

## 一、國際經濟金融情勢及展望

本(2022)年3月本行理事會會議以來，**俄烏戰爭陷入膠著**，帶動**糧食及能源**等**大宗商品價格大幅攀升**，全球**通膨壓力加劇**，復以**主要經濟體啟動升息循環**，**金融市場持續大幅波動**，**中國大陸**因疫情採行**嚴格封控措施**，全球**經濟下行風險升高**。

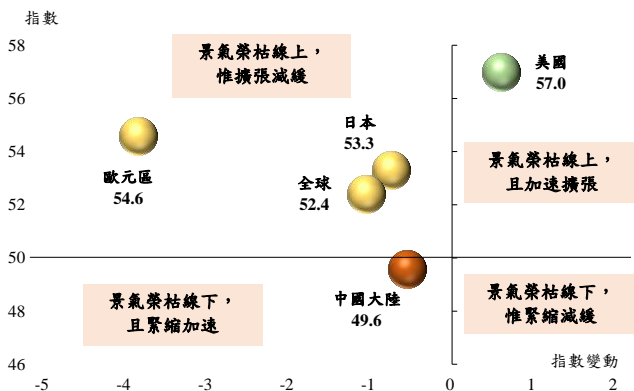
### (一)全球經濟成長動能趨緩

#### 1. 俄烏戰爭膠著，中國大陸嚴格防疫封控，全球金融壓力走高，削弱經濟成長動能

俄烏衝突及相關制裁措施推升原物料價格，復以中國大陸防疫封城衝擊其經貿活動及供應鏈，**主要經濟體製造業採購經理人指數(PMI)**顯示企業**擴張速度多趨緩**(圖1)。

在**高度不確定性**下，總體經濟數據預測難度大增，近期美、歐之**驚奇指數(Surprise index)**顯示其**經濟表現不如預期**(圖2)；復以主要經濟體央行釋出**加速緊縮貨幣政策**訊息，金融市場持續大幅波動，**全球金融壓力**居高(圖3)，**削弱經濟成長動能**。

