

參、金融體系之評估

一、金融市場

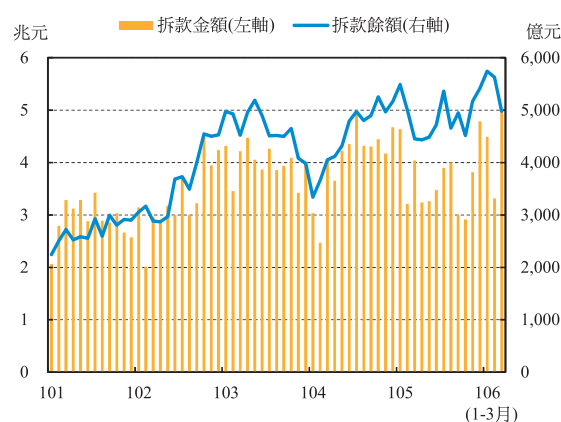
105年金融業拆款市場之拆款餘額增加，惟拆款金額減少；票債券初級市場發行餘額均擴增，次級市場交易金額則均下滑；短期利率略為走低後持穩於低檔，長期利率則先降後升。同期間，股票市場之股價指數走高，波動率則震盪下滑。新臺幣對美元匯率震盪走升，波動幅度相對穩定。

(一) 貨幣及債券市場

1. 拆款餘額增加，惟拆款金額減少

由於各類金融機構之資金鬆緊程度不一，票券公司及部分中小型銀行資金需求較強勁，致105年金融業拆款市場之全年日平均拆款餘額較上年增加7.93%，惟拆款天期較長⁶²，使到期續拆的頻率降低，致拆款金額較上年減少9.05%。106年1月受農曆春節前資金需求高峰影響，拆款日平均餘額達到近5年最高點，隨後下降；3月拆款金額則因營業天數較2月多而明顯增加(圖3-1)。

圖 3-1 金融業拆款市場



註：拆款餘額係指當月之日平均數。
資料來源：本行業務局。

2. 票券發行餘額增加，惟次級市場交易金額減少

105年底票券初級市場發行餘額較上年底大幅增加1,957億元或11.67%，主要因國營事業及大型民營企業大量發行免保證商業本票，以及銀行增加發行可轉讓定期存單，兩者發行餘額分別較上年增加1,334億元(9.91%)及618億元

⁶² 隔夜拆款比重由上年之63.71%大幅降至54.50%。

(26.0%)。106年第1季票券初級市場發行餘額因商業本票發行增加而持續上升(圖3-2)。

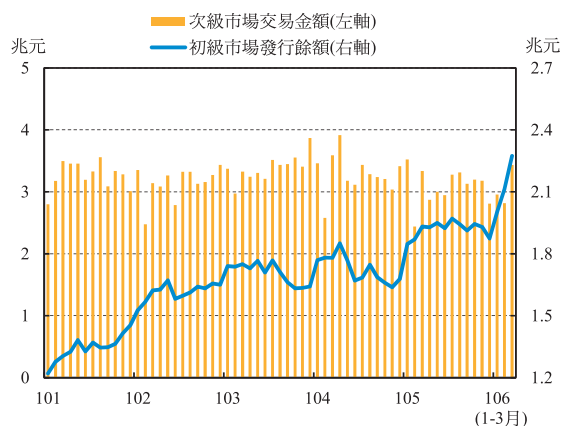
105年票券次級市場交易金額未隨發行餘額成長而提高，反較上年減少2.4兆元或6.16%，主要係票券公司承銷買入免保證商業本票後，多立即於次級市場賣斷，加上銀行大量買入短期票券，多作為流動準備並持有至到期日所致。106年第1季票券交易金額則大致持平(圖3-2)。

3. 債券發行餘額擴增，惟買賣斷週轉率維持低檔

105年底債券發行餘額較上年底增加1.14兆元或11.0%。其中，公債發行餘額與上年底相當；國際債券⁶³發行餘額增加1.15兆元或60.04%，持續大幅成長，主要係市場預期美國可能繼續升息，以及國內籌資便捷等之誘因，提高國際大型企業來台籌資意願，加以國際債券收益率普遍高於國內公債，且可不計入保險業國外投資限額，吸引壽險公司加碼投資；公司債券則因企業資本性支出需求不強，105年底發行餘額較上年底減少376.1億元或2.02%；金融債券發行餘額亦較上年底略減114.8億元或1.16%(圖3-3)。

