

量化寬鬆貨幣政策的前因及後果(Quantitative Easing; QE)

林金賢 中興大學企管系

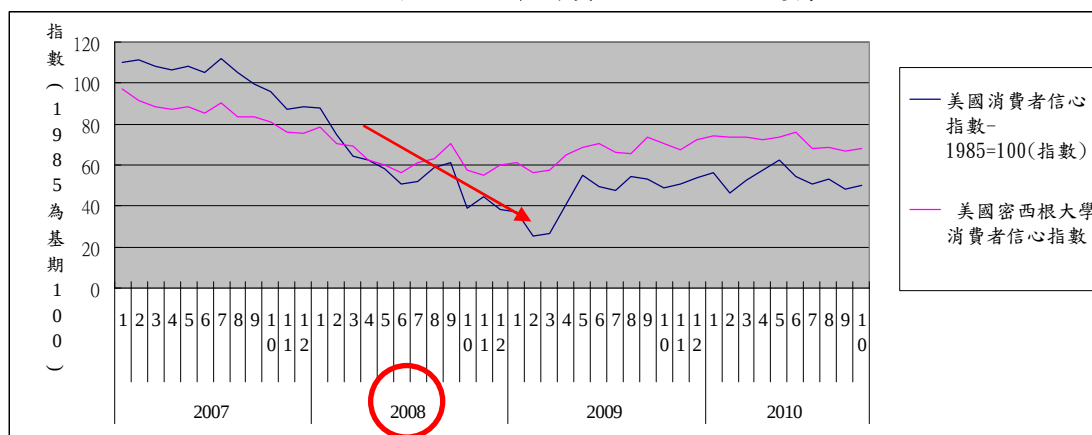
前言

2008 年美國次級房貸風暴，房地美、房利美形成壓倒全球金融市場的最後一根稻草，許多衍生性金融商品暴發信用危機，頓時全球金融市場陷入資金流動停滯，金融機構紛紛開始對於貸放業務保守以對。過去以融資消費度日的全球第一大經濟體-美國，其消費力道明顯大幅衰退(消費者信心指數參見 Exhibit 1)，間接也衝擊到許多以製造出口為導向，以供美國消費的許多亞洲的新興經濟體，自此經濟衰退的蝴蝶效應就此展開。

2008 年中至 2009 年上半年，是本波次貸風暴影響最嚴重的期間，沒有一個國家可以幸免，也因此造就了後續大家有一致一同的救市政策，那便是經濟學家凱恩斯的法寶-量化寬鬆貨幣政策(Quantitative Easing; 簡稱 QE)。當時美國聯邦儲備理事會(FED)為了積極救市，除了連續調降利率之外，為了強化市場資金的流動性，更於 2009 年 3 月 18 日決議買進 1 兆 7350 億美元的公債，為期一年至 2010 年 3 月，市場將其稱之為 QE 1。

此舉也吸引許多國家跟進，也因此在全球有致一同釋放資金到市場的政策下，使得全球的經濟活動漸漸步入復甦的軌道，但僅止於幾個亞洲主要的新興經濟體，反倒是救市積極的美國並沒有看到明顯復甦的跡象。在如此的背景下，再加上美國期中大選的政治因素干擾，美國 FED 遂於 2010 年 11 月 3 日決議再度重啟 QE，期望藉此挽救萎靡不振的經濟，但其超乎市場預期的買進公債動作(高於市場分析師預估的 5000 億美元)，也為其它國家的經濟活動發展投下震撼彈。

Exhibit 1 美國近 4 年消費者信心指數走勢



資料來源：台灣經濟新報；本研究整理

何謂量化寬鬆貨幣政策？

量化寬鬆貨幣政策(Quantitative Easing; QE)乃是傳統總體經濟理論中所探討之貨幣政策的工具之一，反之另一種貨幣政策的工具則是緊縮性貨幣政策(Tight monetary policy)。其中量化寬鬆貨幣政策一詞最早出現在日本，1980 年代當時由於日圓大幅升值，導致資產及資本市場呈現出不理性的暴漲情況，最後在市場一片過熱的心理下，熱錢大舉撤出日本，導致日本資產呈現泡沫化的狀態，自此日本內需開始步入長達數十年的經濟蕭條，長期以來一直處於通縮(deflation)的環境。

當時日本政府為了挽救國內的經濟活動，大舉施行一系列的寬鬆貨幣政策，包括將利率調降到零利率的水準，以及大舉買入公債釋放出資金，期望藉此刺激民間的投資、融資活動，並鼓勵大眾消費。然而這一系列的貨幣政策手段，並沒有成功協助日本脫離經濟持續衰退的困境，此時日本正式步入凱恩斯所提出的假說即流動性陷阱(Liquidity trap)¹，亦即釋放到市場的資金及長期的低利率政策與國內的失業率呈現負向關係，歸結其背後的原因和釋放出來的資金並沒有全數流入投資活動及民間消費有關。

