

ISSN 1017-9623

中央銀行季刊

第41卷第1期

中央銀行 編印
中華民國 108 年 3 月

中央銀行季刊

第41卷 第1期

中央銀行 編印

中華民國 108 年 3 月

中央銀行季刊

目錄 第41卷 第1期

專 載

| | | |
|-------------------------|---------|---|
| 中央銀行理監事聯席會議決議 | 中 央 銀 行 | 1 |
| 國際經貿新局—對美中貿易失衡的觀點 | 楊 金 龍 | 5 |

論著與分析

| | | |
|--|-------|----|
| 亞洲主要國家政府債務成長與經濟成長關聯 —排擠效應傳遞管道及門檻效果之探討 | 鄭 漢 亮 | 15 |
|--|-------|----|

經濟金融動態

| | | |
|---------------------------|------------------------|----|
| 國內經濟金融情勢（民國107年第4季） | | |
| 總體經濟 | 國 內 經 濟 科 | 45 |
| 國際收支 | 國 際 收 支 科 | 55 |
| 貨幣與信用 | 金 融 統 計 科 | 63 |
| 金融市場 | 金 融 統 計 科 國 際 收 支 科 | 71 |
| 國際經濟金融情勢（民國107年第4季） | 國 際 經 濟 科 | 91 |

經濟金融日誌

| | | |
|-----------------------------|-----------|-----|
| 國內經濟金融日誌（民國108年1月至3月） | 國 內 經 濟 科 | 119 |
| 國際經濟金融日誌（民國108年1月至3月） | 國 際 經 濟 科 | 123 |

中央銀行理事聯席會議決議

(108年3月21日發布)

一、國際經濟金融情勢

上(2018)年12月本行理事會會議以來，全球貿易及製造業活動持續降溫，國際機構普遍下修本(2019)年全球經濟成長預測，主要國家經濟成長多趨緩。由於景氣擴張力道減緩，且預期本年國際油價低於上年，全球通膨展望溫和。

近期主要經濟體政策利率維持不變，惟貨幣政策立場多趨於寬鬆，加以美中貿易談判朝正向發展，國際金融市場回穩。展望未來，美國對中、歐、日等主要經濟體之貿易政策仍存不確定性，且中國大陸景氣下滑、英國脫歐期限擬延後，全球經濟金融前景變數仍多。

二、國內經濟金融情勢

(一) 年初以來，因外需減弱，國內出口呈現負成長，並影響生產活動；惟資本設備進口增加，且台股隨國際股市回穩，帶動消費信心回升，經濟持續溫和成長。勞動市場情勢穩定，就業人數緩增，失業率微降。鑑於本年全球經貿活動預期放緩，加以受上年基期因素影響，本年台灣出口成長將走緩。惟國內經常性薪資續有增加，政府推出激勵消費

措施，民間消費可望穩定成長；益以政府積極推動前瞻基礎建設及台商回台投資，公、私部門投資將續成長。在內需帶動下，本行預測本年經濟成長將逐季回溫，全年經濟成長率為2.13%，低於上年。

(二) 本年1至2月消費者物價指數(CPI)平均年增率為0.20%，不含蔬果及能源之核心CPI年增率則為0.41%，漲幅和緩。

由於上年蔬果盛產價跌，本年蔬果等食物類價格漲幅可能較大，同時，基本工資調升，將帶動薪資及外食費用等上揚；惟預期本年國際油價低於上年，減緩輸入性通膨壓力，益以國內需求溫和，以及菸稅調高效應消失，通膨展望平穩。本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別為0.91%及0.78%(詳附表1)。

(三) 本年初，因應農曆春節資金需求，本行透過公開市場操作，提供市場充裕流動性；1至2月銀行平均超額準備部位由上年第4季平均之4百餘億元增為5百餘億元，近月長短期利率略降。

本年1至2月準備貨幣及貨幣總計

數M2平均年增率分別為6.78%及3.03%；同期間，銀行放款與投資平均年增率為5.70%，顯示貨幣信用足以支應經濟成長所需。近月本國銀行逾放比率為0.24%，備抵呆帳覆蓋率維持於569.56%之較高水準，銀行資產品質良好。

三、本行理事會一致決議維持政策利率不變

綜合國內外經濟金融情勢，考量本年全球經濟及貿易成長預測下修，國際經貿金融前景仍具不確定性，影響所及，國內經濟成長略緩，且實際產出尚低於潛在產出，預期通膨壓力和緩；與主要經濟體相較，國內名目利率及實質利率水準仍屬居中(詳附圖1、附表2)，本行理事會認為維持政策利率不變，廢續適度寬鬆貨幣政策，有助整體經濟金

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%。

四、本行將持續關注國內通膨、經濟成長及金融情勢變化，並密切注意全球經貿活動發展、主要經濟體貨幣政策走向，以及資本移動對國內經濟金融可能帶來的影響，適時採行妥適貨幣政策，以達成本行法定職責。

五、新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

附表1 台灣當前通膨及通膨展望

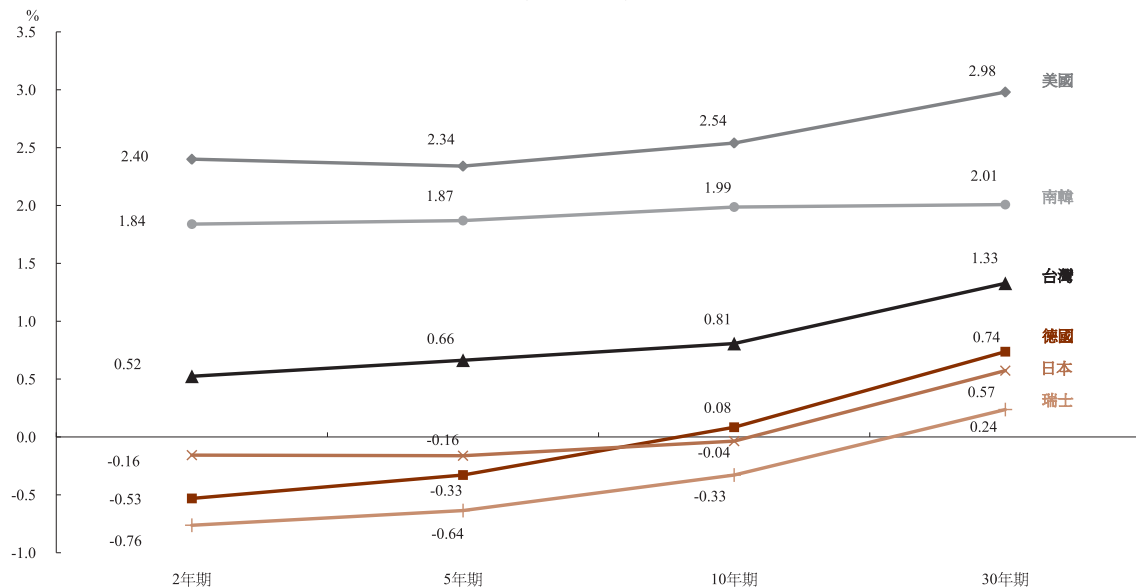
單位：%

| 預測機構 | | 當前通膨 | 通膨展望 | |
|--------------------------|------------------------------|---|---|-------------------------------|
| | | 2019年 1-2月 | 2019年 全年(f) | |
| 國內機構 | 主計總處(2019/2/13) | 0.20 (CPI) 0.41 (核心CPI*) | 0.73 | 國內機構預測 中位數 0.91% |
| | 中央銀行(2019/3/21) | | 0.91 (CPI) 0.78 (核心CPI*) | |
| | 台經院(2019/1/25) | | 1.10 | |
| 國外機構 | Morgan Stanley(2019/2/15) | 0.50 | 國外機構預測 中位數 0.90% | |
| | Citi(2019/2/18) | 0.70 | | |
| | Nomura(2019/3/15) | 0.80 | | |
| | UBS(2019/3/15) | 0.81 | | |
| | IHS Markit(2019/3/15) | 0.87 | | |
| | Deutsche Bank(2019/3/14) | 0.90 | | |
| | Barclays Capital(2019/3/15) | 1.00 | | |
| | BoA Merrill Lynch(2019/3/18) | 1.10 | | |
| | Goldman Sachs(2019/3/18) | 1.10 | | |
| | HSBC(2019/3/18) | 1.20 | | |
| Credit Suisse(2019/3/14) | 1.40 | | | |

*核心CPI (core CPI)，係指扣除蔬果及能源後之CPI。

資料來源：主計總處、各預測機構

附圖1 主要經濟體公債殖利率
(2019/3/21)



資料來源：Bloomberg、證券櫃檯買賣中心、美國財政部

附表2 主要經濟體實質利率

單位：%

| 經濟體 | (1) 1年期定存利率* (2019年3月21日) | (2) CPI年增率** (2019年預測值) | (3)=(1)-(2) 實質利率 |
|-----------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------|
| 馬來西亞 | 2.950 | 0.59 | 2.360 |
| 印尼 | 4.750 | 2.99 | 1.760 |
| 南韓 | 1.500 | 0.32 | 1.180 |
| 泰國 | 1.500 | 0.78 | 0.720 |
| 台灣 | 1.065 | 0.91 | 0.155 |
| 新加坡 | 0.700 | 1.08 | -0.380 |
| 美國 | 1.390 | 1.95 | -0.560 |
| 日本 | 0.010 | 0.62 | -0.610 |
| 瑞士 | 0.000 | 0.62 | -0.620 |
| 英國 | 0.700 | 1.94 | -1.240 |
| 中國大陸 | 1.500 | 2.79 | -1.290 |
| 歐元區 | 0.050 | 1.44 | -1.390 |
| 香港 | 0.300 | 2.26 | -1.960 |
| 菲律賓 | 0.500 | 3.32 | -2.820 |

* 台灣為本國五大銀行之1年期定期存款機動利率；其他國家係當地大型銀行之1年期小額存款利率。

** 為IHS Markit 2019年3月15日之預測值；台灣CPI年增率係本行預測值。

國際經貿新局—對美中貿易失衡的觀點*

楊金龍**

一、序言

吳董事長、黃院長、劉錦添教授、曹董事長、周鉅原教授，各位金融界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友，大家午安！

本行向來關注美中經貿政策發展及其外溢效果，如於上(2018)年12月20日本行理監事會後記者會發布參考資料「川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響」，供外界參考。今天很高興能應臺灣金融研訓院、臺大公共經濟研究中心及臺灣公共議題研究協會的邀請，參加本次「貿易戰之國際經濟新局與臺灣因應策略」研討會，並以「國際經貿新局—對美中貿易失衡的觀點」為題，就教於各位。

2001年中國大陸正式加入世界貿易組織(WTO)，並在全球化的推進過程中，逐步成為世界工廠，之後更在2009年取代德國，成為全球第1大出口國，並於2010年超越日本，成為名目GDP僅次於美國的第2大經濟體；英國智庫CEBR並預估中國大陸經濟規模將於2032年超越美國，躍居全球第1大經

濟體^{註1}。

中國大陸的崛起，引發美國各界的高度危機感，2015年哈佛甘迺迪政府學院教授Graham Allison所提出的「修昔底德陷阱」(The Thucydides Trap)^{註2}觀點一亦即有關新舊強權的互動與對立，再度為各界所關注。回顧歷史，日本曾在1980年代躍居全球第二大經濟體，對各國一尤其是美國一享有鉅額貿易順差，當時各界多認為日本似已迎頭趕上美國，此亦可由當年哈佛大學教授傅高義(Ezra Vogel)知名著作「日本第一」^{註3}廣為流傳，可略知其一二。也因此，美國於1980年代中期透過「廣場協議」(Plaza Accord)^{註4}使日圓等主要貨幣對美元大幅升值，並對日本採行多項貿易制裁措施，藉以「痛擊日本」(Japan-bashing)，期使美國產業恢復競爭力及原本的市場占有率。

二、美中附加價值出口消長、美國製造業就業流失與川普新經貿政策

(一) 中國大陸成為美國最大入超國，美、中的國內附加價值出口的全球

* 應臺灣金融研訓院、臺灣大學公共經濟研究中心、台灣公共議題研究協會邀請，於108年1月4日「貿易戰之國際經濟新局與臺灣因應策略」研討會所作演講。

** 中央銀行總裁。

市占率出現消長

時至今日，中國大陸已取代日本成為美國商品貿易入超的最大來源國，在2017年，美國近8,000億美元的入超中，對中國大陸入超金額為3,755.8億美元，占了47.2%。另一方面，隨著全球供應鏈的興起，中國大陸所生產之國內附加價值出口，其全球市占率亦自1995年的2%，大幅增加至2011年的9.2%；同期間，美國國內附加價值出口在全球市占率則由14.5%下降至11.2%。

(二) 美國就業流失與所得分配不均之現象惡化，川普競選政見吸引「鐵鏽帶^{註5}」(Rust Belt)選民，入主白宮

全球化過程中，美國企業運用「比較利益」的營運模式，許多勞力密集產業或附加價值較低的產品，已不在美國生產，使得美國製造業就業，如「鐵鏽帶」就業大幅流失，所得分配不均之現象亦呈現惡化。「2018年世界不平均報告」指出^{註6}，在所有先進國家中，美國貧富差距問題最為嚴重，2014年美國最富有1%族群擁有全美國民所得的20.2%，遠高於最貧窮50%族群的12.5%，且差距持續擴大。

有鑑於此，川普在總統大選期間即提倡「購買美國商品、僱用美國人」(Buy American and Hire American)、「美國製造」(Made in USA)及貿易保護措施等政見，打動「鐵鏽帶」龐大的藍領階級選民，最後協助川普入主白宮。

(三) 川普政府新經貿政策

美國總統川普上任以來，即開始兌現其政見，大幅度調整過去對外經貿政策，包含退出多邊談判架構^{註7}，改採雙邊協商方式，使美方重新簽署對其更有利的美韓FTA^{註8}及美墨加貿易協定(USMCA)^{註9}，且對進口商品加徵關稅^{註10}、禁止高科技產品出口及外人投資國內重要產業；同時透過美國財政部匯率政策報告^{註11}及未來擬在新的貿易協定中，增列匯率條款^{註12}與非市場經濟國家條款^{註13}，圍堵中國大陸等特定國家，以維護其科技優勢地位^{註14}。

(四) 川普認為中國大陸扭曲市場機制，並藉不公平競爭取得優勢，發展「中國製造2025」，故對中方多次啟動貿易制裁手段

作為美國最大貿易逆差來源國的中國大陸，更是川普所指責的對象。川普一直認為，中國大陸扭曲市場機制，現行WTO貿易體制無法規範中國大陸不公平競爭的行為，且其貿易爭端解決機制的成效亦不彰，故與G20其他會員國共同呼籲進行強化WTO功能的相關改革^{註15}。例如，川普政府認為中國大陸限制外資投資比例，強迫美商技術移轉換取進入中國大陸市場，又以非市場價格要求美商技術授權，並透過政策支持陸企在美投資，獲取尖端科技，或藉由網路竊取美商營業秘密等，以取得不公平競爭優勢，有利先進科技加速發展，進而對美國經濟及國家安

全造成威脅。特別是「中國製造2025」以成為與美國平起平坐的全球製造強國為目標，更令美國感到擔憂，故啟動「技術冷戰」，全力圍堵中國大陸科技擴張，致過去一年多來美國已針對中國大陸啟動多次貿易制裁手段。

當前美方反制中方的種種作法，我們似乎又看到當年「痛擊日本」的往事；當然，今天美國所面對的中國大陸，與昔日的日本並不相同，中國大陸在美方宣布制裁措施後，多同步祭出反制措施，使美中貿易關係持續緊繃。雖然，近期中國大陸宣布多項開放市場措施，並放緩發展「中國製造2025」，川普於近日亦宣稱美中貿易談判似有進展，惟各界認為美中貿易衝突的發展仍存在高度不確定性。

今天，我們想在美中貿易政策議題外，談談國際金融貨幣體系及美國經貿發展的結構性問題，並說明未來可能的發展方向。

三、國際金融體系及全球貿易失衡

(一) 美元作為核心國際準備貨幣，美國享有鑄幣稅等特權，卻得面對貿易持續入超的難題

1960年代美國經濟學家Robert Triffin曾指出，美元因布列敦森林體系(Bretton Wood System)之新金匯本位制度，必須同時面對「增加美元供給量以支持全球經貿成長」與「控管美元發行量以維護其幣值穩定」之兩

難局面，後人稱此為「特里芬難題」(Triffin Dilemma)^{註16}。

1971年美國總統尼克森宣布暫停美元對黃金之兌換，布列敦森林體系瓦解，原本的固定匯率制度逐漸轉為以美元本位的浮動匯率制度，此後美元作為最主要的國際準備貨幣，已無需以足夠黃金當作其發行準備。由於各國對美元的需求仍大，美國透過貿易入超供應全球美元需求，使得「特里芬難題」的本質依舊存在。

美元的獨特地位除可替美國挹注為數可觀的鑄幣稅等收入^{註17}外，美國Fed多半僅依國內經濟情勢，調整貨幣政策鬆緊，惟他國卻常因此而須承受其政策的外溢效果。對此，1971年美國時任財政部長John Connally曾不諱言：「美元是我們的通貨，但卻是你們的問題」(the dollar “is our currency, but your problem”)，回應當時歐洲多位財長對美元供給過多之擔憂。

(二) 全球化促成跨國供應鏈興起，擴大美國商品進口及貿易逆差

1981年美國總統雷根上任後，與英國柴契爾夫人催化「新自由主義」(Neoliberalism)^{註18}的興起，為全球化帶來重大突破。Fed前主席葛林斯潘曾表示^{註19}，美國經濟在柯林頓總統任內所呈現的低通膨與低失業率，即是受益於全球化發展。

全球化的發展使得廠商可在世界各地尋找低廉的勞工與原料，並提高生產效率，

形成跨國產業分工的供應鏈體系。在此過程中，美國企業捨棄微笑曲線中段的低附加價值製造，轉而專注於微笑曲線兩端具高附加價值之研發與行銷。影響所及，美國從國外大量進口生產成本較低的商品，商品貿易入超不斷擴大，但智慧財產權使用費等服務貿易收入則明顯擴增。從美國製造業及服務業就業人口的相對變化，可看到服務業就業人口比重不斷攀升，製造業就業人口比重則持續下降，也反映出此一現象。

(三) 全球金融整合提高美國金融業發展的利基，並有利美國吸引國際資金流入，持續融通其儲蓄的不足，使美國得以維持長期經常帳逆差

全球化浪潮不但深刻影響製造業的生產模式，各國金融市場亦因美國大力推動金融自由化(financial liberalization)及全球化，變得更緊密結合，加以美元的「過度特權」^{註20}(exorbitant privilege)，包括美元作為國際貿易與金融交易最重要的結算貨幣及準備貨幣，美國得以提高其金融業的比較利益，打造紐約等美國城市成為世界主要金融中心^{註21}。

美國受惠於全球金融市場高度整合，且善用美元的國際準備貨幣地位及當地高度成熟的資本市場，除了運用融資成本較低的國外資金，從事報酬率較高之投資，使其在鉅額國外淨負債下，仍得以享有投資所得收支順差^{註22}之外；更重要的是，美國藉由國外資本持續流入，彌補其國內儲蓄不足，融通

該國經常帳逆差。

四、健全國際金融體系與解決貿易失衡、所得不均的長短期作法

由前述說明可知，美國面臨貿易鉅額入超與美元作為核心國際準備貨幣、供應鏈全球分工及全球金融整合等結構性因素；藉由單邊的關稅制裁或匯率施壓，並無法根本解決美國經常帳逆差的問題。

(一) 改善全球經貿失衡並健全國際金融貨幣體系，長期宜建立多元國際貨幣體系，短中期則須倚靠大型經濟體共同吸收全球貿易失衡

1. 未來可透過建立多元國際貨幣體系，來改善全球經貿失衡，並穩定國際金融體系運作

由於美元為核心國際準備貨幣，加以全球對準備資產需求增加，使得美國須扮演全球流動性提供者的角色，並維持鉅額經常帳逆差；因此，許多知名的國際金融經濟學者^{註23}均曾建議，讓歐元及人民幣扮演更重要的角色，以多元(multipolar)國際貨幣體系來分散美元作為國際準備貨幣的重擔。

然而，由於歐元目前仍受歐債危機的後續效應所影響，而人民幣則在資本管制措施下，尚未完全自由化；因此，預期短期間內前述的多元國際貨幣體系尚難以運作。

2. 短中期有賴具有廣大內需市場及貿易順差的大型經濟體分擔美國重擔，透

過擴大內需以降低超額儲蓄，共同吸收全球貿易失衡

目前中國大陸、日本及德國等具有較強經濟實力及廣大內需市場的大型經濟體，不論是對美國或對全球卻仍存在龐大的貿易順差，並不符其在全球經濟金融體系應承擔之責，使得美國成為唯一吸收全球失衡的大型經濟體。以全球經濟持續穩健且均衡發展的觀點而言，這些大型經濟體應提振內需，減緩超額儲蓄累積，尤其，首先應設法降低對美國的貿易順差，在未來甚至能與美國共同負擔吸收其餘國家貿易順差的責任，進而改善全球貿易失衡與穩定國際金融體系。

(二) 關稅及匯率並非解決貿易失衡的萬靈丹，美國經常帳逆差主要反映國內儲蓄不足的結構性因素

1. 國際資本快速移動使浮動匯率甚至可能阻礙經常帳的調整，對小型開放經濟體尤然

在當今金融自由化風潮之下，國際資本易於快速移動，金融交易已成為影響各國匯率的重要因素^{註24}。儘管川普政府已將匯率議題列入貿易談判及自由貿易協議，惟早在歐巴馬政府時期進行「跨太平洋夥伴協定」(TPP)協商時，美國重要財經官員及學者即曾聯名反對此一政策作法^{註25}。事實上，在面對當前鉅額的國際資本移動，浮動匯率有時反而會減緩甚或阻礙經常帳的調整；此對小型開放經濟體尤然。

近期新興市場的貨幣危機經驗，即凸顯此一問題。全球金融危機以來，主要經濟體採行極寬鬆貨幣政策，創造國際間的超額流動性，造成國際金融市場波動加劇；在此期間，部分新興市場經濟體儘管存在經常帳逆差，但國際資本流入反而使其貨幣升值，一旦面臨資本驟然流出，常會出現嚴重的金融動盪。由此可知，小型開放經濟體基於本身經濟基本面維持匯率動態穩定，為一國維持金融穩定的重要關鍵。

2. 匯率或關稅無法根本解決美國貿易入超問題，解決之道在於美國應該減少消費，並增加儲蓄

諾貝爾獎經濟學得主Joseph E. Stiglitz及哈佛大學教授Martin Feldstein^{註26}等人均指出，降低美國龐大經常帳逆差的根本之道，在於美國民眾應該減少消費及投資，並增加儲蓄；否則，美國對某一國採行貿易制裁手段，只是將美國的貿易入超移轉到其他的貿易對手國。因此，關稅或匯率施壓等手段常無法根本解決本國貿易入超問題。

(三) 國際貿易分工可提升全球經濟利益，貿易失衡與國內所得不均宜配合國內政策解決

理論上，國際貿易專業分工應能為全球經濟帶來更多福祉，然而，實際上亦會帶來一國的貿易失衡及其國內所得不均惡化等現象。

1. 順差國應擴大內需、逆差國應增加儲蓄

蓄，共同解決全球失衡問題

面對外部貿易失衡，如前所述，不論大小經濟體均有責任，各國透過國內政策加以改善，如貿易順差國應致力提振內需，並健全本國社會安全網以縮減超額儲蓄；而貿易逆差國則應增加國內儲蓄，二者共同努力將可減緩全球貿易失衡的擴大。

2. 各國應透過國內重分配政策並強化教育政策，改善所得不均問題

針對國內所得不均現象，世界銀行前經濟學家Branko Milanovic曾指出^{註27}，全球化使新興經濟體成本較低廉的勞工獲得資本家青睞，成為新的「全球中產階級」及全球化的贏家；而富裕國家具有與前者相似技能的勞工則成為輸家。同時，無論是先進國家或開發中國家，全球化均會在其國內產生贏家及輸家，使所得差距擴大。

為降低全球化造成對國內所得的不良影響，各國應透過國內重分配政策來照顧就業受衝擊者，同時強化教育政策，改善勞動市場供需雙方的技能配適(skill matching)，俾提供受全球化衝擊者更直接的幫助，且有利長期的技術提升。2016年諾貝爾經濟學得主Oliver Hart亦認為^{註28}，解決美國所得分配不均問題的較佳方案，應是透過教育訓練及所得重分配。

五、結語

在當前國際經濟新局下，全球經貿活動

及供應鏈結構已開始出現轉變；一般認為，近期美中貿易衝突僅是表象，更深層的意涵係反映中國大陸的崛起，使美中兩國由合作轉為競爭，尤其，雙方在高科技領域上的競爭更趨白熱化，各界宜妥適因應此一挑戰。

(一) 臺商面臨全球供應鏈重組的機會與挑戰

長久以來，全球供應鏈高度發展，臺灣製造業一方面以中國大陸為生產基地，一方面以美國為高科技關鍵技術的重要來源，美中均為臺灣最重要的產業分工夥伴。

美中貿易衝突及中國大陸調整經濟結構的政策，將逐漸改變中國大陸為世界工廠的地位，尤其是美國對中國大陸高科技業者的制裁，同時嚴控先進技術外流，更將加速臺商調整本身供應鏈；一是調整對美國出口的供應鏈體系，將生產基地移至美國、東南亞或印度等地；另一是仍以中國大陸為生產基地，或轉型為中國大陸內需導向，並將採購與研發在地化。

在美中兩國均企圖重塑全球供應鏈結構下，臺灣電子業等許多高度跨國分工的產業，已面臨全球供應鏈重組的機會與挑戰，宜思考短期因應及長期布局的策略。

(二) 政府與企業共同努力，強化臺灣產業優勢，將衝擊轉為增加投資臺灣的助力

在美國倡議公平貿易及「美國製造」的政策下，臺商可藉此機會強化連結美國高科

技研發優勢，同時加速跨國供應鏈移轉及回臺投資，以穩固本身在附加價值微笑曲線的優勢位置。

政府亦已積極推動「歡迎臺商回臺投資方案」爭取高附加價值廠商投資，落實「加速投資臺灣」，排除投資障礙並鬆綁法規；同時，並積極推動5加2產業創新計畫，強化產業優勢及改善出口結構，提升臺商回臺誘因，將美中貿易摩擦的衝擊轉為增加投資臺灣的助力，化危機為轉機。

**(三) 美中貿易衝突影響全球經濟前景，
臺灣難免受到波及，本行將持續採
行妥適的貨幣政策及匯率政策，協
助國內經濟金融穩健發展**

美中貿易衝突升溫已逐漸影響全球消費與投資信心，進而對經濟前景帶來負面衝擊；如近期IMF及OECD均下修本(2019)年全球經濟與貿易量成長率。

臺灣是小型開放經濟體，全球價值鏈參與度達67.6%，貿易開放程度達145%，受貿易衝突等國際不確定因素影響，外部需求及景氣擴張力道可能趨緩，主計總處及本行近期分別下修本年臺灣經濟成長預測值至

2.41%與2.33%。惟在基本工資調漲，5G發展與離岸風電投資，以及政府積極推動前瞻基礎建設投資，並將運用超徵的稅收照顧收入較少的民眾等政策下，展望本年臺灣經濟成長可望由內需驅動。

為緩和美中貿易衝突及全球下行風險對臺灣的衝擊，本行於上年12月20日理事會決議，將持續適度寬鬆貨幣政策，以協助整體經濟金融穩健發展。此外，自上年美中貿易衝突升溫以來，國際金融市場波動擴大，新臺幣對美元匯率較其他貨幣仍屬動態穩定，顯示本行有能力穩定匯市。未來，本行亦將持續關注全球貿易保護主義的發展、國際金融市場波動及相關情勢對國內經濟金融的潛在影響，適時採行妥適政策。

我相信，今天各位將可在研討會上，聆聽來自各界先進對國際貿易紛爭、美中戰略架構觀點，及變局中的機會與挑戰的精闢見解及精彩討論，也感謝各位先進在百忙之中為臺灣面對國際經貿新局集思廣益，提出建言。最後，再次感謝主辦單位的邀請，敬祝大家在新的一年身體健康、萬事如意！謝謝大家！

附註

- (註1) CEBR (2018), “World Economic League Table 2019,” Dec. 26.
- (註2) 西方著名史學家修昔底德曾分析古希臘的強權對峙，指出雅典崛起威脅斯巴達既有霸權地位，進而引發兩強戰爭。後人將一個崛起的新興強權威脅到既有的統治強權，最有可能的結果就是雙方發生衝突，甚至爆發戰爭稱為「修昔底德陷阱」。Graham Allison引用此觀點，以史為鑑，分析美中經貿與政治衝突(參見Allison, Graham (2015), “The Thucydides Trap: Are the U.S. and China Headed for War?” *The Atlantic*, Sep. 24)。
- (註3) Vogel, Ezra(1979), *Japan as Number One: Lessons for America*, Harvard University Press.
- (註4) 1985年9月22日美國、日本、英國、法國及西德於紐約簽署「廣場協議」(Plaza Accord)，迫使日圓對美元大幅升值，以改善美國對日本商品貿易入超的情形。
- (註5) 美國傳統工業重鎮，因工廠搬遷、工作機會外移，已由過去經濟重鎮的「鋼鐵帶(Steel Belt)」轉變為失業問題嚴重的「鐵鏽帶」。其涵蓋範圍為美國東部的紐約州、賓州，至西維吉尼亞州，再延伸至五大湖區的俄亥俄州、印第安納州、密西根州、伊利諾州到威斯康辛州等共8州。
- (註6) Blanchet, Thomas et al. (2018), “World Inequality Report 2018,” *World Inequality Lab*.
- (註7) 如美國總統川普上任後隨即退出「跨太平洋夥伴協定」(Trans-Pacific Partnership, TPP)，之後美國以外的11個參與國另以「跨太平洋夥伴全面進步協定」(Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP) 延續參與國對自由貿易的共識，並已於上(2018)年12月30日正式生效。
- (註8) 英文全名為the United States-Korea Free Trade Agreement (參見The White House (2018), “Remarks by President Trump and President Moon of the Republic of Korea at U.S.-Korea Free Trade Agreement Signing Ceremony,” Sep. 24)。
- (註9) USMCA英文全名為United States-Mexico-Canada Agreement(參見 The White House (2018), “Remarks by President Trump and President Juncker of the European Commission in Joint Press Statements,” Jul. 25)。
- (註10) 如依據1962年貿易擴張法232條款及1974年貿易法201條款針對進口鋼鋁、太陽能面板與洗衣機課徵關稅。
- (註11) 上年10月美方匯率報告對近期人民幣貶值表達嚴重關切，且強調密切觀察中國大陸等主要貿易對手國是否進行不對稱干預。
- (註12) USMCA文本納入「禁止競爭性匯率貶值，以取得不公平競爭優勢，與持續遵循相關資訊透明度」條款；新版美韓FTA以備忘錄形式，要求避免匯率競貶並維持匯率變動的透明度。
- (註13) 美墨加貿易協定中的非市場經濟國家條款賦予美國在加、墨兩國與非市場經濟國家談判新貿易協定時，得事前審查其內容，及可因此主張退出美墨加貿易協定的權力，該條款被外界視為圍堵中國大陸等國家的利器。
- (註14) 如遊說日本、德國等重要盟國，減少使用中國大陸公司(如:華為)生產的科技產品，防止中國大陸科技影響力擴大。目前日本、澳洲及紐西蘭已禁止使用華為公司的5G相關設備(參見Lucas, Louise and Kyngé, James (2018), “Huawei Continues Global Push Despite Setbacks in West,” *Financial Times*, Dec.16)。
- (註15) 相關改革內容包含：(1)上訴機構僅須解決必要的爭議；(2)釐清可上訴的法律問題不包括國內法規；(3)除非涉及爭端的各方同意，否則應按照WTO規則，確保申訴程序須在90天內完成；(4)加強上訴機構獨立性、公正性和提高效率，包括延長上訴機構之成員任期，增加全職成員人數；(5)當有上訴機構成員即將離任，遞補新成員的遴選過程將自動啟動(參見G20(2018), “G20 Leaders’ Declaration Building Consensus for Fair and Sustainable Development,” Dec.1；European Commission(2018), “WTO Reform: EU Proposes Way Forward on the Functioning of the Appellate Body,” *Press release*, Nov.26)。
- (註16) 美國經濟學家Robert Triffin在其《黃金與美元危機—自由兌換的未來》一書中，探討美元作為核心國際準備貨幣的

兩難局面。隨著全球經濟擴張，對美元流動性與美元的需求也隨之增加。若美國長期保持經常帳逆差，並透過發行美元債務融通，雖然可以滿足全球流動性的需求，但最終將引發對美元的信心危機；而倘若美國欲維持收支平衡，則全球流動性必將不足，因此以美元為主的貨幣制度存在根本的矛盾，不利於全球金融穩定。

- (註17) 鑄幣稅為券幣所換取商品價值與貨幣生產成本之間的差額。若一國的貨幣既為國家貨幣，也為國際貨幣，不但形同對國內「課徵」鑄幣稅，也會產生國際鑄幣稅。由於貨幣的生產成本很低，幾近於無息資金，就有如發行國際貨幣的國家向其它國家課稅。根據Dobbs et al. (2009)的估計，每年美元的鑄幣稅利益約為100億美元(參見Dobbs, R., D. Skilling, W. Hu, S. Lund, J. Manyika, and C. Roxburgh (2009), “An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness,” *Discussion Paper*, the McKinsey Global Institute)。
- (註18) 新自由主義(Neoliberalism)強調自由貿易、解除管制等市場運作機制，被視為推動全球化的理論之一。
- (註19) Ip, Greg (2004), “Greenspan Sees A Jobs Benefit In Globalization,” *Wall Street Journal*, Jan. 27 ; Roach, Stephen (2017), “Donald Trump Is Suffering from Trade Deficit Disorder,” *Financial Times*, Mar. 7.
- (註20) 1960年代，時任法國財長Valéry Giscard d'Estaing曾以「過度特權」(exorbitant privilege)，描述美國能夠以本身發行的美元，較無受限地購買進口品等相關好處。近年研究多用來說明為何在經常帳持續逆差且國際投資部位為淨負債下，美國仍享有所得收支順差(參見Gourinchas, Pierre-Olivier, and Helene Rey(2007), “International Financial Adjustment,” *Journal of Political Economy* ; Eichengreen, Barry (2011), “Exorbitant Privilege: the Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System,” *Oxford University Press*, Jan.)。
- (註21) 根據2018年9月公布的第24期「全球金融中心指數」(The Global Financial Centers Index 24)顯示，紐約名列全球金融中心之首，波士頓、舊金山、洛杉磯、芝加哥排名依序為第13、14、16及17。
- (註22) 哈佛大學教授Kenneth Rogoff表示，美國藉由發行低利率的美元債務工具，取得便宜資金投資於高收益的資產，每年可獲取3,000億至4,000億美元利潤，約當美國1年的國防預算(參見Rogoff, Kenneth (2007), “Dog Days for the Super Dollar,” *Project Syndicate*, Dec. 3)。
- (註23) 如Eichengreen, Barry (2005), “Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition,” *NBER Working Papers 11336*, May ; Rey, Hélène(2017), “The Global Financial System, the Real Rate of Interest and a Long History of Boom-Bust Cycles,” *BIS Andrew Crockett Memorial Lecture*, Jul. 3等。
- (註24) 2016年全球每日平均外匯交易量為5.1兆美元，而全球每日商品與服務貿易總額僅1,674億美元，約為外匯交易量的3.3%，反映當前大部分外匯交易屬金融交易。
- (註25) 除了當時擔任Fed主席Janet Yellen反對外，14位曾任美國白宮經濟顧問委員會主席曾向國會兩黨領袖遞出TPP應移除匯率操縱條款之連署信函(參見Hughes, Krista(2015), “U.S. Fed Chief Warns Against Grafting Currency Rules onto Trade,” *Reuters*, Feb. 25)。
- (註26) 耶魯大學教授Stephen Roach與哈佛大學教授Gregory Mankiw，及已故的知名經濟學家Ronald McKinnon亦認為，美國儲蓄不足係造成其經常帳逆差的原因(參見Stiglitz, Joseph E.(2018), “The US is at Risk of Losing a Trade War with China,” *Project Syndicate*, Jul. 30 ; Feldstein, Martin (2014), “End the Currency Manipulation Debate,” *Financial Times*, May 15 ; Roach, Stephen (2016), “The Achilles' Heel of Trumponomics,” *Project Syndicate*, Nov. 24 ; Mankiw, Gregory (2018), “Surprising Truths About Trade Deficits,” *The New York Times*, Oct. 5 ; McKinnon, Ronald (2013), “The U.S. Saving Deficiency, Current-Account Deficits, and Deindustrialization: Implications for China,” *Journal of Policy Modeling*)。
- (註27) Milanovic, Branko (2018), “The Inequality Paradox: Rising Inequalities Nationally, Diminishing Inequality Worldwide,” *The ProMarket blog*, Dec. 10.
- (註28) Billner, Amanda (2016), “Trumponomics ‘Bad for World Economy,’ 2016 Nobel Laureate Warns,” *Bloomberg*, Dec. 7.