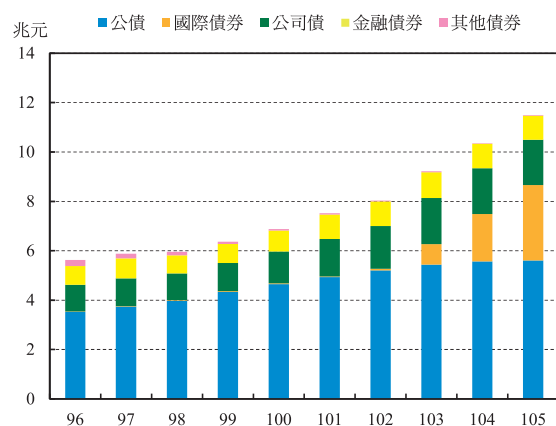
105年債券次級市場交易因保險業大量投資國際債券多持有至到期日，且銀行業持有公債比重持續上升，使債券籌碼益加集中，交易金額反較上年減少1.34%(圖3-4)。其中，主要債券⁶⁴105年12月買賣斷月週轉率降至4.14%之新低

圖 3-2 票券初級及次級市場



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金管會銀行局編「金融業務統計輯要」。

圖 3-3 各類債券發行餘額



註：其他債券包括受益證券及外國債券。

資料來源：金管會證期局。

⁶³ 國際債券係指國內、外發行人於臺灣募集發行並向櫃買中心申請上櫃之外幣計價債券。

⁶⁴ 同註8。

水準，惟106年第1季略有回升(圖3-5)。

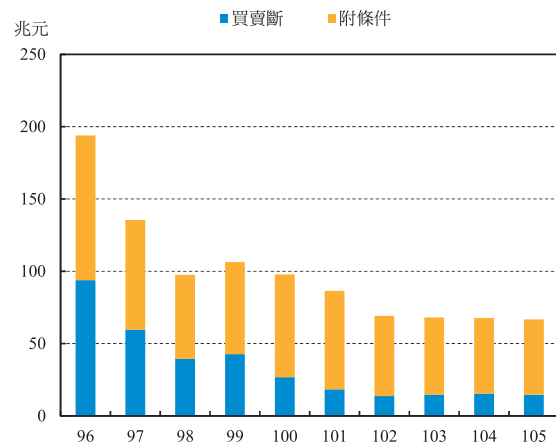
4. 短期利率略下滑，長期利率則下滑後明顯走升

短期利率方面，本行於105年3月及6月分別調降政策利率半碼，加以市場資金持續充裕，下半年短期利率略為走低；106年第1季則持穩於低檔。

長期利率方面，105年上半年因經濟成長不如預期，市場預期利率持續下滑，以及金融市場動盪使避險資金大量轉進債市，長期債券殖利率持續探底，臺債10年期指標公債殖利率於8月18日下滑至0.63%之歷史新低。其後受美國Fed升息機率升高及國際原油價格上漲等因素影響，臺債殖利率大幅反彈走高，10月28日重返1%以上；11月中旬起復因美國通膨預期升溫及國內景氣略為回溫，以及12月中旬美國Fed升息一碼，推升美債殖利率，臺債殖利率亦隨之走高。106年第1季臺債殖利率則隨美債殖利率回檔呈區間盤整走勢(圖3-6)。

