

ISSN 1017-9623

# 中央銀行季刊

第39卷第1期

中央銀行 編印  
中華民國 106 年 3 月

# 中央銀行季刊

第39卷 第1期

中央銀行 編印

中華民國 106 年 3 月



# 中央銀行季刊

## 目錄 第39卷 第1期

### 專 載

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

### 論著與分析

台灣名目經常性薪資成長影響因素之實證分析 —兼論通膨預期與薪資成長的關係 .....	林依伶、蕭宇翔 張天惠	5
---	----------------	---

### 經濟金融動態

國內經濟金融情勢（民國105年第4季）		
總體經濟 .....	國 內 經 濟 科	49
國際收支 .....	國 際 收 支 科	59
貨幣與信用 .....	金 融 統 計 科	67
金融市場 .....	金 融 統 計 科	73
	國 內 經 濟 科	
	國 際 收 支 科	
國際經濟金融情勢（民國105年第4季） .....	國 際 經 濟 科	95

### 經濟金融日誌

國內經濟金融日誌（民國106年1月至3月） .....	國 內 經 濟 科	121
國際經濟金融日誌（民國106年1月至3月） .....	國 際 經 濟 科	125



# 中央銀行理監事聯席會議決議

(106年3月23日發布)

## 一、國際經濟金融情勢

本年全球景氣可望增溫，先進經濟體中，美國計劃提出擴張性財政政策，帶動經濟動能增強；日本及歐元區穩步復甦。受惠大宗商品價格回升，新興市場經濟體加速成長；中國大陸經濟持穩。

國際機構雖預測本年經濟成長優於上年，惟美國政策動向，全球貿易保護主義抬頭，以及英國脫歐談判進展，歐盟主要國家陸續大選，恐造成經濟政策及政治不確定性上升；此外，美國未來升息時程，以及全球通膨升溫，牽動各國貨幣政策走向，恐加劇國際金融市場波動，增添全球景氣復甦的風險。

## 二、國內經濟金融情勢

(一) 年初以來，隨全球經濟及貿易成長回增，近期國內出口升溫，加以政府續採擴張性財政政策，有助內需成長；勞動市場持續改善，就業人數緩增，失業率下滑。主計總處預測本年經濟成長率由上年之1.50%升為1.92%。

(二) 本年1至2月消費者物價指數(CPI)平均年增率為1.09%，主因國際油價走升帶動油料費上漲，以及水果、

外食等食物類價格漲幅較高所致；不含蔬果及能源之核心CPI平均年增率則為0.90%，顯示當前物價漲幅溫和。

雖然預期本年原油等進口原物料價格趨漲，惟近來新台幣升值有助紓緩輸入性通膨壓力，且國內需求和緩，產出缺口仍為負值，通膨展望溫和，本行預測本年CPI年增率為1.25%，核心CPI年增率則為1.06% (主要機構預測，詳附件)。

(三) 考量通膨情勢穩定，為因應景氣持續復甦，本行透過公開市場操作，彈性調節資金，充裕市場流動性；本年1至2月銀行超額準備平均為544億元，同期間銀行放款與投資及M2平均年增率分別為4.35%及3.64%，足敷經濟成長所需資金。雖然年初以來資金充裕，長、短期利率持穩於低檔，台股上揚；惟外資匯入，新台幣匯率走升，致金融情勢指數(financial condition index)趨緊。

## 三、本日本行理事會一致決議

鑑於歐美經濟政策不確定性仍高，而國內景氣復甦和緩，實際產出低於潛

在產出，當前通膨壓力及未來通膨預期尚屬溫和；益以新台幣升值已使金融情勢趨緊，為支撐經濟復甦，宜賡續適度寬鬆的貨幣政策，本行理事會認為維持政策利率不變，有助於整體經濟金融穩健發展。

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1.375%、1.75%及3.625%。

未來本行將持續關注實際通膨與通膨預期等國內外經濟金融發展情況，適時採行妥適的貨幣政策，以達成本行法定任務。

四、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定。惟全球政經情勢多變，國際資金大

量且頻繁進出，影響國內外匯與金融市場；若導致新台幣匯率過度波動與失序變動(excess volatility and disorderly movements)，而有不利於經濟與金融穩定之虞時，本行將維持外匯市場秩序。

五、金融危機以來，寬鬆貨幣政策激勵經濟成效已漸減弱，亟需接續採行擴張性財政政策，優先進行高品質之投資<sup>註</sup>，搭配結構性改革，以支持經濟永續平衡發展；且在當前低成長、低利率環境下，財政擴張不致對民間投資產生排擠效應。本日政府已通過推動前瞻基礎建設計畫，將可創造就業，提高生產力，以達成長期穩健的經濟成長，並可改善居住條件，提升生活品質。

---

<sup>註</sup> 本年3月G20會議公報亦作此呼籲。

## 附件

## 台灣當前通膨壓力及通膨展望

單位：%

	當前通膨壓力 (溫和)	通膨展望 (溫和)		
	2017年 1-2月	2017年 全年(f)		
<b>國內機構</b>	<b>1.09 (CPI) 0.90 (核心CPI*)</b>		<b>國內機構 預測中位數 1.19</b>	
元大寶華 (2016/12/28)		1.00		
主計總處 (2017/2/15)		1.08		
中研院 (2016/12/22)		1.13		
<b>中央銀行 (2017/3/6)</b>		<b>1.25 (CPI) 1.06 (核心CPI*)</b>		
台經院 (2017/1/25)		1.40		
中經院 (2016/12/20)		1.45		
<b>國外機構</b>				<b>國外機構 預測中位數 1.50</b>
DBS (2017/3/20)		1.20		
BoA Merrill Lynch (2017/3/17)		1.20		
Deutsche Bank (2017/3/10)		1.30		
HSBC (2017/3/10)		1.30		
IHS Global Insight (2017/3/15)		1.39		
Goldman Sachs (2017/3/20)		1.40		
UBS (2017/3/17)		1.50		
Morgan Stanley (2017/3/8)	1.50			
ADB (2016/12/13)	1.50			
Nomura (2017/3/17)	1.60			
Barclays Capital (2017/3/17)	1.60			
Standard Chartered (2017/3/17)	1.60			
Citi (2017/2/22)	1.60			

\*核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之消費者物價指數。

資料來源：主計總處、各預測機構





# 台灣名目經常性薪資成長影響因素之實證分析 —兼論通膨預期與薪資成長的關係\*

林依伶、蕭宇翔、張天惠\*\*

## 摘要

我國不論名目或實質薪資成長長期均呈趨緩狀態，且近期各界關注有關通膨是否能帶動名目薪資成長，為此，本文對影響國內名目薪資成長的可能因素進行實證分析。實證模型分別採用靜態之貝氏模型平均法(BMA)與一般化動差法(GMM)估計法，以及動態分析方法，如自我迴歸分配落後模型(ARDL)、向量自我迴歸模型(VAR)之衝擊反應函數及滾動式迴歸。多種模型的實證結果均顯示，我國薪資成長主要受勞動生產力成長率、失業率等因素影響，與通膨預期無明顯關係。

通膨預期對薪資成長的影響效果有限，可能原因包含：(1)國際競爭壓抑出口商品價格，致薪資不易提升；(2)物價變動情形並非我國廠商調升薪資的主要參考因素；(3)我國工會力量薄弱，對薪資議價能力低。本文的分析結果顯示，欲提振薪資成長，應推動產業結構轉型，提升附加價值；重建教育體制，改善學用落差；並強化工會對薪資的談判能力。此外，亦應鼓勵企業利潤分享，使薪資能與勞動生產力同步成長。

\* 本文初稿完成於民國105年6月，105年12月修正完稿。本文承蒙嚴副總裁宗大、林處長宗耀、林副處長淑華、吳副處長懿娟、葉研究員盛、廖研究員俊男、鄭副研究員漢亮與兩位匿名審稿人之悉心審閱，以及處內其他同仁給予寶貴意見，特此衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或錯誤，概由作者負責。

\*\* 作者分別為中央銀行經濟研究處三等專員、四等專員與副研究員。

## 壹、前言

長期以來，我國薪資成長呈趨緩現象，1991~2000年台灣平均名目薪資成長尚達5.62%(實質薪資平均成長為2.94%)，惟於2001年以後遽降至1.01%(實質薪資平均為0.05%)，名目或實質薪資皆幾近無成長。薪資停滯恐影響勞動參與意願，降低消費需求，加深所得分配不均問題，進而影響經濟成長動能，因此分析影響薪資變動之因素有其必要性。

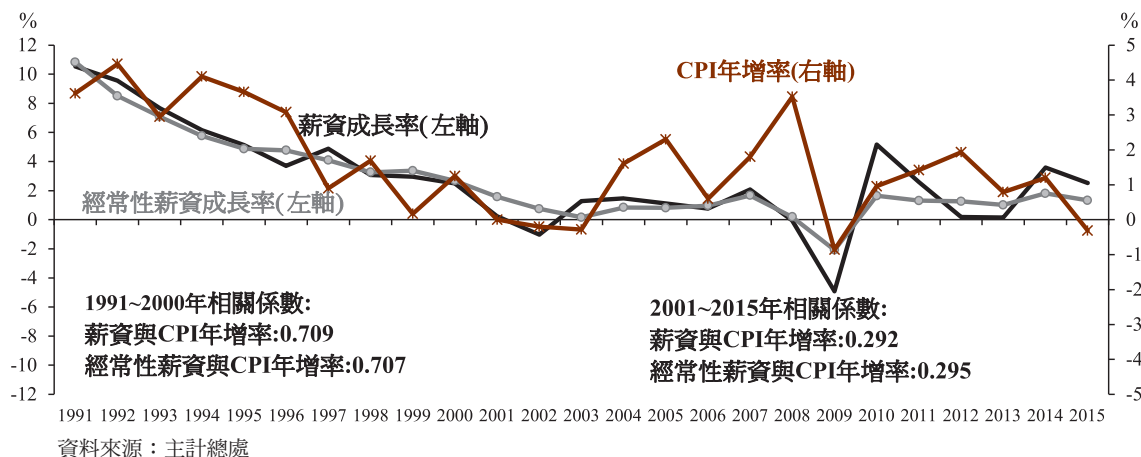
由於實質薪資可反映民眾購買力，故民眾較關心實質薪資，因而台灣實證文獻多著重於實質薪資下滑的原因分析(如楊子菡等人(2015)、方俊德(2014)及林佳雯(2012)等)。惟直接探討實質薪資的變動，不易區分實質薪資下滑係因物價上升或名目薪資下降所致，加深探討實質薪資變動的複雜性。

此外，影響我國名目薪資及物價變動之來源不全相同，名目薪資或物價水準，係由各自供給面因素及需求面因素所決定。以物價而言，除有天候、國內需求、貨幣供給等因素影響外，台灣為小型開放經濟體，故物價波動易受原物料進口成本(如油價)所影響(葉盛與田慧琦(2004))。而就薪資決定因素來看，來自勞動需求(如勞動邊際生產力)與供給面(開放外勞等)影響因素，甚至制度

面因素(如基本工資提高、僱主負擔之員工勞、健保費增加等)，皆可能影響我國薪資成長。直接分析影響實質薪資的因素，較難釐清該因素係影響物價或名目薪資。再者，近期外界漸關心通膨是否能帶動名目薪資成長之議題，為此，本文選擇以名目薪資進行實證分析。

名目薪資成長率與通膨率理論上應呈正向關係(Blanchard(2009)與Blanchard and Katz(1999))，因勞工若預期物價上漲，將會要求提高薪資，而廠商預期勞動邊際產值(value of marginal product of labor, VMPL)增加的情況下，也願意支付較高薪資，是故通膨率提高可帶動薪資成長。惟若觀察1991年以來台灣薪資成長(或經常性薪資<sup>註1</sup>)與通膨率走勢可發現(見圖1)，1991~2000年兩者確實呈高度相關，惟於2001年以後相關性大幅減弱，如2008年我國消費者物價指數(CPI)受油價大漲影響，年增率攀升至3.52%，然國內薪資受景氣拖累等因素影響轉呈負成長0.06%(經常性薪資雖仍成長惟幅度下滑)，顯示近年通膨率上升對國內薪資成長之影響方向存在不確定性。以下，本文將設定名目薪資之實證模型，分析影響國內名目薪資成長之可能原因。

圖1 台灣名目薪資成長與通膨走勢



本文除第一節前言外，其餘各節安排如下：第二節為文獻回顧，第三節參考國內外相關文獻，說明影響名目薪資變動之可能因素，第四節說明實證資料與通膨預期的衡量方法，第五節為實證分析，本文係利用兩種

靜態及三種動態估計法，來分析相關變數與我國名目薪資變動之關係，第六節為探討通膨預期對我國薪資成長影響不明顯之可能原因，第七節為結論。

## 貳、文獻回顧

薪資成長趨緩為全球現象，如表1所示，2001年以來主要國家之平均名目薪資成長皆較過去10年減緩，其中日本轉為負成

長，台灣與南韓成長則大幅下降。據此國內、外文獻對於薪資減緩因素之探討多有研究。

表1 台灣與主要國家名目薪資成長率

	台灣	美國	日本	南韓	德國	瑞士
1991~2000年平均薪資年增率 (1)	5.62	3.83	0.75	9.64	3.16	2.66
2001~2014年平均薪資年增率 (2)	0.90	2.78	-0.84	4.20	1.92	1.51
兩者差距 (2)-(1)	-4.71	-1.05	-1.59	-5.43	-1.24	-1.15

註：2001~2015年台灣平均薪資年增率為1.01%。  
 資料來源：主計總處、OECD Statistics

## 一、國外文獻

Gallegati et al.(2011)以新凱因斯的薪資菲利普曲線(New Keynesian Wage Phillips Curve, 簡稱NKWPC)<sup>註2</sup>為基礎，並根據效率工資理論(efficiency-wage theory)<sup>註3</sup>等，建構名目薪資成長率( $\Delta w$ )與通膨( $\Delta p$ )、失業率( $u$ )及勞動生產力變數( $lp$ )的關係，估計式如下：

$$\Delta w_t = \alpha + \gamma \Delta p_t + \beta u_t + \lambda (lp_t). \quad (1)$$

其中， $\alpha$ 、 $\gamma$ 、 $\beta$ 及 $\lambda$ 為待估參數。Gallegati et al.(2011)採用美國1948Q1~2009Q2資料進行實證發現，1993年以前其名目薪資成長顯著受勞動生產力(正向)、失業率(負向)及以GDP平減指數衡量之通膨(正向)所影響，惟於1993年以後，僅失業率對薪資成長具顯著負向影響，其餘變數皆轉為不顯著。

Muto and Shintani (2014)亦以NKWPC分析名目薪資成長率( $\Delta w$ )與失業率( $u$ )及核心通膨( $\Delta p$ )的關係，惟不考量勞動生產力對薪資的影響(即假設 $\lambda = 0$ )，縮減式估計式如下：

$$\Delta w_t = \alpha + \gamma \Delta p_{t-1} + \beta u_t. \quad (2)$$

該文採用1980Q1~2013Q2資料對美國及日本進行實證，研究發現失業率對美國及日本薪資成長皆有顯著的負向影響，核心通膨對美國薪資成長的影響顯著為正，而對日本薪資則呈不顯著為正，此可能係因物價水準在美國的勞工薪資合約中扮演重要角色<sup>註4</sup>，惟在日本則否。此外，根據遞迴分析結果，

近期通膨對兩國薪資成長的正向影響皆減弱。

對於通膨與名目薪資成長關係減弱，Gallegati et al.(2011)與Muto and Shintani(2014)皆認為，自1990年代以來，美國與日本物價已不似過去呈現高通膨且波動大的情況，因此企業調薪較不會考量物價變動，故而通膨對薪資成長的影響降低。此外，Goldman Sachs(2015a)發現美國1997~2015年名目薪資成長緩慢，主因勞動市場恢復遲緩(如失業率短期內不會回到自然失業率)、生產力成長低落及核心通膨疲弱，惟核心通膨之影響最小。

Goldman Sachs(2015b)利用誤差修正模型(Error Correction Model)，分析2005年以來，德國失業率、勞動生產力成長及預期通膨率(以歐盟公布之家計部門對於未來12個月預期通膨率作為替代變數)對名目薪資成長的影響，實證結果顯示，薪資走勢主要反映經濟基本面(失業率及勞動生產力)，而與通膨預期較無關係，有時兩者甚至呈負相關。

此外，Sommer(2009)採用追蹤資料模型(panel data model)，研究1980~2005年間15個先進經濟體的勞動份額變動之影響因素。實證結果發現，全球化(貿易開放)、臨時工比重高、失業津貼高、較嚴格的就業保護等將導致勞動份額下降；而技術進步對勞動份額則有顯著的負向影響。

## 二、國內文獻

林慈芳(2011)對1985~2009年台灣名目薪資變動進行實證，結果顯示失業率下降、勞動生產力增加皆可顯著提升薪資成長，而CPI年增率上升對薪資成長影響雖為正向惟不顯著。該文認為，近年台灣薪資停滯，主要因為我國產品以外銷為主，而出口商多為中小企業，對價格的影響力小，因此，當原物料輸入價格上漲時，廠商無法將此上漲的生產成本轉嫁至產品價格，致僅能以壓抑勞動報酬來吸收。

此外，蕭蕙誼(2014)使用1981M1~2013M12台灣資料，採以共整合模型研究名目薪資與失業率、通膨及勞動生產力之關係。實證結果發現，名目薪資與失業率為顯著負向關係，與勞動生產力為顯著之正向關係，而與預期物價(以當期CPI衡量)雖為負相關但不顯著，因此，該文認為台灣物價與薪資關聯性不大。劉碧珍等人(2014)則採誤差修正模型分析1982~2012年期間影響台灣薪資份額之短、長期變化的成因，發現資本密

集度(負向)、勞動生產力(負向)、貿易開放(正向)及技術進步(正向)為主要影響因素。

有關實質薪資停滯之實證分析，楊子菡等人(2015)對1982~2011年台灣製造業及服務業之實質薪資進行迴歸分析，發現勞動生產力上升、出口依賴度降低、產業景氣改善等明顯有利製造業實質薪資提升，而對大陸投資增加與景氣改善則對服務業實質薪資提升明顯有利。方俊德(2014)採用1998Q1~2011Q4資料，發現全球化、金融化、高等教育擴張及工會能力下降等，為造成台灣勞動生產力與實質薪資成長率脫勾之主因。林佳雯(2012)以1980M1~2011M12資料，對各產業之實質經常性薪資進行實證，除發現CPI對於各業的實質經常性薪資有顯著負向影響外，實質基本工資停滯，以及失業率、人力派遣、雇主支付勞工保險、海外生產比重及外勞人數增加等亦不利薪資成長。而大學學歷以上畢業人數增加，對金融業實質經常性薪資有顯著正向影響，惟對工業或製造業之薪資有不顯著之負向影響。

## 參、影響台灣名目薪資變動之可能原因

承前所述，儘管過去文獻對(實質)薪資變動之模型設定不全相同，惟解釋變數意涵大同小異，茲將本文所考慮之各解釋變數與名目薪資間的關聯，說明如后。

### 一、勞動邊際產量(或勞動生產力)

根據古典學派理論，在資本固定不變下，勞動邊際產量將等於實質薪資，故勞動邊際產值增加為帶動名目薪資成長之重要因

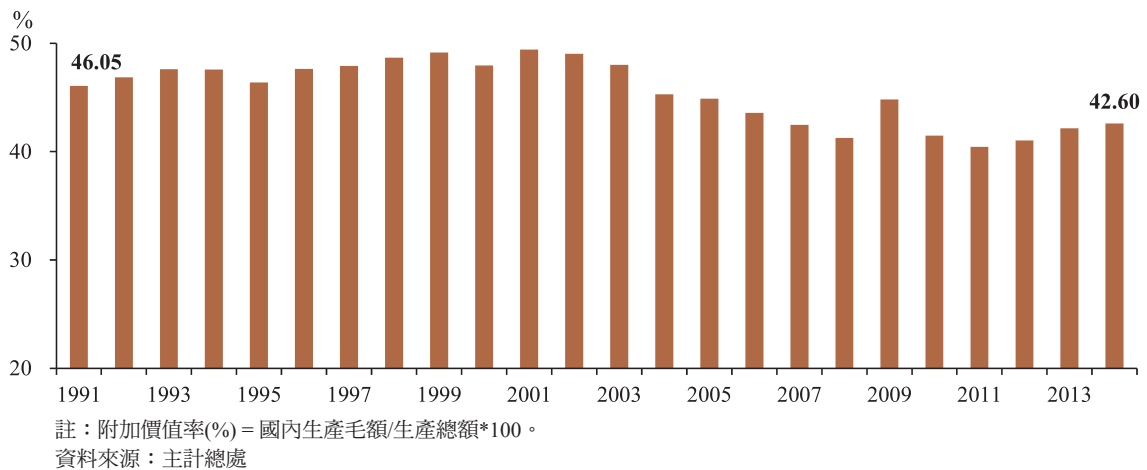
素。文獻上多以勞動生產力<sup>註5</sup>作為衡量勞動邊際產量的替代變數。

## 二、產業附加價值

台灣製造業偏重電子、資通訊產業，在國際分工體系中係以代工為主，缺乏自有品牌，創新不足，產業附加價值率長期呈現下滑走勢，由1991年的46.05%，降至2014年的42.6%(圖2)，葉懿倫(2011)認為產業附

加價值率下降是導致薪資難以成長的因素之一。在其他情況不變下，產業附加價值率下降時，即代表廠商的毛利率下降，將削弱企業的調薪意願。此外，陳博志(2014)指出，造成台灣薪資成長停滯的主要原因之一，乃是具有超額利潤的企業愈來愈少，當企業盈餘下降，將降低企業調薪之意願，Deutsche Bank Research(2013)即以企業盈餘作為薪資之解釋變數<sup>註6</sup>。

圖2 我國整體產業附加價值率



## 三、全球化或貿易開放

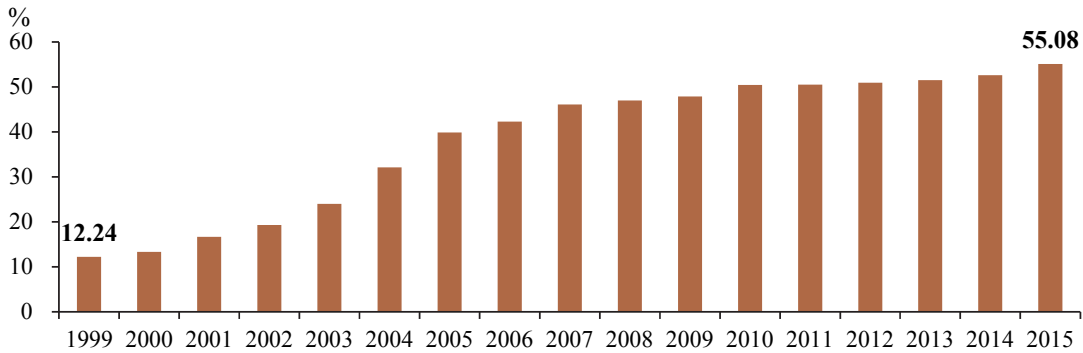
全球化及自由化下，廠商藉國際分工方式，將生產地點移至低薪資國家，降低生產成本，維持國際競爭力。以台灣外銷訂單海外生產比重為例，該比重於1999年約為12%，其後快速上升，於2015年已增至55%(圖3)。

海外生產對本國薪資影響可分為兩方面，其一，將使廠商對本國低技術勞動需求減少，此時，根據要素價格均等化定理，貿易對手國的勞工成本相對於本國愈低廉，則自由貿易的結果將拉近本國低技術勞工與低薪資國家之薪資水準。黃登興(2015)發現，台灣對中國大陸的出口與投資逐年增加，促

使我國與大陸勞工薪資的差距縮小，致薪資成長遲滯。其二，生產成本降低可能使企業僱用更多本國高技術勞工，而提高高技術勞

工薪資。因此，整體而言，海外生產對於國內薪資影響方向具不確定性(劉碧珍等人(2014)、Bhagwati et al. (2004))。

圖3 外銷訂單的海外生產比重



註：資料起始點為1999年。

資料來源：經濟部

#### 四、基本工資、非薪資報酬等制度面影響

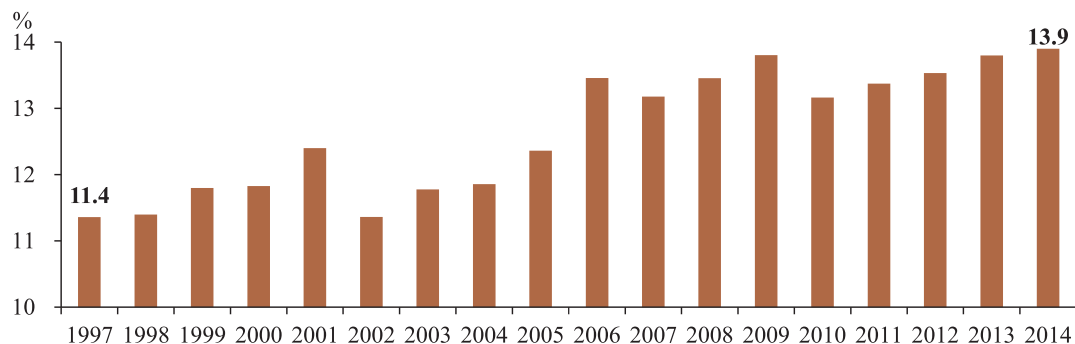
基本工資提升時，雖可提高低薪者薪資，惟亦增加企業對低薪者之僱用成本(除本薪外，勞健保費及退休金支出的負擔亦加重)，進而推升整體勞動成本，致廠商可能減少對低技術勞工之僱用，造成更多的失業(陳香如與郭哲璋(2014))，故不一定能使整體平均薪資上升。

企業用人成本包含薪資與非薪資報酬，前者包括經常性薪資與非經常性薪資(包含

工作與年終獎金、員工紅利等)；後者為雇主為員工支付之勞、健保費與退休準備金之提撥等。隨2005年7月實施勞退新制<sup>註7</sup>，加上勞、健保費率調高，以及2013年二代健保的實施，非薪資報酬占總報酬比重由1997年的11.4%，上升至2014年的13.9%(圖4)，致廠商負擔加重進而降低調薪意願，如楊子霆與駱明慶(2009)發現，勞退新制的實施造成私部門初任(或轉職)員工薪資(含非經常性薪資)顯著減少，幅度約為薪資的5.92%。



圖4 勞工之非薪資報酬占總報酬比重



註1：勞工總報酬=薪資+非薪資報酬=經常性薪資+非經常性薪資+非薪資報酬

註2：資料起始點為1997年。

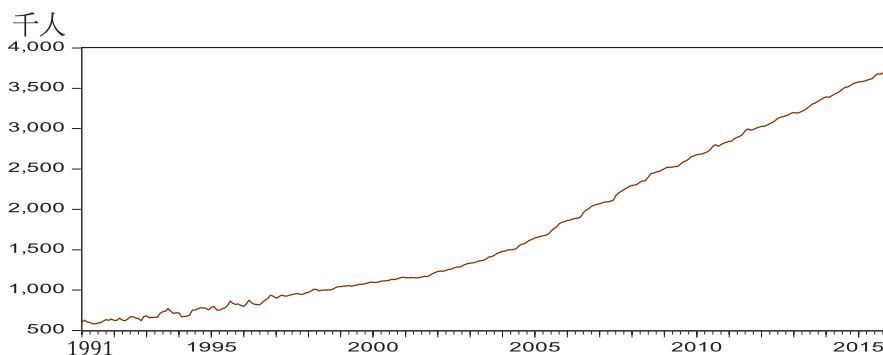
資料來源：主計總處

## 五、高等教育擴張

自1997年教育部推動廣設大學政策之後，大學生人數快速成長，如圖5所示，大學以上就業人數在2000年後快速成長，於2015年人數已逾360萬人。惟因國內高等教育多元化不足，大學畢業生的同質性高，加

以技職教育學術化，致人力供給與產業需求脫節，造成就業市場缺工與失業並存。影響所及，實施高等教育擴張後，在學用落差與技能錯配等影響下，造成薪資成長受壓抑。其中，方俊德(2014)發現，高等教育擴張為勞動生產力與實質薪資脫勾的原因之一。

圖5 大學以上就業人數



資料來源：主計總處

## 六、外籍勞工的開放

我國自1989年核准低技術外勞來台工作後，外勞人數呈逐年上升趨勢，目前外勞人

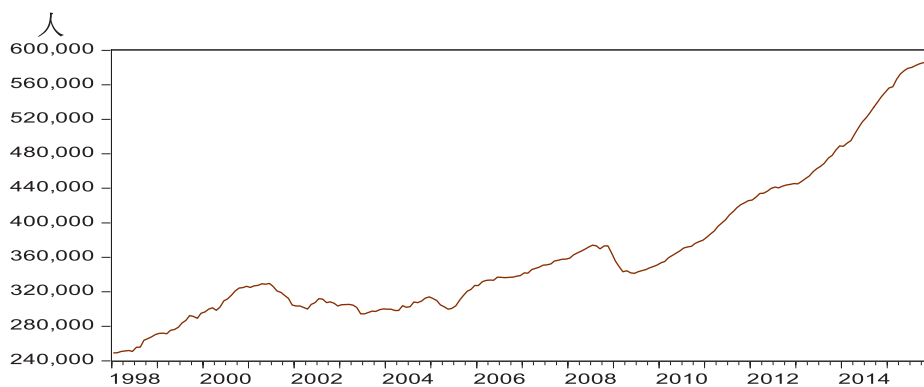
數約59萬人，約為1998年(約25萬人)的2.36倍(見圖6)。理論上，引進外勞對於本國薪資成長有正負面效果，其一為生產因素之替代

效果，低技術外勞與本國低技術勞工在生產上，具完全替代關係，故而拉低本國低技術勞工薪資；其次為，企業引進外勞可使其生產成本降低，有助擴大生產規模，進而造成整體產出增加，從而提高本國高技術勞工的需求及薪資，進而提升整體薪資水準，此為產出(或規模)效果。

因此，外勞開放對本國勞工薪資影響並無一致結論，江豐富(2006)發現，產業的外

勞使用密集度愈高對於本國籍勞工薪資有負向影響。許績天等人(2007)研究結果為，引進外勞會使本國勞工的薪資下降，且此效果以小規模廠商較為顯著。陳坤銘(2007)則發現，引進低技術外勞除了對本國高技術勞工薪資有正面效果外，對低技術勞工則無明顯不利影響，因此引進低技術外勞對台灣實質薪資水準不但無不利影響，反而可能帶來正面效益。

圖6 外勞人數



註：資料起始點為1998年。  
資料來源：主計總處

## 七、預期物價

實質薪資可用來衡量勞工的購買力，當預期物價上升時，在同樣的勞動投入下，勞工將會要求較高的薪資，以維持其購買力；而另一方面，預期物價上升時，廠商預期其所僱用勞工的邊際產值也會上升，故亦願意提高薪資。

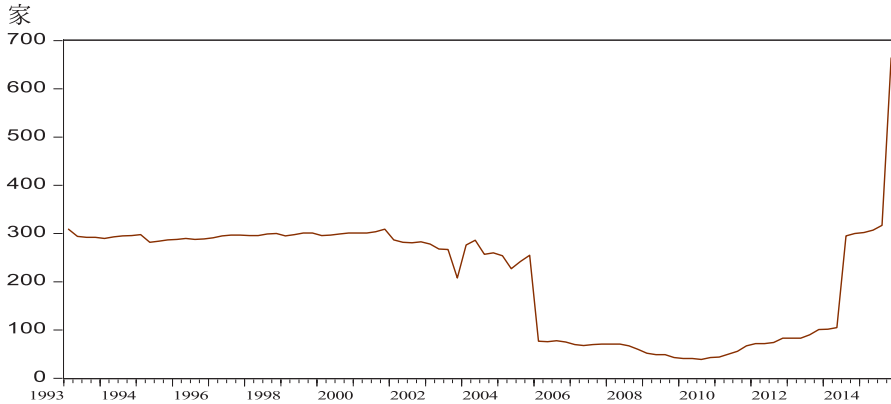
## 八、其他影響勞資雙方議價能力(如失業率、工會力量)、或制度面因素(如公務人員調薪)

當失業率高或工會力量低時，資方會有較高的議價能力，反之勞工之薪資議價能力較差，不利薪資成長。以工會力量而言，我國事業單位簽訂團體協約家數可為衡量指標<sup>註8</sup>，因其可顯示工會展現的集體力量及勞資

協商的具體成果(詳中經院(2015))。依圖7顯示，我國簽訂團體協約家數在2006~2014年上半年較過去明顯減少，顯示此期間工會力

量相對薄弱<sup>註9</sup>。此外，當公務人員調薪時，除可直接使公部門薪資上升外，亦可能帶動私部門調薪意願。

圖7 簽訂團體協約家數



註：資料起始點為1993年第1季。  
資料來源：勞動部

依據前述各解釋變數與名目薪資之關聯，本文設定決定名目薪資( $w$ )之方程式如(3)式：

$$w = f(p^e, \textit{oversea}, \textit{mpl}, \textit{sales}, \textit{forework}, \textit{highedu}, \textit{nonw}, \textit{minw}, d_w, \textit{unem}, \textit{union})$$

(+) (+/-) (+) (+) (+/-) (-)  
 (-) (+/-) (+) (-) (+)

(3)

歸納大部分的實證文獻與經濟理論，我們預期各變數對薪資之影響效果如下，預期物價( $p^e$ )、勞動生產力( $\textit{mpl}$ )、企業營

收( $\textit{sales}$ )、公務人員調薪( $d_w$ )及工會力量( $\textit{union}$ )與名目薪資呈同向變動，亦即當這些變數上升時，將帶動名目薪資成長。至於高等教育擴張( $\textit{highedu}$ )、非薪資報酬( $\textit{nonw}$ )，以及失業率( $\textit{unem}$ )對薪資之影響則為負向，亦即當這些變數上升時，將使名目薪資下滑。此外，海外生產比重( $\textit{oversea}$ )、外勞人數( $\textit{forework}$ )與最低工資( $\textit{minw}$ )的變動，對薪資的影響方向則不確定。

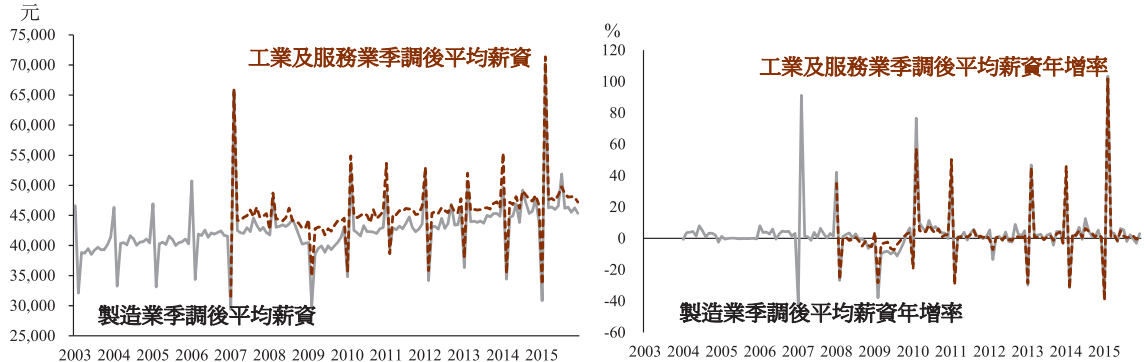
### 肆、實證資料說明

本文分析2001年以來影響我國名目薪資變動主因<sup>註10</sup>，實證時係採用月資料，樣本期間為2001年1月~2014年12月。因非經常性薪

資包含年終獎金等波動較大之給付，且主計總處公布之季調後平均薪資(=經常性薪資+非經常性薪資)走勢仍明顯受其影響(圖8)，

是以本文實證分析所採用之名目薪資變數為 實際產量。有關實證變數的資料說明詳表2。經常性薪資。此外，受限於資料，本文以工業部門之勞動生產力來衡量全體產業勞動邊

圖8 季調後平均薪資及年增率



註：工業及服務業季調後平均薪資資料起點為2007年，製造業則為2003年。  
資料來源：主計總處

表2 台灣名目薪資實證資料說明

變數	資料處理 <sup>註11</sup>	資料來源
1. 名目薪資( $w$ )	工業及服務業經常性薪資	主計總處
2. 物價( $p$ )	消費者物價指數(CPI)	主計總處
3. 海外生產比重( $oversea$ )	外銷訂單之海外生產比重	經濟部
4. 勞動生產力( $mpl$ )	工業部門之勞動生產力	主計總處
5. 企業營收( $sales$ )	上市公司平均單月營收	台灣新報
6. 外勞人數( $forework$ )	各產業及社福外勞人數總計	主計總處
7. 高等教育擴張( $highedu$ )	大學及研究所(或大學以上)就業人數合計	主計總處
8. 非薪資報酬( $nonw$ )	員工勞、健保保險費及退休準備金合計 (此兩部分合計占非薪資報酬比重多達8成以上)	主計總處
9. 基本工資( $minw$ )	依每次基本工資調整之實施日期代入(2001年至2015年，共調整6次)	勞動部
10. 公務人員調薪 (虛擬變數, $d_w$ )	2001年以來共調薪3次，分別為2001年1月、2005年1月及2011年7月。假定公務人員調薪對私部門薪資帶動效果僅及於當年，故設定： (1) 2001年與2005年之1~12月，以及2011年7~12月之 $d_w=1$ (2) 其餘期間之 $d_w=0$ 。	人事行政總處
11. 失業率( $unem$ )	失業率	主計總處
12. 工會力量( $union$ )	簽訂團體協約家數	勞動部

### 一、季節調整及單根檢定

本文在觀察各變數之原始資料走勢後，發現除了海外生產比重、基本工資、公務人員調薪及工會力量變數無明顯受季節因子影響外，其餘皆深受季節因子(特別是農曆春

節)影響，因此實證時，除直接採用主計總處公布之季調後失業率、CPI外，其他變數均以X-12 ARIMA進行季節調整<sup>註12</sup>，季調後各數列走勢見圖9。

圖9 各實證變數走勢(季調後)

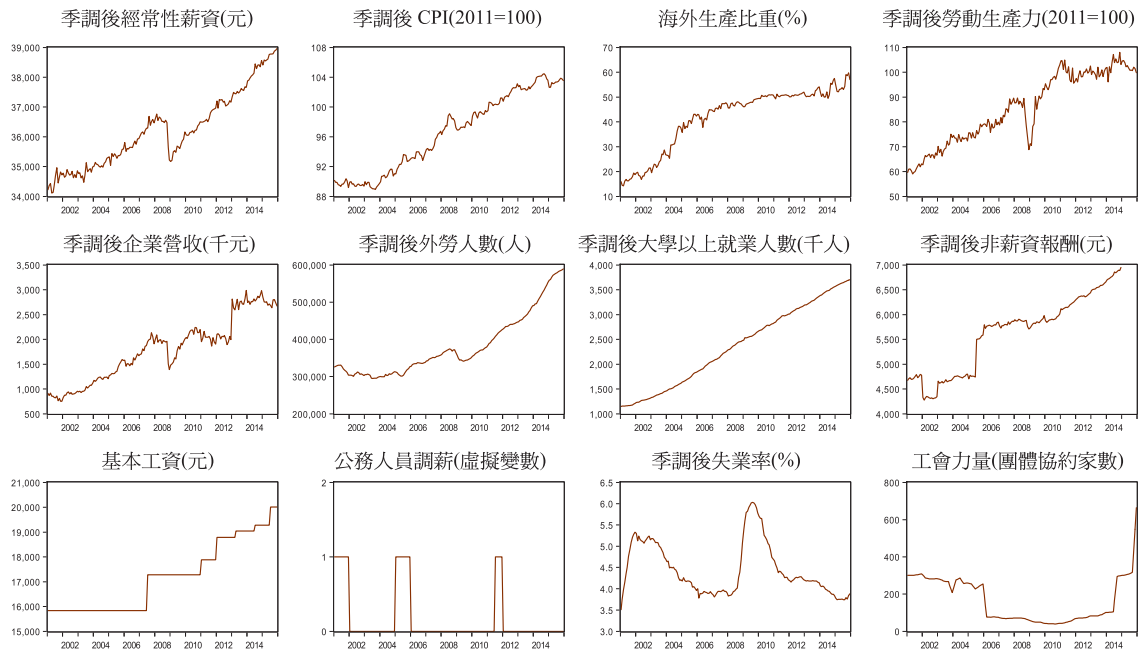


表3 單根檢定結果

變數	DF-GLS單根檢定		ADF單根檢定	
	水準值	一階差分項	水準值	一階差分項
<i>CPI_sa</i>	2.79	-16.25 ***	1.50	-13.21 ***
<i>oversea</i>	1.24	-15.81 ***	-1.45	-16.58 ***
<i>mpl_sa</i>	1.62	-8.95 ***	-0.75	-9.27 ***
<i>sales_sa</i>	1.26	-21.37 ***	-0.07	-21.40 ***
<i>forework_sa</i>	4.30	-3.97 ***	-2.15	-3.97 ***
<i>highedu_sa</i>	5.77	-1.74 *	1.31	-4.17 ***
<i>nonw_sa</i>	2.03	-14.82 ***	-0.15	-14.83 ***
<i>unem_sa</i>	-1.65 *		-3.56 ***	
<i>union</i>	-1.14	-3.71 ***	-0.63	-3.64 ***

註1：為包含常數項之檢定統計量。

註2：\*\*\*、\*\*與\*分別表在1%、5%與10%的水準下顯著。

於實證分析前，本文先對部分變數<sup>註13</sup>進行單根檢定，以檢視其是否為定態數列。檢定結果詳見表3，結果顯示除失業率外，其餘變數皆存在單根。據此，實證時所採用之模型估計式為下式：

$$\Delta w_t = f(\Delta p_{sa}_{t+1}^e, \Delta oversea_t, \Delta mpl_{sa}_t, \Delta sales_{sa}_t, \Delta forewok_{sa}_t, \Delta highedu_{sa}_t, \Delta nonw_{sa}_t, \Delta minw, d_w_t, unem_{sa}_t, \Delta union_t) \quad (4)$$

(4)式說明當期名目薪資年增率( $\Delta w_t$ )，受到民眾對未來一期的通膨預期 ( $\Delta p_{sa}_{t+1}^e$ )、其他變數之當期年增率，以及當期失業率與公務人員調薪變數所影響。