亞洲主要國家政府債務成長與經濟成長關聯 —排擠效應傳遞管道及門檻效果之探討*

鄭漢亮**

摘要

過去對於亞洲國家債務研究多聚焦於外債問題，鮮少觸及政府債務成長與經濟成長之關聯，惟在亞洲主要國家政府債務持續擴張下，值得深入研究。實證結果顯示，亞洲先進國家政府債務成長伴隨當期長期利率走低，加以投資排擠效應輕微，仍有利於經濟成長，在低通膨下，上一年政府債務成長對經濟成長助益將尤其明顯；至於亞洲發展中國家政府債務成長雖沒有顯著的投資及利率排擠效應，惟無助於經濟成長，但如果在政府債務成長的同時，短期利率變動能大幅提升，避免匯率貶值及資金外流風險，則仍可有效提升經濟成長。

* 本文初稿完成於民國107年2月，107年11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、蔡副處長焜民、游襄理淑雅、廖研究員俊男、葉研究員盛、吳副研究員俊毅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。

** 作者為中央銀行經濟研究處副研究員。

壹、研究動機

一、前言

2008年全球金融危機後，各國經濟成長放緩，同時面臨人口老化威脅^{註1}，多數國家擴大政府支出提振景氣，財政赤字及政府債務（government debt）持續膨脹，造成諸如歐元區國家財政紊亂之困境^{註2}，進而引發主權債務危機，衝擊全球經濟發展。2014年世界經濟論壇的「全球風險報告」（Global Risks）即指出全球風險以財政危機居榜首，突顯政府債務問題之急迫性及重要性。爰此，許多學者開始重視政府債務相對國內生產毛額（Gross Domestic Product, GDP）比率（簡稱政府債務比率）對先進經濟體經濟成長之影響。

至於亞洲國家，因政府債務負擔相對先進經濟體輕，過去文獻研究多聚焦於外債問題，鮮少觸及政府債務與經濟成長之關聯，惟在亞洲主要國家政府債務持續擴張下，值得深入研究。

過去相關理論模型之文獻指出政府債務增加與經濟成長呈簡單的線性負向關係。惟晚近部分學者則認為適度擴大政府支出，短期可增加流動性、平穩跨期消費及降低投資過度波動，穩定及激勵經濟成長，故只有當政府債務超過一定安全水準值時，經濟成長方會受到負面衝擊，有鑑於此，學術界開始實證研究政府債務水準與經濟成長之非線性

關係。

Reinhart and Rogoff（2010）為探討政府債務水準對經濟成長非線性關係之牛耳，渠等發現1746年~2009年20個先進國家，中央政府毛債務（central government gross debt）相對GDP比率（簡稱中央政府債務比率）超過90%時，平均經濟成長率將為負值。在Reinhart and Rogoff（2010）的論文發表後，90%的臨界值一度被奉為財政圭臬，相關研究與討論陸續湧現。例如Kumar and Woo（2010）研究1970年~2007年38個先進及新興市場國家，發現當公共債務（public debt）增加，先進及新興市場國家長期人均GDP成長將因此下降；Cecchetti et al.（2011）收集1980年~2010年18個OECD國家的家庭債務、企業債務及政府債務資料，並利用門檻模型，探討渠等對於經濟成長之影響，發現當政府債務、企業債及家庭債務相對GDP比率分別超過85%、90%及85%，將壓抑人均GDP成長。

Mencinger et al.（2014）則研究政府債務對歐盟國家之影響，發現當政府債務比率超過80%~94%，對歐盟舊有成員經濟成長的正向效果將轉為負面效果，新成員政府債務比率對經濟成長影響轉折點約為53%~54%。另Checherita and Rother（2012）研究發現1970年~2011年歐元區國家政府債務比率若

超過90%~100%，則對長期人均GDP成長有負面衝擊。

至於亞洲政府債務研究，劉佳蕙（2012）收集1985年~2007年間亞洲地區10個樣本國家，利用動態追蹤模型估計，發現各國中央政府債務比率與投資率之間因投資排擠效應（crowding out effect），呈現倒U型，使中央政府債務比率與經濟成長的關聯亦為倒U型，轉折臨界點約介於100%至125%之間。

政府債務比率過高不利經濟成長的主要影響管道有3項，相關討論可參見Bertocchi（1989）、Pattillo et al.（2004）、Kumar and Woo（2010）、郎偉芳（2012）、Egert（2013）、Corsetti et al.（2013）及Woo and Kumar（2015）等：

1. 投資排擠效應傳遞管道：Bertocchi（1989）指出依據生命週期假設(Life Cycle Hypothesis, LCH)，當政府財政發生赤字，並且融資方式從稅收轉向債券，將刺激消費，從而減少整體儲蓄，降低投資可貸資金，而出現投資率下降之現象。

2. 利率排擠效應傳遞管道：政府債務增加可能造成長期公債殖利率上升，提高資金成本，進而排擠資本累積。資本累積的減少將削減研發投入能量，衝擊產出及總要素生產力（Total Factor Productivity, TFP）。

3. 信心排擠效應傳遞管道：財政赤字龐大的國家容易吸引外資流入購買公債，一旦

外資對該國的資產失去信心，引起資金外逃，將重創匯率並損害總體經濟成長。

由於近年來部分主要先進國家已開始升息循環且量化寬鬆政策亦逐步退場，並預計接續採行擴張性財政政策，過程中可能使長期公債殖利率走升，加深利率排擠效應，在此之前，若能了解利率排擠效應管道在政府債務成長對經濟成長影響之腳色，對於政策當局極具啟示性。

另一方面，不同於前述文獻研究，Reinhart et al.（2003）進一步指出每一個國家債務不耐症（Debt Intolerance）程度不同，歷史上發生債務危機國家的債務比率不一定很高，關鍵在於通膨高低及債務違約可能。加以，許多文獻研究亦發現政府債務比率對經濟成長沒有明顯影響，或是不存在門檻效果，參見Schclarek（2004）、Irons and Bivens（2010）、Herndon et al.（2013）^{註3}、Panizza and Presbitero（2014）、Chudika et al.（2015）及Egert（2015），Reinhart and Rogoff（2010）的論點開始遭受挑戰。

Pescation et al.（2014）則進一步指出沒有明顯證據支持政府債務比率過高會傷害中長期經濟成長，反倒是政府債務比率變動軌跡（trajectory of debt）對於經濟成長之重要性高於政府債務比率水準，或是同等重要；Chudika et al.（2015）發現政府債務比率變動對經濟成長存在明顯門檻效果，而非政府債務比率水準，支持政府債務比率變動軌跡

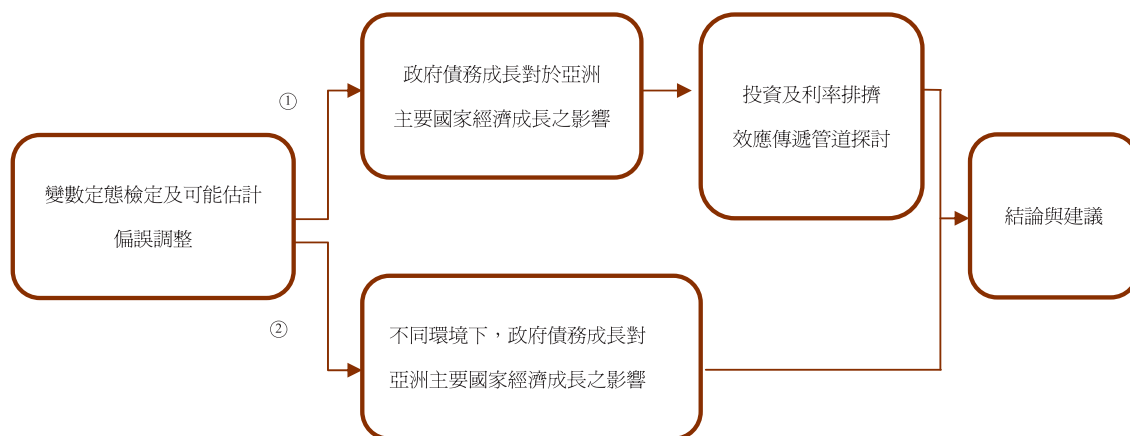
之於經濟成長的重要性。有鑒於此，政策決策者或應更關心政府債務增速，而非政府債務比率。

二、研究流程及主要貢獻

本文擬修正過去政府債務比率對經濟成長影響之相關文獻，經常忽略的變數定態及可能估計偏誤之問題，並以追蹤資料（panel data）模型檢視政府債務成長，如何透過投

資及利率排擠效應傳遞管道^{註4}，影響亞洲先進國家（包括日本、台灣、南韓及新加坡）^{註5}及發展中國家（包括中國大陸、馬來西亞、菲律賓及泰國）之經濟成長。另本文亦以通膨率、政府債務成長率及長短期利率變動等作為門檻變數，探討不同經濟環境下，政府債務成長對經濟成長之影響。研究流程如圖1所示。

圖1 研究流程



本文主要貢獻在於：

1. 過去文獻多直接以當期政府債務比率探討對經濟成長之影響，惟政府債務比率多為非定態序列，使用最小平方法（OLS）估計迴歸係數，恐造成統計推論偏誤，且內生性問題亦難以窺知究竟是政府債務比率增加導致低經濟成長，還是低經濟成長迫使政府債務比率增加。Irons and Bivens（2010）即指出美國低經濟成長造成政府債務比率提

高，而非高政府債務比率引發低經濟成長；另Panizza and Presbitero（2014）研究17個OECD國家，發現在處理內生性後，政府債務比率對經濟成長的影響將變得不明顯。

本文在進行迴歸分析前，將先檢定迴歸變數非定態問題及是否具內生性，以確保結果可信度。

2. 文獻估計得到政府債務比率不利於經濟成長之臨界值，多大於90%，由於部分亞

洲發展中國家政府債務比率遠低於90%，該臨界值政策參考價值不高。另因政府債務增速重要性可能高於政府債務比率，加以亞洲各國政府債務比率水準差異非常大，即使進一步將國家加以分群，也難以排除個別國家間差異，因此本文採用政府債務成長替代政府債務比率。由於文獻較缺乏探討亞洲政府債務成長對經濟成長之影響，本文之結論具政策研擬參考價值。

3. 過去文獻多忽略政府債務對經濟成長之遞延效果，以及不同經濟環境下，政府債務影響經濟成長的幅度或方向，亦可能發生變化。本文除考慮政府債務成長與經濟成長線性迴歸關係，亦探討不同通膨率、政府債

務成長率及長短期利率變動下，政府債務成長對於亞洲主要國家當期經濟成長之影響及其遞延效果。

實證結果發現亞洲先進國家政府債務成長有利於經濟成長，低通膨或物價走跌下，尤其明顯；亞洲發展中國家政府債務成長沒有明顯排擠效應，惟無助於經濟成長。但如果政府債務成長的同時，短期利率變動僅微幅調降或大幅上升，避免匯率貶值及資金外流風險，則仍可有效提升經濟成長。

本文章節安排如下：第二節為追蹤資料迴歸模型設定及資料來源；第三節探討亞洲主要國家政府債務成長對經濟成長之影響；第四節則為結論。

貳、追蹤資料迴歸模型及資料來源

本節主要係簡介迴歸模型、可能估計偏誤調整及排擠效應傳遞管道設定，以及資料來源與基本統計量；其次是，進行單根檢定，確定變數符合定態要求，以利進行下節的迴歸分析。

一、迴歸模型、可能估計偏誤調整及排擠效應傳遞管道設定

(一) 模型設定

本文考量不同國家群體之間的發展差異，將亞洲主要國家分為日本、台灣、南韓及新加坡等先進國家，以及中國大陸、馬來

西亞、菲律賓、泰國等亞洲發展中國家，進行迴歸分析，追蹤資料之固定效果模型設定如下：

$$g_{it} = u_i + \alpha + \beta_0 D_t + \beta_1 d_{it} + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

其中， α 為常數項； u_i 為不隨時間改變的個別國家固定效果； $g_{it} = \ln y_{it} - \ln y_{it-1}$ 為實質GDP成長率， $\ln y_{it}$ 為取自然對數後的實質GDP； D_t 為若 $t=2001$ 年或 2009 年， $D_t=1$ 之全球危機虛擬變數，主要反映美國網路股泡沫及全球金融危機之衝擊； d_{it} 為政府債務成長率； z_{it} 為控制變數包括通膨率（ π_{it} ）及

輸出年增率（ EX_{it} ，代表對外開放程度^{註6}）等。

另考量政府債務成長對經濟成長可能存在遞延效果^{註7}，設定以下迴歸方程式，進行檢驗：

$$g_{it} = u_i + \alpha + \beta_0 D_t + \beta_1 d_{it-1} + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it-1} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

(二) 可能估計偏誤調整

對於式（1）迴歸係數可使用OLS進行估計，惟若樣本過小， g_{it-1} 與殘差 ε_{it} 可能具相關性，產生偏誤之現象^{註8}。此外，若 z_{it} 、 d_{it} 與 g_{it} 有內生性問題，亦可能使 z_{it} 、 d_{it} 與殘差 ε_{it} 存在相關性，導致OLS估計式不再是不偏且不具一致性。

為避免前述問題干擾估計結果，在迴歸之前，須檢驗解釋變數是否具有內生性，並進而調整可能之估計偏誤。對此，可藉由Davidson and MacKinnon（1993）提出之F分配統計量檢定或Durbin-Wu-Hausman（DWH）內生檢定判斷^{註9}，檢定虛無假設為：OLS迴歸估計係數具一致性。若拒絕虛無假設，內生性將明顯影響迴歸係數，須使用2階段工具變數加以估計。

以輸出年增率為例，若欲以Davidson and MacKinnon（1993）檢定其是否具有內生性，先以 D_t 、 d_{it-1} 、 π_{it-1} 及 EX_{it} 等變數對經濟成長迴歸，表示如下：

$$g_{it} = u_i + \alpha + \beta_0 D_t + \beta_1 d_{it-1} + \varphi_1 \pi_{it-1} + \varphi_2 EX_{it} + \varepsilon_{it},$$

其中，政府債務成長率及通膨率取落後一期值主要是避免渠等與經濟成長可能的內生性干擾檢定結果。接著，再利用工具變數對輸出年增率迴歸得到殘差值 \widehat{EX}_{it} 後，將其帶入上式重新估計，表示如下：

$$g_{it} = u_i + \check{\alpha} + \check{\beta}_0 D_t + \check{\beta}_1 d_{it-1} + \check{\varphi}_1 \pi_{it-1} + \check{\varphi}_2 EX_{it} + \check{\varphi}_3 \widehat{EX}_{it} + \varepsilon_{it},$$

進一步，即可利用F分配統計量對 $\check{\varphi}_3$ 進行內生性檢定。

在確定解釋變數可能之內生性後，若欲估計式（1），須先使用工具變數調整內生性，再依Arellano and Bond（1991）差分動態GMM追蹤資料估計法，透過差分先減少個別國家固定效果 u_i 之估計，並以GMM估計法消除自我落後項可能產生之問題，迴歸方程式（1）可再改寫為：

$$\Delta g_{it} = \beta_0 \Delta D_t + \beta_1 \Delta d_{it} + \beta_2 \Delta g_{it-1} + \varphi \Delta z_{it} + \Delta v_{it},$$

其中， $\Delta v_{it} = \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}$ 。

使用Arellano and Bond（1991）差分動態GMM追蹤資料估計法須通過2項檢驗，其一是工具變數 IV_{it} 與殘差 Δv_{it} 須符合正交條件^{註10}，Sargan檢定不能夠拒絕過度認定假設。其次，由於 ε_{it} 為i.i.d.隨機變數， $\text{cov}(\Delta v_{it}, \Delta v_{it-1}) = -\sigma_\varepsilon^2$ 且 $\text{cov}(\Delta v_{it}, \Delta v_{it-2}) = 0$ ，因此， Δv_{it} 須通過一階自我相關檢定且不具有二階自我相關性。

由於Arellano and Bond（1991）估計法中的工具變數通常設為解釋變數落後項之

水準值（詳附錄1），不一定可符合正交條件，Blundell and Bond（1998）提出系統性（system）GMM，藉由增加額外工具變數，包含水準值及差分值的正交條件，提高估計效率。

系統性GMM估計方程式可表示如下：

$$\begin{aligned} \Delta g_{it} &= \beta_0 \Delta D_t + \beta_1 \Delta d_{it} + \beta_2 \Delta g_{it-1} \\ &\quad + \varphi \Delta z_{it} + \Delta v_{it}, \\ g_{it} &= u_i + \alpha + \beta_0 D_t + \beta_1 d_{it} + \beta_2 g_{it-1} \\ &\quad + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned}$$

（三）排擠效應傳遞管道迴歸設定

為釐清式（1）及式（2）中政府債務成長如何透過投資及利率等排擠效應傳遞管道影響經濟成長，本文根據經濟理論設定不同迴歸方程式，並利用Arellano and Bond（1991）差分動態GMM或Blundell and Bond（1998）系統性GMM，分別檢視亞洲先進國家及發展中國家之排擠效應傳遞。

1. 投資排擠效應傳遞管道

假設投資率受上一年投資率、短期利率變動及政府債務成長率的影響^{註11}，固定效果模型表示如下：

$$\begin{aligned} I_{it} &= u_i + \beta_1 I_{it-1} + \beta_2 \Delta r_{it-1} + \beta_3 d_{it} + \varepsilon_{it}, \\ I_{it} &= u_i + \beta_1 I_{it-1} + \beta_2 \Delta r_{it-1} + \beta_3 d_{it-1} + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

其中， I_{it} 為投資率， r_{it} 代表短期利率。

2. 利率排擠效應傳遞管道

利率排擠效應傳遞管道不僅探討長期利率排擠效應，亦討論短期利率排擠效應。其中，短期利率排擠效應傳遞管道之追蹤資料

固定效果模型設為：

$$\begin{aligned} \Delta r_{it} &= u_i + \beta_1 \Delta r_{it-1} + \beta_2 \pi_{it-1} + \beta_3 d_{it} + \varepsilon_{it}, \\ \Delta r_{it} &= u_i + \beta_1 \Delta r_{it-1} + \beta_2 \pi_{it-1} + \beta_3 d_{it-1} + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

長期利率傳遞管道方面，因其受利率期間結構、通膨溢酬等影響，加以近幾年各國因應景氣衰退，不斷調降政策利率，引導長期利率走低，長期利率排擠效應傳遞管道迴歸方程式解釋變數除落後1期長期利率變動及政府債務成長率外，還包括短期利率變動及通膨率等。

$$\begin{aligned} \Delta l r_{it} &= u_i + \beta_1 \Delta l r_{it-1} + \beta_2 \Delta r_{it-1} + \beta_3 \pi_{it-1} \\ &\quad + \beta_4 d_{it} + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta l r_{it} &= u_i + \beta_1 \Delta l r_{it-1} + \beta_2 \Delta r_{it-1} + \beta_3 \pi_{it-1} \\ &\quad + \beta_4 d_{it-1} + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

其中， $l r_{it}$ 為長期利率。

（四）不同環境下，政府債務成長對經濟成長影響之迴歸設定

若干研究已發現政府債務比率對經濟成長沒有明顯影響，或是不存在門檻效果，參見Lof and Malinen（2014）。因此，若循先前文獻以政府債務比率做為門檻模型的門檻變數，可能已難以捕捉政府債務成長與經濟成長間的非線性關係。

Meyer（1983）研究發現政府債務快速成長，將降低實質經濟成長。Ahlborn and Schweickert（2015）則指出通膨變動造成的不確定，將強化政府債務對經濟成長負面作用。另債務及利率巨幅變動可能衝擊政府債務可持續性、籌資成本等，進而影響政府債

務成長對經濟成長之作用，特別是亞洲發展中國家。Reinhart et al. (2003) 即指出一國發生債務危機的關鍵在於債務違約的可能。

有鑑於此，本文選取通膨率、政府債務成長率及長短期利率變動等做為門檻變數，檢視不同通膨率、政府債務成長及利率環境下，政府債務成長對經濟成長影響的可能差異。進一步參考Hansen (1999)，將式(1)及式(2)改寫為追蹤資料門檻模型^{註12}：

$$g_{it} = u_i + \alpha + \beta_0 D_t + \beta_{11} d_{it} I_1(q_{it} \leq \gamma) + \beta_{12} d_{it} I_2(q_{it} > \gamma) + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$g_{it} = u_i + \alpha + \beta_0 D_t + \beta_{11} d_{it-1} I_1(q_{it-1} \leq \gamma) + \beta_{12} d_{it-1} I_2(q_{it-1} > \gamma) + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中， γ 為門檻值； q_{it} 為門檻變數，包括通膨率 (π_{it}) 或政府債務成長率 (d_{it}) 或是長短期利率變動 (Δr_{it} 及 Δr_{it}) 等； $I_1(q_{it} \leq \gamma)$ 及 $I_2(q_{it} > \gamma)$ 為虛擬變數，若 $q_{it} \leq \gamma$ ， $I_1(q_{it} \leq \gamma) = 1$ 、 $I_2(q_{it} > \gamma) = 0$ ；若 $q_{it} > \gamma$ ， $I_1(q_{it} \leq \gamma) = 0$ 、 $I_2(q_{it} > \gamma) = 1$ 。

為確保模型設定恰當，在使用追蹤資料門檻模型前，須先藉由Hansen (1999) 檢定確定存在門檻效果，其虛無假設 H_0 為：不存在門檻效果，對立假設 H_1 為：存在門檻效果，表示如下。

$$H_0 : \beta_{11} = \beta_{12} \text{ vs } H_1 : \beta_{11} \neq \beta_{12} .$$

Hansen (1999) 檢定量為：

$$F_1 = \frac{(S_0 - S_1(\hat{\gamma}))}{\hat{\sigma}^2} ,$$

其中， S_0 為線性迴歸之殘差平方和，

$S_1(\hat{\gamma})$ 為給定門檻估計值 $\hat{\gamma}$ 下的門檻迴歸殘差平方和， $\hat{\sigma}^2 = S_1(\hat{\gamma})/n$ 為門檻模型迴歸殘差變異數。在虛無假設成立下，門檻效果不存在，且存在擾曠參數 (nuisance parameter) γ ， F_1 的分配將為非標準分配 (nonstandard distribution)。Hansen (1999) 提出透過拔靴法 (Bootstrapping) 模擬 F_1 的分配，若 F_1 的值大於模擬分配的臨界值，則拒絕虛無假設。

由於Hansen (1999) 門檻模型估計及門檻效果檢定只適用於解釋變數不具內生性時，當解釋變數存在內生性或為動態追蹤資料模型時，則須改採Vinayagathan (2013) 或Kremer et al. (2013) 估計方法，後面章節將進一步探討。

二、資料來源及基本統計量

本文收集1998年~2016年日本、台灣、南韓、新加坡、中國大陸、馬來西亞、菲律賓及泰國等8個亞洲主要國家，共19年的年資料樣本進行分析^{註13}，表1列出迴歸模型所需變數及資料來源。

值得注意的是，一國的政府債務可分為一般政府毛債務 (general government gross debt) 及中央政府毛債務。Egert (2013) 認為就政府政策角度而言，一般政府毛債務比中央政府毛債務更為重要，加以為求比較基礎一致，各國政府債務均採用IMF公布的一般政府毛債務 (下簡稱政府債務)。

表1 資料名稱及來源

| 變數名稱 | 資料來源 |
|-------------------|-------------------------------------|
| 實質GDP成長率 | IHS Markit |
| 一般政府毛債務成長率（本國幣） | IMF World Economic Outlook Database |
| 通膨率 | IMF World Economic Outlook Database |
| 輸出數量年增率 | IMF World Economic Outlook Database |
| 投資率 | IMF World Economic Outlook Database |
| 短期利率變動 | Thomson Reuters Datastream |
| 長期利率變動（10年期公債殖利率） | Thomson Reuters Datastream |

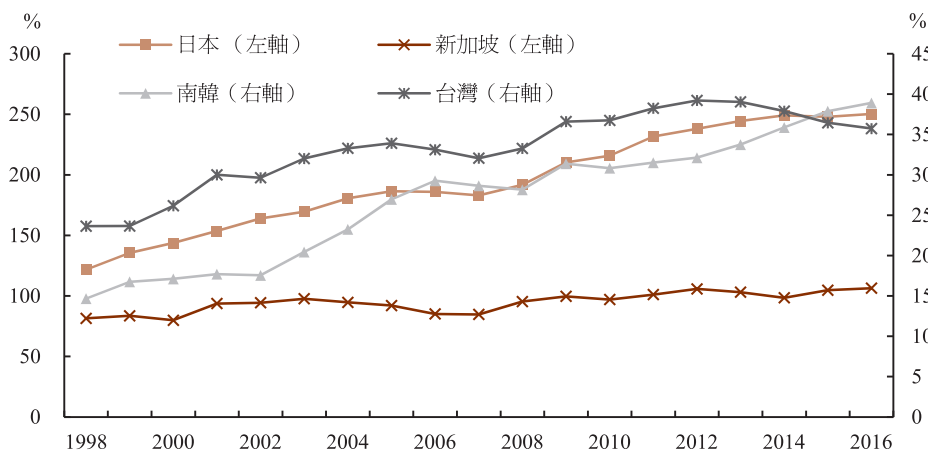
註：1. IMF一般政府毛債務為以政府所有債務工具舉借的負債，包括以特別提款權、貨幣和存款、債務證券、貸款、保險、養老金和標準化擔保計畫及其他應付帳款形式的負債。

2. 短期利率主要為各國政策利率，惟若政策利率資料期間過短則以隔夜拆款利率取代；先進國家10年期公債殖利率資料起訖為1998年至2016年，其中南韓為房貸債券殖利率；發展中國家資料期間為2001年至2016年。

在2008年全球金融風暴之後，亞洲先進國家多擴大財政支出以提振經濟，加以人口老化日益嚴重^{註14}，社福及退休金等支出易增難減^{註15}，致政府債務比率多呈上升趨勢^{註16}。其中，以日本增速最快，自2007年的183.0%升至2016年的250.4%，見圖2；而台灣政府債務以內債為主，且2016年政府債務

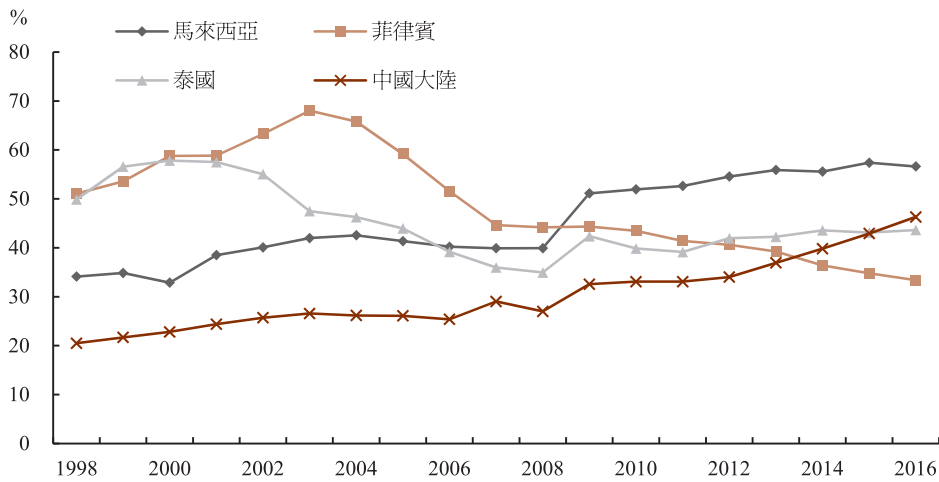
比率較其他亞洲先進國家低，為35.7%；至於亞洲發展中國家，2008年後政府債務比率多僅微幅上揚，以中國大陸、馬來西亞及泰國等國較明顯（見圖3）；菲律賓則因財政收入成長強勁及穩定的利率政策，政府債務比率自2003年後持續下降。

圖2 亞洲先進國家政府債務比率



資料來源：IMF World Economic Outlook Database

圖3 亞洲發展中國家政府債務比率



資料來源：IMF World Economic Outlook Database

表2呈列亞洲主要國家迴歸變數統計量，1998年~2016年亞洲先進國家GDP成長率介於-5.4%~15.2%；政府債務成長率介於-0.8%~41.6%；通膨率介於-1.4%~7.5%；輸出年增率介於-24.2%~25.6%；短期利率變動介

於-18.2個百分點~0.8個百分點；長期利率變動介於-4.1個百分點~1.1個百分點；投資率則介於17.6%~34.9%。標準差（即組內間差異）方面，以輸出年增率波動最大，其次為政府債務成長率，而長期利率變動波動幅度最小。

表2 亞洲主要國家變數統計量 (1998年~2016年)

單位：%；百分點

| 變數 | 先進國家 | | | |
|---------|------|------|-------|------|
| | 平均值 | 標準差 | 最小值 | 最大值 |
| GDP成長率 | 2.7 | 3.4 | -5.4 | 15.2 |
| 政府債務成長率 | 8.0 | 6.8 | -0.8 | 41.6 |
| 通膨率 | 1.3 | 1.8 | -1.4 | 7.5 |
| 輸出年增率 | 6.4 | 8.2 | -24.2 | 25.6 |
| 短期利率變動 | -0.4 | 2.2 | -18.2 | 0.8 |
| 長期利率變動 | -0.3 | 0.7 | -4.1 | 1.1 |
| 投資率 | 26.0 | 4.3 | 17.6 | 34.9 |
| 發展中國家 | | | | |
| GDP成長率 | 5.5 | 3.6 | -7.6 | 14.2 |
| 政府債務成長率 | 10.5 | 7.8 | -4.9 | 40.5 |
| 通膨率 | 2.8 | 2.2 | -1.4 | 9.4 |
| 輸出年增率 | 6.7 | 10.9 | -34.7 | 29.2 |
| 短期利率變動 | -0.3 | 1.4 | -5.8 | 4.8 |
| 長期利率變動 | -0.3 | 1.0 | -3.8 | 2.8 |
| 投資率 | 27.9 | 9.0 | 16.6 | 48.0 |

註：先進國家長期利率變動起訖為1999年至2016年；發展中國家則為2002年至2016年。

資料來源：作者自行整理

若進一步比較亞洲先進國家及發展中國家變數統計量，有4項主要差異：

1. 亞洲先進國家GDP成長率、政府債務成長率、通膨率及輸出年增率等變數因彼此間走勢差異性較小，標準差低於亞洲發展中國家，且平均值亦較小；

2. 亞洲先進國家平均短期利率調降幅度高於亞洲發展中國家，且各國貨幣政策走勢較分歧，組內差異大；

3. 亞洲先進及發展中國家長期利率變動平均值為負，代表長期利率呈走低趨勢，惟亞洲先進國家因公債殖利率走勢較相近，組內差異較小；

4. 亞洲發展中國家平均投資率高於亞洲先進國家，惟組內差異較大。

值得注意的是，表2亞洲先進國家政府債務成長率最大值為41.6%，主要係因1997

年亞洲金融風暴過後，南韓面臨財政緊縮，為緩和衝擊，向IMF申請擔保貸款，並擴大財政支出以拯救瀕臨破產的金融機構，致1998年政府債務大幅上升；而發展中國家政府債務成長率最大值達40.5%，主要係因中國大陸在全球金融危機爆發前，政府債務急遽增加所致。

三、變數定態檢定

在進行迴歸分析前，為避免產生偽迴歸，須先利用Harris and Tzavalis (1999, 簡稱Harris-Tzavalis) 及Levin, Lin, and Chu (2002, 簡稱LLC) 無時間趨勢項之追蹤資料單根檢定，檢驗變數是否存在單根，若拒絕有單根的虛無假設，則變數序列為定態。表3 Harris-Tzavalis及LLC單根檢定至少有一項拒絕虛無假設，顯示迴歸變數為定態序列。

表3 Harris-Tzavalis及LLC單根檢定

| 變數 | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|---------|-----------------|---------|-----------------|---------|
| | Harris-Tzavalis | LLC | Harris-Tzavalis | LLC |
| GDP成長率 | -12.3*** | -5.1*** | -10.9*** | -5.0*** |
| 政府債務成長率 | -5.5*** | -1.2 | -9.2*** | -1.4* |
| 通膨率 | -8.5*** | 0.8 | -9.1*** | 3.5 |
| 輸出年增率 | -13.1*** | -2.7*** | -11.6*** | -6.0*** |
| 短期利率變動 | -10.0*** | 10.4 | -15.3*** | -8.6*** |
| 長期利率變動 | -9.7*** | -8.6*** | -11.9*** | -9.4*** |
| 投資率 | -3.8*** | -0.9 | -2.2** | -2.2** |

註：1. LLC檢定最大落後期設定為10期。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

資料來源：作者自行整理

參、亞洲主要國家政府債務成長對經濟成長之影響

本節主要係探討亞洲主要國家政府債務成長能否提升經濟成長動能，以及在不同通膨率、政府債務成長率及利率環境下，是否改變其對經濟成長之影響。

一、亞洲先進國家政府債務成長仍有助經濟成長

首先，為了解迴歸變數可能發生的

內生性問題，以Davidson and MacKinnon（1993）內生性檢定，檢驗解釋變數與被解釋變數之間是否會相互影響。表4在10%的顯著水準下，亞洲全體國家及先進國家當期通膨率具有內生性^{註17}，其餘變數單向影響GDP成長率；發展中國家解釋變數未發現內生性現象。

表4 Davidson and MacKinnon內生性檢定

| 解釋變數 | 全體國家 | | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|---------------------|----------|-----|---------|-----|---------|-----|
| | F(1,123) | P值 | F(1,59) | P值 | F(1,59) | P值 |
| 通膨率(π_{it}) | 8.0*** | 0.0 | 7.7*** | 0.0 | 2.4 | 0.1 |
| 政府債務成長率(d_{it}) | 0.1 | 0.7 | 0.1 | 0.8 | 0.2 | 0.7 |
| 輸出年增率(EX_{it}) | 0.3 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 1.8 | 0.2 |

註：*、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

資料來源：作者自行整理

由於亞洲全體及先進國家當期通膨率與GDP成長率之間具內生性，進行式（1）迴歸之前，須先用工具變數對通膨率迴歸之預測值取代通膨率，再進行差分動態GMM估計。至於亞洲全體與先進國家式（2），以及發展中國家式（1）與式（2）估計，解釋變數均已不具內生性，惟仍須使用差分動態GMM解決落後1期被解釋變數可能產生之估計問題^{註18}。

表5為依據式（1）估計所得結果，亞洲全體國家、先進國家及發展中國家GDP成

長率均明顯受到當期輸出年增率影響，凸顯出亞洲國家經濟動能多依賴外需帶動，易受國際景氣衝擊之情況，特別是亞洲先進國家尤其明顯。另亞洲先進國家在其他條件不變下，政府債務成長率每增加1個百分點，GDP成長率將上升約0.07個百分點；而亞洲發展中國家當期政府債務成長則無助於GDP成長。Modigliani（1961）指出生產性政府資本支出有利於提升未來實質所得，因此，上述亞洲先進國家實證結果與過去歐元區國家政府債務比率變動軌跡之研究結論迥異，

推測可能除因模型設定差異之外，亞洲先進國家經濟相關支出占比較歐盟國家（28國）高^{註19}，有可能進而引發亞洲先進國家政府債務成長有利於經濟成長之現象，惟是否真是如此，仍有待後續研究進一步證實。

表5 亞洲主要國家GDP成長率動態追蹤資料迴歸

| 變數 | 全體國家 | 先進國家 | 發展中國家 |
|-------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| g_{it-1} | -0.004 (0.05) | -0.02 (0.04) | -0.11* (0.06) |
| D_t | -2.41*** (0.82) | -1.45 (1.05) | -2.38** (1.18) |
| π_{it} | -0.53* (0.32) | -0.59** (0.26) | 0.04 (0.09) |
| EX_{it} | 0.15*** (0.04) | 0.22** (0.10) | 0.08*** (0.03) |
| d_{it} | 0.08** (0.04) | 0.07*** (0.02) | 0.04 (0.06) |
| Sargan test | 123.86 | 60.22 | 46.42 |
| AR(1) test | -2.39** | -1.66* | -1.94* |
| AR(2) test | -1.39 | -1.59 | 0.74 |
| 樣本數 | 136 | 68 | 68 |

註：1. 亞洲全體國家及先進國家以工具變數調整通膨率內生性，再使用差分動態GMM估計，全體亞洲國家GMM工具變數為落後2~4期GDP成長率及輸出年增率；亞洲先進國家GMM工具變數為落後2~4期GDP成長率及落後3~5期政府債務成長率；亞洲發展中國家GMM工具變數為落後2~4期GDP成長率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

表6為式（2）估計結果，全體國家中的全球危機虛擬變數、上一年輸出年增率及政府債務成長率等變數迴歸係數皆顯著異於零。亞洲先進國家全球危機虛擬變數、上一年通膨率及政府債務成長率皆明顯影響當期經濟表現，其他條件不變下，政府債務成長率每增加1個百分點，GDP成長率將上升0.24個百分點，高於表5中亞洲先進國家當期政

府債務成長率迴歸係數0.07，代表政府債務成長之正面助益須至來年方更加顯現；而通膨率每增加1個百分點，GDP成長率將下降0.13個百分點。亞洲發展中國家落後1期之GDP成長率、全球危機虛擬變數、上一年通膨率及輸出年增率迴歸係數統計顯著異於零，而政府債務成長率迴歸係數不顯著，顯示政府債務成長不影響經濟成長。

表6 亞洲主要國家GDP成長率動態及解釋變數落後項追蹤資料迴歸

| 變數 | 全體國家 | 先進國家 | 發展中國家 |
|-------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| g_{it-1} | 0.03 (0.14) | -0.02 (0.09) | -0.20** (0.10) |
| D_t | -3.94*** (1.29) | -3.60** (1.54) | -3.14*** (0.74) |
| π_{it} | 0.14 (0.15) | -0.13* (0.07) | -0.25* (0.15) |
| EX_{it} | 0.08** (0.04) | 0.03 (0.06) | 0.06** (0.03) |
| d_{it} | 0.27*** (0.07) | 0.24* (0.13) | 0.01 (0.02) |
| Sargan test | 97.22 | 50.66 | 55.34 |
| AR(1) test | -2.19** | -1.96** | -1.90* |
| AR(2) test | -0.60 | -1.49 | -0.96 |
| 樣本數 | 144 | 72 | 72 |

註：1. 亞洲全體國家以Blundell and Bond (1998) 系統性GMM進行估計，GMM工具變數為落後3~5期GDP成長率及通膨率；亞洲先進國家以系統性GMM進行估計，GMM工具變數為落後3~5期GDP成長率；亞洲發展中國家GMM工具變數為落後2~4期GDP成長率。

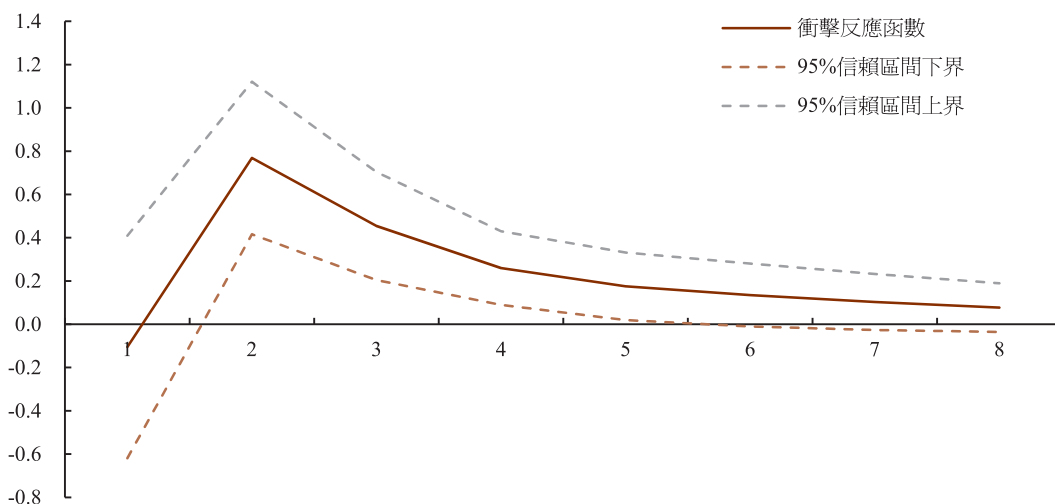
2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

為測試「亞洲先進國家政府債務成長有助經濟成長」結論之頑強性，本文嘗試在迴歸式(1)及式(2)中加入長短期利率變動、投資率及人口成長率等控制變數，參見附錄2的附表1及附表2，多數情況下，亞洲先進國家當期及上一年政府債務成長有利於經濟成長之結論仍成立，且政府債務成長率迴歸係數與表5及表6估計結果沒有大幅差距。

另為更了解政府債務成長對經濟成長影響之動態過程，進一步將亞洲先進國家式(2)迴歸式擴充為Panel VAR (1)，進行衝擊反應函數分析。圖4顯示亞洲先進國家政府債務成長衝擊對於經濟成長具顯著遞延效果，GDP成長率最大值約出現於衝擊發生後第2年(第2期)，而此符合前面亞洲先進國家政府債務成長之正面助益須至來年方更加顯現之發現。

圖4 GDP成長對政府債務成長衝擊之反應函數



註：Panel VAR (1)估計方式為GMM，工具變數為落後1~4期全球危機虛擬變數、被解釋變數及解釋變數。衝擊認定順序為輸出年增率、政府債務成長率、通膨率及GDP成長率。為避免認定順序影響結果，本文也嘗試不同的認定順序，惟結果仍顯示GDP成長衝擊反應最大值同樣約出現於衝擊發生後的第2年，且統計顯著。

資料來源：作者自行整理

二、亞洲先進國家政府債務排擠效應 相對亞洲發展國家輕微

在實證結果顯示亞洲先進國家政府債務成長有助於經濟成長後，以下探討政府債務成長如何透過投資及利率排擠效應傳遞管道影響亞洲主要國家經濟成長。

雖然Davidson and MacKinnon (1993) 檢定顯示亞洲先進國家及發展中國家政府債務傳遞管道中，當期政府債務成長率與投資率、長短期利率變動之間，均未發現內生性^{註20}，惟落後1期的被解釋變數仍可能造成估計問題，須以差分動態GMM進行估計。

依據上節排擠效應傳遞管道迴歸之設定，亞洲先進國家及發展中國家共計會有4組迴歸結果。表7列出政府債務成長率對投資率的影響，亞洲先進國家模型(1)及亞洲發展中國家模型(3)，當期政府債務成長率迴歸係數不顯著，代表存在部分投資排擠效應^{註21}。至於上一年政府債務成長率上升，亞洲先進國家模型(2)顯示將有助於推升未來一年投資率，而亞洲發展中國家模型(4)中，上一年政府債務成長率對投資率沒有明顯影響。

表7 政府債務成長對投資率之影響

| 變數 | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 模型 (1) | 模型 (2) | 模型 (3) | 模型 (4) |
| I_{it-1} | 0.97*** (0.02) | 0.54*** (0.09) | 0.71*** (0.11) | 0.71*** (0.11) |
| d_{it-1} | | 0.15*** (0.05) | | 0.05 (0.04) |
| Δr_{it-1} | -0.14 (0.16) | 0.17 (0.14) | -0.17 (0.19) | -0.19 (0.11) |
| d_{it} | 0.04 (0.07) | | 0.002 (0.05) | |
| Sargan test | 53.97 | 65.73 | 68.68 | 67.05 |
| AR(1) test | -3.31*** | -4.09*** | -1.74* | -3.47*** |
| AR(2) test | 1.48 | 1.55 | -0.64 | -0.37 |

註：1. 模型(1) GMM的工具變數為落後2期的投資率、短期利率變動及政府債務成長率；模型(2) GMM的工具變數為落後2~3期的投資率、短期利率變動及政府債務成長率；模型(3)與模型(4)GMM的工具變數為落後3~4期的投資率、短期利率變動及政府債務成長率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

亞洲先進國家上一年政府債務成長率可帶動當期投資率上升，推測可能係因政府債務中的社福及退休金支出雖逐年上升，惟生產性政府支出仍可吸引更多資金投入，供來年投資使用，降低生命循環週期可能產生的效應。至於亞洲發展中國家政府債務成長率無法促進投資率增加，推測可能係因為亞洲發展中國家外資持有之公債比重高^{註22}，加以金融市場體制較不健全，政府債務成長可能提高主權債務違約之風險，而無法吸引更多資金供投資使用，並影響外資及私部門投資信心，致政府債務成長無助於投資率提升。

表8為政府債務成長對短期利率之影響，模型(1)~模型(4)均顯示，不論是

亞洲先進或發展中國家政府債務成長不會造成短期利率上升，此可能代表亞洲主要國家擴大政府支出時，政策利率通常仍維持穩定水準。

表9政府債務成長對長期利率之影響，亞洲先進國家模型(1)中，當期政府債務成長對長期利率變動有負向影響，可能係因全球金融危機過後，全球景氣復甦緩慢，亞洲先進國家續採寬鬆財政政策，政府債務持續擴大，資金為尋求穩定資產報酬，搶購長期公債，致長期公債殖利率多呈下降趨勢(見圖5)。

另結合表5、表7及表9實證結果，亞洲先進國家當期政府債務成長可提升經濟成長

及伴隨長期利率走低，但不影響投資率來看，推測當期長期利率走低雖有利資本累積，抵銷了部分政府債務產生的資金排擠效應，惟投資成長與經濟成長增幅大抵相同，投資率維持不變。

表8 政府債務成長對短期利率之影響

| 變數 | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|-------------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------------|
| | 模型 (1) | 模型 (2) | 模型 (3) | 模型 (4) |
| Δr_{it-1} | 0.01 (0.12) | 0.05 (0.12) | -0.37* (0.19) | -0.37** 0.17 |
| d_{it-1} | | 0.002 (0.01) | | -0.002 (0.01) |
| π_{it-1} | -0.01 (0.01) | -0.06 (0.04) | -0.05 (0.05) | -0.08** (0.04) |
| d_{it} | -0.03 (0.04) | | 0.02 (0.03) | |
| Sargan test | 68.47 | 70.55 | 56.02 | 56.85 |
| AR(1) test | -6.09*** | -4.60*** | -1.66* | -1.71* |
| AR(2) test | -0.77 | -0.63 | -0.71 | -0.66 |

註：1. 模型(1)~模型(3)以系統性GMM估計，模型(1)~模型(4)的GMM工具變數為落後3~5期的短期利率變動、政府債務成長率及通膨率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

表9 政府債務成長對長期利率之影響

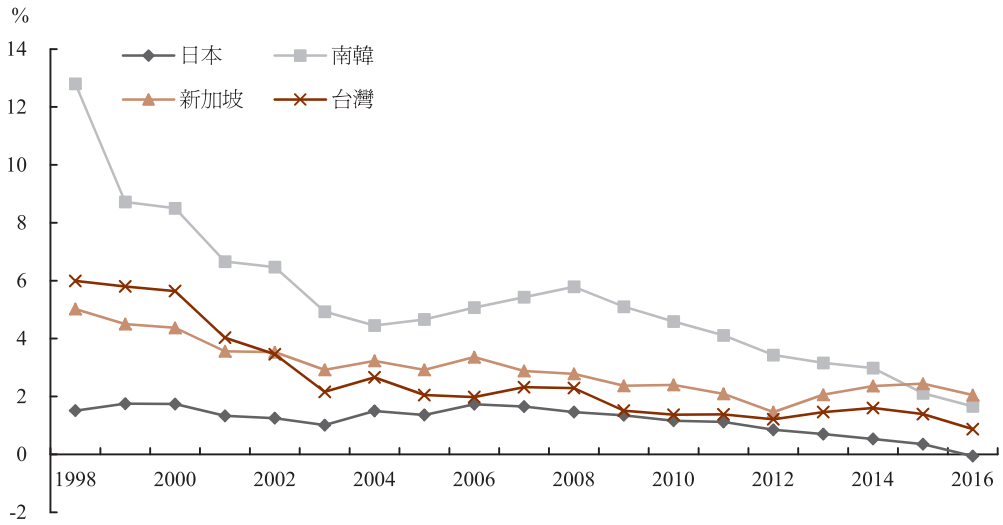
| 變數 | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|---------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| | 模型 (1) | 模型 (2) | 模型 (3) | 模型 (4) |
| $\Delta l r_{it-1}$ | -0.12 (0.16) | -0.08 (0.23) | -0.26** (0.11) | -0.27** (0.11) |
| Δr_{it-1} | 0.09 (0.13) | 0.13 (0.14) | 0.39*** (0.09) | 0.36*** (0.09) |
| d_{it-1} | | -0.002 (0.02) | | 0.01 (0.02) |
| π_{it-1} | 0.01 (0.02) | -0.01** (0.004) | -0.03 (0.07) | -0.02 (0.07) |
| d_{it} | -0.04*** (0.01) | | 0.022 (0.02) | |
| Sargan test | 52.18 | 63.00 | 54.56 | 54.78 |
| AR(1) test | -1.66* | -1.62 | -4.06*** | -4.15*** |
| AR(2) test | 1.60 | 1.65* | -0.01 | -0.14 |

註：1. GMM工具變數為落後3~5期的長短期利率變動、政府債務成長率及通膨率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

圖5 亞洲先進國家10年期公債殖利率走勢



資料來源：Thomson Reuters Datastream

表9模型（2）則顯示亞洲先進國家上一年政府債務成長不影響長期利率變動，惟模型殘差項未通過AR（1）及AR（2）檢定，可能代表動態模型不適合探討模型（2）中政府債務成長率與長期利率的關係。

亞洲發展中國家方面，表9模型（3）及模型（4）均顯示，長期利率主要受短期利率引導走低。亞洲先進國家及發展中國家利率排擠效應管道之比較整理如表10。

表10 亞洲先進國家及發展中國家利率排擠效應管道之比較

| 排擠效應管道 | 亞洲先進國家 | 亞洲發展中國家 |
|--------|-------------------|-----------------------|
| 長期利率 | 當期政府債務成長，伴隨長期利率走低 | 無排擠效應，長期利率主要受短期利率引導走低 |
| 短期利率 | 無排擠效應 | 無排擠效應 |

