

## 一、國際經濟金融情勢及展望

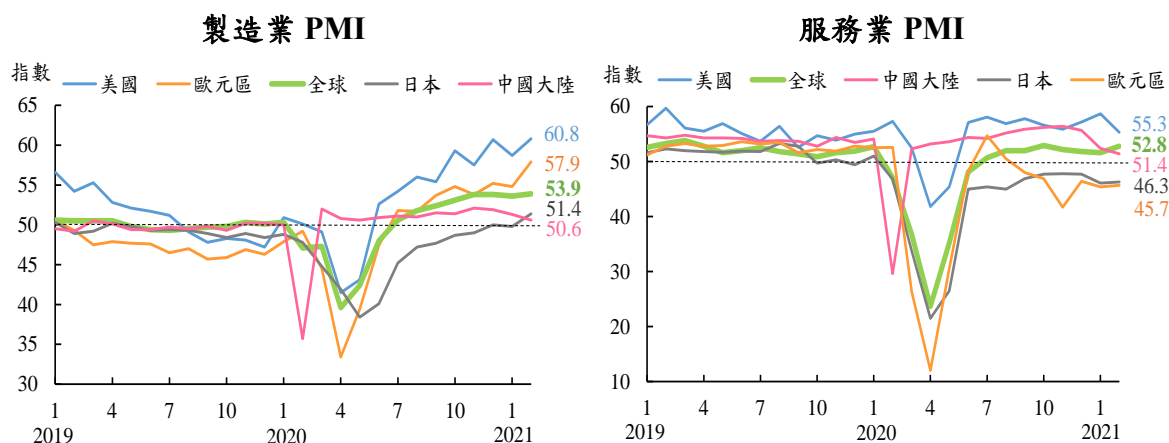
上(2020)年 12 月本行理事會會議以來，隨多國開始施打 COVID-19 疫苗，防疫措施逐步解封。本(2021)年全球經濟可望恢復成長，惟在投資人預期景氣將加速復甦並推升通膨下，近期美、德等國 10 年期公債殖利率彈升，引發國際金融市場大幅波動。由於全球之疫苗接種率尚低，且有效性因病毒變種亦存變數，復甦前景仍具不確定性。

### (一)全球經濟及貿易活動可望加速復甦，惟仍視疫情發展而具不確定性

#### 1. 製造業穩健復甦，景氣領先指標溫和上升

全球商品需求升溫帶動製造業持續擴張，**主要經濟體製造業採購經理人指數(PMI)多攀高**(圖 1)，惟**服務業 PMI 仍受防疫管制措施影響表現較為疲軟**；OECD 國家**景氣綜合領先指標**亦**穩定上升**(圖 2)，顯示全球景氣逐步復甦。

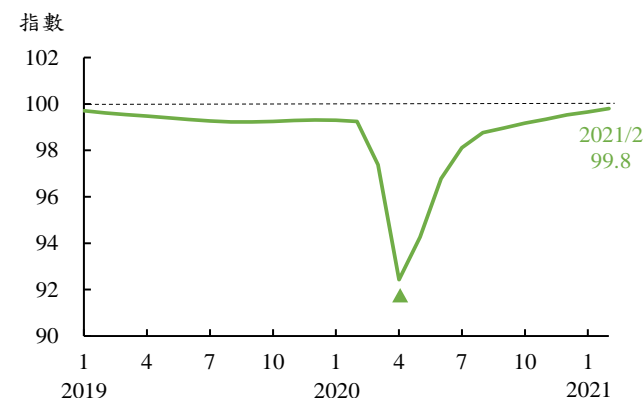
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



註：美國為 ISM 製造業及非製造業 PMI，歐元區、全球及日本為 IHS Markit 製造業及服務業 PMI，中國大陸為官方製造業及非製造業 PMI；最新數值為本年 2 月終值。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：OECD 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)具考量景氣循環及辨識轉折點等特性，提供經濟活動轉折之早期訊號；三角形代表轉折點，通常領先經濟活動實際轉折點約 6~9 個月。

資料來源：OECD

## 2. 本年全球經濟可望恢復成長

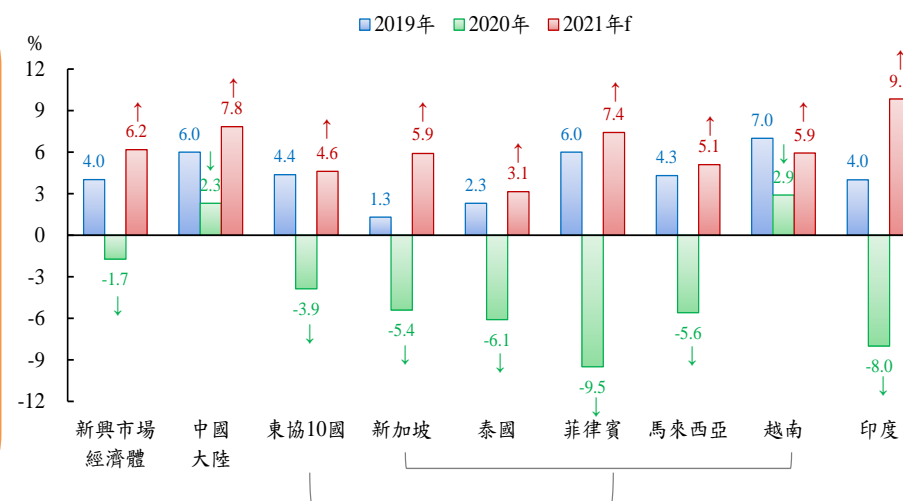
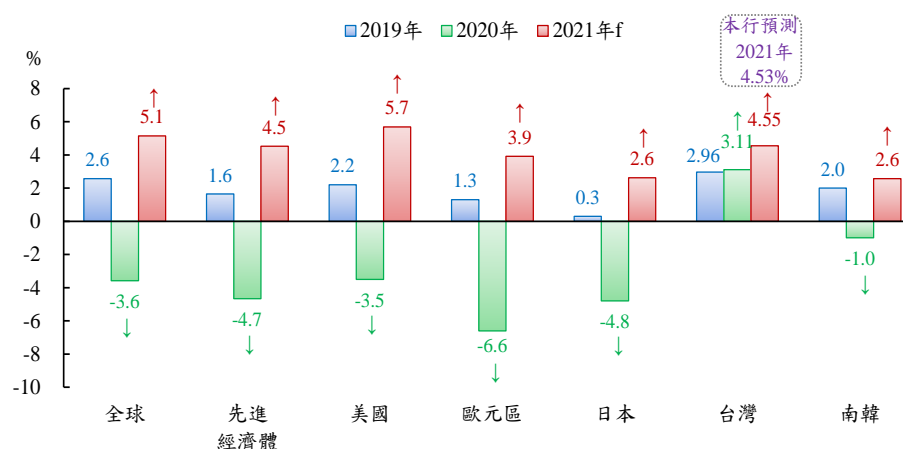
上年受疫情重創，全球經濟成長率由 2019 年之 2.6% 大幅降至 -3.6% (圖 3)，衰退幅度較全球金融危機期間之 2009 年更劇；主要經濟體多大幅衰退，台灣、中國大陸及越南則因防疫成績佳而仍能維持 2% 以上之成長。

