

一、國際經濟金融情勢及展望

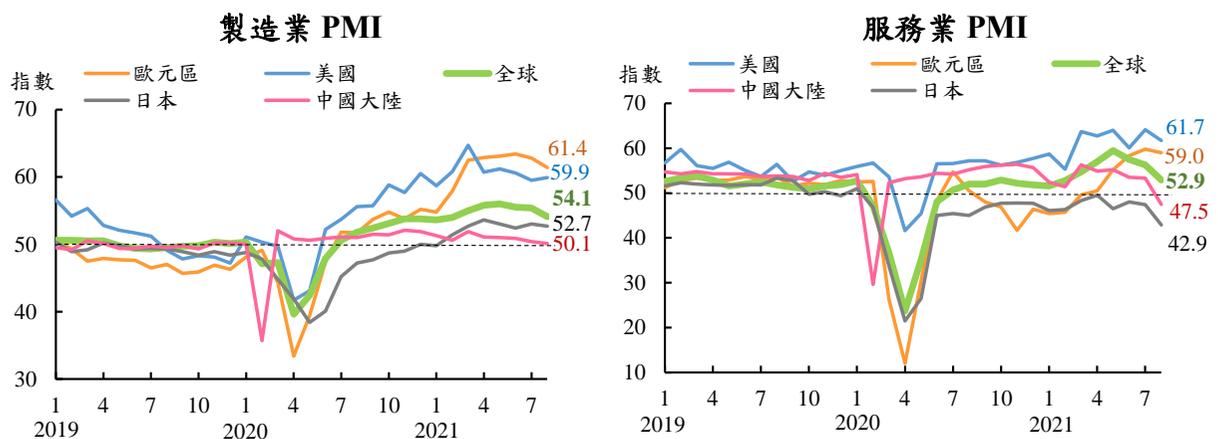
本(2021)年6月本行理事會會議以來，**先進經濟體 COVID-19 疫苗覆蓋率續升**，擴張性財政及寬鬆性貨幣政策亦持續，**全球經貿廣續復甦**；惟**近來肺炎變種病毒擴散**，且全球通膨升溫，**先進經濟體央行面臨寬鬆貨幣政策轉向之壓力**，加以**地緣政治風險上升**，全球經貿前景仍充滿不確定性，宜密切關注。

(一) 本年全球經濟及貿易強勁復甦，惟前景仍受疫情影響，明(2022)年成長將走緩

1. 全球製造業及服務業多仍維持擴張，惟步伐趨緩；病毒變種反覆衝擊經濟發展，成為全球復甦之隱憂

近期製造業受原物料短缺、供應鏈瓶頸(如晶片短缺、物流受阻)及缺工等問題影響，服務業則再遭**變種病毒**引發之**疫情衝擊**，**全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)雖仍在榮枯線(50)之上**，惟**擴張步伐趨緩(圖 1)**。不同所得經濟體之**疫苗購買數量差異大(圖 2)**，加以受**變種病毒衝擊**，**各國復甦程度分歧情況恐擴大**，為全球經濟之隱憂。

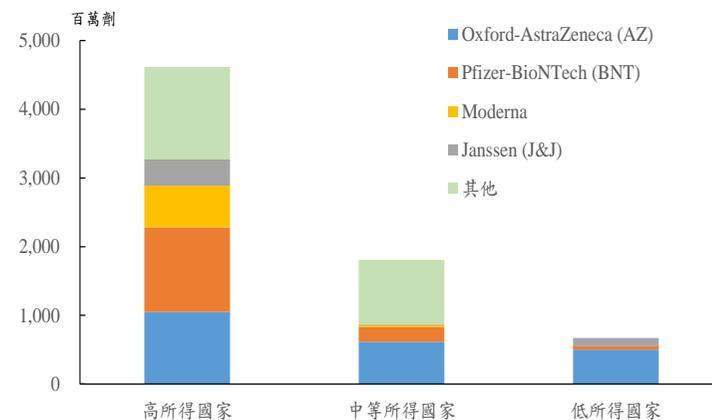
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



註：美國為 ISM 製造業及服務業 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 8 月資料。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 不同所得經濟體疫苗購買數量