反觀當年日本長期低利率的環境，助漲了國際投資客執行利差交易(carry trade)的機會。所謂利差交易乃是指國際投資客向日本銀行進行幾乎零資金成本的融資，隨後再將這些投入在海外具有高成長性的投資標的，舉凡原物料、資本市場、債券市場等。弔詭的是日本的零利率政策，導致日圓貶值，並沒有有效帶動出口的成長，使得日本終究脫離不了長期的衰退，背後最主要的原因和日本內需並沒有起來有關。舉凡上述現象，再反觀這次美國大動作的量化寬鬆貨幣政策，也開始讓人質疑是否美國也會重蹈日本的道路。

緊縮貨幣政策和量化寬鬆貨幣政策是兩種截然不同的貨幣政策工具，緊縮貨幣政策故名思義便是收回市場過多的游資，透過調高基準利率、存款準備率或發行公債等方式，將市場上過多的資金收回，其目的主要是為了降低過熱的經濟活動及通膨的現象。以美國為例，在次貸風暴發生前，全球的原物料漲翻天，原油於 2008 年 7 月一路來到每桶 145 美元的天價數字，CRB 商品指數也來到 463 的新高數字，美國為了壓抑過熱的景氣，連續調升基準利率，使得海嘯前美國 10 年期公債殖利率於 2007 年最高曾經一度來到 5.29%的水準。

總結上述，QE 乃是中央銀行在調整外部金融市場變化一個很重要政策工具，適度的量化寬鬆確實有助於穩定整體經濟活動的發展，尤其是美國這種成熟的經濟體，長期以來一直伴演著全球經濟活水的火車頭，其巨大的消費力道幾十年來一直支撐著全球經濟的蓬勃發展，因此，近期二次的量化寬鬆貨幣政策確實是有其必要性。然而反過頭來看，過度的量化寬鬆貨幣政策，若控制不當，也將

¹流動性陷阱(liquidity trap): 是指當一國利率降至不能再低時，貨幣需求彈性將變得無限大，此時央行無論釋放多少貨幣供給到市場上，都不會被投入投資及增加消費，反而被拿去儲蓄。

為全球經濟復甦的腳步投下許多不定時的炸彈，包括失控的通膨、四處流竄的熱錢、失序的匯率市場等。QE 並非萬靈丹，尤其是過度的 QE 只會為市場帶來更多浮濫的資金，使得許多資產價值被過度高估，一旦這場金錢盛宴落幕後，留下來的通常只剩泡沫(bubble)，1980 年代陷入流動性陷阱的日本便是一個很明顯的歷史借鏡。

QE 形成的前置因素

各國中央銀行要執行 QE 前必定有其經濟背景的前置因素存在，因為 QE 所牽動的經濟活動層面是很廣泛的，包括從總體經濟到企業個體的運作，可謂是牽一髮而動全身，準此，各國央行在執行 QE 前其背後必然有更重要的考量存在。各國的中央銀行通常有著共同的使命，那便是穩定國內物價，以及提振經濟降低失業率。因此，當長期物價有通縮之虞且長期就業市場低迷不振時，通常會是各國央行採取 QE 的最主要動機。

以近期美國 2 次的量化寬鬆貨幣政策為例，首先第一次是發生在 2008 年金融海嘯期間，美國本土的經濟活動受創，美國 CPI 年增率從海嘯前 2008 年 7 月最高的 5.6%，快速下滑到 2009 年 3 月的-0.4%，正式由正轉為負；失業率也從海嘯前最低的 4% 左右水準快速飆高到 2009 年 3 月的 8.6%，整整上升了一倍之多。職是之故，在這樣的經濟表現之下，美國不僅持續調降基準利率，並於 2009 年 3 月實施海嘯後第一次的量化寬鬆貨幣政策，當時各國央行也有致一同的跟進施行 QE，期望藉此提升市場資金的流動性。

此後，許多新興國家的經濟活動開始步入正向循環，以台灣為例，台灣名目 GDP 成長率從 2008 年 12 月的最低的-7.99%，快速回升到 2009 年 12 月的 7.75%，失業率從海嘯後 2009 年 8 月的 6.13%，下降到 2010 年 9 月的 5.05%；新加坡實質 GDP 成長率從 2009 年 3 月的-8.9%，快速揚升到 2010 年 6 月 18.8% 的兩位數水準；南韓實質 GDP 成長率則從 2009 年 3 月的-4.1%，上升到 2010 年 3 月的 8.1%，準此，QE 確實有助於提振全球經濟成長。

