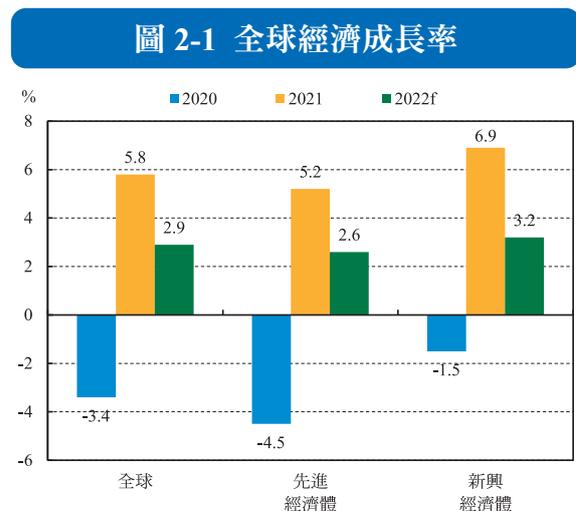


貳、潛在影響金融體系之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟金融情勢

2021年全球經濟強勁復甦，主要受惠於各國陸續施打疫苗並實施大規模寬鬆貨幣政策，加以2020年基期較低所致。2022年初以來，隨Omicron變異病毒擴散全球，以及俄羅斯與烏克蘭爆發戰事(以下簡稱俄烏戰事)，導致供應鏈持續中斷，大宗商品價格大漲，推升全球輸入性通膨壓力。展望未來，全球疫情反覆及俄烏衝突未息將使全球經濟下行風險升高，預期2022年經濟成長將放緩。



註：2022f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/5/15)。

全球金融市場受俄烏戰事及主要經濟體升息等影響，出現大幅修正，若先進經濟體央行採取更鷹派措施以抑制通膨漲勢，恐使新興經濟體金融情勢惡化，加劇金融不穩定風險。

1. 受通膨及地緣政治衝突升溫影響，2022年全球經濟成長將走弱

2021年受惠於各國陸續施打疫苗、防疫措施放寬及大規模貨幣政策支持，全球經貿持續復甦，加以基期較低，全球經濟成長率大幅上升至5.8%¹³(圖2-1)。

2022年初以來，因俄烏戰事爆發，各國對俄羅斯實施嚴格制裁措施¹⁴，加以

¹³ 依據S&P Global Market Intelligence 2022年5月15日預測。

¹⁴ G7工業國家等陸續對俄羅斯祭出嚴厲金融與經濟制裁，包括限制俄羅斯央行資金調度能力、限制重要機構的融資能力並凍結等資產、將特定銀行排除在SWIFT系統之外，以及對俄羅斯實施出口管制及減少自俄國進口能源等措施。

變種病毒擴散，供應鏈持續中斷，全球通膨明顯升溫，對經濟復甦形成嚴峻考驗。S&P Global Market Intelligence¹⁵預估全球經濟成長率將下滑至2.9%，其中先進及新興經濟體分別降至2.6%及3.2%(圖2-1)。此外，IMF認為¹⁶氣候災害迭起將造成低收入經濟體巨額損失，全球供應鏈亦面臨更多壓力，不利經濟復甦。

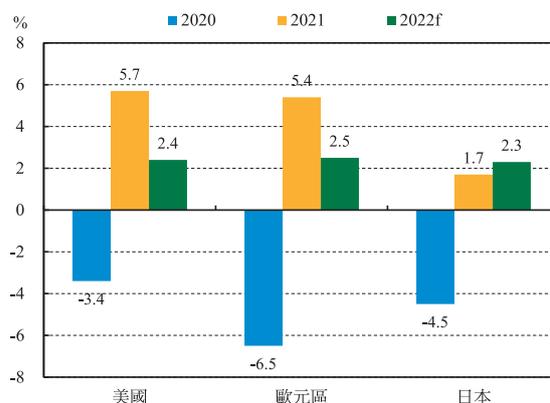
(1) 先進經濟體經濟成長走勢分歧

● 通膨成為美國經濟成長隱憂

2021年美國在寬鬆財政政策¹⁷及疫苗陸續施打等正面因素帶動下，個人消費與民間投資明顯回溫，加以基期較低，全年經濟成長率由上年之-3.4%大幅上升至5.7%(圖2-2)，創1984年以來新高。

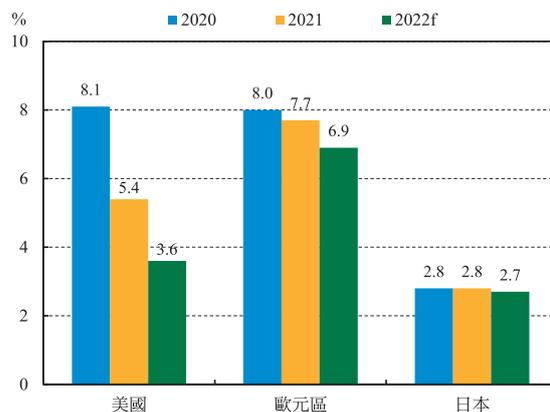
2022年初以來，因俄烏戰事與Omicron病毒肆虐，原物料價格大漲且供應鏈問題加劇，美國通膨持續升溫，3月通膨率已達8.5%，創40年以來新高¹⁸，若通膨問題未緩解，恐加速Fed升息步伐。在通膨陰影、俄烏戰事升級與大規模財政激勵方案卡關¹⁹等因素影響下，S&P Global Market Intelligence預測美國2022年經濟成長率將下滑至2.4%，惟就業市場將持續改善，失業率由2021年之5.4%降至3.6%(圖2-3)。

圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2022f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2022f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/5/15)。

¹⁵ S&P Global Market Intelligence (2022), *Global Executive Summary*, May.

¹⁶ IMF (2022), *World Economic Outlook Update*, January.

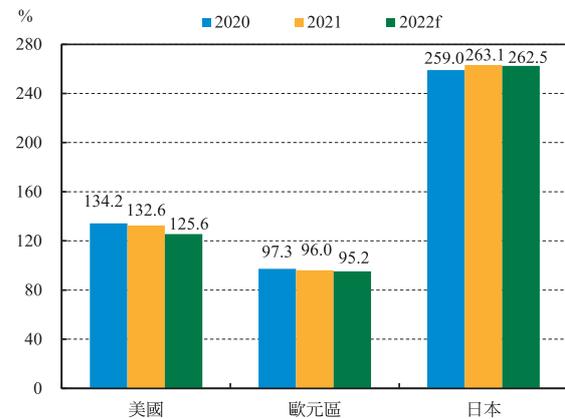
¹⁷ 2021年3月美國國會通過歷來規模第二大之1.9兆美元「美國救援法(American Rescue Plan Act)」。

¹⁸ 2022年3月通膨率係1981年12月之8.9%以來高點。

¹⁹ 「重建美好未來法案」(Build Back Better Act)預算達1.75兆美元，主要內容包括對抗氣候變遷及育兒與健保補貼等，法案目前仍卡關於參議院。

財政方面，預期2022年對個人社會補助支出因疫情減緩而大幅縮減，美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)預測²⁰全年財政赤字將由2021年之2.97兆美元降至1.34兆美元，對GDP比率因而由10.2%降至4.8%。此外，由於財政赤字減少，IMF預測²¹2022年美國政府債務餘額對GDP比率將由2021年之132.6%降至125.6%(圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2022f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2022), *Fiscal Monitor*, April。

● 俄烏戰事將拖累歐元區經濟復甦

2021年歐元區在疫情因素逐漸消退下，消費與投資強勁復甦，第2季經濟成長率較上年同期增長14.75%，全年經濟成長率回升至5.4%(圖2-2)。2022年初以來俄烏戰事加劇，由於歐元區成員國對俄羅斯能源產品依賴度高，各國實施制裁措施使能源價格飆升，歐元區經濟體恐面臨停滯性通膨風險，S&P Global Market Intelligence預估全年經濟成長率將降至2.5%(圖2-2)，惟就業市場回穩，失業率續降至6.9%(圖2-3)。

財政方面，隨歐元區各國擴張性財政政策逐步退場，歐盟執行委員會(European Commission)預估2022年歐元區財政赤字對GDP比率將由2021年之7.1%降至3.9%²²；由於財政赤字減少，IMF預測歐元區政府債務對GDP比率將由96.0%小幅下滑至95.2%²³(圖2-4)。

● 日本經濟預期加速成長

日本2021年第3季因疫情嚴峻導致經濟活動萎縮，但第4季國內消費

²⁰ CBO (2021), "CBO's Projections of Federal Receipts and Expenditures in the National Income and Product Accounts: 2022 to 2031," November.

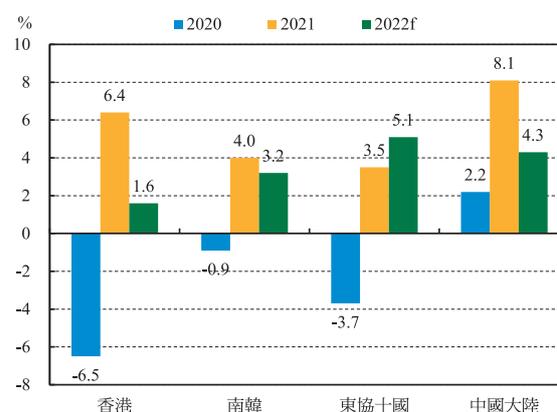
²¹ IMF (2022), *Fiscal Monitor*, April.

²² Council of the European Union (2021), "Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2022," December.

