

一、國際經濟金融情勢及展望

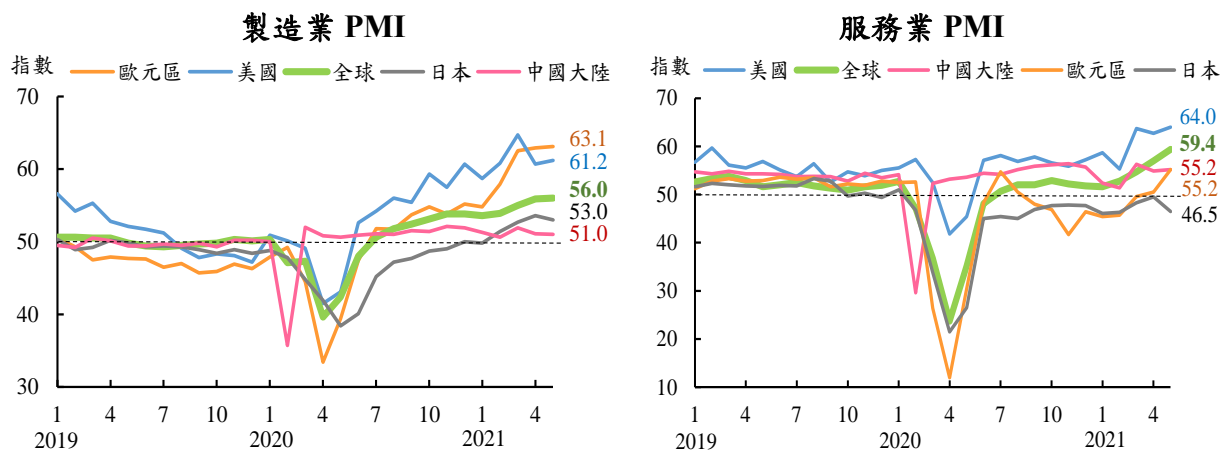
本(2021)年3月本行理事會會議以來，美、歐等經濟體加速 COVID-19 疫苗施打，並維持寬鬆性貨幣政策及擴張性財政政策，經貿活動續升溫，本年全球經濟可望強勁復甦；金融市場則續受疫情受控情況及通膨發展影響。而全球復甦前景仍面臨疫情反覆、病毒變異及各地疫苗接種進度不一等不確定性因素。

(一)全球經貿活動加速反彈

1. 全球製造業及服務業穩健復甦，OECD 國家景氣領先指標逾趨勢值

近期主要經濟體防疫措施逐步解封，全球需求暢旺，帶動製造業加速擴張與服務業復甦，全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)均呈上升趨勢，且多高於榮枯線 50(圖 1)；OECD 國家景氣綜合領先指標持續上升，且已升逾趨勢值 100(圖 2)。

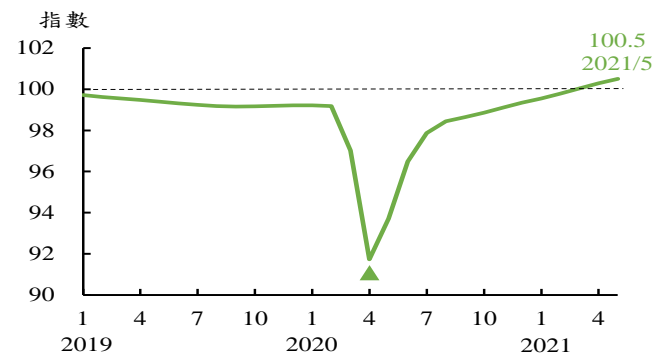
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



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 5 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

