conference, "Monetary policy revisited: Lessons from the crisis", Frankfurt, November.
- Merrouche O and E Nier (2010), "What Cause the Financial Crisis?- Evidence on the Drives of Financial Imbalance," *IMF Working Paper*, No 10/265.
- Moore, G H and J Shiskin (1966), *Indicators of Business Expansions and Contractions*, NBER.
- NBER (1982), "Rational Expectation and Macroeconomic Forecast," *Working Paper 1053*, by Victor Zarnowitz.
- Reinhart, Carmen M and Kenneth S Rogoff (2011a), "From Financial Crash to Debt Crisis," *American Economic Review* 101, pp 1676 -1706.
- (2011b): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ (Princeton University Press).
- Santos, J (2001), "Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of the Literature," *BIS Working Papers* No 90.
- Shin, Hyun Song (2013), "Procyclicality and the Search for Early Warning Indicators," *IMF Working Papers*, WP 13 (258).
- Spaventa, Luigi (2009), "Economists and Economics: What Does the Crisis Tell Us?" *Policy Insight*, No 38, Centre for Economic Policy Research.
- Sundararajan, V, C Enoch, A S José, P Hilbers, R Krueger, M Moretti and G Slack (2002), "Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices," *Occasional Papers* 212, IMF.
- Taylor, John B (2000), "The Monetary Transmission Mechanism and the Evaluation of Monetary Policy Rules," *Working Papers*, No 87, Central Bank of Chile.
- (2010), "Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, May/June 2010; 92(3), pp.165-76.
- Tinbergen, J (1939): *Statistical Testing of Business Cycle Theories*, vol.1 & 2, Geneva (League of Nations).
- Trichet, Jean-Claude (2011), "Intellectual Challenges to Financial Stability Analysis in the Era of Macro-Prudential Oversight," in *Global imbalances and financial stability, Financial stability review*, No 15, Banque De France.
- Turner, Adair (2011) , "Leverage, Maturity Transformation and Financial Stability : Challenges Beyond Basel III," Cass Business School, March 16.
- Walsh, Carl E. (2009), "Using Monetary Policy To Stabilize Economic Activity," presented at the 2009 Jackson Hole Symposium, Aug. 22.
- Wecker, W (1979), "Predicting the Turning Points of a Time Series," *Journal of Business* 52, pp 35-50.
- Wicksell, K (1898): *Interest and Prices: A Study of Causes Regulating the Value of Money*, London (Macmillan).
- Yellen, Janet L (2009), "A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers," *Economic Letter* 09/15 (*Speech* on Meeting the Challenges of the Financial Crisis Conference), Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Zarnowitz, V and A Boshan (1975) "A Review of Cyclical Indicators for the United States," *Working Papers* 3, NBER. (Zarnowitz, V (1992): *Business cycles: Theory, history, indicators and forecasting*, Chicago, University of Chicago Press.)

# 國內經濟金融情勢（民國103年第4季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

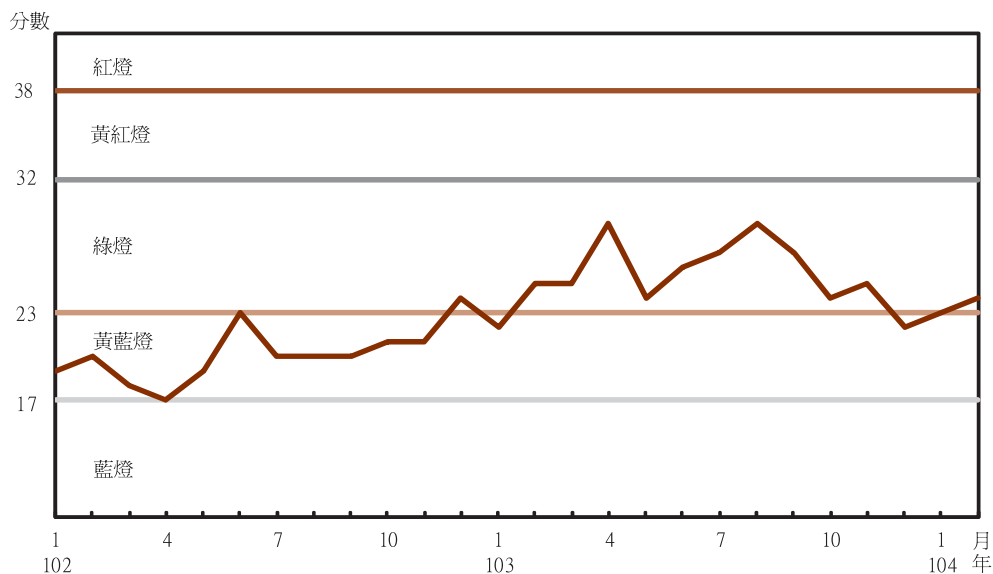
#### 一、景氣穩定復甦

由於股市、機械及電機設備進口等表現好轉，104年2月國發會景氣對策信號綜合判斷分數由1月之23分略升至24分(圖1)，燈號連續第2個月呈現綠燈，國內經濟穩定成長。

近期美國、日本、歐元區等主要經濟體

經濟成長步調不一，貨幣政策立場不同，全球景氣仍具不確定性。據台灣經濟研究院調查，104年2月製造業及服務業營業氣候測驗點分別由1月之99.19點及95.92點略降至97.99點及95.87點(圖2)，國內廠商對未來景氣看法轉趨保守。

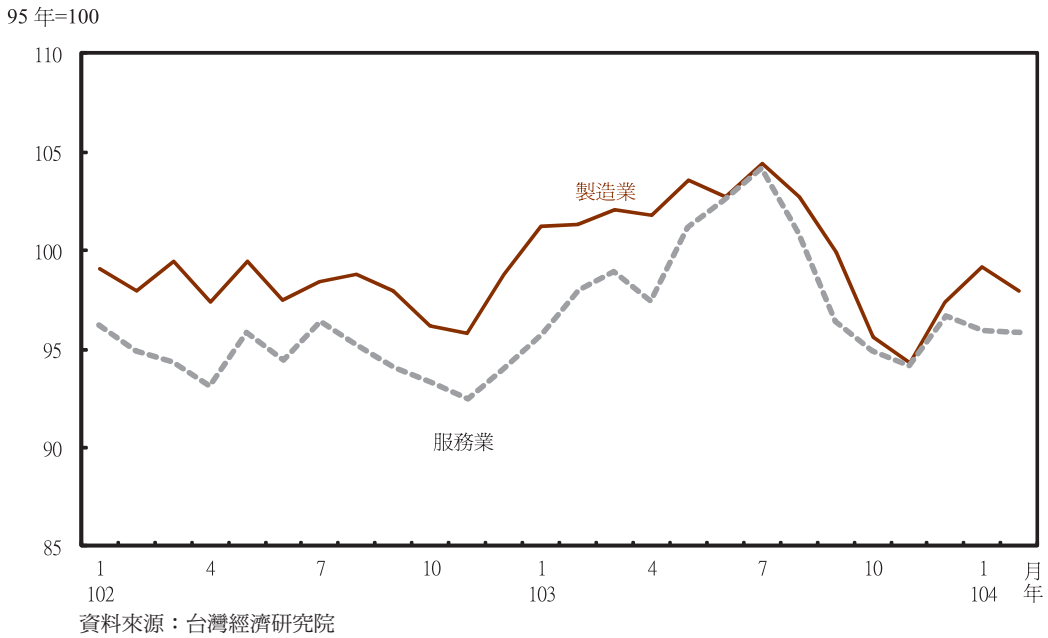
圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會



圖2 營業氣候測驗點

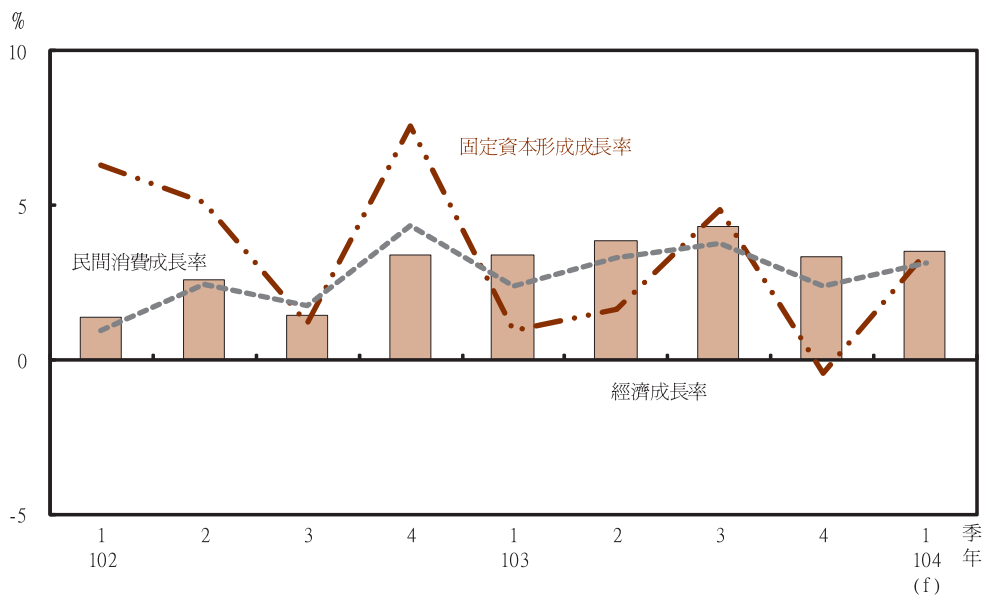


## 二、經濟穩健成長

103年第4季，由於全球景氣仍緩，國際油價大跌，我國進、出口成長減緩，加上食安問題衝擊民間消費成長動能，以及固定投

資轉呈衰退，經濟成長率由第3季之4.32%降為3.35%(圖3、表1)；全年為3.74%，係1999年以來首度躍居四小龍之首。主計總處預測104年第1季經濟成長率為3.50%。

圖3 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			
102		2.23	2.35	-1.15	4.98	6.67	2.96	-2.70	3.51	3.34
103 p		3.74	2.96	3.35	1.74	3.36	4.40	-8.22	5.70	5.44
104 f		3.78	3.12	-1.28	3.76	5.98	-12.72	-2.20	7.26	6.27
102/4		3.40	4.32	-1.50	7.54	8.84	5.20	3.89	3.63	4.81
103/1		3.41	2.37	4.17	0.94	1.40	14.36	-7.63	4.26	2.91
2		3.87	3.30	2.35	1.63	4.32	-14.82	-7.34	5.03	4.70
3 r		4.32	3.76	3.89	4.83	6.27	19.27	-8.08	7.62	9.21
4 p		3.35	2.39	3.05	-0.42	1.28	4.40	-9.27	5.74	4.89
104/1 f		3.50	3.15	-2.23	3.49	6.55	-38.60	-1.86	7.31	6.31
103年第4季 貢獻百分點 p		3.35	1.26	0.45	-0.08	0.27	0.05	-0.40	4.00	2.97

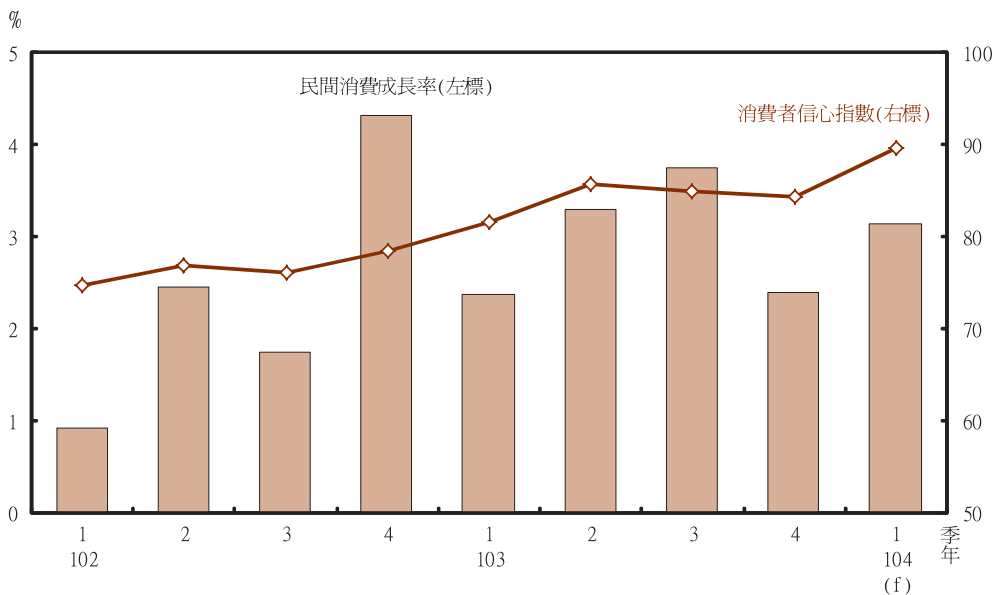
註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數  
資料來源：行政院主計總處

### 三、民間消費溫和成長

103年第4季，雖然新車買氣續增(自用小客車新增掛牌數成長4.31%)，加上手機新品熱銷，零售業營業額成長3.08%，惟食安問題衝擊民間消費信心，餐飲業僅成長0.29%，抵消部分消費成長動能，民間消費

成長率由第3季之3.76%降為2.39%(圖4)，全年為2.96%。104年初以來，股市震盪走高，1至2月平均自用小客車新增掛牌數年增率為15.9%，零售業及餐飲業營業額年增率則分別為2.10%及1.86%，主計總處預測第1季民間消費成長率升為3.15%。

圖4 消費者信心指數與民間消費



註：f為預測數

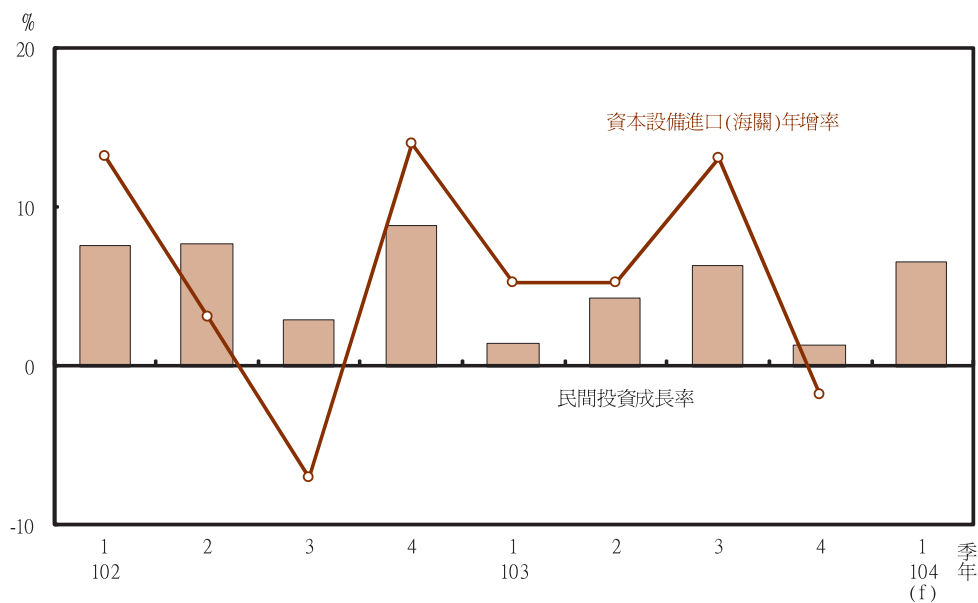
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

#### 四、民間投資成長略緩

由於比較基期較高，103年第4季新台幣計價之資本設備進口衰退1.74%，民間投資僅成長1.28%(圖5)，全年為3.36%。104年1

至2月平均資本設備進口成長2.49%，加以比較基期較低，主計總處預測第1季民間投資成長率升為6.55%。

圖5 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

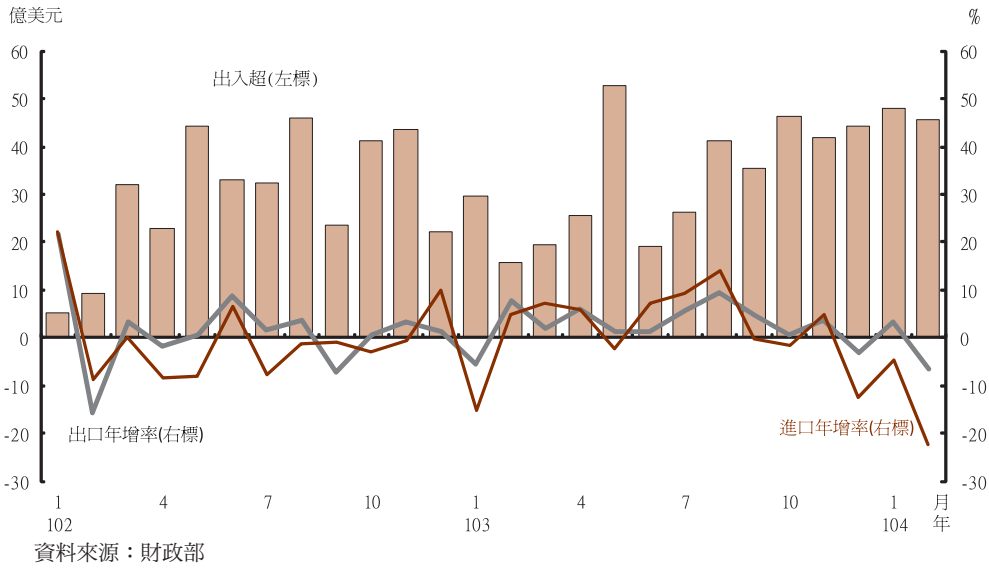
#### 五、進出口成長走緩

103年第4季，雖然電子產品出口持續暢旺，惟全球經濟成長力道不足，國際油價大跌，礦產品及塑化產品出口衰退，出口僅小幅成長0.45%(圖6)；由於按美元計價之農工原料及資本設備進口分別衰退5.49%及5.27%，進口負成長3.23%。商品及服務併計

之輸出及輸入成長率分別為5.74%及4.89%，全年則分別為5.70%及5.44%。

國際油價走低，衝擊礦產品、塑化產品等對外貿易，104年1至2月平均出口、進口年增率分別為-1.3%及-13.2%。主計總處預測第1季輸出、入成長率分別為7.31%與6.31%。

圖6 進出口貿易

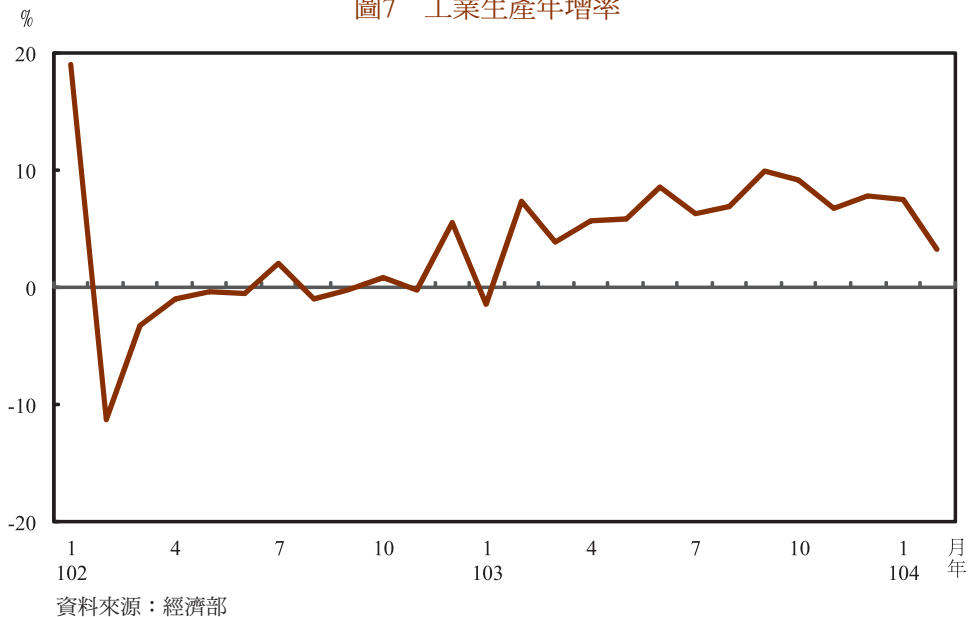


## 六、工業生產穩定成長

受惠於國際品牌行動裝置新品持續熱銷，電子產品需求持續強勁，加上機械投資需求持穩，以及車市持續熱絡，工業生產穩步成長，至103年12月年增率為7.76%(圖

7)，全年為6.37%。104年1至2月平均工業生產年增率為5.59%；其中，製造業年增率為6.50%，其四大業別中，資訊電子及金屬機電工業分別增產15.05%及2.53%，民生及化學工業則分別衰退0.63%及1.79%。

圖7 工業生產年增率



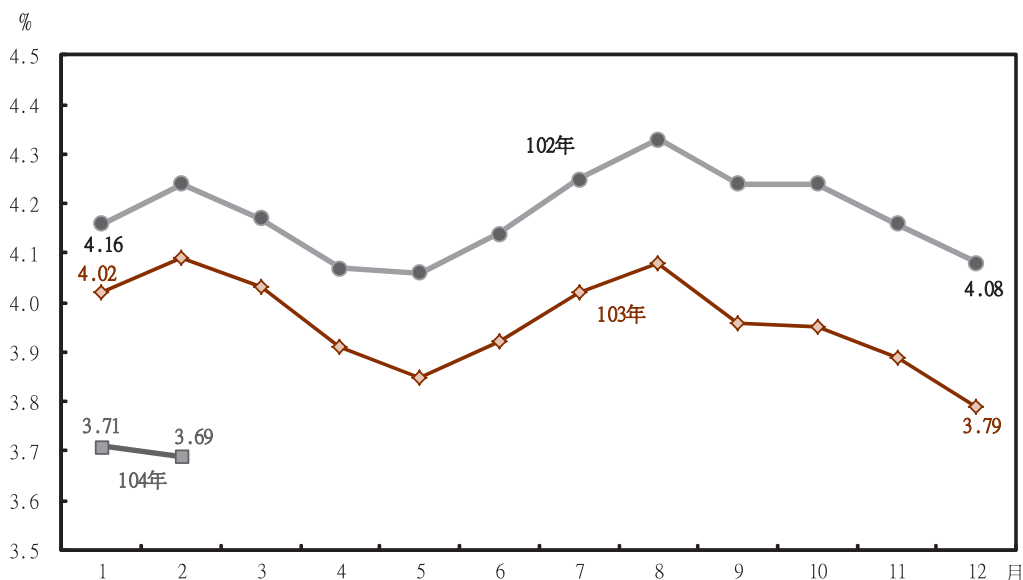
### 七、失業率降至2001年2月以來新低， 薪資調幅為近4年最高

隨國內經濟穩健成長，帶動就業人數增加，104年2月續增至1,116萬人；失業率則降至3.69%(圖8)，係2001年2月以來最低。

由於國內景氣回溫，企業獲利增加，調薪意願提高，亦加發年終及績效獎金，

103年工業及服務業受僱員工平均薪資年增率為3.58%，為近4年最高。104年1月經常性薪資年增率為1.60%，平均薪資年增率則為-41.14%(圖9)，主要係103年廠商多集中於1月(適逢春節)發放獎金，比較基期較高所致。