資料來源：作者自行整理

綜合上述，由亞洲發展中國家政府債務增加不影響投資率及長短期利率來看，政府債務成長對資金供給及資本累積沒有明顯排擠效應，惟無助於經濟成長；而亞洲先進國家金融市場開放，資金流動性充裕，加以利

率趨勢向下，增強企業及投資機構對公債需求，政府債務成長伴隨當期長期公債殖利率走低，有利資本累積，並可引導更多資金供來年投資使用，排擠效應相對亞洲發展中國家更輕微，當期及上一年政府債務成長仍可

顯著提升經濟成長。

三、不同經濟環境下，政府債務對經濟成長之影響迥異

本節欲以通膨率、政府債務成長率及長期利率變動當做門檻變數，檢視不同環境下，政府債務成長率對亞洲全體國家、亞洲先進國家及發展中國家GDP成長率之影響。

Hansen (1999) 追蹤資料門檻模型的門檻變數選擇限制主要為不能是同期內生變數或是常數，參見Fouquau (2008)。由於亞洲全體國家及先進國家當期通膨率具內生性，因而無法將其當做門檻變數。另經Davidson and MacKinnon (1993) 檢定後，亞洲先進國家GDP成長率及長期利率變動間存在內生性^{註23}，因此亦捨棄當期長期利率變動為門檻變數。

由於式(3)及式(4)中的亞洲先進國家通膨及落後1期被解釋變數，與亞洲發展中國家落後1期被解釋變數可能與殘差相關，違反Hansen (1999) 門檻檢定之分配假設。本文參考Vinayagathan (2013) 及Kremer et al. (2013) 動態追蹤資料門檻模型，進行兩階段估計^{註24}，說明如下：

步驟(1)：使用Arellano and Bover

(1995) 提出的前向正交離差 (forward orthogonal deviation) 轉換法，避免固定效果轉換過程中，殘差項序列相關問題，同時以工具變數對可能的內生變數迴歸之預測值，取代內生變數後，尋找使式(3)與式(4)殘差平方和最小的 $\hat{\gamma}$ 。進一步，利用Wald test檢定 $\beta_{11} = \beta_{12}$ ，若拒絕虛無假設，則 $\hat{\gamma}$ 為初步潛在門檻值。

步驟(2)：給定潛在門檻值 $\hat{\gamma}$ ，以工具變數調整解釋變數可能內生性後，使用Arellano and Bover (1991) 差分動態GMM或Blundell and Bond (1998) 系統性GMM估計式(3)及式(4)，並再次以Wald檢定確定門檻效果的存在。

表11動態追蹤資料第一階段亞洲主要國家 $\beta_{11} = \beta_{12}$ 之Wald門檻效果檢定^{註25}，顯示亞洲先進國家若以上一年通膨率及長期利率變動做為門檻變數，在10%顯著水準內，可能存在門檻效果，代表不同通膨水準及長期利率變動下，上一年政府債務成長對亞洲先進國家GDP成長之效果相異；至於亞洲發展中國家，則在以當期短期利率變動為門檻變數時，在10%顯著水準內，拒絕虛無假設，意味短期利率變動幅度大小可能改變政府債務成長影響GDP成長之程度。

表11 亞洲主要國家第一階段Wald門檻效果檢定

| | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|--|---------|---------|----------|---------|
| | Wald統計量 | P-value | Wald統計量 | P-value |
| 迴歸方程式：式(3) $g_{it} = \alpha + \beta_0 D_t + \beta_{11} d_{it} I_1(q_{it} \leq \gamma) + \beta_{12} d_{it} I_2(q_{it} > \gamma) + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}$, | | | | |
| 檢定之門檻變數 (q_{it}) | | | | |
| π_{it} | - | - | 2.43 | 0.12 |
| d_{it} | 2.27 | 0.13 | 1.81 | 0.18 |
| Δr_{it} | 2.34 | 0.13 | 21.71*** | 0.00 |
| Δl_{it} | - | - | 2.92* | 0.10 |
| 迴歸方程式：式(4) $g_{it} = \alpha + \beta_0 D_t + \beta_{11} d_{it-1} I_1(q_{it-1} \leq \gamma) + \beta_{12} d_{it-1} I_2(q_{it-1} > \gamma) + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it-1} + \varepsilon_{it}$, | | | | |
| 檢定之門檻變數 (q_{it-1}) | | | | |
| π_{it-1} | 8.31*** | 0.01 | 0.84 | 0.36 |
| d_{it-1} | 1.53 | 0.22 | 1.66 | 0.20 |
| Δr_{it-1} | 1.49 | 0.23 | 0.62 | 0.44 |
| Δl_{it-1} | 4.08** | 0.05 | 0.00 | 0.98 |

註：1. 先進國家當期通膨率及落後1期的GDP成長率分別以落後1~4期的通膨率，及落後2~4期的GDP成長率與輸出年增率對兩者迴歸後，所得到之預測值取代之；亞洲發展中國家通膨率、政府債務成長率及輸出年增率等變數不具內生性，只對落後1期的GDP成長率進行矯正，其工具變數為落後2~4期的GDP成長率及輸出年增率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

資料來源：作者自行整理

進一步，依據表11得到的潛在門檻值 $\hat{\gamma}$ ，表12列出差分動態GMM追蹤資料門檻模型估計結果，其中亞洲先進國家模型(1)與模型(2)分別為門檻變數係上一年通膨率及長期利率變動之式(4)迴歸估計結果；亞洲發展中國家模型(3)則是門檻變數為當期短期利率變動之式(3)估計結

果。

模型(1)及模型(2)顯示亞洲先進國家上一年通膨率小於0.8%，抑或是長期公債殖利率負向變動，皆可弱化排擠效應，政府債務成長對未來一年經濟成長之正向助益將更為顯著(迴歸係數分別達0.4及0.27)。

表12 亞洲主要國家動態追蹤資料門檻模型迴歸

| 迴歸變數 | 先進國家 | | 發展中國家 | |
|-------------------------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------|------------------|
| | 模型 (1) | 模型 (2) | 迴歸變數 | 模型 (3) |
| g_{it-1} | -0.03 (0.13) | -0.15*** (0.05) | g_{it-1} | -0.19 (0.19) |
| D_t | -3.74*** (0.86) | -3.37** (1.50) | D_t | -1.78* (1.01) |
| π_{it-1} | 0.16 (0.23) | -0.13* (0.08) | π_{it} | 0.08 (0.09) |
| EX_{it-1} | 0.03 (0.06) | 0.05 (0.04) | EX_{it} | 0.07** (0.03) |
| $d_{it-1}I_1(q_{it-1} \leq \gamma)$ | 0.40*** (0.09) | 0.27** (0.12) | $d_{it}I_1(q_{it} \leq \gamma)$ | -0.10 (0.08) |
| $d_{it-1}I_2(q_{it-1} > \gamma)$ | 0.04 (0.05) | 0.24 (0.17) | $d_{it}I_2(q_{it} > \gamma)$ | 0.05 (0.05) |
| q_{it-1} | π_{it-1} | Δr_{it-1} | q_{it} | Δr_{it} |
| γ | 0.80 | 0.00 | γ | -0.50 |
| $\beta_{11} = \beta_{12}$ 檢定 | 14.77*** | 0.22 | $\beta_{11} = \beta_{12}$ 檢定 | 29.20*** |
| Sargan test | 68.80 | 61.61 | Sargan test | 52.36 |
| AR(1) test | -3.58*** | -1.88* | AR(1) test | -1.83* |
| AR(2) test | -1.66 | -1.59 | AR(2) test | -0.41 |
| 樣本數 | 72 | 72 | 樣本數 | 68 |

註：1. 模型 (1) 與模型 (2) 的GMM工具變數為落後3~5期的GDP成長率及輸出年增率；模型 (3) GMM工具變數為落後3~5期的GDP成長率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

至於亞洲發展中國家，表12模型 (3) 實證結果顯示，短期利率變動大於-0.50個百分點之下，政府債務成長有利經濟成長，惟估計係數未顯著異於零。這可能係因亞洲發展中國家調升短期利率之際，經濟可能位於景氣擴張階段，加以升息可降低貨幣貶值及資金流出壓力，此時政府債務成長將有助於激勵經濟成長。

最後，門檻迴歸係數相等 $\beta_{11} = \beta_{12}$ 之Wald檢定顯示，亞洲先進國家以上一年通

膨率為門檻變數，及亞洲發展中國家以當期短期利率為門檻變數，均拒絕虛無假設，代表前述兩者確實存在門檻效果。此外，為進一步測試「不同經濟環境下，政府債務成長對經濟成長」實證結果之頑強性，本文亦嘗試在式 (3) 及式 (4) 中加入長短期利率變動、投資率及人口成長率等控制變數進行迴歸分析，參見附錄2。惟亞洲先進國家上一年通膨率低於0.8%，政府債務成長對未來一年經濟成長之正向助益將更為顯著；以及亞

洲發展中國家短期利率變動大於-0.50個百分點之下，政府債務成長將更有利於經濟成長

等結論具頑強性。

肆、結 論

在歷經2008年全球金融風暴後，歐元區許多國家積極採取擴張財政措施以提振經濟，政府債務嚴重惡化，終致主權債務違約，衝擊全球經濟發展，因而吸引大批學者開始研究政府債務對經濟成長之影響。

至於亞洲主要國家，過去文獻多聚焦於外債問題，鮮少觸及政府債務與經濟成長之關聯，值得深入研究。本文修正過去文獻經常忽略的變數定態及可能估計偏誤問題，並將亞洲主要國家區分為先進國家及發展中國家，以追蹤資料模型檢視政府債務成長如何透過投資及利率排擠效應傳遞管道影響經濟成長。另本文亦以通膨率、政府債務成長率及長短期利率變動等當做門檻變數，探討不同經濟環境下，政府債務成長對經濟成長之影響。

本文主要結論，如下：

1. 亞洲先進國家政府債務成長仍有利於經濟成長，在低通膨下尤為明顯

亞洲先進國家因人口老化，社福及退休金等支出日漸增加，加以全球金融危機以來採行寬鬆財政政策，致政府債務持續擴大，惟其金融市場制度穩健、國內流動性充裕，加以短期利率趨勢向下，資金為尋求更安全的資產報酬，購買長期公債，使當期政府債

務成長伴隨長期公債殖利率走低，並且生產性政府支出仍可吸引更多資金供來年投資使用，因而不論是當期或是上一年政府債務成長，排擠效應均十分輕微，仍可促進經濟成長。特別是在通膨率低於0.8%下，上一年政府債務成長對經濟成長助益將尤其明顯。

2. 亞洲發展中國家政府債務成長沒有明顯排擠效應，惟無助於經濟成長

亞洲發展中國家金融市場體制較不健全，政府債務大幅成長，違約風險可能因此增加，而無法吸引更多資金供投資使用，並影響外資及私部門投資信心，抵銷政府債務擴大對經濟成長可能之好處。惟政府債務成長的同時，若短期利率變動能大於-0.5個百分點，避免匯率貶值及資金外流風險，則仍可有效提升經濟成長。

最後，本文受限於資料一致性及取得，加以將不同經濟發展階段國家分類，致樣本數有限，假以時日，或可向後延長樣本點，進行實證分析及後續追蹤。再者，本文發現亞洲先進國家政府債務成長仍有利於經濟成長之結果，與過去歐元區國家高政府債務比率變動軌跡之研究結論不相同，推測可能是因模型設定及財政赤字結構差異所致，惟尚待嚴謹證實，此亦值得進一步深入再研究。

附 註

- (註1) 聯合國Population Division (2017) 資料顯示2015年全球老年人口依賴比(65歲以上人口除以15~64歲人口)由2010年之9.3%升至10.0%，2020年則將進一步增至11.5%。一直以來，歐洲老年人口占比較其他地區高，主要係因少子化發生較早；東亞地區勞動人口占比目前雖最高，惟未來降幅恐亦最明顯。
- (註2) Checherita and Rother (2012) 指出2007年~2011年歐元區政府毛債務相對GDP之比率從66%升至88.5%。
- (註3) Herndon et al. (2013) 發現Reinhart and Rogoff (2010) 的研究漏填及不正常加權部分國家數據，當數據更正後，政府債務比率超過90%的國家，平均GDP成長仍為正；Egert (2015) 則發現高政府債務比率不利經濟成長之結論，依模型及樣本期間差異而有所不同，在少部分情況下，高政府債務比率對經濟成長有負面影響的結論成立。
- (註4) 信心影響經濟成長之傳遞過程複雜，致信心排擠效應傳遞管道難以驗證，本文將其當作補充說明。
- (註5) 劉佳蕙 (2012) 亦將日本、台灣、南韓及新加坡等國家設為同一群組。
- (註6) 由於輸出占GDP比率經常呈現單根現象，本文因而使用輸出年增率。
- (註7) 為配合後文衝擊反應函數分析，遞延效果迴歸最適落後期數，係以Panel VAR模型判斷。BIC及AIC建議亞洲先進國家及發展中國家Panel VAR模型最適落後期數均為1。
- (註8) Roodman (2006) 指出大樣本追蹤資料中， g_{it-1} 與殘差 ε_{it} 相關性將變得不明顯。
- (註9) DWH內生性檢定最早由Durbin (1954) 提出，並由Wu (1973) 及Hausman (1978) 等加以修改得到。
- (註10) 工具變數 IV_{it} 與殘差 Δv_{it} 正交條件檢定之虛無假設為 $E_t[IV_{it}\Delta v_{it}] = 0$ 。
- (註11) 為簡化模型及避免自由度減少過多，僅挑選重要變數進行分析。
- (註12) 為避免過多自由度損失，僅允許政府債務成長率係數隨門檻變數改變。
- (註13) 受限於IMF資料庫中台灣政府債務資料長度，本文選擇以1998年為樣本起點。
- (註14) 日本已於2005年邁入超高齡社會(65歲以上人口占總人口比重超過20%)，香港則預計於2023年達到標準，而台灣、南韓及新加坡同為2026年。參見國發會(2016)，中華民國人口推估(105至150年)。
- (註15) 根據ADB (2016) 亞太主要指標(Key Indicators for Asia and the Pacific) 顯示，2005年日本、台灣、南韓及新加坡等亞洲先進國家社會安全及福利(social security and welfare) 占中央政府支出比重平均為21.8%，2014年升至28.3%。
- (註16) 雖然2016年新加坡一般政府毛債務相對GDP比率高達106.4%，惟新加坡財政長期有盈餘，且政府債務主要為新加坡政府特別債券(Special Singapore Government Securities, SSGS)，係專為政府養老金投資所發行，不算是真正政府負債。然由於實證國家數有限，因此仍將新加坡納為研究對象。
- (註17) 惟落後1期通膨率與GDP成長率之間已不存在內生性。
- (註18) 亞洲全體國家、先進國家及發展中國家經濟成長AR(1)迴歸，落後1期GDP成長率與殘差相關係數分別為0.49、0.33及0.46，因此，加入落後1期GDP成長率為解釋變數，可能會影響估計結果。
- (註19) 雖然亞洲先進國家與歐盟國家於社福及退休金等支出皆呈上升趨勢，惟亞洲先進國家負擔較輕，且包含經濟建設等之經濟服務(Economic Service) 支出占中央政府支出比重穩定，2014年約為13%，歐盟國家(28國) 經濟事務(Economic affairs) 占比則約在10%左右。由於不同政府支出結構造成的政府債務成長對經濟成長之影響差異已超過本文研究範疇，不再進一步探討。
- (註20) 即使是各項傳遞管道中落後1期的解釋變數與被解釋變數之間亦無明顯內生性。
- (註21) 政府債務成長上升，若沒有排擠私人投資，投資率理應隨之上升。因此，亞洲先進及發展中國家政府債務成長對投資率沒有明顯影響，可能是因民間資金供給減少，而排擠了部分私人投資，但未達顯著狀態。

- (註22) Asian Bond Online顯示，2015年印尼及馬來西亞外資持有的公債比重達30%以上，公司債則因市場流動性不足，外資持有意願不高。
- (註23) 落後1期長期利率變動已不具內生性。
- (註24) Caner and Hansen (2004) 提出以工具變數方式解決非動態門檻模型解釋變數內生性問題。
- (註25) 亞洲全體國家門檻迴歸較難看出不同經濟群體間受門檻效果影響之差異，故僅比較亞洲先進國家及發展中國家。
- (註26) 落後1期的長期利率變動與GDP成長率之間已不具內生性，亞洲先進國家動態及解釋變數落後項追蹤資料迴歸只須使用差分動態GMM，處理落後1期被解釋變數可能產生的問題。

參考文獻

中文文獻

- 郎偉芳 (2012)，「政府債務實質效果與對經濟成長影響之探討」，綜合規劃研究，行政院經濟建設委員會。
- 國發會 (2016)，*中華民國人口推估 (105至150年)*。
- 劉佳蕙 (2012)，「公債與經濟成長：以亞洲地區國家為例」，國立臺灣大學社會科學院經濟學系碩士論文。

英文文獻

- Ahlborn, M., and R. Schweickert (2015), "Public Debt and Economic Growth," *PFH Forschungspapiere/Research Papers*.
- Ahmed, H., and SM. Miller (2000), "Crowding-Out and Crowding-In Effects of the Components of Government Expenditure," *Contemporary Economic Policy*, 18(1), 124-133.
- Arellano, M., and Bover, O. (1995), "Another Look at the Instrumental Variables Estimation of Error-component Models," *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Arellano, M., and S. Bond (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations," *The Review of Economic Studies*, 58 (2), 277-297.
- Bertocchi, G. (1989), "Private Saving and Public Debt: a Review Essay," *Journal of Monetary Economics*, 24(2), 313-320.
- Blundell, R., and S. Bond (1998), "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models," *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Caner, M., and B. E. Hansen (2004), "Instrumental Variable Estimation of a Threshold Model," *Econometric Theory*, 20, 813-843.
- Cecchetti, S. G., M S Mohanty, and F. Zampolli (2011), "The Real Effects of Debt," *BIS Working papers* No 352.
- Checherita, C., and P. Rother (2012), "The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth: An Empirical Investigation for the Euro Area," *European Economic Review*, 56(7), 1392-1405.
- Chudika, A., K. Mohaddesby, M. Hashem Pesaran, and Mehdi Raissid (2015), "Is There a Debt-threshold Effect on Output Growth?" *IMF Working Paper* WP/15/197.
- Corsetti, G., K. Kuester, A. Meier, and G. J. Muller (2013), "Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability," *Economic Journal*, 123(2), 99-132.
- Davidson, R., and J. MacKinnon (1993), *Estimation and Inference in Econometrics*, New York: Oxford University Press.
- Durbin, J. (1954), "Errors in Variables," *Review of the International Statistical Institute*, 22, 23-32.

- Egert, B. (2013), “The 90% Public Debt Threshold: The Rise & Fall of a Stylised Fact,” *Cesifo Working Paper* NO. 4242.
- Egert, B. (2015), “Public Debt, Economic Growth and Nonlinear Effects: Myth or Reality?” *Journal of Macroeconomics*, 43, 226-238.
- Fouquau, J. (2008), “Threshold Effects in Okun’s Law: a Panel Data Analysis,” *Economics Bulletin*, 5(33), 1-14.
- Hansen, B. E. (1999), “Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference,” *Journal of Econometrics*, 93, 345-368.
- Harris, R. D. F., and E. Tzavalis (1999), “Inference for Unit Roots in Dynamic Panels Where the Time Dimension Is Fixed,” *Journal of Econometrics*, 91, 201-226.
- Hausman, J. (1978), “Specification Tests in Econometrics,” *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Herndon, T., M. Ash, and R. Pollin (2013), “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff,” *Cambridge Journal of Economics*, 38(2), 257-279.
- Irons, J., and J. Bivens (2010), “Government Debt and Economic Growth—Overreaching Claims of Debt Threshold Suffer from Theoretical and Empirical Flaws,” *Economic Policy Institute Briefing Paper* No.271.
- Kremer, S., A. Bick, and D. Nautz (2013), “Inflation and Growth: New Evidence from A Dynamic Panel Threshold Analysis,” *Empirical Economics*, 44(2), 861-878.
- Kumar, M. S., and J. Woo (2010), “Public Debt and Growth,” *IMF Working Paper* No. 10/174.
- Levin, A., C. F. Lin, and C. S. J. Chu. (2002), “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties,” *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- Lof, M., and T. Malinen (2014), “Does Sovereign Debt Weaken Economic Growth? A Panel VAR Analysis,” *Economics Letters*, 122, 403-407.
- Mencinger, J., A. Aristovnik, and M. Verbič (2014), “The Impact of Growing Public Debt on Economic Growth in the European Union,” *Institute for Economic Research Working Paper* No. 80.
- Meyer, L.H. (1983), *The Economic Consequences of Government Deficits*, Economic Policy Conference Series, ECAB.
- Modigliani, F. (1961), “Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt,” *Economic Journal*, 71 (284), 730-755.
- Panizza, U., and A. F. Presbitero (2014), “Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?” *Journal of Macroeconomics*, 41, 21-41.
- Pattillo, C., H. Poirson, and L. Ricci (2004), “What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth?” *IMF Working Paper* No. 04/15.
- Pescation, A., D. Sandri, and J. Simon (2014), “Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?” *IMF Working Paper* WP/14/34.
- Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff (2010), “Growth in a Time of Debt,” *American Economic Review*, 100(2), 573-578.
- Reinhart, C. M., K. S. Rogoff, and M. A. Savastano (2003), “Debt Intolerance,” *NBER Working Paper* No. 9908.
- Roodman, D. (2006), “How to Do Xtabond2: an Introduction to Difference and System GMM in Stata,” *Center for Global Development Working Paper* Number 103.
- Schlclarek, A. (2004), “Debt and Economic Growth in Developing and Industrial Countries,” *Working Papers*, Department of Economics, Lund University.
- Vinayagathan, T. (2013), “Inflation and Economic Growth: A Dynamic Panel Threshold Analysis for Asian Economies,” *Journal of Asian Economics*, 26, 31-41.

Woo, J., and M. S. Kumar (2015), "Public Debt and Growth," *Economica*, 82(328), 705-739.

World Economic Forum (2014), *Global Risks*, Ninth Edition.

Wu, D. (1973), "Alternative Tests of Independence between Stochastic Regressors and Disturbances," *Econometrica*, 41(4), 733-750.

附錄1 Arellano-Bond 差分動態GMM簡介

簡單動態追蹤資料迴歸可表示為：

$$y_{it} = \alpha + \mu_i + \beta y_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (A1)$$

Arellano-Bond GMM估計法，主要藉由差分移除橫斷面固定效果。將式 (A1) 差分可得：

$$y_{it} - y_{it-1} = \beta(y_{it-1} - y_{it-2}) + \varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1} \quad (A2)$$

其中， $E\Delta\varepsilon_i\Delta\varepsilon_i' = \sigma_\varepsilon^2(I_N \otimes G)$ 且 $\Delta\varepsilon_i' = (\varepsilon_{i3} - \varepsilon_{i2}, \dots, \varepsilon_{iT} - \varepsilon_{iT-1})$ 。G為：

$$G = \begin{bmatrix} 2 & -1 & 0 & \dots & 0 & 0 & 0 \\ -1 & 2 & -1 & \dots & 0 & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots & \vdots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & -1 & 2 & -1 \\ 0 & 0 & 0 & \dots & 0 & -1 & 2 \end{bmatrix},$$

式 (A2) 可重新表示為：

$$\Delta y_{it} = \beta \Delta y_{it-1} + \Delta v_{it} \quad (A3)$$

Arellano-Bond GMM估計法原理為：

第1期：差分過後，t 起始點為3，依據

式 (A2)， $y_{i3} - y_{i2} = \beta(y_{i2} - y_{i1}) + \varepsilon_{i3} - \varepsilon_{i2}$ 。由於 y_{i1} 與 $(y_{i2} - y_{i1})$ 相關，惟與 $\varepsilon_{i3} - \varepsilon_{i2}$ 無關， y_{i1} 可作為有效之工具變數。

第2期：t=4， $y_{i4} - y_{i3} = \beta(y_{i3} - y_{i2})$

+ $\varepsilon_{i4} - \varepsilon_{i3}$ 。同理， y_{i1} 與 y_{i2} 同為有效之工具變數。

以此類推其他期數，對於每一個i，有效

工具變數矩陣為：

$$IV_i = \begin{bmatrix} [y_{i1}] & \dots & \dots & 0 \\ \vdots & [y_{i1}, y_{i2}] & 0 & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & 0 \\ 0 & \dots & \dots & [y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT}] \end{bmatrix},$$

所有工具變數矩陣為 $IV = [IV_1', IV_2',$

$\dots, IV_N']$ ，且滿足 $E(IV_i' \Delta v_i) = 0$ 。

附錄2 頑強性檢定

本節主要嘗試將長短期利率變動、投資率及人口成長率 ($popg_{it}$) 等加入式 (1) 及式 (2) 或是式 (3) 及式 (4) 之控制變數 z_{it} 中，並設定模型 (A) ~ 模型 (C) 檢驗內文基準模型「亞洲先進國家政府債務成長有助經濟成長」及「不同經濟環境下，政府債務對經濟成長之影響相異」等結論之頑強性：

模型(A)： $z_{it}=[\pi_{it}, EX_{it}, \Delta r_{it}]$ ；

模型(B)： $z_{it}=[\pi_{it}, EX_{it}, \Delta l_{it}, I_{it}]$ ；

模型(C)： $z_{it}=[\pi_{it}, EX_{it}, \Delta l_{it}, I_{it}, popg_{it}]$ 。

$popg_{it}$ 資料取自於IMF World Economic Outlook Database。

Davidson and MacKinnon (1993) 檢定顯示，當期亞洲先進國家長期利率變動與

GDP成長率呈內生性^{註26}，將其以工具變數迴歸後之預測值取代，再進行差分動態GMM追蹤資料估計。

另為確定差分動態GMM追蹤資料估計法結果頑強性，附表1第三列亦列出基準模型工具變數估計結果，其與差分動態GMM追蹤資料估計法結果差異不大。附表1模型 (A) ~ 模型 (C) 顯示，亞洲先進國家當期政府債務成長有利於經濟成長，並且政府債務成長率迴歸係數與基準模型差距甚小，惟模型 (A) 未通過AR(2)檢定；附表2模型 (A) ~ 模型 (C) 則顯示亞洲先進國家上一年政府債務成長可提升經濟成長之結論仍成立。

附表1 亞洲先進國家GDP成長率動態追蹤資料迴歸

| 變數 | 基準模型 | 基準模型 (IV估計) | 模型 (A) | 模型 (B) | 模型 (C) |
|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| g_{it-1} | -0.02 (0.04) | 0.02 (0.08) | 0.02 (0.04) | -0.03 (0.04) | -0.07 (0.05) |
| D_t | -1.45 (1.05) | -1.58 (1.14) | -1.20 (1.40) | -1.47 (1.13) | -1.67 (1.20) |
| π_{it} | -0.59** (0.26) | -1.11** (0.52) | -1.05*** (0.40) | -1.23*** (0.03) | -1.34*** (0.27) |
| EX_{it} | 0.22** (0.10) | 0.20** (0.10) | 0.23*** (0.09) | 0.20** (0.08) | 0.21** (0.09) |
| d_{it} | 0.07*** (0.02) | 0.08*** (0.02) | 0.08*** (0.03) | 0.07*** (0.02) | 0.06* (0.03) |
| Δr_{it} | | | -0.30 (0.84) | | |
| $\Delta l r_{it}$ | | | | -1.15* (0.68) | -1.45*** (0.38) |
| I_{it} | | | | 0.03 (0.08) | -0.02 (0.10) |
| pop g_{it} | | | | | 0.57*** (0.15) |
| Sargan test | 60.22 | | 53.40 | 60.36 | 57.83 |
| AR(1) test | -1.66* | | -1.69* | -1.66* | -1.78* |
| AR(2) test | -1.59 | | -1.66* | -1.59 | -1.52 |
| 樣本數 | 68 | 60 | 68 | 68 | 68 |

註：1. 基準模型工具變數估計，係分別以工具變數固定效果迴歸預測值，取代 g_{it-1} 及 π_{it} 。

2. 模型 (A) ~ 模型 (C) 長期利率變動以落後2~4期的長期利率變動及GDP成長率對其迴歸後，所得到之預測值取代之；通膨率以落後2~4期的通膨率及GDP成長率對其迴歸後，所得到之預測值取代之。

3. 模型 (A) GMM工具變數為落後2~4期之GDP成長率；模型 (B) 及模型 (C) GMM工具變數為落後3~4期之GDP及輸出成長率。

4. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

附表2 亞洲先進國家GDP成長率動態及解釋變數落後項追蹤資料迴歸

| 變數 | 基準模型 | 模型 (A) | 模型 (B) | 模型 (C) |
|---------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| g_{it-1} | -0.02 (0.09) | 0.03 (0.07) | 0.39** (0.13) | 0.24 (0.15) |
| D_t | -3.60** (1.54) | -3.15** (1.31) | -3.18*** (1.22) | -3.54*** (1.19) |
| π_{it-1} | -0.13* (0.07) | -0.09 (0.11) | -0.44 (0.25) | -0.63 (0.26) |
| EX_{it-1} | 0.03 (0.06) | 0.02 (0.06) | -0.09 (0.06) | -0.04 (0.06) |
| d_{it-1} | 0.24* (0.13) | 0.27* (0.16) | 0.14** (0.07) | 0.13* (0.07) |
| Δr_{it-1} | | 0.19 (0.22) | | |
| $\Delta l r_{it-1}$ | | | -0.21 (0.79) | -0.33 (0.77) |
| I_{it-1} | | | 0.08*** (0.03) | 0.06** (0.03) |
| $popg_{it-1}$ | | | | 0.92** (0.42) |
| Sargan test | 50.66 | 62.47 | 58.02 | 56.88 |
| AR(1) test | -1.96** | -1.86* | -4.26*** | -2.87*** |
| AR(2) test | -1.49 | -1.51 | -0.91 | -1.08 |
| 樣本數 | 72 | 72 | 71 | 71 |

註：1. 模型 (A) 以系統性GMM進行估計，GMM工具變數為落後4~5期之GDP成長率、通膨率及短期利率變動；模型 (B) 及模型 (C) 以系統性GMM進行估計，GMM工具變數為落後4~5期之GDP成長率、通膨率、長期利率變動及投資率。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設；括弧內為標準誤。

資料來源：作者自行整理

其次，對表11及表12檢定結果進行頑強性測試。附表3為兩階段動態追蹤資料估計的第一階段初步Wald門檻效果檢定結果，其顯示亞洲先進國家若以上一年通膨率及長期

利率變動做為門檻變數，模型(A)~ 模型(C)在10%顯著水準下，存在門檻效果；亞洲發展中國家以當期短期利率變動為門檻變數，模型(A)~ 模型(C)亦均拒絕虛無假設。

附表3 亞洲主要國家第一階段Wald門檻效果檢定

| | 檢定之 門檻變數 | 模型(A) | | 模型(B) | | 模型(C) | |
|-----------|---------------------|-------------|---------|-------------|---------|-------------|---------|
| | | Wald 統計量 | P-value | Wald 統計量 | P-value | Wald 統計量 | P-value |
| 先進 國家 | π_{it-1} | 7.08*** | 0.01 | 7.86*** | 0.01 | 7.76*** | 0.01 |
| | $\Delta l r_{it-1}$ | 3.56* | 0.07 | 3.40* | 0.07 | 3.31* | 0.08 |
| 發展中 國家 | $\Delta r t_{it}$ | 14.05*** | 0.00 | 12.91*** | 0.00 | 12.63*** | 0.00 |

註：1. 亞洲先進國家OLS迴歸式： $g_{it} = \alpha + \beta_0 D_t + \beta_{11} d_{it-1} I_1(q_{it-1} \leq \gamma) + \beta_{12} d_{it-1} I_2(q_{it-1} > \gamma) + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it-1} + \varepsilon_{it}$ ，因落後1期的GDP成長率可能產生估計問題，以落後1~4期的輸出年增率及落後2~4期的GDP成長率對其迴歸後，所得到預測值取代之；亞洲發展中國家OLS迴歸式： $g_{it} = \alpha + \beta_0 D_t + \beta_{11} d_{it} I_1(q_{it} \leq \gamma) + \beta_{12} d_{it} I_2(q_{it} > \gamma) + \beta_2 g_{it-1} + \varphi z_{it} + \varepsilon_{it}$ ，落後1期的GDP成長率及當期投資率，分別以落後1~4期的輸出年增率及落後2~4期的GDP成長率、落後2~4期的投資率及GDP成長率，對渠等迴歸後，所得到預測值取代之。

2. *、**、***分別代表在10%、5%及1%顯著水準下拒絕虛無假設。

資料來源：作者自行整理

另附表3模型(A)~模型(C)門檻迴歸結果則顯示，亞洲先進國家上一年通膨率及長期利率門檻值分別為0.8%及0%；亞洲發展中國家短期利率變動門檻值則為-0.5個百分點，與內文結果相同。

進一步，第二階段動態追蹤資料迴歸Wald檢定顯示模型(A)~模型(C)，亞洲先進

國家以上一年通膨率為門檻變數，及亞洲發展中國家以當期短期利率變動為門檻變數，在10%顯著水準之下，門檻效果確實存在。亞洲先進國家以上一年長期利率變動為門檻變數，Wald檢定只有在模型(A)及模型(B)拒絕虛無假設。惟為節省篇幅，前述係數估計結果不呈列。

國內經濟金融情勢（民國107年第4季）

總體經濟

壹、國內經濟情勢

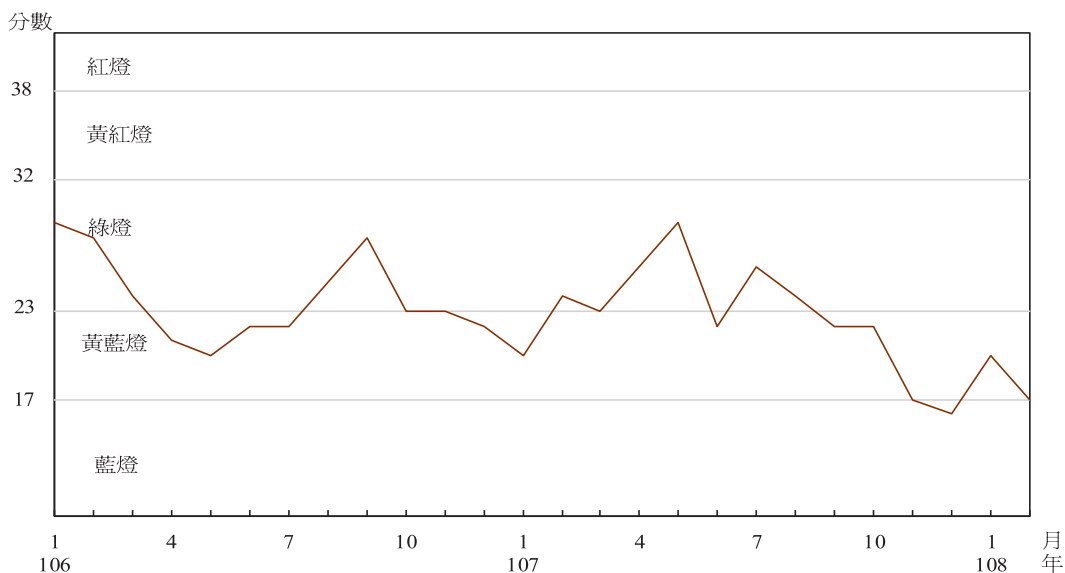
一、景氣擴張動能續緩

由於製造業銷售量與批發、零售及餐飲業營業額成長均呈減緩，108年2月國發會景氣對策信號綜合判斷分數為17分，較上月減少3分(圖1)，降至黃藍燈下限，且領先指標及同時指標均跌，顯示國內景氣持續走緩。

隨全球景氣降溫，2月台灣出口及外銷

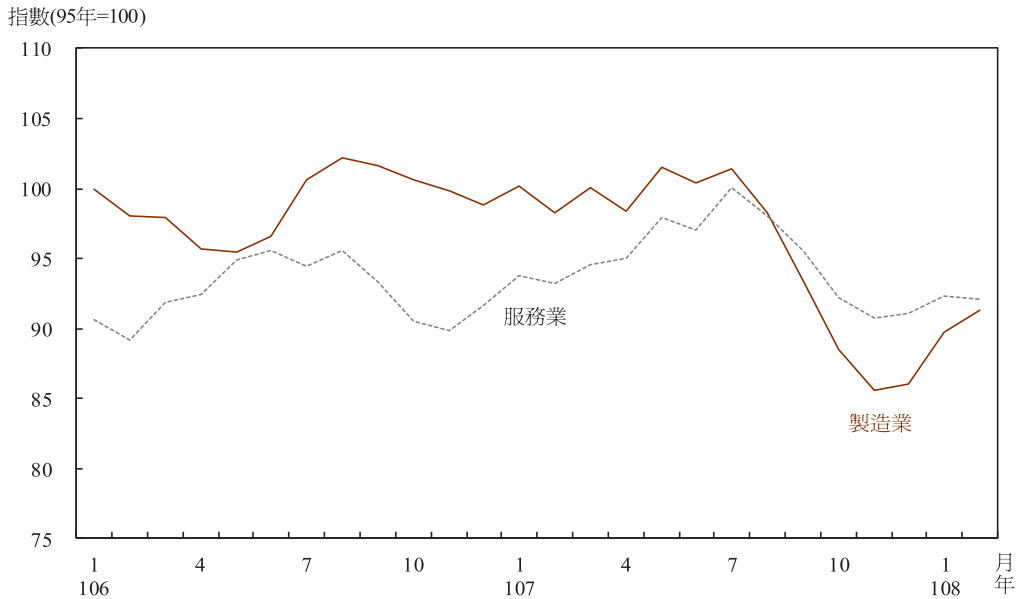
訂單均續呈負成長，惟因美中貿易談判朝向發展，台經院製造業營業氣候測驗點由1月之89.68點升至2月之91.29點；服務業則因農曆春節民生物資採購高峰已過，營業氣候點由92.26點略降至92.05點(圖2)，廠商對未來景氣看法仍趨保守。

圖1 景氣對策信號綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會

圖2 營業氣候測驗點



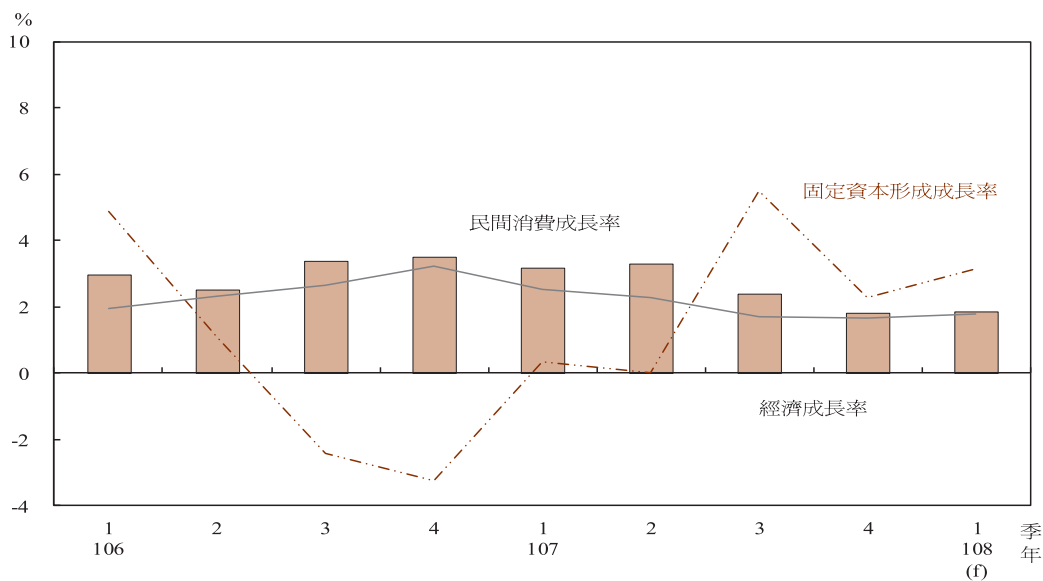
二、經濟成長趨緩

107年第4季，由於全球景氣降溫，以及美中貿易衝突持續，加以基期較高，出口成長動能續緩，益以台股下跌，民間消費信心下滑，民間投資亦轉呈負成長，經濟成長率降為1.78%，全年經濟成長率則為2.63%(圖

3、表1)。

108年第1季，主要經濟體景氣擴張力道多放緩，加以基期較高，台灣出口轉呈負成長；惟國內基本工資調漲，加以政府推動擴大內需方案，可望提振民間消費及投資動能，主計總處預測經濟成長率為1.82%。

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 | | | |
| 106 | | 3.08 | 2.54 | -0.63 | -0.12 | -1.09 | 0.17 | 5.77 | 7.43 | 5.28 |
| 107 p | | 2.63 | 2.05 | 3.51 | 2.10 | 1.46 | 13.56 | 1.82 | 3.66 | 4.90 |
| 108 f | | 2.27 | 2.18 | -0.03 | 5.00 | 3.62 | 8.63 | 11.96 | 2.25 | 1.89 |
| 106/4 | | 3.48 | 3.23 | -1.23 | -3.26 | -4.60 | -0.67 | 1.57 | 6.10 | 2.31 |
| 107/1 | | 3.15 | 2.55 | 6.63 | 0.36 | 0.62 | -2.92 | -0.84 | 6.42 | 6.19 |
| 2 | | 3.29 | 2.29 | 5.87 | 0.02 | -0.12 | 4.76 | -1.44 | 6.33 | 4.53 |
| 3 r | | 2.38 | 1.69 | -1.47 | 5.51 | 5.48 | 21.40 | 1.57 | 1.35 | 4.68 |
| 4 p | | 1.78 | 1.67 | 3.55 | 2.29 | -0.44 | 22.01 | 5.68 | 1.29 | 4.29 |
| 108/1 f | | 1.82 | 1.79 | -2.55 | 3.14 | 2.37 | 7.24 | 8.59 | 0.40 | 0.37 |
| 107年第四季 | 貢獻百分點 p | 1.78 | 0.82 | 0.52 | 0.45 | -0.10 | 0.33 | 0.21 | 0.85 | 2.25 |

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

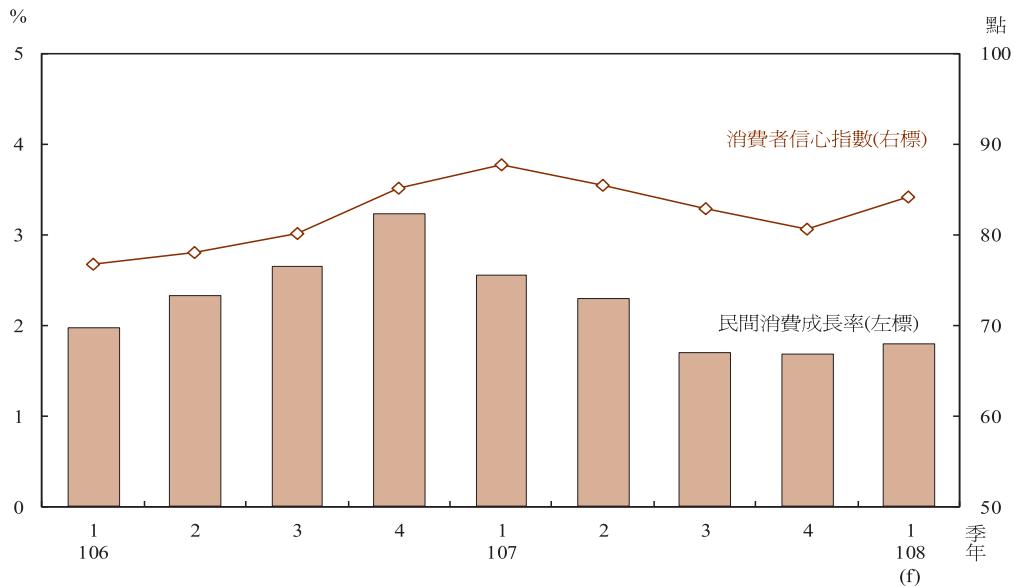
三、民間消費動能將略回溫

107年第4季，雖然國內薪資溫和成長，加以餐飲業營業額續增3.29%，惟台股大跌，股市成交值轉呈衰退(上市櫃股票成交值年增率由第3季之8.3%降至-14.5%)，汽車新增掛牌數亦續減4.3%，民間消費動能趨緩，成長率續降為1.67%(圖4、表1)，係104