本年在各國疫苗施打加速，防疫措施放寬，及經濟激勵政策支持與低基期效應下，IHS Markit 預測全球經濟成長率回升至 5.1% (圖 3)，主要經濟體將恢復成長：

- 美國：隨疫苗加速接種及政府力推新一輪 1.9 兆美元財政激勵方案，就業與經濟可望逐步復甦。
- 歐元區：隨疫苗廣泛接種，歐洲復甦基金開始運作，復以金融情勢寬鬆，經濟可望逐步復甦。
- 日本：在外需復甦、金融情勢寬鬆，及政府經濟對策效果發揮下，經濟可望改善。
- 中國大陸：在疫苗持續接種、防疫物資需求續增，及出口將隨全球經濟復甦，經濟可望加速成長。

由於全球疫苗接種率尚低，加以病毒持續變種，致疫苗有效性亦存變數，復甦前景仍具不確定性。

### 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：各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2021/3/15)

### 3. 本年全球貿易量預期將恢復成長

上年因需求急遽下滑，供應鏈及跨境交流受到嚴重衝擊，全球貿易量大幅萎縮(表 1)。

本年 2 月 WTO 商品貿易指標(Goods Trade Barometer)<sup>1</sup>強勁反彈至高於趨勢值(圖 4)，顯示**全球商品貿易明顯改善**；全球經濟復甦樂觀，加以基期低，國際機構均預測**本年全球貿易量將大幅成長**(表 1)，惟尚存在跨境交流仍受制於疫情發展，及主要經濟體經貿關係變化等不確定性。

表 1 全球貿易量成長率

單位：%

機構	預測日期	2019 年	2020 年	2021 年 f
World Bank	2021/1/5	1.1	-9.5 ↓	5.0 ↑
UN	2021/1/25	1.0	-7.6 ↓	6.9 ↑
IMF	2021/1/26	1.0	-9.6 ↓	8.1 ↑

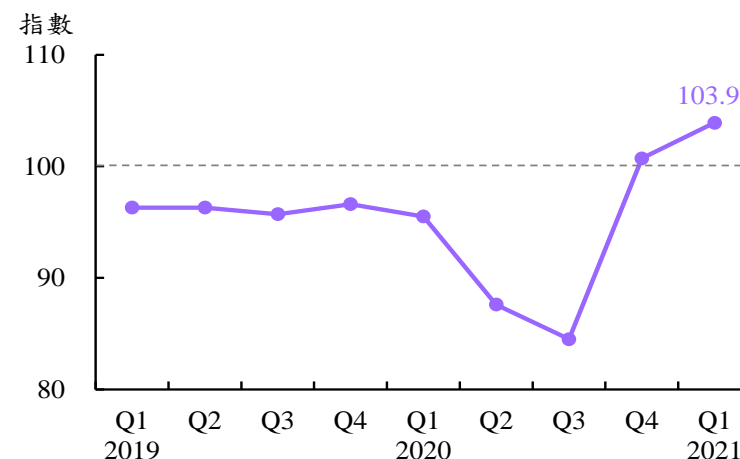
註：1. 包含商品及服務貿易。

2. f 表示預測值。

3. ↓及↑分別表示較前一年下降及上升。

資料來源：各國際機構

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 2 月係公布上年 12 月之指數值，可預示本年第 1 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

<sup>1</sup> 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。

## (二)國際商品價格上漲，預測本年全球通膨率高於上年

### 1. 本年初以來油價大漲，油價預測值將大幅高於上年；穀價亦呈震盪走升

本年初以來，油價大幅上揚(圖 5)，主因：(1)沙烏地阿拉伯於 2~3 月每日額外自願減產 100 萬桶原油；(2)嚴重暴風雪襲擊美國德州，致其原油生產停擺；(3)市場預期美國財政激勵方案將提振經濟及推升原油需求；(4)3 月初 OPEC 與其盟國決議延長現行原油減產規模至 4 月底(沙國之額外減產亦延長至 4 月底)。

