

一、國際經濟金融情勢及展望

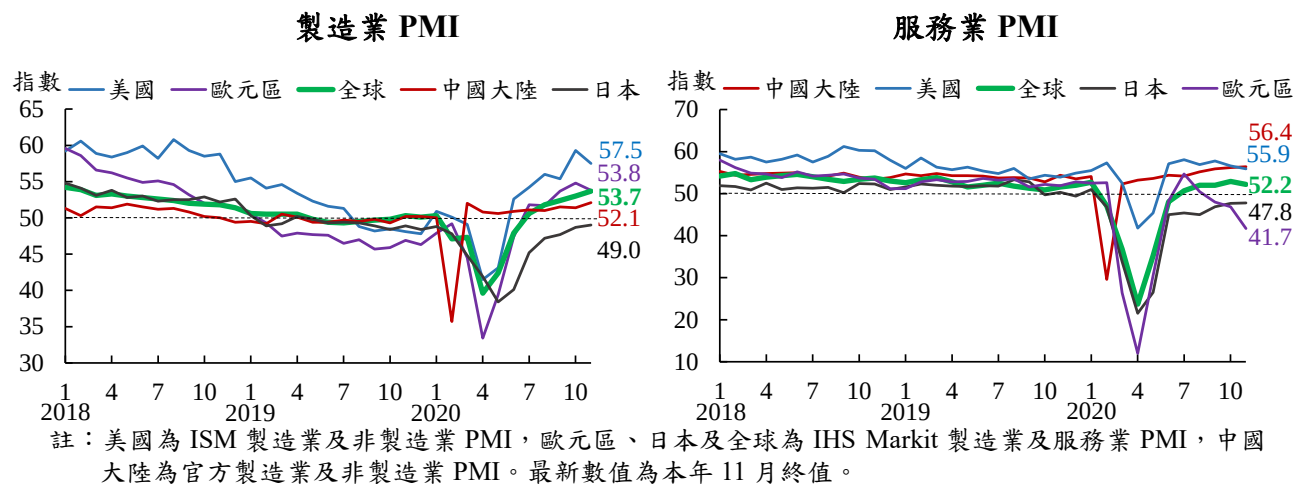
本(2020)年9月本行理事會會議以來，歐美 COVID-19 疫情惡化，各國重啟管制措施，削弱全球景氣反彈力道。惟疫苗問世等之利多，激勵主要股市續創新高。明(2021)年全球經濟可望恢復成長，然疫苗效力與普及程度、各國政策支持措施或退場時機、美中對峙及英國與歐盟之貿易談判未來發展等均為影響景氣復甦之不確定性因素。

(一)全球經濟及貿易活動持續復甦，惟動能減弱且前景仍因疫情具不確定性

1. 經濟活動擴張速度趨緩，景氣領先指標僅溫和上升

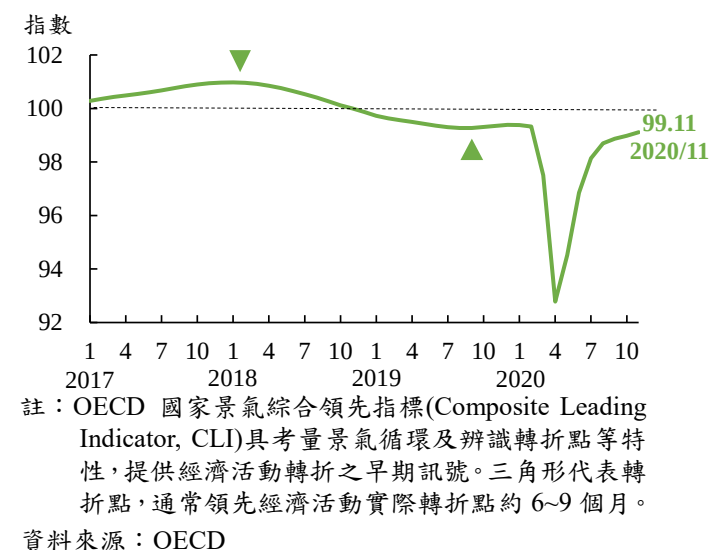
歐美等地因疫情升溫再度擴大防疫措施，致**製造業採購經理人指數(PMI)**自近期高點下滑，而全球之**服務業 PMI**已轉弱(圖 1)；**OECD 國家景氣綜合領先指標**上升速度亦趨緩(圖 2)，顯示**全球景氣復甦步伐恐受疫情反覆而減緩**。

圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標

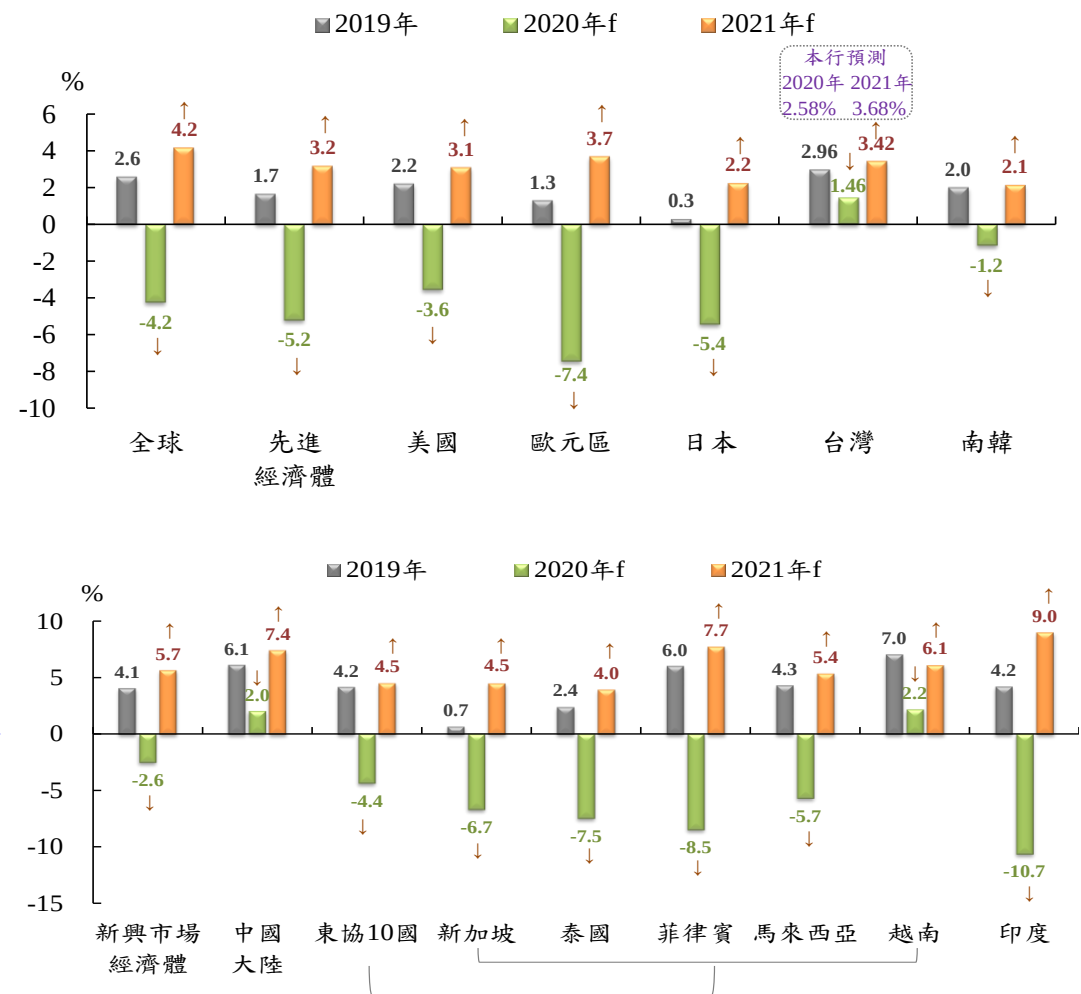


2. 預期本年全球經濟大幅萎縮，明年可望恢復成長

本年疫情及防疫措施造成需求急遽下滑及供應鏈中斷，嚴重衝擊貿易活動。IHS Markit 預測全球經濟成長率將由上(2019)年之 2.6% 大幅降至 -4.2%，主要經濟體皆大幅衰退，僅中國大陸、台灣及越南等仍維持正成長(圖 3)。

展望明年，疫苗問世將有助加速經濟復甦，加以低基期效應，IHS Markit 預測全球經濟成長率將回升至 4.2%，先進經濟體與新興市場經濟體亦分別回升至 3.2%、5.7%(圖 3)。惟疫苗普及並達阻止疫情擴散之群體免疫仍需一段時間，景氣前景依然具不確定性。

圖 3 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



註：1. f 表示預測值；↓及↑分別表示較前一年下降及上升。

2. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。

3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

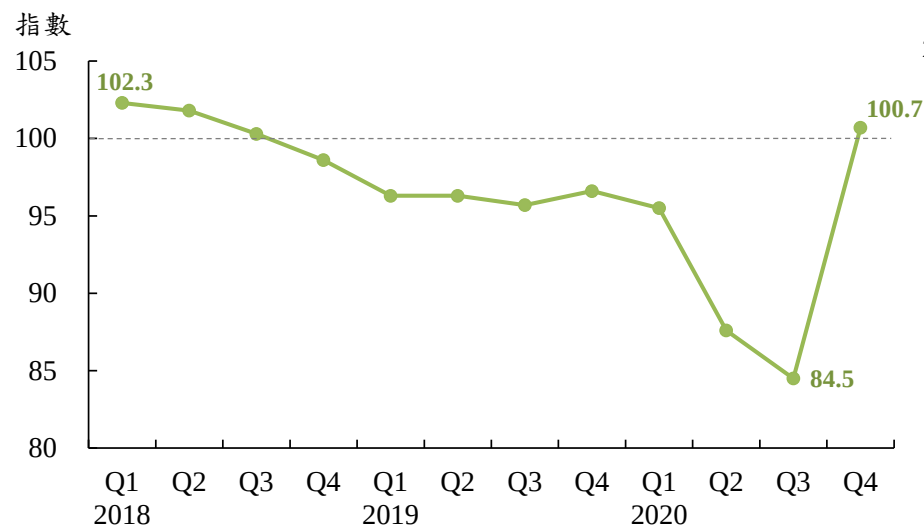
資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/11/17)

3. 預期明年全球貿易恢復成長，惟仍低於疫情前成長趨勢

在出口訂單快速成長下，本年 11 月 **WTO 商品貿易指標**(Goods Trade Barometer)¹已自谷底**強勁反彈至略高於趨勢值水準**(圖 4)。

WTO 預測，隨先前受抑制的需求釋出完畢，加以疫情復熾亦恐影響貿易活動，**明年全球商品貿易量雖將由本年之衰退 10.3%，轉為成長 3.9%，惟仍低於疫情前之趨勢**²(圖 5)。

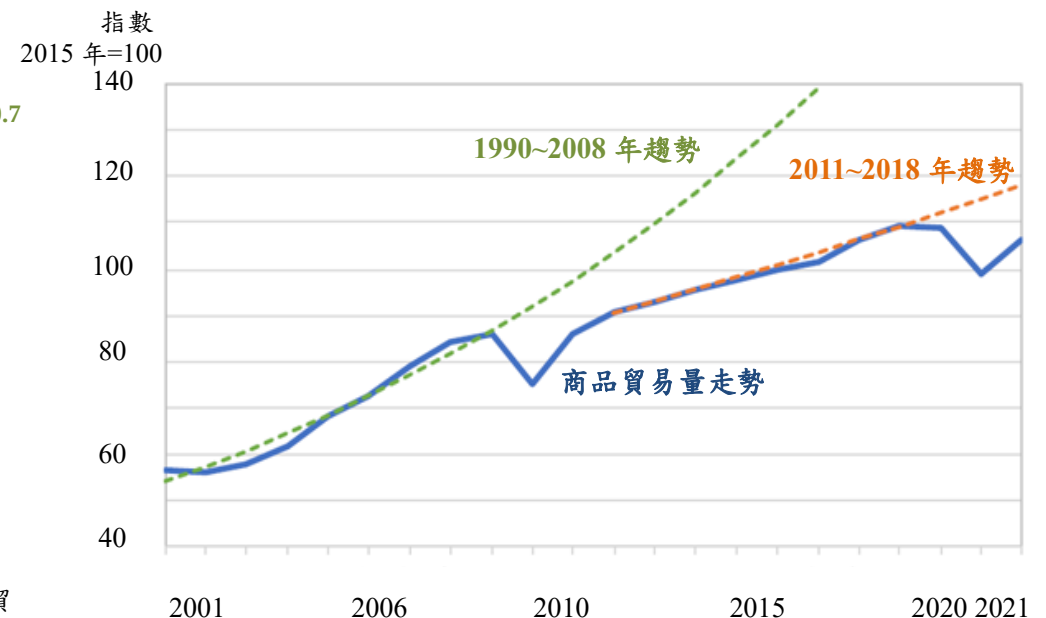
圖 4 WTO 商品貿易指標



- 註：1. 該指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值 2~3 個月。
2. 本年 11 月係公布 9 月之指數值，可預示本年第 4 季之全球商品貿易成長狀況。
3. 指數高於 100 代表商品貿易成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

圖 5 全球商品貿易量指數



資料來源：WTO

¹ WTO 商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指數，提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

² 詳 WTO (2020), "Goods Barometer Signals Trade Resilience amid Ongoing COVID Concerns," WTO Trade Barometers News Archive, Nov. 20。