註：不含自 WHO 之 COVID-19 疫苗全球取得機制(COVAX)購買之數量。

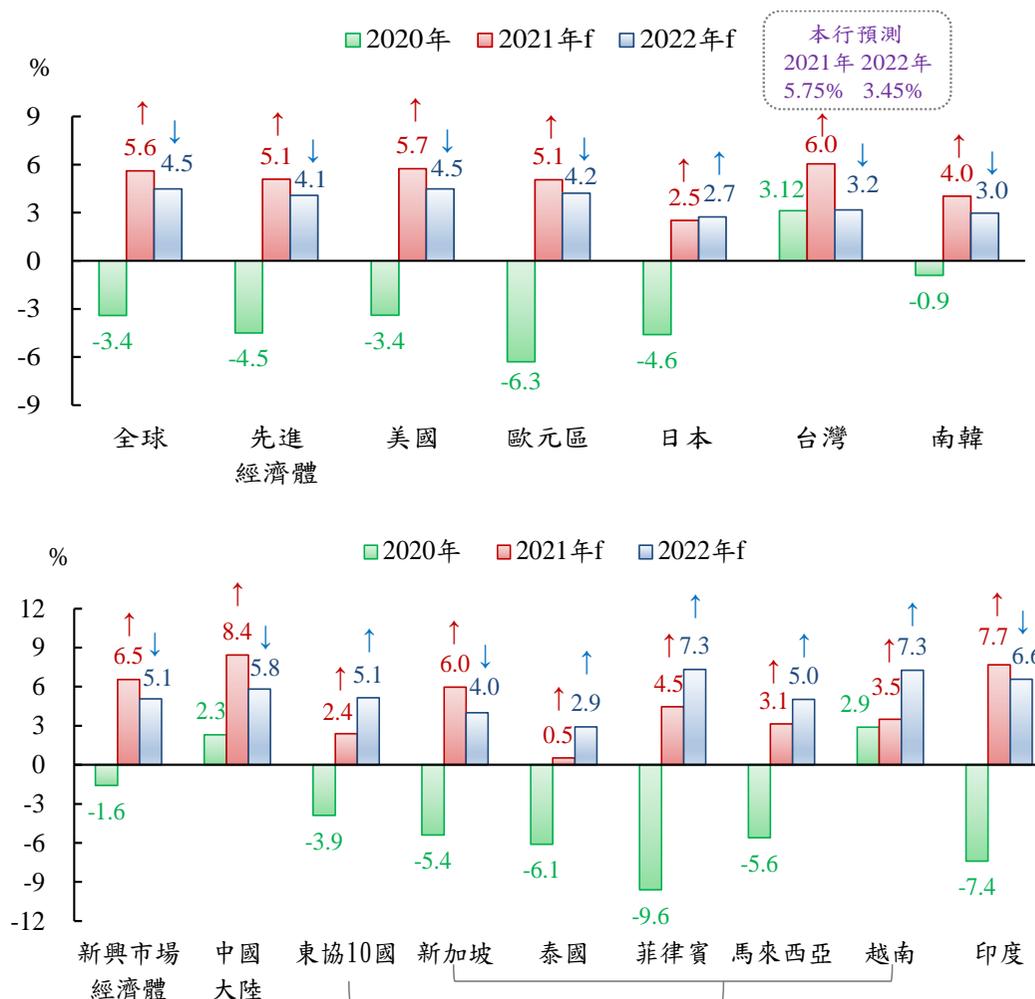
資料來源：Refinitiv Datastream (資料更新至 2021/9/9)

2. 今年上半年全球經濟強勁復甦，下半年及明年成長將走緩

先進經濟體經濟逐步解封，帶動**上半年全球經濟加速升溫**，然而各經濟體**疫苗接種速度及政策支持力道互異**，導致復甦程度分歧；且**近期變種病毒肆虐**，部分經濟體重啟防疫管制措施，**下半年成長恐不如上半年強勁**，前景不確定性高。IHS Markit 預測**本年全球經濟成長率為5.6%**，遠高於上(2020)年之-3.4%；**明年則降至4.5%**(圖3)。

- **美國**：經濟**重啟之需求**強勁，加以政府將推動基礎建設法案等**財政激勵**，將**支持經濟持續成長**，惟變種病毒**疫情對經濟影響之不確定性亦升高**。
- **歐元區**：商業活動強勁，**服務業需求暢旺**，預期**經濟將持續復甦**，惟受**供應鏈瓶頸抑制**製造業生產影響，**經濟成長步伐將略減緩**。
- **日本**：外需復甦可望帶動**企業資本支出持續成長**，**經濟將進一步升溫**，惟政府因疫情嚴峻一再發布並延長「**緊急事態宣言**」，可能**影響景氣復甦**。
- **中國大陸**：外需復甦帶動出口強勁成長，惟因**大宗商品價格高漲**提高企業成本，加以因應變種病毒蔓延之**防疫措施限制經濟活動**，**經濟成長速度將趨緩**。

圖3 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



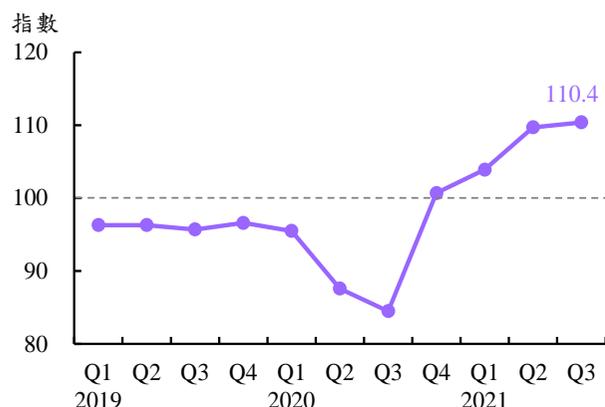
- 註：1. f表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。
 2. 印度為財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

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 (2021/9/15)

3. 本年全球貿易量大幅回升，惟供應鏈瓶頸干擾復甦動能

本年第3季WTO商品貿易指標(Goods Trade Barometer)¹升至新高紀錄，遠高於趨勢值(100)，惟升勢放緩(圖4)；近期經濟解封之需求驟升，全球貨櫃運費大漲，供應商交貨時間延遲(圖5)，恐影響商品貿易成長，而服務貿易因跨境旅行受阻仍疲軟，加以疫情之威脅仍大²，均影響全球貿易復甦步伐。IMF預測本年全球貿易量成長率強勁彈升，明年略降溫(圖6)。

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8月係公布6月之指數值，可預示第3季之全球商品貿易成長狀況。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

