

## 四、國際經濟金融情勢展望—本年全球經濟成長可望自上年低點回升，惟仍面臨下行風險

本(2017)年初以來，全球貿易活動漸趨改善，主要經濟體製造業溫和擴張，新興市場經濟體經濟加速成長，歐洲民粹主義降溫，美國與中國大陸貿易談判獲得初步合作成果，舒緩貿易戰疑慮，全球景氣轉趨樂觀。

近期金融市場平穩，惟政策不確定性升高，仍有擴大金融市場波動之虞；且 Fed 於 6 月再度升息，並期望自本年開始縮減資產負債表規模，全球金融環境恐趨緊；而貿易保護主義威脅仍在，加以英國脫歐談判及地緣政治風險，均將影響經濟前景。本文爰分析當前國際經濟金融情勢展望及可能面對之風險，以供各界參考。

### (一)年初以來全球貿易轉趨活絡，全年貿易量成長可望優於上年

由於大宗商品價格自(2016)年初之低點回升，產業活動持續復甦，本年 1 至 3 月，全球商品貿易量較上年同期成長 3.9%<sup>1</sup>。本年 5 月中旬，美國與中國大陸貿易談判獲得初步合作成果，舒緩貿易戰疑慮。主要國際機構預測，在以下因素持續激勵下，本年全球貿易量成長將優於上年(表 1)：

#### 1. 貿易便捷化有助增進貿易活動

本年 2 月 WTO 「貿易便捷化協定」(Trade Facilitation Agreement)生效，透過簡化通關程序及確保收費合理性等措施，預期降低成員國貿易成本(trade costs)平均約 14.3%，帶動全球貿易額每年增加約 1 兆美元<sup>2</sup>。

#### 2. 大宗商品價格轉強可望帶動投資及貿易

大宗商品價格回升促使多數商品出口國貿易漸趨活絡，可望帶動投資增加，進一步促進進口成長。

<sup>1</sup> 參見 CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis 網站。

<sup>2</sup> 參見 WTO (2017), “WTO’s Trade Facilitation Agreement Enters into Force,” News, Feb. 22。

### 3. 中國大陸經濟成長可望有序放緩及其他新興亞洲國家需求升溫，推升貿易成長

中國大陸經濟成長放緩速度略減，且其**財政擴張政策將支撐內需**，推升民間投資與貿易。另**新興亞洲國家需求升溫**，例如菲律賓及泰國**擴大基礎建設投資**，印尼及馬來西亞**受益於商品價格上揚帶動需求**，均促使全球出口成長。

表 1 主要國際機構對全球貿易量成長率之預測

%

國際機構	計算基準	發布日期	2016	2017 <sup>f</sup>	2018 <sup>f</sup>
WTO	商品貿易量	2017/4/12	1.3	1.8~3.6 ↑	2.1~4.0 ↑
IMF	商品及服務 之貿易量	2017/4/18	2.2	3.8 ↑	3.9 ↑
United Nations		2017/5/16	1.9	2.8 ↑	3.2 ↑
OECD		2017/6/8	2.4	4.6 ↑	3.8 ↓

註：↑(↓)表示與前一年相較上升(下降)，f 代表預測值。

資料來源：WTO、OECD、IMF、United Nations

## (二)近期製造業雖略為走緩，惟續呈擴張走勢

本年以來全球製造業景氣持續呈現擴張，近期採購經理人指數(PMI)雖略走緩，惟仍於榮枯線之上。

### 1. 先進經濟體製造業 PMI 平穩維持於近期高點(圖 1)

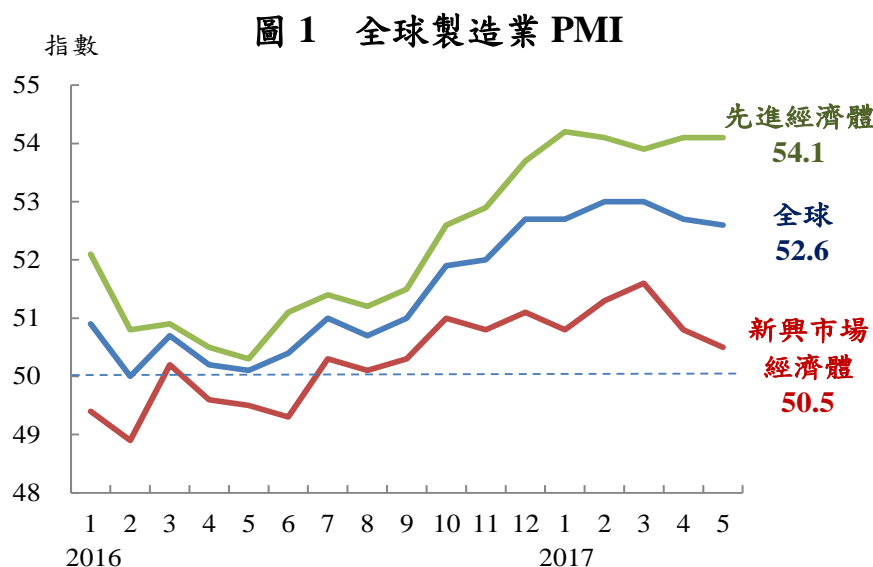
**歐元區**：受惠於需求持續增溫，**本年以來製造業 PMI 逐步上揚，5 月指數更創 6 年新高**(圖 2)；