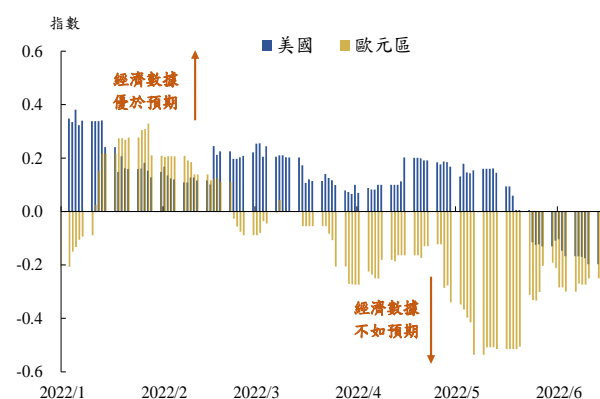
圖1 主要經濟體製造業 PMI



註：縱軸為本年5月製造業PMI，橫軸為本年5月與1月~2月平均值之變動幅度，以顯示俄烏戰爭以來企業營運情勢變動。

資料來源：Bloomberg，本行整理

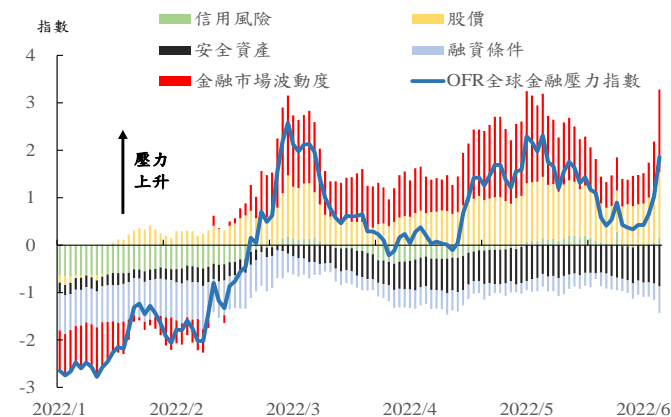
圖2 驚奇指數



註：係追蹤經濟分析師對勞動市場、工業部門及房地產市場等重要經濟數據之預估值及實際公布值間的預測誤差。

1

圖3 全球金融壓力指數



註：美國金融研究辦公室(Office of Financial Research, OFR)所編製，用以衡量全球整體金融壓力情形。

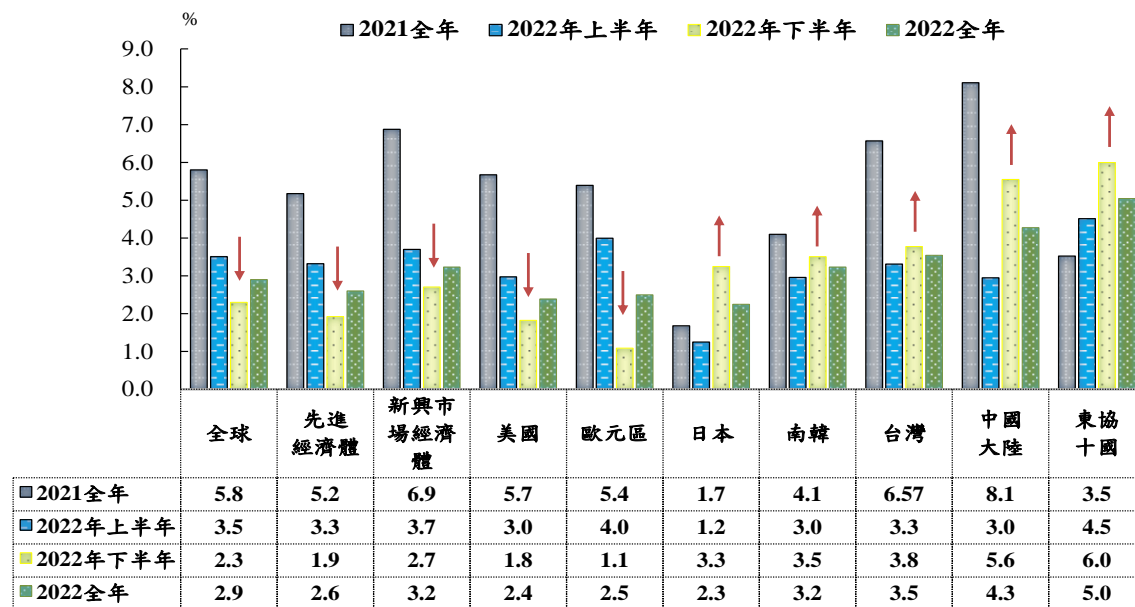
資料來源：OFR網站，本行整理

## 2. 全球經濟成長放緩，亞洲國家可望持續增長

本年以來，歐美國家陸續放寬防疫管制措施，**服務業**轉趨活絡，為**支撐全球經濟成長**的重要因素。惟**全球通膨壓力**居高，**貨幣政策趨緊**致**金融情勢緊縮**，恐將**減損消費需求**，預期**全球、先進及新興市場**經濟體**下半年經濟成長**將**放緩**；**亞洲**國家在**疫情管制措施鬆綁**下，**下半年經濟持續增長**(圖 4)。

- **美國**：民間消費持續成長，勞動市場緊俏，惟**物價**居高；**貨幣政策**大幅**趨緊**，恐**影響下半年經濟成長動能**。
- **歐元區**：防疫管制措施鬆綁，服務業活動升溫；惟**對俄羅斯能源供應之依賴**程度高，**下半年經濟下行風險大增**。
- **日本**：進口物價高漲，消費活動仍顯疲弱；惟**防疫管制措施逐漸放寬**，**下半年經濟可望獲得支撐**。
- **中國大陸**：嚴格防疫封城措施衝擊消費及投資，在**財政激勵措施及寬鬆貨幣政策支持**下，**下半年經濟可望回溫**。

圖 4 S&P Global Market Intelligence 對全球及主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓及↑分別表示 2022 年下半年較上半年下降及上升。

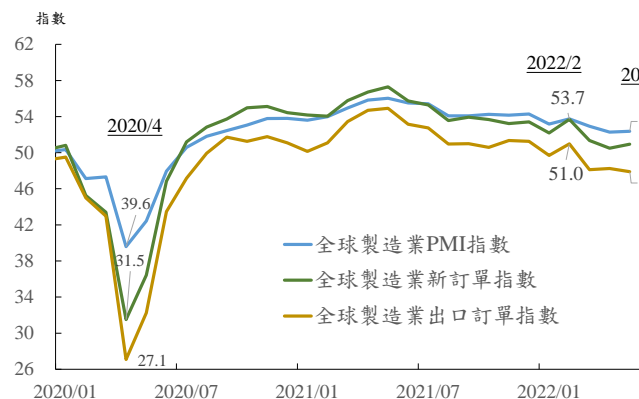
資料來源：官方網站及 S&P Global Market Intelligence (2022/5/17)

### 3. 全球貿易活動預期趨緩

全球景氣趨緩，**商品出口需求降溫**(圖 5)，近期受中國大陸防疫管制措施及俄烏戰爭影響，**廠商交貨時程延後**，全球供應鏈壓力指數於 4 月一度轉升，5 月雖回降，惟**供應鏈壓力仍高**(圖 6)。