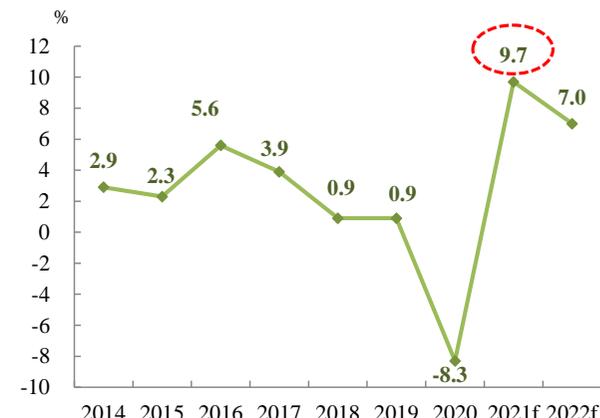
圖5 衡量供應鏈壓力相關指標



註：波罗的海總體貨櫃運費指數評估全球海運運費變動，指數上升代表運費上漲；美國ISM製造業供應商交貨時間指數評估供貨延遲情形，指數高於50表示受訪企業反映渠等之供應商由訂單到交貨的時間有延滯情形，指數愈高代表延滯愈久，藉以綜合判斷供應鏈壓力。

資料來源：交通部航港局、Refinitiv Datastream

圖6 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2021/4及2021/7)

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 參考IMF(2021), "Fault Lines Widen in the Global Recovery," *World Economic Outlook Update*, Jul. 27; WTO(2021), "Goods Barometer Hits Record High, Confirming Strength of Trade Recovery," *Goods Trade Barometer*, Aug. 18。

(二) 整體國際商品價格呈向上趨勢，本年全球通膨率預測值大幅高於上年

1. 國際油價自高點震盪走跌後回升，本年預測值遠高於上年；穀價震盪走跌，工業用金屬價格上揚

本年 7 月以來，受變種病毒蔓延、石油輸出國組織與盟國(OPEC+)持續增產以及美元走強等因素影響，油價自高點震盪下滑。8 月下旬則因美國墨西哥灣沿岸原油產能受颶風重創，且市場預期全球經濟持續成長，原油需求可望於疫情降溫後回升，油價因而止跌回升(圖 7)。由於全球經濟復甦，加以原油需求回升，主要機構對本年油價預測值平均為每桶 68.2 美元，大幅高於上年之 41.7 美元，明年預期 OPEC+將持續逐步增產，預測值略降至 67.7 美元。

穀價方面，7 月中旬以來，美國、加拿大及俄羅斯穀物產區持續高溫乾旱，巴西則遭遇嚴寒，加以美、俄下調小麥產量預估，帶動穀價上揚，8 月中旬後則因中國大陸黃豆進口需求放緩，加以美國收成季將至，產區天氣亦有利穀物生長，預期供給將增加，致穀價回跌。另鎳、鋁等工業用金屬因需求仍大而價格上揚，致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走勢而呈向上趨勢(圖 8)。

圖 7 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

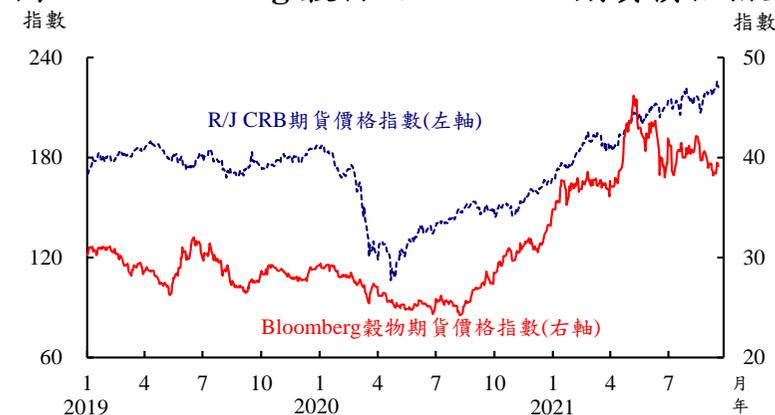
單位：美元/桶

機構 (預測日期)	2020	2021f	2022f
EIA (2021/9/2)	41.7	68.6	66.0
EIU (2021/9/14)		68.5	71.0
IHS Markit (2021/9/15)		67.5	66.1
平均		68.2	67.7

