

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第37卷第2期

中央銀行 編印

中華民國 104 年 6 月

中央銀行季刊

第37卷 第2期

中央銀行 編印

中華民國 104 年 6 月

中央銀行季刊

目錄 第37卷 第2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

支出移轉效果在動態隨機一般均衡模型下的分析： 投資組合平衡法的應用	張銘仁、陳思寬 吳彥成	3
--	----------------	---

經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國104年第1季）		
總體經濟	國 內 經 濟 科	39
國際收支	國 際 收 支 科	49
貨幣與信用	金 融 統 計 科	57
金融市場	金 融 統 計 科	63
	國 內 經 濟 科	
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢（民國104年第1季）	國 際 經 濟 科	83

經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國104年4月至6月）	國 內 經 濟 科	105
國際經濟金融日誌（民國104年4月至6月）	國 際 經 濟 科	109

中央銀行理監事聯席會議決議

(104年6月25日發布)

一、國際經濟金融情勢

近來歐元區及日本經濟好轉，美國景氣溫和擴張，中國大陸等新興市場則成長走緩，主要經濟體景氣復甦步調不一，國際機構普遍下修本年全球經濟成長預測，惟下半年將略高於上半年。

市場預期美國貨幣政策趨向正常化，而歐元區、日本及中國大陸等維持寬鬆措施，益以希臘債務協商仍不確定，加劇國際資金移動，恐影響國際金融市場穩定，增添全球景氣復甦變數。

二、國內經濟金融情勢

(一) 本年以來，國際油價低檔震盪，加以全球景氣不如預期，中國大陸經濟成長放緩，衝擊國內出口，民間投資成長亦低於預期，經濟成長略緩。

下半年，預期全球經濟略為好轉，低油價對出口之不利影響將減弱，加以就業與薪資持續成長，國內需求溫和；主計總處預測經濟成長3.34%，略高於上半年之3.21%，全年為3.28%。

勞動市場方面，企業人力需求提高，就業人數穩定增加，5月失業率降至3.62%；1至4月受僱員工實

質薪資亦成長5.25%，勞動情勢持續改善。

(二) 1至5月平均消費者物價(CPI)年增率為-0.66%，主因油、電及燃氣等能源價格下降所致；不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為0.94%，漲幅溫和。

近期國際油價回穩，且隨著高油價之比較基期效果逐漸消退，能源價格下跌的影響將減弱，下半年CPI年增率可望回升；主計總處預測為0.80%，全年為0.13%；本行預測核心CPI溫和上漲，全年為0.81%。

(三) 本年以來，市場資金充裕，本行持續公開市場操作，維持金融機構超額準備於適中水準；1至5月貨幣總計數M2平均年增率升為6.46%，主要係因資金匯入。利率方面，金融業隔夜拆款利率持穩，10年期公債殖利率則呈狹幅波動。

三、本日本行理事會一致決議

鑑於全球景氣復甦仍緩，在國內經濟成長尚屬穩定、產出缺口持續為負，以及通膨展望溫和回升下，本行理事會認為維持政策利率不變，有助物價與金融穩定，並協助經濟成長。未來本行將

持續密切注意國內外經濟金融情勢之變化，採行妥適的貨幣政策，以達成法定經營目標。

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、本行自99年6月以來採行針對性總體審慎措施，有助於控管金融機構不動產授信風險，維持金融穩定；加上政府的不動產相關租稅措施，以及推行房地合一

實價課稅，可促進房市健全發展。

五、由於先進國家貨幣政策分歧，產生之外溢效果導致國際資金大量頻繁移動，影響國內外匯及金融市場穩定，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

六、本行運用大數據(big data)方法，分析外匯及金融市場逐日各項交易資料，及時掌握市場動態，以利本行政策之釐定與執行。

支出移轉效果在動態隨機一般均衡模型下的分析： 投資組合平衡法的應用*

張銘仁、陳思寬、吳彥成**

摘要

本研究主要建立在動態隨機一般均衡（dynamic stochastic general equilibrium, DSGE）模型架構下，允許本國家計單位的資產組合中同時擁有本國貨幣、國內及國外資產（例如債券），嘗試分析小型開放經濟體系（以臺灣為例），貨幣政策的支出移轉效果及福利水準變化等。有別於傳統 DSGE 模型的設計，本研究允許家計單位的投資組合中可以同時持有多種資產，並在整體預算限制條件下，進行跨期最適化的選擇行為。我們發現，當本國有未預期到的貨幣數量增加時，會引導市場相對價格改變，因而有明顯的支出移轉效果。在模型中消費、投資、勞動力與貿易餘額等，皆有順景氣循環現象。當國外債券發行人支付給家計單位持有債券的風險溢酬提高時，投資人會因為購買國外資產的誘因提高，而願意更穩定的持有此一境外資產。最後，當經濟體系受到來自名目貨幣供給面的衝擊時，若央行採行貨幣成長法則，經濟體系可以維持較高的福利水準；但是，若經歷供給面的技術進步衝擊時，採行利率法則能擁有較佳的福利水準。

關鍵詞：動態隨機一般均衡、小型開放經濟、貨幣政策、支出移轉效果

* 本文係摘錄自中央銀行經濟研究處103年度委託研究計畫報告。本計畫的所有論點皆屬作者個人意見，與委託研究單位以及作者的服務單位無關。作者特別感謝何泰寬教授、黃俞寧副教授、林處長宗耀、李行務委員光輝、汪研究員建南、侯研究員德潛、彭研究員德明、蔡研究員炯民、蔡科長美芬、張副研究員天惠、繆副研究員維正與相關同仁等對本計畫所提供的寶貴意見、指正與協助。

** 張銘仁係國立東華大學經濟學系教授；陳思寬係國立臺灣大學國際企業學系教授；吳彥成為國立臺灣大學國際企業學系博士生。

壹、前言

本研究主要建立在現代化動態隨機一般均衡 (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) 模型架構下，考慮本國家計單位的資產組合 (portfolio) 中允許同時擁有本國貨幣、國內及國外資產 (例如債券)，嘗試分析小型開放經濟體系 (以臺灣為例)，擴張性貨幣政策的支出移轉效果 (expenditure switching effect) 及其改善所得、消費等政策效果。有別於傳統DSGE模型的設計，本研究允許家計單位投資組合中，可以同時持有國內及國外資產，並在整體預算限制的條件下進行跨期最適化的選擇行為。在模型中，我們建立了一個具有兩種不同性質的中間財貨部門 (貿易與非貿易部門)，其中貿易部門財貨 (以下簡稱貿易財貨) 有兩種用途，一是供應國內最終財貨生產廠商用於組成國內最終財貨，一是可出口國外進行銷售；而非貿易部門之財貨 (以下簡稱非貿易財貨) 則僅可用於組合成國內最終財貨。貿易財貨市場為完全競爭，但非貿易財貨市場則為獨佔性競爭。當市場受到來自供給面 (或需求面) 的外生性衝擊時，會改變其相對價格水準，同時改變了最終財貨生產單位選擇投入要素使用比例的行為，進一步改變最終財貨的銷售價格而影響家計單位的消費行為。

在國際經濟學中有關於「支出移轉效

果」的討論，一般而言是指當經濟體系受到外生衝擊後，經濟體系間透過相對價格的改變，使得產品的需求產生跨越國界的移動。回顧現有文獻，有關貨幣政策的支出移轉效果多建立在兩國模型 (two-country model) 的架構下，分析貨幣或匯率政策的效果 (例如，Engel, 2002；Chen and Chang, 2006)。Engle (2002)綜合整理了現有文獻中，若干重要的新開放總體經濟模型及不同的匯率政策下的實證觀察，說明在何種狀況下支出移轉效果會較明顯。Chen and Chang (2006)曾在兩國模型架構下分析支出移轉效果，但是發現即便價格調整具有僵固性，支出移轉效果仍然不明顯。近來，Adolfson, Laséen, Lindé and Villani (2007)建立以Bayesian估計為基礎的DSGE開放經濟模型，分析貨幣政策在模型中所扮演的角色。Adolfson, Laséen, Lindé and Villani得到，當央行執行擴張性的貨幣政策時，由於本國財貨與外國財貨存在替代性，因此由貨幣政策產生的支出移轉效果，會導致家計單位由原來購買外國生產的產品轉向購買本國生產的產品，改變了本國的總合需求。

類似地，De Paoli (2009)建立一個在以效用為基礎的損失函數架構下最適貨幣政策模型，討論在小型開放經濟體系中貨幣政策執行的支出移轉效果及福利水準變化。De

Paoli發現，當本國財貨與外國財貨的替代性低時，貨幣政策的支出移轉效果不明顯，而且對福利水準的改善有限。近來相關的重要研究，如Sutherland (2006)探討兩國間的貨幣政策如何影響到支出移轉效果及福利水準等。但是，Sutherland研究使用的是傳統理論模型的推演而非DSGE模型，因此無法經由數值的分析得到貨幣衝擊所造成模型動態調整的過程。Dong (2007)發現支出移轉效果與價格僵固的特性有明顯的關係，當大多數的出口廠商使用生產者貨幣定價（producer currency pricing, PCP）時，支出移轉效果較明顯。Devereux and Engel (2003)分析以福利為基礎的最適貨幣政策，結論指出當出口廠商採行以當地貨幣訂價(local currency pricing, LCP)時，名目匯率變動無法反應在消費者價格調整，因此支出移轉效果較不明顯。^{註1}

有關以投資組合平衡法，分析貨幣政策的支出移轉效果，在政策意涵上是相當重要的議題（如前所述）；但是，在文獻上長期以來並未受到應有的重視。然而，在個人投資組合安排相當自由化與國際化的現代經濟社會，市場之間關係非常密切；例如商品市場、資產市場、貨幣市場及外匯市場間均彼此相互連結。因此，使用一般均衡模型（general equilibrium model），考慮市場間彼此相關性，對政策效果進行評估是適當而且有必要。有關資產組合的選擇可以同時包含國內及國外資產的平衡，其實並不是一

個全新發展的理論模型。Baxter and Jermann (1997)以實證方法觀察在金融市場中，投資人如何實際地安排投資組合。Baxter and Jermann發現，投資人在分散投資組合的程度上遠低於理論預期。Coeurdacier, Kollmann and Martin (2010)以經濟合作與發展組織（Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD）國家的資料為實證觀察對象，其結果基本上支持Baxter and Jermann (1997)的結論。有關理論的投資組合文獻，Devereux and Sutherland (2011)建立一多資產組合的DSGE模型，並討論如何在此一模型中求解均衡的投資組合。Devereux and Sutherland以簡單的兩資產組合為例，並說明如何將兩資產的特例推廣到多資產的均衡經濟結構。有趣的是，近來Engle and Matsumoto (2005)建立一個兩國貨幣的DSGE模型分析，並指出此一方向提供了本國偏誤（home bias puzzle）的解決方法。

近期，Ormaechea (2012) 建立了一簡單兩部門（two sectors, tradable and non-tradable）的小型開放經濟模型，在此模型中討論恆常性貶值對投資、經常帳等變數有何影響（基本架構類似，Appendix, Obstfeld and Rogoff, 1995），是典型的小型開放經濟體系代表。本文的基本架構與Ormaechea模型有部分相近。類似地，Kollmann (2002)也架構了兩部門的小型開放經濟體系，以分析最適貨幣政策的福利效果。另外，Galí and

Monacelli (2005)建立另一簡化的小型開放經濟模型，並假設模型中存在Calvo (1983)價格僵固的特性，討論不同貨幣政策下的總體經濟效果，是近年來最具代表性的小型開放經濟架構之一。晚近，亦有學者使用了一般化的兩國模型，在兩國規模大、小不對稱的情況下，討論小國受到大國的外生性衝擊影響及其小型開放經濟體會如何自我調整等問題 (Faia and Monacelli, 2008)。除此之外，Galí (2009)則採用新Keynesian模型的分析架構，完整地討論了貨幣政策、物價膨脹及景氣循環等變數的相關性。晚近，黃俞寧 (2013)建構含有金融部門的DSGE模型，以分析臺灣的貨幣政策，發現貨幣成長法則因為有助於穩定經濟，因此福利水準通常較高。除此之外，Teo (2009)與Hwang and Ho (2012)以臺灣為例，討論最適貨幣政策的實質效果等。過往的文獻對於貨幣政策的討論大多集中在產出及消費的數量效果等；如果是開放經濟模型則多聚焦在單純的匯率及貿易條件等上，較少對支出移轉效果有深入分析。然而，支出移轉效果對小型開放經濟有非常重要的意義，因為小型開放經濟經常需要藉由境外部門的需求，刺激景氣。

除此之外，在現有的文獻中很少基於投資組合平衡的概念，以小型開放經濟體進行完整的討論。很明顯地，當小型開放經濟中個人的投資組合可以同時包含國內及國外資產時，家計單位面對外生性的衝擊（特別

是貨幣面的衝擊），可能經由投資組合內容的調整以為因應，而影響到衝擊效果或政策效果，自然地也影響到市場上相對價格的改變。一般而言，支出移轉效果的發生，主要來自跨國間市場相對價格的改變（假設國外價格水平不會受本國的衝擊或政策影響），因此當本國價格水準變動時，支出移轉的程度亦會受影響。很明顯地，對於類似臺灣的小型開放經濟體，一般民眾對於投資組合的安排可以相當自由地選擇國內或國外資產，因此貨幣政策的執行若未將家計單位的資產組合平衡變化納入考慮將產生偏誤，無法正確地評估政策效果。有鑑於此，本研究擬分析當中央銀行執行貨幣政策或經濟體系受到外生衝擊時，如何經由對家計單位資產組合結構及匯率水準的改變，影響到家計單位的消費選擇行為、支出移轉效果及最後的央行貨幣政策效果。最後，本計劃也將嘗試分析民眾對本國貨幣、國內及國外資產的選擇行為，如何影響中央銀行貨幣政策的效果及福利水準等。

本文的研究結果指出，當本國有未預期到的貨幣數量增加時，會引導本國通貨貶值，最終反應在均衡產出水準提高，也就是貨幣性衝擊所造成的相對價格改變，會有明顯的支出移轉效果。另外，在模型中消費、投資、勞動力及貿易餘額等，皆有順景氣循環（pro-cyclical）的特性；也就是，當景氣好轉時消費、投資、勞動力及貿易餘額

會上升，符合經濟理論的預期。當我們對持有國外風險性資產的風險溢酬進行敏感性分析時，我們發現若國外債券發行人支付給國內家計單位持有債券的風險溢酬提高時，投資人會因為購買國外資產的誘因提高，而願意更穩定的持有此一境外資產，並且其持有意願受到景氣變動的影響程度也會減少。最後，當經濟體系受到來自名目貨幣供給面的衝擊時，若中央銀行採行貨幣成長法則，經

濟體系可以維持較高的福利水準；但是若經歷供給面的技術進步衝擊時，中央銀行採行利率法則則能擁有較佳的福利水準。

本研究其餘各節簡述如下：第二節我們建立了在家計單位可以同時持有國內及國外資產的DSGE模型。有關於模型的校準及衝擊反應分析置於第三節。第四節，我們分析貨幣政策的福利水準。最後一節為本文的結論。

貳、基本模型

本研究首先建立一個DSGE小型開放經濟體系，此體系內包含兩種類型的產品（中間財貨和最終財貨），而中間財貨又分為兩個部門（貿易部門和非貿易部門）。另外，尚有家計及政府等共計三個單位（例如，Obstfeld and Rogoff, 1995; Sutherland, 2006; Ormaechea, 2012）。同時，我們假設在模型中家計單位可以同時持有國內及國外資產（債券）的情況下，討論在不同貨幣政策的情境下，中央銀行採行貨幣擴張政策時，對此小型開放經濟體的產出、消費及匯率變動等因素的影響。

一、家計單位

在簡化模型中，假設家計單位每一期皆提供勞動力（ L_t ）給中間財貨生產廠商以換取薪資收入，再透過消費最終財貨（ C_t ）

和持有實質貨幣（ $\frac{M_t}{P_t}$ ）獲得效用，而家計單位從事勞動則為效用的減項。另外，假設家計單位的消費有外部性（consumption externality）存在，也就是個人消費的效用會受到經濟社會整體消費的影響，即家計單位有「與周遭人相比較（keeping up with the Joneses）」的特性（Ljungqvist and Uhlig, 2000）。換言之，家計單位的效用會受到當期經濟體系的總和消費數量影響，消費量具有外部性效果（例如，Galí, 1994 和 Chang, Chang and Shieh, 2014）。

（一）偏好和跨期選擇

家計單位在預算受到限制的情況下，追求未來效用加總折現預期值之極大化，其跨期效用函數假設為：

$$U = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\log(C_t - \zeta \bar{C}_t) + \chi \log\left(\frac{M_t}{P_t}\right) - \frac{\kappa}{2} (L_t)^2 \right], \quad (1)$$

其中 C_t 、 \bar{C}_t 、 M_t 和 L_t 分別為家計單位消費的最終財貨數量和經濟體系的總和消費、持有貨幣數量以及勞動力供給時數， $\frac{M_t}{P_t}$ 是實質貨幣持有水準， $\beta \in (0,1)$ 是跨期折現因子， ζ 是總和消費的效用係數， $\chi > 0$ 是持有貨幣效用係數， $\kappa > 0$ 是工作效用係數。

本文中家計單位有三種投資管道，分別為投入資本市場（ I_t ）獲得資本利得報酬（ R_t^k ）、購買國內債券（ B_t ）獲得利率報酬（ R_t ）以及購買國外債券（ D_t ）獲得利率報酬（ R_t^F ）。^{註2} 假設國內債券由本國政府發行並且提供全額擔保，而持有國外所發行的債券存在一定程度的信用風險且持有越多風險越高，故家計單位只有在國外債券利率等於無風險利率加上適當風險貼水（risk premium）的情況下，才願意持有國外債券（例如，Schmitt-Grohé and Uribe, 2001; 2003）。

假設家計單位願意持有國外債券所獲得的報酬率為：

$$R_t^F = \hat{R}_t + f(D_t) = \hat{R}_t + \eta(e^{D_t - \hat{D}} - 1), \quad (2)$$

其中 \hat{R}_t 是國外無風險利率水準， $f(D_t)$ 為持有國外債券之風險貼水函數， \hat{D} 為無風險貼水之國外債券水準， η 是風險貼水係數。

另外，家計單位在資本市場的投資會累積資本存量，但是資本存量的變動必須支付額外的調整成本（adjustment cost），資本累積函數為（例如，Schmitt-Grohé and Uribe, 2003）：

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t - \frac{\varphi}{2}(K_{t+1} - K_t)^2, \quad \delta \in (0,1], \quad (3)$$

其中 K_t 為累積資本， I_t 為家計單位在資本市場的投資額， δ 是資產折舊率， φ 是資本調整的成本係數。

一般化的家計單位收入來源包含薪資所得、資產投資報酬、廠商利潤分配、國內債券利息所得、國外債券利息所得以及政府支出性移轉收入；而收入可用於購買最終財貨商品、投資或持有貨幣，故家計單位的預算限制式表示為：

$$P_t C_t + P_t I_t + B_{t+1} + S_t D_{t+1} + M_t = W_t L_t + R_t^k K_t + \Pi_t + R_{t-1} B_t + S_t R_{t-1}^F D_t + P_t T_t + M_{t-1}, \quad (4)$$

其中， P_t 為最終財貨的物價指數， S_t 為名目匯率， W_t 為名目工資， R_t^k 為資產報酬， R_t 為國內債券利率， R_t^F 為國外債券利率， B_t 為國內債券， D_t 為國外所發行的債券， M_t 為持有貨幣數量， L_t 為勞動力供給時數， K_t 為累積的資本存量， Π_t 為廠商利潤， T_t 為政府移轉性支出。

(二) 最適化一階條件

假設家計單位會在給定預算限制條件下，追求效用極大化。依照此原則能得到以下若干最適化條件。首先，跨期消費最適化配置條件如下：

$$C_t = \frac{E_t[P_{t+1} C_{t+1}]}{\beta R_t P_t}. \quad (5)$$

當期消費數量的多寡會受到時間偏好、

當期利率水準和物價水準及下一期預估消費數量和預估物價水準的影響，其中時間偏好、當期利率水準和物價水準為正相關，下一期預估消費數量和預估物價水準為負相關。其次，貨幣需求函數：

$$M_t = \chi(1 - \zeta) \left(\frac{R_t}{R_{t-1}} \right) P_t C_t. \quad (6)$$

在對稱均衡的條件下，影響家計單位持有貨幣的原因為消費數量、總和消費量的外部性、利率水準及物價水準。由最適化勞動時數條件，可以得到勞動供給函數：

$$L_t = \frac{1}{\kappa(1-\zeta)} \frac{1}{C_t} \frac{W_t}{P_t}. \quad (7)$$

影響家計單位參與勞動的因素有勞動的效用、總和消費的外部性以及當期物價水準、薪資水準和消費數量。然而，資本與國內債券的最適化配置（資本與國內債券的無套利）條件為：

$$R_t = \frac{1}{P_t} E_t \left[P_{t+1} \left(\frac{1 - \delta + \frac{R_{t+1}^k}{P_{t+1}} + \varphi(K_{t+2} - K_{t+1})}{1 + \varphi(K_{t+1} - K_t)} \right) \right]. \quad (8)$$

家計單位透過選擇不同國內資產的投資比例以獲得最大的報酬。類似地，國內債券與國外債券的最適化配置（國內債券與國外債券的無套利）條件為：

$$R_t = \frac{E_t[S_{t+1}]}{S_t} (\hat{R}_t + \eta(e^{D_t - \bar{D}} + e^{D_t - \bar{D}} D_t - 1)). \quad (9)$$

家計單位可選擇透過國外和國內債券的最佳配置比例以獲得最大的報酬。

二、生產單位

由於模型中有兩種不同類型的產品（中間財貨和最終財貨），而中間財貨又分為兩個部門（貿易部門和非貿易部門）。最終財貨廠商將中間財貨組合轉換成最終財貨供應家計單位消費及投資。為簡化，我們假設一旦中間產品被轉換成最終財貨，則最終產品只能夠在國內使用而無法輸出國外。至於非貿易部門廠商所生產的中間財貨，亦僅可供國內生產最終財貨使用。但是，貿易部門廠商所生產的中間財貨，除了在國內被使用來生產最終財貨之外，還可以在國際市場上進行交易。貿易財貨在國際市場上的交易價格，是經由國際市場的供給與需求自由調整到達均衡所產生的單一價格。由於貿易財貨在國際市場上可以自由流通，而且貿易財貨生產廠商採取傳統的PCP定價，因此單一物價法則（law of one price）成立（例如，Obstfeld and Rogoff, 1995; Dong, 2007; Ormaechea, 2012）。

在完全競爭的貿易財貨市場中，若國內貿易財貨售價高於其國際交易價格，國內最終財貨生產廠商會完全自國外進口可貿易中間財貨，而國內生產可貿易中間財貨的廠商，由於價格高於國際市場售價，亦無法出口產品。因此，對於任何國內生產可貿易財貨的廠商而言，所面對的是一條水平的產品需求線，其產品售價必須等於國際交易價格

(以外幣表示) 乘上兩國間名目匯率。換言之，國內貿易財貨價格(以本幣表示) 等於貿易財貨國際價格乘上兩國間名目匯率水準：

$$P_{T,t} = S_t P_{T,t}^F, \quad (10)$$

其中， $P_{T,t}$ 為國內貿易財貨的物價水準， $P_{T,t}^F$ 為國外貿易財貨的物價水準。

(一) 中間財貨貿易部門

由於中間財貨貿易部門為完全競爭市場，部門中個別生產廠商 i 在貿易財貨價格 ($P_{T,t}$) 已知的條件下決定本身最適的生產量 ($X_{i,t}$)。而國內貿易部門包含許多個別生產廠商，其分別雇用勞動力和資本以生產同質性的貿易財貨 (X_{it})。另外由於資本累積具有外部性效果，亦即總和資本存量 ($K_t = \sum_i K_{i,t}$) 會影響個別廠商的產出(例如，Turnovsky and Monteiro, 2007; Chen and Chang, 2015)，其一般化貿易財貨廠商的生產函數為Cobb-Douglas函數：

$$X_{i,t} = A_{T,t} K_{i,t}^\alpha L_{iT,t}^{1-\alpha} K_t^\omega, \quad (11)$$

其中， $X_{i,t}$ 為第 i 個貿易部門廠商所生產的貿易財貨， $A_{T,t}$ 為貿易部門生產技術， $K_{i,t}$ 為第 i 個貿易部門廠商所使用的資產， $L_{iT,t}$ 為第 i 個貿易部門廠商所雇用的勞動力時數， K_t 為總和資本累積存量， $-(1-\alpha) < \omega < \alpha$ 是總和資本所產生的外部性效果， $0 < \alpha < 1$ 是資本投入貿易部門生產中間財貨的比率， $i \in [0,1]$ 為第 i 個貿易部門廠商。個別貿易

部門廠商 i 會在已經決定的最適貿易財產量 ($X_{i,t}$) 下，決定其最適的生產要素雇用數量。

由於貿易財貨可以在國際市場上進行交易，當國內生產的貿易財貨數量高於國內最終財貨廠商的需求數量時，超額的供給部分會以國際市場價格出口到他國換取外匯收入，也就是貿易順差。相反地，當國內生產的貿易財貨數量不足以應付國內最終財貨廠商的需求數量時，則國內最終財貨廠商會進口相當數量的貿易財貨以滿足超額需求，此時也就是有貿易逆差。因此，國內貿易餘額可以表示如下：

$$TB_t = P_{T,t}(X_t - X_{D,t}), \quad (12)$$

其中， TB_t 為貿易餘額， X_t 為國內所生產的貿易財貨量， $X_{D,t}$ 為國內最終財貨廠商所需要的貿易中間財貨。當有超額供給時，貿易餘額為正(順差)；當有超額需求時，貿易餘額為負(逆差)。

(二) 中間財貨非貿易部門

中間財貨非貿易部門為獨佔性競爭市場，其供給是由許多生產異質性產品的個別廠商所組成，由於產品異質因此廠商具有價格的獨佔力，這些廠商僅需雇用勞動力生產具有差異性的非貿易財貨。由於非貿易財貨無法進行跨國交易，非貿易財貨需求僅來自國內最終財貨廠商。在追求利潤極大化的前提下，個別的非貿易財貨生產廠商 j 會依據國內最終財貨廠商的需求數量決定最適的銷

售價格，而生產在此一價格下最終財貨廠商所需要購買的數量 ($Z_{j,t}$)。對稱地，我們也假設資本累積在非貿易中間財貨廠商的生產過程中具有外部性效果，此效果會影響單位勞動生產力，進而影響個別廠商 j 的產出，其生產函數為一般化的Cobb-Douglas函數：

$$Z_{j,t} = A_{N,t} L_{jN,t} K_t^\omega, \quad (13)$$

其中， $Z_{j,t}$ 為第 j 個非貿易部門廠商所生產的非貿易財貨， $A_{N,t}$ 為非貿易部門生產技術， $L_{jN,t}$ 為第 j 個廠商所雇用的勞動力時數， $j \in [0,1]$ 為第 j 個非貿易部門廠商。個別廠商 j 會依據最終財貨廠商所需要購買的數量 ($Z_{j,t}$)，以極小化成本的條件雇用生產要素。

(三) 最終財貨

最終財貨市場則是一個完全競爭的不可貿易財貨市場，由最終財貨廠商購買貿易部門與非貿易部門廠商所製造的中間財貨，並將其組合轉變成不可貿易的最終財貨，供應國內家計單位的消費及投資需求，其生產函數為Cobb-Douglas函數：^{註3}

$$Y_t = \left[\left(\int_0^1 X_{iD,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} di \right)^{\frac{\theta}{\theta-1}} \right]^\gamma \left[\left(\int_0^1 Z_{j,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} dj \right)^{\frac{\theta}{\theta-1}} \right]^{1-\gamma}, \quad (14)$$

其中， Y_t 為最終財貨廠商所製造的最終財貨， $X_{iD,t}$ 為製造過程中所雇用的貿易財貨，

$Z_{j,t}$ 為製造過程中所使用的非貿易財貨， $\theta > 1$ 是不同中間財貨之間的替代彈性， $0 < \gamma < 1$ 是非貿易財貨投入生產最終財貨的比率。

(四) 最終財貨廠商要素需求行為

透過解決最終財貨廠商的生產成本極小化問題，我們可以得到最終財貨廠商對於不同部門（貿易及非貿易）中間財貨的需求函數：

$$\begin{aligned} \min \quad & \int_0^1 X_{iD,t} P_{T,t} di + \int_0^1 Z_{j,t} P_{N,t} dj, \\ \text{s.t. } Y_t = & \left[\left(\int_0^1 X_{iD,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} di \right)^{\frac{\theta}{\theta-1}} \right]^\gamma \\ & \left[\left(\int_0^1 Z_{j,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} dj \right)^{\frac{\theta}{\theta-1}} \right]^{1-\gamma}. \end{aligned}$$

最終財貨製造廠商，對於中間財貨的需求函數可以表示為：

$$X_{iD,t} = \left[\frac{P_t}{P_{T,t}} \gamma \left(\int_0^1 X_{iD,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} di \right)^{-1} Y_t \right]^\theta, \quad (15)$$

$$Z_{j,t} = \left[\frac{P_t}{P_{N,t}} (1-\gamma) \left(\int_0^1 Z_{j,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} dj \right)^{-1} Y_t \right]^\theta, \quad (16)$$

$$P_t = \frac{P_{T,t}^\gamma P_{N,t}^{(1-\gamma)}}{\gamma^\gamma (1-\gamma)^{(1-\gamma)}}, \quad (17)$$

其中， $X_{iD,t}$ 為貿易財貨需求數量， $Z_{j,t}$ 為非貿易財貨需求數量， P_t 為最終財貨物價水準， $P_{T,t}$ 為貿易財貨物價水準， $P_{N,t}$ 為非貿易財貨物價水準。

(五) 中間財貨廠商要素需求和定價行為

1. 中間財貨貿易部門

中間財貨貿易部門市場為完全競爭，其交易價格由國際市場的供需所自由決定，國內貿易部門的生產廠商不只面對國內其他生產者的競爭，還必須面對來自國際上其他生產者的競爭，當其產品售價高於國際市場的均衡售價時，產品會乏人問津。因此，國內貿易財貨生產廠商可以視為是國際價格的接受者。在貿易財貨產品售價（ $P_{T,t}$ ）已知的前提下，廠商將以極小化生產成本的條件雇用生產要素。貿易部門廠商生產成本極小化問題，可表示為：

$$\begin{aligned} \min_{\{K_{i,t}, L_{iT,t}\}} & R_t^k K_{i,t} + W_t L_{iT,t}, \\ \text{s.t. } & X_{i,t} = A_{T,t} K_{i,t}^\alpha L_{iT,t}^{1-\alpha} K_t^\omega, \end{aligned}$$

其中， R_t^k 是名目資本報酬率， W_t 是名目薪資。

從一階最適條件，可以得到廠商要素雇用的最適決策，即個別要素邊際產值等於商品價格，

$$\begin{aligned} P_{T,t} \cdot MPK_{i,t} &= \alpha A_t K_{i,t}^{\alpha-1} L_{iT,t}^{1-\alpha} K_t^\omega P_{T,t} \\ &= R_t^k, \end{aligned} \quad (18)$$

$$\begin{aligned} P_{T,t} \cdot MPL_{i,t} &= (1-\alpha) A_t K_{i,t}^\alpha L_{iT,t}^{-\alpha} K_t^\omega P_{T,t} \\ &= W_t, \end{aligned} \quad (19)$$

其中 $MPK_{i,t}$ 為資本的邊際產量， $MPL_{i,t}$ 為勞動力的邊際產量。

在對稱均衡的條件下，由（18）、（19），我們可以得到資本和勞動力使用比

率：

$$L_{iT,t} = \frac{1-\alpha}{\alpha} \frac{R_t^k}{W_t} K_{i,t} \text{ 或是 } K_{i,t} = \frac{\alpha}{1-\alpha} \frac{W_t}{R_t^k} L_{iT,t}。$$

最後，將資本和勞動力使用比率代入貿易財廠商的生產函數，可以分別得到資本及勞動力兩項生產要素的需求函數：

$$K_{i,t} = \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right)^{\alpha-1} \left(\frac{W_t}{R_t^k}\right)^{1-\alpha} \frac{X_{i,t}}{A_{T,t} K_t^\omega}, \quad (20)$$

$$L_{iT,t} = \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right)^\alpha \left(\frac{W_t}{R_t^k}\right)^{-\alpha} \frac{X_{i,t}}{A_{T,t} K_t^\omega}。 \quad (21)$$

2. 中間財貨非貿易部門

為瞭解非貿易部門的要素需求行為，必須先從非貿易部門生產廠商極小化其生產成本的方向出發，計算非貿易部門生產廠商在最適化條件下的生產要素需求函數。其次，由於獨佔性競爭廠商具有產品定價能力，因此可以再進一步從廠商極大化其利潤的角度，得到其生產之非貿易財貨定價。

第一階段，廠商生產成本極小化問題：

$$\min_{\{L_{jN,t}\}} W_t L_{jN,t}, \text{ s.t. } Z_{j,t} = A_{N,t} L_{jN,t} K_t^\omega。$$

從一階最適化條件，可以分別得到勞動的需求函數及成本函數。勞動力需求函數和總成本函數：

$$L_{jN,t} = \frac{Z_{j,t}}{A_{N,t} K_t^\omega}, \quad (22)$$

$$AC_{jN,t}(Z_{j,t}, W_t) = W_t \frac{Z_{j,t}}{A_{N,t} K_t^\omega}, \quad (23)$$

其中， $AC_{jN,t}$ 為第 j 個非貿易部門生產總成本函數。

第二階段，非貿易部門生產廠商利潤極大化問題：

$$\begin{aligned} \max_{\{P_{jN,t}\}} \Pi_{jN,t} &= P_{jN,t} Z_{j,t} - AC_{jN,t}(Z_{j,t}, W_t), \\ \text{s. t. } Z_{j,t} &= \left[\frac{P_t}{P_{jN,t}} (1 - \gamma) \left(\int_0^1 Z_{j,t}^{\frac{\theta-1}{\theta}} dj \right)^{-1} Y_t \right]^\theta. \end{aligned}$$

基於利潤極大化的前提，我們可以從最優一階條件中得到一條定價函數。此定價函數能夠得到非貿易部門生產廠商 j ，在可以任意調整商品售價的情況下所制定的最適價格：

$$P_{jN,t} = \frac{\theta}{\theta-1} MC_{jN,t} = \frac{\theta}{\theta-1} \frac{W_t}{A_{N,t} K_t^\omega}, \quad (24)$$

其中， $MC_{jN,t+\tau}$ 為第 j 個非貿易部門廠商的邊際生產成本。

當廠商無法自由調整商品售價時，亦即假設非貿易部門生產廠商在商品價格制訂上具有僵固的特性，文獻中經常使用 Calvo (1983) 的遲滯性定價方式來表示廠商的定價行為，例如 Clarida, Galí and Gertler (1998) 和 Galí and Monacelli (2005)。令每一期都有一個固定隨機比率 $(1 - \xi)$ 的非貿易部門生產廠商可以根據當期的情況調整其產品售價，剩餘不可調整價格的非貿易部門生產廠商則會沿用上一期產品的定價，因此當非貿易部門生產廠商有機會調整產品售價時，他會在未來預期利潤之現值極大化的情況下制定最適產品價格。

$$\max_{P_{jN,t}^*} \sum_{\tau=0}^{\infty} \xi^\tau E_t \left\{ \left(\frac{1}{R_{t-1}} \right)^\tau [Z_{j,t+\tau} (P_{jN,t}^* - AC_{jN,t+\tau})] \right\},$$

其中， $P_{jN,t}^*$ 為非貿易部門生產廠商可以調整

價格時所制定的新價格， $(1 - \xi)$ 是非貿易部門廠商可以調整價格的比率。

在一階最適條件下，可以得到非貿易部門廠商的最適調整價格：

$$\sum_{\tau=0}^{\infty} \xi^\tau E_t \left[\left(\frac{1}{R_{t-1}} \right)^\tau Z_{j,t+\tau} \left(P_{jN,t}^* - \frac{\theta}{\theta-1} MC_{jN,t+\tau} \right) \right] = 0, \quad (25)$$