²³ 同註21。

明顯回溫，全年經濟成長率由上年之-4.5%回升至1.7%(圖2-2)。2021年11月日本新政府推出史上最大規模達78.9兆日圓之大型經濟對策²⁴，S&P Global Market Intelligence認為財政刺激方案將激勵民間消費及企業投資信心，加速日本經濟成長，2022年成長率預計達2.3%(圖2-2)，失業率則略降至2.7%(圖2-3)。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2022f為S&P Global Market Intelligence預測值。

2. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/5/15)。

財政方面，日本因推出新一輪經濟激勵方案，加以政府預算中社會福利費用仍高達36.27兆日圓，IMF預測²⁵2022年政府債務餘額對GDP比率由2021年之歷史高點263.1%略降至262.5% (圖2-4)。

(2) 亞洲經濟體經濟復甦步伐不一

2021年因全球出口回溫，加以基期較低，亞洲新興經濟體經濟成長率均大幅回升。其中，中國大陸2021年第1季經濟成長率高達18.30%，係2011年以來再度雙位數成長，惟其後因落實嚴格防疫政策導致國內消費不振，成長動能逐步下滑，全年經濟成長率為8.1%(圖2-5)。其他亞洲經濟體中，香港與南韓因出口表現強勁且基期較低，經濟成長率分別上升至6.4%及4.0%(圖2-5)；東協十國因2021年下半年加速疫苗施打，有助提升製造業產值，整體經濟成長率增至3.5%(圖2-5)，十國中除緬甸²⁶外均維持正成長。

展望2022年，亞洲經濟體成長步伐不一。其中，中國大陸疫情復燃，多地封城損害內需，加上不動產市場面臨壓力，S&P Global Market Intelligence預測全年經濟成長率將回降至4.3%(圖2-5)；香港因爆發大規模疫情，拖累經

²⁴ 日本之「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」主要目標包括防止疫情擴散、推動與新冠病毒共存、促進經濟及強化國土防災等。

²⁵ 同註21。

²⁶ 緬甸2021年2月發生軍事政變後，公民發起不服從運動癱瘓經濟活動，導致全年經濟萎縮10%。

濟活動，經濟成長率將大幅下滑至1.6%；南韓因出口成長放緩，經濟成長率將下滑至3.2%(圖2-5)；東協十國隨內需提升，加以各國邊境開放有助觀光產業，經濟將持續成長，成長率將升至5.1%(圖2-5)。

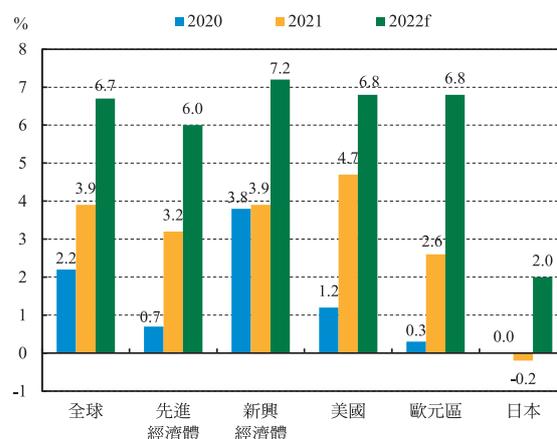
(3) 俄烏戰雲密布，通膨面臨上行風險

2021年初以來，由於Delta及Omicron兩波疫情肆虐，不少經濟體遭遇勞力短缺、塞港及缺工等問題，導致供應鏈中斷，大宗商品價格上漲。其中，國際原油因全球逐步放寬封城措施，加以歐美製造業穩步復甦帶動石油需求，使油價逐步走升，布蘭特原油(Brent crude oil)現貨全年平均每桶為70.89美元，較2020年之

41.69美元上漲70%，其餘能源價格亦走高；穀物、植物油、乳製品及肉類等食品價格亦全面上漲²⁷。在大宗商品價格走升下，2021年全球CPI年增率上揚至3.9%，其中先進經濟體與新興經濟體分別升至3.2%及3.9%(圖2-6)。

2022年初以來俄烏戰事衝突使全球能源與原物料供應受創²⁸，3月8日布蘭特原油價格攀升至每桶128美元之2008年以來新高，反映整體國際商品價格之RJ/CRB期貨價格指數²⁹亦明顯上揚(圖2-7)。在原物料價格大漲下，S&P Global Market Intelligence預測全球通膨將明顯升溫至6.7%，其中先進

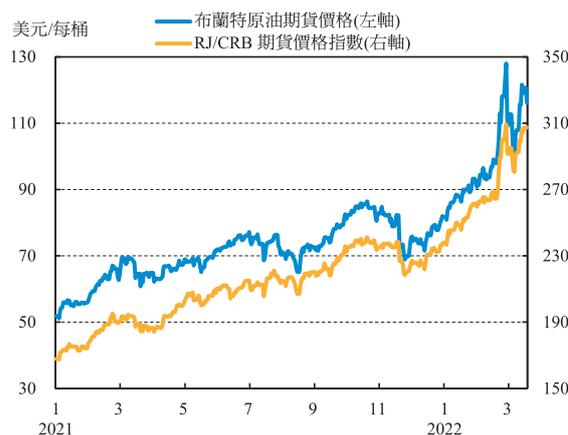
圖 2-6 全球消費者物價指數年增率



註：2022f為S&P Global Market Intelligence預測值。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/5/15)。

圖 2-7 國際原物料價格



²⁷ 2021年聯合國糧食及農業組織計算之食品價格指數，由2020年之98.1攀升至125.7。該指數係計算穀物、植物油、乳製品、糖及肉類等五個商品類別價格指數之加權平均數而得。

²⁸ 俄羅斯係全球第2大原油及天然氣生產國，亦為歐洲最主要天然氣供應來源，烏克蘭則為玉米及小麥出口大國。

²⁹ RJ/CRB期貨價格指數係由能源、農產品、貴金屬及工業用金屬等共19種商品期貨價格編製而成，其中以能源類商品權重39%最高，農產品權重28%居次。

經濟體與新興經濟體分別升至6.0%及7.2%(圖2-6)。若俄烏戰事持續惡化，恐使全球高通膨問題雪上加霜。

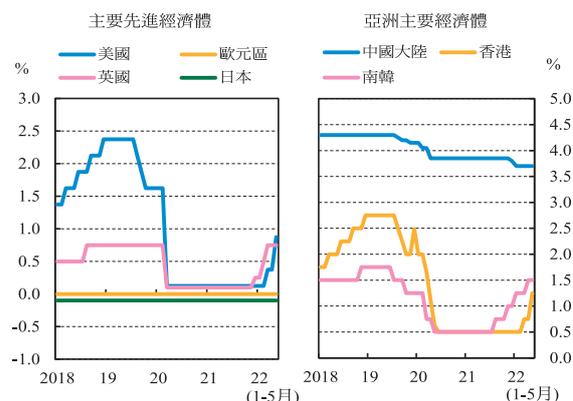
(4) 歐美先進經濟體將加快貨幣政策正常化步伐以抑制通膨

2021年因疫情持續肆虐，實體經濟尚未完全恢復成長動能，主要經濟體央行仍維持低利率之寬鬆貨幣政策不變。2022年初以來，為抑制全球通膨漲勢，Fed等歐美經濟體央行逐步加快貨幣政策正常化步伐，恐對債市及新興市場帶來衝擊(專欄1)。

主要經濟體央行貨幣政策走勢分歧。其中，美國Fed考量國內就業成長強勁，失業率大幅下降，且通膨率居高不下，2022年1月開始縮減購債，並於3月及5月升息共3碼，將聯邦資金利率目標區間調升至0.75%~1.00%，且預計6月進行縮減資產負債表計畫。歐洲央行(ECB)考量通膨升溫，2022年3月縮減購債規模，惟政策利率維持不變。日本央行(BoJ)因國內通膨尚屬溫和，仍持續購買公債，惟將逐步降低商業本票及公司債購買金額至疫情前水準。英格蘭銀行(BoE)因國內物價持續上漲，2021年12月起三度調升官方利率共0.65個百分點至0.75%，並縮減購債規模(圖2-8、表2-1)。

亞洲新興經濟體中，中國大陸續採寬鬆貨幣政策，2021年下半年起陸續下調金融機構存款準備率與1年期貸款市場報價利率，以引導金融機構降低融資成本。另一方面，南韓央行為抑制通膨及金融風險，四度調升基準利率各1碼至1.50%；香港為維持聯繫匯率制度，2022年3月及5月配合美國升息步調調升貼現窗口基本利率共3碼(圖2-8、表2-1)。

圖 2-8 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：美國為聯邦資金利率目標區間中值，歐元區為主要再融通操作利率，英國為官方利率，日本為銀行存放央行之新增超額準備適用利率。
2. 亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構1年期貸款市場報價利率，香港為貼現窗口基本利率，南韓為基準利率。
3. 資料截至2022年5月4日。
資料來源：各國/地區央行網站。