(二)國際油價及穀價走高，全球通膨預期尚屬溫和

1. 油價自近期低點大幅反彈，今、明兩年預測值仍遠低於上年；穀價亦大漲

10 月歐美疫情升溫，加以利比亞恢復產油並持續增加油供，致油價下跌。11 月後，受疫苗研發傳捷報，且英美等國陸續批准上市，加以石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯決議明年 1 月起僅小幅縮減減產規模(即小幅增產)³等因素之激勵，油價止跌回升(圖 6)。

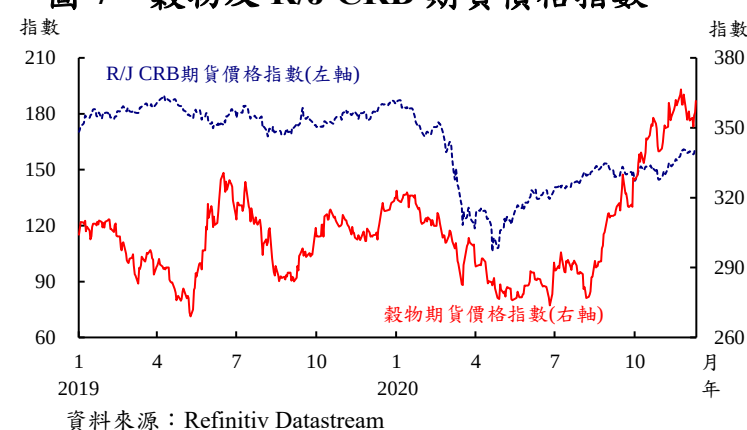
主要國際機構預期疫苗於明年下半年後方能普及接種，全球油需回升幅度恐有限，對今、明兩年油價預測平均值分別為每桶 41.3 美元及 46.7 美元，皆遠低於上年均價 64.4 美元(圖 6)。

穀價方面，10 月初以來，全球主要產區乾旱，影響穀物產量，加以中國大陸增加豬隻飼養，帶動美國及巴西對中國大陸的黃豆出口，致 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數⁴大幅上揚，嗣隨各產地乾旱情況變化而震盪，代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數⁵亦隨大宗商品價格波動而走高(圖 7)。

圖 6 布蘭特原油現貨價格



圖 7 穀物及 R/J CRB 期貨價格指數



³ 原訂本年 8~12 月及明年 1 月~2022 年 4 月分別每日減產 770 萬桶及 580 萬桶，即明年 1 月起產量將較本年增加近 200 萬桶；12 月 3 日決議明年 1 月起每日減產 720 萬桶，即產量僅將增加 50 萬桶，且每月將評估是否需要調整。市場認為相較於協商破局，或按原訂計畫增產致油市供過於求，小幅增產影響較小。

⁴ Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米之距到期日 6 個月內之期貨合約計算而得。

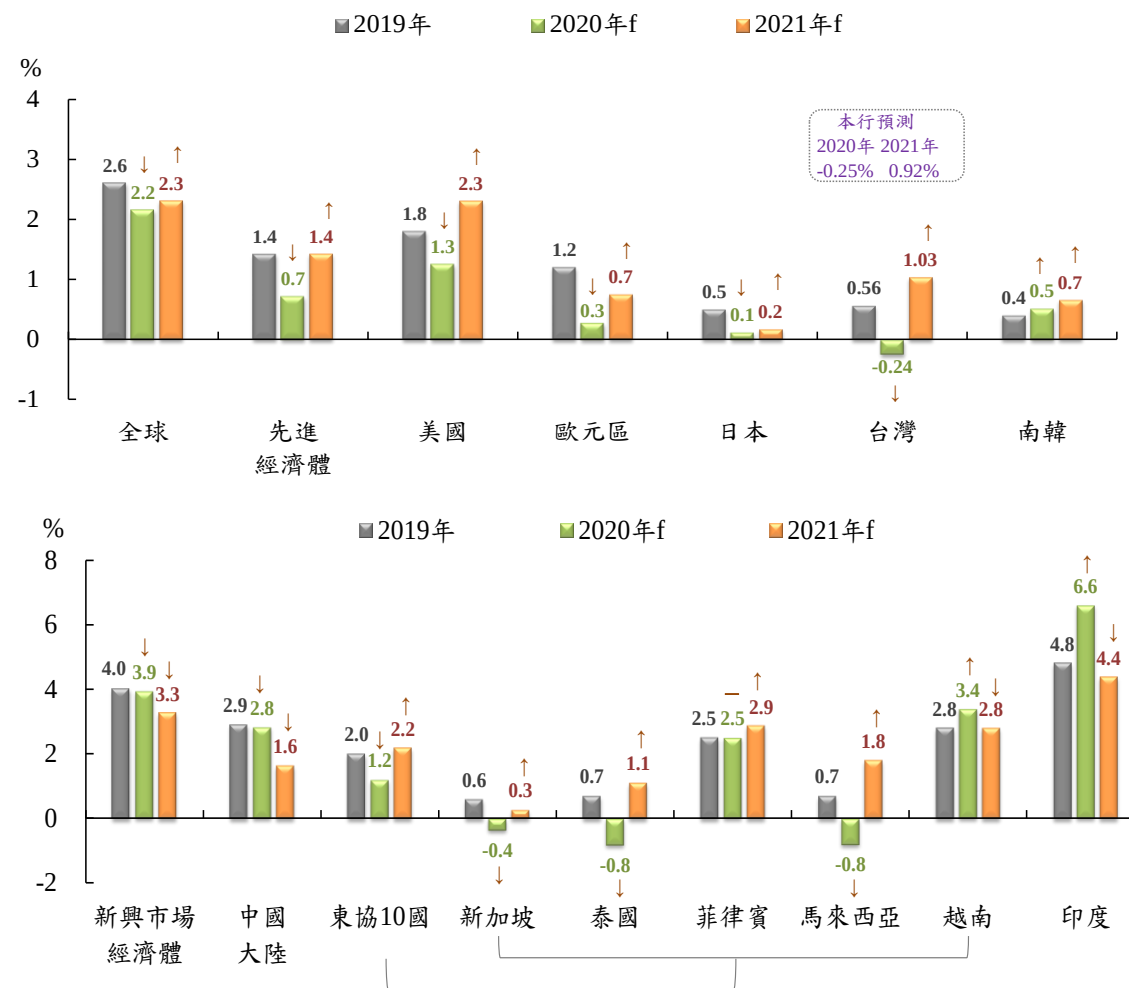
⁵ R/J CRB 期貨價格指數係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等 6 大類，共 19 種商品期貨價格編製而成，其中能源類權重 39% 最高。