其中， θ 是中間財貨間的替代彈性， $\frac{\theta}{\theta-1}$ 是邊際成本定價之加成係數。

三、政府

為簡化模型，政府預算限制式為：

$$T_t = \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t}, \quad (26)$$

其中， $\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t}$ 為政府在第 $t-1$ 期至第 t 期之間的實質鑄幣稅 (seigniorage revenue)。

另外，貨幣供給數量由中央銀行依據其貨幣政策法則所決定，此貨幣政策法則可以選擇控制貨幣數量的成長速度，也可以選擇調控國內利率水準（例如，Clarida, Galí and Gertler, 1998; Walsh, 2010; 陳旭昇、吳聰敏, 2010; 張永隆, 2010; 黃俞寧, 2013）。當中央銀行採行貨幣成長法則的貨幣供給函數：

$$\Delta M_t = \rho_M \Delta M_{t-1} + (1 - \rho_M) \Delta M_t^* + \varepsilon_{M,t}, \quad (27)$$

$$\Delta M_t = \ln M_t - \ln M_{t-1},$$

$$\Delta M_t^* = \ln M_t^* - \ln M_{t-1}^*,$$

其中， ΔM_t 為貨幣供給的成長率， ΔM_t^* 為維持既定貨幣政策時之貨幣供給成長率， ρ_M

是貨幣成長率法則中的持續性係數， $\varepsilon_{M,t}$ 是影響貨幣供給的外生性隨機衝擊。當中央銀行採行利率法則的利率變動函數：

$$R_t = \rho_R R_{t-1} + (1 - \rho_R) R_t^* + \varepsilon_{R,t}, \quad (28)$$

其中， R_t 為國內利率， R_t^* 為維持既定貨幣政策時之利率， ρ_R 是利率法則中的持續性係數， $\varepsilon_{R,t}$ 是影響國內利率的外生性隨機衝擊。

為了討論並比較當外生性衝擊發生時，中央銀行採行不同貨幣政策法則情境下，模型內個別變數所受的影響和變化程度，本研究設定五種不同情境的貨幣政策，其內容分述如下：

Case 1：基本貨幣法則

採行此種貨幣政策法則時，我們假設中央銀行不會因為國內、外經濟環境的變化，干預貨幣供給數量的變動。

$$\Delta M_t = \rho_M \Delta M_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (29)$$

其中，有關政策性貨幣供給成長率，在基本貨幣法則中不被考慮。

Case 2：貨幣成長法則一

當採行此種貨幣政策法則時，中央銀行會依據國內經濟成長率和物價膨脹率的變動，適當調整貨幣供給成長，其調整方程式為：

$$\Delta M_t^* = \Delta M^* + \lambda_p (E_t[\Delta P_{t+s}] - \Delta \hat{P}) + \lambda_Y (E_t[\Delta Y_t] - \Delta \hat{Y}), \quad (30)$$

$$\Delta P_{t+s} = \ln P_{t+s} - \ln P_t,$$

$$\Delta Y_t = \ln Y_t - \ln Y_{t-1},$$

其中， ΔP_t 為物價膨脹率， $\Delta \hat{P}$ 為中央銀行所設定之物價膨脹率目標值， ΔY_t 為經濟成長率， $\Delta \hat{Y}$ 為潛在實質國內生產毛額成長率， λ_p 是中央銀行貨幣政策對於物價膨脹率的調整程度， λ_Y 是中央銀行貨幣政策對於經濟成長率的調整程度。

Case 3：貨幣成長法則二

當中央銀行採行此種貨幣政策法則時，除了依據國內經濟成長率和物價膨脹率的變動，同時還會考慮實質匯率波動程度，適當調整貨幣供給成長，其調整方程式為：

$$\begin{aligned} \Delta M_t^* = \Delta M^* + \lambda_p (E_t[\Delta P_{t+s}] - \Delta \hat{P}) \\ + \lambda_Y (E_t[\Delta Y_t] - \Delta \hat{Y}) \\ + \lambda_Q (E_t[\Delta Q_t] - \Delta \hat{Q}), \quad (31) \end{aligned}$$

$$\Delta Q_t = \ln Q_t - \ln Q_{t-1}, \quad Q_t = \frac{S_t}{P_t},$$

其中， ΔQ_t 為實質匯率變動比率， $\Delta \hat{Q}$ 為中央銀行維持匯率穩定對於實質匯率變動所設定的目標值， λ_Q 是中央銀行貨幣政策對於實質匯率變動的調整程度。

Case 4：利率法則一

當中央銀行採行此種貨幣政策法則時，會依據國內經濟成長率和物價膨脹率的變動，適當調整國內利率水準，其調整方程式為：

$$\begin{aligned} R_t^* = R^* + \mu_p (E_t[\Delta P_{t+s}] - \Delta \hat{P}) \\ + \mu_Y (E_t[\Delta Y_t] - \Delta \hat{Y}), \quad (32) \end{aligned}$$

其中， μ_p 是中央銀行採行利率法則時對於物

價膨脹率的調整程度， μ_Y 是中央銀行採行利率法則時對於經濟成長率的調整程度。為了調整國內利率達到政策目標時，中央銀行在調控的過程中會改變貨幣供給數量。

Case 5：利率法則二

當中央銀行採行此種貨幣政策法則時，除了依據國內經濟成長率和物價膨脹率的變動，同時還會考慮實質匯率波動程度，適當調整國內利率水準，其調整方程式為：

$$\begin{aligned} R_t^* &= R^* + \mu_P(E_t[\Delta P_{t+s}] - \Delta \hat{P}) \\ &\quad + \mu_Y(E_t[\Delta Y_t] - \Delta \hat{Y}) \\ &\quad + \mu_Q(E_t[\Delta Q_t] - \Delta \hat{Q}), \end{aligned} \quad (33)$$

其中， μ_Q 是中央銀行採行利率法則時對於實質匯率變動的調整程度。

四、市場結清

在對稱均衡的假設下，生產中間財貨的廠商其生產函數皆相同，因此部門內的產品價格設定皆一致（ $P_{iT,t} = P_{T,t}$ 、 $P_{jN,t} = P_{N,t}$ ），個別廠商的產量也一樣（ $X_{iT,t} = X_t$ 、 $Z_{iN,t} = Z_t$ ）。中間財貨和最終財貨的物價水準整理如下，

$$\text{貿易財貨價格：} P_{T,t} = \left(\int_0^1 P_{iT,t}^{1-\theta} dj \right)^{\frac{1}{1-\theta}}, \quad (34)$$

非貿易財貨價格：

$$P_{N,t} = \left[\xi P_{N,t-1}^{1-\theta} + (1-\xi) P_{N,t}^* \right]^{\frac{1}{1-\theta}}, \quad (35)$$

$$P_{N,t} = \left(\int_0^1 P_{jN,t}^{1-\theta} dj \right)^{\frac{1}{1-\theta}},$$

$$P_{N,t}^* = \left(\int_0^1 P_{jN,t}^* \right)^{\frac{1}{1-\theta}},$$

$$\text{最終財貨價格：} P_t = \frac{P_{T,t}^\gamma P_{N,t}^{(1-\gamma)}}{\gamma^\gamma (1-\gamma)^{(1-\gamma)}},$$

其中， $P_{T,t}$ 為貿易財貨物價水準， $P_{N,t}$ 為非貿易財貨物價水準， $P_{N,t}^*$ 為在第 t 期非貿易財貨廠商所調整的新價格。

(一) 貨幣市場均衡

$$\text{貨幣市場均衡條件：} M_t^S = M_t = M_t^D。$$

貨幣需求則是取決於家計單位的跨期最適選擇，貨幣需求函數：

$$M_t = \chi(1-\zeta) \left(\frac{R_t}{R_{t-1}} \right) P_t C_t。$$

而貨幣供給數量為中央銀行依據政策目標所決定，如果採用貨幣成長法則，那麼貨幣數量就由貨幣供給函數所決定：

$$\Delta M_t = \rho_M \Delta M_{t-1} + (1-\rho_M) \Delta M_t^* + \varepsilon_{M,t}，$$

如果採用利率法則，中央銀行透過干預國內利率的方式達到政策目標，而在干預國內利率的過程中，例如透過公開市場操作等方式，會導致貨幣供給數量的變化，其利率水準目標決定函數：

$$R_t = \rho_R R_{t-1} + (1-\rho_R) R_t^* + \varepsilon_{R,t}。$$

(二) 商品市場均衡

由於貿易財貨可以在國際市場上進行交易，當國內廠商生產的數量高於國內的需求數量時，超額供給的部分會出口；相反地，當國內廠商生產數量不足於供應國內需求時，則超額需求部分會由進口補

足。因此國內的名目貿易餘額函數為： $TB_t = P_{T,t}(X_t - X_{D,t})$ 。至於非貿易財貨，因為不能進行國際交易且為獨佔性競爭市場，生產廠商依據生產成本和產品需求彈性制定最適銷售價格以獲得最大利潤，國內產品供給會等於國內產品需求。而最終財貨亦不能進行國際交易，國內生產之最終財貨透過完全競爭市場機制的運作，全部由國內家計單位購買用於消費或投資於資本累積。

$$Y_t = C_t + I_t \quad (36)$$

(三) 勞動力市場均衡

模型假設僅中間財貨廠商需要雇用勞動力以生產中間財貨，因此勞動力的需求為加總所有生產中間財貨廠商的勞動力雇用，至於勞動力的供給則為家計單位跨期最適選擇所決定。

$$L_t^S = L_t = L_t^D = L_{T,t} + L_{N,t} \quad (37)$$

總和勞動需求函數為中間財貨廠商的勞動需求和，包含貿易部門和非貿易部門勞動需求函數：

$$L_{T,t} = \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right)^\alpha \left(\frac{W_t}{R_t^k}\right)^{-\alpha} \frac{X_t}{A_{T,t}K_t^\omega}, \quad (37)$$

$$L_{N,t} = \frac{Z_t}{A_{N,t}K_t^\omega}, \quad (38)$$

$$L_t = L_{T,t} + L_{N,t} \quad (38)$$

總和勞動供給函數：

$$L_t = \frac{1}{\kappa(1-\zeta)} \frac{1}{C_t} \frac{W_t}{P_t} \quad (38)$$

(四) 資本市場均衡

模型假設僅貿易部門廠商需要使用資

本，所以資本的需求即為所有貿易部門廠商的資本需求總和。而資本的供給，亦受到家計單位跨期最適選擇所決定：

$$K_t^S = K_t = K_t^D \quad (39)$$

總和資本需求函數：

$$K_t = \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right)^{\alpha-1} \left(\frac{W_t}{R_t^k}\right)^{1-\alpha} \frac{X_t}{A_{T,t}K_t^\omega} \quad (39)$$

總和資本累積方程式：

$$K_{t+1} = (1-\delta)K_t + I_t - \frac{\varphi}{2}(K_{t+1} - K_t)^2 \quad (39)$$

(五) 國外債券累積方程式與跨期經常帳均衡

國內家計單位對國外債券的總和需求，為前一期債券的餘額加上當期貿易餘額：

$$D_{t+1} = \frac{TB_t}{S_t} + R_t^F D_t = \frac{TB_t}{S_t} + (\hat{R}_t + \eta e^{D_t - \bar{D}} - \eta) D_t \quad (40)$$

五、外生衝擊

為了一般化分析結果，除了貨幣成長變動或是國內利率水準變動外，在此模型中我們設計四種可能的外生衝擊：貿易部門生產力衝擊、非貿易部門生產力衝擊、國外利率變動衝擊、國外貿易財貨物價水準變動衝擊。假設此四種衝擊皆依循一階自我相關AR(1)的形式調整：

$$\ln A_{T,t} = \rho_{A_T} \ln A_{T,t-1} + \varepsilon_{A_T,t} \quad (41)$$

$$\ln A_{N,t} = \rho_{A_N} \ln A_{N,t-1} + \varepsilon_{A_N,t} \quad (42)$$

$$\ln \hat{R}_t = \rho_{\hat{R}} \ln \hat{R}_{t-1} + \varepsilon_{\hat{R},t} \quad (43)$$

$$\ln P_{T,t}^F = \rho_{P_T^F} \ln P_{T,t-1}^F + \varepsilon_{P_T^F,t} \quad (44)$$

其中， ρ 為變數的AR(1)係數， ε 為白噪音。

六、模型總結

我們使用模型的最適及均衡條件以一般均衡分析的方法，求解此一小型開放經濟體系的動態關係。表1為模型主要的均衡條件，其中有20條限制方程式，20個內生變數及5個外生變數。其中內生變數依序為總和消費（ C_t ）、投資支出（ I_t ）、持有國外債券數量（ D_t ）、資本累積（ K_t ）、勞動力總工作時數（ L_t ）、貿易財貨產量（ X_t ）、貿易財貨國內需求量（ $X_{D,t}$ ）、非貿易財貨產

量（ Z_t ）、最終財貨產量（ Y_t ）、資本報酬率（ R_t^k ）、薪資水準（ W_t ）、國內利率水準（ R_t ）、最終財貨物價水準（ P_t ）、貿易財貨物價水準（ $P_{T,t}$ ）、非貿易財貨物價水準（ $P_{N,t}$ ）、非貿易財貨最適調整價格（ $P_{N,t}^*$ ）、名目匯率水準（ S_t ）、貿易餘額（ TB_t ）、貿易部門勞動力工作時數（ L_{Tt} ）和非貿易部門勞動力工作時數（ L_{Nt} ），外生變數則是貿易部門生產技術水準（ $A_{T,t}$ ）、非貿易部門生產技術水準（ $A_{N,t}$ ）、貨幣數量（ M_t ）、國外無風險利率水準（ \hat{R}_t ）和國外貿易財貨物價水準（ $P_{T,t}^F$ ）。

對於模型的動態均衡關係，我們首先

表1 模型總結

跨期消費選擇	$C_t = \frac{E_t[P_{t+1}C_{t+1}]}{\beta R_t P_t}$
貨幣需求函數	$M_t = (1 - \zeta)\chi \left(\frac{R_t}{R_{t-1}} \right) P_t C_t$
國外債券需求函數	$D_{t+1} = \frac{TB_t}{S_t} + (\hat{R}_t + \eta e^{D_t - \bar{D}} - \eta) D_t$
資本和本國債券無套利條件	$R_t = \frac{1}{P_t} E_t \left[P_{t+1} \left(\frac{\frac{R_{t+1}^k + 1 - \delta + \varphi K_{t+2} - \varphi K_{t+1}}{P_{t+1}}}{1 + \varphi K_{t+1} - \varphi K_t} \right) \right]$
債券無套利條件	$R_t = \frac{E_t[S_{t+1}]}{S_t} (\hat{R}_t + \eta e^{D_t - \bar{D}} + \eta e^{D_t - \bar{D}} D_t - \eta)$
貿易部門生產函數	$X_t = A_{T,t} K_t^\alpha L_{T,t}^{1-\alpha} K_t^\omega$
最終財貨生產函數	$Y_t = X_{D,t}^\gamma Z_t^{1-\gamma}$
貿易財貨需求函數	$X_{D,t} = \gamma \frac{P_t}{P_{T,t}} Y_t$
非貿易財貨需求函數	$Z_t = (1 - \gamma) \frac{P_t}{P_{N,t}} Y_t$

最終財貨市場均衡條件	$Y_t = C_t + I_t$
貿易餘額函數	$TB_t = P_{T,t}(X_t - X_{D,t})$
資本累積函數	$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t - \frac{\varrho}{2}(K_{t+1} - K_t)^2$
資本需求函數	$K_t = \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right)^{\alpha-1} \left(\frac{W_t}{R_t^k}\right)^{1-\alpha} \frac{X_t}{A_{T,t}K_t^\omega}$
總和勞動力供給函數	$L_t = \frac{1}{\kappa(1-\zeta)} \frac{1}{C_t} \frac{W_t}{P_t}$
貿易部門勞動力需求函數	$L_{T,t} = \left(\frac{1-\alpha}{\alpha}\right)^\alpha \left(\frac{W_t}{R_t^k}\right)^{-\alpha} \frac{X_t}{A_{T,t}K_t^\omega}$
非貿易部門勞動力需求函數	$L_{N,t} = \frac{Z_t}{A_{N,t}K_t^\omega}$
總和勞動力需求函數	$L = L_{T,t} + L_{N,t}$
貿易財貨價格函數	$P_{T,t} = S_t P_{T,t}^F$
非貿易財貨價格函數	$P_{N,t} = [\xi P_{N,t-1}^{1-\theta} + (1-\xi)P_{N,t}^*]^{1-\theta}$
非貿易財貨最適定價函數	$\sum_{\tau=0}^{\infty} \xi^\tau E_t \left[\left(\frac{1}{R_{t-1}}\right)^\tau Z_{t+\tau} \left(P_{N,t+\tau}^* - \frac{\theta}{\theta-1} \frac{W_{t+\tau}}{A_{N,t+\tau}K_{t+\tau}^\omega} \right) \right] = 0$

將動態經濟體系設定在靜止均衡 (steady-state) 狀態下，並求解在此一長期均衡下的模型的內生解值，以瞭解此一小型開放經濟體系在長期均衡的關係。^{註4} 然而，由於模型本身具有高度的非線性特性，因此我們無法以簡單的數學方法，求解變數值本身的隨機動態均衡關係。但是，依照一般化DSGE模

型的求解方法，我可以藉由一階線性趨性的方法，將模型由原本非線性的關係，轉換成在靜止均衡點附近的線性趨近關係。以下，我們也將藉由此一小型開放經濟體系在靜止均衡點附近的線性趨近關係，分析在各種不同的外生性衝擊假設下，模型本身的動態調整過程。

參、數值結果分析

本研究利用校準 (calibration) 的方法決定內生變數的參數值設定，並對於外生變數變動所產生的衝擊反應進行分析及討論。理論的總體 (或國際) 經濟模型，使用真實的總體經濟資料進行校準，是晚近理論總體經濟很常見的處理方法。這樣做法的優點是，可以使理論模型更加貼近真實觀察的經濟社會。

一、校準

為了模擬小型開放經濟體系如臺灣，受到不同外生變數衝擊時的模型動態效果，我們依照一般均衡模型的基本假設，將模型校準成為對應於1994Q1到2014Q4的臺灣總體經濟情況 (以一季為一期的設定方式) 進行相關係數的估計，使模型的基本架構符合近廿年來臺灣經濟體系的一般特性。本研究中所使用的臺灣總體經濟數據來源為，中華民國行政院主計總處統計資訊網及中央銀行統計資訊網，其中消費 (C)、投資 (I)、淨出口 (TB) 和國民生產毛額 (Y) 使用連鎖實質數值，物價水準 (P) 為消費者物價指數，薪資 (W) 為每人每月平均薪資，勞動

力 (L) 為就業人數，名目匯率 (S) 為新臺幣兌美元匯率，國外債券 (D) 為淨國外債券投資，貨幣數量 (M) 為M2，國內利率水準 (R) 為一年期存款利率。進一步的參數設定值，我們將說明如次。

我們先參考一般小型開放經濟模型的相關文獻，經常使用參數設定值的範圍 (如，Schmitt-Grohé and Uribe, 2003)，例如資本在貿易部門生產的過程中，所投入的比率設定為 $\alpha = 0.33$ ，跨期折現因子 (即為時間偏好程度) 設定為 $\beta = 0.96$ ，其倒數即為靜止均衡時的實質利率水準。資本折舊率為 $\delta = 0.05$ 。至於調整資本存量時所必需支付之額外成本設為 $\varphi = 0.028$ 。當持有國外債券的總和數量超過 $\bar{D} = 0.7442$ 時，投資人可以因為持有風險性資產而獲得額外的風險溢酬，而風險貼水係數為 $\eta = 0.000742$ (表2)。以上模型參數值的使用，其實與多數小型開放經濟DSGE模型均相當類似；另外，有部分為本研究特別的模型設計，如持有國外債券的風險貼水係數等，則參考Schmitt-Grohé and Uribe (2003) 的模型參數值。

表2 參數設定

參數	設定值	定義	參考來源
α	0.33	生產貿易財貨所需資本份額	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
β	0.96	時間偏好係數	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
γ	0.25	生產最終財貨所需貿易財貨份額	臺灣總體經濟資料推估
δ	0.05	資本折舊比率	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
ζ	0.6	消費外部性係數	臺灣總體經濟資料推估
η	0.000742	風險貼水係數	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
θ	10	中間財貨替代彈性	臺灣總體經濟資料推估
κ	0.06	工作效用係數	臺灣總體經濟資料推估
λ_P	-3.44	貨幣對物價膨脹率之調整係數	陳旭昇、吳聰敏 (2010)
λ_Y	-3.08	貨幣對經濟成長率之調整係數	陳旭昇、吳聰敏 (2010)
λ_Q	-2.16	貨幣對實質匯率變動之調整係數	陳旭昇、吳聰敏 (2010)
μ_P	1.3	利率對物價膨脹率之調整係數	陳旭昇、吳聰敏 (2010)
μ_Y	1.11	利率對經濟成長率之調整係數	陳旭昇、吳聰敏 (2010)
μ_Q	0.25	利率對實質匯率變動之調整係數	陳旭昇、吳聰敏 (2010)
ξ	0.75	價格僵固係數	臺灣總體經濟資料推估
ρ_M	0.6	貨幣成長的持續性係數	臺灣總體經濟資料推估
ρ_R	0.6	利率變動的持續性係數	臺灣總體經濟資料推估
χ	0.1	持有貨幣效用係數	臺灣總體經濟資料推估
φ	0.028	資本調整成本	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
ω	0.3	資本生產外部性係數	臺灣總體經濟資料推估
\hat{R}_0	1.04	國外無風險利率	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
\hat{D}	0.7442	本國持有國外債券之無風險水準	Schmitt-Grohé & Uribe (2003)
$P_{T,0}^F$	1	國外貿易財貨價格水準	一般簡化設定
$A_{T,0}$	1	貿易財貨生產技術	一般簡化設定
$A_{N,0}$	1	非貿易財貨生產技術	一般簡化設定

當模型中已經有了部分一般化的參數後，我們將這些參數設定值和臺灣近廿年（1994Q1~2014Q4）來若干可觀察到的總體經濟數據代入模型中，進一步推估可得到剩餘參數的設定值。更明確地說，我們是將前述的模型參數視為已知，將適當的臺灣總體經濟數據代入模型中，因此相關總體變數亦為已知，經由模型已確定的經濟關係（表1），我們便可以反推其他未知的模型參數。可以經由模型校準的參數包括貿易財貨在最終財貨生產過程中所投入的比率為 $\gamma = 0.25$ ，總和消費對個別消費者所產生的額外效果為 $\zeta = 0.6$ ，中間財貨的替代彈性可以反推得到 $\theta = 10$ ，勞動力的效用係數為 $\kappa = 0.06$ ，中間財貨廠商無法調整價格的機率為 $\xi = 0.75$ ，貨幣的效用係數為 $\chi = 0.1$ ，總和資本對個別廠商生產時所產生的外部效果是 $\omega = 0.3$ 。

最後，至於貨幣政策相對應的調整係數，我們依照陳旭昇與吳聰敏（2010）的實證結果，分別設定貨幣成長法則和利率法則之目標參數的調整係數。採用貨幣成長法則時，貨幣供給反應函數對物價膨脹率的調整係數為 $\lambda_p = -3.44$ ，對經濟成長率的調整係數為 $\lambda_y = -3.08$ ，實質匯率變動率的調整係數為 $\lambda_Q = -2.16$ 。採用利率法則時，貨幣供給反應函數對物價膨脹率的調整係數為 $\mu_p = 1.3$ ，對經濟成長率的調整係數為 $\mu_y = 1.11$ ，實質匯率變動率的調整係數

為 $\mu_Q = 0.25$ ，中央銀行所設定之目標值為 $\Delta\hat{p} = 0.03$ 、 $\Delta\hat{y} = 0.04$ 和 $\Delta\hat{Q} = 0$ 。貨幣政策遞延效果係數和國內利率遞延效果係數設定分別為 $\rho_M = 0.6$ 和 $\rho_R = 0.6$ 。

在外生衝擊的方面，貿易部門和非貿易部門的生產技術受到衝擊的遞延效果係數設定為 $\rho_{A_T} = 0.9$ 和 $\rho_{A_N} = 0.9$ ，而國外無風險利率和國外物價變動的衝擊遞延效果係數設定為 $\rho_{\hat{R}} = 0.9$ 和 $\rho_{P^F} = 0.9$ 。經由前述的參數使用及模型校準，在已經求解的線性趨近動態一般均衡模型中，我們可以觀察各總體經濟變數的衝擊反應過程（例如，Chen and Chang, 2015）。

二、衝擊反應分析

考慮五種不同情境的貨幣政策（Case 1：基本貨幣法則、Case 2：貨幣成長法則一、Case 3：貨幣成長法則二、Case 4：利率法則一、Case 5：利率法則二），分析當經濟體系面臨不同外在衝擊時（例如，貨幣供給數量增加、生產技術進步、國外利率水準提高和國外物價提高等情況），經濟體系之各變數所產生的動態調整過程（每一期各總體變數偏離穩定均衡的程度）。^{註5} 圖1至圖5列出不同外生衝擊發生時，各主要總體經濟變數面對外生衝擊後的反應。在圖中，深灰線代表經濟體系採用的貨幣法則為Case 1，紅線代表Case 2，淺棕線代表Case 3，淺灰線代表Case 4，深棕線代表Case 5。

首先，我們想要觀察當央行採行擴張性的貨幣供給數量增加1%後，經濟體系的各重要總體變數會如何調整回到原先的均衡水準或是到達新的均衡？整體而言，當經濟體系經驗到此一貨幣性的衝擊時，由於價格的調整存在僵固性，因此名目的衝擊會有實質的效果，但此效果僅限於短期。同時，即便此一小型開放經濟體系的中央銀行採行各種不同的貨幣政策法則（Cases 1-5），經濟變數的調整方向整體而言均相當一致，只是調整的幅度大小有所差別，調整幅度以Case 3最小，而Case 5最大。更明確地說，名目的總體經濟變數如物價水準、薪資水準和名目匯率均會調高，尤其在利率法則情境下，增加的幅度更顯著（圖1）。由於非貿易財貨價格具有僵固性，導致實質面的產出、消費和投資等在短期內也會增加，之後隨著時間逐漸回到衝擊發生前的穩定均衡狀態。因為國內利率水準在衝擊發生初期會上升，短期內民眾持有國內債券的意願較高，減少持有國外債券的數量，使得國外債券風險溢酬的部位也減少。有趣地，讀者可以發現當本國採行擴張性的貨幣政策，在任何貨幣情境下皆導致本國通貨貶值（ S 上升），使得以本國貨幣表示的貿易財貨價格上升，改變了國內貿易財貨及非貿易財貨的相對價格。換言之，廠商會使用較便宜的非貿易財貨代替相

對貴的貿易財貨，支出由原先可由國外生產的貿易財貨，轉向僅能由國內提供的非貿易財貨，最終反應在均衡產出水準（ Y ）提高。換言之，支出移轉效果明顯。

另外，讀者可能會有興趣瞭解，當經濟體系受到的衝擊是來自實質面的變動，而非名目的貨幣性衝擊時，經濟體系的反應是否會非常不同？對此，我們想進一步觀察當貿易部門的生產技術進步時（於期初時發生1%的變動），經濟體系面對此一供給面的衝擊，總體經濟變數會如何調整？讀者可以觀察到，來自供給面的貿易部門生產技術進步，促使最終財貨的產出增加，富裕的社會鼓勵民眾有更多的消費及投資，充沛的產出使得產品價格下跌等。更精確地說，由於我們假設生產技術進步發生在貿易部門時，當貿易部門的生產技術進步會提高資本的邊際產出，促使投資支出增加，貿易財貨的產出上升而其價格下跌。在購買力平價（單一價格法則）成立的條件下，價格水準下降以致於名目匯率升值（ S 下降）（圖2）。由於貿易財貨產出上升，以至於最終財貨生產、消費等實質變數增加，但是由於衝擊只發生在期初，因此隨著時間經過其效果逐漸回到衝擊發生前的穩定均衡狀態。另外，在不同的貨幣政策下，貨幣供給數量和國內利率水準在衝擊發生初期呈現相反的變動情況。

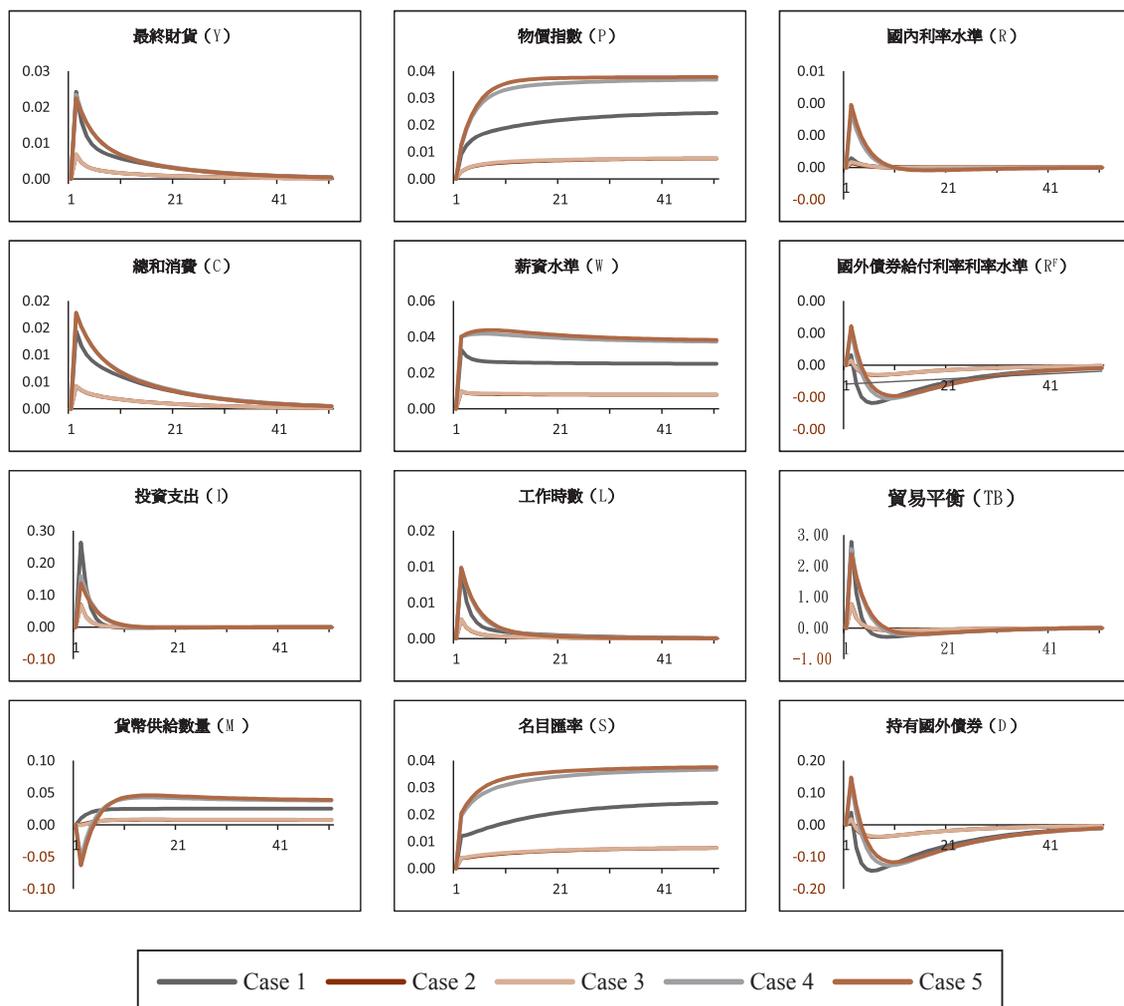


圖1 貨幣供給數量變動衝擊

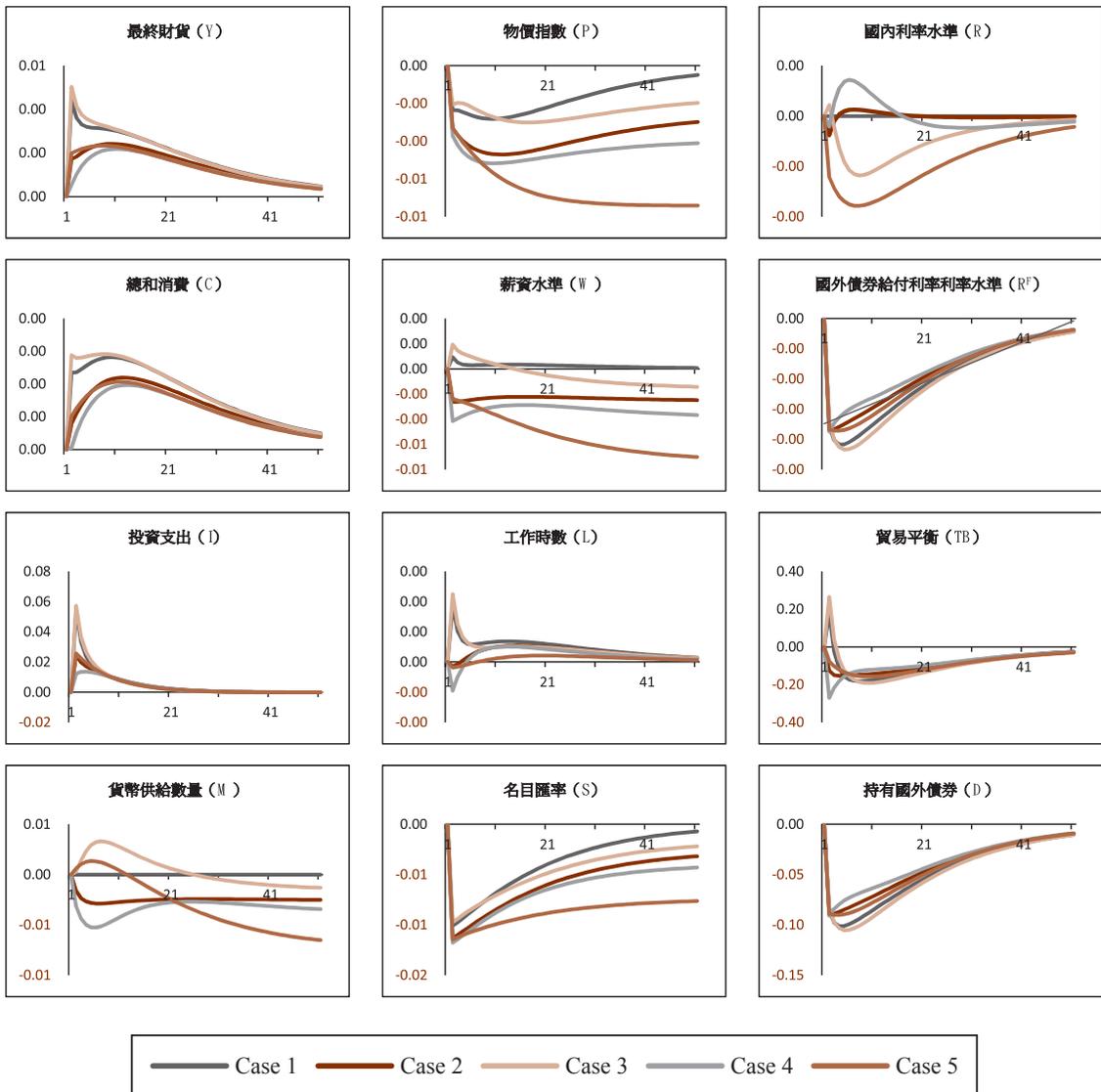


圖2 貿易部門生產技術衝擊

對稱地，讀者可能有興趣知道當生產技術進步僅發生在只能供應國內使用的非貿易部門時，則此一小型開放經濟體系的動態調整過程，是否會和前述貿易部門生產技術進步類似呢？圖3顯示當非貿易部門生產技術進步時，物價水準和薪資水準下降，而名目匯率在基本貨幣成長法則時會先貶值再升值，其他情境則是直接升值。因為非貿易財貨價格具有調整僵固性，價格無法及時調整，因此最終財貨和投資會先減少再增加，之後逐漸回到衝擊發生前的穩定均衡水準。然而，持有國外債券的報酬率，由於風險貼水（持有國外債券數量增加）的上升而提高。消費則是一開始就增加，再逐漸回到穩定均衡水準。整體而言，各變數衝擊反應的過程，與經濟體系受到貿易部門生產技術進步的結果差距並不大。