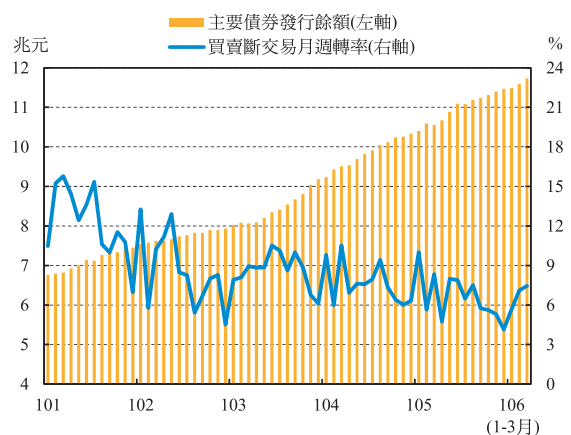
由於美國Fed可能於106年繼續升息，加上臺債與美債利率連動性高之

圖 3-4 債券買賣斷及附條件交易量



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 3-5 主要債券發行餘額及買賣斷月週轉率

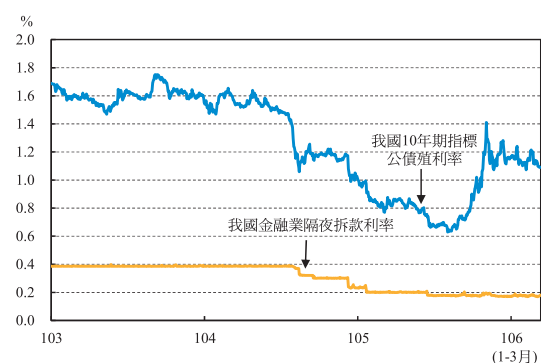


註：1.主要債券標的除公債、公司債及金融債券外，自103年起並納入國際債券。

2.買賣斷交易月週轉率=當月買賣斷成交值/平均發行餘額，其中平均發行餘額=(當月底發行餘額+上月底發行餘額)/2

資料來源：金管會證期局。

圖 3-6 長短期利率走勢



資料來源：Bloomberg。

歷史經驗，未來臺債長期公債殖利率可能受美債影響而走高，復以國際經濟金融情勢不確定性日益升高，市場震盪恐將加劇，宜密切注意相關利率風險。

(二) 股票市場

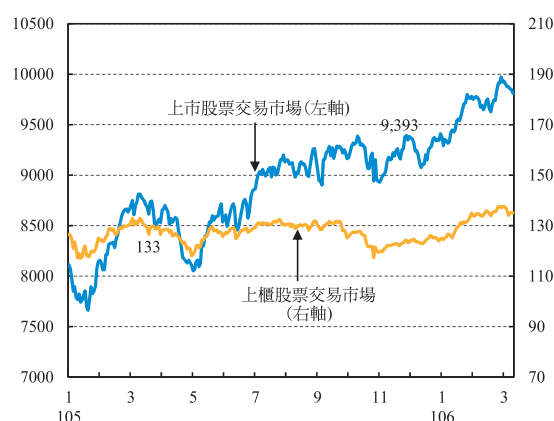
1. 股價指數走升，波動率則下滑

105年上半年受國際股市、油價走勢及美國Fed升息預期影響，國內上市股票市場之發行量加權股價指數呈震盪走勢。下半年起，由於國際主要股市好轉，復以國內經濟及出口回溫，以及美股迭創新高，持續推升台股，12月9日升抵9,393點之全年最高點，年底指數收在9,254點，全年漲幅10.98%(圖3-7)。105年各類股除紡織纖維類、汽車類、航運業類、觀光事業類、生技醫療類、化學生技醫療類等呈負報酬外，其餘類股指數均上漲。106年第1季隨著美股續創歷史新高及外資大量匯入3月底指數續升至9,812點，較105年底上漲6.03%(圖3-7)。

上櫃股價指數上半年呈震盪走勢，下半年則受文化創意業及生技醫療類股指數下滑之影響，呈震盪向下走勢，年底收在125點，全年跌幅3.00%；106年第1季指數回升，3月底收在135點(圖3-7)。

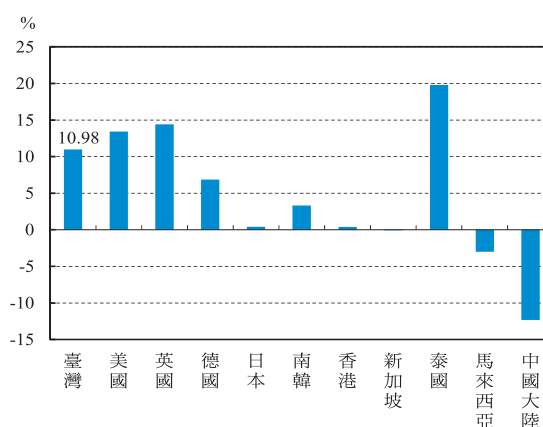
105年國際主要股市，除中國大陸、馬來西亞下跌及新加坡大致持平外，多呈上漲格局；表現較佳者為泰國、英國及美國，漲幅分別為19.79%、14.43%及

圖 3-7 發行量加權股價指數



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

圖 3-8 國際主要股市漲跌幅比較



註：1.本圖為 105 年各股市之股價指數漲跌百分比。

2.臺灣為上市股票指數，美國為紐約道瓊指數，英國為 FTSE-100 指數，德國為 DAX 指數，日本為 Nikkei 225 指數，南韓為 KOSPI 指數，香港為恒生指數，新加坡為海峽時報指數，泰國為 SET 指數，馬來西亞為吉隆坡綜合股價指數，中國大陸為上海證券綜合指數。