註：f 表示預測值。

資料來源：各國際機構

圖 8 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

2. 本年全球通膨率預測值高於上年，明年則回降

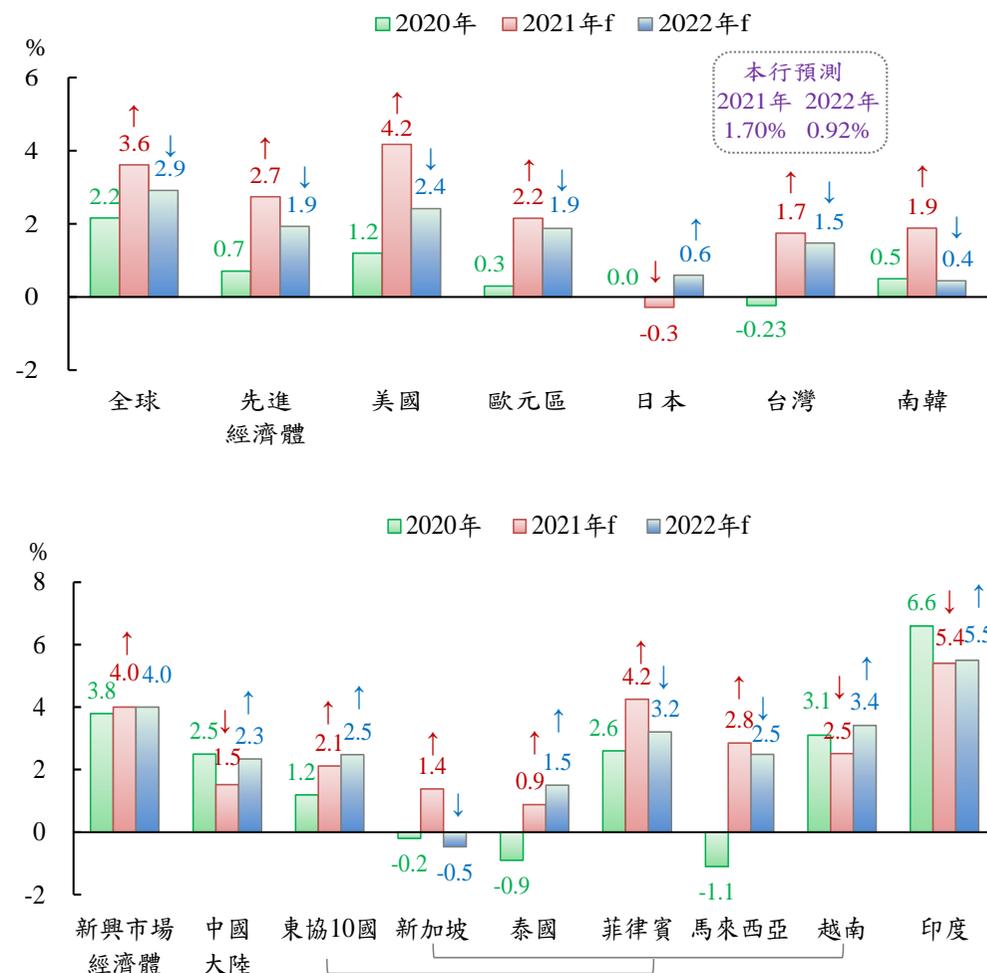
經濟重啟帶動**全球需求擴增**，推升國際商品價格，IHS Markit 預測**本年全球通膨率**由上年之 2.2% 大幅升至**3.6%**，明年則降至**2.9%**(圖 9)。

主要經濟體本年通膨率預測值亦多高於上年(圖 9)。

- **美國**：本年 8 月 CPI 年增率由 7 月之全球金融危機以來高點 5.4% 略降至 5.3%，惟仍居高；7 月 PCE 及核心 PCE 年增率分別升至 4.2% 及 3.6%，亦為 30 年來新高，美國聯準會(Fed)主席 Powell 表示，近期通膨率上揚主要由少數貨物與服務價格大漲帶動，僅為暫時性現象。
- **歐元區**：本年 8 月通膨率攀升至 3.0% 之 10 年新高，歐洲央行(ECB)總裁 Lagarde 指出，通膨率加速成長主要反映能源價格上漲與生產原料及設備短缺造成之成本壓力，預估明年將下滑。
- **日本**：本年以來因 CPI 計算方式調整致通訊費調降之負貢獻擴大，通膨率持續為負，惟在疫苗加速施打可望激勵民間消費帶動下，明年通膨率可望回升。
- **中國大陸**：因上年豬肉價格高漲之高基期效應，本年通膨率預測值低於上年，明年則回升。

在供應短缺、物流瓶頸及缺工等問題未緩解下，需求快速成長，加以政策支持力道仍大，**若高通膨較預期持續更久，可能影響民眾之通膨預期³**，後續走勢須密切關注。

圖 9 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. 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 (2021/9/15)

³ 參考 IMF (2021), "Fault Lines Widen in the Global Recovery," *World Economic Outlook Update*, Jul. 27。