WTO 公布之商品貿易指標(Goods Trade Barometer)<sup>1</sup>已連續 3 季低於趨勢值(圖 7)，顯示全球**貿易成長動能放緩**；IMF 則預測**本年全球貿易量成長率為 5.0%**，大幅低於上年之 10.1%<sup>2</sup>。

圖 5 全球製造業新訂單及出口訂單指數



資料來源：JP Morgan 及 S&P Global Market Intelligence

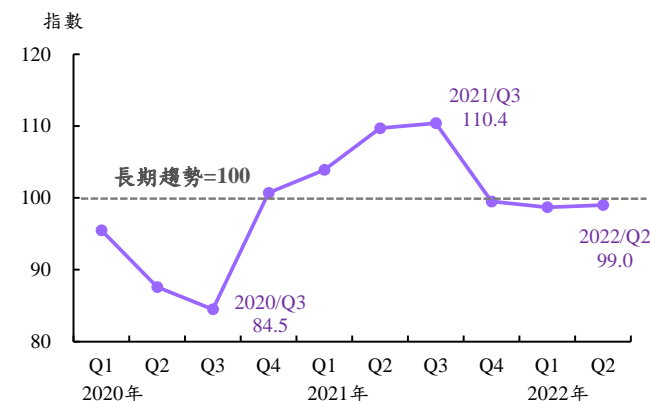
圖 6 全球供應鏈壓力指數



註：New York Fed 定期公布編製之「全球供應鏈壓力指數」(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)，係整合跨境運輸成本及製造業 PMI 中之分項指數所構成，指數愈大，表示供應鏈瓶頸壓力愈大。

資料來源：New York Fed

圖 7 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 月係公布本年 2 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

<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。

<sup>2</sup> 參見 IMF (2022), "World Economic Outlook: War Sets Back the Global Recovery," Apr. 19。

## (二)國際原油及穀物價格居高，加劇全球通膨壓力

### 1. 油價震盪走高，穀價自高點略下滑，基本金屬價格則重挫

- **原油**：中國大陸防疫封城、**歐盟**宣布對**俄羅斯原油**實施**階段式制裁**且預計至**年底前**將有效**削減約 90%**俄羅斯**原油出口至歐盟**，以及美國可能採取**原油出口禁令**以緩解國內汽油價格高漲等影響，油價**震盪走高**(圖 8)。石油輸出國組織及盟國(**OPEC+**)與美國等主要產油國將**續維持增產步調**<sup>3</sup>、各國亦**協調釋放戰備儲油**緩解供應短缺，中國大陸防疫封控及全球需求趨疲可能使原油**需求放緩**，本年油價可望回穩，惟後續**全球油市供需具不確定性**。
- **穀物**：俄烏戰爭致**黑海地區穀物出口中斷**，以及**印度宣布小麥出口禁令**，穀價上漲，嗣因**聯合國**與各方協商恢復**烏克蘭穀物及俄羅斯肥料出口**，穀價**自高點略下滑**(圖 9)。
- **基本金屬**：中國大陸**防疫封城**大幅衝擊基本金屬需求，加以市場擔憂**全球經濟成長放緩**，致基本金屬價格**重挫**(圖 10)。

圖 8 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 9 穀物 3 個月期貨價格



註：該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。

資料來源：Bloomberg

圖 10 基本金屬 3 個月期貨價格指數



註：倫敦金屬交易所基本金屬價格指數係根據倫敦金屬交易所之鋁 (權重 42.8%)、銅 (31.2%)、鋅 (14.8%)、鉛 (8.2%)、鎳 (2%) 及錫 (1%) 距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Refinitiv Datastream