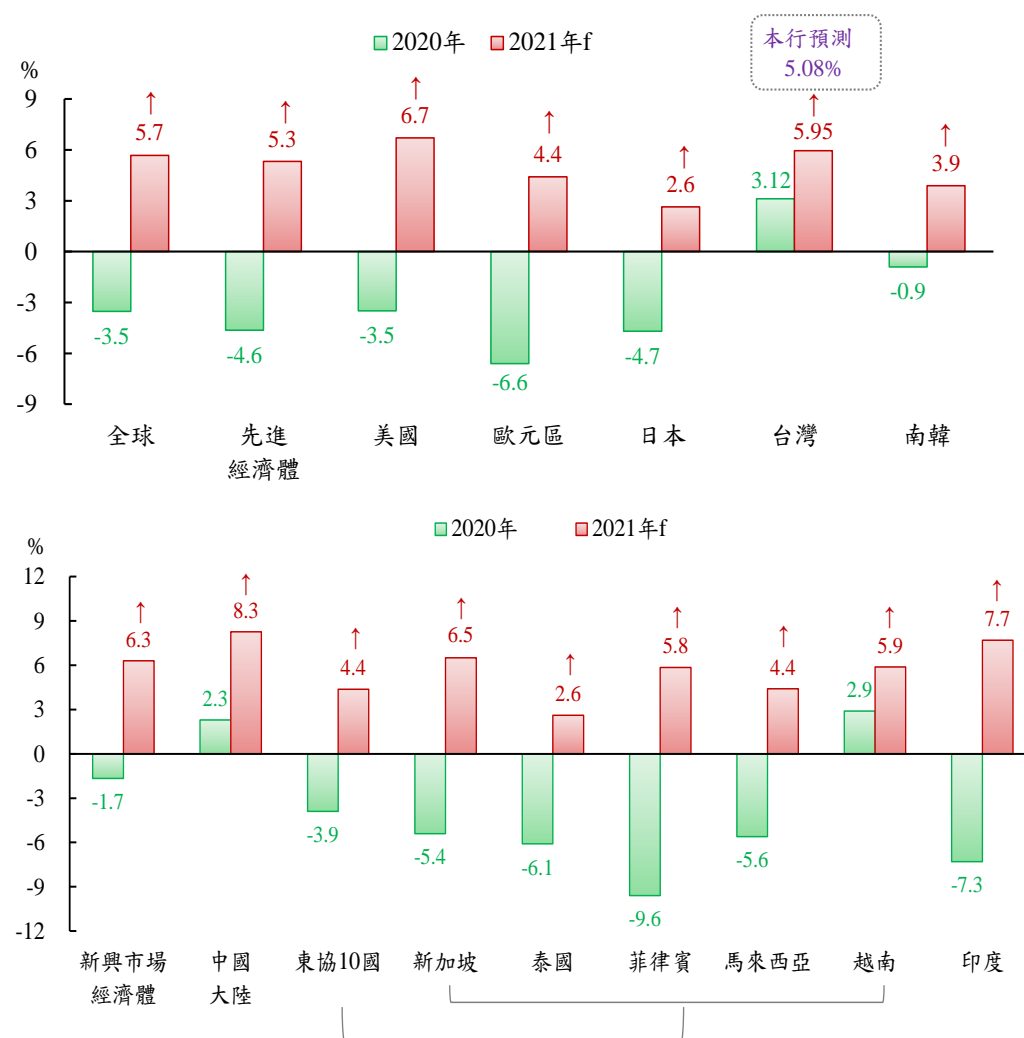
2. 本年全球經濟可望大幅反彈

本年在主要經濟體陸續解封及總體經濟政策強力支持下，**消費及投資需求上升**，加以上(2020)年**低基期效應**，IHS Markit 預測全球經濟成長率可望自上年之-3.5%**大幅彈升至 5.7%**(圖 3)。

- **美國**：至少一劑疫苗之接種率已逾 50%，且**政府續推大規模財政激勵方案**，可望加速推升經濟成長。
- **歐元區**：疫苗施打加速，加以下**世代歐盟復甦基金** (Next Generation EU, NGEU)**開始運作**，有助激勵經濟成長。
- **日本**：**疫情復熾**致政府第三度發布「緊急事態宣言」，惟出口在國外需求轉強下可望支撐經濟。
- **中國大陸**：疫情受控，預期消費續強，且**重大基礎建設陸續展開及外需增溫**，投資及出口可望續增。

然而，**疫情反覆、病毒變異及各國疫苗接種進度不一等**，仍係影響經濟復甦之不確定性因素。

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；↑表示較前一年上升。
 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。

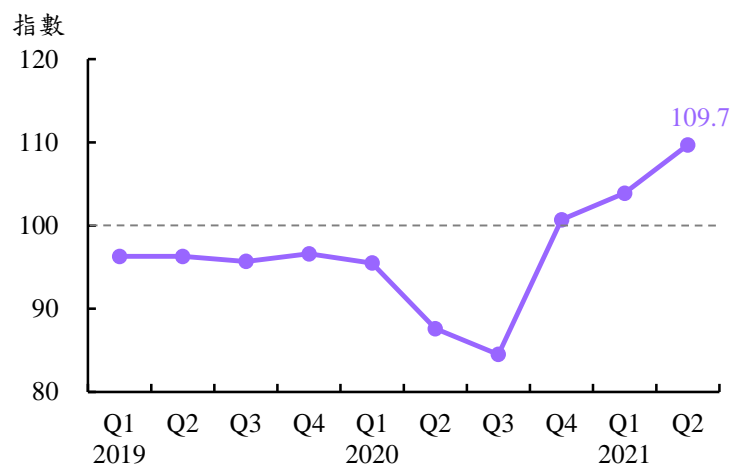
資料來源：各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2021/5/18)

3. 本年全球貿易量預期大幅回升

本年 5 月 WTO 商品貿易指標(Goods Trade Barometer)¹續升，且已遠高於趨勢值 100(圖 4)，顯示**全球商品貿易復甦力道強勁**。由於主要經濟體需求升溫，**全球商品貿易量已超越疫情前水準**，加以上年基期低，主要國際機構均預測本年全球貿易量將大幅反彈，並**上修成長率預測值**(表 1)，惟服務貿易仍受限於多數國家邊境管制而復甦較緩²。

然而，全球貿易復甦仍面臨**疫情復熾再封鎖**、開發中國家疫苗接種緩慢、**主要經濟體間貿易緊張關係再起**等下行風險。

圖 4 WTO 商品貿易指標



註：1. WTO 商品貿易指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值 2~3 個月。
2. 本年 5 月係公布 3 月之指數值，可預示第 2 季之全球商品貿易成長狀況。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

表 1 全球貿易量成長率

機構	預測日期	2020 年	2021 年 f	與前次預測差距 (前次預測日期)
WTO	2021/3/31	-5.3%	8.0% ↑	+0.8 個百分點 (2020/10/6)
IMF	2021/4/6	-8.5%	8.4% ↑	+0.3 個百分點 (2021/1/26)
UN	2021/5/11	-8.1%	9.4% ↑	+2.5 個百分點 (2021/1/25)
OECD	2021/5/31	-8.5%	8.2% ↑	+4.3 個百分點 (2020/12/1)
World Bank	2021/6/8	-8.3%	8.3% ↑	+3.3 個百分點 (2021/1/5)

註：1. 除 WTO 為商品貿易外，其餘機構均包含商品及服務貿易。
2. f 表示預測值；↑ 表示較前一年上升。

資料來源：各國際機構

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 主要參考 United Nations (2021), "World Economic Situation and Prospects as of mid-2021," May 11。