然而在實施第一次 QE 後，美國本土的經濟活動並沒有像其它新興經濟體回復的如此快速，甚至出現小幅衰退的現象，包括失業率從 2009 年 3 月實施 QE 1 的 8.6% 上升到 2010 年 9 月的 9.6%、美國 CPI 年增率從 2009 年 3 月的-0.4% 到 2010 年 6 月僅上升到了 1.1%，也進一步引發了許多市場分析師及專家對於美國復甦的疑慮，市場上也開始有人聯想到當年的日本，懷疑美國是否將步入日本長期通縮的後塵，甚至末日預言家魯比尼還喊出全球經濟將再度陷入二次衰退的言論。在上述種種的背景壓力下，再加上近期共和黨的期中大選勝出，也種下了美國執政黨捍衛美國經濟復甦的決心，於 2010 年 11 月 3 日由 Fed 宣佈實施第二輪的量化寬鬆貨幣政策，這次實施為期 8 個月的期間分批買入 6000 億美元的公債，市場將其稱為 QE 2。

然而在實施 QE 2 的背後，從其它幾個經濟數據可以發現(ISM 製造業指數從 2009 年 3 月的 36.4 上升到 2010 年 10 月的 56.9；出口年增率從 2009 年 3 月的 -17.4% 上升到 2010 年 8 月的 18%)，美國經濟活動的復甦並沒有想像中的那麼緩慢，也開始讓人質疑採行 QE 2 的必要性。但事實是美國此舉確實為全球金融市場的穩定及經濟復甦之路投下了一顆未爆彈。

QE 對於全球金融環境的影響

近期美國實施 QE 大舉購入公債或房屋抵押債券，藉以向市場釋放出大量的資金，進一步壓低市場本已趨近於零的利率，期望藉此刺激民間的消費力，以及改善通貨緊縮的疑慮。雖然這樣的政策或許有助於改善美國本土的經濟活動，但此舉卻對全球的金融市場激起了巨大的漣漪。

QE對資本市場的影響

首先在資本市場方面，以台灣加權股價指數為例，從 Exhibit 2 可以發現，第一次 QE 政策實施(分別為 2009 年 3 月)與台股指數的推升有著很大的正向關係。從 2009 年 3 月 Fed 宣佈向市場注入 1 兆 7 仟億美金開始，台股指數便一路往上推升。由此可見，QE 政策與資本市場有著正向連動的關係存在。但若進一步觀察同期間美國道瓊指數的表現，相對於台股指數的表現卻是平平，其背後最主要的原因乃是美國 Fed 釋放出來的資金並沒有全數投入在消費及投資，反而被許多國際投機客藉著美國的低利環境，進行利差交易，大舉移往海外尋找報酬率相對較高的標的，其中資本市場便形成投機客套利的其中一個標的。

在資本市場通常將上述現象稱之為，因熱錢流入所引發的”資金行情”，而帶著熱錢進入當地資本市場的投資機構通常是炒短線居多的避險基金/對沖基金(Hedge fund)。這種投資機構的習性便是來的快去的也快，因此，在非基本面推升股價的前提下，一旦熱錢快速流出時，往往在資本市場留下來的僅剩下泡沫；另外，近期因為QE導致美元快速貶值，相對的亞洲貨幣全面升值，亦是熱錢快速流入亞洲貨幣的主因之一。根據台灣金融帳²數據顯示，自從美國 2009 年 3 月實施第一次QE以來，外資匯入台灣市場的金額每個季度都呈現淨匯入的態勢(參見Exhibit 3)，新台幣對美元也快速升值到接近 1 美元兌換 30 元新台幣的重要關卡。總結上述，適度的QE對資本市場短期的表現或許有利，但過度的QE所引發的資金洪流對資本市場通常帶來的是更大的泡沫。

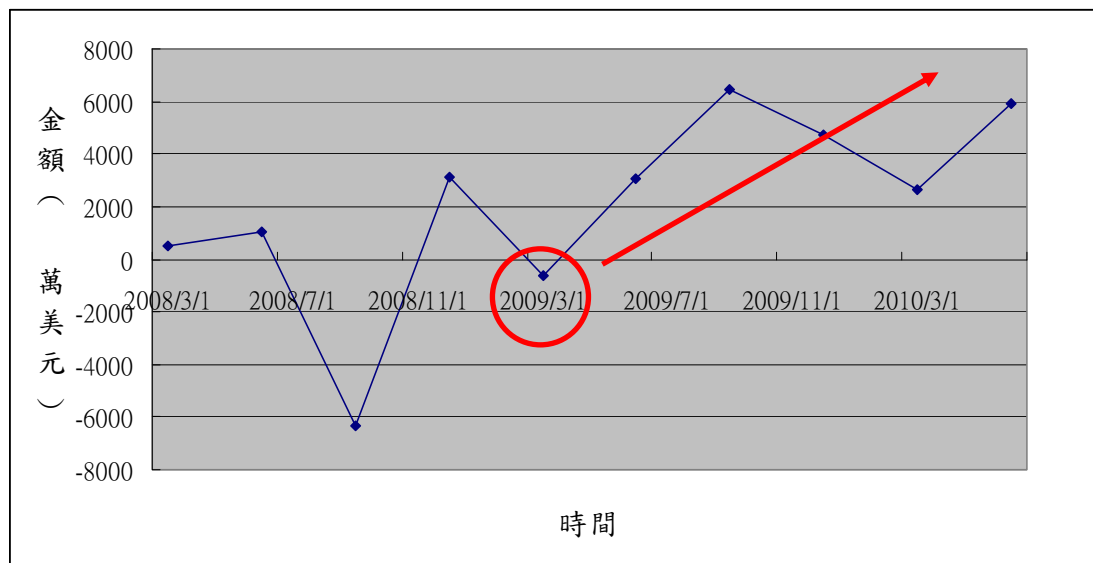
²註：金融帳(Financial account)=外人直接投資+外人證券投資+外人其它投資