前三項外生性衝擊，我們皆假設衝擊是來自經濟體系內部，與境外部門無關。然而，對於小型開放經濟體系而言，這樣的假設可能無法滿足讀者的對本模型的興趣。因此，我們另外考慮了兩種來自境外部門的外生性衝擊，並分析衝擊效果。首先，當未預期的國外無風險利率水準提高後，經由國內、外債券的非套利關係，會使均衡的國內利率水準一併上升。同樣地，藉由實質資本

與國外債券的非套利關係存在，亦會使資本的報酬率提高，投資人因此增加投資，對應地產出亦上升。名目變數如物價水準、薪資水準、名目匯率等會提高，但是之後會因為採用不同的貨幣政策而有不同的變化（圖4）。在貨幣成長法則情境下，名目變數會逐漸減少接近衝擊發生前的穩定均衡水準。但是在利率法則情境下，名目變數下降的幅度有限，並維持高於衝擊發生前的穩定均衡水準。這樣的差異性結果與央行在貨幣市場上扮演的角色不同有關。而最終財貨和投資，在不同貨幣情境下有類似的調整情況，先增加之後逐漸回到穩定均水準。消費則是先減少而後增加並維持高於衝擊發生前之穩定的水準。^{註6} 最後，當國外貿易財貨價格（以外幣表示）上升後，使得國內貿易財貨價格對應地上升，投資人因而有意願增加投資，使最終產出增加（圖5）。由於國內非貿易財貨具有價格僵固性，國內物價水準上升幅度小於國外，藉由購買力平價關係，使得名目匯率升值。最終財貨、總和消費和投資在衝擊發生初期皆增加，之後隨著時間逐漸回到原先穩定均衡的水準。另外，由於國外債券的投資報酬率下降，家計單位持有國外債券的意願因而降低。^{註7}

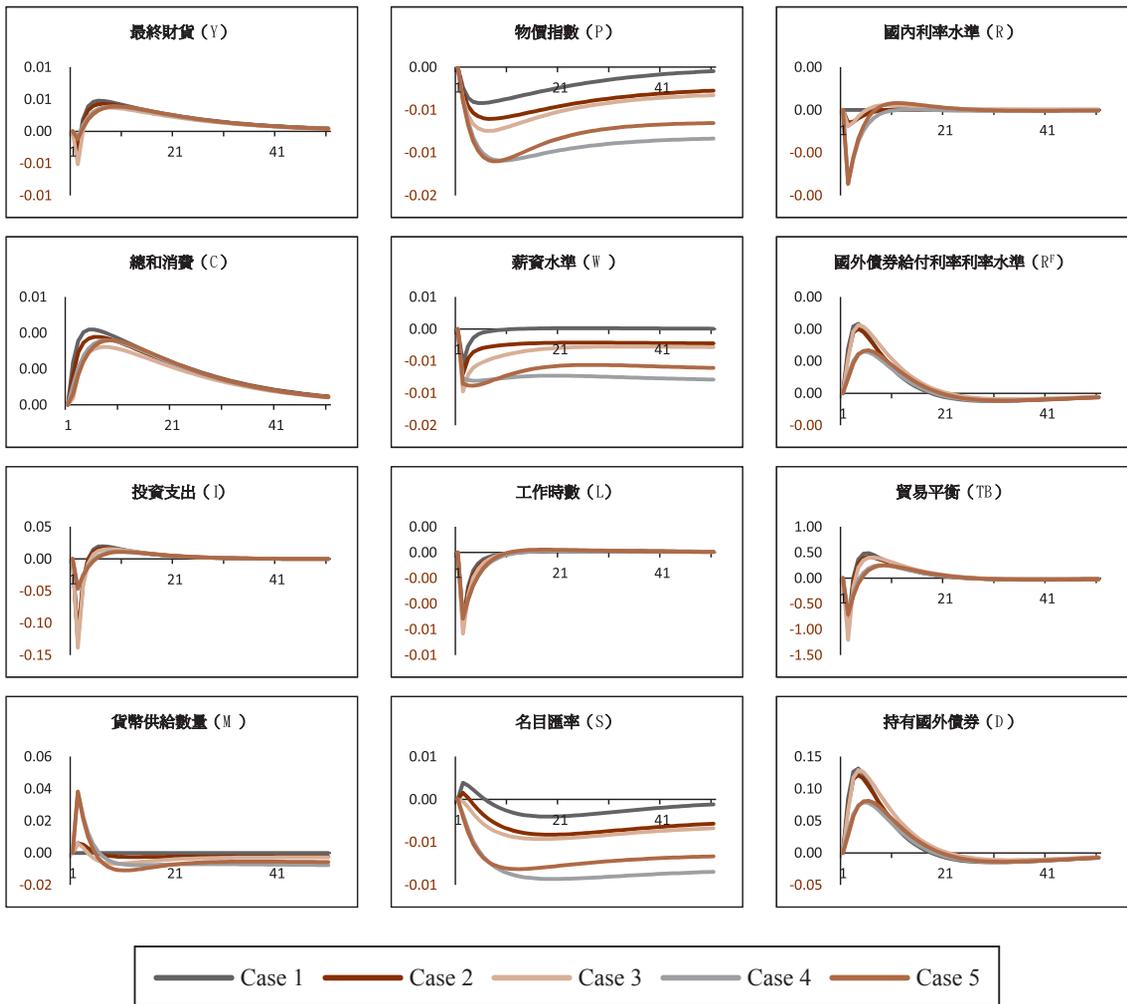


圖3 非貿易部門生產技術衝擊

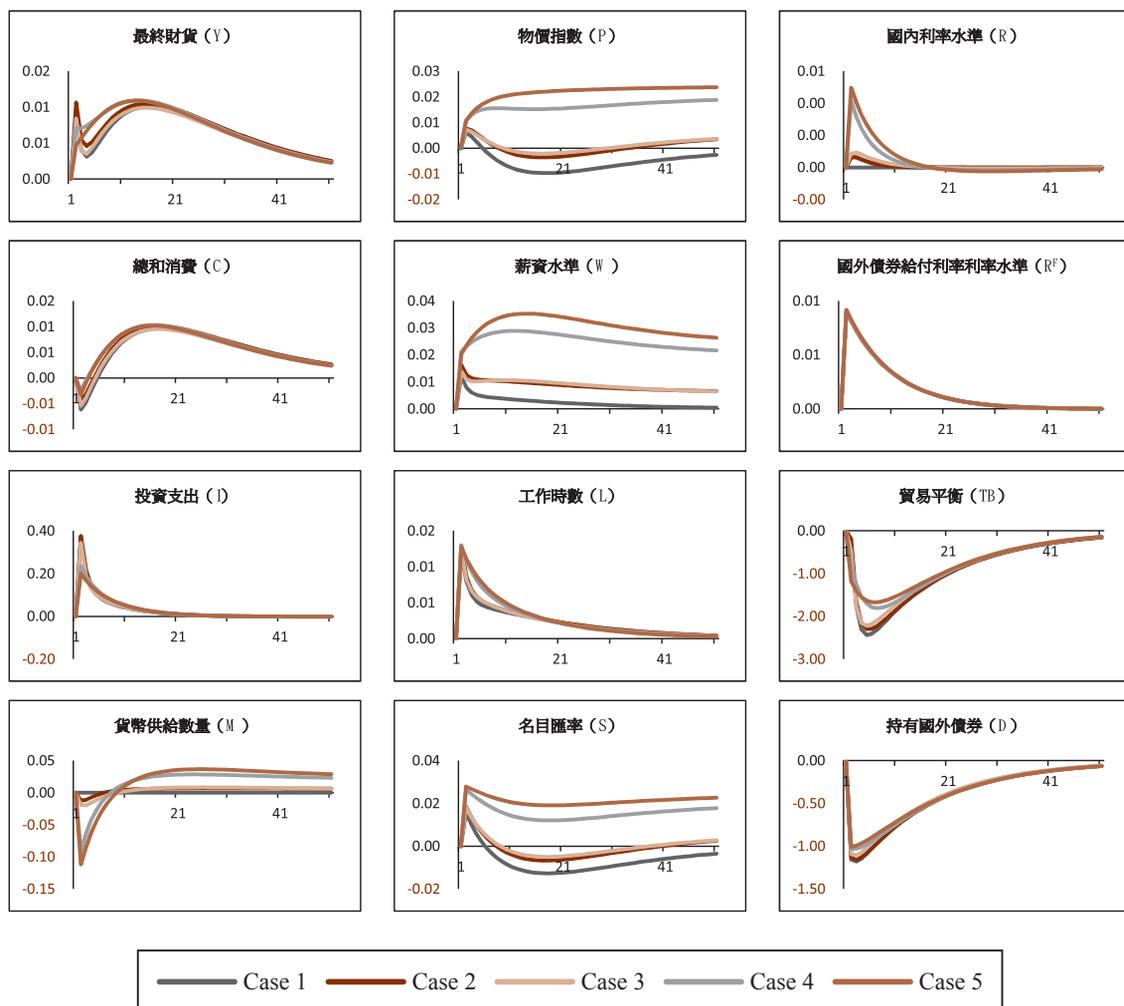


圖4 國外利率變動衝擊

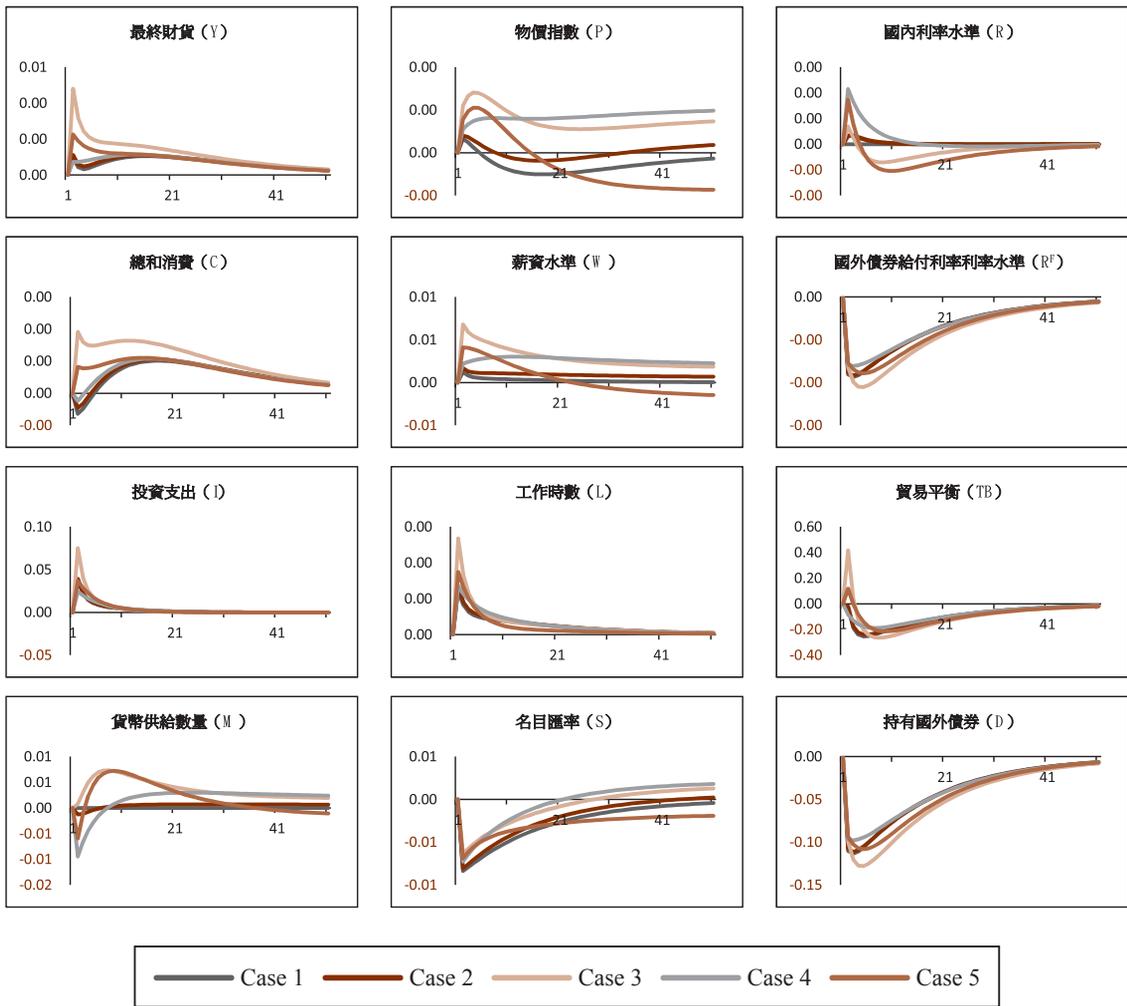


圖5 國外貿易財貨物價水準變動衝擊

三、小型開放經濟體系的總體變數特性分析

除了觀察經濟體系受到各別的外生性衝擊時，各重要總體變數的動態調整過程外，對於模型變數特性的檢驗通常是另一個DSGE模型的觀察重點。在本小節中，我們假設不同外生衝擊（技術進步、國外利率水準和物價）的干擾項（ ε ）皆為常態分配

（Gaussian distribution），且其平均值等於零，標準差等於0.01。為了更加符合真實小型開放的經濟環境，本研究針對不同貨幣政策情境進行10,000次的模擬，並計算個別內生變數之變異相對於最終財貨（Y）的變異程度；同時我們也觀察各主要變數與最終財貨（Y）之間的相關係數，以期瞭解模型內的各主要觀察變數在面對景氣循環時，相對

於總和產出的相對變異幅度及是否有順景氣循環、逆景氣循環（counter cyclical）或與景氣循環無關（acyclical）的現象？同時，

為了比較模型與真實總體經濟資料的相似性，本研究衡量1994Q1到2014Q4臺灣總體經濟資料，並對稱地置於表3中。

表3 小型開放經濟模型的統計特性

Variable j	總體經濟資料		Case 1		Case 2		Case 3		Case 4		Case 5	
	$\frac{\sigma_j}{\sigma_Y}$	$\text{corr}(j, Y)$										
Y	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
C	1.15	0.96	0.89	0.96	0.92	0.99	0.90	0.99	0.91	0.99	0.91	0.99
I	1.01	0.75	0.3	0.5	0.15	0.61	0.18	0.62	0.15	0.62	0.15	0.65
P	0.48	0.89	0.25	-0.96	1.27	-0.53	1.00	-0.57	0.34	-0.51	0.26	-0.59
W	0.89	0.35	0.10	0.30	0.99	-0.36	0.76	-0.33	0.28	-0.44	0.21	-0.50
L	0.63	0.86	0.40	0.30	0.28	0.05	0.33	0.22	0.41	0.05	0.45	0.12
S	0.63	0.21	0.21	-0.78	0.69	-0.52	0.53	-0.64	0.18	-0.51	0.14	-0.61
TB	1.84	0.96	1.30	0.11	0.36	0.06	0.37	-0.03	0.05	0.17	0.04	0.20
D	1.22	-0.55	13.16	-0.42	3.96	0.07	3.70	0.06	4.34	0.03	4.16	0.06

資料來源：中華民國主計總處統計資訊網和中央銀行統計資訊網

如表3所顯示，真實總體經濟資料中消費、投資及國外債券的波動程度皆略大於產出，而貿易餘額的變動程度則約為產出的兩倍；除國外債券的持有外，所有總體變數的變動方向與產出的變動皆一致。為了有相同的比較標準，我們首先將模型中Case 1進行校調以接近真實資料。在不同貨幣政策（Cases 1-5）情境下，消費、投資、勞動力及薪資水準等變數與產出呈現正向相關。而貿易餘額除了Case 3外，皆呈現順景氣循環的特性。持有國外債券數量在貨幣情境Case

1中，可以準確地與產出呈現負向關聯與真實資料一致。很明顯地，當產出增加時反應著景氣好轉，貨幣價值反映了經濟的基本面。類似地，當國外部門的需求上升，反應在國內的總和需要提升，因而均衡的產出提高；也就是出口暢旺促使小型開放經濟體景氣好轉，因此貿易餘額與產出的相關性為正值。至於工資率與產出的關係則與採用何種貨幣政策有關。當採用貨幣基本模型時，產出與工資水準變動方向相同，即當產出增加時，由於基本模型貨幣供給數量增加，勞動

市場的有超額需求，工資水準上升。

有趣的是，我們也觀察到在所有的貨幣情境下，總和消費皆有順景氣循環的特性，也就是當所得較高時會對應著較高的消費水平，符合預期。同時，在所有的貨幣情境下總和消費的變異小於產出的變異，表示此一小型開經濟藉由跨國風險分散的方式，分散了產出變動的風險，使得家計單位能適度地平滑消費。在一般DSGE模型中不會忽略的投資，讀者也可以觀察到符合經濟直覺的順

景氣循環特性，亦即當景氣前景看好時會誘使廠商多投資，反之則反。

四、敏感度分析

本文主要是建立在投資組合平衡法的DSGE模型架構下，分析小型開放經濟體系的支出移轉效果及貨幣政策的效果。本研究將由測試影響家計單位投資組合的風險溢酬係數，以瞭解本模型的穩定性及衝擊效果。主要的測試結果，置於表4a~4c。

表4a 持有國外債券風險溢酬的敏感性分析：貨幣數量變動衝擊

		-20%		-10%		0%		+10%		+20%	
Variable j		σ_j/σ_Y	$\text{corr}(j, Y)$								
Case 1	C	0.8193	0.9725	0.8201	0.9725	0.8209	0.9726	0.8217	0.9726	0.8225	0.9727
	I	7.5249	0.7882	7.5099	0.7871	7.4946	0.7861	7.4796	0.7851	7.4652	0.7842
	S	9.5737	0.0221	9.7024	0.0191	9.8161	0.0167	9.9178	0.0149	10.0100	0.0134
	D	14.7656	-0.7124	13.5205	-0.6877	12.4828	-0.6627	11.6054	-0.6374	10.8549	-0.6119
Case 2	C	0.8316	0.9776	0.8323	0.9776	0.8330	0.9775	0.8337	0.9774	0.8343	0.9774
	I	6.9768	0.7938	6.9711	0.7922	6.9653	0.7906	6.9597	0.7892	6.9546	0.7878
	S	10.4069	0.0285	10.5246	0.0253	10.6279	0.0228	10.7200	0.0208	10.8031	0.0192
	D	14.0862	-0.6836	12.8893	-0.6554	11.8961	-0.6270	11.0600	-0.5984	10.3478	-0.5695
Case 3	C	0.8353	0.9792	0.8361	0.9791	0.8369	0.9791	0.8376	0.9790	0.8383	0.9789
	I	6.8007	0.7967	6.7944	0.7948	6.7882	0.7931	6.7824	0.7915	6.7772	0.7900
	S	10.4545	0.0334	10.5757	0.0301	10.6828	0.0275	10.7789	0.0255	10.8662	0.0238
	D	13.8757	-0.6676	12.6899	-0.6375	11.7075	-0.6071	10.8818	-0.5765	10.1797	-0.5457
Case 4	C	0.8741	0.9933	0.8748	0.9931	0.8754	0.9930	0.8760	0.9929	0.8764	0.9928
	I	4.8659	0.8629	4.8652	0.8599	4.8665	0.8571	4.8694	0.8545	4.8737	0.8521
	S	12.6637	0.0492	12.7505	0.0458	12.8263	0.0431	12.8936	0.0410	12.9542	0.0393
	D	12.6367	-0.5160	11.6285	-0.4688	10.8089	-0.4222	10.1330	-0.3765	9.5685	-0.3320
Case 5	C	0.8840	0.9951	0.8849	0.9950	0.8857	0.9949	0.8864	0.9948	0.8869	0.9948
	I	4.4546	0.8798	4.4477	0.8767	4.4433	0.8738	4.4409	0.8712	4.4403	0.8687
	S	13.1763	0.0560	13.2756	0.0526	13.3645	0.0499	13.4453	0.0478	13.5197	0.0461
	D	12.2277	-0.4422	11.2827	-0.3873	10.5214	-0.3337	9.8991	-0.2817	9.3841	-0.2317

表4b 持有國外債券風險溢酬的敏感性分析：生產技術變動衝擊

		-20%		-10%		0%		+10%		+20%	
Variable j		σ_j/σ_Y	$\text{corr}(j, Y)$								
Case 1	C	0.8959	0.9858	0.8974	0.9861	0.8989	0.9864	0.9003	0.9866	0.9016	0.9868
	I	5.2908	0.7248	5.2414	0.7234	5.1932	0.7222	5.1465	0.7212	5.1017	0.7204
	S	2.1641	-0.9837	2.2041	-0.9842	2.2394	-0.9847	2.2709	-0.9851	2.2992	-0.9855
	D	30.6458	-0.9918	28.5822	-0.9919	26.7969	-0.9918	25.2340	-0.9918	23.8523	-0.9918
Case 2	C	0.9131	0.9901	0.9149	0.9904	0.9166	0.9907	0.9181	0.9910	0.9196	0.9913
	I	4.5538	0.7308	4.4874	0.7303	4.4240	0.7302	4.3639	0.7303	4.3070	0.7306
	S	4.4651	-0.6753	4.6046	-0.6676	4.7301	-0.6610	4.8439	-0.6554	4.9478	-0.6505
	D	34.5118	-0.9753	32.3948	-0.9751	30.5512	-0.9748	28.9276	-0.9745	27.4842	-0.9742
Case 3	C	0.8866	0.9860	0.8878	0.9862	0.8890	0.9864	0.8902	0.9866	0.8913	0.9867
	I	5.4137	0.7488	5.3756	0.7478	5.3378	0.7470	5.3010	0.7462	5.2655	0.7455
	S	2.4475	-0.7939	2.5012	-0.7872	2.5487	-0.7815	2.5909	-0.7766	2.6286	-0.7724
	D	30.8288	-0.9892	28.7370	-0.9885	26.9257	-0.9877	25.3389	-0.9869	23.9352	-0.9861
Case 4	C	0.9187	0.9924	0.9206	0.9926	0.9223	0.9928	0.9238	0.9930	0.9252	0.9932
	I	4.1744	0.7529	4.1154	0.7515	4.0596	0.7507	4.0070	0.7502	3.9574	0.7500
	S	6.4276	-0.4976	6.7483	-0.4861	7.0420	-0.4764	7.3125	-0.4681	7.5630	-0.4609
	D	35.7770	-0.9423	33.7526	-0.9392	31.9892	-0.9361	30.4353	-0.9331	29.0529	-0.9302
Case 5	C	0.8985	0.9885	0.8996	0.9886	0.9007	0.9887	0.9018	0.9889	0.9028	0.9890
	I	4.9696	0.7476	4.9391	0.7461	4.9078	0.7449	4.8765	0.7439	4.8456	0.7431
	S	10.1549	-0.3001	10.6609	-0.2908	11.1222	-0.2832	11.5450	-0.2767	11.9347	-0.2712
	D	37.7158	-0.9883	35.6298	-0.9889	33.7995	-0.9894	32.1755	-0.9898	30.7213	-0.9902

表4c 持有國外債券風險溢酬的敏感性分析：國外利率變動衝擊

		-20%		-10%		0%		+10%		+20%	
Variable j		σ_j/σ_Y	$\text{corr}(j, Y)$								
Case 1	C	0.9461	0.9227	0.9495	0.9190	0.9526	0.9157	0.9556	0.9127	0.9584	0.9099
	I	9.7448	0.4189	9.9606	0.4107	10.1529	0.4036	10.3259	0.3973	10.4826	0.3916
	S	1.2776	-0.8614	1.2851	-0.8534	1.2923	-0.8460	1.2992	-0.8392	1.3058	-0.8329
	D	78.1205	-0.8007	77.8455	-0.7940	77.6647	-0.7879	77.5560	-0.7823	77.5036	-0.7772
Case 2	C	0.9266	0.9300	0.9281	0.9267	0.9294	0.9236	0.9305	0.9209	0.9316	0.9184
	I	9.3408	0.4662	9.5392	0.4609	9.7158	0.4566	9.8744	0.4529	10.0180	0.4498
	S	1.8191	-0.3465	1.8876	-0.3263	1.9516	-0.3086	2.0118	-0.2929	2.0686	-0.2788
	D	74.1419	-0.8383	73.5712	-0.8344	73.1103	-0.8309	72.7349	-0.8279	72.4275	-0.8252
Case 3	C	0.9371	0.9325	0.9395	0.9293	0.9416	0.9264	0.9436	0.9238	0.9454	0.9213
	I	9.1600	0.4432	9.3556	0.4361	9.5299	0.4300	9.6867	0.4247	9.8287	0.4201
	S	1.7624	-0.2992	1.8322	-0.2814	1.8970	-0.2658	1.9577	-0.2521	2.0149	-0.2398
	D	75.4780	-0.8219	74.9964	-0.8169	74.6192	-0.8124	74.3230	-0.8083	74.0908	-0.8047
Case 4	C	0.9074	0.9583	0.9078	0.9565	0.9082	0.9549	0.9085	0.9534	0.9087	0.9520
	I	7.5488	0.5519	7.6767	0.5465	7.7911	0.5420	7.8944	0.5382	7.9884	0.5349
	S	5.4790	0.1204	5.6465	0.1189	5.7984	0.1179	5.9375	0.1172	6.0659	0.1167
	D	67.8222	-0.8926	66.9677	-0.8910	66.2448	-0.8897	65.6253	-0.8886	65.0889	-0.8876
Case 5	C	0.9109	0.9639	0.9117	0.9625	0.9124	0.9612	0.9131	0.9600	0.9136	0.9590
	I	7.0903	0.5585	7.1970	0.5520	7.2920	0.5464	7.3775	0.5416	7.4550	0.5374
	S	6.7708	0.1688	6.9867	0.1651	7.1827	0.1621	7.3621	0.1596	7.5277	0.1576
	D	66.9466	-0.8863	66.0611	-0.8840	65.3107	-0.8821	64.6667	-0.8803	64.1082	-0.8788

為了瞭解家計單位持有國外債券的意願是否會影響貨幣政策的執行效果，我們對影響國外債券之風險溢酬係數（ η ）進行敏感度測試（見式2）。在經濟意涵上，風險溢酬係數（ η ）表示，當國外的債券發行人要求國內的家計單位購買具有風險性的國外資產（ D ），必須要補貼國內具有風險規避特性的投資人（risk averse investor），此一補貼的程度與風險溢酬係數高低有關。當風險溢酬係數高，表示持有同樣的風險性資產，債券發行人補貼的報酬較高。在本小節對國外債券之風險溢酬係數（ η ）進行敏感度測試，讀者可以對小型開放經濟的總體變數特性進行比較（表3）。在表4a~4c中，0%表示我們並未改變風險溢酬係數的定值（ $\eta = 0.000742$ ），同表2所設定的參數值。+10%則為提高風險溢酬係數10%至 $\eta = 0.000816$ ，其餘以此類推，對於變數相對變異及相關係數為簡化起見，我們只公布消費（ C ）、投資（ I ）、名目匯率（ S ）及國外的債券持有（ D ）等。^{註8} 在表4a~4c中，分別表示風險溢酬係數敏感度測試在不同的外生衝擊下的影響，我們列示了模型內的需求面（名目貨幣數量變動）、供給面（實質生產技術變動）及境外部門（國外利率變動）的外生衝擊等進行分析。

讀者可以將各個不同外生衝擊的中間欄位（0%）視為敏感度測試的參考標的，我們可以簡單地歸納，在不同類型的外生衝擊

下，0%敏感度測試的參考標的也有明顯的不同。整體而言，境外部門（國外利率變動）的外生衝擊，對消費、投資及國外的債券持有帶來較大的變異，而需求面（名目貨幣數量變動）的外生衝擊對其影響則較小。然而，符合直覺地，當名目貨幣數量變動會對同為名目變數的匯率水準造成的變異最大，其他兩類外生衝擊影響則類似。在同樣的外生衝擊條件，如同為名目貨幣數量變動（表4a），讀者可以發現當風險溢酬係數（ η ）提高時，家計單位持有國外資產的變異程度縮小（在任何貨幣情境下皆得到相同的結論），並且與產出變動的相關性在下降（在所有貨幣情境下的結論也都一致）。這意謂著，當國外債券發行人願意支付給國內家計單位持有債券的風險溢酬增加時，投資人會更穩定的持有此一風險性資產，並且其持有意願受到景氣變動的影響會下降。在經濟上的直覺解釋是，國內家計單位的風險偏好程度並沒有改變，但是風險溢酬增加會提高投資人持有國外債券的誘因。前述的結論，同時在其他兩種外生性衝擊結果中也得到相同的印證（表4b~4c）。

最後，如果比較不同的貨幣情境，讀者也可以發現在小型開放經濟體系受到貨幣數量上的衝擊時若採行貨幣成長法則（Cases 1~3），經濟體系通常會有較小的相對消費變異，換句話說當中央銀行採行的是貨幣成長法則的貨幣政策時，家計單位的平滑消費

特性較明顯，但若採利率法則時則（Cases 4~5），相對消費變異較大。但是這樣的發現現在其他兩種外生衝擊下，則結論並不一致。有趣的是，當經濟體系受到來自名目貨

幣數量上或是國外利率變動的外生衝擊時，若中央銀行採行的是利率法則的貨幣政策（Cases 4~5），其家計單位持有國外債券的相對變異會較小，反之則較大。

肆、貨幣政策效果的福利分析

透過計算福利成本的方式，我們另外也可以比較不同貨幣政策情境下相對福利水準的大小，用以瞭解當中央銀行採行不同貨幣政策時的福利水準的變化。依據Schmitt-Grohé and Uribe (2007)的福利水準衡量方式，我們利用代表性家計單位的預期終身效用來衡量整個經濟社會的福利水準。根據式（1），代表性家計單位的基準模型福利水準 V_0^a 可表示為：

$$V_0^a = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\log(C_t^a - \zeta \bar{C}_t^a) + \chi \log \left(\frac{M_t^a}{P_t^a} \right) - \frac{\kappa}{2} (L_t^a)^2 \right]。$$

另外，我們定義某個貨幣政策情境 b 下的福利水準為：

$$V_0^b = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left[\log(C_t^b - \zeta \bar{C}_t^b) + \chi \log \left(\frac{M_t^b}{P_t^b} \right) - \frac{\kappa}{2} (L_t^b)^2 \right]。$$

我們假設在期初時（ $t = 0$ ），經濟體系處於均衡穩定的情況，因此儘管在不同的情境假設下，期初的狀態變數皆相同。

令 l^b 表示中央銀行採行某個貨幣政策情境 b 下的「福利成本」，亦即家計單位願意放棄多少數量的消費，藉以維持與基準模型相同的福利水準，其福利水準可以表示為（Schmitt-Grohé and Uribe, 2007）：

$$V_0^b = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left\{ \log[(1 - l^b)(C_t^a - \zeta \bar{C}_t^a)] + \chi \log \left(\frac{M_t^a}{P_t^a} \right) - \frac{\kappa}{2} (L_t^a)^2 \right\}。$$

因此較高的 l^b 數值，表示福利成本越高，福利水準也就越低。

我們想要探討不同外生衝擊發生時，採用何種貨幣政策具有較高的福利水準？為簡化分析，我們將貨幣政策的基準情境（Case 1）的福利水準視為共同的比較基準，即 V_0^a ，其他貨幣政策情境的福利水準為 V_0^b 。當某一個外生衝擊產生1%的變化時（假設外生衝擊之間相互獨立且不會同時發生），將模擬結果依照前述分析福利變化的方式，計算不同情境設定下的 l^b 值並整理成表5。

表5 小型開放經濟體系的福利分析

	貨幣數量衝擊	貿易部門 生產技術衝擊	非貿易部門 生產技術衝擊	國外利率衝擊	國外物價水準衝擊
Case 2	-0.1056	-0.2968	-0.9168	-0.0185	0.2870
Case 3	-0.1057	-1.3065	-0.0559	-0.0059	-0.9240
Case 4	-0.1044	-0.2470	-4.1637	-0.1595	1.3084
Case 5	-0.1042	-3.5039	-2.0551	-0.1736	-2.3561

註：除了貨幣數量衝擊為原始數據外，其他數值皆為 10,000* t 。

表5的結果顯示，當貨幣供給數量自主性增加時，採用考慮了購買力平價的貨幣成長（Case 2）法則可以有效緩和衝擊所帶來的影響，得到較高的福利水準，採用利率法則會使得情況較為惡化，降低福利水準，但是差距有限。相反地，外生衝擊來自供給面的生產技術進步時，若此時中央銀行採行在利率法則（Cases 4~5）時經濟體系有較充分的發揮，得到相對較高的福利水準。至於，

國外無風險利率的變化在不同貨幣政策下影響程度相當接近，不同的貨幣政策法則對福利水準的影響不大。最後，當國外物價提高時，間接影響名目匯率和國內物價水準，福利水準的影響主要取決於貨幣政策是否有將穩定實質匯率波動納入考慮（Cases 3&5）有關，如果考慮到實質匯率波動的影響，則經濟體系能夠降低衝擊的影響程度而享有較高的福利水準，相反則否。

伍、結 論

本研究主要建立在DSGE模型架構下，考慮了本國家計單位的資產組合可能同時擁有本國貨幣、國內及國外資產的情況，嘗試分析小型開放經濟模型（以臺灣為例），貨幣政策的支出移轉效果及其改善所得的政策效果。有別於傳統DSGE模型的設計，本研究允許家計單位的投資組合中，可以同時持有本國資產及國外資產，並在整體預算限制的條件下進行跨期最適的選擇行為。在模型

架構中，我們設計了本國與國外債券兩種不同資產，在適當的參數選取及校準下，對此一模型做了若干功能性的分析與測試。除此之外，我們也衡量在不同貨幣政策情境下的福利水準比較。

重要地，讀者可以觀察到當本國採行擴張性的貨幣政策時，會導致本國通貨貶值，最終反應在均衡產出水準提高，支出移轉效果頗為明顯。整體而言，我們發現不論在何

種貨幣情境下，家計單位平滑消費的特性均相當明顯。另外，在模型中，消費、投資、勞動力及貿易餘額等，皆有順景氣循環的特性，符合預期。當我們對持有國外資產的風險溢酬進行敏感性測試時，我們得到當國外債券發行人願意支付給國內家計單位持有債券的風險溢酬增加時，國內的投資人會因為持有此一風險性資產的誘因提高，而願意更穩定的持有此一國外資產，並且其持有意願受到景氣變動的影響程度也會下降。除此之

外，當經濟體系受到來自貨幣供給面的衝擊時，若中央銀行採行貨幣成長法則時，經濟體系可以維持較高的福利水準；但是若面臨生產面的技術進步衝擊時，中央銀行採行利率法則似乎能擁有較佳的福利水準。最後，讀者可以參考Smets and Wouters (2003) 及Del Negro, Schorfheide, Smets and Wouters (2007)，將本文所建立的DSGE模型與向量自我迴歸模型（vector autoregressions）做適當結合，是本研究在未來可能的發展方向。

附 註

- (註1) 有關出口廠商訂價貨幣與支出移轉效果關係的進一步討論，讀者可參考Engle (2002)及Devereux and Engel (2003)。
- (註2) 為簡化起見，在此國內利率和國外給付利率為毛利率，資本利得報酬為淨資產報酬率。
- (註3) 本文參考Kollmann (2001) 及Ormaechea (2012) 的模型設定，假設最終財貨為非貿易財，僅能供本國使用。
- (註4) 靜止均衡，在此是指當模型未再受到外生性的衝擊時，所有的內生變數皆已到達均衡狀態，不再發生內生性的改變。
- (註5) 在本研究中，為方便比較動態調整過程，我們假設各外生衝擊皆於期初時發生1%的變動。
- (註6) 此一境外部門的貨幣性衝擊（國外無風險利率水準改變），讀者可以用國外有重大的貨幣政策調整來理解，例如2008年以後美國聯邦準備銀行採行的量化寬鬆（quantitative easing, QE）政策，對小型開放經濟帶來的影響等。
- (註7) 類似地，國外貿易財價格（以外幣表示）改變所帶來的外生性衝擊，讀者可以理解為如日圓在近期貶值，使得日本所生產的產品在國際市場價格改變，進而影響到日本產品與本國產品在市場上的競爭行為。
- (註8) 讀者若對本文中對所公布的消費等4變數以外的其他變數測試結果有興趣，可以直接與作者聯繫，我們很樂意提供。

參考文獻

中文文獻

- 陳旭昇、吳聰敏，2010，臺灣貨幣政策法則之檢視，*經濟論文* 38，33–59。
- 張永隆，2010，最適貨幣政策之制定—考量存貨投資的小型開放經濟新興凱因斯 DSGE 模型，*中央銀行季刊* 32，3–24。
- 黃俞寧，2013，動態隨機一般均衡架構在臺灣貨幣政策制定上之應用，*中央銀行季刊* 35，3–34。

英文文獻

- Adolfson, M., Laséen, S., Lindé, J., and Villani, M., 2007, Bayesian estimation of an open economy DSGE model with incomplete pass-through, *Journal of International Economics* 72, 481–511.
- Baxter, M., and Jermann, U.J., 1997, The international diversification puzzle is worse than you think, *American Economic Review* 87, 170–180.
- Calvo, G.A., 1983, Staggered prices in a utility-maximizing framework, *Journal of Monetary Economics* 12, 383–398.
- Chang, M.-J., Chang, J.-J., and Shieh, J.-Y., 2014, Keeping up with the Joneses and exchange rate volatility in a Redux model, *International Review of Economics & Finance* 29, 569–584.
- Chen, S., and Chang, M.-J., 2006, Relative prices and expenditure switching effect, *Applied Economics* 38, 2069–2073.
- Chen, S., and Chang, M.-J., 2015, Capital control and exchange rate volatility, *North American Journal of Economics and Finance* 33, 167–177.
- Clarida, R., Galí, J., and Gertler, M., 1998, Monetary policy rules in practice: Some international evidence, *European Economic Review* 42, 1033–1067.
- Coeurdacier, N., Kollmann, R., and Martin, P., 2010, International portfolios, capital accumulation and foreign assets dynamics, *Journal of International Economics* 80, 100–112.
- Del Negro, M., Schorfheide, F., Smets, F., and Wouters, R., 2007, One the fit of new Keynesian models, *Journal of Business and Economic Statistics* 25, 123–143.
- De Paoli, B., 2009, Monetary policy and welfare in a small open economy, *Journal of International Economics* 77, 11–22.
- Devereux, M.B., and Engel, C., 2003, Monetary policy in the open economy revisited: Price setting and exchange-rate flexibility, *Review of Economic Studies* 70, 765–783.
- Devereux, M.B., and Sutherland, A., 2011, Country portfolios in open economy macro-models, *Journal of the European Economic Association* 9, 337–369.
- Dong, W., 2007, Expenditure-switching effect and the choice of exchange rate regime, *Bank of Canada*, Working Paper.
- Engle, C., 2002, Expenditure switching and exchange rate policy, *NBER Macroeconomics Annual* 17, 231–272.
- Engle, C., and Matsumoto, A., 2005, Portfolio choice and home bias in equities in a monetary open-economy DSGE model, *University of Wisconsin*, Working Paper.
- Faia, E., and Monacelli, T., 2008, Optimal monetary policy in a small open economy with home bias, *Journal of Money, Credit and Banking* 40, 721–750.
- Galí, J., 1994, Keeping up with the Joneses: Consumption externalities, portfolio choice, and asset prices, *Journal of Money, Credit and Banking* 26, 1–8.