表 2-1 2021年下半年以來先進及亞洲新興經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	日期	內容
美國	2021/12、2022/1	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed決議維持聯邦資金利率目標區間於0.00%~0.25%不變。 ● 因通膨壓力上升及勞動市場進一步改善，自2022年1月中起，將每月購債金額由逐月縮減150億美元加速至每月300億美元，其中，政府公債及政府機構債(agency debt)與政府機構房貸擔保證券(agency MBS)再投資之每月縮減金額分別為200億美元及100億美元。
	2022/3	鑑於就業成長強勁且通膨高漲，Fed調升聯邦資金利率目標區間1碼至0.25%~0.50%。
	2022/5	<ul style="list-style-type: none"> ● 鑑於俄烏戰事帶來之不確定性，與中國大陸封城或將加劇供應鏈中斷問題，Fed調升聯邦資金利率目標區間2碼至0.75%~1.00%。 ● Fed公布「縮減Fed資產負債表計畫」，該計畫自6月1日起生效，初期美國公債每月減持上限為300億美元，agency debt及agency MBS則為175億美元，3個月後分別增至600億美元及350億美元。
歐元區	2021/12	<ul style="list-style-type: none"> ● ECB決議維持政策利率不變，但調整購債計畫，且強調貨幣政策仍須保持寬鬆，其中資產購買計畫(APP)之第1季的每月淨購債維持200億歐元不變，第2季及第3季的每月淨購債分別增加至400億歐元及300億歐元，10月起回復至每月淨購債200億歐元。 ● 預計2022年3月底終止總規模1.85兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)。
	2022/3、4	ECB決議維持政策利率不變，但調整APP步調，將2022年4月、5月和6月的每月淨購債金額，分別訂為400億歐元、300億歐元和200億歐元，惟鑑於通膨上行風險增溫，預期第3季結束APP淨購買的可能性上升。
日本	2021/12、2022/3	<ul style="list-style-type: none"> ● BoJ決議維持政策利率不變。 ● BoJ決議持續無上限購買政府公債(JGB)，並維持購買ETF及不動產投資信託基金(J-REIT)額度為12兆日圓及1,800億日圓不變，惟將逐步降低商業本票及公司債之購買金額至疫情前水準。
英國	2021/12、2022/2、3	鑑於國內物價面臨持續上漲壓力，BoE三度調升官方利率共0.65個百分點至0.75%。
	2022/3	BoE減少資產購買規模至8,670億英鎊。
中國大陸	2021/7、12、2022/4	人行自2021年7月起三度下調金融機構存款準備率共1.25個百分點，以增加金融機構支持實體經濟發展之資金來源。
	2021/12、2022/1	人行全面調降短中期利率，以引導金融機構降低對實體經濟的融資成本，並充裕市場流動性，其中包括兩度下調1年期貸款市場報價利率共0.15個百分點至3.7%等，係2020年4月以來首次調降利率。
香港	2022/3、5	香港金融管理局調升貼現窗口基本利率共3碼至1.25%。
南韓	2021/8、11、2022/1、4	為抑制通膨及金融風險，南韓央行四度調升基準利率各0.25個百分點至1.5%。

註：資料截至2022年5月4日。

資料來源：各官方網站。

2. 金融情勢轉趨緊縮，且新興經濟體面臨債務及資金外流風險

(1) 金融情勢轉趨緊縮

2021年因市場預期各國短期內將維持寬鬆貨幣政策，股市續呈漲勢，先進經濟體金融情勢更加寬鬆；部分新興經濟體為紓解國內通膨壓力改採緊縮貨幣政策，抵銷資產價格上漲效果，金融情勢變動不大(圖2-9)。

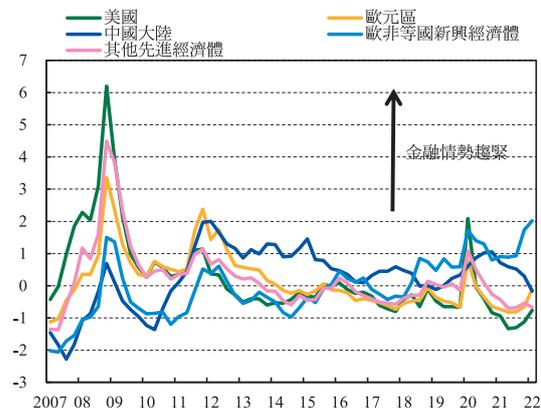
2022年初以來，隨全球通膨風險上升，市場預期先進經濟體將加快貨幣政策正常化步伐以抑制通膨漲勢，金融市場震盪加劇，股價下滑及企業市值減少，加上公債殖利率走升，中國大陸以外之多數經濟體金融情勢轉趨緊縮，其中與俄羅斯往來密切之東歐與中東新興經濟體因借貸成本快速上揚，緊縮幅度較大，其餘經濟體相較歷史水準仍偏寬鬆(圖2-9)。

(2) 俄烏戰事對全球金融體系帶來衝擊

● 全球股市自高點下跌，恐慌指數走升

2021年以來在先進經濟體逐步解封並加速疫苗施打下，歐美等地股市持續走強，美股道瓊與S&P指數均於2022年1月初創下新高³⁰，爾後因美國

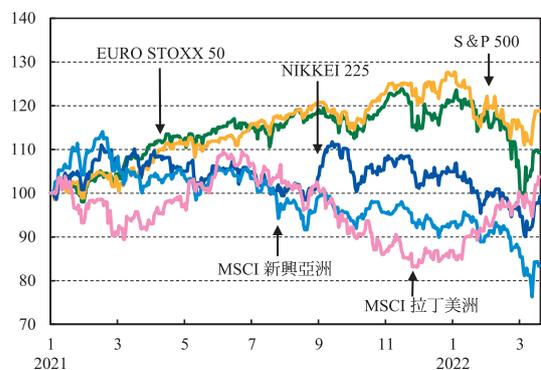
圖 2-9 各國金融情勢指標



- 註：1. 金融情勢指標係金融情勢偏離整體資料平均之標準差。
2. 其他先進經濟體包括澳洲、加拿大及英國等11個經濟體。
3. 歐非等國新興經濟體包括俄烏之外，歐洲、非洲與中東之新興經濟體。

資料來源：IMF (2022), *Global Financial Stability Report*, April。

圖 2-10 國際股價指數表現



註：1. 2021年1月1日=100

2. EURO STOXX 50為歐元區12個主要經濟體之50檔股票指數。

資料來源：Bloomberg。

³⁰ 2022年1月3日道瓊工業指數收在36,585.06點，S&P 500指數收在4,796.56點，均為歷史新高。

通膨高漲，Fed不斷釋出緊縮貨幣政策訊息，股市自高點回落，並呈區間震盪走勢；另一方面，新興經濟體因商品價格上漲與疫苗施打較慢等因素，股市表現不如先進經濟體(圖2-10)。2022年2月下旬俄烏戰事爆發，MSCI全球股價指數自2021年11月高點下跌近14%³¹，VIX恐慌指數亦一度升逾30(圖2-11)，與俄烏貿易往來密切之歐洲國家股市跌幅較深。在俄烏戰事前景未明下，全球股市走勢不確定性仍高。

● 主要經濟體公債殖利率走升，波動度加劇

2022年初以來，美國Fed為抑制通膨急遽走升，開啟升息循環，市場預期寬鬆貨幣政策將退場，帶動歐美等國10年期公債殖利率明顯走升，其中尤以美債殖利率彈升幅度最為明顯，歐元區殖利率則由負轉正(圖2-12)。IMF指出³²，俄烏戰事增添國際通膨壓力，各國調升政策利率可能性上升，在目前全球債務水準位處高點下³³，實質利率快速上揚，可能使金融市場大幅修正及金融情勢快速緊縮，影響市場信心並損及金融穩定。

圖 2-11 全球股價指數與VIX指數



註：1. MSCI全球股價指數係摩根史丹利(Morgan Stanley)所編製之證券指數，涵蓋股票均為大型企業股。
2. VIX指數(又稱恐慌指數)係芝加哥選擇權交易所波動率指數，反映投資者對股票市場的心理預期，該指數愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇。

資料來源：Bloomberg。

圖 2-12 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

³¹ MSCI全球股價指數由2021年11月16日之758.86下跌至2022年3月8日之655.47。

³² 同註1。

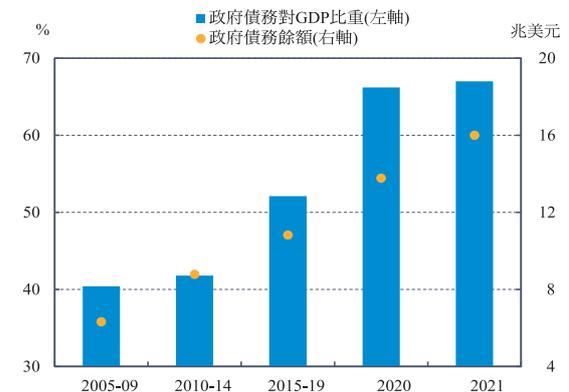
³³ 根據國際金融協會(Institute of International Finance, IIF)統計，2021年底全球債務規模已達303兆美元，較2020年底增加10兆美元，相對GDP比率高達351%。詳見 IIF (2022), *Global Debt Monitor: EM Debt: The Good, the Green and the Ugly*, February。

● 俄烏戰事對歐洲金融業之衝擊較大

俄烏戰爭爆發後，銀行、非銀行金融機構與企業對俄羅斯與烏克蘭暴險，以及金融情勢趨緊造成之流動性與融資風險，均可能對金融機構資產品質及獲利能力產生衝擊。其中，歐洲因地緣關係密切，且

依賴俄羅斯能源出口，銀行業對俄烏兩國暴險較多³⁴，受俄烏戰爭之衝擊較大。另2021年第4季全球非銀行金融機構雖是俄羅斯資產的大宗持有者³⁵，惟占其本身資產之比重仍低³⁶，影響尚屬有限。

圖 2-13 新興經濟體政府債務



註：本圖資料係由實質GDP占整體比重作權重加總而成。
資料來源：IMF (2022), *Global Financial Stability Report*, April。

(3) 新興經濟體政府面臨債務及資金外流風險

自疫情爆發以來，新興經濟體政府擴大財政支出以緩解企業與家庭部門遭受之衝擊，IMF統計³⁷新興經濟體政府債務對GDP比重由疫情前之52%快速增至67%(圖2-13)，且為滿足政府融資需求，新興經濟體銀行業持有政府債務亦上揚，達全體銀行資產之17.2%，明顯高於先進經濟體之7.5%。