年第4季以來最低。

108年以來，由於基本工資調漲，以及台股回穩帶動消費者信心回升，加以政府推出國內旅遊及節能家電補助等促進消費方案，可望推升民間消費成長動能，主計總處預測第1季民間消費成長率略回升為1.79%。

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

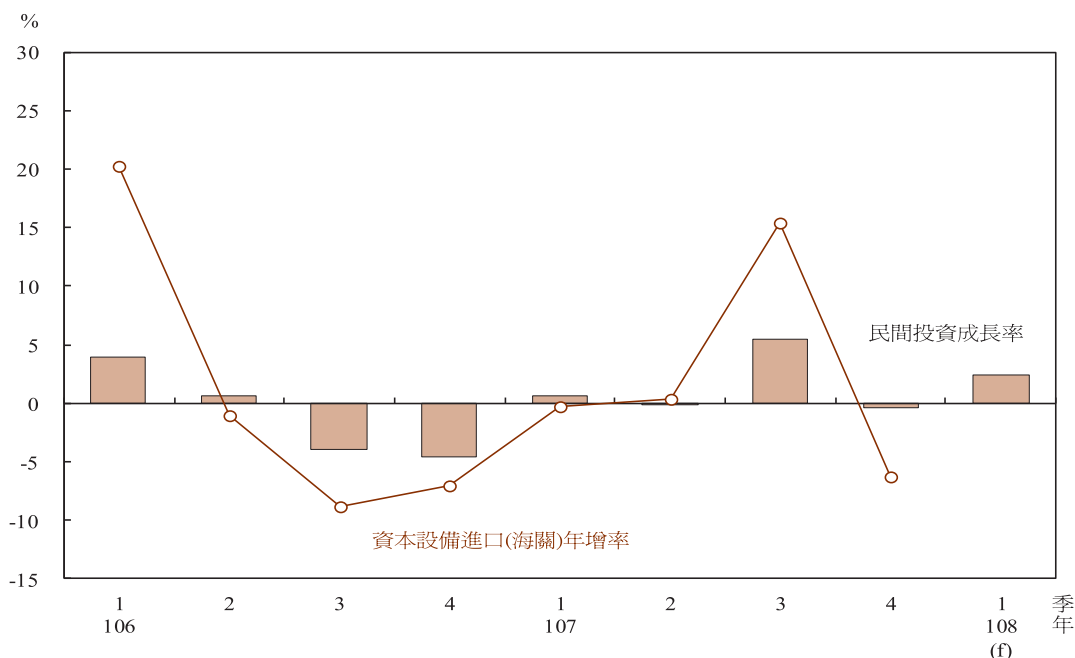
四、民間投資可望恢復成長

107年第4季，雖然民間營建工程投資續成長4.83%，惟全球景氣降溫，以及美中貿易爭端延續，企業投資保守，以新台幣計價之資本設備進口轉呈負成長4.12%，致民間機器設備投資成長率由第3季之17.75%大降為-4.84%，民間投資成長率亦由第3季之

5.48%降為-0.44%(圖5、表1)。

108年初因半導體及電機設備進口增加，1至2月資本設備進口轉呈年增4.02%，加以政府持續落實公共建設預算執行，可望帶動民間投資成長，主計總處預測第1季民間投資成長率回升為2.37%。

圖5 民間投資與資本設備進口年增率



註：f為預測數

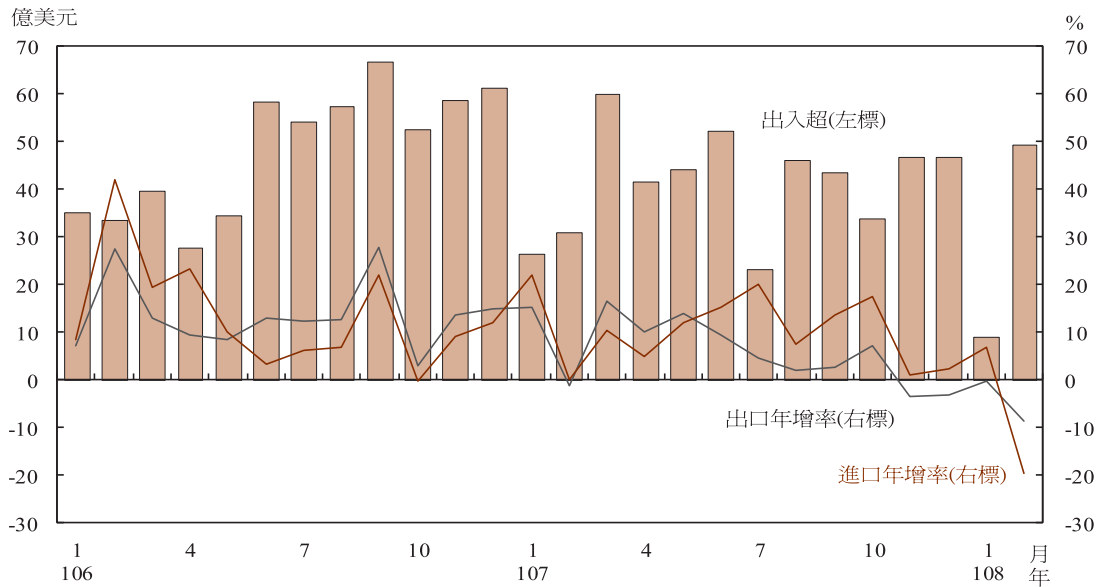
資料來源：財政部、行政院主計總處

五、進出口成長減緩

107年第4季，因全球景氣成長力道放緩，加以國際原油等原物料價格下滑，以及基期較高，出口增幅大幅減緩至0.10%(圖6)；進口則因半導體業者減少資本設備購置，以新台幣計價之資本設備進口轉呈負成長4.12%，進口年增率亦減緩至6.78%，商品及服務併計之輸出及輸入成長率分別為1.29%及4.29%(表1)。

108年以來，由於主要經濟體景氣降溫，智慧型行動通訊產品需求下滑，加以基期較高，1至2月平均出口衰退4.08%；進口方面，雖然資本設備進口成長4.02%，惟國際原物料價格下滑，農工原料進口年減6.31%，致進口亦呈衰退4.83%。主計總處預測第1季輸出及輸入成長率分別降為0.40%、0.37%。

圖6 進出口貿易



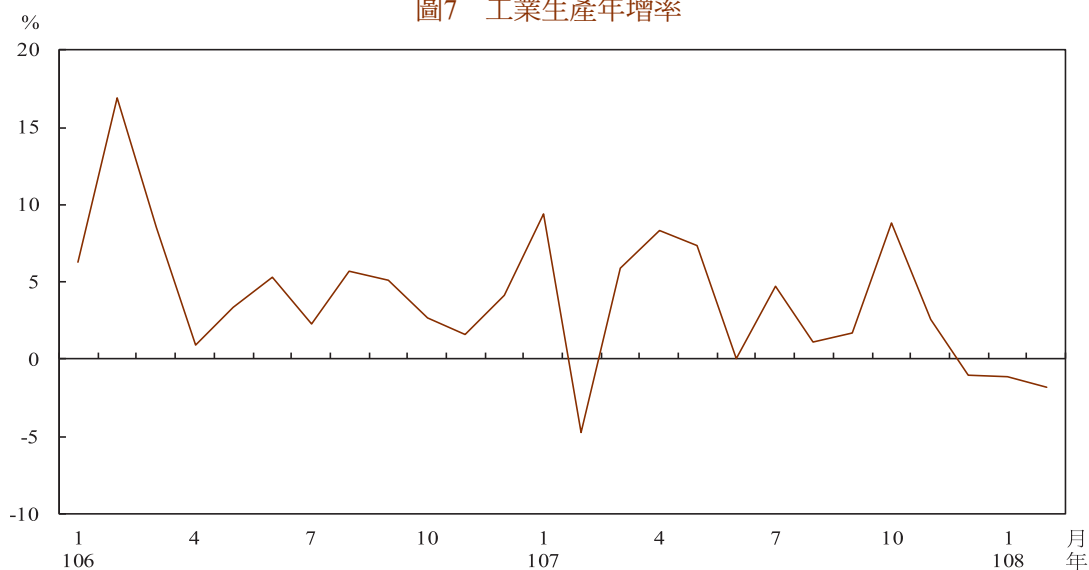
資料來源：財政部

六、工業生產續呈衰退

107年第4季，雖然電腦電子產品因伺服器及网通設備廠商受美中貿易爭端影響，提高國內生產比重而增產，惟全球景氣明顯走緩，對電子零組件及機械設備等需求下滑，加以汽車及其零件業受進口車搶市影響減產，工業生產成長減緩，12月轉呈

衰退1.06%，全年則成長3.65%。108年1至2月因全球經濟擴張力道仍緩，工業生產續減1.41%(圖7)。其中，權重最大之製造業(92.5%)年減1.38%；四大業別中，資訊電子、金屬機電及化學工業分別減產2.39%、2.23%及1.68%，僅民生工業因春節備貨需求增加而增產4.67%。

圖7 工業生產年增率



資料來源：經濟部

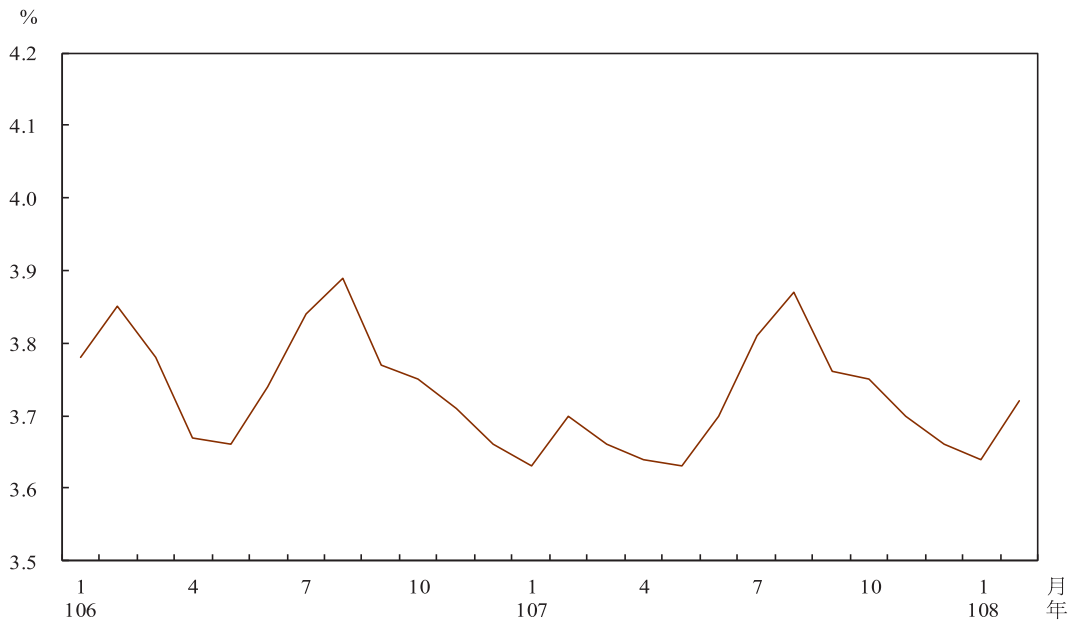
七、失業率季節性回升，薪資溫和成長

受春節後轉職及部分臨時性工作結束影響，108年2月就業人數略減至1,147.3萬人；失業率則由1月之3.64%升至3.72%(圖8)。

由於107年國內經濟溫和成長，企業獲利增加，調薪意願提升，全年工業及服務業

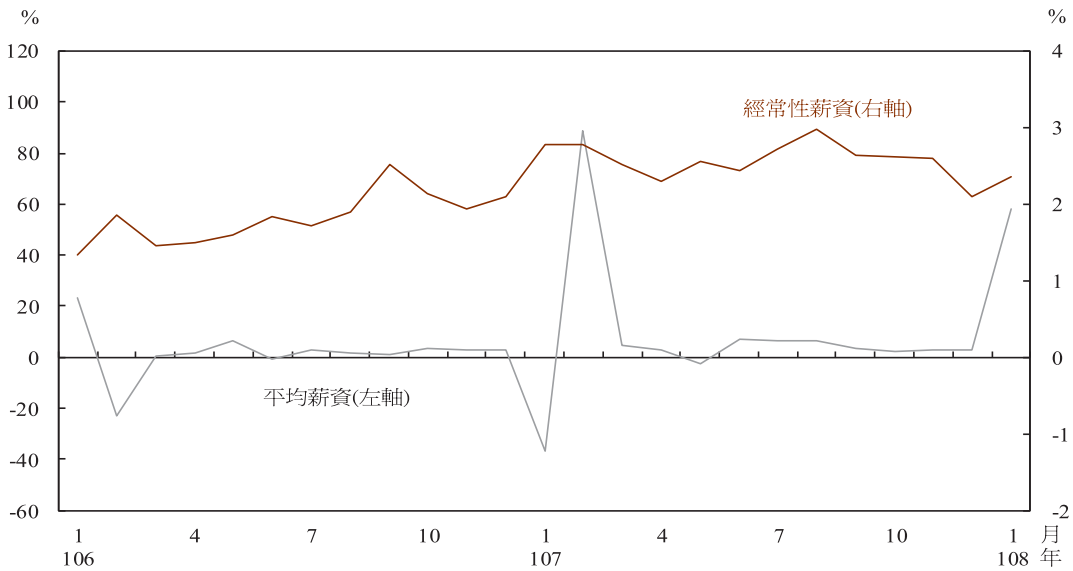
受僱員工平均薪資年增率為3.82%，係100年以來最大增幅，其中經常性薪資年增率為2.58%，係90年以來最大增幅(圖9)。108年1月經常性薪資續溫和成長2.36%；平均薪資年增率則為58.05%，主因107年廠商多集中於2月發放年終獎金，而108年多集中於1月發放所致。

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



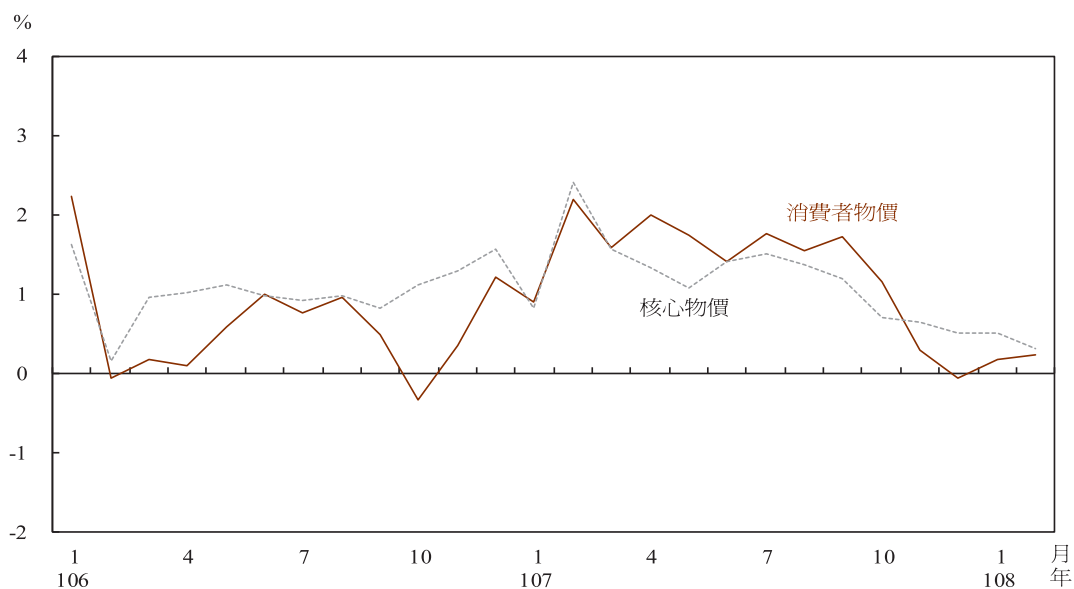
資料來源：行政院主計總處

八、CPI漲幅和緩，通膨展望溫和

107年10月起，因天候平穩，蔬果價格下跌，加以國際油價大跌，國內油料費反映調降，以及菸稅調高效應逐漸消退，CPI年增率回降，至12月為-0.06%(圖10)，漲幅係106年11月以來最低，全年為1.35%；不含蔬果及能源之CPI(即核心CPI)年增率則為1.21%，漲幅溫和。

108年1至2月CPI年增率為0.20%(表2)，漲幅較低，主因天候良好，蔬菜價格下跌，加以通訊費率續降，以及3C消費性電子產品持續降價促銷，耐久性消費品價格下跌，抵消房租、外食費及旅遊團費調漲所致；核心CPI年增率則為0.41%。本行預測全年CPI年增率為0.91%，通膨展望溫和。

圖10 消費者物價與核心物價年增率



資料來源：行政院主計總處

表2 影響108年1至2月平均CPI年增率主要項目

| 項目 | 權數 (千分比) | 年變動率 (%) | 對CPI年增率之影響 (百分點) |
|--------|-------------|-------------|---------------------|
| CPI | 1000 | 0.20 | 0.20 |
| 房租 | 146 | 0.93 | 0.14 |
| 外食費 | 78 | 1.66 | 0.13 |
| 教養娛樂服務 | 96 | 1.01 | 0.10 |
| 蛋類 | 2 | 19.80 | 0.05 |
| 水果 | 24 | 2.13 | 0.04 |
| 醫療費用 | 21 | 1.85 | 0.04 |
| 合計 | | | 0.50 |
| 蔬菜 | 14 | -13.24 | -0.15 |
| 通訊費 | 27 | -4.81 | -0.13 |
| 耐久性消費品 | 107 | -1.11 | -0.12 |
| 成衣 | 33 | -1.97 | -0.07 |
| 油料費 | 27 | -2.27 | -0.07 |
| 合計 | | | -0.54 |
| 其他 | | | 0.24 |

資料來源：行政院主計總處

貳、經濟展望

展望108年，全球經貿活動趨緩，預期台灣外需成長減緩；惟政府持續推動前瞻基礎建設計畫，積極吸引台商回台投資，加以半導體廠商續擴充產能，公共與民間投資成長可望優於上年；益以企業獲利成長有助員

工調薪，且基本工資調漲，預期民間消費溫和成長，內需續為經濟成長主力。本行預測108年經濟成長率將由107年之2.63%降至2.13%(表3)；國內外各預測機構預測值之平均數則為2.10%。

表3 國內外預測機構預測108年經濟成長率

單位：%

| 預測機構 項目 | 中央銀行 | 主計總處 | 元大寶華 | 國泰台大 | 台經院 | IHS Markit | EIU | 平均值 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|----------|-------|
| 發布日期 | 108.3.21 | 108.2.13 | 108.3.27 | 108.3.20 | 108.1.25 | 108.3.15 | 108.2.15 | |
| 實質國內生產毛額 | 2.13 | 2.27 | 2.10 | 2.20 | 2.12 | 2.05 | 1.80 | 2.10 |
| 實質民間消費支出 | 2.08 | 2.18 | 2.19 | --- | 2.20 | 2.12 | 2.80 | 2.26 |
| 實質政府消費支出 | -0.07 | -0.03 | -0.03 | --- | 0.26 | 1.20 | 2.00 | 0.55 |
| 實質固定投資 | 4.92 | 5.00 | 5.02 | --- | 4.60 | 2.86 | 2.60 | 4.17 |
| 實質民間投資 | 3.53 | 3.62 | 3.67 | --- | 3.18 | --- | --- | 3.50 |
| 實質政府投資 | 11.90 | 11.96 | 11.96 | --- | 11.03 | --- | --- | 11.71 |
| 實質輸出 | 2.08 | 2.25 | 2.22 | --- | 2.70 | 2.50 | 2.70 | 2.41 |
| 實質輸入 | 1.78 | 1.89 | 2.21 | --- | 3.21 | 2.42 | 2.40 | 2.32 |

資料來源：各預測機構

國際收支

壹、概況

107年第4季我國經常帳順差18,648百萬美元，央行準備資產增加2,221百萬美元(表1及圖1)。

表1 國際收支

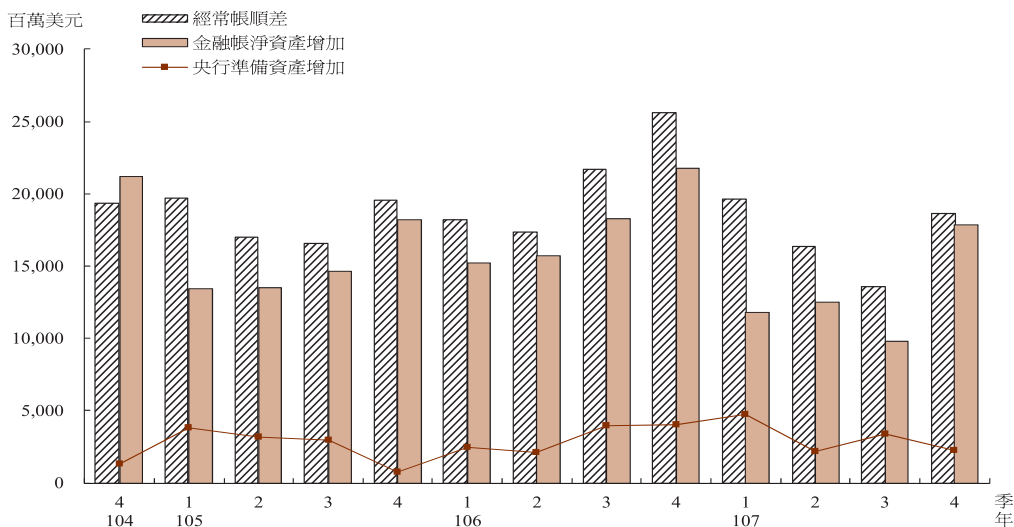
107年第4季暨106年第4季

單位：百萬美元

| | (1) 107年 第4季 | (2) 106年 第4季 | (1)-(2) |
|-----------------|--------------------|--------------------|---------|
| A.經常帳 | 18,648 | 25,637 | -6,989 |
| 商品貿易淨額 | 17,465 | 22,919 | -5,454 |
| 商品：收入（出口） | 89,426 | 95,680 | -6,254 |
| 商品：支出（進口） | 71,961 | 72,761 | -800 |
| 服務收支淨額 | -777 | -1,506 | 729 |
| 服務：收入（輸出） | 13,705 | 12,461 | 1,244 |
| 服務：支出（輸入） | 14,482 | 13,967 | 515 |
| 初次所得收支淨額 | 2,788 | 4,989 | -2,201 |
| 初次所得：收入 | 10,171 | 10,455 | -284 |
| 初次所得：支出 | 7,383 | 5,466 | 1,917 |
| 二次所得收支淨額 | -828 | -765 | -63 |
| 二次所得：收入 | 1,905 | 2,115 | -210 |
| 二次所得：支出 | 2,733 | 2,880 | -147 |
| B.資本帳 | 60 | -6 | 66 |
| C.金融帳 | 17,876 | 21,779 | -3,903 |
| 直接投資：資產 | 7,349 | 2,234 | 5,115 |
| 股權和投資基金 | 6,867 | 1,559 | 5,308 |
| 債務工具 | 482 | 675 | -193 |
| 直接投資：負債 | 1,507 | 534 | 973 |
| 股權和投資基金 | 1,595 | 516 | 1,079 |
| 債務工具 | -88 | 18 | -106 |
| 證券投資：資產 | 13,101 | 15,666 | -2,565 |
| 股權和投資基金 | 1,803 | 2,220 | -417 |
| 債務證券 | 11,298 | 13,446 | -2,148 |
| 證券投資：負債 | -3,109 | 1,884 | -4,993 |
| 股權和投資基金 | -3,139 | 1,751 | -4,890 |
| 債務證券 | 30 | 133 | -103 |
| 衍生金融商品：資產 | -4,668 | -2,901 | -1,767 |
| 衍生金融商品：負債 | -4,791 | -2,758 | -2,033 |
| 其他投資：資產 | -12,527 | 12,124 | -24,651 |
| 其他投資：負債 | -8,228 | 5,684 | -13,912 |
| 經常帳 + 資本帳 - 金融帳 | 832 | 3,852 | -3,020 |
| D.誤差與遺漏淨額 | 1,389 | 166 | 1,223 |
| E.準備與相關項目 | 2,221 | 4,018 | -1,797 |

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，按國際收支基礎（根據海關進出口貿易統計，就計價基礎、時差、類別及範圍¹予以調整）計算，本季出口89,426百萬美元，較上年同季減少6.5%；進口71,961百萬美元，較上年同季減少1.1%。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差縮減為17,465百萬美元，較上年同季減少5,454百萬美元或23.8%。

服務方面，本季服務貿易逆差777百萬美元，較上年同季減少729百萬美元或48.4%，主要係加工費支出減少及運輸收入

增加。

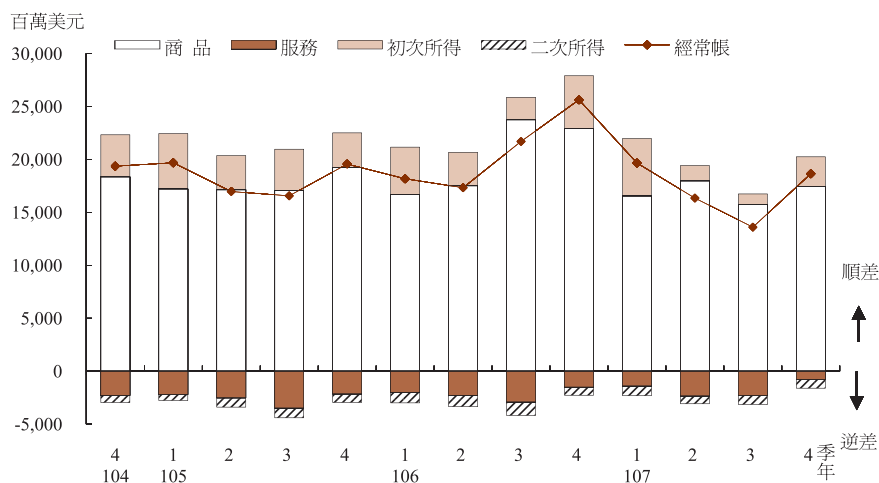
初次所得方面，本季初次所得順差2,788百萬美元，較上年同季減少2,201百萬美元或44.1%，主要係國人對外直接投資所得減少。

二次所得方面，本季淨支出828百萬美元，較上年同季增加63百萬美元或8.2%，主要係上年同季貿易違約金收入較大。

本季與上年同季比較，雖然服務貿易逆差縮減，惟因商品貿易及初次所得順差減額更大，致經常帳順差減為18,648百萬美元，計減少6,989百萬美元或27.3%（圖2）。

¹ 國際收支統計根據所有權移轉記錄商品貿易，貨品雖經過台灣通關，但所有權未移轉者，須自商品進出口剔除；反之，雖未經過台灣通關，但貨品所有權已移轉者，須計入商品進出口。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，過程中貨品未經台灣通關，惟貨款由居民收付，亦包含於商品貿易中。

圖2 經常帳



二、資本帳

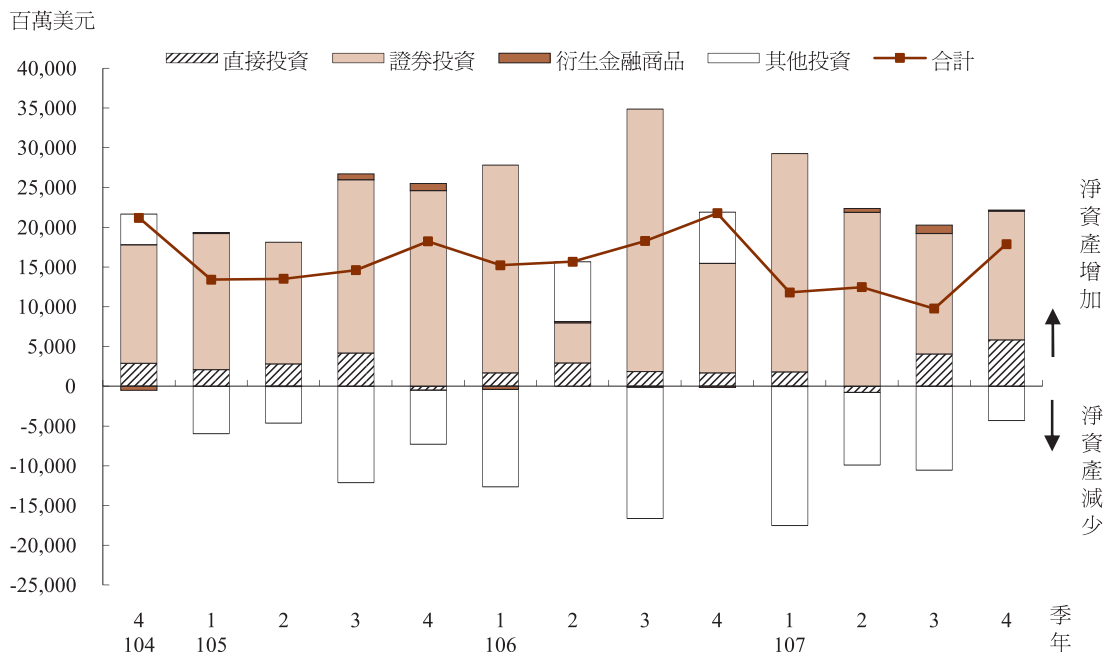
資本帳包括資本移轉（資本設備之贈與及債務之免除）與非生產性、非金融性資產交易（如商標、經銷權、網域名稱之買賣斷）。本季資本帳順差60百萬美元。

三、金融帳

本季金融帳淨資產增加17,876百萬美元(圖3)。直接投資淨資產增加5,842百萬美元，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7,349百萬美元及1,507百萬美元。證券投資淨資產增加16,210百萬美元，其中，居民投資國外證券淨增加13,101百萬美元，主要係國內投信基金及保險公司投資國外證券增加；非居民投資國內證券淨減少3,109百萬美元，主要係外資減持台股。衍生金融商品淨資產增加123百萬美元。其他投資淨資產減少4,299百萬美元，主要係銀行拆放國外同業淨減少。

圖3 金融帳



貳、經常帳

一、商品貿易

本季商品貿易，依國際收支基礎計算，商品出口89,426百萬美元，較上年同季減少6,254百萬美元或6.5%；商品進口71,961百萬美元，較上年同季減少800百萬美元或1.1%。出進口較上年同季減少，主要均係委外加工貿易廠商之境外商品買賣減少。由於出口減額大於進口減額，商品貿易順差縮減為17,465百萬美元，較上年同季減少5,454百萬美元或23.8%。

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

就貿易結構而言，出口方面，本季受全球景氣成長趨緩及基期較高等影響，較上年同季略增0.1%，其中，資本財及中間產品較上年同季分別增加2.9%及0.3%，消費品出口則較上年同季減少5.4%。進口方面，受礦產品及電子零組件進口價量俱增，較上年同季增加6.8%，其中，農工原料進口較上年同季增加11.8%，資本設備及消費品進口則較上年同季分別減少6.3%及0.4%。

就主要貿易地區而言，出口方面，本季對美國出口較上年同季增加884百萬美元或9.1%，為出口增額最大的地區；其次為南韓，較上年同季增加623百萬美元或16.9%。進口方面，亦以自美國進口較上年同季增加

1,273百萬美元或16.0%，對進口成長的貢獻居冠；其次為中東，較上年同季增加1,088百萬美元，成長率為19.3%。就主要出口市場比重而言，仍以中國大陸（含香港，以下同）所占比重41.4%為首，其次依序為東協、美國及歐洲，比重分別為17.0%、12.4%及9.1%。主要進口來源以中國大陸比重19.7%最高，其次依序為日本、美國、東協及歐洲，比重分別為14.9%、12.6%、12.0%及11.5%。

二、服務

本季服務收入13,705百萬美元，創歷年單季最高，較上年同季增加1,244百萬美元；服務支出14,482百萬美元，創歷年單季次高，較上年同季增加515百萬美元。由於收入增額大於支出增額，服務貿易逆差由上年同季之1,506百萬美元縮減為777百萬美元。茲將服務貿易主要項目之內容及變動說明如下(表2)：

表2 服務貿易

單位：百萬美元

| | 107年第4季 | | | 106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 | 13,705 | 14,482 | -777 | 12,461 | 13,967 | -1,506 | 1,244 | 515 |
| 一、加工服務 | 831 | 775 | 56 | 794 | 1,154 | -360 | 37 | -379 |
| 二、維修服務 | 426 | 214 | 212 | 370 | 321 | 49 | 56 | -107 |
| 三、運輸 | 3,013 | 3,208 | -195 | 2,599 | 2,938 | -339 | 414 | 270 |
| (一)客運 | 707 | 707 | 0 | 601 | 688 | -87 | 106 | 19 |
| (二)貨運 | 2,208 | 1,324 | 884 | 1,905 | 1,196 | 709 | 303 | 128 |
| (三)其他 | 98 | 1,177 | -1,079 | 93 | 1,054 | -961 | 5 | 123 |
| 四、旅行 | 3,788 | 4,468 | -680 | 3,566 | 4,270 | -704 | 222 | 198 |
| 五、其他服務 | 5,647 | 5,817 | -170 | 5,132 | 5,284 | -152 | 515 | 533 |
| (一)營建 | 408 | 545 | -137 | 506 | 517 | -11 | -98 | 28 |
| (二)保險及退休金服務 | 106 | 277 | -171 | 93 | 234 | -141 | 13 | 43 |
| (三)金融服務* | 752 | 447 | 305 | 795 | 355 | 440 | -43 | 92 |
| (四)智慧財產權使用費 | 353 | 870 | -517 | 319 | 918 | -599 | 34 | -48 |
| (五)電信、電腦及資訊服務 | 953 | 451 | 502 | 759 | 367 | 392 | 194 | 84 |
| (六)其他事務服務 | 2,883 | 2,965 | -82 | 2,471 | 2,639 | -168 | 412 | 326 |
| (七)個人、文化與休閒服務 | 104 | 66 | 38 | 96 | 70 | 26 | 8 | -4 |
| (八)不包括在其他項目的政府商品及服務 | 88 | 196 | -108 | 93 | 184 | -91 | -5 | 12 |

*金融服務包括間接衡量的金融中介服務（FISIM）。

(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831百萬美元，較上年同季增加37百萬美元，主要係接受非居民委託之境內加

工服務收入增加；加工支出775百萬美元，較上年同季減少379百萬美元，主要係委外加工貿易廠商支付國外加工費減少。由於收入增加、支出減少，加工服務貿易轉呈順差56百萬美元。

(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426百萬美元，較上年同季增加56百萬美元，主要係航空器維修收入增加；維修支出214百萬美元，較上年同季減少107百萬美元，主要係航空器維修支出減少。因收入增加，支出減少，維修服務貿易順差212百萬美元，較上年同季增加163百萬美元。

(三) 運輸

運輸包括旅客運輸、貨物運輸及其他（主要為國外港口、機場費用）。本季運輸收入3,013百萬美元，較上年同季增加414百萬美元，主要係運輸業者之國際線貨運收入增加。運輸支出3,208百萬美元，較上年同季增加270百萬美元，主要係支付國外進口貨運費用增加。由於收入增額大於支出增額，運輸服務貿易逆差較上年同季減少144百萬美元，縮減至195百萬美元。

(四) 旅行

本季來台旅客人次及平均每人每日消費金額均較上年同季增加，因此旅行收入增為3,788百萬美元，較上年同季增加222百萬美元。旅行支出4,468百萬美元，較上年同季增加198百萬美元，主要係國人出國人次、平均每人每日消費金額及平均停留夜數均增加。由於收入增額略大於支出增額，旅行收支逆差較上年同季減少24百萬美元，縮減為680百萬美元。

(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、其他事務服務及個人、文化與休閒服務，以及政府服務等項目。本季其他服務收入5,647百萬美元，較上年同季增加515百萬美元；其他服務支出5,817百萬美元，較上年同季增加533百萬美元。其他服務收入及支出增加，主要均係專業與管理顧問（其他事務服務項下）及電信電腦及資訊服務等收支增加。由於收入增額小於支出增額，其他服務貿易逆差較上年同季增加18百萬美元，小額擴大至170百萬美元。

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10,171百萬美元，較上年同季減少284百萬美元，主要係國人直接投資所得減少；初次所得支出7,383百萬美元，較上年同季增加1,917百萬美元，主要係支付非居民證券投資所得增加。由於收入減少、支出增加，初次所得收支順差縮減為2,788百萬美元，較上年同季減少2,201百萬美元(表3)。

四、二次所得

本季二次所得收入1,905百萬美元，較上年同季減少210百萬美元，主要係上年同季貿易違約金收入較大，基期墊高；支出2,733

百萬美元，較上年同季減少147百萬美元，收入減額大於支出減額，二次所得逆差由上
主要係工作者及贍家匯出款減少所致。由於年同季的765百萬美元增至828百萬美元。

表3 初次所得及二次所得

單位：百萬美元

| | 107年第四季 | | | 106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 | 10,171 | 7,383 | 2,788 | 10,455 | 5,466 | 4,989 | -284 | 1,917 |
| 一、薪資所得 | 251 | 173 | 78 | 218 | 240 | -22 | 33 | -67 |
| 二、投資所得 | 9,870 | 7,125 | 2,745 | 10,192 | 5,143 | 5,049 | -322 | 1,982 |
| (一)直接投資 | 2,679 | 2,698 | -19 | 4,355 | 1,790 | 2,565 | -1,676 | 908 |
| (二)證券投資 | 974 | 3,017 | -2,043 | 694 | 2,470 | -1,776 | 280 | 547 |
| (三)其他投資 | 6,217 | 1,410 | 4,807 | 5,143 | 883 | 4,260 | 1,074 | 527 |
| 三、其他初次所得 | 50 | 85 | -35 | 45 | 83 | -38 | 5 | 2 |
| 二次所得 | 1,905 | 2,733 | -828 | 2,115 | 2,880 | -765 | -210 | -147 |

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17,876百萬美元。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

| | 107年第四季 | | | 106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 | 7,349 | 1,507 | 5,842 | 2,234 | 534 | 1,700 | 5,115 | 973 |
| 二、證券投資 | 13,101 | -3,109 | 16,210 | 15,666 | 1,884 | 13,782 | -2,565 | -4,993 |
| (一)股權和投資基金 | 1,803 | -3,139 | 4,942 | 2,220 | 1,751 | 469 | -417 | -4,890 |
| (二)債權證券 | 11,298 | 30 | 11,268 | 13,446 | 133 | 13,313 | -2,148 | -103 |
| 三、衍生金融商品 | -4,668 | -4,791 | 123 | -2,901 | -2,758 | -143 | -1,767 | -2,033 |
| 四、其他投資 | -12,527 | -8,228 | -4,299 | 12,124 | 5,684 | 6,440 | -24,651 | -13,912 |
| (一)其他股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (二)債務工具 | -12,527 | -8,228 | -4,299 | 12,124 | 5,684 | 6,440 | -24,651 | -13,912 |
| 1.現金與存款 | -3,988 | -5,935 | 1,947 | 15,043 | 3,679 | 11,364 | -19,031 | -9,614 |
| 2.貸款/借款 | -5,479 | -2,677 | -2,802 | -807 | 6,079 | -6,886 | -4,672 | -8,756 |
| 3.貿易信用及預付/收款 | -1,691 | 1,805 | -3,496 | 319 | -258 | 577 | -2,010 | 2,063 |
| 4.其他應收/付款 | -1,369 | -1,421 | 52 | -2,431 | -3,816 | 1,385 | 1,062 | 2,395 |
| 合 計 | 3,255 | -14,621 | 17,876 | 27,123 | 5,344 | 21,779 | -23,868 | -19,965 |

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。在金融帳餘額，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5,842百萬美元。其中，對外直接投資淨增加7,349百萬美元，投資地區以歐洲居首，投資行業則以礦業為主；非居民來台直接投資淨增加1,507百萬美元，主要投資行業為電子零組件業。

二、證券投資

本季證券投資淨資產增加16,210百萬美元。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13,101百萬美元。其中股權和投資基金淨增加1,803百萬美元，主要係退休基金投資國外股權增加；債務證券淨增加11,298百萬美元，主要係國內投信基金及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3,109百萬美元。其中股權及投資基金淨減少3,139百萬美元，主要係外資減持國內股票；債務證券投資淨增加30百萬美元，主要係國外投資人增持我國金融債。

三、衍生金融商品

本季衍生金融商品淨資產增加123百萬美元。其中，資產淨減少4,668百萬美元，主要係其他金融機構收取衍生金融商品處分利得；負債淨減少4,791百萬美元，主要係其他金融機構支付衍生金融商品處分損失。

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4,299百萬美元，主要係銀行拆放國外同業淨減少。

肆、中央銀行準備資產

本季國際收支呈現順差，反映在中央銀行準備資產增加2,221百萬美元。

貨幣與信用

壹、概述

107年第4季，主要受資金移動與國人資產配置趨向多元影響，M2年增率逐月下降，至12月為3.07%；累計全年M2平均年增率為3.52%。108年初以來，外資雖轉呈淨匯入，惟受春節因素以及銀行放款與投資成長變動影響，M2年增率先升後降，至2月為2.92%(表1)。累計1至2月M2平均年增率為3.03%，在貨幣目標區內成長，市場資金維持適度寬鬆。

考量本(108)年全球經濟及貿易成長預測下修，且國際經貿金融前景仍具不確定性，國內經濟成長略緩，加以預期通膨壓力和緩，益以國內名目利率及實質利率水準與主要經濟體相較，仍屬居中，107年第4季、108年第1季本行理事會決議均仍維持政策利