(二)國際商品價格上漲，預期本年全球通膨將升溫

1. 油價走升，本年油價預測值遠高於上年；穀價勁揚後小回

本年4月以來，美國原油庫存減少，加以美歐經濟表現佳，原油價格走高，嗣受美歐經濟陸續解封、美國最大油管業者遭駭客攻擊，加以部分亞洲經濟體疫情復熾影響，而於高點震盪。6月初石油輸出國組織(OPEC)與盟國為因應全球原油需求續增而維持5月~7月縮小減產規模(即小幅增產)計畫，帶動油價走升(圖5)。主要國際機構預期全球原油需求仍大於供給，對本年油價平均預測值為每桶65.6美元，大幅高於上年之41.7美元。

穀價方面，4月初以來，美國農業部下調全球小麥及玉米庫存預估，加以美國及巴西產區天候不佳³，益以中國大陸對豬飼料用之黃豆及玉米進口需求強勁，帶動穀價勁揚，5月中旬則因美國穀物預估充裕⁴且產區降雨有利作物生長而略回軟。另銅、鋁等工業用金屬價格亦因全球經濟復甦，需求升溫而大漲。代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨大宗商品價格上揚而走高。

圖5 布蘭特原油現貨價格

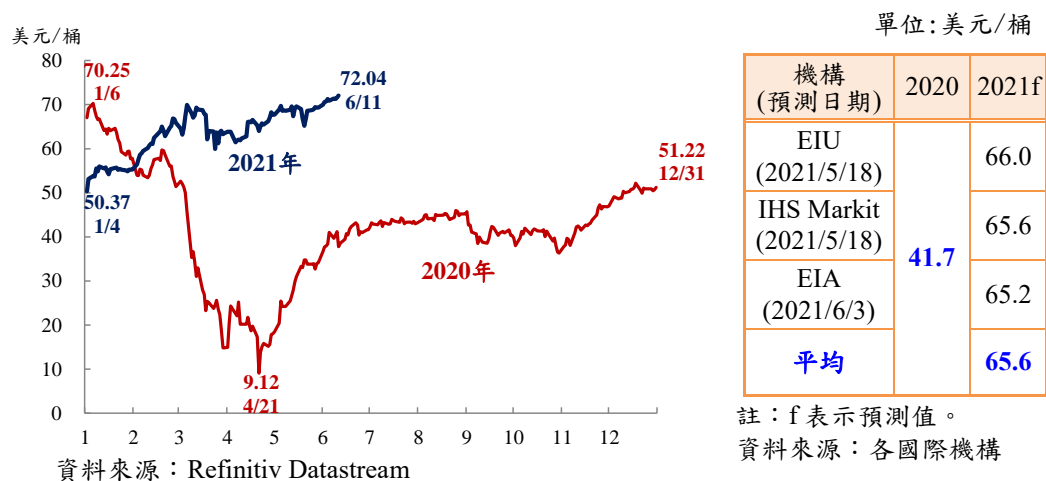
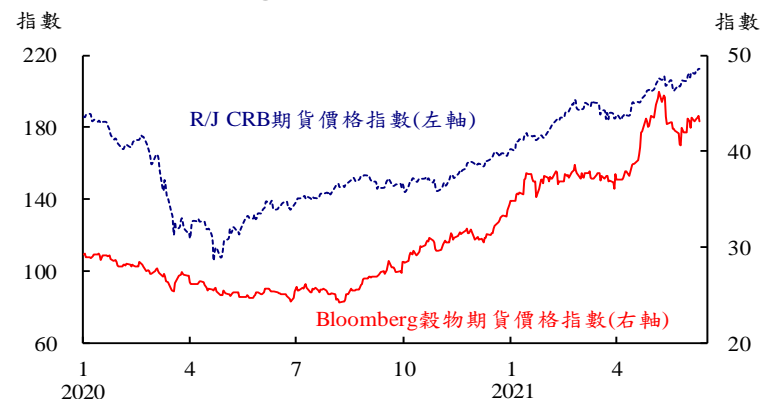


圖6 Bloomberg 穀物及 R/J CRB 期貨價格指數



註: 1. Bloomberg 穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所之黃豆、小麥、玉米距到期日3個月期貨合約價格計算。
2. 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。
資料來源: Bloomberg、Refinitiv Datastream