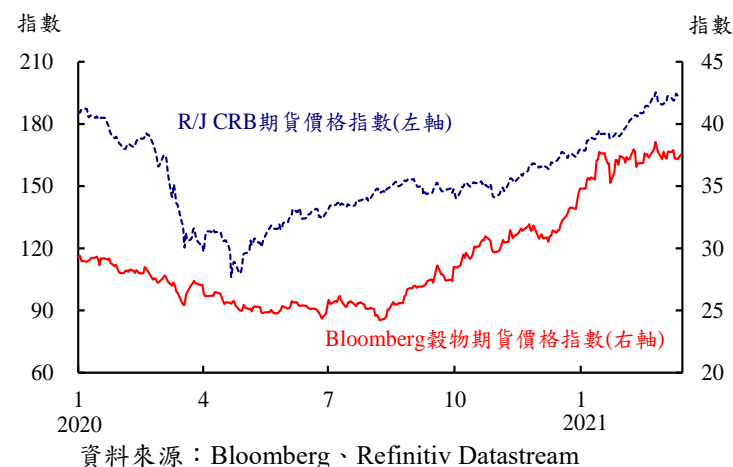
主要國際機構預期全球疫苗接種讓各國逐步解封，可望提振經濟，進而推升原油需求，加以主要產油國持續減產，因此對本年油價平均預測值為每桶 60.0 美元，大幅高於上年之 41.7 美元(圖 5)。

穀價方面，本年初以來，受產區天候變化<sup>2</sup>，及中國大陸對美國穀物進口需求仍強等因素影響，Bloomberg 穀物期貨價格指數<sup>3</sup>呈震盪走升。代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數<sup>4</sup>亦隨大宗商品價格波動而走高(圖 6)。

圖 5 布蘭特原油現貨價格



圖 6 Bloomberg 穀物及 R/J CRB 期貨價格指數



<sup>2</sup> 包括本年 1 月下旬南美洲產區天候改善、2 月美國與黑海產區嚴寒，及 3 月南美洲產區氣候惡劣等變化。

<sup>3</sup> Bloomberg 穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

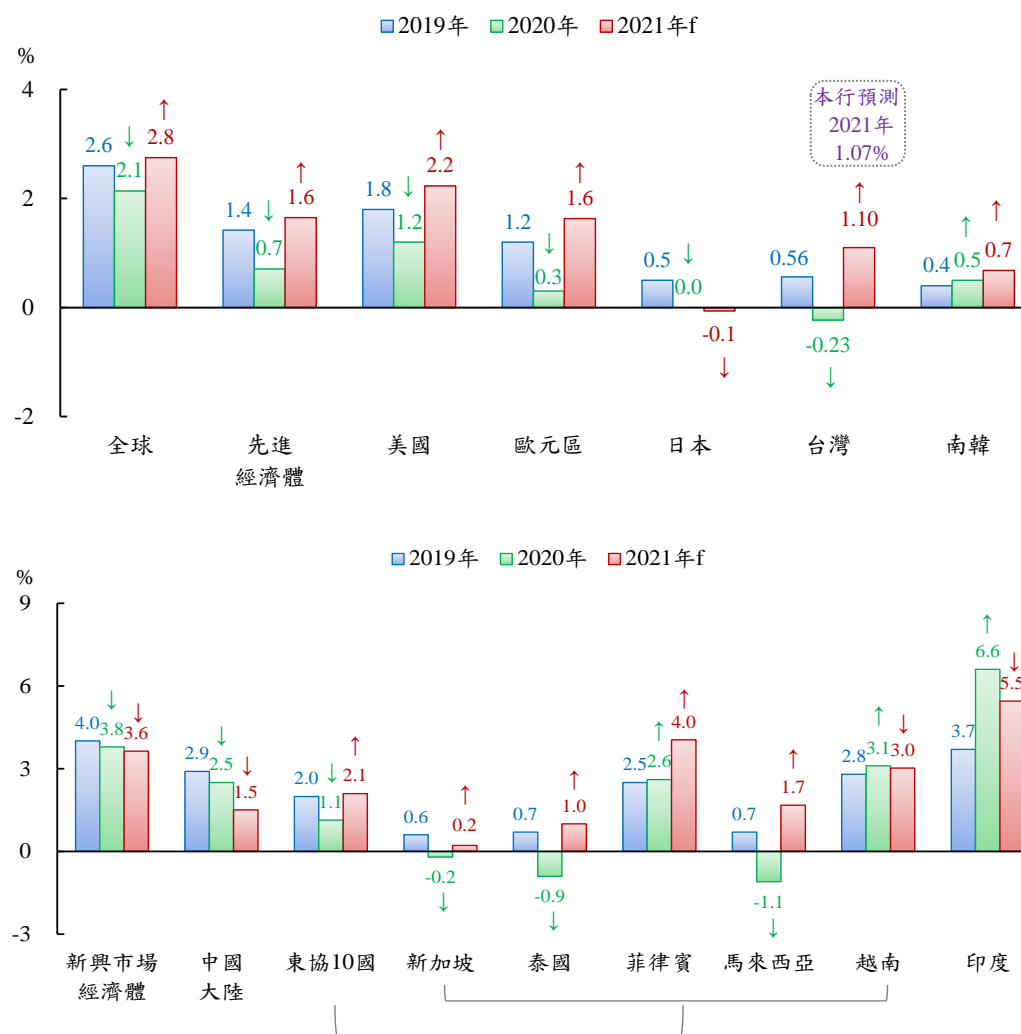
<sup>4</sup> R/J CRB 期貨價格指數係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等 6 大類，共 19 種商品期貨價格編製而成，其中能源類權重 39% 最高。

## 2. 本年全球通膨率預測值高於上年

上年由於疫情衝擊消費需求，加以國際油價低迷，影響所及，全球通膨率由2019年之2.6%降至2.1%(圖7)；主要經濟體通膨多低緩，中國大陸則因豬肉價格高漲而維持在相對高點。

本年在國際商品價格上揚，加以全球經濟及消費需求可望回溫下，IHS Markit 預測全球通膨率升至2.8%(圖7)；主要經濟體通膨率預測值多高於上年，惟中國大陸因豬肉價格回跌而低於上年。