- Gali, J., 2009, *Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Gali, J., and Monacelli, T., 2005, Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy, *Review of Economic Studies* 72, 707–734.
- Hwang, Y.-N., and Ho, P.-Y., 2012, Optimal monetary policy for Taiwan: A dynamic stochastic general equilibrium framework, *Academia Economic Papers* 40, 447–482.
- Kollmann, R., 2001, The exchange rate in a dynamic-optimizing business cycle model with nominal rigidities: A quantitative investigation, *Journal of International Economics* 55, 243–262.
- Kollmann, R., 2002, Monetary policy rules in the open economy: Effects on welfare and business cycles, *Journal of Monetary Economics* 49, 989–1015.
- Ljungqvist, L., and Uhlig, H., 2000, Tax policy and aggregate demand management under catching up with the Joneses, *American Economic Review* 90, 356–366.
- Obstfeld, M., and Rogoff, K., 1995, Exchange rate dynamics Redux, *Journal of Political Economy* 103, 624–660.
- Ormaechea, L.E.A., 2012, Devaluation, investment and current account dynamics in a small open economy with preset prices, *International Monetary Fund*, Working paper.
- Schmitt-Grohé, S., and Uribe, M., 2001, Stabilization policy and the costs of dollarization, *Journal of Money, Credit and Banking* 33, 482–509.
- Schmitt-Grohé, S., and Uribe, M., 2003, Closing small open economy models, *Journal of International Economics* 61, 163–185.
- Schmitt-Grohé, S., and Uribe, M., 2007, Optimal, simple and implementable monetary and fiscal rules, *Journal of Monetary Economics* 54, 1702–1725.
- Smets, F., and Wouters, R., 2003, An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro area, *Journal of the European Economic Association* 1, 1123–1175.
- Sutherland, A., 2006, The expenditure switching effect, welfare and monetary policy in a small open economy, *Journal of Economic Dynamics and Control* 30, 1159–1182.
- Teo, W.L., 2009, Estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Taiwanese economy, *Pacific Economic Review* 14, 194–231.
- Turnovsky, S.J., and Monteiro, G., 2007, Consumption externalities, production externalities, and efficient capital accumulation under time non-separable preferences, *European Economic Review* 51, 479–504.
- Walsh, C.E., 2010, *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, MA: MIT Press.

國內經濟金融情勢（民國104年第1季）

總體經濟

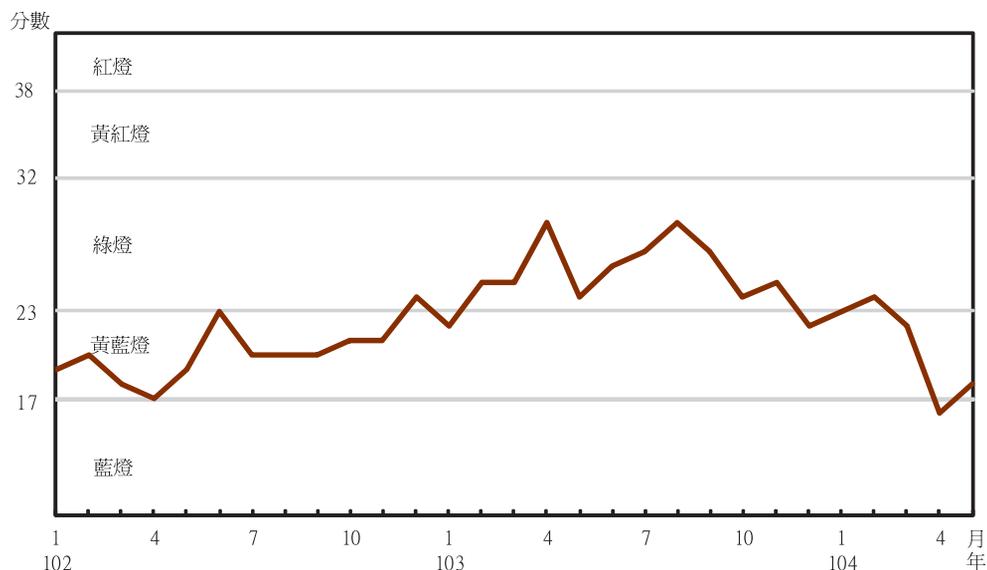
壹、國內經濟情勢

一、景氣仍顯疲弱

由於機械及電機設備進口衰退幅度趨緩，104年5月國發會景氣對策信號綜合判斷分數由4月之16分略升至18分(圖1)，燈號由藍燈轉呈黃藍燈，景氣領先、同時指標則仍持續下滑，國內經濟成長動能不如預期。

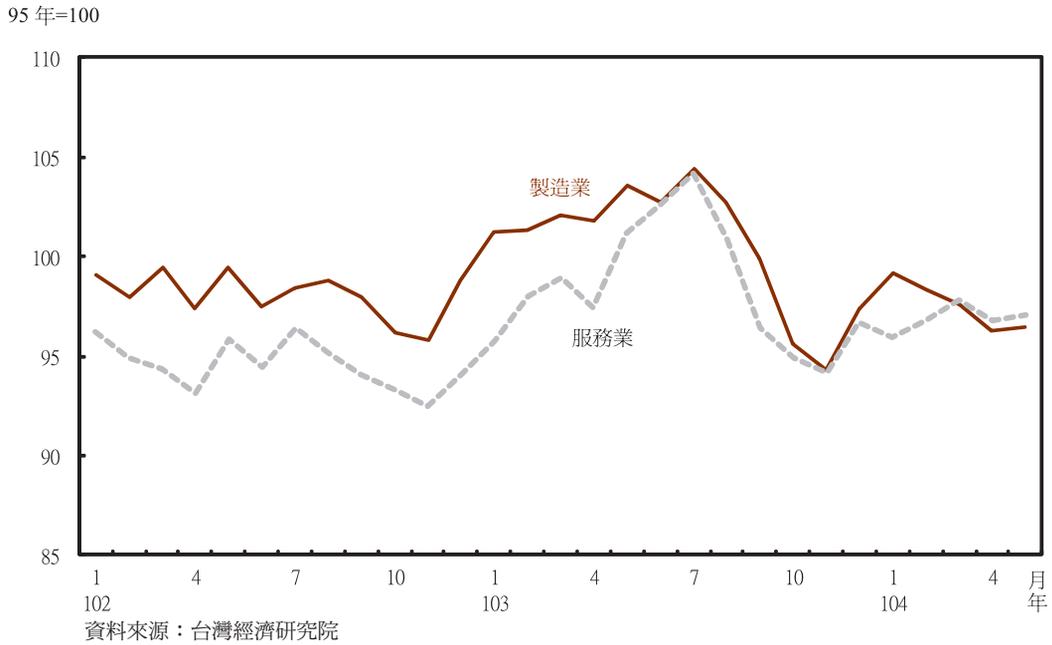
近期全球景氣復甦力道不強，台灣出口持續衰退，惟衰退幅度已縮小。據台灣經濟研究院調查，104年5月製造業及服務業營業氣候測驗點分別由4月之96.29點及96.80點略升至96.42點及97.02點(圖2)，國內廠商對未來景氣看法仍顯保守。

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、經濟成長減緩

本年第1季，由於全球經濟成長力道減弱，以及國際油價大跌，我國出口轉為負成長，惟民間消費動能持穩，經濟成長率由上

年第4季之3.47%略降為3.37%(圖3、表1)。由於出口不振，民間投資成長動能趨緩，主計總處預測第2季經濟成長率再降為3.05%。

圖3 經濟成長、投資與消費

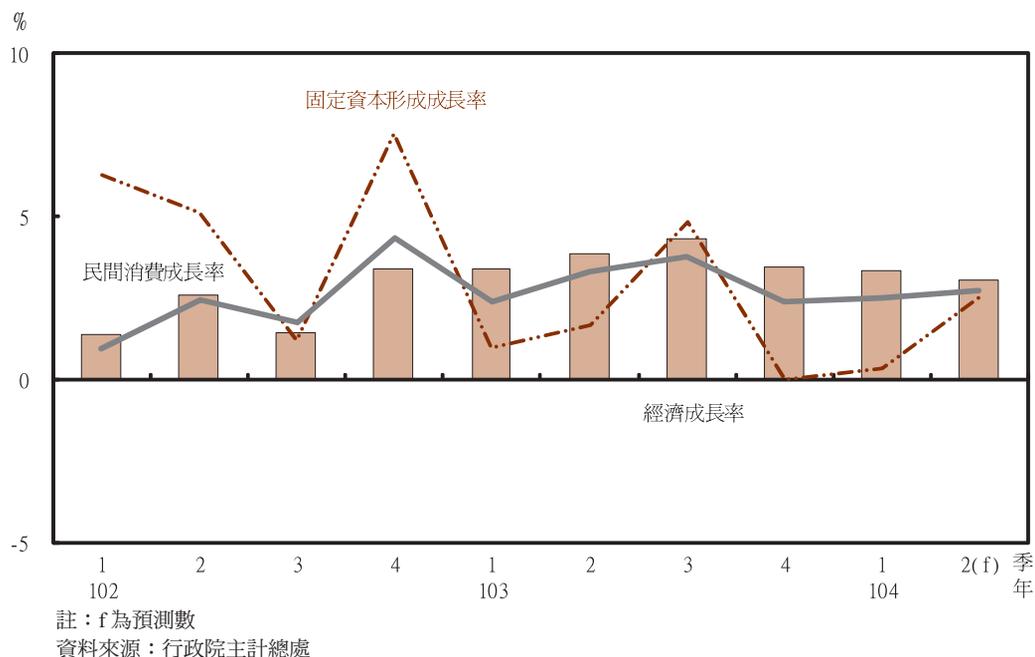


表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入	
					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 r		3.77	2.95	3.69	1.84	3.46	4.42	-8.04	5.90	5.75
104 f		3.28	2.76	-1.24	2.00	4.02	-10.98	-4.37	4.69	2.88
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		4.32	3.76	3.89	4.83	6.27	19.27	-8.08	7.62	9.21
4 r		3.47	2.38	4.29	-0.01	1.70	4.46	-8.74	6.50	6.09
104/1 p		3.37	2.52	-2.19	0.35	2.46	-30.79	-2.21	5.93	2.48
2 f		3.05	2.75	0.14	2.54	3.11	8.47	-3.41	3.27	2.41
104年第1季	貢獻百分點 p	3.37	1.38	-0.31	0.07	0.45	-0.32	-0.05	4.07	1.48

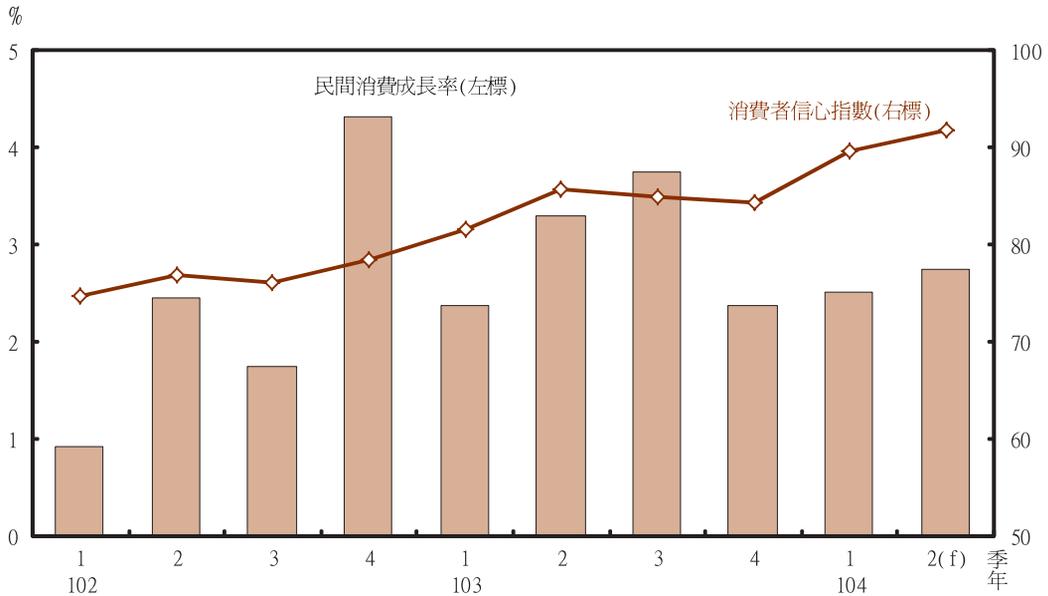
註：r為修正數，p為初步統計數，f為預測數
資料來源：行政院主計總處

三、民間消費成長持穩

本年第1季，就業及薪資情勢持續改善，新車買氣續增(自用小客車新增掛牌數成長9.1%)，手機新品亦持續熱銷，惟受1月禽流感疫情衝擊，餐飲業僅成長1.88%，抵消部分消費成長動能，民間消費成長率為

2.52%(圖4)。4、5月自用小客車新增掛牌數分別衰退0.6%及12.1%，零售業營業額年增率分別降為-0.1%及0.7%，餐飲業營業額年增率則分別增為2.5%及4.1%，主計總處預測第2季民間消費成長率略升至2.75%。

圖4 消費者信心指數與民間消費



註：f 為預測數

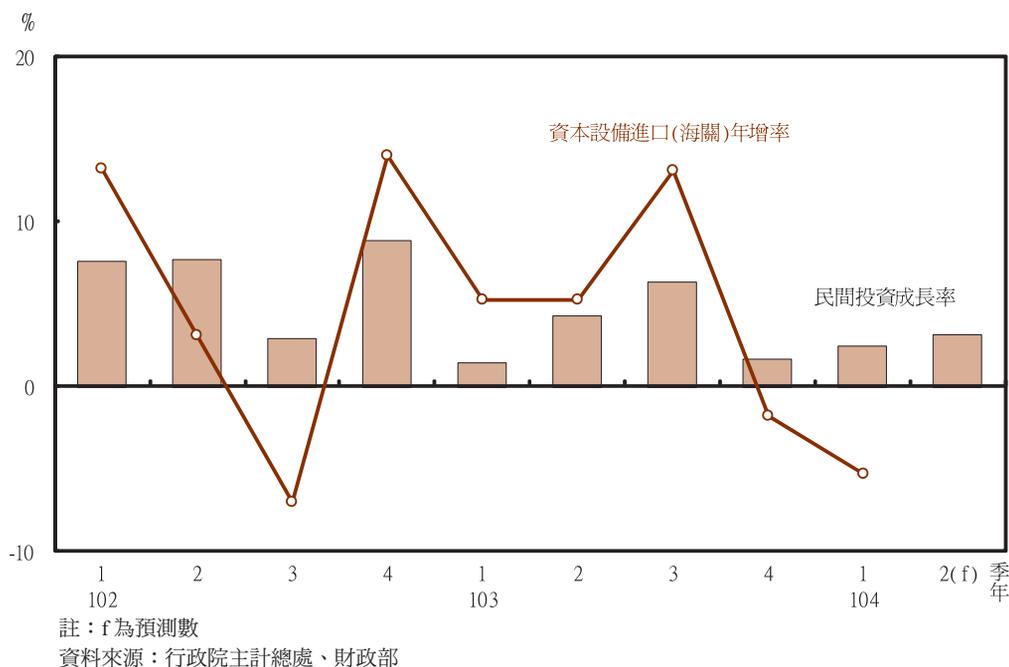
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

四、民間投資成長動能不足

本年第1季，雖然國內航空業者持續購置新機，運輸工具投資成長11.07%，惟房市降溫，營建工程投資僅微幅成長0.68%，致

民間投資成長2.46%(圖5)。由於4至5月平均資本設備進口衰退7.16%，第2季民間投資成長率恐低於主計總處預測之3.11%。

圖5 民間投資與資本設備進口



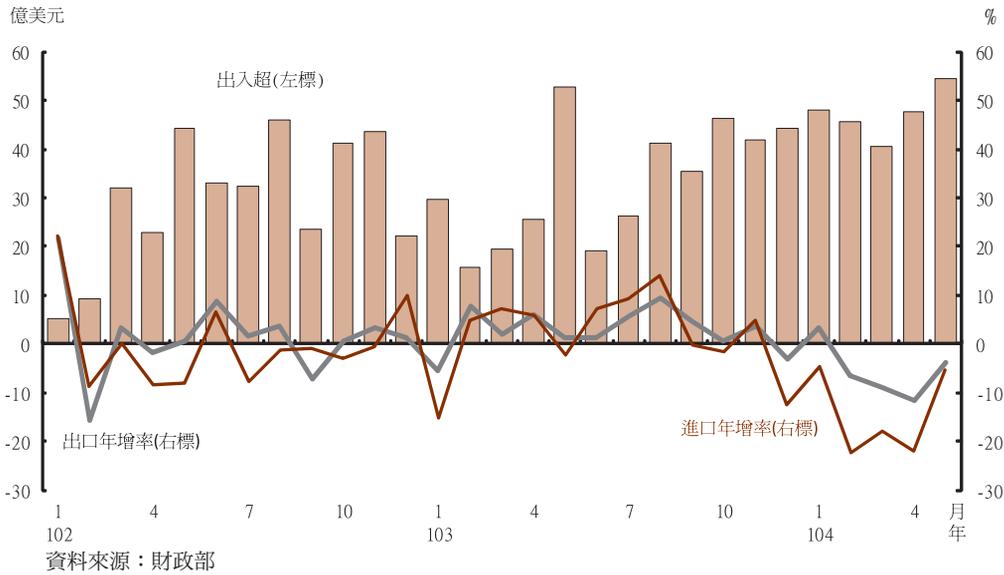
五、對外貿易不振

由於全球景氣復甦不如預期，外需疲弱，加上國際油價仍處低檔，礦產品及塑化產品出口持續衰退，本年第1季出口轉為負成長4.18%(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19.39%及9.42%，進口負成長14.96%。商品及服務

併計之輸出及輸入成長率分別為5.93%及2.48%。

由於全球景氣復甦步調趨緩，衝擊台灣對外貿易，4至5月平均出口、進口仍分別衰退7.75%及14.25%。主計總處預測第2季輸出、入成長率分別降為3.27%與2.41%。

圖6 進出口貿易

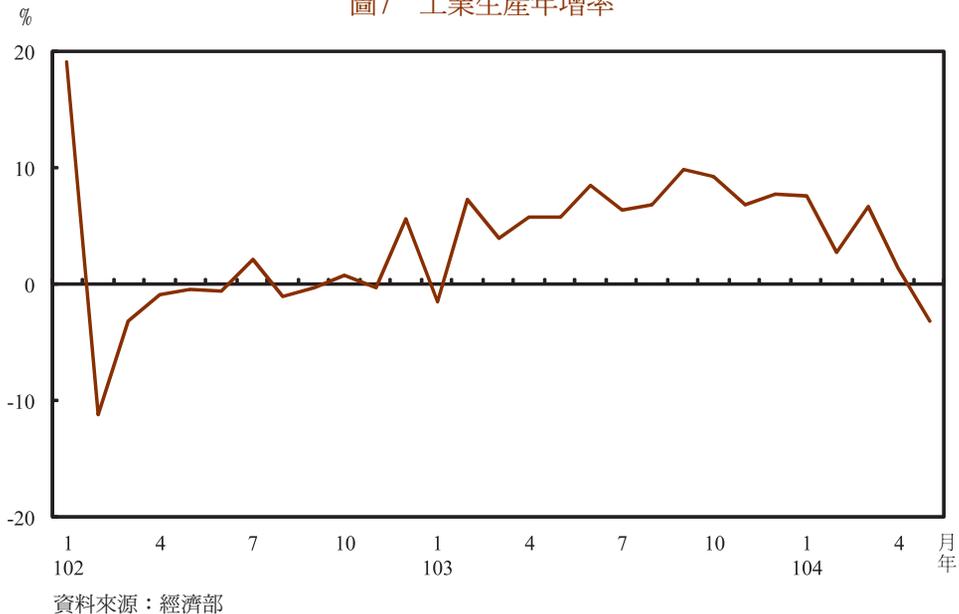


六、工業生產成長減緩

年初以來，雖然積體電路及機械設備需求持續暢旺，惟全球經濟成長趨緩，面板、手持行動裝置需求減弱，加上鋼鐵市況不佳，致工業生產成長減緩，5月年

增率降為-3.18%(圖7)；其中，製造業年增率為-2.57%，四大業別之化學工業增產3.63%，資訊電子工業、民生工業及金屬機電工業則分別衰退5.33%、4.69%及1.85%。

圖7 工業生產年增率



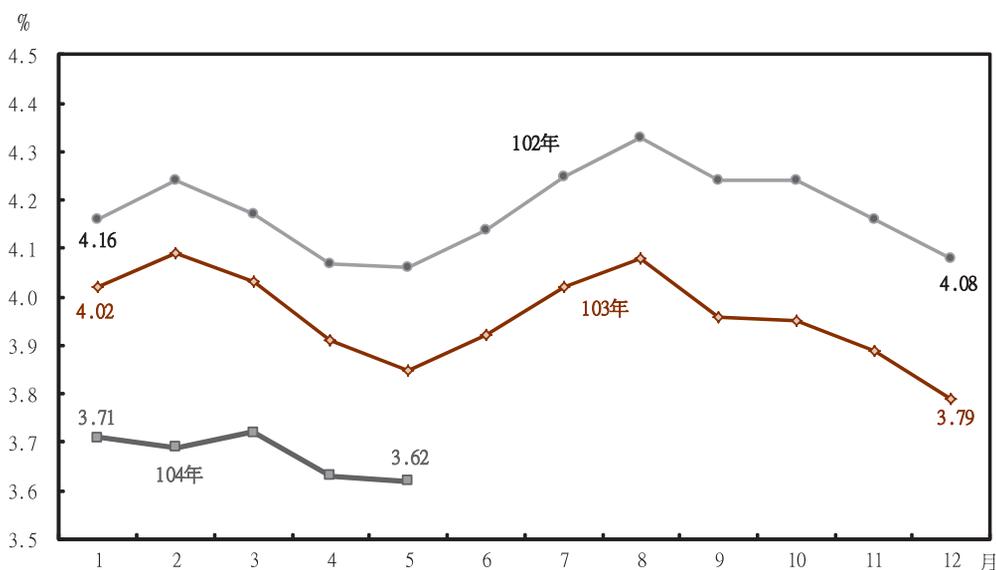
七、失業率續降，薪資成長平穩

隨國內經濟溫和成長，就業人數持續增加，至本年5月達1,117.9萬人；失業率續降至3.62%(圖8)，係90年2月以來最低。

由於企業獲利增加，調薪意願提高，4月受僱員工薪資(非農業部門每人每月平均

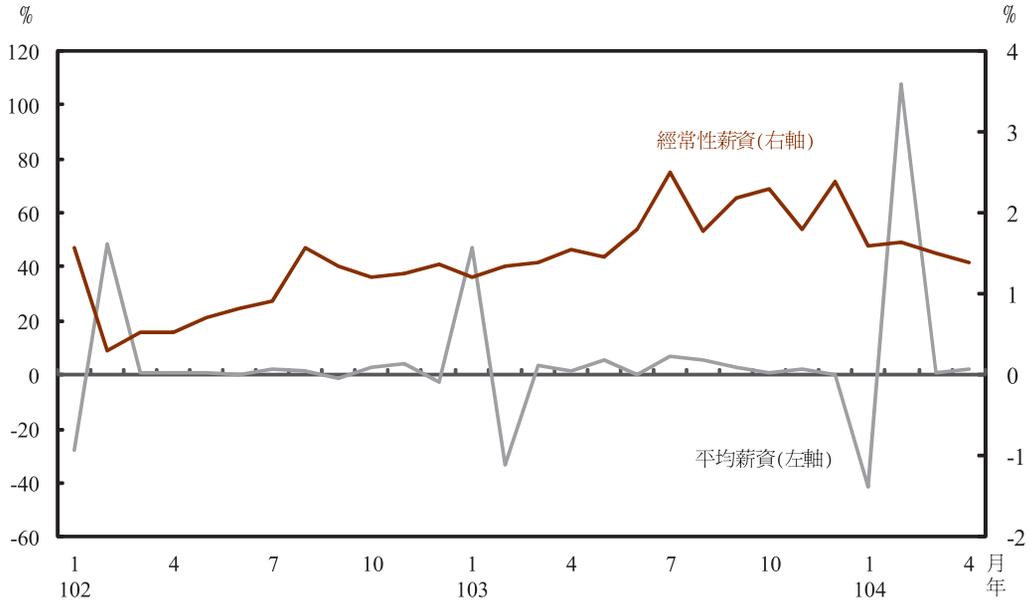
薪資)年增率為2.32%，其中經常性薪資年增率為1.40%(圖9)。1至4月平均薪資年增率為4.57%，主要係上年景氣穩健復甦，年初以來廠商增加發放獎金所致；其中經常性薪資年增率為1.53%，係近3年同期最高增幅。

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

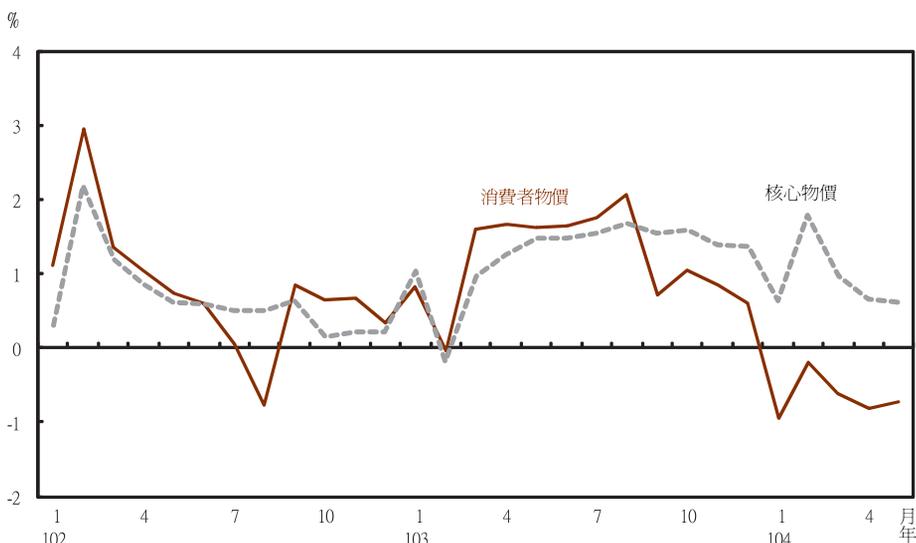
八、物價走低

由於原油、燃氣等能源價格下跌，帶動國內相關商品及服務價格下跌，年初以來各月CPI年增率均為負值，5月為-0.73%(圖

10)，不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為0.61%。

1至5月平均CPI年增率為-0.66%(表2)，核心CPI年增率則為0.94%，漲幅溫和。

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5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	-0.66	-0.66
外食費	99	3.00	0.31
蔬菜	20	10.98	0.21
房租	182	0.82	0.15
肉類	20	4.89	0.11
教養娛樂服務費	128	0.52	0.07
水產品	16	3.01	0.05
合計			0.90
油料費	35	-26.18	-0.98
電費	22	-13.99	-0.31
燃氣	23	-7.77	-0.21
水果	10	-18.02	-0.20
耐久性消費品	82	-1.39	-0.10
合計			-1.80
其他			0.24

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

由於全球景氣復甦疲弱，影響我國出口，國內景氣轉趨保守，主計總處預測經濟成長率將由103年之3.77%降至3.28%(表3)；國內各預測機構預測值之平均數為3.34%。

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	台經院	國泰金	平均值
發布日期		104.5.22	104.6.23	104.6.16	104.6.15	
實質國內生產毛額		3.28	3.32	3.35	3.40	3.34
實質民間消費支出		2.76	2.47	2.84	2.85	2.73
實質政府消費支出		-1.24	-	-1.25	-1.39	-1.29
實質固定投資		2.00	-	1.79	1.67	1.82
實質民間投資		4.02	2.73	3.90	-	3.55
實質政府投資		-4.37	-	-4.48	-	-4.43
實質輸出		4.69	3.59	4.84	4.92	4.51
實質輸入		2.88	0.61	2.96	2.71	2.29

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22,004百萬美元， 產增加3,811百萬美元(表1及圖1)。
金融帳淨流出18,836百萬美元，央行準備資產

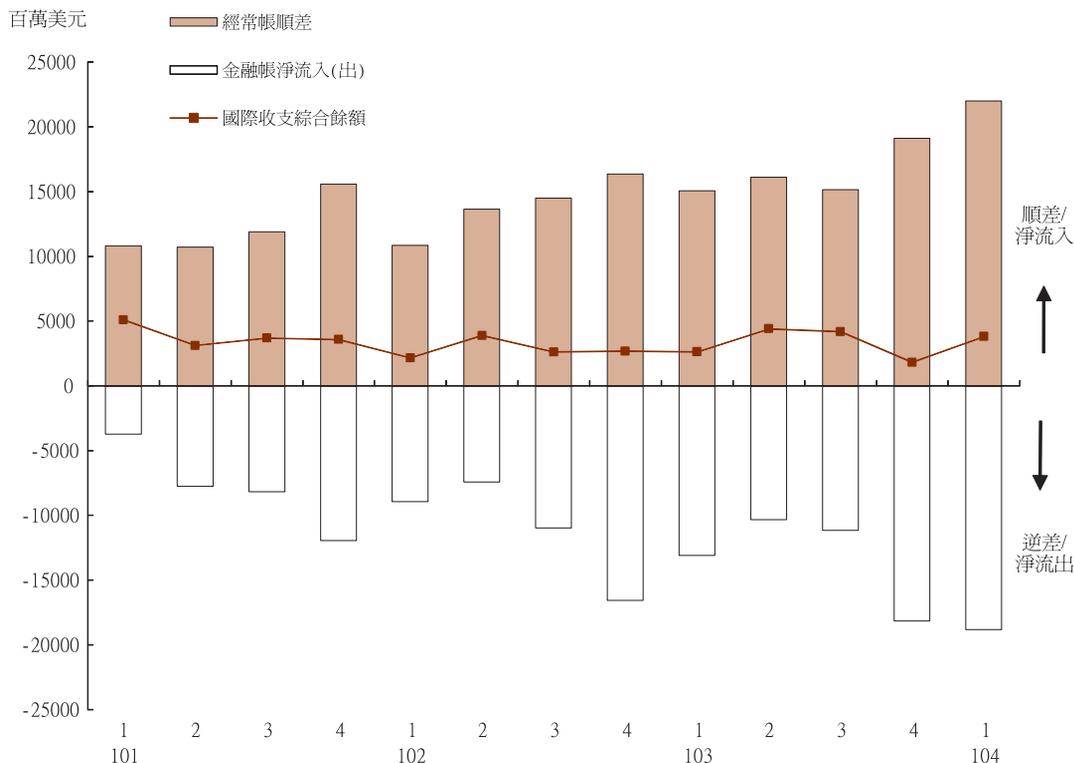
表1 國際收支

單位：百萬美元

	(1) 104年 第1季	(2) 103年 第1季	(1)-(2)
A. 經常帳	22,004	15,058	6,946
商品貿易淨額	13,955	6,864	7,091
商品出口(f.o.b.)	69,836	72,750	-2,914
商品進口(f.o.b.)	-55,881	-65,886	10,005
服務淨額	3,017	2,963	54
服務：收入	14,162	13,422	740
服務：支出	-11,145	-10,459	-686
所得淨額	5,811	5,609	202
所得：收入	7,726	7,356	370
所得：支出	-1,915	-1,747	-168
經常移轉淨額	-779	-378	-401
經常移轉：收入	1,681	1,789	-108
經常移轉：支出	-2,460	-2,167	-293
B. 資本帳	-27	-17	-10
C. 金融帳	-18,836	-13,088	-5,748
直接投資淨額	-1,663	-2,176	513
對外直接投資	-2,721	-3,133	412
來台直接投資	1,058	957	101
證券投資淨額	-9,580	-6,766	-2,814
證券投資(資產)	-14,220	-11,650	-2,570
股權證券	-5,726	-4,611	-1,115
債權證券	-8,494	-7,039	-1,455
證券投資(負債)	4,640	4,884	-244
股權證券	5,296	5,280	16
債權證券	-656	-396	-260
衍生金融商品淨額	-352	128	-480
衍生金融商品(資產)	1,869	1,450	419
衍生金融商品(負債)	-2,221	-1,322	-899
其他投資淨額	-7,241	-4,274	-2,967
其他投資(資產)	-2,136	-14,508	12,372
銀行	-5,189	-22,262	17,073
非銀行民間部門	3,056	7,746	-4,690
其他投資(負債)	-5,105	10,234	-15,339
銀行	-5,852	9,877	-15,729
非銀行民間部門	747	357	390
合計，A至C	3,141	1,953	1,188
D. 誤差與遺漏淨額	670	669	1
合計，A至D	3,811	2,622	1,189
E. 準備資產	-3,811	-2,622	-1,189