率不變，廣續貨幣適度寬鬆。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%。

存放款利率方面，107年第4季底五大銀行一年期存款固定利率與上季底相同，持穩於1.039%；五大銀行平均基準放款利率，因10月一銀及華銀分別調降基準放款利率，第4季下降為2.631%，及至108年始略為回升，2月底為2.632%。另在五大銀行新承做放款方面，由於受新承做利率較低的政府借款及大額企業貸款增加影響，107年第4季加權平均利率大抵呈下滑走勢，108年2月雖較1月回升為1.358%，惟仍較9月下降約0.02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 |
|--------|-------|------|------|--------------|-----------------|-----------------------|
| | M1B | M2 | | | | |
| 105 | 6.33 | 4.51 | 5.92 | 3.46 | 3.89 | 4.19 |
| 106 | 4.65 | 3.75 | 5.04 | 3.38 | 4.82 | 5.97 |
| 107 | 5.32 | 3.52 | 5.61 | 2.62 | 5.39 | 5.33 |
| 107/ 2 | 5.16 | 3.78 | 5.50 | 3.34 | 4.54 | 5.28 |
| 3 | 5.46 | 3.60 | 6.31 | 3.31 | 4.98 | 5.83 |
| 4 | 5.60 | 3.59 | 5.65 | 3.35 | 5.03 | 5.73 |
| 5 | 6.35 | 3.73 | 6.23 | 3.97 | 5.71 | 6.63 |
| 6 | 5.90 | 4.10 | 7.25 | 3.81 | 6.04 | 6.71 |
| 7 | 5.76 | 3.68 | 6.42 | 3.91 | 5.68 | 6.23 |
| 8 | 5.21 | 3.42 | 5.71 | 3.24 | 5.49 | 5.97 |
| 9 | 5.22 | 3.34 | 5.81 | 3.32 | 5.61 | 6.22 |
| 10 | 5.31 | 3.39 | 5.51 | 3.06 | 4.97 | 5.36 |
| 11 | 5.09 | 3.09 | 5.60 | 3.23 | 5.21 | 5.51 |
| 12 | 5.69 | 3.07 | 5.92 | 2.62 | 5.39 | 5.33 |
| 108/ 1 | 6.55 | 3.14 | 7.11 | 2.57 | 5.92 | 5.65 |
| 2 | 5.97 | 2.92 | 6.46 | 3.00 | 5.48 | 5.45 |

註：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。

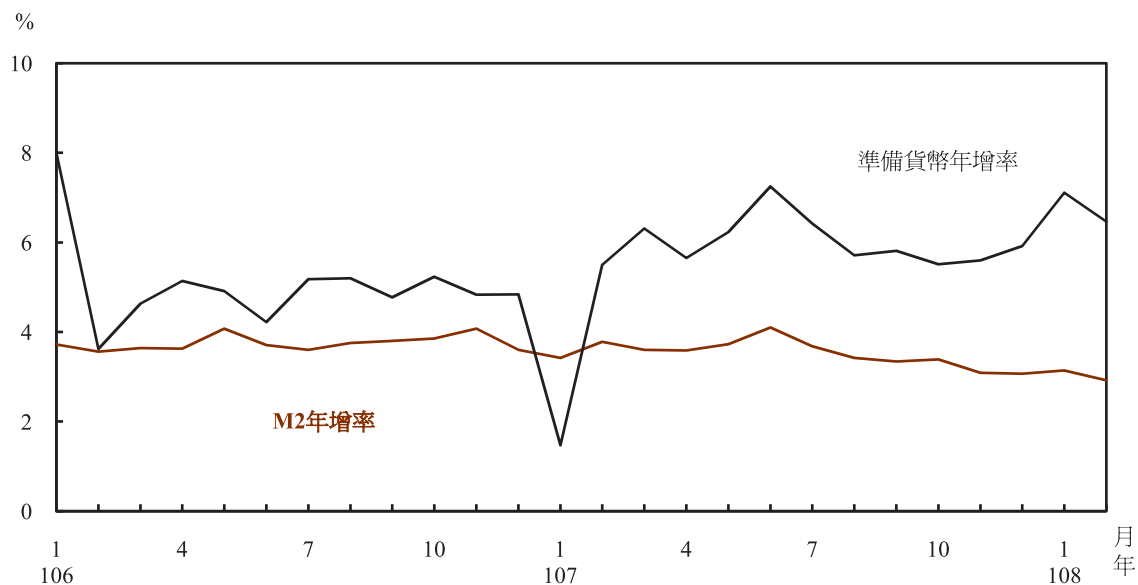
貳、準備貨幣年增率先降後升再回降

受放款與投資成長減緩，以及外資淨匯出增加影響，107年第4季日平均準備貨幣年增率為5.68%，較上季之5.98%為低。其中，10月因放款與投資成長減少，以及外資轉呈淨匯出，準備貨幣年增率下降為5.51%；11月則受放款與投資成長增加，以及外資轉呈淨匯入影響，準備貨幣年增率上升為5.60%；12月因活期性存款成長增加，致準備金需求上升，準備貨幣年增率續升為5.92%。至於108年1月受外資轉呈淨匯入，以及農曆春節前，通貨需求漸增影響，準備貨幣年增率上升至7.11%；2月則

因春節過後，通貨陸續回籠，準備貨幣年增率降為6.46%(圖1)。

就準備貨幣變動來源分析，107年第4季雖有財政部發行公債、國庫向銀行借款、稅款繳庫，以及本行發行定存單等緊縮因素，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108年1月及2月，日平均準備貨幣水準值續呈上升趨勢。

圖1 準備貨幣及M2年增率

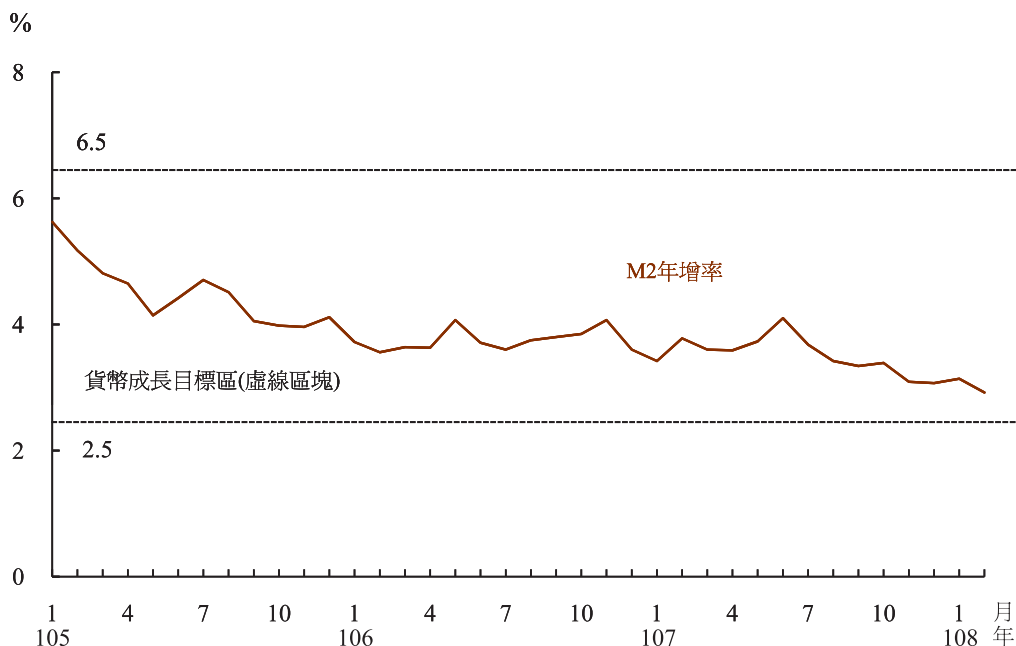


參、M2維持目標區內成長

107年第4季，主要受資金移動與國人資產配置趨向多元影響，將存款資金如轉向壽險商品，M2年增率逐月下降，至12月為3.07%；累計全年M2平均年增率為3.52%。108年初以來，外資雖轉呈淨匯入，惟受春

節因素以及銀行放款與投資成長變動影響，M2年增率先升後降，至2月為2.92%。累計1至2月M2平均年增率為3.03%，在貨幣目標區內成長(圖2)，市場資金維持適度寬鬆。

圖2 M2與貨幣成長目標區



肆、存款年增率先降後升

107年第4季底全體貨幣機構存款年增率由上季底之3.32%下降至2.62%，主要係因定期性存款成長減緩所致。108年1月由於部分存款流入保險公司，致1月底存款年增率續降至2.57%，而2月因活期性與定期性存款均有所成長，致年增率升至3.00%。

就各類存款觀察，活期性存款方面，107年第4季底年增率由上季底的5.13%增加至5.51%，主要係因部分廠商發放獎金，以及年金改革推升活期儲蓄存款之餘額。108年1月底與2月底均受活期存款年增率變動之影響，惟不同的是，1月底因部分廠商發放年終獎

金，部分資金流入定期性存款，加以部分廠商從事國外投資或轉入OBU帳戶，將資金轉出活期存款，致1月底年增率下降至5.29%；而2月底則因企業營運資金回流，加以上年基期較低，致2月底年增率轉升至6.09%。

定期性存款¹方面，107年第4季底定期性存款年增率由上季底的1.97%降至0.62%，主要因外匯存款成長減緩所致。由於部分廠商為因應年底資金需求，將外幣存款轉成新臺幣，致資金流入活期性存款，加以部分廠商以外匯存款償還外幣借款或從事國外投資所致。108年1月底係因部分廠商發放年終獎

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

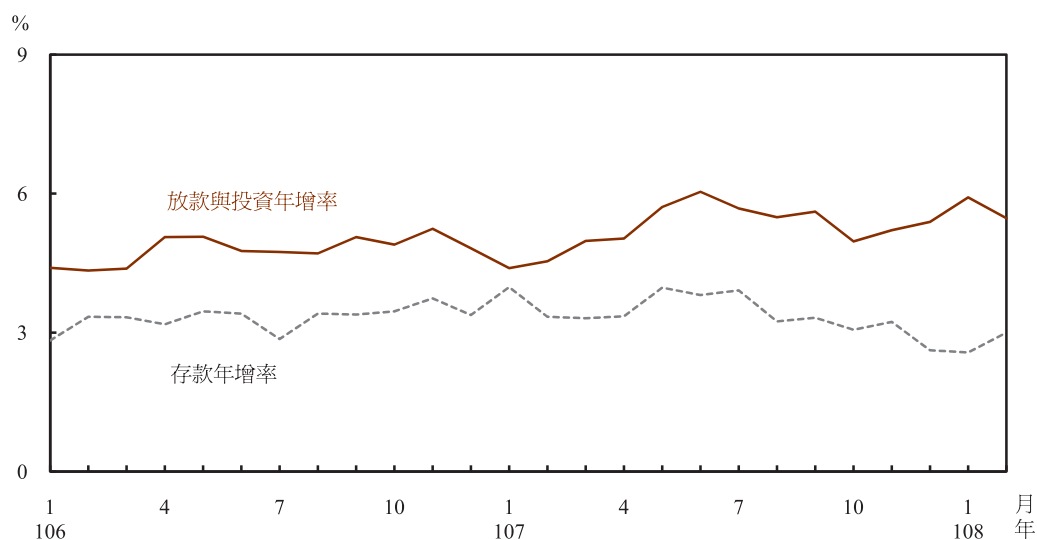
金，部分資金流入定期性存款，以致年增率升至0.99%；2月底由於定期儲蓄存款之年增率轉呈正值，加以部分銀行有資金需求而吸收較多定期存款，以致年增率續升至1.05%。

政府存款方面，由於稅收較上年同期增加，加以政府借款較多，以致107年第4季底政府存款年增率由上季底的10.12%升至10.60%。108年1月底因政府發放年終與償還貸款，致1月底政府存款年增率明顯降至

2.93%；惟2月底因政府支出較少，加以上年同期基期較低，致年增率升至7.33%。

至於比重方面，以定期性存款占總存款之比重最高，惟由上季底之61.00%降為第4季底之60.63%；活期性存款之比重次高，由上季底之35.98%升至36.52%；政府存款比重由3.03%降至2.86%。108年2月底，定期性、活期性及政府存款比重分別為60.82%、36.61%及2.58%。

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降後升

107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1,961億元，就性質別觀察，放款增加2,470億元，投資減少509億元；放款與投資年增率由上季底之5.61%續降至5.39%，主要因第4季底銀行對民間部門債權成長下降所致；108年1

月底，由於銀行對民間部門及政府放款成長上升，致放款與投資年增率上升為5.92%；2月底，由於銀行對民間部門及政府放款成長下降，致放款與投資年增率轉為下降至5.48%(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，107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3.86%略降至3.85%，108年1月底上升至4.29%，2月底下降至3.95%。

就放款與投資之對象別觀察，107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6.22%續降至5.33%，主因景氣趨緩，加以美中貿易戰延燒，出口轉呈衰退，企業資金需求下降，致銀行對民間部門放款成長下降；對政府債權年增率由上季底之3.24%續升至5.42%，主因地方政府借款及北市府捷運工程之資金需求，致銀行對政府放款衰退幅度縮小；對公營事業債權年增率由1.72%上升至6.74%，主要係台電為擴建廠房向銀行借款及中油發行商業本票所致。

比重方面，107年第4季底對民間部門債權比重最高，由上季底之81.81%下降至81.71%，108年2月底續降至80.93%；對政府債權比重次之，由上季底之15.03%上升至15.06%，108年2月底續升至15.86%；對公營事業債權比重由上季底之3.16%上升至3.22%，108年2月底略降至3.21%。

在全體銀行²對民營企業放款行業別方面，107年第4季底對民營企業放款餘額較上

季底增加208億元，惟因景氣趨緩，企業資金需求減弱，加以受美中貿易戰波及，出口衰退，對民營企業放款年增率下降。行業別方面，全體銀行對製造業放款減少417億元，其中，以對電腦、電子產品及光學製品之放款金額減少713億元最多，主因出口成長下降，消費性電子產品銷售不如預期，致該行業營運資金需求下降。惟對服務業³放款增加617億元，以對不動產業放款增加841億元為最多，主因房市回溫，加以餘屋促銷需要，不動產業融資需求增加，致銀行對該行業之放款增加。108年2月底，全體銀行對民營企業放款餘額較107年第4季底減少366億元，其中，對製造業放款減少613億元，對服務業放款增加226億元。

就各業別比重而言，107年第4季底對服務業放款比重最高，自上季底之51.85%上升至52.30%，對製造業放款比重則自上季底之44.08%下降至43.63%；對營建工程業放款比重則自上季底之2.64%略降至2.63%。108年2月底對服務業放款比重較107年第4季底續升至52.67%，對製造業放款比重續降至43.23%，對營建工程放款比重持平於2.63%。

² 包括本國銀行、外國銀行及大陸銀行在台分行。

³ 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、銀行業利率持穩

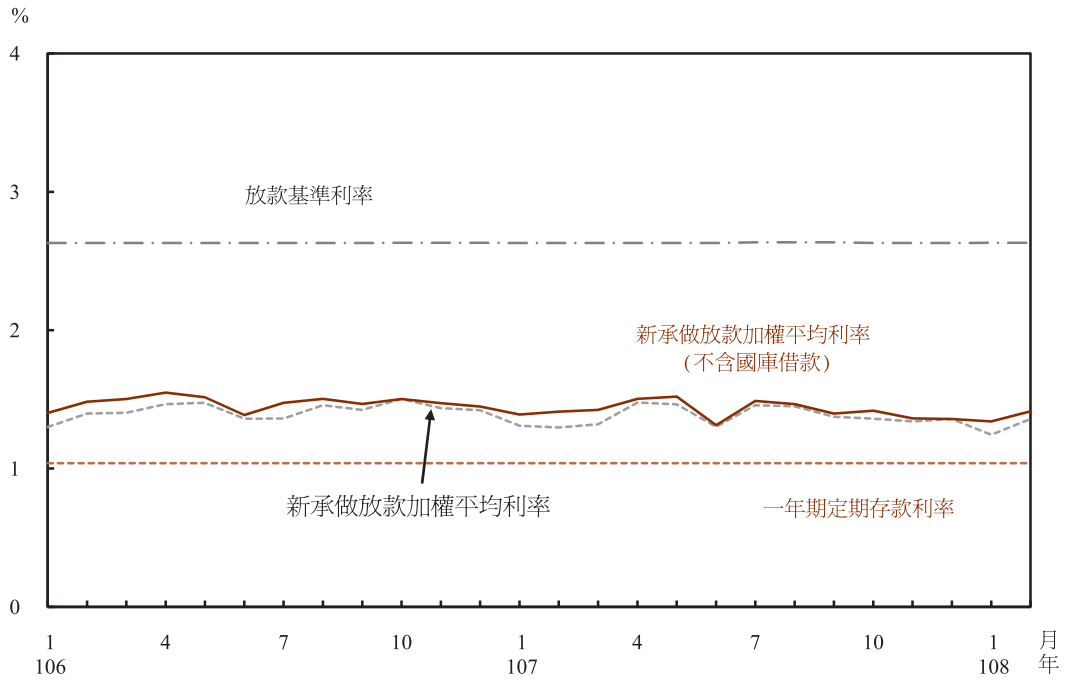
108年1月以來，主要銀行存款利率持穩，以臺銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀等五大銀行平均利率為例，一年期存款固定利率持穩於1.039%，與107年第4季相同，至3月底仍維持不變。至於基準放款利率，因1月華銀調升基準放款利率，致五大銀行平均基準放款利率由107年第4季底之2.631%略升至2.632%，至3月底仍維持不變。

在五大銀行新承做放款加權平均利率方面，由107年9月的1.374%降至11月之1.341%，12月回升至1.358%，主要因新承做較低利率的政府借款及大額公民營企業貸款先增後減，帶動週轉金貸款利率先降後升所致。之後，108年1月因利率較低的大額政府借款增加，以致平均利率回降至1.245%。2

月復因利率較低的大額政府借款與企業貸款減少，致平均利率又升至1.358%，較107年9月下降0.016個百分點；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107年9月的1.397%上升至108年2月的1.413%，較107年9月上升0.016個百分點(圖4)。

考量108年全球經濟及貿易成長預測下修，且國際經貿金融前景仍具不確定性，國內經濟成長略緩，加以預期通膨壓力和緩，益以國內名目利率及實質利率水準與主要經濟體相較，仍屬居中，本行3月理事會決議，維持現行政策利率不變，賡續適度寬鬆貨幣政策。

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

107年12月適逢年關，加上元旦連假效應，銀行資金調度略顯保守，致金融業隔夜拆款加權平均利率升至0.183%；108年1月雖有國庫借款及稅款繳庫等緊縮因素，加上農曆春節將屆，資金需求提高，惟市場資金尚屬寬鬆，加以外資淨匯入，致金融業隔夜拆款利率回降至0.179%；2月農曆年後通貨陸續回籠，加上外資續呈淨匯入買超台股，市場資金平穩寬鬆，惟本行發行定存單收回市場餘裕資金，金融業隔夜拆款加權平均利率略升至0.180%。貨幣機構1月及2月的日平均超額準備為534億元，較107年第4季平均之467億元上升。

由於年初以來，全球景氣持續降溫，因外需減弱，國內出口呈現負成長，並影響生產活動，惟近期主要經濟體貨幣政策多趨於寬鬆，加以美中貿易談判朝向正向發展，國內資本設備進口增加，且台股隨國際股市回穩，帶動消費信心回升，經濟持續溫和成長，勞動市場情勢穩定，失業率微降。考量全球經濟及貿易成長下修，且國際經濟金融前景仍具不確定性，國內經濟成長略緩，通膨展望和緩，本行108年3月理事會決議與107年12月相同，仍維持現行政策利率不變。

以下分別就107年12月至108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

107年12月因年關將屆，加上元旦連假效應，市場資金需求較高，銀行為因應短期資金移動，遂維持較高部位的超額準備，致日平均超額準備由11月之435億元上升至551億元。108年1月受全球股市回穩，外資轉為淨匯入並買超台股，市場資金較為寬鬆，惟因大額國庫借款、稅款繳庫等緊縮因素影響，致日平均超額準備回降至463億元。2月雖受政府發行國庫券、本行發行定存單收回市場餘裕資金等緊縮因素影響，惟農曆年後通貨陸續回籠市場，加上外資持續淨匯入並買超台股，市場資金仍屬寬鬆，致日平均超額準備又回升至604億元。

二、利率走勢

107年12月因年關將屆，加上元旦連假效應，資金需求較高，致金融業隔夜拆款加權平均利率由11月之0.179%升至0.183%。之後，108年1月雖有大額國庫借款及稅款繳庫等緊縮因素，加上農曆春節將至，資金需求明顯增加，惟市場資金尚屬寬鬆，加以外資淨匯入，致金融業隔拆加權平均利率回

降至0.179%。2月農曆年後通貨陸續回籠，收回市場餘裕資金，金融業隔拆加權平均利率略升至0.180% (表1)。至於票券市場短期市場資金仍屬寬鬆，惟在本行發行定存單

圖1 貨幣市場利率與貨幣機構超額準備

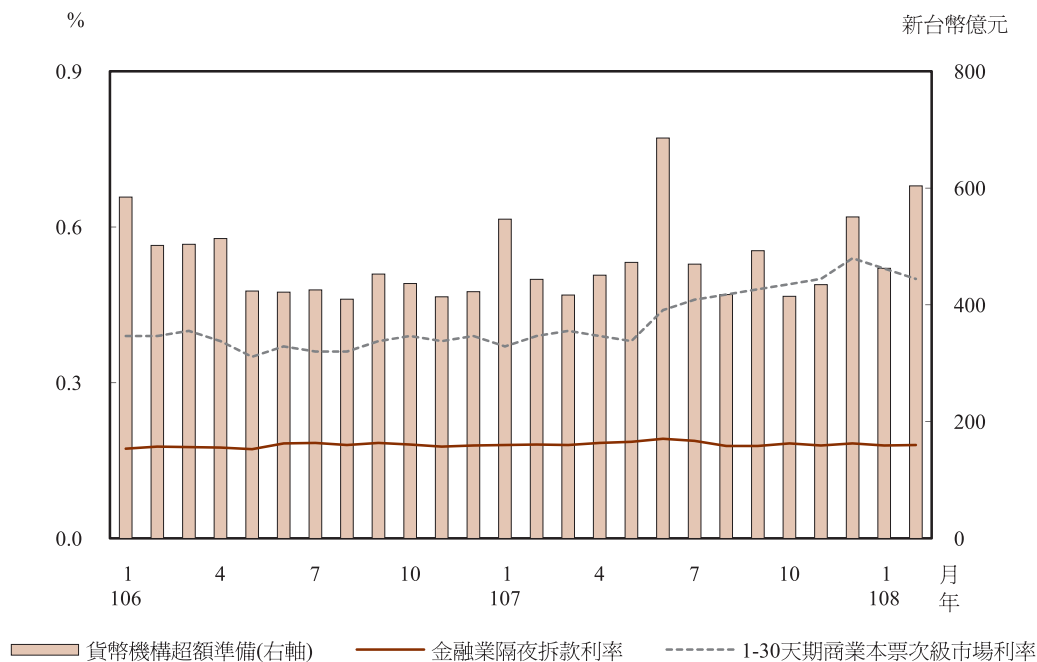


表1 貨幣市場利率

單位：年息百分比率

| 年/月 | 金融業 隔夜 拆款 | 商業本票 | | | | | | 中央銀行定期存單 ^註 | | | | |
|--------|-----------------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|-----------------------|--------|---------|---------|---------|
| | | 初級市場 | | | 次級市場 | | | 初級市場 | | | | |
| | | 1-30天 | 31-90天 | 91-180天 | 1-30天 | 31-90天 | 91-180天 | 1-30天 | 31-91天 | 92-182天 | 274天-1年 | 1年以上-2年 |
| 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 |
| 106 | 0.178 | 0.56 | 0.61 | 0.59 | 0.38 | 0.44 | 0.48 | 0.532 | 0.650 | 0.770 | 0.479 | 0.585 |
| 107 | 0.183 | 0.58 | 0.65 | 0.63 | 0.44 | 0.49 | 0.55 | 0.544 | 0.650 | 0.770 | 0.487 | 0.619 |
| 107/ 2 | 0.181 | 0.54 | 0.61 | 0.62 | 0.39 | 0.46 | 0.52 | 0.505 | 0.650 | 0.770 | 0.469 | 0.603 |
| 3 | 0.180 | 0.53 | 0.59 | 0.54 | 0.40 | 0.43 | 0.48 | 0.515 | 0.650 | 0.770 | 0.484 | 0.618 |
| 4 | 0.184 | 0.51 | 0.58 | 0.55 | 0.39 | 0.43 | 0.49 | 0.531 | 0.650 | 0.770 | 0.487 | 0.620 |
| 5 | 0.186 | 0.52 | 0.61 | 0.58 | 0.38 | 0.41 | 0.49 | 0.535 | 0.650 | 0.770 | 0.485 | 0.616 |
| 6 | 0.192 | 0.58 | 0.67 | 0.58 | 0.44 | 0.47 | 0.49 | 0.556 | 0.650 | 0.770 | 0.481 | 0.630 |
| 7 | 0.188 | 0.60 | 0.65 | 0.66 | 0.46 | 0.47 | 0.56 | 0.559 | 0.650 | 0.770 | 0.484 | 0.624 |
| 8 | 0.178 | 0.61 | 0.67 | 0.63 | 0.47 | 0.52 | 0.57 | 0.548 | 0.650 | 0.770 | 0.481 | 0.613 |
| 9 | 0.178 | 0.62 | 0.66 | 0.64 | 0.48 | 0.52 | 0.56 | 0.565 | 0.650 | 0.770 | 0.482 | 0.605 |
| 10 | 0.183 | 0.62 | 0.65 | 0.69 | 0.49 | 0.51 | 0.58 | 0.575 | 0.650 | 0.770 | 0.483 | 0.608 |
| 11 | 0.179 | 0.64 | 0.72 | 0.74 | 0.50 | 0.55 | 0.63 | 0.566 | 0.650 | 0.770 | 0.494 | 0.627 |
| 12 | 0.183 | 0.68 | 0.75 | 0.79 | 0.54 | 0.62 | 0.67 | 0.561 | 0.650 | 0.770 | 0.564 | 0.689 |
| 108/ 1 | 0.179 | 0.65 | 0.75 | 0.71 | 0.52 | 0.57 | 0.67 | 0.545 | 0.650 | 0.770 | 0.557 | -- |
| 2 | 0.180 | 0.62 | 0.68 | 0.66 | 0.50 | 0.55 | 0.64 | 0.553 | 0.650 | 0.770 | 0.520 | 0.635 |

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。

利率方面，各天期利率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107年11月之0.64%升至12月之0.68%，108年2月回降至0.62%。次級市場利率亦由107年11月之0.50%升至12月之0.54%，108年2月回降至0.50%；同期間，31-90天期發行利率由107年11月之0.72%先升後降至108年2月之0.68%，次級市場利率亦由107年11月之0.55%先升後回降108年2月之0.55%。

三、票券流通餘額

107年第4季底票券流通餘額合計為2兆2,231億元，較上季底減少255億元，其中以國庫券減少600億元為最多，主要係配合國庫資金調度需要，償還金額較多所致。其次

是商業本票減少347億元，主要係因貨幣市場利率小幅上揚，加以銀行資金仍屬充裕，積極拓展放款業務，致企業發行商業本票籌資的需求降低。之後，108年1、2月票券流通餘額回升，2月底流通餘額合計為2兆4,071億元，較107年第4季底增加1,840億元(表2)。其中以國庫券增加1,240億元為最多，主要係配合國庫資金調度需要，發行金額較償還金額為多；其次是商業本票增加1,032億元，主要係票券市場短期利率維持低檔，吸引部分公、民營企業發行商業本票籌資所致。至於可轉讓定期存單(NCD)則減少429億元，係因持有NCD的企業另有資金用途，到期NCD不續做所致。

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 |
| 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 |
| 106 | 148,785 | 145,975 | 21,545 | 2,200 | 2,850 | 250 | 0 | 0 | 0 | 130,778 | 128,489 | 17,090 | 194 | 193 | 42 | 15,613 | 14,443 | 4,164 |
| 107 | 149,719 | 149,033 | 22,231 | 1,600 | 1,550 | 300 | 0 | 0 | 0 | 129,650 | 129,134 | 17,606 | 185 | 186 | 40 | 18,285 | 18,163 | 4,285 |
| 107/ 1 | 13,490 | 12,247 | 22,788 | 650 | 0 | 900 | 0 | 0 | 0 | 11,461 | 10,754 | 17,798 | 16 | 20 | 38 | 1,363 | 1,474 | 4,052 |
| 2 | 9,981 | 9,383 | 23,387 | 700 | 0 | 1,600 | 0 | 0 | 0 | 8,201 | 7,998 | 18,000 | 14 | 12 | 40 | 1,067 | 1,373 | 3,747 |
| 3 | 14,337 | 14,315 | 23,409 | 0 | 0 | 1,600 | 0 | 0 | 0 | 12,673 | 12,720 | 17,953 | 17 | 19 | 38 | 1,648 | 1,577 | 3,818 |
| 4 | 13,242 | 12,407 | 24,244 | 250 | 0 | 1,850 | 0 | 0 | 0 | 11,107 | 10,875 | 18,185 | 16 | 14 | 40 | 1,869 | 1,518 | 4,169 |
| 5 | 13,406 | 13,451 | 24,199 | 0 | 350 | 1,500 | 0 | 0 | 0 | 11,281 | 11,239 | 18,227 | 16 | 17 | 39 | 2,110 | 1,845 | 4,434 |
| 6 | 11,890 | 12,735 | 23,354 | 0 | 0 | 1,500 | 0 | 0 | 0 | 10,502 | 11,472 | 17,256 | 16 | 12 | 43 | 1,372 | 1,251 | 4,555 |
| 7 | 13,415 | 13,620 | 23,149 | 0 | 250 | 1,250 | 0 | 0 | 0 | 11,731 | 11,438 | 17,549 | 15 | 20 | 38 | 1,669 | 1,912 | 4,311 |
| 8 | 12,889 | 13,298 | 22,740 | 0 | 350 | 900 | 0 | 0 | 0 | 11,401 | 10,943 | 18,007 | 17 | 15 | 40 | 1,471 | 1,990 | 3,793 |
| 9 | 11,386 | 11,641 | 22,486 | 0 | 0 | 900 | 0 | 0 | 0 | 10,351 | 10,406 | 17,952 | 14 | 12 | 42 | 1,021 | 1,223 | 3,592 |
| 10 | 12,200 | 12,791 | 21,896 | 0 | 600 | 300 | 0 | 0 | 0 | 10,499 | 10,773 | 17,678 | 15 | 20 | 37 | 1,686 | 1,398 | 3,880 |
| 11 | 12,637 | 12,181 | 22,352 | 0 | 0 | 300 | 0 | 0 | 0 | 11,282 | 10,883 | 18,078 | 15 | 15 | 37 | 1,341 | 1,284 | 3,937 |
| 12 | 10,844 | 10,965 | 22,231 | 0 | 0 | 300 | 0 | 0 | 0 | 9,162 | 9,634 | 17,606 | 14 | 12 | 40 | 1,668 | 1,320 | 4,285 |
| 108/ 1 | 13,817 | 12,888 | 23,159 | 890 | 300 | 890 | 0 | 0 | 0 | 11,563 | 11,091 | 18,077 | 15 | 18 | 37 | 1,349 | 1,479 | 4,155 |
| 2 | 10,567 | 9,655 | 24,071 | 650 | 0 | 1,540 | 0 | 0 | 0 | 9,272 | 8,712 | 18,637 | 11 | 12 | 37 | 633 | 932 | 3,857 |

貳、債券市場

107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1,000億元，較上季增加100億元；公司債方面，發行規模為752億元，較上季減少387億元，主要因企業資金需求下滑所致；金融債券方面，國內銀行發債總額為459億元，較上季增加72億元；至於國際債券方面，107年第4季外國機構在台發行總額折合新台幣為278億元，較上季減少260億元，主要因金管會修正管理辦法，限縮壽險業國外投資部位所致。

債券流通市場方面，107年第4季債券交易量為15兆7,410億元，較上季減少1兆976億元或6.52%。

以下就發行市場與流通市場分別加以說

明：

一、發行市場

(一) 中央政府公債

107年第4季中央政府發行甲類建設公債1,000億元，較上季增加100億元或11.11%，發行年期有2年、5年、10年及30年期。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44.95%，其次為證券業的39.25%，再次為保險業的9.30%，至於票券業平均只標得6.5%。累計至107年第4季底，中央政府公債發行餘額為5兆5,586億元，較上季底增加164億元或0.30%，至108年2月底發行餘額則為5兆4,816億元。

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 |
| 107甲9 | 107.10.17 | 10 | 250 | 0.925 | 37.40 | 44.20 | 9.60 | 8.80 |
| 107甲10 | 107.11.09 | 30 | 200 | 1.401 | 21.51 | 48.00 | 0.00 | 30.49 |
| 107甲11 | 107.11.23 | 5 | 200 | 0.789 | 44.75 | 37.25 | 18.00 | 0.00 |
| ※107甲9 | 107.12.07 | 10 | 200 | 0.947 | 52.25 | 40.25 | 2.50 | 5.00 |
| 107甲12 | 107.12.17 | 2 | 150 | 0.540 | 79.33 | 20.67 | 0.00 | 0.00 |

※為增額公債。

(二) 直轄市政府公債

107年第4季直轄市政府發行直轄市政府公債148億元。108年2月底發行餘額為439億

元，其中，台北市建設公債及高雄市政府公債發行餘額分別為100億元及339億元。

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 |
| 105 | 25,221 | 114,984 | 5,635 | 55,423 | - | 631 | 2,860 | 18,983 | 1,401 | 12,095 | 50 | 143 | 30 | 98 | 15,246 | 27,610 |
| 106 | 21,221 | 125,755 | 4,000 | 55,948 | - | 416 | 3,857 | 19,379 | 1,895 | 12,273 | - | 114 | 77 | 145 | 11,392 | 37,480 |
| 107 | 19,139 | 134,619 | 3,473 | 55,586 | 148 | 439 | 4,123 | 20,228 | 2,287 | 13,171 | - | 50 | 71 | 151 | 9,037 | 44,993 |
| 107/ 2 | 2,098 | 127,671 | 250 | 54,999 | - | 416 | 24 | 19,359 | 318 | 12,575 | - | 109 | 18 | 161 | 1,488 | 40,053 |
| 3 | 2,668 | 128,865 | 250 | 54,499 | - | 416 | 235 | 19,412 | 531 | 12,910 | - | 75 | - | 159 | 1,652 | 41,394 |
| 4 | 2,756 | 131,289 | 250 | 54,749 | - | 416 | 183 | 19,366 | 265 | 13,128 | - | 72 | - | 153 | 2,058 | 43,406 |
| 5 | 2,224 | 132,735 | 200 | 54,949 | - | 416 | 702 | 19,839 | 159 | 13,100 | - | 69 | 6 | 159 | 1,157 | 44,202 |
| 6 | 1,670 | 133,710 | 373 | 55,322 | - | 416 | 651 | 19,978 | 99 | 13,087 | - | 67 | 4 | 161 | 544 | 44,679 |
| 7 | 1,263 | 134,584 | 250 | 55,572 | - | 416 | 566 | 20,277 | 115 | 13,116 | - | 65 | 6 | 155 | 326 | 44,985 |
| 8 | 764 | 134,695 | 250 | 55,822 | - | 416 | 255 | 20,180 | 75 | 13,095 | - | 63 | 9 | 139 | 175 | 44,980 |
| 9 | 959 | 134,359 | 400 | 55,422 | - | 416 | 317 | 20,293 | 199 | 13,129 | - | 62 | 6 | 141 | 37 | 44,897 |
| 10 | 830 | 134,046 | 250 | 55,136 | 148 | 439 | 202 | 20,238 | 38 | 13,026 | - | 60 | 10 | 148 | 183 | 44,998 |
| 11 | 977 | 134,333 | 400 | 55,236 | - | 439 | 310 | 20,328 | 199 | 13,072 | - | 50 | 4 | 145 | 64 | 45,063 |
| 12 | 851 | 134,619 | 350 | 55,586 | - | 439 | 240 | 20,228 | 223 | 13,171 | - | 50 | 8 | 151 | 31 | 44,993 |
| 108/ 1 | 1,105 | 134,157 | 550 | 54,916 | - | 439 | 173 | 20,233 | 80 | 13,093 | - | 50 | 2 | 144 | 300 | 45,282 |
| 2 | 608 | 134,159 | 300 | 54,816 | - | 439 | 70 | 20,124 | 25 | 13,118 | - | 50 | - | 141 | 213 | 45,471 |

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) 中華民國證券櫃檯買賣中心

註：細項加總因四捨五入，容或與總數未盡相符。

(三) 公司債

107年第4季公司債發行總額為752億元，較上季減少387億元或34.01%，主要因景氣趨緩，加以美中貿易戰延燒，出口轉呈

衰退，企業資金需求下滑所致。107年第4季前六大發債公司為台電、第一金、中鋼、聯成、裕隆及新光金，合計發債金額為415億元，占發行總額61.85%；就債券發行期限觀

察，以5年期券占45.63%為最大宗，其次為12年期券的24.57%。截至107年第4季底，公司債發行餘額為2兆228億元，較上季底減少65億元或0.32%，至108年2月底發行餘額為2兆124億元。

(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。107年第4季有12家本國銀行發行金融債券，總金額為459億元，較上季增加72億元或18.46%。其中，美元計價之金融債券以主順位債券為主，發行金額為60億元，占總發行金額13.11%，發行目的主要預期美國將持續升息，為鎖定中長期美元資金成本，以支應外幣中長期放款，發行期間均為30年期。

新台幣計價之金融債券，則以次順位債券為主，發行目的主要為充實資本及強化財務結構。發行期間主要為10年期、15年期及無到期日，分別占9.14%、7.73%及57.72%。累計至107年第4季底，金融債券發行餘額為1兆3,171億元，較上季底增加42億元或0.32%，至108年2月底發行餘額則增至1兆3,118億元。

(五) 資產證券化受益證券

107年第4季資產證券化受益證券商品無新案發行，惟部分商品償還本金，致本季度資產證券化受益證券發行餘額為50億元，較上季底減少11億元或18.15%，至108年2月底發行餘額為50億元。

(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公司債。107年第4季外國債券發行總額為22億元，較上季增加1億元或2.38%，累計至107年第4季底，外國債券發行餘額為151億元，較上季底增加10億元或7.16%。至108年2月底發行餘額增為新台幣141億元。

國際債券係指外國機構在台發行以外幣計價之公司債。107年第4季國際債券發行總額折合新台幣為278億元，較上季減少260億元或48.35%，主要係因金管會於107年11月21日發布修正「保險業辦理國外投資管理辦法」第10條規定，就保險業國際債券投資金額予以限制之規定，加以部分壽險業已達上限，致國際債券需求下滑。就國際債券發行情別觀察，美元、人民幣及南非幣債券發行總額折合新台幣分別為214億元、58億元及6億元，占國際債券總發行額分別為77.08%、20.78%及2.14%。累計至107年第4季底，國際債券發行餘額折合新台幣為4兆4,993億元，較上季底增加96億元或0.21%。至108年2月底發行餘額增為新台幣4兆5,471億元。

二、流通市場

107年第4季因國際油價回升及美中貿易摩擦趨緩，美債殖利率上揚，台債殖利率亦隨之上揚，10年期指標公債殖利率由107年

第3季平均的0.85%，上升至107年第4季平均的0.91%。108年1月及2月平均殖利率分別為0.86%及0.82%。

107年第4季國內整體債市交易金額為15兆7,410億元，較上季減少1兆976億元或6.52%，其中，買賣斷交易減少694億元或2.44%，附條件交易減少1兆281億元或7.35%。若就交易比重觀察，買賣斷交易金額占交易總額比重則由上季之16.88%上升至當季之17.62%，附條件交易金額占交易總額

比重由上季之83.12%下降至當季之82.38%。若就各類債券交易來看，107年第4季以政府公債交易比重占63.93%為最高，交易金額為10兆633億元，其次依序為公司債4兆8,290億元、金融債券6,519億元、國際債券1,665億元、外國債券267億元及資產證券化受益證券36億元。108年1月至2月債券交易金額為9兆3,363億元，較上年同期減少9,471億元或9.21%。

圖2 各期別公債殖利率走勢圖

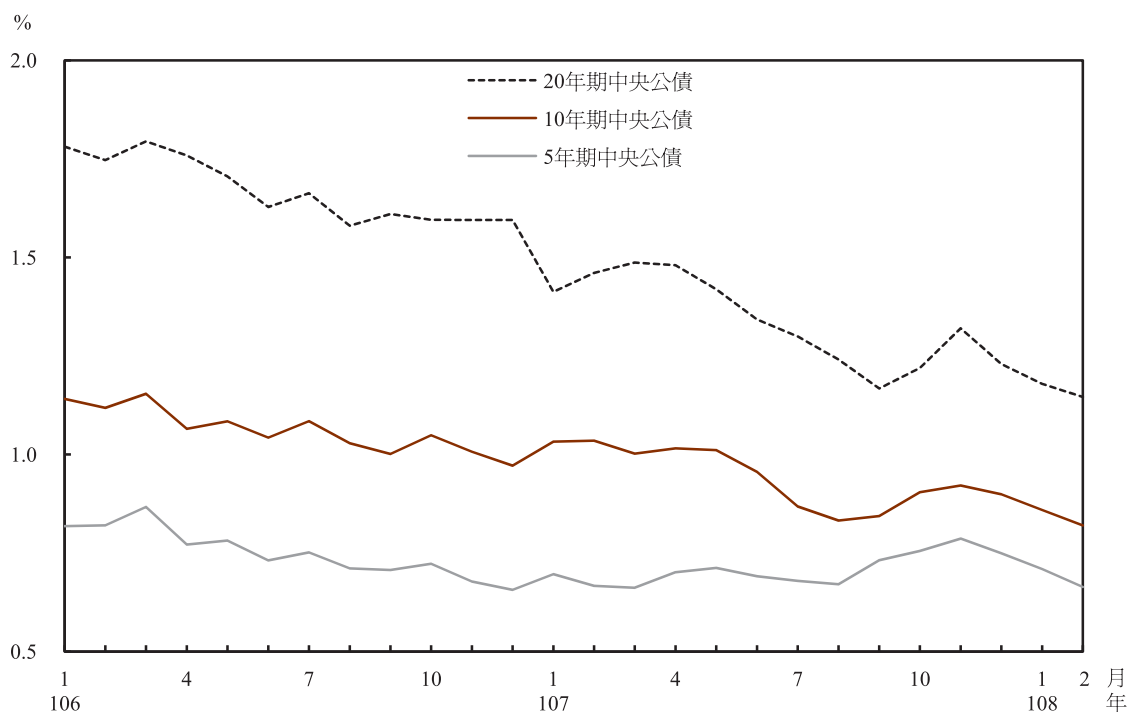


表5 國內債券市場買賣斷及附條件交易統計表

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 (%) |
| 105 | 668,179 | 145,737 | 21.8 | 522,443 | 78.2 |
| 106 | 615,835 | 125,386 | 20.4 | 490,449 | 79.6 |
| 107 | 648,221 | 115,348 | 17.8 | 532,873 | 82.2 |
| 107/ 2 | 38,891 | 6,473 | 16.6 | 32,419 | 83.4 |
| 3 | 57,117 | 10,472 | 18.3 | 46,645 | 81.7 |
| 4 | 48,651 | 8,759 | 18.0 | 39,892 | 82.0 |
| 5 | 58,729 | 9,585 | 16.3 | 49,144 | 83.7 |
| 6 | 55,094 | 8,362 | 15.2 | 46,732 | 84.8 |
| 7 | 58,581 | 9,677 | 16.5 | 48,903 | 83.5 |
| 8 | 59,333 | 10,235 | 17.3 | 49,098 | 82.7 |
| 9 | 50,472 | 8,517 | 16.9 | 41,956 | 83.1 |
| 10 | 56,836 | 10,668 | 18.8 | 46,168 | 81.2 |
| 11 | 51,963 | 8,514 | 16.4 | 43,449 | 83.6 |
| 12 | 48,611 | 8,553 | 17.6 | 40,058 | 82.4 |
| 108/ 1 | 54,537 | 12,498 | 22.9 | 42,039 | 77.1 |
| 2 | 38,826 | 9,562 | 24.6 | 29,263 | 75.4 |