2. 全球通膨預期略升，惟尚屬溫和

本年受消費需求疲弱，加以油價低迷等因素影響，IHS Markit 預測**本年全球通膨率**由上年之2.6%**降至 2.2%**，其中先進經濟體降幅較為明顯，主要經濟體通膨率預測值多低於上年(圖 8)。

明年在消費需求可望回溫，及預期國際油價略高於本年下，**全球通膨率預測值略升至 2.3%**，主要經濟體亦多回升，惟仍多溫和，中國大陸則因高基期及豬肉價格可望下跌而下滑(圖 8)。

圖 8 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f表示預測值；↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。

2. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/11/17)

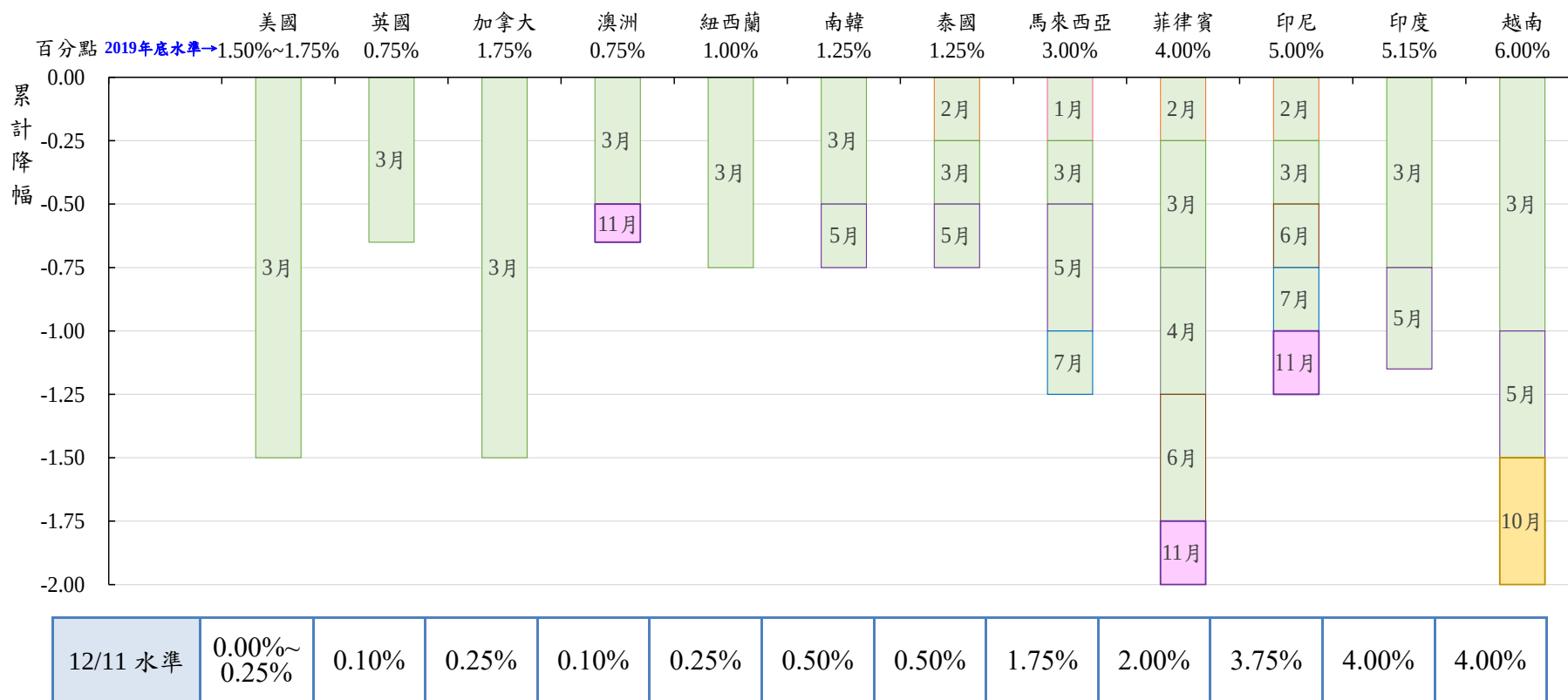
(三)疫情反覆影響經濟復甦，主要經濟體維持寬鬆貨幣並續推擴張性財政政策

1. 主要經濟體續維持寬鬆貨幣政策

自9月本行理事會會議以來，美歐日疫情急遽升溫，對經濟復甦構成壓力，**歐洲央行(ECB)**於12月宣布**擴大並延長購債計畫**，**美國聯準會(Fed)**亦擬調整若干政策工具，**日本央行(BoJ)**則續維持極度寬鬆貨幣政策。至於中國大陸，因經濟指標回升、金融風險升溫，**中國人民銀行**轉向側重扶植小微企業，**不再擴大貨幣寬鬆**(詳附表)。