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，受上年同季國際油價較高影響，礦產品出口大減，整體出口較上年同季減少4.0%；進口亦因油價低迷及資本設備進口減少，整體進口較上年同季減少15.2%。由於進口減幅大於出口減幅，本季商品貿易順差增為13,955百萬美元，較上年同季增加7,091百萬美元或103.3%。

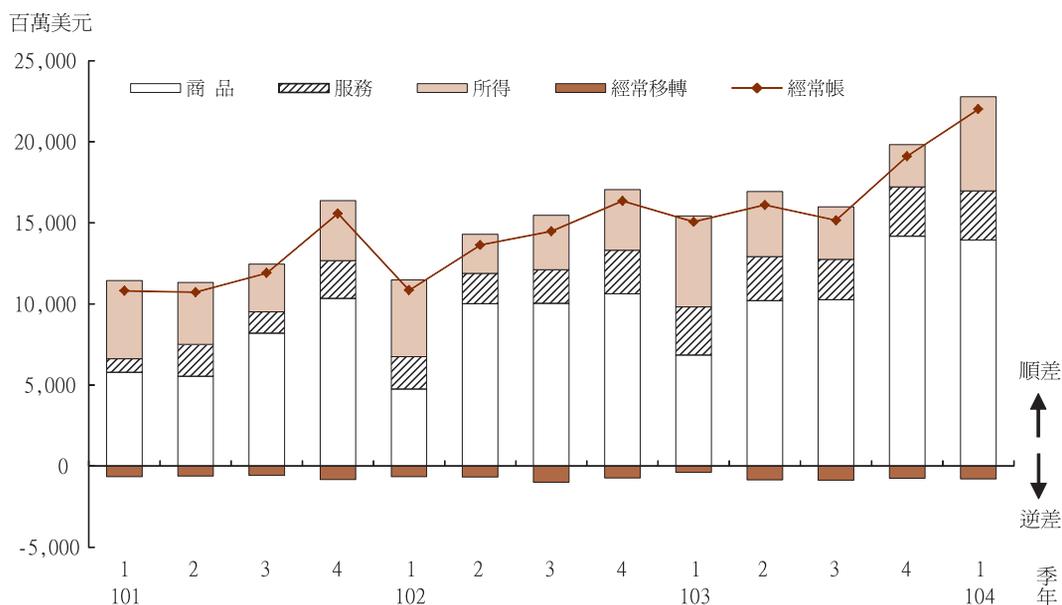
服務方面，服務收入14,162百萬美元，較上年同季增加740百萬美元，主要係三角貿易淨收入及運輸服務收入增加；服務支出11,145百萬美元，較上年同季增加686百萬美

元，主要為旅行支出增加。由於收入增額大於支出增額，本季服務收支順差為3,017百萬美元，較上年同季增加54百萬美元或1.8%。

所得方面，本季所得收入7,726百萬美元，較上年同季增加370百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出1,915百萬美元，較上年同季增加168百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得增加。由於收入增額大於支出增額，本季所得收支順差增為5,811百萬美元，較上年同季增加202百萬美元或3.6%。

經常移轉方面，本季經常移轉收入及支

圖2 經常帳



出分別為1,681百萬美元及2,460百萬美元，淨支出增為779百萬美元，較上年同季增加401百萬美元或106.1%，主要係工作者匯出款增加。

本季雖經常移轉逆差擴大，惟商品、服務及所得順差均增加，使經常帳順差大幅增為22,004百萬美元，為歷年單季最高，較上年同季增加6,946百萬美元或46.1%(圖2)。

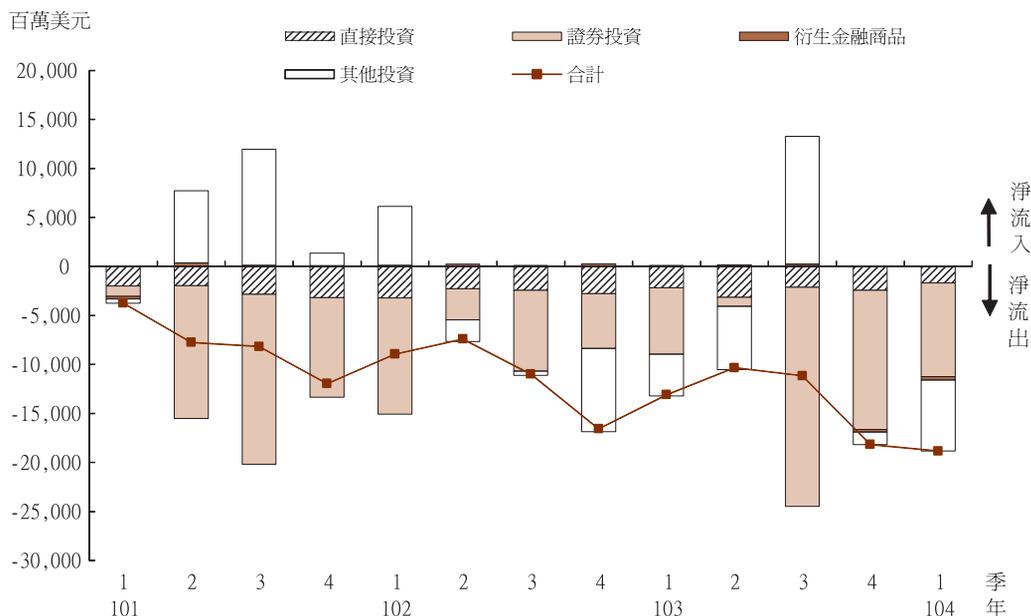
二、資本帳

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27百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨流出18,836百萬美元。其中直接投資呈淨流出1,663百萬美元，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2,721百萬美元及淨流入1,058百萬美元。證券投資呈淨流出9,580百萬美元，其中居民對外證券投資淨流出14,220百萬美元，主要係保險公司投資國外證券增加；非居民證券投資呈淨流入4,640百萬美元，主要係外資增持台股。衍生金融商品呈淨流出352百萬美元。其他投資呈淨流出7,241百萬美元，主要係銀行外幣資金充裕，償還國外聯行往來資金(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69,836百萬美元，較上年同季減少2,914百萬美元或4.0%；商品進口計55,881百萬美元，較上年同季減少10,005百萬美元或15.2%。由於進口減幅大於出口減幅，商品貿易順差增為13,955百萬美元，較上年同季增加7,091百萬美元或103.3%。

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

就貿易結構而言，出口方面，本季農產

品出口增加0.5%，工業產品及農產加工品出口則分別減少4.2%及6.9%。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80.4%)，較上年同季減少5.2%。進口方面，資本設備較上年同季減少9.4%，主要因機械與精密儀器減少；消費品增加12.4%，主要係因手機、小客車及紡織品進口增加；農工原料則因國際原油價格仍處低檔，礦產品及塑化原料進口大減，本季減少19.4%。

就主要貨品而言，與上年同季比較，出口以「礦產品」、「化學品」與「塑膠、橡膠及其製品」減額最大，達出口總減額的1.4倍；進口方面則以「礦產品」、「化學品」與「機械」減額較大，合計占進口減額的1.1

倍。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對東協六國出口較上年同季減少1,435百萬美元或10.2%，為出口減額最大的地區；其次為中國大陸（含香港，以下同），較上年同季減少1,256百萬美元或4.4%。進口方面，由於國際原油價格仍低，自中東進口較上年同季減少5,131百萬美元或47.0%最大；其次為歐洲，減少763百萬美元或12.1%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重39.0%最高，其次為東協六國的18.0%；美國及歐洲則占11.8%及8.9%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重19.5%最高，日本及東協六國則以17.1%及14.1%分居第二、三位。

二、服務

本季服務收入14,162百萬美元，較上年同季增加740百萬美元；服務支出11,145百萬美元，較上年同季增加686百萬美元。由於收入增額大於支出增額，服務收支順差由上年同季2,963百萬美元增為3,017百萬美元。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2,703百萬美元，較上

年同季增加201百萬美元，主要係國輪國際線貨運收入增加。運輸支出計2,495百萬美元，較上年同季減少166百萬美元，主要係國輪支付國際貨運費用減少。在收入增加、支出減少下，本季運輸由上年同季之淨支出轉為淨收入208百萬美元。

(二) 旅行

本季來台人次雖成長5.4%，惟來台旅客平均每人每日消費金額減少，旅行收入較上年同季略減14百萬美元，為3,471百萬美元。旅行支出較上年同季增加685百萬美元至3,547百萬美元，主要係國人出國人次、平均每人每日消費金額均增加所致。由於收入減少、支出增加，旅行淨收入由上年同季的順差轉為逆差76百萬美元。

(三) 其他服務

其他服務包括通訊、營建、保險、金融、電腦與資訊、專利權使用費、三角貿易、營運租賃、專業技術事務服務及個人、文化與休閒以及政府服務等項目。本季其他服務收入計7,988百萬美元，較上年同季增加553百萬美元，主要係三角貿易淨收入增加。其他服務支出計5,103百萬美元，較上年同季增加167百萬美元，主要係營運租賃及營建支出增加。由於收入增額大於支出增額，本季其他服務淨收入為2,885百萬美元，較上年同季增加386百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	104年第1季			103年第1季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2)	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4)	(5) 收入	(6) 支出
服務	14,162	11,145	3,017	13,422	10,459	2,963	740	686
一、運輸服務	2,703	2,495	208	2,502	2,661	-159	201	-166
(一)客運	661	406	255	683	419	264	-22	-13
(二)貨運	1,871	961	910	1,709	1,226	483	162	-265
(三)其他	171	1,128	-957	110	1,016	-906	61	112
二、旅行	3,471	3,547	-76	3,485	2,862	623	-14	685
三、其他服務	7,988	5,103	2,885	7,435	4,936	2,499	553	167
(一)通訊	123	141	-18	118	138	-20	5	3
(二)營建	103	207	-104	118	73	45	-15	134
(三)保險	139	222	-83	142	259	-117	-3	-37
(四)金融	347	87	260	292	104	188	55	-17
(五)電腦與資訊	338	221	117	265	165	100	73	56
(六)專利權、商標等使用費	263	835	-572	154	1,090	-936	109	-255
(七)其他事務服務	6,556	3,177	3,379	6,232	2,867	3,365	324	310
1. 三角貿易及與貿易有關服務	5,185	1,103	4,082	4,925	993	3,932	260	110
2. 營運租賃	56	492	-436	52	338	-286	4	154
3. 專業技術與雜項	1,315	1,582	-267	1,255	1,536	-281	60	46
(八)個人、文化與休閒服務	50	62	-12	48	57	-9	2	5
(九)不包括在其他項目的政府服務	69	151	-82	66	183	-117	3	-32

三、所得

所得包括薪資所得及投資所得。本季所得收入7,726百萬美元，較上年同季增加370百萬美元，主要係外匯資產投資所得增加；所得支出1,915百萬美元，較上年同季增加168百萬美元，主要係支付外資來台直接投資所得增加。由於收入增額大於支出增額，本季所得收支順差較上年同季增加202百萬美元至5,811百萬美元(表3)。

四、經常移轉

本季經常移轉收入計1,681百萬美元，較上年同季減少108百萬美元；支出計2,460百萬美元，較上年同季增加293百萬美元，主要係工作者匯出款增加。由於收入減少、支出增加，本季經常移轉淨支出由上年同季的378百萬美元增為779百萬美元。

表3 所得及經常移轉

單位：百萬美元

	104年第1季			103年第1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	7,726	1,915	5,811	7,356	1,747	5,609	370	168
一、薪資所得	216	91	125	213	82	131	3	9
二、投資所得	7,510	1,824	5,686	7,143	1,665	5,478	367	159
(一)直接投資	1,540	660	880	1,624	488	1,136	-84	172
(二)證券投資	468	752	-284	478	759	-281	-10	-7
(三)其他投資	5,502	412	5,090	5,041	418	4,623	461	-6
經常移轉	1,681	2,460	-779	1,789	2,167	-378	-108	293

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18,836百萬美元。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

	104年第1季			103年第1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	-2,721	1,058	-1,663	-3,133	957	-2,176	412	101
(一)對外直接投資	-2,721	—	-2,721	-3,133	—	-3,133	412	—
(二)來台直接投資	—	1,058	1,058	—	957	957	—	101
二、證券投資	-14,220	4,640	-9,580	-11,650	4,884	-6,766	-2,570	-244
(一)股權證券	-5,726	5,296	-430	-4,611	5,280	669	-1,115	16
(二)債權證券	-8,494	-656	-9,150	-7,039	-396	-7,435	-1,455	-260
1.債券與票券	-8,095	-656	-8,751	-7,365	-396	-7,761	-730	-260
2.貨幣市場工具	-399	0	-399	326	0	326	-725	0
三、衍生金融商品	1,869	-2,221	-352	1,450	-1,322	128	419	-899
四、其他投資	-2,136	-5,105	-7,241	-14,508	10,234	-4,274	12,372	-15,339
(一)貿易信用	698	-213	485	-110	-8	-118	808	-205
(二)借款	-3,083	2,093	-990	-4,492	5,509	1,017	1,409	-3,416
(三)現金與存款	3,059	-8,355	-5,296	-7,390	5,218	-2,172	10,449	-13,573
(四)其他	-2,810	1,370	-1,440	-2,516	-485	-3,001	-294	1,855
合 計	-17,208	-1,628	-18,836	-27,841	14,753	-13,088	10,633	-16,381

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1,663百萬美元。其

中，對外直接投資呈淨流出2,721百萬美元，投資地區仍以中國大陸居首，主要投資行業為金融及保險業、不動產業、與電腦、電子

產品業；非居民來台直接投資淨流入1,058百萬美元，主要投資行業為批發及零售業、金融及保險業以及不動產業。

二、證券投資

本季證券投資呈淨流出9,580百萬美元。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14,220百萬美元。其中股權證券與債權證券分別呈淨流出5,726百萬美元與8,494百萬美元。

(二) 負債方面

本季非居民投資國內證券呈淨流入4,640百萬美元，其中股權證券投資淨流入5,296百萬美元，主要係外資增持台股。債權證券投資淨流出656百萬美元，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352百萬美元，資產方面淨流入1,869百萬美元，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2,221百萬美元，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7,241百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

(一) 資產方面

居民對外其他投資呈淨流出2,136百萬美元，表示居民對非居民之其他債權增加。其中，貿易信用淨流入698百萬美元；貸款淨流出3,083百萬美元，主要係OBU國外放款增加；現金與存款淨流入3,059百萬美元，主要係民間部門收回國外存款；其他資產呈淨流出2,810百萬美元，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5,105百萬美元，表示居民對非居民之其他負債減少。其中，貿易信用淨流出213百萬美元；借款淨流入2,093百萬美元，主要係銀行增加國外短期借款；現金與存款淨流出8,355百萬美元，主要係銀行外幣資金充裕，償還國外聯行往來資金；其他負債呈淨流入1,370百萬美元，主要係銀行部門國外應付款增加。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加3,811百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

104年第1季，由於活期性存款成長大抵減緩，M1B日平均年增率大致下滑，M2則受資金匯入以及銀行放款與投資成長影響，年增率仍續呈上升走勢；至5月，M1B、M2日平均年增率分別為6.18%及6.81%(表1)。由於面臨全球主要經濟體貨幣政策不一、景氣復甦不如預期以及中國經濟動能放緩等三大變數，加以市場預期FED升息機率提高，均將加劇國際資金波動，國內貨幣總計數成長之不確定性升高。

鑑於全球經濟成長和緩，益以國內產出

缺口仍為負值，通膨預期溫和，為有助物價與金融穩定，並促進經濟成長，本行本季各項貼放利率仍維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩(圖3)。本季底，五大銀行一年期存款固定利率為1.36%，平均放款基準利率為2.883%，兩者均與上季底相同，至5月底亦均維持不變。在五大銀行新承做放款利率方面，由於受新承做政府借款變動影響，五大銀行新承做放款利率先降後升，104年5月為1.803%，較103年12月之1.655%上升0.148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/ 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
3	6.23	5.87	6.57	7.53	6.15	5.14	5.57
4	5.97	5.85	6.53	6.68	6.45	4.72	5.16
5	5.94	6.18	6.81	6.39	6.63	4.58	5.06

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

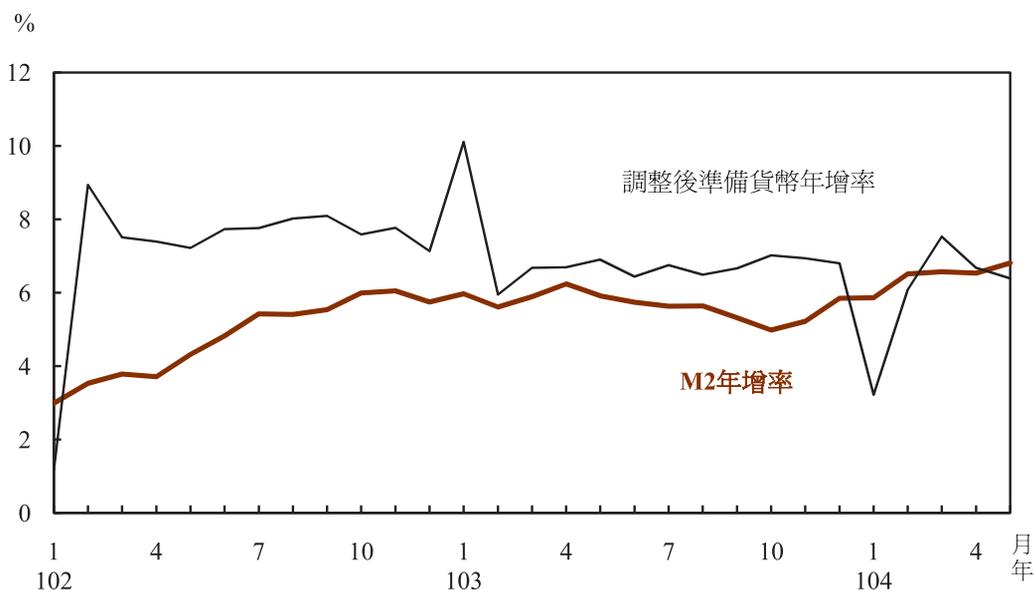
貳、準備貨幣年增率下降

104年第1季日平均準備貨幣年增率為5.61%，較上季之6.92%為低，主要係交易性貨幣的支票存款與活期存款成長減緩，使準備金需求減少所致。其中，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%，3月年增率續升至7.53%。至於4月及5月，因通貨持續回籠，加上活期性存款比重下降使準備金需求減少，準備貨幣年增

率略降，分別為6.68%及6.39%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，104年第1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，日平均準備貨幣金額較上季增加。至於104年4月及5月，日平均準備貨幣金額則轉呈下降。

圖1 準備貨幣及M2年增率



參、貨幣總計數M2年增率持續成長

104年第1季，由於活期性存款成長大抵減緩，M1B日平均年增率較上年第四季略為下滑，至5月為6.18%；M2則受資金匯入以及銀

行放款與投資成長影響，日平均年增率大致仍續呈上升走勢，至5月為6.81%，累計1至5月M1B及M2平均年增率為5.81%及6.46%。

肆、存款年增率上升

104年第1季全體貨幣機構存款呈上升趨勢，年增率由103年第4季底的5.91%上升至104年第1季底的6.15%，主要係外資大幅淨匯入所致。4月至5月因外資持續淨匯入，年增率升至5月底的6.63%(圖2)。

就各類存款觀察，活期性存款方面，由於節後資金需求下降，部分活期性存款流向定期性存款，年增率由103年第4季底的5.83%降至104年第1季底的5.18%；4月底因股市量能持續放大，年增率上升至5.53%；5月受企業繳稅及股市下修影響，活期性存款減少，惟因上年同期有金控公司將存放子銀行的活期存款轉為對該行的增資款，致比較基期較低，年增率升至6.32%。定期性存款¹方面，由於上述春節因素，加上貨幣市場基金回補銀行基金專戶存款，年增率由103年第4季底的6.07%升至104年第1季底的6.90%，4月至5月，由於貿易淨收入持續增

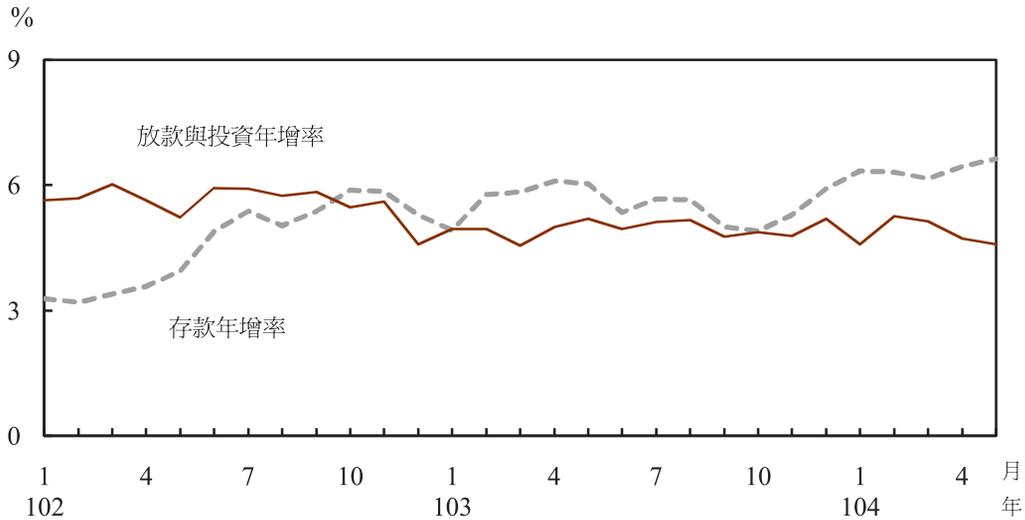
加，加上企業發行海外公司債，以及銀行推出外幣優利存款，致外匯存款增加，年增率升至5月底的7.20%。

政府存款方面，本季因春節發放年終獎金，年增率由103年第4季底之2.83%降至104年第1季底之0.55%。4月因國營事業盈餘繳庫較多，年增率續升至1.49%；5月因稅課收入增加致政府存款餘額上升，惟因上年同期稅款較預期增加為多致基期較高，年增率轉呈衰退2.63%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由103年第4季底之34.60%降至104年第1季底之34.12%，定期性存款比重由103年第4季底之62.98%續升至104年第1季底之63.53%，政府存款比重則由103年第4季底之2.42%續降至104年第1季底之2.35%。104年5月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為33.98%、63.53%及2.49%。

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

圖2 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



伍、銀行放款與投資年增率下降

104年第1季底全體貨幣機構放款與投資餘額，以成本計價較上季底增加4,276億元，其中放款與投資分別增加1,952億元與2,324億元；放款與投資年增率由上季底之5.20%下降為5.14%，主要係因相對於上季底，104年第1季底對民間部門及政府之債權成長減緩所致。由於對政府及民間部門之債權成長持續減緩，104年4月底，放款與投資年增率降至4.72%，5月底續降至4.58%(圖2)。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，104年第1季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之4.11%降為3.76%，4月底降至3.36%，5月底續降至3.16%。

就放款與投資之對象別觀察，104年第1季底全體貨幣機構對民間部門及政府債

權年增率較上季底減少，分別為5.57%及4.40%；主要係景氣趨緩及房市降溫，造成全體貨幣機構對民間部門放款成長減緩，以及104年第1季全國稅收創近15年同期新高，造成全體貨幣機構對政府放款衰退擴大所致。至於對公營事業債權的衰退幅度則改善至-0.38%，主要係對其放款衰退減緩所致。104年5月底對政府、公營事業及民間部門債權年增率分別降為3.45%、-0.52%及5.06%。比重方面，104年第1季底對民間部門債權比重由上季底之80.57%降為79.77%，104年5月底則回升至80.11%；對政府債權比重由上季底之15.66%升為16.40%，5月底則降至16.08%；對公營事業債權比重由上季底之3.77%升為3.83%，5月底則降為3.81%。

在全體銀行對民營企業放款行業別方

面，104年第1季對民營企業放款餘額較上季底減少774億元，其中以對製造業放款減少1,365億元為大宗，對服務業²則增加615億元；104年5月底，對民營企業放款餘額，較104年第1季底增加484億元，其中，對服務業增加736億元，對製造業則減少320億元。就各業別比重而言，104年第1季底對服務業

放款比重較上季底上升為52.13%，對製造業放款比重則較上季底下降為43.47%，至於對營造業放款比重，則由2.94%略升為2.95%。104年5月底對服務業放款比重較104年第1季底上升為52.64%，對製造業放款比重降至42.92%，對營造業放款比重則升為2.99%。

陸、銀行業利率持穩

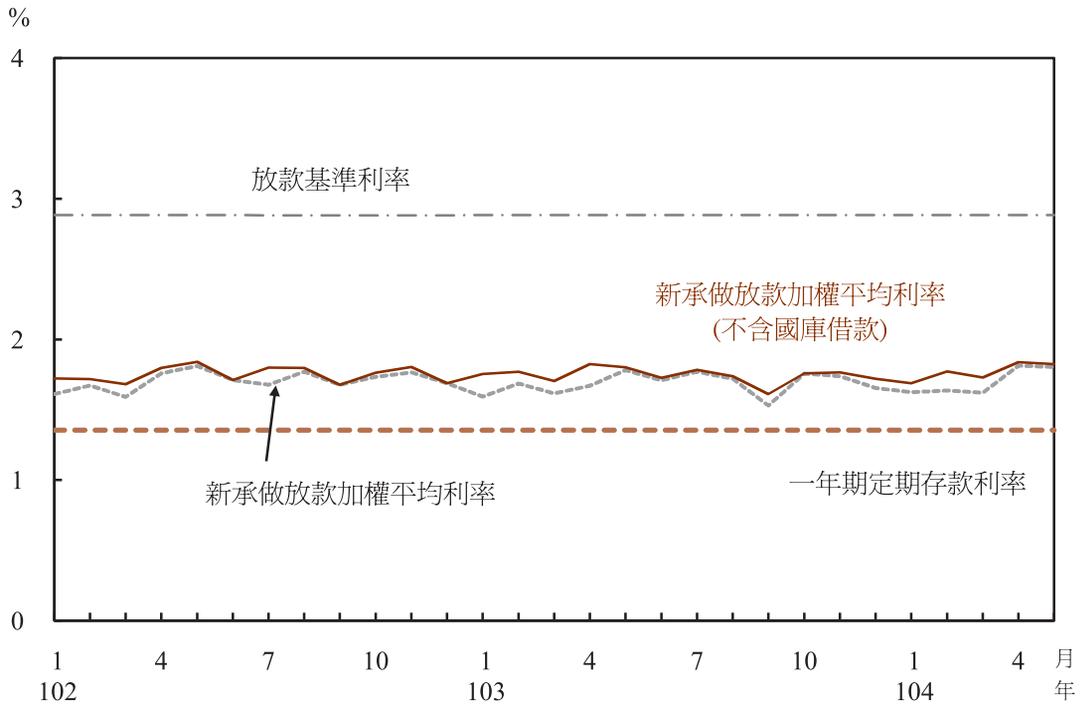
104年第1季國內經濟成長尚屬穩健，惟全球景氣復甦步調緩慢，為維持物價與金融穩定，並協助經濟成長，本行各項貼放利率維持不變，主要銀行存、放款利率亦大致持穩(圖3)。以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，本季底五大銀行一年期存款固定利率為1.36%，與上季底相同，至5月底維持不變。放款基準利率方面，本季底五大銀行平均放款基準利率為2.883%，與上季底相同，至5月底維持不變。

在新承做放款利率方面，五大銀行新承

做放款加權平均利率自103年12月之1.655%下降至104年3月之1.621%，之後平均利率回升，主要受新承做政府借款金額先增後減，牽動週轉金貸款利率先降後升所致，5月升至1.803%，較103年12月上升0.148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12月之1.720%上升至104年3月之1.728%，5月再升為1.825%，較103年12月上升0.105個百分點。

² 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

本(104)年以來，全球景氣恢復不如預期，衝擊國內出口，民間投資成長亦低於預期，經濟成長略緩，本行透過公開市場操作，調節市場資金，維持銀行超額準備於適中水準，金融業隔夜拆款加權平均利率持穩於0.387%左右；貨幣機構日平均淨超額準備由上(103)年第4季平均之278億元上升至本年第1季平均之375億元，本年4至5月平均回降至310億元。

以下分別就本年1月至5月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

一、資金情勢

本年第1季貨幣機構日平均淨超額準備平均為375億元，較上年第4季平均之278億元為高，市場資金大致呈現寬鬆情勢(圖1)。就各月資金情勢觀察，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攀升至443億元；3月則因政府發行公債與國庫券，以及農曆春節後，通貨開始回籠，本行持續發行定存單，收回市場餘裕資金等因素，日平均淨超額準備回降至291億元；4月復因外資大量匯入資金及國庫

借款到期等寬鬆因素影響，日平均淨超額準備回升為348億元；5月受通貨持續回籠、稅款繳庫及政府發行公債等緊縮因素影響，日平均淨超額準備轉降至272億元。

二、利率走勢

鑑於全球景氣復甦仍緩，在國內經濟成長尚屬穩定、產出缺口持續為負，以及通膨展望溫和的情況下，本行自100年7月1日升息後，迄今未再調息，政策利率維持不變，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.875%、2.25%及4.125%。

金融業隔夜拆款利率方面，由於市場資金充裕，本行持續透過公開市場操作，維持銀行超額準備於適中水準，金融業隔夜拆款加權平均利率亦持穩於0.387%左右(表1)。至於票券市場短期利率方面，由於市場資金充裕，利率走勢相對穩定，其中商業本票1-30天期發行利率由上年12月之0.83%下降至本年5月之0.77%，次級市場利率則由0.62%下降至0.57%；同期間，31-90天期發行利率由0.87%下降至0.82%，次級市場利率亦由0.68%下降至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

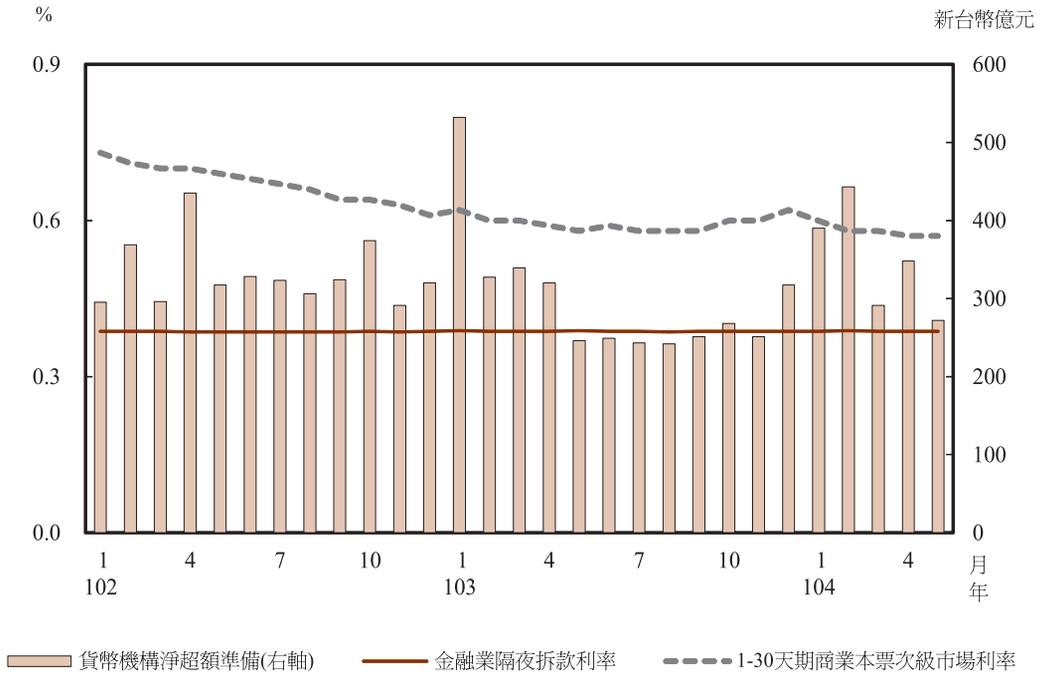


表1 貨幣市場利率

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 ^註				
		初級市場			次級市場			初級市場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
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/ 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	—
3	0.387	0.78	0.87	0.79	0.58	0.63	0.70	0.845	0.930	1.050	0.585	0.778
4	0.387	0.78	0.87	0.80	0.57	0.65	0.71	0.870	0.930	1.050	0.571	0.755
5	0.387	0.77	0.82	0.78	0.57	0.64	0.67	0.870	0.930	1.050	0.557	0.728

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

本年5月底票券流通餘額合計為1兆7,665億元，較上年第4季底增加1,253億元(表2)。其中商業本票增加1,115億元最多，主要係票券市場短期利率維持低檔，吸引部分公、

民營企業大量發票，以取得較為低廉資金，致商業本票餘額持續走揚；至於國庫券增加187億元，主要係配合國庫資金調度需要，發行金額較償還金額為多所致。另可轉讓定期存單餘額減少53億元；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	-	-	-	73,116	70,232	10,236	242	256	43	5,869	6,269	2,311
102	98,090	96,127	16,502	3,246	3,050	2,146	-	-	-	88,274	86,518	11,992	235	235	42	6,335	6,323	2,323
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/ 5	8,919	8,556	17,660	245	0	2,341	-	-	-	8,068	8,157	13,278	21	14	47	584	385	1,994
6	8,861	9,433	17,089	0	491	1,850	-	-	-	8,009	8,273	13,015	20	24	43	832	645	2,181
7	9,636	9,041	17,684	200	450	1,600	-	-	-	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
3	10,962	10,974	17,802	350	550	1,737	0	0	0	9,973	9,816	14,185	21	23	41	618	584	1,839
4	10,588	9,891	18,500	250	200	1,787	0	0	0	9,622	9,227	14,580	19	18	42	697	446	2,091
5	9,242	10,076	17,665	0	300	1,487	0	0	0	8,621	9,018	14,183	18	14	46	603	745	1,949

貳、債券市場

104年第1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2,053億元，較上季增加529億元；公司債方面，104年第1季國內公司債發行規模為493億元，較上季減少297億元；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596億元，較上季減少1,188億元；至於國際債券方面，104年第1季國外金融機構發行總額折合新台幣為1,780億元，較上季增加197億元。

債券流通市場方面，由於農曆春節交易日減少，104年第1季債券交易量減少為16兆4,140億元，較上季減少6,667億元或-3.9%。

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

104年第1季中央政府發行甲類建設公債2,053億元，發行年期有2年、3年、5年、10年、20年及30年期。就各期別公債得標利率觀察，因FOMC召開利率決策會議，美國並無跡象顯示將在短期內升息，5年及20年期公債發行得標利率較上季分別下降24個基本點及19個基本點，10年及30年期則分別微升2個基本點及4個基本點；就行業得標比重觀察，104年第1季平均仍以銀行業得標比重為最高63.18%，其次為證券業的21.18%，再次為保險業的9.33%，至於票券業平均只標得6.31%。累計至104年第1季底，中央政府公債發行餘額為5兆2,938億元，較上季底減少447億元或-0.84%，至104年5月底發行餘額則增至5兆3,838億元。

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
104甲1	104.01.09	3	350	0.801	62.43	26.14	11.43	0.00
104甲2	104.01.23	20	318	2.080	64.15	16.35	0.63	18.87
104甲3	104.02.09	2	325	0.640	73.08	20.46	6.46	0.00
104甲4	104.02.13	30	310	2.400	44.84	13.39	7.90	33.87
104甲5	104.03.13	10	400	1.649	71.63	17.49	4.25	6.63
104甲6	104.03.27	5	350	1.001	60.43	32.43	7.14	0.00

※為增額公債；△為可分割公債。

(二) 直轄市政府公債

億元，均由高雄市政府發行。104年5月底發

104年4月直轄市政府公債發行總額為82

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	77,496	6,650	47,763	234	1,581	4,825	16,195	1,804	10,221	769	1,483	60	252
102	12,643	82,839	6,419	50,682	-	1,413	4,660	18,653	1,103	10,298	80	1,351	381	441
103	18,793	93,272	6,753	53,385	-	1,017	3,604	20,130	3,975	12,736	85	1,187	4,376	4,817
103/ 5	1,528	84,787	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	563
7	1,768	87,001	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	1,811
9	2,511	89,105	400	52,261	-	1,091	260	20,008	428	11,339	-	1,172	1,424	3,234
10	1,975	90,423	645	52,506	-	1,091	279	20,122	427	11,663	-	1,181	625	3,860
11	1,981	92,110	579	53,085	-	1,018	115	20,085	711	12,307	-	1,179	576	4,436
12	1,725	93,272	300	53,385	-	1,017	397	20,130	646	12,736	-	1,187	381	4,817
104/ 1	1,319	93,443	668	53,253	-	1,017	165	20,162	106	12,731	-	1,082	380	5,197
2	1,626	94,577	635	53,488	-	1,017	85	20,181	132	12,838	-	1,081	774	5,972
3	1,977	94,903	750	52,938	-	1,017	244	20,254	358	13,018	-	1,079	625	6,597
4	958	95,257	300	53,238	82	1,099	89	20,151	106	12,791	-	1,000	382	6,979
5	2,075	96,958	600	53,838	-	1,099	255	20,227	179	12,787	-	988	1,042	8,020