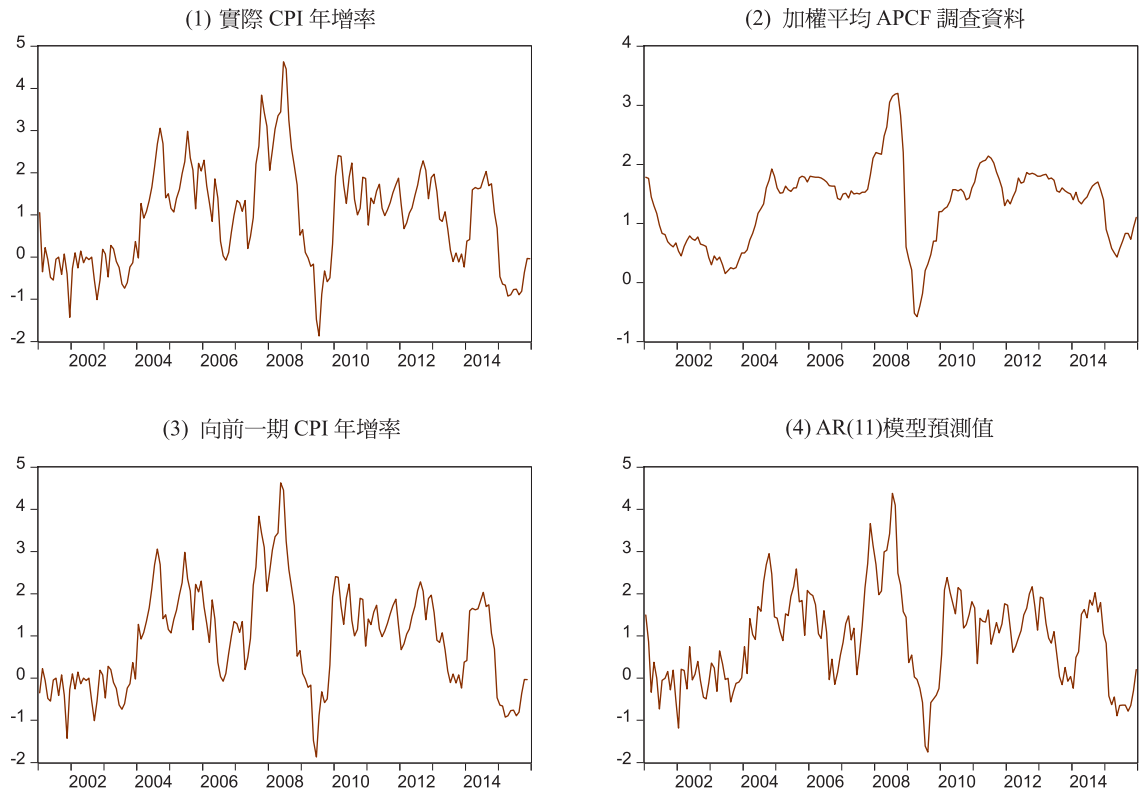
## 二、通膨預期的衡量

針對通膨預期部分，本文以四種方式來衡量通膨預期，包括實際通膨、APCF(Asia Pacific Consensus Forecasts，簡稱APCF)調查資料、向前一期之通膨率及AR模型之通膨預測值，分別說明如下：

1. 實際CPI年增率:在靜態預期下，民眾對下一期的通膨預期值等於當期通膨值，即 $\Delta p_{sa}_{t+1}^e = \Delta p_{sa}_t$ 。
2. 加權平均APCF調查資料:參考Kim and Lee (2013)及張志揚(2014)作法，本文主要利用APCF每月提供之各機構對本年和次年的全年通膨預期值<sup>註14</sup>，以加權平均的方式估計民眾對未來12個月的通膨預期<sup>註15</sup>。
3. 向前一期CPI年增率:在理性預期且無任何隨機因素下，民眾能完全預期下一期通膨，即 $\Delta p_{sa}_{t+1}^e = \Delta p_{sa}_{t+1}$ 。
4. AR模型預測值:根據適應性預期，民眾將以過去通膨走勢來預期未來通膨，故本文採AR(11)模型進行預測<sup>註16</sup>。

本文將實際季調後CPI年增率、APCF調查資料、向前一期CPI年增率及AR模型預測值之四類變數走勢繪於圖10<sup>註17</sup>。

圖10 四種通膨預期值(%)



## 伍、實證結果

本文分別採用靜態及動態模型分析各解釋變數對名目薪資成長之影響。靜態模型能檢視解釋變數對同期名目薪資成長率的影響方向，動態模型則可以捕捉解釋變數對名目薪資成長率的動態影響效果。

### 一、靜態模型

鑑於可解釋薪資成長之變數眾多，故先以貝氏模型平均法(Bayesian Model Averaging, 簡稱BMA)，來概括說明不同解釋變數組合下之估計結果，檢視各解釋變數

對名目薪資成長率的穩健性。此外，考量解釋變數和被解釋變數之間可能互相影響，故採用一般化動差估計法(Generalized Method of Moments, 簡稱GMM)，以解決實證時可能存在的變數內生性問題。

#### (一) 貝氏模型平均法(BMA)

決定名目薪資成長之估計式可以下列線性迴歸模型說明：

$$\Delta w_t = \alpha + \beta_1 \Delta x_t^1 + \beta_2 \Delta x_t^2 + \dots + \beta_n \Delta x_t^K + \varepsilon_t = \Delta \mathbf{X}_t \boldsymbol{\beta} + \varepsilon_t \quad (5)$$

其中， $\Delta w_t$ 為經常性薪資成長率， $x_t^1, \dots, x_t^K$ 為

決定薪資成長的可能因素。若假設有 $K$ 種可能決定薪資成長的因素，且不確定何者對薪資確實存在影響的情況下，將有 $2^K$ 種可能的迴歸模型組合，此時採用貝氏模型平均法可協助本文在各種組合下，歸納影響薪資成長的重要變數及其平均影響方向。貝氏模型平均法的理論模型見附錄1。

根據(4)式，BMA模型考慮的解釋變數包含對未來一期通膨預期等11個變數。對未來一期之通膨預期如前文所述，共有四種衡量方式：實際CPI年增率、加權平均APCF調查資料、向前一期CPI年增率及AR模型預測值。表4為依不同通膨預期衡量方法所列之貝氏模型平均估計結果，其中第(1)欄為相對應變數加入迴歸模型的事後機率(posterior inclusion probability)，為所有模型組合中，有考慮該變數之模型其事後機率(posterior probability)之總和，其值越高表示該變數對薪資成長的迴歸模型之配適度(goodness-of-fit)貢獻越大。表4的變數係依加入模型的事後機率進行排序，可視為影響薪資年增率的

相對重要性之排序。

第(2)欄為事後平均係數值(posterior mean)，係對應變數在所有組合模型之係數估計值，並以事後機率作加權平均(模型若未加入此變數，此時該變數的係數值為0，見附錄1 (A.4) 式)。第(3)欄為該變數係數估計值標準差的事後平均(posterior standard deviation)，其數值大小隱含估計係數的準確度。最後一欄(第(4)欄)係數值正負符號相同的機率表示，在所有加入此變數的模型中，其係數估計值正負號相同的事後機率總和。若所有的模型係數值皆為正數或負數，則事後機率的總和為1。係數值正負符號相同的機率可反映該變數對薪資成長為正向或負向影響有多大信心，亦可視為另一種衡量變數顯著程度的指標<sup>註18</sup> (Sala-i-Martin et al.(2004))。若97.5%以上的係數估計值正數或負數，表示該變數在雙尾檢定下，5%顯著為正或為負。

根據表4的四種BMA模型估計結果，本文歸納實證結果如下：



表4 貝氏模型平均的估計結果

排序	變數名稱	加入模型的 事後機率(1)	事後平均 係數值(2)	事後平均 標準差(3)	係數值正負符號 相同的機率(4)
<b>模型1：實際CPI年增率</b>					
1	勞動生產力	1.000	0.0889	0.0101	1.000
2	失業率	1.000	-1.2712	0.1466	1.000
3	高等教育擴張	1.000	-0.1437	0.0286	1.000
4	公務人員調薪	0.550	0.2309	0.2474	1.000
5	企業營收	0.520	0.0058	0.0067	1.000
6	海外生產比重	0.366	0.0038	0.0059	1.000
7	工會力量	0.303	0.0009	0.0016	1.000
8	外勞人數	0.137	0.0029	0.0102	1.000
9	非薪資報酬	0.104	-0.0010	0.0048	1.000
10	基本工資	0.083	0.0009	0.0082	0.835
11	預期通膨率(實際值)	0.076	-0.0011	0.0181	0.806
<b>模型2：加權平均APCF調查資料</b>					
1	勞動生產力	1.000	0.0888	0.0101	1.000
2	失業率	1.000	-1.2703	0.1485	1.000
3	高等教育擴張	1.000	-0.1439	0.0284	1.000
4	公務人員調薪	0.549	0.2303	0.2474	1.000
5	企業營收	0.520	0.0058	0.0067	1.000
6	海外生產比重	0.369	0.0038	0.0059	1.000
7	工會力量	0.301	0.0009	0.0016	1.000
8	外勞人數	0.136	0.0029	0.0102	1.000
9	非薪資報酬	0.103	-0.0010	0.0048	1.000
10	基本工資	0.083	0.0009	0.0082	0.833
11	預期通膨率(APCF)	0.077	0.0007	0.0385	0.535
<b>模型3：向前一期CPI年增率</b>					
1	勞動生產力	1.000	0.0889	0.0101	1.000
2	失業率	1.000	-1.2726	0.1473	1.000
3	高等教育擴張	0.999	-0.1431	0.0288	1.000
4	公務人員調薪	0.550	0.2309	0.2473	1.000
5	企業營收	0.519	0.0058	0.0066	1.000
6	海外生產比重	0.363	0.0037	0.0059	1.000
7	工會力量	0.307	0.0009	0.0016	1.000
8	外勞人數	0.139	0.0030	0.0104	1.000
9	非薪資報酬	0.104	-0.0010	0.0048	1.000
10	預期通膨率(向前一期)	0.091	-0.0039	0.0229	1.000
11	基本工資	0.083	0.0010	0.0083	0.844
<b>模型4：AR模型預測值</b>					
1	勞動生產力	1.000	0.0888	0.0101	1.000
2	失業率	1.000	-1.2707	0.1464	1.000
3	高等教育擴張	1.000	-0.1438	0.0286	1.000
4	公務人員調薪	0.550	0.2310	0.2475	1.000
5	企業營收	0.520	0.0059	0.0067	1.000
6	海外生產比重	0.367	0.0038	0.0059	1.000
7	工會力量	0.303	0.0009	0.0016	1.000
8	外勞人數	0.137	0.0029	0.0102	1.000
9	非薪資報酬	0.103	-0.0010	0.0048	1.000
10	基本工資	0.083	0.0009	0.0082	0.832
11	預期通膨率(AR模型)	0.075	-0.0006	0.0190	0.633

註：變數1~11除公務人員調薪為虛擬變數、失業率為水準值外，皆以年增率進行估計。

1. 不論採何種通膨預期衡量方式，BMA 所得出的變數相對重要性排序大致相近。另由最後一欄係數值為正的機率可知，除基本工資與3個通膨預期(不含以向前一期CPI衡量之通膨預期)變數外，多數變數係數估計值之正負號相當穩定，不因模型設定不同，而改變係數值的正負號。

2. 勞動生產力、失業率及高等教育擴張對薪資成長之影響最為重要，3個變數納入模型的機率皆為1(即為使配適度最大，3個變數皆應放入模型中)。且不論在何種估計組合下，勞動生產力對薪資成長均為正向影響，失業率與高等教育擴張則為負向影響。

(1) 勞動生產力的事後平均係數值為正數，且事後平均標準差相對小(故估計值相當精確)，顯示勞動生產力成長率提高，有帶動薪資成長上升的效果，惟並未使薪資成長率等比例提高，BMA的估計結果顯示，勞動生產力成長率提高1%，薪資年增率約提高0.09%。

(2) 失業率與薪資年增率為負相關，係數估計值顯示，失業率上升1%，使薪資成長率約下降1.3%；高等教育擴張係數估計值亦為負值，顯示廣設大學，使高學歷之勞動供給人數大幅增加，係壓抑薪資成長原因之

一。

3. 公務人員調薪及企業營收納入模型的機率略高於0.5，而海外生產比重、工會力量、外勞人數及非薪資報酬的放入的機率則介於0.1~0.5間。估計結果顯示，近三次公務人員調薪有帶動整體薪資成長率提高之效果(約可使當年薪資成長上升0.20個百分點)。企業營收、海外生產比重、工會力量及外勞人數對薪資成長的影響均顯著為正向，非薪資報酬則顯著為負向。

4. 四種通膨預期變數與基本工資，兩者對薪資成長影響的重要性最低，且影響方向多呈不顯著(正負符號相同的機率多低於0.975)。從BMA的結果而言，在樣本期間內，台灣通膨預期上升，並未如理論所預期，將帶動薪資年增率提升。

整體而言，台灣名目薪資成長受實質經濟表現的影響較大，當勞動生產力提高、失業率下降，將明顯帶動薪資成長率上升。勞動供給因素則以高等教育擴張為近年薪資成長減緩的重要原因，而公務人員調薪則有些微帶動民間薪資調升的效果<sup>註19</sup>。由於貝氏模型平均法，無法考量解釋變數與被解釋變數間存在內生性問題(如物價與薪資間，或非薪資報酬與薪資間可能存在相互影響關係)，故於次節將採GMM進行實證。

## (二) 一般化動差估計法(GMM)

依據預期通膨設定之不同，將GMM實證結果歸納如下(見表5)：

1. 不論以實際通膨率、向前一期通膨率<sup>註20</sup>或AR(11)模型當作通膨預期之替代變數(模型(1)、(3)及(4))，結果皆顯示，名目薪資成長主要受失業率(負向)、勞動生產力(正向)、非薪資報酬(負向)、公務人員調薪(正向)、外勞人數(正向)、高等教育擴張(負向)與工會力量(正向)影響，而與通膨預期、基本工資、海外生產比重無明顯關係，企業營收僅在模型(3)有顯著正向影響。上述各變數之影響方向多符合預期，其中外勞人數提高對薪資成長具顯著正向影響，顯示開放外勞對我國薪資的正向效果(提升高技術勞工薪資)高於負向(拉低低技術勞工薪資)效果；基本工資及海外生產比重提升帶來之正反效果可能相當，致兩者對薪資成長之影響不具顯著性。

2. 以APCF之調查資料作為預期通膨率之變數(模型(2))，其對薪資成長之影響仍不具顯著性，此外，其他解釋變數之估計係數方向及顯著性與其他3種模型大致相同，僅

工會力量對薪資影響轉呈不顯著。

## 二、動態模型

為解薪資成長與各變數間的動態關係，本文採用自我迴歸分配落後模型(Autoregressive Distributed Lag model，簡稱ARDL)，以及向量自我迴歸模型(Vector Autoregression，簡稱VAR)模型之衝擊反應函數，來探討各解釋變數變動對薪資成長的動態影響。另亦以滾動式迴歸(rolling regression)來觀察隨時間經過，主要解釋變數對薪資成長影響方向及大小的變化。

### (一) 自我迴歸分配落後模型(ARDL)

總體變數之時間序列，往往存在動態影響關係，為此，本文進一步運用自我迴歸分配落後模型來探討薪資成長與其影響變數的長、短期變動關係。ARDL的模型設定說明詳見附錄3。透過ARDL除可得到薪資成長與解釋變數間的短期動態關係，亦可進一步將估計結果轉換為長期係數，將ARDL的長期係數估計值列於表6(其短期估計結果見附表2)。

表5 GMM估計結果

解釋變數	被解釋變數	名目薪資成長率			
		(1)	(2)	(3)	(4)
常數項		5.398*** [4.448]	6.194*** [5.047]	5.276*** [4.207]	5.422*** [4.235]
預期通膨率(實際CPI年增率)		-0.075 [-1.439]			
預期通膨率(APCF調查資料)			-0.175 [-1.304]		
預期通膨率(CPI,向前一期)				-0.03 [-0.511]	
預期通膨率(CPI, AR(p),p=11)					-0.065 [-1.227]
失業率		-1.031*** [-4.857]	-1.144*** [-5.443]	-0.995*** [-4.503]	-1.032*** [-4.614]
勞動生產力		0.104*** [11.002]	0.104*** [11.872]	0.098*** [9.730]	0.103*** [10.630]
非薪資報酬		-0.028*** [-2.850]	-0.031*** [-3.236]	-0.024** [-2.326]	-0.028*** [-2.708]
基本工資		0.012 [0.469]	0.000 [-0.011]	0.008 [0.282]	0.006 [0.232]
公務人員調薪之虛擬變數		0.480*** [2.615]	0.540*** [2.940]	0.440** [2.253]	0.463** [2.472]
海外生產比重		0.006 [1.354]	0.004 [0.868]	0.006 [1.397]	0.006 [1.222]
外勞人數		0.053** [2.522]	0.054** [2.431]	0.050** [2.293]	0.052** [2.377]
企業營收		0.008 [1.649]	0.007 [1.526]	0.009* [1.856]	0.007 [1.505]
高等教育擴張		-0.077** [-2.383]	-0.091*** [-2.787]	-0.086** [-2.491]	-0.078** [-2.272]
工會力量		0.002** [2.156]	0.002 [1.630]	0.002* [1.949]	0.002** [2.070]
Adjusted R2		0.644	0.639	0.646	0.643
常態分配檢定		通過	通過	通過	通過
J-statistic		73.185	69.757	73.874	73.330
P-value		0.136	0.207	0.144	0.134

註1：[ ]內為t值，\*\*\*、\*\*與\*分別表在1%、5%與10%的水準下顯著。

註2：工具變數包括解釋變數及所有被解釋變數之落後1~6期。

註3：J- statistic為過度認定限制(over-identifying restrictions)的J統計量，當J統計量小於臨界值，表示無法拒絕模型過度認定的限制，P-value為J統計量所對應之P值。

註4：常態分配檢定部分，係採JB值檢定(Jarque-Bera test)檢測殘差項是否呈常態。

註5：除公務人員調薪為虛擬變數、失業率為水準值外，所有變數皆以年增率進行估計。

表6 ARDL長期係數估計值

解釋變數	被解釋變數	名目薪資成長率			
		(1)	(2)	(3)	(4)
常數項		4.291** [2.383]	5.042** [2.547]	4.186** [2.286]	4.266** [2.373]
預期通膨率(實際CPI年增率)		-0.159 [-1.439]			
預期通膨率(APCF調查資料)			-0.199 [-0.853]		
預期通膨率(CPI,向前一期)				-0.116 [-0.996]	
預期通膨率(CPI, AR(p),p=11)					-0.177 [-1.525]
失業率		-0.792** [-2.579]	-0.879*** [-2.635]	-0.765** [-2.463]	-0.786** [-2.566]
勞動生產力		0.116*** [6.583]	0.116*** [6.402]	0.115*** [6.437]	0.115*** [6.599]
非薪資報酬		0.009 [0.454]	0.008 [0.417]	0.009 [0.468]	0.008 [0.441]
基本工資		0.017 [0.396]	0.000 [0.002]	0.018 [0.382]	0.010 [0.254]
公務人員調薪之虛擬變數		0.592** [2.056]	0.603** [2.056]	0.604** [2.059]	0.576** [2.011]
海外生產比重		0.004 [0.428]	0.002 [0.258]	0.004 [0.492]	0.004 [0.467]
外勞人數		0.046 [1.363]	0.043 [1.244]	0.044 [1.271]	0.048 [1.414]
企業營收		0.026*** [2.821]	0.026*** [2.836]	0.027*** [2.910]	0.026*** [2.844]
高等教育擴張		-0.097* [-1.836]	-0.121** [-2.438]	-0.106* [-1.960]	-0.095* [-1.799]
工會力量		0.004 [1.524]	0.003 [1.266]	0.004 [1.415]	0.004 [1.601]

註1：[ ]內為t值，\*\*\*、\*\*與\*分別表在1%、5%與10%的水準下顯著。

註2：除公務人員調薪為虛擬變數、失業率為水準值外，所有變數皆以年增率進行估計。

ARDL估計結果分述如下：

1. 薪資成長顯著受失業率(負向)、勞動生產力(正向)、公務人員調薪(正向)、企業營收(正向)與高等教育擴張(負向)影響。

2. 非薪資報酬、基本工資、海外生產比重、外勞人數與工會力量對薪資年增率的長

期係數值皆不顯著，顯示其與名目薪資年增率無明顯關係。

3. 不論以實際CPI通膨率、APCF調查資料、向前一期CPI通膨率或AR(11)模型預測值作為通膨預期之替代變數，通膨預期對薪資年增率的長期影響效果為負且皆呈不顯

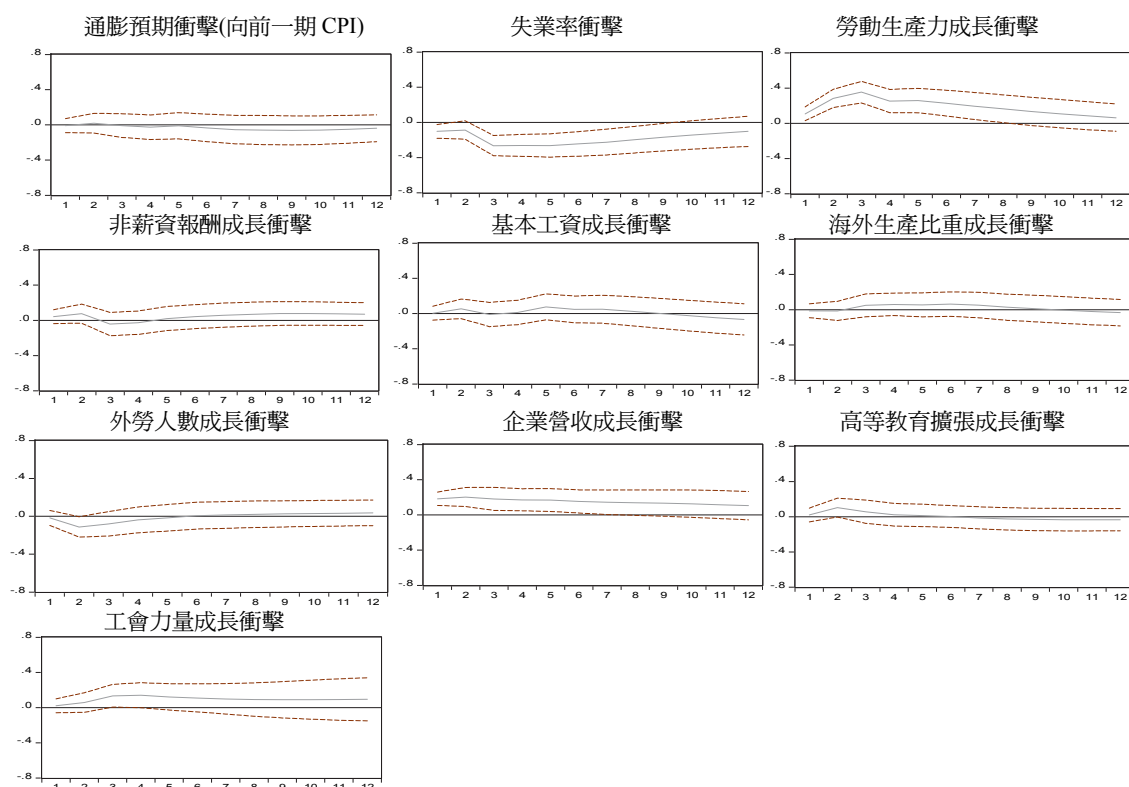
著。

## (二) 向量自我迴歸模型(VAR)之衝擊反應函數

因各解釋變數對薪資成長之影響可能不僅顯現於當期，更可能存在遞延的效果。因此，本文亦以VAR模型，估計名目薪資與各變數間的動態關係，並以衝擊反應函數，檢視在其他因素不變下，特定因素的衝擊對薪資成長的動態影響效果。

VAR模型包含之變數與BMA與GMM相同，惟因本文假定公務人員調薪對私部門薪資帶動效果僅及於當年，因此將此虛擬變數設為外生變數。根據表5之GMM估計結果，以模型(3)(以向前一期CPI衡量預期通膨)的配適度最佳。因此，此處僅討論以向前一期CPI年增率為通膨預期之VAR模型<sup>註21</sup>，VAR衝擊反應結果如圖11。

圖11 薪資成長之衝擊反應函數



註1：本文衝擊反應函數採用Pesaran and Shin (1998) 提出的一般化的衝擊反應函數(Generalized Impulse Response function) 進行分析，其能避免一般正交化衝擊反應(如Cholesky分解)需事先認定變數間影響傳遞先後順序的問題。

註2：內生變數的落後期數係以AIC判斷，選擇落後3期。

根據VAR 衝擊反應結果顯示:

1. 薪資受失業率、勞動生產力及企業營收之衝擊反應較為明顯，其中發生失業率惡化衝擊時，薪資成長會立即下滑，且效果約可持續9個月；反之勞動生產力或企業營收提高時，薪資成長將立即上升，於6~7個月左右效果轉為不顯著。

2. 通膨預期、非薪資報酬、基本工資、海外生產比重、外勞人數、高等教育擴張及工會力量增加，對薪資成長之衝擊皆不明顯。

### (三) 滾動式迴歸

根據前述實證結果發現，影響我國薪資成長之兩大重要變數為失業率及勞動生產力，通膨預期與薪資成長則無顯著關係。惟由圖1可知，台灣名目薪資成長率與通膨率的相關係數在2001年前較大，顯示過去通膨預期與名目薪資成長率間可能存在同向關係。故於此節採用滾動樣本期間之GMM估計法(樣本期間擴充為1991~2014年)，以進一步觀察上述3個變數與薪資成長關係的時間變化(通膨預期係以向前一期CPI成長率來衡量)。因此將薪資成長之估計式簡化如下:

$$\Delta w_t = \gamma + \theta_1 \Delta p_{-sa}_{t+1}^e + \theta_2 unem_{-sa}_t + \theta_3 \Delta mpl_{-sa}_t. \quad (6)$$

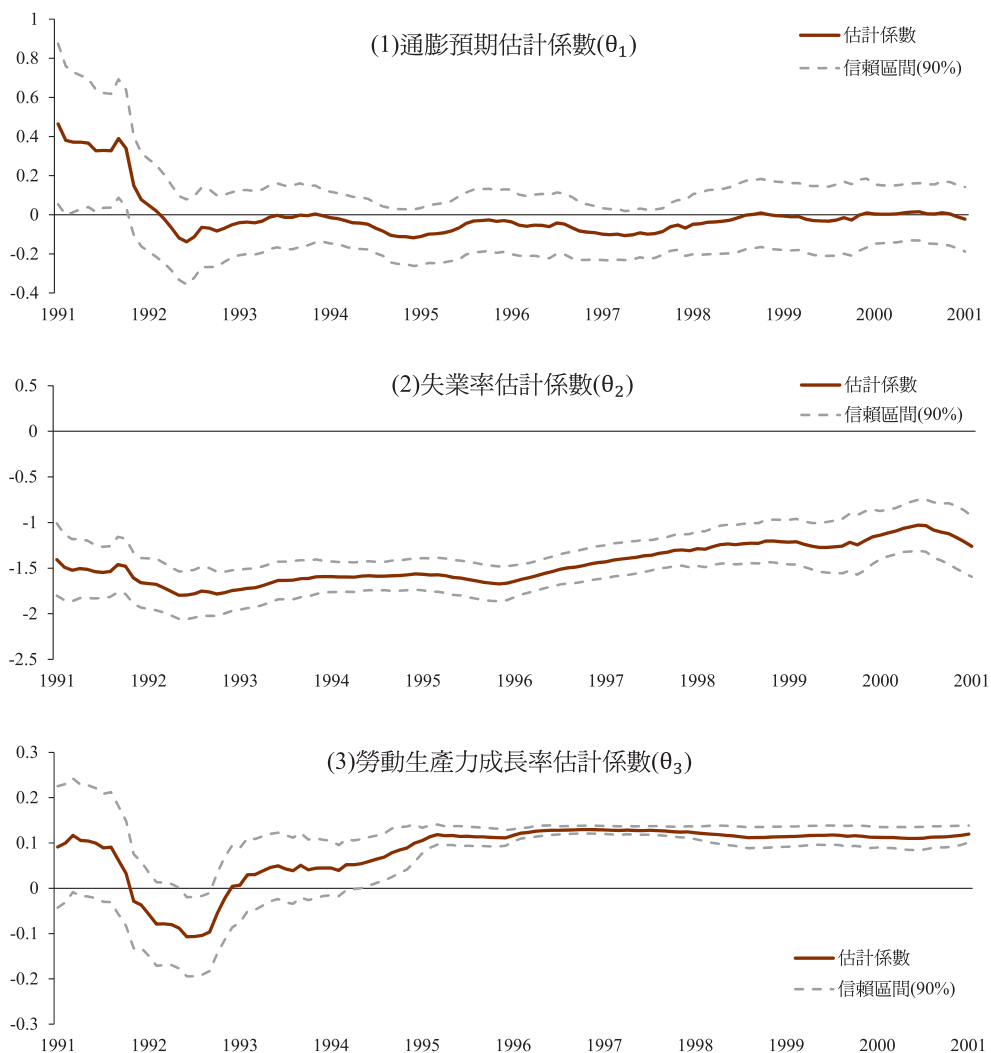
樣本期間係以1991M1~2004M12 為第1 個觀察區間，而後每次將區間向後平移 1 個月，反覆執行估計至最後一個觀察區間 2001M1~2014M12 為止，並將滾動式迴歸  $\theta_1$ 、 $\theta_2$ 、 $\theta_3$ 估計值的結果及信賴區間繪於圖 12。結果為:

1. 通膨預期對薪資成長影響僅於初期呈現顯著為正，顯示此段期間(1991M1~2004M12) 通膨預期上升可帶動薪資成長(此與圖1表現一致)，惟係數估計值小於1，顯示名目薪資成長率上升幅度未超過向前一期CPI成長率，實質薪資反而可能受被通膨侵蝕而下滑。而以1992年以後各月為估計起點時，其估計係數多呈現不顯著為負的情況。此顯示，在過去通膨增加有可能推升薪資成長，惟此關係隨時間推進而快速減弱。

2. 失業率對薪資成長影響方向及大小大致穩定，不論如何變換樣本期間，失業率之估計係數皆顯著為負(約為-1~-1.5左右)。

3. 勞動生產力之成長率對薪資成長影響，雖於以1992年為估計起點時短暫呈負向，惟其估計係數於大部分樣本期間皆呈顯著正，且係數值約為0.1左右。

圖12 滾動式迴歸結果



註1：估計時所採之工具變數包括解釋變數及所有被解釋變數之落後1~6期。

註2：橫軸數值表示估計樣本期間的起始點，樣本長度皆為14年。



### 三、綜合比較

表7 各種估計結果比較

解釋變數	靜態模型			動態模型		
	貝氏模型平均法 (BMA)		一般化動差估計法 (GMM)	自我迴歸分配落後模型 (ARDL)	向量自我迴歸模型 (VAR)	滾動式迴歸 (樣本期間擴充為1991~2014年)
	影響方向	重要性				
預期通膨率	多呈不顯著	× (多為最低)	不顯著	不顯著	不顯著	多呈不顯著 (僅於早期顯著為正)
失業率	負向	○	負向	負向	負向	負向
勞動生產力	正向	○	正向	正向	正向	正向
高等教育擴張	負向	○	負向	負向	不顯著	NA
企業營收	正向	△	不顯著	正向	正向	
工會力量	正向	△	正向 (多呈顯著)	不顯著	不顯著	
非薪資報酬	負向	△	負向	不顯著	不顯著	
公務員調薪	正向	△	正向	正向	NA	
海外生產比重	正向	△	不顯著	不顯著	不顯著	
外勞人數	正向	△	正向	不顯著	不顯著	
基本工資	不顯著	× (多為次低)	不顯著	不顯著	不顯著	

註：「×」表示對解釋薪資成長之重要性低於0.1；「△」代表重要性介於0.1~0.9；「NA」表示重要性等於1；「NA」表示無此項估計結果。

綜合估計結果(表7)，不論採用何種通膨預期衡量法<sup>註22</sup>，根據BMA與GMM的靜態實證結果，失業率下降、勞動生產力提升、公務人員調薪、外勞人數及工會力量增加，均能顯著帶動我國薪資成長，而高等教育的擴張與非薪資報酬的增加則顯著不利薪資成長，且在上述影響名目薪資變動成因中，以勞動生產力、失業率及高等教育擴張的重要性較大，而通膨預期的重要性則最低。

此外，根據三種動態模型之估計結果顯示，薪資成長明顯受失業率、勞動生產力影響，而與通膨預期較無關連。其中失業率的影響效果最大(根據ARDL及滾動迴歸分析)，且對薪資成長的衝擊持續性最長(根據VAR衝擊反應函數)。此外，不論如何變動樣本期間，通膨預期對薪資成長多呈不顯著之負向影響(根據滾動迴歸分析)<sup>註23</sup>。

## 陸、通膨預期對我國薪資成長影響不明顯之可能原因

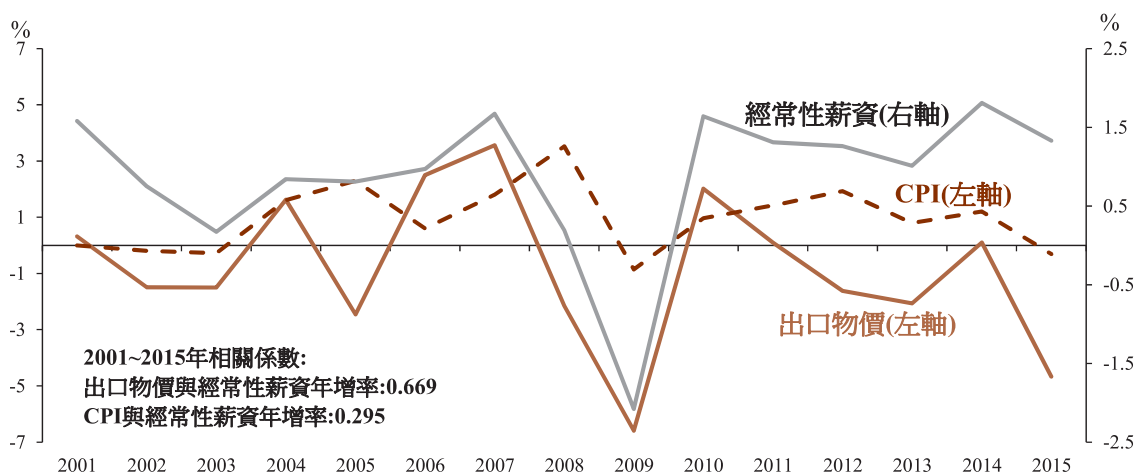
根據本文實證結果，通膨預期之變動對國內薪資成長無明顯影響。對此，本文嘗試說明原因如下：

### 一、國際競爭壓抑出口商品價格，不易提升薪資

依勞動需求理論， $W=P \times MPL$ ，其中P應以廠商出售商品的價格來衡量，而非CPI<sup>註24</sup>。故通膨預期上升可帶動薪資成長的前提假設為，CPI年增率與廠商生產之產品價

格年增率同步上升，才會增加企業的調薪意願。若以出口價格作為產品價格的替代變數，圖13顯示，2001年以來，我國出口商品受國際競爭激烈影響，價格上漲有限，甚至屢呈下跌，且出口物價年增率普遍低於CPI年增率。因此，儘管CPI多維持正成長，惟在出口價格不易提升的情況下，薪資成長亦不易提升(兩者相關係數達0.67，高於CPI與薪資年增率的0.30)<sup>註25</sup>。

圖13 出口物價、CPI及經常性薪資年增率



資料來源：主計總處

### 二、物價變動情形並非我國廠商調升薪資的主要參考因素

根據主計總處「受僱員工動向調查」(表8)，近年台灣廠商多以生產力或生產績效

表現、營利狀況、激勵員工士氣以及留住或吸引人才作為調升薪資的主要考量因素，較少優先考量物價變動情形。

表8 近年台灣廠商調升薪資之考量因素

單位：%

	生產力或 生產績效 表現較佳	本身營利 狀況較佳	激勵員工 士氣	留住或 吸引人才	基本工 資調整	參考同業薪 資水準或調 薪情形	物價變 動情形	勞資協商 後訂定	其他
2013	53.5	39.6	40.3	37.3	17.3	18.6	18.0	6.5	0.8
2014	53.1	40.2	39.7	35.5	19.8	18.6	17.9	7.2	0.2
2015	49.9	38.7	35.7	30.2	26.6	19.0	11.6	6.8	0.1

註：表中比率為廠商調升薪資時考慮之因素中，優先參考前3項因素之廠商家數比率，因可複選，故比率之和大於100%。  
資料來源：主計總處

### 三、台灣工會力量薄弱，對薪資議價能力低

我國係以中小企業為主，工會組織率偏低，2014年僅為7.3%<sup>註26</sup>，低於美國的11.1%

及日本的17.5%，加以工會力量愈趨薄弱，且企業鮮少在勞資協商後調整勞工薪資，致勞工對薪資的議價能力低，因此物價上漲時，工會不易向雇主爭取加薪。

## 柒、結 言

為瞭解近年影響我國名目薪資成長之因素，本文參考國內外相關文獻，設定薪資成長之估計式，實證時除採用靜態之BMA與GMM估計法，亦以動態分析方法，如ARDL、VAR之衝擊反應函數及滾動迴歸，分析各變數對薪資成長之影響，實證結果發現：

一、不論根據靜態之BMA與GMM或動態之ARDL、VAR及滾動迴歸，估計結果皆為：我國薪資成長主要受勞動生產力、失業率等因素影響，而與通膨預期無明顯關係

(一) 依BMA所得之加入模型的事後機

率排序，勞動生產力、失業率及高等教育擴張對名目薪資成長率之影響最為重要，且勞動生產力成長率提高、失業率下降，將明顯帶動薪資成長率上升，而高等教育的擴張則使薪資成長率下滑。此外，基本工資與通膨預期變數(共四種)，兩者對薪資成長影響之重要性不僅最低，且影響方向多不具顯著性。

(二) GMM估計結果為，薪資成長明顯受失業率(負向)、勞動生產力(正向)、非薪資報酬(負向)、公務人員調薪(正向)、海外生產比重(正向)、外勞人數(正向)、高等教育擴

張(負向)與工會力量(正向)影響，而與四種通膨預期、基本工資及企業營收無明顯關係。顯示BMA與GMM兩種估計法下之實證結果多呈一致。

- (三) 根據ARDL長期係數估計值，薪資成長明顯受失業率、勞動生產力、公務人員調薪、企業營收及高等教育擴張影響，通膨預期之估計係數仍維持不顯著。
- (四) VAR衝擊反應函數結果為，薪資成長受失業率、勞動生產力及企業營收之衝擊反應較為明顯，其中以失業率的影響效果最大，且對薪資成長的衝擊持續性最長，而通膨預期對薪資成長仍無明顯影響。
- (五) 根據滾動迴歸分析，不論如何變動樣本期間，失業率的估計係數皆顯著為負，且影響效果最大。此外，勞動生產力的估計係數則多呈顯著為正，而通膨預期對薪資成長影響，僅於早期(以1991年為樣本起點時)短暫性呈顯著為正，其後則轉呈不顯著之負向影響。

然而實證過程中，受限於月變數之資料特性，本文係以經常性薪資作為被解釋變數，而未探討波動較大之非經常性薪資(如年終獎金、紅利)之影響來源，加以相關月資料取得問題，如以工業部門之勞動生產力

來代表全體產業之勞動生產力，此皆為本文之限制，有待未來進一步研究之改進。

## 二、通膨預期對我國薪資成長影響不明顯之可能原因

- (一) 在國際競爭壓力下，我國出口商品價格不易提升，致名目工資不易隨通膨上升而提高。
- (二) 我國廠商多以生產力或生產績效表現、營利狀況、激勵員工士氣以及留住或吸引人才作為調升薪資的主要考量因素，物價變動情形則非主要參考因素。
- (三) 我國係以中小企業為主，工會組織率偏低(不如美國、日本)，致工會力量較薄弱，因此物價上漲時，工會不易向雇主爭取加薪。

## 三、政策意涵

- (一) 不論根據本文實證或過去台灣相關實證，通膨對我國名目薪資成長皆無明顯影響，因此部分人士主張，適度通膨可帶動薪資成長之說法並不適用台灣。因通膨上升可能不易帶動薪資成長，反而促使實質薪資下滑。除台灣有此現象外，根據國外實證文獻，美國的通膨對薪資成長影響減弱，通膨對日本及德國薪資無顯著關係甚至為負相關。

(二) 政府採寬鬆性貨幣政策、擴張性財政政策等提振景氣措施，促使失業率調降、勞動生產力提升或企業營收增加，較能有效提高薪資成長。此外，亦應持續推動產業結構轉型，協助企業保持技術領先並創造差異性，以提升附加價值及外銷產品價格，企業才能獲取超額利潤，與勞工分享。

(三) 勞動生產力成長雖有助於提高名目薪資成長，惟實證結果之估計係數值甚小，顯示台灣薪資成長幅度落後勞動生產力成長。政府應採行「薪資帶動型成長策略」，鼓勵企業分享獲利，提供誘因機制促使企業加薪，創造經濟成長的良性循環。如，明訂企業獲利分派員工酬勞<sup>註27</sup>；推出鼓勵企業提高工資的稅

賦優惠<sup>註28</sup>；對企業保留盈餘課稅；以及鼓勵企業改變人力資源管理，採取更多的利潤分享計畫(田慧琦等人(2014))。

(四) 廣設大學致高學歷畢業生人數激增，加以技職教育學術化，致人力供給與產業需求脫節，學用落差與技能錯配，抑制薪資成長<sup>註29</sup>。政府在鼓勵企業加薪的同時，亦應強化學校教育與職業訓練，改進教育的質與量，縮小學用落差。

(五) 提高工會組織率，定期檢視相關法案，減少不合時宜的法令限制，促進工會組織自由化。此外，鼓勵勞工積極加入工會，善用勞動三法(工會法、勞資爭議處理法、團體協約法)，強化工會對薪資議價能力。