此外，部分尚有降息空間之亞太經濟體包括**越南、澳洲、菲律賓、印尼**等央行續降息(圖9)。

圖9 本年以來主要經濟體累計降息幅度

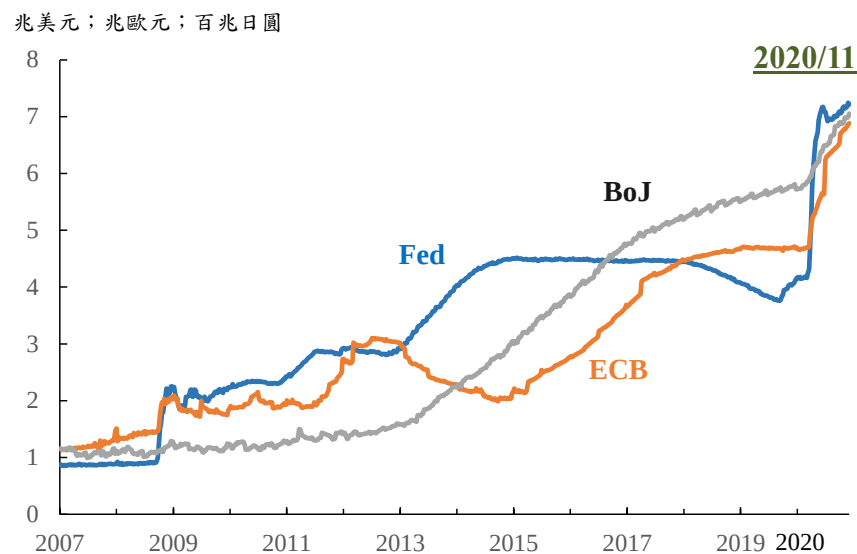


資料來源：各國官方網站

2. 主要經濟體央行大規模購債推升資產至新高水準

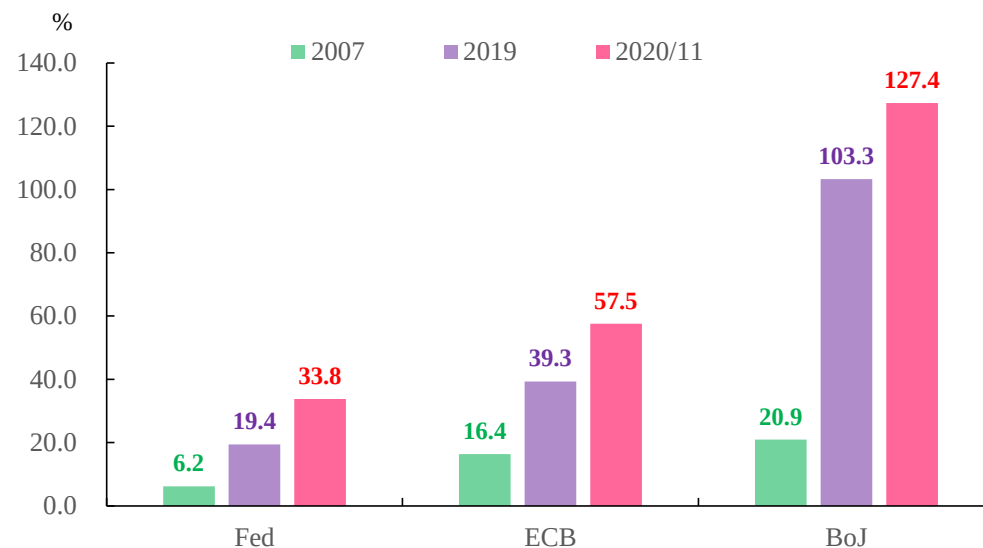
Fed、ECB、BoJ 持續大規模購債，致近期資產規模已升至歷史新高(圖 10)，擴增速度超越 2008~2009 年全球金融危機時期；**資產對 GDP 比率**亦明顯攀升，約為 **2007 年全球金融危機爆發前之 3~6 倍**(圖 11)。

圖 10 主要央行資產規模



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 11 主要央行資產對 GDP 比率



資料來源：各官方網站、Refinitiv Datastream

3. 主要經濟體本年擴張性財政政策規模史上首見

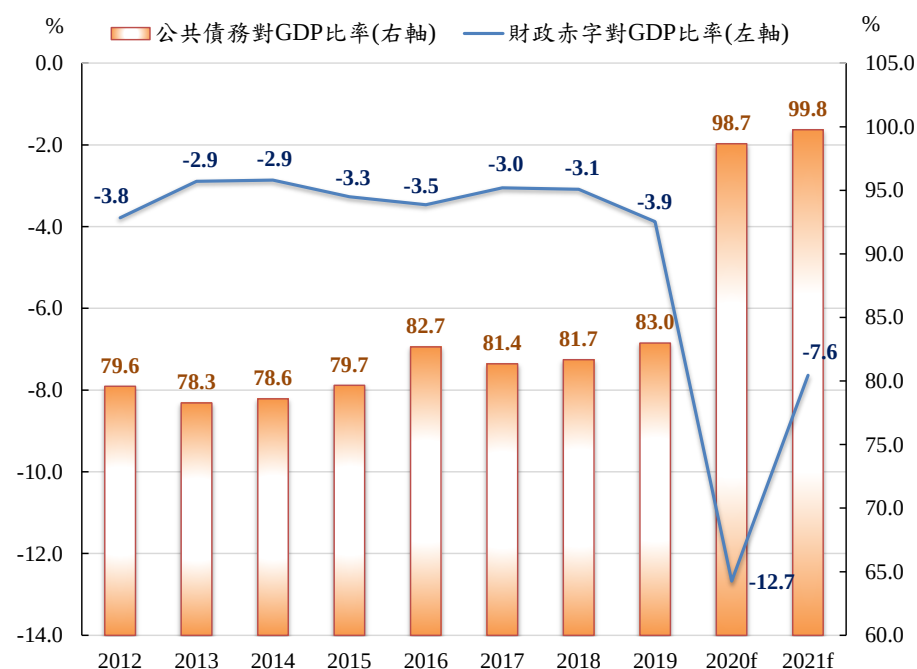
為因應疫情，**主要經濟體**推出大規模之**紓困及振興方案**(表 1)，截至本年 11 月中旬，總規模已達 12 兆美元⁶，對緩解疫情衝擊與提振景氣復甦發揮至為關鍵的作用，惟亦將使**本年全球財政赤字及公共債務對 GDP 比率分別急遽攀升至 12.7%及 98.7%**，而美歐日疫情復燃，**預期擴張性財政政策將延續，明年全球財政赤字對 GDP 比率仍較疫情前高一倍**(圖 12)。

表 1 本年以來主要經濟體擴張性財政政策

經濟體	內容	規模
美國	已執行	共 3 輪紓困法案，以 3 月通過之冠狀病毒援助、救濟與經濟安全法案(CARES Act)規模 2.2 兆美元最大。
	進行中	國會兩黨提出 新一輪紓困計畫 ，最終方案仍待協商。
歐盟	已執行	4 月通過 緊急紓困計畫 。
	已通過	7 月協議成立名為「歐盟下一代」(NGEU)之 復甦基金 ，12 月獲歐盟峰會通過。
日本	已執行	4 月 實施史上最大規模之緊急經濟對策方案 ，6 月再通過新振興方案。
	已公布	12 月上旬公布 新一輪經濟激勵方案 。

資料來源：各經濟體官方網站及相關新聞報導

圖 12 全球財政赤字及公共債務對 GDP 比率



註：f 表示預測值。

資料來源：IMF Fiscal Monitor (2020/10)

⁶ 詳 Georgieva, Kristalina (2020), "Continued Strong Policy Action to Combat Uncertainty," *IMF Blog*, Nov. 19。

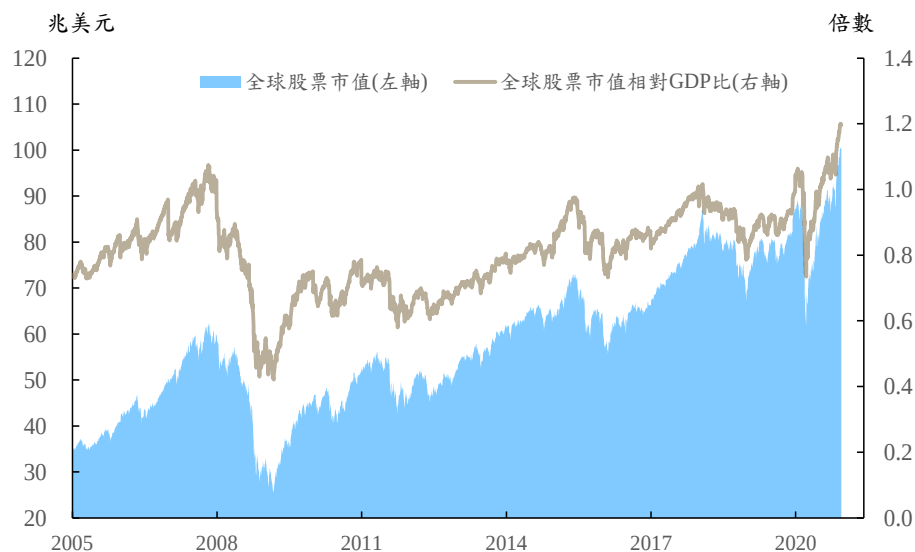
(四)疫苗研發利多消息提振市場信心，風險資產價格續揚

1. 全球股票市值、多國股市紛創歷史新高

疫情加速新興科技應用，帶動科技業景氣持續向上，復以疫苗研發之正面訊息提振投資信心，資金湧入股市，各類股出現輪動漲勢，並推升全球股票市值突破 100 兆美元(約為全球 GDP 之 1.2 倍)之歷史高點(圖 13)。