圖7 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↑分別表示較前一年下降及上升。

2. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

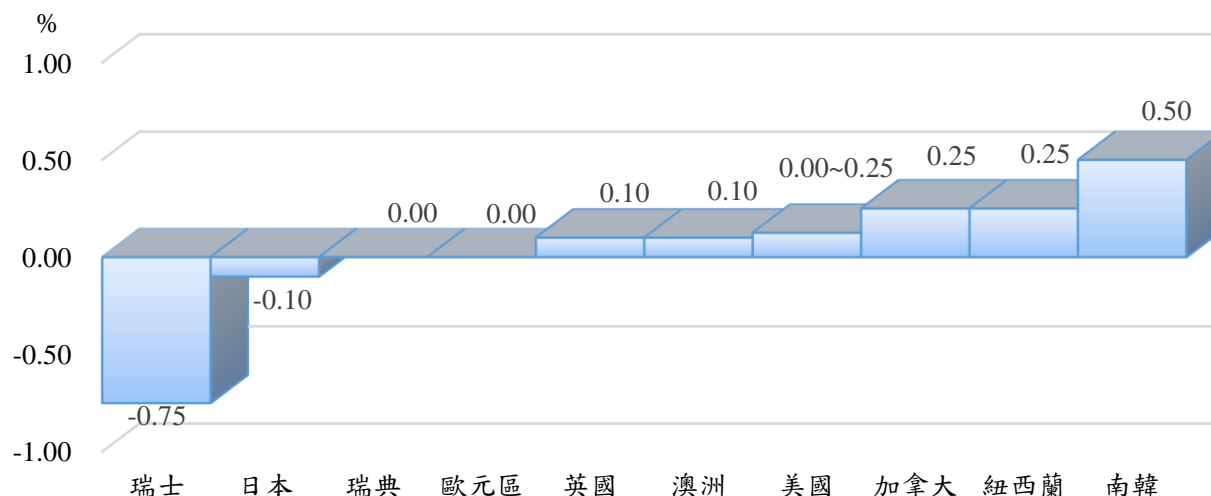
資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2021/3/15)

### (三)經濟仍受疫情衝擊，主要經濟體維持寬鬆性貨幣政策及擴張性財政政策

#### 1. 主要經濟體維持極寬鬆貨幣政策，並強調目前討論政策退場言之過早

上年 12 月以來，美國聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)皆維持政策利率於極低水準(圖 8)，並持續大規模購債，維持極寬鬆之貨幣政策；對於市場預期經濟加速復甦將推升通膨、促使央行提早緊縮政策，致近來 10 年期公債殖利率大幅彈升，渠等央行表示，在經濟尚受疫情影響之際，討論寬鬆政策退場言之過早。中國人民銀行則延續穩健中性基調，不再擴大貨幣寬鬆(表 2)。另除印尼央行降息外，其餘央行則維持政策利率不變。

圖 8 主要經濟體政策利率水準



註：歐元區為主要再融通操作利率。

資料來源：各央行網站(截至 3 月 15 日資料)

表 2 上年 12 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	1 月 27 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	維持購債步調不變	延續上年 12 月發布之購債指引，持續購買公債及機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)每月至少 1,200 億美元，直至充分就業與物價穩定(長期平均通膨率 2%)雙重目標之達成具顯著進展。
	目前未考慮寬鬆政策退場	主席 Powell 於 2 月 24 日表示，通膨可能需要超過 3 年的時間才能實現平均 2%之目標；再於 3 月 4 日重申，距達成雙重目標還有一段長路，而目標之達成亟需寬鬆金融情勢之支持。
ECB	維持政策利率於極低水準不變	3 月 11 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。
	加快購債步調	維持每月 200 億歐元之資產購買計畫(APP)與總規模 1.85 兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)不變，基於對金融情勢及通膨展望的綜合評估，預計於下一季加快 PEPP 購債步調。
	將防止金融情勢過早緊縮	2 月 22 日總裁 Lagarde 表示，公債殖利率攸關企業及家庭的借貸成本，故將防止整體金融情勢過早緊縮；再於 3 月 11 日重申，維持有利的融資條件對支撐經濟活動及維持物價穩定至關重要。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	1 月 21 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，將維持目前利率水準直至核心 CPI 穩定維持在 2%以上。
	持續購買資產	持續購買公債、指數股票型基金(ETF)與不動產投資信託基金(J-REIT)。
	目前未考慮寬鬆政策退場，並須將殖利率曲線穩定維持在低點	黑田總裁於 2 月 16 日表示，在疫情持續重創經濟之際，目前討論寬鬆政策退場為時過早，疫情帶來之龐大衝擊可能使通膨率直至 2023 年都無法達到 2%目標；再於 3 月 5 日指出，由於經濟仍受疫情衝擊，必須將殖利率曲線穩定維持在低點，沒有擴大殖利率曲線控制區間之必要。
中國人民銀行	續採穩健中性之貨幣政策	延續穩健中性之基調，不再擴大貨幣寬鬆，並陸續終止針對疫情採行之各項寬鬆措施。
	維持市場流動性合理充裕，並加強支持小微企業	利用公開市場逆回購操作及中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)等工具釋出資金，維持市場流動性合理充裕，並運用結構性貨幣政策工具，加強對小微企業之金融支持。

資料來源：各央行網站

## 2. 主要經濟體維持擴張性財政政策

截至本年 2 月，**主要經濟體**為因應疫情推出之財政激勵方案總規模已近 14 兆美元<sup>5</sup>，對緩解疫情衝擊與提振景氣發揮關鍵作用，**近期更推出新一輪財政激勵方案**(如美國上年底通過 9,000 億美元紓困方案後，本年初再推 1.9 兆美元新方案)，或**宣布增加新年度財政預算**(如日本、英國)，**延續擴張性財政政策**。

上年**主要經濟體**財政赤字對 GDP 比率已大幅彈升，**預期本年赤字比率仍將高於疫情前水準**(圖 9)，導致**政府債務對 GDP 比率將進一步攀升**(圖 10)。