**美國**：年初製造業 PMI 表現強勁，嗣因新訂單及聘僱減少而滑落，惟**5 月仍高達 54.9**，顯示**製造業仍穩健**；

**日本**：在**企業信心增強支撐**下，製造業 PMI **大抵呈上揚走勢**，已**連續 9 個月擴張**。

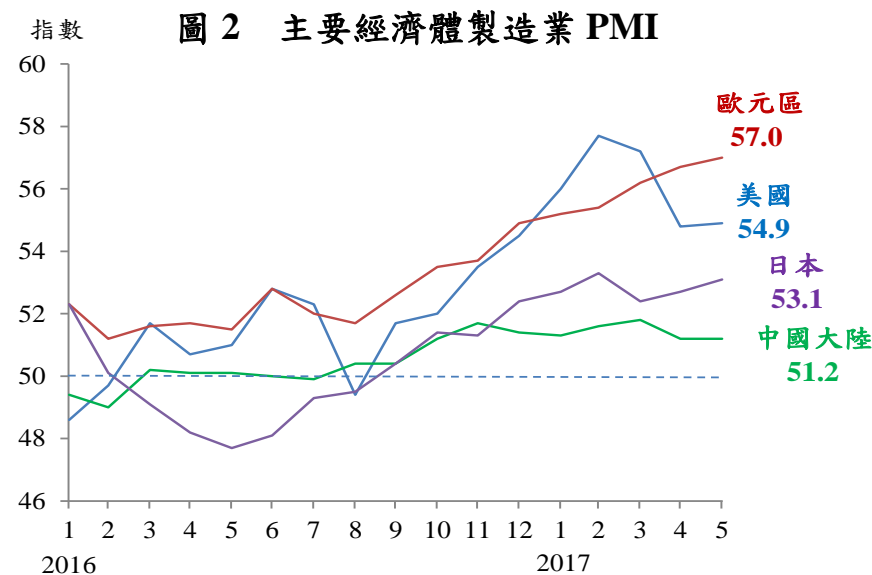
### 2. 新興市場經濟體製造業 PMI 於本年 3 月後略降，惟仍高於 50 之榮枯線(圖 1)

**中國大陸**：製造業 PMI 於本年初緩步上升後，4 月因生產及新訂單下滑略降，惟仍**維持溫和擴張**(圖 2)。



註：高於 50 代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於 50 則表示看壞的比例較高，即製造業緊縮。

資料來源：Thomson Reuters Datastream



註：高於 50 代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於 50 則表示看壞的比例較高，即製造業緊縮。

資料來源：Bloomberg

### (三)在先進及新興市場經濟體成長加速帶動下，本年全球經濟成長率可望由上年之低點升至 3.0%

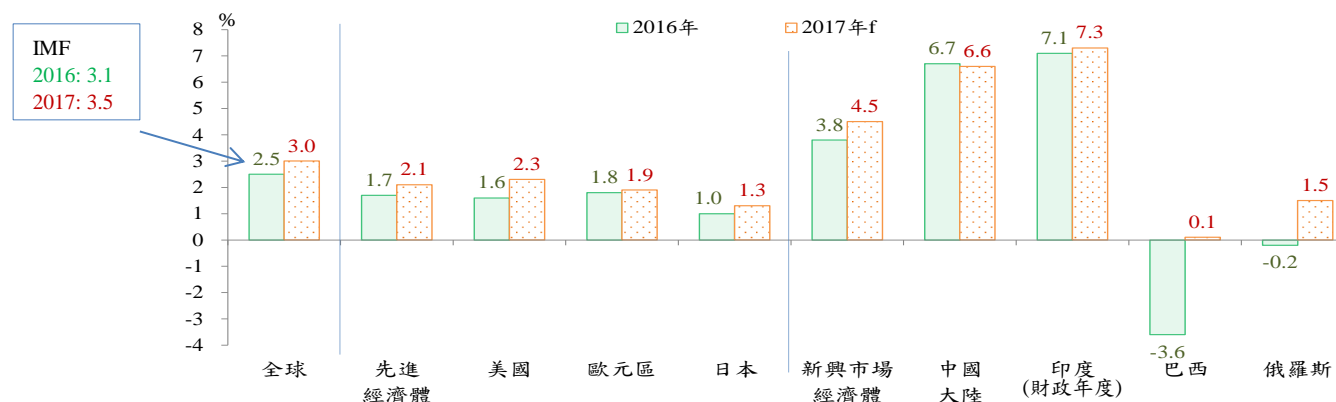
本年第 1 季全球景氣溫和復甦，隨著**製造業及貿易活動漸趨活絡**、**大宗商品價格回穩**，預期帶動先進及新興市場經濟體景氣於下半年持續升溫，**全年全球經濟成長可望自金融危機以來之低點上升**。

#### 1. 預測本年先進經濟體經濟成長由上年之 1.7% 穩健升至 2.1%(圖 3)

**先進經濟體由於產出缺口逐漸縮小，投資及出口回穩，失業率續降**，下半年經濟可望持續溫和復甦。

- (1)**美國**：私部門投資增加，能源產業資本支出觸底回升，勞動市場穩健復甦有助支撐下半年消費動能，加以預期之**財政政策激勵**，**第 2 季起經濟可望加速成長**，全年表現可望優於上年。
- (2)**歐元區**：民粹主義降溫，且受惠於全球貿易復甦及**寬鬆貨幣政策**，**出口增溫**，失業率續降，**經濟成長動能穩健**，惟**核心通膨及通膨預期仍低於歐洲央行目標**，預期**下半年經濟成長持平**，全年略高於上年。
- (3)**日本**：出口走強，企業獲利提升及籌備**2020 年東京奧運**，帶動**資本支出增加**，有助**下半年經濟持續復甦**，雖薪資成長及消費仍疲弱，預測**全年經濟成長仍將優於上年**。