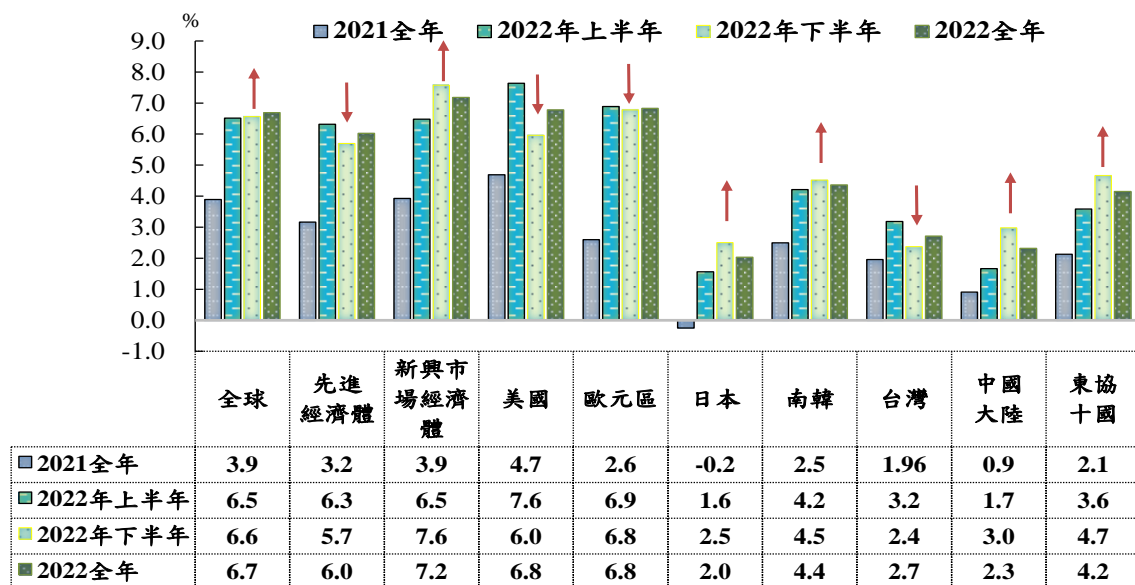
<sup>3</sup> 包括美國、俄羅斯、巴西、加拿大、挪威及蓋亞那等產油國。

## 2. 全球通膨壓力居高，亞洲國家通膨情勢相對溫和

美、歐等主要經濟體通膨率屢創數十年新高，而供應鏈瓶頸問題未紓解，**高通膨可能較預期持久**，恐造成民眾通膨預期升溫，加劇全球通膨壓力。**S&P Global Market Intelligence 預測下半年全球通膨壓力仍高，亞洲國家通膨情勢則相對溫和**(圖 11)。

- **美國**：近期 CPI 年增率雖升抵 40 年來高位，惟**貨幣緊縮持續**，**預期經濟成長將走緩**，下半年通膨率可望自高點下降。
- **歐元區**：面臨俄烏出口之**能源及農糧產品斷供致成本上漲風險**，物價呈現持續且廣泛上揚，下半年通膨壓力仍高。
- **日本**：匯率大幅貶值加重進口通膨壓力，復以通信費調降之負貢獻效果消退，**預期下半年 CPI 年增率將升高**。
- **中國大陸**：近期封控措施影響物資配送，囤貨需求導致食品價格上漲，且**政府續推財政激勵措施及寬鬆貨幣政策**，**預期下半年 CPI 年增率將走揚**。

圖 11 S&P Global Market Intelligence 對全球及主要經濟體 CPI 年增率預測值



註：↓及↑分別表示 2022 年下半年較上半年下降及上升。

資料來源：官方網站及 S&P Global Market Intelligence (2022/5/17)

### (三)主要央行貨幣政策分歧

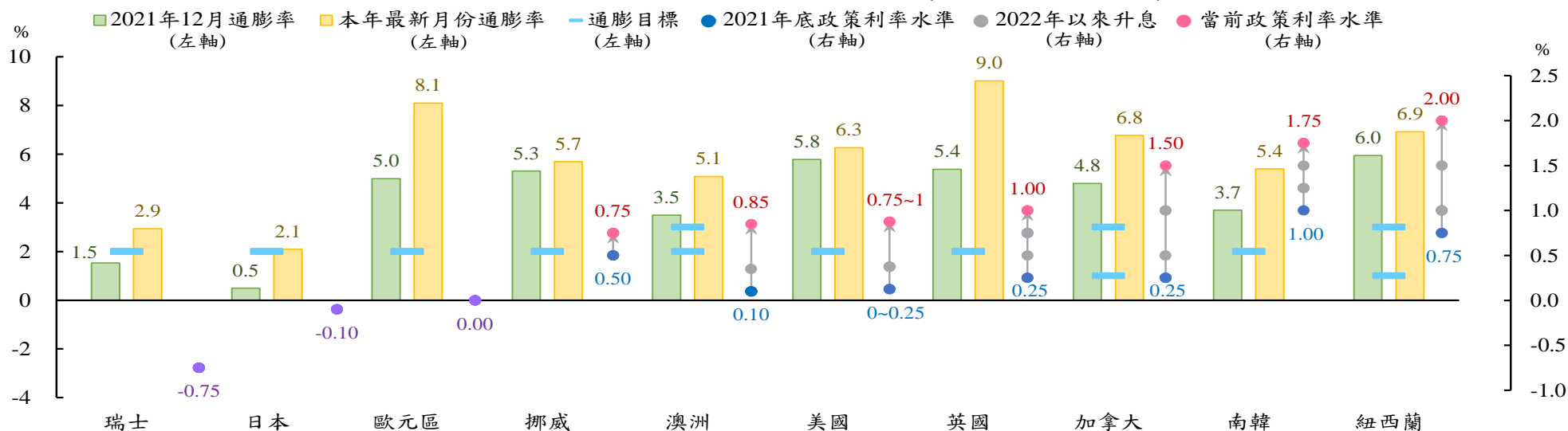
#### 1. 美、英等國持續升息，歐元區將結束購債，日本及中國大陸維持寬鬆貨幣政策