## 附 註

- (註1) 薪資=經常性薪資+非經常性薪資，其中經常性薪資指每月給付受僱員工之工作報酬，包含本薪及按月給付之固定津貼及獎金，非經常性薪資包含加班費、年終獎金、非按月發放之績效獎金與全勤獎金等。
- (註2) NKWPC係主要說明名目薪資成長與通膨率(正向)及失業率(負向)之關係。
- (註3) Blanchard and Katz(1999)指出，在大部分效率工資理論(廠商擁有決定名目工資的力量，且為增進勞工生產效率，會以高於均衡水準的薪資僱用勞工)下，勞動生產力提升時，將帶動薪資成長，惟有部分效率工資理論(如Shapiro and Stiglitz(1984))，認為生產力對薪資不會有直接影響。
- (註4) Kuroda and Yamamoto(2007)指出，美國在1970~1990年約有40%~60%的勞工薪資合約考量Cost of Living Agreement(COLA)，故通膨上升帶動名目薪資上漲，惟此比例於1990年後下滑至30%以下。
- (註5) 在Cobb-Douglas生產函數下，勞動生產力成長率等於勞動邊際產量之成長率。
- (註6) 本文在後續實證時係採月資料，由於附加價值率僅有年資料，企業盈餘則僅有季資料，故以企業營收(月資料)來代表企業附加價值。
- (註7) 企業需提撥月薪6%以上退休金準備，高於原最低提撥率2%，增加4個百分點。
- (註8) 有關團體協約，係團體協約者(包括雇主或有法人資格之雇主團體、工人團體)規定以勞動關係為目的所締結之書面契約，而團體協約內容可分類為工資議題、經濟性補充議題、制度議題與行政議題等(中經院(2015))。此外，中經院(2015)實證指出，團體協約家數成長對薪資成長具正向影響效果。
- (註9) 文獻上亦有以工會(可分為企業、產業、職業)組織率作為工會力量衡量指標(如方俊德(2014)、中經院(2015))，惟工會組織率中，職業工會通常無實質效力，而我國於2011年5月修訂工會法，重新定義產業工會，致企業及產業工會組織率資料於2011年下半年起出現明顯結構性變化，因此本文實證時，不採用工會組織率來衡量工會力量。
- (註10) 考量各變數樣本起始點不同，如海外生產比重樣本起始點為1999年、外勞人數為1998年、非薪資報酬為1997年，加上圖1顯示，台灣薪資成長自2001年後大幅減緩，故本文實證以2001年為估計起點。
- (註11) 非薪資報酬僅有年資料，進行資料插補時，因考量勞、健保費及退休金提撥多依經常性薪資之一定比例來給付，因此本文依同年各月經常性薪資占全年經常性薪資之比例作為權數，來進行各月資料插補，並確保各月數值加總等於年資料；團體協約家數則僅有季資料，實證時係以線性插補方式轉為月資料。
- (註12) X-12 ARIMA主要使用移動平均(Moving Average)方式去除時間序列之季節性，季調過程中可能會破壞變數所蘊含的訊息，進而存在扭曲變數間關係之風險，惟我國月資料受農曆春節假期等影響大，致不利經濟數據之判讀與實證，故進行季調仍有其必要性。
- (註13) 公務人員調薪、基本工資分別為虛擬變數及階梯函數(step function)，故不做單根檢定，在後續實證時，公務人員調薪之虛擬變數係採用水準值，基本工資則取其差分。
- (註14) APCF之資料起始點為2003年，故2001~2002資料係採用主計總處及中央研究院之通膨預測數(僅兩機構有公布此段期間的預測數)，惟兩機構皆未每月發布數值，故針對缺漏預測數之月份，本文係以最近前後2次之預測數值的平均值進行資料插補。
- (註15) 例如2011年2月時，APCF提供2011和2012年全年的通膨預測值，則該月對未來12個月的通膨預測值為2011年的通膨平均預測值乘以11/12加上2012年的通膨平均預測值乘以1/12。單根檢定結果顯示，APCF通膨預期資料為定態序列，因此本文直接以原始資料進行實證分析。
- (註16) 預期通膨率以CPI年增率先估計其p階自我迴歸模型，並以AR(p)模型求算出其預測值，其中以AIC評選之落後期， $p=11$ 。

- (註17) APCF調查資料與當期、向前一期CPI年增率，以及與AR(11)模型所得之通膨預期之相關係數皆大於0.7。
- (註18) 此處顯著程度與一般所指之「統計顯著性」定義不同，後者係以估計係數除以樣本標準差所得之t檢定量來衡量顯著性。
- (註19) 參據Sala-i-Martin et al.(2004)的做法，本文亦對事前預期模型共包含幾個解釋變數，設定不同的數值，作為一種BMA模型穩健性測試，估計結果大致相近，詳如附錄2。
- (註20) 本文亦嘗試以向前2期及3期通膨率來衡量通膨預期，實證結果與其他通膨預期衡量法之差異不大。
- (註21) 其餘3種通膨預期結果大致相同，詳見附錄4。
- (註22) 使用APCF調查資料衡量通膨預期時，若變更樣本起點為2003年1月時(即2001~2002年不採用資料插補方式)，不論採用BMA、ARDL或VAR估計法，實證結果仍顯示，通膨預期對薪資影響之重要性多為最低，且對薪資成長之影響不顯著，惟在GMM估計法下，通膨預期上升對薪資成長有顯著為負之效果。
- (註23) 本文亦以未來一期之核心CPI年增率作為通膨預期變數，其對薪資成長影響仍不顯著為負(附錄5)。
- (註24) 詳吳聰敏(2002)，「日治時期台灣實質工資率之變動」，未發表文稿。
- (註25) 若改以未來一期之出口物價年增率作為通膨預期變數，則其對薪資成長之影響轉為顯著為正，惟仍遠低於1(附錄5)。
- (註26) 此係企業及產業工會組織率(不含職業工會)，資料來源為勞動部。
- (註27) 2015年5月20日修正實施之《公司法》，增訂第235-1條，公司應於章程訂明以當年度獲利狀況之定額或比率，分派員工酬勞。
- (註28) 立法院已於2015年12月18日通過《中小企業發展條例》第36-2條的加薪條款，給予提高工資之中小企業稅負優惠。
- (註29) 田慧琦等人(2014)指出台灣學用落差與技能錯配，導致初任人員的薪資成長緩慢，使整體薪資成長緩慢。
- (註30) 運用貝氏模型平均法進行實證分析的文獻有：Sala-i-Martin et al. (2004)以跨國橫斷面資料分析決定長期經濟成長的因素；Brock et al. (2007)衡量美國貨幣政策法則；Berge (2015)對多個領先指標進行模型組合，預測未來景氣衰退。
- (註31) 關於貝氏模型平均法的完整介紹，可參考Hoeting et al.(1999)。
- (註32) 令可能影響名目薪資成長率的變數共有 $k$ 個，若每個變數進入模型的事前機率皆為 $\theta$ ，則事前預期迴歸模型包含的解釋變數為 $\bar{k} = k \times \theta$ ，稱為事前模型大小。而本文共考慮11個可能影響名目薪資的解釋變數，故有 $2^{11} = 2048$ 種模型組合，在事前機率為均勻分配下，每一個模型組合的事前機率為 $2^{-11} = 1/2048$ ，因此事前預期模型的大小為 $\sum_{k=0}^{11} C_k^{11} \times k \times 2^{-11} = 11/2 = 5.5$ ，亦即本文表4的BMA模型係設定事先模型大小為5.5的估計結果。

## 參考文獻

### 中文文獻

- 方俊德(2014)，「勞動生產力與薪資關聯變化之探討」，台灣經濟研究院報告，未發表文稿。
- 中經院(2015)，「低薪資對我國勞動市場的影響與政府因應策略」，勞動部委託研究。
- 田慧琦、方惠蓉、黃建勳、蕭宇翔、葉盛與蔡惠美(2014)，「提高國內實質薪資的對策」，中央銀行經濟研究處，未發表文稿。
- 江豐富(2006)，「外勞引進對本國勞工失業、職業選擇及薪資之影響」，《臺灣經濟預測與政策》，第37卷第1期，頁69-111。
- 吳聰敏(2002)，「日治時期台灣實質工資率之變動」，未發表文稿。
- 林慈芳(2011)，「工資與經濟成長之分析：全球趨勢與臺灣實證」，國發會研究報告。
- 林佳雯(2012)，「決定台灣薪資成長因素的探討」，國立政治大學碩士論文。
- 陳坤銘(2007)，「引進外籍勞工對台灣經濟影響之再分析」，《中山人文社會科學期刊》，第15卷第1期，頁1-26。
- 陳香如與郭哲璋(2014)，「台灣薪資停滯之可能原因與解決方式」，《2014年經濟年鑑》，經濟日報出版，頁32-39。
- 陳博志(2014)，「提高薪資的關鍵因素」，《台灣經濟研究月刊》，第37卷第7期，頁8-13。
- 許續天、連賢明與劉錦添(2007)，「外籍勞工對社會照顧、勞動市場與經濟發展的影響」，行政院經建會委託計畫。
- 張志揚(2014)，「台灣地區通膨預期與總體變動動態關係之探討」，《中央銀行季刊》，第36卷第4期，頁51-74。
- 葉盛與田慧琦(2004)，「台灣的物價情勢：影響因素探析與計量實證模型應用」，《中央銀行季刊》，第26卷第4期，頁69-115。
- 葉懿倫(2011)，「『經濟成長，薪資不漲』理由何在？從經濟成長構成觀點分析」，《臺灣經濟研究月刊》，第34卷第9期，頁103-111。
- 黃登興(2015)，「台灣薪資停滯現象解析－全球化貿易與投資夥伴」，《社會科學論叢》，第9卷第1期，頁33-58。
- 楊子茵、黃登興與劉碧珍(2015)，「台灣薪資成長趨勢之產業面分析」，《臺灣銀行季刊》，第66卷第4期，頁1-23。
- 楊子霆與駱明慶(2009)，「誰付退休金？一勞退新制對私部門勞工薪資的影響」，《經濟論文》，第7卷第3期，頁339-368。
- 劉碧珍、楊子茵與黃登興(2014)，「影響台灣製造業勞動份額變動因素之探討」，公共政策與法律研究中心，103年度研究計畫案期末報告。
- 蕭蕙誼(2014)，「探討失業率、物價及勞動生產力如何影響台灣的薪資水準」，國立交通大學碩士論文。

### 英文文獻

- Berge, T. J. (2015), "Predicting Recessions with Leading Indicators: Model Averaging and Selection over the Business Cycle," *Journal of Forecasting*, 34(6), pp.455-471.
- Bhagwati, J., A. Panagariya, and T.N. Strinvasan, (2004), "The Muddles over Outsourcing," *Journal of Economic Perspectives* 18(4), pp. 93-114.
- Blanchard, O. (2009), *Macroeconomics*, 5th Edition, Prentice-Hall.
- Blanchard, O. and L. F. Katz (1999), "Wage Dynamics: Reconciling Theory and Evidence," *American Economic Review*, 89(2), pp. 69-74.



- Brock, W. A., S. N. Durlauf, and K. D. West (2007), “Model uncertainty and policy evaluation: Some theory and empirics,” *Journal of Econometrics*, 136(2), pp.629–664.
- Deutsche Bank Reserch (2013), “Corporate Earnings Outlook, and the Relationship between Wages and Prices,” *Japan Economics Weekly*, Nov. 15.
- Gallegati, M., J.B. Ramsey, and W. Semmler (2011), “The US wage Phillips curve across frequencies and over time,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 73(4), pp.489–508.
- Goldman Sachs (2015a), “The Pieces of the Wage Puzzle,” US Economics Analyst, Issue No: 15/45, Nov. 7.
- Goldman Sachs (2015b), “Assessing inflation expectations: A look at German Wage Dynamics,” European Economics Analyst, Issue No: 15/04, Jan. 29.
- Hoeting, J. A., D. Madigan, A. E. Raftery, and C. T. Volinsky (1999), “Bayesian Model Averaging: A Tutorial,” *Statistical Science*, 14(4), pp.382-417.
- Kim J. and J. Lee (2013), “How Important are Inflation Expectations in Driving Asian Inflation?” *BIS Paper* No. 70f.
- Kuroda, S. and K. Yamamoto (2007), “Why are nominal wages downwardly rigid, but less so in Japan,” *Monetary and Economic Studies* 25 (2), pp. 45–88
- Muto, I. and K. Shintani (2014), “An Empirical Study on the New Keynesian Wage Phillips Curve: Japan and the US,” *MPRA Paper* 53934, University Library of Munich, Germany.
- Pesaran, M. H. and Y. Shin (1998), “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models”, *Economics Letters*, 58(1), pp.17-29.
- Sala-i-Martin X, G. Doppelhofer, and R. I. Miller (2004), “Determinants of long-term growth: A Bayesian averaging of classical estimates(BACE) approach,” *American Economic Review*, 94(4), pp.813–835.
- Shapiro C. and J. Stiglitz (1984) “Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device”, *American Economic Review*, 74(3), pp. 433-444.
- Sommer, M. (2009), “Why are Japanese Wages So Sluggish?” *IMF Working Paper*, WP/09/97.

## 附錄1 貝氏模型平均法理論模型

過去探討影響薪資的研究，實證模型考慮的影響因素往往不盡相同，選擇那些決定名目薪資之因素，往往流於研究者的主觀選擇；僅從單一模型推論影響名目薪資之因素，可能不夠嚴謹，因為考慮不同的解釋變數組合，係數估計值可能也會改變；且當存在多個配適程度良好的模型，亦難以確知該選擇何者。

比起只考慮單一模型估計結果，並據以推論影響薪資成長率的因素，若能考慮各種模型，將不同的估計結果做平均，對實證結果的推論應更為穩健(robustness)。貝氏模型平均法<sup>註30</sup>即考慮各種可能組合的迴歸模型，並對所有迴歸模型的結果作加權平均，在事前機率為均勻分配假設下，配適程度越佳的模型權重越大。其模型理論說明如下：

假設有 $K$ 種可能決定研究者關心變數(如薪資成長)的因素，因此會有 $2^K$ 種迴歸模型的組合，則 $M = \{M_1, \dots, M_{2^K}\}$ 為所有可能組合模型之集合，而 $\Delta$ 為研究者關心的數值，如，被解釋變數未來的觀察值或係數估計值 $\beta$ 。而在給定資料 $D = \{w, X\}$ 下， $\Delta$ 的事後分配(posterior distribution)為：

$$\Pr(\Delta | D) = \sum_{\gamma=1}^{2^K} \Pr(\Delta | M_{\gamma}, D) \Pr(M_{\gamma} | D), \quad (\text{A.1})$$

上式表示為每個模型分別以其對應的事後模型機率(posterior model probabilities)做加權平

均，此即貝氏模型平均法<sup>註31</sup>。

式(A.1)中模型 $M_{\gamma}$ 的事後模型機率為：

$$\Pr(M_{\gamma} | D) = \frac{\Pr(D | M_{\gamma}) P(M_{\gamma})}{\sum_{s=1}^{2^K} \Pr(D | M_s) P(M_s)}, \quad (\text{A.2})$$

其中，

$$\Pr(D | M_{\gamma}) = \int \Pr(D | \theta_{\gamma}, M_{\gamma}) \Pr(\theta_{\gamma} | M_{\gamma}) d\theta_{\gamma}, \quad (\text{A.3})$$

為模型 $M_{\gamma}$ 的邊際概似函數值(marginal likelihood)， $\theta_{\gamma}$ 為模型 $M_{\gamma}$ 的參數所組成之向量， $\Pr(\theta_{\gamma} | M_{\gamma})$ 為在模型 $M_{\gamma}$ 的條件下， $\theta_{\gamma}$ 為事前密度(prior density)， $\Pr(D | \theta_{\gamma}, M_{\gamma})$ 為概似函數值(likelihood)，而 $\Pr(M_{\gamma})$ 為模型 $M_{\gamma}$ 為真實模型的事前機率(probability)，可視為研究者在觀察資料前事先認定此模型為正確的機率。由式(A.2)可知，事後模型機率(posterior model probability) $\Pr(M_{\gamma} | D)$ 為模型 $M_{\gamma}$ 的邊際概似函數值 $\Pr(D | M_{\gamma})$ 乘上模型事前機率 $\Pr(M_{\gamma})$ 的比率。

模型的事前機率 $\Pr(M_{\gamma})$ 由研究者事先決定，反映的研究者事先對決定薪資成長因素的了解。若是對模型缺乏先驗的知識，一個常見的是先機率的設定為，設定每一個模型的事前機率皆相同，即均勻分配(uniform prior probability)。

本文的實證研究關心的是經濟變數對薪資成長的影響幅度，因此 $\Delta$ 為係數估計值 $\beta$ ，則BMA估計的 $\beta$ 事後平均數與事後變異

數為：

$$E[\beta|D] = \sum_{\gamma=1}^{2^K} \hat{\beta}_{\gamma} \Pr(M_{\gamma}|D), \quad (\text{A.4})$$

$$\begin{aligned} \text{Var}[\beta|D] &= \sum_{\gamma=1}^{2^K} \text{Var}[\beta|M_{\gamma}, D] \Pr(M_{\gamma}|D) \\ &+ \sum_{\gamma=1}^{2^K} (\hat{\beta}_{\gamma} - E[\beta|D])^2 \Pr(M_{\gamma}|D). \end{aligned} \quad (\text{A.5})$$

其中， $\hat{\beta}_{\gamma} = E[\beta|M_{\gamma}, D]$ ，即運用OLS估計 $M_{\gamma}$ 模型所得到的係數估計值。事後估計值， $E[\beta|D]$ ，即是對所有模型組合的估計值以事後模型機率作加權平均；事後變異數， $\text{Var}[\beta|D]$ ，則包含了單一模型估計值的變異數，以及係數值 $\beta$ 在不同模型間的變異 (Sala-i-Martin et al.(2004))。

## 附錄2 貝氏模型平均法之穩健性測試

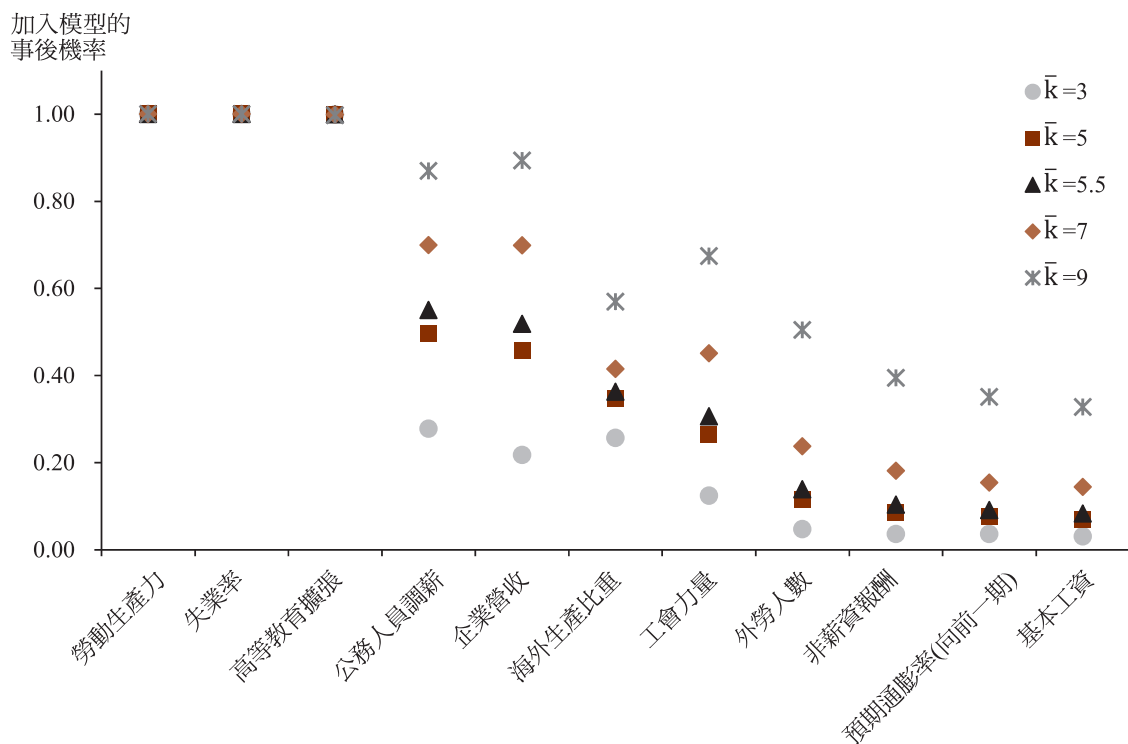
本文的BMA模型係設定各種迴歸模型組合的事前機率為均勻分配，表示每個變數加入迴歸模型的事前機率( $\theta$ )皆相同，而調整此事前機率的大小，即等於調整迴歸模型共包含幾個解釋變數的事前預期，稱之為事前模型大小(prior model size)  $\bar{k}$ <sup>註32</sup>。依據Sala-i-Martin et al. (2004)，調整  $\bar{k}$  設定值的大小，可做為BMA方法的一種穩健性測試。

由於不同通膨預期設定的估計結果相近，以下僅列出模型3(以向前一期CPI年增率作為通膨預期)在事前預期模型分別包含3、5、5.5、7及9個解釋變數(事前模型大小

$\bar{k}=3, 5, 5.5, 7, 9$ ，其中  $\bar{k}=5.5$ 即為本文表4的設定值)的估計結果。本文將不同  $\bar{k}$  之設定下，各變數加入模型的事後機率繪於附圖1，事後平均係數值、係數值正負符號相同的機率則分別列於附表1。

附圖1的結果顯示，不同的事前模型大小的設定，對各變數加入模型事後機率的相對大小影響不大，只有少數變數重要性的排序改變，如當  $\bar{k}=3、5、5.5$ 時，工會力量的事後機率小於海外生產比重，當  $\bar{k}=7、9$ ，工會力量的事後機率轉而大於海外生產比重。

附圖1 各變數加入模型的事後機率



附表1 不同事前模型大小的BMA估計結果

(a)事後平均係數值

變數名稱	$\bar{k}=5.5$	$\bar{k}=3$	$\bar{k}=5$	$\bar{k}=7$	$\bar{k}=9$
勞動生產力	0.0889	0.0924	0.0896	0.0867	0.0841
失業率	-1.2726	-1.3302	-1.2861	-1.2263	-1.1400
高等教育擴張	-0.1431	-0.1469	-0.1443	-0.1384	-0.1268
公務人員調薪	0.2309	0.1077	0.2058	0.3034	0.3890
企業營收	0.0058	0.0023	0.0051	0.0081	0.0108
海外生產比重	0.0037	0.0027	0.0036	0.0041	0.0051
工會力量	0.0009	0.0004	0.0008	0.0014	0.0020
外勞人數	0.0030	0.0009	0.0024	0.0056	0.0137
非薪資報酬	-0.0010	-0.0003	-0.0008	-0.0020	-0.0050
預期通膨率(向前一期)	-0.0039	-0.0016	-0.0032	-0.0071	-0.0204
基本工資	0.0010	0.0001	0.0007	0.0022	0.0066

(b)係數值正負號相同的機率

變數名稱	$\bar{k}=5.5$	$\bar{k}=3$	$\bar{k}=5$	$\bar{k}=7$	$\bar{k}=9$
勞動生產力	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
失業率	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
高等教育擴張	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
公務人員調薪	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
企業營收	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
海外生產比重	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
工會力量	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
外勞人數	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
非薪資報酬	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
預期通膨率(向前一期)	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
基本工資	0.844	0.555	0.801	0.934	0.988

註1：為事先模型大小的設定值，為本文表4的設定值。

註2：解釋變數除公務人員調薪為虛擬變數、失業率為水準值外，皆以年增率進行估計。

附表1中的事後平均係數值與係數值正負號相同的機率顯示，估計結果大致穩健，不同事前模型大小，對貝式模型平均事後

平均係數值與係數值正負號的影響並不大，顯示本文的貝氏模型平均的估計結果具穩健性。

### 附錄3 ARDL設定說明及短期關係估計結果

ARDL的迴歸模型設定包含了被解釋變數與解釋變數的落後項，一般可表示為  $ARDL(p, q_1, \dots, q_K)$ ，其中  $p$  為被解釋變數的落後期數， $q_1$  為第1個解釋變數的落後期數， $q_K$  為第  $K$  個解釋變數的落後期數。影響薪資成長的ARDL模型可寫成：

$$\Delta w_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \gamma_i \Delta w_{t-i} + \sum_{j=1}^K \sum_{i=0}^{q_j} \Delta X_{t-i}^j \beta_{j,i} + \varepsilon_t, \quad (A.6)$$

ARDL允許部分解釋變數  $\Delta X^j$  無落後項 ( $q_j = 0$ )，而被解釋變數則要求至少要有落後一期。設定ARDL模型需決定每一個變數的落後期數，即  $p, q_1, \dots, q_K$ ，為能在最佳模型配適與足夠的自由度間取得平衡，本文採用 Schwarz information criteria(SIC)來決定所有變數的最適落後期數。

透過ARDL除可得到名目薪資與影響因素間的動態關係，亦可進一步將估計結果轉換為長期係數值 ( $\theta_j$ )：

$$\theta_j = \frac{\sum_{i=0}^{q_j} \beta_{j,i}}{1 - \sum_{i=1}^p \gamma_i}, \quad (A.7)$$

如同內文設定，在ARDL模型中，影響薪資成長之因素依序為：預期通膨、失業率、勞動生產力、非薪資報酬、基本工資、公務人員調薪之虛擬變數、海外生產比重、外勞人數、企業營收、高等教育擴張及工會力量，並分別用四種通膨預期估計4個ARDL模型。根據SIC選取的ARDL模型皆為  $ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 0, 0, 0, 2, 0, 0, 0)$ ，表示被解釋變數名目薪資選取落後1期，失業率與勞動生產力選取至落後1期，而外勞人數選取至落後2期，而其他影響因素皆只選取當期。ARDL的估計結果見附表2。

附表2 ARDL短期關係估計結果

解釋變數	被解釋變數	名目薪資成長率			
		(1)	(2)	(3)	(4)
常數項		1.884** [2.221]	2.205** [2.390]	1.823** [2.132]	1.875** [2.213]
名目薪資成長率(t-1)		0.561*** [10.190]	0.563*** [10.179]	0.565*** [10.217]	0.560*** [10.185]
預期通膨率(實際CPI年增率)		-0.070 [-1.456]			
預期通膨率(APCF調查資料)			-0.087 [-0.858]		
預期通膨率(CPI,向前一期)				-0.051 [-1.007]	
預期通膨率(CPI, AR(p),p=11)					-0.078 [-1.544]
失業率		-2.030*** [-3.349]	-2.044*** [-3.354]	-2.024*** [-3.326]	-2.015*** [-3.326]
失業率(t-1)		1.683*** [2.993]	1.660*** [2.934]	1.691*** [2.996]	1.669*** [2.971]
勞動生產力		0.023** [2.190]	0.022** [2.159]	0.023** [2.243]	0.021** [2.081]
勞動生產力(t-1)		0.028*** [2.706]	0.028*** [2.645]	0.027** [2.590]	0.029*** [2.773]
非薪資報酬		0.004 [0.460]	0.004 [0.422]	0.004 [0.474]	0.004 [0.446]
基本工資		0.007 [0.396]	0.000 [0.002]	0.008 [0.382]	0.005 [0.254]
公務人員調薪之虛擬變數		0.260** [2.040]	0.264** [2.042]	0.263** [2.047]	0.253** [1.994]
海外生產比重		0.002 [0.426]	0.001 [0.257]	0.002 [0.488]	0.002 [0.464]
外勞人數		-0.094** [-2.095]	-0.097** [-2.162]	-0.095** [-2.122]	-0.097** [-2.182]
外勞人數(t-1)		-0.035 [-0.512]	-0.034 [-0.499]	-0.038 [-0.555]	-0.030 [-0.443]
外勞人數(t-2)		0.149*** [3.425]	0.150*** [3.435]	0.152*** [3.499]	0.148*** [3.416]
企業營收		0.011*** [3.035]	0.012*** [3.057]	0.012*** [3.152]	0.012*** [3.062]
高等教育擴張		-0.043* [-1.798]	-0.053** [-2.381]	-0.046* [-1.912]	-0.042* [-1.763]
工會力量		0.002 [1.529]	0.001 [1.268]	0.002 [1.420]	0.002 [1.608]
Adjusted R2		0.855	0.853	0.854	0.855
常態分配檢定		通過	通過	通過	通過
殘差項序列相關檢定		0.529 (0.591)	0.341 (0.712)	0.350 (0.705)	0.531 (0.589)

註1：[ ]內為t值，\*\*\*、\*\*與\*分別表示在1%、5%和10%顯著水準下，係數估計值顯著異於0。

註2：常態分配檢定部分，係採JB值檢定(Jarque-Bera test)檢測殘差項是否呈常態。

註3：殘差項序列相關檢定，係採Breusch-Godfrey LM Test檢測殘差項是否存在序列相關，虛無假設為殘差項無序列相關，表中數值為檢定統計量，括弧內數值為p-value。

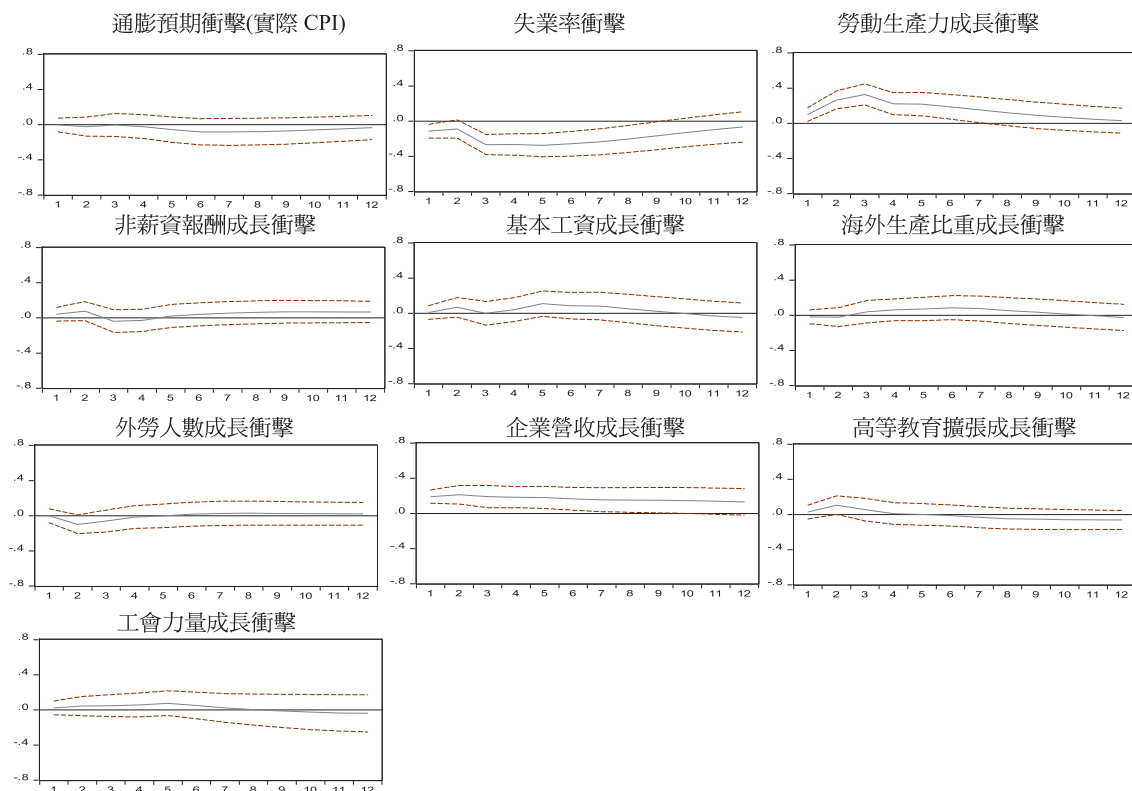
## 附錄4 薪資成長衝擊反應結果－不同通膨預期衡量法

在其他三種通膨預期衡量方式(包括實際CPI、APCF及AR模型)下，薪資成長之VAR衝擊反應結果詳見附圖2。其結果與內文中以向前一期CPI衡量通膨預期大致一致，即薪資成長明顯受失業率(負向)、勞動

生產力(正向)、企業營收(正向)所影響，而對通膨預期、非薪資報酬、基本工資、海外生產比重、外勞人數、高等教育擴張及工會力量增加之衝擊反應多呈不顯著。

附圖2 薪資成長之衝擊反應函數

### 1. 實際CPI



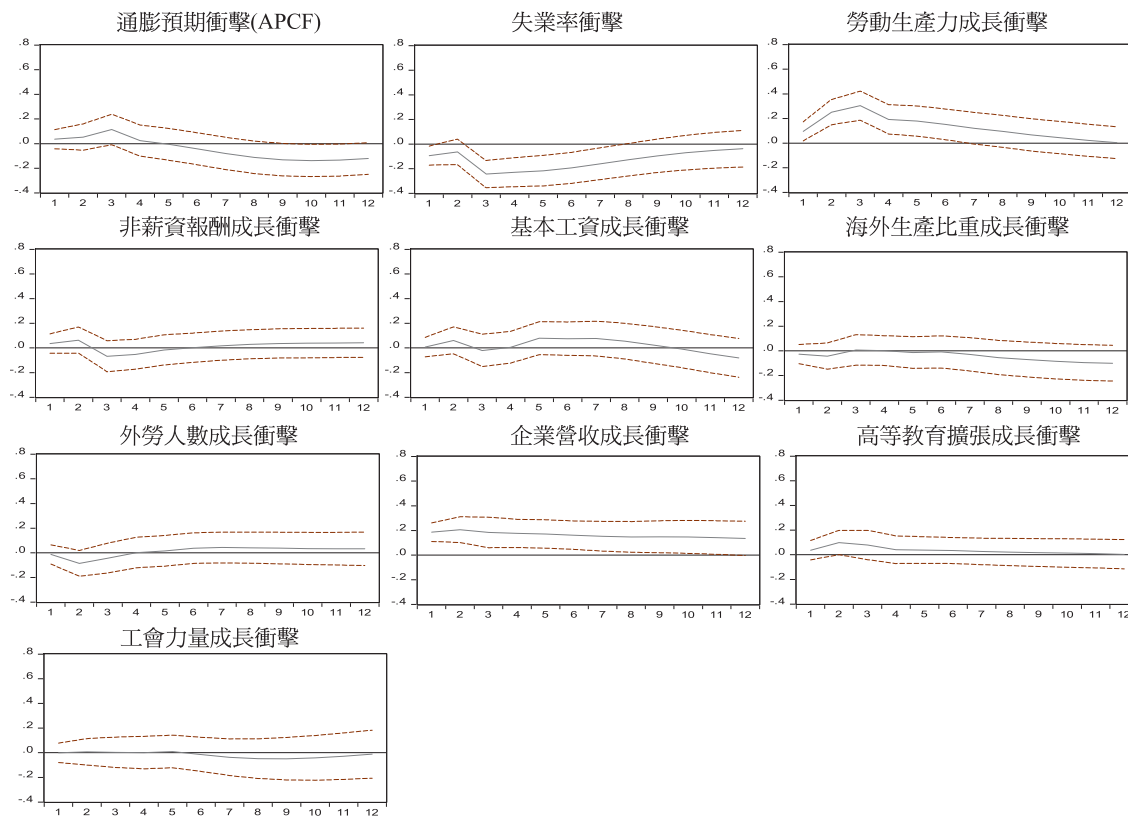
註1：本文衝擊反應函數採用Pesaran and Shin (1998) 提出的一般化的衝擊反應函數(Generalized Impulse Response function) 進行分析，其能避免一般正交化衝擊反應(如Cholesky分解)需事先認定變數間影響傳遞先後順序的問題。

註2：內生變數的落後期數係以AIC判斷，選擇落後3期。



附圖2 薪資成長之衝擊反應函數(續)

2. 加權平均APCF調查資料

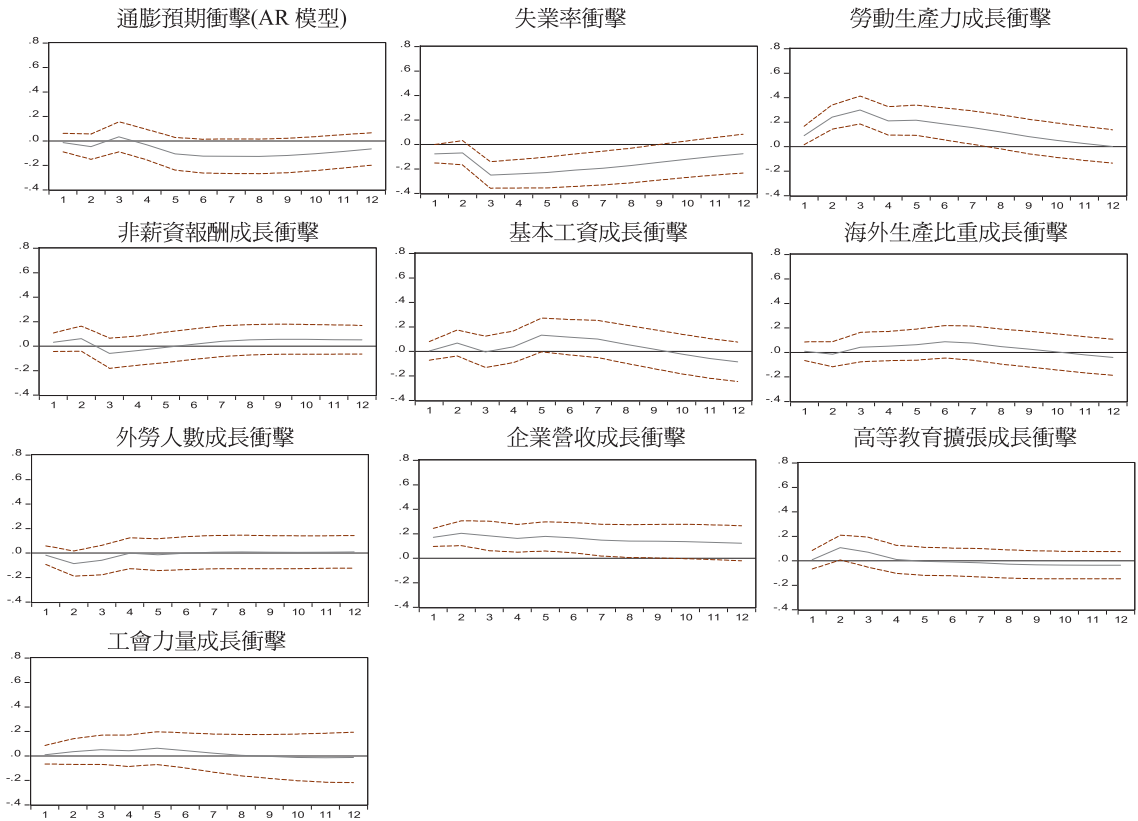


註1：本文衝擊反應函數採用Pesaran and Shin (1998) 提出的一般化的衝擊反應函數(Generalized Impulse Response function) 進行分析，其能避免一般正交化衝擊反應(如Cholesky分解)需事先認定變數間影響傳遞先後順序的問題。

註2：內生變數的落後期數係以AIC判斷，選擇落後3期。

附圖2 薪資成長之衝擊反應函數(續)

3. AR模型預測值



註1：本文衝擊反應函數採用Pesaran and Shin (1998) 提出的一般化的衝擊反應函數(Generalized Impulse Response function) 進行分析，其能避免一般正交化衝擊反應(如Cholesky分解)需事先認定變數間影響傳遞先後順序的問題。  
 註2：內生變數的落後期數係以AIC判斷，選擇落後3期。

## 附錄5 以核心CPI及出口物價衡量價格變動

根據相關實證文獻，亦有以核心CPI(剔除蔬果及能源)年增率來衡量通膨預期，加以本文考量廠商在調整薪資時所在意的物價可能是產品價格，而此產品價格與CPI走勢

不一定相同，因此本附錄改以向前一期之核心CPI及出口物價(為產品價格的替代變數)來衡量不同預期價格變動下，對薪資成長的影響，分析方法係採GMM估計法。

附表3 不同預期價格變動對薪資成長之影響

解釋變數	被解釋變數	名目薪資成長率	
常數項		5.695*** [4.444]	6.029*** [7.613]
預期通膨率(核心CPI,向前一期)		-0.116 [-1.176]	
預期產品價格年增率(出口物價,向前一期)			0.101*** [5.728]
失業率		-1.097*** [-5.188]	-1.024*** [-7.902]
勞動生產力		0.101*** [10.540]	0.082*** [10.676]
非薪資報酬		-0.036*** [-3.962]	-0.009 [-0.976]
基本工資		0.01 [0.273]	0.022 [1.214]
公務人員調薪之虛擬變數		0.526*** [2.994]	0.403*** [3.100]
海外生產比重		0.004 [0.956]	0.007* [1.797]
外勞人數		0.05** [2.272]	0.001 [0.036]
企業營收		0.007 [1.428]	0.006 [1.490]
高等教育擴張		-0.069* [-1.739]	-0.134*** [-5.253]
工會力量		0.002** [2.043]	0.003*** [3.040]
Adjusted R2		0.642	0.699
常態分配檢定		通過	通過
J-statistic		74.021	70.941
P-value		0.122	0.180

註1：[ ]內為t值，\*\*\*、\*\*與\*分別表示在1%、5%和10%顯著水準下，係數估計值顯著異於0。

註2：工具變數包括解釋變數及所有被解釋變數之落後1~6期。

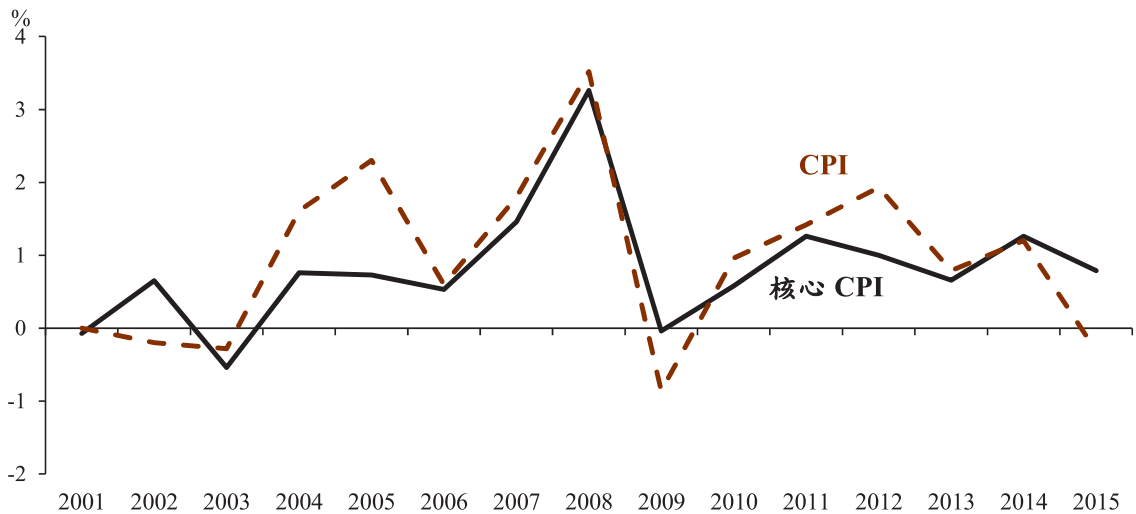
註3：J- statistic為過度認定限制(over-identifying restrictions)的J統計量，當J統計量小於臨界值，表示無法拒絕模型過度認定的限制，P-value為J統計量所對應之P值。