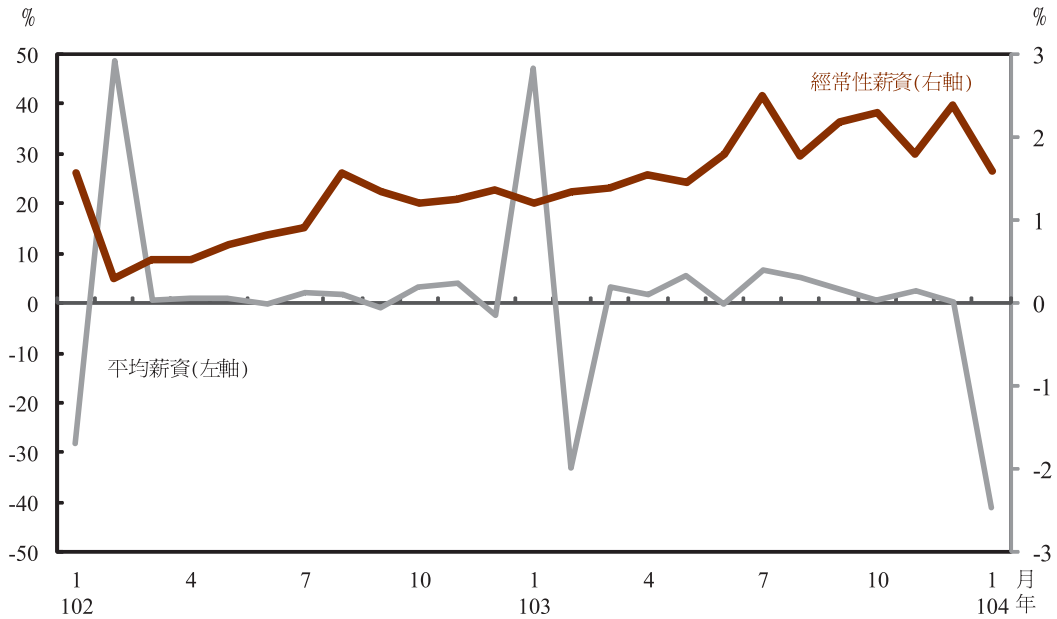
圖8 失業率



資料來源：行政院主計總處



圖9 工業及服務業平均薪資與經常性薪資年增率



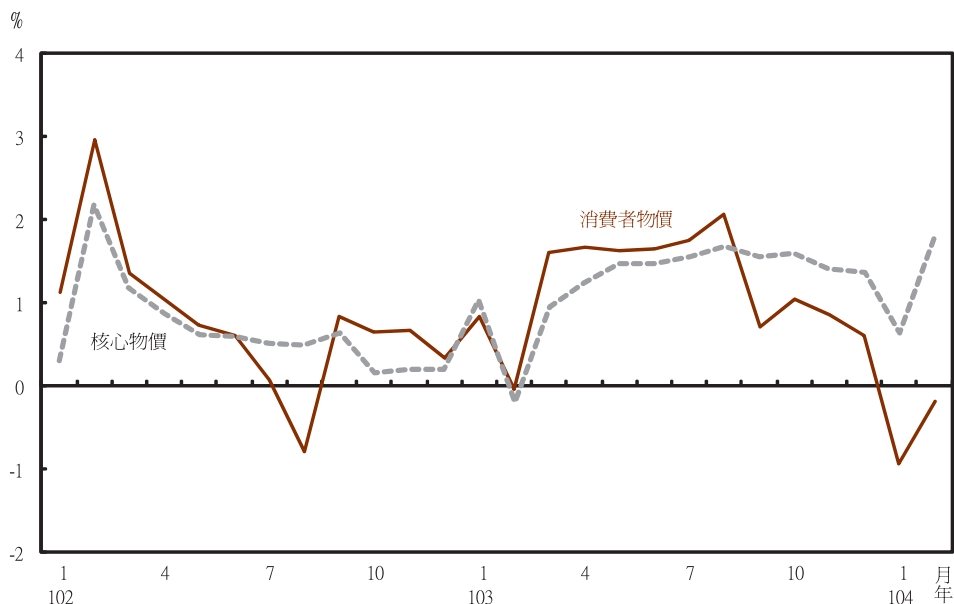
資料來源：行政院主計總處

## 八、物價漲幅低，通膨展望低緩

雖然外食費、肉類等食物類價格漲幅居高，惟國際油價大跌，國內油料費反映調降，CPI年增率下降，至103年12月為0.60%(圖10)；全年CPI與不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率分別為1.20%及1.26%。

104年1至2月平均CPI年增率降為-0.56%(表2)，主因電價回饋扣抵電費，以及油料費調降，分別使CPI年增率下降1.08、0.54個百分點所致；核心CPI年增率則為1.21%。主計總處預測全年CPI年增率為0.26%。

圖10 消費者物價與核心物價年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響104年1至2月平均CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	-0.56	-0.56
外食費	99	3.88	0.39
蔬菜	20	14.13	0.26
肉類	20	9.68	0.21
房租	182	0.83	0.15
水產品	16	4.59	0.08
通訊費	35	1.79	0.06
教養娛樂服務費	128	0.42	0.05
合計			1.20
油料費	35	-28.81	-1.08
電費	22	-24.72	-0.54
燃氣	10	-16.90	-0.19
耐久性消費品	82	-1.73	-0.13
水果	23	-3.22	-0.09
合計			-2.03
其他			0.27

資料來源：行政院主計總處

## 貳、經濟展望

預期104年全球經濟成長率將較103年略佳，可望維繫我國出口及民間投資成長動能，加上勞動市場情勢改善及低油價效應，有利民間消費擴增，主計總處預測經濟成長率將由103年之3.74%略升至3.78%(表3)；國內各預測機構預測值之平均數則為3.65%。

表3 國內預測機構預測104年經濟成長率

單位：%

項 目	預測機構	主計總處	元大寶華	國泰金	台經院	平均值
發布日期		104.2.16	104.3.25	104.3.16	104.1.26	
實質國內生產毛額		3.78	3.66	3.50	3.67	3.65
實質民間消費支出		3.12	3.01	2.87	2.71	2.93
實質政府消費支出		-1.28	-	-1.00	-0.62	-0.97
實質固定投資		3.76	-	2.50	3.48	3.25
實質民間投資		5.98	3.91	-	5.90	5.26
實質政府投資		-2.20	-	-	-2.13	-2.17
實質輸出		7.26	5.38	6.98	5.07	6.17
實質輸入		6.27	2.86	5.90	4.30	4.83

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19,176百萬美元， 產增加1,819百萬美元(表1及圖1)。  
金融帳淨流出18,396百萬美元，央行準備資產

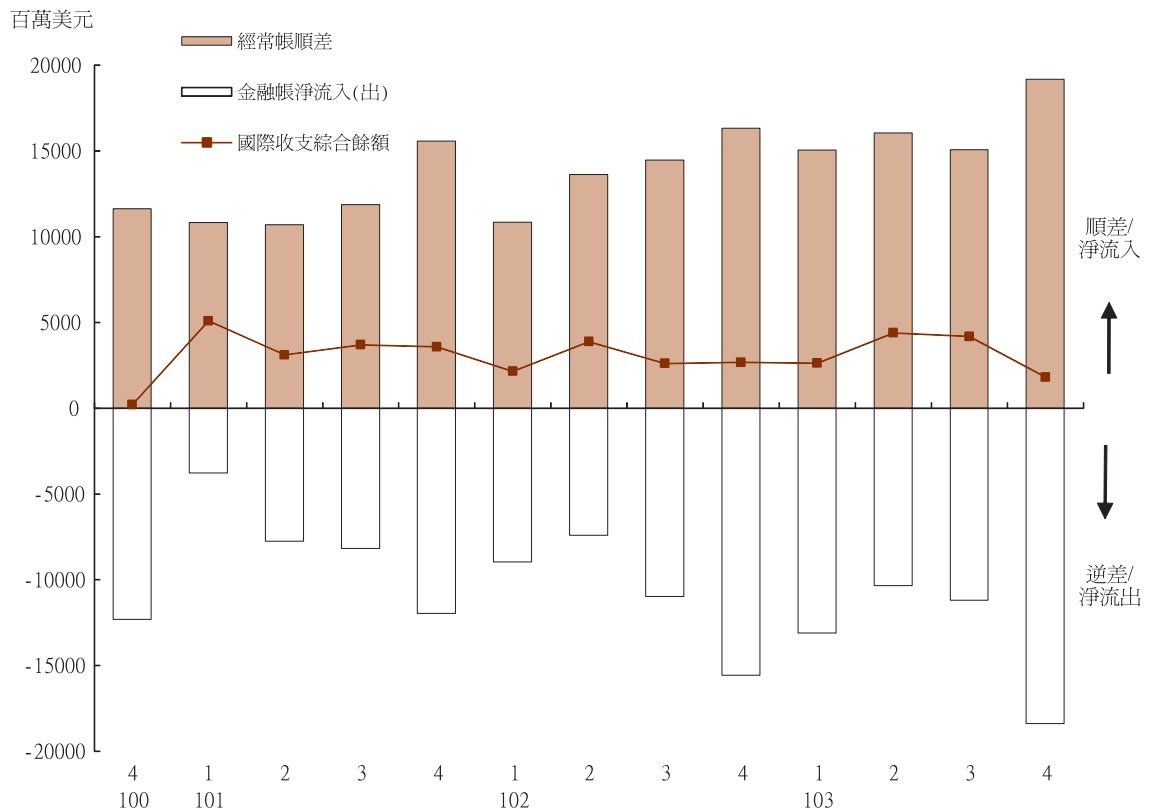
表1 國際收支

單位：百萬美元

	(1) 103年 第4季	(2) 102年 第4季	(1)-(2)
<b>A. 經常帳</b>	19,176	16,331	2,845
商品貿易淨額	14,261	10,635	3,626
商品出口(f.o.b.)	78,617	78,211	406
商品進口(f.o.b.)	-64,356	-67,576	3,220
服務淨額	3,018	2,659	359
服務：收入	15,305	13,376	1,929
服務：支出	-12,287	-10,717	-1,570
所得淨額	2,625	3,747	-1,122
所得：收入	7,192	6,333	859
所得：支出	-4,567	-2,586	-1,981
經常移轉淨額	-728	-710	-18
經常移轉：收入	1,648	1,625	23
經常移轉：支出	-2,376	-2,335	-41
<b>B. 資本帳</b>	-34	5	-39
<b>C. 金融帳</b>	-18,396	-15,571	-2,825
直接投資淨額	-2,321	-2,772	451
對外直接投資	-2,805	-3,267	462
來台直接投資	484	495	-11
證券投資淨額	-14,159	-5,575	-8,584
證券投資(資產)	-15,894	-9,405	-6,489
股權證券	-5,178	-2,293	-2,885
債權證券	-10,716	-7,112	-3,604
證券投資(負債)	1,735	3,830	-2,095
股權證券	2,029	4,703	-2,674
債權證券	-294	-873	579
衍生金融商品淨額	-257	278	-535
衍生金融商品(資產)	1,808	1,440	368
衍生金融商品(負債)	-2,065	-1,162	-903
其他投資淨額	-1,659	-7,502	5,843
其他投資(資產)	7,980	-18,222	26,202
銀行	1,672	-22,675	24,347
非銀行民間部門	6,307	4,452	1,855
其他投資(負債)	-9,639	10,720	-20,359
銀行	-11,278	10,065	-21,343
非銀行民間部門	1,639	655	984
合計，A至C	746	765	-19
<b>D. 誤差與遺漏淨額</b>	1,073	1,910	-837
合計，A至D	1,819	2,675	-856
<b>E. 準備資產</b>	-1,819	-2,675	856

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

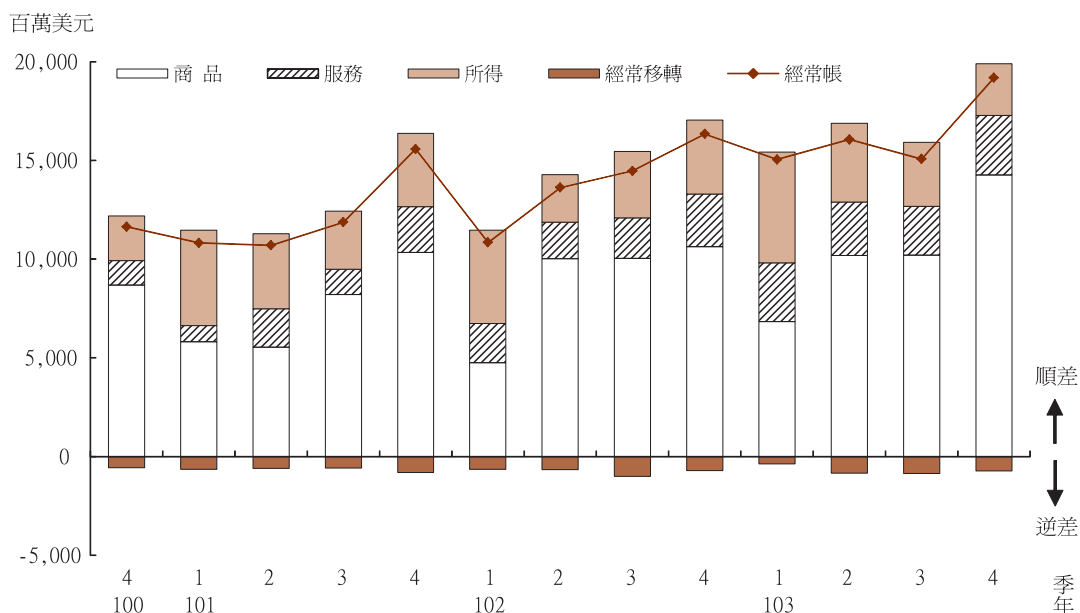
商品方面，雖受國際油價重挫影響，礦產品出口價量俱減，惟因電子產品出口增加，整體出口較上年同季增加0.5%；在農工原料及資本設備進口減少下，整體進口較上年同季減少4.8%。由於出口增加、進口減少，本季商品貿易順差增為14,261百萬美元，較上年同季增加3,626百萬美元或34.1%。

服務方面，本季服務收入及支出均為歷年單季最高。服務收入15,305百萬美元，較上年同季增加1,929百萬美元，主要係旅行收

入及三角貿易淨收入增加；服務支出12,287百萬美元，較上年同季增加1,570百萬美元，主要為旅行支出與支付國外貿易佣金增加。由於收入增額大於支出增額，本季服務收支順差為3,018百萬美元，較上年同季增加359百萬美元或13.5%。

所得方面，本季所得收入7,192百萬美元，較上年同季增加859百萬美元，主要係外匯資產投資所得及銀行利息收入增加；所得支出4,567百萬美元，較上年同季增加1,981百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得增加。由於支出增額大於收入增額，

圖2 經常帳



本季所得收支順差減為2,625百萬美元，較上年同季減少1,122百萬美元或29.9%。

經常移轉方面，本季經常移轉收入1,648百萬美元，經常移轉支出2,376百萬美元，淨支出由上年同季的710百萬美元增為728百萬美元。

本季雖所得順差減少、經常移轉逆差擴大，惟商品及服務順差增加，使經常帳增為19,176百萬美元，為歷年單季最高，較上年同季增加2,845百萬美元或17.4%(圖2)。

## 二、資本帳

資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與、債務之免除及移民移轉)與非生產性、非金融性資產交易(如專利權、商譽等無形資產之買賣斷)。本季資本帳逆差34百萬美

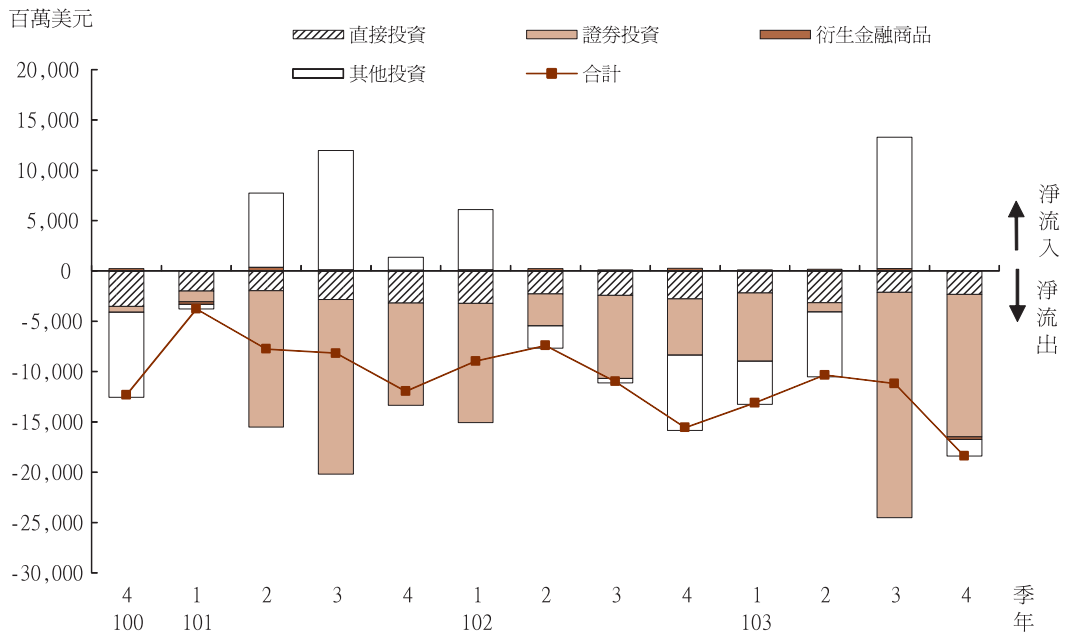
元。

## 三、金融帳

本季金融帳淨流出18,396百萬美元。其中直接投資呈淨流出2,321百萬美元，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2,805百萬美元及淨流入484百萬美元。證券投資呈淨流出14,159百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出15,894百萬美元，主要係保險公司投資國外證券增加；非居民證券投資轉呈流入1,735百萬美元，主要係外資增加投資台股。衍生金融商品呈淨流出257百萬美元。其他投資呈淨流出1,659百萬美元，主要係銀行外幣資金充裕，償還國外借款增加(圖3)。



圖3 金融帳



## 貳、經常帳

### 一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍予以調整）計算，商品出口計78,617百萬美元，較上年同季增加406百萬美元或0.5%；商品進口計64,356百萬美元，較上年同季減少3,220百萬美元或4.8%。由於出口增加、進口減少，商品貿易順差增為14,261百萬美元，較上年同季增加3,626百萬美元或34.1%。

以下根據海關進出口貿易統計，就貿易結構、主要貨品與主要貿易地區別進一步分析出、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0.4%，農產品出口增加1.7%，農產加工品出口則減少2.4%。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81.2%)，較上年同季增加0.3%。進口方面，資本設備較上年同季減少5.3%，主要係因半導體設備進口減少；消費品增加6.9%，主要係因手機及食品進口增加；農工原料則因石油及相關製品進口減少，本季減少5.5%。

就主要貨品而言，與上年同季比較，出口以「電子產品」增額最大，達出口總增額的9.3倍；進口方面則以「礦產品」、「機械」與「化學品」減額較大，合計占進口減額的2.2倍。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對美國出口較上年同季增加829百萬美元或11.6%，為出口增額最大的地區；其次為南韓，較上年同季增加587百萬美元或4.2%。進口方面，由於國際原油價格持續走低，自中東進口較上年同季減少1,851百萬美元或17.5%最大；其次為歐洲，減少605百萬美元或7.5%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸（含香港，以下同）所占比重40.4%最高，其次為東協六國的18.3%；美國及歐洲則占11.6%及8.7%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重19.4%最高，日本及中東則以15.4%及13.2%分居第二、三位。

## 二、服務

本季服務收入15,305百萬美元，較上年同季增加1,929百萬美元；服務支出12,287百萬美元，較上年同季增加1,570百萬美元。由於收入增額大於支出增額，服務收支順差由上年同季2,659百萬美元增為3,018百萬美元。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2,958百萬美元，較上年同季增加174百萬美元，主要係國輪國際

線貨運及國航國際線客運收入增加。運輸支出計2,837百萬美元，較上年同季增加209百萬美元，主要係國輪支付國外港口費用與國航修護費用增加。在支出增額大於收入增額下，本季運輸淨收入由上年同季之156百萬美元減為121百萬美元。

### (二) 旅行

本季來台旅客平均每人每日消費金額增加，加以來台人次成長20.0%，旅行收入較上年同季增加811百萬美元，為3,809百萬美元。旅行支出計3,568百萬美元，較上年同季增加466百萬美元，主要係國人出國人次、平均每人每日消費金額均增加所致。由於收入增額大於支出增額，旅行淨收入由上年同季的逆差轉為順差241百萬美元。

### (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8,538百萬美元，較上年同季增加944百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計5,882百萬美元，較上年同季增加895百萬美元，主要係支付國外貿易佣金增加。由於收入增額大於支出增額，本季其他服務淨收入為2,656百萬美元，較上年同季增加49百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	103年第4季			102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	15,305	12,287	3,018	13,376	10,717	2,659	1,929	1,570
一、運輸服務	2,958	2,837	121	2,784	2,628	156	174	209
(一)客運	712	479	233	640	444	196	72	35
(二)貨運	2,107	1,148	959	2,027	1,218	809	80	-70
(三)其他	139	1,210	-1,071	117	966	-849	22	244
二、旅行	3,809	3,568	241	2,998	3,102	-104	811	466
三、其他服務	8,538	5,882	2,656	7,594	4,987	2,607	944	895
(一)通訊	107	122	-15	114	135	-21	-7	-13
(二)營建	139	163	-24	97	153	-56	42	10
(三)保險	190	324	-134	154	294	-140	36	30
(四)金融	379	138	241	302	102	200	77	36
(五)電腦與資訊	452	262	190	281	162	119	171	100
(六)專利權、商標等使用費	223	892	-669	244	844	-600	-21	48
(七)其他事務服務	6,906	3,736	3,170	6,276	3,074	3,202	630	662
1. 三角貿易及與貿易有關服務	5,543	1,211	4,332	4,929	931	3,998	614	280
2. 營運租賃	62	562	-500	58	400	-342	4	162
3. 專業技術與雜項	1,301	1,963	-662	1,289	1,743	-454	12	220
(八)個人、文化與休閒服務	65	71	-6	60	63	-3	5	8
(九)不包括在其他項目的政府服務	77	174	-97	66	160	-94	11	14

### 三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入7,192百萬美元，較上年同季增加859百萬美元，主要係外匯資產投資所得及銀行國外利息收入增加；所得支出4,567百萬美元，較上年同季增加1,981百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得增加。由於支出增額大於收入增額，本季所得收支順差減為2,625百萬美元，較上年同季減少1,122百萬美元(表3)。

### 四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,648百萬美元，較上年同季增加23百萬美元；支出計2,376百萬美元，較上年同季增加41百萬美元。由於支出增額大於收入增額，本季經常移轉淨支出由上年同季的710百萬美元增為728百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	103年第4季			102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	7,192	4,567	2,625	6,333	2,586	3,747	859	1,981
一、薪資所得	158	87	71	148	83	65	10	4
二、投資所得	7,034	4,480	2,554	6,185	2,503	3,682	849	1,977
(一)直接投資	1,932	3,185	-1,253	1,690	1,325	365	242	1,860
(二)證券投資	563	809	-246	639	821	-182	-76	-12
(三)其他投資	4,539	486	4,053	3,856	357	3,499	683	129
經常移轉	1,648	2,376	-728	1,625	2,335	-710	23	41

## 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18,396百萬美元。茲將本季金融帳變動說明如下(表4)：

表4 金融帳

單位：百萬美元

	103年第4季			102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	-2,805	484	-2,321	-3,267	495	-2,772	462	-11
(一)對外直接投資	-2,805	—	-2,805	-3,267	—	-3,267	462	—
(二)來台直接投資	—	484	484	—	495	495	—	-11
二、證券投資	-15,894	1,735	-14,159	-9,405	3,830	-5,575	-6,489	-2,095
(一)股權證券	-5,178	2,029	-3,149	-2,293	4,703	2,410	-2,885	-2,674
(二)債權證券	-10,716	-294	-11,010	-7,112	-873	-7,985	-3,604	579
1.債券與票券	-9,356	-294	-9,650	-7,285	-873	-8,158	-2,071	579
2.貨幣市場工具	-1,360	0	-1,360	173	0	173	-1,533	0
三、衍生金融商品	1,808	-2,065	-257	1,440	-1,162	278	368	-903
四、其他投資	7,980	-9,639	-1,659	-18,222	10,720	-7,502	26,202	-20,359
(一)貿易信用	438	-503	-65	-373	-239	-612	811	-264
(二)借款	166	-10,073	-9,907	-941	4,950	4,009	1,107	-15,023
(三)現金與存款	8,921	2,021	10,942	-13,348	8,290	-5,058	22,269	-6,269
(四)其他	-1,545	-1,084	-2,629	-3,560	-2,281	-5,841	2,015	1,197
合 計	-8,911	-9,485	-18,396	-29,454	13,883	-15,571	20,543	-23,368