³ 美國產區4月中旬乾旱,下旬降雪;巴西產區則乾旱。

⁴ 美國農業部預估其穀物產量將增加,對穀物庫存預估亦高於市場預期。

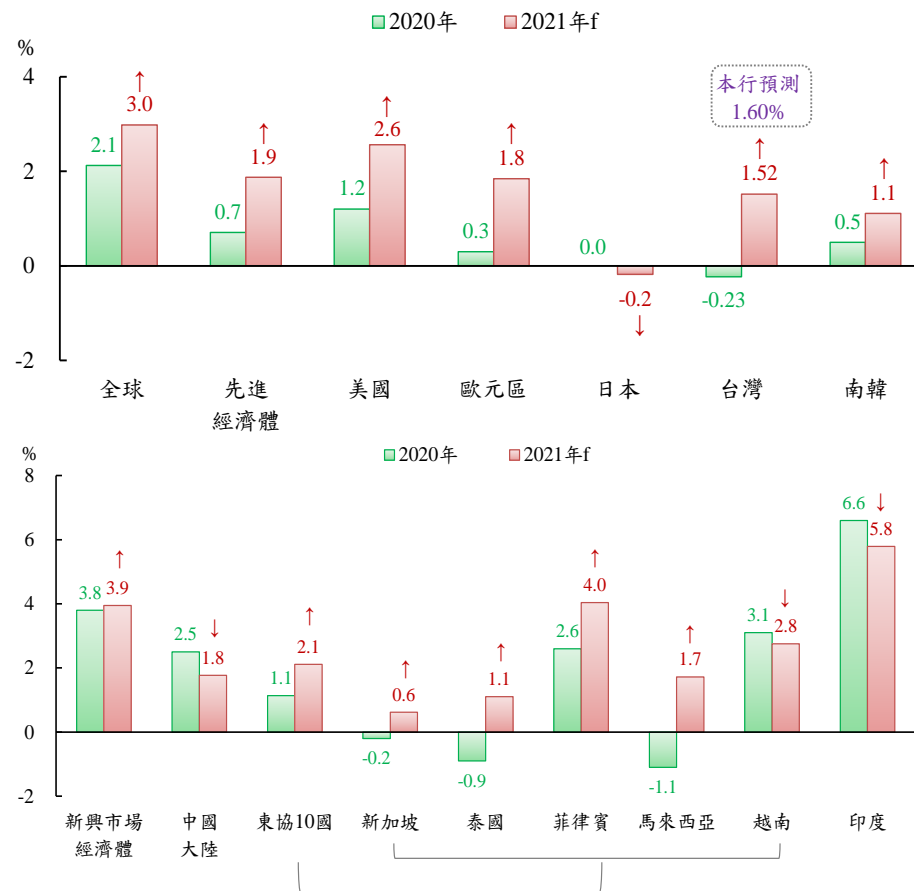
2. 本年全球通膨率預測值高於上年

由於國際商品價格走高、運輸成本大增、全球需求增加、部分供應鏈短期仍面臨瓶頸(如晶片供不應求)，以及低基期效應等因素，IHS Markit 預測全球通膨率由上年之 2.1% 升至 3.0%。

主要經濟體本年通膨率預測值亦多高於上年(圖 7)，尤以美國通膨走勢引發各界關注。本年以來美國 CPI 及個人消費支出(PCE)物價指數逐月走高，Fed 關注的核心 PCE 通膨率 4 月已逾 2% 目標⁵。財長 Yellen 預估通膨率將維持約在 3% 之水準直至本年底⁶；雖 Yellen 及 Fed 主席 Powell 等多位官員⁷大抵認為通膨上揚係疫後經濟重啟、供給趕不上需求的暫時現象，惟不少學者持不同看法⁸，後續走勢須密切觀察。

日本因電信公司配合政府政策大幅調降通訊費，中國大陸因上年豬肉價格高漲之高基期效應，二者本年通膨率預測值低於上年。

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↓分別表示較前一年上升及下降。

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 (2021/5/18)

⁵ 美國 CPI 年增率本年 1 至 5 月分別為 1.4%、1.7%、2.6%、4.2%、5.0%；PCE 年增率 1 至 4 月分別為 1.4%、1.6%、2.4%、3.6%，核心 PCE 年增率 1 至 4 月分別為 1.4%、1.4%、1.9%、3.1%。

⁶ Bruce, Andy and David Lawder (2021), "U.S. Treasury's Yellen Tells G7 to Keep Spending, Says Inflation Will Pass," *Reuters*, June 6.

⁷ 包括兩位 Fed 副主席 Clarida 與 Quarles 及 Fed 理事 Brainard 等人。參見 Quarles, Randal (2021), "The Economic Outlook and Monetary Policy," May 26; Brainard, Lael (2021), "Patience and Progress as the Economy Reopens and Recovers," May 11; Bloomberg (2021), "Fed's Clarida Plays Down Significance of Rising Inflation," May 12。

⁸ 以美國前財長 Summers 及前 IMF 首席經濟學家 Blanchard 為代表，渠等主要認為美國極寬鬆的貨幣政策及大規模的財政激勵政策，將使通膨走升、經濟過熱。參見 Smialek, Jeanna (2021), "Larry Summers Warned About Inflation. Fed Officials Push Back," *The New York Times*, March 25。