緊縮貨幣

本年4月以來，主要經濟體**通膨率明顯攀升**，且**大幅超越其通膨目標**。為壓抑高通膨，**美國**聯邦準備體系(Fed)繼**3月**升息0.25個百分點後，**5月**再**升息**0.50個百分點至0.75%~1.00%；**加拿大**央行分別於4月及6月各升息0.50個百分點；**澳洲、南韓及紐西蘭**等央行亦**兩度升息**；**英國**5月再**升息**0.25個百分點(圖12)。**歐洲央行(ECB)**則將於**7月1日**結束**資產購買計畫(APP)**的**淨資產購買**，且**傾向於7月**升息0.25個百分點。

此外，4月以來印度、馬來西亞及菲律賓等亞洲經濟體央行為壓抑通膨，亦分別升息0.90、0.25及0.25個百分點至4.90%、2.00%及2.25%。

圖12 主要經濟體政策利率及通膨率變動(與2021年底相比)



註：1. 通膨率除日本為剔除生鮮食品之核心CPI年增率、歐元區為HICP年增率、美國為PCE年增率外，其餘皆為CPI年增率；最新通膨率除日本、美國、英國及加拿大為本年4月資料，澳洲及紐西蘭為第1季資料外，其餘皆為5月資料。

2. 歐元區政策利率為主要再融通操作利率；美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數繪製。

3. 澳洲、加拿大及紐西蘭為通膨目標區間制度，圖中以雙橫線分別表示區間上限及下限。

資料來源：Refinitiv Datastream、各央行網站(截至6月14日資料)

維持寬鬆

長期維持超低利率之**瑞士**央行及**日本**央行(**BoJ**)則鑑於國內通膨情勢相對溫和而**維持政策利率不變**(圖12)。BoJ 總裁黑田表示，與美、歐相較，日本家庭被壓抑的需求和工資成長較溫和，且日本近來通膨升溫應為暫時性，經濟仍脆弱，故維持超寬鬆貨幣政策。

**中國大陸**則為緩解疫情對景氣之衝擊，中國人民銀行(以下簡稱**人行**)4月以來**調降多項工具利率**，例如全面下調金融機構存款準備率(RRR)0.25 個百分點，亦大幅下調 5 年期貸款市場報價利率(LPR)0.15 個百分點至 4.45% 等，以引導金融機構降低企業及社會融資成本。

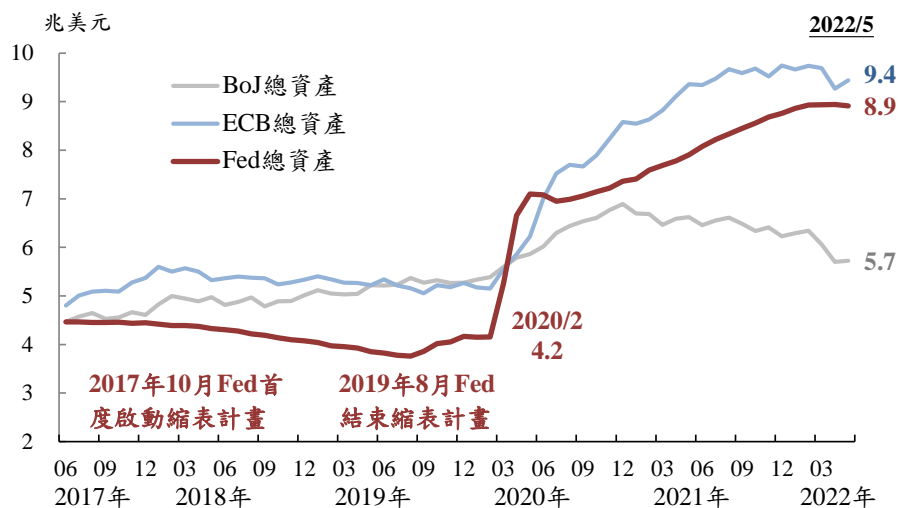
另**俄羅斯**央行於 2 月底升息至 20% 後，4 月以來因盧布匯率大幅回升及通膨壓力下降，4 度**降息**共 10.50 個百分點至 9.50%。