此外，在通膨上行風險增加下，預期美國Fed在3月升息後將採取更鷹派措施，儘管本次縮減購債與資產負債表過程中，Fed更加重視對外溝通，且多數新興經濟體之經常帳餘額及外匯存底適足程度均有改善，惟IMF警告³⁸新興經濟體疫情後經濟復甦力道普遍較弱，加上債務平均到期期間較短，且以外幣計價債務比重較高，若金融情勢趨緊，新興經濟體恐面臨資

³⁴ 全球銀行業對俄烏兩國暴險總額1,320億美元，其中暴險前三大均為歐洲國家，包括法國289億美元、義大利253億美元與奧地利217億美元。詳見IMF (2022), “Chapter 1: The Financial Stability Implications of the War in Ukraine,” *Global Financial Stability Report*, April。

³⁵ 國外非銀行金融機構共持有19%之俄羅斯公債、50%之俄羅斯企業債及40%俄羅斯股票。

³⁶ 舉例來說，歐洲基金公司雖大量投資俄羅斯股債市，惟暴險總額仍未達基金總資產之2%。

³⁷ IMF (2022), “Chapter 2: The Sovereign-Bank Nexus in Emerging Markets: A Risky Embrace,” *Global Financial Stability Report*, April。

³⁸ 同註1。

金外流風險³⁹。

若金融情勢、疫情與地緣政治緊張局勢使新興經濟體政府財政惡化，恐使公債利率走升及價格下跌，持有政府債務比重偏高之銀行業將蒙受損失而降低貸款意願，阻礙企業與家庭部門復甦步伐，並進一步透過經濟放緩及稅收減少，使政府面臨更大財政壓力，再次打擊公債市場及銀行獲利，形成反饋效果。

(4) 氣候變遷與去中心化金融服務，可能對金融穩定構成威脅

- 在各國祭出對俄羅斯多項制裁後，能源價格快速上漲，IMF認為⁴⁰能源價格上漲迫使各國政府實施綠色轉型，以達到淨零排放目標，惟轉型步調緩慢⁴¹或無序轉型⁴²，將對全球金融穩定帶來威脅。
- 近年來全球去中心化金融(decentralized finance, DeFi)⁴³規模快速成長，其中DeFi授信⁴⁴在穩定幣(stablecoin)⁴⁵運用普及下，規模由2019年初不到10億美元，成長至2021年底近250億美元⁴⁶。為有效遏止DeFi造成之市場、流動性及網路風險，IMF建議監理機關應針對加密生態系統與平台訂定相關規範，並敦促DeFi業者組成自律組織，在過度監管與風險管理中取得平衡。

³⁹ 根據IMF模型估計，新興經濟體之高流出風險資金對GDP比重，由2021年10月之1.7%上升至2.3%，資金流出機率亦由20%走升至30%。高流出風險資金對GDP比重係指機率密度函數之第5百分位數。

⁴⁰ 同註1。

⁴¹ 近期能源危機恐推遲新興經濟體化石燃料補貼之退場速度，並延後煤炭出口國(如澳洲、印尼、南非與美國)燃煤電廠退役計畫。此外，再生能源基礎建設所需金屬亦因戰事產生供應鏈中斷問題，短期內再生能源供應仍屬有限，恐打亂各國能源轉型步調。

⁴² 無序轉型係指各國在2030年前未實施嚴格限碳排政策，致減碳速度過慢，未來需採更強烈措施，方能達到減碳目標，渠等政策將導致碳價大幅攀升，並加劇氣候轉型風險。

⁴³ 同註2。

⁴⁴ 在DeFi授信平台中，客戶可在平台中儲存虛擬資產，平台則提供專用之功能型代幣(utility token)作為憑證，客戶亦可以功能型代幣為抵押品，向平台借入虛擬資產，利率依借入虛擬資產總額與其在平台中持有之虛擬資產而定。

⁴⁵ 穩定幣是一種虛擬資產，以區塊鏈技術為基礎，搭配業者自行設計的機制，試圖讓其價格穩定在1美元、1歐元或其他資產價格，在虛擬資產世界中建立起與真實世界資產價格1:1的穩定關係。

⁴⁶ IMF (2022), "Chapter 3: The Rapid Growth of Fintech: Vulnerabilities and Challenges for Financial Stability," *Global Financial Stability Report*, April.

專欄1：Fed縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響

2013年Fed未妥善對外溝通縮減購債，引發縮減購債恐慌(taper tantrum)，包括美國公債殖利率大幅上揚，國際資金自新興市場大幅撤離，造成新興市場股債價格下跌且貨幣對美元匯率大幅貶值，尤其是財政失衡及經常帳失衡較嚴重之新興市場國家。隨著上(2021)年美國經濟展望持續改善，Fed於該年11月中宣布啟動縮減購債，且截至上年底，金融市場並未出現2013年縮減購債恐慌現象。對此，外界多認為，Fed主席Powell更加重視對外溝通以事前引導市場預期，有助平穩市場反應；惟多數新興市場經濟體受COVID-19疫情影響，財政餘額對GDP比率及政府外債對GDP比率較2013年明顯惡化，因此，當Fed啟動貨幣政策正常化後，渠等經濟體仍可能面臨股債匯市動盪加劇之風險，故宜密切關注Fed後續行動及潛在影響。本專欄初步探討Fed縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響，謹供外界參考。

一、Fed資產購買計畫(Asset Purchase Program)對金融市場之可能影響管道

當一國央行執行資產購買計畫時，渠購買金融資產規模及速度將會影響金融市場價格(如利率及匯率)。例如，當Fed執行大規模量化寬鬆(Quantitative easing, QE)時，一般而言，將在下列管道所帶來的效果影響下，使美國公債殖利率下跌及美元匯率走弱。而當Fed宣布縮減資產購買計畫規模(簡稱縮減購債，taper)時，則會使美國公債殖利率上揚及美元匯率走強，與前述效果相反。甚至，當Fed透過調整持有債券到期本金再投資或出售資產，致渠資產負債表規模縮小(簡稱縮表，Quantitative Tightening, QT)，其所產生美國公債殖利率上揚及美元走強等緊縮效果將更為明顯。

(一) 對美國公債市場之可能影響管道

Fed資產購買計畫對長天期公債殖利率之效果，大致可分為以下三種¹：

1. 存量效果(Stock Effect)：市場預期Fed持有債券總額因執行QE而增加，同時減少該類債券流通在外餘額，進而壓低長天期公債殖利率²。研究指出³，Fed資產負債表規模相對GDP比率每增加1%，可壓低長天期公債殖利率約4~8bps；反之，Fed縮減購債將帶動長天期公債殖利率上揚。
2. 流量效果(Flow Effect)：Fed實際執行購買行為對資產價格產生的影響。Fed大量且持續購買資產，可使市場資金流動性得到改善，利率走跌，惟相對於存量效果，流量效果較不顯著⁴。
3. 宣告效果(Signaling Effect)：Fed宣布調整購債步調的方式會影響市場對政策利率走勢之預期。例如，當Fed宣布縮減購債，造成市場預期政策利率迅速攀升，將導致

金融情勢緊縮⁵，並推升美國公債殖利率。

(二) 對匯市之可能影響管道

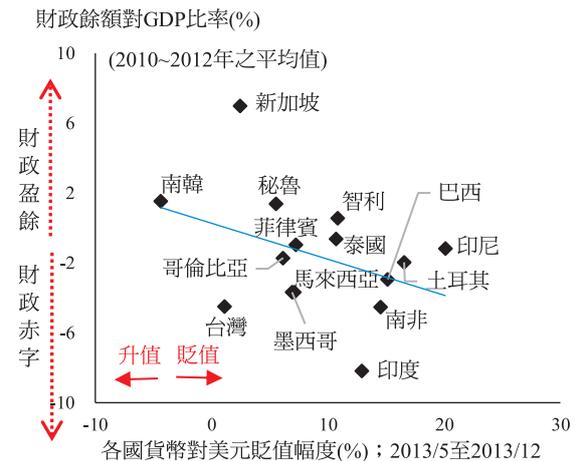
1. 資產負債表管道：大國央行實施QE將擴大資產負債表規模，同時增加貨幣基數，進而壓低該國貨幣匯價。ECB首席經濟學家Lane (2019)指出，該行研究顯示ECB資產負債表規模對Fed資產負債表規模之比率每增加1%，歐元對美元匯率貶值約0.35%⁶。另Dedola, Luca et al. (2020)實證顯示，在2008年11月至2019年4月期間，當ECB資產負債表規模相對Fed資產負債表規模增加20%時，歐元兌美元匯率貶值約7%⁷。
2. 利率管道：市場利率走勢亦與美元匯率升貶有關。當Fed縮減購債，美債殖利率將上揚。歷史經驗顯示，美債殖利率上揚至較高水準，有助於吸引國際資金流向美國，使美元匯率走強⁸。過去20年有5次10年期美債殖利率彈升逾90個基點期間(包括2013年)，其中有4次美元指數呈現走升。

圖 A1-1 新興市場股債資產在縮減購債恐慌期間遭到拋售



資料來源：Bloomberg。

圖 A1-2 財政赤字越高國家之貨幣對美元匯率貶幅越大



資料來源：IMF WEO資料庫、Bloomberg。

二、2013年縮減購債引發恐慌之歷史經驗

(一) 美國公債殖利率急升，新興市場股債市動盪

1. 10年期美國公債殖利率從2013年5月21日之1.926%，急遽攀升至2013年9月近3.00%，升逾100個基點。
2. 投資者因Fed可能調整寬鬆貨幣政策而重新評估風險，一改過去布局風險性資產以追求收益之行為，轉而拋售新興市場股票及債券部位，造成新興市場股市下跌及公債殖利率上揚(圖A1-1)。