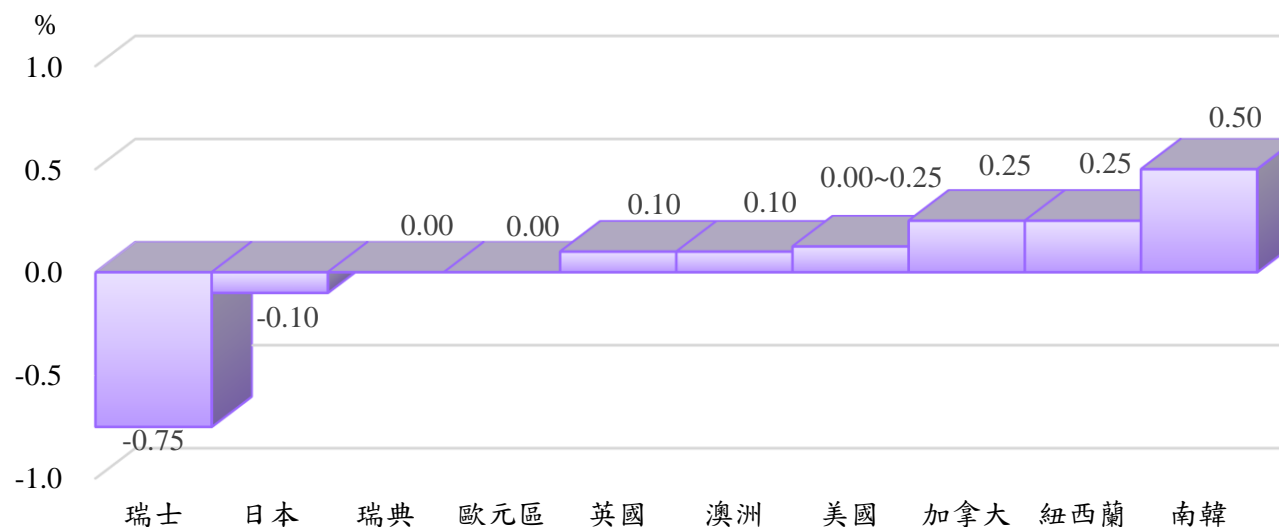
(三)主要經濟體仍維持寬鬆性貨幣政策及擴張性財政政策

1. 主要經濟體維持極寬鬆貨幣政策，並重申未達緊縮政策時機

自本年 4 月以來，美國聯邦準備體系(Fed)及歐洲央行(ECB)基於經濟尚未完全復甦，以及通膨率上升係暫時性等考量，持續維持政策利率於極低水準及大規模資產購買計畫，並重申目前仍未到緊縮政策之時；日本央行(BoJ)除持續維持寬鬆貨幣政策外，亦宣布擴大貨幣政策工具彈性；中國人民銀行則延續穩健中性基調，以兼顧市場反應與政策挑戰(圖 8、表 2)。

另外，俄羅斯及巴西因貨幣貶值及通膨風險升高，分別升息 1.00 及 0.75 個百分點，加拿大央行因經濟前景改善，調降每周購債規模，惟仍維持利率不變；其餘經濟體央行則維持現行寬鬆貨幣政策不變，以持續支持經濟復甦。

圖 8 當前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 6 月 11 日資料)

表 2 本年 3 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	4 月 28 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	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%)之雙重目標達成具顯著進展。
	目前未考慮寬鬆政策退場	4 月 28 日 Fed 主席 Powell 表示，儘管經濟正加速改善，不確定性仍存，目前非討論降低購債速度或升息時機，惟議事錄摘要則顯示，幾位與會者認為，若經濟持續朝政策目標快速發展，於近期會議開始討論縮減資產購買規模，將係適當之舉。 部分 Fed 官員於 5 月下旬指出，基於對經濟前景之樂觀預期，未來或可開始討論調整資產購買速度。
ECB	維持政策利率於極低水準不變	6 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。
	加快購債步調	維持每月 200 億歐元資產購買計畫(APP)與總規模 1.85 兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)不變，預計未來幾季 PEPP 的淨購債速度將較本年前幾個月顯著提高。
	目前未考慮寬鬆政策退場	ECB 總裁 Lagarde 表示，近月通膨加速上揚主要反映能源價格上漲及低基期效應等暫時性因素。由於存在閒置產能，整體物價上漲動能仍屬疲弱，討論終止 PEPP 的時機尚未成熟。
BoJ	擴大貨幣政策工具彈性	3 月 19 日宣布擴大貨幣政策工具彈性：(1)擴大 10 年期公債殖利率目標波動幅度至±0.25%；(2)導入促進貸款機制；(3)新設連續多天固定利率購買操作機制；(4)僅設定每年購買 ETF 及 J-REITs 之上限。
	維持政策利率於極低水準不變	4 月 27 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，將持續執行公債購買計畫，並強調將維持目前極低之利率水準直到核心 CPI 年增率穩定維持在 2%以上。
中國人民銀行	延續穩健中性之貨幣政策	延續穩健中性基調，持續運用公開市場逆回購操作及中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)等工具維持市場流動性合理充裕，並輔以結構性貨幣政策工具，引導資金至實體經濟，且強調將妥善處理維持經濟成長與防範金融風險間之關係。

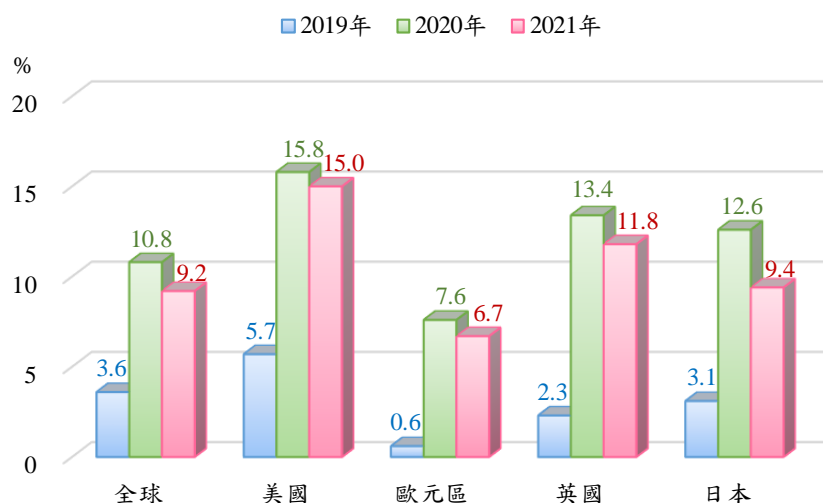
資料來源：各央行網站

2. 主要經濟體持續擴張性財政政策

截至本年3月中旬，主要經濟體為因應疫情推出之財政激勵方案總規模已達16兆美元，**持續支撐受疫情衝擊的家庭及企業**⁹。近期各國續推大規模財政激勵方案，如美國繼本年初國會通過1.9兆美元之美國救援法案後，擬續推2022財政年度6兆美元之預算案，歐盟之下世代歐盟復甦基金(NGEU)預計於本年7月開始運作，日本亦通過新財政年度近1兆美元之預算案等。