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。

行餘額為1,099億元，台北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分別為390億元及709億元。

(三) 公司債

104年第1季公司債發行總額為493億元，較上季減少297億元或-37.6%。就發行內容觀察，前六大發債公司為富邦金、鴻海、台電、開發金、遠東新世紀及台聚，合計發債金額為343億元，占發行總額69%；就債券發行期限觀察，以5年期券占53%為最大宗，其次為3年期券的27.5%，加權平均發行利率分別為1.41%及1.23%；與上季比較，5年期利率較上季之1.44%下降3個基本點，3年期則較上季之1.42%下降19個基本點。截至104年第1季底，公司債發行餘額為2兆254億元，較上季底增加125億元或0.62%，至104年5月底發行餘額續增為2兆227億元。

(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。104年第1季有11家本國銀行發行以新台幣、人民幣及美元計價之金融債券，總金額為596億元，由於基期過高，較上季減少1,188億元或-66.61%，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21%及68%；人民幣計價之金融債券，以第

一順位債券為主，發行期間主要為2年期券及3年期券，分別占51%及49%；美元計價之金融債券，以第一順位債券為主，發行期間均為30年期券。累計至104年第1季底，金融債券發行餘額為1兆3,018億元，較上季底增加282億元或2.21%，至104年5月底發行餘額則增至1兆2,787億元。

(五) 資產證券化受益證券

104年第1季資產證券化受益證券商品無新案發行，累計至本季底資產證券化受益證券發行餘額為1,079億元，較上季底減少108億元或-9.12%，至104年5月底發行餘額則減至988億元。

(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5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，104年第1季國際債券發行總額折合新台幣為1,780億元，較上季增加197億元。累計至104年第1季底，國際債券發行餘額折合新台幣為6,597億元，較上季底增加1,780億元或37%。至104年5月底發行餘額增為新台幣8,020億元。

二、流通市場

104年第1季，受國際油價止跌回升影響，致國內10年期指標公債殖利率上漲，至3月9日為1.65%高點；嗣因FOMC召開利率

決策會議，美國並無跡象顯示將在短期內升息，致美債殖利率下跌，國內10年期指標公債殖利率亦隨之走跌，至當季底為1.61%，104年4月及5月10年期指標公債殖利率平均分別為1.54%及1.57%。

由於農曆春節交易日減少，致104年第1季國內整體債市交易金額較上季減少6,667億元或-3.9%，其中，附條件交易減少15,577億元或-7.63%，買賣斷交易增加8,910億元或32.85%。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81.1%下降

至當季之75%，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之18.9%升至當季之25%。若就各類債券交易來看，104年第1季以政府公債交易比重占67%為最高，交易金額為11兆618億元，其次依序為公司債4兆3,815億元、金融債券5,984億元、外國債券與國際債券3,608億元及資產證券化受益證券115億元。104年4月至5月債券累計交易金額為10兆3,745億元，較上年同期減少1兆4,329億元或-12.14%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

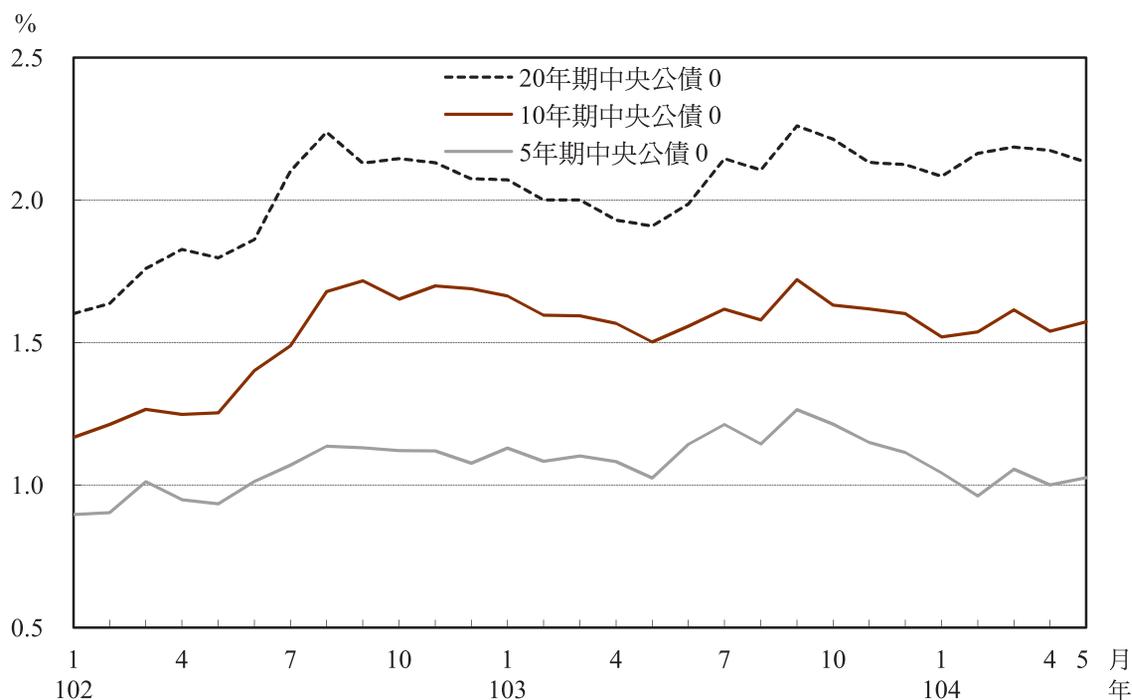


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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	681,160	78.7
102	692,261	136,953	19.8	555,308	80.2
103	680,324	147,060	21.6	533,264	78.4
103/ 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	58,443	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	61,590	15,695	25.5	45,894	74.5
2	38,854	8,247	21.2	30,607	78.8
3	63,697	17,174	27.0	46,523	73.0
4	53,259	11,664	21.9	41,594	78.1
5	50,486	12,352	24.5	38,134	75.5

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	144,744	11,185	18,592	1,034	215
102	692,261	514,905	148,634	8,070	19,485	764	403
103	680,324	497,765	142,969	7,539	24,833	895	6,324
103/ 5	55,751	42,205	10,551	511	2,381	68	36
6	55,390	41,545	10,912	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	58,443	41,546	13,612	606	1,851	83	744
11	53,413	35,817	13,616	544	2,352	65	1,018
12	58,952	37,135	17,427	720	2,917	48	706
104/ 1	61,590	43,402	15,021	639	1,894	35	599
2	38,854	24,221	10,990	386	1,584	29	1,644
3	63,697	42,995	16,096	683	2,506	52	1,365
4	53,259	35,938	13,846	613	2,109	27	725
5	50,486	32,995	13,092	584	2,437	21	1,357

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

104年年初以來，因各國紛紛調降利率及歐洲央行實施量化寬鬆政策，激勵國際主要股市走升，外資買超台股，加上金管會宣布「證券市場揚升計畫」，帶動指數震盪走高至4月27日之9,973點，當日盤中一度突破萬點。隨後在歐美股市下跌，國內經濟表現轉弱，電子業逢淡季並調整庫存，以及外資對台股偏空操作之下，台股回檔下修，至5月29日為9,701點，較103年底上漲4.23%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

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。

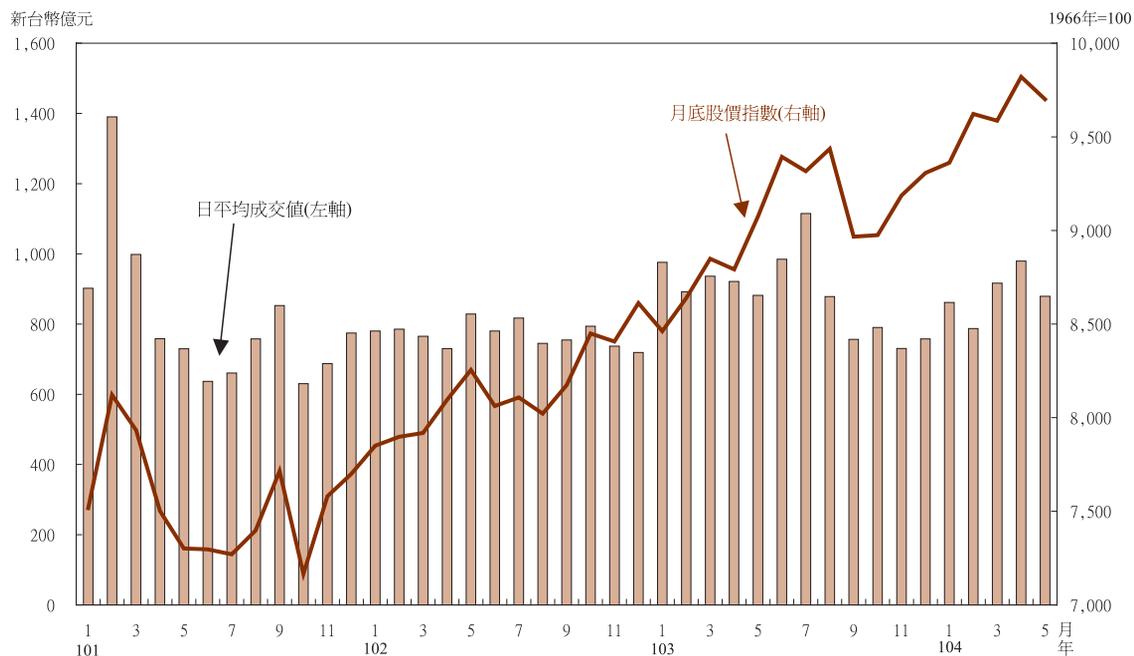
104年2月份股市維持高檔盤整走勢，2月底加權指數較上月底上漲2.78%。此期間主要利多因素包括：1.外資大幅買超；2.國際股市維持高檔；3.行政院金管會公布「證券市場揚升計畫」。

104年3月份股市先升後跌，3月底加權指數較上月底略跌0.37%。3月1日至23日股市走升，此期間主要利多因素包括：1.中國大陸降息與歐版量化寬鬆政策啟動，國際股市上揚；2.消費者信心指數持續上升。3月24日至31日股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.歐美股市拉回修正；2.台積電發出業績警訊；3.外資賣超台股。

104年4月份股市先升後跌，4月底加權指數較上月底上漲2.44%。4月1日至27日股市走升，此期間主要利多因素包括：1.外資大幅買超台股；2.國際主要股市走多；3.消費者信心指數創新高。4月28日至30日股市自高點回落，此期間主要利空因素包括：1.景氣對策信號轉為藍燈；2.外資對台股態度轉中性；3.電子業步入庫存調整期。

104年5月份股市回檔整理，5月底加權指數較上月底下跌1.21%。此期間主要利空因素包括：1.歐美等國際股市轉弱；2.電子股淡季調整，法說會展望亦偏弱；3.逢報稅季節，資金排擠效應；4.出口持續衰退，主計總處下修本年經濟成長率。

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(表7)，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%。

104年3月份類股漲跌各半。其中，紡織類股升勢延續；上漲3.65%；建材營造類股受惠於329檔期傳統旺季，上漲3.51%；橡膠類股則因廠商營收紛紛較去年同期下滑，致指數下跌3.93%。

104年4月份多數類股上漲。其中，油電燃氣類股在油價回升帶動下，大漲14.45%；金融保險類股在台滬通題材吸引外資買盤進駐下，上漲9.83%；塑膠類股則受惠國際油價跌勢已止穩、庫存損失降低、塑化產品報價反彈及營收回溫等利多因素，上漲6.96%。

104年5月份多數類股下跌。其中，玻璃陶瓷類股受到中國大陸房市低迷及國內油電價仍處於相對低檔之影響，下跌11.51%最

多；航運類股因需求疲弱、運價低迷，下跌 9.39%。

9.65%；電器電纜類股則因國際銅價滑落而

表7 集中市場各類股股價指數之變動

類股名稱 日期	加權指數	電子	金融保險	水泥	食品	塑膠	紡織纖維	電機機械	電器電纜	玻璃陶瓷	造紙
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
104年3月底	9586.4	380.7	1124.7	149.4	1276.4	226.1	577.0	163.3	37.4	56.1	168.2
104年4月底	9820.1	379.3	1235.2	149.0	1234.8	241.8	616.0	167.8	37.7	55.3	179.1
104年5月底	9701.1	381.6	1220.2	144.3	1292.7	230.6	616.1	161.8	34.1	48.9	166.9
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
104年3月底 與上月底比%	-0.37	-1.43	+0.79	+2.64	+1.61	+0.23	+3.65	-0.15	-0.69	-2.67	+1.31
104年4月底 與上月底比%	+2.44	-0.37	+9.83	-0.25	-3.26	+6.96	+6.76	+2.76	+0.75	-1.55	+6.47
104年5月底 與上月底比%	-1.21	+0.62	-1.21	-3.19	+4.69	-4.65	+0.01	-3.56	-9.39	-11.51	-6.84

類股名稱 日期	鋼鐵	橡膠	汽車	建材營造	航運	觀光	貿易百貨	油電燃氣	化學	生技醫療	其他
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
104年3月底	100.4	366.0	335.8	301.5	96.8	119.4	239.1	89.5	105.3	74.6	280.1
104年4月底	100.3	374.0	354.0	321.9	95.1	125.5	240.0	102.4	109.2	77.1	285.2
104年5月底	97.1	358.9	341.9	295.5	85.9	127.2	230.8	97.4	105.6	71.9	273.8
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
104年3月底 與上月底比%	-0.20	-3.93	+0.85	+3.51	+2.25	-2.65	-2.56	-0.19	+2.96	-0.93	+4.26
104年4月底 與上月底比%	-0.14	+2.19	+5.43	+6.77	-1.72	+5.09	+0.38	+14.45	+3.67	+3.34	+1.83
104年5月底 與上月底比%	-3.20	-4.06	-3.42	-8.18	-9.65	+1.37	-3.87	-4.92	-3.29	-6.76	-3.98

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，104年1月、2月、4月及5月，由於國內經濟穩步復甦，企業獲利持續增加，激勵外資買超台股；104年3月外資則因獲利了結，調節操作，賣超台股。

投信法人方面，在台股指數處於相對高

檔下，投信法人104年1至5月均逢高減碼賣超台股。

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。104年1月、2月及5月，因台股指數處於高檔，自營商逢高減碼，以致出現賣超；而3月及4月則因台股上漲而買超。

表8 集中市場機構投資人買賣超

單位：新台幣億元

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 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
104年 3月	-428	-142	56	-514
104年 4月	1,002	-53	139	1,088
104年 5月	311	-17	-39	255

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 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%。
- (二) 104年3月3日，金管會公布「證券市場揚升計畫」，共有8項策略，15項措施，其中，重要的放寬措施包括：放寬股市漲跌幅限制至10%、鬆綁融資融券限額，並研議擴大得為融資融券標的範圍等。
- (三) 104年3月16日，取消上市(櫃)公司證券停止過戶前應停止融資買進3日之限制，另停止融券賣出亦由5日縮短為4日。
- (四) 104年5月4日，為因應6月1日起台股漲跌幅從7%放寬至10%，融資擔保率新制自即日起先行調整，信用交易整戶擔保維持率從120%提高至130%。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

104年第1季（1至3月）新台幣對美元匯率最低為1月8日之32.006元，最高為1月27日之31.325元，差距為0.681元。季底新台幣對美元匯率為31.401元，較103年第4季底升值1.0%，對歐元、韓元、日圓與人民幣亦分別較第4季底升值14.2%、2.7%、1.5%與0.9%。

本季（104年第2季）底與上季（104年第1季）底比較，新台幣對歐元呈現貶值、對美元、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一籃通貨之加權平均匯價（以進出口比重為權數）升值0.9%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：3月中旬以後，美國經濟表現不如預期，美元升值力道減弱，加上外資匯入，推升新台幣對美元匯率，至4月29日達30.695元。爾後，美國公布第1季GDP表現不佳，且Fed會後決議聲明表示就業市場成長緩和，市場預期升息時點可能延後，惟5月初公布之經濟數據轉好，好壞消息參半，新台幣對美元匯率在30.752元至30.810元間盤整。5月中旬後，因美國零售數據不佳，美元再度走弱，5月22日新台幣對美元匯率達本季高點30.541元。其後，Fed主

席葉倫表示可能在本年適當時點升息，加深市場對升息之預期，美元隨即轉升。6月，外資轉呈淨匯出，新台幣對美元匯率持續貶值。本季底新台幣對美元匯率為31.070元，較上季底升值1.1%。就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季升值1.9%。

新台幣對歐元匯率：4月，歐元區公布之經濟數據好轉，CPI與PPI表現符合市場預期，歐洲央行總裁表示寬鬆政策的成效已逐漸顯現，經濟情況改善，歐元升值。5月，因歐元區第1季經濟較上季成長0.4%，較美國經濟為佳，歐元續升，5月14日歐元兌美元匯率升至1.1389元。爾後，Fed主席葉倫年內升息的談話，加深市場升息預期，美元強勁反彈，歐元轉呈走貶。6月歐洲央行決議維持基準利率不變，購債計畫仍維持至2016年9月，同時5月歐元區CPI指數上揚，加上德國工業訂單數據超乎市場預期，且上修今明兩年經濟成長率之下，歐元兌美元匯率再次轉升，6月18日達區間高點1.1380元。爾後因希臘協商破局，歐元轉貶。本季底新台幣對歐元匯率為34.7005，較上季底貶值2.7%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值3.8%。

新台幣對日圓匯率：4月，日本央行維持寬鬆政策不變，且下修經濟與通膨展望，惟在美國經濟亦表現不佳情況下，日

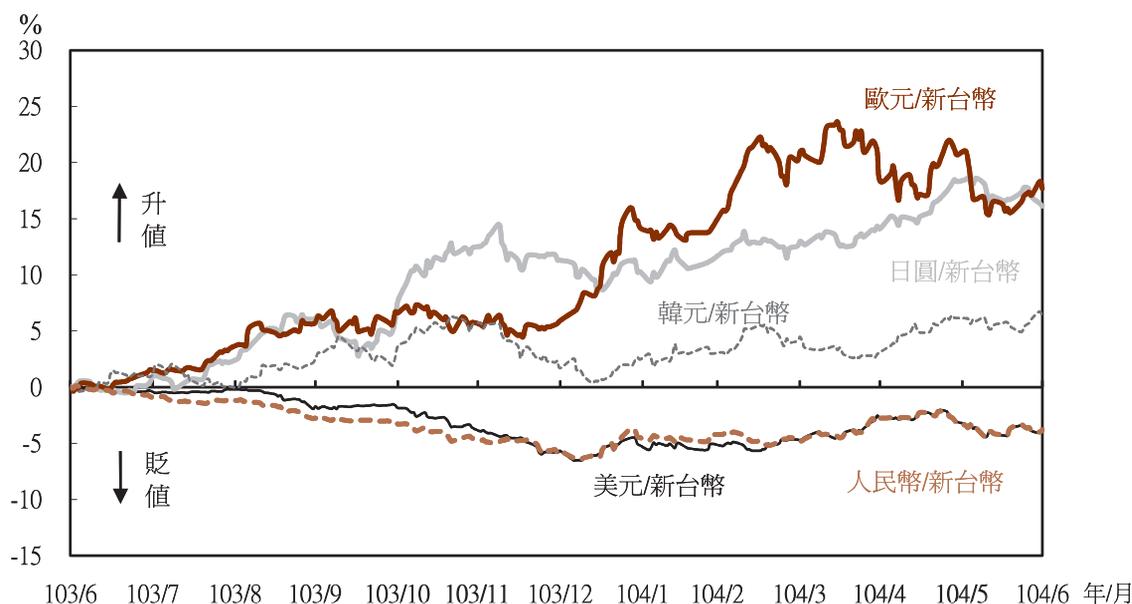
圓匯率受到支撐，在118.71元至120.64元間盤整。5月中旬過後，美元強勁反彈，日圓順勢回貶，6月8日日圓對美元貶至本季最低之125.22元，隨後日本央行總裁表示日圓匯率已低，進一步貶值將對經濟無利，日圓轉升。本季度新台幣對日圓較上季底升值2.8%；就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值3.9%。

新台幣對人民幣匯率：4月，中國大陸第1季國內生產毛額增長率僅7.0%，雖是6年多來最低水準，惟符合市場預期，人民幣短暫升值。然而內需不振，加上貿易表現不佳，中國大陸經濟下行風險增加，人民幣對美元匯率在6.1950元至6.2206元之間盤整。5月中公布之CPI與PPI數據皆不如預期，人行繼4月中調降存準率後，再次降息1碼。在

美國經濟表現亦不佳的情況下，5月匯率呈現穩定盤整態勢。月底因對Fed升息預期加深，美元反彈，加上中國大陸經濟數據依舊不如預期，人民幣對美元匯率走貶。6月，中國大陸公布5月CPI增幅不如預期，PPI依舊負成長，人行公布之最新經濟預測調降至7.0%，人民幣對美元匯率走貶。本季度新台幣對人民幣較上季底升值1.1%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值1.4%。

新台幣對韓元匯率：4月初因美國經濟數據不佳，美元走弱，國際資金流入亞洲地區，4月29日韓元對美元升至本季高點1,068.6元。然而因南韓出口減幅擴大，經濟轉趨疲弱，韓元對美元匯率轉貶。5月MERS疫情擴散，衝擊南韓內需，韓元對美元匯率

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與103/6/30比較)



持續走跌。6月，南韓央行降息，6月29日韓元對美元貶至本季低點1,125.3元。本季度新台幣對韓元較上季底升值1.6%；平均匯率而言，本季新台幣對韓元則較上季升值1.7%。

二、外匯市場交易

104年2月至104年4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19,768.0億美元，較上期（103年11月至104年1月，以下同）減少5.7%，日平均交易

淨額增為346.8億美元。其中，OBU外匯交易淨額為3,849.1億美元，較上期成長3.6%，占外匯市場總交易量19.5%。

各交易類別中，以即期交易最多，交易量為8,295.6億美元，較上期減少3.6%；換匯交易居次，交易量為7,602.0億美元，較上期減少7.9%；占外匯市場總交易量比重分別為42.0%及38.5%。匯率選擇權位居第三，交易量為2,458.0億美元，占外匯市場交易比重為12.4%，較上期減少10.4%。遠匯交易位居

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)¹

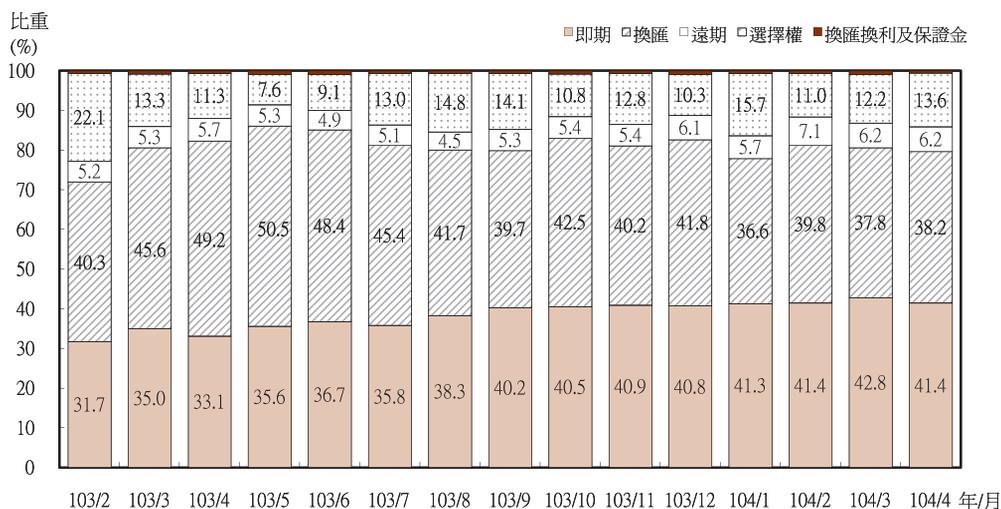
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	國內銀行 間新台幣 對外幣	遠期	新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ²	保證金 交易	換匯換利	匯率 選擇權	交易淨額	OBU 交易淨額	日平均總 交易淨額
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
103 / 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
2	205,977	197,753	59,996	35,250	2,594	1,763	1,349	54,840	496,932	90,814	33,129
3	325,761	287,316	78,116	46,733	4,390	2,266	5,298	93,033	760,406	145,021	34,564
4	297,826	275,132	85,082	44,530	3,400	2,008	2,064	97,904	719,464	149,076	35,973

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

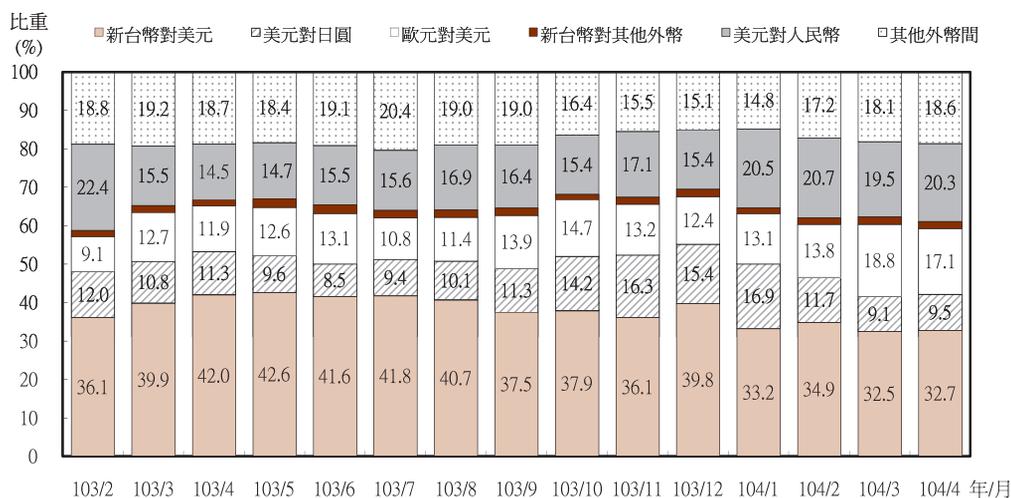


第四，交易量为1,265.0億美元，占外匯市場交易比重為6.4%，較上期增加6.0%(表9及圖5)。

按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，104年2月至4月的交易比重為33.2%，較上期減少3.0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65.0%，其中美元對人民幣交易比重為20.1%，較上期增加2.3個百分點；歐元對美元交易比重為16.9%，較上期增加4個百分點；美元對日圓交易比重為9.9%，較上期減少6.3個百分點；其他外幣間的交易比重為18.1%，較上期增加3個百分點(圖6)。

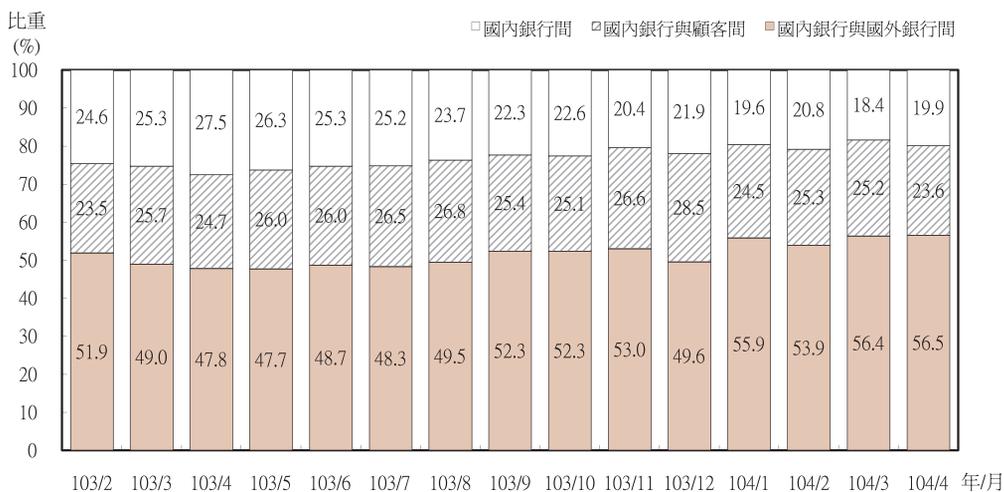
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，104年2月至4月交易比重為55.8%，較上期增加2.8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24.6%及19.6%，分別較上期減少1.8個百分點及0.9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)，104年2月換匯交易量為600.0億美元，較上月減少33.1%，主因除係市場美元資金充裕，銀行間透過換匯市場調度美元之需求減少外，2月適逢春節及228連假，銀行因應年關之資金調度，多提前於元月時辦理長天期之換匯交易，2月交易量因而降低。3月交易量為781.2億美元，較上月增加30.2%，主要因壽險業客戶3月換匯交易到期金額高，且適

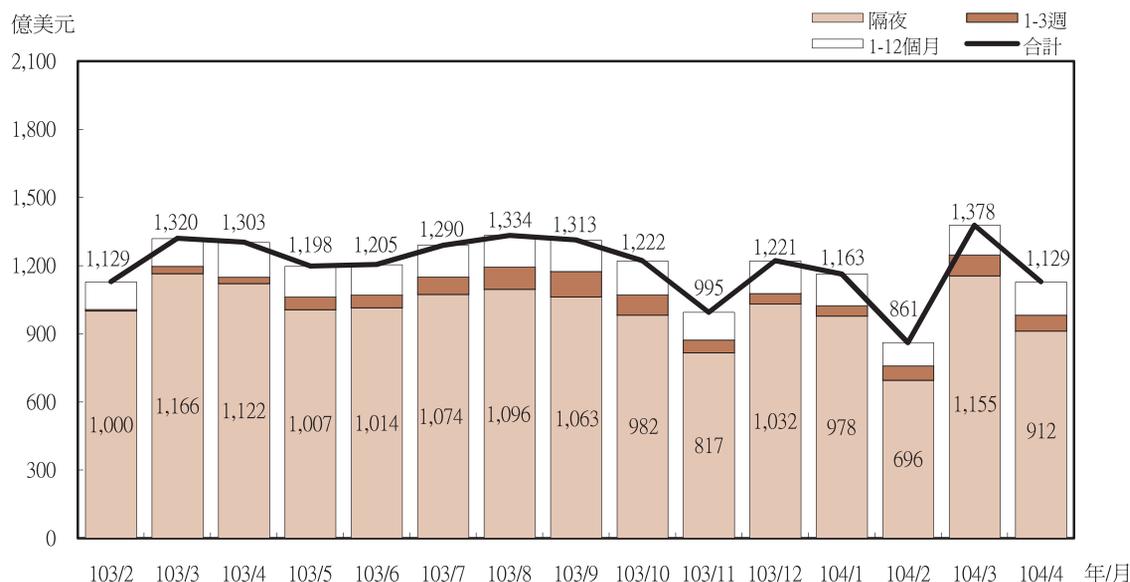
逢季底，資金調度需求亦高，透過銀行間換匯市場拋補金額增加，交易量上升。此外，由於部分銀行利用銀行間換匯市場調節短期多餘美元資金，使短天期換匯交易量亦增加。4月交易量為850.8億美元，較上月增加8.9%，主因為壽險業客戶SWAP到期金額高，且多辦理展期，致使銀行間換匯市場拋補金額增加；此外，因市場對Fed 6月升息預期降低，資金流向亞洲新興地區，銀行積極利用銀行間換匯市場調節美元資金。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，104年2月交易量為861.3億美元，較上月減少26.0%，主因2月營業日數少，加上市場資金充裕，銀行利用拆款市場調度資金的需求較

低所致。3月交易量为1,378.4亿美元，较上月成长60.0%，係因利率持续维持低档，银行多以隔夜拆款、短天期融通所需资金，周转率提高，交易量因而增加所致。4月交易

量为1,129.2亿美元，较上月减少18.1%，主要係国际资金持续汇入亚洲市场，银行外币存款增加，外币资金充足，银行减少拆款交易所致。

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

104年2月至4月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易金額為337.9億美元，較上期增加14.7%。其中，以外幣利率期貨金額170.5億美元最多，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10.6個百分點；外幣換利交易居次，交易金額為125.4億美元，所占比重為37.1%，較上期減少13.3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
103 / 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
2	3,993	0	56	3,598	251	32	16	7,946
3	6,108	600	672	6,364	306	29	87	14,166
4	2,443	1,600	146	7,084	283	14	109	11,679

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。

修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，同意開放農業金庫申請許可為外匯指定銀行，並開放指定銀行得發行外幣可轉讓定存單，且開放指定銀行兼營信託業辦理外幣計價之信託資金集合管理運用帳戶業務。此外，進一步擴大開放外匯衍生商品之範

圍，並簡化相關外匯業務申辦程序。

為滿足保戶資金調度需求及提升保險業競爭力，活絡外幣保單市場，修正「保險業辦理外匯業務管理辦法」，放寬保險業辦理以外幣收付之保險業務範圍，擴增財產保險與再保險業務；免除保戶辦理外幣保單質借需檢附支付需要證明，並取消每家保險業每年外幣放款總額5千萬美元及保戶不得將質借之外幣兌換為新臺幣之限制；經本行許可辦理外匯業務之保險業，得接受同一保險業之國際保險業務分公司委託代為處理國際保險業務。

國際經濟金融情勢（民國104年第1季）

壹、概述

本(2015)年第1季，日本因企業擴大投資，經濟成長率遠較上(2014)年第4季為佳；歐元區在部分國家經濟好轉帶動下，持續復甦；美國則因天候不佳、港口罷工及美元走強等因素，經濟負成長；中國大陸因內、外需持續疲軟，景氣續緩。展望下半年，預期歐元區受惠於量化寬鬆貨幣政策激勵，景氣可望回溫。在先進經濟體成長帶動下，全球

經濟將緩步成長。6月IHS Global Insight預測本年下半年全球經濟成長率稍高於上半年，全年為2.6%，略低於上年之2.7% (表1)。

物價方面，受葉門衝突影響中東原油供給及中國大陸累積戰備儲油需求增加影響，5月間國際油價大漲，爾後回檔盤整；穀物供給則受不良天候影響，致期貨價格自低點大幅攀升。IHS Global Insight預測本年全球

表1 經濟成長率

單位：%

區域別或國別	2013	2014	2015	
			(1)	(2)
全球	3.4 (2.6)	3.4 (2.7)	3.5	2.6
先進經濟體	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	2.4	1.8
OECD國家	1.4 (1.4)	1.8 (1.8)	1.9	1.9
美國	2.2	2.4	3.1	2.1
日本	1.6	-0.1	1.0	1.0
德國	0.1	1.6	1.6	1.8
英國	1.7	3.0	2.7	2.4
歐元區	-0.4	0.8	1.5	1.5
台灣	2.23	3.77	3.8	3.5
香港	3.1	2.5	2.8	2.6
新加坡	4.4	2.9	3.0	3.2
南韓	2.9	3.3	3.3	2.5
東協五國	5.2	4.6	5.2	-
泰國	2.9	0.9	3.7	3.0
馬來西亞	4.7	6.0	4.8	4.8
菲律賓	7.2	6.1	6.7	5.7
印尼	5.7	5.1	5.2	5.0
越南	5.4	6.0	6.0	6.3
中國大陸	7.7	7.4	6.8	6.5
印度	6.9	7.3	7.5	7.6
新興市場暨開發中經濟體	5.0	4.6	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IHS 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IHS Global Insight資料。