資料來源：臺灣證券交易所。

13.42%(圖3-8)。

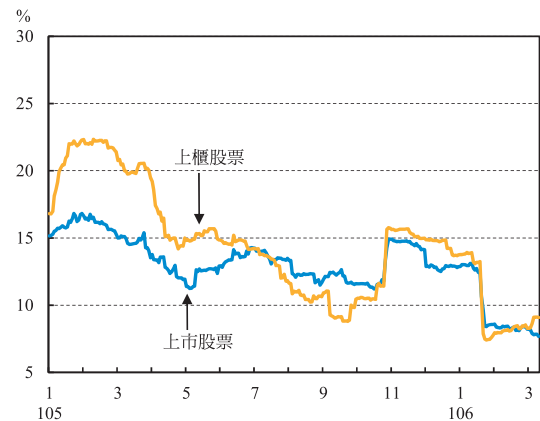
105年我國上市及上櫃股市波動幅度，由年初高點16.82%及22.33%明顯下滑，至第4季反轉上揚，12月底分別為12.94%及14.84%；106年3月底上市及上櫃股價指數波動率分別再降為7.69%及9.08%(圖3-9)。

2. 成交值年週轉率下降

105年我國上市及上櫃股票交易市況不振，其中上市股票市場平均月成交值約1.40兆元，較上年衰退16.94%，成交值年週轉率下滑至64.60%。上櫃股票市場之市況雷同，105年平均月成交值4,209億元，較上年減少11.23%，成交值年週轉率降為181.99%(圖3-10)。106年初台股之成交量擴增，2月2日提高至1,479億元，為104年8月以來新高，106年第1季上市及上櫃股票市場平均月成交值分別為1.59兆元及4,833億元，成交值年週轉率則分別為66.56%及199.79%，略為回升。

比較105年歐美及亞洲主要股市之成交值年週轉率，除中國大陸股市最高外，我國上市股市與英國相近，高於香港、新加坡及馬來西亞等股市(圖3-11)。

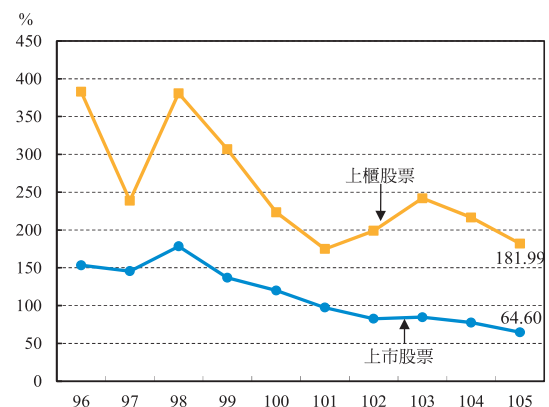
圖 3-9 股價指數波動率



註：波動率係計算 60 個營業日之日報酬率標準差，再轉換為 1 年標準差。

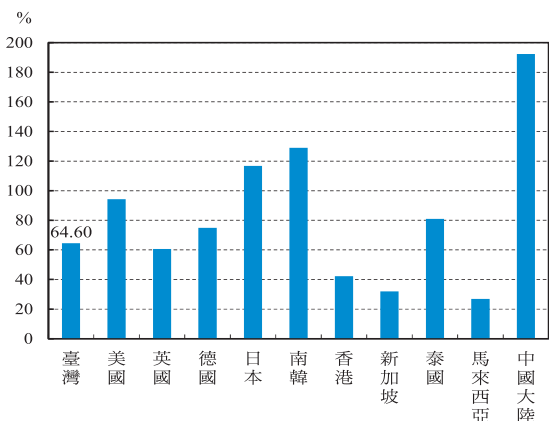
資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心，本行金檢處估算。

圖 3-10 股票市場成交值年週轉率



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

圖 3-11 國際主要股市年週轉率比較



註：本圖係 105 年成交值年週轉率資料。

資料來源：臺灣證券交易所。

(三) 外匯市場

1. 新臺幣對美元匯率震盪走升，外匯交易量減少

105年3月起，因歐洲央行擴大寬鬆政策，日本央行續採負利率政策，以及市場預期美國Fed暫緩升息，使美元走弱，導致外資持續匯入推升新臺幣，8月10日升抵1美元兌新臺幣31.225元之全年最高點。10月起因美國經濟數據穩健，以及受美國總統當選人提出擴大財政支出及減稅政見，加上美國Fed於12月中旬升息，新臺幣對美元轉貶，105年底收在1美元兌新臺幣32.279元，全年升值幅度為2.44%。