圖 3 IHS Global Insight 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



f：為預測值；IHS Global Insight 係以美元計價之名目 GDP 計算權重，IMF 則以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的 2011 年調查版本之 PPP 計價之 GDP 計算權重。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Global Insight (2017/6/15)、IMF (2017/4/18)

## 2. 預測本年新興市場經濟體經濟成長由上年之 3.8% 加速升至 4.5% (圖 3)

因大宗商品價格回穩，提振新興市場經濟體出口、投資、工業活動及經濟信心，可望帶動下半年新興市場經濟體景氣升溫，本年經濟將較上年加速成長。

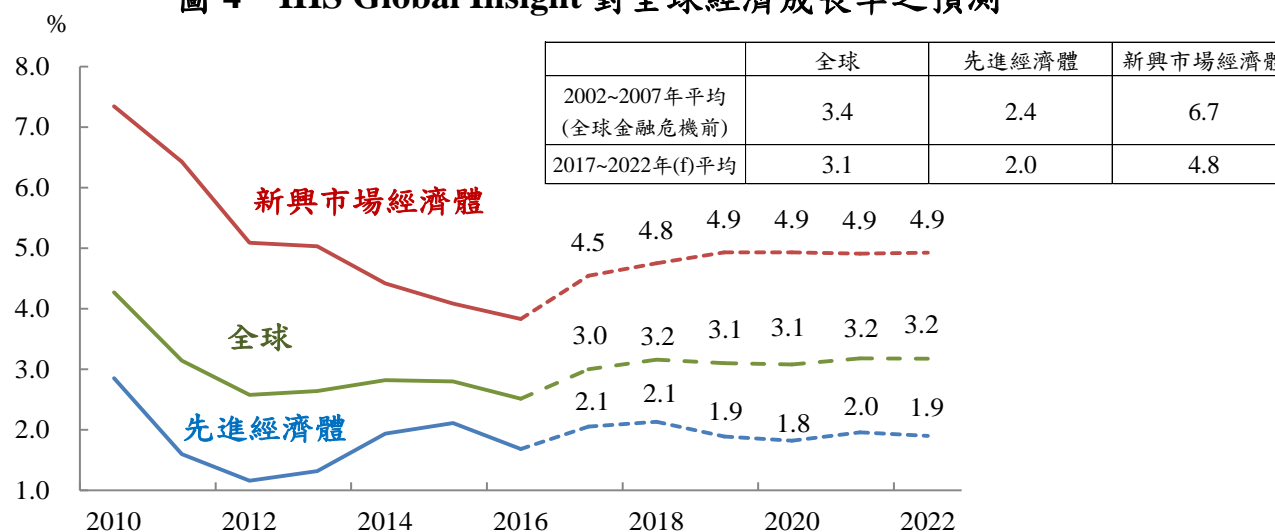
(1) 中國大陸：雖政策支持之基礎建設投資不斷擴張，彌補私部門之投資不足，惟受金融風險控管措施、房市下修與經濟轉型等影響，預期經濟成長逐季下滑，本年成長恐略低於上年。

(2) 商品出口國：如巴西及俄羅斯受惠於大宗商品價格上漲，經濟動能將於下半年續增，本年經濟可望由上年之衰退轉為成長。

## 3. 本年全球經濟成長可望由上年之 2.5% 升至 3.0%，長期而言仍僅維持低速成長 (圖 4)

在先進及新興市場經濟體景氣同步升溫帶動下，本年下半年全球經濟成長率可望略優於上半年，全年成長 3.0%，優於上年的 2.5%；但以長期趨勢而言，尚難擺脫低速成長。

圖 4 IHS Global Insight 對全球經濟成長率之預測



f：預測值。

資料來源：IHS Global Insight (2017/6/15)

#### (四)國際油價震盪走跌，預期本年全球通膨尚溫和

##### 1. OPEC 凍產協議再延 9 個月，惟美國增產，致國際油價下跌(圖 5)

本年以來石油輸出國組織(OPEC)雖實施凍產，惟不敵美國及未參與凍產之產油國增產，布蘭特原油現貨價格走低。雖 5 月下旬 OPEC 宣布延長凍產至明年 3 月底，惟美國持續增產及原油庫存仍高，致 6 月中旬油價跌至每桶 45.47 美元之本年新低。

##### 2. 本年先進經濟體通膨可望溫和上升，新興市場經濟體則自高點下滑

經濟復甦及大宗商品價格回升，預期帶動先進經濟體通膨溫和上升；部分新興經濟體則因幣值回升及政府政策調控，高通膨現象可望大為緩解。全球下半年通膨率預期較上半年略升，全年為 3.2%，低於上年之 4.0%(圖 6)。

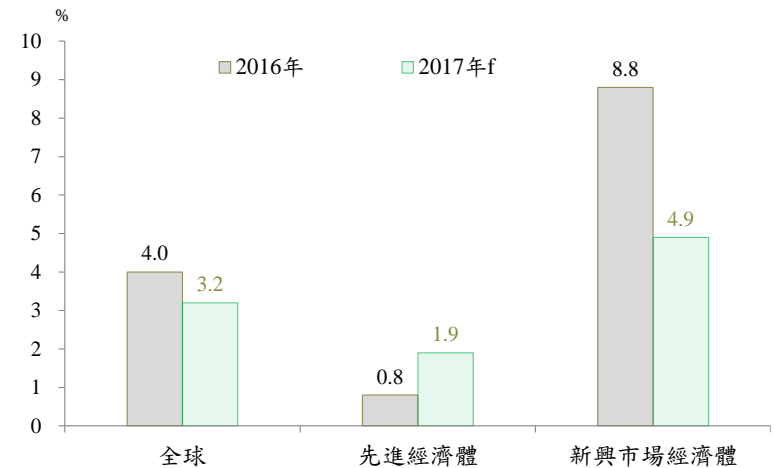
圖 5 布蘭特原油現貨價格



f：預測值。

資料來源：Thomson Reuters Datastream、美國能源資訊署(EIA)、The Economist Intelligence Unit (EIU)、IHS Global Insight(GI)