圖 9 主要經濟體財政赤字對 GDP 比率

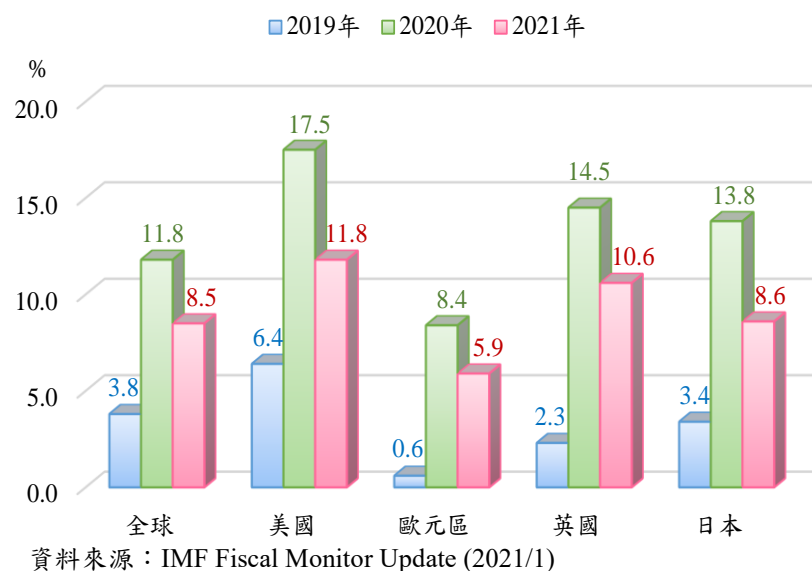
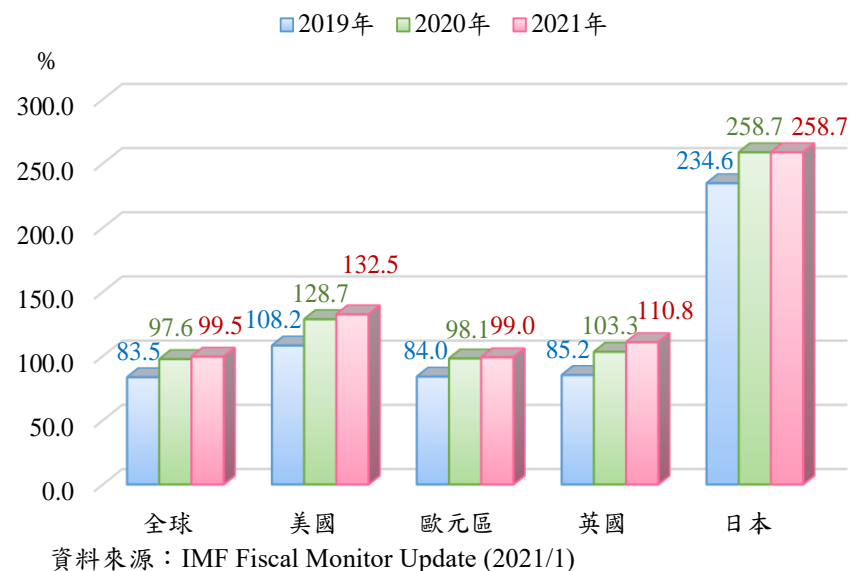


圖 10 主要經濟體政府債務對 GDP 比率



<sup>5</sup> 參考 Georgieva, Kristalina (2021), “The Great Divergence: A Fork in the Road for the Global Economy,” *IMF Blog*, Feb. 24。



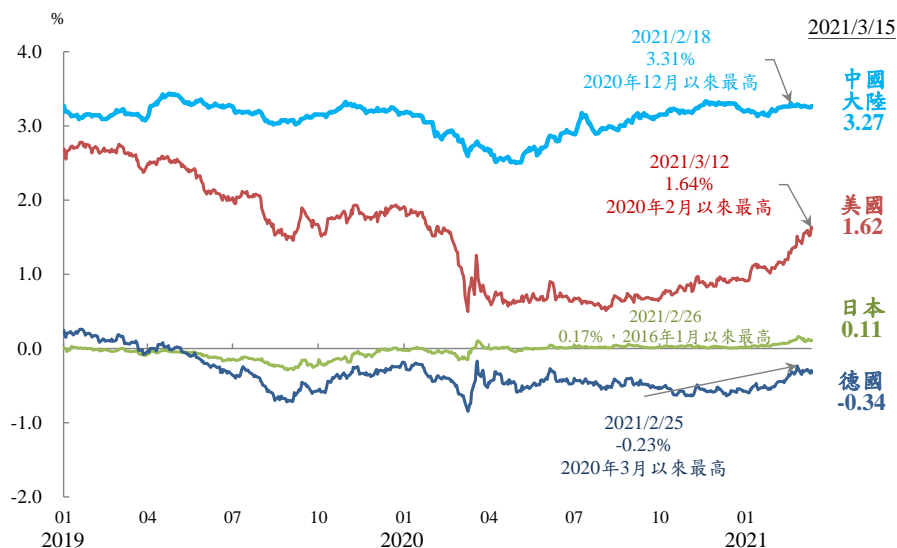
#### (四)主要經濟體 10 年期公債殖利率彈升，金融市場波動加劇

##### 1. 主要經濟體 10 年期公債殖利率大幅上揚

本年以來主要經濟體開始疫苗施打，防疫措施逐步解封，加以美國再推財政激勵方案，市場預期經濟加速復甦將推升通膨，復以政府恐須增加發行長天期公債籌措財源，美、德、日等國 10 年期公債殖利率快速上升(圖 11)。