(二) 國際資金轉為快速撤出新興市場，拖累當地貨幣貶值

1. 國際資金由原本流入新興市場，轉為快速撤出，導致新興市場國家貨幣對美元匯率大多面臨貶值，尤其是極度仰賴外債支應的「脆弱五國」(包括巴西、印度、印尼、土耳其及南非)貨幣跌幅最深。
2. Fed研究指出，縮減購債恐慌期間經濟體質相對不佳且過去資本流入較多的國家，面臨較劇烈的資本流出，導致匯率劇貶，進而提高外幣計價債務之成本並產生輸入性通膨，因而被迫升息因應，加重其經濟所受之衝擊(圖A1-2)。

三、2021年Fed啟動縮減購債，金融市場未大幅受到影響

(一) Fed強調啟動縮減購債與未來升息之間無直接關聯，且未來開始升息條件更嚴格

2021年7月FOMC會議紀錄指出，多數與會成員認為當未來經濟情勢滿足縮減購債門檻，委員會須明確強調縮減購債與未來升息之間無任何連動關係。另2021年8月Fed主席Powell⁹強調，縮減購債的時機和步調不會帶有未來升息時機的直接訊息，且未來Fed升息門檻遠較縮減購債嚴格，以期降低縮減購債宣告效果之負面衝擊(表A1-1)。

表 A1-1 Fed啟動縮減購債及升息之條件比較

	啟動縮減購債	啟動升息
前提條件	經濟朝「充分就業」與「物價穩定」目標取得明顯進展(substantial further progress)。	<ul style="list-style-type: none"> ● 須達到「充分就業」與「物價穩定」目標。 ● 允許通膨溫和超過2%一段時間，使得平均通膨率達2%，且長期通膨預期維持良好錨定在2%。
當時經濟狀況	<ul style="list-style-type: none"> ● 大部分FOMC與會成員認為物價穩定方面已達「實質進展」目標，但就業方面尚未達「實質進展」目標。 ● 若經濟發展符合預期，開始縮減每月購債規模應屬合適。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2021年11月啟動縮減購債時，非農就業人口仍較充分就業有一段距離。 ● 通膨超過Fed通膨目標2%，仍有待時間驗證通膨能否持續維持在長期目標水準2%。

資料來源：本行整理。

(二) 自2021年7月討論縮減購債至年底啟動，美國公債市場波動度未明顯上升

1. 2013年縮減購債恐慌期間(2013/5/22~2013/9/5)，美國公債市場波動度明顯上升，以10年期公債為例，其殖利率日內高低點變動幅度擴大，逾9 bps之交易天數約占43%，相較於當年其他時期之日內高低點變動幅度大多維持在9 bps以下。
2. 自2021年7月討論縮減購債至年底啟動，美國公債市場波動度未明顯上升，以10年期公債為例，其殖利率日內高低點變動幅度逾9 bps之交易天數僅占14%，且變動幅度與同年1-6月相近，大多維持在9 bps以下(圖A1-3)，明顯不同於2013年縮減購債恐慌期間債市波動度大幅上升情形。

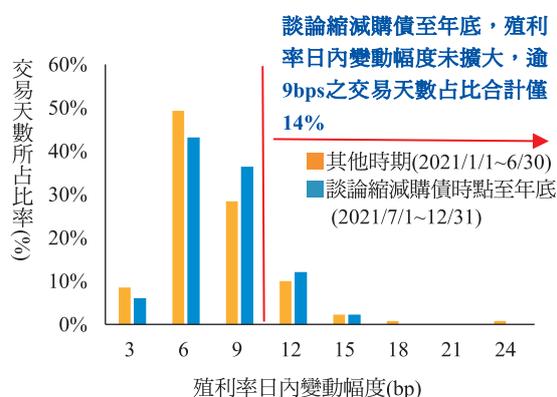
(三) 新興市場股債市所受影響相對較小

1. 自2021年7月Fed釋出可能縮減購債訊號至年底啟動，新興市場股票指數雖下跌10%，惟跌幅小於2013年縮減購債恐慌期間下跌15.7%¹⁰ (圖A1-4)。
2. 同期間新興市場公債殖利率呈狹幅盤整，僅上揚69.7個基點(圖A1-5)，與2013年縮減購債恐慌期間急速上升165個基點¹¹亦不相同。

(四) 新興市場經濟現況明顯改善

1. Dallas Fed研究指出¹²，當一國外匯存底適足率(reserve adequacy)¹³高於7%時，其國內利率受Fed緊縮政策或移除寬鬆政策的影響明顯較小。目前主要新興市場經濟體除土耳其及阿根廷外，外匯存底適足率多已超過7%，明顯較2013年改善。
2. 相較2013年，目前主要新興市場經濟體經常帳餘額對GDP比率已明顯改善，顯示該等經濟體更有抵禦外部衝擊的能力。
3. 然而，2020年新興市場經濟體為緩和COVID-19疫情衝擊而擴大紓困，導致財政餘額相對GDP比率大幅惡化，恐提高金融不穩定風險，較易受到美國公債殖利率上揚之衝擊(圖A1-6)。
4. 此外，當前新興市場經濟體政府外債餘額相對GDP比率多高於2013年水準，未來若Fed縮減購債帶動美債殖利率上揚及國際美元走強，將增加新發行債券之成本及償還既有美元債務

圖 A1-3 2021年美國10年期公債殖利率日內變動分布情形



資料來源：Bloomberg。

圖A1-4 新興市場股票指數



註：本圖新興市場股票指數係以MSCI新興市場股票指數為代表，2021年初為基期(=100)。

資料來源：Bloomberg。

圖A1-5 新興市場公債殖利率



註：本圖新興市場公債殖利率係以摩根大通新興市場公債殖利率為代表。

資料來源：Bloomberg。

之壓力。

四、結語

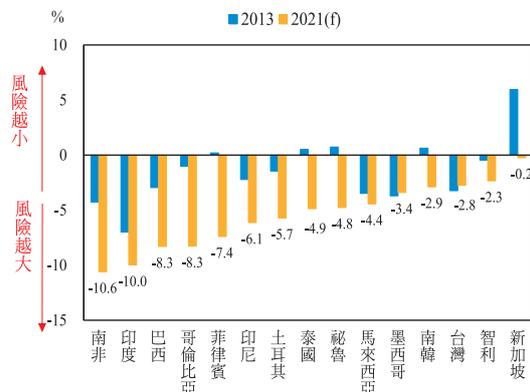
(一) 2013年Fed未妥善對外溝通縮減購債，引發縮減購債恐慌，包括美國公債殖利率大幅上揚，國際資金自新興市場大幅撤離，造成新興市場股債價格下跌且貨幣大幅貶值，尤其是財政及經常帳失衡較嚴重之新興市場國家，例如巴西、印度、印尼、土耳其及南非等「脆弱五國」。

(二) 隨著美國經濟展望持續改善，2021年Fed宣布啟動縮減購債。鑑於2013年經驗，Fed主席Powell更加重視對外溝通以事前引導市場預期，除強調Fed縮減購債與升息之間無直接關聯外，並言明未來Fed升息條件比縮減購債更加嚴格，希望藉由將縮減購債與升息脫鉤，降低縮減購債宣告效果之負面衝擊。

(三) 自2021年7月Fed釋出可能縮減購債訊息至年底啟動期間，美國公債殖利率波動尚稱平穩，新興市場股債市波動幅度亦小於2013年，隱含市場似已充分反映Fed之引導。此外，當前多數新興市場經濟體之經常帳餘額及外匯存底適足程度較2013年改善，即使國際資金撤離，所受衝擊似將較2013年溫和。

(四) 本次Fed更加審慎對外溝通如何縮減購債之訊息，有助平穩市場反應，美債長天期利率於啟動縮減購債前後緩步回升，並未引發國際資金大幅移動，惟多數新興市場經濟體受COVID-19疫情影響，財政餘額對GDP比率及政府外債對GDP比率較2013年明顯惡化，因此Fed啟動貨幣政策正常化後，渠等經濟體仍可能面臨股債匯市動盪加劇之風險，未來宜密切關注Fed後續行動及潛在影響。

圖A1-6 新興市場經濟體財政餘額對GDP比率



資料來源：IMF WEO資料庫。

註：1. D'Amico, Stefania and Thomas King (2011), "Flow and Stock Effect of Large-Scale Treasury Purchases," Federal Reserve Board, April; Fed (2019), "Changing the Pace of Asset Purchases," 2013 Memos, Board of Governors of the Federal Reserve, January.

2. Hatzius, Jan (2016), "Printing Presses before Helicopters," *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, March.

3. Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorgensen (2011), “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates,” Federal Reserve Bank of San Francisco, February; Gagnon, Joseph et al. (2011), “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases,” *International Journal of Central Banking*, March; Hamilton, James and Jing Cynthia Wu (2011), “The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment,” *NBER Working Paper Series*, April; Alon, Titan and Eric Swanson (2011), “Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases,” *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, April; Engen, Eric et al. (2015), “The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies,” *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, January.
4. D’Amico, Stefania and Thomas King (2011), “Flow and Stock Effect of Large-Scale Treasury Purchases,” *Federal Reserve Board*, April.
5. Fed (2019), “Changing the Pace of Asset Purchases,” *2013 Memos*, Board of Governors of the Federal Reserve, January.
6. Lane, Philip (2019), “The International Transmission of Monetary Policy,” *CEPR International Macroeconomics and Finance Programme Meeting*, ECB, November.
7. Dedola, Luca et al. (2020), “Does a Big Bazooka Matter? Quantitative Easing Policies and Exchange Rates,” *Journal of Monetary Economics*, Mar.
8. Meggyesi, Paul et al. (2021), “History Favors the USD on Rising Yields,” *J.P.Morgan Research*, January.
9. Powell, Jerome (2021), “Monetary Policy in the Time of COVID – Speech at Jackson Hole,” August.
10. MSCI新興市場指數自2013年5月21日至該年6月24日最低點164.79，跌幅為15.7%。
11. 2013年5月21日JPM新興市場政府債券收益率5.34%，最高上漲至9月5日6.99%，漲幅約165 bps。
12. Davis, Scott (2021), “Don’t Look to the 2013 Tantrum for the Effect of Tapering on Emerging Markets,” *International Economy*, Federal Reserve Bank of Dallas, August.
13. 外匯存底適足程度 = (外匯存底 - 短期外幣計價外債 + 經常帳餘額) / 該經濟體GDP * 100%。

(二) 中國大陸經濟金融情勢

1. 經濟成長強勁反彈後大幅放緩

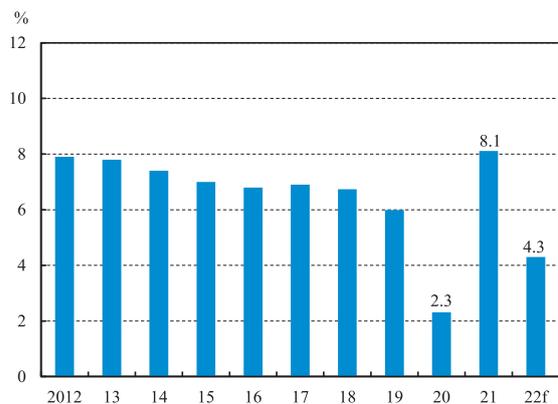
2021年中國大陸因疫情有效控制，景氣強勁復甦，全年經濟成長率大幅回升至8.1%(圖2-14)，較上年成長5.8個百分點，優於其他主要經濟體。

展望2022年，中國人民銀行(以下簡稱人行)雖持續寬鬆貨幣政策，惟因疫情反覆，中國大陸政府的「清零」措施仍持續壓抑服務業及消費動能，加以產業監管及房市去槓桿政策延續，且近期俄烏戰爭及主要城市封城將對中國大陸經濟影響甚大，國際主要機構下修中國大陸經濟成長，其中S&P Global Market Intelligence預測中國大陸全年經濟成長率恐大幅放緩至4.3%(圖2-14)。

2. 物價指數先升後降，房價漲幅續緩

2021年中國大陸物價指數大抵呈先升後降走勢，生產者物價指數(producer price index, PPI)漲幅高於消費者物價指數(consumer price index, CPI)，二者差距顯著擴大，反映供給成本上升，企業經營壓力加重。在CPI方面，因受疫情影響，全年CPI年增率較上年下降1.6個百分點至0.9%；PPI則因輸入性通膨壓力，以及氣候異常造成能源供需失衡，年增率大幅拉升，至10月高點後回降，全年年增率由負轉正至8.1%，較上年上升9.9個百分點。2022年初CPI及PPI成長續緩，3月年增率分別為1.5%及8.3%(圖2-15)，S&P Global Market Intelligence預測2022年CPI年增率為2.3%。

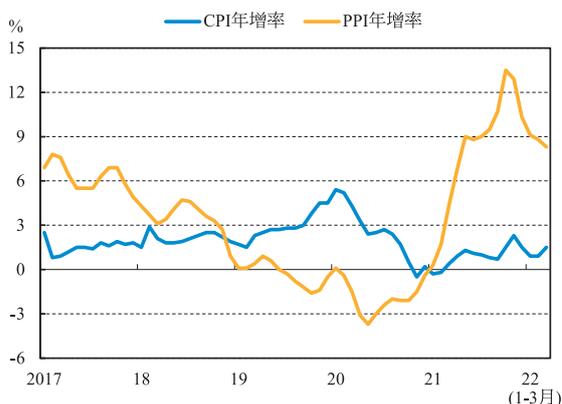
圖 2-14 中國大陸經濟成長率



註：2022f係S&P Global Market Intelligence預測值。

資料來源：中國國家統計局、S&P Global Market Intelligence (2022/5/15)。

圖 2-15 中國大陸通貨膨脹率



資料來源：中國國家統計局。

房市方面，受2020年8月起中國大陸政府針對房地產業開發商(以下簡稱房企)資產負債率、淨負債率及現金短期債務比率等採行「三條紅線」嚴格調控措施之影響，2021年下半年房企接連陷入流動性危機，甚至爆發實質性違約，造成房價回跌，房市交易量亦大幅萎縮，12月中國大陸70大城新屋及中古屋平均房價年增率分別下滑至2.6%及1.7%(圖2-16)。為避免房企債務風暴擴大，並緩解其現金流及償債壓力，中國大陸政府雖適度微調政策以維持市場穩定，但短期內房市景氣恐續呈低迷。

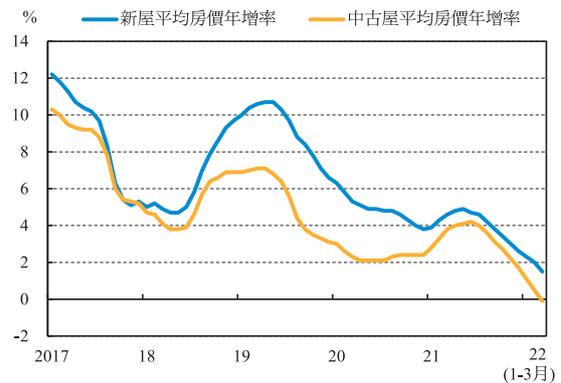
3. 貨幣政策加大寬鬆力道

2021年中國大陸持續採行寬鬆貨幣政策，人行於下半年兩度全面降準各0.5個百分點，共釋放資金2.2兆人民幣，並透過中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)⁴⁷、常備借貸便利(Standing Lending Facility, SLF)⁴⁸及公開市場逆回購操作等政策工具，引導市場利率走低以提振經濟。銀行間資金充裕，除2021年初人行為抑制房地產和資產價格上揚而收回市場過多流動性，致隔夜拆款利率波動較大外，大致維持區間震盪(圖2-17)。

4. 積極實施擴張性財政政策，且力道明顯增加

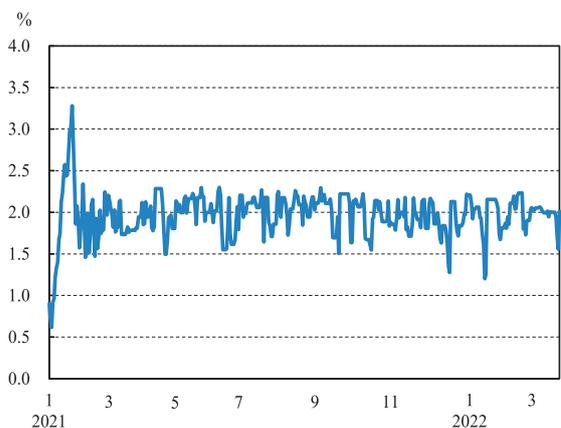
2021年中國大陸政府持續採行擴張性財政政策，透過擴大消費投資以因應

圖 2-16 中國大陸70大城平均房價年增率



資料來源：Refinitiv Datastream。

圖 2-17 上海銀行業間隔夜拆款利率



註：2021年初隔夜拆款利率大幅攀升，主要係人行收回市場過多流動性，以抑制房地產和資產價格上漲所致。

資料來源：Bloomberg。

⁴⁷ 中期借貸便利操作係指人行對提供合格質押品且符合總體審慎管理要求之商業及政策性銀行釋出資金，透過調節金融機構中期融資成本，引導其向實體經濟部門提供低成本資金，以降低企業融資成本。

⁴⁸ 常備借貸便利操作係用以滿足金融機構短期的臨時性流動性需求。

疫情衝擊，惟經濟下行壓力持續攀升，2022年3月人大會議「政府工作報告」提出以積極財政作為政策方向，除加大減稅降費力道外，並積極擴大財政支出以提振經濟；其中，減稅降費規模擴大至2.5兆人民幣，政府財政預算赤字相對GDP比率雖調降至2.8%，惟為支持基礎設施建設，將安排地方政府專項債券3.65兆人民幣，加上特定國有金融機構及專營機構將依法上繳近年結存的利潤，預計支出規模較上年擴大2兆人民幣以上，財政擴張力道明顯增加。

5. 上證指數區間震盪，人民幣匯率先貶後升

2021年上海綜合股票指數(以下簡稱上證指數)於3,300點至3,700點間波動，期間受到中國大陸官方監管互聯網，以及下半年中國恒大等房企接連發生債務違約等因素影響，指數一度重挫後回升，年底收在3,639點，漲幅達4.8%。2022年3月中旬，受本土疫情急升致多地封城等利空消息打擊，上證指數再度重挫收跌於3,064點之近兩年新低，其後震盪走升(圖2-18)。

匯市方面，由於人行貨幣政策趨向寬鬆，加以疫情持續帶動中國大陸出口貿易需求，2021年人民幣對美元匯率呈先貶後升走勢，年底收在6.3793，較2020年底升值2.52%(圖2-19)。2022年隨俄羅斯對外交易明顯轉向倚賴人民幣，推升市場對人民幣需求，進而帶動人民幣匯率走強，3月人民幣對美元匯率一度抵6.3107之近4年新高，其後逐步走貶。考量中國大陸國內經濟成長將大幅放緩，加以美國將加速啟動升息循環，仍可能影響人民幣匯率升值空間，值得密切觀察。