註4：常態分配檢定部分，係採JB 值檢定(Jarque-Bera test)檢測殘差項是否呈常態。

估計結果(詳附表3)顯示，未來一期之核心通膨上升對薪資成長影響仍不具顯著性，且其他解釋變數之估計係數不論是顯著性或正負符號皆與內文表4大致一致。此可能係因我國核心CPI與CPI年增率走勢多呈一致(見附圖3)，故致兩者估計結果類同。

此外，若改以向前一期的出口物價年增率來衡量預期價格變動，則其對薪資成長的影響，轉為顯著為正(惟係數仍遠低1)，此係因出口物價之年增率上升時，可帶動勞動的邊際產值上升，故而促使薪資成長提高。

附圖3 核心CPI與CPI年增率





# 國內經濟金融情勢（民國105年第4季）

## 總體經濟

### 壹、國內經濟情勢

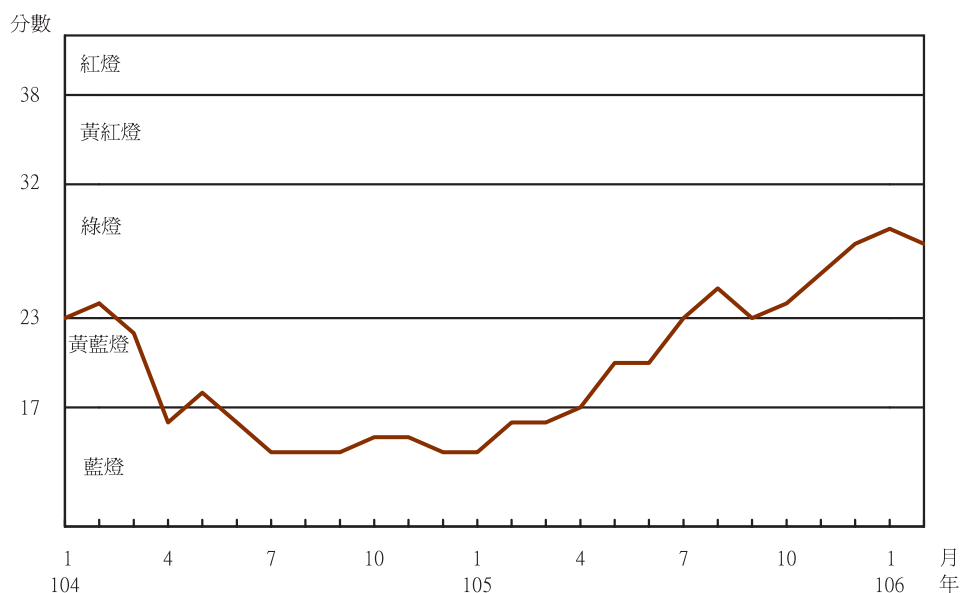
#### 一、景氣持續回溫

106年2月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為28分，較1月減少1分(圖1)，係因工業生產及製造業銷售量成長減緩所致。景氣燈號連續8個月呈現綠燈，領先指標與同時指標則僅微幅下跌，顯示國內經濟仍大致穩定。

隨國際景氣持續復甦，半導體需求穩

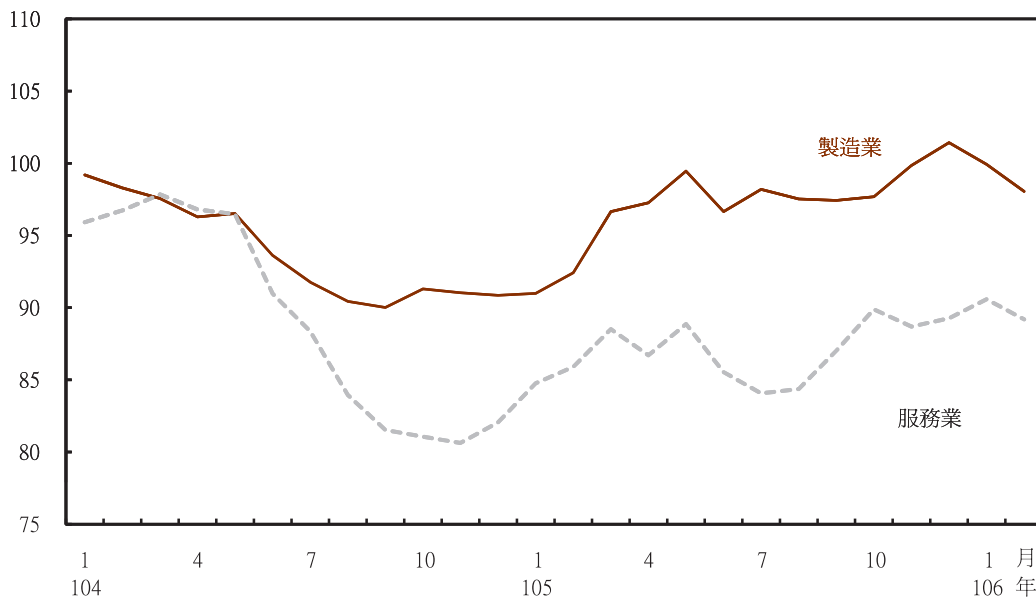
定，且油價與原物料價格自低點回升，加上基期較低等因素影響，106年2月我國出口與外銷訂單均呈2位數成長；惟受產業傳統淡季因素影響，2月台經院製造業營業氣候測驗點由1月之99.93點降至98.05點，服務業營業氣候點亦由90.59點降至89.19點(圖2)，顯示廠商對未來景氣看法傾向保守。

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

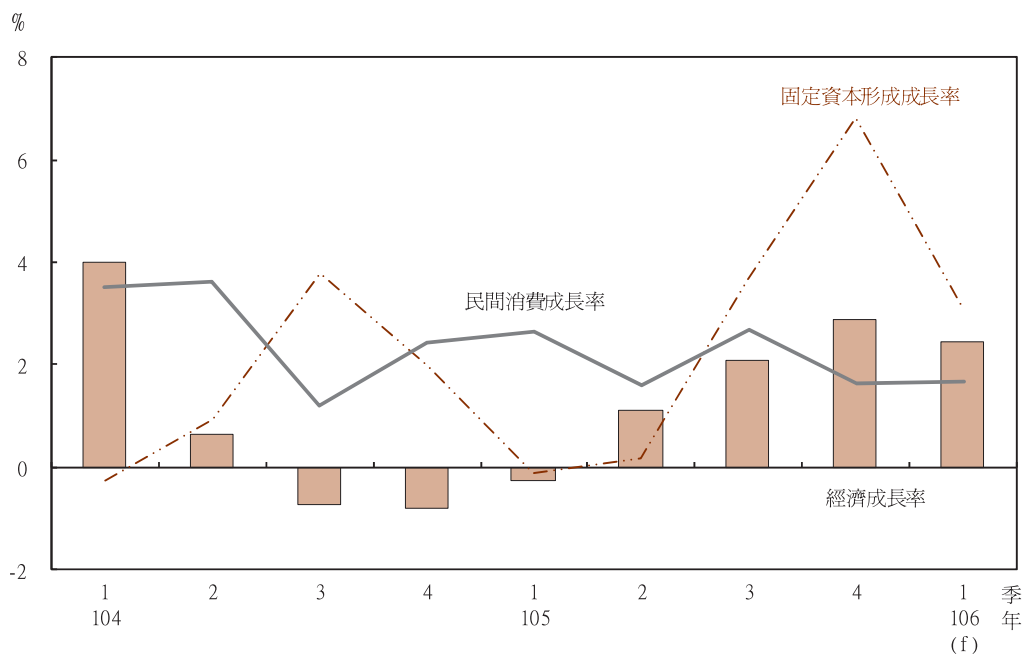


## 二、經濟成長力道溫和

105年第4季，由於半導體需求增強，農工原料價格回升，以及基期較低，出口成長明顯改善，景氣對策信號續呈綠燈；加以製造業採購經理人指數(PMI)續呈擴張，投資動能增溫，經濟成長率由第3季之2.12%升

為2.88%(圖3、表1)，係近7季以來最高，全年則為1.50%。由於全球景氣增溫，以及國際原物料價格回升，出口可望持續成長，加上民間消費及投資成長持穩，主計總處預測106年第1季經濟成長率為2.45%。

圖3 經濟成長率、投資與民間消費成長率



註：f為預測數

資料來源：行政院主計總處

表1 各項需求實質成長率

單位：%，百分點

年/季	項目	經濟成長率	民間消費	政府消費	固定資本形成			輸出	輸入	
					民間	公營事業	政府			
104		0.72	2.68	-0.26	1.64	2.97	-7.21	-2.41	-0.34	1.19
105	p	1.50	2.14	3.05	2.71	3.12	-1.93	1.72	2.12	3.39
106	f	1.92	1.75	0.34	1.80	1.85	2.42	1.21	4.01	4.07
104/4		-0.79	2.42	0.72	1.98	4.32	-12.00	-0.23	-2.59	0.29
105/1		-0.23	2.64	6.34	-0.12	0.22	-5.07	-1.70	-3.88	-1.39
2		1.13	1.59	2.03	0.16	1.16	-2.50	-5.09	0.21	-0.29
3	r	2.12	2.70	3.37	3.66	3.99	-6.39	4.65	3.66	5.34
4	p	2.88	1.62	0.95	6.81	7.24	2.32	6.54	8.02	9.58
105/1	f	2.45	1.68	-1.71	3.08	3.19	2.77	1.99	7.75	8.82
105年	第4季 貢獻百分點 p	2.88	0.88	0.11	1.42	1.23	0.01	0.18	5.16	4.96

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

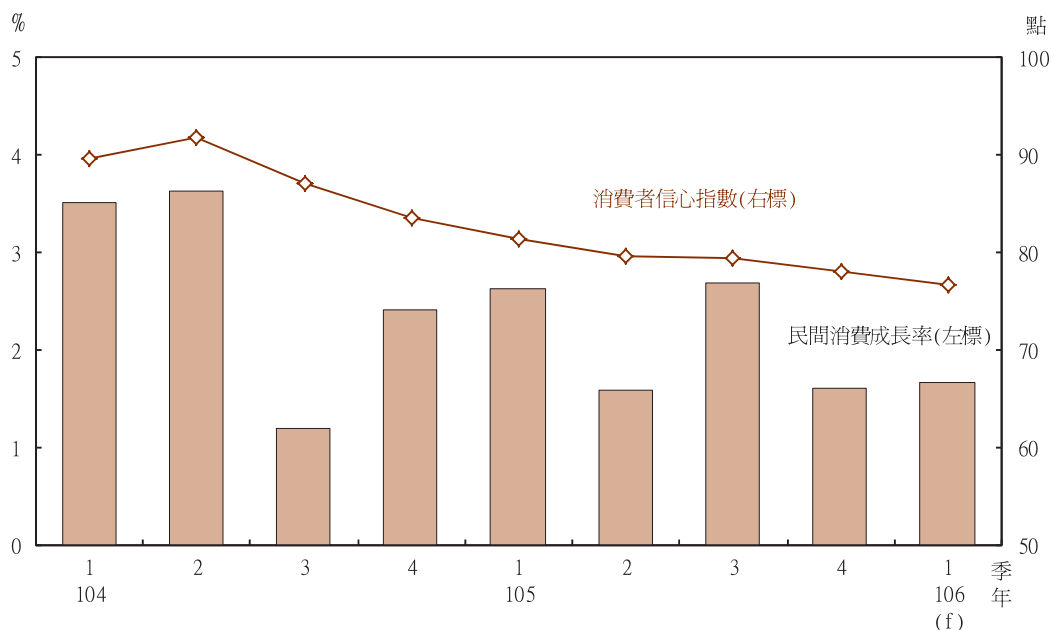


### 三、民間消費成長減緩

105年第4季，雖然新車買氣續增(自用小客車新增掛牌數成長9.14%)，餐飲業營業額續成長5.44%，惟股市交投清淡(上市櫃股票成交值減少25.02%)，民間消費成長率由第3季之2.70%降為1.62%(圖4)，全年為

2.14%。106年初雖基本工資調漲，惟105年實質薪資負成長，消費者信心疲弱，1至2月餐飲業營業額僅成長2.91%，零售業營業額則衰退1.74%，主計總處預測第1季民間消費成長率僅為1.68%。

圖4 消費者信心指數與民間消費成長率



註：f為預測數

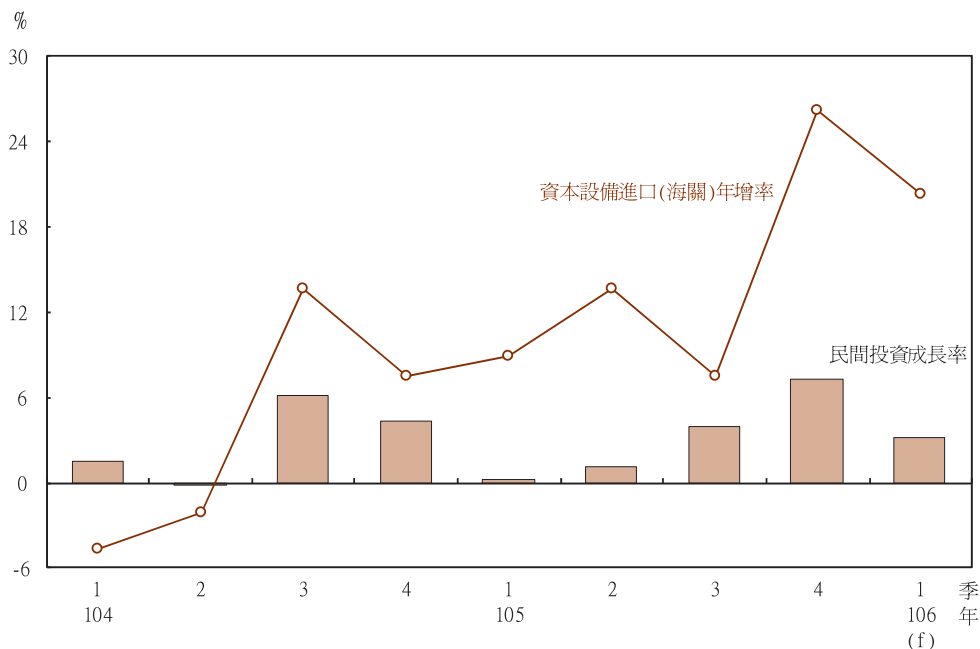
資料來源：行政院主計總處、中央大學台灣經濟發展研究中心

### 四、民間投資成長溫和

105年第4季，半導體業者持續擴充先進製程，加以航空業者擴充機隊購置新機，按新台幣計價之資本設備進口大幅成長26.12%，其中，民間機器及設備投資、運輸工具投資分別成長22.19%、29.77%，民間投

資成長率升為7.24%(圖5)，全年為3.12%。由於半導體業者為鞏固製程優勢，持續購進機械設備(第1季資本設備進口年增率為20.30%)，加以近月製造業PMI持續擴張，有助維繫投資動能，主計總處預測106年第1季民間投資成長率為3.19%。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率



註：f為預測數

資料來源：財政部、行政院主計總處

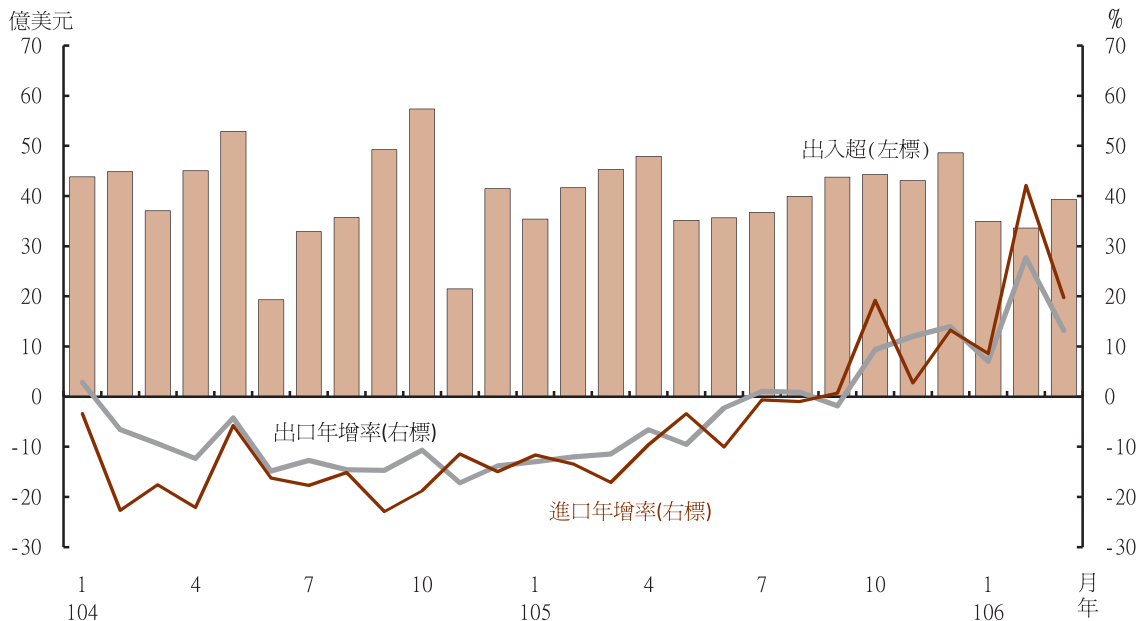
## 五、進出口擴增

105年第4季，由於半導體需求續強，加上國際原油等農工原料價格自低點回升，益以基期較低，出口成長11.72%(圖6)，係100年第4季以來最大增幅；隨出口衍生需求增加，以及半導體業者持續增購資本設備，進口年增率由第3季之-0.35%升為11.45%，商品及服務併計之輸出及輸入成長率分別為

8.02%及9.58%，全年則為2.12%及3.39%。

隨國際景氣升溫，半導體需求續增及國際原物料行情走高，帶動電子零組件、光學製品、基本金屬及塑化等相關產品需求增加，106年第1季出、進口分別成長15.10%及21.63%，均係101年以來同期最大增幅。主計總處預測第1季輸出及輸入成長率分別為7.75%、8.82%。

圖6 進出口貿易



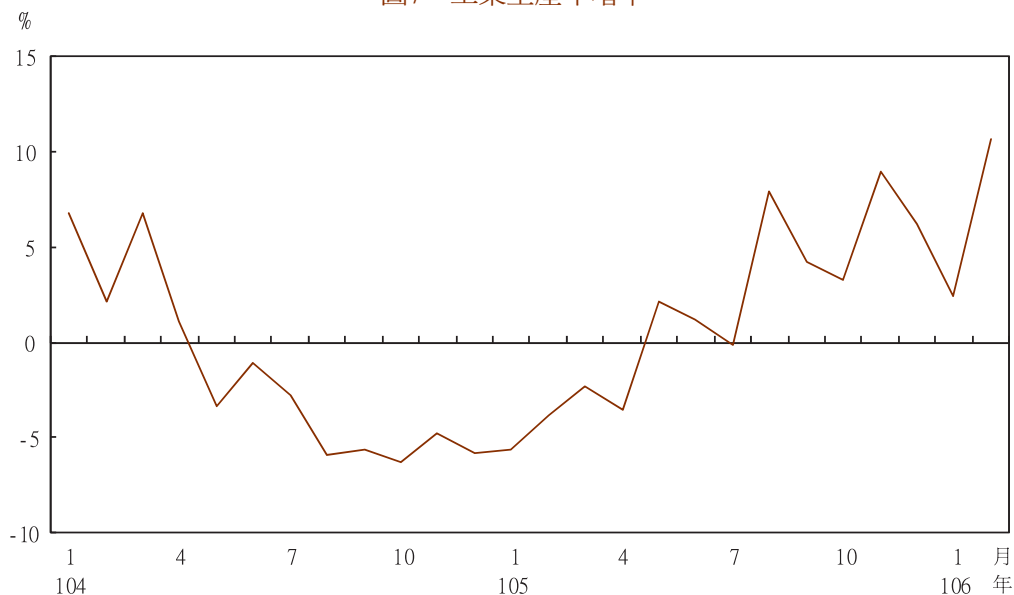
資料來源：財政部

## 六、工業生產穩定成長

105年第4季，由於電子零組件訂單續增，加上廠商為擴充產能，生產設備與自動化等機械投資需求增溫，益以原油、鋼等原物料價格回升，工業生產續成長6.12%；全年成長率則由上年之-1.75%升為1.53%。106

年1至2月受惠國際需求增溫，工業生產年增率為6.22%(圖7)；其中，權重最大之製造業成長8.27%，連續10個月正成長；四大業別中，資訊電子、民生、金屬機電及化學工業分別增產12.28%、6.78%、5.35%及4.20%。

圖7 工業生產年增率



資料來源：經濟部

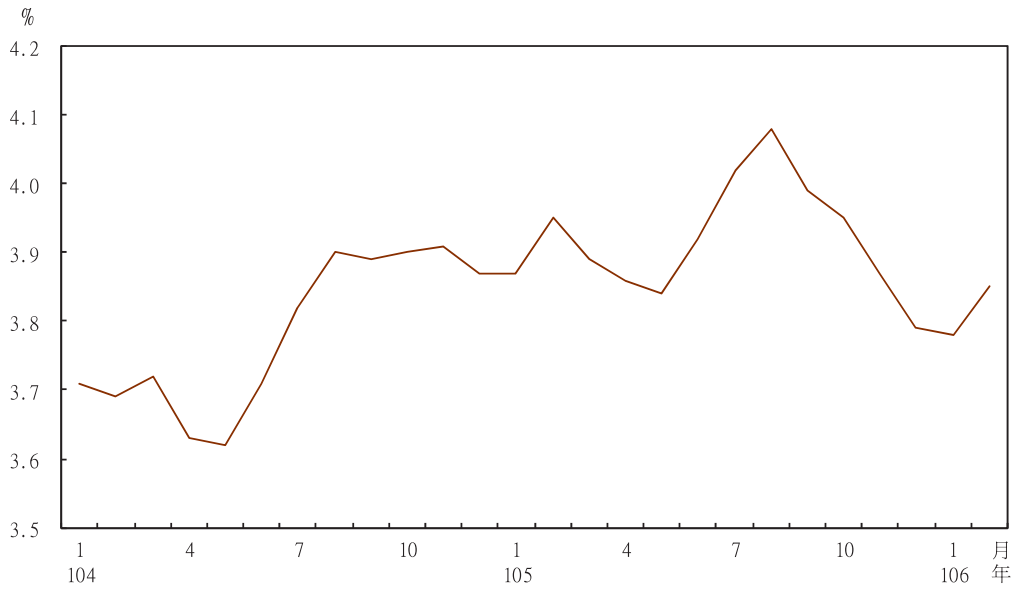
## 七、失業率呈下降趨勢，惟薪資成長仍緩

受春節後轉職及部分臨時性工作結束影響，106年2月就業人數略減至1,130.7萬人；失業率則由1月之3.78%升至3.85%(圖8)，惟仍較上年同月下降0.10個百分點。

105年工業及服務業受僱員工薪資年增

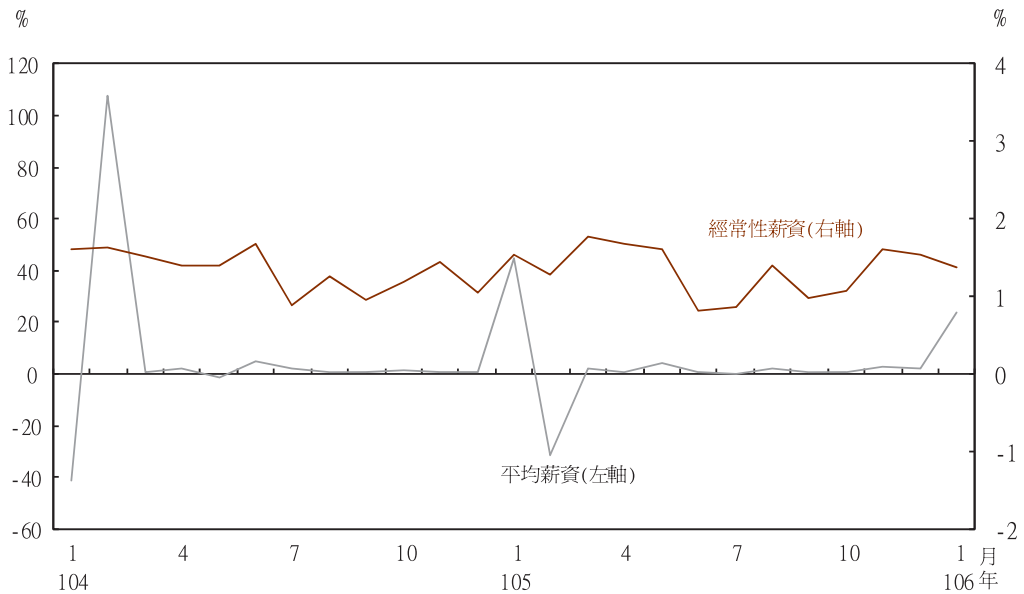
率由104年之2.52%降至0.62%，增幅係近3年最低，其中經常性薪資年增率為1.35%；106年1月經常性薪資年增率為1.37%(圖9)，平均薪資年增率則為23.66%，主要係105年廠商多集中於2月發放獎金，比較基期較低所致。

圖8 失業率



資料來源：行政院主計總處

圖9 工業及服務業平均薪資與經常性薪資年增率



資料來源：行政院主計總處

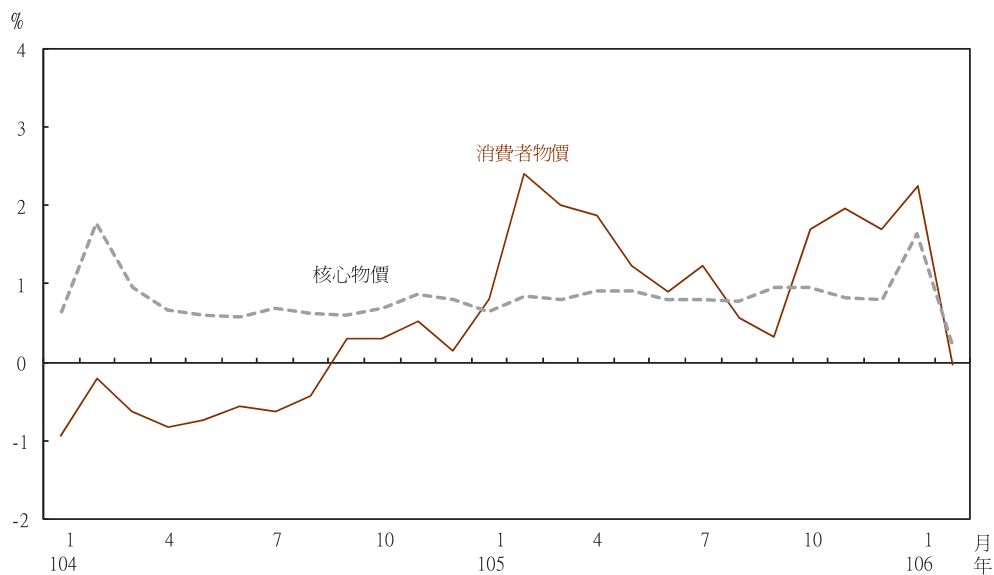
## 八、蔬果等食物類價格上揚推升CPI， 通膨展望仍屬溫和

105年10月起，受9月颱風大雨遞延影響，蔬菜、水果價格大漲，加以國際油價回升，推升CPI年增率，11月升至1.97%，12月減緩為1.70%(圖10)，全年為1.40%。其中，蔬果等食物類價格上漲5.24%，對CPI年增率的影響達1.44個百分點；不含蔬果及能源之

CPI(即核心CPI)年增率則為0.84%，漲幅溫和。

106年1至2月CPI年增率為1.09%(表2)，主因水果受上年天候影響，價格仍高，加上國際油價走升，油料費上漲所致；核心CPI年增率則為0.90%，漲幅溫和。本行預測全年CPI年增率為1.25%，通膨展望穩定。

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106年1至2月平均CPI年增率主要項目

項目	權數 (千分比)	年變動率 (%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	1.09	1.09
水果	23	22.13	0.63
油料費	35	26.78	0.60
外食費	99	1.75	0.19
房租	182	0.92	0.17
水產品	16	5.13	0.09
合計			1.68
蔬菜	20	-25.31	-0.74
電費	22	-9.65	-0.19
通訊費	35	-1.84	-0.06
合計			-0.99
其他			0.40

資料來源：行政院主計總處

## 貳、經濟展望

展望106年，隨國際景氣溫和復甦，全球貿易量成長率提高，加上大宗商品價格回升，帶動新興經濟體加速成長，均可望支撐我國出口擴張。此外，政府續採擴張性財政政策，有助於內需成長，主計總處預測經濟成長率將由105年之1.50%升至1.92%(表3)，國內外各預測機構預測值之平均數則為1.91%。

表3 國內預測機構預測106年經濟成長率

單位：%

項目	預測機構	主計總處	元大寶華	國泰台大	台經院	IHS Global Insight	EIU	平均值
發布日期		106.2.15	106.3.29	106.3.15	106.1.15	106.3.15	106.3.1	
實質國內生產毛額		1.92	2.10	2.10	1.78	1.78	1.80	1.91
實質民間消費支出		1.75	2.03	1.63	1.91	2.01	2.00	1.89
實質政府消費支出		0.34	-	-	0.06	0.74	1.70	0.71
實質固定投資		1.80	-	1.65	2.10	2.20	2.40	2.03
實質民間投資		1.85	6.65	-	2.08	-	-	3.53
實質政府投資		1.21	-	-	1.19	-	-	1.20
實質輸出		4.01	5.73	3.82	3.89	2.50	2.00	3.66
實質輸入		4.07	6.86	3.05	4.25	2.82	2.30	3.89

資料來源：各預測機構

# 國際收支

## 壹、概況

105年第4季我國經常帳順差18,301百萬 央行準備資產增加716百萬美元(表1及圖1)。  
美元，金融帳淨資產增加18,532百萬美元，

表1 國際收支

民國105年第4季暨民國104年第4季

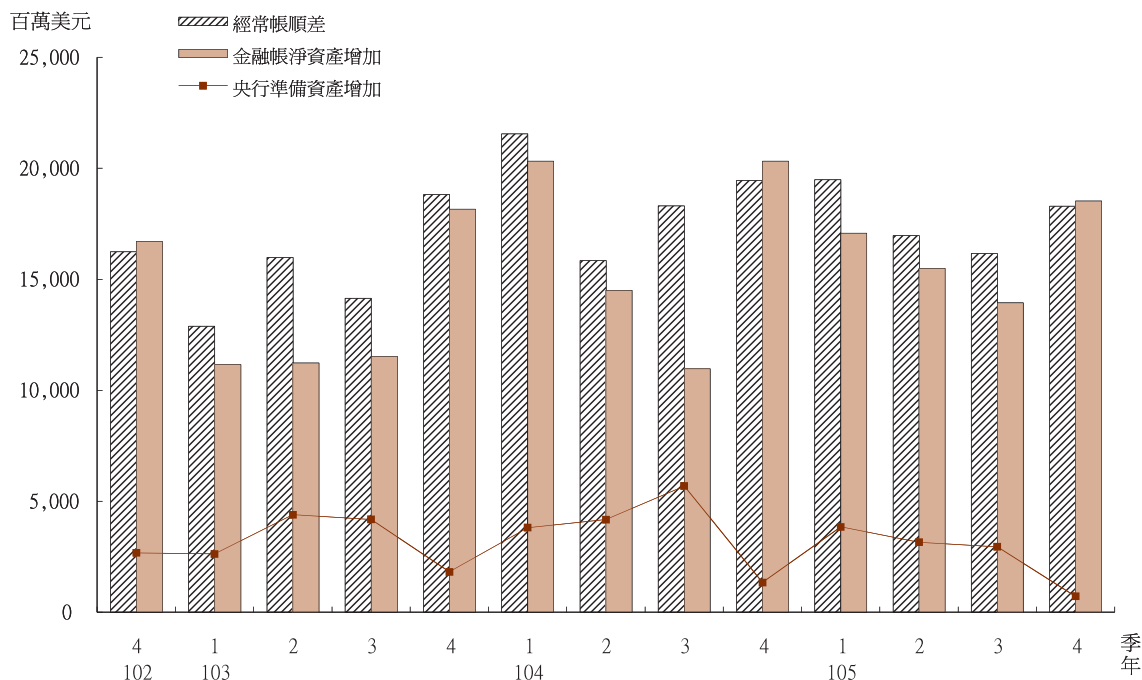
單位：百萬美元

	(1) 105年 第4季	(2) 104年 第4季	(1)-(2)
A.經常帳	18,301	19,468	-1,167
商品貿易淨額	18,040	18,283	-243
商品：收入（出口）	86,757	83,593	3,164
商品：支出（進口）	68,717	65,310	3,407
服務收支淨額	-2,122	-2,128	6
服務：收入（輸出）	10,931	10,510	421
服務：支出（輸入）	13,053	12,638	415
初次所得收支淨額	3,206	3,979	-773
初次所得：收入	7,189	6,851	338
初次所得：支出	3,983	2,872	1,111
二次所得收支淨額	-823	-666	-157
二次所得：收入	1,834	1,669	165
二次所得：支出	2,657	2,335	322
B.資本帳	-1	-3	2
C.金融帳	18,532	20,320	-1,788
直接投資：資產	7,316	3,159	4,157
股權和投資基金	7,519	3,128	4,391
債務工具	-203	31	-234
直接投資：負債	6,914	252	6,662
股權和投資基金	5,952	268	5,684
債務工具	962	-16	978
證券投資：資產	18,228	14,480	3,748
股權和投資基金	-767	2,800	-3,567
債務證券	18,995	11,680	7,315
證券投資：負債	-6,120	-414	-5,706
股權和投資基金	-5,153	73	-5,226
債務證券	-967	-487	-480
衍生金融商品：資產	-2,587	-3,773	1,186
衍生金融商品：負債	-2,429	-2,263	-166
其他投資：資產	-3,451	-10,452	7,001
其他投資：負債	2,609	-14,481	17,090
經常帳 + 資本帳 - 金融帳	-232	-855	623
D.誤差與遺漏淨額	948	2,196	-1,248
E.準備與相關項目	716	1,341	-625

註：正號表示經常帳及資本帳的收入、支出，以及金融資產或負債的增加；負號表示相關項目的減少。在經常帳及資本帳餘額，正號表示順差，負號表示逆差；在金融帳及準備資產餘額，正號表示淨資產的增加；負號表示淨資產的減少。



圖1 國際收支



## 一、經常帳

商品方面，本季出口86,757百萬美元，因半導體需求暢旺及基期較低，較上年同季增加3.8%；進口68,717百萬美元，因出口引伸需求增加及國際原物料價格上揚，較上年同季增加5.2%。由於出口增額小於進口增額，本季商品貿易順差減為18,040百萬美元，較上年同季減少243百萬美元或1.3%。

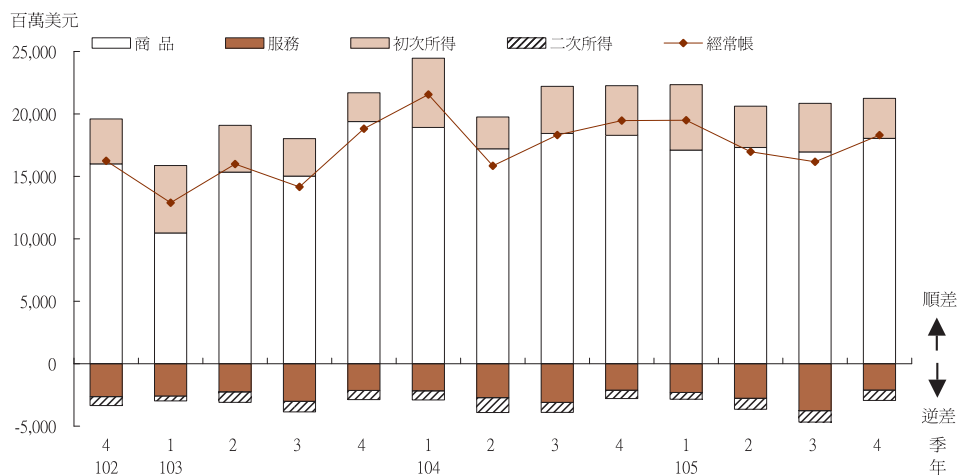
服務方面，本季服務貿易逆差略減為2,122百萬美元，較上年同季減少6百萬美元或0.3%，主要係加工服務收入增加。

初次所得方面，本季初次所得順差減為3,206百萬美元，較上年同季減少773百萬美元或19.4%，主要係支付非居民證券投資所得增加。

二次所得方面，本季淨支出為823百萬美元，較上年同季增加157百萬美元或23.6%，主要係工作者匯出款增加。

本季雖服務貿易逆差縮減，但商品貿易及初次所得順差減少，且二次所得逆差擴大，使得經常帳順差減為18,301百萬美元，較上年同季減少1,167百萬美元或6.0%(圖2)。

圖2 經常帳



## 二、資本帳

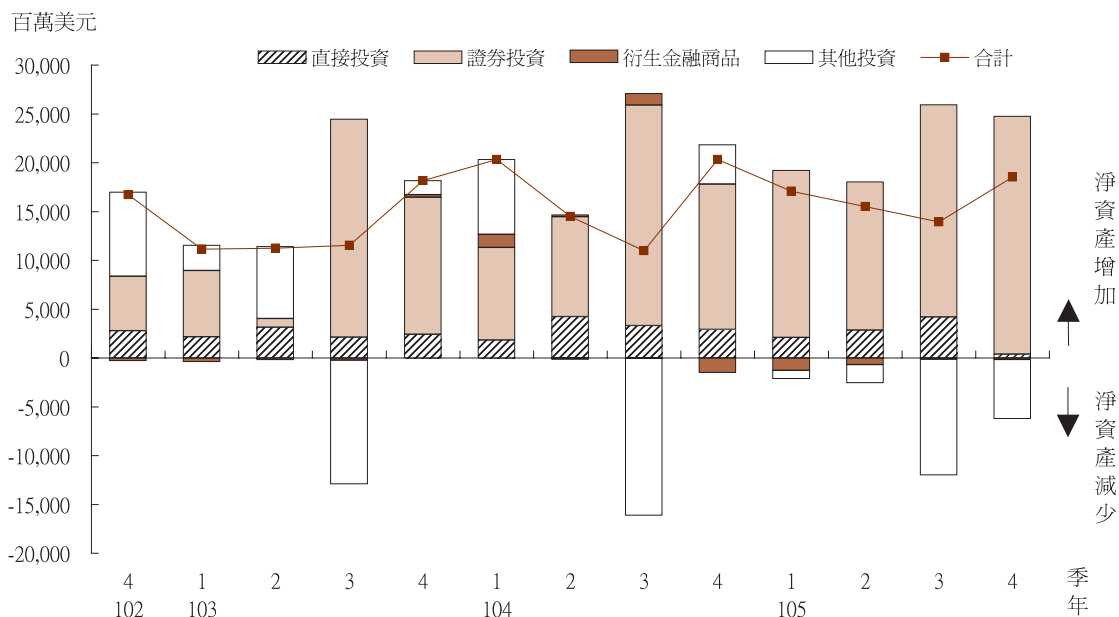
資本帳包括資本移轉(資本設備之贈與及債務之免除)與非生產性、非金融性資產交易(如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷)。本季資本帳逆差1百萬美元。

## 三、金融帳

本季金融帳淨資產增加18,532百萬美元。直接投資淨資產增加402百萬美元，其中，居民對外直接投資及非居民來台直接投

資淨額分別增加7,316百萬美元及6,914百萬美元，兩者均為歷年單季最高。證券投資淨資產增加24,348百萬美元，其中居民投資國外證券淨增加18,228百萬美元，主要係保險公司投資國外債務證券增加；非居民投資國內證券淨減少6,120百萬美元，主要係外資減持國內股票。衍生金融商品淨資產減少158百萬美元。其他投資淨資產減少6,060百萬美元，主要係民間部門收回國外存款，以及銀行自國外聯行引進資金(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<sup>1</sup>予以調整）計算，商品出口計86,757百萬美元，較上年同季增加3,164百萬美元或3.8%；商品進口計68,717百萬美元，較上年同季增加3,407百萬美元或5.2%。由於出口增額小於進口增額，商品貿易順差減為18,040百萬美元，較上年同季減少243百萬美元或1.3%。

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，本季農產品出口減少6.3%，農產加工品及工業產品出口則分別增加3.9%及11.9%，其中工業產品中的重化工業產品向為我國出口主力(占出口比重高達81.9%)，較上年同季增加14.7%。進口方面，資本設備較上年同季增加30.4%，主要係半導體業者增加設備投資，以維持製程領先優勢；農工原料則因國際原物料價格上揚，本季較上年同季增加13.1%。

就主要貨品而言，與上年同季比較，出

<sup>1</sup> 國際收支統計根據所有權移轉記錄商品貿易，貨品雖經過我國通關，但所有權未移轉者，須自商品出進口剔除；反之，雖未經過我國通關，但貨品所有權已移轉者，須計入商品出進口。居民國外購料，直接於國外銷售，或經委託國外加工再銷售國外，過程中貨品未經我國通關，惟貨款由居民收付，亦包含於商品貿易中。

口以「電子零組件」、「基本金屬及其製品」與「資通與視聽產品」增額最大；進口方面則以「機械」、「電子零組件」與「礦產品」增額較大。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對中國大陸(含香港，以下同)出口較上年同季增加5,118百萬美元或18.3%，為出口增額最大的地區；其次為東協，較上年同季增加1,979百萬美元或16.3%。進口方面，自歐洲進口較上年同季增加1,533百萬美元或23.1%最大；其次為日本，增加1,501百萬美元或15.8%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸所占比重42.5%最高，其次為東協的18.2%；美國及歐洲則占11.5%及8.6%分居第三、四位。主要進口來源以中國大陸比重19.1%最高，日本及歐洲則以17.1%及12.7%分居第二、三位。