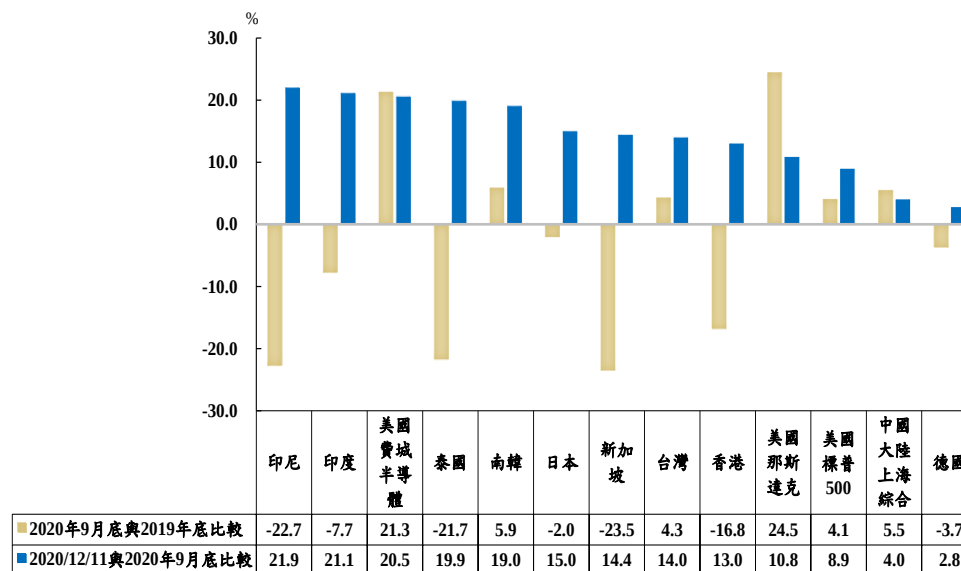
12 月 11 日與 9 月底比較，主要經濟體股價皆揚升(圖 14)，其中，美國、南韓、台灣與印度股價指數屢創歷史新高，日本股市則漲至 1991 年以來最高，印尼等若干東南亞國家股市因跌深，反彈幅度亦大。

圖 13 全球股票市值與其對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 14 主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：Refinitiv Datastream

2. 美元指數持續走低，新興市場貨幣因資本湧入對美元升值

美國大選落幕，復以疫苗研發獲突破性進展，**市場風險偏好升溫**，促使**資金大量流入新興市場**，**美元指數跌至2018年4月以來最低**(圖 15)。10月以來主要經濟體貨幣對美元變動情形說明如下：

- **歐元**：投資人預期美國總統大選後，**美歐關係有望改善**，歐元對美元**大幅升值**。
- **日圓**：日本**經濟及貿易數據優於預期**，日圓**盤整走升**。
- **人民幣**：中國大陸經濟復甦優於預期，公債殖利率走揚，**與美國公債利差擴大**，吸引資金流入，人民幣對美元**續強**。
- **亞太經濟體貨幣多升值**：追逐較高收益之資金湧向亞洲經濟體，亞洲國家貨幣對美元多升值，其中以**韓元升幅較大**(圖 16)。

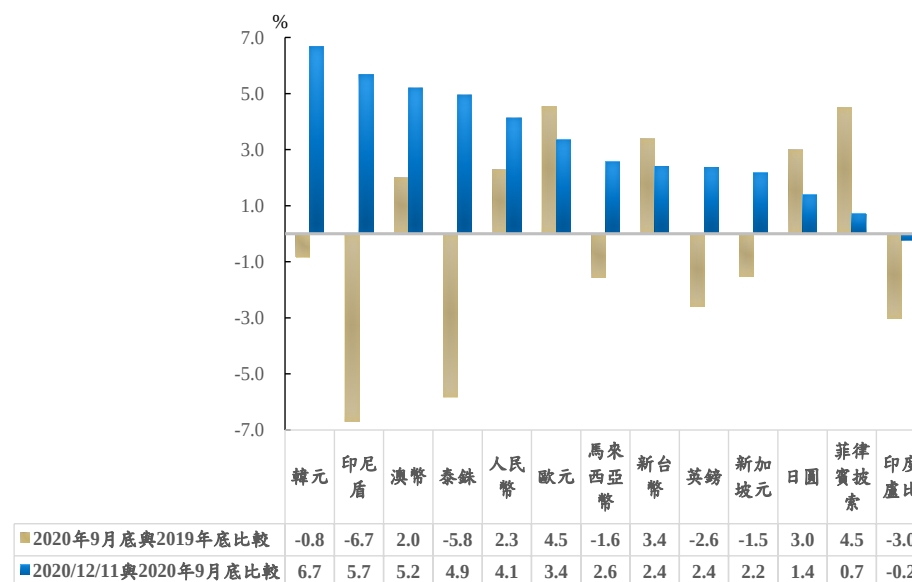
圖 15 美元指數與新興市場資本移動指數



註：Bloomberg 新興市場資本移動指數由大宗商品、新興市場股價、債券價差與外匯套利指數編製，為衡量資本移動的高頻(high frequency)指數，指數上升代表資本流入，下降代表資本流出。基期為 2005 年 1 月(=100)。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 16 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅