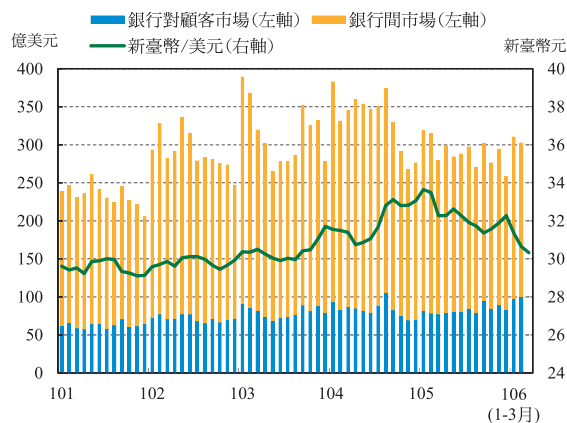
106年初受美國川普政府經貿政策不確定影響，加以市場認為美國可能採取弱勢美元政策，使新臺幣對美元反向走升，3月底收在1美元兌新臺幣30.336元(圖3-12)。

105年新臺幣升值幅度2.44%，僅低於日圓之2.80%。106年第1季，新臺幣較去年底升值6.40%，其他主要亞洲貨幣亦呈升值走勢(圖3-13)。

至於新臺幣對其他國際主要貨幣之升貶情形，105年新臺幣對英鎊、歐元及韓元分別升值23.82%、6.53%及4.81%；同期間，新臺幣對日圓貶值0.35%(圖3-14)。

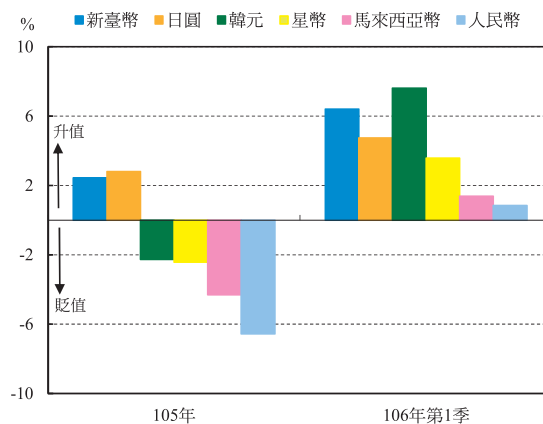
105年臺北外匯市場交易規模降低，全年日平均交易量為289.2億美元，較

圖 3-12 新臺幣/美元匯率及外匯交易量



註：1.本圖係指月底匯率及當月日平均外匯交易量。
2.外匯交易量最新資料截至106年2月。
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 3-13 亞洲主要貨幣對美元之升貶幅度



資料來源：本行外匯局。

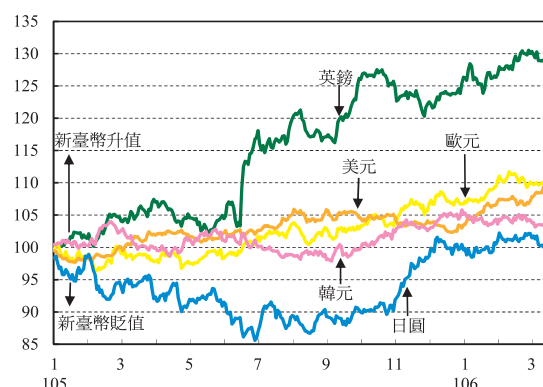
上年平均333.5億美元減少13.28%(圖3-12)，主要係銀行間交易減少。依交易對象區分，105年全年外匯交易量以銀行間市場占71.22%為主，銀行對顧客市場則占28.78%；依交易類別區分，以換匯交易占48.22%為最多，即期交易占39.08%次之。

2. 新臺幣對美元匯率波動幅度相對穩定

105年新臺幣對美元匯率波動率介於2.96%-6.96%之間，全年平均波動率4.52%。106年第1季新臺幣對美元匯率波動率介於3.32%-6.07%之間。105年以來，相較於日圓、歐元、韓元及星幣等貨幣，新臺幣對美元匯率維持相對穩定(圖3-15)。

由於我國為小型開放經濟體，匯市易受外資鉅額且頻繁移動之影響。IMF建議各經濟體可採取升降息、貨幣升貶值或資本移動管理等政策，以減緩短期資本流入或撤離之影響(專欄3)。