## 2. 主要央行逐步結束購債計畫，貨幣政策回歸正常化

美、歐、日等主要經濟體央行為因應肺炎疫情衝擊推出**資產購買計畫**，以非傳統貨幣政策挹注市場流動性，致渠等**總資產大幅攀升**(圖 13)。近期為**回歸貨幣政策正常化操作**，**ECB 宣布結束購債**，**Fed 更啟動縮表**。

- **ECB** 於本年 3 月終止因應疫情緊急購買計畫(PEPP)後，7 月將結束 APP 的資產淨購買。
- **Fed** 於本年 6 月 1 日起開始縮減其資產負債表規模(簡稱**縮表**)，首 3 個月每月最高減持美國公債 300 億美元，以及**機構債**(agency debt)、**機構房貸擔保證券**(agency MBS)175 億美元，合計 475 億美元；嗣後每月最高減持美國公債 600 億美元，以及機構債、機構房貸擔保證券 350 億美元，合計 950 億美元。本次縮表計畫縮減之規模及速度均高於 2017 年至 2019 年間 Fed 首度執行之縮表計畫(表 1)。

圖 13 美、歐、日央行總資產變動



註：近期 ECB 及 BoJ 資產規模下降，主要係反映歐元及日圓對美元走貶。  
資料來源：Refinitiv Datastream

表 1 Fed 於 2017 年~2019 年首次縮表計畫執行結果

單位：億美元

啟動縮減再投資	2017/10~2017/12	2018/1~2018/3	2018/4~2018/6	2018/7~2018/9	2018/10~2019/4	2019/5~2019/7
美國公債每月減持上限	60	120	180	240	300	150
agency debt 及 agency MBS 每月減持上限	40	80	120	160	200	200
合計	100	200	300	400	500	350

說明：首次縮表自 2017 年 10 月至 2019 年 7 月，Fed 資產規模由 4.5 兆美元降至約 3.8 兆美元，約 2 年間共計縮減 0.7 兆美元。

資料來源：Fed 官網，本行整理。



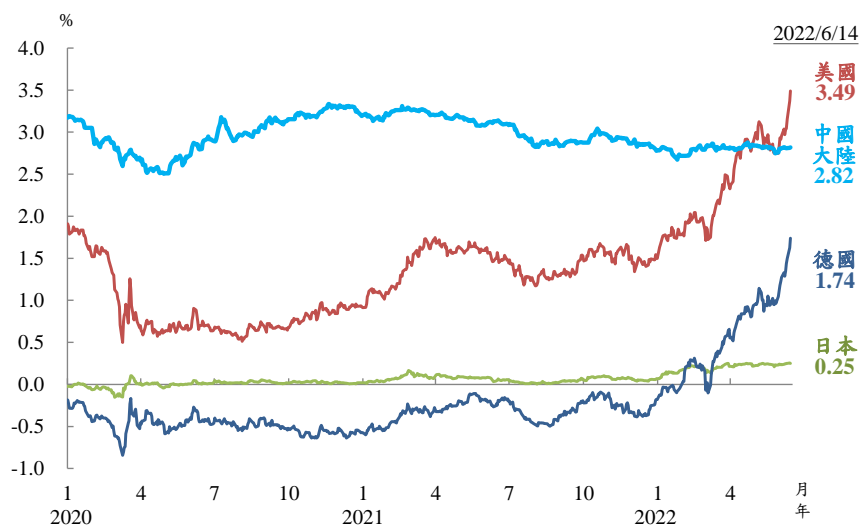
#### (四)俄烏戰爭以來，經濟不確定性大增，金融市場持續大幅波動

##### 1. 主要經濟體 10 年期公債殖利率多走升，美國公司債及房貸利率走揚，融資條件趨緊

本年 4 月以來，市場預期 Fed 將加速升息並縮表，及 ECB 將結束購債，並逐步調升政策利率，帶動**美國及德國 10 年期公債殖利率大幅走升**。日本則因 BoJ 採取固定利率無限量購債操作，**抑制 10 年期公債殖利率於 0.25%**。另人行持續採寬鬆政策以激勵經濟成長，**中國大陸 10 年期公債殖利率小幅盤整**，**美中 10 年期公債之利差**自 2010 年 6 月以來首度**轉正**(圖 14)。