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2,321百萬美元。其

中，對外直接投資呈淨流出2,805百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、金融及保險業與批發

及零售業；非居民來台直接投資淨流入484百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、電子零組件製造業以及批發及零售業。

## 二、證券投資

本季證券投資呈淨流出14,159百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

由於保險公司國外投資增加，本季居民投資國外證券呈淨流出15,894百萬美元。其中股權證券與債權證券分別呈淨流出5,178百萬美元與10,716百萬美元。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流入1,735百萬美元，其中股權證券投資淨流入2,029百萬美元，主要係外資增持台股。債權證券投資淨流出294百萬美元，主要係外資減持我國公債及海外公司債。

## 三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨流出257百萬美元，資產方面淨流入1,808百萬美元，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2,065百萬美元，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1,659百萬美元。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入7,980百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少。其中，貿易信用淨流入438百萬美元；借款淨流入166百萬美元；現金與存款淨流入8,921百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流出1,545百萬美元，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出9,639百萬美元，表示居民對非居民之其他負債減少。其中，貿易信用淨流出503百萬美元；借款淨流出10,073百萬美元，主要係銀行外幣資金充裕，償還國外短期借款增加；現金與存款淨流入2,021百萬美元，主要係OBU吸收國外存款增加；其他負債呈淨流出1,084百萬美元，主要係銀行部門其他短期負債減少。

## 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1,819百萬美元。

# 貨幣與信用

## 壹、概述

103年第4季以來，由於外資整體仍呈淨匯入，以及銀行放款與投資成長大抵增加，M2年增率持續上升；M1B則因活期性存款成長減緩，年增率下滑。104年以來，因外資持續淨匯入，加以春節因素影響，1至2月M1B平均年增率為5.58%、M2平均年增率為6.19% (表1)。

鑑於全球景氣仍存在不確定性，益以國內產出缺口仍為負值，通膨展望溫和，為維持物價與金融穩定，並促進經濟成長，本行

本季各項貼放利率維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩。103年底，五大銀行一年期存款固定利率為1.36%、平均放款基準利率為2.883%，兩者均與上季底相同，至104年2月底均維持不變。在五大銀行新承做放款利率方面，103年9月以來，由於受新承做政府借款影響，五大銀行新承做放款利率先升後降，至104年2月為1.635%，較103年9月上升0.105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				
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
103	9.25	7.96	5.66	6.94	5.91	5.20	5.68
103/ 2	9.43	8.63	5.61	5.95	5.77	4.95	5.71
3	9.74	8.87	5.89	6.68	5.83	4.53	5.31
4	9.85	9.10	6.24	6.69	6.09	4.99	5.60
5	9.34	8.14	5.91	6.90	6.03	5.20	5.59
6	8.08	7.46	5.74	6.44	5.34	4.95	5.79
7	8.61	7.65	5.63	6.75	5.67	5.11	6.35
8	9.16	7.56	5.64	6.49	5.65	5.17	6.68
9	9.24	7.36	5.31	6.66	4.99	4.77	5.77
10	9.71	7.18	4.98	7.02	4.90	4.88	5.67
11	8.65	6.95	5.22	6.94	5.28	4.78	5.63
12	7.62	6.90	5.85	6.80	5.91	5.20	5.68
104/ 1	4.61	5.03	5.86	3.22	6.34	4.59	5.33
2	7.09	6.12	6.51	6.08	6.30	5.26	5.65

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



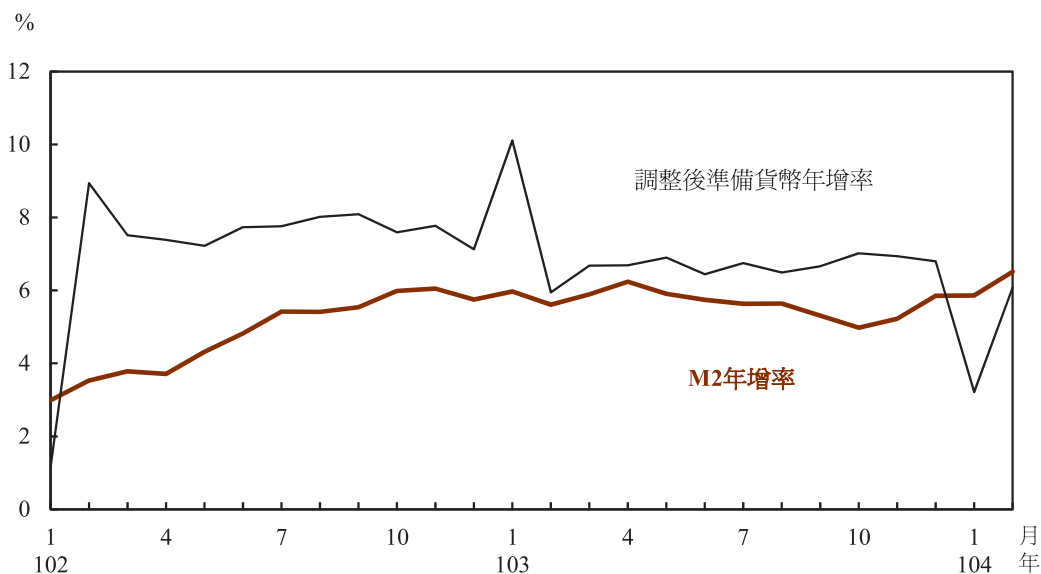
## 貳、準備貨幣年增率上升

103年第4季日平均準備貨幣年增率為6.92%，較上季之6.63%為高，主要係因本季外資呈淨匯入，加以放款投資成長，使準備金需求增加所致。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7.02%、6.94%及6.80%，均較9月之6.66%上升；104年1月因上年農曆春節落在1月，比較基期較高，致準備貨幣年增率降為3.22%，及至2月，因逢農曆春節，通貨需求

增加，準備貨幣年增率轉升至6.08%（圖1）。

就準備貨幣變動來源分析，103年第4季雖有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行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。至於104年1月及2月，日平均準備貨幣續呈成長。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 參、貨幣總計數M2穩定成長

103年第4季以來，由於外資整體仍呈淨匯入，以及銀行放款與投資成長大抵增加，M2年增率持續上升，M1B則因活期性

存款成長減緩，年增率下滑，至12月分別為5.85%及6.90%；全年M1B及M2平均年增率分別為7.96%及5.66%。104年以來，因外資

持續淨匯入，加以春節因素影響，1至2月  
M1B平均年增率為5.58%、M2平均年增率為

6.19%。

## 肆、存款年增率上升

103年第4季底全體貨幣機構存款年增率由第3季底的4.99%上升至5.91%，主要係外資轉呈淨匯入，以及放款與投資成長所致。104年1至2月，因外資淨匯入持續增加，年增率上升至2月底的6.30%(圖2)。

就各類存款觀察，活期性存款方面，由於美國Fed升息時程未定，國際金融市場不確定因素增加，國內股市受其影響而波動擴大，年增率由第3季底的6.78%降至第4季底的5.83%；104年1月底因外資淨匯入增加，以及股市轉佳，年增率上升至6.09%；2月底因農曆春節假期緊接228連假，企業及個人交易性資金需求較去年同期低，加上企業發放年終獎金，部分活期性存款流向定期性存款，致年增率降至5.64%。定期性存款<sup>1</sup>方面，由於美元升值，國人持有美元資產增加，致外匯存款增加，年增率由103年第3季底的3.83%升至第4季底的6.07%；104年1月底年增率升至6.67%；2月底續升至6.92%，1、2月年增率增加主要係除上述春節因素

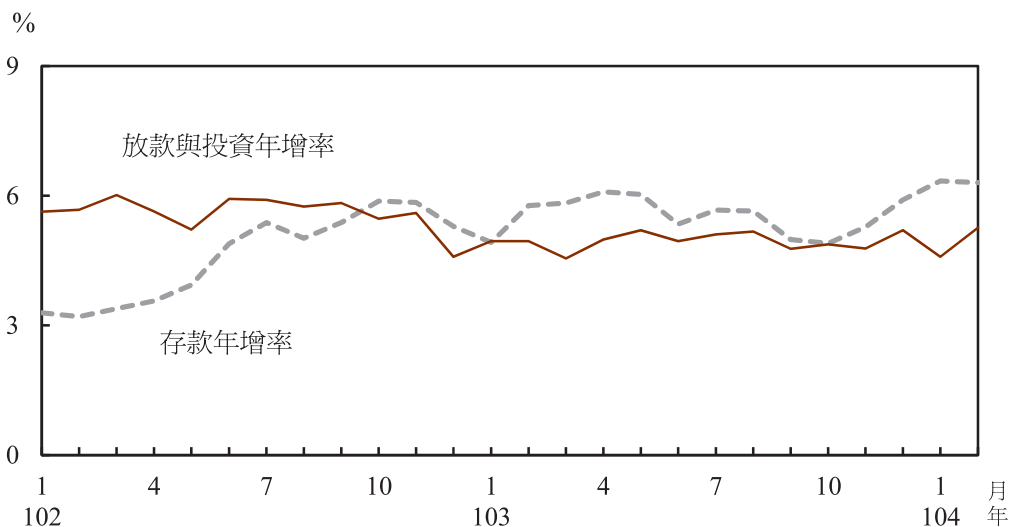
外，再加上貨幣市場基金回補銀行基金專戶存款等因素。

政府存款方面，本季因公債不足額發行，以及統籌分配款提前撥付，致政府存款餘額下降，年增率由103年第3季底之9.83%降至第4季底之2.83%。104年1月底雖因稅課收入增加，致政府存款增加，惟因上年同期財政部基於資金調度考量，存入大筆存款，致基期較高，年增率續降至1.43%；2月底因逢農曆春節，發放年終獎金增加，致政府存款餘額下降，年增率轉呈衰退0.32%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由103年第3季底之34.46%續升至第4季底之34.60%，定期性存款比重由第3季底之62.72%升至第4季底之62.98%，政府存款比重則由第3季底之2.82%降至第4季底之2.42%。104年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為34.25%、63.45%及2.30%。

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

圖2 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



## 伍、銀行放款與投資年增率上升

103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3,786億元，其中放款與投資分別增加2,372億元與1,414億元；放款與投資年增率由上季底之4.77%上升為5.20%，主要係因相對於上季底，103年第4季底對政府之債權成長增加所致。104年1月底，由於銀行對政府及民營企業債權成長減少，年增率降至4.59%，惟至2月底，主要因對政府及民營企業之債權成長均呈增加，年增率增至5.26%。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，103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4.41%降為4.13%，104年1月底降至3.54%，2月底則升為3.94%。

就放款與投資之對象別觀察，103年第4

季底全體貨幣機構對政府債權年增率較上季底增加，為5.34%，主要係銀行持有政府公債成長增加；至於對民間部門債權成長則趨緩，對公營事業債權則衰退幅度更加擴大，分別為5.68%及-4.62%，主要係銀行對其放款成長減緩所致。104年2月底對政府及公營事業債權年增率分別增為5.37%及-2.67%，對民間部門債權年增率則降為5.65%。比重方面，103年第4季底對民間部門債權比重由上季底之80.48%升為80.57%，104年2月底則降至79.92%；對政府債權比重則由上季底之15.61%升為15.66%，2月底再續升至16.27%；對公營事業債權比重由上季底之3.91%降為3.77%，至2月底則升為3.81%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方面，103年第4季對民營企業放款餘額較上季

底增加1,245億元，其中以對服務業<sup>2</sup>放款增加1,159億元為大宗，對製造業則增加101億元；104年2月底，對民營企業放款餘額，較103年第4季底減少370億元，其中，對製造業減少825億元，服務業則增加519億元。就各業別比重而言，103年第4季底對服務業放

款比重較上季底上升為51.04%，對製造業放款比重則較上季底下降為44.58%；至於對營造業放款比重，則由2.97%降為2.94%。104年2月底對服務業放款比重較103年第4季底回升，為51.79%，對製造業放款比重降至43.87%，對營造業放款比重則降為2.90%。

## 陸、銀行業利率持穩

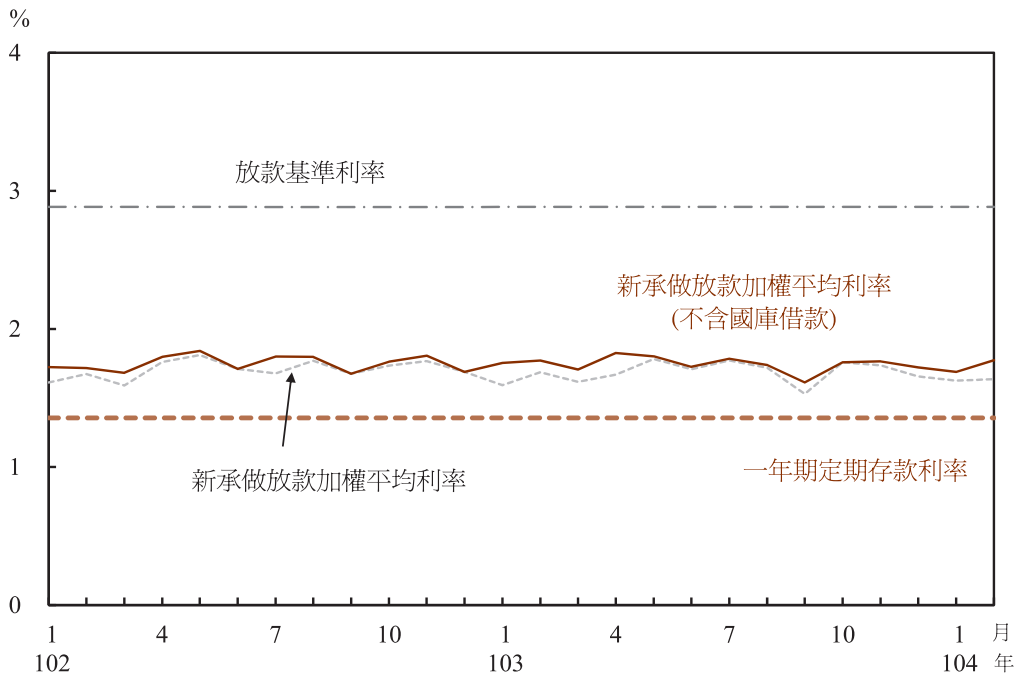
103年第4季國內經濟穩健成長，惟全球景氣復甦仍具不確定性，為維持物價與金融穩定，並促進經濟成長，本行各項貼放利率維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩(圖3)。以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，103年底五大銀行一年期存款固定利率為1.36%，與上季底相同，至104年2月底維持不變。放款基準利率方面，103年底五大銀行平均放款基準利率為2.883%，與上季底相同，至104年2月底維持不變。

在新承做放款利率方面，103年9月因新

承做政府借款增加影響，週轉金貸款利率下降，致五大銀行新承做放款加權平均利率降至1.530%，之後平均利率呈現先升後降趨勢，主要受新承做政府借款金額先減後增，牽動週轉金貸款利率先升後降所致，104年2月平均利率為1.635%，惟仍較103年9月上升0.105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103年9月之1.611%上升至12月的1.720%，104年1月降為1.688%，2月回升至1.773%，較103年9月上升0.162個百分點。

<sup>2</sup> 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

圖3 本國五大銀行平均利率



註：五大銀行係指臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀。

# 金融市場

## 壹、貨幣市場

近期全球主要經濟體貨幣政策走向分歧，益以國際油價及金融資產價格波動加大，影響全球金融市場之穩定性，為支應國內經濟穩健成長，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持銀行超額準備於適度寬鬆水準，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103年第3季平均之246億元上升至第4季平均之278億元，104年1至2月平均再上升為417億元。

以下分別就103年10月至104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

103年第4季貨幣機構日平均淨超額準備平均為278億元，較第3季平均之246億元為高，市場資金大致呈現寬鬆情勢(圖1)。就各月資金情勢觀察，10月受公債還本付息、國庫借款到期、統籌分配款及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備上升至268億元；11月受稅款繳庫及公債發行等緊縮因素影響，日平均淨超額準備轉降為251億元；12月復因公債還本付息、國庫借

款到期、統籌分配款及政務支出撥款增加等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升至317億元。104年1至2月為因應農曆春節前資金需求，本行定存單到期陸續釋出資金，加以外資持續匯入資金，2月之日平均淨超額準備進而攀升至443億元。

### 二、利率走勢

鑑於全球景氣復甦仍具不確定性，在國內經濟穩健成長且通膨低緩的情況下，本行自100年7月1日升息後，迄今未再調息，政策利率維持不變，重貼現率及擔保放款融通利率分別為1.875%及2.25%。

為維持物價及金融穩定，本行持續發行定期存單，收回市場游資，金融業隔夜拆款加權平均利率維持於0.387%左右，走勢持穩。至於票券市場短期利率方面，各天期利率均呈先升後降趨勢(表1)，其中商業本票1-30天期發行利率由103年9月之0.79%上升至12月之0.83%，104年2月回降至0.79%，次級市場利率則由0.58%升至0.62%，之後降至0.58%；同期間，31-90天期次級市場利率亦由0.64%先升至0.68%，之後再降為0.64%，變動均不大。



圖1 貨幣市場利率與貨幣機構淨超額準備

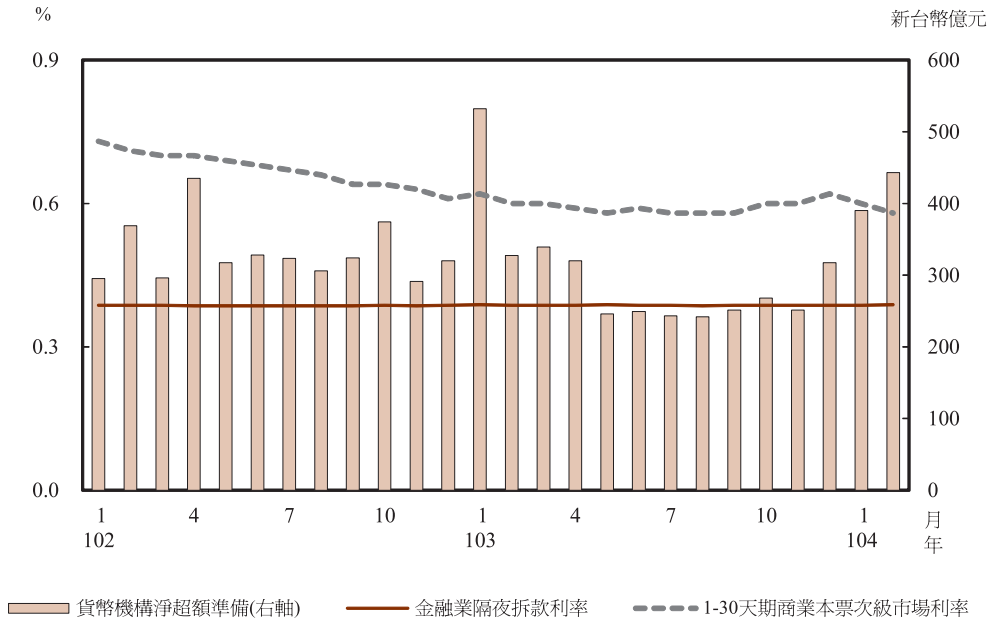


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 <sup>註</sup>				
		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
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
103	0.387	0.77	0.80	0.78	0.60	0.62	0.69	0.870	0.930	1.050	0.575	0.786
103/ 2	0.387	0.73	0.77	0.72	0.60	0.63	0.67	0.870	0.930	1.050	0.572	0.744
3	0.387	0.75	0.78	0.71	0.60	0.61	0.64	0.870	0.930	1.050	0.557	0.727
4	0.387	0.75	0.79	0.73	0.59	0.59	0.63	0.870	0.930	1.050	0.530	0.705
5	0.388	0.76	0.78	0.74	0.58	0.59	0.61	0.870	0.930	1.050	0.520	0.694
6	0.387	0.79	0.80	0.76	0.59	0.62	0.64	0.870	0.930	1.050	0.519	0.699
7	0.387	0.79	0.78	0.77	0.58	0.61	0.69	0.870	0.930	1.050	0.540	0.747
8	0.386	0.77	0.78	0.79	0.58	0.62	0.67	0.870	0.930	1.050	0.598	0.802
9	0.387	0.79	0.81	0.83	0.58	0.64	0.73	0.870	0.930	1.050	0.612	0.836
10	0.387	0.80	0.82	0.85	0.60	0.60	0.76	0.870	0.930	1.050	0.639	0.851
11	0.387	0.82	0.83	0.84	0.60	0.63	0.75	0.870	0.930	1.050	0.629	0.846
12	0.387	0.83	0.87	0.85	0.62	0.68	0.79	0.870	0.930	1.050	0.598	0.812
104/ 1	0.387	0.79	0.86	0.83	0.60	0.64	0.78	0.836	0.930	1.050	0.596	0.793
2	0.388	0.79	0.87	0.80	0.58	0.64	0.72	0.870	0.930	1.050	0.591	—

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月起發行2年期定期存單。

### 三、票券流通餘額

104年2月底票券流通餘額合計為1兆7,814億元，較103年第3季底增加1,197億元(表2)。其中商業本票增加763億元最多，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687億元，主要係配合國庫年關資金調度需要，發行金額較多所致。103年第3季新北市政府為增加資金調度彈性，新增發行91天期市庫券100億元，已於11月清償完畢。另可轉讓定期存單餘額減少152億元；銀行承兌匯票則變動不大。

表2 短期票券之發行、償還及餘額

單位：新台幣億元

年/月	合計			國庫券			市庫券			商業本票			銀行承兌匯票			可轉讓定期存單		
	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額	發行額	償還額	餘額
101	81,877	79,260	14,540	2,650	2,503	1,950	0	0	0	73,116	70,232	10,236	242	256	43	5,869	6,269	2,311
102	98,090	96,127	16,502	3,246	3,050	2,146	0	0	0	88,274	86,518	11,992	235	235	42	6,335	6,323	2,323
103	108,406	108,496	16,412	2,449	3,294	1,300	100	100	0	99,195	98,119	13,068	241	240	43	6,422	6,743	2,002
103/ 2	8,254	8,287	17,373	250	200	2,399	0	0	0	7,320	7,227	12,591	16	18	44	668	842	2,339
3	9,046	8,926	17,493	250	200	2,449	0	0	0	8,316	7,939	12,969	19	24	39	461	763	2,036
4	8,562	8,757	17,298	200	554	2,096	0	0	0	8,173	7,774	13,367	20	19	40	170	410	1,796
5	8,919	8,556	17,660	245	0	2,341	0	0	0	8,068	8,157	13,278	21	14	47	584	385	1,994
6	8,861	9,433	17,089	0	491	1,850	0	0	0	8,009	8,273	13,015	20	24	43	832	645	2,181
7	9,636	9,041	17,684	200	450	1,600	0	0	0	9,032	7,952	14,096	22	21	44	382	619	1,944
8	9,456	10,020	17,120	200	550	1,250	100	0	100	8,603	8,739	13,960	20	15	50	533	716	1,761
9	9,053	9,556	16,617	0	0	1,250	0	0	100	8,474	9,169	13,265	20	26	44	558	361	1,958
10	8,997	9,284	16,330	0	0	1,250	0	0	100	8,526	8,878	12,913	22	17	48	449	389	2,019
11	8,575	8,559	16,346	0	250	1,000	0	100	0	7,987	7,704	13,196	20	18	50	568	487	2,100
12	9,932	9,866	16,412	650	350	1,300	0	0	0	8,618	8,745	13,068	20	28	43	644	743	2,002
104/ 1	9,931	8,650	17,694	537	0	1,837	0	0	0	9,058	8,206	13,921	18	15	45	318	429	1,891
2	7,428	7,308	17,814	300	200	1,937	0	0	0	6,640	6,533	14,027	16	18	43	472	557	1,806