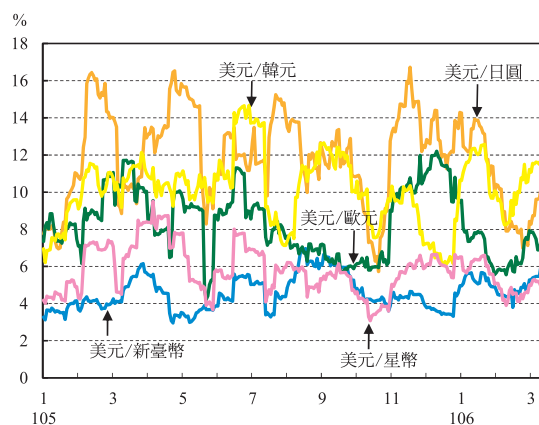
圖 3-14 新臺幣對國際主要貨幣之升貶趨勢



註：基期 104 年 12 月 31 日=100

資料來源：本行外匯局。

圖 3-15 新臺幣及其他貨幣對美元匯率波動率



註：波動率係計算 20 個營業日之日變動率標準差，再轉換為 1 年標準差。

資料來源：本行外匯局，本行金檢處估算。

專欄3：國際短期資本移動對我國經濟金融之影響

資本移動(capital flows)雖可為一國帶來諸多直接和間接效益，但亦可能帶來風險。因資本移動規模益趨龐大、波動日漸加劇，其對國際金融體系影響也日漸深遠。2012年底國際貨幣基金(IMF)於「資本移動自由化與管理之機構觀點」報告中，即認為管理資本移動確有其必要，並嘗試提供管理資本移動之相關建議¹。臺灣為小型開放經濟體，資本移動對我國影響深遠，本專欄除介紹短期資本移動對我國經濟、金融之可能影響外，並援引2016年底IMF發布之「資本移動：機構觀點實務經驗檢討」報告，簡述該機構建議各國面對資本移動的對策，以呼應長期以來本行認為國際資本移動應適度管理之建言²。

一、短期資本移動已漸成決定匯率重要因素，對我國威脅程度正逐漸加大

(一) 短期資本移動漸成左右匯率變動之重要因素

聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)發布「貿易暨發展年度報告」(trade and development report)中即明白指出，當前國際資本移動之性質多屬國際熱錢，而非有助帶動實質投資並提振經濟成長之「外人直接投資」³。

事實上，在金融自由化之浪潮下，可快速移動之短期金融交易已漸成左右匯率變動的重要因素。此外，市場參與者的「群聚行為」(herding behavior)常使金融價格「過度反應」(overshooting)，而出現價格扭曲情形⁴。

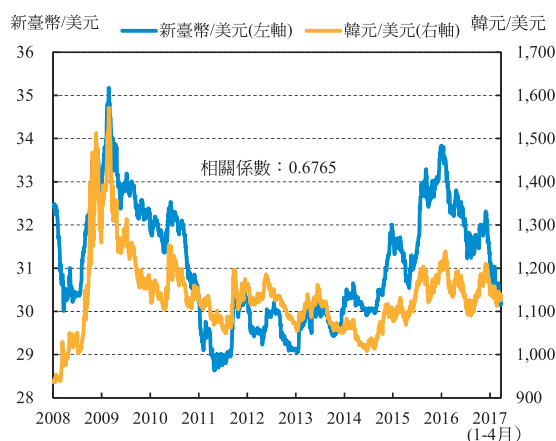
另國際清算銀行(BIS)數據顯示，2016年4月全球平均每日外匯交易量約5.1兆美元⁵，而世界貿易組織(WTO)數據則指出，2016年前3季全球每日商品與服務貿易總額僅約1,615億美元⁶，相對2016年4月全球每日外匯交易量之比僅約3.2%，更反映當前大部分之外匯交易皆屬金融交易。

(二) 短期資本移動亦成干擾我國金融市場之主要變數

因小型開放經濟體成長動能主要來自外需，加以經濟規模相對較小，包含股市、匯市等金融市場，相對容易遭受短期資本移動干擾。

以臺灣、南韓、新加坡為例，儘管各國經濟情勢不盡相同，卻皆受到短期資本移動影響。圖A3-1及圖A3-2顯示，2008年1月至2017年4月底，

圖A3-1 新臺幣、韓元對美元匯率



資料來源：本行外匯局。

新臺幣、韓元對美元匯率相關係數為0.6765，而新臺幣、新加坡幣對美元匯率相關係數更達0.9107，反映在短期資本移動干擾下，小型開放經濟體匯率調整已與經濟基本面脫鉤。