圖 2-18 中國大陸上海證券綜合股票指數



資料來源：Bloomberg。

圖 2-19 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

6. 社會融資增量下降，銀行業整體風險尚屬溫和

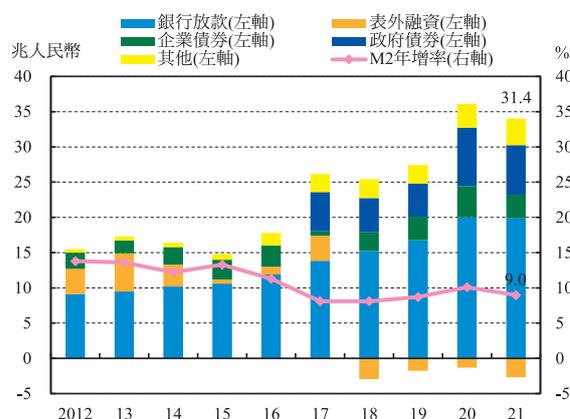
2021年人行貨幣政策持續寬鬆，惟經濟下行壓力倍增，M2年增率由上年10.1%下降1.1個百分點至9.0%；在社會融資方面，由於銀行放款、政府及企業發行之債券成長放緩，加以表外融資大幅縮減，2021年社會融資增量低於市場預期，下降至31.4兆人民幣(圖2-20)，年底社會融資餘額為314.1兆人民幣，較去年底增加10.3%。

2021年中國大陸商業銀行之不良貸款餘額⁴⁹持續走升，年底餘額為2.85兆人民幣，較上年增加5.39%，惟不良貸款比率因貸款總額增幅較大而續降至1.73%(圖2-21)。若加計關注類貸款餘額3.81兆人民幣，兩者合計之有欠正常貸款餘額及比率分別為6.66兆人民幣及4.04%。各類銀行中，國有商業銀行等具系統重要性銀行之不良貸款率大抵低於2%，但農村商業銀行等小型銀行因部分中小企業還款能力惡化，不良貸款率逾3%。

7. 中國大陸非金融部門債務成長減緩

依據BIS統計，2021年9月底中國大陸非金融部門債務餘額達317.7兆人民幣，較去年底增加8.46個百分點，惟債務成長速度減緩；非金融部門債務餘額相對GDP之比率為284.7%(圖2-22)，則較上年底下降5.2個百分點，主要係企業

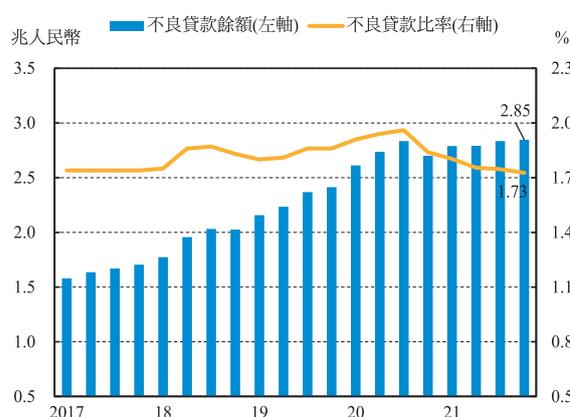
圖 2-20 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



註：1. 人行2019年9月起將「交易所企業資產擔保證券」納入「企業債券」統計；12月起將「國債」及「地方政府一般債券」納入統計，並與原有「地方政府專項債券」合併為「政府債券」，兩者均追溯至2017年。
2. 表外融資包括「委託貸款」、「信託貸款」及「未貼現銀行承兌匯票」等表外項目。

資料來源：中國人民銀行。

圖 2-21 中國大陸商業銀行不良貸款



資料來源：中國銀行保險監督管理委員會。

⁴⁹ 依據中國銀保監會規定，貸款分為正常、關注、次級、可疑及損失等5類，不良貸款係包括次級、可疑及損失等3類貸款。另關注類貸款指借款人繳息還本正常，但有信用不良紀錄，可能影響未來還款能力之貸款。

部門債務餘額相對GDP比率下降所致，政府部門則上升。

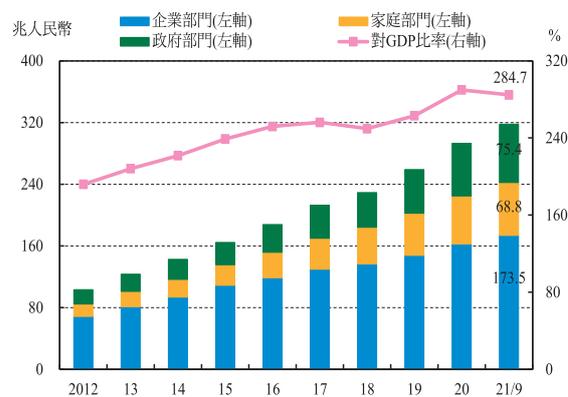
(1) 企業及家庭部門債務餘額相對GDP比率均下降

去槓桿化首要對象之企業部門，2021年9月底債務相對GDP比率為155.5%，較上年底下降5.3個百分點。家庭部門因2021年下半年中國恒大等房企債務違約事件帶來市場擔憂，房貸成長放緩，加以消費貸款受疫情影響亦呈下滑，整體債務成長減緩，相對GDP比率較上年底小幅縮減0.2個百分點至61.6%。

(2) 政府債務風險攀升

2021年9月底政府部門債務相對GDP比率為67.6%，較上年底微幅上升0.3個百分點，主要係政府因應疫情衝擊積極擴大財政支出所致。政府部門槓桿程度變動幅度雖相對不大，惟根據中國財政部統計，2021年底地方政府債務餘額急遽上升至30.47兆人民幣，加上地方政府融資平台累積的巨額隱性債務，未來經濟成長放緩及房地產市場變化，恐將加速政府債務風險的攀升。

圖 2-22 中國大陸非金融部門債務及對GDP比率



資料來源：BIS。

二、國內總體環境

(一) 國內經濟及財政情勢

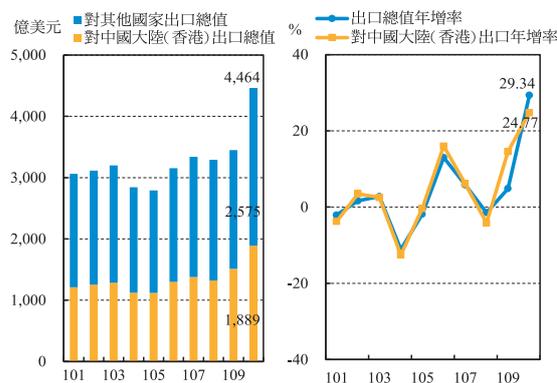
110年受惠於出口與民間投資顯著成長，以及民間消費逐漸回溫，國內經濟成長動能強勁，物價漲幅則相對溫和；國際收支持續順差且外匯存底充裕，償付外債能力佳；政府擴大歲出規模以因應疫情及維持經濟成長動能，使財政赤字預算增加，債務未償餘額亦增加，但仍在可控制範圍。俄烏戰事推升全球通膨壓力及經濟下行風險，對我國經濟成長動能之影響，應密切注意。

1. 我國出口創新高，經濟成長動能強勁

110年受惠於全球經濟穩定復甦驅動終端需求轉強，加上5G通訊、高效能運算、車用電子等新興應用需求延續，全年出口規模4,464億美元，創歷史新高，年增率達29.34%⁵⁰(圖2-23)，主要是電子零組件出口值創新高。其中，對中國大陸(含香港)出口年增24.77%(圖2-23)，主要係電子零組件、資通與視聽產品、塑橡膠製品及化學品等出口增加較多。

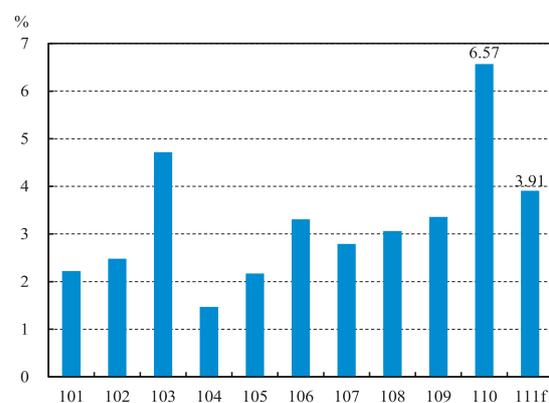
110年在出口暢旺及民間投資亮麗⁵¹，加以民間消費隨下半年防疫管制措施鬆綁而逐漸回溫下，經濟成長強勁，全年經濟成長率為6.57%⁵²，創11年來新高(圖2-24)。

圖 2-23 出口總值與年增率



資料來源：財政部。

圖 2-24 經濟成長率



註：111f為行政院主計總處111/5/27預測數。

資料來源：行政院主計總處。

⁵⁰ 若與主要經濟體比較，我國出口成長幅度僅次於中國大陸29.9%，優於南韓25.7%、美國23.1%、新加坡22.1%、日本18.5%及德國17.9%。

⁵¹ 截至110年底，「投資臺灣三大投資方案」新增投資金額逾新臺幣1.6兆元，加上外商持續對臺積極投資，以及政府積極加大、加速公共建設，均促進民間投資穩健成長，躍居驅動經濟成長的主力之一。

⁵² 本報告有關行政院主計總處公布之110年國內經濟成長率、GDP、物價統計資料及111年預測值，係來自其111年5月27日新聞稿。

展望111年，出口成長動能延續，且國內外科技廠商深化在臺投資與擴增產能，以及綠能等重大投資案廣續進行，可望維繫民間投資動能，本行111年3月預測全年經濟成長率為4.05%，惟4月國內疫情升溫影響消費成長，主計總處預測全年經濟成長率為3.91%(圖2-24)。