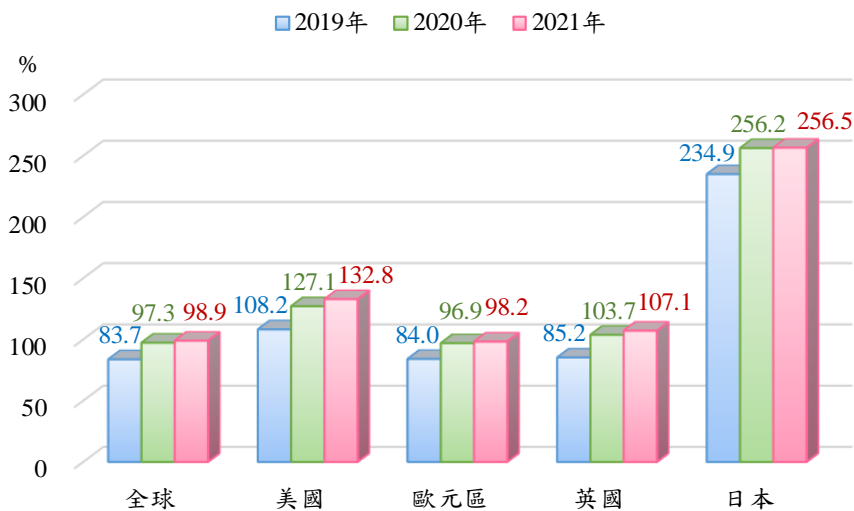
上年**主要經濟體財政赤字對GDP比率已較疫情前大幅彈升**，本年因預期經濟復甦及暫時性紓困措施陸續到期而使財政赤字對GDP比率略降，惟仍將遠高於疫情前水準(圖9)，而政府債務對GDP比率則進一步攀升(圖10)。

圖9 主要經濟體財政赤字對GDP比率



資料來源：IMF Fiscal Monitor (2021/4)

圖10 主要經濟體政府債務對GDP比率



資料來源：IMF Fiscal Monitor (2021/4)

⁹ 參考 IMF (2021), *Fiscal Monitor*, Apr.。

(四)主要經濟體 10 年期公債殖利率自高點回落，股市上漲，美元指數下滑

1. 市場流動性充沛，主要經濟體 10 年期公債殖利率多自高點下滑

美國財政部 TGA 帳戶 (Treasury General Account)¹⁰ 餘額因擴大發行公債因應疫情而上揚，惟本年 7 月底美國債務上限即將重新生效，依慣例財政部須於該生效日將 TGA 帳戶餘額降至前次債務上限失效日時水準(約 4,500 億美元)¹¹，TGA 帳戶餘額自 3 月來逐月降低；而存款機構在 Fed 存款大增，大量流動性壓低短期利率逼近 0%，顯示流動性有過剩之虞，致 Fed 用以吸納市場餘裕資金之附賣回操作 (Reverse Repo) 規模近期亦快速上升(圖 11)。

本年 4 月以來，市場擔憂通膨升溫引發 Fed 提前緊縮貨幣政策，美國 10 年期公債殖利率續於高點波動，惟市場資金充沛，復以 Fed 釋出通膨上揚為短期現象訊息，益以就業數據未如預期而轉降；歐洲通膨升溫，德國 10 年期公債殖利率續升，近期 ECB 總裁 Lagarde 發表目前通膨為暫時現象談話後回落；日本疫情仍嚴峻且通膨疲弱，10 年期公債殖利率於低檔盤整；中國大陸因資金流入公債市場，復以通膨溫和，10 年期公債殖利率緩步走低(圖 12)。

圖 11 Fed 負債面變動顯示市場流動性充沛

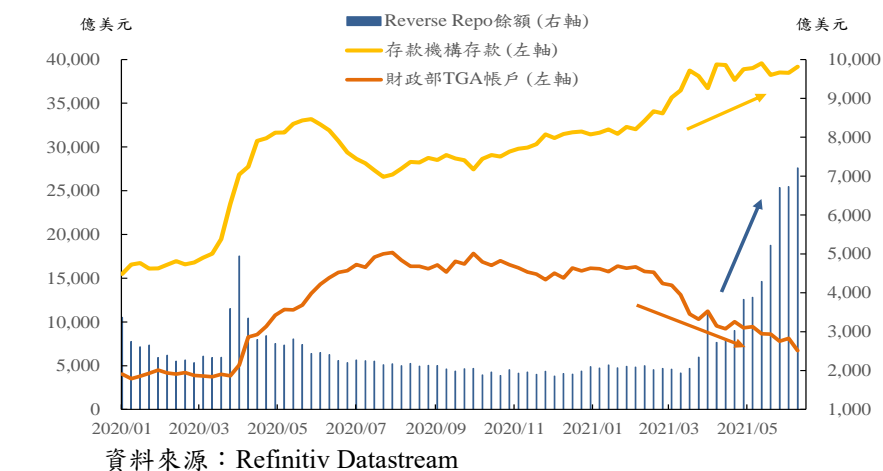
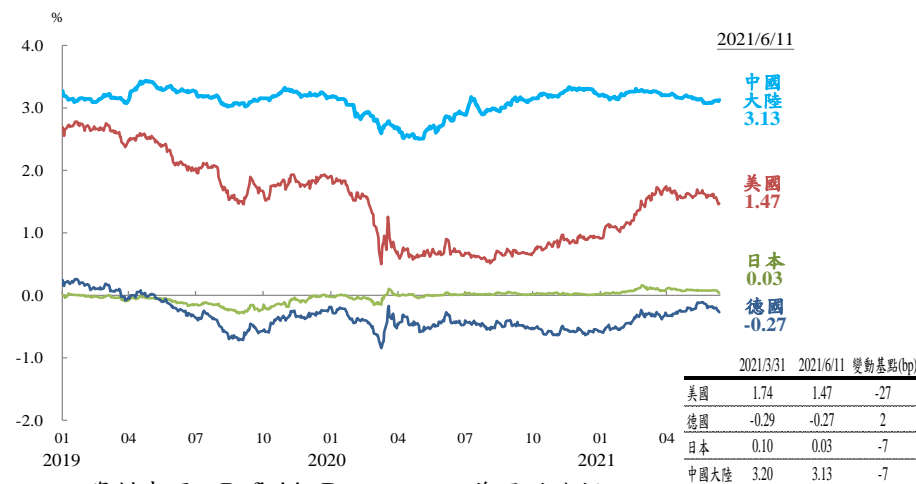