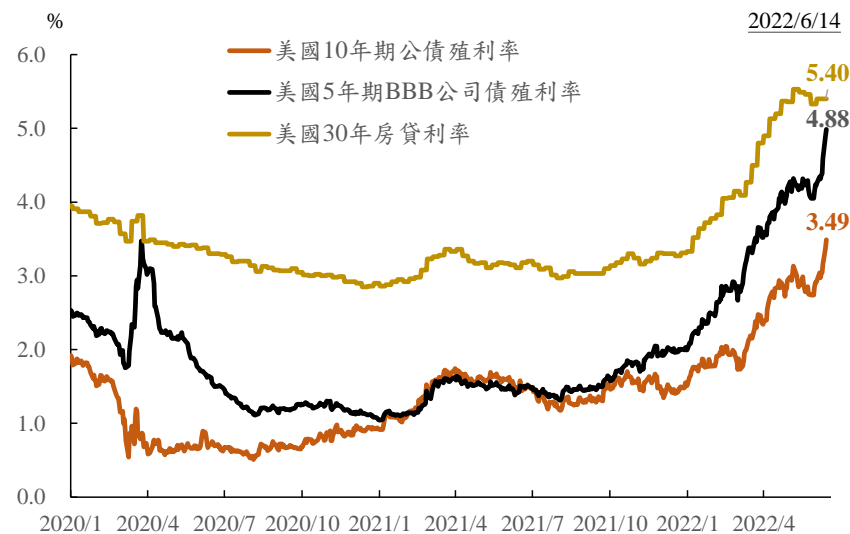
10 年期公債殖利率多為各國利率相關商品之重要基準指標，如美國 10 年期公債殖利率攀升，亦帶動其**公司債殖利率及房貸利率大幅攀升**，對企業及個人房貸**融資條件具緊縮**效果(圖 15)。

圖 14 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 15 美國公司債殖利率與房貸利率



資料來源：Bloomberg

## 2. 美元指數創近 20 年新高，主要國家貨幣則對美元走貶

本年 4 月以來，美國通膨壓力持續居高，市場預期 Fed 升息幅度將大於其他主要經濟體，且地緣政治局勢緊張，美元資產需求大增，**美元指數升逾 105**，創 2002 年 12 月以來**新高**(圖 16)。本年以來主要經濟體貨幣對美元多貶值(圖 17)：

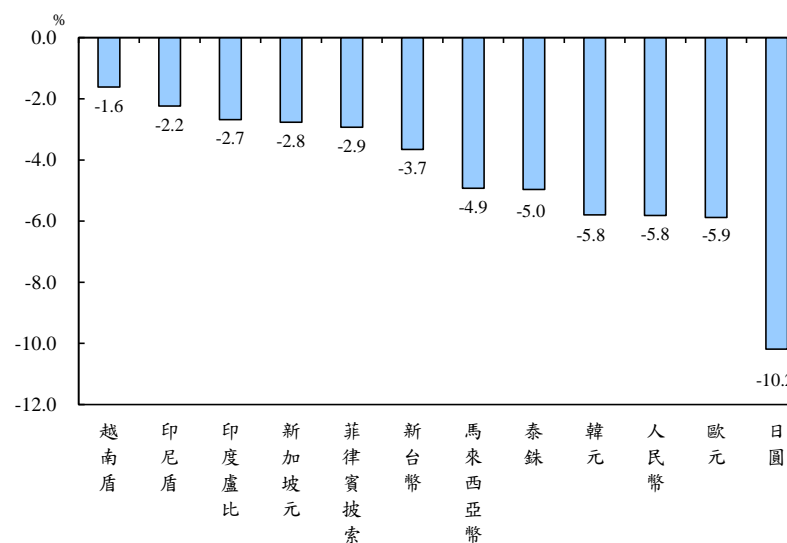
- **歐元**：俄烏戰爭衝擊歐元區經濟，歐元走貶，期間一度因預期 **ECB 將加速貨幣政策正常化而回升**，惟公債殖利率走高不利債務偏高之南歐國家經濟發展，**歐元續貶**。
- **日圓**：BoJ 持續寬鬆政策，預期**美日利差擴大及貿易入超持續**，**日圓貶逾 1 美元兌 135 日圓之 24 年來低點**。
- **亞洲貨幣**：中國大陸**封控措施衝擊經濟發展**，致部分資金流出人民幣資產，**人民幣趨貶**；其他亞洲經濟體貨幣亦呈弱勢，**東協**因經濟展望尚佳，成員國**貨幣貶幅較小**。

圖 16 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 17 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅  
(本年 6 月 14 日與 3 月底比較)



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

### 3. 全球主要股市重挫，美國股市跌幅較大

本年4月以來，主要經濟體貨幣政策趨緊，帶動**長天期公債殖利率大幅彈升**，**股票盈餘殖利率與公債殖利率之利差優勢縮減**(以美國為例，詳圖18)。

投資人擔憂**借貸成本增加影響企業獲利**，全球主要**股市續跌**。本年6月14日與3月底相較，**美國股市跌幅較大**<sup>4</sup>，科技類股成分較高之**那斯達克指數已重挫逾23%**<sup>5</sup>；另中國大陸政府推出財政激勵政策，加以投資人預期政府將放寬監管措施，且美國或將逐步調降對中國大陸商品關稅，激勵股市小幅上漲1.1%(圖19)。