外資鉅額且頻繁的移動，更是影響新臺幣對美元匯率波動的主因。以我國外匯市場為例，2014年1月至2017年2月全體外資資金進出相對銀行間外匯交易之比率逾40.0%，前20大外資占全體外資資金進出總額比率並達35.0%左右。

此外，如圖A3-3及圖A3-4所示，若短期外資流入我國，常使新臺幣對美元匯率趨升、股市上漲；反之，若短期外資拋售股票並撤離我國，常使股市趨跌、新臺幣對美元匯率趨貶，反映短期資本移動對我國威脅程度正逐漸加大。

二、IMF對各國因應資本移動之建議

1980年代末期以來，IMF即不斷倡議資本自由移動，但2008年全球金融危機爆發，終於體認自由放任投機恐將帶來可怕後果，反對資本管制之態度漸趨軟化。

歷經數年發展，從近年IMF對各國因應資本移動之建議可發現，其態度已與長期以來本行認為國際資本移動應適度管理之建言方向趨於一致，以下重點介紹近期IMF對各國在因應資本移動可能對策之建議。

(一) 因應資本流入之可能對策

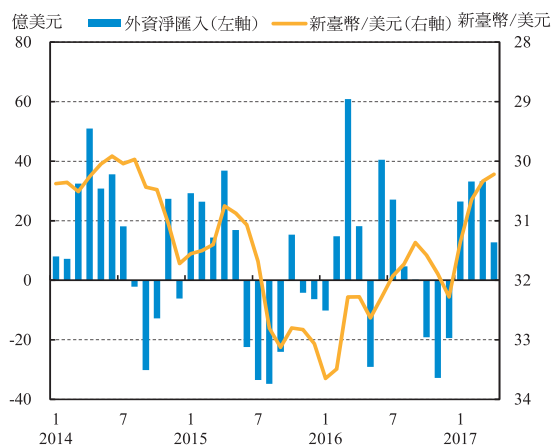
IMF²認為，當一國面臨短期資本持續流入之情況時，應可藉由降息、升值、外匯干預、沖銷外匯干預，

圖A3-2 新臺幣、新加坡幣對美元匯率



資料來源：本行外匯局。

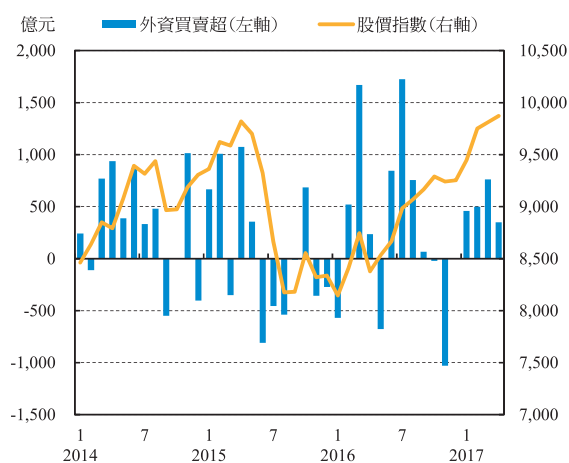
圖A3-3 外資淨匯入與新臺幣對美元匯率



註：外資係包含陸資。

資料來源：本行外匯局、金管會證期局。

圖A3-4 外資買賣超與臺灣股價指數



註：1.外資(含陸資)買賣超係包含臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心數據。

2.股價指數係指上市部分。

資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

甚或資本移動管理措施(capital flow management measures, CFMs)等政策，減緩短期資本流入程度。

以圖A3-5為例，若在貨幣匯率高估下發生短期資本流入，可降息或進行外匯干預；若在外匯存底充裕下發生短期資本流入，可採降息或使其貨幣升值；若在經濟過熱下發生短期資本流入，則可允許其貨幣升值，或採沖銷外匯干預。