圖 6 IHS Global Insight 對全球通膨率之預測



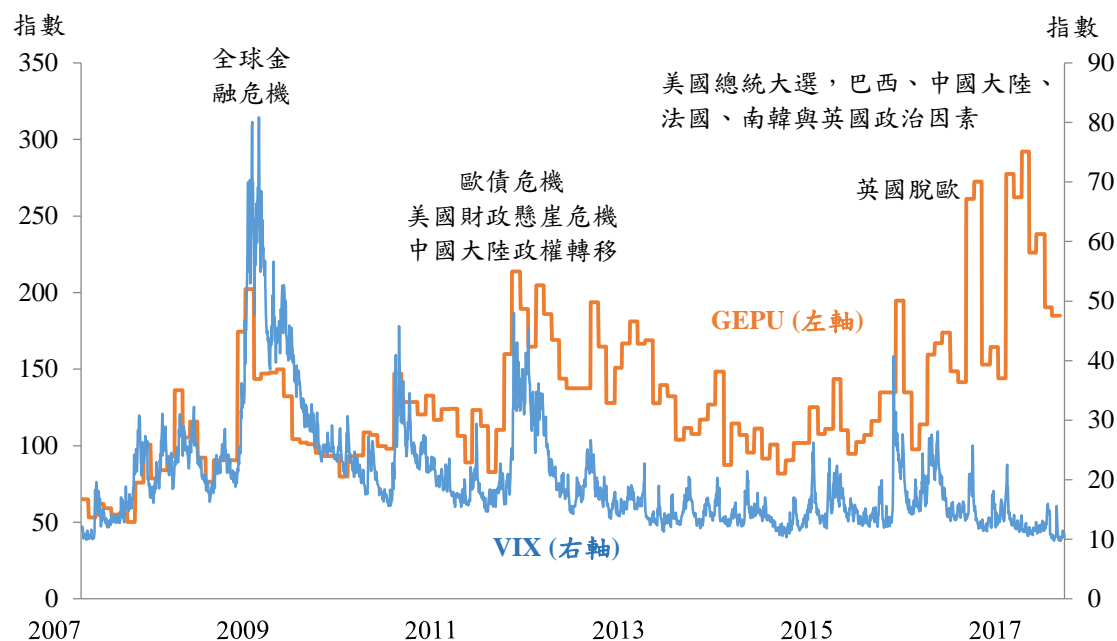
f：預測值。

資料來源：IHS Global Insight (2017/6/15)

## (五)近期金融市場表現平穩，惟全球政策不確定性上升恐影響未來金融市場穩定

本年以來**恐慌指數(VIX)**大致處於低點，而**全球政策不確定指數(Global Economic Policy Uncertainty Index, GEPU)**則仍居高(圖 7)，呈現不尋常之分歧現象，一旦產生突發性之政策風險，恐導致金融市場大幅波動。

圖 7 全球政策不確定指數(GEPU)及恐慌指數(VIX)



- 註：1. GEPU 係 Baker 等三位學者針對美國、英國、中國大陸、印度、日本與南韓等 18 國之主要新聞媒體的數位新聞資料進行文字探勘(text mining)，檢視每月有關經濟政策不確定性報導的文章數量，所建構而成，指數上揚代表政策不確定性升高。
2. VIX 係 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對 S&P 500 指數期貨未來 30 天波動程度之預期。VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：CBOE、policyuncertainty.com



### 1. 年初歐、美政治波動帶動恐慌指數一度升高，目前已降至低點

本年初以來，**荷、法舉行大選**，民粹主義聲勢高漲影響選情，**以及美國總統川普面臨政治紛爭**，一度帶動恐慌指數走高，惟自5月下旬後，**隨歐、美政經情勢回穩**，恐慌指數再度下滑，於**6月初跌至1993年以來新低**，目前仍處於低點。

### 2. 本年全球政策不確定指數仍較歷年為高

全球政策不確定指數自上年以來明顯上揚，**本年亦可能面臨主要經濟體政策調整**，例如未來**美國貨幣政策正常化步調與財政擴張之幅度**，**歐元區及日本之貨幣政策是否趨緊**，或中國大陸等**新興市場經濟體之政策路徑變化**等。

### 3. 突發政策風險可能導致資產價格波動及資金成本上揚，引發金融動盪

目前全球面臨恐慌指數降低，但政策不確定指數仍高之不尋常分歧現象。**主要央行的貨幣政策分歧**，可能**提高金融市場波動**，且一旦產生**突發之政策風險**，例如美國貨幣政策正常化腳步加快，或歐、日貨幣政策提前趨緊，將使**資金成本突然上升**，造成新興市場資金流入減緩甚或流出，恐引發股、匯、債市劇烈波動。另新興市場以美元計價之債務不斷累積，**若美元再度升值**，將使**外匯避險不完全之企業遭受損失**，造成金融市場動盪。