Exhibit 2 美元指數與台灣加權股價指數走勢關係



資料來源：鉅亨網

Exhibit 3 台灣近 6 個季度之金融帳淨流入狀況



資料來源：台灣經濟新報；本研究整理

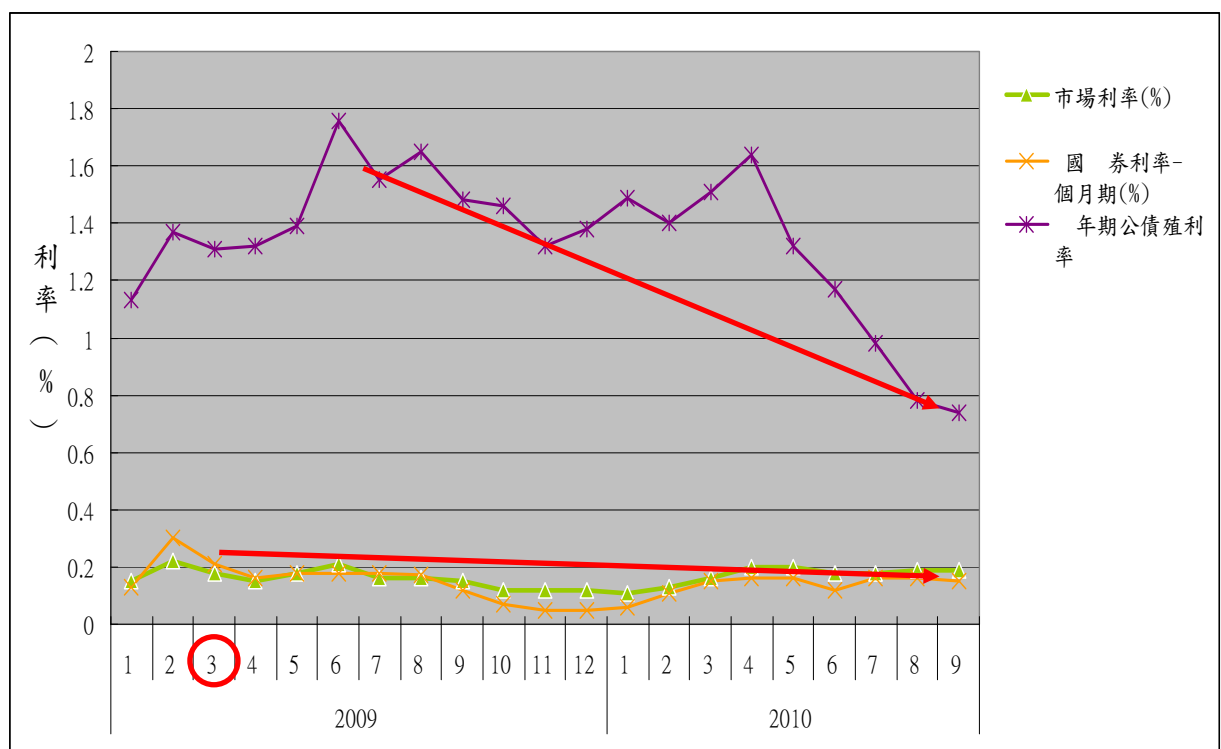
QE對債券市場的影響

QE 對整體債券市場的影響大致可以分為兩個層面來探討，首先在美國公債市場的部，由於 QE 的實施主要是透過大量購買政府債券，並進一步向市場釋放資金，此時債券價 將被進一步推升，但市場利率將下滑(美國 個月期國 券利率、美國 年期公債殖利率及聯邦基準利率走勢參見 Exhibit 4)，因此，在資金成本(利率)相對較低環境下，將鼓勵民間進行借貸投資，然而並非所有貸放出來的資金都會投入 定資產的投資，反而在資金成本較低的有利條 下將 使投機客將借貸的資金移往報酬率更高的標的；以美國債券市場為例，由於美國於