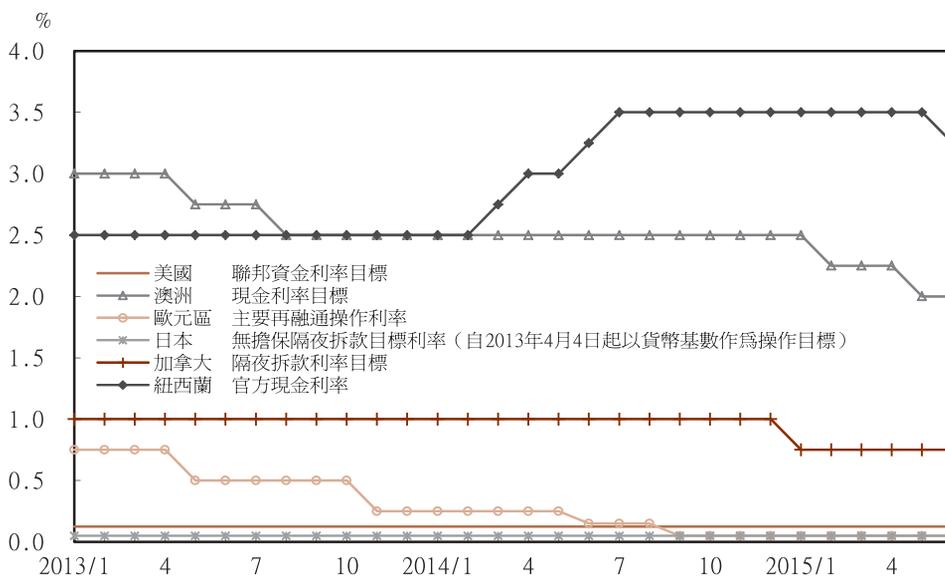
資料來源：IMF World Economic Outlook, April 2015、OECD's Economic Outlook, June 2015、IHS Global Insight World Overview, June 2015

通膨率為2.3%，低於上年之2.9%。

貨幣政策方面，4月以來，美國聯準會(Fed)維持政策利率目標不變，並宣布將衡量相關指標決定升息時點；歐洲央行(ECB)為提振景氣與防範通縮，持續每月600億歐元之資產購買計畫；日本央行亦繼續執行每年增加貨幣基數80兆日圓之寬鬆貨幣政策。

另為激勵景氣，部分國家採行降準或降息措施，例如中國人民銀行調降金融機構存款準備率1個百分點，並兩度分別調降存、放款基準利率共0.5個百分點；泰國、澳洲、印度、紐西蘭及南韓等國央行亦相繼調降政策利率0.25個百分點(圖1、圖2)。

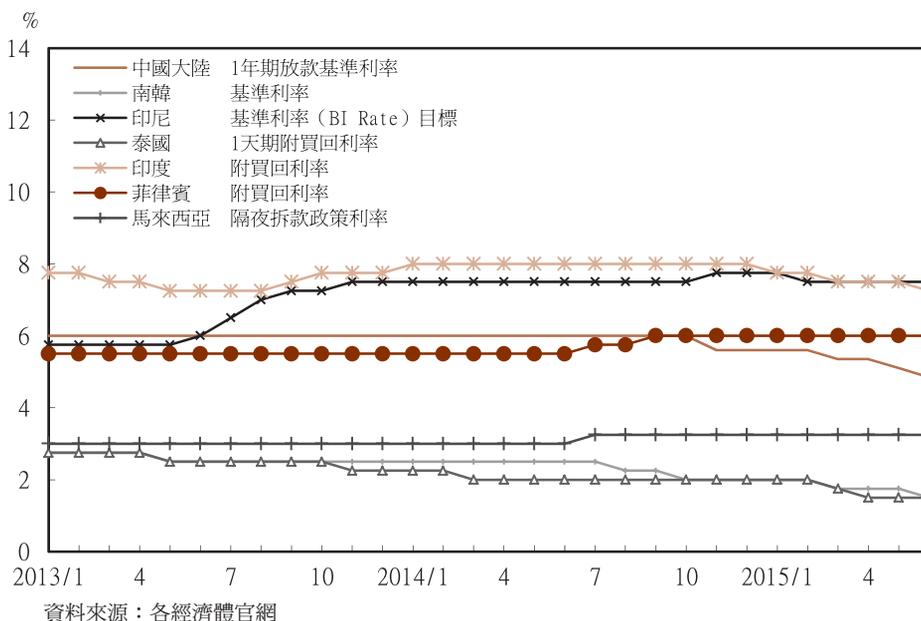
圖1 先進經濟體政策利率



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、美國經濟負成長，通膨下滑，Fed維持低利率目標

一、經濟可望回溫

本年第1季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由上年第四季之2.2%降至-0.2%(圖3)，主因天候不佳、西岸港口罷工及美元走強，企業投資成長減緩，以及出口大幅下滑所致。雖強勢美元衝擊製造業活動及出口，惟在就業市場持續改善，以及低油價帶動消費支出持續增加下，第2季起經濟可望逐步回溫。IHS Global Insight預測本年經濟成長率為2.1%，略低於上年之2.4%；Fed之預測數為1.8%~2.0%。

本年第1季出、進口年增率分別為-4.4%及-2.1%，貿易入超1,863億美元。4月出、進口仍分別負成長4.6%及4.9%，貿易入超596

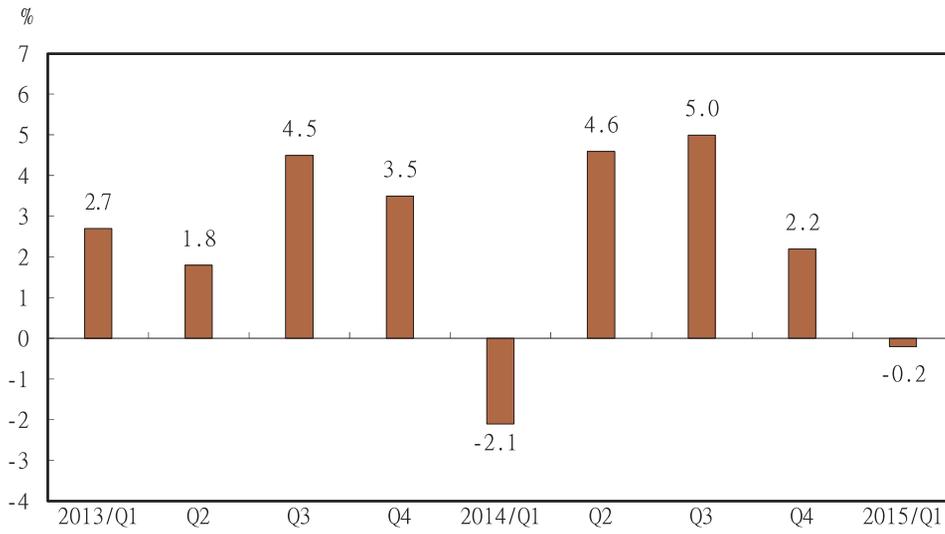
億美元(表2)。

勞動市場方面，本年5月非農就業新增人數由4月之22.1萬人增加至28萬人，顯示景氣復甦力道增強；惟失業率由4月之5.4%略升至5.5%。截至6月20日止，當週初領失業救濟金人數則由上週之26.8萬人略增至27.1萬人。

二、CPI下滑

受能源價格下跌影響，本年5月消費者物價指數(CPI)年增率由4月之-0.2%升至0.0%；扣除能源與食品之核心CPI年增率則由1.8%降至1.7%。IHS Global Insight預測本年CPI年增率為0.0%，低於上年之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	-730,446
2013	2.2	7.4	2.9	1.8	1.5	1.2	-689,931
2014	2.4	6.2	4.2	1.8	1.6	1.9	-727,152
2014/ 5		6.3	4.3	2.0	2.1	2.6	-61,222
6	4.6	6.1	4.5	1.9	2.1	2.8	-60,640
7		6.2	5.1	1.9	2.0	2.8	-59,261
8		6.1	4.5	1.7	1.7	2.3	-59,436
9	5.0	5.9	4.4	1.7	1.7	2.2	-60,638
10		5.7	4.3	1.8	1.7	1.7	-60,721
11		5.8	4.8	1.7	1.3	1.1	-58,206
12	2.2	5.6	4.7	1.6	0.8	-0.8	-63,058
2015/ 1		5.7	4.5	1.6	-0.1	-3.2	-61,077
2		5.5	3.5	1.7	0.0	-3.5	-55,947
3	-0.2	5.5	2.6	1.8	-0.1	-3.3	-69,269
4		5.4	2.0	1.8	-0.2	-4.2	-59,636
5		5.5	1.4	1.7	0.0	-2.9	

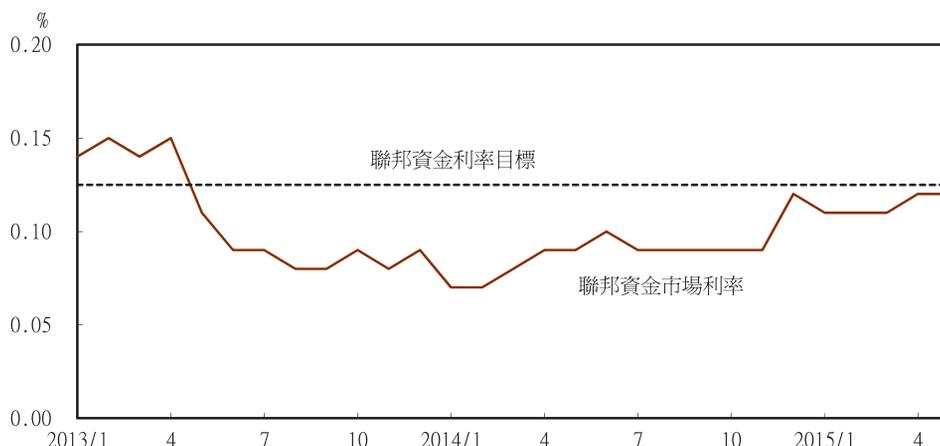
資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System、Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statistics

三、Fed維持低利率目標

本年6月聯邦公開市場委員會(FOMC)決議，維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%不變(圖4)，並表示在勞動市場出現更多改善，且相當確定中期內通膨將朝

2%目標邁進時，係調高聯邦資金利率區間的適當時機；未來將持續衡量包括就業數據、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0~0.25%，故以上限及下限之平均數0.125%表示。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

參、歐元區經濟續有改善，通縮風險暫除，ECB繼續執行資產購買計畫

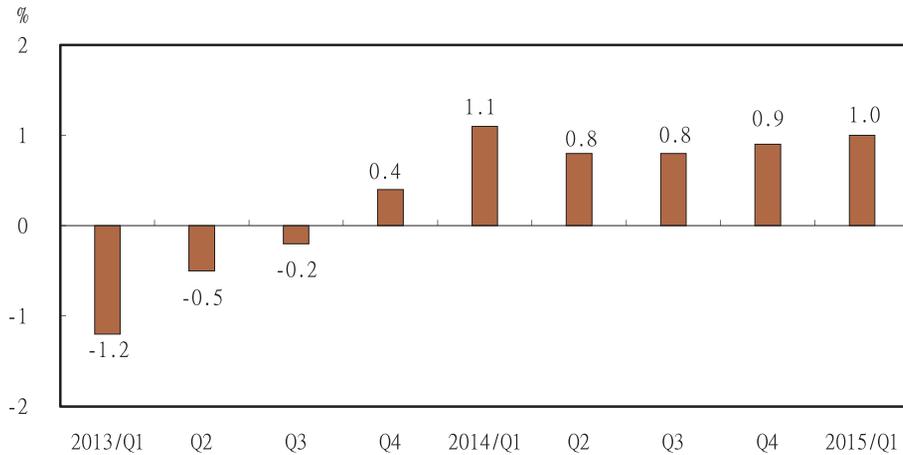
一、經濟可望持續好轉

本年第1季，歐元區經濟成長率由上年第4季之0.9%略升至1.0%(圖5)，主因法國及義大利經濟好轉，西班牙經濟表現亦優於預期，抵銷德國出口成長減緩、經濟表現未如預期之衝擊。因低油價可望提振消費，並降低生產成本，加上歐元趨貶有助提振出口，第2季起經濟可望逐季升溫，IHS Global Insight預測本年歐元區經濟成長率由上年之0.8%升至1.5%。

本年第1季，德國經濟成長率由上年第4季之1.5%降至1.0%，主因出口疲軟所致；由於預期ECB資產購買計畫將使歐元續貶，帶動出口回溫，IHS Global Insight預測本年經濟成長率為1.8%，高於上年之1.6%。

勞動市場略有改善，本年5月歐元區之失業率為11.1%，連續2個月持平，並創3年來新低(表3)。其中，德國6月之失業率為6.4%，連續4個月持平；法國失業率相對偏高，5月為10.3%，高於4月之10.2%。

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	-0.9	11.3	-2.4	7.7	1.8	80,150	3.5	2.5
2013	-0.4	12.0	-0.7	1.1	-2.9	151,889	1.0	1.4
2014	0.8	11.6	0.8	2.3	0.1	192,861	3.7	0.4
2014/ 6	0.8	11.6	0.7	3.2	3.2	16,008	1.6	0.5
7		11.6	1.9	2.9	0.9	21,184	1.8	0.4
8		11.5	-0.4	-3.2	-4.0	8,036	2.1	0.4
9	0.8	11.5	0.3	8.6	4.1	18,296	2.5	0.3
10		11.5	0.8	4.3	-0.1	23,974	2.5	0.4
11		11.5	-0.6	1.1	-1.8	20,831	3.1	0.3
12	0.9	11.3	0.7	8.4	1.4	24,347	3.7	-0.2
2015/ 1		11.3	0.6	-0.7	-6.0	7,950	3.8	-0.6
2		11.2	1.9	4.3	-0.1	21,210	4.1	-0.3
3	1.0	11.2	2.1	10.9	7.4	22,975	4.7	-0.1
4		11.1	0.8	8.8	2.8	24,942	5.3	0.0
5		11.1					5.0	0.3
6								0.2

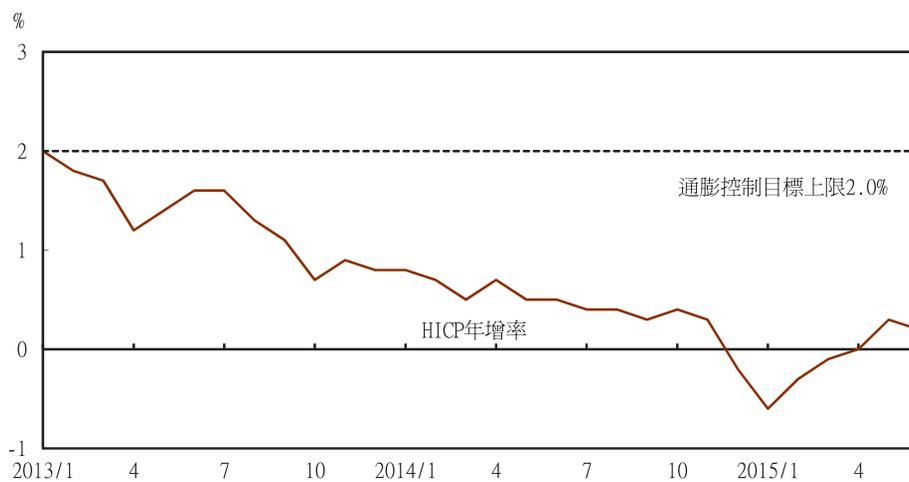
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

二、物價止跌回升，通縮風險暫除

本年6月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率為0.2%，雖略低於5月之0.3%，惟自上年12月以來，已連續2個月為

正，通縮風險暫除(圖6)；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率為0.8%，亦略低於5月之0.9%。IHS Global Insight預測本年通膨率為0.2%，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



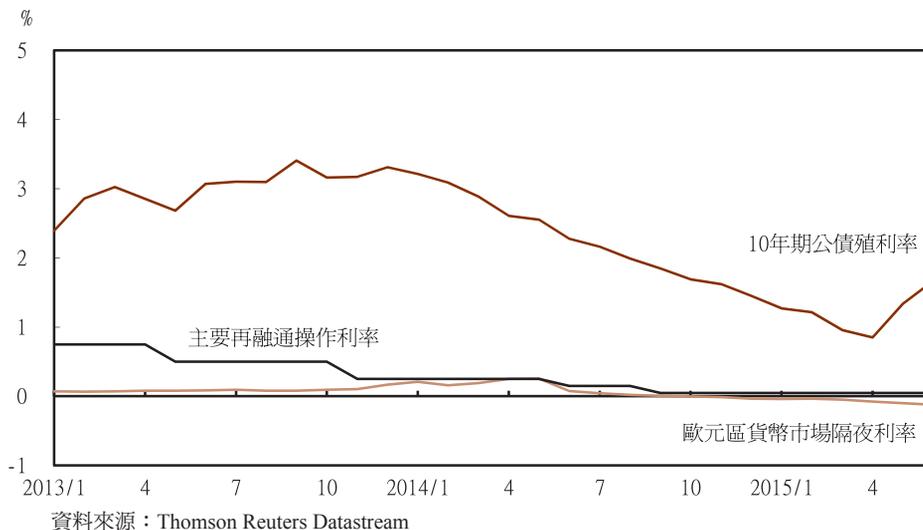
資料來源：Thomson Reuters Datastream

三、ECB繼續執行資產購買計畫

6月ECB管理委員會(Governing Council)於貨幣政策會議中，決定政策利率(主要再融通操作利率)及隔夜存款利率維持0.05%

及-0.2%不變(圖7)，並繼續執行自本年3月至2016年9月每月600億歐元、總規模達1.14兆歐元之資產購買計畫。

圖7 歐元區官方及長短期市場利率



肆、日本經濟回溫，惟通膨走低，央行維持寬鬆貨幣政策

一、經濟成長回升

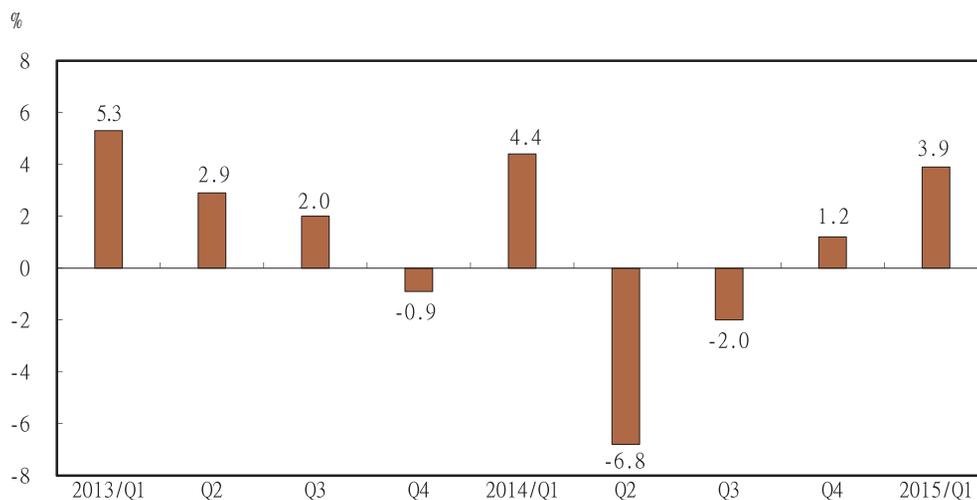
本年第1季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由上年第4季之1.2%升至3.9%(圖8)，主因企業回補庫存，並擴大設備投資，以及企業獲利改善帶動薪資調高，支撐民間消費緩步升溫所致。由於低油價有利民間消費支出，加上住宅投資回溫，IHS Global Insight預測本年經濟成長率由上年之-0.1%升至1.0%。

對外貿易方面，5月以日圓計價之出口

年增率為2.4%，低於4月之8.0%，進口年增率則由4月之-4.1%降至-8.7%，貿易入超由4月之593億日圓擴大至2,172億日圓(表4)。至於5月以美元計價之出口年增率亦由4月之-7.4%降至-13.7%，進口年增率則由-17.8%降至-23.0%，貿易由入超4.7億美元擴大至17.9億美元。

勞動市場方面，景氣復甦帶動人力需求，5月失業率為3.3%，與4月持平，係1997年5月以來最低。

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	1.7	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	-0.1	3.6	2.0	2.7	2.6	3.1	4.8	5.7	-128,161
2014/ 5		3.5	1.0	3.7	3.4	4.3	-2.7	-3.5	-9,172
6	-6.8	3.7	3.1	3.6	3.3	4.5	-2.0	8.5	-8,341
7		3.8	-0.7	3.4	3.3	4.4	3.9	2.4	-9,665
8		3.5	-3.3	3.3	3.1	3.9	-1.3	-1.4	-9,532
9	-2.0	3.6	0.8	3.2	3.0	3.6	6.9	6.3	-9,620
10		3.5	-0.8	2.9	2.9	2.9	9.6	3.1	-7,418
11		3.5	-3.7	2.4	2.7	2.6	4.9	-1.6	-8,988
12	1.2	3.4	0.1	2.4	2.5	1.8	12.8	1.9	-6,656
2015/ 1		3.6	-2.6	2.4	2.2	0.3	17.0	-9.1	-11,738
2		3.5	-2.0	2.2	2.0	0.4	2.5	-3.6	-4,285
3	3.9	3.4	-1.7	2.3	2.2	0.7	8.5	-14.4	2,227
4		3.3	0.1	0.6	0.3	-2.1	8.0	-4.1	-593
5		3.3	-4.0	0.5	0.1	-2.1	2.4	-8.7	-2,172

資料來源：日本內閣府、Thomson Reuters Datastream

二、CPI年增率大幅下滑

由於石油及相關化學製品價格下跌，本年5月企業物價指數年增率為-2.1%，與4月持平。因上年4月調高消費稅率之影響消失，4月及5月之CPI年增率由3月之2.3%遽降至0.6%及0.5%，剔除生鮮食品之核心CPI年增率亦由3月之2.2%大幅滑落至0.3%及0.1%。IHS Global Insight預測本年CPI年增率

由上年之2.7%降至1.0%。

三、日本央行維持寬鬆貨幣政策

6月日本央行決議維持寬鬆貨幣政策不變，繼續執行每年增加貨幣基數80兆日圓之操作目標；同時，維持5月對民間消費及住宅投資轉趨樂觀之看法，預期景氣持續溫和復甦。

伍、南韓經濟成長放緩，通膨仍低，央行調降政策利率

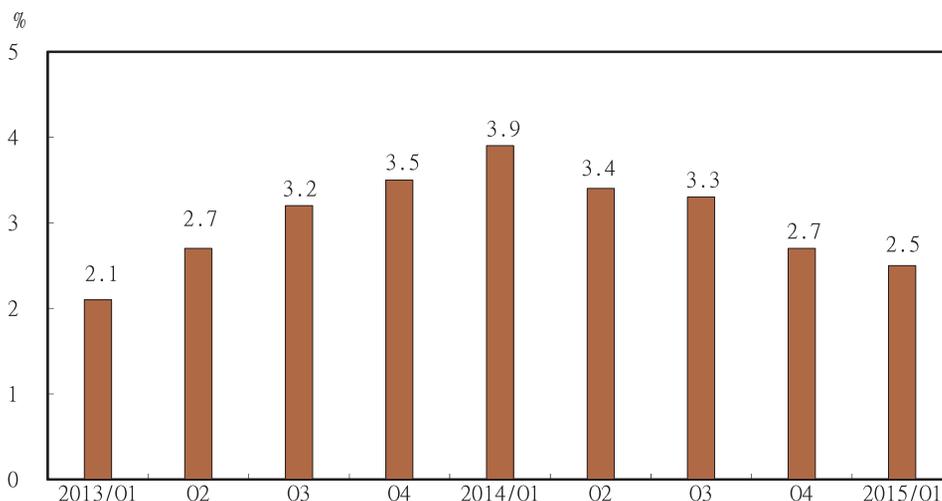
一、景氣恐持續下滑

本年第1季，由於民間消費及輸出疲弱，經濟成長率由上年第4季之2.7%降至2.5%(圖9)，係近2年來最低，且已連續4季下滑。由於家庭負債擴增抑制消費，加以日圓走貶及主要貿易夥伴經濟成長不如預期衝擊

出口，以及中東呼吸症候群(MERS)疫情擴大重創內需，IHS Global Insight預測本年經濟成長率為2.5%，低於上年之3.3%。

對外貿易方面，本年6月以美元計價之出口年增率由5月之-10.9%升至-1.8%(表5)，

圖9 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

惟仍連續6個月負成長，主因韓元對日圓與歐元升值，以及低油價使石油與石化產品的出口價格下跌所致；進口年增率則由5月之-15.4%升至-13.6%。

勞動市場方面，由於製造業與服務業的工作機會增加，5月失業率由4月之3.9%略降至3.8%。

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	2.3	1.9	47,150
2014/ 6	3.4	3.5	0.7	1.7	2.1	0.1	2.4	4.3	5,351
7		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	3.3	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		3.1	-3.5	1.0	1.6	-0.9	-2.7	-4.1	5,262
12	2.7	3.4	1.2	0.8	1.6	-2.1	3.1	-1.0	5,551
2015/ 1		3.8	1.8	0.8	2.4	-3.6	-0.9	-11.7	5,621
2		4.6	-5.0	0.5	2.3	-3.6	-3.3	-19.6	7,657
3	2.5	4.0	0.1	0.4	2.1	-3.7	-4.5	-15.5	8,381
4		3.9	-2.6	0.4	2.0	-3.6	-8.0	-17.8	8,531
5		3.8	-2.8	0.5	2.1	-3.5	-10.9	-15.4	6,301
6				0.7	2.0		-1.8	-13.6	10,243

資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、通膨率持續偏低

本年6月CPI年增率由5月之0.5%略升至0.7%，係本年2月以來最高，主因乾旱使農產品價格上漲所致。惟CPI年增率連續7個月未達1%，遠低於南韓央行設定的2.5%~3.5%通膨目標區間；剔除農產品及能源之核心CPI年增率則由5月之2.1%略降至2.0%。5月生產者物價指數(PPI)年增率亦由4月之-3.6%微升至-3.5%。IHS Global Insight預測本年

CPI年增率為0.2%，低於上年之1.3%。

三、南韓央行調降政策利率

近期IMF與OECD均下修南韓2015年經濟成長預測，加上通膨走低，MERS疫情衝擊消費及投資信心，韓元對日圓升值及新興經濟體成長放緩亦不利出口，繼本年3月後，6月11日南韓央行再度調降政策利率0.25個百分點，至1.50%之歷史新低。

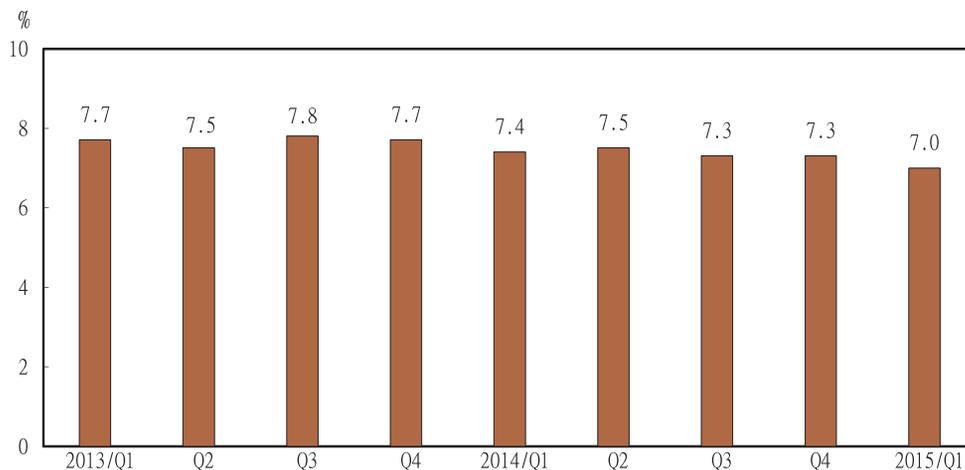
陸、中國大陸經濟成長續緩，通膨率滑落，人行降準且降息

一、經濟成長恐持續下滑

本年第1季，中國大陸經濟成長率由上年第4季之7.3%降至7.0%(圖10)，係6年來新低，主因內、外需成長走緩所致。由於官方採寬鬆貨幣政策及積極財政政策激勵經濟，4月及5月工業生產年增率持續上升，5月社

會消費品零售總額成長率亦轉呈上揚，惟固定資產投資年增率仍持續下滑，加上4、5月出口分別衰退6.4%及2.5%，未來經濟持續下滑之風險仍高。IHS Global Insight預測本年經濟成長率由上年之7.4%降為6.5%，低於官方目標值7.0%。

圖10 中國大陸經濟成長率



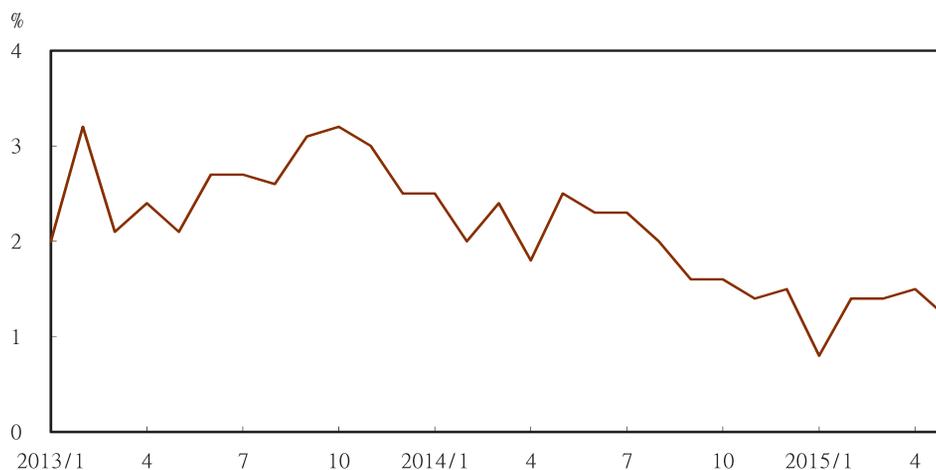
資料來源：中國國家統計局

二、通膨率續降

本年5月CPI年增率由4月之1.5%降為1.2%(圖11)，主因食物類價格漲幅減緩所致；工業生產者物價指數(PPI)年增率

為-4.6%，連續39個月為負，通縮壓力上升。IHS Global Insight預測本年CPI年增率由上年之2.0%降至1.2%，遠低於官方目標3%。

圖11 中國大陸消費者物價年增率



資料來源：中國國家統計局

三、中國人民銀行調降存款準備率及存放款基準利率，並減輕地方政府債務壓力

為提振景氣，4月20日中國人民銀行調降金融機構人民幣存款準備率1個百分點，大型銀行及中小型銀行分別降至18.5%及15.0%，並對特定金融機構或符合特定放款條件之銀行再額外調降存款準備率0.5至2.0個百分點。5月11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2.25%及5.10%，其他各期別存放款基準利率亦相應調整；另為促進利率自由化，將金融機構各期別存款利率浮動區間之上限，由存款基準利率的1.3倍調高為1.5倍。其後由於

中國大陸股市暴跌，為提振投資人信心，中國人民銀行於6月28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，分別至2.00%及4.85%，相應調降其他各期別存、放款基準利率，並對特定金融機構或符合特定放款條件之銀行調降存款準備率0.5個百分點，另調降財務公司存款準備率3個百分點。

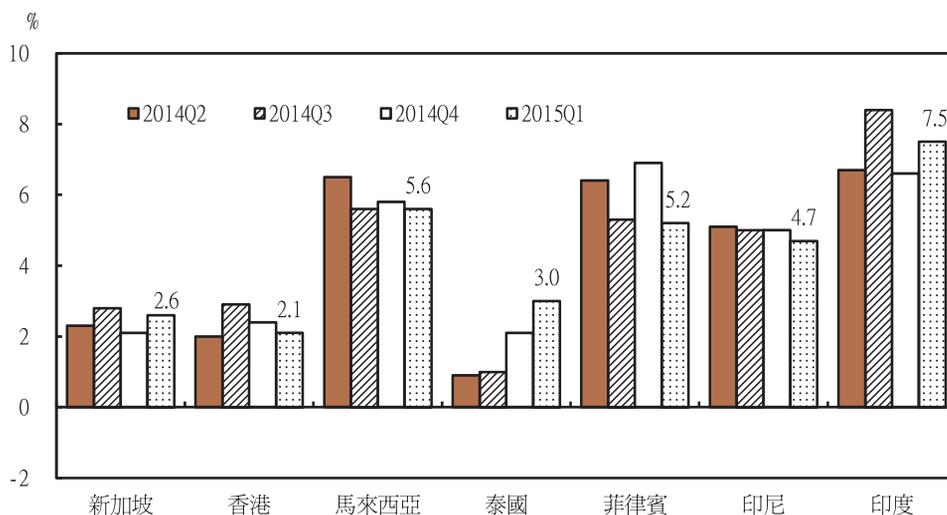
此外，為減輕地方政府債務壓力，避免債務違約可能肇致之金融風險，國務院除允許地方政府發行債券置換對銀行之借款外，中國人民銀行並允許符合條件的地方政府債券，可充作部分貨幣政策操作之抵押品。

柒、其餘亞洲經濟體經濟成長多呈減緩，通膨率亦多走低

本年第1季，新加坡因批發與零售等服務業產出大幅成長，經濟成長率高於上年第4季；香港則因消費及出口表現不佳，經濟成長率走緩。東協主要國家中，馬來西亞及

菲律賓因政府投資成長下滑，印尼因內需成長轉緩，經濟成長率均低於上年第4季；泰國則因民間消費及投資轉強，經濟成長率優於上年第4季(圖12)。

圖12 其餘亞洲經濟體經濟成長率

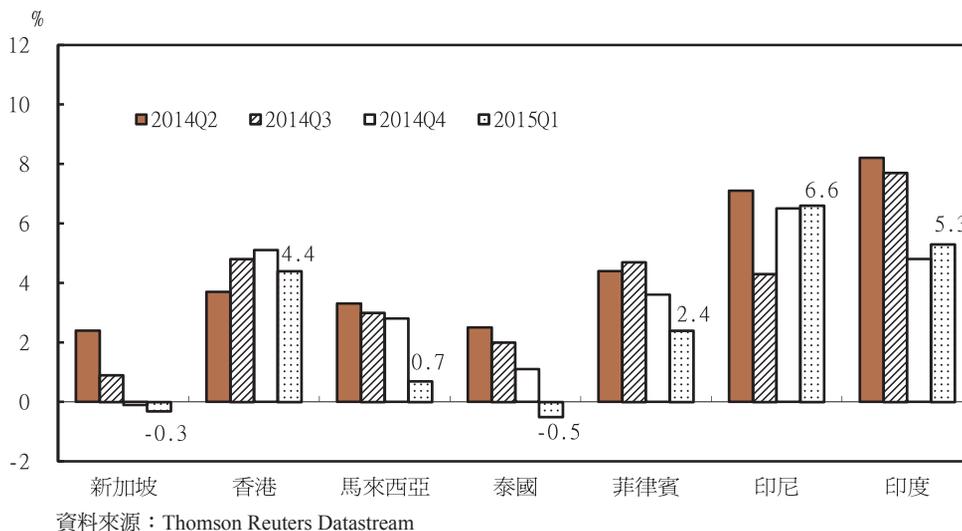


資料來源：Thomson Reuters Datastream

物價方面，多數亞洲國家之躉售物價指數(WPI)及CPI年增率續降(圖13)。為提振景氣，泰國央行於4月29日調降1天期附買回利率0.25個百分點至1.50%；澳洲央行於5月6日調降現金利率目標0.25個百分點