## (六)全球金融環境恐趨緊，英國脫歐談判及地緣政治緊張等均為未來全球經濟面臨之風險

本年全球經濟前景雖轉趨樂觀，惟因政策不確定性仍高，包括**金融緊縮壓力提高**、**貿易保護主義抬頭**及**地緣政治緊張升溫**等風險，均威脅全球經濟前景。

### 影響金融穩定之風險

- 6月 Fed 再度升息，並期望自本年開始縮減資產負債表規模，恐使全球面臨金融緊縮，新興市場經濟體之壓力尤其沉重。
- 美國政府計劃鬆綁金融管制，恐誘使企業承受過高風險。
- 中國大陸債務大增，主權債信評等遭降，金融風險升高。

### 威脅貿易復甦之風險

- 貿易保護主義抬頭，貿易壁壘升高，恐讓原本脆弱的貿易復甦偏離軌道，致因跨國合作而產生之利益消失。
- 若貿易夥伴以相同方式報復，引發貿易戰爭，將不利全球經濟發展。

### 有礙地緣政治穩定之風險

- 英國首相梅伊所屬之保守黨，於國會大選中未取得過半席次，增添脫歐談判變數。
- 敘利亞內戰、北韓試射飛彈、歐洲地區恐攻事件頻傳及中東地區多國與卡達斷交，緊張情勢升溫。

## 1. 美國 Fed 縮減資產負債表、美國政府鬆綁金融法規及中國大陸債務風險均恐影響金融穩定

### (1) Fed 期望自本年開始縮減資產負債表規模，恐使全球面臨金融緊縮之壓力

本年6月 **Fed** 再度調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點至 1%~1.25%，並**期望自本年開始縮減資產負債表規模**，藉由**減少持有債券之到期本金再投資**，**逐步降低資產規模**，**初步設定每月最多減少金額為 100 億美元**，之後**每 3 個月調高 100 億美元**，直至每月減少金額達 500 億美元後，將維持於該水準，惟確切執行時點尚待討論，**Fed 主席 Yellen 指出「可能很快」(relatively soon)開始執行**。由於**縮減資產負債表具有實質升息效果**，預估 **Fed**

若在 2 年內資產縮減 6,750 億美元，等同升息 0.25 個百分點<sup>3</sup>(有關 Fed 縮減資產負債表之說明詳附件)；新興市場經濟體，尤其匯率釘住美元或背負大量美元計價債務的國家，恐面臨金融緊縮之壓力。

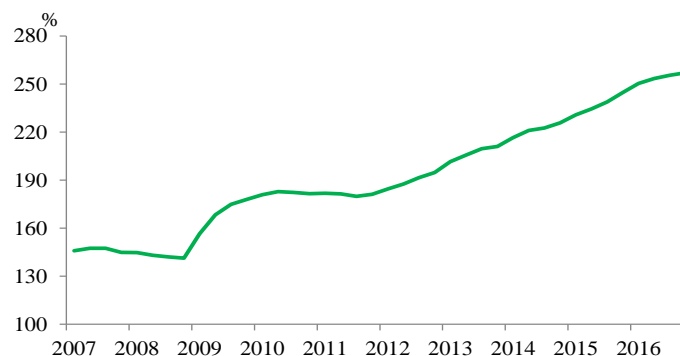
## (2) 美國金融監理趨鬆，可能誘使市場承受更高風險，不利金融穩定

美國政府提出減稅和金融管制鬆綁計畫，企業持有現金將增加，若選擇購買金融資產或大舉併購等較高風險行為，取代投入生產性資本投資，恐導致企業槓桿增加，承受過高風險，提高金融危機發生風險<sup>4</sup>。

## (3) 中國大陸債務大增，信評遭降，金融風險外溢效應恐蔓延至其他經濟體

上年第 4 季中國大陸債務已升至 GDP 之 257%<sup>5</sup>(圖 8)，尤以企業債務最為嚴重，為 GDP 之 166.3%，金融體系累積之脆弱性不斷增加，近期信評機構 Moody's 調降中國大陸主權債信評等。為控制金融風險，中國大陸貨幣政策由寬鬆轉趨穩健中性，並採嚴格監管措施；惟若緊縮過速，恐不利金融穩定，並可能透過外溢效果擴大至其他經濟體。

圖 8 中國大陸債務相對 GDP 比重



資料來源：BIS

<sup>3</sup> 參見 Davig, Troy and A. Lee Smith (2017), “Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments,” *Macroeconomic Research from the Federal Reserve Bank of Kansas City*, May 10。

<sup>4</sup> 參見 IMF (2017), “Getting the Policy Mix Right,” *Global Financial Stability Report*, Apr.。

<sup>5</sup> 債務包含政府、家計以及非金融企業(Non-financial corporations)債務等，參見 BIS (2017), *Total Credit to the Non-Financial Sector*, Jun. 6。

## 2. 貿易保護主義威脅仍存，恐影響貿易復甦

近年來，國際貿易衍生所得分配不均問題，造成多數政府實施保護主義之政治壓力。長期以來，自由貿易為每年全球生產總值成長率貢獻約 1 個百分點<sup>6</sup>，若貿易保護主義抬頭致使貿易壁壘升高，恐讓原本脆弱的貿易復甦偏離軌道，造成因跨國合作產生之利益消失，貿易夥伴亦可能以相同方式報復，引發貿易戰爭，不利全球經濟發展。

## 3. 英國脫歐談判之不確定性及地緣政治等風險持續升高

### (1) 英國脫歐談判面臨多項政治議題

脫歐談判於本年 6 月 19 日展開，歐盟希望優先解決雙方因分離所產生之問題，例如英國脫歐需支付之費用、公民權利以及與愛爾蘭之邊界劃分等，待達成共識後再討論未來貿易及其他面向之合作方式。而英國首相梅伊原為增強脫歐談判之民意基礎提前舉行國會大選，未料所領導的保守黨席次未過半，目前正尋求與北愛爾蘭民主統一黨(Democratic Unionist Party, DUP)籌組聯合政府，恐迫使梅伊原先之硬脫歐立場軟化，增添脫歐談判之不確定性。