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 | | | | |
| 105 | 668,179 | 452,435 | 165,467 | 6,553 | 23,769 | 194 | 294 | 19,468 |
| 106 | 615,835 | 395,320 | 172,021 | 8,872 | 22,958 | 217 | 579 | 15,868 |
| 107 | 648,221 | 423,698 | 175,532 | 9,831 | 26,653 | 125 | 885 | 11,497 |
| 107/ 2 | 38,891 | 25,063 | 10,091 | 610 | 1,419 | 2 | 87 | 1,620 |
| 3 | 57,117 | 38,259 | 13,773 | 828 | 2,496 | 13 | 79 | 1,669 |
| 4 | 48,651 | 32,389 | 12,280 | 638 | 2,280 | 12 | 57 | 994 |
| 5 | 58,729 | 38,736 | 15,415 | 778 | 2,533 | 12 | 83 | 1,171 |
| 6 | 55,094 | 35,036 | 15,722 | 1,020 | 2,129 | 12 | 68 | 1,108 |
| 7 | 58,581 | 37,646 | 16,901 | 770 | 2,647 | 12 | 73 | 531 |
| 8 | 59,333 | 38,977 | 16,167 | 882 | 2,569 | 12 | 70 | 656 |
| 9 | 50,472 | 33,038 | 13,965 | 785 | 2,162 | - | 47 | 475 |
| 10 | 56,836 | 37,636 | 15,223 | 887 | 2,343 | 12 | 141 | 595 |
| 11 | 51,963 | 33,329 | 15,148 | 764 | 2,075 | 12 | 58 | 578 |
| 12 | 48,611 | 29,669 | 15,284 | 984 | 2,101 | 12 | 68 | 492 |
| 108/ 1 | 54,537 | 35,029 | 15,619 | 801 | 2,364 | 12 | 68 | 644 |
| 2 | 38,826 | 25,809 | 10,169 | 654 | 1,650 | 10 | 49 | 485 |

資料來源：中華民國證券櫃檯買賣中心

參、股票市場

107年10月初以降，由於全球股市重挫、美債殖利率攀高、地緣政治風險增溫及外資大幅賣超亞洲新興股市，拖累台股從10月1日之11,052點大跌至10月26日之9,489點，結束已持續一年多的萬點行情。之後，隨美中貿易摩擦緩和、國內選舉落幕、外資買超台股，股價指數回升至12月3日之10,138點。爾後，受到華為財務長遭逮捕，市場憂心美中關係惡化，以及英國脫歐進展遲滯、法國黃背心動亂、義大利債務問題等因素干擾，台股下跌至108年1月4日之9,383點。嗣因貿易摩擦明顯降溫，美國Fed升息步調放緩，資金重回新興市場，台股隨國際股市反彈走升，至2月底為10,389點，較107年9月底下跌5.61%(圖3)。

一、大盤股價指數變動

107年10月份股市重挫，10月底加權指數較上月底大跌10.94%。此期間主要利空因素包括：1.美國科技股暴跌，國際股市重挫；2.美債殖利率持續攀高；3.傳出美國將於11月舉行台海軍演，地緣政治風險增溫；4.外資大幅賣超亞洲新興股市，以台股最多；5.蘋果新機銷售不如預期，衝擊台廠相關供應鏈；6.英國脫歐談判不順利及義大利政局動盪。

107年11月份股市先跌後漲，11月底加

權指數較上月底上漲0.88%。11月1日至23日股市下跌，此期間主要利空因素包括：1.美股及國際油價下跌；2.高盛爆發醜聞，重挫金融股。11月26日起股市反彈走升，此期間主要利多因素包括：1.美中貿易摩擦緩和；2.國內九合一選舉落幕，股市量能回溫；3.外資買超台股。

107年12月份股市走跌，12月底加權指數較上月底下跌1.62%。此期間主要利空因素包括：1.華為財務長在溫哥華遭到逮捕，市場擔憂美中關係惡化，添增貿易戰變數；2.歐洲地區不確定因素衝擊金融市場，包括英國政府推遲脫歐協議投票、法國反政府黃背心動亂、義大利債務問題等；3.全球總體經濟指標不佳，歐美股市下跌；4.外資賣超台股，加上投信法人年底結帳賣壓湧現；5.國際原油價格重挫。

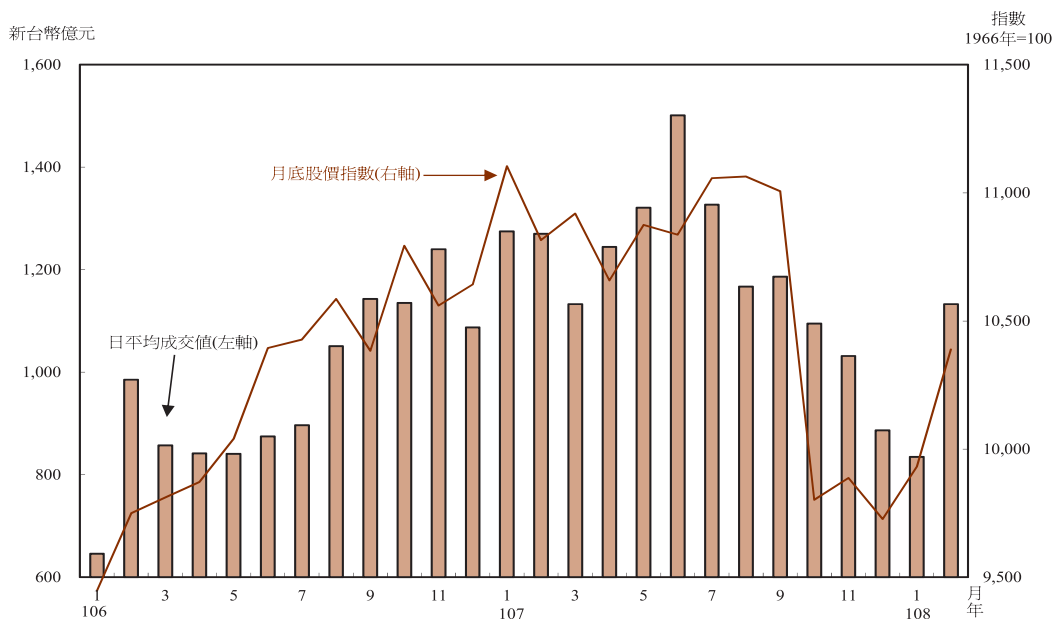
108年1月份股市反彈回升，1月底加權指數較上月底上漲2.11%。此期間主要利多因素包括：1.國際主要股市止跌回穩，美股強勢反彈；2.資金回流新興市場，外資買超台股；3.美中貿易談判氣氛好轉，關稅危機有望解除；4.市場預期美國聯準會升息步調可能放緩。

108年2月份股市持續走升，2月底加權指數較上月底上漲4.60%，創6年多來最大漲幅。此期間主要利多因素包括：1.美股與

陸股引領全球股市續漲；2.外資大幅買超台股；3.美中貿易摩擦持續降溫；4.美國Fed釋放未來升息腳步放緩的訊息，美元指數拉

回；5.國際油價回穩走升；6.台積電(2330)季配息題材及全球行動通訊大展(MWC)，帶動電子類股大漲。

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)，107年10月所有類股均下跌。其中生技醫療類股因流感疫苗發生問題，引發民眾恐慌，股價重挫20.58%；電器電纜類股受基本金屬價格走跌影響，拖累股價下跌19.55%次之；再者，由於市場擔憂明年中國大陸基礎建設可能放緩，法人調降水泥產業獲利預期，致類股股價下跌16.97%；油電燃氣類股則受國際原油價格大幅下滑衝擊，股價下跌16.91%；此外，大陸房市景氣低迷不振，空屋率持續上升，連累平板玻璃、磁磚、衛廚浴設備銷售

不佳，致玻璃陶瓷類股下跌16.89%。

107年11月多數類股上漲。其中，國內九合一選舉，部分候選人政見訴求力拼觀光相關產業，激勵觀光類股大漲13.94%；電器電纜及電機機械類股受到離岸風電題材加持，股價分別上漲13.69%及10.67%。油電燃氣類股則受國際原油價格持續走低影響，股價續跌8.15%；貿易百貨類股在美中貿易戰衝擊下，股價下跌5.42%。

107年12月多數類股下跌。其中，造紙類股受到美中貿易戰衝擊，客戶拉貨趨於保守，營收不如預期，股價下跌7.93%最多；觀

光類股、電機機械類股及電器電纜類股因前月股價漲幅較大，本月拉回修正，分別下跌7.40%、7.18%及6.80%。汽車類股在中國大陸推出「汽車下鄉」政策之激勵下，國內汽車零組件相關個股受惠，帶動股價上揚3.28%。

108年1月除航運與油電燃氣類股下跌，其餘類股均上漲。其中，汽車類股在政策激勵下續漲7.20%居冠；電機機械類股因即將舉辦工具機展，股價上漲6.94%居次；生技醫療類股隨美國那斯達克生技類股指數(NBI)走升

及國內相關業者營收持穩，股價上漲6.62%。

108年2月所有類股均上漲。其中，汽車類股持續大漲8.38%；油電燃氣類股因國際原油價格反彈走升，股價一掃連跌數月的陰霾，上漲7.94%；造紙類股隨國際漿價回溫，帶動紙價調漲下，主要工紙業大廠營收獲利表現出色，股價上漲7.03%；電子類股在台積電(2330)季配息題材及全球行動通訊大展(MWC)，外資積極買進作多下，股價上漲6.08%，漲幅創16個月以來新高。

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 |
|--------------------|----------|--------|---------|--------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 107年9月底 | 11,006.3 | 439.3 | 1,308.7 | 150.8 | 1,799.8 | 325.5 | 571.8 | 177.5 | 54.5 | 42.6 | 221.5 |
| 107年10月底 | 9,802.1 | 389.3 | 1,209.8 | 125.2 | 1,653.5 | 284.5 | 519.6 | 154.8 | 43.8 | 35.4 | 185.6 |
| 107年11月底 | 9,888.0 | 393.8 | 1,216.3 | 127.0 | 1,641.1 | 277.7 | 520.4 | 171.3 | 49.8 | 36.9 | 197.4 |
| 107年12月底 | 9,727.4 | 388.0 | 1,187.6 | 129.8 | 1,617.7 | 277.9 | 506.0 | 159.0 | 46.4 | 34.8 | 181.7 |
| 108年1月底 | 9,932.3 | 394.3 | 1,201.5 | 136.6 | 1,658.0 | 281.7 | 522.5 | 170.0 | 47.8 | 35.1 | 187.6 |
| 108年2月底 | 10,389.2 | 418.3 | 1,237.2 | 141.7 | 1,715.9 | 282.5 | 535.0 | 178.5 | 49.9 | 36.4 | 200.8 |
| 107年10月底 與上月底比% | -10.94 | -11.37 | -7.55 | -16.97 | -8.13 | -12.59 | -9.13 | -12.81 | -19.55 | -16.89 | -16.17 |
| 107年11月底 與上月底比% | +0.88 | +1.15 | +0.53 | +1.39 | -0.75 | -2.40 | +0.15 | +10.67 | +13.69 | +4.29 | +6.31 |
| 107年12月底 與上月底比% | -1.62 | -1.47 | -2.36 | +2.24 | -1.43 | +0.08 | -2.76 | -7.18 | -6.80 | -5.72 | -7.93 |
| 108年1月底 與上月底比% | +2.11 | +1.63 | +1.17 | +5.21 | +2.49 | +1.37 | +3.26 | +6.94 | +3.04 | +0.83 | +3.23 |
| 108年2月底 與上月底比% | +4.60 | +6.08 | +2.97 | +3.76 | +3.49 | +0.29 | +2.39 | +4.98 | +4.20 | +3.85 | +7.03 |

| 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 |
|--------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 107年9月底 | 115.0 | 271.8 | 210.5 | 273.0 | 64.3 | 109.3 | 276.6 | 185.0 | 112.0 | 67.8 | 246.1 |
| 107年10月底 | 105.8 | 248.3 | 179.2 | 248.2 | 61.2 | 96.1 | 265.7 | 153.7 | 99.8 | 53.9 | 221.5 |
| 107年11月底 | 104.6 | 250.7 | 192.0 | 262.8 | 64.5 | 109.5 | 251.3 | 141.2 | 102.0 | 56.2 | 237.0 |
| 107年12月底 | 104.7 | 242.6 | 198.3 | 259.7 | 64.4 | 101.4 | 241.6 | 138.2 | 101.9 | 55.3 | 233.6 |
| 108年1月底 | 108.8 | 254.8 | 212.5 | 270.5 | 63.9 | 103.3 | 251.1 | 136.5 | 103.7 | 58.9 | 254.5 |
| 108年2月底 | 109.8 | 261.9 | 230.4 | 273.0 | 65.4 | 106.1 | 252.6 | 147.3 | 107.0 | 61.3 | 263.2 |
| 107年10月底 與上月底比% | -8.05 | -8.65 | -14.84 | -9.11 | -4.84 | -12.04 | -3.96 | -16.91 | -10.91 | -20.58 | -9.98 |
| 107年11月底 與上月底比% | -1.05 | +0.97 | +7.11 | +5.89 | +5.41 | +13.94 | -5.42 | -8.15 | +2.21 | +4.27 | +6.98 |
| 107年12月底 與上月底比% | +0.08 | -3.25 | +3.28 | -1.16 | -0.16 | -7.40 | -3.84 | -2.10 | -0.01 | -1.58 | -1.46 |
| 108年1月底 與上月底比% | +3.93 | +5.03 | +7.20 | +4.15 | -0.78 | +1.89 | +3.91 | -1.24 | +1.69 | +6.62 | +8.99 |
| 108年2月底 與上月底比% | +0.90 | +2.79 | +8.38 | +0.92 | +2.35 | +2.66 | +0.60 | +7.94 | +3.18 | +4.04 | +3.39 |

三、法人買賣超

觀察三大法人買賣超情況(表8)，受到107年10月全球股災，及12月中關係惡化與耶誕長假效應影響，外資自新興市場撤離資金並賣超台股。107年11月及108年1至2月則因美中貿易摩擦降溫、美國Fed可望放緩升息步調，資金回流新興市場，買超台股。

投信法人方面，107年11月及108年1月買超台股，107年10月、12月及108年2月則在季底作帳需要及因應投資人贖回壓力等因

素影響下，致使投信法人逢高減碼，賣超台股。

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，而在股市下跌時出現賣超。107年10至12月自營商均賣超台股，主要係因股市走跌，自營商採取避險操作及調節持股部位，出現賣超。108年1至2月自營商則隨股市反彈回升，積極買超台股。

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 |
|---------|--------|------|-------|--------|
| 106年全年 | 1,552 | -335 | 114 | 1,331 |
| 107年全年 | -3,551 | -15 | -994 | -4,560 |
| 107年 2月 | -994 | 18 | -112 | -1,088 |
| 3月 | -451 | -51 | -219 | -721 |
| 4月 | -823 | 9 | -94 | -908 |
| 5月 | -281 | -38 | -109 | -428 |
| 6月 | -832 | -1 | 21 | -812 |
| 7月 | 83 | 48 | -13 | 118 |
| 8月 | 328 | 92 | -235 | 185 |
| 9月 | 659 | -9 | -18 | 632 |
| 10月 | -1,430 | -77 | -123 | -1,630 |
| 11月 | 104 | 11 | -91 | 24 |
| 12月 | -669 | -5 | -174 | -848 |
| 108年 1月 | 370 | 24 | 208 | 602 |
| 2月 | 647 | -19 | 119 | 747 |

四、股市重要措施

本期間股市主要措施有：

- (一) 107年10月17日，金管會開放投信公司得募集發行「ETF連結基金」，此基金資產九成以上需投資於該投信公司本身所管理ETF。開放初期先以投信公司自己所管理的台股ETF試行，投資人可以透過單筆申購或定期定額方式向基金銷售機構或投信公司來申購「台股ETF連結基金」，參與投資台股ETF。
- (二) 108年1月1日，自108年起，台股於銀行業周六補行上班日不交易亦不交割。
- (三) 108年2月1日，金管會針對該會管轄的財團法人(包括櫃買中心、金融研訓院、聯合信用卡處理中心等14個所屬單位)，開放可以投資台股基金、台股ETF和無擔保公司債等3項金融商品，投資總額限該財團法人財產總額之20%。

肆、外匯市場

一、新台幣匯率走勢

107年第4季新台幣對美元匯率最低為10月11日之31.105元，最高為10月1日之30.556元，差距為0.549元。季底新台幣對美元匯率為30.733元，較第3季底貶值0.6%，對日圓、人民幣及韓元亦分別貶值3.2%、0.8%及0.02%，對歐元則升值0.8%。

本季（108年第1季）底與上季（107年第4季）底比較，新台幣對歐元、韓元及日圓升值，對人民幣及美元貶值（圖4），致對主要貿易對手一籃通貨之加權平均匯價（以貿易資料計算權數）貶值0.7%。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：1月因美中貿易談判取得進展及Fed釋出放慢升息步調的消息，國際美元走弱，新台幣對美元升值，1月31日Fed決議維持利率不變，新台幣對美元升至本季高點30.740元。2月中旬，因台灣出口持續負成長，加上美國川普總統將簽署支出法案，以保持政府運作，國際美元走升，新台幣對美元轉貶。3月上旬由於美中貿易談判樂觀預期，加上美國公布非農就業數據及勞工薪資增加，推升美元指數，新台幣對美元續貶；至下旬，Fed維持利率不變，且9月停止縮表，國際美元走弱，新台幣對美元升值。本季度底新台幣對美元匯率為

30.825元，較上季底貶值0.3%；就平均匯率而言，本季新台幣對美元較上季升值0.1%。

新台幣對歐元匯率：1月上旬，歐元區上(107)年11月失業率創近10年新低，推升歐元匯價，新台幣對歐元貶值，當月10日貶至本季低點35.526元。嗣後，由於歐元區經濟成長減緩，且英國脫歐協議懸而未決，3月初ECB維持利率不變，並宣布9月起將推出新一輪定向長期再融資操作(TLTRO-III)，歐元轉貶，新台幣對歐元走升。本季度底新台幣對歐元匯率為34.623元，較上季底升值1.7%；就平均匯率而言，本季新台幣對歐元較上季升值0.6%。

新台幣對日圓匯率：1月由於美中貿易衝突緩和，避險情緒降溫，日圓走貶，新台幣對日圓升值。嗣後，日本央行表示考慮進一步貨幣寬鬆政策，新台幣對日圓維持升值趨勢，3月4日升至本季高點0.2755元。本季度底新台幣對日圓匯率為0.2784元，較上季底略升0.01%；惟就平均匯率而言，本季新台幣對日圓較上季貶值2.3%。

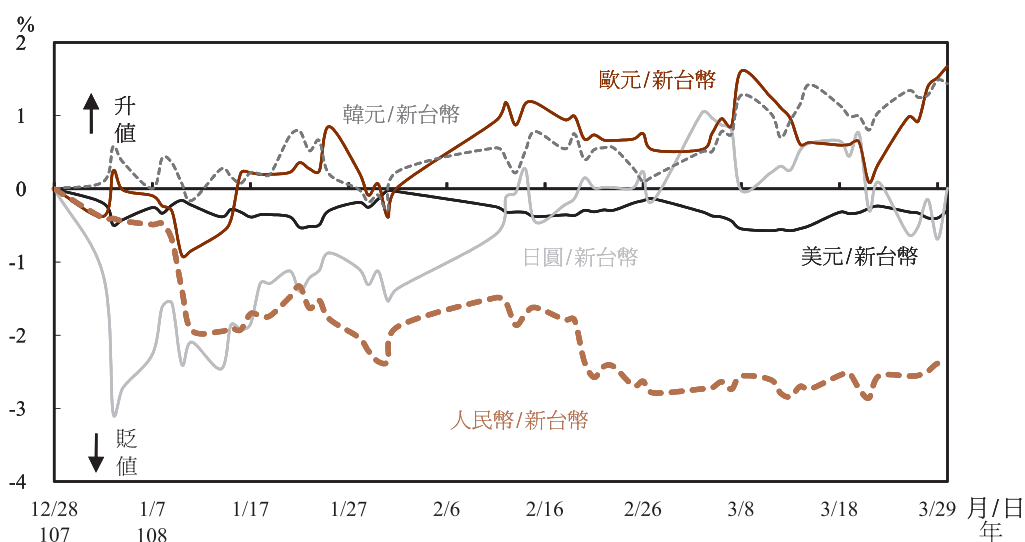
新台幣對人民幣匯率：年初以來，市場對美中貿易協商預期樂觀，加上美中貿易談判納入維持人民幣匯率穩定的影響，人民幣升值，新台幣對人民幣維持貶值趨勢，3月21日貶至本季低點4.6079元。本季度底新台幣對人民幣匯率為4.5869元，較上季底貶值

2.4%；就平均匯率而言，本季新台幣對人民幣較上季貶值2.4%。

新台幣對韓元匯率：1月新台幣對韓元匯率於區間內波動。2月下旬，川金會未能達成協議，加上3月初南韓出口數據疲弱，

韓元貶值，新台幣對韓元升值，3月28日升至本季高點0.0272元。本月底新台幣對韓元匯率為0.0272元，較上季底升值1.4%；就平均匯率而言，本季新台幣對韓元較上季略貶0.1%。

圖4 新台幣對主要貿易對手國貨幣之升貶幅度
(與107/12/28比較)



二、外匯市場交易

107年11月至108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19,914.8億美元，較上期（107年8月至107年10月，以下同）減少0.7%，日平均交易淨額為301.7億美元。其中，OBU外匯交易淨額為1,822.6億美元，較上期減少3.6%，占外匯市場交易比重9.2%。

各交易類別中，以換匯交易最多，交易量為10,166.1億美元，較上期增加0.8%；即期交易居次，交易量為7,483.0億美元，較上期減少1.8%；占外匯市場交易比重分別為51.0%及37.6%。遠匯交易居第三，交易量為1,536.9億美元，占7.7%，較上期增加1.9%。匯率選擇權居第四，交易量為545.1億美元，占2.7%，較上期減少19.6%（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)¹

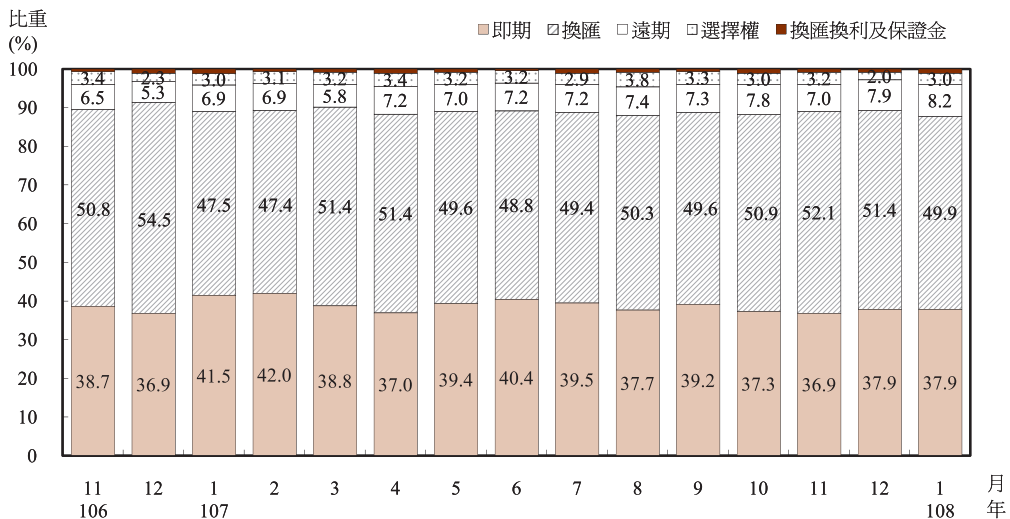
單位：百萬美元

| 年 / 月 | 即期 | 換匯 | 國內銀行 間新台幣 對外幣 | 遠期 | 新台幣對外 幣無本金交 割遠匯 ² | 保證金 交易 | 換匯換利 | 選擇權 | 交易淨額 | OBU 交易淨額 | 日平均 交易淨額 |
|--------|-----------|-----------|---------------------|---------|------------------------------------|-----------|--------|---------|-----------|-------------|-------------|
| | | | | | | | | | | | |
| 106 | 2,826,236 | 3,550,558 | 1,241,359 | 423,119 | 28,857 | 12,402 | 43,934 | 242,537 | 7,098,786 | 646,369 | 28,624 |
| 107 | 3,111,414 | 3,992,873 | 1,361,832 | 567,790 | 29,278 | 7,876 | 58,354 | 249,254 | 7,987,560 | 731,895 | 32,079 |
| 106/11 | 236,008 | 309,957 | 108,599 | 39,786 | 1,904 | 636 | 3,092 | 20,510 | 609,988 | 52,342 | 27,727 |
| 12 | 200,580 | 296,618 | 104,192 | 29,031 | 1,582 | 616 | 4,855 | 12,542 | 544,242 | 39,720 | 25,916 |
| 107/ 1 | 305,954 | 350,173 | 128,069 | 50,666 | 3,175 | 794 | 7,498 | 22,110 | 737,195 | 58,582 | 33,509 |
| 2 | 223,667 | 252,382 | 88,144 | 36,883 | 1,961 | 811 | 2,198 | 16,380 | 532,322 | 51,851 | 35,488 |
| 3 | 284,507 | 376,850 | 123,419 | 41,460 | 2,476 | 940 | 5,380 | 23,789 | 732,925 | 56,249 | 31,866 |
| 4 | 228,551 | 317,895 | 107,966 | 44,446 | 2,984 | 660 | 5,806 | 20,716 | 618,074 | 57,301 | 34,337 |
| 5 | 285,811 | 359,486 | 120,864 | 50,405 | 2,971 | 603 | 5,294 | 23,250 | 724,850 | 68,923 | 32,948 |
| 6 | 280,126 | 338,727 | 109,501 | 49,719 | 2,774 | 584 | 2,166 | 22,458 | 693,779 | 67,385 | 34,689 |
| 7 | 276,879 | 346,644 | 119,983 | 50,832 | 2,359 | 563 | 6,658 | 20,358 | 701,934 | 71,061 | 31,906 |
| 8 | 269,974 | 361,136 | 116,007 | 53,199 | 2,099 | 545 | 4,917 | 26,902 | 716,674 | 71,324 | 31,160 |
| 9 | 237,775 | 300,757 | 97,053 | 44,240 | 1,916 | 469 | 3,219 | 20,142 | 606,602 | 60,433 | 31,926 |
| 10 | 254,194 | 346,173 | 123,397 | 53,397 | 2,401 | 693 | 6,345 | 20,769 | 681,571 | 57,374 | 30,980 |
| 11 | 237,476 | 335,523 | 118,405 | 45,040 | 2,052 | 616 | 4,521 | 20,362 | 643,538 | 57,269 | 29,252 |
| 12 | 226,502 | 307,126 | 109,024 | 47,503 | 2,110 | 597 | 4,353 | 12,017 | 598,098 | 54,144 | 28,481 |
| 108/ 1 | 284,320 | 373,964 | 139,240 | 61,150 | 2,943 | 779 | 7,505 | 22,126 | 749,844 | 70,844 | 32,602 |

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。

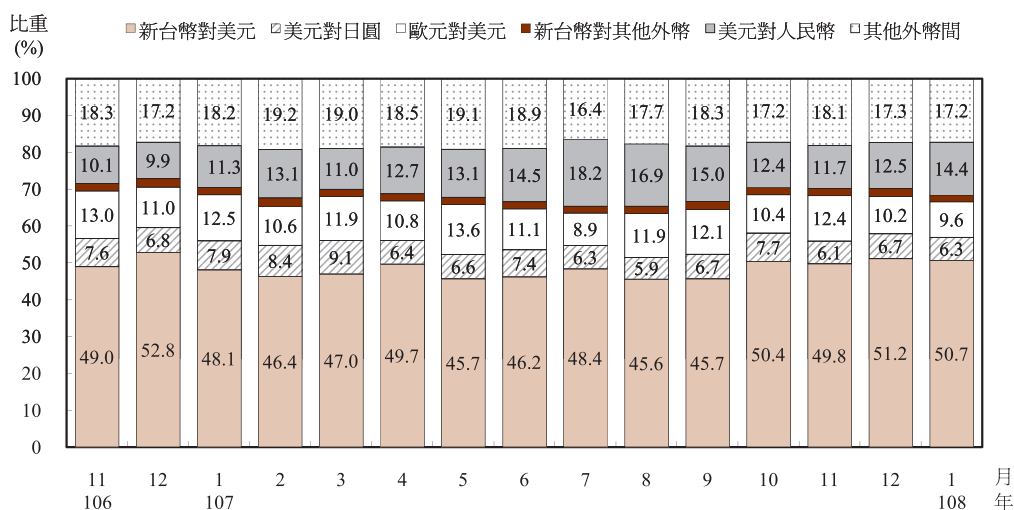
圖5 外匯交易-按交易類別



按交易幣別分，以新台幣對美元交易最多，107年11月至108年1月的交易比重為50.6%，較上期增加3.3個百分點；新台幣對其他外幣交易比重則甚低，僅1.9%；外幣間的交易比重為47.6%，其中美元對人民幣交易比重為13.0%，較上期減少1.8個百分

點；歐元對美元交易比重為10.7%，較上期減少0.8個百分點；美元對日圓交易比重為6.4%，較上期減少0.4個百分點；其他外幣間的交易比重為17.5%，較上期減少0.2個百分點(圖6)。

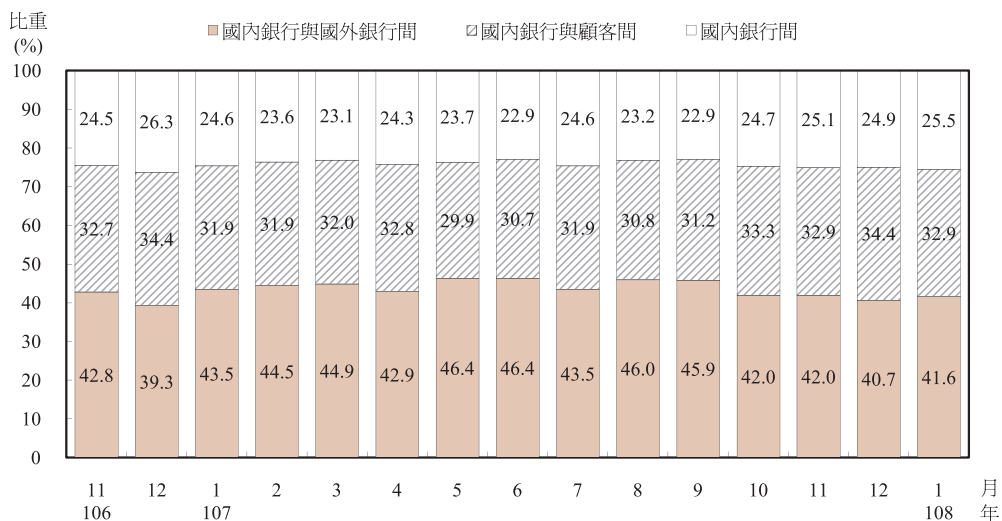
圖6 外匯交易-按幣別



按交易對象別分，以國內銀行與國外銀行間的交易最多，107年11月至108年1月交易比重為41.5%，較上期減少3.2個百分點；

國內銀行與顧客間交易及國內銀行間交易比重分別為33.4%及25.2%，皆較上期增加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

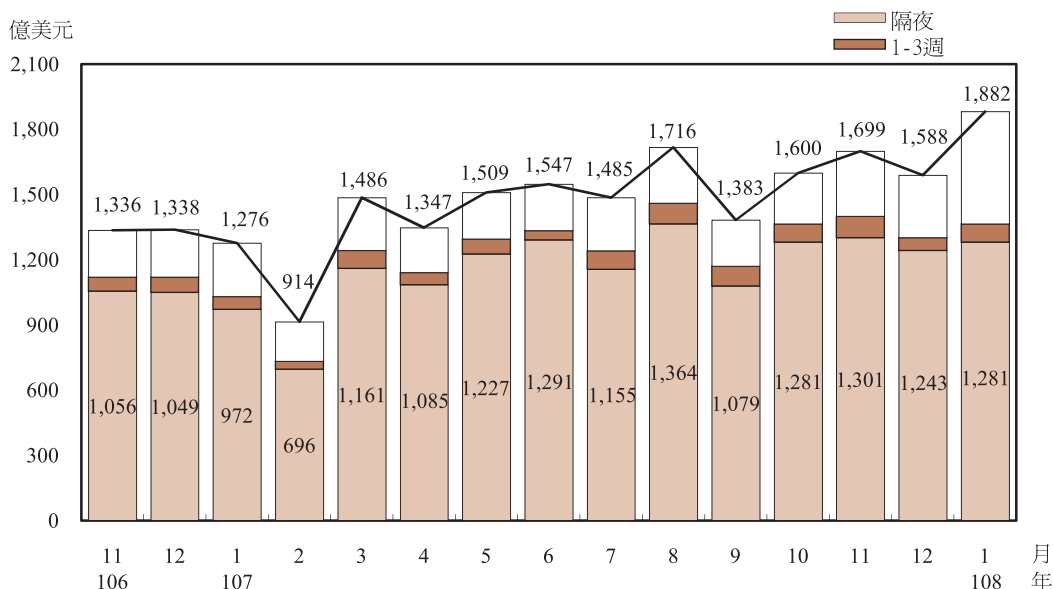
國內銀行間新台幣與外幣換匯市場及銀行間外幣拆款市場係銀行調度外幣資金的主力市場，以下分別說明之。

新台幣與外幣換匯交易方面（表9），107年11月換匯交易量為1,184.1億美元，較上月減少4.1%，主因國際油價重挫、市場預期Fed升息態度轉向溫和，以及靜待月底G20會議美中兩國元首的貿易談判結果，銀行間資金調度趨於保守。12月交易量為1,090.2億美元，較上月減少7.9%，係因先前市場已預期Fed將於12月再度升息，壽險業為避免年底資金調度不易，多已提前辦理換匯交易；此外，市場預期108年全球經濟成長趨緩，Fed升息步調將隨之調整，承做長天期換匯交易意願下降。108年1月交易量為1,392.4億美元，較上月增加27.7%，主因Fed釋出發

慢升息步調的消息，以及美中貿易緊張情勢略有緩和，激勵國際投資人風險偏好上揚，加上國際版債券新發行及農曆年資金調度需求，銀行積極透過換匯交易進行資金調度。

銀行間外幣拆款市場交易方面（圖8），107年11月外幣拆款交易量為1,699.3億美元，較上月增加6.2%，主要係市場普遍預期Fed將於12月升息，使得長天期資金成本提高，銀行增加隔夜資金拆借，週轉率增加。12月交易量為1,588.5億美元，較上月減少6.5%，主因先前市場預期Fed將於12月中升息，部分銀行已提前增加長天期拆借，加上適逢年關，銀行拆放較為保守。108年1月交易量為1,882.4億美元，較上月增加18.5%，係因市場預期Fed升息步調趨緩，資金回流亞洲新興市場，美元資金較為寬鬆，銀行間資金調度頻繁。

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

107年11月至108年1月匯率以外涉及外幣之衍生金融商品交易為564.2億美元，較上期增加25.9%。其中，以外幣利率期貨280.1

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49.7%，較上期減少5.0個百分點；外幣換利交易居次為246.5億美元，所占比重為43.7%，較上期增加9.3個百分點（表10）。

表10 匯率以外涉及外幣之衍生金融商品的交易金額

單位：百萬美元

| 年 / 月 | 外幣換利 | 外幣遠期利率協議 | 外幣利率選擇權 | 外幣利率期貨 | 商品價格交換與選擇權 | 股價交換與選擇權 | 信用衍生品 | 合計 |
|--------|--------|----------|---------|---------|------------|----------|-------|---------|
| 105 | 41,952 | 120 | 5,743 | 51,222 | 3,053 | 145 | 933 | 103,168 |
| 106 | 49,453 | 0 | 11,412 | 116,911 | 2,802 | 121 | 857 | 181,556 |
| 107 | 78,848 | 0 | 25,974 | 149,310 | 3,524 | 403 | 2,861 | 260,920 |
| 106/11 | 3,186 | 0 | 477 | 12,526 | 135 | 10 | 7 | 16,340 |
| 12 | 3,962 | 0 | 1,210 | 8,161 | 139 | 7 | 35 | 13,514 |
| 107/1 | 9,816 | 0 | 6,274 | 21,429 | 250 | 44 | 75 | 37,889 |
| 2 | 6,043 | 0 | 5,571 | 19,635 | 129 | 75 | 158 | 31,611 |
| 3 | 7,015 | 0 | 5,546 | 15,471 | 273 | 81 | 457 | 28,842 |
| 4 | 5,908 | 0 | 1,532 | 14,878 | 315 | 74 | 222 | 22,928 |
| 5 | 8,007 | 0 | 1,239 | 16,921 | 335 | 56 | 233 | 26,791 |
| 6 | 6,540 | 0 | 195 | 13,440 | 394 | 26 | 258 | 20,853 |
| 7 | 4,447 | 0 | 193 | 7,325 | 316 | 24 | 394 | 12,699 |
| 8 | 4,502 | 0 | 121 | 8,087 | 380 | 8 | 199 | 13,297 |
| 9 | 5,393 | 0 | 959 | 7,854 | 333 | 3 | 156 | 14,697 |
| 10 | 5,508 | 0 | 2,231 | 8,525 | 273 | 5 | 256 | 16,798 |
| 11 | 7,904 | 0 | 749 | 8,070 | 281 | 0 | 242 | 17,246 |
| 12 | 7,766 | 0 | 1,364 | 7,675 | 247 | 7 | 209 | 17,268 |
| 108/1 | 8,984 | 0 | 121 | 12,269 | 429 | 14 | 86 | 21,901 |

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。

另為配合開放純網路銀行設立，增訂純網路銀行申請許可為指定銀行之資格條件，並修正銀行設置外幣提款機、受理顧客透過電子或通訊設備辦理外匯業務之應遵循事項，爰修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，修正重點如下：

- (一) 增訂純網路銀行申請許可為指定銀行之資格條件。
- (二) 修正銀行設置外幣提款機之業務名稱為自動化服務設備，及相關應遵

循事項。

- (三) 修正指定銀行及中華郵政公司受理顧客透過電子或通訊設備辦理外匯業務之應遵循事項。
- (四) 刪除外幣清算銀行應建立內控內稽制度、確保系統安全及緊急應變機制等規定。

此外，另為進一步簡化指定銀行電子銀行外匯業務申辦程序，以及為監理需要明定指定銀行應按月填報已開辦涉及外匯之電子銀行業務項目，本行亦修正「指定銀行受理顧客透過電子及通訊設備辦理外匯業務作業要點」，名稱並修正為「指定銀行受理顧客透過電子或通訊設備辦理外匯業務作業要點」。

國際經濟金融情勢（民國107年第4季）

壹、概述

一、預期2019年第1季經濟溫和成長，全年成長續緩

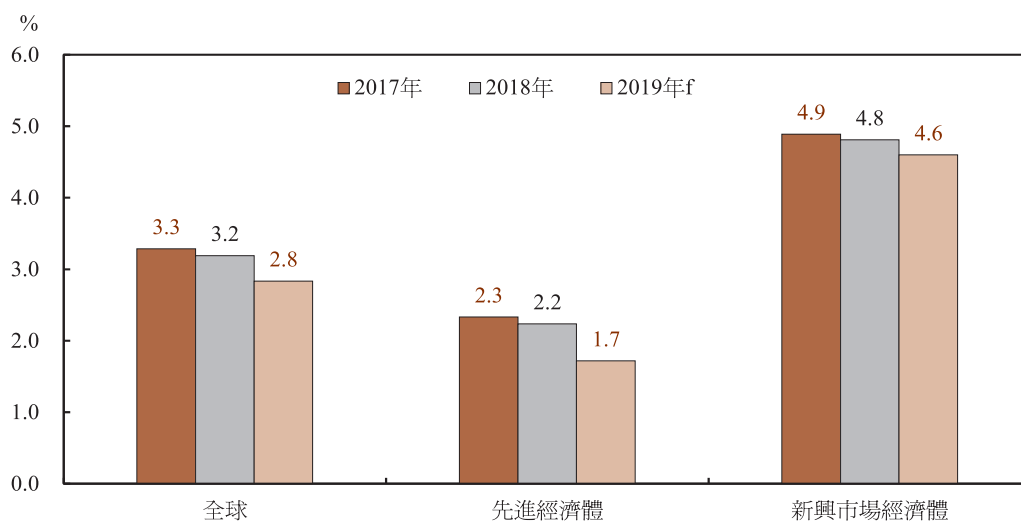
2018年第4季，受全球貿易政策不確定影響，IHS Markit預估全球經濟成長率由第3季之3.1%略降為3.0%，全年亦由2017年之3.3%略降至3.2%(圖1、表1)。

由於美國貿易政策不確定性仍高，加以中國大陸景氣下滑、英國脫歐陷僵局與地緣政治衝突等風險，均可能影響全球經濟前

景。IHS Markit預測2019年第1季全球經濟成長率再降至2.9%，全年恐續走緩至2.8%，先進及新興市場經濟體亦分別降至1.7%及4.6%(圖1、表1)。

主要經濟體間之貿易障礙恐降低企業對投資、生產及出口之意願，國際機構預測2019年全球貿易量成長率多低於2018年(表2)。

圖1 全球經濟成長率



註：f表示預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/3/15)

表1 經濟成長率

單位：%

| 區域或經濟體 | 2017年 | | 2018年 | | 2019年 | |
|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------|-----|
| | | | | | (1) | (2) |
| 全球 | 3.8 | (3.3) | 3.7 | (3.2) | 3.5 | 2.8 |
| 先進經濟體 | 2.4 | (2.3) | 2.3 | (2.2) | 2.0 | 1.7 |
| OECD國家 | 2.5 | (2.4) | 2.4 | (2.3) | 2.1 | 1.7 |
| 美國 | 2.2 | | 2.9 | | 2.5 | 2.4 |
| 日本 | 1.9 | | 0.8 | | 1.1 | 0.7 |
| 德國 | 2.2 | | 1.4 | | 1.3 | 1.0 |
| 英國 | 1.8 | | 1.4 | | 1.5 | 0.8 |
| 歐元區 | 2.4 | | 1.8 | | 1.6 | 1.2 |
| 台灣 | 3.08 | | 2.63 | | 2.4 | 2.1 |
| 香港 | 3.8 | | 3.0 | | 2.9 | 2.3 |
| 新加坡 | 3.9 | | 3.2 | | 2.5 | 2.4 |
| 南韓 | 3.1 | | 2.7 | | 2.6 | 2.0 |
| 東協五國 | 5.3 | | 5.2 | | 5.1 | — |
| 泰國 | 4.0 | | 4.1 | | 3.9 | 3.8 |
| 馬來西亞 | 5.9 | | 4.7 | | 4.6 | 4.4 |
| 菲律賓 | 6.7 | | 6.2 | | 6.6 | 6.1 |
| 印尼 | 5.1 | | 5.2 | | 5.1 | 4.9 |
| 越南 | 6.8 | | 7.1 | | 6.5 | 6.6 |
| 中國大陸 | 6.8 | | 6.6 | | 6.2 | 6.3 |
| 印度 | 7.2 | | 7.0 | | 7.5 | 7.1 |
| 新興市場暨開發中經濟體 | 4.7 | | 4.6 | | 4.5 | — |

註：1. 資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

2. 2017、2018年區域經濟體為IMF資料，OECD國家為OECD資料，括弧內數字均為IHS Markit資料；各國為官方資料，其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。