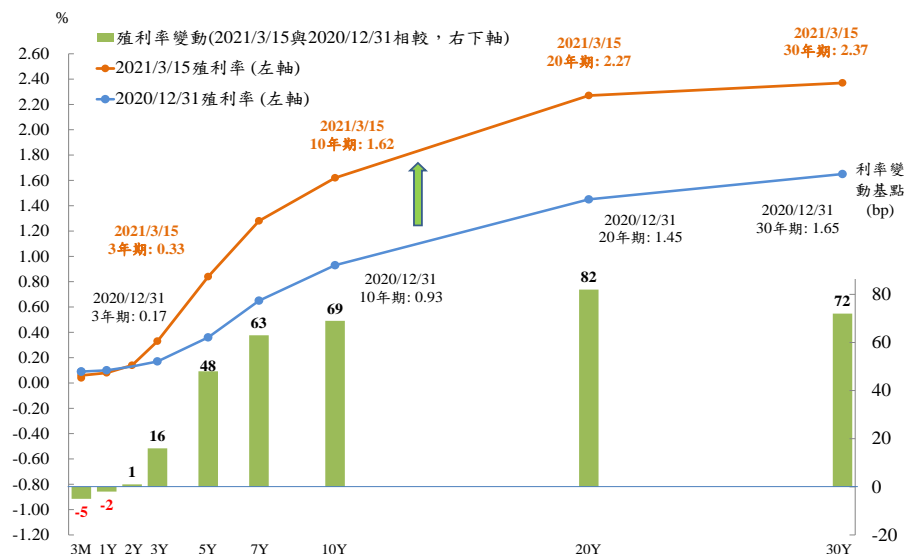
在長天期公債殖利率揚升之際，美、德、日等國短天期公債殖利率則在 Fed、ECB、BoJ 承諾持續低利率政策下維持低檔，致殖利率曲線趨陡，尤以美國最為明顯(圖 12)。

圖 11 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 12 美國公債殖利率曲線



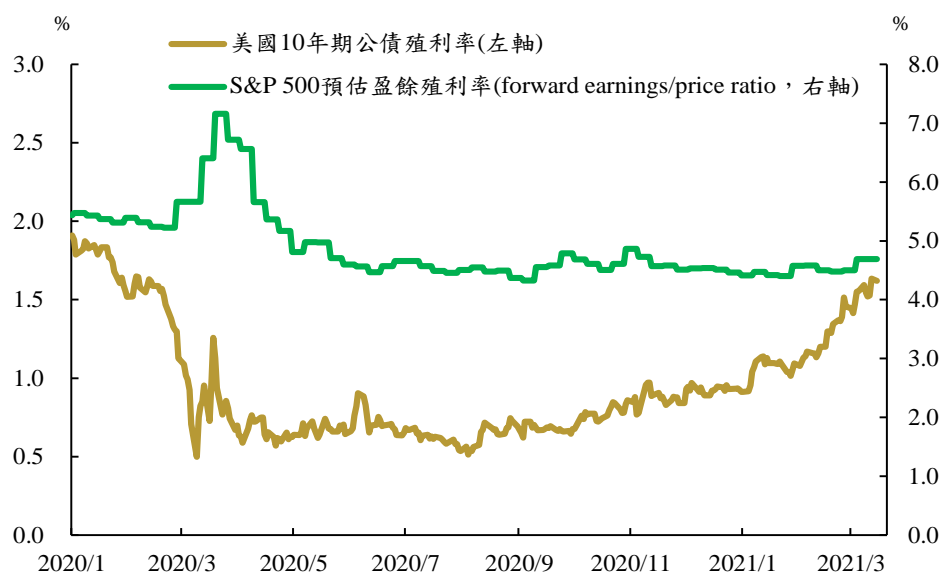
資料來源：美國財政部

## 2. 公債殖利率上升降低股票投資吸引力，全球股市自高點下修後呈回穩跡象

本年初以來，受疫苗接種加速、美國續推財政方案等利多消息激勵，美、德股價指數均創歷史新高，日股亦升至 30 年來高點。

2 月中旬後，因美歐等國長天期公債殖利率大幅彈升，市場擔憂恐推升企業融資成本，致股票盈餘殖利率與公債殖利率之利差優勢縮減<sup>6</sup>(以美國為例，詳圖 13)，對近年由全球低利率環境所支撐之高股價帶來修正壓力，全球股市自高點下跌，回吐本年來之部分漲幅，近期呈回穩跡象；其中又以先前漲勢凌厲之美國科技股下修幅度較大，而中國大陸因中美利差縮減，且中國人民銀行示警股市有泡沫化疑慮，投資人擔憂監管恐趨嚴，股市賣壓沉重(圖 14)。

圖 13 美國股票盈餘殖利率與 10 年期公債殖利率

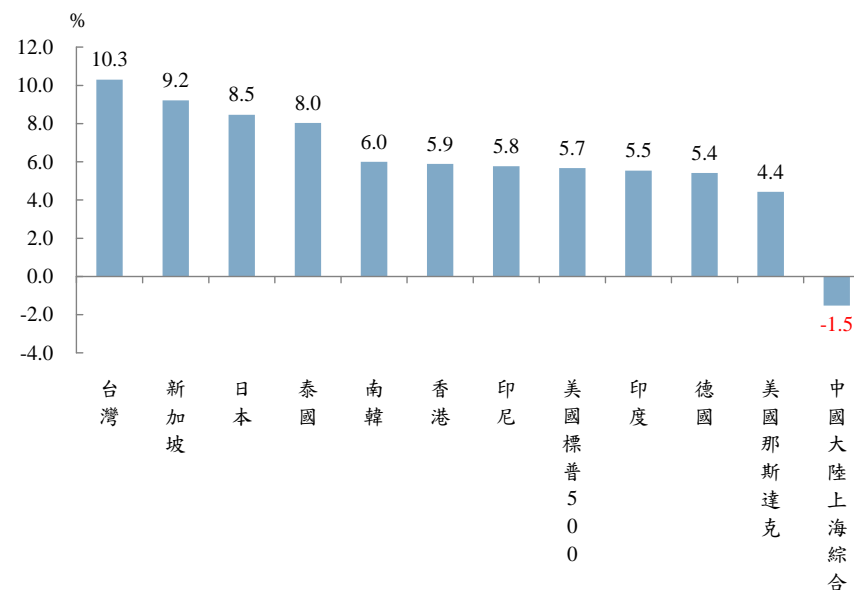


註：S&P 500 預估盈餘殖利率係由專業股票分析師預估 S&P 500 成分股未來 12 個月企業盈餘，除以股票市價而得。

資料來源：Refinitiv Datastream I/B/E/S 股市資料庫

圖 14 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年 3 月 15 日與去年底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