### (2) 地緣政治緊張情勢及部分新興市場經濟體政治風險猶存

敘利亞內戰、北韓試射飛彈、歐洲地區恐攻事件頻傳，加以中東地區以沙烏地阿拉伯為首之多國與 OPEC 成員國卡達斷交，地緣政治緊張情勢升溫，後續是否影響石油減產協議，造成大宗商品市場波動，仍需密切觀察。另拉丁美洲最大經濟體巴西，近期因政治醜聞事件擴大可能拖累經濟改革步伐，遭信評機構 Moody's 調降主權債信展望，均為影響全球經濟復甦之不確定因素。

---

<sup>6</sup> 參見 World Bank (2017), "Chapter 1: Global Outlook – A Fragile Recovery," *Global Economic Prospects*, Jun. 4。

## 附件

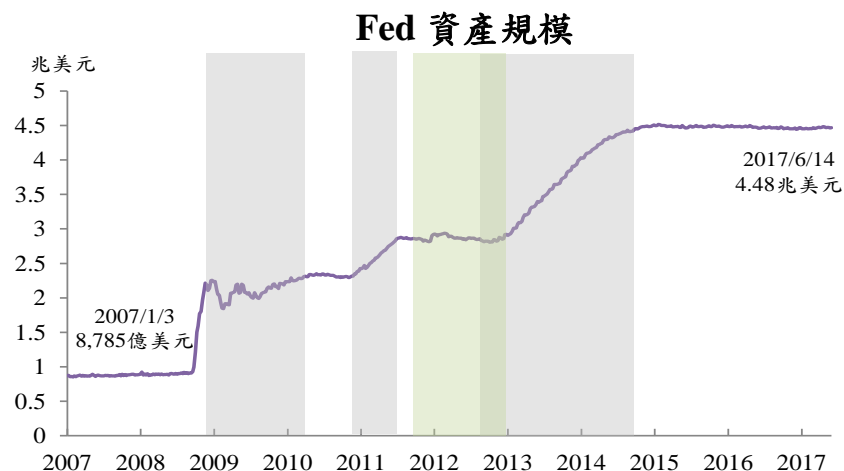
## Fed 縮減資產負債表之說明

2008 年爆發全球金融危機，美國為因應經濟嚴重衰退，**Fed** 除降息外，於 2008 年底開始實施資產購買計畫(asset purchase programs)，亦即量化寬鬆(quantitative easing, QE)措施，**大規模購買中長期資產**，迄今**資產規模已膨脹 5 倍之多**。隨著美國經濟溫和擴張，**Fed** 表示，若經濟發展符合預期，期望自本年開始縮減資產負債表規模；惟確切啟動時點尚待討論，**Fed 主席 Yellen** 指出「可能很快」(relatively soon)，但未說明資產負債表正常化後之預估規模。

### (一)Fed 實施3輪 QE，資產規模膨脹至近4.5兆美元

**Fed** 共實施 3 輪 QE，**累計資產規模達 3.98 兆美元**，嗣因經濟逐漸復甦，遂自 2013 年 12 月起逐步縮減購債規模，並於 2014 年 10 月宣布結束資產購買計畫，惟**持有債券之到期本金持續進行再投資**。

至本年 6 月 14 日止，**Fed** 之資產規模已自 2007 年初約 8,785 億美元，膨脹至 4.48 兆美元，其中資產主要以**美國公債 2.46 兆美元(55.1%)及機構房貸擔保證券(agency MBS) 1.78 兆美元(39.8%)**為主，合計 4.25 兆美元(94.9%)。



註：灰色陰影為實施量化寬鬆期間，綠色陰影為實施扭轉操作期間。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

## (二)Fed 期望自本年開始執行資產負債表正常化，並提出初步規畫

本年 6 月聯邦公開市場委員會(FOMC)會議聲明指出，若經濟發展符合預期，將於本年開始執行資產負債表正常化計畫，藉由減少持有債券之到期本金再投資，逐步降低資產規模。並公布「政策正常化原則與計畫補充說明」，表示一旦聯邦資金利率正常化至一定程度時，可能降低政府公債及機構債券(agency securities)持有部位之方式。

### 1. 透過減少持有資產的到期本金再投資，以逐步降低 Fed 持有債券部位

未來到期本金只有超過逐漸調高的上限(gradually rising caps)的部分才能再投資。其中政府公債、機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)之初步上限(cap)將分別設定在每月 60 億及 40 億美元，之後在未來 12 個月中，每 3 個月分別調高 60 億及 40 億美元，直到每月上限分別達到 300 億及 200 億美元。

#### Fed 啟動「資產負債表正常化」之每月再投資縮減上限

單位：億美元

啟動縮減再投資	第 1~3 個月	第 4~6 個月	第 7~9 個月	第 10~12 個月	第 13 個月(含以後)
政府公債每月上限	60	120	180	240	300
機構債券及 MBS 每月上限	40	80	120	160	200
合計	100	200	300	400	500

註：未來到期本金只有超過上限(caps)的部分才能再投資。

資料來源：Federal Reserve (2017), “Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans,” Jun. 14

## 2. 維持穩定速度縮減資產規模至正常水準

一旦前述上限觸及個別最大值(respective maximum)後，將**維持於該水準**，**持續以漸進(gradual)**、**可預測(predictable)**方式**降低持有債券部位**，直到委員會研判，Fed 僅持有為了有效執行貨幣政策所需要的債券為止。