2010 年 11 月實施第二次的 QE，此舉將使得人 預期未來美國 將 持一 的低利率水準，因此，在利率水準較低的情況下，將使得債券市場投資者 報酬率較小的國 券，而將資金移往海外的債券市場。

而這些從美國外流的巨大資金，除了會流動到資本市場、原物料市場及外匯市場之外，由於近期各國受到原物料大漲開始引發通膨的疑慮，再加上若大幅放手讓貨幣升值將會衝擊出口產業(註：升值有助於 緩進口原物料成本的壓力)，所以近期部 新興國家已開始 進行小幅升 的動作，其中以 洲的升 動作最為積極。因此，預期未來許多新興國家 將面 升 的壓力下，預料高收債相較於美國國 券及公 債 將有更 的報酬，但 考慮升 所導致債券價進一步下滑的風險。

Exhibit 4 市場利率、美國國 券利率及公債殖利率



資料來源:台灣經濟新報；本研究整理

QE對原物料商品市場的影響

最後有關 QE 對於原物料市場的影響，由於國際上許多 性(例如： 、 、小)及 性商品(包括： 油、 金、)大多採用美元 為 價 位，因此，一旦美元貶值，相對這些以美元為 價 的原物料商品就變便 了，此時其它對於原物料有需求的國家將 此大量買進原物料以 存，而需求提升更將進一步推升原物料的價 。準此，由以上的推論可 ，美元與大多數原物料的價 大多是呈現反向的走勢關係。

那麼 QE 與原物料的走勢有何關係？去年由於美國宣佈實施量化寬鬆貨幣政策，大幅釋放美元到市場上，使得原本已 的美元利率，由於貨幣供給增加，因而被更進一步的往下壓。再加上當前美國短期的經濟並沒有很明顯的復甦跡象，使得市場上許多投資機構在預期美元利率中長期 將 持 低的水準，進而引發機構法人及一 投資人將美元大舉移向海外市場，以尋找報酬率更高的投資標的，因而導致美元一 指數自去年 2009 年 3 月開始一路往下滑，近期更因美國實施第二次 QE，使得美元指數更持續的往下探（參見 Exhibit 5）。

由於美元指數持續往下，使得近期許多原物料價 漲翻天，在 性商品方面， 金每 來到 1400 美元的新天價，原油來到一桶 88 美元，也 近上一波高 90 美元的水準，近月高級 價 更創下歷史新高來到接近 400 美元的位置。另外在 性商品方面， 、 、小 創下近 2 年新高， 價 更創下歷史新天價來到每 146.23 美分的價位，種種上述反應在能源、原 料及 CRB 商品指數也有同樣的情形(參見 Exhibit 5、Exhibit 6)。隨後更進一步反應在終 的則是 CPI 上升所引發的通膨(參見 Exhibit 6)。

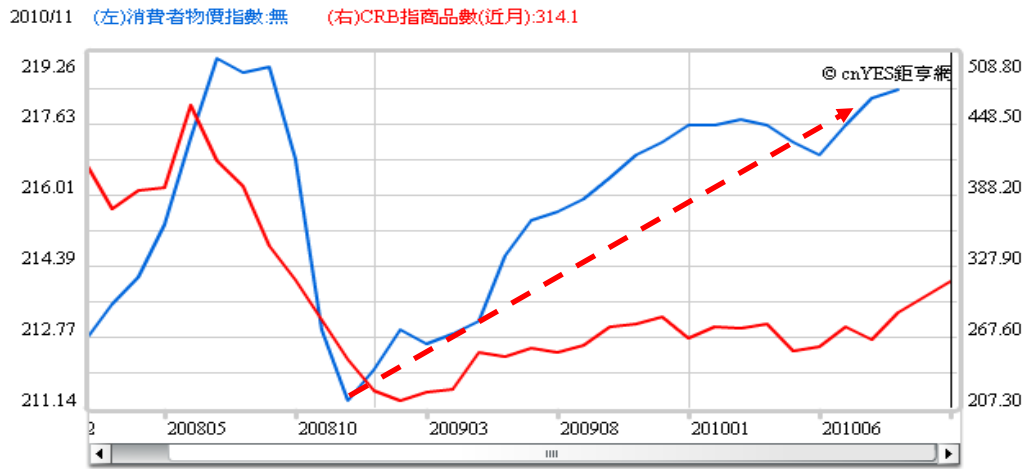
雖然供不應求是推升市場價 的其中一個主因，但美元貶值，以及市場浮濫的投機資金卻是近期許多原物料價 快速揚升的背後 手。值得注意的是，這一波原物料的漲勢和金融海嘯前 一的差別在於，上一次的原物料漲勢是 構在 Fed 連續升 的環境下(2008 年中以前)，反觀這次 Fed 不但沒有升，還大量釋放資金到市場上，這樣一個詭 的氣 是後續必 加以留 的。