## 貳、債券市場

103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，持續定期適量發行政策，發行公債1,524億元，較上季增加74億元；公司債方面，103年第4季國內公司債發行規模為791億元，較上季減少287億元；金融債券方面，本季金融機構發債主要目的為中長期授信業務需求及充實資本適足率，發債總額為1,784億元，較上季增加1,260億元；至於國際債券方面，自103年9月創下1,424億元新高後，國際債券發行趨緩，103年第4季國外金融機構發行總額折合新台幣為1,607億元，較上季大幅減少1,064億元。

債券流通市場方面，由於年底交易商進出意願低落致使市場成交清淡，103年第4季債券交易量減少為17兆807億元，較上季減少8,944億元或-4.98%。

以下就發行市場與流通市場分別加以說明：

### 一、發行市場

#### (一) 中央政府公債

103年第4季中央政府發行甲類建設公債1,524億元，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，因市場預期美國Fed即將結束購債計畫後未來利率將上升，5年、20年及30年期公債發行得標利率均較上季分別上升2個基本點、12個基本點及6個基本點，10年期則下降10個基本點；就行業得標比重觀察，103年第4季平均仍以銀行業得標比重為最高55.14%，其次為證券業的29.44%，再次為保險業的8.11%，至於票券業平均只標得7.32%。累計至103年第4季底，中央政府公債發行餘額為5兆3,385億元，較上季底增加1,123億元或2.15%，至104年2月底發行餘額則增至5兆3,488億元。

表3 中央政府公債標售概況表

期別	發行日	年期	發行額 (億元)	最高得標 利率(%)	行業得標比重(%)			
					銀行業	證券業	票券業	保險業
103甲14	103.10.02	20	300	2.265	33.17	43.50	5.00	18.33
△103甲15	103.10.15	5	345	1.245	54.58	31.20	12.77	1.45
※103甲13	103.11.07	10	350	1.658	74.57	14.86	6.71	3.86
103甲16	103.11.26	30	229	2.360	46.73	27.07	4.37	21.83
※103甲13	103.12.04	10	300	1.590	61.51	32.16	6.33	0.00

※為增額公債。

※為增額公債；△為可分割公債。

## (二) 直轄市政府公債

行公債，104年2月底發行餘額為1,017億元。

102年至104年2月各直轄市政府均未發

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
101	14,342	77,526	6,650	47,763	234	1,581	4,825	16,195	1,804	10,221	769	1,483	60	283
102	12,643	82,838	6,419	50,682	-	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	1,351	381	441
103	18,818	93,296	6,753	53,385	-	1,017	3,604	20,130	3,975	12,736	85	1,187	4,400	4,842
103/ 2	799	83,681	700	51,283	-	1,413	59	18,925	20	10,342	20	1,253	-	466
3	931	83,415	400	50,933	-	1,264	242	19,120	289	10,465	-	1,168	-	466
4	518	83,704	350	51,283	-	1,264	38	18,977	130	10,540	-	1,175	-	466
5	1,528	84,786	600	51,883	-	1,181	528	19,300	400	10,815	-	1,143	-	466
6	1,903	86,255	729	52,611	-	1,180	458	19,523	621	11,245	-	1,133	96	562
7	1,768	87,000	700	52,611	-	1,091	622	19,924	0	11,245	65	1,185	382	944
8	1,510	88,161	350	52,961	-	1,091	197	19,897	97	11,217	-	1,185	866	1,810
9	2,511	89,105	400	52,261	-	1,091	260	20,008	428	11,339	-	1,172	1,424	3,234
10	2,000	90,447	645	52,506	-	1,091	279	20,122	427	11,663	-	1,181	650	3,884
11	1,981	92,134	579	53,085	-	1,018	115	20,085	711	12,307	-	1,179	576	4,460
12	1,725	93,296	300	53,385	-	1,017	397	20,130	646	12,736	-	1,187	381	4,842
104/ 1	1,319	93,467	668	53,253	-	1,017	165	20,162	106	12,731	-	1,082	380	5,222
2	1,626	94,602	635	53,488	-	1,017	85	20,181	132	12,838	-	1,081	774	5,996

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」。

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

## (三) 公司債

103年第4季公司債發行總額為791億元，較上季減少287億元或-26.65%。就發行內容觀察，由於發行公司多為債信良好之大型公司或公營企業，其中88%為不可轉換

公司債，91%為無擔保公司債；前六大發債公司為台電、中油、鴻海、三商美邦、南亞塑膠及遠東新世紀，合計發債金額為602億元，占發行總額76%；就債券發行期限觀察，以5年期券占33%為最大宗，其次為10

年期券的20%，加權平均發行利率分別為1.29%及2%；與上季比較，5年期利率較上季之1.55%下降26個基本點，10年期則較上季之1.92%上升8個基本點。截至103年第4季底，公司債發行餘額為2兆130億元，較上季底增加122億元或0.61%，至104年2月底發行餘額續增為2兆181億元。

#### (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18家本國銀行發行以新台幣及美元計價之金融債券，總金額為1,784億元，較上季增加1,260億元或240.24%，發行目的主要為中長期授信業務需求及充實資本適足率。新台幣計價之金融債券，以次順位債券為主，發行期間主要為7年期券及10年期券，分別占38%及42%；美元計價之金融債券，以第一順位債券為主，發行期間主要為20年期券及30年期券，分別占32%及41%。累計至103年第4季底，金融債券發行餘額為1兆2,736億元，較上季底增加1,397億元或12.32%，至104年2月底發行餘額則增至1兆2,838億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

103年第4季資產證券化受益證券商品無新案發行，惟因不動產重估價，致不動產投資信託受益證券淨值增加，累計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為1,187億元，較上季底增加15億元或1.28%，至104年2月底

發行餘額則減至1,081億元。

#### (六) 外國債券及國際債券

外國債券係指國際金融組織在台發行之金融債券，已於102年2月底清償完畢，餘額為0，至104年2月底均未再發行。國際債券係指外國銀行在台發行之金融債券，目前所有國際債券均以外幣計價，103年第4季國際債券發行總額折合新台幣為1,607億元，較上季大幅減少1,064億元。累計至103年第4季底，國際債券發行餘額折合新台幣為4,842億元，較上季底增加1,607億元或49.7%。至104年2月底發行餘額增為新台幣5,996億元。

## 二、流通市場

103年第4季，受國際油價重挫影響，部分國家引發通縮疑慮，市場對美元資產的避險需求上升，致美債殖利率下滑，國內10年期指標公債殖利率亦隨之下跌，至12月17日為1.58%低點；嗣因美國公債殖利率反轉上揚，該殖利率亦反轉回升，至當季底為1.60%，104年1月及2月10年期指標公債殖利率平均分別為1.52%及1.54%。

由於國際債券發行趨緩，亦使國際債券次級市場交易金額下滑，致103年第4季國內整體債市交易金額較上季減少8,944億元或-4.98%，其中，附條件交易減少417億元或-0.3%，買賣斷交易減少8,527億元或-20.93%。若就交易比重觀察，附條件交易金額占交易總額比重由上季之77.3%升至

當季之81.1%，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之22.7%下降至當季之18.9%。若就各類債券交易來看，103年第4季以政府公債交易比重占67%為最高，交易金額為11兆4,498億元，其次依序為公司債4兆6,525億

元、金融債券7,120億元、外國債券與國際債券2,468億元及資產證券化受益證券196億元。104年1月至2月債券累計交易金額為10兆443億元，較上年同期略增4.62%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

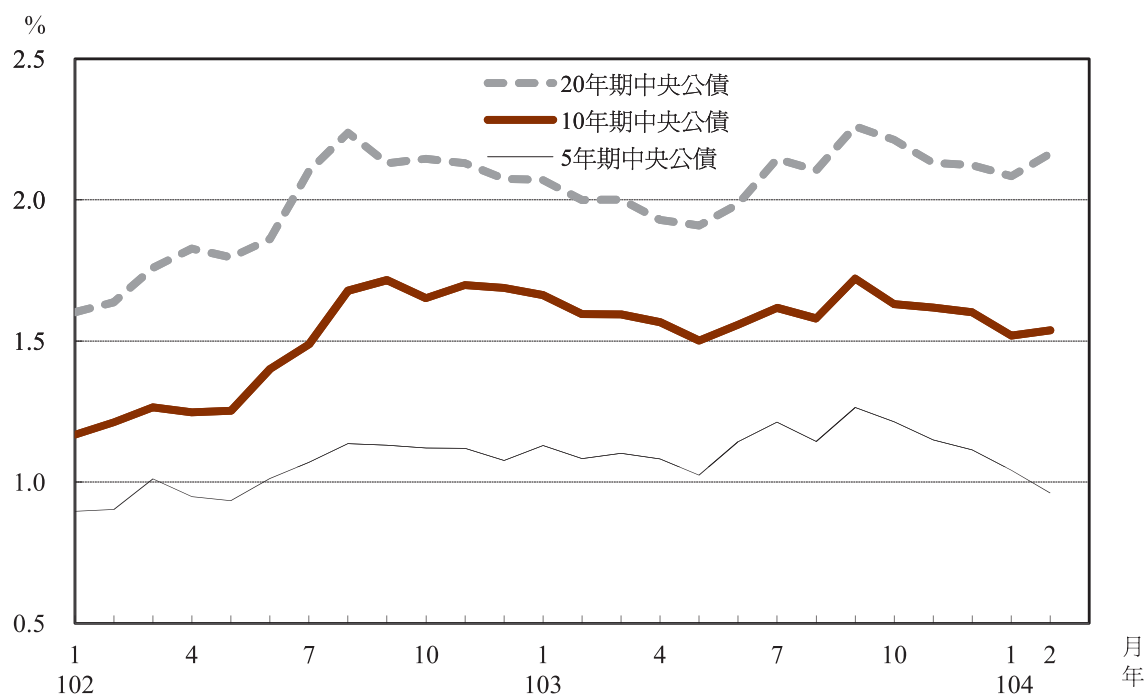


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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 (%)
101	865,517	184,358	21.3	681,159	78.7
102	692,261	136,953	19.8	555,308	80.2
103	680,321	147,059	21.6	533,262	78.4
103/ 2	47,143	11,040	23.4	36,103	76.6
3	60,291	12,891	21.4	47,400	78.6
4	62,322	12,629	20.3	49,693	79.7
5	55,751	12,105	21.7	43,646	78.3
6	55,390	15,028	27.1	40,362	72.9
7	61,147	14,526	23.8	46,621	76.2
8	59,422	12,653	21.3	46,769	78.7
9	59,182	13,553	22.9	45,629	77.1
10	58,442	13,355	22.9	45,087	77.1
11	53,413	9,763	18.3	43,650	81.7
12	58,952	9,087	15.4	49,865	84.6
104/ 1	61,589	15,695	25.5	45,894	74.5
2	38,854	8,247	21.2	30,607	78.8

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			
101	865,517	689,748	144,429	11,500	18,592	1,034	214
102	692,261	514,905	148,633	8,070	19,487	764	402
103	680,321	497,764	142,966	7,539	24,834	895	6,323
103/ 2	47,143	36,491	8,634	607	1,299	58	54
3	60,291	47,208	10,197	629	2,073	91	93
4	62,322	49,033	10,382	600	2,186	71	50
5	55,751	42,205	10,550	511	2,381	68	36
6	55,390	41,545	10,911	578	2,139	72	145
7	61,147	45,394	12,421	713	1,945	87	587
8	59,422	44,043	11,879	640	1,774	90	996
9	59,182	41,481	12,767	704	2,293	107	1,830
10	58,442	41,546	13,612	606	1,851	83	744
11	53,413	35,817	13,616	544	2,352	66	1,018
12	58,952	37,135	17,427	720	2,917	47	706
104/ 1	61,591	43,402	15,021	639	1,894	36	599
2	38,853	24,221	10,990	386	1,584	28	1,644

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

註：自99年4月起，各類債券交易資料包含買賣斷及附條件交易；之前，因缺乏詳細資料，附條件交易均歸入「政府債券」。



## 參、股票市場

103年10月以來，受到伊波拉疫情擴散、外資期現貨偏空操作等因素影響，台股指數下跌至10月17日之8,513點；後隨美國景氣復甦，美股頻創波段新高，以及國內各項經濟指標表現亦佳，台股指數走升，至12月4日為9,225點；惟外資因國際股市拉回和國內九合一選舉執政黨挫敗而接連賣超台股，指數於12月17日拉回至8,828點；嗣後，受美國經濟數據強勁及立法院修正通過大戶條款延後3年實施等因素鼓舞，台股指數再度反轉升至12月31日之9,307點；104年年初以來，復因各國紛紛調降利率及歐洲央行實施量化寬鬆政策，激勵外資買超台股，指數震盪走升，2月底升至9,622點，較103年9月底上漲7.31%(圖3)。

### 一、大盤股價指數變動

103年10月份股市先跌後升，10月底加權指數較上月底上漲0.09%。10月1日至17日股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.外資持續偏空操作；2.伊波拉疫情擴散；3.國際地緣政治風險再度升高；4.歐洲經濟瀕臨衰退。10月18日後股市止跌回升，此期間主要利多因素包括：1.上個月外銷訂單金額創歷年單月新高，失業率則創14年以來同月新低；2. iPhone 6熱銷，帶動相關廠商業績飆升。

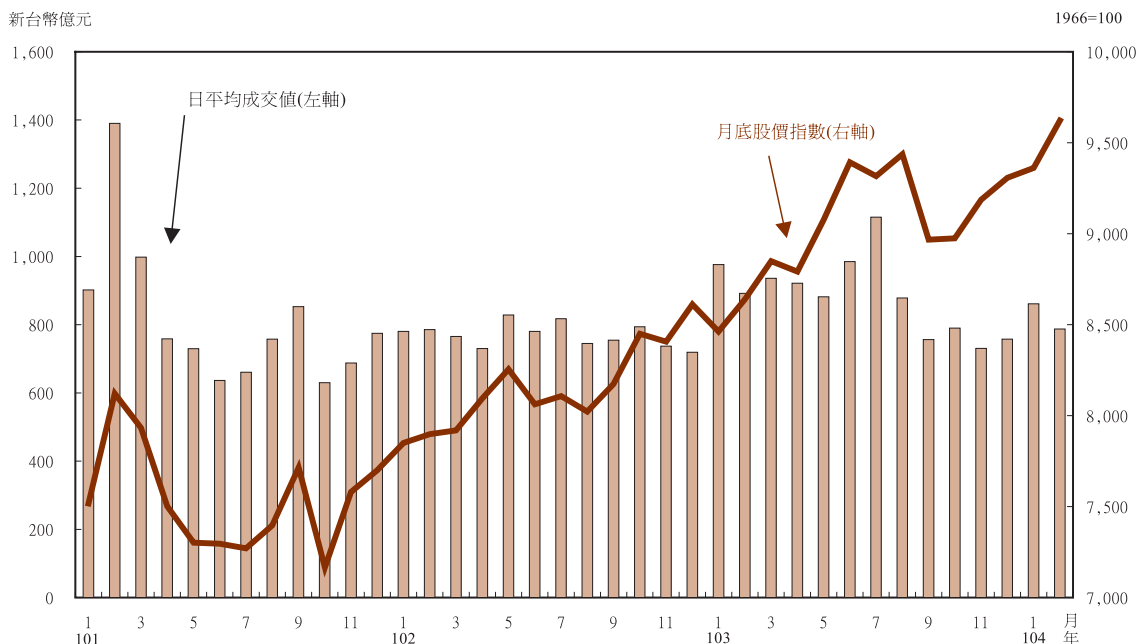
103年11月份股市上漲，11月底加權指數較上月底上漲2.37%。此期間主要利多因素包括：1.美國經濟復甦態勢明確，美股頻創波段新高；2.上市櫃公司獲利表現優異；3.主計總處上修全年經濟成長率預測，國內各項經濟指標亦佳；4.外資大幅買超台股。

103年12月份股市先跌後升，12月底加權指數較上月底上漲1.31%。12月1日至17日股市走跌，此期間主要利空因素包括：1.九合一選舉執政黨挫敗，內閣總辭；2.證所稅大戶條款再度出現不確定變數；3.外資因國際股市拉回和選舉結果不佳而賣超台股。12月18日後股市止跌回升，此期間主要利多因素包括：1.美國經濟數據強勁；2.景氣燈號連續10綠燈；3.立法院修正通過大戶條款延後3年實施。

104年1月份股市盤整走高，1月底加權指數較上月底上漲0.59%。此期間主要利多因素包括：1.歐美股市大漲；2.受到歐洲寬鬆貨幣政策影響，資金回流亞洲，外資買超台股；3.美國CES展登場，相關電子族群受惠。

104年2月份股市維持高檔盤整走勢，2月底加權指數較上月底上漲2.78%。此期間主要利多因素包括：1.外資大幅買超；2.國際股市維持高檔；3.行政院金管會公布「證券市場揚升計畫」。

圖3 集中市場價量變動趨勢



## 二、各類股股價指數變動

就各類股股價的變動而言，103年10月份各類股漲跌互見。其中，受累於伊波拉病毒蔓延及國內食安問題未歇，致觀光類股大跌10.21%；建材營造類股在利率看升，不利房市發展影響下，下跌6.49%；橡膠類股則隨出貨旺季到來，帶動相關大廠擴產，股價上漲2.98%(表7)。

103年11月份各類股漲跌互見。其中，受惠於日圓貶值及油價下跌等因素，激勵消費者購買新車，汽車類股上漲7.57%；建材營造類股則股價因跌深反彈，上漲6.49%；航運類股受惠於國際油價續跌，使油料成本大幅降低，亦上漲5.21%。

103年12月份多數類股上漲。其中，航運業在國際油價持續走跌下，大漲10.08%居冠；化學類股上漲8.38%次之，紡織類股則因機能性產品成本降低，獲利大幅提升，上漲4.33%。

104年1月份各類股漲跌互見。其中，航運類股續漲4.92%；而玻璃陶瓷類股受中國大陸房市低迷及國內油電價跌拖累，營運不佳，下跌6.11%；至於汽車類股則因之前漲多拉回，下跌5.06%。

104年2月份多數類股上漲。其中，由於運動風氣盛行及明年即將舉辦奧運，帶動相關供應鏈營運大幅提升，紡織纖維類股上漲4.30%；金融保險類股因預期未來升息，有助銀行擴大利差，及金融股募資題材激勵

表7 集中市場各類股股價指數之變動

日期	類股名稱 加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
103年9月底	8966.9	348.8	1077.1	150.1	1265.0	216.7	507.7	162.2	39.4	61.9	180.9
103年10月底	8974.8	352.1	1105.4	151.9	1225.2	210.6	511.4	152.7	37.6	57.9	174.7
103年11月底	9187.2	365.5	1098.8	151.0	1209.4	212.5	508.1	157.5	37.3	58.3	170.2
103年12月底	9307.3	370.3	1082.9	146.8	1207.0	214.9	530.1	161.9	37.7	60.6	176.6
104年1月底	9361.9	375.1	1071.5	144.3	1210.9	217.5	533.8	161.1	37.1	56.9	170.8
104年2月底	9622.1	386.2	1115.9	145.6	1256.2	225.6	556.7	163.5	37.7	57.7	166.1
103年10月底 與上月底比%	+0.09	+0.96	+2.62	+1.17	-3.15	-2.83	+0.74	-5.89	-4.69	-6.40	-3.44
103年11月底 與上月底比%	+2.37	+3.79	-0.60	-0.57	-1.29	+0.91	-0.66	+3.18	-0.80	+0.59	-2.60
103年12月底 與上月底比%	+1.31	+1.33	-1.45	-2.81	-0.20	+1.15	+4.33	+2.80	+1.07	+3.98	+3.77
104年1月底 與上月底比%	+0.59	+1.29	-1.05	-1.66	+0.32	+1.21	+0.70	-0.54	-1.41	-6.11	-3.25
104年2月底 與上月底比%	+2.78	+2.96	+4.14	+0.87	+3.74	+3.70	+4.30	+1.55	+1.40	+1.37	-2.79

日期	類股名稱	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
103年9月底		101.4	355.9	314.6	281.7	76.5	138.8	236.4	95.5	100.9	80.9	237.8
103年10月底		99.8	366.5	320.4	263.4	78.5	124.6	234.7	92.5	96.3	76.7	228.3
103年11月底		99.1	368.3	344.6	280.5	82.6	121.2	239.3	91.0	94.8	74.3	238.1
103年12月底		101.2	378.8	344.7	292.4	90.9	125.1	247.6	89.4	102.7	77.4	247.6
104年1月底		102.1	385.2	327.2	283.3	95.4	122.9	245.3	87.6	102.6	76.4	255.2
104年2月底		100.6	381.0	333.0	291.3	94.6	122.7	245.4	89.7	102.3	75.3	268.6
103年10月底 與上月底比%		-1.55	+2.98	+1.83	-6.49	+2.60	-10.21	-0.68	-3.16	-4.55	-5.23	-4.02
103年11月底 與上月底比%		-0.70	+0.48	+7.57	+6.49	+5.21	-2.77	+1.95	-1.57	-1.61	-3.12	+4.32
103年12月底 與上月底比%		+2.06	+2.85	+0.02	+4.24	+10.08	+3.22	+3.45	-1.81	+8.38	+4.24	+3.96
104年1月底 與上月底比%		+0.94	+1.68	-5.06	-3.13	+4.92	-1.70	-0.93	-1.97	-0.09	-1.28	+3.09
104年2月底 與上月底比%		-1.45	-1.09	+1.75	+2.81	-0.82	-0.23	+0.06	+2.37	-0.31	-1.45	+5.25

下，上漲4.14%；食品類股則受農曆春節民眾採購年貨，對食品需求增加影響下，亦上漲3.74%。

### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況，103年10月及12月因國際股市回檔下修，致外資賣超台股；103年11月、104年1月及2月，則隨歐美主要國家股市表現強勁，國內經濟數據佳，企業獲利提高，激勵外資買超台股(表8)。

投信法人方面，103年10月及11月因台

股回檔，促使投信法人逢低承接，而出現買超；103年12月至104年2月由於台股指數處於相對高檔，致使投信法人逢高減碼賣超。

此外，自營商通常採取較短線操作策略，在股市行情上揚時即有買超，而在股市下跌時便出現賣超。103年10月台股回跌，致自營商出現賣超；而11月及12月則因台股上漲而買超；104年1月及2月雖台股行情走升，惟因指數已處高檔，使自營商逢高減碼，以致出現賣超。

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
102年全年	2,430	-767	85	1,748
103年全年	3,546	-381	-4	3,161
103年 2月	-162	-58	40	-180
103年 3月	721	-91	24	654
103年 4月	897	-103	-16	777
103年 5月	337	-27	51	361
103年 6月	816	-78	43	781
103年 7月	310	-24	38	324
103年 8月	467	61	-12	516
103年 9月	-590	9	-197	-778
103年10月	-11	35	-63	-39
103年11月	958	17	69	1,044
103年12月	-427	-76	39	-464
104年 1月	642	-6	-33	603
104年 2月	966	-13	-28	925