圖 12 主要經濟體 10 年期公債殖利率



¹⁰ 係美國財政部於 Fed 開立之帳戶，主要為 Fed 經理聯邦政府收支的帳戶。

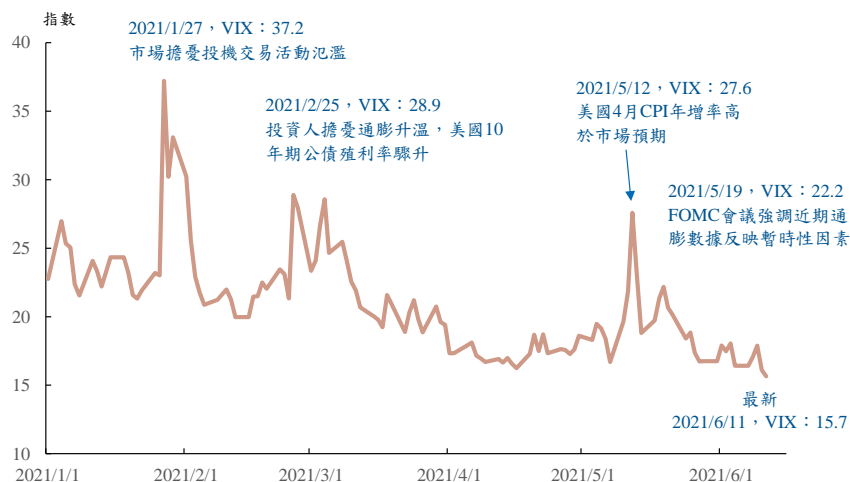
¹¹ 參考 Cabana, Mark (2021), "USD Funding: Too Much Cash, Too Few Assets," Liquid Insight, *BofA Securities*, May 26.

2. Fed 釋出訊息淡化市場對提前緊縮貨幣政策之預期，全球主要股市多上漲

本年4月以來，美、歐股市因疫苗接種率升高、美國力推大規模財政激勵措施等利多消息而續漲；惟**美國4月通膨率遠高於預期**，一度**引發市場擔憂**，恐慌指數(VIX)**跳升**(圖13)，美股自高點下修盤整，嗣隨**Fed 釋出目前通膨數據係反映暫時性因素**訊息，淡化市場對 Fed 提前緊縮貨幣政策之預期，VIX 下滑，**美股回升**，並於高點盤整；**歐股則續揚**。**日本**則因政府再度發布緊急事態宣言，股市**較為疲軟**(圖14)。

亞洲多數國家股市則持續受資金流入影響而走高。MSCI 全球股價指數再創歷史新高。

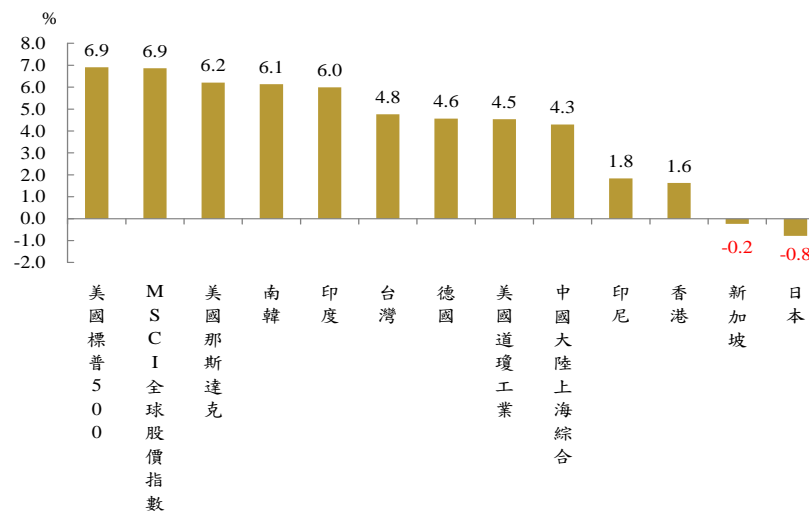
圖 13 VIX 指數變動與市場風險事件



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 14 全球主要股價指數漲跌幅

(本年 6 月 11 日與 3 月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

3. 美元指數下滑，主要國家貨幣對美元多升值

美國經濟數據表現不一，致市場對提前緊縮貨幣政策之擔憂略紓緩，10年期實質利率自本年3月高點回落，美元指數亦隨之下滑(圖 15)。4月以來主要經濟體貨幣對美元匯率變動情形說明如下(圖 16)：

- 歐元：歐元區主要國家加速接種疫苗，經濟轉佳，歐盟執委會公布下世代歐盟復甦基金之發債計畫，將有助提振經濟前景，歐元對美元走升。
- 日圓：美債殖利率走跌致美日利差縮減，日圓止貶回升，惟日本疫情升溫抑制日圓升幅。
- 人民幣：中國大陸出口強勁，經濟持續復甦，人民幣對美元走升，惟5月底人行宣布，自本年6月15日起上調金融機構外匯存款準備金率2個百分點至7%，釋出抑制人民幣升值之訊息，人民幣升勢稍止。
- 亞洲貨幣：Fed認為目前非降低購債速度或升息時機，國際資金回流新興市場，亞洲國家貨幣對美元多呈走升。