## 3. 未來仍不排除可能重啟本金再投資

委員會確認**改變聯邦資金利率的目標區間為調整貨幣政策的最主要工具**，惟倘若經濟展望惡化至必須調降聯邦資金利率時，亦可能重啟到期本金再投資。此外，若未來經濟情勢致使必須執行更寬鬆貨幣政策，且僅倚賴降息無法達成目的時，委員會亦可能再次運用**包含調整資產負債表的規模及組成等政策工具**。

### (三)預期 Fed 資產負債表正常化後規模仍較金融危機前大

就 Fed 資產負債表的負債面而言，考量因素包括非準備金(non-reserve)負債及準備金需求。由於**FOMC 預期準備金**雖會隨資產規模縮減而下降，惟**仍將高於金融危機前之水準**；而非準備金負債成長亦將使長期資產負債表基本規模擴大。因此，預期未來 Fed **資產負債表正常化後之規模**，**將較金融危機前大**。市場多預期 Fed 將以約**3.25 年至 4.25 年實施資產負債表正常化**，而**正常化後之規模約在 2.4 兆至 3.3 兆美元之間**。

#### 1. 準備金將隨 Fed 持有債券部位減少而下降，惟仍將高於金融危機前之水準

FOMC 於「政策正常化原則及計畫補充說明」指出，Fed 逐漸降低持有債券部位將導致準備金的供給減少，**預期準備金將下降**至明顯低於近幾年的水準，**但高於金融危機前的水準**。未來準備金之水準將反映銀行體系對準備金的需求，以及未來委員會決定如何更有效地執行貨幣政策。



## 2. 非準備金負債持續成長，亦將使長期資產負債表之基本規模擴大<sup>7</sup>

**Fed 非準備金負債不斷成長<sup>8</sup>**，總額由 2007 年初之約 8,300 億美元增加至目前約 2.1 兆美元，未來隨美國經濟持續擴張，應會進一步增加，或將**擴大長期資產負債表之基本規模**。

## 3. 市場預估資產負債表正常化後規模約在 2.4 兆美元至 3.3 兆美元之間

**主要機構**依據其假設之資產負債表正常化啟動時機與設定情境之不同，**估算 Fed 資產負債表正常化實施期間與終止規模**。其中**實施期間大多預估為 3.25 年至 4.25 年**，**終止後可能規模約在 2.4 兆美元至 3.3 兆美元**之間。

### 各機構對「Fed 資產負債表正常化」相關議題之看法

日期	機構	啟動時機	作法	終止時機	終止規模 (美元)
2017.4.6	NY Fed Report	2018 年中	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 逐步減少公債及 MBS 再投資</li> <li>■ 基礎情境：準備餘額 5,000 億美元</li> <li>■ 高準備金情境：1 兆美元</li> <li>■ 低準備金情境：1,000 億美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 基礎情境：<b>2021 年 Q4</b></li> <li>- 高準備金情境：2020 年 Q4</li> <li>- 低準備金情境：2022 年 Q4</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 約 <b>2.8 兆</b></li> <li>- 約 <b>3.2 兆</b></li> <li>- 約 <b>2.4 兆</b></li> </ul>

<sup>7</sup> 參見 Elio, Suzanne (2017), “What Might the Fed’s Balance Sheet Look Like in the Future?” *The Official Medium Channel of the Federal Reserve Bank of New York*, Jun. 3。

<sup>8</sup> 非準備金主要項目包括流通券幣、財政部國庫帳戶(Treasury General Account, TGA)、特定金融市場系統(Designated Financial Market Utilities, DFMs)及隔夜附買回交易(Overnight Repurchase Agreement)等，其中：(1)流通券幣目前為 1.5 兆美元，幾乎為金融危機前之 2 倍；(2)財政部國庫帳戶平均餘額約為 2,500 億美元，最高時達 4,400 億美元；(3)特定金融市場系統由在 Fed 開戶並保有現金部位之結算機構組成，目前餘額已自危機前 10 億美元，增加至 850 億美元；(4)隔夜附買回交易係指 Fed 提供海外央行及國際帳戶承作附買回交易(即 foreign repo pool)，其規模從危機前之 300 億美元，增加至目前平均 2,500 億美元。



日期	機構	啟動時機	作法	終止時機	終止規模 (美元)
2017.6.14	Bank of America Merrill Lynch	2017年9月宣布 (10月執行)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 總縮減金額：約 <b>1.55 兆美元</b></li> <li>- 公債縮減：約 <b>0.85 兆美元</b></li> <li>- Agency MBS 縮減：約 <b>0.7 兆美元</b></li> </ul>	<b>2021 年底</b> <b>(4.25 年)</b>	<b>略低於 3 兆</b>
2017.6.16	Deutsche Bank	2017年9月宣布	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 總縮減金額：</li> <li>- 基礎情境：<b>1.2 兆美元</b>(準備金 1.2 兆美元)</li> <li>- 低準備金情境：<b>2.1 兆美元</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 基礎情境：2020 年底</li> <li>- 低準備金情境：2022 年底</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 約 3.3 兆</li> <li>- 約 2.4 兆</li> </ul>
2017.6.14	Goldman Sachs	2017年9月宣布 (10月執行)	總縮減金額： <b>1.13 兆美元</b>	<b>2020 年底</b> <b>(3.25 年)</b>	<b>約 3.3 兆</b>
2017.6.14 2017.5.25	JP Morgan	2017年9或12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 總縮減金額：<b>1.4 兆美元</b></li> <li>- 公債縮減：約 <b>0.75 兆美元</b></li> <li>- Agency MBS 縮減：約 <b>0.65 兆美元</b></li> </ul>	<b>2021 年底</b> <b>(4~4.25 年)</b>	<b>接近 3 兆</b>