## 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 103年10月7日，金管會宣布活絡台股的新四箭，包括開放資券互抵不計入融資融券餘額；提高上櫃融資上限到6成；提高單戶、單股融資融券限額及券商因業務避險所從事之融券限額；第4季加辦優質企業業績說明會等四大措施。
- (二) 103年11月18日，金管會宣布開放5項措施，為台股引進活水，包括1.取消證券商國際業務分公司(OSU)及銀行國際金融業務分行(OBU)銷售台股基金不得超過其淨資產之30%之限制；2. OSU對境外非居民銷售的外幣衍生性金融商品，開放可連結國內上市櫃個股、股價指數或指數型基金；3.證券借貸業務之擔保品放寬為所有可融資券交易有價證券及中央政府公債；4.延長證券借貸之融通期限，得視客戶信用狀況再延半年，即最長可達1年半；5.每一客戶買賣有價證券最高融資限額由6,000萬元調整為8,000萬元。
- (三) 103年11月17日，滬港股票交易互聯互通機制(滬港通)正式開通試點。
- (四) 103年12月26日，立法院三讀修正通過所得稅法部分條文，大戶條款延後3年實施，民國107年起當年度出售股票金額新台幣10億元以上部分，課徵千分之一證券交易所得稅。
- (五) 104年1月1日，兩稅合一新制中有關股東股利可扣抵稅額，自元旦起由原來100%降為50%。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

103年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為12月24日之31.815元，最高為10月29日之30.376元，差距為1.439元。季底新台幣對美元匯率為31.718元，較第3季底貶值4.0%，對人民幣與韓元分別較第3季底貶值3.0%、0.8%，對日圓及歐元則分別較第3季底升值4.9%及0.2%。

本季（104年第1季）底與上季（103年第4季）底比較，新台幣對美元、歐元、日圓、人民幣與韓元皆呈升值（圖4），致新台幣對主要貿易對手國一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）升值3.6%。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：年初，美國經濟情勢穩健成長，但日本、歐洲、中國大陸等主要經濟體經濟成長走緩，陸續採行貨幣寬鬆政策，國際美元走強，新台幣對美元走貶，本(104)年1月8日新台幣對美元貶至32.006元。1月中，瑞士央行放棄歐元兌瑞士法郎匯率下限政策，加上希臘大選不確定因素，歐元貶值預期加深，避險性資金流入包括台灣在內之亞洲新興國家，推升新台幣匯率，1月27日新台幣對美元升至31.325元。2月雖國際美元仍強，惟因外資匯入，新台幣對

美元匯率多在31.473元至31.688元間盤整。3月美國部份經濟數據表現未如預期，加上FOMC會議後，市場預期美元升息時點可能延後，美元升值力道減弱，中旬以後新台幣對美元轉升。本季底新台幣對美元匯率為31.401元，較上季底升值1.0%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季貶值2.2%。

新台幣對歐元匯率：由於國際油價持續下跌，歐元區CPI下滑，投資人憂心歐洲地區通縮風險，ECB於1月22日宣布自3月9日起，啟動每月600億歐元的資產購買計畫，擬持續至2016年9月；此外，瑞士央行放棄歐元兌瑞士法郎匯率下限政策，加深歐元貶值壓力，新台幣對歐元走升。2月中，因俄羅斯與烏克蘭達成停火協議，加上德國第4季經濟成長超乎預期，歐元跌勢暫緩。3月9日ECB開始執行購債計畫，歐元再度走跌，本季底新台幣對歐元持續升至33.7608元，較上季底升值14.2%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值8.6%。

新台幣對日圓匯率：瑞士央行取消歐元兌瑞士法郎匯率下限政策，加深市場對歐元寬鬆貨幣政策的預期，加以歐元區存在希臘政策不確定性，推升對日圓的避險需求，1月16日日圓對美元升至116.52高點，惟因油價仍處低檔，不利日本央行通膨目標之達成。3月中，日本下修上年第4季經濟成長

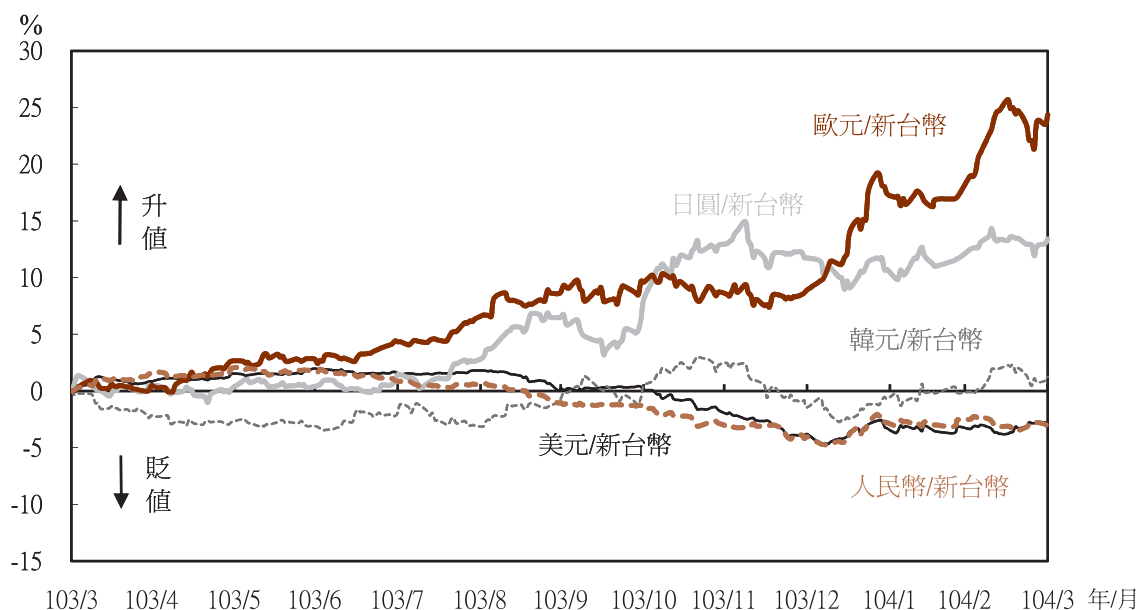
率，日圓走弱，3月10日新台幣對日圓升至本季高點0.2592元。本季度新台幣對日圓較上季底升值1.5%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值1.8%。

新台幣對人民幣匯率：年初因中國大陸貿易數據優於市場預期，1月7日新台幣對人民幣貶至本季低點5.1511元。然而，中國大陸CPI升幅不如預期，加上國際油價走低，經濟成長減緩風險升高，使得中國人民銀行持續貨幣寬鬆措施，1月26日新台幣對人民幣升至本季高點5.0109元。2月初人行宣布調降存款準備率與採行附賣回措施，持續提供市場流動性，惟因人民幣對美元升貶幅區間仍控制在2%之內，人民幣並未大幅波動。3

月中國大陸人大與政協兩會之後，人民幣短暫升值，爾後轉呈盤整。本季度新台幣對人民幣較上季底升值0.9%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣則較上季貶值0.8%。

新台幣對韓元匯率：年初因避險性資金流向亞洲新興地區，加上上年12月出口表現佳，新台幣對韓元走貶，1月12日貶至本季最低之0.02946元。爾後因南韓經濟情勢轉弱，南韓央行於3月中調降基準利率，新台幣對韓元轉呈升值，3月18日升至0.02801元之高點。本季度新台幣對韓元較上季底升值2.7%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季貶值1.0%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與103/3/31比較)





## 二、外匯市場交易

103年11月至104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20,971.9億美元，較上期（103年8月至10月，以下同）成長2.0%，日平均交易淨額增為327.7億美元。其中，OBU外匯交易淨額為3,714.2億美元，較上期成長13.2%，占外匯市場總交易量17.7%。

各交易類別中，以即期交易最多，交易

量為8,606.0億美元，較上期成長5.3%；換匯交易居次，交易量為8,258.2億美元，較上期減少2.6%；占外匯市場總交易量比重分別為41.0%及39.4%。匯率選擇權位居第三，交易量為2,742.0億美元，占外匯市場交易比重為13.1%，較上期增加1.6%。遠匯交易位居第四，交易量為1,194.0億美元，占外匯市場交易比重為5.7%，較上期增加13.1%(表9及圖5)。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)<sup>1</sup>

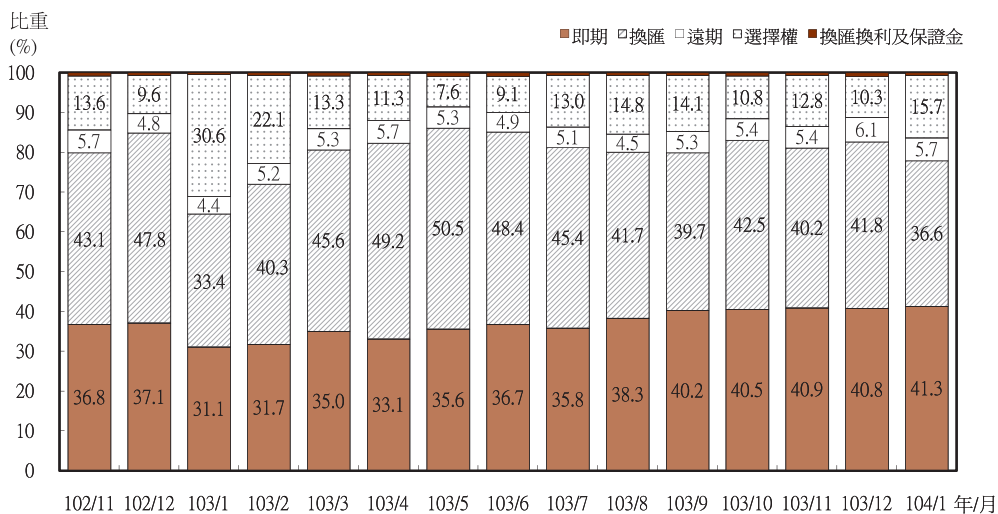
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	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 <sup>2</sup>	保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額		日平均總 交易淨額
									交易淨額	OBU 交易淨額	
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
103	2,869,175	3,352,584	1,240,342	408,770	38,084	20,379	37,365	1,134,172	7,822,445	1,332,026	31,290
102 / 11	211,646	247,894	99,120	32,519	3,257	1,453	3,145	78,270	574,928	91,523	27,378
12	201,351	260,142	107,905	26,283	2,835	1,098	2,855	52,033	543,762	68,968	24,716
103 / 1	242,329	260,496	102,539	34,272	4,344	1,401	1,921	238,379	778,798	229,492	38,940
2	198,150	251,814	101,100	33,035	3,964	974	2,891	138,698	625,562	140,163	36,798
3	234,628	306,012	115,847	35,771	3,334	2,108	3,487	89,205	671,211	107,585	31,962
4	210,607	311,970	124,207	35,833	3,499	1,639	2,397	71,747	634,192	82,554	30,200
5	198,248	281,971	104,871	29,651	3,705	2,022	3,432	42,231	557,554	63,166	26,550
6	204,225	269,118	94,320	27,430	3,861	1,296	3,726	50,596	556,389	75,331	27,819
7	219,259	277,863	104,850	30,933	3,022	1,531	2,679	79,438	611,703	97,033	27,805
8	230,498	250,550	95,278	27,168	2,285	1,298	3,137	88,802	601,453	101,392	28,641
9	297,659	293,645	109,121	39,496	3,447	1,497	3,357	103,918	739,573	123,648	35,218
10	289,495	304,056	109,337	38,882	3,051	2,014	3,542	77,064	715,053	103,082	32,502
11	271,745	266,385	87,488	35,960	1,880	1,978	2,877	85,121	664,066	103,810	33,203
12	272,331	278,703	91,384	40,341	1,692	2,624	3,919	68,974	666,892	104,772	27,787
104 / 1	316,528	280,731	89,713	43,061	3,302	2,673	3,133	120,110	766,235	162,838	38,312

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

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

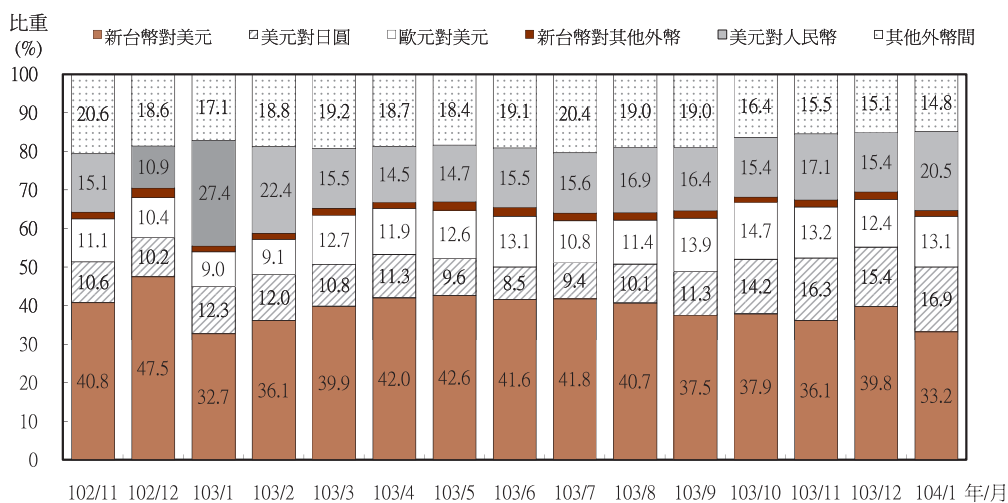
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，103年11月至104年1月的交易比重為36.2%，較上期減少2.4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62.0%，其中美元對人民幣交易比重為17.8%，較上期增加1.6個百分

點；美元對日圓交易比重為16.2%，較上期增加4.2個百分點；歐元對美元交易比重為12.9%，較上期減少0.5個百分點；其他外幣間的交易比重為15.1%，較上期減少3個百分點(圖6)。

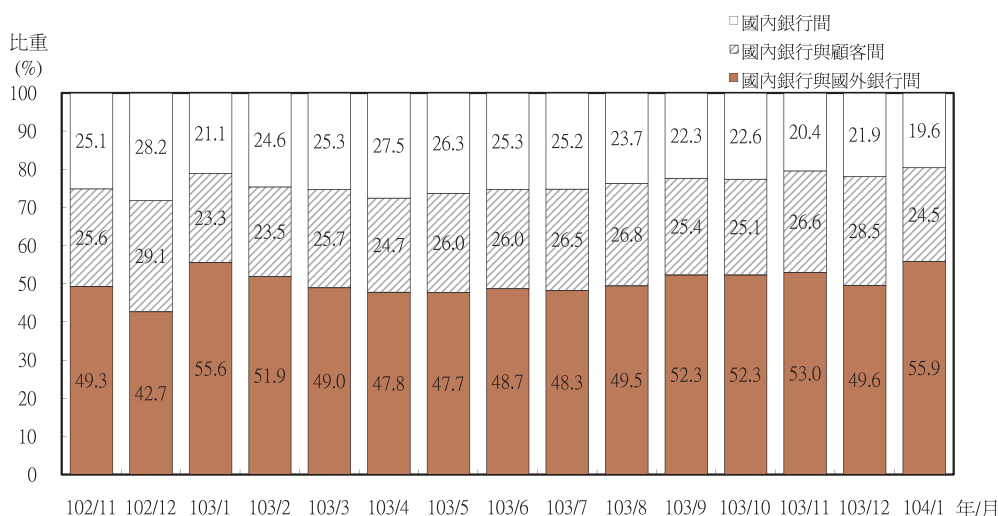
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，103年11月至104年1月交易比重為53.0%，較上期增加1.5個百分點；

國內銀行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別為26.4%及20.6%，分別較上期增加0.7個百分點及減少2.2個百分點(圖7)。

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(表9)，103年11月換匯交易量為874.9億美元，較上月減少20.0%，主要因日本於10月31日擴大貨幣寬鬆政策，加上中國大陸於11月底採行降息措施，市場資金充裕，部分銀行透過銀行間換匯市場調度美元之資金需求減少所致。12月交易量為913.8億美元，較上月增加4.5%，主要係美國12月公布之經濟數據表現均較預期為佳，Fed雖在FOMC會後決議

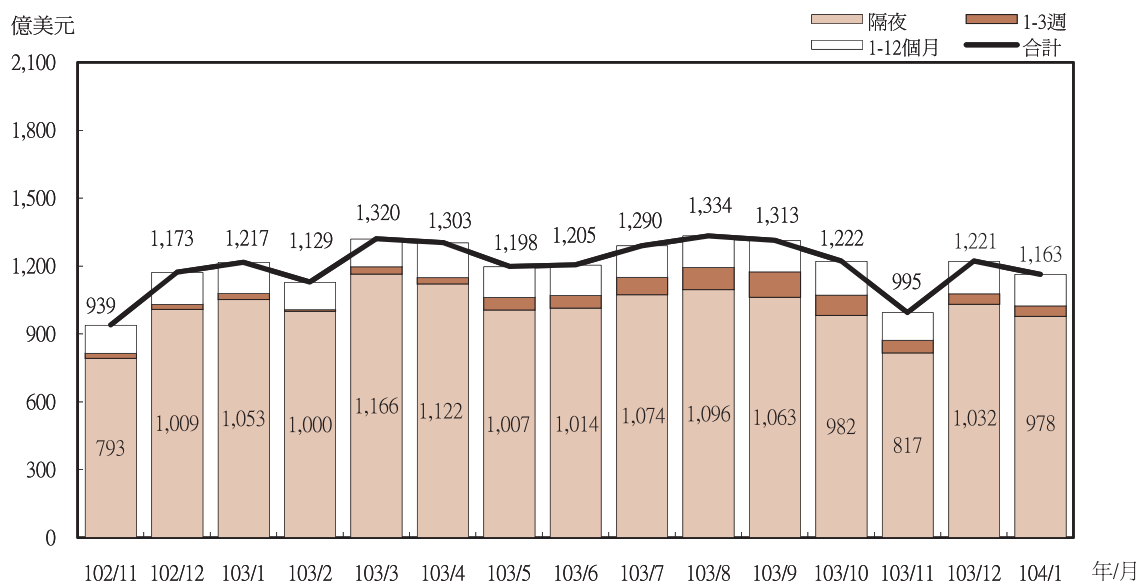
利率不變，惟市場預期升息提前機率高，壽險業客戶增做長天期換匯交易以鎖定目前較低之避險成本，交易量因此增加。104年1月交易量為897.1億美元，較上月減少1.8%，主因1月22日歐洲央行宣布將擴大資產購買計畫，致外資匯入台灣，銀行積極透過換匯操作消化美元餘裕資金，且為鎖定目前較低成本，增做長天期換匯交易，減少短天期交易比重。因周轉率降低，整體交易量隨之下滑。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，103年11月交易量為994.8億美元，較上月減少18.6%，主因全球經濟成長減緩，加上中國降息，市場資金充裕，銀行外幣拆借需求

不高，致交易量下滑。12月交易量为1,221.4 億美元，較上月成長22.8%，因年底季節性因素，銀行透過短天期拆借調度外幣資金，交易量因而增加。104年1月交易量为1,163.4

億美元，較上月減少4.8%，主要係國際資金匯入亞洲市場，銀行外匯存款增加，外幣資金充足，銀行減少拆款交易所致。

圖8 外幣拆款市場月交易量



#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

103年11月至104年1月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為294.7億美元，較上期減少39.6%。其中，以外幣換利交易

金額148.5億美元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的50.4%，較上期增加21.4個百分點；外幣利率期貨交易居次，交易金額為117.4億美元，所占比重為39.8%，較上期減少27個百分點(表10)。

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
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
103	43,179	22	1,657	122,236	3,870	302	1,401	172,666
102 / 11	1,921	0	152	7,778	329	56	30	10,267
12	1,303	500	139	6,517	375	34	95	8,963
103 / 1	2,636	0	112	8,525	411	86	187	11,957
2	1,393	0	81	7,876	353	18	50	9,769
3	3,636	0	197	16,412	310	19	96	20,670
4	4,517	22	89	10,392	267	20	133	15,442
5	2,434	0	87	12,278	412	16	86	15,312
6	3,501	0	120	11,274	273	84	52	15,303
7	1,492	0	32	14,847	379	11	100	16,861
8	3,469	0	58	8,059	396	10	179	12,170
9	3,894	0	43	13,476	465	9	41	17,927
10	6,785	0	408	11,052	231	10	216	18,701
11	5,365	0	271	5,407	204	16	130	11,392
12	4,056	0	159	2,640	170	2	133	7,160
104 / 1	5,430	700	293	3,691	455	42	309	10,921

## 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。

本年1月8日，依「銀行業辦理外匯業務管理辦法」第50條之3第7款規定，簡化指定銀行與顧客辦理跨境貨物貿易時，相關之人民幣買賣得與人民幣清算行平倉之憑辦文件，僅須由顧客檢附交易憑證即可辦理，無

須再憑銀行掣發之單證或於正本單證註記。

隨著網路與行動通訊時代的來臨，數位金融服務已是未來趨勢，亦是金融業核心的競爭能力之一，本行為協助銀行因應數位化發展並推展相關業務，本年3月4日起，放寬指定銀行辦理電子化外匯業務範圍，經許可辦理等值新台幣50萬元以上網路銀行外匯業務之指定銀行，以行動網路提供相同服務者，得採函報備查方式，並簡化上述措施之申辦程序。

# 國際經濟金融情勢（民國103年第4季）

## 壹、概述

2014年第4季，美國經濟成長力道放緩，惟2015年經濟成長可望加速，驅動全球經濟；歐元區因德國等部分國家民間消費及投資轉佳，成長回穩；日本則因調升消費稅率對民間消費之衝擊漸減，經濟擺脫衰退；惟中國大陸內需及出口動能趨緩，景氣下滑。2015年3月Global Insight預測2015年全球經濟成長率為2.9%，略高於2014年之

2.7%(表1)。

物價方面，2015年初由於美國原油鑽井平台數大減，加上沙國調升原油官方售價，原油價格一度止跌反彈，嗣因美國及OPEC原油庫存仍高，加上美元走升，國際油價再轉趨下跌；穀物則因產地天候轉佳，預期盛產，價格續疲。Global Insight預測2015年全球通膨率由2014年之2.9%降至2.1%。

表1 經濟成長率

單位：%

區域別或國別	2013	2014	2015	
			(1)	(2)
全球	3.3 (2.6)	3.3 (2.7)	3.5	2.9
先進經濟體	1.3 (1.3)	1.8 (1.8)	2.4	2.3
OECD國家	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	2.3	2.3
美國	2.2	2.4	3.6	3.0
日本	1.6	0.0	0.6	0.9
德國	0.2	1.6	1.3	2.1
英國	1.7	2.8	2.7	2.7
歐元區	-0.4	0.9	1.2	1.6
台灣	2.23	3.74	3.8	3.7
香港	2.9	2.3	3.3	2.9
新加坡	4.4	2.9	3.0	3.4
南韓	2.9	3.3	4.0	3.0
東協五國	5.2	4.5	5.2	—
泰國	2.9	0.7	4.6	3.1
馬來西亞	4.7	6.0	5.2	4.8
菲律賓	7.2	6.1	6.3	6.4
印尼	5.7	5.1	5.5	5.1
越南	5.4	6.0	5.6	6.2
中國大陸	7.7	7.4	6.8	6.5
印度	6.9	7.4	6.3	7.9
新興市場暨開發中經濟體	4.7	4.4	4.3	—

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2013年及2014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，印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料；2015年經濟成長率預測值(1)為IMF資料，僅OECD國家採用OECD資料，(2)為Global Insight資料。