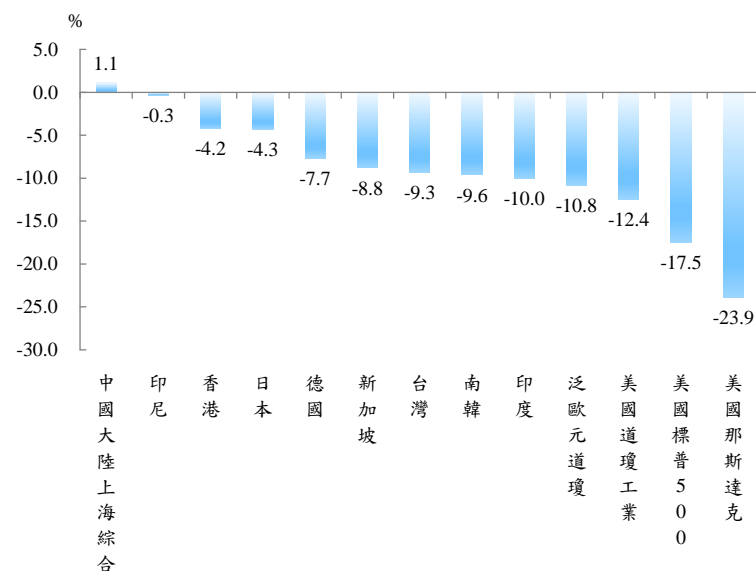
圖18 美國股票盈餘殖利率與10年期公債殖利率



\*: 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19 主要經濟體股價指數漲跌幅 (本年6月14日與3月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

<sup>4</sup> 部分原因係投資人預期美元升值可能損害美國跨國企業獲利。

<sup>5</sup> 本年以來科技股跌幅相對較大的原因，可參見 BIS (2022), “Rotation from Growth to Value Stocks and Its Implications,” *Quarterly Review*, Mar.。

## (五)全球經濟前景面對多重下行風險

本年全球經濟成長力道預期將放緩，且面臨供應鏈瓶頸惡化、糧食危機、通膨壓力加劇、金融情勢緊縮及中國大陸經濟成長放緩等影響景氣前景之下行風險(圖 20)，宜密切關注。

圖 20 影響全球經濟前景之下行風險

### 俄烏戰爭惡化供應鏈瓶頸、加劇全球糧食危機

- 俄烏戰爭致全球能源及糧食供應減少、供應鏈瓶頸問題惡化，若國際對俄制裁再趨嚴，且戰爭持久，廣泛外溢效應恐進一步推升通膨，進而降低全球產出。
- 近年全球糧食生產頻受極端氣候風險威脅，俄烏戰爭除影響俄烏兩國糧食出口外，部分國家亦限制糧食出口，加劇全球糧食危機，中低收入國家將受創最深。

### 高通膨可能推升民眾通膨預期，進而加劇通膨壓力

- 多國已面臨廣泛之輸入性通膨，民眾在能源及糧食上花費增加，進而排擠其他消費，引發生活成本危機，影響經濟成長動能。
- 高通膨可能較預期更持久，推升民眾之通膨預期，造成物價進一步上漲，若勞動市場緊俏，觸發薪資—物價盤旋上升(wage-price spiral)，將再加劇通膨壓力。

### 多國加速升息致金融情勢大幅緊縮，將加重經濟下行壓力

- 主要經濟體已進入升息循環，若通膨未如預期降溫而加速升息，除將引發金融市場劇烈波動外，金融情勢大幅緊縮亦將使需求急遽降溫，加重經濟下行壓力。
- 全球政府債務已高，隨國內、外利率升高，政府財政將吃緊。尤其新興市場經濟體以美元計價之外債規模龐大，若投資人對政府財政失去信心，恐致資本外流或債務危機。

### 中國大陸經濟成長放緩，將拖累全球景氣擴張力道

- 中國大陸若持續以嚴格封城措施控管疫情，將嚴重影響其消費與生產活動，致經濟成長趨緩，並加劇供應鏈瓶頸問題，拖累全球景氣擴張力道。
- 中國大陸經濟若急遽下滑，諸多既存之結構性問題(例如地方政府、房地產開發商及家庭之高債務，及銀行體系脆弱性等)，亦恐爆發而危及金融穩定。