3. 2019年(1)為IMF資料，僅OECD國家為OECD資料，(2)為IHS Markit資料；其中印度為財政年度(當年第2季至次年第1季)資料。

4. IMF與IHS Markit 計算全球經濟成長率方式不同，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GDP計算全球各經濟體權重，IHS Markit則以美元計價之名目GDP計算權重。

資料來源：IMF (2019), "World Economic Outlook Update," Jan. 21、IMF (2018), "Regional Economic Outlook : Asia and Pacific," Oct. 11、OECD (2018), "OECD Economic Outlook," Nov. 21、IHS Markit (2019/3/15)

表2 全球貿易量成長率

單位：%

| 機構 | 發布日期 | 2017年 | 2018年 | 2019年f |
|------------|-----------|-------|-------|--------|
| World Bank | 2019/1/9 | 5.4 | 3.8 | 3.6 ↓ |
| IMF | 2019/1/21 | 5.3 | 4.0 | 4.0 — |
| UN | 2019/1/21 | 5.3 | 3.8 | 3.7 ↓ |

註：包含商品及服務；f表示預測值；↑、↓及—分別表示較前1年上升、下降及持平。

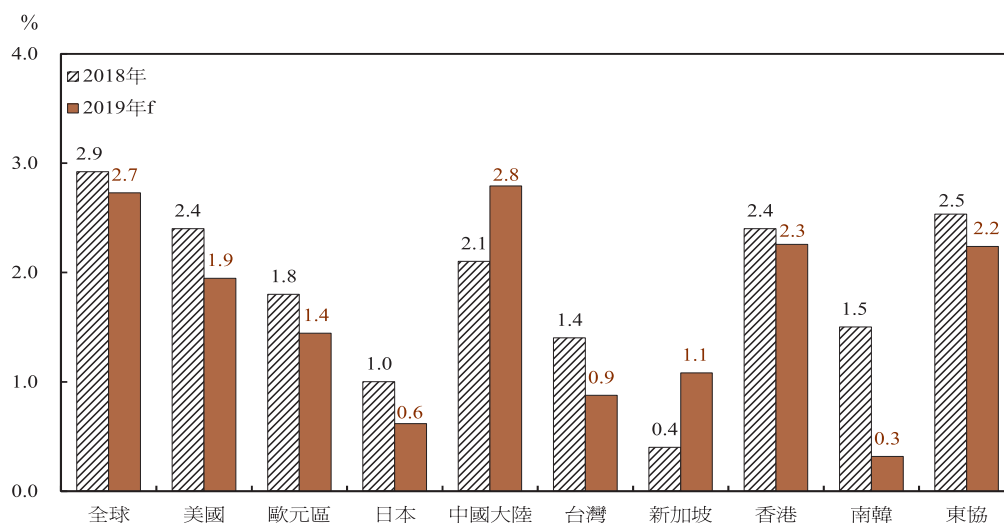
資料來源：World Bank、IMF、UN

二、近期全球通膨率走低，預期2019年通膨率低於2018年

2019年第1季，雖然國際油價止跌回升，惟平均仍低於2018年同期，IHS Markit預

估全球通膨率為2.5%，低於2018年第4季之2.9%。鑑於全球經濟成長動能恐減弱，且國際油價可能低於2018年，2019年全球通膨率預測值為2.7%，低於2018年之2.9%(圖2)。

圖2 主要經濟體通膨率



註：f表示預測值。

資料來源：各國官方資料、IHS Markit (2019/3/15)

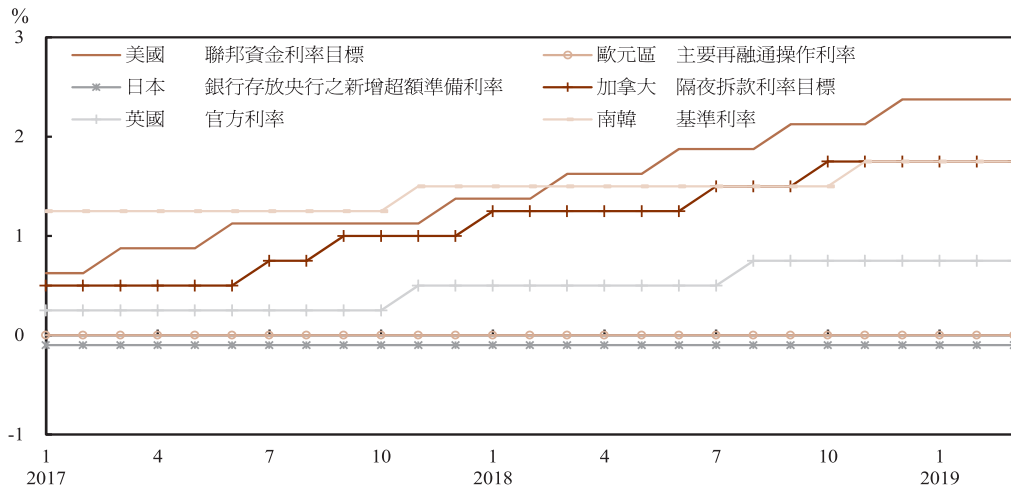
三、主要央行多維持政策利率不變，惟釋出貨幣政策轉趨寬鬆之訊息

2019年初以來，挪威央行鑑於經濟穩健擴張，於3月升息1碼至1.00%，其餘主要央行多維持政策利率不變(圖3)，惟釋出貨幣政策轉趨寬鬆之訊息，如歐洲央行(ECB)修改前瞻性指引，將原本至少維持利率不變至2019年夏季，改為至少到2019年底，並將啟動新一輪定向長期再融通操作(Targeted Long-Term Refinancing Operation, TLTRO)、

日本央行(BoJ)表示必要時將採額外寬鬆措施，以及美國聯準會(Fed)將保持耐心以適切評估未來貨幣政策方向，且將於9月底結束縮減資產負債表。

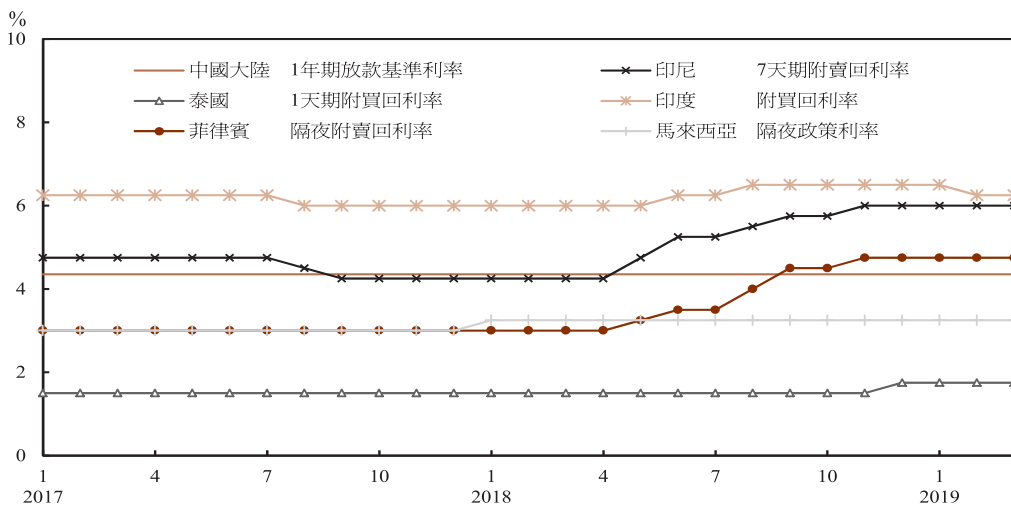
亞洲新興經濟體方面，印度央行考量通膨走緩，於2月降息1碼至6.25%；中國人民銀行雖維持政策利率不變，惟透過全面調降存款準備率等措施，維持貨幣政策適度寬鬆；其餘經濟體則多維持政策利率不變(圖4)。

圖3 先進經濟體政策利率



註：美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。
資料來源：各國官方資料

圖4 亞洲新興經濟體政策利率



資料來源：各國官方資料

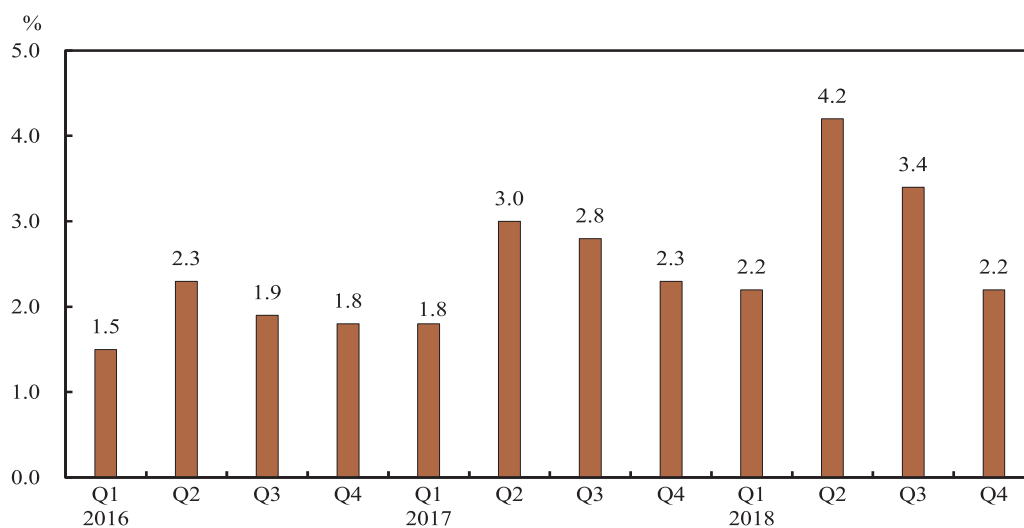
貳、美國景氣趨溫和，預期通膨率下滑，Fed維持利率不變

一、2018年第4季景氣略減緩，預期2019年第1季及全年經濟成長續降

2018年第4季，因民間消費成長略降，以及住宅投資續衰退，經濟成長率(與上季

比，換算成年率)降為2.2%(圖5、表3)；全年則在政府實施減稅及擴大財政支出等政策激勵下，經濟成長率由2017年之2.2%升至2.9%。

圖5 美國經濟成長率



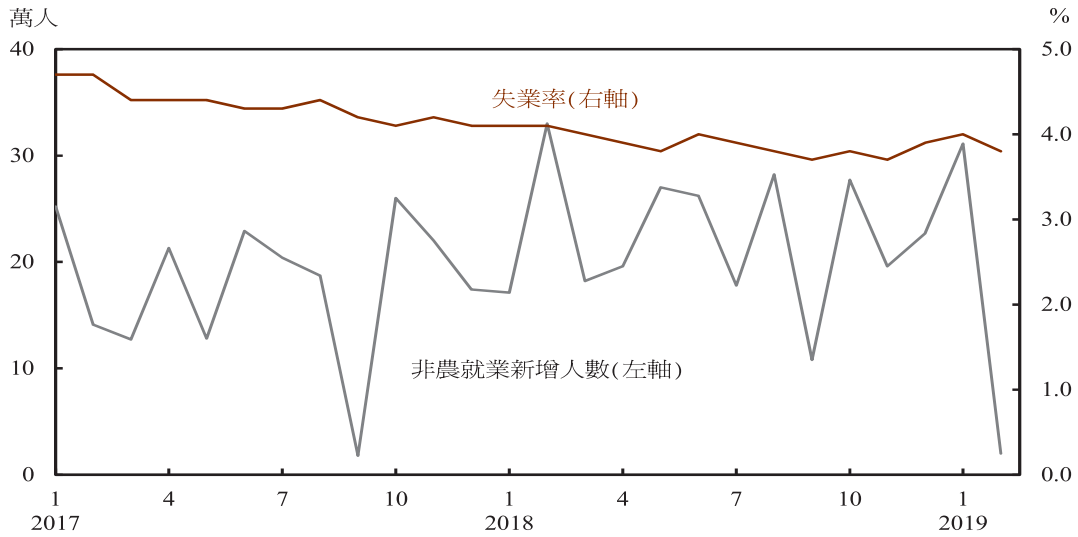
資料來源：Bureau of Economic Analysis

就業市場方面，2019年1至2月非農就業平均新增16.6萬人，低於2018年第4季之23.3萬人；1至2月失業率為3.9%，略高於2018年第4季之3.8%(圖6、表3)，惟仍處相對低點；1至2月時薪年增3.3%，續位於逾9年來之高點。

就業市場穩健有助支撐民間消費動能，

惟經貿政策不確定性恐影響企業信心，加以2019年初聯邦政府運作一度停擺，短暫衝擊經濟表現，以及財政激勵效益可能逐漸消退，IHS Markit預測2019年第1季經濟成長率續降至1.3%，全年恐降至2.4%(表1)，Fed之預測區間為1.9%~2.2%。

圖6 美國非農就業新增人數及失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics

表3 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) | 貿易餘額 (百萬美元) |
|---------|---------|-------|-----------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|
| | | | | 年增率 % | 年增率 % | 年增率 % | |
| 2016 | 1.6 | 4.9 | -2.0 | 2.2 | 1.3 | 0.4 | -736,575 |
| 2017 | 2.2 | 4.4 | 2.3 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | -795,691 |
| 2018 | 2.9 | 3.9 | 3.9 | 2.1 | 2.4 | 2.9 | -878,701 |
| 2018/ 2 | | 4.1 | 3.9 | 1.8 | 2.2 | 2.9 | -76,798 |
| 3 | 2.2 | 4.0 | 3.8 | 2.1 | 2.4 | 2.9 | -69,343 |
| 4 | | 3.9 | 3.8 | 2.1 | 2.5 | 2.6 | -68,217 |
| 5 | | 3.8 | 2.8 | 2.2 | 2.8 | 3.0 | -65,511 |
| 6 | 4.2 | 4.0 | 3.4 | 2.3 | 2.9 | 3.4 | -68,726 |
| 7 | | 3.9 | 3.9 | 2.4 | 2.9 | 3.4 | -72,865 |
| 8 | | 3.8 | 5.3 | 2.2 | 2.7 | 3.0 | -76,180 |
| 9 | 3.4 | 3.7 | 5.4 | 2.2 | 2.3 | 2.8 | -77,101 |
| 10 | | 3.8 | 3.9 | 2.1 | 2.5 | 3.2 | -77,719 |
| 11 | | 3.7 | 4.1 | 2.2 | 2.2 | 2.6 | -71,416 |
| 12 | 2.2 | 3.9 | 3.7 | 2.2 | 1.9 | 2.5 | -80,376 |
| 2019/ 1 | | 4.0 | 3.9 | 2.2 | 1.6 | 2.0 | -72,140 |
| 2 | | 3.8 | 3.6 | 2.1 | 1.5 | 1.8 | |

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

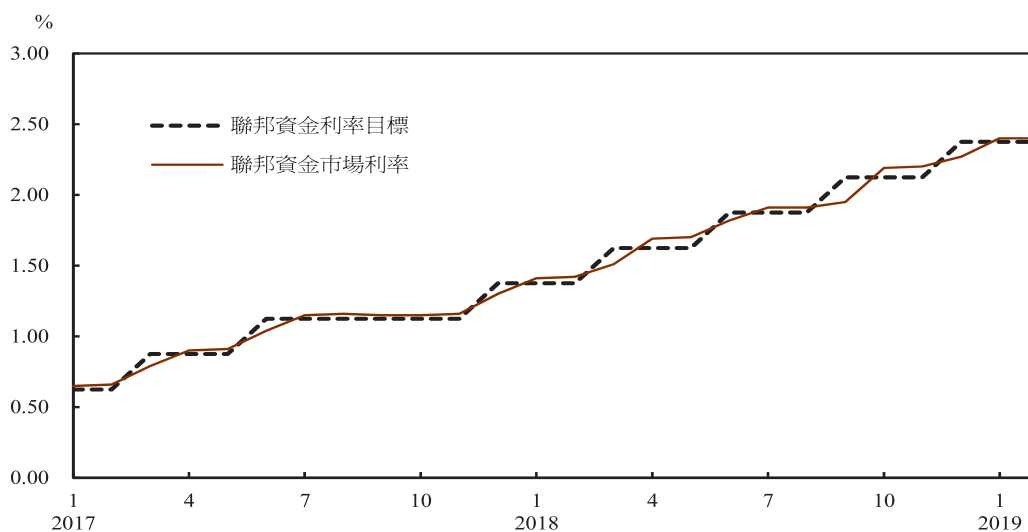
二、近期通膨率下滑，預期2019年通膨率低於2018年

2019年1至2月消費者物價指數(CPI)年增率為1.6%，低於2018年第4季之2.2%，主要係能源價格下滑；扣除食品與能源之核心CPI年增率則為2.2%，與2018年第4季持平(表3)。預期2019年國際油價可能低於2018年，IHS Markit預測2019年CPI年增率將由2018年之2.4%降至1.9%(圖2)。

三、Fed維持利率不變，2019年5月起將放慢縮表速度，並於9月底停止縮表

2019年3月20日，聯邦公開市場委員會(FOMC)決議維持聯邦資金利率目標區間於2.25%~2.50%不變(圖7)，並表示鑑於全球經濟、金融發展以及通膨壓力減緩，對調整聯邦資金利率目標區間之決策將保持耐心，惟對2019年聯邦資金利率預測之中位數已降至2.375%，暗示2019年可能不會升息。

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

Fed目前雖仍持續縮減總資產規模，惟本次會議後發布「資產負債表正常化原則與計畫」，將自2019年5月起放慢資產負債表

縮減速度，並於9月底停止縮減資產負債表(表4)。

表4 「資產負債表正常化原則與計畫」重要內容

| 時間 | 措施 |
|-----------|--|
| 2019年5月起 | 每月減持公債金額由最多300億美元降至最多150億美元。 |
| 2019年9月底 | 停止縮減資產負債表。 |
| 2019年10月起 | 持有之機構債(agency debt)與機構房貸擔保證券(agency MBS)，每月到期本金在200億美元以內將轉為再投資政府公債，超過200億美元部分則仍繼續投資agency MBS。 |

資料來源：Federal Reserve (2019), “Balance Sheet Normalization Principles and Plans,” Mar. 20

參、歐元區經濟成長趨緩，預期通膨率下降，ECB將啟動新一輪TLTRO

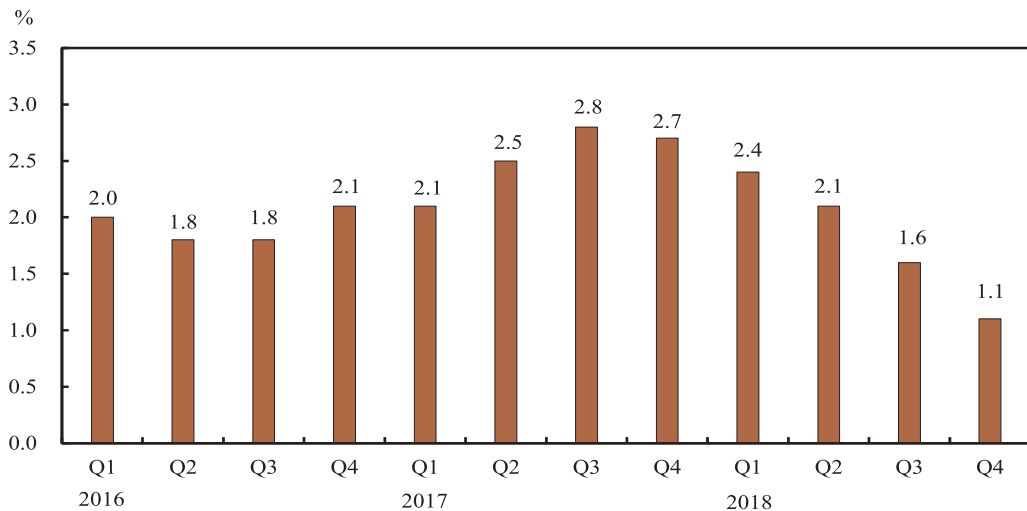
一、2018年第4季經濟成長溫和，預期2019年第1季成長略升，全年則續緩

2018年第4季，因美中貿易衝突持續及全球製造業產出下滑，不利歐元區出口，加以法國黃背心運動及義大利因財政預算案與歐盟發生紛爭，而9月起歐盟新實施之汽車排放測試規範，亦影響汽車生產，德、法經濟成長率分別降至0.6%、0.9%，歐元區經濟

成長率則降為1.1%(圖8、表5)；全年歐元區經濟成長率由2017年之2.4%降至1.8%。

雖然歐元區金融情況仍屬寬鬆，惟貿易保護主義將阻礙歐元區經濟擴張，且英國脫歐僵局未解，IHS Markit預測2019年第1季經濟成長率僅略增至1.2%，全年亦為1.2%，低於2018年(表1)。

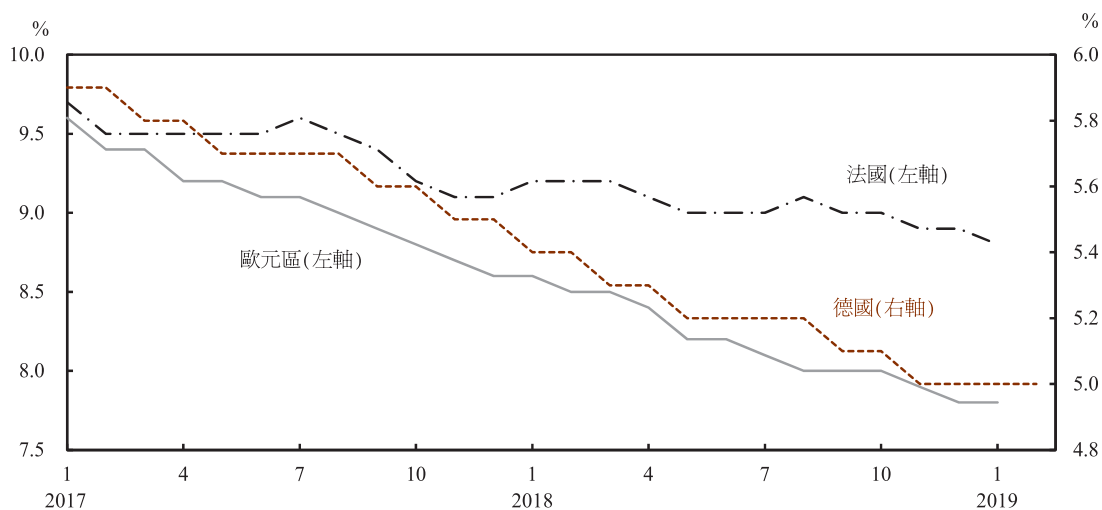
圖8 歐元區經濟成長率



資料來源：Eurostat

2019年1月歐元區失業率為7.8%，係2008年11月以來新低；德國2月失業率為5.0%，係1981年8月以來最低；法國1月失業率為8.8%，係2009年4月以來新低(圖9)。

圖9 歐元區失業率



資料來源：Thomson Reuters Datastream、Eurostat

表5 歐元區重要經濟指標

| 年 / 月 | 經濟 成長率 % | 失業率 % | 工業生產年增率 (不含營建業) % | 調和消費者物價指數 (HICP)年增率 (2015=100) % | 出口 年增率 % | 進口 年增率 % | 貿易餘額 (百萬歐元) |
|---------|----------------|----------|-------------------------|---|----------------|----------------|----------------|
| 2016 | 2.0 | 10.0 | 1.6 | 0.2 | 0.3 | -1.3 | 270,677 |
| 2017 | 2.4 | 9.1 | 2.9 | 1.5 | 7.1 | 9.9 | 240,763 |
| 2018 | 1.8 | 8.2 | 1.0 | 1.8 | 3.7 | 6.6 | 193,375 |
| 2018/ 2 | | 8.5 | 2.4 | 1.1 | 1.9 | 2.5 | 16,538 |
| 3 | 2.4 | 8.5 | 3.1 | 1.4 | -3.1 | -2.2 | 26,861 |
| 4 | | 8.4 | 1.7 | 1.2 | 8.2 | 8.9 | 16,922 |
| 5 | | 8.2 | 2.8 | 2.0 | -0.9 | 0.9 | 16,857 |
| 6 | 2.1 | 8.2 | 2.5 | 2.0 | 6.1 | 9.1 | 22,798 |
| 7 | | 8.1 | 0.1 | 2.2 | 9.4 | 14.5 | 16,423 |
| 8 | | 8.0 | 1.0 | 2.1 | 5.5 | 9.0 | 11,612 |
| 9 | 1.6 | 8.0 | 0.7 | 2.1 | -0.6 | 7.9 | 12,165 |
| 10 | | 8.0 | 1.2 | 2.3 | 11.1 | 14.9 | 13,872 |
| 11 | | 7.9 | -2.9 | 1.9 | 2.3 | 5.5 | 18,847 |
| 12 | 1.1 | 7.8 | -4.2 | 1.5 | -1.9 | 2.7 | 17,380 |
| 2019/ 1 | | 7.8 | -1.1 | 1.4 | 2.4 | 3.4 | 1,548 |
| 2 | | | | 1.5 | | | |

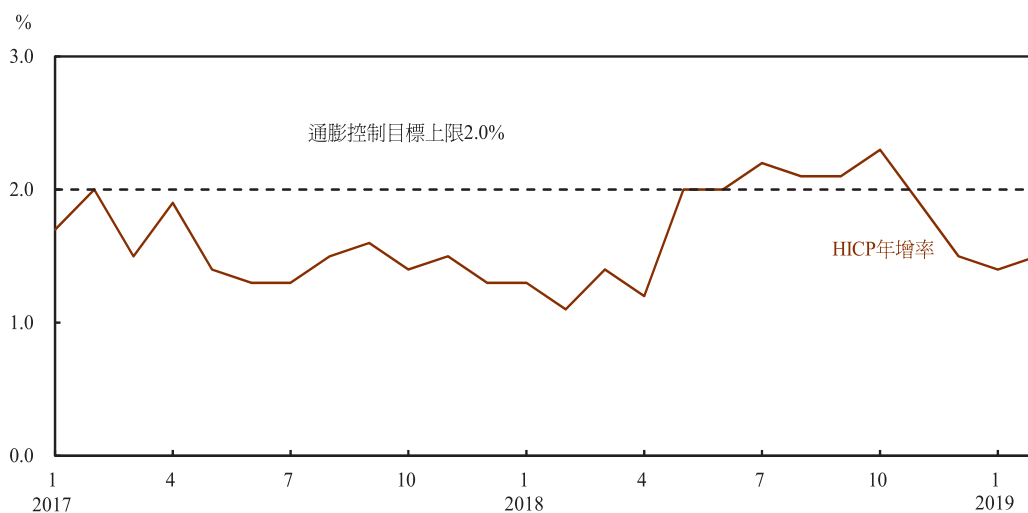
資料來源：ECB、Eurostat、Thomson Reuters Datastream

二、近期通膨降溫，2019年通膨率預測值低於2018年

2019年1至2月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率為1.5%，低於2018年第四季之1.9%(表5、圖10)；扣除能源及未加工食品

之核心HICP年增率則為1.2%，與2018年第四季持平。預期2019年景氣降溫且國際油價低於2018年，IHS Markit預測2019年通膨率由2018年之1.8%降至1.4%(圖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將啟動新一輪TLTRO

2019年3月7日，ECB貨幣政策會議決定維持政策利率水準不變(表6)，且修改前瞻性指引，將原本至少維持利率不變至2019年夏季，改為至少到2019年底；另為維持信用寬鬆及貨幣政策傳遞順暢，將於2019年9月啟動新一輪2年期TLTRO，每季操作1次，操作時間至2021年3月止，銀行可借款上限為

2019年2月28日合格貸款餘額的30%；資產購買計畫到期債券之本金再投資將持續至開始升息後一段時間。

總裁Draghi於會後記者會表示，目前歐元區經濟恐有下行風險，因此調降2019年及2020年經濟成長率預測值分別至1.1%及1.6%，通膨率則分別下調至1.2%及1.5%。

表6 ECB之各項利率

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

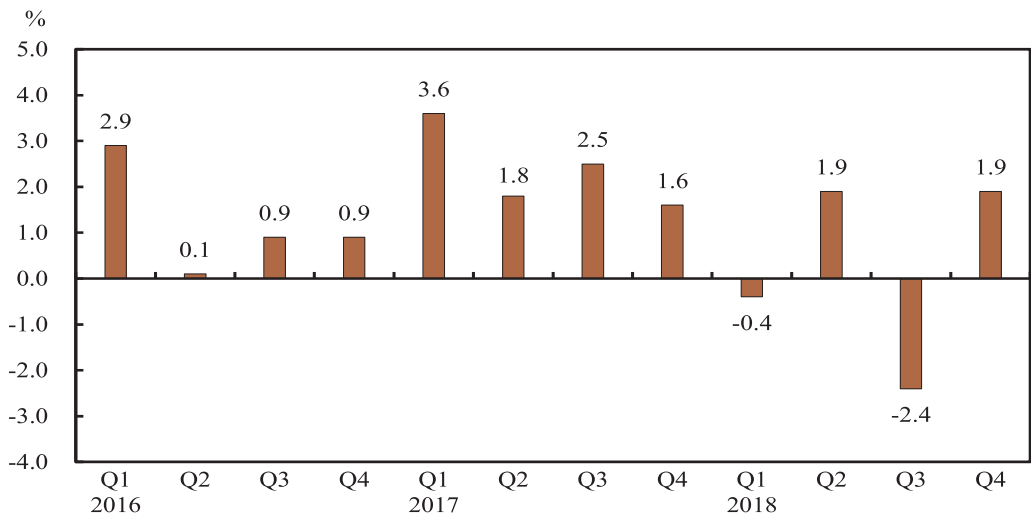
肆、日本經濟恐低速成長，預期通膨降溫，維持寬鬆貨幣政策

一、2018年第4季經濟恢復成長，預期 2019年第1季及全年成長仍緩

2018年第4季，受豪雨、強颶及地震等天災衝擊之企業設備投資及民間消費恢復成長，經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第3季之-2.4%回升至1.9%(圖11、表7)，惟全年經濟成長率由2017年之1.9%降至0.8%。展望2019年，雖勞動市場緊俏有利企業擴增

自動化設備投資，加以災後重建之相關營建需求增加，可望推升固定投資，然全球經濟成長減速不利輸出，且10月消費稅稅率將由8%調高至10%雖有提前消費效應，惟仍恐衝擊消費信心，IHS Markit預測2019年第1季經濟成長率降至-0.4%，全年則為0.7%，略低於2018年(表1)。

圖11 日本經濟成長率



資料來源：日本內閣府

2019年1月以日圓計價之出口年增率由2018年第4季之1.5%大幅降至-8.4%(表7)，係2年多來最大降幅，其中對最大貿易夥伴中國大陸之出口減幅更高達17.4%，2月出口年增率為-1.2%，降幅縮小。

2019年1至2月失業率與2018年第4季持平於2.4%之低檔(表7)，求才求職比率亦維持在44年高點之1.63倍。勞動市場持續緊俏帶動薪資緩步上揚，2019年1月實質家庭消費支出年增率由2018年第4季之-0.2%升至2.0%，顯示消費信心改善。

表7 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) | 出口 (日圓計價) 年增率 % | 進口 (日圓計價) 年增率 % | 貿易餘額 (億日圓) |
|---------|----------------|----------|------------------|-----------------------|-----------------|----------------------|--------------------------|--------------------------|---------------|
| | | | | 年增率 % | 扣除生鮮食品 年增率 % | 年增率 % | | | |
| 2016 | 0.6 | 3.1 | 0.0 | -0.1 | -0.3 | -3.5 | -7.4 | -15.8 | 39,938 |
| 2017 | 1.9 | 2.8 | 3.1 | 0.5 | 0.5 | 2.3 | 11.8 | 14.1 | 29,072 |
| 2018 | 0.8 | 2.4 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 2.6 | 4.1 | 9.7 | -12,246 |
| 2018/ 2 | | 2.5 | 1.0 | 1.5 | 1.0 | 2.5 | 1.8 | 16.9 | -139 |
| 3 | -0.4 | 2.5 | 2.5 | 1.1 | 0.9 | 2.0 | 2.1 | -0.4 | 7,842 |
| 4 | | 2.5 | 2.1 | 0.6 | 0.7 | 2.2 | 7.8 | 6.0 | 6,210 |
| 5 | | 2.3 | 3.3 | 0.7 | 0.7 | 2.7 | 8.1 | 14.0 | -5,774 |
| 6 | 1.9 | 2.5 | -1.6 | 0.7 | 0.8 | 2.8 | 6.7 | 2.5 | 7,278 |
| 7 | | 2.5 | 2.1 | 0.9 | 0.8 | 3.1 | 3.9 | 14.6 | -2,274 |
| 8 | | 2.4 | 0.2 | 1.3 | 0.9 | 3.1 | 6.5 | 15.4 | -4,481 |
| 9 | -2.4 | 2.4 | -2.5 | 1.2 | 1.0 | 3.0 | -1.4 | 7.1 | 1,241 |
| 10 | | 2.4 | 4.2 | 1.4 | 1.0 | 3.0 | 8.2 | 20.0 | -4,563 |
| 11 | | 2.5 | 1.5 | 0.8 | 0.9 | 2.3 | 0.1 | 12.5 | -7,391 |
| 12 | 1.9 | 2.4 | -1.9 | 0.3 | 0.7 | 1.5 | -3.9 | 1.9 | -557 |
| 2019/ 1 | | 2.5 | 0.3 | 0.2 | 0.8 | 0.6 | -8.4 | -0.8 | -14,177 |
| 2 | | 2.3 | -1.0 | 0.2 | 0.7 | 0.8 | -1.2 | -6.6 | 3,349 |

資料來源：日本內閣府、總務省統計局、經濟產業省、BoJ、Thomson Reuters Datastream

二、近月通膨降溫，預測2019年通膨率較2018年低

受蔬菜價格大幅回跌影響，2019年1至2月CPI年增率由2018年第4季之0.8%降至0.2%；扣除生鮮食品之核心CPI年增率則由0.9%略降至0.8%(表7)。1至2月企業物價指數(PPI)年增率由2018年第4季之2.3%降至0.7%。預期2019年國際油價可能低於2018年，IHS Markit預測2019年CPI年增率為0.6%，低於2018年之1.0%(圖2)。

三、BoJ維持寬鬆貨幣政策

2019年3月15日BoJ貨幣政策會議表示，由於國外經濟成長減速影響日本出口及工業生產，加以10月消費稅率提高將使經濟及物價之不確定性增加，強調仍將維持目前極低之長短期利率水準一段期間，因此將短期政策利率維持於-0.10%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，將持續執行購買公債計畫。此外，黑田總裁於1月政策會議記者會曾經表示，由於國外經濟下行風險加劇，必要時將採取額外的寬鬆措施。

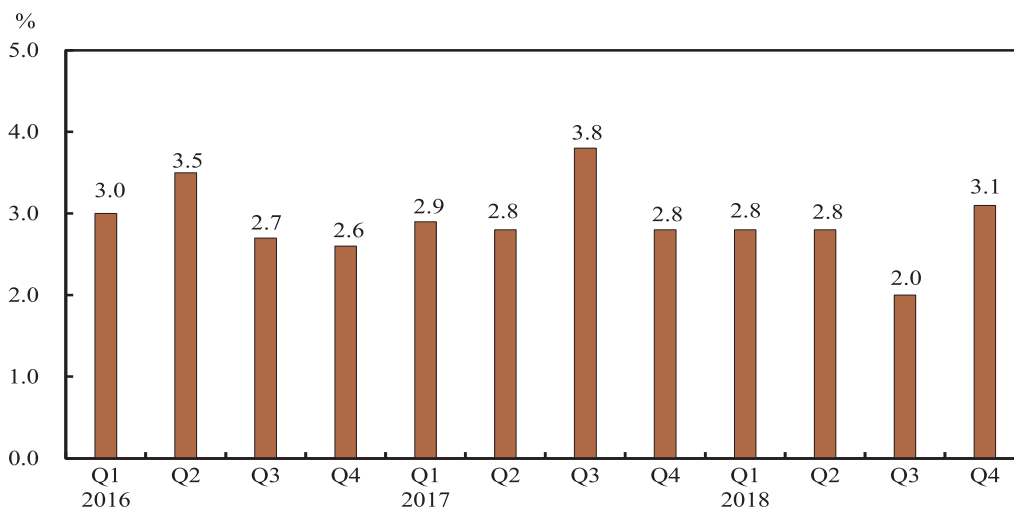
伍、南韓經濟動能恐續減弱，預期通膨降溫，政策利率維持不變

一、2018年第4季經濟成長回溫，預期2019年第1季及全年續緩

2018年第4季，在政府擴大公共支出帶動下，經濟成長率由第3季之2.0%升至3.1%(圖12、表8)，惟全年經濟成長率由2017年之3.1%降至2.7%。雖然政府持續採行擴

張性財政政策，然而全球經濟成長減速及IT產業成長放緩恐影響出口，加以營建投資恐因政府抑制房市過熱措施而持續衰退，IHS Markit預測2019年第1季經濟成長率降至2.3%，全年將續降至2.0%(表1)。

圖12 南韓經濟成長率



資料來源：南韓央行

2019年1至2月出口年增率由2018年第4季之7.7%大幅降至-8.7%(表8)，主要係中國大陸經濟成長放緩及半導體與石化產品價格下跌所致。

由於2018年及2019年分別大幅調高最低工資16.4%及10.9%，致零售、建築及製造業之低薪工作大幅減少，2019年1至2月失業率由2018年第4季之3.4%升至4.6%(表8)。

表8 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 % | 貿易餘額 (百萬美元) |
|---------|----------------|----------|------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | | 年增率 % | 扣除食品及 能源年增率 % | 年增率 % | | | |
| 2016 | 2.9 | 3.7 | 2.3 | 1.0 | 1.9 | -1.8 | -5.9 | -6.9 | 89,233 |
| 2017 | 3.1 | 3.7 | 2.3 | 1.9 | 1.5 | 3.5 | 15.8 | 17.8 | 95,216 |
| 2018 | 2.7 | 3.8 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 2.0 | 5.4 | 11.9 | 69,657 |
| 2018/ 2 | | 4.6 | -6.1 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 3.1 | 15.2 | 2,801 |
| 3 | 2.8 | 4.5 | -2.8 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 5.5 | 5.5 | 6,412 |
| 4 | | 4.1 | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.7 | -2.0 | 15.1 | 6,156 |
| 5 | | 4.0 | 2.1 | 1.5 | 1.4 | 2.2 | 12.8 | 13.0 | 6,229 |
| 6 | 2.8 | 3.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 2.6 | -0.4 | 11.0 | 6,079 |
| 7 | | 3.7 | 3.3 | 1.1 | 1.0 | 3.0 | 6.1 | 16.4 | 6,893 |
| 8 | | 4.0 | 3.9 | 1.4 | 1.0 | 3.1 | 8.7 | 9.4 | 6,820 |
| 9 | 2.0 | 3.6 | -7.0 | 2.1 | 1.1 | 2.7 | -8.1 | -1.6 | 9,617 |
| 10 | | 3.5 | 0.9 | 2.0 | 1.0 | 2.2 | 22.5 | 28.1 | 6,380 |
| 11 | | 3.2 | 0.0 | 2.0 | 1.2 | 1.5 | 3.6 | 11.4 | 4,671 |
| 12 | 3.1 | 3.4 | 1.2 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | -1.7 | 1.1 | 4,182 |
| 2019/ 1 | | 4.5 | 0.2 | 0.8 | 1.0 | 0.1 | -6.2 | -1.7 | 1,120 |
| 2 | | 4.7 | | 0.5 | 1.1 | -0.2 | -11.4 | -12.6 | 2,964 |

資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、近期通膨降溫，2019年通膨率預測值低於2018年

2019年1至2月CPI年增率由2018年第四季之1.8%降至0.6%，主要係能源價格下滑；扣除食品及能源之核心CPI年增率持平於1.1%。1至2月生產者物價指數(PPI)年增率亦由2018年第四季之1.6%降至0.0%(表8)。受能源價格下跌及2018年基期較高影響，IHS Markit預測2019年CPI年增率為0.3%，低於2018年之1.5%(圖2)。

三、政策利率維持不變

鑑於全球經濟成長放緩、主要國家調整貨幣政策正常化步伐，以及美中貿易談判、英國脫歐等不確定因素，為維持國內經濟穩健成長，2019年2月28日南韓央行決議維持政策利率1.75%不變。

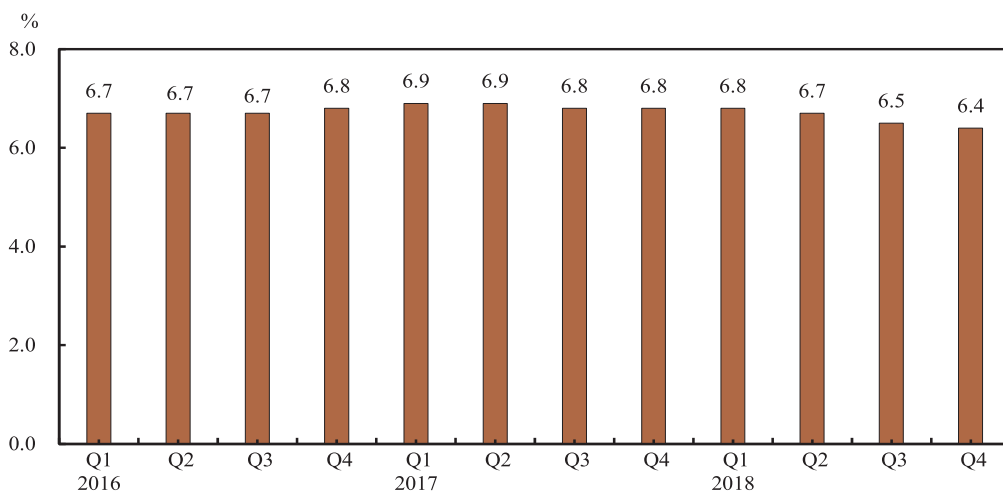
陸、中國大陸景氣趨緩，惟預期通膨率上升，貨幣政策維持適度寬鬆

一、2018年第4季經濟成長走緩，預期2019年第1季略升，全年續緩

2018年第4季經濟成長率由第3季之6.5%降至6.4%(圖13)，為2009年第1季以來最低，

主因消費及投資成長下滑。全年經濟成長率則由2017年之6.8%降至6.6%(表1)，創28年來新低。

圖13 中國大陸經濟成長率



資料來源：中國國家統計局

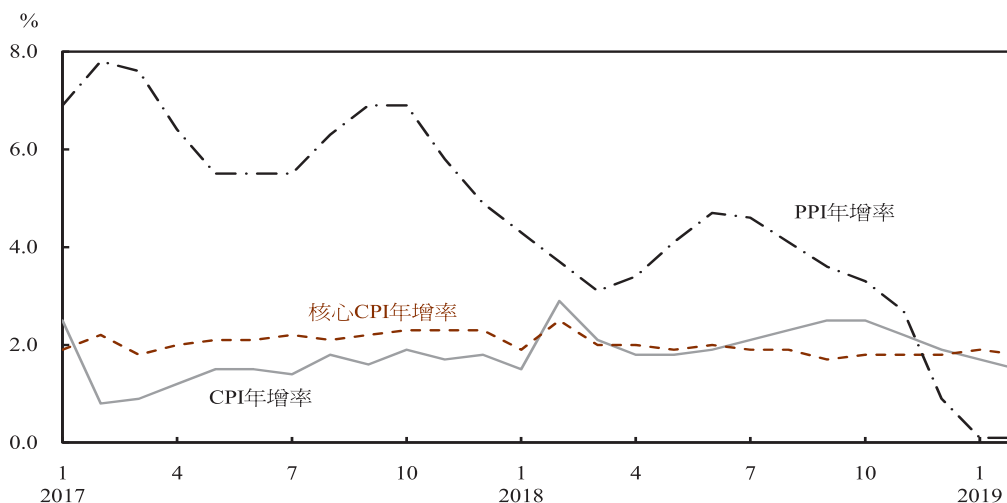
全球景氣趨緩致2019年2月出口年增率降至-20.8%，其中對美國出口衰退14.6%，顯示美中貿易衝突之提前出口效應消退，衝擊逐步顯現；1至2月出口年增率為-5.7%，亦低於2018年第4季之4.6%。