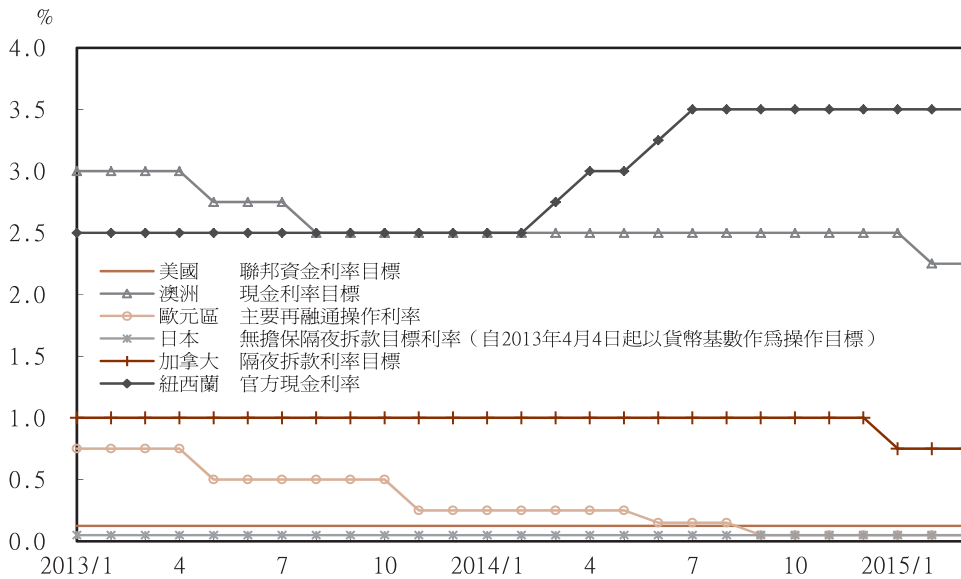
3. 先進經濟體共35個經濟體，包括G7、歐元區、澳、紐、台灣、香港、新加坡及南韓等；新興市場暨開發中經濟體，為先進經濟體以外國家共153國，包括非洲、中歐及東歐、俄羅斯、中國大陸、印度、東協、中東及中南美洲國家等。

資料來源：IMF World Economic Outlook, October 2014、IMF World Economic Outlook Update, Jan. 2015、OECD's Economic Outlook, November 2014及Global Insight World Overview, March 2015

貨幣政策方面，美國聯準會(Fed)於2014年10月結束資產購買計畫(QE)後，2015年以來維持政策利率目標不變；歐洲央行(ECB)為提振景氣，以及防範通縮，2015年1月宣布擴大資產購買計畫，預計總規模達1.14兆歐元；日本為強化寬鬆貨幣政策效果，將2015年4月到期之二項融資工具期限展延1年。另為防範主要國家QE資金大舉流入，

造成金融市場動盪，部分國家考量自身經濟情勢，採行降息等相關措施因應。例如，新加坡放緩新加坡元名目有效匯率指數升值速度；瑞士央行則取消2011年實施之「1歐元兌1.2瑞郎」匯率下限，並調降活期存款利率0.5個百分點至-0.75%；印度、加拿大、澳洲、印尼、中國大陸、泰國及南韓等國央行相繼調降政策利率(圖1、圖2)。

圖1 先進經濟體政策利率

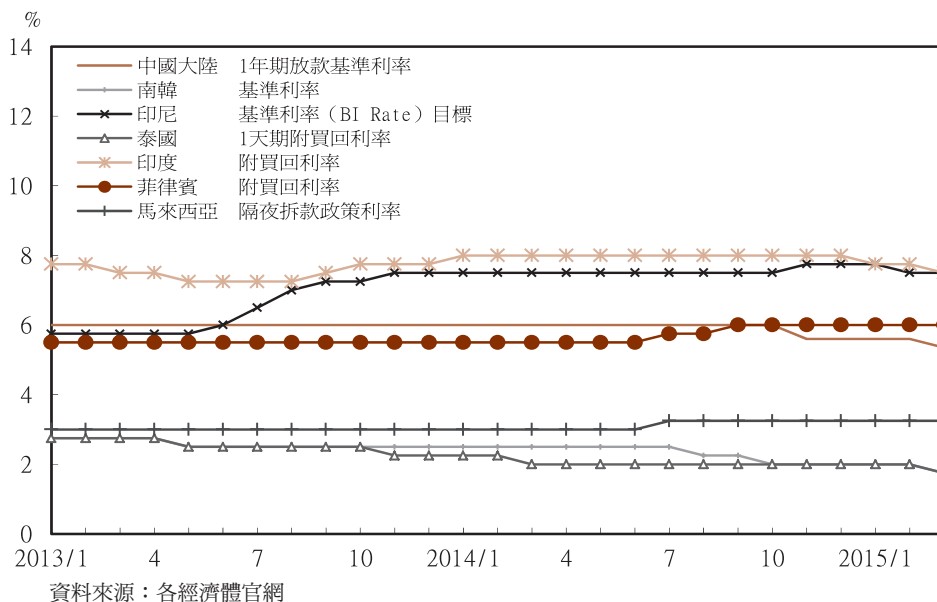


註：美國及日本之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：各經濟體官網



圖2 亞洲新興經濟體之政策利率



## 貳、美國經濟穩健成長，通膨率轉為負數，Fed維持低利率目標

### 一、經濟可望加速成長

2014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5.0%降至2.2%(圖3)，主要係非住宅固定投資成長減緩，加上政府支出下滑所致。2014年經濟成長率則在民間消費擴增帶動下，由2013年之2.2%略升至2.4%。油價下跌雖影響美國能源產業發展，惟有助帶動消費支出持續增加，預期經濟可望加速成長，Global Insight預測2015年經濟成長率升為3.0%；Fed之預測數為2.3%~2.7%。

2014年第4季，美國出、進口年增率分別為0.9%及3.5%，貿易入超1,814億美元；全年出、進口年增率則分別為2.8%及3.4%，

貿易入超7,216億美元，較2013年增加328億美元。2015年1月出、進口年增率分別降為-3.4%及-1.2%，貿易入超607億美元(表2)。

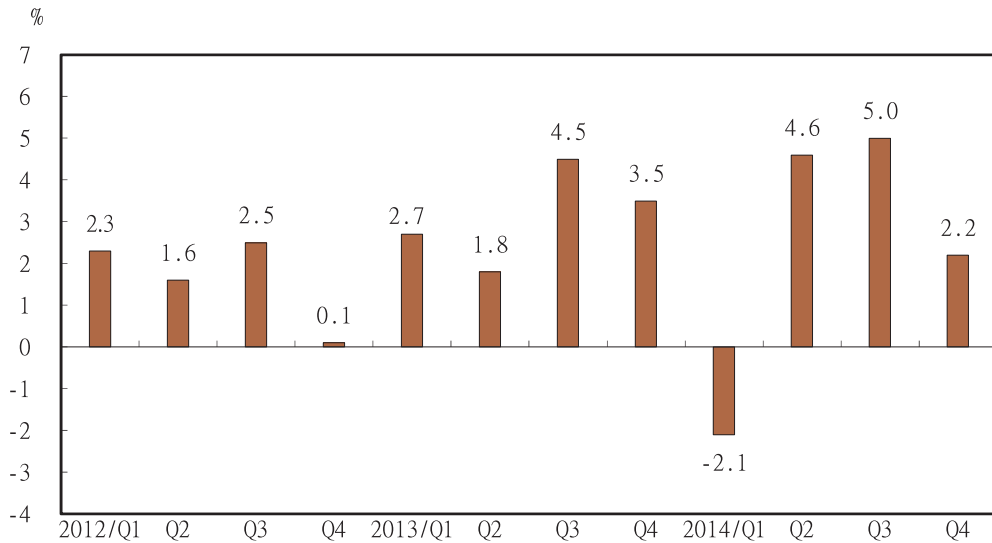
勞動市場方面，2015年2月新增非農就業人數由1月之23.9萬人增加至29.5萬人，失業率則由1月之5.7%降至5.5%，係近六年多以來新低，顯示就業市場持續復甦；截至3月21日止，當週初領失業救濟金人數由上週之29.1萬人降至28.2萬人。

### 二、CPI一度下跌，恐有通縮之虞

2015年2月消費者物價指數(CPI)與上年同期相比持平，主要係能源價格大跌，抵銷

食品價格漲幅，1月之年增率為-0.1%；扣除能源與食品之核心CPI年增率則為1.7%，亦高於1月之1.6%。Global Insight預測2015年CPI年增率為-0.7%，低於2014年之1.6%。

圖3 美國經濟成長率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

表2 美國重要經濟指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	核心消費者物價指數 (1982-84=100)	消費者物價指數 (1982-84=100)	生產者物價指數 (1982=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2012	2.3	8.1	3.8	2.1	2.1	1.9	-730,600
2013	2.2	7.4	2.9	1.8	1.5	1.2	-688,728
2014	2.4	6.2	4.2	1.8	1.6	1.9	-721,577
2014/ 2		6.7	3.2	1.6	1.1	1.2	-57,750
3	-2.1	6.6	3.6	1.7	1.5	2.0	-60,900
4		6.2	3.9	1.8	2.0	3.1	-64,318
5		6.3	4.3	2.0	2.1	2.6	-61,882
6	4.6	6.1	4.5	1.9	2.1	2.8	-59,279
7		6.2	5.1	1.9	2.0	2.8	-58,378
8		6.1	4.5	1.7	1.7	2.3	-58,231
9	5.0	5.9	4.4	1.7	1.7	2.2	-60,951
10		5.7	4.2	1.8	1.7	1.7	-60,046
11		5.8	4.9	1.7	1.3	1.0	-57,927
12	2.2	5.6	4.4	1.6	0.8	-0.7	-63,473
2015/ 1		5.7	4.4	1.6	-0.1	-3.3	-60,650
2		5.5	3.5	1.7	0.0	-3.5	

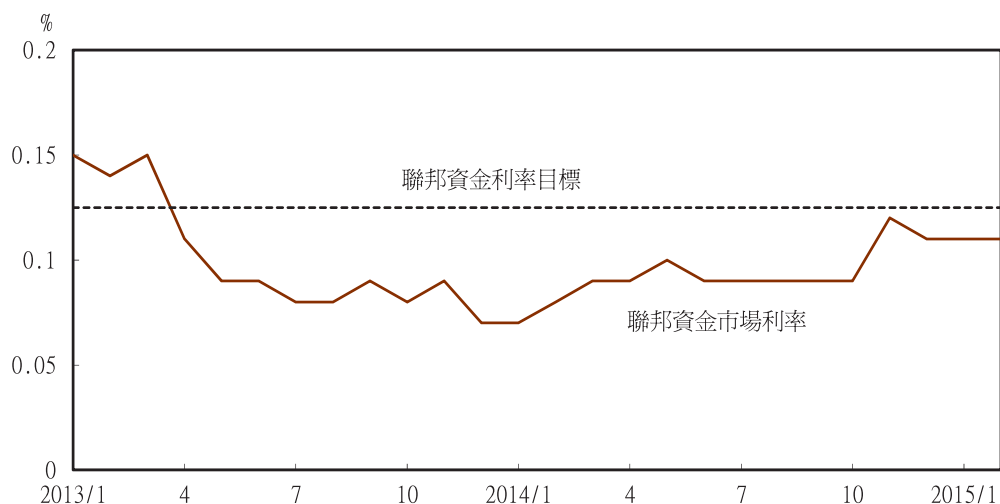
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statistics

### 三、Fed修改利率前瞻指引，惟仍維持低利率目標

繼2014年12月聯邦公開市場操作委員會(FOMC)將利率前瞻指引調整為耐心等待啟動貨幣政策正常化的時機後，2015年3月會議仍維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%不變(圖4)，惟再度修改前瞻指引，刪除「耐心」字句。FOMC表示，預期

在勞動市場出現更多改善且相當確定通膨於中期內將朝2%目標邁進時，才是調高聯邦資金利率區間的適當時機，並認為不可能於4月會議宣布升息；本次利率前瞻指引的改變，不代表FOMC已決定首次調高利率區間的時點，未來仍將衡量包括就業數據、通膨壓力與通膨預期指標，以及金融與國際情勢發展，決定利率調整時機。

圖4 美國聯邦資金利率目標與市場利率



註：美國聯邦資金利率目標為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

### 參、歐元區經濟略有改善，惟面臨通縮風險，ECB擴大資產購買計畫

#### 一、經濟可望逐漸好轉

2014年第4季，歐元區經濟成長率由第3季之0.8%略升至0.9%(圖5)，主因德國及西班牙民間消費轉強，以及企業投資增加，經濟表現優於預期，抵銷法國經濟疲弱之負面衝擊；2014年經濟成長率由2013年之-0.4%

升至0.9%。由於低油價可望提振消費，並降低生產成本，加上ECB擴大資產購買計畫可望激勵內需，以及歐元貶值有助提振出口，Global Insight預測2015年歐元區之經濟成長率升至1.6%。

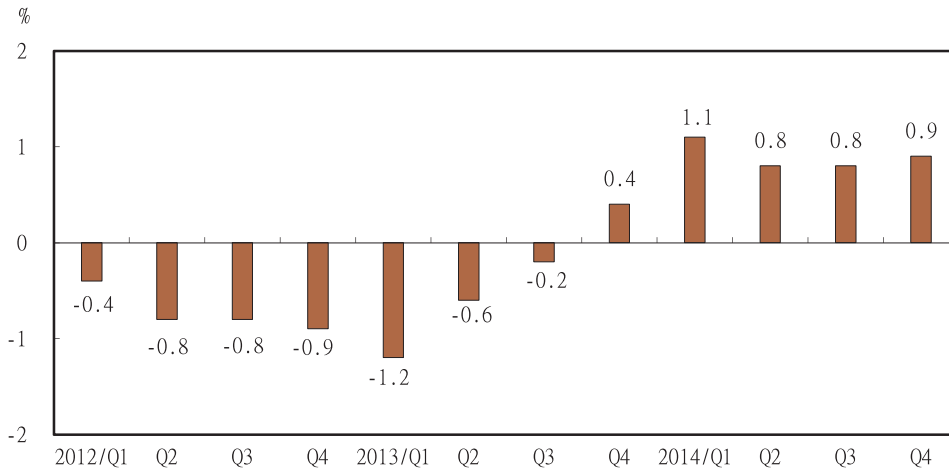
2014年第4季，德國經濟成長率由第3季

之1.2%升至1.5%，主因油價下跌及歐元貶值，致民間消費及出口表現較佳。在內外需回溫帶動下，Global Insight預測2015年經濟成長率為2.1%，高於2014年之1.6%。

勞動市場略有改善，2015年2月歐元區

失業率為11.3%，略低於1月之11.4%(表3)。其中，德國3月之失業率為6.4%，亦略低於2月之6.5%；法國2月之失業率則為10.6%，與1月持平。

圖5 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

表3 歐元區重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 (不包括營建業) %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬歐元)	M3年成長率 %	調和消費者物價指數 (HICP) 年增率 (2005=100) %
2012	-0.7	11.4	-2.4	7.7	1.8	80,150	3.5	2.5
2013	-0.4	12.0	-0.7	1.1	-2.9	151,937	1.0	1.3
2014	0.9	11.6	0.7	2.2	0.1	192,920	3.6	0.4
2014/ 3	1.1	11.7	0.3	-1.0	2.9	16,090	1.0	0.5
4		11.7	1.7	-1.6	-2.5	14,936	0.8	0.7
5		11.6	0.6	0.4	0.2	14,729	1.1	0.5
6	0.8	11.6	0.3	3.2	3.2	16,056	1.6	0.5
7		11.6	1.7	2.8	0.9	21,109	1.8	0.4
8		11.5	-0.5	-3.2	-4.3	8,476	2.0	0.4
9	0.8	11.5	0.1	8.6	4.1	18,214	2.5	0.3
10		11.5	0.7	4.2	-0.1	23,855	2.5	0.4
11		11.5	-0.6	1.0	-1.9	20,958	3.1	0.3
12	0.9	11.4	0.6	8.3	1.5	24,010	3.6	-0.2
2015/ 1		11.4	1.2	-0.4	-5.7	7,944	3.7	-0.6
2		11.3					4.0	-0.3
3								-0.1

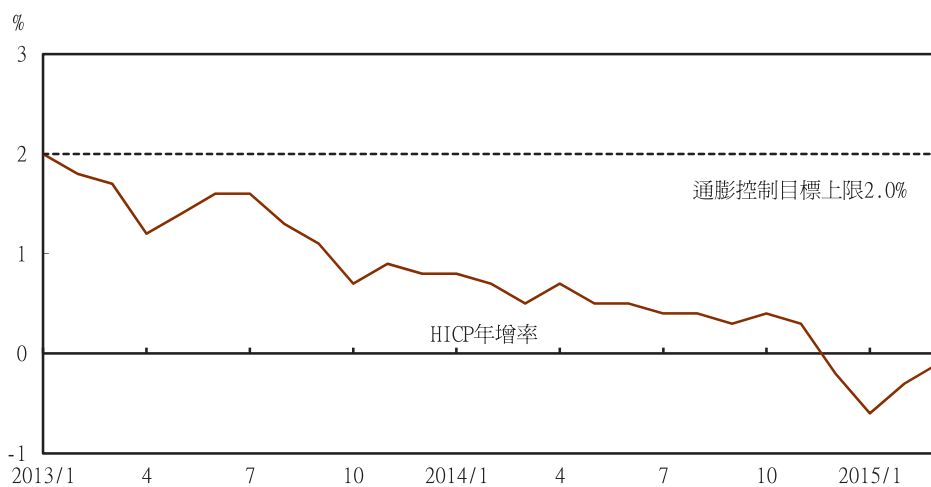
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

## 二、物價連續4個月下跌，面臨通縮風險

2015年3月歐元區之調和消費者物價指數(HICP)年增率為-0.1%，雖連續4個月為

負，惟跌幅縮小(圖6)；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率則為0.6%，略低於2月之0.7%。Global Insight預測2015年通膨率為0%，低於2014年之0.4%。

圖6 歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率



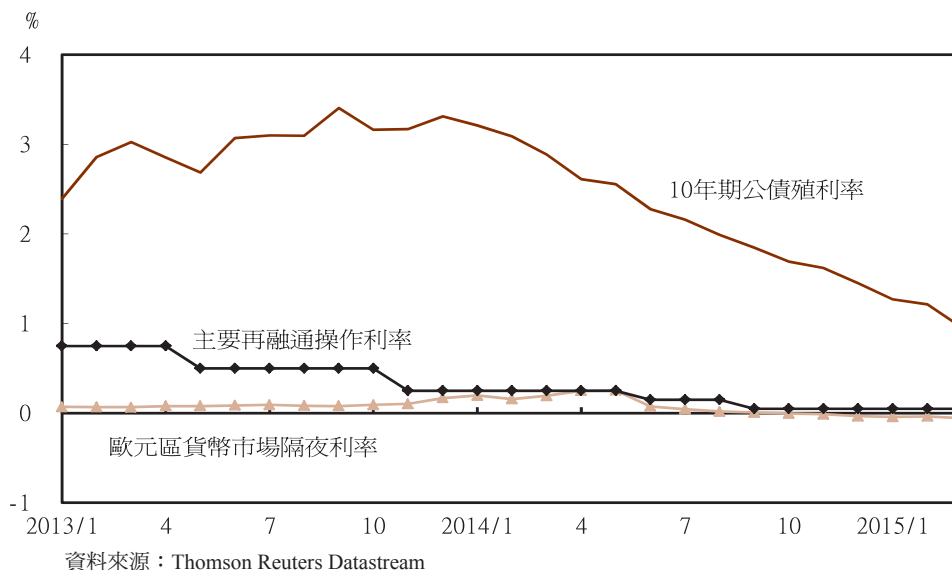
資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 三、ECB擴大資產購買計畫

為提振經濟，防範通縮，2015年1月22日ECB管理委員會(Governing Council)宣布自3月起擴大資產購買計畫，至少持續至2016年9月，每月購債600億歐元，預計總規模達1.14兆歐元。資產購買標的包含在次級市場流

通，並符合投資等級之各會員國政府公債、機構債、跨國組織債及私部門發行之債券，債券存續期間介於2至30年。1月及3月皆將政策利率(主要再融通操作利率)維持在0.05%之歷史低點不變(圖7)。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



## 肆、日本經濟擺脫衰退，通膨趨緩，央行強化寬鬆貨幣政策

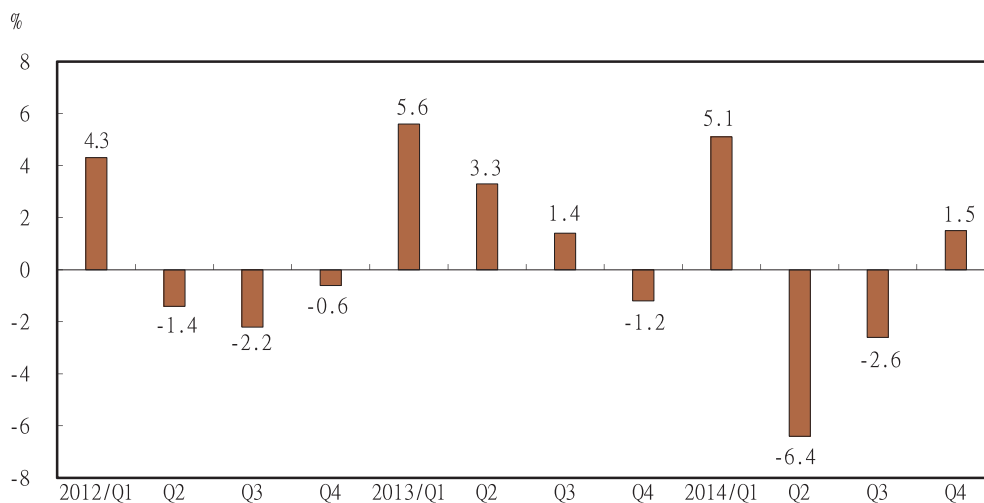
### 一、調高消費稅率之衝擊漸減，經濟成長可望回升

2014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-2.6%升至1.5%(圖8)，主因調高消費稅率對民間消費之不利影響漸減，加上全球智慧型手機熱賣，帶動日本對亞洲半導體等電子零件出口增加所致；惟全年經濟成長率由2013年之1.6%大幅降至0.0%。由於油價下跌有利民間消費支出，加上日圓貶值有助出口企業獲利，並提升投資意願，景氣可望回升。Global Insight 預測2015年經濟成長率升至0.9%。

對外貿易方面，2015年2月以日圓計價之出口年增率為2.4%，低於1月之17.0%，進口年增率則由1月之-9.0%升至-3.6%，貿易入超由1月之1兆1,791億日圓縮小至4,246億日圓(表4)。2月以美元計價之出口年增率則由1月之2.8%降至-11.7%，進口年增率由-20.1%升至-16.9%，貿易入超遂由99.7億美元縮小至35.8億美元。

勞動市場方面，因企業釋出之工作機會增加，失業勞工人數下降，2015年2月失業率由1月之3.6%略降至3.5%。

圖8 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

表4 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		企業物價指數 (2010=100)	出口 (日圓計價) 年增率 %	進口 (日圓計價) 年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2012	1.8	4.3	0.6	0.0	-0.1	-0.9	-2.7	3.8	-69,411
2013	1.6	4.0	-0.8	0.4	0.4	1.3	9.5	14.9	-114,684
2014	0.0	3.6	2.0	2.7	2.6	3.1	4.8	5.7	-127,874
2014/ 2		3.6	7.0	1.5	1.3	1.8	9.8	9.0	-8,047
3	5.1	3.6	7.4	1.6	1.3	1.7	1.8	18.2	-14,507
4		3.6	3.8	3.4	3.2	4.1	5.1	3.4	-8,149
5		3.5	1.0	3.7	3.4	4.3	-2.7	-3.5	-9,108
6	-6.4	3.7	3.1	3.6	3.3	4.5	-2.0	8.5	-8,285
7		3.8	-0.7	3.4	3.3	4.4	3.9	2.4	-9,649
8		3.5	-3.3	3.3	3.1	3.9	-1.3	-1.4	-9,527
9	-2.6	3.6	0.8	3.2	3.0	3.6	6.9	6.3	-9,641
10		3.5	-0.8	2.9	2.9	2.9	9.6	3.1	-7,407
11		3.5	-3.7	2.4	2.7	2.6	4.9	-1.6	-8,952
12	1.5	3.4	0.1	2.4	2.5	1.8	12.8	1.9	-6,652
2015/ 1		3.6	-2.8	2.4	2.2	0.3	17.0	-9.0	-11,791
2		3.5	-2.6	2.2	2.0	0.5	2.4	-3.6	-4,246