Exhibit 5 美元指數、 能源指數及 原 料指數漲幅



資料來源：鉅亨網

Exhibit 6 消費者物價指數及 CRB 商品指數



資料來源：鉅亨網

美國 QE 對全球經濟與產業經濟的影響

雖然根據凱因斯的經濟理論，為，量化寬鬆貨幣政策有助於刺激經濟活動的成長，可謂是經濟復甦的引擎；然而其後續所帶來的影響，然是不小。尤其是當前金融市場的變化可說是牽一髮而動全身，更何況美國是第一大經濟體，再加上美元是國際的準備貨幣，因此，美國的貨幣政策及財政政策都會隨時影響著全球金融市場的運作。以下分別從匯率與利率、國際貿易活動，以及本國之出口產業等三個層面，進一步探討QE對於全球貿易及產業所帶來的影響。

貨幣

近期在全球金融市場最為人所熟識的，過於各國與美國之間的貨幣，由於美國去年宣佈實施QE後，2010年11月重啟第二次的QE，使得國際貨幣市場進一步預期美元將因此持續的貶值，相對於其它新興國家的貨幣在熱錢持續流入下，因而形成強力升值的態勢(參見Exhibit 7)，自去年3月以來，新台幣對美元已升值了12%，日圓對美元已升值超過了20%，韓國對美元升值幅度更高達30%的水準，其中韓國對美元升幅會那麼大，主要和韓國之前對美元貶值幅度相較其它亞洲貨幣較低的因素有關。

有關貨幣的言論大部是發生在幾個以出口為導向的亞洲國家，因為這些國家大多數都出口，來維持總體的經濟成長。職是之故，為了維持出口的持續成長及保持廠商在國際市場上的競爭力，本國的貨幣勢必不能有大幅度的升值，因為大多數國際間出口商品的報價都是以美元為價位，因此，各國央行為了保護其出口產業，勢必要在匯率市場進行干預的動作，以穩定匯率，例如台灣中央銀行近期為了維持新台幣對美元在30元的關卡之上，通常都會在最後一壓台幣的匯價，以維持匯率的穩定(目前匯率維持在30.5新台幣/美元)。

不過值得留意的是，央行透過 來買進美元，藉以 持本國貨幣貶值趨勢的動作，等同於釋放大量的資金到市場上，此舉長期下來也會帶來通膨的 。

若從另一個 度來看 在的通膨 ，由於美國實施 QE 後將 使許多投機性的資金為了尋求報酬更 的標的，因而開始紛紛將資金往海外移動，尤其是近期的原物料市場飆漲的行情 乎可以看出有投機資金在 面炒作價 ，而這樣的情形將進一步推升終 消費品的價 ，使得許多 原物料進口的新興經濟體將面 通貨膨漲的壓力。在這樣的情況下，各國央行為了 緩過熱的經濟發展，勢必要 出緊縮貨幣政策，最常見的便是調升基準利率。然而就目前全球的經濟活動發展來看，原物料行情 的 是因為需求 盛所推升的？如果 是如此，為何目前各國央行升 的步調是如此的緩慢且 不決（ 洲等幾個主要的原物料大國除外）？

但若進一步總結上述的通膨 及匯率 ， 將不 發現為何各國央行升 的動作並不明顯，因為此時一旦升 ，勢必將吸引市場 濫的資金大舉入，推升本國貨幣的匯價，進而影響到 商的出口 力，而這樣的兩 在幾個主要以出口為主的新興經濟體更為明顯，包括：中國大 、台灣、南韓、新加坡等。但這樣的現象在近期已有些許的變化，包括中國大 、台灣在內已開始出現升 的動作，幾個主要的原物料大國採取升 的動作更為積極，南韓則 持利率不變，日本則 向調降利率以穩定其匯率強升走勢。其中，中國大 及台灣匯率升值幅度並沒有南韓來得大，因此，只 透過小幅升 的方式來抑制未來可能面 的通膨；南韓的匯率升值幅度相對較大，因此，相對的也間接的抑制了 入性通膨³的 。