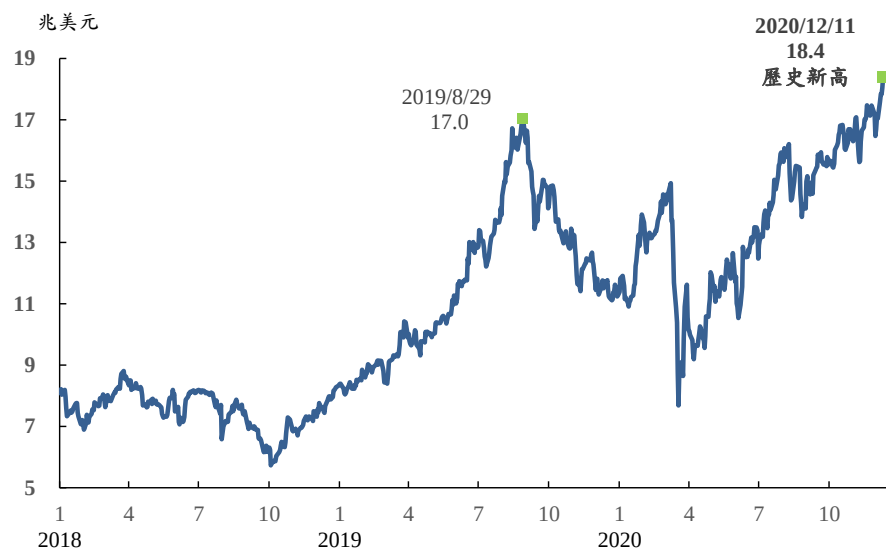
資料來源：Refinitiv Datastream

3. 市場流動性充沛，負利率債券規模創新高，美、中 10 年期公債殖利率略升

歐美國家**財政與貨幣政策持續寬鬆**，**充沛流動性續壓低公債殖利率**，而市場預期 ECB 可能因區內疫情嚴峻於年底加大寬鬆力度，促使**歐元區邊陲國家如希臘等之公債殖利率亦降至負值**，致**全球負利率債券規模再度創下歷史新高**(圖 17)。

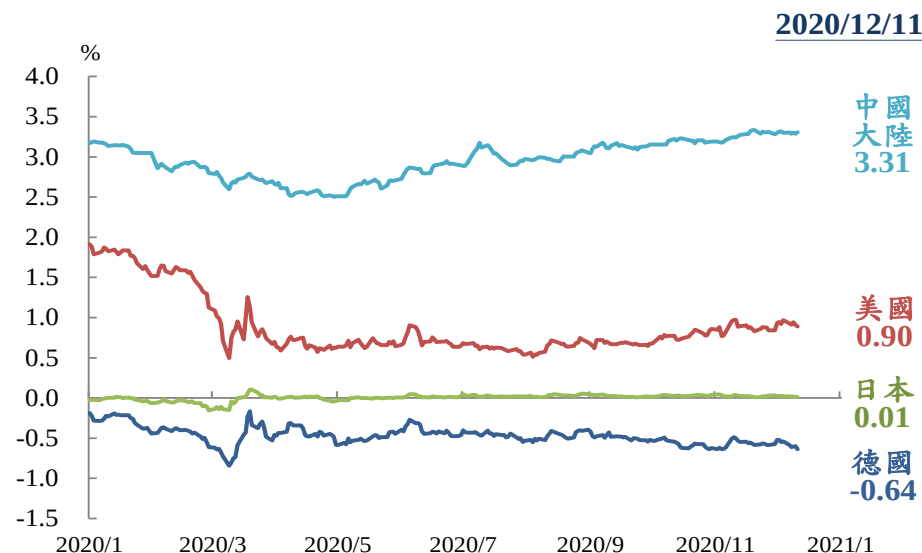
近期主要經濟體長債利率方面，隨美國總統大選落幕，加以對國會重啟紓困方案協商之期待，**美國 10 年期公債殖利率緩步上揚**，惟疫情嚴峻致升幅受限；另**ECB 釋出擴大寬鬆訊息**，**德國公債殖利率走低**；**中國大陸**則因經濟數據優於預期，另**國營企業債券違約事件頻傳**，**風險外溢至公債市場**，**帶動公債殖利率走高**(圖 18)。