資料來源：The Markets Group of The Federal Reserve Bank of New York (2017), "Domestic Market Operations During 2016," A Report Prepared for the Federal Open Market Committee, Apr. 6 (revised May);

Meyer, Michelle, Mark Cabana, Joseph Song and Alexander Lin (2017) "Yellen Stood Firm," US Watch, Bank of America Merrill Lynch, Jun. 14;

Zeng, Steven (2017), "Coins, Currency, and Collateral: The Fed's New Balance Sheet Dilemma," Deutsche Bank Markets Research, Jun. 16;

Hatzius, Jan et al. (2017), "June FOMC Wrap-Up: Undeterred," Goldman Sachs US Economics Research, Jun. 14;

Feroli, Michael (2017), "Yellen Stays the Course," JP Morgan Economic and Policy Research, Jun. 14;

Feroli, Michael (2017), "An Update on Our Fed Balance Sheet Projections," JP Morgan Economic Research, May 25

#### (四) Fed 縮減資產負債表之可能影響

若以美銀美林(Bank of America Merrill Lynch)之預估<sup>9</sup>，Fed 於本年 9 月宣布，並自 10 月開始縮減資產負債表，至 **2021 年底**，Fed 將**減持**資產合計約 **1.549 兆美元**，預期對金融市場造成之影響如下。

##### 1. 約當調升聯邦資金利率之效果

若 Fed 資產縮減 **1.549 兆美元**，估計效果等同調升聯邦資金利率(fed funds rate) **0.57 個百分點至 1.55 個百分點**。

##### 「Fed 資產負債表正常化」約當調升聯邦資金利率效果之估計

日期	機構	約當調升聯邦資金利率之效果	以資產規模縮減 1.549 兆美元推估*
2017.5.10	Kansas City Fed	若在 2 年內資產縮減 <b>6,750 億美元</b> ，效果等同聯邦資金利率調高 <b>0.25 個百分點</b> (1 碼)	約當調升聯邦資金利率 <b>0.57 個百分點</b> (=15,490/6,750*0.25)
2017.3.18	Goldman Sachs	其效果受金融情勢影響 - 正常情境：每縮減資產負債表 <b>1,000 億美元</b> ，約當升息 <b>1.5 個基點~2 個基點</b> (bps) - 當金融情況較敏感時：每縮減資產負債表 <b>2,500 億美元</b> ，約當調升聯邦資金利率 <b>0.25 個百分點</b>	- 正常情境：約當調升聯邦資金利率 <b>0.23 個百分點~0.31 個百分點</b> - 當金融情況較敏感時：約當調升聯邦資金利率 <b>1.55 個百分點</b>

註：\*根據原機構推估的效果，等幅度放大。

資料來源：Davig, Troy and A. Lee Smith (2017), "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments," *Macroeconomic Research from the Federal Reserve Bank of Kansas City*, May 10; Hatzius, Jan et al. (2017), "Balance Sheet Runoff: Sooner, Slower, Safer," *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Mar. 18

<sup>9</sup> 參見 Meyer, Michelle, Mark Cabana, Joseph Song and Alexander Lin (2017) "Yellen Stood Firm," *US Watch*, Bank of America Merrill Lynch, Jun. 14。

## 2. 推升美國 10 年期公債殖利率

主要機構預估，Fed 縮減資產規模將**推升美國 10 年期公債殖利率**，其幅度則視**假設之 Fed 資產縮減幅度及市場反應而有不同**。

### 「Fed 資產負債表正常化」推升美國 10 年期公債殖利率幅度之估計

日期	機構	推估縮減資產負債表對美國 10 年期公債殖利率之影響
2017.4.6	Bank of America Merrill Lynch*	約可 <b>推升美國 10 年期公債殖利率 0.16 個百分點</b> (2018 年)及 <b>0.32 個百分點</b> (2019 年) (係假設 Fed 自 2018 年 1 月起以 12 個月逐步調整再投資，直至資產規模降至 3.1 兆美元~3.4 兆美元)
2017.3.29	Deutsche Bank	推估 Fed 每減少 <b>1,000 億美元公債</b> 部位，約可推升 10 年期公債殖利率 <b>3 個基點~6 個基點</b>
2017.1.26	Credit Suisse	約可 <b>推升美國 10 年期公債殖利率 0.30 個百分點~0.35 個百分點</b> (至 2020 年) (係假設 Fed 於 2017 年底或 2018 年初起逐步減少公債與 MBS 再投資，至 2020 年資產規模約 2.5 兆美元~3.0 兆美元)

註：\*依據本年初 Fed 主席 Yellen 所稱，「若本年 Fed 持有資產平均到期期限緩步下滑，將使該年美國 10 年期公債殖利率上揚 **15bps**」，進一步假設上述變動皆係聯邦準備體系之公開市場操作帳戶(System Open Market Account, SOMA)公債部位減少所致，從而推算 Fed 縮減資產負債表將各對 2018 年、2019 年美國 10 年期公債殖利率之影響。

資料來源：Cabana, Mark (2017), "FAQs on Fed Balance Sheet Reduction," *Liquid Insight*, Bank of America Merrill Lynch, Apr. 6;

Hoopar, Peter et al., (2017), "A Q&A on the US and Fed Outlook," *Global Economic Perspectives*, Deutsche Bank Research, Mar. 29;

Korapaty, Praveen, William Marshall and Jonathan Cohn (2017), "Shrinking the Fed's Balance Sheet – Space Is Limited," *Rates Strategy Focus, Credit Suisse Fixed Income Research*, Jan. 26