Exhibit 7 美元指數、新台幣、韓 與日圓走勢



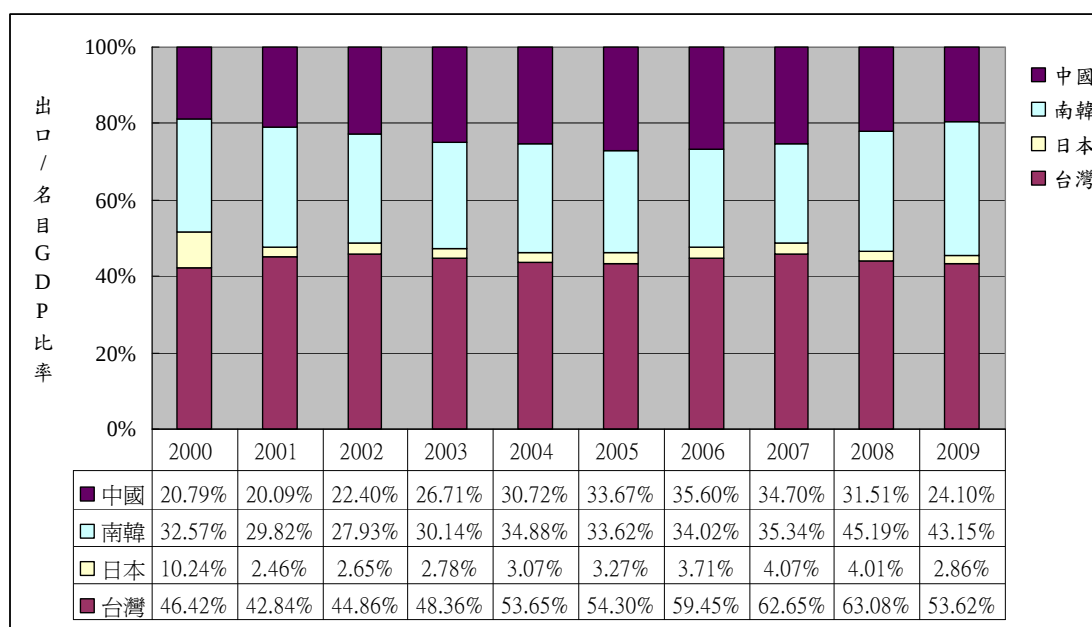
資料來源：鉅亨網

³ 入性通膨(Imported Inflation): 乃是指進口貨物之物價上漲所形成的現象，尤其當本國貨幣相對 國貨幣貶值時，此現象將更明顯。

對於以出口為導向之產業的影響

有關 QE 對於產業層次的影響方面，如同前述美國實施 QE 將進一步釋放資金到市場上，在市場貨幣供給大幅增加的情況下，美元將因此大幅貶值，相對於其它亞洲國家的貨幣將因此大幅升值，此時以出口為導向的國家，其出口的產業勢必將受到影響(亞洲國家之出口 GDP 的比率 參見 Exhibit 8)。以台灣為例，由於台灣是全球 產業製造及相關 零 的 出重，每年 相關產品(包 資、通 產品)外 接 總外 的比率大 持在 50% 上下的水準(參見 Exhibit 9)，一旦台幣短期內大幅升值時勢必將使得國內 產業的國際力受到影響，此外，出口 商的利 也將此受到影響，尤其大多數的 代工業在 利率只有 5% 的情況下，當匯率有較 的波動時，勢必將使本業的 利受到 。