2019年2月官方製造業採購經理人指數(PMI)為49.2，連續3個月低於50之榮枯線，顯示製造業景氣持續走弱。由於內需偏弱，加以全球經濟成長動能下滑，以及美國加徵關稅恐影響內需及出口，IHS Markit預測2019年第1季經濟成長率略升為6.6%，全年續降至6.3%(表1)，而政府設定之成長率目標為6.0%~6.5%。

二、近月通膨降溫，惟預期2019年通膨率上升

2019年1至2月CPI年增率為1.6%，低於2018年第4季之2.2%，主因食品價格漲幅縮小；扣除食品及能源之核心CPI年增率為1.9%，與2018年第4季持平；由於工業成長持續疲弱，工業生產者物價指數(PPI)年增率由2018年第4季之2.3%大幅降至0.1%(圖14)。因控制豬瘟相關政策可能限制豬肉供給，食品價格恐上漲，IHS Markit預測2019年CPI年增率為2.8%，高於2018年之2.1%(圖2)。

圖14 中國大陸主要物價指數年增率



資料來源：中國國家統計局

三、人行維持貨幣政策適度寬鬆

2019年1月以來，為兼顧穩經濟及防風險目標間之平衡，中國人民銀行維持政策利率不變；惟鑑於經濟下行壓力加大，分別於1月15日及25日全面調降存款準備率各0.5個百分點，並利用中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)¹及抵押補充貸款(Pledged Supplementary Lending, PSL)²等工具，維持流動性合理充裕，另調整普惠金融定向降準動態考核之小微企業貸款標準³，

且操作定向中期借貸便利(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF)⁴，鼓勵銀行放款予小微及民營企業。

另中國人民銀行為鼓勵銀行發行永續債⁵補充資本，以進一步為疲軟的經濟擴大信貸供給，於2019年1月創設央行票據互換工具(Central Bank Bill Swap, CBS)，讓公開市場業務一級交易商可將持有的合格銀行發行之永續債，向中國人民銀行換入央行票據，以提高銀行永續債之流動性。

¹ MLF之主要功能是提供符合國家政策之經濟部門中期低廉成本資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括國債、央行票據、政策性金融債、高評等信用債等優質債券。

² PSL之主要功能是提供街廓改造工程長期且成本適當的資金，流動性提供對象為政策性銀行與合格金融機構，採抵押方式，合格抵押品包括高評等債券等優質資產。

³ 該標準由單戶授信小於500萬人民幣調整為小於1,000萬人民幣，亦即降低定向降準門檻，擴大政策的覆蓋面。

⁴ TMLF係針對放款予小微及民營企業的金融機構提供更多資金，操作期限為1年，到期可續做2次，實際使用期限可達3年，並給予利率優惠，操作利率為3.15%，較MLF利率低15個基點。

⁵ 永續債係指在特定條件下可永遠存續的債券，可賦予發行人在到期前對債券進行續期的權利。

柒、2018年第4季亞洲經濟體景氣普遍升溫，預期2019年第1季及全年則多走緩，通膨溫和；貨幣政策多趨審慎

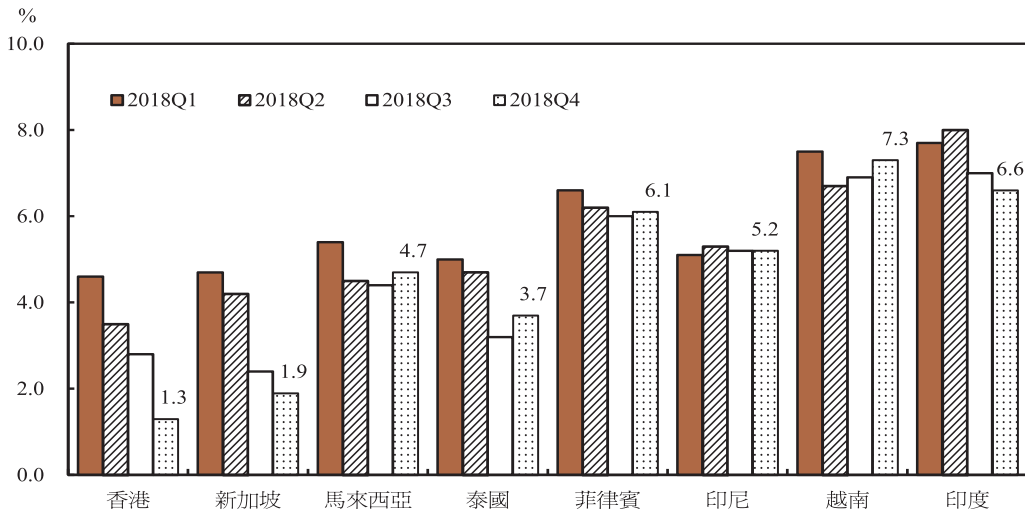
2018年第4季香港因投資成長下滑，新加坡因製造業成長放緩，經濟成長率分別降至1.3%及1.9%(圖15)，全年亦分別降至3.0%及3.2%。IHS Markit預測2019年第1季香港及新加坡經濟成長率分別回升至1.6%及2.2%，全年則分別為2.3%及2.4%，均低於2018年(表1)。

東協五國中，馬來西亞因出口加速成長、泰國及菲律賓由內需帶動、越南製造業強勁成長，2018年第4季經濟成長率均高於第3季，僅印尼持平(圖15)；泰國、印尼及越

南2018年全年經濟成長率較2017年高，馬來西亞及菲律賓則較低。展望未來，由於主要經濟體經濟成長減弱，IHS Markit預測東協五國2019年第1季及全年經濟成長力道多放緩(表1)。

由於投資及出口成長下滑，印度2018年第4季經濟成長率降至6.6%(圖15)，全年(財政年度)亦降至7.0%。2019年因財政與貨幣政策將偏向寬鬆以提升內需，IHS Markit預測第1季經濟成長率回升至7.4%，全年則為7.1%(表1)。

圖15 亞洲經濟體經濟成長率

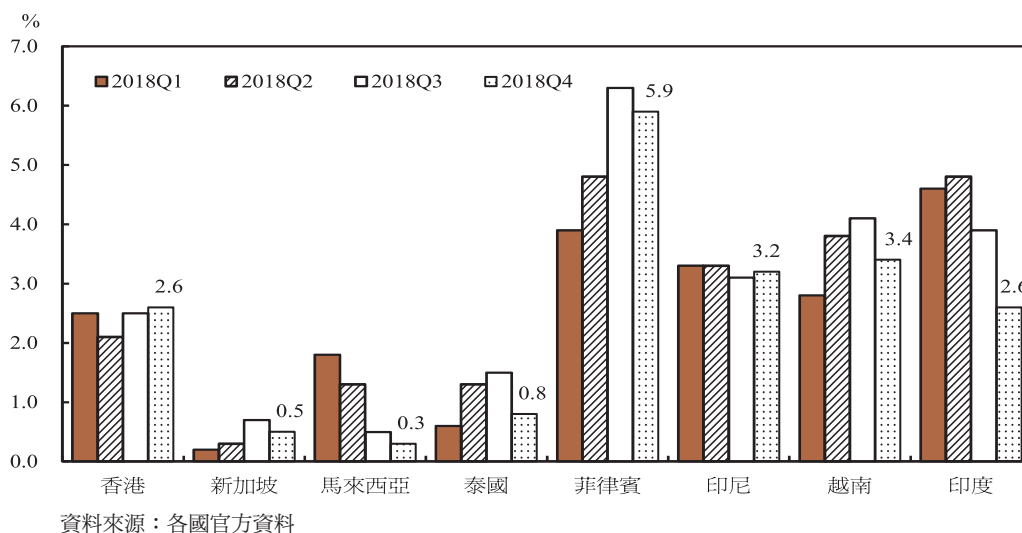


資料來源：各國官方資料

物價方面，2018年第4季因國際油價大跌，亞洲多數經濟體CPI年增率低於第3季

(圖16)，IHS Markit預測2019年第1季通膨率多較低，全年亦多溫和(圖2)。

圖16 亞洲經濟體CPI年增率



貨幣政策方面，2019年2月7日印度央行考量通膨趨緩，調降附買回利率0.25個百分

點至6.25%；其餘經濟體則多維持政策利率不變(圖4)。

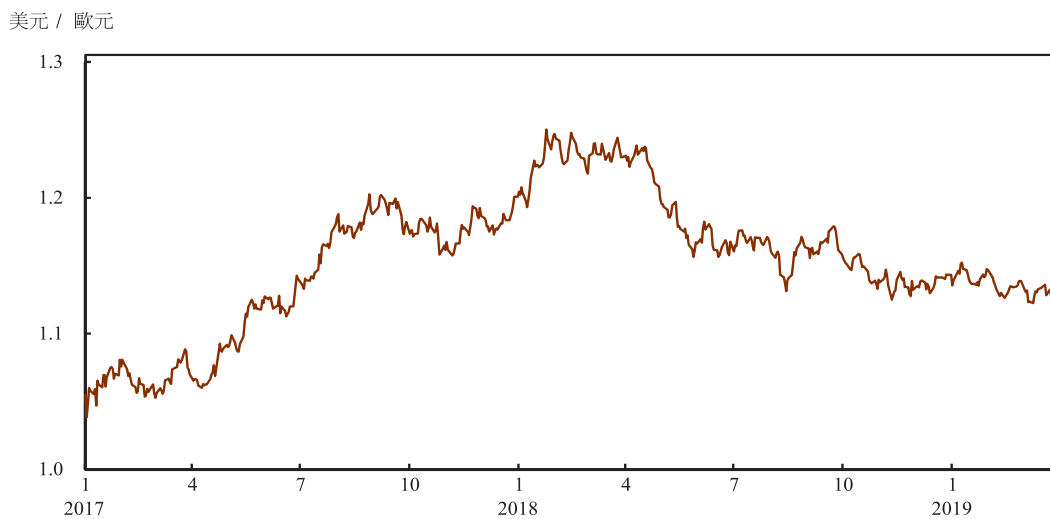
捌、歐元及日圓走弱，亞洲經濟體貨幣多走升

一、歐元弱勢盤整，日圓走貶

2019年初以來，歐元區經濟不佳，2月上旬歐盟執委會大幅下修歐元區經濟成長率預測值，ECB續採寬鬆政策，並將於9月啟

動新一輪TLTRO，另英國脫歐僵局未解，導致歐元對美元匯價偏弱，3月底為1歐元兌1.1229美元，較2018年底貶值1.8%(圖17)。

圖17 歐元匯率

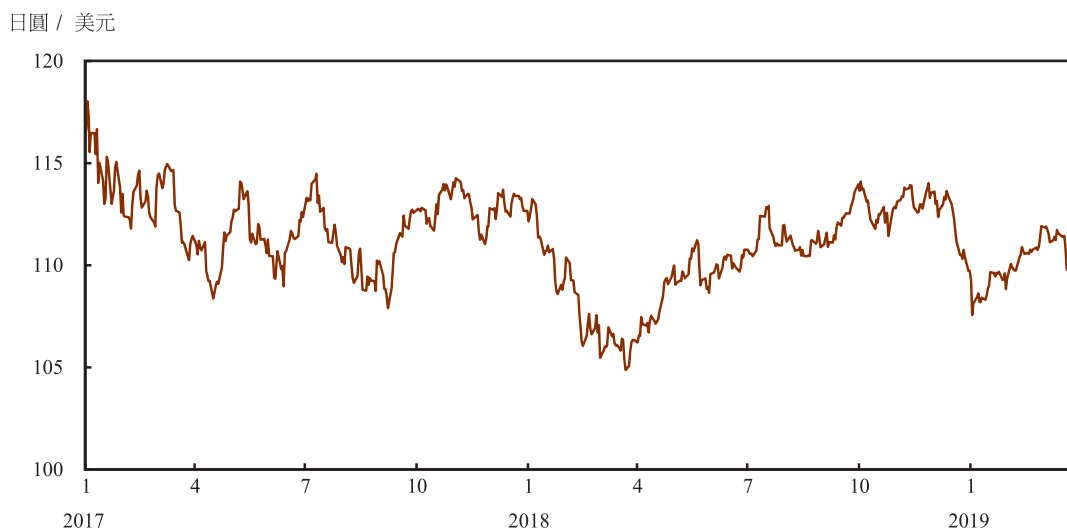


資料來源：Thomson Reuters Datastream

日圓方面，2019年初，Apple公司因在中國大陸等新興市場經濟體手機銷售量下降幅度高於預期而意外調降財務預測，導致大量資金湧入日圓避險，日圓對美元大幅升值，1月3日升抵1美元兌107.57日圓(盤中一度驟升至104.87日圓)之2018年4月以來新

高，嗣因全球股市回穩，加以日本經濟表現不如預期，日圓由升轉貶，3月下旬美國殖利率曲線反轉，全球經濟前景現隱憂，日圓因避險需求增加而回升，3月底為1美元兌110.69日圓，惟仍較2018年底貶值0.9%(圖18)。

圖18 日圓匯率



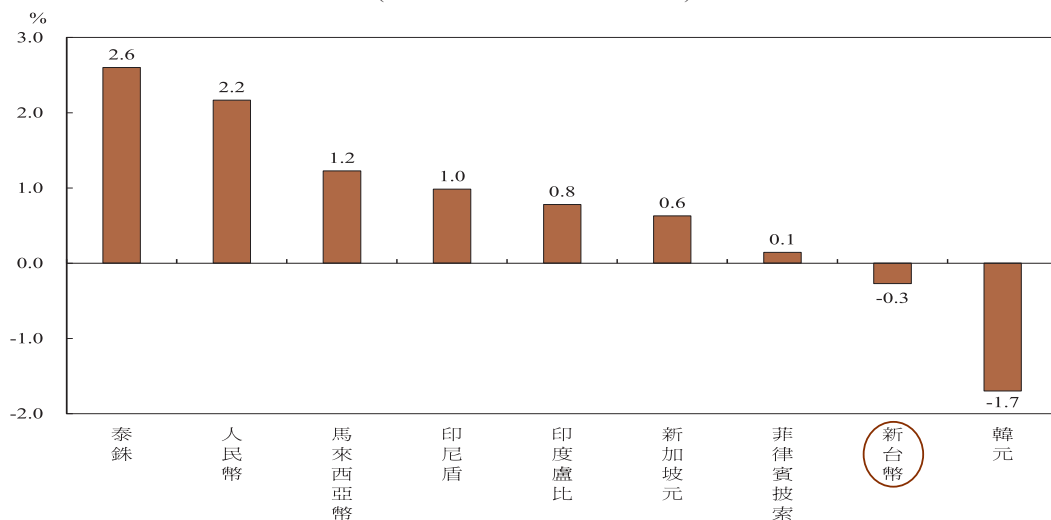
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、亞洲經濟體貨幣多升值

2019年初以來，美中重啟貿易協商，Fed釋出偏鴿訊息，亞洲經濟體貨幣多自2018年第4季之低點回升。3月底與2018年底

相較，以泰銖與人民幣升幅超過2.0%較大；韓元貶值1.7%，係受南韓升息預期降低，以及川金會未達成協議影響(圖19)。

圖19 亞洲經濟體貨幣對美元升貶值幅度
(2019年3月底與2018年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

玖、全球股市多上漲

一、美、歐、日股止跌回升

2019年初以來，Fed陸續釋出偏鴿訊息，且美中談判積極進行，貿易衝突降溫，加以 BoJ及ECB維持寬鬆貨幣政策，激勵美、歐、日股自2018年底低點大幅回揚。惟近期OECD及ECB下修2019年全球及歐元區

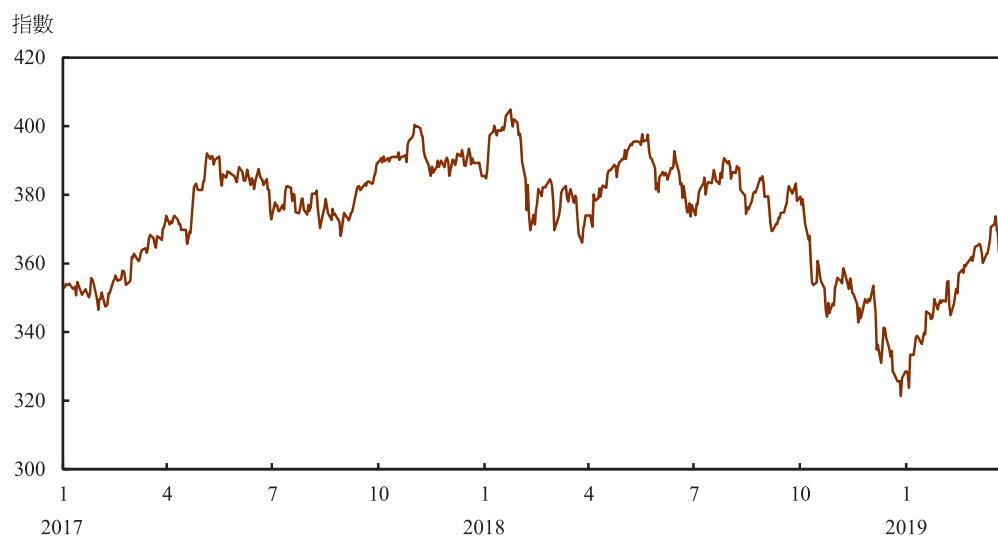
經濟成長預測，股市回跌。3月底與2018年底比較，美國道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數仍分別大漲11.2%及16.5%；泛歐元道瓊股價指數及日經225股價指數則分別上漲11.7%及6.0%(圖20~22)。

圖20 美國道瓊工業及那斯達克股價指數



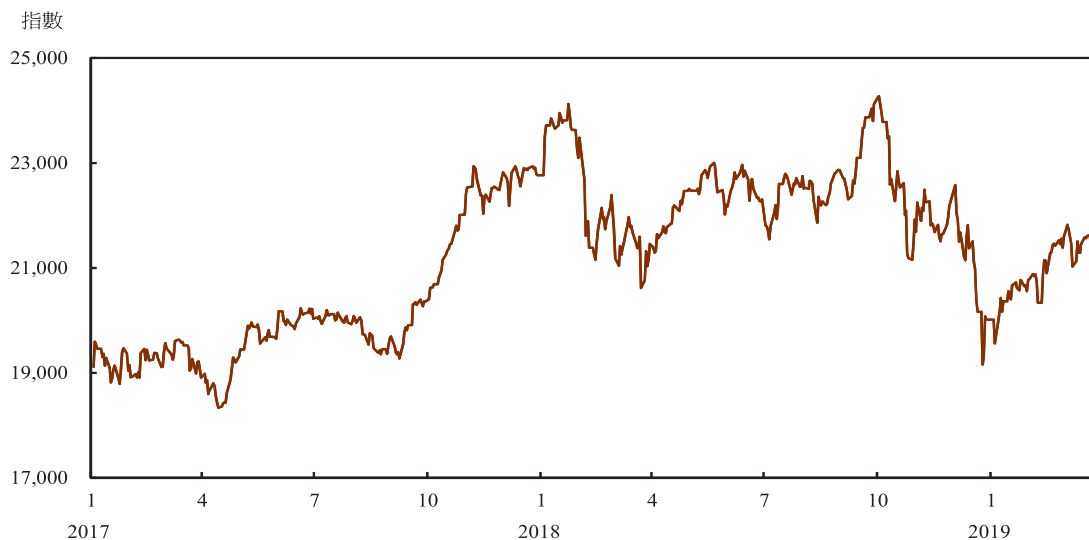
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖21 泛歐元道瓊股價指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖22 日經225股價指數



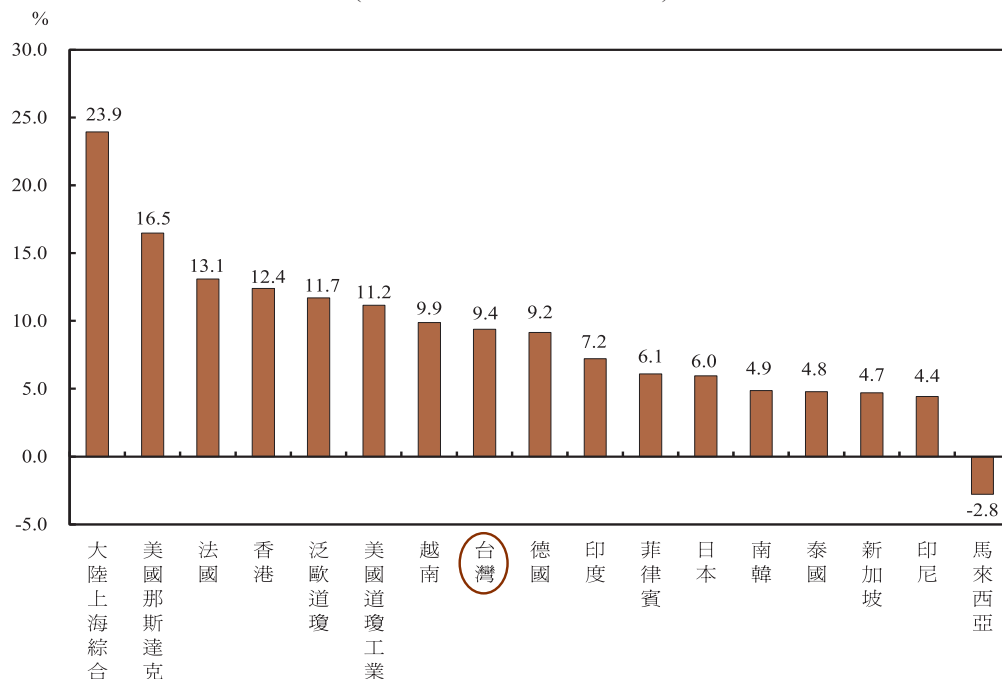
資料來源：Thomson Reuters Datastream

二、亞股震盪走高

2019年初以來，先進經濟體貨幣政策轉鴿及美中貿易衝突降溫，提振市場信心，資金回流新興市場，推升股市。3月底與2018

年底比較，亞洲股市多上漲，以中國大陸上海綜合股價指數之漲幅23.9%最大，主因MSCI提高中國大陸A股權重；馬來西亞股市則下跌2.8%(圖23)。

圖23 國際股價變動幅度
(2019年3月底與2018年底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

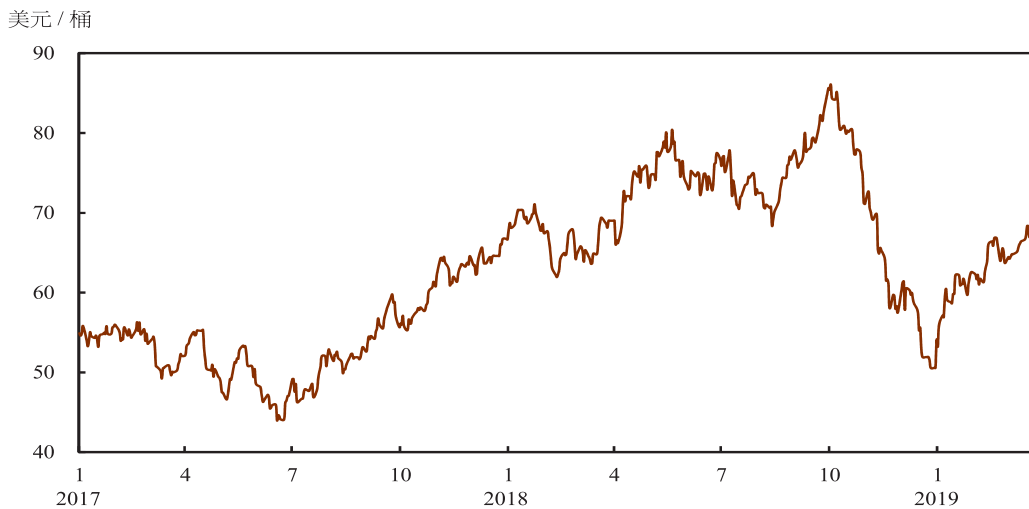
拾、油價大幅反彈，穀價下滑

一、2019年以來油價止跌回升，惟預期全年油價低於2018年

2019年初以來，石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯等產油國之減產生效致產量下降，且將持續減產至6月底，加以美國制裁委內

瑞拉、市場樂觀預期美中貿易談判結果，以及美國原油庫存及油產下降等因素，油價自低點回漲，3月底布蘭特原油現貨價格為每桶67.92美元，較2018年底大漲34.3%(圖24)。

圖24 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

主要國際機構認為，美國油產續增，可能抵銷OPEC等國之減產效應，加以全球經濟成長趨緩恐降低油需，對2019年布蘭特油

價預測值平均為每桶65.8美元，低於2018年之71.0美元(表9)。

表9 布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

| 預測機構 | 預測日期 | 2018年平均值 | 2019年預測值 |
|---------------------------------------|-----------|----------|----------|
| 美國能源資訊署(EIA) | 2019/3/12 | 71.0 | 62.8 |
| IHS Markit | 2019/3/15 | | 68.7 |
| The Economist Intelligence Unit (EIU) | 2019/3/20 | | 66.0 |
| 平均預測值 | | | 65.8 |

資料來源：Thomson Reuters Datastream、EIA、IHS Markit、EIU

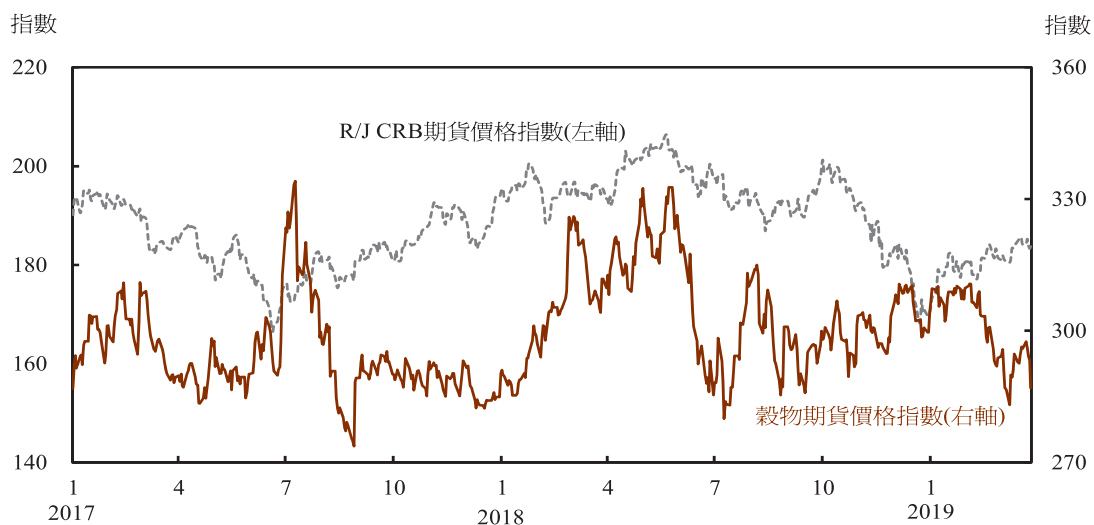
二、穀價震盪走跌

2019年初以來，南美洲天候不佳威脅作物生長，加以市場觀望美中貿易談判，穀物期貨價格小幅震盪。2月以來，因美國穀物出口不佳，加以巴西黃豆收成較預期快，且美國農業部上修2019年全球穀物期末庫存預估，致穀物期貨價格一度下滑至2018年7月以來新低，3月底Thomson Reuters穀物期貨價格指數較2018年底下跌4.2%(圖25)。

三、整體國際商品價格自低點回漲

2019年初以來，代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油等大宗商品價格波動，呈現自低點回升走勢，3月底較2018年底上漲8.2%(圖25)。

圖25 Thomson Reuters穀物期貨價格指數與R/J CRB期貨價格指數



資料來源：Thomson Reuters Datastream

國內經濟金融日誌

民國108年1月份

- 4日 △金管會放寬境外基金投資大陸地區有價證券之限制。
- 7日 △中央銀行成立官方臉書，以利各界即時掌握央行最新訊息，並進一步強化與各界溝通。
- 8日 △為強化郵政儲金匯兌業務之監督管理，並落實公司治理，中央銀行、交通部及金管會會銜修正「郵政儲金匯兌業務監督管理辦法」。
- 10日 △為利信用合作社協助非社員取得融資管道及拓展保證業務，金管會修正「信用合作社非社員交易限額標準」。
- 19日 △證券櫃檯買賣中心修正「綠色債券作業要點」，將綠色金融資產證券化商品納入綠色債券商品範圍。
- 24日 △財政部核釋買賣經核定於境內公開募集及發行之外幣計價外國政府債券，暫停徵證券交易稅至115年12月31日止。
- 25日 △美國智庫傳統基金會公布「2019經濟自由度指數」，台灣在186個經濟體中，排名第10名，較上年上升3名。
- △金管會放寬證券投資信託基金經理人得兼管被動式操作管理基金之範圍，新增「ETF連結基金」。
- △金管會放寬「ETF連結基金」投資於ETF(主基金)可超過該主基金已發行受益權單位總數之10%。
- 28日 △金管會訂定「金融監督管理委員會主管政府捐助及經指定民間捐助財團法人監督管理辦法」，自108年2月1日施行。
- 29日 △中央銀行修正「銀行業輔導客戶申報外匯收支或交易應注意事項」，刪除私立就業服務機構為外籍勞工代結匯申報應檢附評鑑證明之規定。
- △金管會修正「信用合作社社員代表理事監事經理人應具備資格條件及選聘辦法」，明定不得登記為理監事之消極資格條件。
- 30日 △國發基金調整創業天使投資方案，提高個案投資金額、放寬申請適用對象等，期完善台灣新創投資環境。

△國發基金為配合推動行政院「地方創生國家戰略計畫」及「社會創新行動方案」，訂定「地方創生暨社會企業創業投資事業投資作業要點」等多項協助地方創生及社會企業發展資金措施，協助地方創生及社會企業相關事業發展。

31日 △為提升外國金融機構在臺子行、分行資金運用之成本效益，金管會修正「外國金融機構在臺子銀行合格資產規定」。

民國108年2月份

1日 △配合財團法人法之施行，中央銀行訂定「中央銀行對財團法人法授權規定事項所定辦法」、「中央銀行主管財團法人會計處理及財務報告編製準則」及修正「票據交換及銀行間劃撥結算業務管理辦法」。

6日 △行政院核定「平均每月總薪資」3萬元以下的中央機關臨時、派遣及全體約僱人員適用「公部門主動解決低薪方案」，其「每月經常性薪資」增加1,100元（但加薪後的平均每月總薪資不得超過3萬元），溯自108年1月1日實施。

10日 △為利投資人瞭解109年3月23日將實施之證券市場逐筆交易制度，證交所規劃於108年3月25日推出擬真交易平台，提供投資人模擬交易。

15日 △配合開放純網路銀行設立，中央銀行修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」及「指定銀行受理顧客透過電子及通訊設備辦理外匯業務作業要點」，增訂純網路銀行申請許可為指定銀行之資格條件，並修正相關應遵循事項等，自108年2月17日生效。

21日 △內政部修正「歸化國籍之高級專業人才認定標準」，以簡化持有外僑永久居留證（梅花卡）者之高級專業人才認定程序。

23日 △為健全租屋市場，內政部訂定「住宅包租契約應約定及不得約定事項」及「住宅轉租定型化契約應記載及不得記載事項」，自108年6月1日生效。

27日 △金管會修正「鼓勵投信躍進計畫」，增訂優惠措施及放寬評估指標認可標準，以提高投信參與計畫意願，鼓勵投信擴大資產管理規模等。

△金管會修正「鼓勵境外基金深耕計畫」，增加「放寬境外基金投資大陸地區有價證券總金額上限」之優惠措施適用方式，並修正資產管理規模評估指標，以提高境外基金機構參與計畫意願，並增加對我國資產管理業之貢獻度。

民國108年3月份

- 7日 △金管會修正「公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則」，放寬租賃業從事短期融通之限額，並加強風險管理，以及放寬集團企業間從事資金融通之規範等。
- 12日 △為符合電子化政府服務精神，財政部調降通關專屬憑證規費，並改由關港貿單一窗口受理申辦。
△經濟部修正「在大陸地區從事投資或技術合作審查原則」，放寬外國企業在台掛牌之F公司內部人投資大陸地區之金額限制。
- 15日 △金管會修正「證券暨期貨市場各服務事業建立內部控制制度處理準則」，增訂服務事業配置公司治理人員及主管之規範。
- 18日 △金管會修正「保險業務員管理規則」，修訂保險業務員登錄相關規範。
- 19日 △立法院三讀通過「財政紀律法」，以健全中央及地方政府財政，維持適度支出規模，嚴格控制預算赤字，降低政府債務餘額，謀求國家永續發展。
- 21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。
- 26日 △立法院三讀通過「銀行法」修正案，提高違法之罰鍰額度，並擴大主管機關監管權責，以督促銀行業強化內稽內控及法律遵循制度，保障存款人權益。
△立法院三讀通過「證券交易法」修正案，提高上市櫃公司、證券商等違法之罰鍰額度，並擴大主管機關對證券商之監管權限，以維護投資人權益。
- 28日 △台灣證券交易所新增上市公司退場機制，自109年4月1日起實施。

國際經濟金融日誌

民國108年1月份

- 2日 △新加坡2018年第4季GDP年增率初估值為2.2%，低於第3季之2.3%（自2.2%上修），主因服務業成長放緩；全年GDP成長率初估值則為3.3%，符合貿工部2018年11月預測之3.0%~3.5%範圍。
- 8日 △世界銀行（World Bank）發布「全球經濟展望」（Global Economic Prospects）報告指出，由於貿易及製造業活動復甦力道疲弱，全球經濟下行風險更加嚴峻，下修2019年全球經濟成長率預測值0.1個百分點至2.9%。
- 21日 △國際貨幣基金（IMF）發布「世界經濟展望更新報告」（World Economic Outlook Update）指出，全球金融市場信心減弱、中國大陸經濟展望不佳，以及貿易政策不確定性高等造成經濟成長動能減弱之因素恐將持續，下修2019年全球經濟成長率預測值0.2個百分點至3.5%。
- △聯合國（UN）發布之「全球經濟情勢與展望報告」（World Economic Situation and Prospects）指出，2019年由於貿易衝突升溫、金融市場壓力及波動風險顯現、地緣政治緊張，多國之領先指標顯現經濟成長動能減弱跡象，加以公私部門債台高築，預測全球經濟成長率為3.0%。
- △中國大陸公布2018年第4季GDP年增率為6.4%，係2009年第1季以來最低，全年則為6.6%，創28年以來最低，主因投資貢獻下降及淨輸出轉為負貢獻所致。
- 22日 △南韓2018年第4季GDP年增率為3.1%，高於第3季之2.0%，主因政府擴大公共支出帶動成長，全年GDP成長2.7%，係2012年以來之低點。
- 26日 △美國總統川普簽署臨時支出法案，原先停擺之政府機構將恢復運作至2月15日。
- 29日 △英國國會以些微差距通過以「替代方案」（alternative arrangements）取代愛爾蘭邊境保障方案（backstop），同時通過排除無協議脫歐，首相梅伊獲國會授權和歐盟重啟談判替代方案之詳細內容，惟歐盟仍表示不願重新協商。
- 31日 △歐元區2018年第4季GDP年增率初估為1.2%，低於第3季之1.6%，主因中國大陸需求減弱不利德國出口。季增率則為0.2%，與第3季持平；全年經濟成長率初估值為1.8%，低於2017年之2.4%。

民國108年2月份

- 14日 △歐元區2018年第4季GDP年增率由第3季之1.6%降為1.2%，主因美中貿易衝突持續及全球製造業產出下滑，不利歐元區出口，加以法國黃背心運動及義大利預算赤字問題影響景氣，而9月起新實施之汽車排放測試規範，亦影響汽車生產，全年成長率由2017年之2.4%降至1.8%。
- △日本2018年第4季GDP較上季成長0.3%，換算成年率為1.4%，主因受豪雨、強颱風及地震等天災衝擊之民間消費恢復成長，全年成長率則由2017年之1.9%降至0.7%。
- 15日 △美國國會就國土安全等支出達成共識，表決通過預算法案，並經川普總統簽署生效，解除聯邦政府關門危機。
- △新加坡2018年第4季GDP年增率由2.2%下修至1.9%，全年成長率亦由3.3%下修為3.2%，主要受製造業成長幅度縮小影響。
- 28日 △美國2018年第4季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由第3季之3.4%降至2.6%，主要因民間消費成長略降溫，以及住宅投資續衰退所致，全年成長率由2017年之2.2%大幅升至2.9%，主要受政府實施減稅及擴大財政支出等政策激勵所帶動。

民國108年3月份

- 5日 △中國大陸召開全國人民代表大會，將2019年經濟成長目標從2018年之6.5%降為6.0%~6.5%，並提出M2與社會融資規模增速將與名目GDP成長率互相配合，採行適度寬鬆貨幣政策。
- 6日 △經濟合作暨發展組織（OECD）發布「OECD期中經濟展望」（OECD Interim Economic Outlook）報告，將2019年、2020年全球經濟成長率預測值分別下調0.2、0.1個百分點至3.3%、3.4%，主因政策不確定性高及貿易緊張情勢持續延燒等影響。
- 7日 △歐元區2018年第4季GDP年增率由1.2%下修至1.1%，低於第3季之1.6%；季增率維持0.2%不變，高於第3季之0.1%。全年經濟成長率則維持1.8%不變。
- △歐洲央行（ECB）維持政策利率不變，惟改變前瞻性指引，將原本至少維持利率

不變至2019年夏季，改為至少到2019年底，而資產購買計畫到期債券之本金再投資將持續至開始升息後一段時間；另外，ECB將於2019年9月啟動新一輪2年期定向長期再融通操作（TLTRO），操作時間至2021年3月止。

- 8日 △日本2018年第4季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由1.4%上修至1.9%，主要因企業設備投資上修所致，全年經濟成長率亦由0.7%上修至0.8%。
- 20日 △美國聯邦公開市場委員會（FOMC）決議維持聯邦資金利率目標區間於2.25%~2.50%不變，並表示對利率調整決策將保持耐心；另發布「資產負債表正常化原則與計畫」，將自2019年5月起放慢資產負債表縮減速度，並於9月底停止縮減資產負債表。
- 28日 △美國2018年第4季GDP成長率（與上季比，換算成年率）由2.6%下修至2.2%，主要因民間消費及企業投資成長下修所致，全年經濟成長率則維持2.9%不變。
- 29日 △英國國會第3度否決首相梅伊所提出的脫歐協議；梅伊須在4月12日前決定下一步作法，以避免無協議脫歐。

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 | 2008600047 | 金融業務檢查處 | 本國銀行營運績效季報 | 季刊 | 240 | |
| 5 | 2009701740 | 金融業務檢查處 | 中華民國金融穩定報告 | 年刊 | 300 | |
| 6 | 2009703514 | 金融業務檢查處 | Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan) | 年刊 | 300 | |
| 7 | 2005900017 | 金融業務檢查處 | 金融機構業務概況年報 | 年刊 | 320 | |
| 8 | 2005900016 | 金融業務檢查處 | 金融機構重要業務統計表 | 年刊 | 350 | |
| 9 | 1009500679 | 金融業務檢查處 | 金融監理與風險管理選輯 | 圖書 | 400 | |
| 10 | 1009900249 | 金融業務檢查處 | 全球金融危機專輯 | 圖書 | 400 | |
| 11 | 1009900973 | 金融業務檢查處 | 全球金融危機專輯(增訂版) | 圖書 | 400 | |
| 12 | 2005100020 | 經濟研究處 | 中華民國金融統計月報 | 月刊 | 100 | |
| 13 | 2007000052 | 經濟研究處 | Financial Statistics | 月刊 | 40 | |
| 14 | 2006800019 | 經濟研究處 | 中央銀行季刊 | 季刊 | 250 | |
| 15 | 2007000029 | 經濟研究處 | 中華民國國際收支平衡表季報 | 季刊 | 110 | |
| 16 | 2006700023 | 經濟研究處 | 國際金融參考資料 | 半年刊 | 300 | |
| 17 | 2005100018 | 經濟研究處 | 中央銀行年報 | 年刊 | 250 | |
| 18 | 2005100019 | 經濟研究處 | Annual Report, Central Bank of the Republic of China (Taiwan) | 年刊 | 250 | |
| 19 | 2005900018 | 經濟研究處 | 中華民國資金流量統計 | 年刊 | 350 | |
| 20 | 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 | |
| 21 | 12062850033 | 經濟研究處 | The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991) | 圖書 | 500 | |

| | | | | | | |
|----|-------------|-------|---|----|-------|----|
| 22 | 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 | |
| 23 | 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 |
| 24 | 1009501943 | 經濟研究處 | The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004) | 圖書 | 350 | |
| 25 | 12061810019 | 經濟研究處 | 各國中央銀行法選譯(第一輯) | 圖書 | 500 | |
| 26 | 12061820026 | 經濟研究處 | 各國中央銀行法選譯(第二輯) | 圖書 | 500 | |
| 27 | 1009203958 | 法務室 | 各國中央銀行法選譯(92年版) | 圖書 | 600 | |
| 28 | 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 | |
| 29 | 1010203391 | 法務室 | 各國中央銀行法選譯(2013年 版)(上冊) | 圖書 | 1,200 | |
| 30 | 1010203393 | 法務室 | 各國中央銀行法選譯(2013年 版)(下冊) | 圖書 | 1,000 | |
| 31 | 1009801079 | 法務室 | 各國中央銀行法選輯(續編) | 圖書 | 600 | |
| 32 | 1009801080 | 法務室 | 各國中央銀行法選輯(續編) 《中英文對照》 | 圖書 | 1,200 | |
| 33 | 12072880010 | 秘書處 | 認識通貨膨脹 | 圖書 | 贈閱 | |
| 34 | 12072890017 | 秘書處 | 認識中央銀行 | 圖書 | 贈閱 | |
| 35 | 1009004168 | 秘書處 | 中央銀行在我國經濟發展中的貢 獻 | 圖書 | 贈閱 | |
| 36 | 1009200895 | 秘書處 | The Central Bank of China (Taiwan) | 圖書 | 贈閱 | |
| 37 | 2007300032 | 中央印製廠 | 印刷科技季刊 | 季刊 | 100 | |
| 38 | 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 | |
| 39 | 1009200061 | 中央造幣廠 | 中央造幣廠幣章圖鑑82年至92年 | 圖書 | 600 | |
| 40 | 1009803376 | 中央造幣廠 | 中央造幣廠幣章圖鑑92年至98年 | 圖書 | 600 | |
| 41 | 1010600376 | 中央造幣廠 | 中央造幣廠幣章圖鑑98年至105 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41卷第1期)

發行人：楊金龍
主編：林宗耀
編輯委員：林淑華 吳懿娟 蔡烱民 李光輝
蔡惠美 程玉秀 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) 2357-1714
出版年月：中華民國 108 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台中市區中山路6號
電話：(04) 2226-0330 傳真：(04) 2225-8234
台大店／地址：10091台北市中正區羅斯福路四段160號
電話：(02) 2368-3380 傳真：(02) 2368-3381
- 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：2357-1714) ◆