資料來源：日本內閣府、Thomson Reuters Datastream



## 二、CPI漲幅放緩

2015年2月企業物價指數年增率由1月之0.3%略升至0.5%，主因國際原油價格反彈所致；2月CPI年增率為2.2%，低於1月之2.4%；剔除生鮮食品之核心CPI年增率為2.0%，亦低於1月之2.2%，且扣除調高消費稅率之影響後已降至0.0%，與2%之通膨目標差距進一步擴大，恐導致通縮預期再度復燃。Global Insight預測2015年CPI年增率將由2014年之2.7%降至0.8%。

## 三、日本央行強化寬鬆貨幣政策

2015年1月日本央行決議繼續維持每年增加貨幣基數80兆日圓之操作目標，另為強化寬鬆貨幣政策之效果，將2015年4月到期之支援成長融資及激勵銀行放款等融資工具期限展延1年，前項額度由7兆日圓增加至10兆日圓，且放寬後項之申請資格。3月決議亦繼續維持每年貨幣基數增額不變。

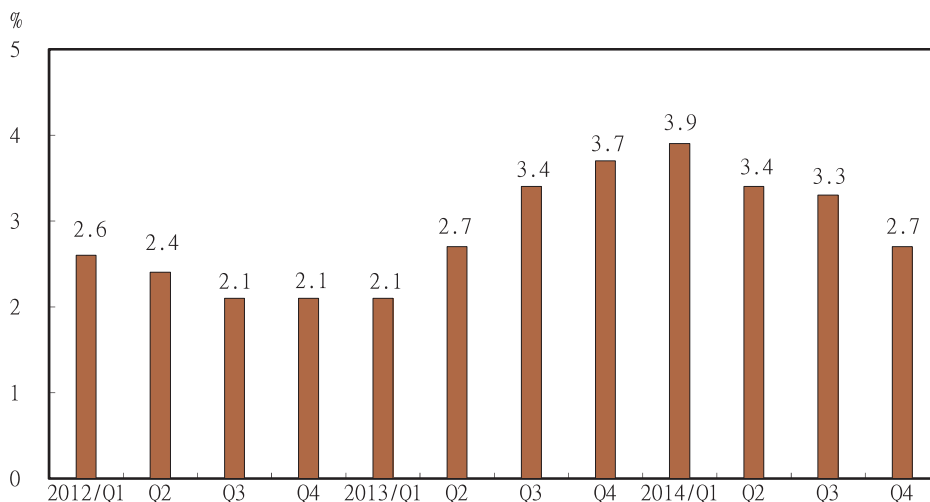
## 伍、南韓經濟成長放緩，通膨走低，央行調降政策利率

### 一、景氣恐持續下滑

2014年第4季，南韓內外需成長趨緩，經濟成長率由第3季之3.3%降至2.7%(圖9)，係近6季最低，且連續3季下滑。全年經濟成

長率由2013年之2.9%升至3.3%，主因投資增加所致。由於家庭負債擴增將抑制消費成長，Global Insight 預測2015年經濟成長率將再降為3.0%。

圖9 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

對外貿易方面，2015年2月以美元計價之出口年增率由1月之-0.9%降至-3.3%(表5)，係2013年2月以來最大減幅，主因油價重挫，石油及石化產品出口價格下滑所致；

進口年增率亦由1月之-11.1%降至-19.7%。

勞動市場方面，由於適逢畢業及招募季節，2月失業率由1月之3.8%升至4.6%。

表5 南韓重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2010=100)		生產者物價指數 (2005=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (百萬美元)
				總合年增率 %	剔除農產品及能源年增率 %	年增率 %			
2012	2.3	3.2	0.8	2.2	1.6	0.7	-1.3	-0.9	28,285
2013	2.9	3.1	-0.1	1.3	1.6	-1.6	2.1	-0.8	44,088
2014	3.3	3.5	0.9	1.3	2.0	-0.5	2.6	2.0	47,150
2014/ 3	3.9	3.9	3.0	1.3	2.1	-0.5	3.7	3.6	3,506
4		3.9	2.7	1.5	2.3	-0.3	8.9	5.1	4,394
5	3.4	3.6	-2.0	1.7	2.2	0.0	-1.5	0.5	4,970
6		3.5	0.7	1.7	2.1	0.1	2.4	4.3	5,351
7	3.3	3.4	4.0	1.6	2.2	0.2	5.2	5.7	2,341
8		3.3	-2.6	1.4	2.4	-0.2	-0.4	2.9	3,317
9	2.7	3.2	2.0	1.2	1.9	-0.5	6.3	7.6	3,262
10		3.2	-3.1	1.2	1.8	-0.8	2.3	-3.3	7,533
11	2.7	3.1	-3.5	1.0	1.6	-0.9	-2.7	-4.1	5,262
12		3.4	1.2	0.8	1.6	-2.1	3.1	-1.0	5,551
2015/ 1	2.7	3.8	1.7	0.8	2.4	-3.6	-0.9	-11.1	5,362
2		4.6	-4.7	0.5	2.3	-3.6	-3.3	-19.7	7,706
3					0.4	2.1			

資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨率走低

2015年3月CPI年增率由2月之0.5%降至0.4%，為1999年7月以來最低，主因油料費調降所致；剔除農產品及能源之核心CPI年增率亦由2月之2.3%略降至2.1%。2月生產者物價指數(PPI)年增率為-3.6%，與1月持平，為2009年7月以來最低。Global Insight預測2015年CPI年增率為0.4%，低於2014年之1.3%。

## 三、南韓央行調降政策利率

由於民間消費及投資疲弱，加上韓元對日圓升值不利出口，且主要經濟體貨幣政策立場改變致全球金融市場波動，益以新興經濟體成長放緩、地緣政治風險升高，為支撐經濟成長及防範通縮，繼2014年10月後，2015年3月12日南韓央行再度調降政策利率0.25個百分點，至1.75%之歷史新低。

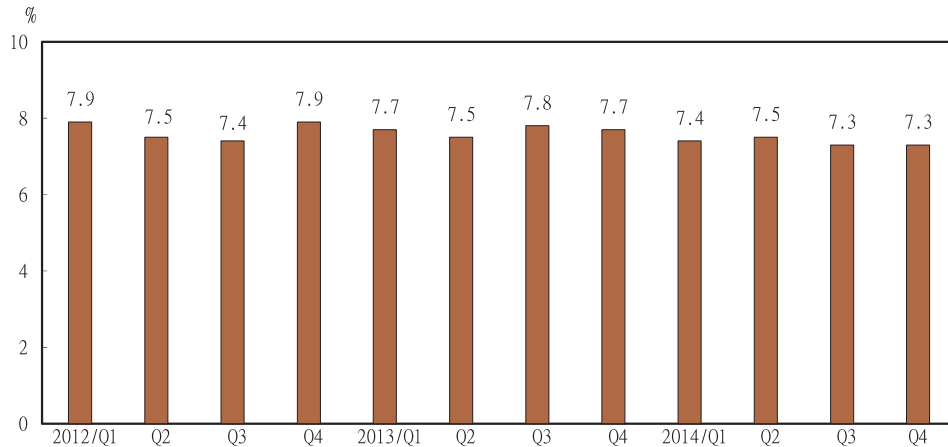
## 陸、中國大陸經濟走緩，通膨和緩，人行調降準備率及利率

### 一、經濟結構轉型過程中，景氣恐續 偏弱

2014年第4季，中國大陸因房市續疲影響內需成長，加上出口動能趨緩，經濟成長率為7.3%(圖10)，與第3季持平，同為2009年第2季以來最低。全年經濟成長率為7.4%，

低於2013年之7.7%及官方7.5%之目標。2015年1至2月主要經濟指標如工業生產、固定資產投資及消費品零售總額年增率續降，整體經濟成長仍面臨下滑壓力，Global Insight預測2015年經濟成長率再降為6.5%。

圖10 中國大陸經濟成長率



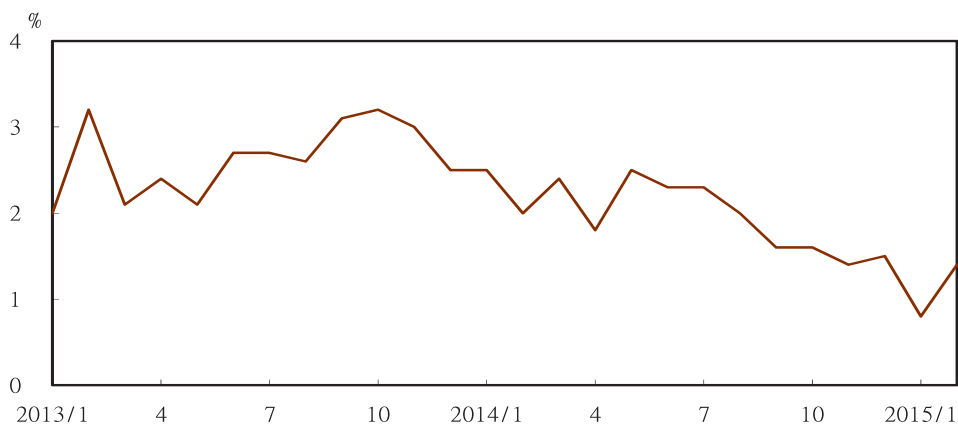
資料來源：中國國家統計局

### 二、通膨走緩

2015年2月CPI年增率由1月的0.8%上升至1.4%(圖11)，主要係春節導致食品類價格上漲所致；2月工業品生產物價指數(PPI)

年增率由1月之-4.3%再降至-4.8%，連續36個月為負，並創2009年11月以來最大跌幅。Global Insight預測2015年CPI年增率為1.3%，低於2014年之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、人行調降存款準備率及利率

由於資金外流，M2年增率由2014年12月之12.2%降至2015年1月之10.8%，2月則回升至12.5%。為舒緩企業融資困難問題，並提振景氣，2015年2月5日中國人民銀行調降金融機構人民幣存款準備率0.5個百分點，

並對部分城市商銀及非縣城農村商銀額外調降0.5個百分點，對農業發展銀行額外調降4個百分點。3月1日再度調降金融機構1年期存、放款基準利率各0.25個百分點至2.50%及5.35%，其他各期限存放款基準利率亦相應調整。

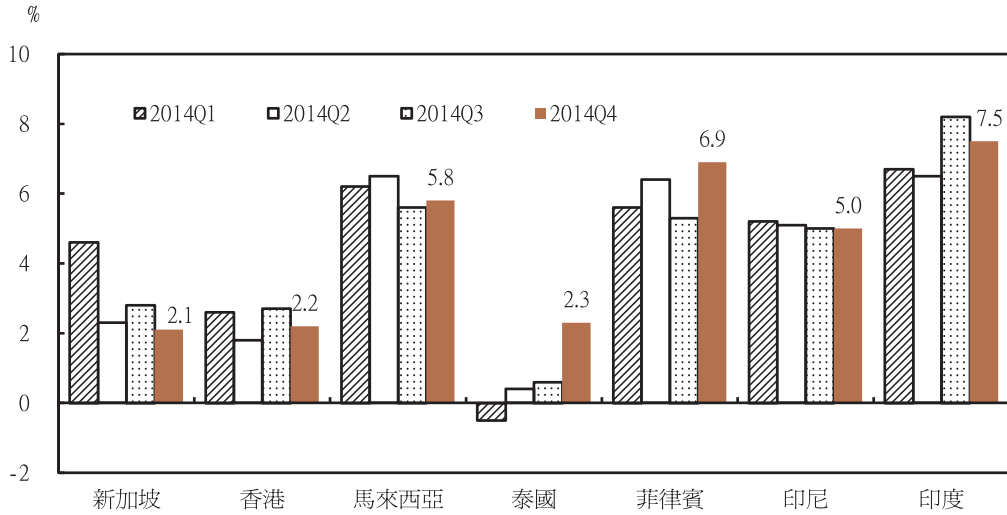
### 柒、其餘亞洲經濟體經濟成長步調不一，通膨率多呈走緩

2014年第4季，香港出口表現不佳，新加坡製造業成長衰退，經濟成長率均低於第3季。東協主要國家中，馬來西亞及菲律賓內需成長轉強，泰國政局趨穩帶動旅遊業復甦，經濟成長率均優於第3季。印尼雖因國際商品價格下跌致出口萎縮，惟內需穩定成長，經濟成長率與第3季持平(圖12)。

物價方面，多數亞洲國家之WPI及CPI

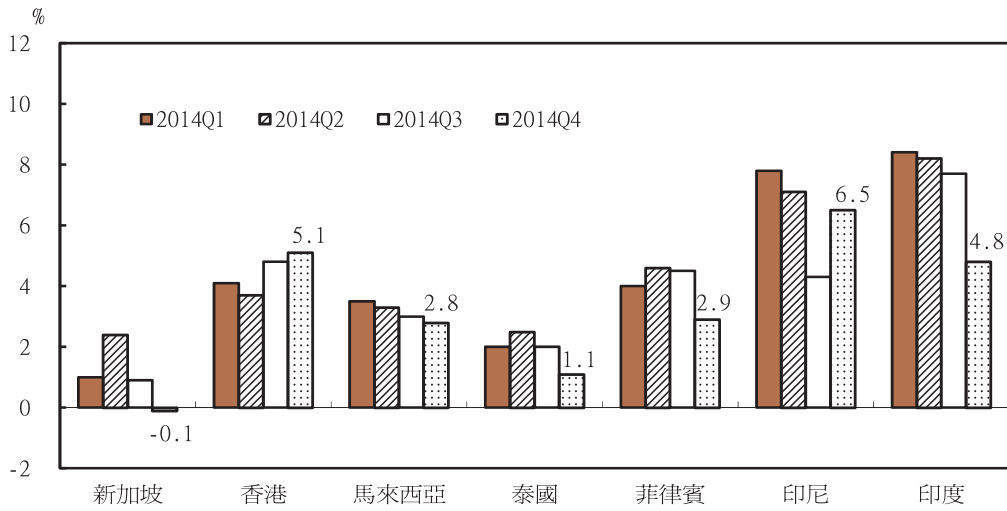
年增率續降(圖13)。貨幣政策方面，為因應ECB擴大QE之衝擊，並提振景氣，新加坡於2015年1月28日放緩新加坡元之升值速度，印度央行於1月15日及3月4日調降附買回利率合計0.50個百分點至7.50%，印尼央行於2月18日調降基準利率目標0.25個百分點至7.50%，泰國央行則於3月11日調降政策利率0.25個百分點至1.75%。

圖12 其餘亞洲經濟體經濟成長率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖13 其餘亞洲經濟體消費者物價年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

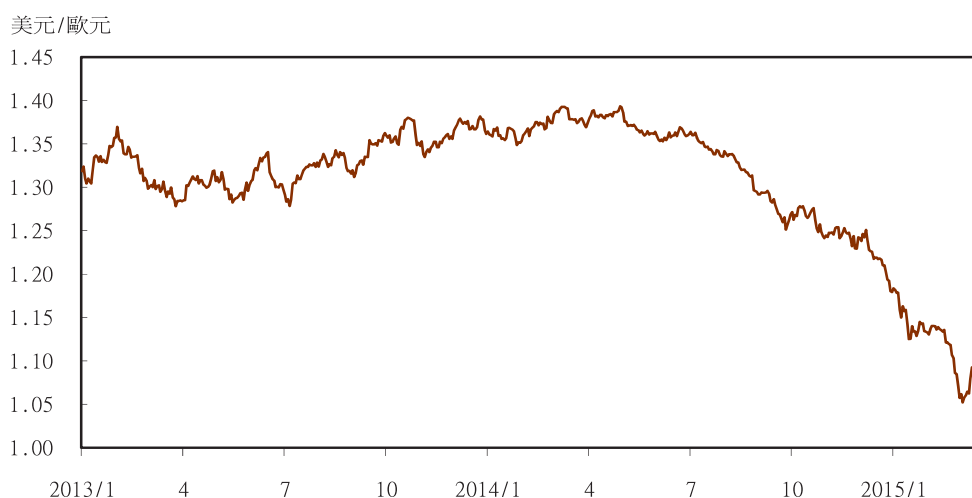
## 捌、歐元續貶，日圓區間震盪，亞洲國家貨幣升貶不一

### 一、歐元大幅貶值

2015年初，由於歐元區經濟表現仍弱、瑞士央行取消匯率下限政策、ECB宣布擴大QE措施，加上希臘大選由反緊縮的左翼聯盟獲勝，歐元持續走貶，1月下旬貶至1歐元

兌1.13美元左右後小幅盤整；3月上旬復因ECB啟動QE，美國經濟表現優於預期，歐元續疲。3月中旬起，因市場預期Fed延後升息，歐元小幅回升，至3月底為1歐元兌1.07美元，惟仍較2014年底大貶11.2%(圖14)。

圖14 歐元對美元匯率



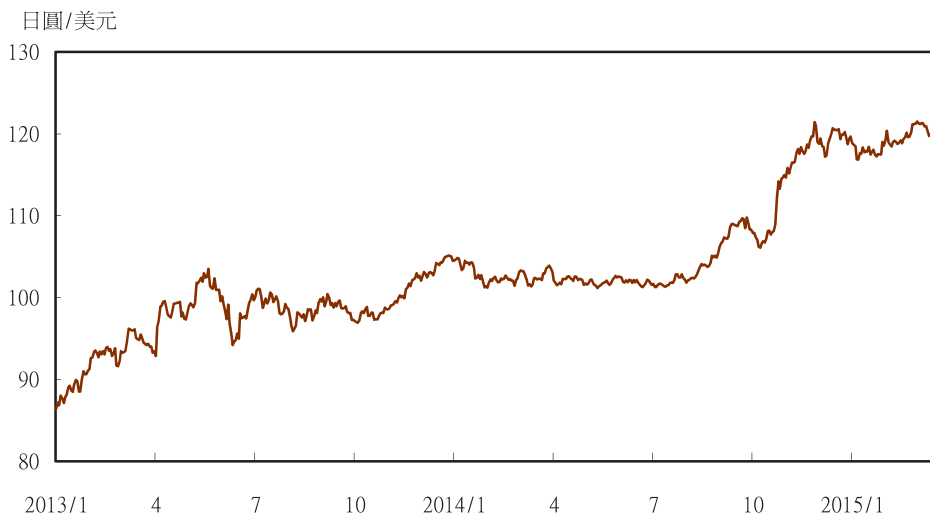
資料來源：Thomson Reuters Datastream

### 二、日圓區間整理

2015年1月初，由於日本經常帳連續順差，加上瑞士央行取消匯率下限，日圓避險需求升高，1月15日升至1美元兌116.87日圓之高點；嗣因美國非農就業表現強勁，以及

希臘債務問題暫解，帶動美元走強，日圓走貶。至3月中旬，因Fed可能延後升息，日圓回升；3月底為1美元兌119.93日圓，較2014年底微貶0.03%(圖15)。

圖15 美元對日圓匯率



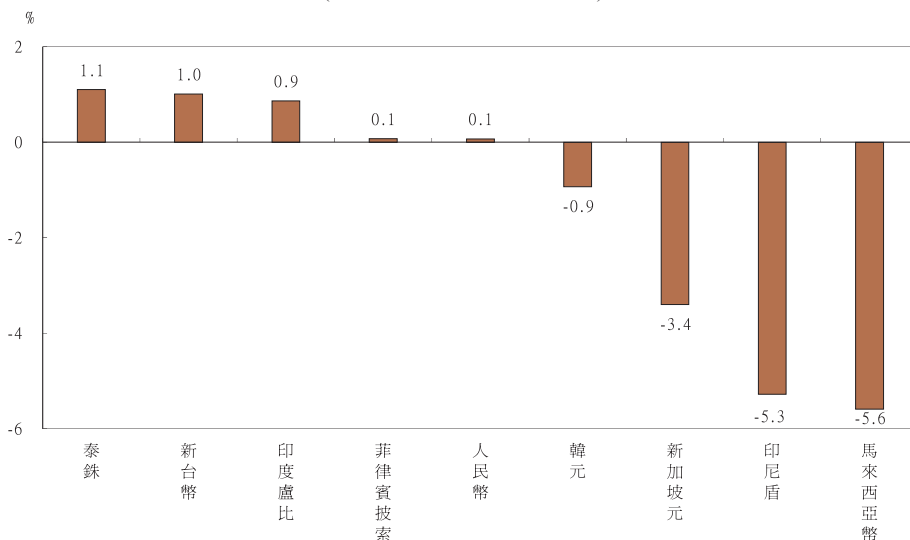
資料來源：Thomson Reuters Datastream

### 三、亞洲國家貨幣升貶不一

2015年初以來，亞洲國家貨幣升貶互見。其中，馬來西亞因國際原物料價格下跌，出口表現不佳，與2014年底比較，3月底馬來西亞幣對美元貶值5.6%；印尼、新加

坡及南韓因採寬鬆貨幣措施，資金流出，印尼盾、新加坡元及韓元分別貶值5.3%、3.4%及0.9%。泰國及印度因經濟前景樂觀，外資匯入，泰銖及印度盧比對美元分別升值1.1%及0.9%(圖16)。

圖16 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度 (2015年3月底與2014年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

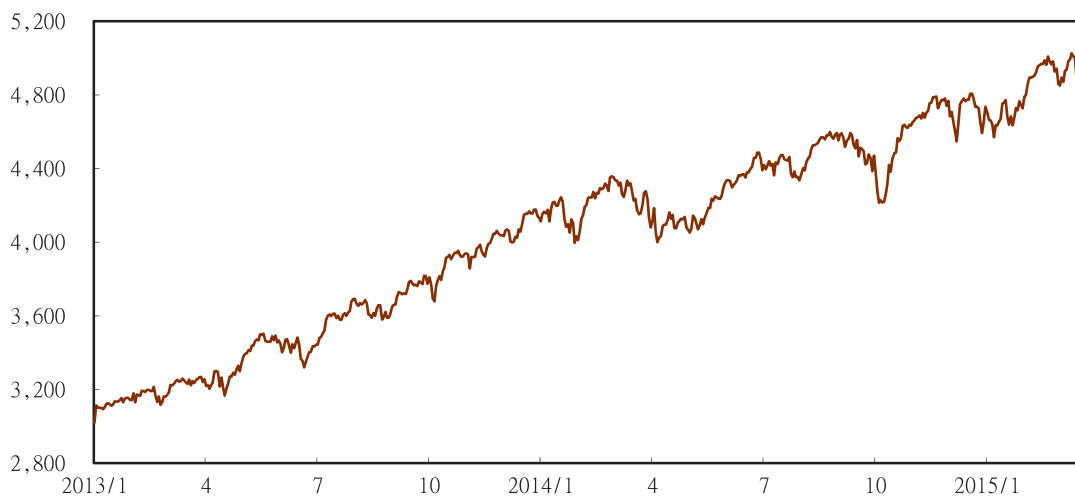


## 玖、國際股市表現亮麗

由於國際油價續跌拖累能源股，加上製造業PMI不如預期，2015年1月美股下滑；2月起，美國景氣穩健復甦，加上Fed主席Yellen表示不急於升息，美國道瓊股價指數於3月2日達18,288.6之歷史新高，嗣後因市場擔憂美元走強恐衝擊企業獲利，美股回跌震盪。歐股方面，因1月下旬ECB宣布擴大