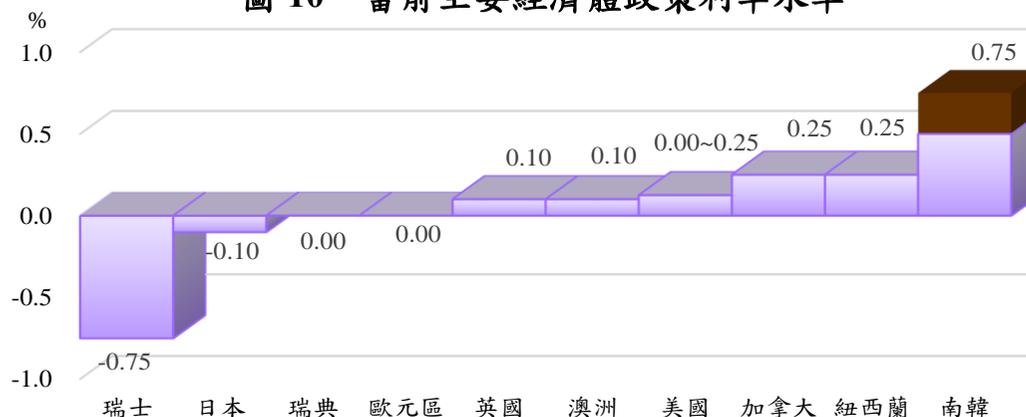
(三)若干先進經濟體央行釋出縮減購債訊息，維持擴張性財政政策

1. 主要經濟體仍維持寬鬆性貨幣政策，惟若干央行釋出縮減購債訊息

自本年7月以來，Fed、ECB、日本央行(BoJ)持續維持政策利率於極低水準及大規模資產購買計畫(圖10、表1)，中國人民銀行(以下簡稱人行)則調降存款準備率以因應經濟下行風險(表1)。惟近期Fed釋出可能於本年底前啟動縮減購債訊息，而ECB則於9月會議宣布將放緩購債速度⁴。在主要央行將逐步邁向貨幣政策正常化之際，學者建議，鑑於疫情對企業與家計部門的影響不一，在經濟復甦初期，中小企業與家計部門仍需政策支持，如對中小企業的銀行貸款、信用卡貸款及其他短期家庭貸款等支援措施宜持續，以減緩所得分配不均現象並協助經濟恢復正常化⁵。

另南韓央行為抑制通膨升溫及家庭貸款快速成長，8月升息0.25個百分點至0.75%(圖10)；俄羅斯及巴西因通膨高漲，自7月以來分別累計升息1.25及1個百分點至6.75%及5.25%；其餘經濟體央行則維持政策利率不變。

圖10 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9月17日資料)

⁴ 另部分先進經濟體央行亦正考慮在不影響經濟復甦下，縮減資產購買計畫，如加拿大央行7月決議每週購債規模由30億加幣調降至20億加幣；紐西蘭央行7月決議停止大規模資產購買計畫；澳洲央行7月決議將每週購債規模調降至40億澳幣，惟9月決議延長購債計畫至明年2月；英國央行8月表示，在政策利率達到0.5%時，購債將不再進行到期本金再投資，以減少該行持有之債券存量。

⁵ 參見Forbes, Kristin (2021), “Unwinding Monetary Stimulus in an Uneven Economy: Time for a New Playbook?” Paper Prepared for the 2021 Jackson Hole Economic Symposium Hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 26。

表 1 本年 6 月本行理事會會議以來主要央行貨幣政策變動情形

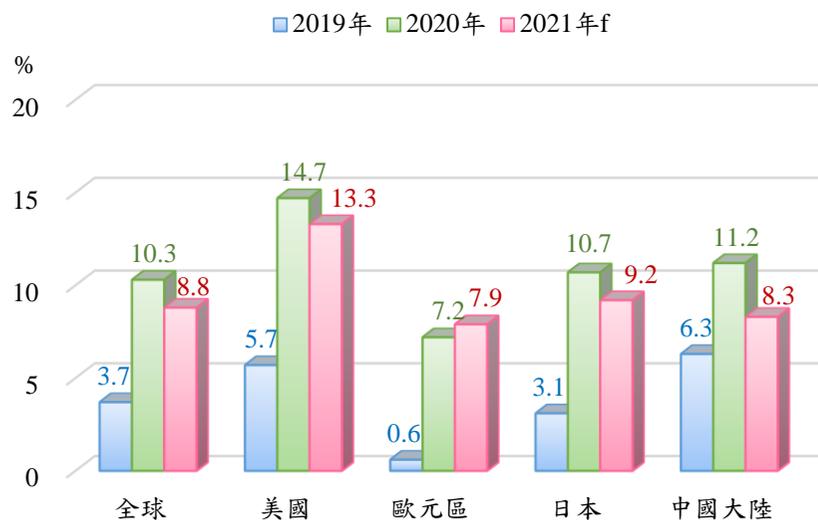
央行	政策措施	內容
Fed	維持近零之政策利率不變	7 月 28 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0%~0.25% 不變。
	將持續評估縮減購債步調	每月分別持續購買至少 800 億美元公債及 400 億美元機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)，而自上年 12 月推出購債指引以來，經濟已朝法定目標邁進並取得進展，將於未來數次會議持續評估該進展。
	考慮縮減購債，惟強調其與升息時機並無關聯性	主席 Powell 於 8 月 27 日之全球央行年會中指出，近期美國通膨率上揚主要是受少數貨物與服務價格大漲帶動，僅為暫時性現象，且長期拉低通膨的結構性因素，不太可能立即反轉；渠與 7 月會議之多數委員意見相同，認為若經濟復甦進展與預期相符，可能於本年開始減少資產購買，惟強調縮減購債與升息時機並無直接關聯性。
ECB	修改通膨目標為 2% 對稱區間	7 月 8 日公布貨幣政策策略檢討結果，確認 HICP 仍為促成物價穩定目標的適宜衡量指標，惟將量化目標由中期 HICP 年增率低於但接近 2%，調整為維持於 2% 的對稱區間。
	維持政策利率於極低水準不變	9 月 9 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。
	適度放緩購債速度	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)維持不變，惟未來 PEPP 的淨購債速度將略低於前兩季，然仍將持續購債至少到明年 3 月底，或 ECB 判斷疫情危機結束為止，且 PEPP 的到期債券本金再投資至少持續到 2023 年底。總裁 Lagarde 指出，為避免陷入資產負債表規模萎縮及金融環境趨緊的惡性循環，來自政策面的支持仍有其必要性。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	7 月 16 日決議短期政策利率維持於 -0.10% 不變，且為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0% 左右，將持續購買公債，並強調將維持因應疫情之大規模寬鬆貨幣政策。
	推出新型融通機制	將對金融機構執行因應氣候變遷之投資或融資提供融通，利率為 0%，另將減輕該等金融機構在 BoJ 活期存款帳戶餘額適用負利率(目前為 -0.10%)之部分負擔，將於本年內開始實施，且持續至 2030 年度。
人行	調降存款準備率	由於經濟成長放緩，加以企業經營成本增加，自 7 月 15 日起全面調降金融機構存款準備率 0.5 個百分點(不含已執行 5% 存款準備率的金融機構)，釋放長期資金約 1 兆人民幣，以支持實體經濟發展與增進金融市場流動性。