## 二、服務

本季服務收入10,931百萬美元，較上年同季增加421百萬美元；服務支出13,053百萬美元，較上年同季增加415百萬美元。由於收入增額大於支出增額，服務貿易逆差由上年同季2,128百萬美元略減為2,122百萬美元。茲將服務貿易主要項目之內容及變動說明如下(表2)：

### (一) 加工服務

加工服務係指加工者對他人所屬貨品進行加工、組裝、加標籤及包裝等服務。本

季加工收入計622百萬美元，較上年同季增加219百萬美元，主要係非居民委託境內加工之服務收入增加；加工支出計966百萬美元，較上年同季增加89百萬美元，主要係委外加工貿易廠商支付國外加工費增加。由於收入增額大於支出增額，加工服務貿易逆差減至344百萬美元，較上年同季減少130百萬美元。

### (二) 維修服務

維修服務係指提供或接受非居民對運輸工具等貨品的修理。本季維修收入計241百萬美元，較上年同季增加124百萬美元，主要係航空器維修收入增加；維修支出計242百萬美元，較上年同季增加23百萬美元，主要係航空器維修支出增加。由於收入增額大於支出增額，維修服務貿易逆差由上年同季之102百萬美元縮減為1百萬美元。

### (三) 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2,373百萬美元，較上年同季略減1百萬美元，主要係航空客運收入減少。運輸支出計2,701百萬美元，較上年同季增加266百萬美元，主因係支付外輪進口貨運費用及航空客運支出增加。由於收入減少、支出增加，本季運輸服務貿易逆差增至328百萬美元，較上年同季增加267百萬美元。

#### (四) 旅行

本季來台旅客人次、平均每人每日消費金額及平均停留夜次均下降，旅行收入較上年同季減少456百萬美元，為3,324百萬美元。旅行支出增至3,749百萬美元，較上年同季增加184百萬美元，主要係國人出國人次增加。由於收入減少、支出增加，本季旅行收支由上年同季順差215百萬美元轉為逆差425百萬美元。

#### (五) 其他服務

其他服務包括營建、保險及退休金服

務、金融服務、智慧財產權使用費、電信電腦及資訊服務、其他事物服務及個人、文化與休閒，以及政府服務等項目。本季其他服務收入計4,371百萬美元，較上年同季增加535百萬美元，主要係營建與電信、電腦及資訊服務收入增加。其他服務支出計5,395百萬美元，較上年同季減少147百萬美元，主要為金融服務與電信、電腦及資訊服務支出減少。由於收入增加、支出減少，本季其他服務貿易逆差縮減為1,024百萬美元，較上年同季減少682百萬美元。

表2 服務貿易

單位：百萬美元

	105年第4季			104年第4季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
服務	10,931	13,053	-2,122	10,510	12,638	-2,128	421	415
一、加工服務	622	966	-344	403	877	-474	219	89
二、維修服務	241	242	-1	117	219	-102	124	23
三、運輸	2,373	2,701	-328	2,374	2,435	-61	-1	266
(一)客運	615	621	-6	649	501	148	-34	120
(二)貨運	1,667	1,138	529	1,643	995	648	24	143
(三)其他	91	942	-851	82	939	-857	9	3
四、旅行	3,324	3,749	-425	3,780	3,565	215	-456	184
五、其他服務	4,371	5,395	-1,024	3,836	5,542	-1,706	535	-147
(一)營建	371	302	69	271	293	-22	100	9
(二)保險及退休金服務	94	193	-99	64	190	-126	30	3
(三)金融服務*	644	173	471	593	212	381	51	-39
(四)智慧財產權使用費	305	925	-620	256	954	-698	49	-29
(五)電信、電腦及資訊服務	633	289	344	508	349	159	125	-60
(六)其他事務服務	2,135	3,275	-1,140	1,988	3,303	-1,315	147	-28
(七)個人、文化與休閒服務	99	61	38	69	64	5	30	-3
(八)不包括在其他項目的政府商品及服務	90	177	-87	87	177	-90	3	0

\*金融服務包括間接衡量的金融中介服務（FISIM）。

### 三、初次所得

初次所得包括薪資所得、投資所得及其他初次所得。本季初次所得收入7,189百萬美元，較上年同季增加338百萬美元，主要係對外直接投資所得增加；初次所得支出3,983

百萬美元，較上年同季增加1,111百萬美元，主要係支付非居民證券投資所得增加。由於收入增額小於支出增額，本季初次所得收支順差減為3,206百萬美元，較上年同季減少773百萬美元(表3)。

## 四、二次所得

本季二次所得收入計1,834百萬美元，較上年同季增加165百萬美元；支出計2,657百

萬美元，較上年同季增加322百萬美元，主要係工作者匯出款增加。由於收入增額小於支出增額，本季二次所得逆差由上年同季的666百萬美元增為823百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

	105年第四季			104年第四季			增減比較	
	(1) 收入	(2) 支出	(1)-(2) 淨額	(3) 收入	(4) 支出	(3)-(4) 淨額	(5) 收入	(6) 支出
初次所得	7,189	3,983	3,206	6,851	2,872	3,979	338	1,111
一、薪資所得	191	179	12	160	107	53	31	72
二、投資所得	6,963	3,704	3,259	6,659	2,681	3,978	304	1,023
(一)直接投資	2,494	1,673	821	1,882	1,484	398	612	189
(二)證券投資	626	1,375	-749	496	747	-251	130	628
(三)其他投資	3,843	656	3,187	4,281	450	3,831	-438	206
三、其他初次所得	35	100	-65	32	84	-52	3	16
二次所得	1,834	2,657	-823	1,669	2,335	-666	165	322

## 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。

本季金融帳淨資產增加18,532百萬美元。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

	105年第四季			104年第四季			增減比較	
	(1) 資產	(2) 負債	(1)-(2) 淨資產	(3) 資產	(4) 負債	(3)-(4) 淨資產	(1)-(3) 資產	(2)-(4) 負債
一、直接投資	7,316	6,914	402	3,159	252	2,907	4,157	6,662
二、證券投資	18,228	-6,120	24,348	14,480	-414	14,894	3,748	-5,706
(一)股權和投資基金	-767	-5,153	4,386	2,800	73	2,727	-3,567	-5,226
(二)債權證券	18,995	-967	19,962	11,680	-487	12,167	7,315	-480
三、衍生金融商品	-2,587	-2,429	-158	-3,773	-2,263	-1,510	1,186	-166
四、其他投資	-3,451	2,609	-6,060	-10,452	-14,481	4,029	7,001	17,090
(一)其他股本	2	0	2	0	0	0	2	0
(二)債務工具	-3,453	2,609	-6,062	-10,452	-14,481	4,029	6,999	17,090
1.現金與存款	-6,737	4,186	-10,923	-6,452	-5,578	-874	-285	9,764
2.貸款/借款	1,565	817	748	2,565	-5,850	8,415	-1,000	6,667
3.貿易信用及預付/收款	141	282	-141	-43	-709	666	184	991
4.其他應收/付款	1,578	-2,676	4,254	-6,522	-2,344	-4,178	8,100	-332
合  計	19,506	974	18,532	3,414	-16,906	20,320	16,092	17,880

註：正號表示金融資產或負債的增加；負號表示相關項目的減少。在淨資產，正號表示淨資產的增加；負號表示淨資產的減少。

## 一、直接投資

本季直接投資淨資產增加402百萬美元。其中，對外直接投資增加7,316百萬美元，投資地區以中國大陸居首，主要投資行業為電子零組件製造業、批發及零售業，以及專業、科學及技術服務業；非居民來台直接投資淨增加6,914百萬美元，主要投資行業為金融及保險業、批發及零售業，以及不動產業。由於本季外資併購本國企業，且與本國關係企業進行股份交換，致對外直接投資及非居民來台直接投資皆呈增加，且均為歷年單季最高。

## 二、證券投資

本季證券投資淨資產增加24,348百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

本季居民投資國外證券淨增加18,228百萬美元。其中股權和投資基金淨減少767百萬美元，主要係民間投資國外股權證券減少；債務證券淨增加18,995百萬美元，主要係保險公司投資國外債務證券增加。

### (二) 負債方面

本季非居民投資國內證券淨減少6,120百

萬美元。其中股權及投資基金淨減少5,153百萬美元，主要係外資減持國內股票；債務證券投資淨減少967百萬美元，主要係外資減持我國公債。

## 三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產減少158百萬美元。其中，資產淨減少2,587百萬美元，主要係銀行及其他金融機構收取衍生金融商品交易利得；負債淨減少2,429百萬美元，主要係銀行及其他金融機構支付衍生金融商品交易損失。

## 四、其他投資

其他投資包括其他股本及債務工具。本季其他投資淨資產減少6,060百萬美元。茲就資產與負債分別說明如下：

### (一) 資產方面

其他投資資產淨減少3,451百萬美元，表示居民對非居民之其他債權減少，主要係民間部門收回國外存款。

### (二) 負債方面

其他投資負債淨增加2,609百萬美元，表示居民對非居民之其他負債增加，主要係銀行自國外聯行引進資金。

## 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716百萬美元。

# 貨幣與信用

## 壹、概述

105年第4季以來，主要受外資資金移動影響，M2年增率先降後升，至12月為4.11%；累計全年M2平均年增率為4.51%(表1)。

鑑於歐美經濟政策不確定性仍高，而國內景氣復甦和緩，在通膨預期溫和下，為支撐經濟復甦，106年3月本行理事會決議維持政策利率不變，持續適度寬鬆貨幣以助整體經濟金融穩健發展。目前重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率分別為1.375%、

1.75%及3.625%。

在存放款利率方面，105年第4季主要銀行存款利率持穩，季底五大銀行一年期存款固定利率為1.039%，與上季底相同；平均放款基準利率除10月因受一銀及華銀調降基準放款利率影響略為下降外，之後亦持穩於2.631%維持不變。在五大銀行新承做放款方面，主要受新承做政府借款影響，加權平均利率先升後降，至12月為1.475%，較9月下降0.165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				
103	9.25	7.96	5.66	6.94	5.91	5.20	5.68
104	6.53	6.10	6.34	5.79	5.98	4.61	4.69
105	7.11	6.33	4.51	5.92	3.46	3.88	4.20
105/ 2	6.84	6.11	5.17	6.74	5.07	4.13	4.25
3	7.58	6.16	4.81	4.62	4.85	4.23	4.41
4	7.75	6.30	4.65	4.91	4.72	3.70	3.64
5	8.93	6.30	4.14	5.46	4.09	4.02	3.89
6	7.77	6.23	4.42	6.55	4.81	4.65	4.54
7	7.05	6.24	4.70	6.52	4.86	4.17	4.39
8	6.21	6.48	4.51	5.90	4.39	4.45	4.70
9	6.24	6.36	4.05	6.11	4.06	3.81	4.09
10	6.46	6.35	3.98	5.74	3.87	3.96	4.23
11	6.88	6.56	3.96	6.00	3.78	4.06	4.35
12	4.94	6.01	4.11	5.92	3.46	3.88	4.20
106/ 1	4.55	6.05	3.72	8.00	2.83	4.40	4.79
2	2.77	5.07	3.56	3.62	3.37	4.30	4.79

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。



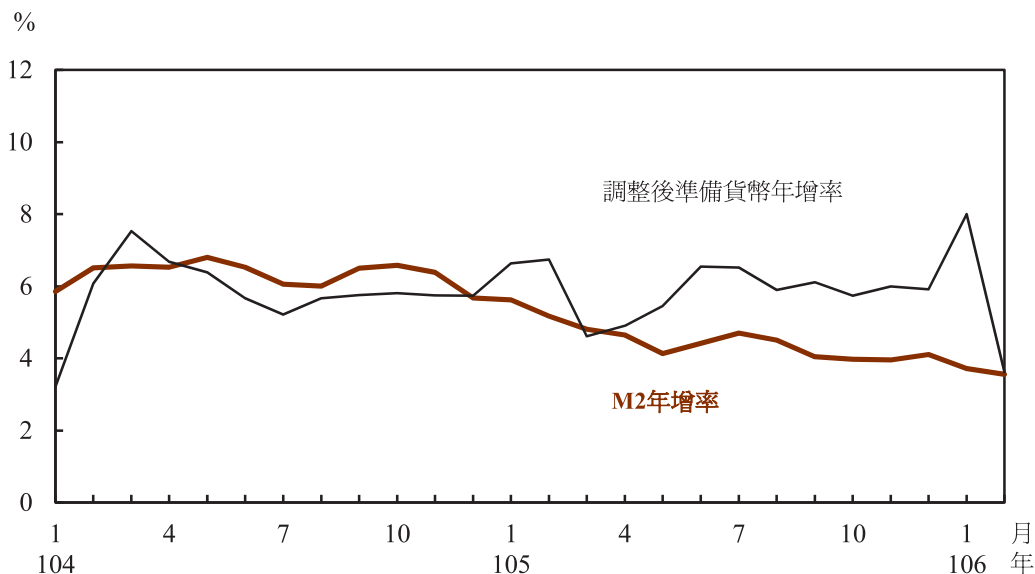
## 貳、準備貨幣年增率震盪後先升再回降

受外資轉呈淨匯出影響，105年第4季日平均準備貨幣年增率為5.89%，較上季之6.17%為低。其中，10月因外資淨匯出，準備貨幣年增率降至5.74%，11月受活期性存款成長增加影響，準備貨幣年增率升為6.00%，12月則因放款與投資成長減少，致準備金需求下降，準備貨幣年增率下降為5.92%。至於106年1月因外資轉呈淨匯入，以及適逢農曆春節，通貨需求增加，使準備貨幣年增率升至8.00%，2月則因春節過後，通貨陸續回

籠，準備貨幣年增率降至3.62%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，第4季雖有財政部發行公債與國庫券、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行定存單發行等緊縮因素，惟受國庫券與公債還本付息、財政部償還銀行借款、發放各項補助款與統籌分配款，以及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均準備貨幣水準值較上季增加。至於106年1月及2月，日平均準備貨幣水準值則呈持續上升走勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率



## 參、M2維持適度寬鬆

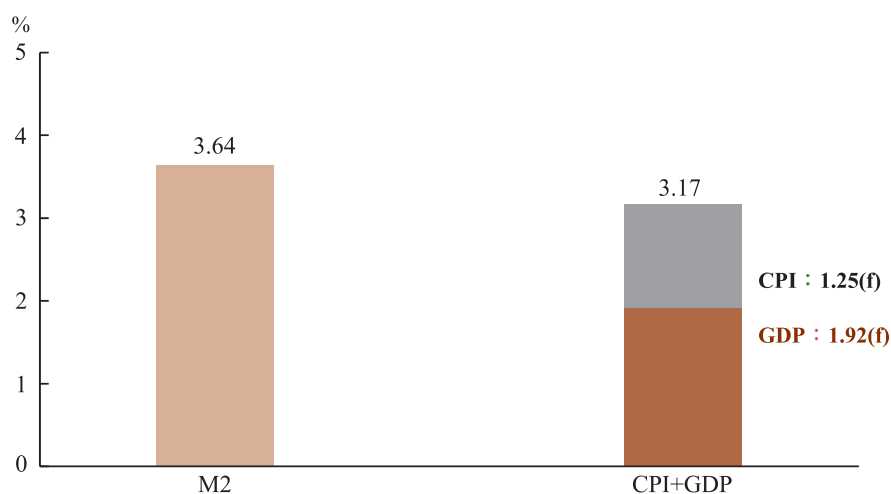
105年第4季以來，主要受外資資金移動影響，M2年增率先降後升，至12月為4.11%；累計全年M2平均年增率為4.51%。

106年初雖受春節因素影響，資金需求較高，惟在外匯存款成長減緩，以及銀行放款與投資成長減緩下，M2年增率持續下

滑，至2月降至3.56%。累計1至2月M2平均年增率為3.64%，雖低於貨幣目標區中線值，惟仍高於主計總處公布106年經濟成

長率(1.92%)加計本行公布106年CPI年增率(1.25%)之預測數總和(3.17%)，顯示市場資金維持適度寬鬆(圖2)。

圖2 M2、CPI年增率與經濟成長率



註：M2為106年1-2月資料；CPI及GDP年增率分別為中央銀行及主計總處106年預測值。

## 肆、存款年增率下降

105年第4季全體貨幣機構存款年增率由本年第3季底之4.06%續降至3.46%，主要係因外資轉呈淨匯出，加以存款利率仍低，為追求較高資金報酬，部分民眾陸續於定期存款到期後，將資金轉向類定存之壽險商品所致。106年1月底存款年增率續降至2.83%，2月則受到外資淨匯入增加影響，存款年增率上升至3.37%(圖3)。

就各類存款觀察，活期性存款方面，105年第4季底活期性存款年增率由第3季底

的5.80%降至5.61%，主要係因股市成交值較上季縮減，證券劃撥存款餘額亦較上季底減少，加以基期較高所致。至106年1月底，因發放年終獎金，致活期性存款年增率續降至4.33%；之後因股市活絡，證券劃撥存款餘額增加，致2月底活期性存款年增率升至4.79%。

定期性存款<sup>1</sup>方面，105年第4季底定期性存款年增率由第3季底的2.80%驟降至2.17%，係因外匯存款年增率與郵政儲金年增率均持

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

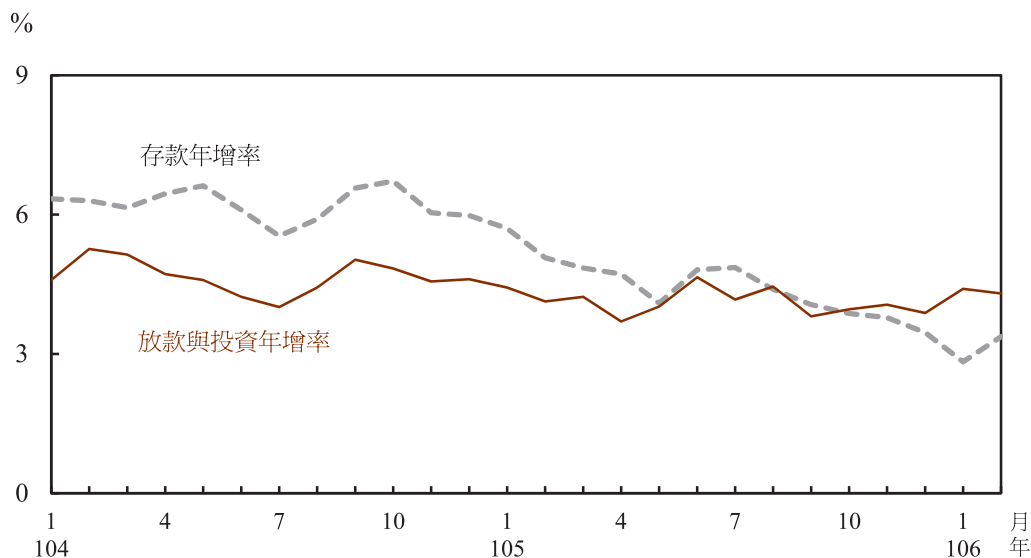
續下滑所致；究其原因，由於資金多轉向類定存保單，而保險公司為去化資金，多投資國際債券所致。106年1月底定期性存款年增率續降至1.94%，係因部分廠商償還外幣借款，加以新台幣兌美元升值，致外匯存款換算成新台幣計價之帳面價值減少所致。2月新台幣持續走強，部分民眾預期美國Fed將於3月升息，致活期性存款流向外匯存款，致2月底定期性存款年增率攀升至2.70%。

政府存款方面，105年第4季底年增率由第3季底的11.04%大幅降至5.66%，主要

係機關專戶存款年增率下降所致。至106年1月底，因發放年終獎金，加以機關專戶存款年增率轉呈負成長，致政府存款年增率降至4.44%；2月底因機關專戶存款年增率負成長擴大，致政府存款年增率降至0.65%。

至於比重方面，活期性存款占總存款之比重由105年第3季底之35.08%上升至第4季底之35.61%，定期性存款比重由62.06%降至61.70%，政府存款比重由2.86%降至2.69%。106年2月底，活期性、定期性及政府存款比重分別為35.06%、62.52%及2.42%。

圖3 全體貨幣機構存款及放款與投資年增率



## 伍、銀行放款與投資年增率先升後降

105年第4季底全體貨幣機構放款與投資之餘額，以成本計價，較上季底增加3,100億元，就性質別觀察，放款增加2,708億元，投資增加392億元；放款與投資年增率則由

上季底之3.81%上升至3.88%，係因相對於上季底，第4季底銀行對民間部門之放款成長增加所致。106年1月底，由於對民間部門放款成長擴大，致放款與投資年增率再升至

4.40%；2月底，銀行對政府及民間部門放款成長減緩，加以預期美國可能加速升息，未來利率可能走揚，故公債部位到期未立即回補，致放款與投資年增率轉降為4.30%(圖3)。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，105年第4季底全體非金融部門取得資金總額年增率由上季底之2.47%上升至2.56%，106年1月底及2月底再分別續升至2.98%及3.04%。

就放款與投資之對象別觀察，105年第4季底全體貨幣機構對民間部門債權年增率由上季底之4.09%上升至4.20%，主要係反映景氣回溫，民營企業資金需求增強，致銀行對民間部門放款成長增加；對政府債權年增率則由上季底之5.58%下降至5.43%，係因政府稅收增加，借款需求降低，致銀行對政府之放款減緩；對公營事業債權衰退幅度由9.75%微幅縮小至9.71%，主要係銀行投資其商業本票增加所致。比重方面，105年第4季底對民間部門債權比重由上季底之81.00%下降至80.88%，106年2月底再降至80.38%；對政府債權比重由上季底之15.80%上升至

15.94%，106年2月底續升至16.45%；對公營事業債權比重由上季底之3.21%微降至3.18%，106年2月底則再降至3.17%。

在全體銀行<sup>2</sup>對民營企業放款行業別方面，105年第4季底對民營企業放款餘額較上季底增加1,774億元，其中，以對製造業放款增加1,110億元為大宗，主因智慧科技產品應用擴張，半導體高階製程生產暢旺，帶動電子零組件製造業的資金需求持續成長；另對服務業<sup>3</sup>放款增加667億元，主要以不動產業放款增加502億元為大宗。106年2月底，全體銀行對民營企業放款餘額較105年第4季底減少514億元，其中，對製造業放款減少335億元，對服務業放款則減少133億元。就各業別比重而言，105年第4季底對服務業放款比重自上季底之53.19%下降至52.92%，對製造業放款比重則自上季底之42.55%上升至42.89%，對營造業放款比重則自上季底之2.92%下降至2.88%。106年2月底對服務業放款比重較105年第4季底回升至53.06%，對製造業放款比重下降至42.79%，對營造業放款比重則續降至2.85%。

<sup>2</sup> 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

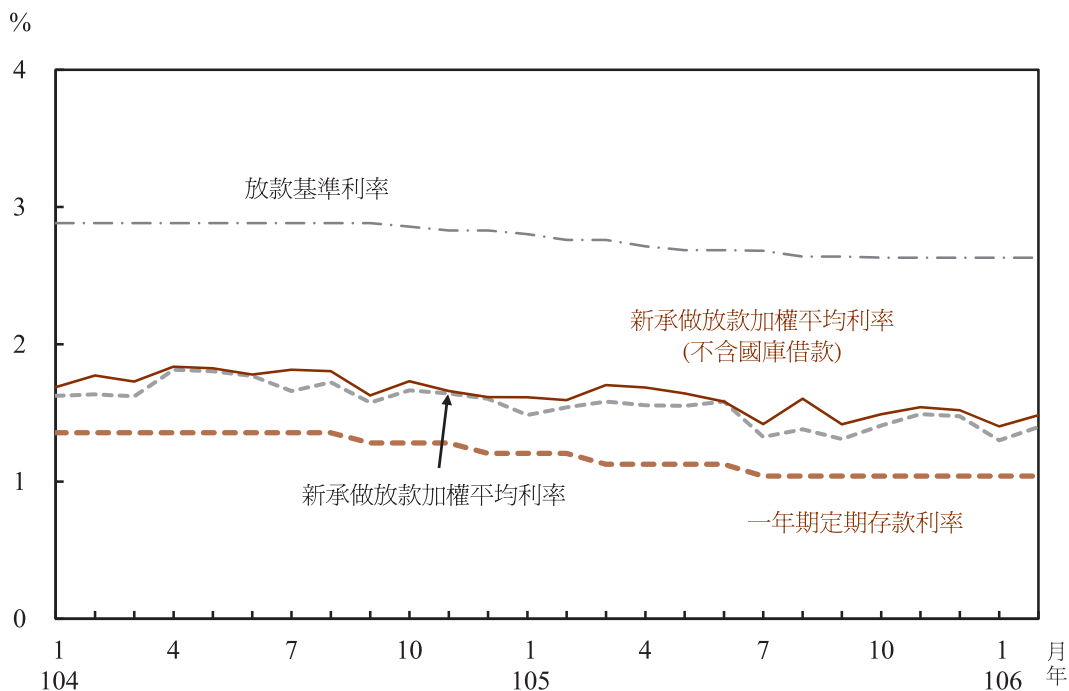
<sup>3</sup> 包括批發及零售業、運輸及倉儲業、住宿及餐飲業、資訊及通訊傳播業、金融及保險業、不動產業及其他服務業等。

## 陸、銀行業利率下降

為支撐經濟復甦，廣續適度寬鬆貨幣政策，106年3月本行理事會決議維持政策利率不變。影響所及，105年第4季主要銀行存款利率持穩，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行為例，五大銀行一年期存款固定利率持穩於1.039%，與上季底相同，至106年3月底維持不變。至於放款利率，則因10月一銀及華銀調降基準放款利率，呈現先降後持穩趨勢，第4季底五大銀行平均放款基準利率自上季底之2.639%降至2.631%，至106年3月底維持不變。

在五大銀行新承做放款加權平均利率方面，自105年9月之1.310%升至11月之1.491%，12月回降至1.475%，主要受新承做政府借款金額先減後增，牽動週轉金貸款利率先升後降，致12月平均利率較9月下降0.165個百分點。之後，106年1月及2月續因新承做政府借款先增後減，平均利率先降後升，分別為1.300%及1.397%；若不含新承做的低利國庫借款，五大銀行新承做放款加權平均利率自105年9月之1.417%升至106年2月之1.483%，較9月上升0.066個百分點(圖4)。

圖4 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

考量通膨情勢穩定，為因應景氣持續復甦，本行105年12月理事會決議，維持政策利率不變，並持續推動適度寬鬆貨幣政策，透過公開市場操作，彈性調節資金，充裕市場流動性，致金融業隔夜拆款加權平均利率由105年10月平均之0.178%略降至106年2月平均之0.177%。貨幣機構日平均超額準備由105年第3季平均之452億元先升至第4季平均之501億元，106年1至2月平均再升至544億元。

之後，鑑於歐美經濟政策不確定性仍高，而國內景氣復甦和緩，且未來通膨預期溫和，加上106年初以來，新台幣升值使金融情勢趨緊，為支撐經濟復甦，本行爰於106年3月理事會決議，維持政策利率不變。

以下分別就105年10月至106年2月之資金情勢、利率走勢及票券流通餘額加以分析：

### 一、資金情勢

105年第4季貨幣機構日平均超額準備平均為501億元，較上季平均之452億元為高(圖1)。就各月資金情勢觀察，105年10月因國庫券還本付息、銀行借款到期，以及發放各項補助款與統籌分配款等寬鬆因素影響，

日平均超額準備升至486億元；11月因政府發行公債、大額稅款繳庫，以及外資淨匯出擴大等緊縮因素影響，日平均超額準備降至468億元；12月受發放各項補助款與統籌分配款及本行定存單到期等寬鬆因素影響，日平均超額準備回升為550億元；106年1月受公債還本付息、發放各項補助款與統籌分配款、本行定存單到期，以及外資淨匯入等寬鬆因素影響，日平均超額準備續升至585億元；2月受政府發行國庫券、稅款繳庫，以及本行發行定存單等緊縮因素影響，日平均超額準備回降至502億元。

### 二、利率走勢

由於國內景氣回穩，為促進經濟成長，本行廣續維持貨幣寬鬆政策。惟11月因美國總統大選，國際金融市場波動加大，銀行資金調度轉趨保守，市場資金偏緊；加以12月適逢年底季節性資金需求之高峰，故本行透過公開市場操作調節，使市場資金轉趨寬鬆，致第4季金融業隔夜拆款利率由10月之0.178%，先升至11月之0.183%，之後回降至12月之0.174%。106年1月雖有農曆年關市場資金需求增加，惟在本行持續透過公開市場操作，維持貨幣寬鬆，隔拆利率續降至

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

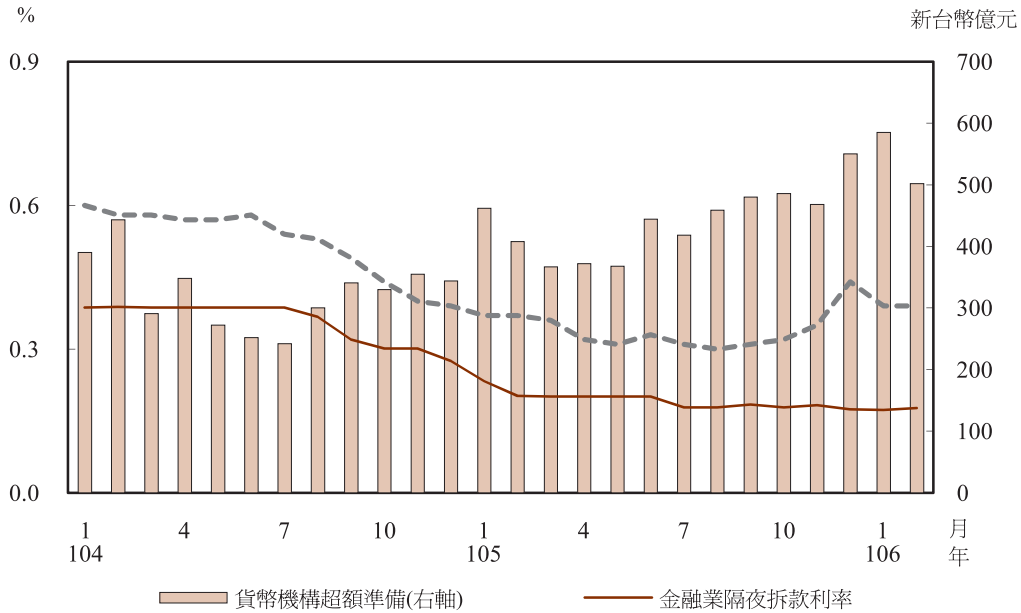


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分率

年/月	金融業 隔夜 拆款	商業本票						中央銀行定期存單 <sup>註</sup>				
		初級市場			次級市場			初級市場				
		1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-90天	91-180天	1-30天	31-91天	92-182天	274天-1年	1年以上-2年
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
104	0.353	0.76	0.82	0.73	0.52	0.58	0.63	0.842	0.911	1.031	0.502	0.617
105	0.193	0.55	0.63	0.53	0.34	0.39	0.40	0.619	0.701	0.823	0.375	0.458
105/ 1	0.233	0.63	0.65	0.57	0.37	0.40	0.42	0.682	0.790	0.910	0.351	0.427
2	0.202	0.64	0.72	0.52	0.37	0.41	0.42	0.699	0.790	0.910	0.349	0.428
3	0.201	0.58	0.67	0.52	0.36	0.39	0.41	0.664	0.781	0.899	0.363	0.436
4	0.201	0.56	0.65	0.54	0.32	0.36	0.37	0.654	0.720	0.840	0.375	0.442
5	0.201	0.52	0.64	0.51	0.31	0.38	0.36	0.608	0.720	0.840	0.370	0.437
6	0.201	0.53	0.64	0.46	0.33	0.40	0.37	0.625	0.720	0.840	0.360	0.434
7	0.178	0.51	0.55	0.51	0.31	0.35	0.38	0.583	0.650	0.770	0.344	0.413
8	0.178	0.49	0.55	0.49	0.30	0.34	0.33	0.579	0.650	0.770	0.338	0.405
9	0.184	0.51	0.57	0.49	0.31	0.35	0.34	0.581	0.650	0.770	0.342	0.421
10	0.178	0.49	0.56	0.57	0.32	0.37	0.39	0.581	0.650	0.770	0.356	0.449
11	0.183	0.52	0.65	0.58	0.35	0.39	0.45	0.580	0.650	0.770	0.371	0.502
12	0.174	0.65	0.71	0.65	0.44	0.56	0.61	0.580	0.650	0.770	0.583	0.705
106/ 1	0.173	0.59	0.66	0.61	0.39	0.47	0.50	0.575	0.650	0.770	0.542	--
2	0.177	0.55	0.64	0.58	0.39	0.44	0.47	0.575	0.650	0.770	0.524	0.627

註：本行於90年迄今均未發行183-273天定期存單，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。

0.173%。2月受國際板債券密集發行致市場資金分配不均，以及228連假因素，影響金融機構資金調度規劃，市場資金偏緊，隔拆利率小幅升至0.177% (表1)。至於票券市場短期利率方面，各天期利率亦普遍呈現先升後降趨勢，其中商業本票1-30天期發行利率由105年10月之0.49%先升至12月之0.65%，再降至106年2月之0.55%，次級市場利率亦由0.32%先升至0.44%，再降至0.39%；同期間，31-90天期發行利率由0.56%先升至0.71%，再降至0.64%，次級市場利率亦由0.37%先升至0.56%，再降至0.44%。

### 三、票券流通餘額

105年第4季底票券流通餘額合計為1兆

8,735億元，較第3季底減少389億元，其中以商業本票較上季減少693億元為最多，主要係第4季票券市場利率彈升，部分企業為鎖定低利資金成本，改以銀行借款償還商業本票負債，致商業本票流通餘額減少。之後，106年1、2月票券流通餘額增加，故2月底流通餘額合計為2兆1,130億元，較105年第4季底增加2,395億元(表2)。其中以商業本票增加1,448億元為最多，主要係票券市場短期利率回降並維持低檔，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資，致商業本票餘額走揚。其次是國庫券票餘額較第4季底增加1,100億元，主要係配合國庫資金調度需要，發行國庫券所致。至於可轉讓定期存單則減少154

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
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
104	115,128	114,763	16,777	2,337	2,737	900	0	0	0	104,260	103,862	13,466	208	215	35	8,323	7,949	2,376
105	127,785	125,828	18,735	2,173	2,174	900	0	0	0	113,713	112,379	14,801	183	177	41	11,716	11,098	2,994
105/ 1	11,133	9,436	18,474	874	0	1,774	0	0	0	9,383	8,675	14,174	15	13	37	862	748	2,490
2	8,166	7,940	18,700	200	0	1,974	0	0	0	7,358	7,158	14,374	13	15	35	596	767	2,318
3	11,706	11,085	19,321	200	0	2,174	0	0	0	10,650	10,122	14,902	14	18	31	842	945	2,215
4	10,628	10,671	19,278	300	850	1,624	0	0	0	9,266	9,070	15,098	14	11	34	1,047	740	2,522
5	10,811	10,598	19,491	0	0	1,624	0	0	0	9,706	9,789	15,015	15	16	33	1,090	793	2,820
6	10,016	10,273	19,235	0	550	1,074	0	0	0	8,978	9,015	14,977	16	14	35	1,023	694	3,149
7	11,283	10,809	19,709	300	274	1,100	0	0	0	9,721	9,448	15,251	16	12	39	1,246	1,076	3,319
8	11,421	11,700	19,431	0	200	900	0	0	0	10,408	9,810	15,849	17	21	35	996	1,669	2,646
9	10,298	10,605	19,124	0	0	900	0	0	0	9,502	9,858	15,494	15	16	34	781	731	2,696
10	11,322	11,008	19,438	0	300	600	0	0	0	10,019	9,889	15,623	16	15	36	1,288	804	3,180
11	11,371	11,507	19,302	0	0	600	0	0	0	9,970	10,091	15,502	15	14	36	1,386	1,402	3,165
12	9,629	10,197	18,735	300	0	900	0	0	0	8,754	9,455	14,801	17	13	41	559	730	2,994
106/ 1	10,620	9,325	20,030	850	0	1,750	0	0	0	9,030	8,222	15,608	16	14	43	723	1,088	2,629
2	10,992	9,892	21,130	250	0	2,000	0	0	0	9,525	8,884	16,249	15	17	41	1,202	991	2,840



## 貳、債券市場

105年第4季債券發行市場，政府公債方面，中央政府為因應舉新還舊之需，持續定期適量發行政策，發行公債1,386億元，較上季增加186億元；公司債方面，發行規模為1,212億元，較上季增加746億元，主要因壽險業為充實資本所致；金融債券方面，國內銀行發債總額為574億元，較上季增加289億元，主要目的為中長期授信業務需求及充實資本適足率；至於外國債券及國際債券方面，105年第4季外國機構在台發行總額折合新台幣為2,227億元，較上季減少2,853億元。

債券流通市場方面，105年第4季債券交易量為16兆5,741億元，較上季減少1兆2,606億元或7.07%，主要係因市場預期利率上升，造成債券需求下滑所致。

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

105年第4季中央政府發行甲類建設公債1,386億元，發行年期有2年、5年、10年及30年期。就各期別公債得標利率觀察，5年、10年及30年期公債發行得標利率，分別較上季上升15、40及62個基本點，主要因美國升息影響，帶動台債得標利率上揚；就行業得標比重觀察，本季平均仍以銀行業得標比重為最高50.83%，其次為證券業的29.91%，再次為保險業的15.12%，至於票券業平均只標得4.15%。累計至105年第4季底，中央政府公債發行餘額為5兆5,423億元，較上季底增加886億元或1.62%，至106年2月底發行餘額則為5兆5,048億元。

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
105甲12	105.10.18	2	236	0.443	86.44	5.51	8.05	0.00
105甲13	105.10.25	5	300	0.656	43.00	29.00	8.00	20.00
※105甲11	105.11.11	10	300	1.018	43.83	46.83	2.67	6.67
105甲14	105.11.25	30	250	2.025	13.60	42.00	0.00	44.40
※105甲11	105.12.09	10	300	1.150	68.66	23.00	2.17	6.17

※為增額公債。

## (二) 直轄市政府公債

北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分

105年第4季末發行直轄市政府公債。

別為190億元及441億元。

106年2月底發行餘額為631億元，其中，台

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		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	發行額	餘額
103	19,741	93,372	6,753	53,385	-	1,017	3,604	20,130	3,975	12,736	85	306	60	93	5,264	5,705
104	20,902	103,830	6,053	54,788	82	906	2,684	20,042	1,963	12,859	-	105	55	96	10,066	15,034
105	25,221	115,010	5,635	55,423	-	631	2,860	18,979	1,401	12,125	50	143	30	98	15,246	27,610
105/ 2	2,127	105,686	299	54,587	-	906	9	19,545	65	12,951	-	95	-	86	1,754	17,515
3	1,990	105,609	600	53,887	-	806	67	19,176	52	12,807	-	95	5	89	1,266	18,749
4	1,385	106,840	300	54,187	-	806	184	19,278	0	12,748	-	95	-	89	902	19,638
5	2,559	108,792	600	54,787	-	806	283	19,273	72	12,629	-	95	7	96	1,597	21,107
6	2,907	110,968	600	55,387	-	706	500	19,355	96	12,655	-	94	-	93	1,711	22,677
7	1,524	111,257	600	55,287	-	706	44	19,160	0	12,617	-	94	-	88	881	23,304
8	2,419	112,402	300	55,087	-	706	204	19,108	22	12,550	50	144	-	83	1,843	24,724
9	3,137	113,329	300	54,537	-	706	218	19,059	263	12,717	-	144	7	90	2,349	26,078
10	1,994	113,990	536	54,573	-	706	180	18,873	57	12,531	-	144	-	89	1,221	27,075
11	1,725	114,342	550	55,123	-	706	271	18,617	292	12,190	-	144	8	96	604	27,465
12	1,681	115,010	300	55,423	-	631	762	18,979	225	12,125	-	143	3	98	391	27,610
106/ 1	2,393	116,117	500	55,123	-	631	196	18,877	228	12,295	-	143	14	112	1,456	28,936
2	2,259	117,840	250	55,048	-	631	5	18,763	183	12,391	-	143	-	107	1,821	30,757

資料來源：

- (1) 中央銀行「中華民國金融統計月報」
- (2) 金管會銀行局「資產證券化案件統計表」
- (3) 中央銀行外匯局「國際金融組織在台發行債券概況」

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

## (三) 公司債

105年第4季公司債發行總額為1,212億元，較上季增加746億元或160.10%，主要因第4季壽險業為充實資本，發行可分類為第

一類或第二類資本的次順位普通公司債，加以企業預期利率已處於低檔，發行新債償還利息較高之舊債。前六大發債公司為國泰人壽、富邦人壽、新光人壽、台灣大、長榮航

及南僑，合計發債金額為900億元，占發行總額81.68%；就債券發行期限觀察，以無到期日券占65.22%為最大宗，其次為5年期券的28.42%。截至105年第4季底，公司債發行餘額為1兆8,979億元，較上季底減少80億元或0.42%，至106年2月底發行餘額為1兆8,763億元。

#### (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債券。105年第4季有11家本國銀行發行以新台幣及美元計價之金融債券，總金額為574億元，較上季增加289億元或101.24%。新台幣計價之金融債券，以次順位債券為主，發行目的主要為中長期授信業務需求及充實資本適足率，發行期間為3年期、7年期及無到期日，分別占26.67%、28.71%及44.62%。美元計價之金融債券，以主順位債券為主，發行目的主要預期美國將持續升息，長期美元可能走強，為籌措中長期美元資金，以支應外幣中長期放款，發行期間為30年期及無到期日，分別占75.68%及24.32%。累計至105年第4季底，金融債券發行餘額為1兆2,125億元，較上季底減少591億元或4.65%，至106年2月底發行餘額則增至1兆2,391億元。