<sup>6</sup> 參考 BIS (2021), *BIS Quarterly Review*, Mar. 1。

### 3. 美元指數自低點回升，主要國家貨幣對美元趨貶

市場預期**本年美國景氣與通膨可望加速升溫**，致其**10年期實質利率自歷史低點反彈**，**美元指數亦自低點回升**(圖 15)。本年以來主要經濟體貨幣對美元匯率變動情形說明如下(圖 16)：

- 英鎊：**英國與歐盟於去年底達成「英歐貿易及合作協議」**，避免無協議脫歐風險，**英鎊對美元大幅升值**。
- 歐元：**歐元區疫苗施打進度相對落後其他先進經濟體**，**多國續採嚴格防疫管制措施**，**歐元對美元走勢疲弱**。
- 日圓：**本年來國際股市大漲**，**日圓避險需求下降**，復以**美債殖利率走揚致美日利差擴大**，**日圓對美元大幅貶值**。
- **亞洲貨幣多疲軟**：中國大陸經濟持續擴張，人民幣對美元震盪走升，惟3月後因中美利差縮小而升勢稍歇；南韓則因資金流出投資海外資產，韓元對美元走貶。

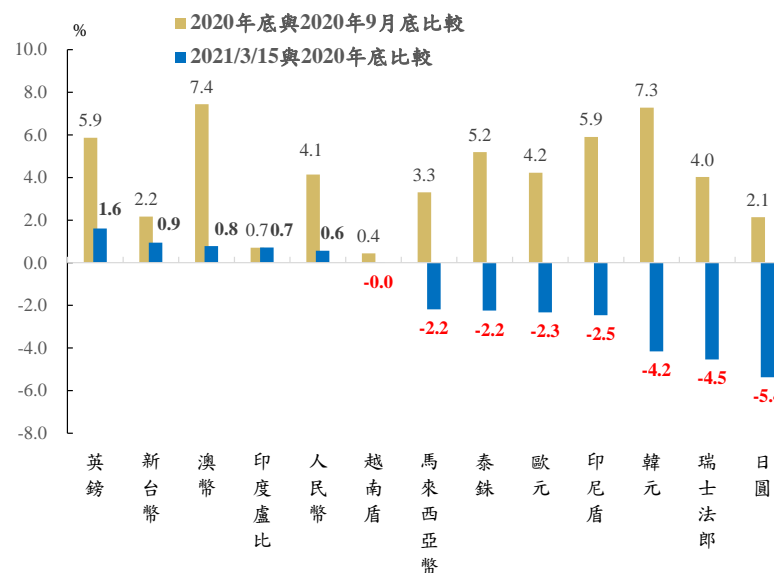
圖 15 美元指數



註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 16 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅

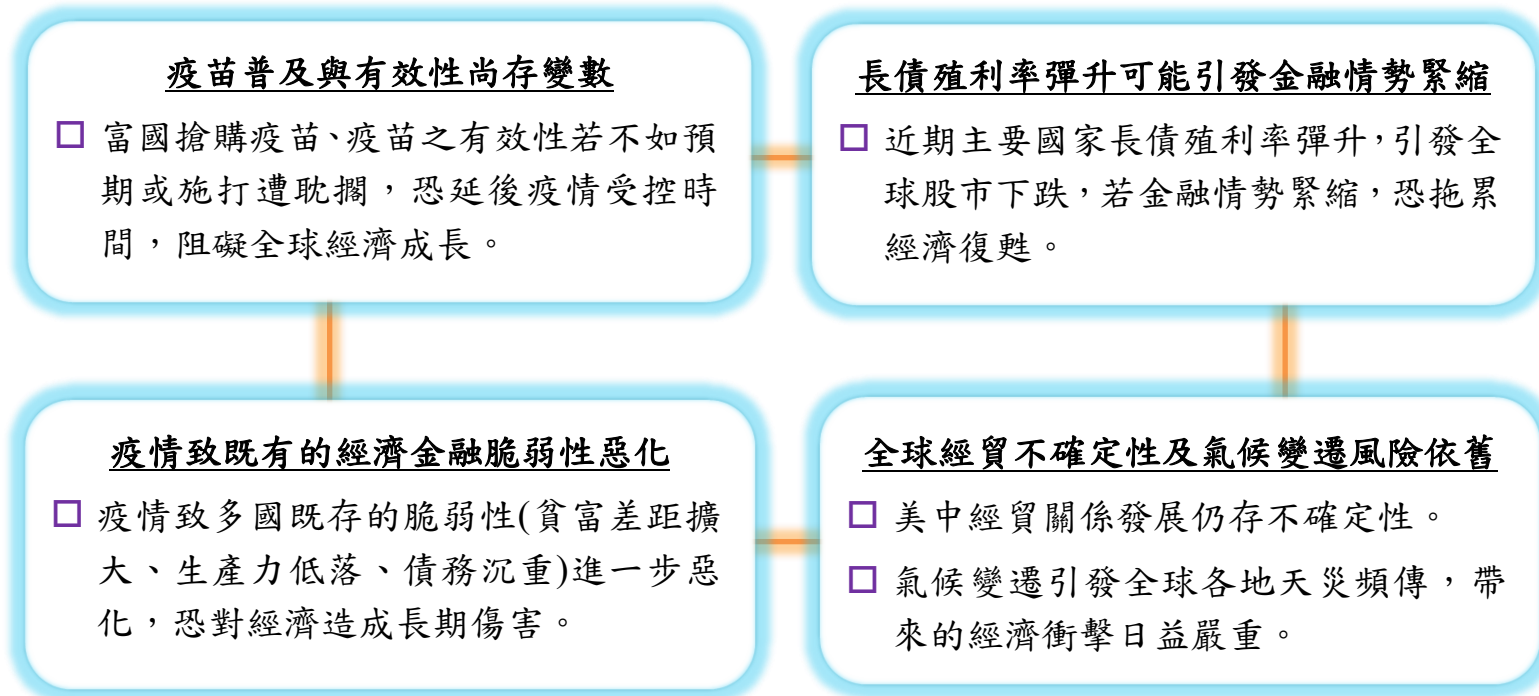


資料來源：Refinitiv Datastream、台北外匯經紀股份有限公司

## (五)全球經濟前景仍面臨高度不確定性

隨多國疫苗施打、經濟活動漸回常軌，本年**全球經濟**可望自上年衰退恢復成長，惟**前景仍面臨諸多風險**（圖 17），包括：(1)**疫苗普及與有效性尚存變數**<sup>7</sup>；(2)**長債殖利率彈升可能引發金融情勢緊縮**<sup>8</sup>；(3)**疫情致既有的經濟金融脆弱性惡化**<sup>9</sup>；(4)**全球經貿不確定性及氣候變遷風險依舊**。上述風險一旦升高或實現，將拖累經濟復甦，宜密切關注。

圖 17 影響全球經濟前景之風險



<sup>7</sup> 主要參考 OECD (2021), “Economic Outlook, Interim Report,” Mar.; Çakmaklı, Cem (2021), “The Economic Case for Global Vaccinations: An Epidemiological Model with International Production Networks,” NBER, Jan. 25; IMF (2021), *World Economic Outlook Update*, Jan. 26; UN (2021), *World Economic Situation and Prospects*, Jan. 25; World Bank (2021), *Global Economic Prospects*, Jan.。

<sup>8</sup> 主要參考 OECD (2021), “Economic Outlook, Interim Report,” Mar.; IMF (2021), *Global Financial Stability Report Update*, Jan. 27; World Bank (2021), *Global Economic Prospects*, Jan.; UN (2021), *World Economic Situation and Prospects*, Jan. 25。

<sup>9</sup> 主要參考 World Bank (2021), “Ch. 3 : Heading into a Decade of Disappointments?” *Global Economic Prospects*, Jan.; ILO (2021), “ILO Monitor: COVID-19 and the World of Work,” 7<sup>th</sup> Edition, Jan. 25; Institute of International Finance (2021), “Global Debt Monitor: COVID Drives Debt Surge – Stabilization Ahead?” Feb. 17; IMF (2021), *Global Financial Stability Report Update*, Jan. 27。

## 1. 疫苗普及與有效性尚存變數

當前全球經濟前景的最大風險仍是疫情發展。富國的疫苗國家主義(vaccine nationalism)<sup>10</sup>可能致其他國家延遲疫苗接種，且若疫苗有效性不如預期或施打延宕，都將延後全球疫情受控時間，致病毒出現更多變異，引發現有疫苗失效及群體免疫門檻提高之風險，阻礙全球經濟成長。

## 2. 長債殖利率彈升可能引發金融情勢緊縮

近期在投資人預期疫苗施打、美國新一輪財政激勵措施將加速經濟復甦、推升通膨，並促使主要央行提早退出超寬鬆貨幣政策下，美、德等主要國家長債殖利率彈升，市場擔憂恐推升企業融資成本，引發全球股市自高點下跌，若金融情勢緊縮，導致企業及家庭難以取得營運、投資或消費所需資金，將拖累經濟復甦。

## 3. 疫情致既有的經濟金融脆弱性惡化

疫情爆發前，許多國家已面臨貧富差距擴大、生產力成長低落，以及整體債務規模龐大等經濟金融脆弱性。疫情透過衝擊勞動市場(尤其低技術低薪勞工)，嚴重削弱投資、教育、勞動力等驅動長期經濟成長之關鍵力量，以及促使各國政府、企業及家庭大幅舉債因應衝擊，導致存在多年的脆弱性進一步惡化，恐對未來經濟前景帶來長期傷害。

## 4. 全球經貿不確定性及氣候變遷風險依舊

美國新政府認為中國大陸是美國目前最重要的戰略競爭對手，並直言將對中國大陸不當的經濟及貿易行為採取因應對策<sup>11</sup>，美中關係發展仍存不確定性，持續牽動全球經貿展望。

此外，氣候變遷引發全球各地天災頻傳，帶來的經濟衝擊日益嚴重。上年全球颶風、野火與洪水出現次數創新高，肇致的經濟損失高達 2,100 億美元<sup>12</sup>；本年 2 月，強烈暴風雪襲擊美國，引發之經濟衝擊更擴及全球<sup>13</sup>。

<sup>10</sup> 國際間將近期富國搶購疫苗的行為稱為「疫苗國家主義」。英國醫學期刊 Lancet 指出，根據公開銷售數據，美、英、歐盟等富國訂購疫苗數量占本年全球疫苗預估供應量的 70%，但其人口僅占全球總人口的 16%。參見 Wouters et al. (2021), “Challenges in Ensuring Global Access to COVID-19 Vaccines,” *The Lancet*, Feb.。

<sup>11</sup> 外媒綜整近期拜登政府官員的發言，大抵認為將延續川普政府時期的諸多措施。詳 Davis, Bob and Lingling Wei, “Biden’s China Policy to Be Steered by Team of Rivals,” *Wall Street Journal*, Feb. 3; Lee, Yen Nee (2021), “Biden’s Team Says It Will Use ‘All Available Tools’ to Fight China’s Unfair Trade Practices,” *CNBC*, Mar. 2。

<sup>12</sup> 參考 Munich Reinsurance (2021), “Record Hurricane Season and Major Wildfires – The Natural Disaster Figures for 2020,” Jan. 7。

<sup>13</sup> 強烈暴風雪襲擊美國，除導致德州大停電，衝擊其醫療、能源、運輸等多數產業外，德州油田停產及停電更衝擊國際原油市場，並致當地之跨國電子大廠停工。