2. 主要經濟體持續擴張性財政政策

截至本年7月初，主要經濟體為因應疫情推出之財政激勵方案總規模已達16.5兆美元⁶。本年8月美國續推出1兆美元基礎建設方案與3.5兆美元財政預算計畫，目前兩者尚待美國國會通過；歐盟規模7,500億歐元之下世代歐盟復甦基金(NGEU)於本年7月開始運作；日本亦通過2021財政年度近1兆美元之預算案。

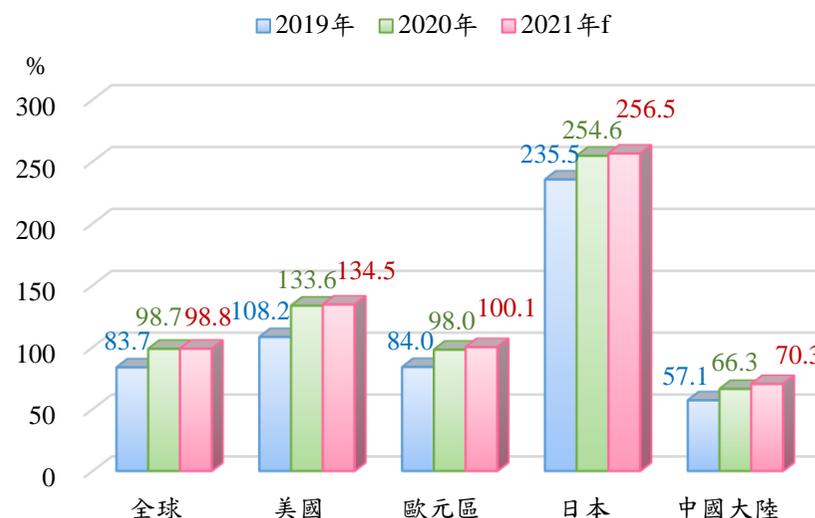
本年主要經濟體財政赤字對GDP比率將仍大幅高於疫情前水準，多數國家隨經濟復甦及疫情支持措施逐漸縮減或到期，將較上年略降；惟歐元區因部分成員國持續擴大對受疫情影響之企業及勞工等之支援，該比率恐進一步上升(圖11)。影響所及，本年主要經濟體之政府債務對GDP比率均將進一步攀升(圖12)。

圖 11 主要經濟體財政赤字對 GDP 比率



資料來源：IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,”
World Economic Outlook Update, Jul. 27

圖 12 主要經濟體政府債務對 GDP 比率



資料來源：IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,”
World Economic Outlook Update, Jul. 27

⁶ 參考 IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,” *World Economic Outlook Update*, Jul. 27。

(四)主要經濟體 10 年期公債殖利率自低點略回升，美元指數先升後降，股市高點震盪

1. 主要經濟體 10 年期公債殖利率自近期低點略回升

本年 7 月以來，投資人擔憂**供應鏈瓶頸**及**變種病毒**蔓延**衝擊經濟**活動，資金流入美國公債市場，**10 年期公債殖利率**回落至本年 2 月以來低點，8 月中旬後，市場認為本年底前 Fed 可能啟動縮減購債，美債殖利率自低點略回穩。觀察**近期**美國 10 年期**損益兩平通膨率**⁷持續於**2.3%左右波動**，而**實質殖利率**由本年 8 月上旬低點回升，顯示市場對上述**供應面因素衝擊美國經濟成長之擔憂略減**(圖 13)。

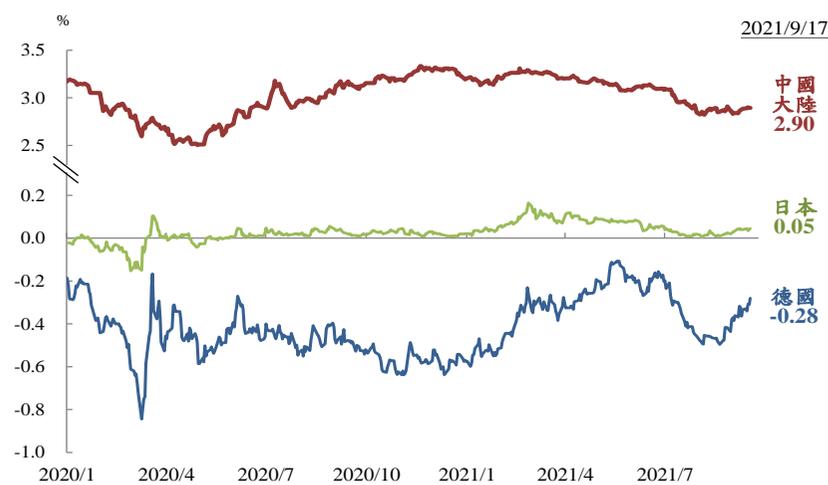
另 7 月以來，ECB 維持寬鬆政策立場，**德國** 10 年期公債殖利率降至本年以來低點，嗣因**歐元區通膨率**走升，**ECB** 於 9 月會議宣布將**放緩購債速度**，殖利率自低點回升。**日本**因疫情嚴峻，政府擴大並延長緊急事態宣言適用範圍，日本 10 年期公債殖利率**一度降至 0%**後略回升。**中國大陸**則因經濟動能趨緩，人行 7 月調降存準率，以及疫情升溫，10 年期公債殖利率**下滑至上年 6 月以來低點**(圖 14)。