若在貨幣匯率高估、外匯存底充裕且經濟過熱下發生短期資本流入，CFMs除可為必要之總體經濟調整爭取時間，並可有效抵禦部分情境下潛藏之系統性金融不穩定風險。

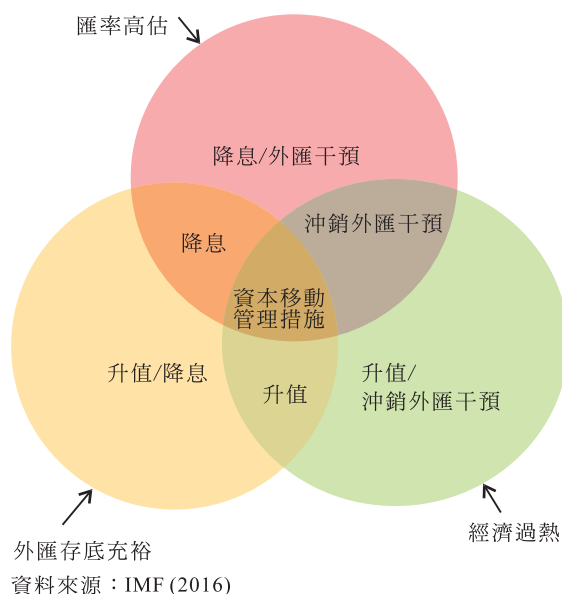
(二) 因應資本撤離之可能對策

IMF²指出，當一國面臨資本持續撤離情況，應可藉由升息、貶值、外匯干預、反向沖銷外匯干預、鬆綁資本流入、限制資本流出等政策加以管理，以減緩短期資本撤離程度。

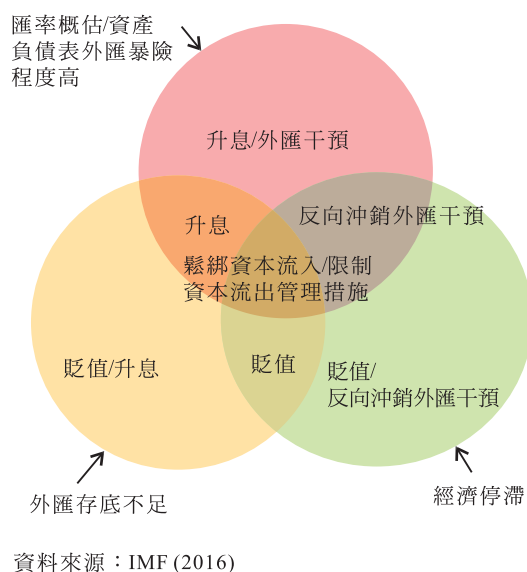
以圖A3-6為例，若在貨幣匯率低估下發生短期資本撤離，可採升息或進行外匯干預；若在外匯存底不足下發生短期資本撤離，可採升息或允許貨幣貶值；若在經濟陷入停滯下發生短期資本撤離，則可允許貨幣貶值，或採反向沖銷外匯干預。

若在貨幣匯率低估、外匯存底不足且經濟陷入停滯下發生短期資本撤離，此時極可能爆發金融危機，鬆綁資本流入、限制資本流出等CFMs政策除可為必要之總體經濟調整爭取時間外，亦可有效抵禦部分情境下潛藏之系統性金融不穩定風險。

圖A3-5 因應資本流入之政策可能選項



圖A3-6 因應資本撤離之政策可能選項



- 註：1. IMF (2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, November 14.
2. IMF (2016), *Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View*, December 20.
3. UNCTAD (2013), *Trade and Development Report 2013: Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*, United Nations Conference on Trade and Development, September 12.
4. UNCTAD (2009), *Trade and Development Report 2009: Responding to the Global Crisis — Climate Change Mitigation and Development*, United Nations Conference on Trade and Development, September 7.
5. 每3年BIS皆會發布「3年1度之中央銀行櫃檯買賣外匯即期暨衍生性商品交易市場調查報告」(Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets)，並以當年度4月之相關數據為調查依據。最近1次係2016年9月1日發布，並於2016年12月11日更新。經調整當地暨跨境交易商之間重複計算後之數據(net-net basis)顯示，於櫃檯買賣之平均每日外匯交易量自2013年4月之5.4兆美元降至2016年4月之5.1兆美元。惟BIS表示，2013年4月之數據高乎異常，可能係日本之寬鬆貨幣政策所致，若將此情況排除在外，2016年4月之數據仍略高於2013年4月。
6. 自2005年第2季起，WTO在每1季季末(每年之3、6、9、12月)發布前1季之商品及服務貿易總額，最近1次係2016年12月15日發布。另2016年前3季之全球商品與服務貿易總額為30.514兆美元，以每年252個工作天為設算基準，可得全球每日商品與服務貿易總額約1,615億美元。