#### (五) 資產證券化受益證券

105年第4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143億元，較上季底減少1億元

或0.35%，至106年2月底發行餘額仍為143億元。

#### (六) 外國債券及國際債券

外國債券係指外國機構在台發行以新台幣計價之公司債，目前流通在外之外國債券，均為在台第一上市櫃之境外公司所發行之可轉換公司債。105年第4季外國債券發行總額為11億元，較上季增加4億元或50.00%，累計至105年第4季底，外國債券發行餘額為98億元，較上季底增加8億元或9.21%。至106年2月底發行餘額增為新台幣107億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。105年第4季國際債券發行總額折合新台幣為2,216億元，較上季減少2,856億元或56.31%，主要因年底為改善財務報表資產負債結構，降低發債誘因。就國際債券發行幣別觀察，美元及人民幣債券發行總額折合新台幣分別為2,560億元及23億元，占國際債券總發行額分別為99.12%、及0.88%。本年第4季提前贖回總額折合新台幣為1,204億元，較上季減少576億元或32.37%。累計至105年第4季底，國際債券發行餘額折合新台幣為2兆7,610億元，較上季底增加1,533億元或5.88%。至106年2月底發行餘額增為新台幣3兆757億元。

## 二、流通市場

105年第4季以來，受到美元升息及國內

景氣略為回溫影響，帶動10年期指標公債殖利率由105年第3季平均的0.68%，上升至105年第4季平均的1.06%。106年1月及2月平均殖利率分別為1.14%及1.12%。

105年第4季國內整體債市交易金額為16兆5,741億元，較上季減少1兆2,606億元或7.07%，其中，買賣斷交易減少7,074億元或19.10%，附條件交易減少5,532億元或3.91%，主要因市場預期美國聯準會將持續升息，帶動國內市場預期利率將走升，造成國內債券需求下滑所致。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79.23%上升至當季之81.92%，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之20.77%下降至當季之18.08%。若就各類債券交易來看，105年第4季以政府公債交易比重占65.51%為最高，交易金額為10兆8,584億元，其次依序為公司債4兆8,186億元、金融債券5,812億元、國際債券3,050億元、外國債券56億元及資產證券化受益證券53億元。106年1月至2月債券平均交易金額為4兆6,552億元，較上年同期減少3,930億元或7.78%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

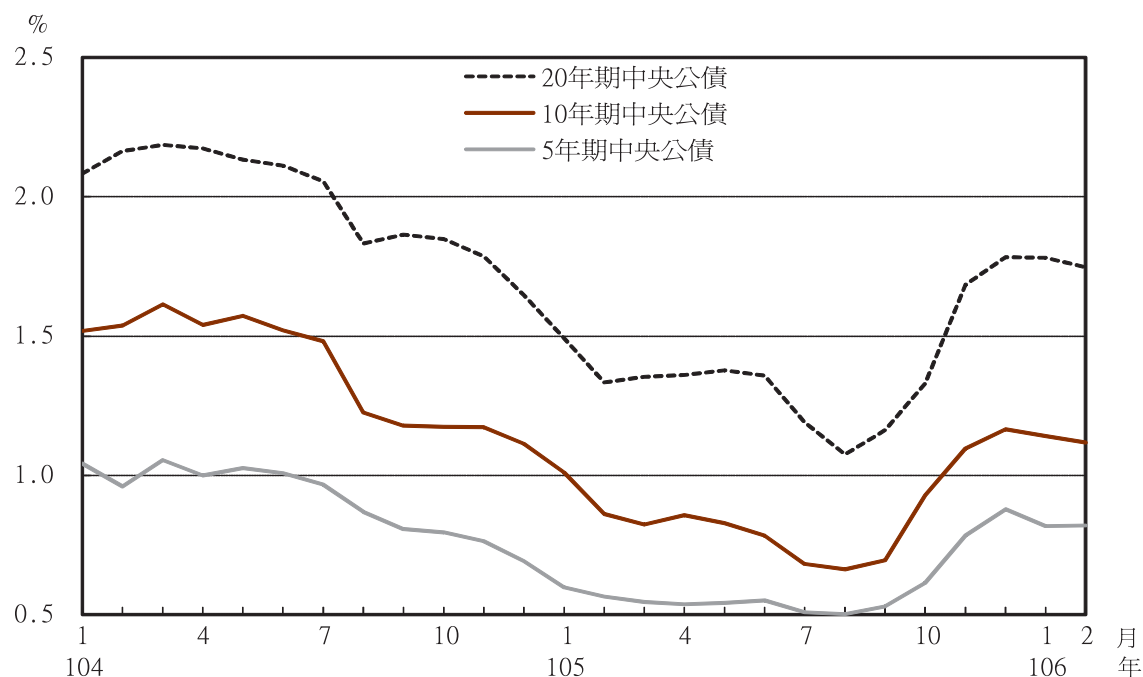


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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 (%)
102	680,324	147,060	21.6	533,264	78.4
103	677,257	154,143	22.8	523,114	77.2
104	668,179	145,737	21.8	522,443	78.2
105/ 2	38,227	9,117	23.9	29,110	76.1
3	61,738	15,080	24.4	46,658	75.6
4	48,089	8,481	17.6	39,608	82.4
5	56,224	13,880	24.7	42,343	75.3
6	57,075	14,341	25.1	42,735	74.9
7	57,328	12,636	22.0	44,692	78.0
8	64,822	13,973	21.6	50,849	78.4
9	56,197	10,432	18.6	45,765	81.4
10	54,252	11,370	21.0	42,882	79.0
11	58,227	10,756	18.5	47,471	81.5
12	53,262	7,841	14.7	45,421	85.3
106/ 1	45,517	11,172	24.5	34,346	75.5
2	47,587	12,993	27.3	34,594	72.7

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

表6 國內債券市場各類債券交易統計表

單位：新台幣億元

年/月	合 計	政府公債	公司債		金融債券	資產證券化 受益證券	外國債券	國際債券
			普通	可轉換				
102	680,324	497,765	142,969	7,539	24,833	895	332	5,992
103	677,257	457,787	173,969	6,505	25,743	347	353	12,554
104	668,179	452,435	165,467	6,553	23,769	194	294	19,468
105/ 2	38,227	24,346	9,759	354	1,743	12	31	1,982
3	61,738	43,627	13,682	711	2,268	25	25	1,401
4	48,089	32,246	12,116	522	2,006	7	23	1,170
5	56,224	37,994	13,230	456	2,199	6	27	2,312
6	57,075	38,031	14,473	483	1,948	17	24	2,099
7	57,328	40,444	13,096	577	1,745	4	21	1,441
8	64,822	44,716	15,210	615	1,785	49	23	2,424
9	56,197	37,934	13,739	487	2,005	9	31	1,992
10	54,252	37,327	13,642	455	1,812	17	19	980
11	58,227	38,788	15,774	645	1,828	16	15	1,161
12	53,262	32,469	16,984	686	2,171	21	23	908
106/ 1	45,517	28,113	13,280	743	1,799	17	18	1,547
2	47,587	29,284	12,766	719	1,911	19	15	2,873

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

105年10月以來，在蘋果新機銷售較預期佳、美股迭創新高、及國內經濟及出口回溫帶動下，台股升至10月25日之9,386點。隨後，由於市場擔憂美國總統選舉及Fed可能升息，外資連續賣超台股，致台股跌至11月15日之8,931點。復因川普勝選利空出盡，台股隨國際股市反彈回升，加以年底集團與投信法人作帳，台股升至12月9日之9,393點，創105年之新高。嗣後在投資人獲利了結及外資因耶誕長假買盤縮減下，股價小幅回檔至12月23日之9,079點。之後隨美股迭創歷史新高、原物料價格續漲，以及外資持續買超，台股大盤指數走揚，至106年2月15日為9,800點。2月中以後，由於市場觀望美國Fed升息訊息，及部分投資人逢高獲利了結，台股指數陷入盤整，至2月底為9,751點，較105年9月底上漲6.37%(圖3)。

### 一、大盤股價指數變動

105年10月份股市先升後跌，10月底加權指數較上月底上漲1.34%。10月1日至25日股市震盪走高，此期間主要利多因素包括：1.蘋果新手機銷售佳，美國科技股指數創新高；2.電子展登場，且適逢電子產業旺季；3.國內經濟持續復甦，景氣燈號續亮綠燈，出口轉正。10月26日起股價下跌，此期間主要利空因素包括：1.國際股市走弱；2.外資

賣超台股。

105年11月份股市先跌後升，11月底加權指數較上月底下跌0.53%。11月1日至15日股市下挫，此期間主要利空因素包括：1.美國總統選前民調波動及川普意外勝選，外資連續賣超台股；2.MSCI調降台股權重。11月16日起股市反彈回升，此期間主要利多因素包括：1.國際股市上漲，美股迭創新高；2.原物料價格續揚；3.年底集團與投信法人作帳行情升溫。

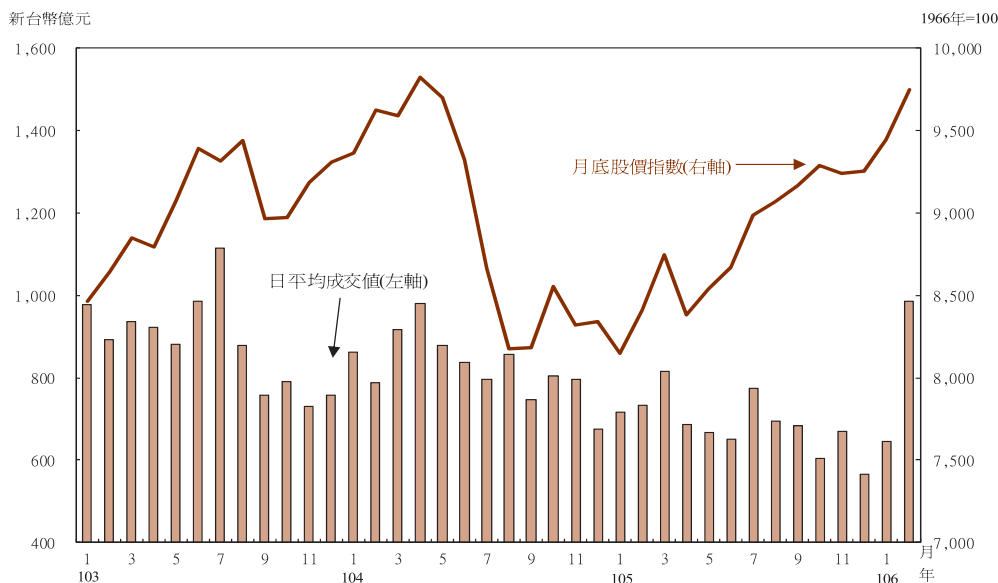
105年12月份股市先升後跌，12月底加權指數較上月底上漲0.14%。12月1日至9日股市走高，此期間主要利多因素包括：1.美股持續表現強勁並屢創新高；2.集團和投信作帳；3.台灣出口明顯增溫。12月10日起股價走跌，此期間主要利空因素包括：1.台股創新高，投資人獲利了結；2.接近耶誕假期，外資買盤縮手。

106年1月份股市走升，1月底加權指數較上月底上漲2.10%。此期間主要利多因素包括：1.台股隨美股續創新高走升；2.台積電及大立光法說會釋出營運利多，激勵買盤進駐；3.國際原物料行情走高，帶動相關類股價格上漲；4.外資買超台股。

106年2月份股市持續走升，2月底加權指數較上月底上漲3.20%。此期間主要利多因素包括：1.美股持續創高，全球股市上

漲；2.國際資金持續流入，內資回籠，台股  
成長率。  
價量齊揚；3.景氣復甦，主計總處上修經濟

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(表7)，105年10月份各類股漲跌互見。其中玻璃陶瓷類股因股價漲多拉回，下跌9.24%；電機機械類股由於新台幣走升，以外銷為導向的工具機產業面臨營收及業外匯損壓力，致股價下跌7.16%。油電燃氣類股在國際油價持續走揚下，股價大漲11.27%；塑膠類股因成本推升，下游產品報價走揚，加以中國大陸基礎建設及印度投資計畫等需求拉動，股價上漲8.51%；電器電纜類股延續漲勢，上漲4.33%；鋼鐵類股亦在鋼價及需求均穩步增

溫下，股價續漲3.46%。

105年11月份各類股漲跌互見。其中電器電纜類股受惠銅、鎳等金屬價格上揚，續漲10.59%最多；鋼鐵類股亦續漲9.75%；金融保險類股因預期美國Fed升息後利差擴大，股價上漲6.28%。食品類股由於統一和佳格等廠商獲利大幅衰退，遭到外資連續賣超，致股價下跌7.12%。

105年12月份多數類股下跌。其中電器電纜類股受到之前股價漲多拉回修正，下跌6.16%幅度最大；航運類股跌幅4.67%次之。化學類股由於相關大廠獲利佳，漲幅4.25%居首；電機機械類股受惠於美國房地產景氣

回溫，新屋開工率及房屋修繕增加，對電動工具產品需求提高，致國內廠商營運營收攀高，股價上漲4.11%。

106年1月份多數類股上漲。其中造紙類股受到國際原物料價格上漲，美國及中國工紙價格調升之激勵，股價飆漲21.64%；航運類股受惠美歐線運價大漲，股價上漲5.45%；電機機械類股延續上月之漲勢，上漲4.98%。油電燃氣類股則因漲多拉回，股

價下跌4.68%最大。

106年2月份除百貨貿易類股因業績衰退，致股價下跌0.57%之外，其餘類股均上漲。其中玻璃陶瓷類股上漲26.79%居冠；電器電纜類股因國際銅價續漲，帶動線纜族群走強，股價上漲13.07%居次；造紙類股亦續漲9.59%；水泥類股由於中國大陸去產能，報價持續走揚，致股價上漲9.16%。

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
105年9月底	9166.9	375.5	1001.4	114.1	1447.2	228.8	492.4	166.7	35.8	39.3	152.4
105年10月底	9290.1	380.9	999.7	117.7	1483.1	248.3	481.2	154.7	37.3	35.7	153.5
105年11月底	9240.7	369.7	1062.5	116.9	1377.6	260.3	473.5	148.4	41.3	36.6	160.4
105年12月底	9253.5	369.6	1076.8	111.8	1360.8	260.0	475.5	154.5	38.7	36.3	165.3
106年1月底	9448.0	381.1	1077.9	113.0	1370.9	264.1	484.5	162.2	39.7	36.2	201.1
106年2月底	9750.5	394.1	1099.7	123.4	1395.3	269.1	499.6	169.2	44.9	45.9	220.4
105年10月底 與上月底比%	+1.34	+1.44	-0.17	+3.11	+2.48	+8.51	-2.27	-7.16	+4.33	-9.24	+0.72
105年11月底 與上月底比%	-0.53	-2.94	+6.28	-0.68	-7.12	+4.82	-1.61	-4.12	+10.59	+2.52	+4.50
105年12月底 與上月底比%	+0.14	-0.01	+1.34	-4.36	-1.22	-0.11	+0.43	+4.11	-6.16	-0.77	+3.08
106年1月底 與上月底比%	+2.10	+3.09	+0.10	+1.13	+0.75	+1.58	+1.89	+4.98	+2.56	-0.28	+21.64
106年2月底 與上月底比%	+3.20	+3.42	+2.02	+9.16	+1.78	+1.89	+3.11	+4.37	+13.07	+26.79	+9.59

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
105年9月底	88.2	325.7	253.5	241.5	59.0	116.1	216.5	119.8	94.1	78.1	253.2
105年10月底	91.2	320.8	250.5	235.0	58.4	111.2	208.0	133.3	93.5	75.8	246.1
105年11月底	100.1	306.9	251.4	244.8	60.1	108.8	213.5	135.8	94.0	72.6	238.2
105年12月底	98.1	312.9	250.7	240.1	57.3	106.0	207.6	141.2	98.0	71.1	236.1
106年1月底	101.1	320.8	249.8	242.7	60.4	110.1	210.2	134.6	101.1	70.1	240.7
106年2月底	105.3	334.2	251.9	260.1	65.7	114.8	209.0	135.3	103.6	75.5	246.5
105年10月底 與上月底比%	+3.46	-1.52	-1.16	-2.70	-1.00	-4.25	-3.89	+11.27	-0.66	-2.87	-2.79
105年11月底 與上月底比%	+9.75	-4.32	+0.36	+4.19	+2.88	-2.11	+2.64	+1.83	+0.53	-4.31	-3.23
105年12月底 與上月底比%	-2.03	+1.95	-0.31	-1.94	-4.67	-2.59	-2.77	+4.04	+4.25	-2.01	-0.85
106年1月底 與上月底比%	+3.14	+2.52	-0.36	+1.09	+5.45	+3.87	+1.24	-4.68	+3.21	-1.43	+1.92
106年2月底 與上月底比%	+4.14	+4.19	+0.86	+7.16	+8.79	+4.25	-0.57	+0.51	+2.47	+7.72	+2.41



### 三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，105年10月及11月因市場預期美國Fed升息，國際資金流出亞洲新興股市，台股也被外資賣超。105年12月至106年2月則在外資持續匯入下，買超台股幅度擴大。

投信法人方面，除106年2月因台股指數處於相對高檔，促使投信法人逢高減碼台股

外，105年10月至106年1月均為買超。

此外，自營商採取較短線操作策略，通常在股市行情上揚時買超台股，而在股市下跌時便出現賣超。105年10月、11月及106年2月因台股處於相對高檔，致自營商出現買超，105年12月及106年1月則因自營商調節持股部位、逢高獲利了結操作，出現賣超。

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
104年全年	462	-351	-566	-455
105年全年	3,202	-199	-866	2,137
105年 2月	506	-17	-99	390
105年 3月	1,601	-69	-182	1,350
105年 4月	158	-54	-50	54
105年 5月	-739	18	129	-592
105年 6月	821	-23	-201	597
105年 7月	1,677	1	-94	1,584
105年 8月	710	-58	-128	524
105年 9月	25	-4	-174	-153
105年10月	-19	3	25	9
105年11月	-962	15	90	-857
105年12月	19	0	-51	-32
106年 1月	460	30	-48	442
106年 2月	493	-21	62	534

## 四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 105年10月3日，為鼓勵證券業者及從業人員積極提升市場成交量，吸引投資人參與交易，證交所推動「證券商獎勵措施」。實施期間自105年第4季至106年第2季，證券商各營業據點之集中市場季度日平均成交金額達一定標準時，根據各證券商營業據點當季成交值較去年同期成長比率大於整體市場平均成長比率取前十名，給予獎勵金。
- (二) 105年10月19日，櫃買中心自即日起開放證券商得於營業處所與專業機構投資人及高淨值投資法人，從事外幣結構型債券之買賣。
- (三) 105年11月21日，金管會新增23檔上市櫃現股當沖股票至1,428檔。
- (四) 106年1月1日，免徵債券ETF、公司債、金融債等金融商品之證交稅至115年。此外，規定上市櫃公司資本額超過50億元者，需編製企業社會責任(CSR)報告書，資本額20億元以上者需設立審計委員。
- (五) 106年1月2日，金管會實施證券商營業據點之優化措施，包括分公司得不設經紀業務及證券商營業處所得分租異業，以降低證券商營運成本並增加收入。
- (六) 106年1月9日，中央銀行開放證券商得辦理新臺幣即期外匯交易及外匯衍生性金融商品業務。
- (七) 106年1月16日，台股ETF可採現金申贖回機制及券商可開辦定期定額買台股個股或ETF業務正式上路。
- (八) 106年2月23日，金管會放寬每日盤中借券賣出委託數量控管的限制，將「該種有價證券前30個營業日之日平均成交數量」的上限由20%調高至30%。

## 肆、外匯市場

### 一、新台幣匯率走勢

105年第4季（10至12月）新台幣對美元匯率最低為12月29日之32.312元，最高為10月3日之31.330元，差距為0.982元。季底新台幣對美元匯率為32.279元，較第3季底貶值2.8%，對日圓、韓元、歐元與人民幣則分別升值12.8%、6.2%、3.4%與1.2%。

本季（106年第1季）底與上季（105年第4季）底比較，新台幣對韓元貶值，惟對美元、歐元、日圓及人民幣等主要貨幣升值（圖4），致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4.1%。以下分別分析本季新台幣對各幣別之匯率變動。

新台幣對美元匯率：年初，我國出口持續改善，且因川普政府對中國大陸、日本、德國匯率政策提出看法，加上市場對聯準會(Fed)在3月升息預期降低，國際美元走弱，資金持續匯入亞洲，新台幣對美元維持升值態勢。2月中旬起，雖川普政府表示將提出重大稅改計畫，以及市場預期Fed 3月升息機率提高，但外資持續匯入買超台股，新台幣對美元在區間內盤整。3月初，美國就業數據持續穩健，市場對升息預期再升，國際美元走強，外資匯出，新台幣對美元轉呈貶值；其後，Fed雖升息，惟因市場已提前反

應，加上川普政府醫療保險改革受挫，國際美元走跌，且外資匯入買超台股，新台幣對美元匯率走升。本季底新台幣對美元匯率為30.336元，較上季底升值6.4%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季升值2.3%。

新台幣對歐元匯率：年初，歐洲央行(ECB)維持寬鬆貨幣政策，歐元區經濟雖呈復甦但有下行風險，且荷、法及德國皆將舉行大選，政治風險升溫，歐元偏弱；加上外資匯入買超台股，新台幣對歐元持續升值。2月下旬起，歐元區經濟溫和復甦，且外資賣超台股匯出，新台幣對歐元走貶。3月下旬，因英國政府即將啟動脫歐程序，且外資匯入買超台股，新台幣對歐元走升。本季底新台幣對歐元匯率為32.4322元，較上季底升值4.6%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值3.6%。

新台幣對日圓匯率：1月英國硬脫歐疑慮升高及美國經貿政策不確定，國際避險資金轉進日圓資產，新台幣對日圓走貶。2月初，日本央行決策利率維持不變，日圓貶值，加上外資持續匯入買超台股，推升新台幣對日圓轉呈升值。下旬過後，新台幣對日圓在區間內波動。3月中旬後，川普政府醫療保險改革受挫，避險資金轉進日圓資產，新台幣對日圓走貶。本季底新台幣對日圓匯率為0.2714元，較上季底升值1.6%；就平

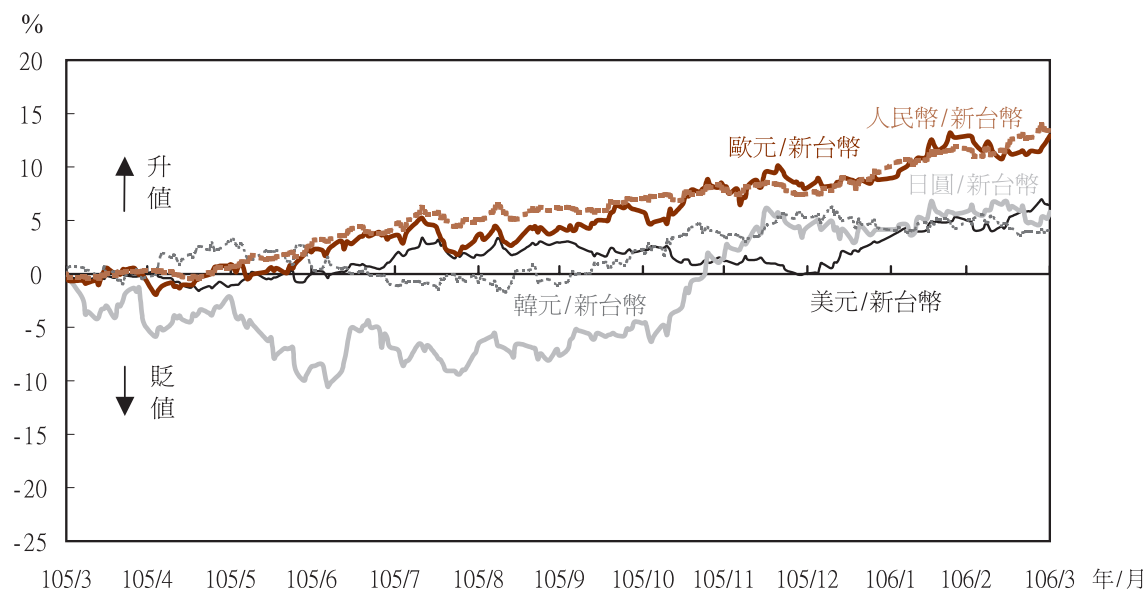
均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季升值6.4%。

新台幣對人民幣匯率：1月以來，中國大陸持續加強跨境資金管理，以減緩資金外流情況，惟因外資匯入買超台股，新台幣對人民幣持續走升。2月底，中國大陸經濟持穩，加上兩會開會在即，人民幣匯率受到支撐，新台幣對人民幣趨貶。3月人民幣以維穩為基調，惟因外資匯入買超台股，新台幣對人民幣走升。本季度新台幣對人民幣匯率為4.4019元，較上季底升值5.5%；就平均匯

率而言，本季新台幣對人民幣較上季升值3.2%。

新台幣對韓元匯率：年初，國際資金流入亞洲，新台幣對韓元呈震盪趨貶走勢。3月初，美國升息預期升溫，加上朝鮮半島地緣政治危機再起，韓元偏弱，新台幣對韓元轉呈升值。中旬過後，國際資金轉進亞洲市場，韓元升值幅度大於新台幣，新台幣對韓元走弱，本季度新台幣對韓元匯率為0.02712元，較上季底貶值1.1%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季升值1.7%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度  
(與105/3/31比較)



## 二、外匯市場交易

105年11月至106年1月外匯市場（含DBU及OBU交易）各類商品之全體外匯交易淨額為17,763.1億美元，較上期（105年8月至10月，以下同）增加1.6%，日平均交易淨額為286.5億美元。其中，OBU外匯交易淨額為1,983.8億美元，較上期增加9.7%，占外匯市場交易比重11.2%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交

易量為8,743.6億美元，較上期減少0.9%；即期交易居次，交易量為6,963.3億美元，較上期增加6.4%；占外匯市場交易比重分別為49.2%及39.2%。遠匯交易居第三，交易量為1,238.0億美元，占外匯市場交易比重為7.0%，較上期增加6.1%。匯率選擇權居第四，交易量為669.0億美元，占外匯市場交易比重為3.8%，較上期減少13.7%（表9及圖5）。

表9 台北外匯市場各類商品交易量(含OBU之交易)<sup>1</sup>

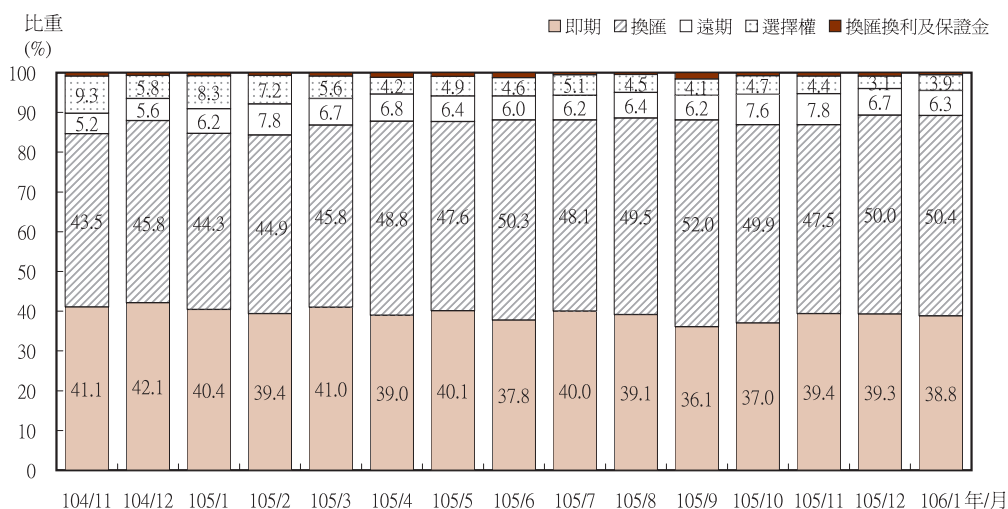
單位：百萬美元

年 / 月	即期	換匯	國內銀行間新台幣對外幣	遠期	新台幣對外幣無本金交割遠匯 <sup>2</sup>	保證金交易	換匯換利	選擇權	交易淨額	OBU交易淨額	日平均交易淨額
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
104	3,405,177	3,292,799	942,790	475,473	42,356	25,055	33,023	973,082	8,204,608	1,679,171	33,352
105	2,780,002	3,430,524	1,130,460	477,036	35,128	17,437	50,109	358,694	7,113,802	852,912	28,918
104/11	231,208	245,037	71,051	29,161	2,729	2,075	3,025	52,236	562,742	106,791	26,797
12	267,852	291,289	97,186	35,504	2,586	2,771	2,104	36,387	635,907	107,585	27,648
105/1	270,200	297,523	93,542	41,293	3,046	2,485	2,631	55,263	669,395	113,203	31,876
2	185,894	211,908	71,850	36,920	3,258	1,582	2,101	33,347	471,751	74,504	31,450
3	263,344	293,625	102,451	42,930	4,911	1,559	4,430	35,845	641,733	80,630	27,901
4	221,651	277,728	94,369	38,535	3,351	1,364	5,510	23,854	568,642	65,088	29,929
5	239,048	284,247	86,003	38,318	2,677	1,359	4,533	29,479	596,984	67,348	28,428
6	228,408	304,309	93,641	36,575	2,312	1,355	6,369	27,667	604,682	67,513	28,794
7	237,575	286,304	93,749	37,170	2,472	1,447	2,241	30,329	595,066	66,679	29,753
8	243,024	308,104	92,483	39,897	3,263	1,135	1,727	27,726	621,613	64,502	27,027
9	206,946	298,320	89,759	34,990	2,269	1,296	8,279	23,686	573,516	60,132	30,185
10	204,631	275,963	96,524	41,789	2,498	1,117	3,488	26,082	553,069	56,212	27,653
11	255,287	307,642	110,903	50,430	2,611	1,434	4,706	28,443	647,942	84,667	29,452
12	223,995	284,850	105,186	38,191	2,460	1,304	4,095	16,974	569,410	52,435	25,882
106/1	217,046	281,866	104,463	35,201	2,452	1,451	1,946	21,445	558,954	61,277	31,053

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

2. 新台幣對外幣無本金交割遠匯(NDF)為遠期交易之一部分。

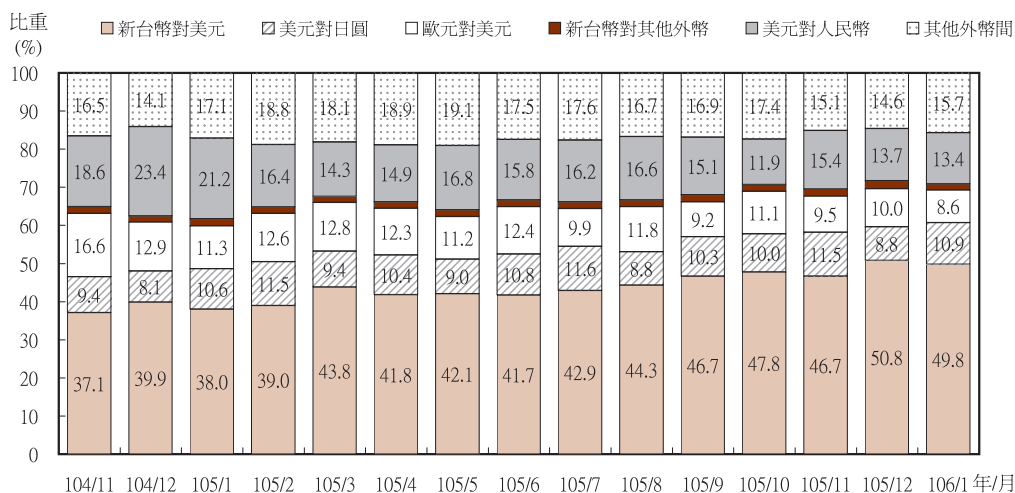
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，105年11月至106年1月的交易比重為49.0%，較上期增加2.8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49.1%，其中美元對人民幣交易比重為14.2%，較上期減少0.4個百分

點；歐元對美元交易比重為9.4%，較上期減少1.3個百分點；美元對日圓交易比重為10.4%，較上期增加0.7個百分點；其他外幣間的交易比重為15.1%，較上期減少1.9個百分點（圖6）。

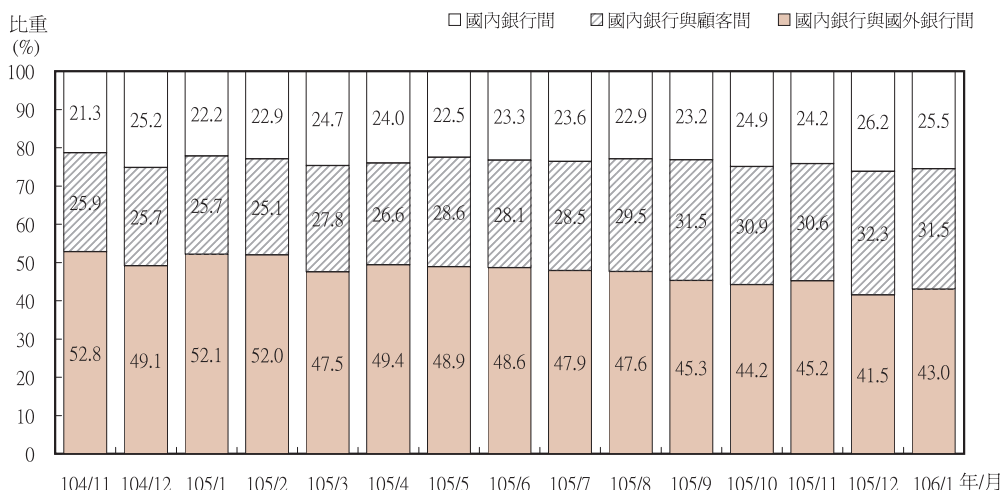
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，105年11月至106年1月交易比重為43.3%，較上期減少2.4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31.4%及25.3%，分別較上期增加0.8個百分點及1.6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。

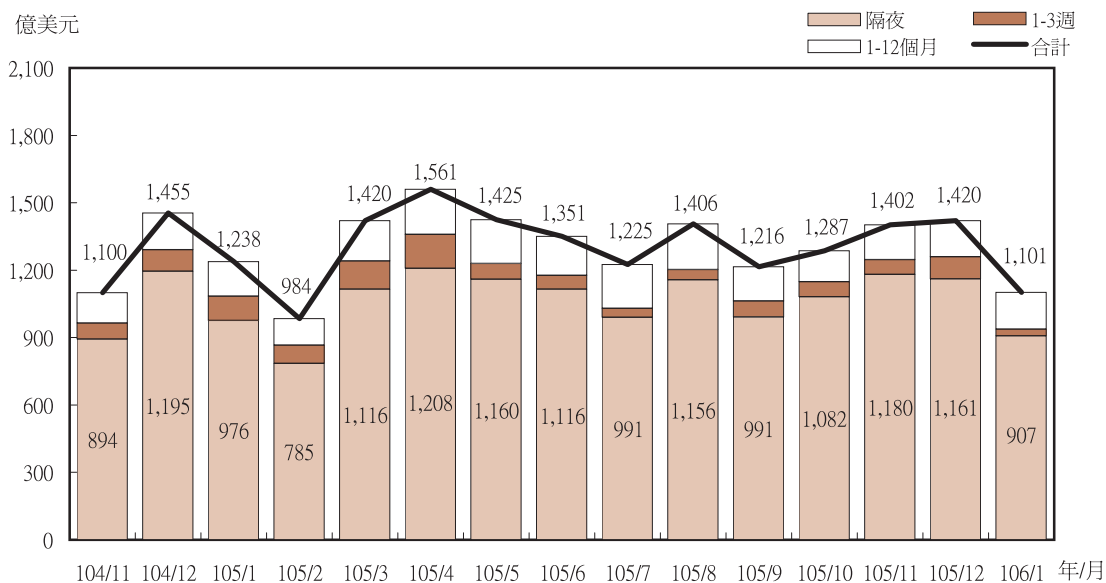
新台幣與外幣換匯交易方面(表9)，105年11月換匯交易量為1,109.0億美元，較上月增加14.9%，係因市場預期美國總統當選人川普將擴大財政支出，未來Fed升息步調可能加速，且國內壽險業國外投資增加，換匯市場避險需求提高，致銀行間換匯交易量上升。12月交易量為1,051.9億美元，較上月減少5.2%，主因銀行年底資金調度趨保守，加上壽險業已提前辦理跨年換匯交易，致整體

交易量降低。106年1月交易量為1,044.6億美元，較上年12月略減0.7%，主因川普政府新經貿政策不確定，美元下跌，對美元需求減少，加上春節假期致營業日數少，交易量因而減少。

銀行間外幣拆款市場交易方面(圖8)，105年11月外幣拆款交易量為1,401.6億美元，較上月增加8.9%，係因市場預料美國將擴大基礎建設，增強對Fed升息預期，銀行為保留資金流動性，增加隔夜拆款。12月交易量為1,419.9億美元，較上月增加1.3%，主因人民銀行加強管理跨境資金移動，致人民幣拆借利率大幅走高，拆款交易量上升所致。106年1月交易量為1,101.5億美元，較上

年12月減少22.4%，主因國際美元下跌，資 充裕，銀行間拆放金額減少。  
金流向亞洲新興經濟體，拆款市場美元資金

圖8 外幣拆款市場月交易量



#### 四、匯率以外涉及外幣之衍生金融商品

105年11月至106年1月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為247.2億美元，較上期增加4.2%。其中，以外幣換利136.8億美

元最多，占匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易量的55.3%，較上期增加14.4個百分點；外幣利率期貨交易居次為70.6億美元，所占比重為28.6%，較上期減少22.5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 換與選擇權	股價交換 與選擇權	信用衍生 商品	合計
103	43,179	22	1,657	122,236	3,870	302	1,401	172,666
104	42,763	4,928	2,152	56,088	4,058	486	1,122	111,596
105	41,952	120	5,743	51,222	3,053	145	933	103,168
104/11	3,411	0	52	2,503	248	14	67	6,295
12	2,450	0	34	1,882	262	17	36	4,681
105/ 1	4,494	0	237	8,507	229	9	199	13,675
2	2,072	0	175	4,155	129	4	170	6,705
3	2,309	0	255	3,883	266	8	171	6,892
4	3,317	0	796	4,522	307	6	87	9,035
5	4,384	0	335	3,673	246	14	57	8,710
6	3,559	0	940	5,950	271	22	58	10,801
7	3,366	0	293	4,059	287	24	53	8,082
8	4,436	0	315	5,448	313	11	43	10,567
9	1,835	0	161	4,265	343	19	18	6,641
10	3,440	0	432	2,403	223	13	12	6,522
11	4,648	0	1,592	3,007	250	3	35	9,535
12	4,092	120	211	1,349	188	13	30	6,004
106/ 1	4,935	0	1,164	2,705	299	29	50	9,182

## 五、外匯自由化與外匯管理

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，本行持續同意指定銀行採事後報備方式，函報開辦新種外匯業務及衍生外匯商品業務等。

為提升業者競爭力、擴大其業務範圍並提供客戶附加服務，開放證券商得辦理與證券業務相關之新台幣即期外匯交易及外匯衍生性商品業務，修正「證券業辦理外匯業務管理辦法」及「外匯收支或交易申報辦法」及「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，並訂定「外匯證券商輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，修正重點如下：

一、「證券業辦理外匯業務管理辦法」修正

- (一) 明定本辦法有關外匯證券商定義，以及本辦法所稱外匯衍生性商品、複雜性高風險外匯衍生性商品及結構型商品等準用「銀行業辦理外匯業務管理辦法」第四條之定義。
- (二) 部分配合外匯業務開放得採逕行辦理、事前或事後函報備查之低度管理方式，爰增列證券業辦理外匯業務無需申請許可之除外情形、以不實文件函報備查之處分，及不得以備查方式開辦業務之規定。
- (三) 參酌「銀行業辦理外匯業務管理辦法」增訂外匯證券商外匯部位之管理、拋補、申報、參與銀行間外匯市場、大額結匯交易通報、透過電子化方式辦理業務、掣發單證及與

本行外匯資料處理系統連線等相關規定。

## 二、「外匯收支或交易申報辦法」修正

(一) 配合開放證券商辦理與證券相關之新台幣結匯業務、「有限合夥法」發布施行及「公司法」增訂閉鎖性股份有限公司專節，增列「外匯證券商」及「有限合夥」之名詞定義。另為配合許可全國農業金庫股份有限公司為外匯指定銀行，爰將其納入銀行業定義。

(二) 增訂外匯證券商受理本行外匯收支或交易之申報準用銀行業相關規定，「有限合夥」之結匯申報準用「公司」相關規定。

三、除上述修正重點，其餘請詳閱中央銀行網站106年3月27日發布之修正「證券業辦理外匯業務管理辦法」、「外匯收支或交易申報辦法」、「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」及訂定「外匯證券商輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」新聞稿。



# 國際經濟金融情勢（民國105年第4季）

## 壹、概述

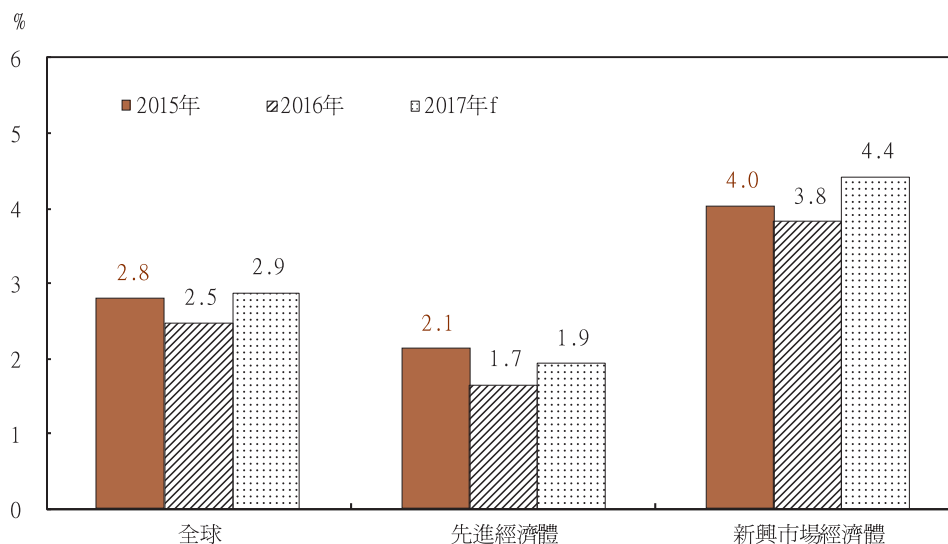
### 一、2017年全球經濟成長率可望回升

2016年第4季，全球經濟成長率由第3季的2.5%升至2.7%，中國大陸景氣略回溫，大宗商品出口國經濟逐漸改善，惟美國及歐元區復甦動能趨緩，日本維持低速成長。

展望2017年，由於美國川普總統推出之「美國優先」施政主軸可望提振美國經濟，加上大宗商品出口國將受惠於原物料價格回

升，預期全球景氣復甦力道增強。惟貿易保護主義抬頭恐不利全球經貿活動，加上英國於2017年3月29日啟動脫歐程序，將與歐盟進行過程繁複之談判，以及歐盟主要國家將舉行大選等，均為全球經濟前景增添不確定性。IHS Global Insight預測2017年全球經濟成長率由2016年之2.5%升至2.9%（圖1、表1），以新興市場經濟體復甦力道較強。