圖 13 美國 10 年期公債殖利率與損益兩平通膨率



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 14 德國、日本及中國大陸 10 年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream

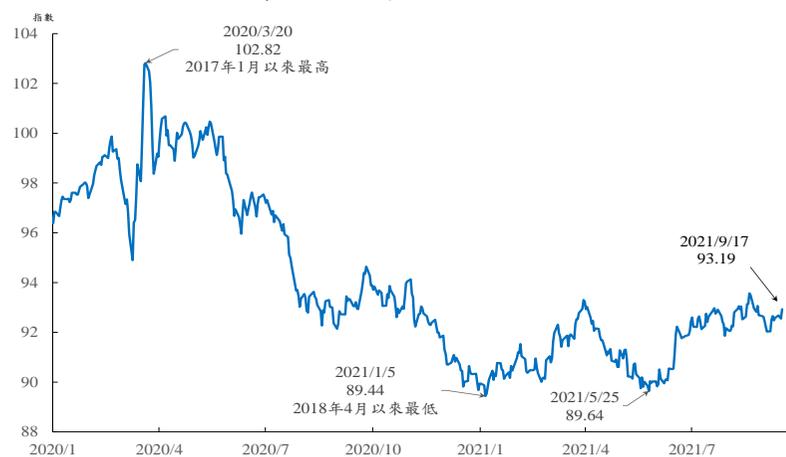
⁷ 公債名目殖利率可拆解為實質殖利率及損益兩平通膨率(即名目殖利率減去實質殖利率之差值，為公債投資人對通膨的預期補償)兩個部分，藉以分析公債殖利率變動的原因，參見中央銀行(2021)，「近期美國通膨預期上揚現象之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 18 日。

2. 美元指數先升後降，主要國家貨幣對美元匯率升貶互見

本年7月以來，美國通膨持續升溫，**變種病毒擴散恐影響全球經濟復甦**，且**地緣政治風險升高**，避險資金流入美元，帶動**美元指數一度升至**上年11月以來**高點**，嗣隨部分原先支持儘早縮減購債之Fed官員發表偏鴿派談話，加以主席Powell表示**縮減購債與升息時機並無直接關聯性**，**美元指數回檔整理**(圖15)。7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**：ECB持續**釋出寬鬆政策立場**，歐元對美元偏弱。
- **日圓**：市場擔憂變種病毒擴散影響全球經濟，**資金流入日圓避險**，日圓震盪走升。
- **人民幣**：人行宣布降準，**市場預期貨幣政策趨向寬鬆**，且官方相繼推出**反壟斷**、**雙減**⁸及「**共同富裕**」等政策，針對**產業進行管控**，市場擔憂相關發展不利經濟成長，人民幣對美元匯率狹幅震盪。
- **亞洲貨幣**：亞洲國家貨幣對美元匯率**升貶互見**，其中韓元對美元匯率貶幅較大，影響因素之一為經濟解封，致全球對南韓記憶體產品需求降溫。

圖15 美元指數

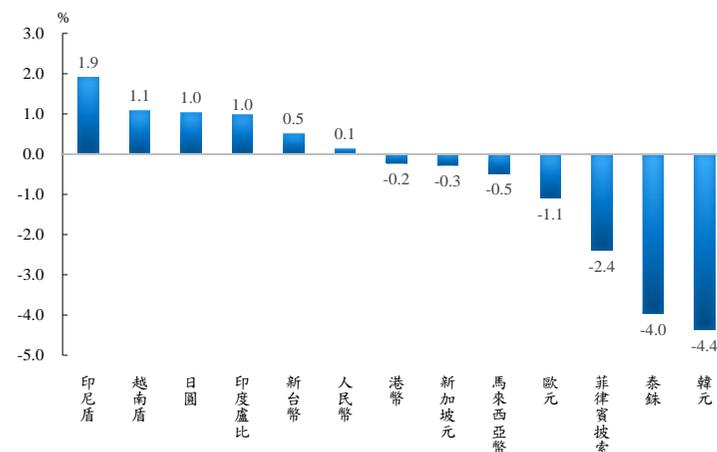


註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖16 主要經濟體貨幣對美元匯率之升貶幅

(本年9月17日與6月底比較)