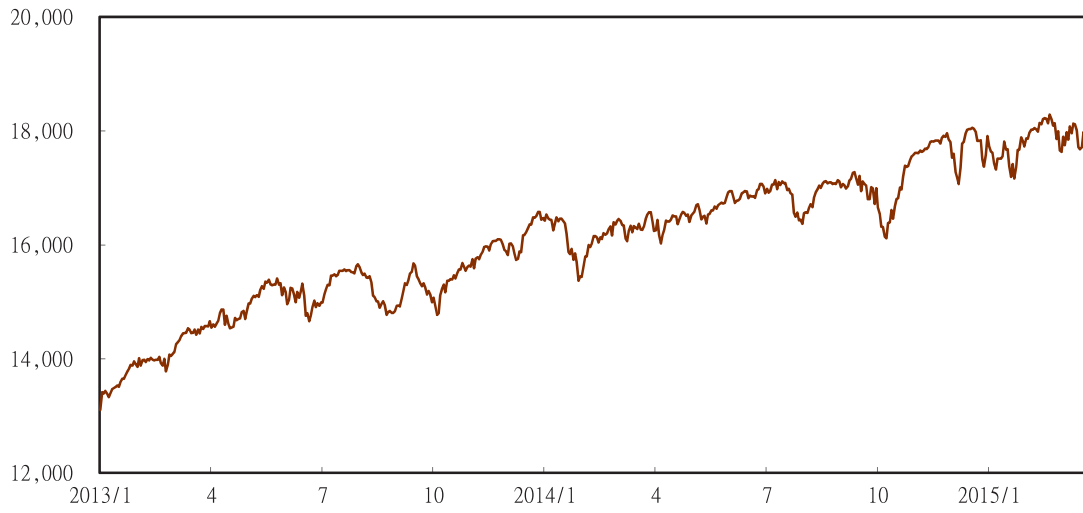
QE，加以2月下旬希臘與歐盟達成紓困貸款期限展延4個月協議，激勵歐股攀高。3月底與2014年底比較，美國那斯達克指數上揚3.5%，道瓊工業股價指數微幅下滑0.3%，泛歐道瓊股價指數則大漲18.2%(圖17、圖18、圖19)。

圖17 美國那斯達克股價指數



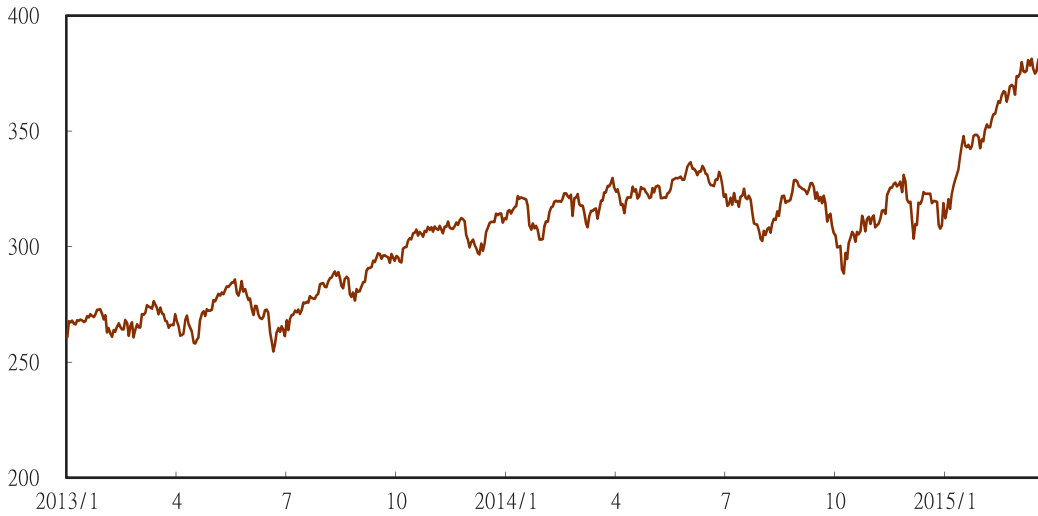
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖18 美國道瓊工業股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖19 泛歐道瓊股價指數

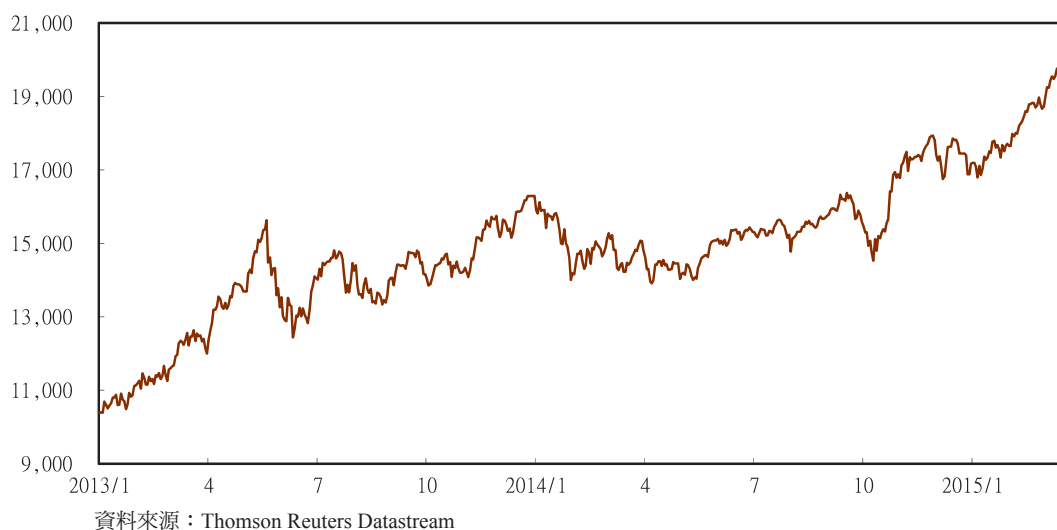


資料來源：Thomson Reuters Datastream

日股方面，2015年初受美股下跌及日圓升值等不利因素影響，自2014年12月下旬之高點反轉走跌。惟1月下旬起，因大型出口企業財報表現優異，加上國際股市反彈，日股回穩；2月下旬以來，受2014年第4季經濟

擺脫衰退，加上油價回穩帶動能源股走高等影響，日股持續走高，3月23日日經股價指數升抵19,754點，創15年來新高；3月底與2014年底比較，大漲10.1%(圖20)。

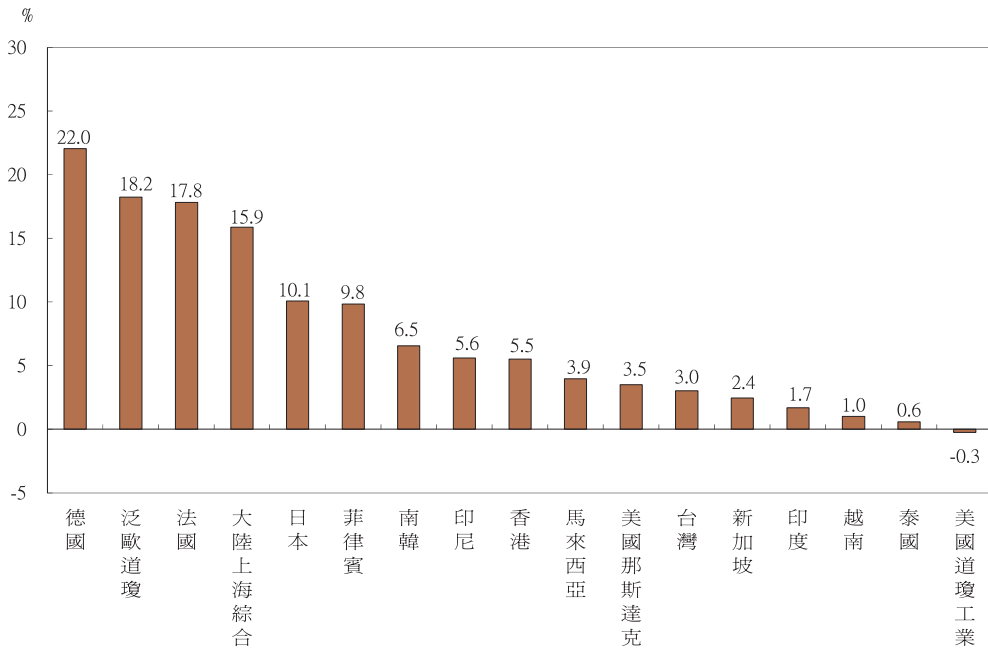
圖20 日經225股價指數



中國大陸股市延續2014年11月下旬以來之強勁走勢。2015年1月下旬，因官方整頓股市槓桿過高問題，陸股轉趨下跌。2月以後，中國人民銀行調降金融機構存款準備率及存放款基準利率等寬鬆措施，激勵股市止

跌回升。3月底與2014年底比較，上海綜合指數大漲15.9%。其他亞洲國家亦隨歐美股市上揚而走升，其中菲律賓、南韓及印尼等股市漲幅較大，3月底與2014年底比較，分別上漲9.8%、6.5%及5.6%(圖21)。

圖21 國際股價變動幅度  
(2015年3月底與2014年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

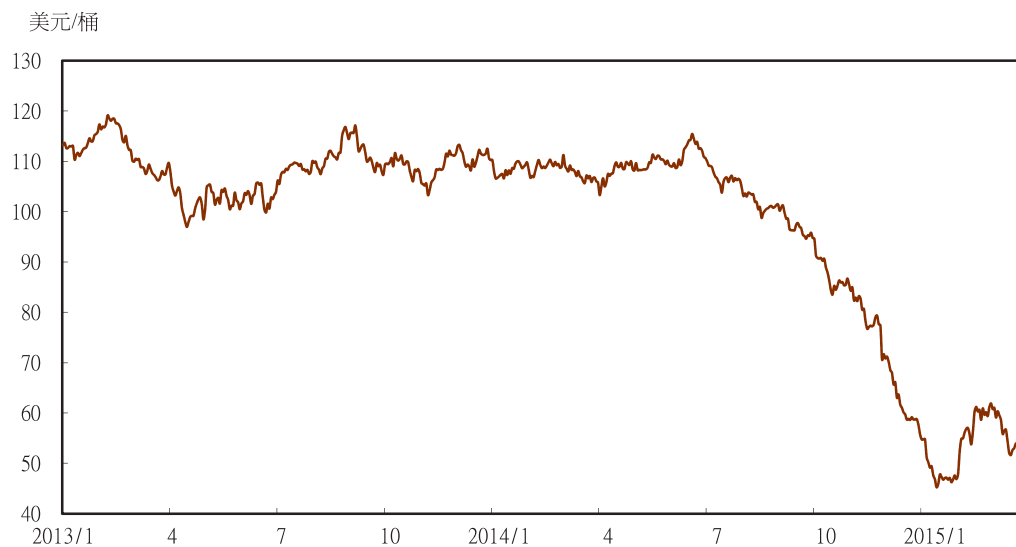
### 拾、國際油價反彈後回跌，金價疲軟，穀物價格下滑

2015年初石油輸出國組織(OPEC)重申，為維持市占率，堅持2014年11月不減產決議，加上美國頁岩油供給仍處於高水準，以及全球需求疲弱，國際油價續跌。2月初，由於美國原油鑽井平台數大減，加上原油工人大規模罷工，影響產出，一度推升油價；嗣因美國及OPEC原油庫存仍高，加上美元

指數升至近12年來新高，國際油價反轉下跌。3月底布蘭特原油價格為每桶54.0美元，較2014年底下跌1.5%(圖22)。

美國能源資訊署(EIA)3月10日預測2015年布蘭特原油平均價格，由2014年之每桶99.0美元跌至59.5美元，2016年則回升至75.0美元。

圖22 布蘭特原油價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

黃金方面，2015年初，因IMF下修全球經濟成長率預測值，加以ECB擬擴大資產購買計畫，提升黃金之保值及避險需求；2月起，因美元升值，加上市場擔憂Fed提前升

息，避險需求減弱，金價反轉下跌；3月中旬以後，因地緣政治風險再現，金價略反彈，至3月底為每盎司1,187.0美元，惟仍較2014年底下跌1.0%(圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

穀物方面，由於產地天候轉佳，2015年1月國際穀物期貨價格指數大跌；2月以後因美國氣候嚴寒，加上巴西運送穀物之卡車司機罷工等短期因素，衝擊穀物供給，價格回穩。至3月底Thomson Reuters穀物期貨價格指數為311.0點，較2014年底下跌7.5%(圖

24)。

受原油、穀物及黃金等商品價格下跌影響，Thomson Reuters/Jefferies CRB期貨價格指數走低，至3月底為211.9點，較2014年底下跌7.9%(圖24)。

圖24 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與CRB期貨價格指數



# 國內經濟金融日誌

## 民國104年1月份

- 6日 △立法院三讀通過所得稅法第15條修正案，綜合所得稅夫妻各類所得計算稅額方式新增分開計算方式，並於104年5月辦理103年度綜合所得稅結算申報時適用。
- 16日 △立法院三讀通過電子支付機構管理條例，其中最低實收資本額規定，電子支付機構為新台幣5億元，惟僅辦理代理收付實質交易款項業務者為新台幣1億元。
- 20日 △立法院三讀通過勞動基準法部分條文修正案，以進一步保障勞工工資、資遣費及退休金權益，減少勞資爭議。
- 22日 △金管會開放證券金融事業辦理以有價證券為擔保之放款業務，且不限制借款用途，以提升其資金運用效率，擴大業務利基。
- △立法院三讀通過公平交易法部分條文修正案，將聯合、壟斷等限制競爭行為最高罰鍰提高至1億元。若情節重大者，可處以業者整年度營業額的百分之十，不受1億元限制。
- △立法院三讀通過銀行法部分條文修正案，將銀行轉投資總額及投資非金融相關事業總額上限之計算基礎，由「資本額」改為「淨值」；另自104年9月1日起，現金卡利率及信用卡循環利率上限調降至15%以下。
- △立法院三讀通過國際金融業務條例部分條文修正案，開放保險業申設國際保險業務分公司(OIU)，辦理國際保險業務。
- △立法院三讀通過保險法部分條文修正案，增訂立即糾正措施機制，依保險業資本適足率分為四個等級採不同之監理措施。
- △立法院三讀通過金融消費者保護法部分條文修正案，加重對金融服務業違反規定侵害金融消費者權益之處分。
- 26日 △「全國能源會議」全體大會開幕，會議主題為「未來電力哪裡來」，並就「需求有效節流」、「供給穩定開源」、「環境低碳永續」三大核心議題進行分組討論。
- 28日 △中央銀行規劃建置之外幣結算平台開辦日圓結算作業，初期先辦理境內日圓匯款，跨境日圓匯款預計5月上線。



## 民國104年2月份

- 2日 △交通部民用航空局宣布國內航線機票價格自104年3月3日起調降，國際航線燃油附加費亦自2月8日起調降。
- 4日 △中央銀行邀集主管機關及主要銀行會商，對銀行辦理閒置工業區土地抵押貸款應採較嚴格之自律規範獲致共識。  
△臺灣期交所宣布調高標的為處置股票之股票期貨及選擇權契約保證金，為原適用比例的1.5倍至3倍，以提昇風險涵蓋能力，自3月2日起實施。
- 6日 △臺灣銀行桃園國際機場境外管制區新設新台幣自動提款機(ATM)，係首家於境外管制區提供是項服務之金融機構。  
△行政院訂定發布「中小企業增僱員工薪資費用加成減除辦法」，以鼓勵中小企業擴大招聘人才提升就業率。
- 17日 △金管會修正銀行發行金融債券辦法，主要修正內容為刪除金融債券係為供給中長期信用及開始還本期限不得低於兩年之規定、新增專業機構投資人及非專業投資人之定義、修正銀行發行金融債券得採發行人評等之情形、適度放寬銀行發行金融債券之相關限制。

## 民國104年3月份

- 4日 △中央銀行放寬銀行辦理電子化外匯業務範圍，指定銀行經許可辦理等值新台幣50萬元以上之網路銀行外匯業務者，得以行動網路銀行提供相同服務。
- 16日 △金管會函令，境外華僑及外國人得以海外可轉換公司債轉換或海外存託憑證兌回之國內有價證券，繼續向國內金融機構國際金融業務分行或海外分支機構辦理外幣借款。
- 18日 △金管會放寬證券商申請在大陸地區參股投資證券期貨公司之自有資本適足比率條件，證券商如最近3個月自有資本適足比率未高於百分之二百者，有特殊需要得採專案核准方式。
- 20日 △經濟部「電價費率審議會」決議，每度平均電價由3.1139元調降至2.8852元，降幅為7.34%，自4月1日起實施。
- 23日 △金管會委託保險安定基金公開標售國寶人壽及幸福人壽兩家問題保險公司，由國

泰人壽保險公司以新台幣303億元得標。

26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 △行政院大陸委員會表示，已將我國參與亞洲基礎建設投資銀行（亞投行）意向書送交該行籌備秘書處，申請加入創始會員國。

△國發會整合財政部、經濟部、行政院消保處、行政院主計總處等相關單位物價資訊，建置之「物價資訊看板平台」正式上線。



# 國際經濟金融日誌

## 民國104年1月份

- 1日 △立陶宛成為歐元區第19個會員國。歐洲央行開始啟動輪流投票機制，貨幣政策會議改為每6週召開1次，每年召開8次，且會議結束後4週公布不具名之會議紀錄。
- 15日 △瑞士中央銀行宣布棄守2011年實施之「1歐元兌1.20瑞郎」匯率下限政策，另調降活期存款利率0.5個百分點至-0.75%，並將3個月期瑞郎Libor利率目標區間自-0.75%~0.25%調降至-1.25%~-0.25%，當日瑞郎盤中巨幅升值近30%。  
△印度央行分別調降附買回利率及附賣回利率各0.25個百分點至7.75%及6.75%。
- 16日 △中國人民銀行提供再貸款額度500億人民幣，提供金融機構在「三農」及小微企業之信貸，以降低融資成本。
- 20日 △中國大陸國家統計局公布2014年第4季經濟成長率為7.3%；全年成長7.4%，低於2013年的7.7%，主要因外需疲弱及內需成長減緩所致。  
△IMF 發布「世界經濟展望更新報告」，認為美國以外的先進經濟體之中期成長減緩，程度恐超越油價下跌帶來的激勵作用，部分主要石油出口國的經濟活動亦將因油價大幅下跌而減弱，預期今、明（2016）兩年的全球經濟成長率分別為3.5%及3.7%，均較2014年10月的預測值下調0.3個百分點。
- 21日 △加拿大央行調降隔夜拆款利率目標0.25個百分點至0.75%，為五年來首度降息。  
△日本央行展延將於本年4月到期的「支援成長融資工具」及「激勵銀行放款工具」1年，其中「支援成長融資工具」額度由7兆日圓增加至10兆日圓，「激勵銀行放款工具」之申請資格則予以放寬。
- 22日 △歐洲中央銀行（ECB）擴大資產購買計畫，自本年3月起至少持續至2016年9月，每月購債600億歐元，總規模預計至少1.14兆歐元，標的包含次級市場流通之投資等級之各會員國政府公債、機構債、跨國組織債及私部門發行之債券，債券存續期間則介於2至30年。原則上各會員國央行購債金額需符合其於ECB之出資比率。新購買計畫中，ECB持有之8%購入資產與另12%由各會員國央行購入之機構債，總計20%新購入資產將為共同承擔損失；其餘80%由各會員國央行所購買債券將各自承擔可能損失。

- 28日 △鑒於國際油價走疲，通膨大幅下滑，新加坡貨幣管理局臨時召開貨幣政策會議，決議維持政策匯率區間之寬度和中線不變，允許新元名目有效匯率溫和且逐步升值，但降低區間斜率（即放緩升值步伐）。
- 30日 △美國商務部公布2014年第4季經濟成長率由第3季的5.0%降至2.6%，主要係企業投資減緩及政府支出下滑所致；2014年全年成長率則在民間消費穩健成長支撐下，由2013年的2.2%升至2.4%，為2011年以來最佳表現。

### 民國104年2月份

- 3日 △為協助經濟成長，澳洲央行宣布，自本年2月4日起調降現金利率目標1碼至2.25%。
- 4日 △中國人民銀行宣布，自本年2月5日起調降金融機構存款準備率0.5個百分點，其中大型金融機構降至19.5%，中小型金融機構降至16.0%。另外對於小微企業貸款達一定標準的城市商業銀行及非縣域農村商業銀行，額外調降0.5個百分點，並對中國農業發展銀行額外調降4個百分點。
- 12日 △為提振通膨，瑞典央行宣布自本年2月18日起，調降附買回利率0.1個百分點至-0.1%，並計畫推出總額100億瑞典克朗之量化寬鬆貨幣政策，收購1至5年之政府公債。
- 13日 △2014年第4季歐元區之GDP年增率初估值為0.9%，高於第3季之0.8%，主要係因德國與西班牙經濟表現優於預期所致。
- 17日 △印尼央行宣布自本年2月18日起，調降基準利率（BI rate）目標0.25個百分點至7.50%。
- 24日 △歐元集團財長初步通過希臘之改革計畫，內容包含精簡政府部門、打擊逃漏稅、減少所得稅免稅項目、進行之民營化持續推動及整頓退休年金體制等，並與希臘達成展延紓困至本年6月底之協議，惟希臘仍需進一步交付改革計畫細節。
- 28日 △中國人民銀行宣布，自本年3月1日起，分別調降金融機構1年期存、放款基準利率各0.25個百分點至2.50%及5.35%，其他各期限基準利率亦相應調整；另存款基準利率浮動區間之上限，由1.2倍調升為1.3倍。

## 民國104年3月份

- 4日 △由於通膨率下滑，印度央行分別調降附買回利率及附賣回利率各0.25個百分點至7.50%及6.50%。
- 6日 △歐元區2014年第4季之GDP年增率終值為0.9%，高於第3季之0.8%，主要係投資及出口雙雙成長所致；季增率則為0.3%，優於第3季之0.2%。
- 11日 △因經濟成長不如預期，加以通膨率下滑，泰國央行宣布調降1天期附買回利率0.25個百分點至1.75%。
- 12日 △南韓央行宣布調降政策利率0.25個百分點至1.75%，係繼上年10月降息後再度下調利率，主要係為支撐經濟成長及防範通縮。
- 18日 △OECD之「期中經濟評估報告」指出，受惠於油價下跌與寬鬆貨幣政策，預測2015年主要經濟體經濟成長率將略高於2014年11月之預測值，其中歐元區、日本及印度之成長預測值均上修，而巴西、加拿大等商品出口國之成長預測值下調幅度較大。近期全球經濟成長步調仍緩，低通膨與低利率則可能帶來危及金融穩定之風險。
- △美國聯邦公開市場操作委員會(FOMC)維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%不變，惟再度修改前瞻指引，刪除「耐心」字句。FOMC表示，預期在勞動市場出現更多改善，且相當確定通膨於中期內將朝2%目標邁進時，才是調高聯邦資金利率區間的適當時機。未來將衡量包括就業數據、通膨壓力與通膨預期指標，以及金融與國際情勢發展，決定利率調整時機。
- 24日 △亞洲開發銀行(Asian Development Bank)發布「2015年亞洲發展展望報告」指出，在主要工業經濟體經濟持續復甦及國際原物料價格疲軟下，2015年及2016年開發中亞洲經濟成長率預測值皆為6.3%，與2014年持平，惟仍須慎防油價驟升、資本流出加劇、中國大陸經濟大幅放緩、印度改革決心未如預期、希臘危機蔓延全球，以及俄羅斯經濟加速衰退等潛在風險。
- 30日 △中國人民銀行宣布調降購屋自備款比率，其中，已擁有1房屋且房貸尚未結清而再申請購屋者，自備款調降為不得低於房價的40%（原為60%）；申請住房公積金貸款之首次購屋自備款，調降為不得低於房價的20%（原為30%）；已擁有1房屋且已結清房貸之職工家庭，再次申請住房公積金貸款之自備款調降為不得低

於房價的30%（原為40%）；此外，縮短個人買房至出售免繳營業稅期限為滿2年（原為滿5年）。



## 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37卷第1期)

發行人：彭淮南  
主編：林宗耀  
編輯委員：林淑華 吳懿娟 李光輝 汪建南  
黃富櫻 彭德明 游淑雅  
行政編輯：蔡盈姿  
發行所：中央銀行  
地址：10066台北市羅斯福路1段2號  
出版品網址：<http://www.cbc.gov.tw>  
電話：(02) 2357-1530  
電子出版品電話：(02) 2357-1714  
出版年月：中華民國 104 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。(請洽承辦人蔡盈姿，電話：2357-1714) ◆