圖1 全球經濟成長率



資料來源：IHS Global Insight(2017/3/15)

表1 經濟成長率

單位：%

區域或經濟體	2015		2016		2017	
					(1)	(2)
全球	<b>3.2</b>	<b>(2.8)</b>	<b>3.1</b>	<b>(2.5)</b>	3.4	2.9
先進經濟體	<b>2.1</b>	<b>(2.1)</b>	<b>1.6</b>	<b>(1.7)</b>	1.9	1.9
OECD國家	<b>2.1</b>	<b>(2.3)</b>	<b>1.7</b>	<b>(1.7)</b>	2.0	1.9
美國	<b>2.6</b>		<b>1.6</b>		2.3	2.3
日本	<b>1.2</b>		<b>1.0</b>		0.8	1.1
德國	<b>1.7</b>		<b>1.9</b>		1.5	1.9
英國	<b>2.2</b>		<b>1.8</b>		1.5	1.6
歐元區	<b>2.0</b>		<b>1.7</b>		1.6	1.6
台灣	<b>0.72</b>		<b>1.50</b>		1.7	1.8
香港	<b>2.4</b>		<b>1.9</b>		1.9	1.9
新加坡	<b>1.9</b>		<b>2.0</b>		2.2	2.0
南韓	<b>2.6</b>		<b>2.8</b>		3.0	2.6
東協五國	<b>4.8</b>		<b>4.8</b>		4.9	—
泰國	<b>2.9</b>		<b>3.2</b>		3.3	3.1
馬來西亞	<b>5.0</b>		<b>4.2</b>		4.6	4.1
菲律賓	<b>5.9</b>		<b>6.8</b>		6.7	6.3
印尼	<b>4.9</b>		<b>5.0</b>		5.3	5.0
越南	<b>6.7</b>		<b>6.2</b>		6.2	6.4
中國大陸	<b>6.9</b>		<b>6.7</b>		6.5	6.5
印度	<b>7.9</b>		<b>7.1</b>		7.2	7.2
新興市場暨開發中經濟體	<b>4.1</b>		<b>4.1</b>		4.5	—

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

- 2015、2016年經濟成長率，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；2017年經濟成長預測值(1)為IMF資料，僅OECD國家採用OECD資料，(2)為IHS Global Insight資料。
- IMF與IHS Global Insight 計算全球經濟成長預測值方式不同，IMF以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的2011年調查版本之PPP計價之GDP計算全球各經濟體權重，IHS Global Insight則以美元計價之名目GDP計算權重。

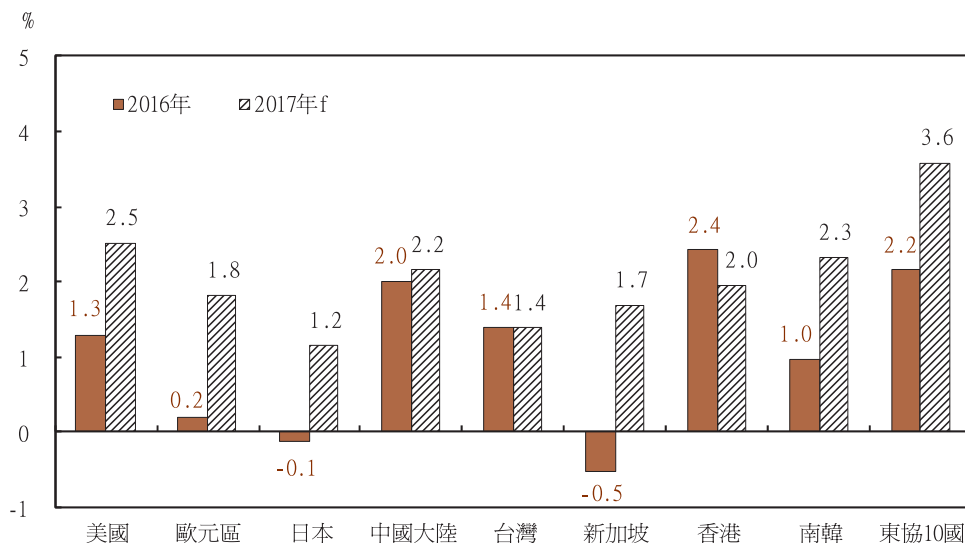
資料來源：IMF World Economic Outlook Update, January 2017、IMF World Economic Outlook, October 2016、OECD's Economic Outlook, March 2017、IHS Global Insight World Overview, March 2017

## 二、全球通膨升溫

2017年以來，主要經濟體通膨上揚，主因國際原油等原物料價格回升所致，包括美國及歐元區等經濟體之通膨率均創近年新

高。在原物料價格走高及各國普遍擴大公共支出帶動下，IHS Global Insight預測2017年主要經濟體通膨率多高於2016年(圖2)，其中以美國、歐元區及日本最為顯著。

圖2 全球通膨率



資料來源：各經濟體官網、IHS Global Insight(2017/3/15)

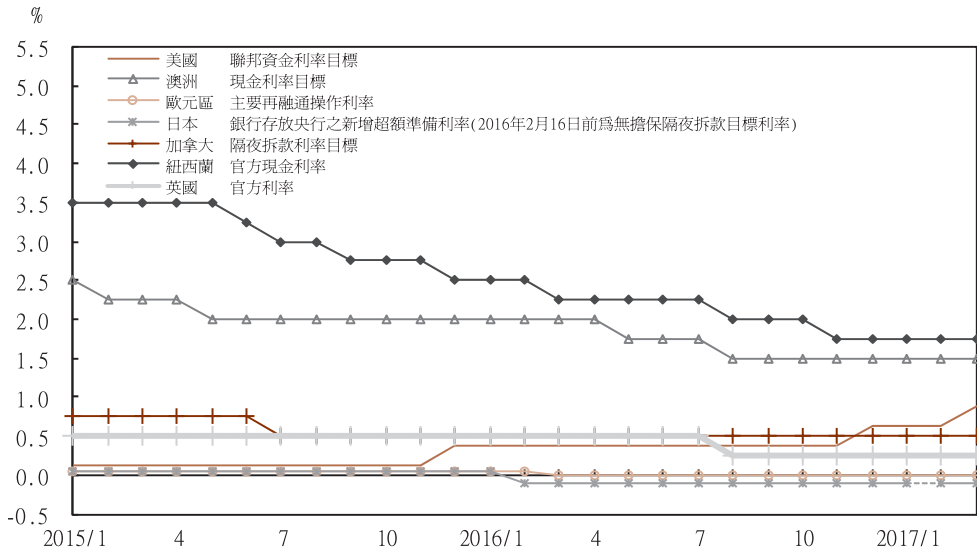
### 三、歐元區及日本維持貨幣寬鬆，美國調升政策利率

2017年以來，歐洲央行(ECB)及日本央行續維持寬鬆貨幣政策不變；惟美國鑑於就業市場成長力道持續增強，經濟溫和擴張，且通膨率逐漸接近2%長期目標，於3月15日再度調升聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至0.75%~1% (圖3)。若Fed未來持續漸進

升息，將進一步擴大與其他主要先進經濟體之利差，影響資金流動及股匯債市，可能加劇全球金融市場波動。

亞洲主要經濟體政策利率則多維持不變(圖4)。中國人民銀行為防範房地產泡沫及金融風險，於2017年1至3月數度調升對金融機構融通利率及逆回購利率，貨幣政策立場由寬鬆趨向穩健中性。

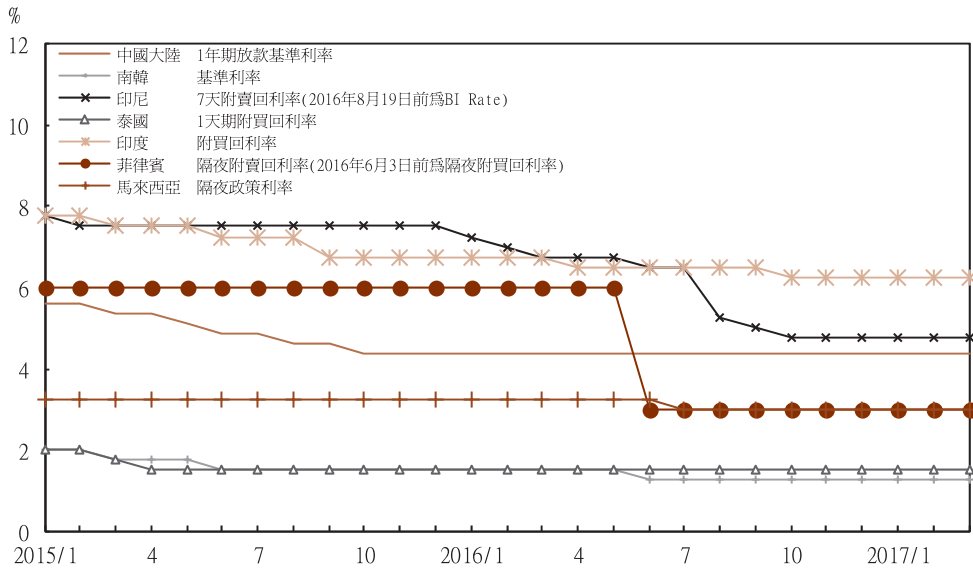
圖3 先進經濟體政策利率



註：1. 美國及日本(2016年2月16日前)之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。  
 2. 日本自2016年2月16日開始以銀行存放央行之新增超額準備利率作為短期政策利率(short-term policy interest rate)。

資料來源：各經濟體官網

圖4 亞洲新興經濟體之政策利率



註：1. 菲律賓自2016年6月3日啟用利率走廊(interest-rate corridor, IRC)架構，以隔夜附賣回利率為政策利率。

2. 印尼自2016年8月19日啟用利率走廊架構，基準利率由BI Rate改為7天期附賣回利率。

資料來源：各經濟體官網

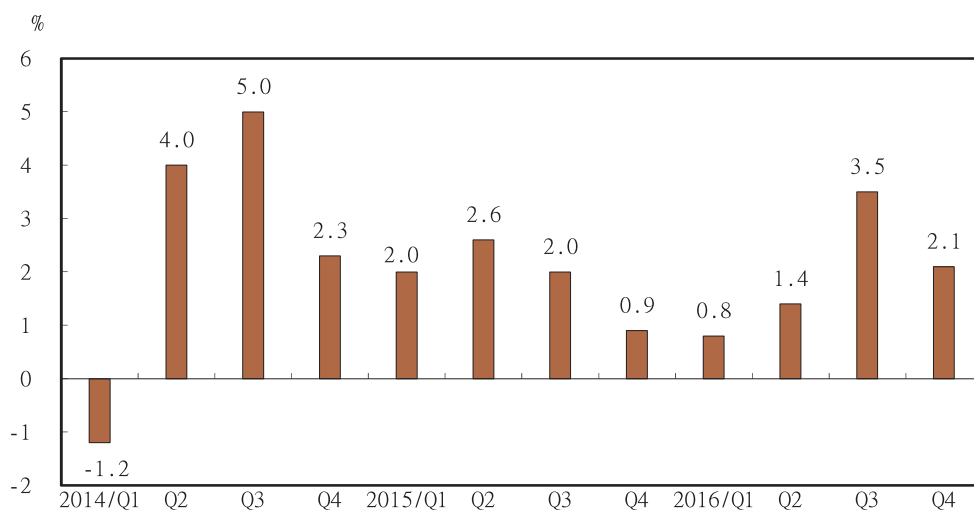
## 貳、美國經濟復甦力道可望增強，通膨升溫，Fed升息

### 一、預期政府推出財政激勵方案，經濟可望逐漸復甦

2016年第4季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之3.5%降至

2.1%(圖5)，主因輸出衰退所致。全年則因民間消費支出成長略減緩，以及企業投資疲弱，經濟成長率僅1.6%，係2012年以來最低。

圖5 美國經濟成長率



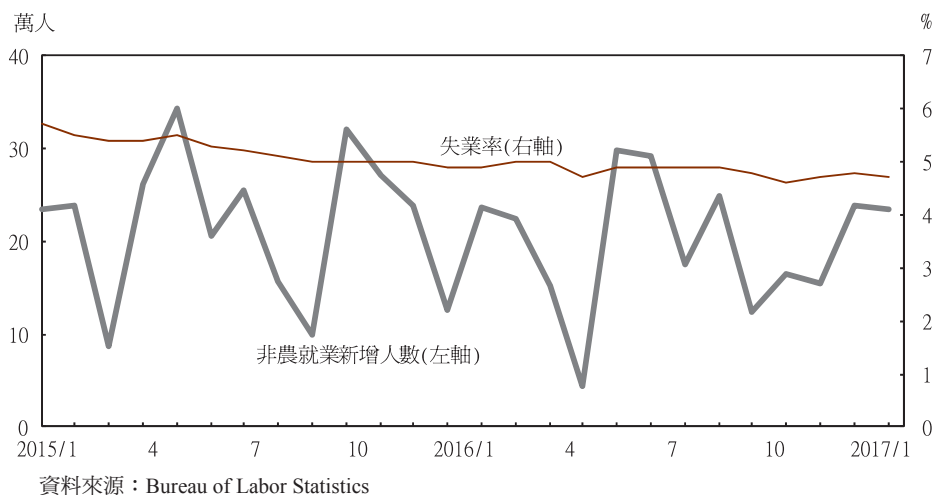
資料來源：Bureau of Economic Analysis

2017年初以來，就業市場持續復甦，2月失業率由1月的4.8%降至4.7%，非農就業新增人數雖由23.8萬人略減至23.5萬人，惟仍屬穩健成長(圖6)。由於國際油價回升有利能源產業發展，加上政府擬調降公司稅率及

推動基礎建設等財政激勵方案，有助帶動企業投資，推升經濟成長。IHS Global Insight預測2017年經濟成長率由2016年之1.6%上升至2.3%，Fed之預測數為2.0%~2.2%。



圖6 美國非農就業新增人數及失業率



## 二、通膨升溫

2017年2月消費者物價指數(CPI)年增率由1月之2.5%升至2.7%(表2)，係2012年3月以來最高，主因能源價格上升所致；而1月

及2月扣除能源與食品之核心CPI年增率分別達2.3%及2.2%，主要係住房類價格上升所致。IHS Global Insight預測2017年CPI年增率為2.5%，高於2016年之1.3%。

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 (2009/11=100)	貿易收支 (百萬美元)
				年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2014	2.4	6.2	3.1	1.8	1.6	1.6	-735,193
2015	2.6	5.3	-0.7	1.8	0.1	-0.9	-745,660
2016	1.6	4.9	-1.2	2.2	1.3	0.4	-734,333
2016/ 2		4.9	-2.1	2.3	1.0	0.1	-64,343
3	0.8	5.0	-2.4	2.2	0.9	-0.1	-56,332
4		5.0	-1.7	2.1	1.1	0.2	-57,778
5		4.7	-1.5	2.2	1.0	0.0	-61,380
6	1.4	4.9	-0.8	2.2	1.0	0.2	-64,658
7		4.9	-1.2	2.2	0.8	0.0	-59,112
8		4.9	-1.3	2.3	1.1	0.0	-59,371
9	3.5	4.9	-1.2	2.2	1.5	0.7	-56,336
10		4.8	-0.8	2.1	1.6	1.2	-62,117
11		4.6	-0.4	2.1	1.7	1.2	-65,593
12	2.1	4.7	0.8	2.2	2.1	1.6	-64,365
2017/ 1		4.8	0.1	2.3	2.5	1.7	-68,590
2		4.7	0.5	2.2	2.7	2.2	-63,928

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

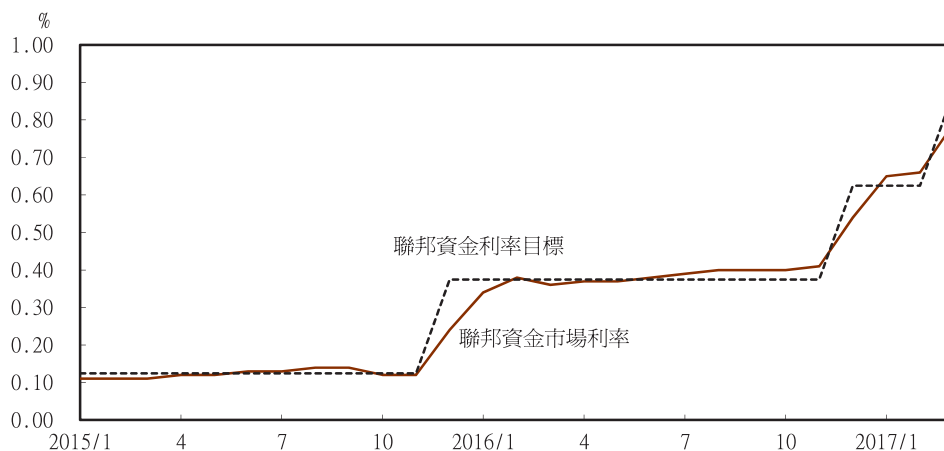
### 三、Fed調升聯邦資金利率目標

2017年3月15日，聯邦公開市場委員會(FOMC)會議聲明指出，鑑於就業市場成長力道持續增強，經濟溫和擴張，且最近數季通膨率上升，逐漸接近2%長期目標，決議將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點

至0.75%~1%(圖7)。

Fed主席Yellen指出，預期未來經濟成長力道持續增強將容許聯邦資金利率漸進上升。FOMC對2017年聯邦資金利率中位數預測值仍維持在1.375%，因此市場預期2017年內可能再升息2次。

圖7 美國聯邦資金利率目標與市場利率



註：美國聯邦資金利率目標為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 參、歐元區經濟復甦力道趨緩，通膨增溫，ECB維持寬鬆貨幣

### 一、政經風險提高，經濟成長恐減緩

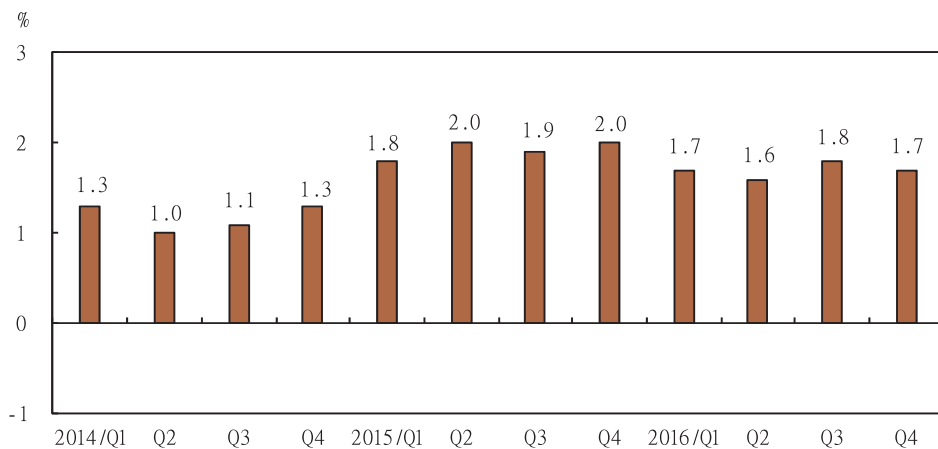
2016年第4季，歐元區經濟成長率由第3季之1.8%略降至1.7%(圖8)，全年為1.7%，低於2015年的2.0%(表3)。寬鬆貨幣政策、內需回溫及弱勢歐元有利經濟成長，惟低利率恐不利銀行業獲利，加以民粹主義高漲，2017年將舉行之法、德大選中，激進派政黨勢力崛起，金融及政治風險恐為經濟前景增

添變數。IHS Global Insight預測2017年歐元區經濟成長率略降至1.6%。

德國因就業增加及薪資成長，帶動民間消費，法國則因消費及民間投資擴增，經濟成長率分別由2016年第3季之1.7%及0.9%，升為第4季之1.8%及1.1%。2017年弱勢歐元可望支撐德、法出口，惟通膨回升，實質所得成長將減緩，致消費成長受限，加以大選

及全球景氣之不確定性使投資趨於保守，經濟成長率分別為1.9%及1.2%，皆與2016年 IHS Global Insight預測2017年德國及法國之持平。

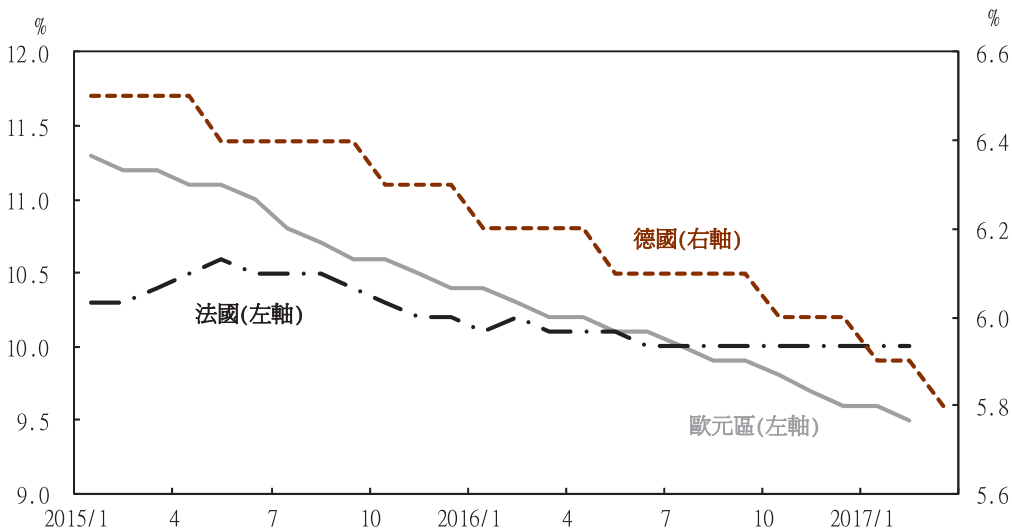
圖8 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

2017年2月歐元區失業率為9.5%，低於 業率為5.8%，係1992年1月以來最低；法國2 1月之9.6%(圖9)，係2009年7月以來新低， 月失業率為10.0%，亦係2012年10月以來最 顯示勞動市場穩定改善。其中，德國3月失 低。

圖9 歐元區失業率



資料來源：Thomson Reuters Datastream、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 (2015=100) %
2014	1.2	11.6	0.9	2.2	0.7	182,021	3.8	0.4
2015	2.0	10.9	2.1	5.3	2.6	238,699	4.7	0.0
2016	1.7	10.0	1.4	0.3	-1.5	271,939	5.0	0.2
2016/ 2		10.3	0.7	1.3	2.2	18,251	5.1	-0.2
3	1.7	10.2	-0.2	-1.9	-7.9	28,528	5.2	0.0
4		10.2	2.0	-0.6	-5.0	27,017	4.8	-0.2
5		10.1	0.4	2.3	-1.4	23,790	4.9	-0.1
6	1.6	10.1	0.7	-1.4	-4.2	29,235	5.1	0.1
7		10.0	-0.4	-9.4	-8.0	25,210	5.1	0.2
8		9.9	2.4	8.6	4.1	17,947	5.0	0.2
9	1.8	9.9	1.3	2.2	-1.6	25,044	5.1	0.4
10		9.8	0.9	-4.5	-2.9	19,638	4.5	0.5
11		9.7	3.3	5.4	5.1	24,580	4.8	0.6
12	1.7	9.6	2.5	5.9	4.5	27,905	5.0	1.1
2017/ 1		9.6	0.6	13.1	17.4		4.8	1.8
2		9.5						2.0
3								1.5

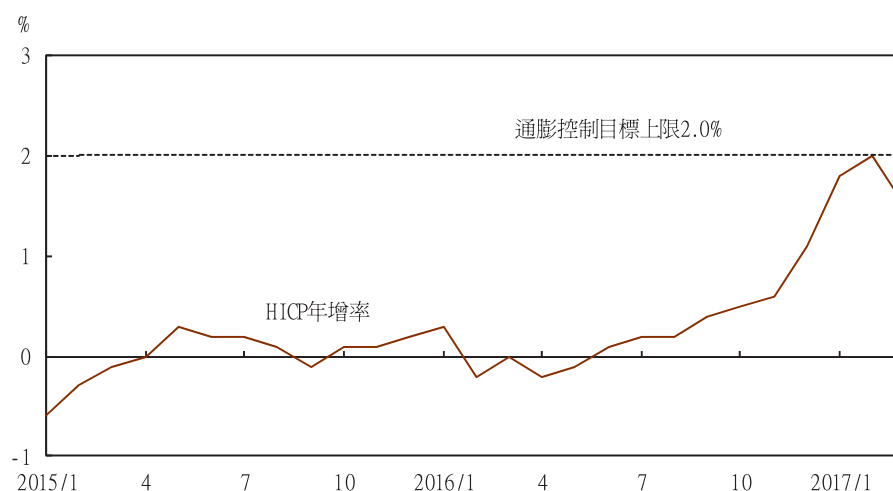
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨回溫

2017年3月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率由2月之2.0%降至1.5%(圖10)，主因能源、食物及服務之價格略跌所致；扣除能源及未加工食品之核心HICP年增率亦

由2月之0.9%降至0.7%。由於預期油價將溫和上揚，加以基期較低，IHS Global Insight預測2017年通膨率為1.8%，高於2016年之0.2%。

圖10 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維持貨幣寬鬆，政策利率不變

2017年3月9日，ECB決議維持政策利率及每月購債計畫不變(表4、圖11)，直至通膨穩定維持在ECB低於但接近2%之通膨目標，並表示若經濟前景或金融情勢有不利之變化，可能擴大每月購債金額或延長購債計畫期限。惟總裁Draghi表示，通縮風險已大致消除，使得採取進一步寬鬆措施或再度降息

之必要性降低。

2017年1月以來，歐元區10年期公債殖利率續揚(圖11)，主要受美國Fed升息效應、德國多位經濟學家呼籲ECB升息，加以3月ECB總裁Draghi表示擴大寬鬆之機率已低之影響，3月歐元區10年期公債殖利率月平均為1.4599%，係18個月來之高點。

表4 ECB各項利率

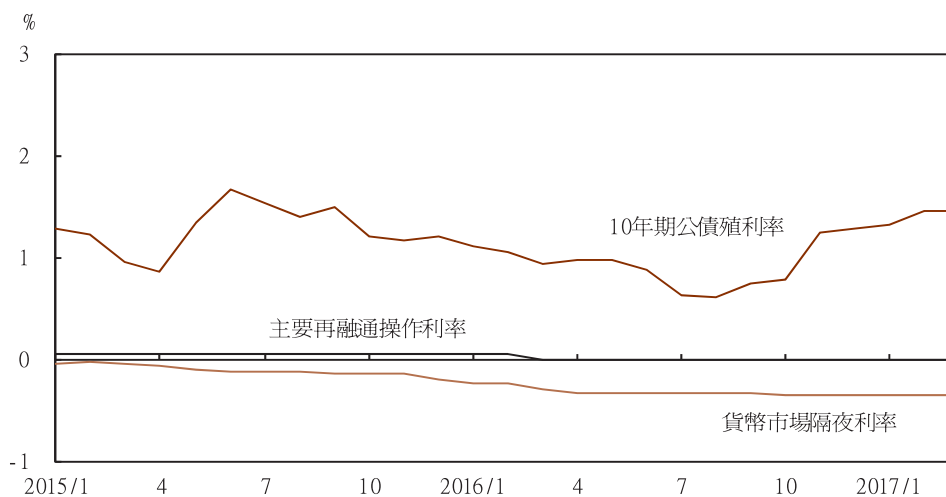
單位：%

名稱	實施日期			
	2014/6/11	2014/9/10	2015/12/9	2016/3/16
主要再融通操作利率 (政策利率)	0.15	0.05	0.05	0.00
存款利率	-0.10	-0.20	-0.30	-0.40
邊際放款利率	0.40	0.30	0.30	0.25

註：存款利率係銀行存放於ECB之隔夜存款利率，邊際放款利率係ECB提供銀行之隔夜放款利率。

資料來源：ECB

圖11 歐元區官方及長短期市場利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

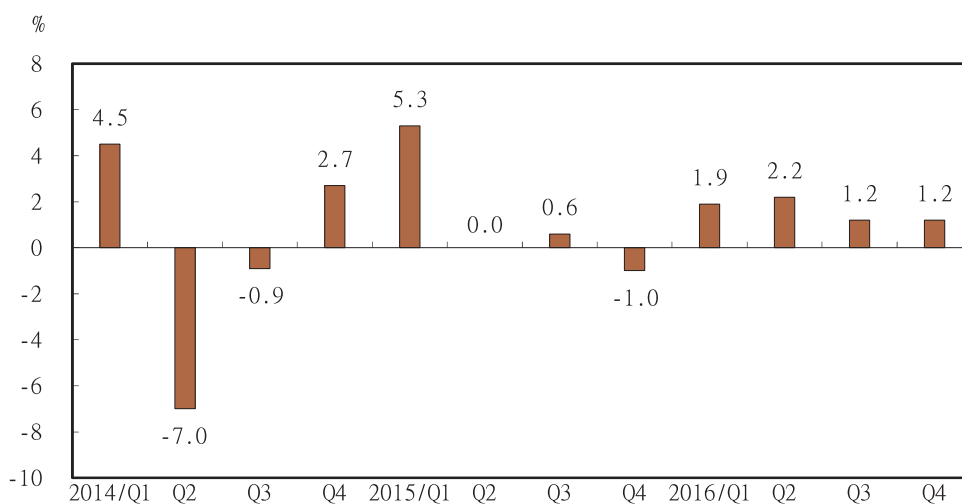
## 肆、日本經濟低速成長，通膨溫和回升，央行維持寬鬆貨幣政策

### 一、出口連續成長，經濟對策逐步落實，景氣可望溫和復甦

2016年第4季，雖然企業設備投資增強，惟民間消費仍疲弱，日本經濟成長率

(與上季比，換算成年率)為1.2%，與第3季持平(圖12)。全年為1.0%，低於2015年之1.2%。

圖12 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

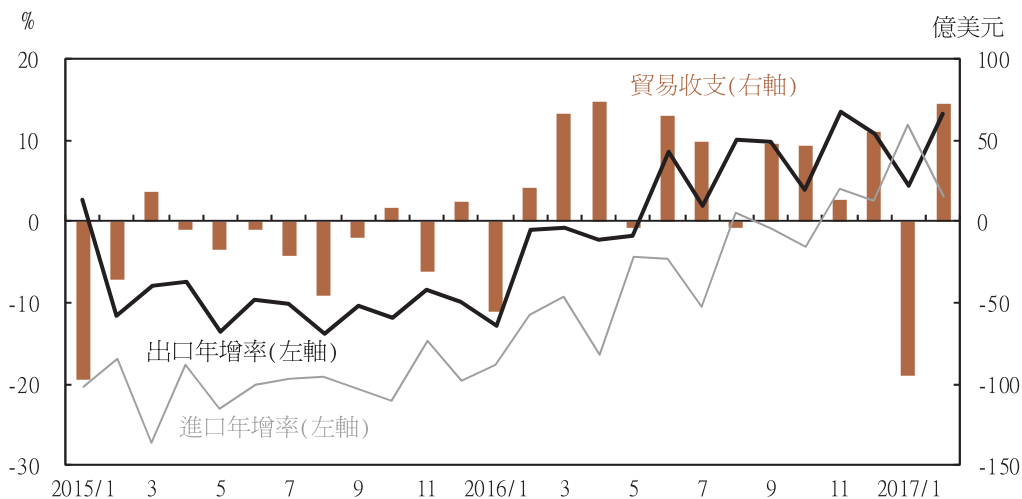
展望2017年，由於全球景氣溫和復甦，出口成長動能可望轉強，激勵企業設備投資，加以政府2016年8月推出之28.1兆日圓之經濟對策方案將逐步落實，預期經濟將溫和復甦。IHS Global Insight預測2017年經濟成長率略升為1.1%。

對外貿易方面，受益於全球景氣好轉，2017年1~2月以日圓計價之出口年增率自2016年12月之5.4%升至6.3%，進口年增率則

自-2.5%升至4.8%，貿易入超2,784億日圓(表5)；1~2月美元計價之出口年增率為8.9%；進口年增率為7.4%，貿易入超23.2億美元(圖13)。

2017年2月失業率由1月之3.0%，降至2.8%(表5)，為1994年6月以來之新低，主因高齡化社會對醫療及照護人員需求增加，加上2020年東京奧運相關建設之勞動力需求上升所致。

圖13 日本出進口年增率及貿易收支



資料來源：日本內閣府

表5 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 (2015=100)		企業物價指數 (2015=100) 年增率 %	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 %				
2014	0.3	3.6	2.1	2.7	2.6	3.1	4.8	5.7	-128,161
2015	1.2	3.4	-1.2	0.8	0.5	-2.3	3.4	-8.7	-27,916
2016	1.0	3.1	-0.2	-0.1	-0.3	-3.5	-7.4	-15.9	40,702
2016/ 2		3.2	-1.2	0.2	0.0	-3.7	-4.0	-14.1	2,355
3	1.9	3.2	0.2	0.0	-0.3	-4.0	-6.8	-14.8	7,449
4		3.2	-3.3	-0.3	-0.4	-4.4	-10.1	-23.1	8,113
5		3.2	-0.5	-0.5	-0.4	-4.6	-11.3	-13.7	-473
6	2.2	3.1	-1.5	-0.4	-0.4	-4.5	-7.4	-18.7	6,865
7		3.0	-4.2	-0.4	-0.5	-4.2	-14.0	-24.6	5,045
8		3.1	4.5	-0.5	-0.5	-3.8	-9.6	-17.0	-346
9	1.2	3.0	1.5	-0.5	-0.5	-3.3	-6.9	-16.1	4,866
10		3.0	-1.4	0.1	-0.4	-2.7	-10.3	-16.3	4,812
11		3.1	4.6	0.5	-0.4	-2.3	-0.4	-8.7	1,465
12	1.2	3.1	3.2	0.3	-0.2	-1.2	5.4	-2.5	6,359
2017/ 1		3.0	3.7	0.4	0.1	0.5	1.3	8.4	-10,919
2		2.8	4.8	0.3	0.2	1.0	11.3	1.2	8,135

資料來源：日本內閣府、Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨溫和回升

2017年2月CPI年增率由1月之0.4%略降至0.3%；剔除生鮮食品之核心CPI年增率由0.1%略升至0.2%(表5)。因石油、石化製品及鋼鐵價格回升，2017年2月企業物價指數年增率由1月之0.5%升至1.0%。由於能源價格上漲，以及日圓走弱，加上勞動市場趨緊，將促使企業調高勞工薪資，日本央行預測2017及2018財政年度核心CPI年增率分別為1.5%及1.7%；IHS Global Insight預測2017年CPI年增率為1.2%，高於2016年之-0.1%。

## 三、日本央行維持寬鬆貨幣政策不變

鑑於全球經濟復甦帶動出口恢復成長，加以就業與所得改善有利民間消費，日本央行預期景氣將溫和復甦，2017年3月16日決議維持短期政策利率(銀行存放央行之新增超額準備利率)於-0.1%不變；另為促使長期利率目標(10年期公債殖利率)維持於0%左右，仍維持每年增購80兆日圓長期公債計畫不變。

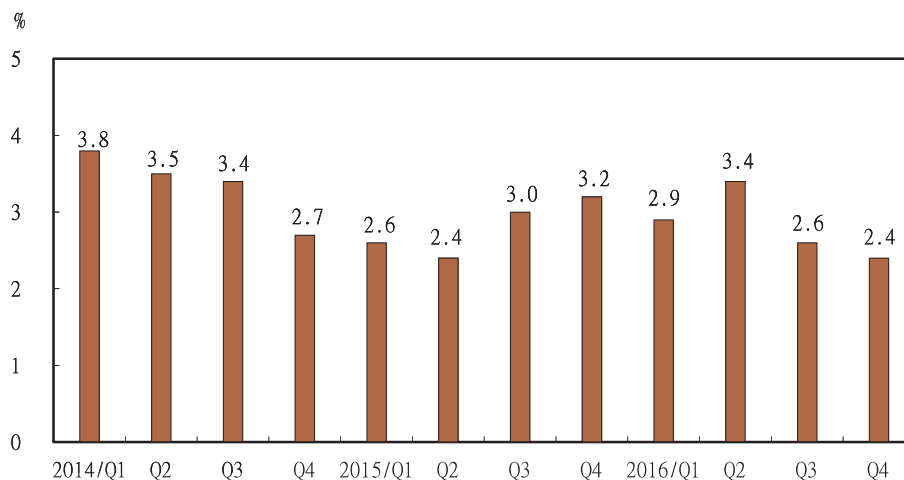
## 伍、南韓景氣趨緩，通膨上升，維持政策利率不變

### 一、政府擴大財政支出，可望支撐經濟動能

2016年第4季，南韓經濟成長率由第3季之2.6%降至2.4%(圖14)，創近1年半新低，

主因政局動盪及政府推行反貪腐政策，導致民間消費疲弱所致。全年經濟成長率為2.8%，與2015年持平(表6)。

圖14 南韓經濟成長率



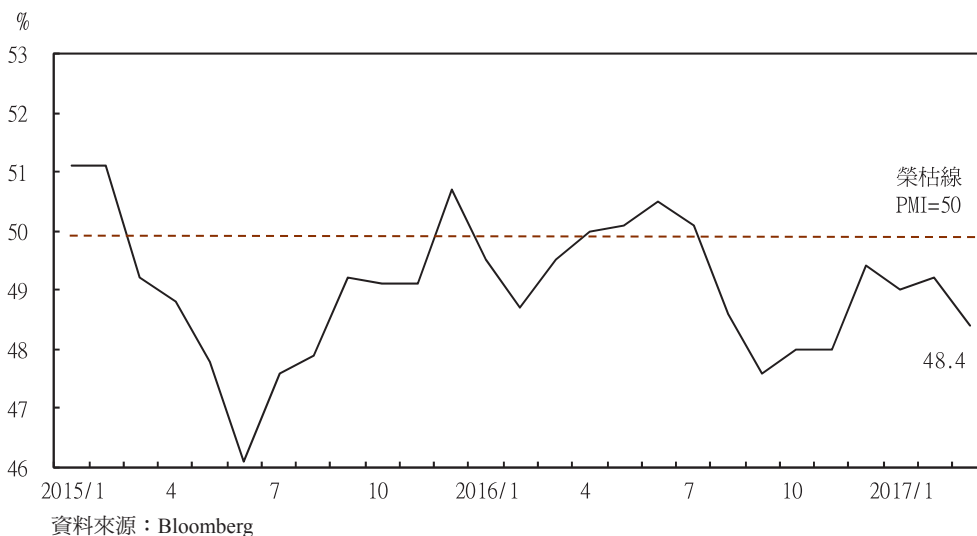
資料來源：南韓央行



展望2017年，由於油價上漲及美國經濟成長力道增強，1至3月南韓出口均呈兩位數成長，加以政府計劃於第1季擴大財政支出13兆韓元，可望支撐未來經濟成長動能；惟3月製造業採購經理人指數(PMI)已連續8個

月低於50(圖15)，製造業恐持續萎縮，加以消費者信心指數跌至近8年新低，民間消費仍低迷不振，IHS Global Insight預測2017年經濟成長率為2.6%，低於2016年之2.8%。

圖15 南韓製造業PMI



勞動市場方面，由於經濟成長減速及企業重整使就業市場惡化，加以適逢畢業季節，求職人數增加，2017年2月失業率由1月

之3.8%升至5.0%(表6)，係2001年3月以來最高。

表6 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 (2015=100)		生產者物價指數 (2010=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 %			
2014	3.3	3.5	0.9	1.3	2.0	-0.5	2.3	1.9	47,150
2015	2.8	3.6	-0.6	0.7	2.2	-4.0	-8.0	-16.9	90,258
2016	2.8	3.7	1.1	1.0	1.6	-1.8	-5.9	-7.1	89,233
2016/ 3	2.9	4.3	-0.5	0.8	1.7	-3.3	-8.2	-13.4	9,658
4		3.9	-2.7	1.0	1.9	-3.0	-11.1	-14.4	8,693
5		3.7	4.4	0.8	1.8	-3.0	-6.1	-8.4	6,708
6	3.4	3.6	0.9	0.7	1.8	-2.7	-2.9	-7.4	11,319
7		3.5	1.5	0.4	1.3	-2.5	-10.5	-13.7	7,510
8		3.6	2.2	0.5	1.3	-1.8	2.6	1.0	5,021
9	2.6	3.6	-2.0	1.4	1.5	-1.1	-6.0	-1.6	6,858
10		3.4	-1.2	1.5	1.8	-0.1	-3.2	-4.7	6,933
11		3.1	5.4	1.5	1.6	0.7	2.3	9.4	8,068
12	2.4	3.2	4.3	1.3	1.2	1.8	6.3	8.0	6,765
2017/ 1		3.8	1.4	2.0	1.5	3.9	11.1	19.7	2,791
2		5.0	6.6	1.9	1.5	4.2	20.2	23.9	7,063
3				2.2	1.4		13.7	26.9	6,553

資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨回溫

2017年3月CPI年增率為2.2%，高於2月之1.9%(表6)，且連續7個月高於1%，顯示通膨壓力漸增；剔除農產品及能源之核心CPI年增率為1.4%，略低於2月之1.5%。2017年2月生產者物價指數(PPI)年增率由1月之3.9%升至4.2%，係2011年12月以來最高，主因石油產品價格大漲所致。IHS Global Insight預測2017年CPI年增率為2.3%，高於2016年之

1.0%。

## 三、政策利率維持不變

近期南韓政局持續動盪，美國經貿政策不確定性仍高，歐洲主要國家大選在即，加以中國大陸經濟成長放緩不利出口，惟考量全球景氣可望溫和復甦，2017年2月南韓央行維持政策利率1.25%不變。