圖 17 全球負利率債券規模



資料來源：Bloomberg

圖 18 主要經濟體 10 年期公債殖利率

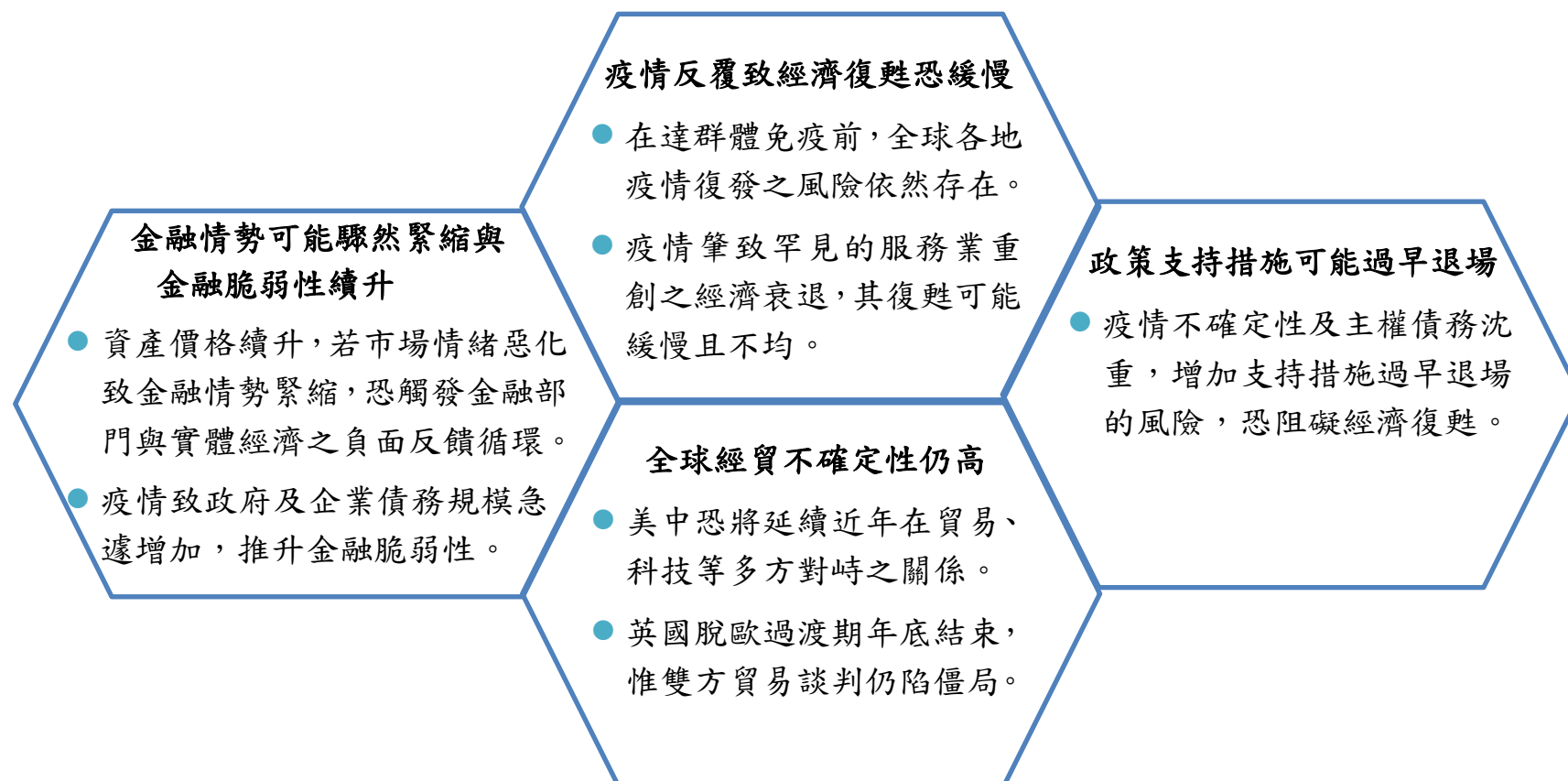


資料來源：Refinitiv Datastream

(五)全球經濟前景仍因疫情面臨諸多風險

COVID-19 疫苗上市提振市場對景氣前景之樂觀預期，明年全球經濟雖可望自本年之嚴重衰退恢復成長，惟仍面臨諸多風險，包括：(1)疫情反覆致經濟復甦恐緩慢；(2)金融情勢可能驟然緊縮與金融脆弱性續升；(3)各國的政策支持措施可能過早退場；(4)全球經貿不確定性仍高(圖 19)。上述風險一旦升高或實現，將拖累經濟復甦，宜密切關注。

圖 19 影響全球經濟前景之風險



1. 疫情反覆致經濟復甦恐緩慢

COVID-19 疫苗雖上市，惟後續存在諸多變數，在達群體免疫前，全球疫情復發之風險依然存在。另疫情肇致罕見的服務業重創衰退⁷，其復甦或將緩慢且不均，歸因於：(1)服務業少有需求積壓後之反彈⁸；(2)服務業屬勞力密集業，其衰退嚴重衝擊勞動市場，且與人接觸之服務業多為低技術、低工資勞工，轉職更不易。

2. 金融情勢可能驟然緊縮與金融脆弱性續升

主要國家金融市場與實體經濟仍呈 K 型復甦⁹，致市場修正風險上升，一旦疫情發展或經濟數據不如預期，避險情緒可能驟升，促使資產價格修正、銀行緊縮放款，致企業及家庭難以取得融通營運、投資或消費所需資金，進而衝擊實體經濟，加重市場悲觀氛圍，觸發金融部門與實體經濟之負面反饋循環。此外，疫情致各國政府及企業債務急遽增加¹⁰，在緊急融通措施及寬鬆貨幣之支持下，龐大債務短期內不致威脅金融穩定，卻增加中期金融脆弱性。

3. 各國的政策支持措施可能過早退場

對疫苗上市將助益經濟的樂觀預期，加以政府債務沉重壓力，可能促使支持措施在經濟全面且穩定復甦前即先退場，恐致企業財務惡化進而倒閉，勞工求職不易退出勞動市場，不僅傷害短期經濟成長，亦將造成長期經濟傷害。

4. 全球經貿不確定性仍高

由於美國對外政策仍強調本土利益，未來美中恐將延續 2018 年來雙方在貿易、科技、金融、外交、國防等多方對峙之關係；此外，英國脫歐(Brexit)過渡期將於本年 12 月底結束，惟雙方就其後之貿易協議談判仍陷僵局。全球經貿不確定性居高不下，企業的全球投資及布局將因而面臨挑戰。

⁷ 疫情所致之經濟衰退與過去不同。過往常見者為製造業重創之衰退，對景氣循環較不敏感的服務業較具韌性，但本次受創較深的則是服務業。

⁸ 例如，疫情爆發之際積壓的家電及 3C 產品等需求，在夏季疫情緩和後釋出，相關銷售因而大增；然而，民眾因疫情而取消的出國旅遊或理髮美容，則較不會在疫情緩和後以增加出國或理髮次數彌補回來。

⁹ K 型復甦係指，股票及公司債等金融資產價格明顯揚升，就業等經濟活動卻緩慢復甦，金融與實體回復速度呈 K 字型兩極化的情形。

¹⁰ 國際金融協會(IIF)估計，本年全球債務增幅達 20 兆美元，總債務升至 277 兆美元，對 GDP 比率高達 365%，其中，政府債務對 GDP 比率則逼近 100%。

附表 自 9 月本行理事會會議以來四大央行貨幣政策變動情形

央行	政策措施	內容
Fed	維持近零之政策利率不變	11 月 5 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	維持現行購債步調不變	將至少以現行步調(約每月 1,200 億美元)持續購買公債及機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)。
	部分緊急融通機制能否展延仍不確定	Fed 推出之緊急融通機制大多將於本年底到期，若展延須獲得財政部同意，針對財長 Mnuchin 拒絕展延部分融通機制*，並要求 Fed 將相關方案之未動用資金返還財政部，主席 Powell 指出，疫情升溫為近期重大之下行風險，短期內傾向維持各項融通機制工具以支撐仍脆弱的經濟，因而敦促財政部授權 Fed 將於年底到期之融通機制展延至明年。
ECB	維持政策利率於極低水準不變	12 月 10 日決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別於 0.00%、0.25%及 -0.50%不變。
	擴大資產購買規模	維持資產購買計畫(APP)每月 200 億歐元及本年底前額外 1,200 億歐元之購債規模不變，惟鑒於疫情繼續對經濟造成嚴重影響，將因應疫情緊急購買計畫(PEPP)購債規模由 1.35 兆歐元擴大至 1.85 兆歐元，購債期間由明年 6 月底延長到至少 2022 年 3 月底，且到期本金再投資期間延長至 2023 年底。
	增強對銀行流動性之支持	延長第三輪定向長期再融通操作(TLTRO III)期限至 2022 年 6 月，銀行可融通額度由合格放款總額的 50%提高至 55%；另明年將額外增加 4 次非定向之因應疫情緊急長期再融通操作(PELTROs)，持續提供流動性支持，以協助企業及家庭更易取得信用。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	10 月 29 日決議維持短期政策利率(銀行存放央行之新增超額準備金利率)於-0.10%，及長期利率目標(10 年期公債殖利率)於 0%左右不變。
	持續支持企業融資與金融市場穩定	將持續支持企業融資與金融市場穩定：(1)維持因應疫情之新型企業金融支援特別操作不變；(2)透過無上限購買日本公債，以及美元融資供給操作，提供充足的日圓與外幣資金；(3)積極購買指數股票型基金(ETF)與不動產投資信託基金(J-REIT)。
中國人民銀行	貨幣政策轉趨中性	政策轉向側重小微企業的流動性支持措施，不再擴大寬鬆，貨幣政策轉趨中性。

註*：包括初級市場公司融通機制(PMCCF)、次級市場公司融通機制(SMCCF)、市政債流動性機制(MLF)，以及中小企業貸款方案(MSLP)等機制。

資料來源：各國官方網站