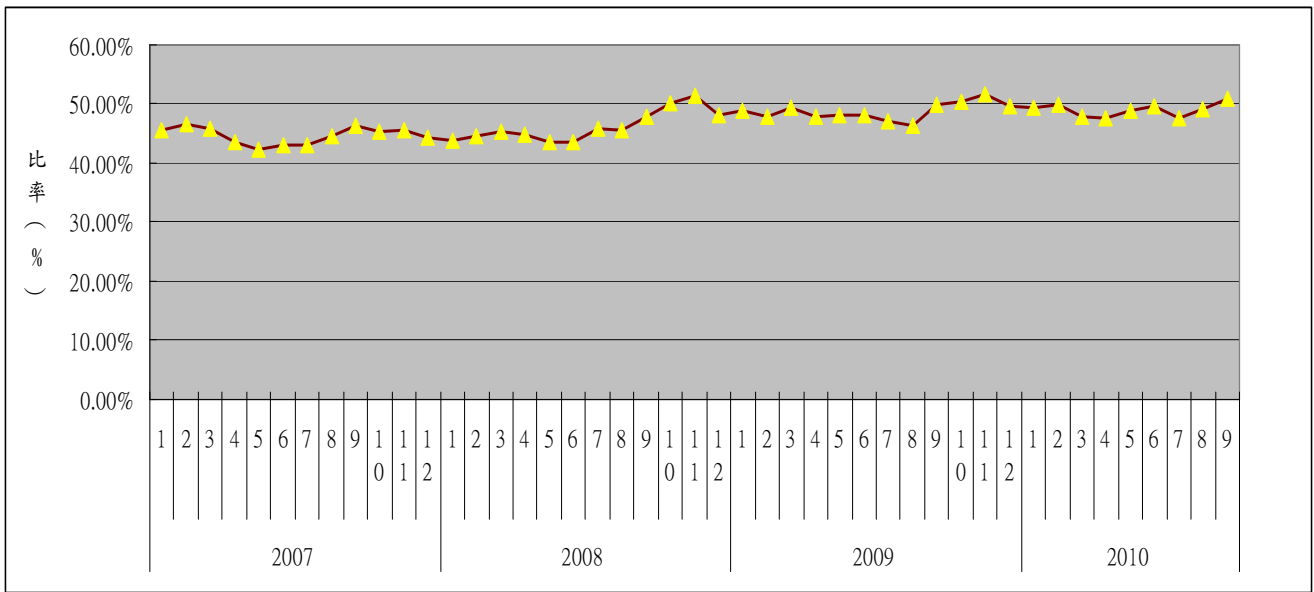
Exhibit 8 亞洲國家出口 GDP 的比率



資料來源：台灣經濟新報；本研究整理

雖然貨幣大幅升值確實會影響 商在國際市場上的價 力，然而並不能一言以 之。更重要的是，要和其它生產同樣商品之其它國家的 商來進行比較，此時比較的便是兩國貨幣之間的交 匯率。當一國貨幣升值的幅度沒有另一個國家還來得大時，此時升值幅度較小的國家在產品出口的報價上會相對較有力。以台灣和南韓兩個在 產業 有高度 關係的國家為例，從 Exhibit 10 可以發現，在美元指數下滑的這段期間，新台幣相較於韓 呈現升值的態勢，代表著新台幣升值的幅度大於韓 ，因此，這段期間台灣 產業的產品出口報價與南韓具有 關係的 產業將較不具有 力(TFT-LCD、DRAM)。準此，兩個 國家間的相對匯率往往 是決定出口產業在國際上之 力的關 。

Exhibit 9 台灣 相關產品外 接 總外 接 金額的比率



資料來源:台灣濟經新報；本研究整理

Exhibit 10 美元指數、韓 新台幣走勢



資料來源：鉅亨網

結論

美國的第一次QE已對全球的 易市場及金融市場的穩定性帶來一定 度的影響。雖然QE有助於提振國內的經濟活動及民間的消費力道，但若控制不當也會 全球經濟復甦的腳步。尤其美元 是全球性的準備貨幣，因此美國的QE所帶來的影響不僅止於美國本土，其影響的 是全球的經濟體，從第一次QE實施後，不管是在新興市場的匯率波動、原物料市場的價 波動、資本市場及債

券市場的變化等，都可以看出美國貨幣政策對於全球的影響力。

近期(2010年11月3日)美國Fed再次宣佈實施為期8個月的二度QE(QE 2)，然而更值得注 的是，當前的經濟環境和2009年當時已有很大的轉變，目前美國、 洲以外的新興經濟體早已脫離海嘯當時的衰退，只有少數幾個成熟的經濟體 乎還未脫離困境。原油、 金、 、 的價 等紛創兩年及歷史新高、美國以外的新興國家貨幣不 升值、全球股市債市早已脫離海嘯當時的位置。從上述種種經濟數據回升的跡象可以發現， 乎這些現象都 中在美國以外的市場， 方面也代表全球市場的資金非常 ，而這樣的現象也不 讓人開始 心 QE 2 所進一步釋放出來的資金是否會讓美國以外的經濟活動有過熱的跡象，包括通貨膨脹、資產泡沫化等，因此，QE 並非萬靈丹，它僅是一種經濟發展的 化，若對經濟發展注入 多的 化，對於全球經濟活動的發展也未必是一 事。

金融海嘯發生後短短不到兩年的時間，可以很明顯的發現全球的經濟腳步已回到正常軌道，如此快的回復速度是過去幾年少見的。若從企業經 的 度來看 上述金融環境動 所帶來的影響，隨著全球景氣循環 期變短、輪動速度變快，若企業主來不及回應市場的快速變化，將因此失去市場先機、利 縮 ，甚至被激 動 的環境給 (例如:本波 QE 所帶來的貨幣大 對於各國出口產業 力的影響)。簡言之，當前的企業不僅要具備有經 管理能力、創新能力、行 能力、國際化的能力，甚至要具備”彈性”應變市場環境變化的能力，平時 風險控管，在景氣不 時，應 保留最大的現金流量部位，並大舉提升研發能量、強化人 的素質，一旦景氣回升時 能 藉此快速取得市場先機，讓企業的經 得以保有最大的彈性。

參考資料

1. 經濟日報， : ， 和 交易 美再 錢買公債 股匯房市 泡 ， 2010/11/05。
2. 工商時報，本報 ， Fed 的 QE 2 大 ， 2010/11/05。
3. 鉅亨網新 中心(中廣新 網)， 報導， 基金經理人 QE2 啟動 新興市場債、高收 債最受 ， 2010/11/06。
4. 鉅亨網新 中心(中廣新 網)， 如報導， 勢美元確 台灣得 資產泡沫 ， 2010/11/08。
5. 經濟日報， : ， 亞洲央行 通膨 進退兩 ， 2010/11/09。
6. 鉅亨網，<http://www.cnyes.com/>。
7. 台灣經濟新報資料 (Taiwan Economic Journal)。