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

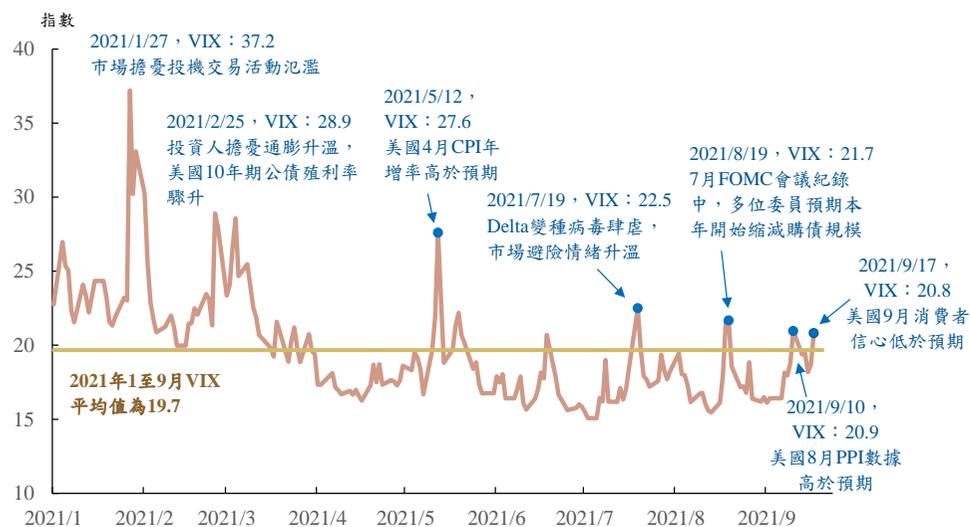
⁸ 減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的措施。

3. 全球股市高點震盪

本年7月以來，變種病毒迅速蔓延，影響消費信心，復以通膨升溫，市場擔憂 Fed 恐較預期提前縮減購債規模，造成恐慌指數(VIX)數度略升(圖 17)。惟美、歐服務業加速復甦，企業財報表現良好，加以流動性仍屬充裕，美、歐股市續於高點震盪；日本則在9月3日首相菅義偉宣布無意連任後，政治不確定性下降，股市自近期低點大幅回升(圖 18)。

變種病毒擴散影響亞洲製造業活動，以及中國大陸加強產業監管，恐衝擊產業發展，部分亞股表現弱勢。其中香港股市受在港上市之中國大陸企業相關成分股重挫影響，跌幅較大；印度則因疫情回穩，以及政府擬擴大財政支出提振經濟，漲幅較大(圖 18)。

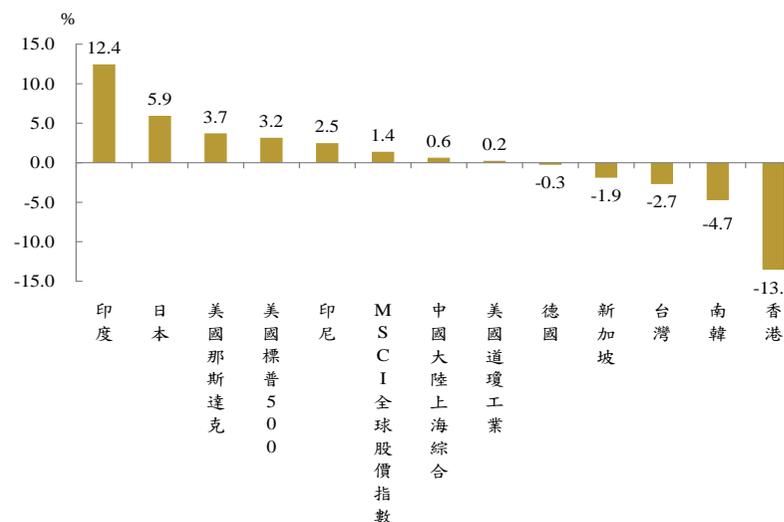
圖 17 本年 VIX 指數變動與市場風險事件



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 18 全球主要股價指數漲跌幅

(本年9月17日與6月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

(五)全球經濟仍面臨下行風險

本年全球經濟雖可望強勁成長，惟前景仍面臨下行風險，包括：(1)疫苗接種不均及變種病毒影響擴大；(2)若干先進經濟體央行面臨寬鬆貨幣政策逐步退場之壓力；以及(3)氣候變遷帶來災害與地緣政治衝突升溫，宜密切關注(圖 19)。

圖 19 影響全球經濟前景之風險

疫苗接種不均 及變種病毒影響擴大

- 各經濟體疫苗獲取能力差異大，致許多經濟體疫苗接種速度緩慢且疫苗覆蓋率低*，若變種病毒之影響擴大，經濟活動恐再陷入封鎖及解封循環。
- 部分受變種病毒重創之亞洲經濟體係全球製造業重要據點，若無法加速提高疫苗覆蓋率，恐衝擊全球供應鏈，更將威脅全球經濟復甦。

若干先進經濟體央行面臨 寬鬆貨幣政策逐步退場壓力

- 全球經濟持續復甦、通膨升溫，若干先進經濟體央行(如 Fed、ECB)面臨寬鬆貨幣政策逐步退場壓力，未來若金融情勢收緊，除將加重政府及企業部門債務負擔及違約風險外，亦恐使資產價格大幅下修，危及金融穩定。
- 全球金融情勢緊縮之外溢效應，恐使身陷疫情危機之新興經濟體經濟更加疲弱，導致全球經濟復甦落差程度進一步擴大。

氣候變遷帶來災害 與地緣政治衝突升溫

- 氣候變遷導致全球災害發生頻率及對經濟活動之衝擊日益增加，除可能拖累全球經濟復甦外，農作物毀損亦將導致糧價上漲，推升通膨，影響層面廣泛。
- 阿富汗、幾內亞等地之政權變動，造成地緣政治風險升溫，亦可能引發國際大宗商品價格波動。

*：先進經濟體有 40%的人口已接種兩劑疫苗，而新興市場經濟體的接種比例不到先進經濟體一半，低所得國家甚至僅有極少人口接種。詳 IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,” *World Economic Outlook Update*, Jul. 27。