至2.00%；印度央行於6月2日調降附買回利率0.25個百分點至7.25%；紐西蘭央行則於6月11日調降官方現金利率0.25個百分點至3.25%。

圖13 其餘亞洲經濟體消費者物價年增率



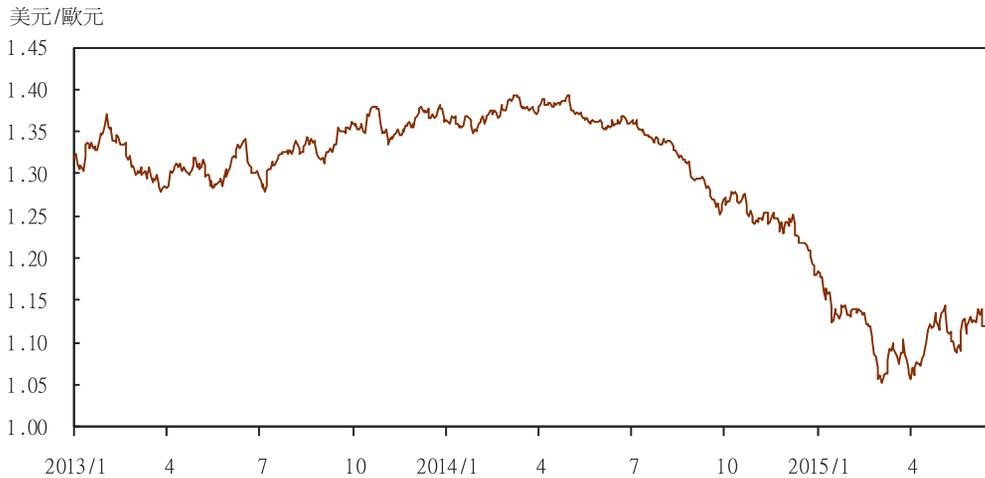
捌、歐元回升，日圓續貶，亞洲國家貨幣多走貶

一、歐元震盪走升

受希臘債務協商未明朗，以及德國工業生產衰退影響，歐元由本年4月6日1歐元兌1.1034美元，貶至4月13日1歐元兌1.0573美元；4月下旬德國總理Merkel表示將全力防止希臘資金於達成協議前耗盡，希臘退出歐元區之疑慮減輕，歐元走強，5月15日達

1歐元兌1.1441美元後，盤整下滑至5月底的1歐元兌1.0964美元；6月初ECB總裁Draghi表示歐元區無需進一步擴大寬鬆貨幣，歐元反彈，復因希臘債務協商未果，歐元升勢受阻，至6月底為1歐元兌1.1142美元，較3月底升值3.7%(圖14)。

圖14 歐元對美元匯率



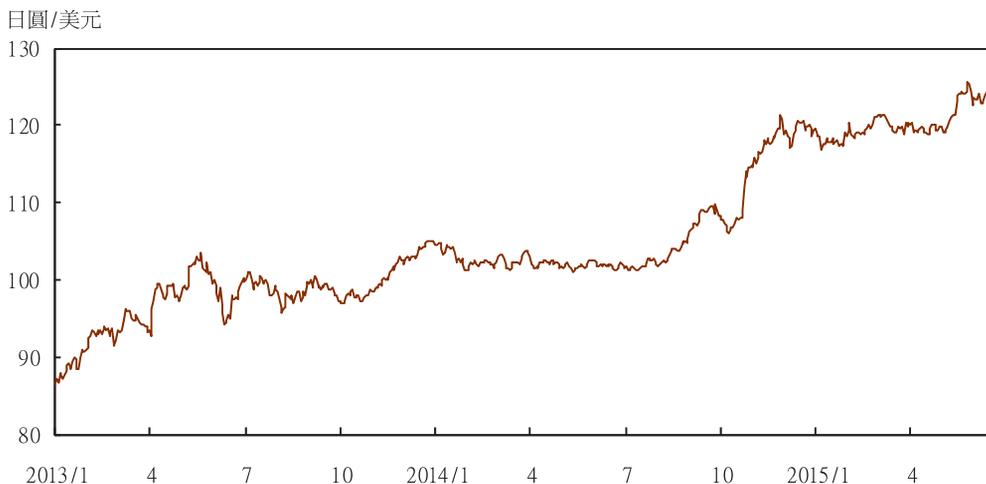
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、日圓盤整後走貶

本年4月至5月中旬，日圓於1美元兌118.5日圓至120.5日圓區間盤整；惟由於美國年底前升息態度愈趨明朗，加上日本央行寬鬆貨幣政策推升通膨效果不顯著，總裁黑

田東彥表示未來不排除進一步擴大QE，5月下旬起，日圓大幅走貶，6月5日貶至1美元兌125.64日圓，嗣後略轉升，續而盤整，至6月底為1美元兌122.37日圓，較3月底貶值2.0%(圖15)。

圖15 美元對日圓匯率



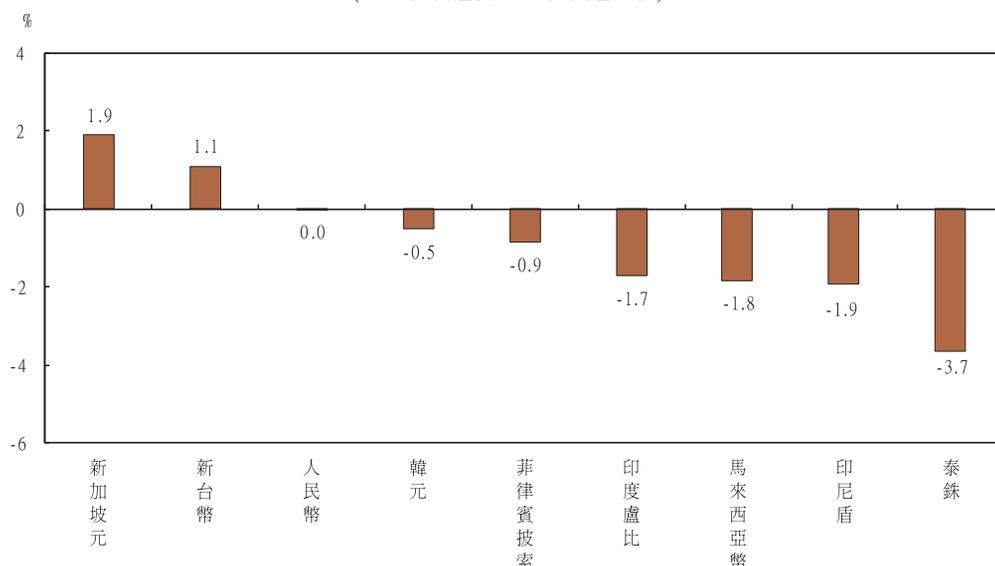
資料來源：Thomson Reuters Datastream

三、亞洲國家貨幣多貶值

本年4月以來，由於美國升息預期提高，亞洲國家貨幣對美元多呈貶值。其中，泰國央行3、4月連續降息，致泰銖貶幅較

大，6月底與3月底比較，貶值3.7%；新加坡元則升值1.9%，主因新加坡貨幣管理局未再進一步擴大寬鬆政策(圖16)。

圖16 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2015年6月底與2015年3月底比較)



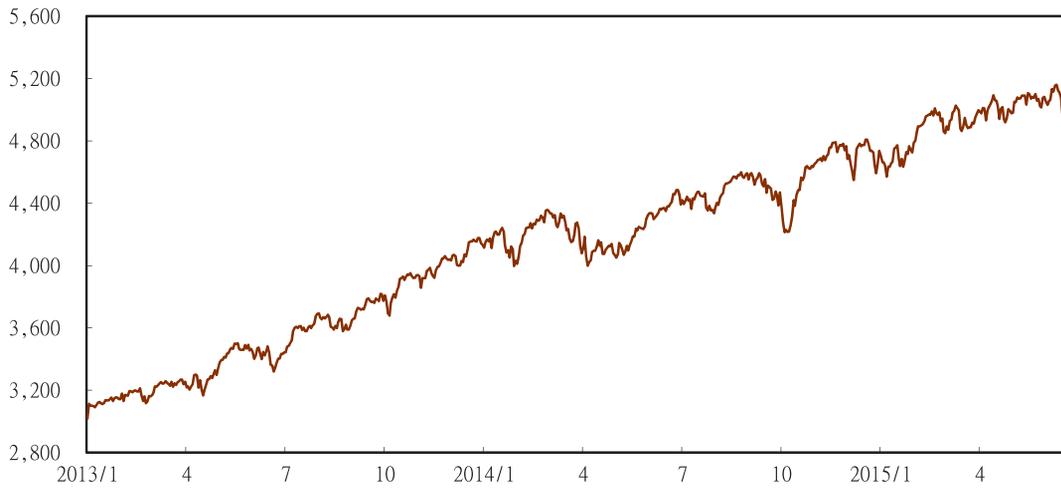
資料來源：Thomson Reuters Datastream

玖、美、歐、亞股市多自高點下修，中國大陸股市暴漲暴跌

本年4月以來，那斯達克股價指數在主要科技股獲利優於預期，以及生技與網路股強勢上漲拉抬下，屢創新高，6月23日達5,160.09點之歷史新高，嗣後受希臘債務問題再起影響，轉為下跌；道瓊工業股價指數5月19日升至18,312.39點之歷史高點後，因市場預期美國將於秋季升息而轉趨下滑。歐元區經濟改善，泛歐道瓊股價延續第1季漲勢，4月13日曾升至392.35點，嗣因希臘債

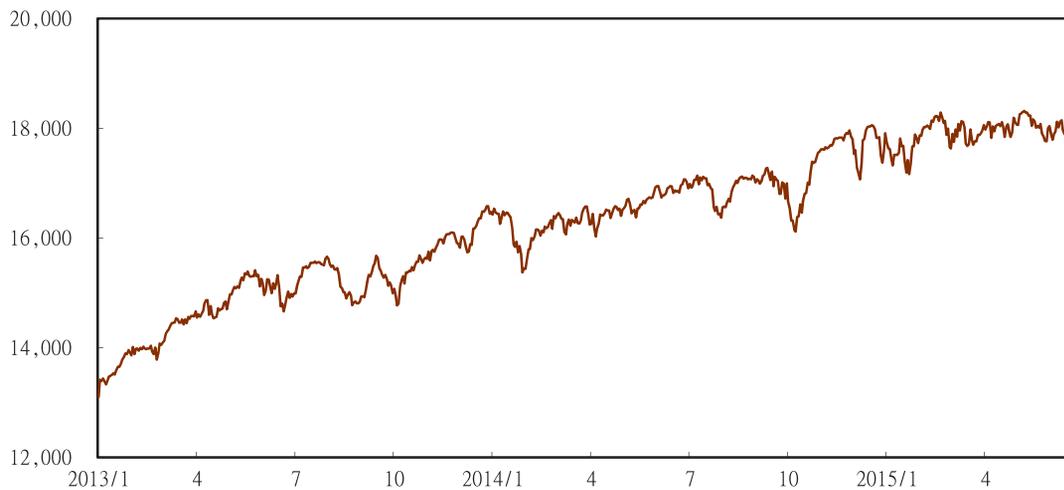
務協商未果，股價下滑盤整，6月中旬一度小幅回升，惟6月下旬受希臘政府將對債權方所提改革方案交由全民公投，並實施資本管制及銀行業暫時停業，債務違約疑慮升高影響，股價再度走軟。6月底與3月底比較，美國那斯達克指數上揚1.8%，道瓊工業股價指數下跌0.9%，泛歐道瓊股價指數則下跌6.1%(圖17、圖18、圖19)。

圖17 美國那斯達克股價指數



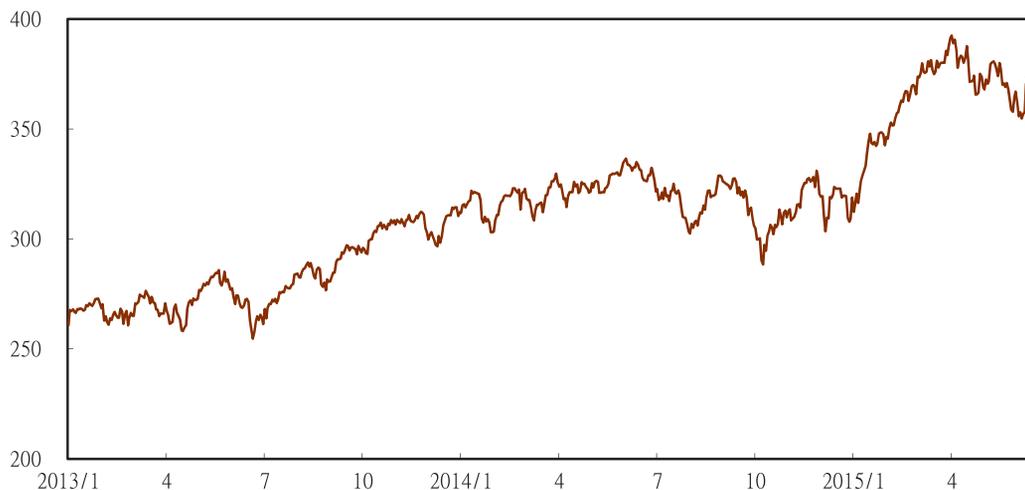
資料來源：Thomson Reuters Datastream

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

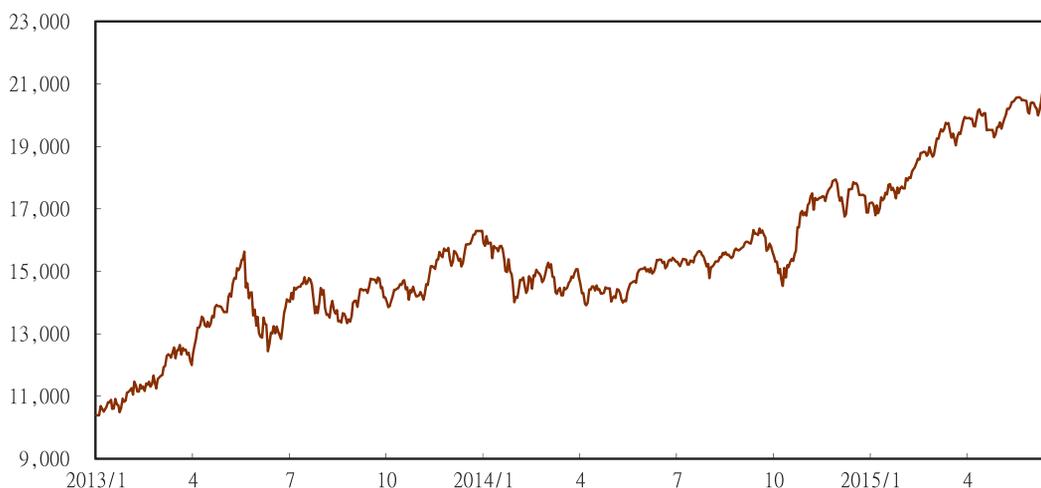


資料來源：Thomson Reuters Datastream

日本由於投資人預期企業獲利樂觀，日經股價指數於4月22日突破20,000點心理關卡，嗣後小幅回檔整理；5月起，日圓大幅走貶推升出口類股股價，加上第1季經濟成

長優於預期，激勵日經股價指數大幅走高；惟6月底，受希臘債務違約疑慮再度升高拖累，漲幅拉回，與3月底比較上漲5.4%(圖20)。

圖20 日經225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

中國大陸政策利多頻傳，3月下旬推出「『一帶一路』的願景與行動」方案，以及鬆綁房市信貸與稅負政策，激勵鐵路基礎建

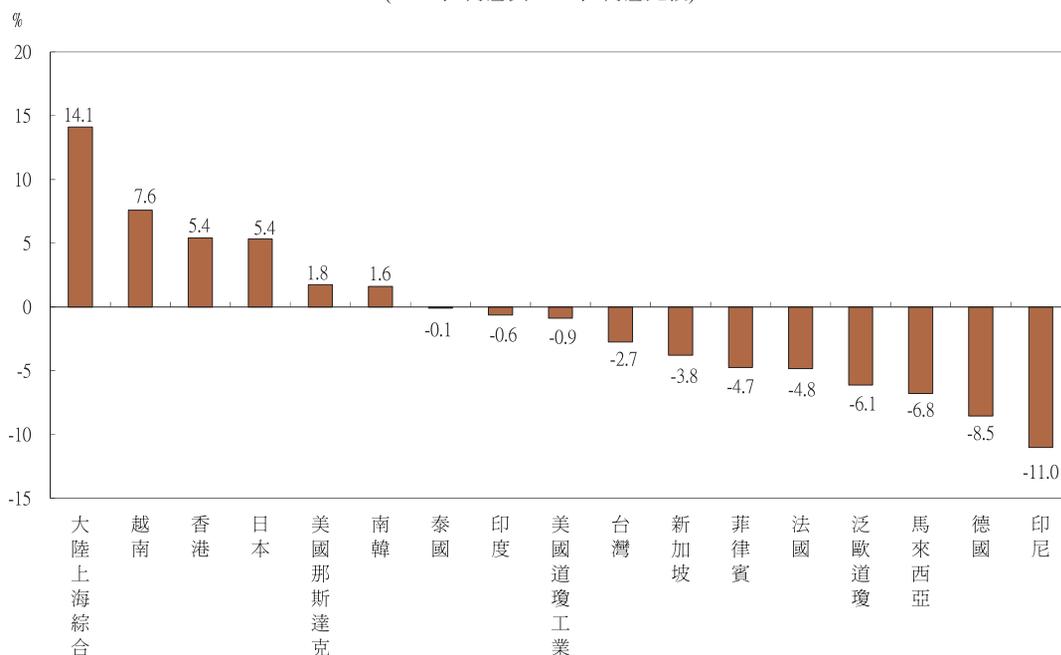
設、建築建材、鋼鐵水泥、地產等類股大漲；4月以來，中國人民銀行降準及降息，更帶動股市價量齊揚；惟6月中旬起，因資

金面趨緊及泡沫化疑慮影響股民信心，上海綜合指數自高點大幅拉回近2成，至6月28日中國人民銀行再度降息並定向降準，提振市場信心，股價始止跌，6月底與3月底比較，上海綜合指數仍上漲14.1%(圖21)。

其他亞洲國家因第1季經濟表現不如預期，加上美國升息預期升高致外資撤離，股價多呈下跌，其中印尼、馬來西亞及菲律賓等股市跌幅較大，6月底與3月底比較，分別下跌11.0%、6.8%及4.7%(圖21)。

圖21 國際股價變動幅度

(2015年6月底與2015年3月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

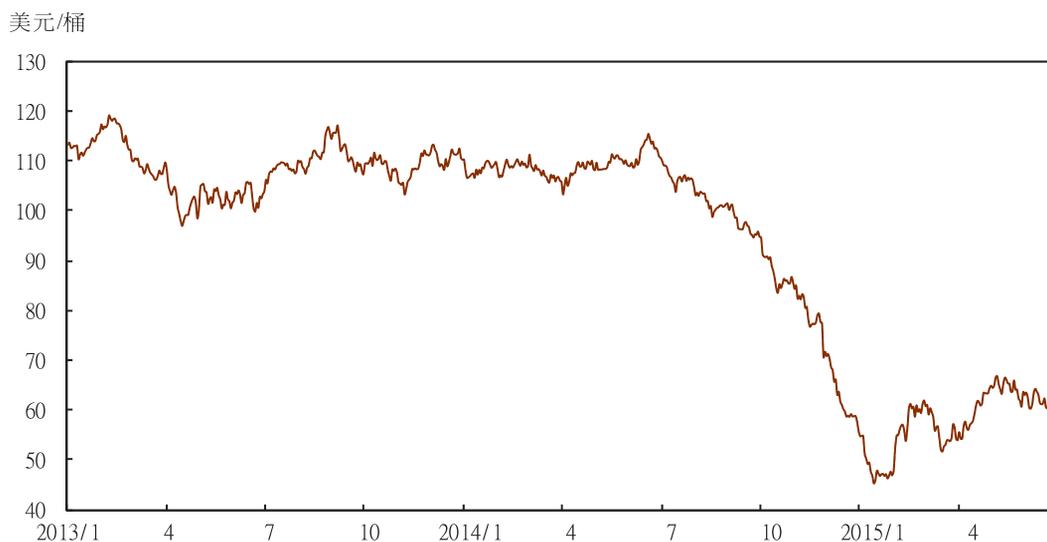
拾、國際油價回升，金價疲軟，穀物價格反彈

本年4月以來，因美國原油庫存增幅減緩，加以市場擔憂葉門衝突將影響中東原油供給，油價攀升，5月6日布蘭特原油現貨價格達每桶66.8美元；之後，雖中國大陸累積戰備儲油需求大增，但最大原油出口國沙烏地阿拉伯表示將增產以滿足全球需求，且非OPEC產油國持續增產，加上希臘債務危機

升溫致投機需求下滑，布蘭特原油現貨價格回檔盤整，6月底為60.7美元，惟仍較3月底大漲12.4%(圖22)。

美國能源資訊署(EIA)6月9日預測本年布蘭特原油現貨平均價格為60.5美元，2016年則上升至67.0美元。

圖22 布蘭特原油現貨價格

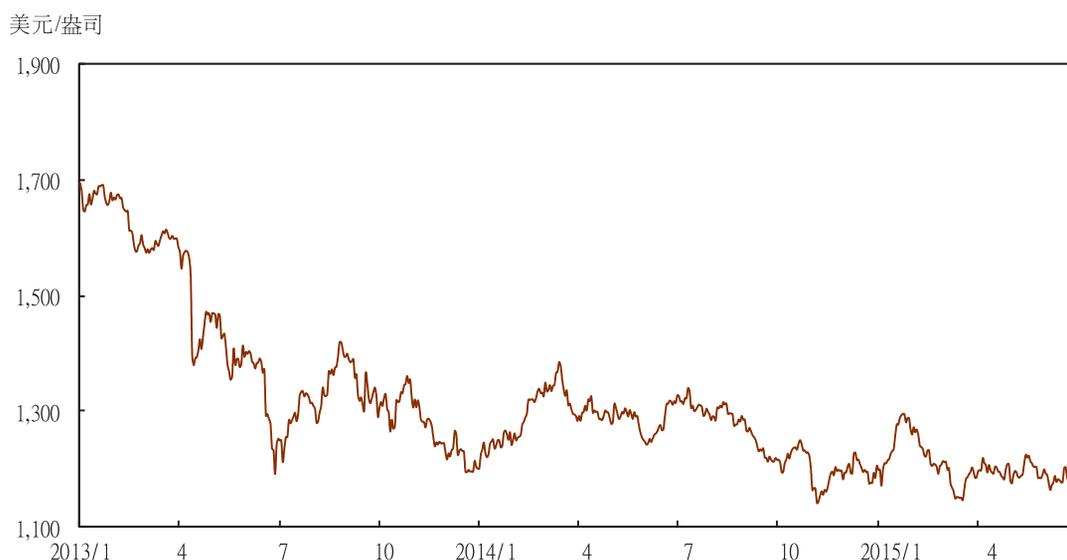


資料來源：Thomson Reuters Datastream

黃金方面，本年4月以來，美國經濟表現不如預期，加上市場質疑希臘償債能力，外匯與債券市場大幅波動，投資人轉向黃金ETF避險，一度推升金價；嗣後因Fed下半

年升息態度轉趨明確，加上美國消費者信心指數上升，黃金避險需求降低，金價回軟，6月底倫敦黃金現貨價格為每盎司1,171.0美元，較3月底下跌1.3%(圖23)。

圖23 倫敦黃金現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

穀物方面，4月以來，因美國中西部氣候轉佳，主要穀物種植情況優於預期，加上禽流感爆發，黃豆、玉米等飼料作物需求疲軟，致穀物期貨價格下滑；惟6月中旬以來美國中西部暴雨影響穀物生長，致期貨價格轉而大幅走揚，6月底Thomson Reuters

穀物期貨價格指數為349.9點，較3月底大漲12.5%(圖24)。

受原油及穀物等商品期貨價格上漲影響，6月底Thomson RJ/CRB期貨價格指數為227.2點，較3月底上漲7.2%(圖24)。

圖24 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與RJ/CRB期貨價格指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

國內經濟金融日誌

民國104年4月份

- 9日 △標準普爾(S&P)信評公司發布2015年台灣主權評等報告，「長期」信用評等為「AA-」，與上年相同，未來展望亦維持「穩定」。
- 10日 △中央銀行修正「非銀行發行機構發行電子票證預收款項準備金繳存及查核辦法」名為「非銀行支付機構儲值款項準備金繳存及查核辦法」，並增列專營電子支付機構繳存準備金之規定，自104年5月3日生效。
- 14日 △金管會同意中華開發工業銀行讓與企業金融與金融市場業務之營業、資產及負債予凱基商業銀行，自104年5月1日生效。
- 15日 △財政部修正「不動產評價委員會組織規程」第3條，調高該委員會專業人士之比例，刪除建築開發商業同業公會代表及營造業公會代表。
- 22日 △金管會放寬外國金融機構分支機構在國內募集與發行專業板國際債券資格條件。
△金管會函令境外華僑及外國人持有之公司債及金融債券，納入其匯入資金30%限額規範。
- 29日 △中央銀行修正「保險業辦理外匯業務管理辦法」，修正重點包括擴增外幣收付之財產保險及再保險業務等，自104年5月1日生效。
△中央銀行修正「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，增訂取得金管會核發業務項目載明涉及跨境業務之業者，得以受託人名義為申報義務人代辦結匯申報事宜規定，自104年5月3日施行。
- 30日 △金管會核准證券經紀商得建置網路平台，經營股權性質群眾募資業務。

民國104年5月份

- 1日 △立法院三讀通過公司法修正案，主要修正內容為公司應於章程訂明以當年度獲利狀況定額或比率，分派員工酬勞。
- 5日 △財政部發布修正國有不動產撥用要點，以積極協助各級政府機關推動各項公共建設，加速取得需用之國有不動產。
- 6日 △勞動部發布「勞工在事業場所外工作時間指導原則」，以保障新聞媒體工作者、

電傳勞動工作者、外勤業務員及汽車駕駛等在外工作者勞動權益。

- 15日 △立法院三讀通過勞動基準法第30條修正案，將法定正常工時由雙週84小時縮減為一週40小時，並自105年1月1日實施。
- △立法院三讀通過長期照顧服務法，內容涵蓋長照服務內容、人員管理、機構管理、受照護者權益保障及服務發展獎勵措施五大要素。
- 18日 △金管會宣布放寬當日沖銷交易之標的範圍，增加經台灣證券交易所或中華民國櫃檯買賣中心公告得為發行認購(售)權證標的之股票及所有上市(櫃)之ETF(Exchange Traded Fund，指數股票型基金)，並自104年6月1日實施。
- 25日 △金管會放寬證券商得接受非專業投資人委託買賣外國有價證券之範圍包括黃金商品ETF。
- 27日 △瑞士洛桑管理學院(IMD)發布「2015年IMD世界競爭力年報」，在全球61個受評國家中，台灣排名第11，較上年進步2名。
- △金管會同意國泰人壽保險公司概括承受國寶人壽保險公司及幸福人壽保險公司2家公司之資產、負債與營業案。
- 29日 △金管會放寬證券商得與專業投資人於櫃檯買賣國外發行外幣計價債券。

民國104年6月份

- 1日 △金管會放寬股市漲跌幅限制至10%。
- △金管會訂定證券投資信託事業鼓勵措施，符合規定條件之投信事業，可就放寬基金送審檔數、申報生效期間由30個營業日縮短至12個營業日等5項優惠措施，選擇1至2項適用。
- 5日 △立法院三讀通過「所得稅法」部分條文及「特種貨物及勞務稅條例」第6條之1修正案，新增房地合一課徵所得稅規定，自105年1月1日起施行，特種貨物及勞務稅不動產部分同步停徵。
- △金管會放寬證券商持有外幣存款總額度規定，證券商因經營業務而持有新台幣以外幣別之存款，包括以取得相關交易憑證或開設相關專戶收受客戶擔保品、存放客戶款項等方式持有者，不計入其持有外幣存款總額。
- 9日 △立法院三讀通過「公平交易法」增訂第47條之1設立反托拉斯基金，並提供檢舉獎金，有助聯合行為之查處及促進市場競爭秩序之健全發展。

△立法院三讀通過「電子票證發行管理條例」修正案，立法開放電子票證業務與電子支付機構業務得相互兼營。

11日 △中央銀行修正「金融機構存款及其他各種負債準備金調整及查核辦法」部分條文，將金融機構應提存準備金之活期存款範圍增列儲存於電子票證或電子支付帳戶之儲值款項，另明定新台幣、外幣儲值款項應適用之法定準備率，自104年7月1日施行。

15日 △金管會鬆綁融資融券額度限制，回歸由授信機構自行控管，自104年6月29日實施。

△立法院三讀通過「證券交易法」部分條文修正案，新增上市櫃公司發生重大公害或食品藥物安全事件，主管機關得命令停止其部分或全部股票交易之規定。

25日 △中央銀行理事會決議，重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率維持不變，年息各為1.875%、2.25%及4.125%。

△中央銀行規劃指定銀行得受理金融卡持卡人以新台幣帳戶扣款跨行提領外幣現鈔之相關資訊系統作業，業經財金資訊股份有限公司及相關金融機構完成調整並上線。

26日 △金管會核准國泰產險、富邦產險、國泰人壽、富邦人壽、全球人壽、中國人壽及中信人壽等7家保險公司國際保險業務分公司(OIU)申請設立許可。

29日 △中央銀行規劃建置之外幣結算平台開辦歐元結算業務，由兆豐銀行擔任清算銀行，並與泛歐自動化即時總額清算快速撥轉系統(TARGET2)相連，同時提供境內及跨境歐元匯款服務。

△臺灣證券交易所增加開收盤資訊揭露，以提高市場資訊透明度，提供投資人更多參考訊息。

國際經濟金融日誌

民國104年4月份

- 1日 △日本政府依據本年3月31日公布之「所得稅法部分修正案」，將目前約34.62%之法人實際有效稅率，分兩年下調至31.33%，以減輕企業之租稅負擔，並計劃未來再調降至30%以下。
- 15日 △IMF發布「世界經濟展望報告」，預測本年全球經濟成長率為3.5%，主要成長動力來自先進經濟體；由於部分大型新興國家及原油出口國成長前景減弱，新興市場暨開發中經濟體之經濟成長將較上年放緩。預期負面因素緩解後，明年新興市場可望加速成長，帶動全球經濟成長上升至3.8%。
- △中國國家統計局公布中國大陸本年第1季經濟成長率為7.0%，低於上季的7.3%，主要係內需持續疲弱及外需減緩所致。惟產業結構轉佳，服務業產出占GDP比重由上年的48.2%上升至本年第1季的51.6%。
- △ECB貨幣政策會議宣布維持政策利率不變，總裁Draghi表示，擴大資產購買計畫運作順暢並漸生效果，該計畫不會提前結束，亦不會因許多短期公債殖利率已低於存款操作利率（-0.20%）而再次調降利率。
- 19日 △中國人民銀行宣布，自4月20日起全面調降各類存款類金融機構人民幣存款準備率1個百分點，調降後，大型銀行存款準備率為18.5%，中小型銀行存款準備率為15.0%。另採行定向降準，對農村信用社、村鎮銀行等農村金融機構額外調降1個百分點，農村合作銀行降至與農村信用社相同水準，中國農業發展銀行額外調降2個百分點，符合審慎經營要求且對三農或小微企業貸款達到一定比例的國有銀行和股份制商業銀行可較其他同類機構法定存款準備率低0.5個百分點。
- 29日 △為提振通膨，瑞典中央銀行宣布擴大政府債券購買規模400至500億瑞典克朗，將使得央行持有公債餘額達800至900億瑞典克朗，並表示若有必要，將再提高收購規模。
- △由於出口及經濟成長較預期疲弱，泰國央行宣布調降政策利率0.25個百分點至1.50%。
- 30日 △本年第1季美國GDP成長率（與上季比化為年率）由上年第4季的2.2%降至0.2%，

主要係民間消費成長減緩及輸出大幅下滑所致。

民國104年5月份

- 5日 △由於商品價格持續下跌及民間部門需求仍弱，澳洲央行宣布自5月6日起調降現金利率目標1碼至2.0%。
- 7日 △IMF發布「亞太地區經濟展望報告」表示，因健全的勞動市場、低利率，以及近期下滑的油價支撐內需，加以全球景氣復甦提振出口，預期本年亞太地區經濟成長率為5.6%，與上年持平，明年則微幅降至5.5%。
- 10日 △為降低社會融資成本以支持實體經濟發展，中國人民銀行宣布自5月11日起調降金融機構人民幣存、放款基準利率各0.25個百分點，1年期存、放款基準利率分別降至2.25%及5.10%，其他各期別存、放款基準利率亦相應調整；另為推動利率自由化改革，將各期別存款基準利率浮動區間之上限，由1.3倍調升為1.5倍。
- 14日 △本年第1季歐元區之GDP年增率初估值為1.0%，高於上年第4季之0.9%，主要係因法國與義大利經濟表現優於預期所致。
- 15日 △中國人民銀行允許地方政府發行之置換債券（地方政府發行債券置換過去之借款）納入人民銀行部分貨幣政策操作之抵押品範圍，及商業銀行質押貸款之抵押品範圍，並可按規定於市場承作回購交易，以提高銀行與地方政府置換債券之意願，確保地方政府債券順利發行。
- 19日 △聯合國（UN）發布「2015年世界經濟情況及展望」年中報告指出，因拉丁美洲及俄羅斯等轉型經濟體與部分開發中國家經濟前景不佳，因而下修本年全球經濟成長率預測值0.3個百分點至2.8%，明年則下修0.2個百分點至3.1%。先進經濟體成長前景則略為改善；東亞地區未來仍為全球經濟成長的主要驅動因素，預計今、明兩年經濟成長率均為6.0%，出口成長亦可望回升。
- 29日 △美國下修本年第1季GDP成長率（與上季比化為年率）至-0.7%，主要係貿易入超擴大及企業存貨成長較初估值減緩所致。

民國104年6月份

- 3日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD經濟展望」報告，由於本年第1季全球成長疲弱，將本年全球經濟成長預測，由上年11月預測的3.7%，下修至3.1%。

- 9日 △本年第1季歐元區之GDP年增率修正值為1.0%，與初估值相同，並高於上年第4季之0.9%，主要是受民間消費及企業投資所支撐。
- 10日 △世界銀行（World Bank）發布「全球經濟展望」報告，將本年全球經濟成長由1月預測的3.0%下修至2.8%。預測主要經濟體中，歐元區及日本的經濟好轉，美國亦持續穩健成長，惟中國大陸恐續走緩。
- 11日 △紐西蘭央行宣布調降官方現金利率0.25個百分點至3.25%，為上年7月以來首次降息，主要係為因應酪農業出口品價格下跌及國內需求減緩。
△南韓央行宣布調降政策利率0.25個百分點至1.50%，創歷史新低，且為上年8月以來第4度降息，主要係因5月爆發之MERS疫情重挫內需，加上出口連續6個月衰退。
- 24日 △中國大陸國務院通過刪除銀行放款餘額與存款餘額比例不得超過75%之規定，並將該比率由法定監管指標改為流動性監測指標。
△本年第1季美國GDP成長率（與上季比化為年率）由前次估計之-0.7%上修至-0.2%，主要係民間消費與企業庫存較預期增加，以及輸出下滑幅度縮減。
- 27日 △為降低社會融資成本以支持實體經濟發展，中國人民銀行宣布自6月28日起，調降各期別存、放款基準利率各0.25個百分點，其中，1年期放款及存款基準利率分別降至4.85%及2.00%。並採定向降準措施，對「三農」貸款達一定標準之城市商業銀行及非縣域農村商業銀行調降存款準備率0.5個百分點；對「三農」或小微企業貸款達一定標準之國有大型商業銀行、股份制商業銀行、外資銀行調降存款準備率0.5個百分點；另調降財務公司存款準備率3個百分點。
- 28日 △希臘為了保護瀕臨崩潰的金融體系，宣布實施資本管制，自6月29日至7月6日國內銀行停業且股市休市，且銀行自動提款機（ATM）每日提款上限為60歐元。
- 30日 △希臘未能償還IMF到期之15.56億歐元債務，成為OECD首個債務違約國家。IMF表示，希臘須還清欠款，始能再取得IMF之援助資金。

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2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) 2357-1526
電子出版品電話：(02) 2357-1714
出版年月：中華民國 104 年 6 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) ◆

C E D A W

消除對婦女一切形式歧視公約

促進性別平等 讓世界更美好



C E D A W 讓女孩有發揮潛能 平等發展的機會



媽媽說女孩不會做家事會被人嫌
爸爸說女孩讀理工將來會很辛苦
他們為什麼不對哥哥這麼說？

我可以當工程師、科學家、甚至開飛機
我可以、妳也可以



【消除歧視 性別平等】

《消除對婦女一切形式歧視公約》簡稱CEDAW，
是全球共同遵行的公約，世界共同的潮流，
我國透過立法使婦女在政治、社會、經濟、
就業、文化、教育、健康、法律、家庭、
人身安全等各個領域，
獲得充分的發展與保障，
建立性別平等的幸福社會！