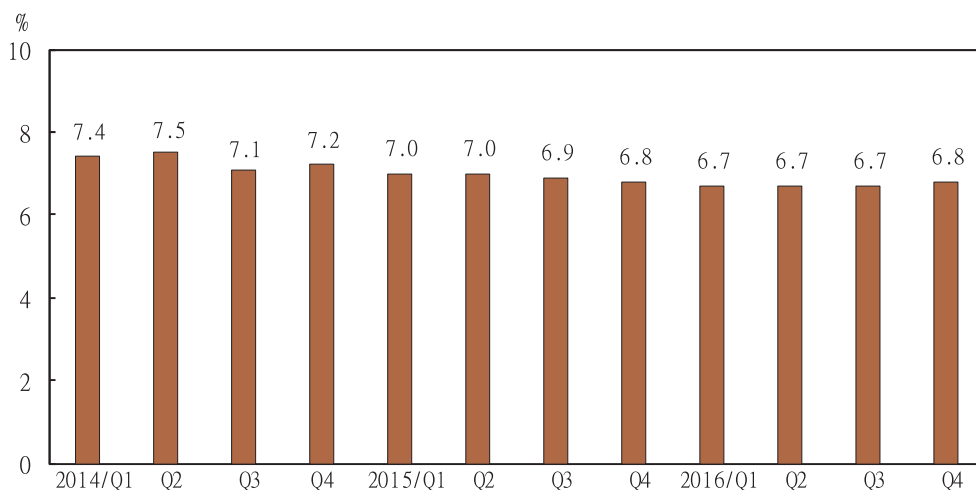
## 陸、中國大陸景氣有復甦跡象，貨幣政策由寬鬆轉為穩健中性

### 一、景氣有復甦跡象

2016年第4季中國大陸出口衰退幅度縮小，且受惠於製造業以及房地產市場投資增溫，加以工業生產及消費品零售額持續成長，經濟成長率自第3季的6.7%回升至

6.8%，為2015年第1季成長率持續下降以來，首季回升(圖16)。全年經濟成長率則由2015年之6.9%降至6.7%，係26年來最低，惟仍達成官方經濟成長目標6.5%~7.0%。

圖16 中國大陸經濟成長率

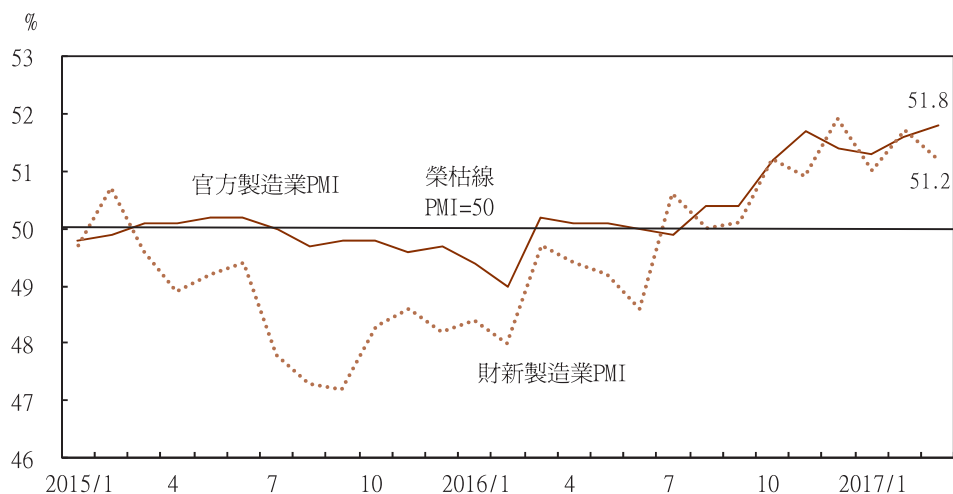


資料來源：中國國家統計局

2017年初以來，工業生產及固定資產投資穩健成長，出口跌幅縮小，3月代表大型企業之官方製造業採購經理人指數(PMI)升至51.8(圖17)、代表中小型企業景氣的財新製造業PMI為51.2，分別連續8個月及9個月在榮枯線50以上，顯示景氣有復甦跡象。

惟全球地緣經濟風險仍在，加以持續進行經濟結構調整，中國大陸公布2017年經濟成長目標為6.5%左右，低於2016年的6.7%；IHS Global Insight預測2017年經濟成長率亦為6.5%。

圖17 中國大陸製造業PMI



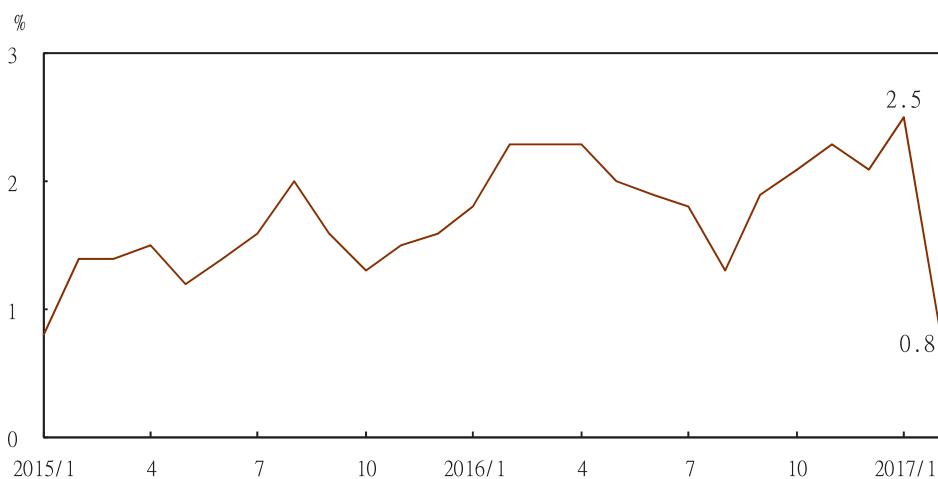
註：PMI高於50代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於50則表示看壞比例較高，即製造業收縮。  
資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、通膨受春節因素影響而下滑

受春節後食品價格與旅遊相關服務價格回跌影響，2017年2月CPI年增率由1月的2.5%降為0.8%(圖18)；核心CPI(扣除能源及食品價格)年增率亦由1月之2.2%降至1.8%。工業生產者物價指數(PPI)年增率則於2016

年9月轉為正數，結束連續54個月負值，2017年2月升至7.8%，顯示產能過剩之壓力減緩。惟PPI持續上漲，可能傳導至CPI，未來通膨壓力將升高。IHS Global Insight預測2017年CPI年增率為2.2%。

圖18 中國大陸消費者物價指數年增率



資料來源：中國國家統計局

### 三、貨幣政策由寬鬆趨向穩健中性

為防止資產泡沫及控制金融風險，2017年3月官方將全年M2年增率目標值由2016年的13%左右調降至12%左右，貨幣政策則由寬鬆趨向穩健中性。2017年初以來，中國人民銀行調升對金融機構融通利率(1月24日及3月16日兩度調升中期借貸便利利率，2月3日調升常備借貸便利利率)及公開市場操作

利率(2月3日及3月16日兩度調升各期別逆回購利率)。惟為融通重大水利建設工程、都市老舊社區改造、中小企業及三農(農民、農業及農村)等中長期資金需求，2017年1至2月仍透過中期借貸便利及抵押補充貸款等融通措施，提供金融機構資金達3,583億人民幣。

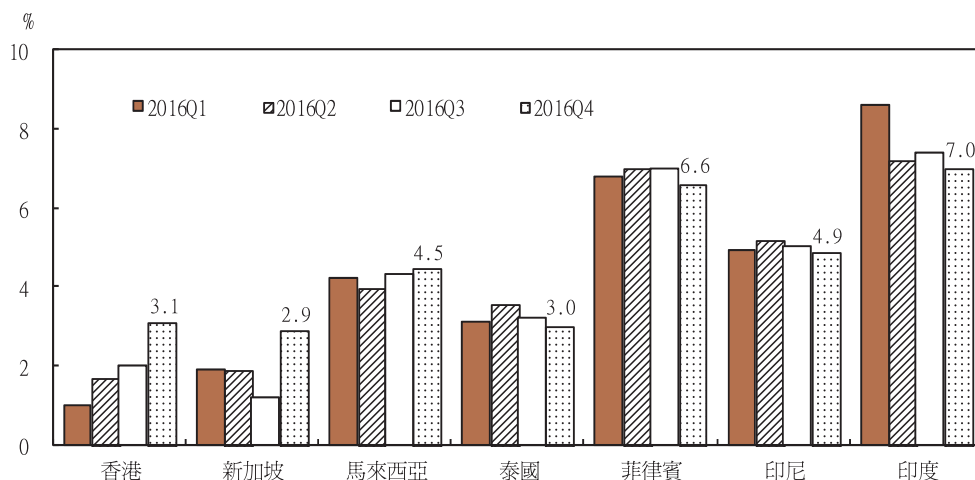
### 柒、亞洲部份經濟體景氣好轉，部分則成長減緩，通膨普遍上揚

2016年第4季，香港因民間消費轉強及商品輸出大幅成長，新加坡則因製造業成長擴增，經濟成長率分別由第3季之2.0%、1.2%，升至3.1%及2.9%(圖19)。

東協主要國家方面，馬來西亞因電子及化學等製造業成長擴增，第4季經濟成長率

高於第3季(圖19)。泰國因民間消費成長減緩，菲律賓因服務業成長趨緩，印尼因政府支出衰退，印度則因政府廢除大額紙鈔致通貨短缺，衝擊民間消費，經濟成長率皆下滑。

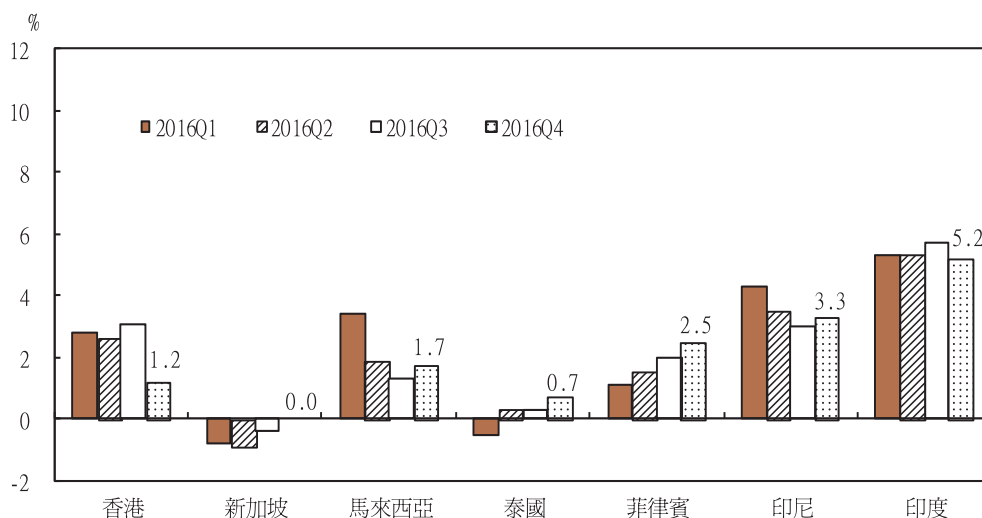
圖19 亞洲經濟體經濟成長率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

受國際商品價格上揚影響，2016年第4季亞洲多數經濟體CPI年增率高於第3季(圖20)；貨幣政策則多維持不變。

圖20 亞洲經濟體消費者物價年增率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 捌、美元轉弱，主要國家貨幣升值

### 一、歐元及日圓對美元升值

2017年初以來，由於美國政府遲未提出明確之財政政策，且批評其貿易對手國操縱匯率，日圓避險需求增加，美元轉弱，歐元及日圓對美元分別走升至2月2日之1歐元兌1.0807美元，及2月8日之1美元兌111.80日圓。

之後，因市場擔憂歐元區之民粹主義升

高及經濟成長減緩，加上美國新政府將提出重大稅改計畫，以及市場對美國升息預期升高，帶動美元走強，歐元及日圓回貶；3月中旬，因美國Fed未來升息步調可望較市場預期溫和，加以川普政府健保改革方案受阻，歐元及日圓再度轉升，至3月底為1歐元兌1.0696美元及1美元兌111.43日圓，較2016年年底分別升值1.4%(圖21)及4.7%(圖22)。

圖21 歐元對美元匯率

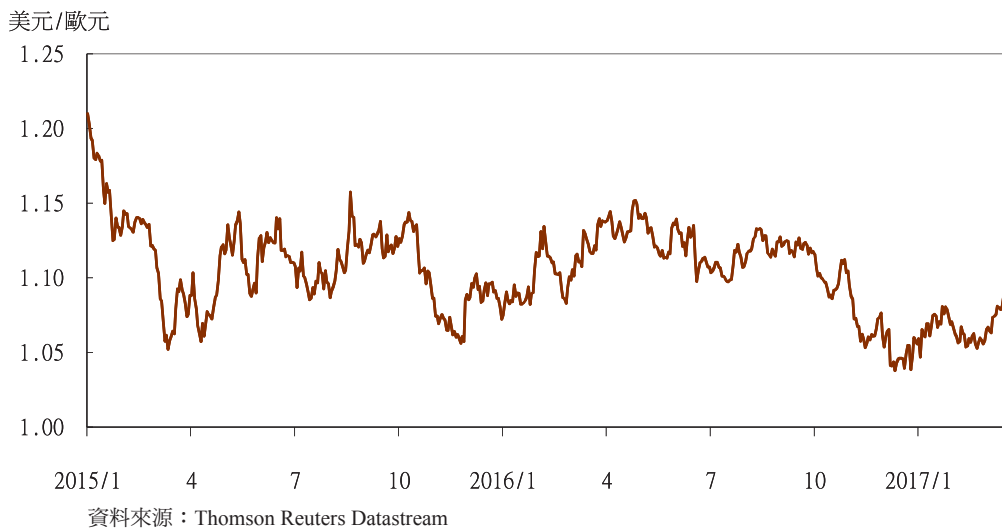


圖22 美元對日圓匯率



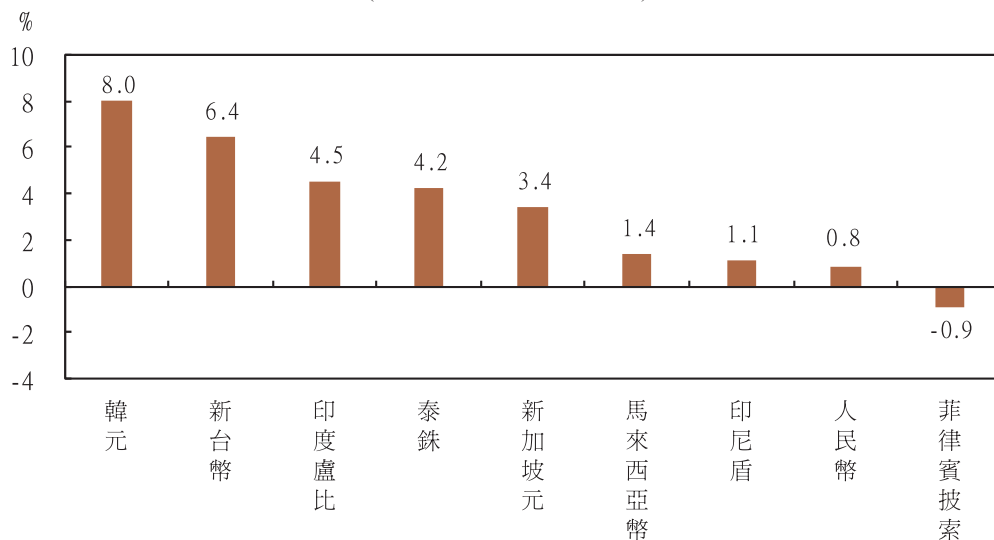
## 二、亞洲國家貨幣多走強

2017年年初以來，由於美國川普政府之新政策未明，美元走弱，國際資金回流亞洲

市場，亞洲國家貨幣對美元大多升值。2017年3月底與2016年年底比較，以韓元升幅8.0%較大(圖23)。

圖23 亞洲新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度

(2017年3月底與2016年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 玖、全球股市普遍上漲

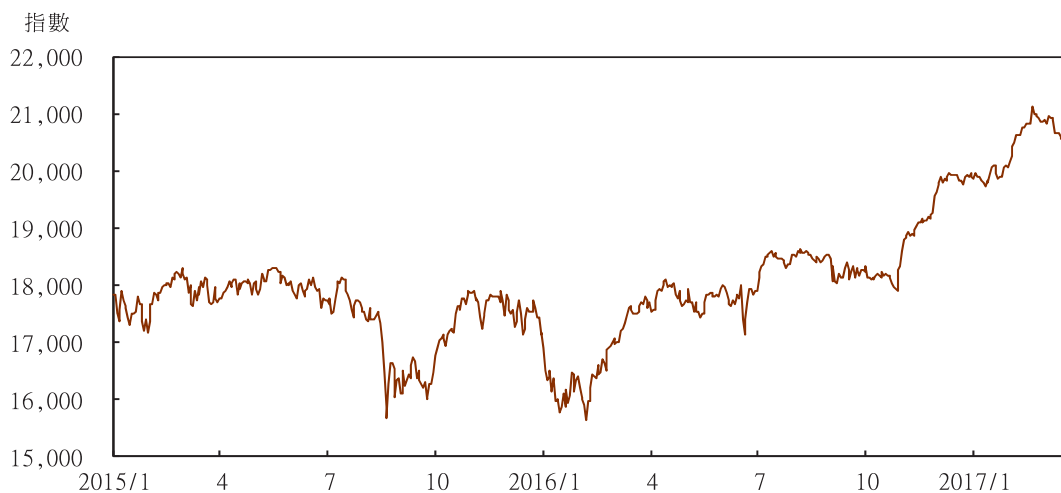
### 一、美股屢創新高，歐股上漲，日股區間震盪

2017年初美股於高點區間震盪。2月因川普總統表示擬鬆綁部分金融管制及推出包括減稅之稅改計畫，加以就業情況佳，且未來Fed升息步調可望較市場預期溫和，美股

連創新高；3月下旬後，則因市場對川普改革健保及稅制之信心減弱，美股轉跌。3月底與2016年底比較，道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數仍分別上漲4.6%及9.8%(圖24、圖25)。

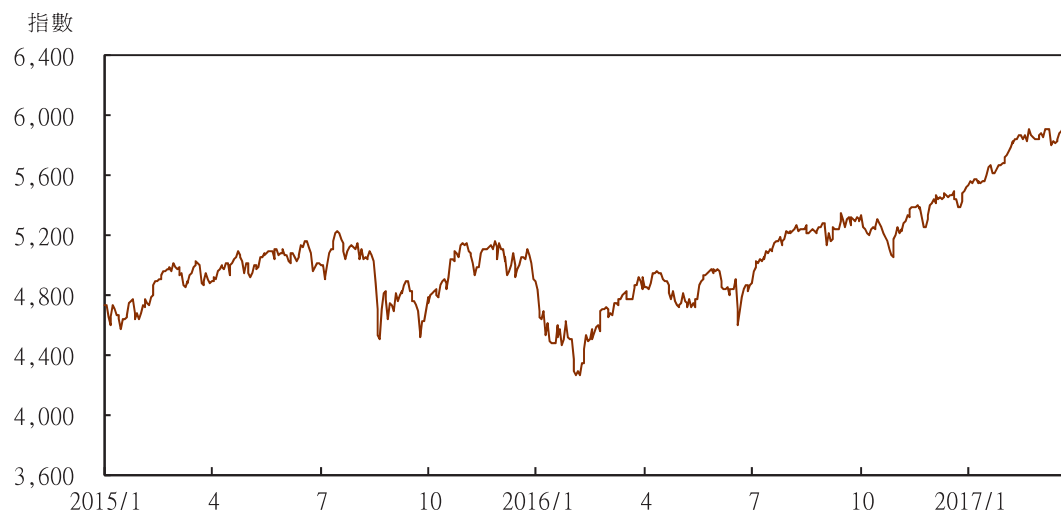


圖24 美國道瓊工業股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖25 美國那斯達克股價指數



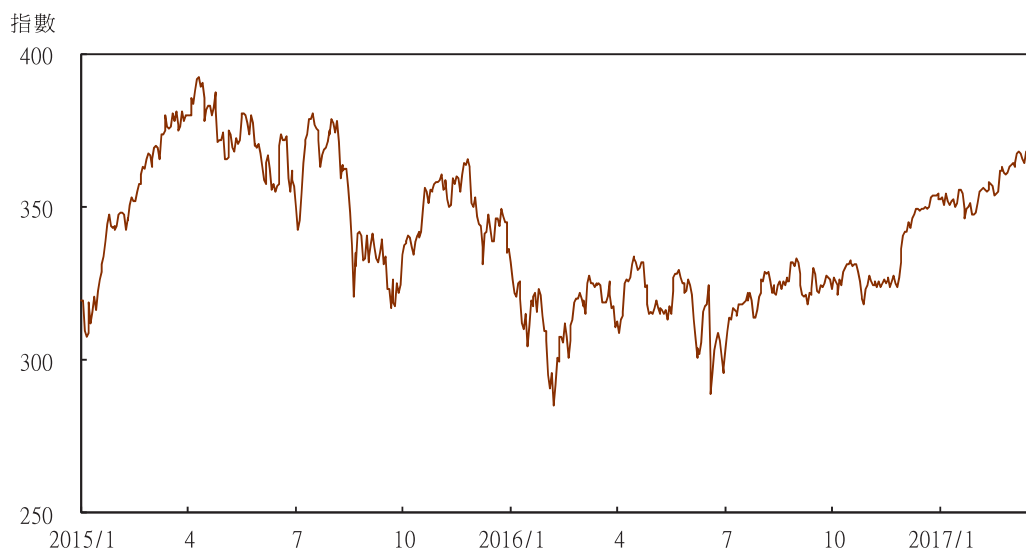
資料來源：Thomson Reuters Datastream

歐股方面，2017年初呈區間震盪；2月初因市場擔憂法國主張脫歐之總統候選人雷朋支持率上升而下跌；嗣受美股上漲、歐元區製造業加速擴張、ECB維持貨幣寬鬆，加以荷蘭大選結果親歐派連任激勵而回升。3月底與2016年底比較，泛歐元道瓊股價指數

上漲6.7%(圖26)。

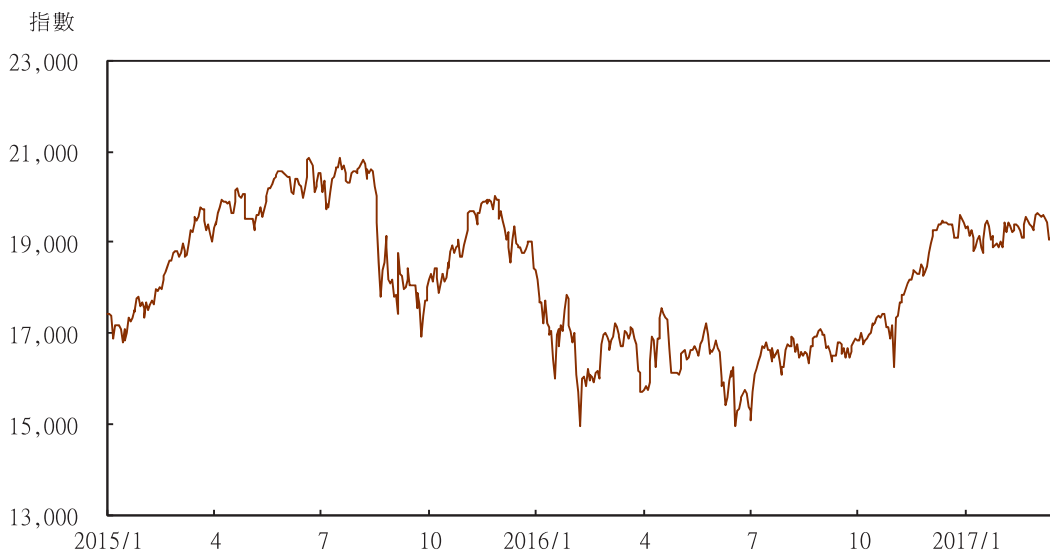
日股方面，2017年以來日經225股價指數大抵隨著日圓升值而下跌、貶值而回穩，而於18,800點至19,600點區間徘徊震盪，3月底收在18,909.26點，與2016年底比較下跌1.1%(圖27)。

圖26 泛歐元道瓊股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖27 日經225股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 二、亞股上漲

2017年1月下旬以來，由於中國人民銀行釋金緩解年關資金緊俏，以及中國大陸經濟成長優於預期，加以養老基金入市，陸股

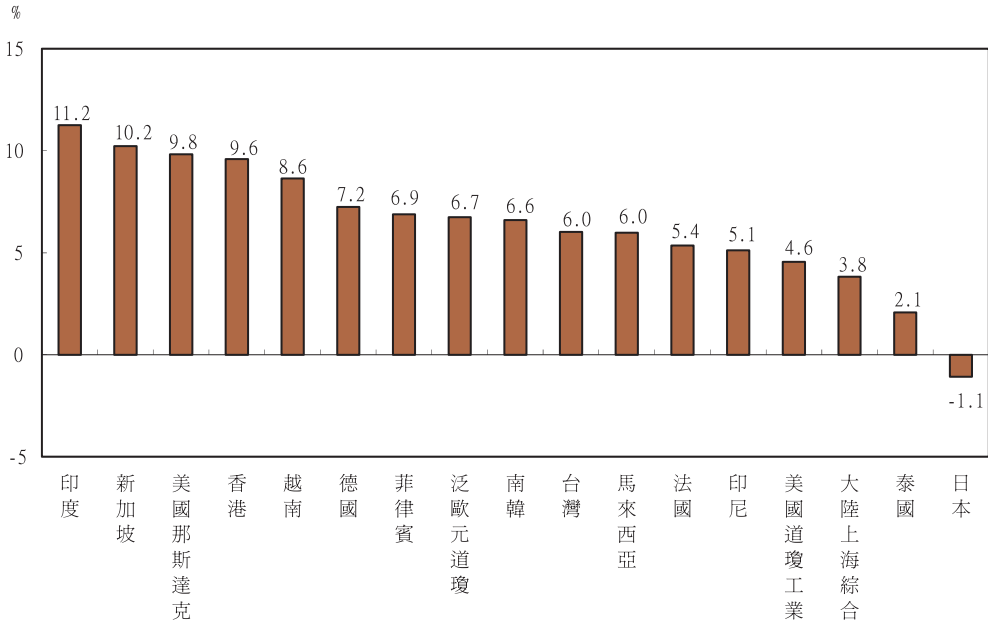
震盪走高；惟2月下旬起，因市場對人大與政協兩會之會議結論觀望氣氛濃厚，加以政策及市場相關多空因素影響下，轉呈區間震盪。3月底與2016年底比較，上海綜合指數

上漲3.8%(圖28)。

2017年初以來，由於亞洲國家經濟成長力道轉強，國際資金大舉流入，為亞股增添

動能。3月底與2016年底比較，印度股市大漲11.2%，表現最佳，主因廢鈔衝擊減弱及經濟改革延續所致(圖28)。

圖28 國際股價變動幅度  
(2017年3月底與2016年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

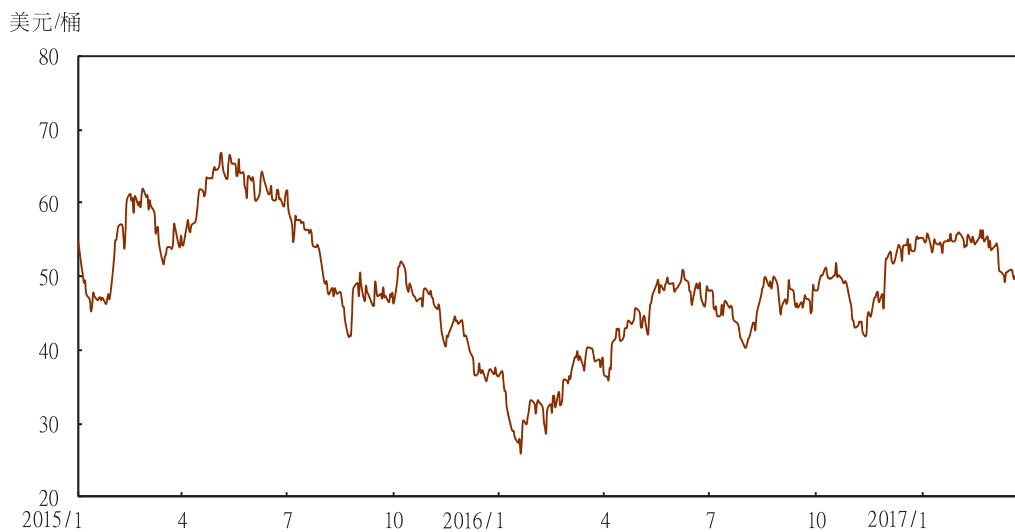
## 拾、油價震盪回跌，穀物價格略漲

### 一、國際油價震盪後走跌

2017年初雖然OPEC凍產協議成效優於預期，惟美國鑽油平台及原油產量擴增，加以未參與減產的伊朗、利比亞及奈及利亞持續增產，致布蘭特原油現貨價格於每桶53至57美元區間震盪；3月之後，主要國家原油

庫存仍持續成長，市場擔憂原油依然供給過剩，無法達供需平衡，油價一度跌破每桶50美元，月底則受利比亞油田遭武裝份子封鎖之影響而略回升。3月底為52.1美元，較2016年底下跌5.7% (圖29)。

圖29 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

國際機構預測2017年油價平均每桶為56.1美元，高於2016年之43.9美元；惟油價上漲恐帶動美國頁岩油及未加入限產協議的OPEC產油國大幅擴產，預期油價不致大漲(表7)。

表7 布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	2016年平均值	2017年預測值	2018年預測值
美國能源資訊署(EIA)	2017/3/7	43.9	54.6	57.2
The Economist Intelligence Unit(EIU)	2017/3/15		56.0	60.0
IHS Global Insight	2017/3/15		57.8	57.3
平均預測值			56.1	58.2

資料來源：EIA、EIU、IHS Global Insight

## 二、穀物價格先漲後跌

2017年初以來，因阿根廷等南美洲穀物產區天候不佳，恐不利穀物生產，加以中國大陸需求強勁，支撐穀物價格；3月之後南美洲天候轉佳，預期巴西黃豆及玉米豐收，加以近期美國產區氣候亦利於小麥收成，可望推升全球穀物庫存量，國際穀價自高點

回跌。3月底Thomson Reuters穀物期貨價格指數為289.4點，仍較2016年底上漲1.7% (圖30)。

Thomson RJ/CRB期貨價格指數則隨原油、貴金屬及工業金屬等大宗商品價格震盪走跌，3月底為185.9點，較2016年底下跌3.4% (圖30)。

圖30 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106年1月份

- 3日 △金管會放寬證券投資信託事業及證券投資顧問事業人員兼任轉投資本國子公司職務規定。  
△財政部修正「營利事業所得稅查核準則」，以因應企業會計準則公報及配合相關法令。
- 10日 △金管會首例核准統一綜合證券股份有限公司赴大陸地區參股投資證券公司。
- 11日 △立法院三讀通過「長期照顧服務法」部分條文修正案，增訂遺產及贈與稅、菸稅為長照財源，保障現行長照機構營運模式，並強化長照2.0社區整體照顧服務體系發展。  
△立法院三讀通過「電業法」修正案，放寬再生能源售電限制、開放用戶購電選擇權，以營造再生能源發展環境。
- 16日 △為提升貨幣政策決策透明度，央行經105年12月22日理監事聯席會議決議，自106年6月起，於理監事聯席會議召開後6週，公布議事錄摘要，供各界參閱。
- 18日 △金管會擴大公司應採電子投票之適用範圍，自107年1月1日起，上市櫃公司召開股東會時，應將電子方式列為表決權行使管道之一。
- 23日 △金管會修正「金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法」及「金融服務業提供金融商品或服務前說明契約重要內容及揭露風險辦法」，排除銀行辦理黃金現貨及保管業務適用投資型金融商品或服務之範圍。
- 24日 △配合106年適用之逐號認可國際財務報導準則(IFRS)公報修正規定，金管會修正「保險業財務報告編製準則」。
- 26日 △金管會修正「證券期貨業防制洗錢及打擊資恐注意事項」，強化內部控制及治理、對海外分支機構之管理，以及完備確認客戶身分規範等相關規定。

## 民國106年2月份

- 2日 △金管會修正「保險業防制洗錢及打擊資恐注意事項」，明定規範適用之保險業，增修確認客戶身分措施，以及強化內部控制制度等規定。

- 6日 △財政部修正「固定資產耐用年數表」，增訂物聯網相關雲端設備等機器及設備項目，並縮短其耐用年數，減輕所得稅稅負，以配合新興產業發展趨勢，鼓勵企業設備投資。
- 9日 △金管會修正「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」及「公開發行公司年報應行記載事項準則」，規範揭露董事會及審計委員會決議議案內容，以及董事長兼任員工或經理人，適用員工分紅費用化規定等。
- 10日 △配合106年適用之逐號認可國際財務報導準則(IFRS)公報修正規定，金管會修正「公司制證券交易所財務報告編製準則」、「公司制期貨交易所財務報告編製準則」及「期貨結算機構財務報告編製準則」。
- 14日 △配合106年適用之逐號認可國際財務報導準則(IFRS)公報修正規定，金管會修正「證券商財務報告編製準則」及「期貨商財務報告編製準則」。
- 15日 △美國智庫傳統基金會公布「2017經濟自由度指數」，台灣在180個經濟體中，排名第11名，較上年進步3名，係歷年最佳全球排名。
- 18日 △金管會修正「期貨信託事業管理規則」及「期貨信託基金管理辦法」，增訂得以電子方式辦理基金風險預告、放寬基金銷售業務員資格、簡化基金募集與追加募集程序，並取消基金委託單一券商買賣股票金額限制。  
△金管會修正「期貨顧問事業設置標準」及「期貨顧問事業管理規則」，放寬證券經紀商及證券投資顧問事業兼營期貨顧問事業業務範圍。
- 22日 △金管會放寬每日盤中借券賣出委託數量控管之限制，由不得超過有價證券前30個營業日之日平均成交量之20%調高為30%，自2月23日起生效。
- 24日 △配合106年適用之逐號認可國際財務報導準則(IFRS)公報修正規定，金管會修正「金融控股公司財務報告編製準則」、「公開發行銀行財務報告編製準則」及「公開發行票券金融公司財務報告編製準則」。

### 民國106年3月份

- 3日 △金管會修正「金融業募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」、「金融控股公司年報應行記載事項準則」、「銀行年報應行記載事項準則」及「票券金融公司年報應行記載事項準則」，以推動債券市場發展，及強化公司治理之資訊透明度等。

△金管會修正「境外結構型商品管理規則」，增訂專業投資人資格條件及金融機構評估程序。

7日 △臺灣證券交易所公告修訂「對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序」，規定國內上市公司自107年起每年至少應於國內辦理一次法人說明會。

△金管會核准中國信託商業銀行參與泰國LH Financial Group Public Company Limited 私募現金增資，係本國銀行參股泰國金融控股公司之首案。

13日 △金管會函令境外華僑及外國人投資私募轉換公司債不計入其匯入資金30%限額規範。

14日 △金管會修正「信託資金集合管理運用管理辦法」，放寬信託業之信託資金集合管理運用帳戶存放於同一金融機構存款占比，由20%提高至30%。

△金管會宣布金控公司、銀行及票券業於107年1月1日接軌國際財務報導準則第9號「金融工具」(IFRS9)。

15日 △金管會函令放寬期貨自營商從事國外期貨造市交易限制。

△金管會函令放寬境外外國機構投資人參與借券規定。

16日 △行政院成立洗錢防制辦公室，整合公私部門全面落實洗錢防制。

22日 △金管會訂定「金融機構通報重大偶發事件之範圍申報程序及其他應遵循事項」，明定應通報重大偶發事件之機構、重大偶發事件之通報範圍及通報程序，以及通報機制應納入內部控制及稽核制度。

△金管會修正「金融控股公司及銀行業內部控制及稽核制度實施辦法」，以強化金融機構法遵制度、防制洗錢及打擊資恐機制，並落實內部控制三道防線之執行。

23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分別維持年息1.375%、1.75%及3.625%不變。

27日 △中央銀行修正「證券業辦理外匯業務管理辦法」、「外匯收支或交易申報辦法」、「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」及訂定「外匯證券商輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，開放證券業辦理新台幣即期外匯交易，及擴大外匯衍生性商品業務範圍，並簡化相關業務申報程序。





# 國際經濟金融日誌

## 民國106年1月份

- 10日 △世界銀行（World Bank）發布「全球經濟展望」報告指出，因全球貿易停滯、投資疲軟及政策不確定性升高，將今、明兩年全球經濟成長率預測值分別下修0.1個百分點至2.7%、2.9%。惟美國未來之財政激勵措施可望使其復甦加速，而油價回穩有助帶動本年新興市場暨開發中經濟體之成長。
- 17日 △國際貨幣基金（IMF）發布之「世界經濟展望更新」報告指出，上年全球經濟表現平疲，預估成長率為3.1%。展望今、明兩年，由於先進經濟體經濟活動可望回溫，彌補部分新興市場低迷之景氣，預測經濟成長率分別上升至3.4%、3.6%，惟仍面臨主要國家政策變化致失衡擴大、匯率變動加劇、保護主義增溫、全球貿易和移民限制增加等諸多下行風險。
- △聯合國（UN）發布「2017年全球經濟情勢與展望」報告指出，由於大宗商品價格回穩有利大宗商品出口型經濟體之經濟成長，加以美國經濟回溫及日本採擴張性財政政策激勵景氣等因素，預測本年全球經濟成長率為2.7%，高於上年的2.2%；明年則為2.9%。
- 20日 △中國大陸經濟受全球景氣疲弱，以及經濟轉型過程中內需成長趨緩影響，上年全年經濟成長率由2015年的6.9%降至6.7%，為1991年以來最低，惟仍達成官方6.5%~7.0%之目標。其中，服務業產值占GDP比重升至51.6%，高於工業產值比重，經濟朝結構轉型目標前進。
- △唐納川普（Donald Trump）就任美國第58任總統。
- 23日 △美國總統川普簽署行政命令，宣布美國正式退出跨太平洋夥伴協定（TPP）。
- 24日 △英國最高法院判決，英國政府須經國會批准始能按歐盟「里斯本條約」（Treaty of Lisbon）第50條，啟動為期2年的英國脫歐談判。
- △為維持銀行體系流動性穩定，中國人民銀行分別調升對金融機構6個月及1年期之中期借貸便利利率0.1個百分點至2.95%及3.10%。
- 27日 △美國上年第4季經濟成長率（與上季比化為年率）為1.9%，低於預期，主要係民間消費支出成長下滑及輸出衰退所致；上年全年則受民間消費成長略減緩，以及

企業投資疲弱影響，僅成長1.6%，為2012年以來最低。

### 民國106年2月份

- 3日 △為調節銀行業資金及防範金融風險，中國人民銀行分別調升7天期、14天期及28天期公開市場操作逆回購利率0.1個百分點至2.35%、2.50%及2.65%；並分別調升隔夜、7天期及1個月期常備借貸便利利率0.35個百分點、0.1個百分點及0.1個百分點，至3.10%、3.35%及3.70%，貨幣政策立場由寬鬆轉為穩健中性。
- △美國總統川普簽署行政命令，公布包括增加美國企業競爭力等7項金融監理之核心原則，且要求財政部與其他金融監理部門磋商，檢視現行法規措施是否符合或有助於促進上述核心原則，並提交相關報告。
- 20日 △新加坡財政部公布2017財政年度預算書，總支出預計為751億新加坡元，較上年增加5.2%，以激勵企業投資，提升景氣。

### 民國106年3月份

- 5日 △中國大陸召開全國人大會議，公布本年經濟成長目標為6.5%左右，創26年以來新低；在貨幣政策方面，為防止資產泡沫及控制金融風險，將本年M2年增率目標值由上年的13%左右調降至12%左右，貨幣政策立場由寬鬆趨向穩健中性。
- 7日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD期中經濟展望」報告指出，考量中國大陸與美國之財政政策，以及歐元區進一步寬鬆貨幣等效果，預測今、明兩年全球經濟將分別成長3.3%、3.6%，惟須注意金融市場與經濟基本面脫鉤、許多經濟體面臨金融脆弱性，及全球政策不確定性升高等風險。
- 15日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）決議將聯邦資金利率目標區間上調0.25個百分點至0.75~1%，主要係考量就業市場成長力道持續增強，經濟溫和擴張，且最近數季通膨率逐漸接近2%長期目標。
- △荷蘭國會選舉，由現任總理Mark Rutte領導之「自由民主人民黨」（VVD）擊敗疑歐派對手Geert Wilders領導之「自由黨」（PVV），獲得多數席次。
- 28日 △日本政府提出「勞動方式改革實行計畫」，主要希望藉此改善非正職勞工低薪，以及目前正職勞工工時過長之現象，相關法律修正案將於本年內提交國會審查，並以2019年度實施為目標。

- 29日 △英國依據「里斯本條約」(Treaty of Lisbon)第50條規定，正式啟動脫離歐盟之程序，展開為期兩年與歐盟之脫歐談判。
- 30日 △美國上年第4季經濟成長率(與上季比化為年率)由1.9%上修至2.1%，主要係因民間消費支出成長上修所致；惟上年全年經濟成長率仍維持1.6%不變。



## 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39卷第1期)

發行人：彭淮南  
主編：林宗耀  
編輯委員：林淑華 吳懿娟 蔡焜民 李光輝  
蔡惠美 汪建南 彭德明 游淑雅  
行政編輯：楊建業  
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) 2357-1718  
出版年月：中華民國 106 年 3 月  
創刊年月：中華民國 68 年 3 月  
定價：新台幣250元

## 展售處：

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

台中總店／地址：40042台中市中區中山路6號

電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234

台北法學店／地址：10054台北市中正區銅山街1號

電話：(02) 3322-4985 傳真：(02) 3322-4983

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

重南門市／地址：10045台北市重慶南路一段61號

電話：(02) 2361-7511 傳真：(02) 2361-7711

復北門市／地址：10476台北市復興北路386號

電話：(02) 2500-6600 傳真：(02) 2506-4000

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

松江門市／地址：10485台北市中山區松江路209號1樓

電話：(02)2518-0207

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

GPN:2006800019

ISSN:1017-9623

◆ 著作財產權人保留對本刊依法所享有之所有著作權利。欲重製、改作、編輯或公開口述本刊全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。(請洽中央銀行經濟研究處，電話：2357-1718) ◆