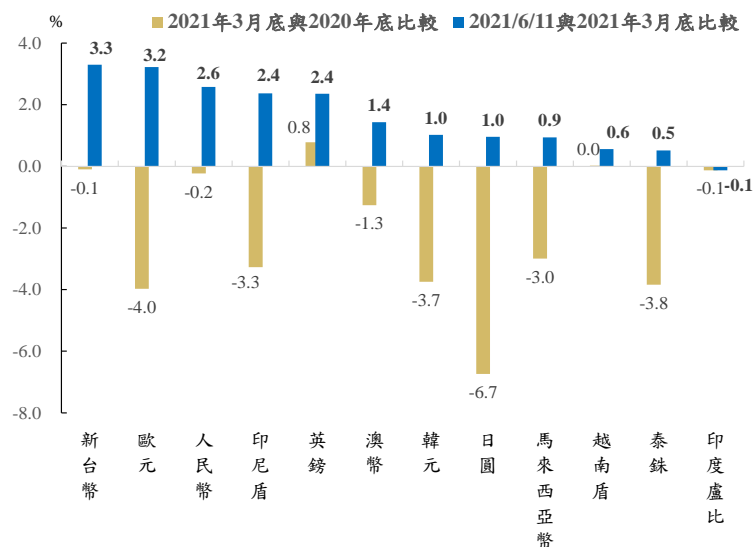
圖 15 美元指數



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不確定性

在美歐等經濟體加速疫苗施打、經濟回溫帶動下，本年**全球經濟**可望強勁反彈，惟**前景仍面臨諸多風險**(圖 17)，包括：(1)**疫苗接種進度不一恐延後疫情受控時間**¹²；(2)**金融脆弱性持續攀升**¹³；(3)**主要央行政策轉向恐致全球金融市場震盪**¹⁴；(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

疫苗接種進度不一恐延後疫情受控時間

- 疫苗接種不均問題未能儘早改善，恐將無法阻擋病毒傳播或出現更多變異，使經濟陷入封鎖及解封循環。

金融脆弱性持續攀升

- 在全球疫情尚未受控情況下，處於高檔之資產價格及持續膨脹之民間債務，將是影響未來經濟金融穩定之一大隱憂。

主要央行政策轉向恐致全球金融市場震盪

- 各國經濟復甦步調分歧，表現強勁之美國若意外提早緊縮貨幣政策，恐致全球金融情勢急遽緊縮，重演「縮減恐慌」。

全球經貿不確定性及氣候變遷風險依舊

- 美中關係之發展仍存不確定性。
- 在各國將對抗氣候變遷之承諾付諸行動前，氣候相關風險續增。

¹² 主要參考 OECD (2021), *OECD Economic Outlook*, May 31 ; ADB (2021), *Asian Development Outlook 2021*, Apr. 28 ; IMF (2021), “Managing Divergent Recoveries,” *World Economic Outlook*, Apr. 6 ; World Bank (2021), *East Asia and Pacific Economic Update*, Mar. 26 。

¹³ 主要參考 Fed (2021), *Financial Stability Report*, May 6 ; ECB (2021), *Financial Stability Review*, May 19 。

¹⁴ 主要參考 IMF (2021), “Global Financial Stability Report: Preempting a Legacy of Vulnerabilities,” Apr. 。

1. 疫苗接種進度不一恐延緩疫情受控時程

影響當前全球經濟前景之最大不確定性仍是疫情發展。全球疫苗接種進度不一，美歐等疫苗部署加速之先進國家新增染疫人數驟減，而疫苗短缺、接種緩慢之許多新興國家則面臨嚴峻之疫情¹⁵。**病毒無國界，若疫苗接種不均問題未能儘早改善**，恐將無法阻擋病毒傳播或出現更多變異，甚或影響現有疫苗有效性，**將使疫情受控時程延後**，致**經濟陷入封鎖及解封循環**。

2. 金融脆弱性持續攀升

各國因應疫情所推出之大規模政策支持，雖為協助家庭及企業渡過難關必要之舉，惟亦帶來市場風險偏好升溫，致**金融資產及房地產價格上揚**，以及**家計部門與企業債務進一步攀升**等副作用。位處**高檔之資產價格及持續膨脹之民間債務**，將是影響未來經濟金融穩定之一大隱憂。

3. 主要央行如提早政策轉向恐致全球金融市場震盪

全球疫苗接種進度不一使**各國經濟復甦步調出現明顯分歧**，尤其美國強勁之經濟表現對比經濟仍受疫情衝擊之新興經濟體，**令各界擔心若 Fed 政策提早轉向致全球金融情勢急遽緊縮**，恐重演 2013 年國際資金撤離新興市場之「**縮減恐慌**」(taper tantrum)，不僅將造成國際金融市場震盪，更將進一步打擊新興經濟體。

4. 全球經貿不確定性及氣候變遷風險依舊

近期美國國會持續推動針對中國大陸之「2021 年美國創新暨競爭法案」(U.S. Innovation and Competition Act of 2021)，亦以行政命令擴大中企貿易黑名單，中國大陸則通過「反外國制裁法」，**美中關係發展仍存在不確定性**。

此外，在各國將對抗氣候變遷之承諾付諸行動前，**氣候變遷持續加劇天候相關之風險**，包括**缺水、過熱等極端天氣所引發災害之嚴重程度及頻率續升**，恐將改變許多經濟體之經濟成長前景¹⁶。

¹⁵ 主要參考 Turkewitz Julie and Shashank Bengali (2021), “A Return to Normal? Not for Countries with Covid Surges and Few Vaccines,” *The New York Times*, Jun. 2。

¹⁶ 主要參考 Verisk Maplecroft (2021), “Environmental Risk Outlook 2021,” May 13。