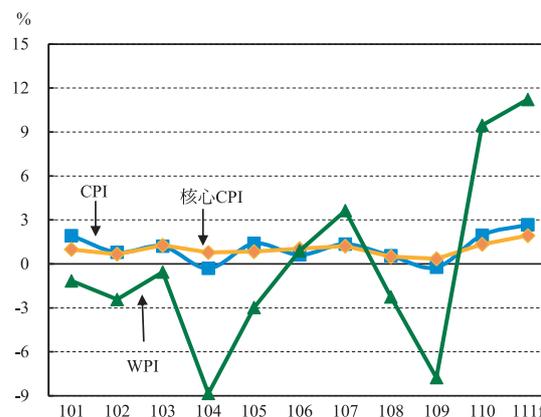
此外，近期俄烏戰事加劇，且主要國家以經濟金融手段制裁俄羅斯，已對全球金融市場與供應鏈造成影響，若戰事拖延，恐進一步推升全球通膨壓力及經濟下行風險，其外溢效果對我國經濟成長動能之影響，應密切注意。

2. 國內物價漲幅相對歐美溫和

110年受國際能源與原物料價格上漲影響，躉售物價指數(wholesale price index, WPI)年增率升至9.46%，遠高於上年之-7.77%；主計總處預測111年WPI年增率將續升至11.22%。消費者物價方面，110年CPI年增率為1.96%，高於上年之-0.23%，主要因比較基期較低，加以國際農工原物料價格相對高檔及油價顯著上漲；不含蔬果及能源之核心CPI年增率為1.33%，高於上年之0.35%，惟漲幅尚屬溫和(圖2-25)。

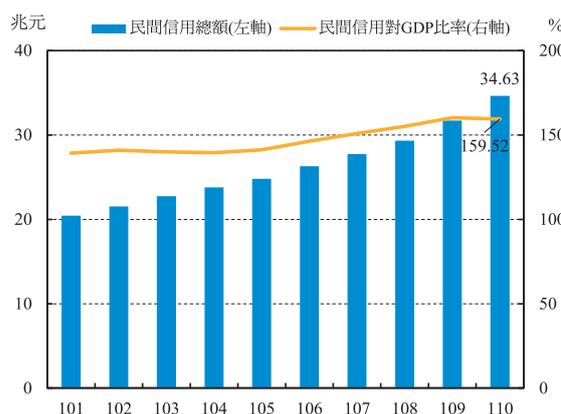
因俄烏衝突導致國際原物料價格高漲，111年4月CPI年增率攀升至3.38%，國內外主要機構預測我國111年CPI年增率多逾2%，本行111年3月預測全年CPI及核心CPI年增率分別為2.37及1.93%，通膨衝擊主要來自供給面；另考量廠商成本壓力將逐漸反映至產品售價，5月主計總處上修CPI年增率預測值

圖 2-25 物價指數年增率



註：111f核心CPI為本行111/3/17預測數，其餘為主計總處111/5/27公布統計資料及預測值。
資料來源：行政院主計總處、本行。

圖 2-26 金融機構提供民間信用情形



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、行政院主計總處。

為2.67%。展望未來，供應鏈瓶頸及地緣政治風險等仍為影響國內外通膨走勢之不確定因素，值得關注(專欄2)。

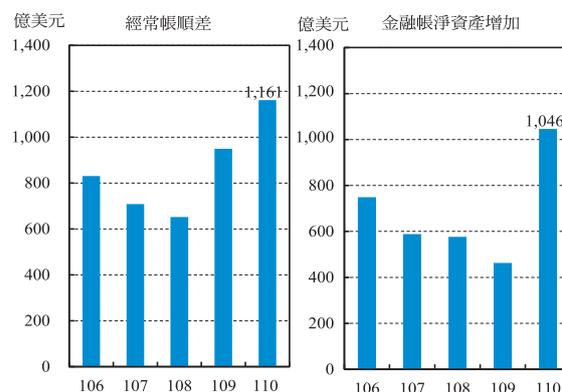
3. 民間信用持續成長

110年我國金融機構提供民營企業及家庭部門之民間信用⁵³持續成長，年底達34.63兆元，較去年底增加9.22%，增幅高於經濟成長率，相對GDP比率為159.52%，與上年比較則變化不大(圖2-26)，顯示國內金融機構提供之信用供給，足以支應經濟活動所需。

4. 經常帳順差創新高，外匯存底充裕

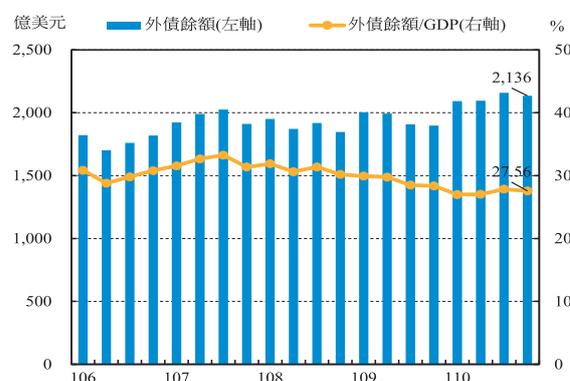
110年我國商品貿易順差持續擴大，且貨運收入大幅增加推升服務收支順差，使全年經常帳順差上升至1,161億美元(圖2-27左)，較上年增加212億美元或22.29%，創歷年新高，相當於全年GDP之14.98%⁵⁴；金融帳方面，隨銀行及保險公司增持國外證券使國外資產增加，加以外資減持台股使國外負債減少，全年金融帳淨資產增加1,046億美元(圖2-27右)，亦創歷年

圖 2-27 經常帳順差及金融帳淨資產增加



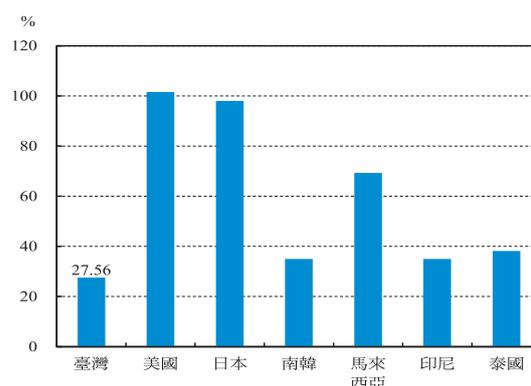
資料來源：本行經研處。

圖 2-28 外債餘額及其相對GDP比率



註：本圖為各季底外債餘額相對於全年GDP之比率。
資料來源：本行外匯局、行政院主計總處。

圖 2-29 外債餘額相對GDP比率之跨國比較



註：資料基準日為110年底。
資料來源：CEIC資料庫。

⁵³ 民間信用係指主要金融機構對我國民營企業、個人及非營利事業團體等之放款，以及買入民營企業發行之股票、公司債、商業本票、承兌匯票、受益憑證及長期投資民營企業之股權等。

⁵⁴ 國際間一般認為經常帳逆差相對於GDP比率之風險臨界水準為3%，該逆差比率若大於3%且較前一年上揚超過5個百分點，風險較高。

新高；央行準備資產則增加210億美元。

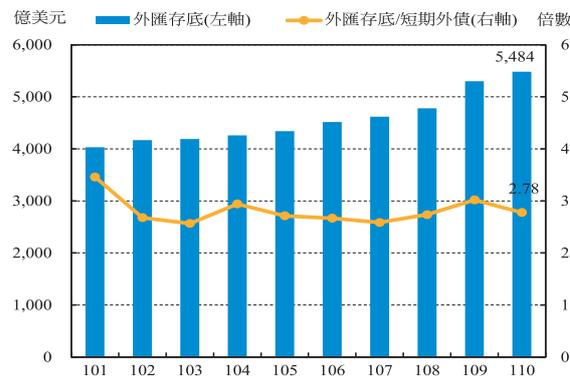
110年底外匯存底金額為5,484億美元，較去年底增加3.49%，主要來自投資運用收益及為維持外匯市場秩序進場調節所致；111年3月底外匯存底續增至5,488億美元。

5. 外債規模擴增，但償付外債能力仍佳

110年底我國外債餘額⁵⁵較去年底增加12.49%至2,136億美元(圖2-28)，主要係民間部門對外短期債務增加所致；年底外債餘額以民間部門2,120億美元占大多數，公共部門僅16億美元。另110年底我國外債餘額對GDP比率為27.56%，較去年底之28.37%略降，且低於國際警戒水準⁵⁶，並遠低於美國及亞洲鄰國(圖2-29)。

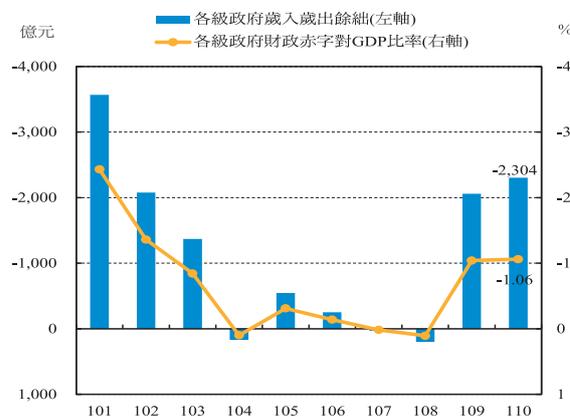
此外，110年底外匯存底相對於短期外債之倍數雖因短期外債增幅較大而回降至2.78倍(圖2-30)，但仍遠高於國際警戒水準⁵⁷，顯示我國外匯存底償付短期外債之能力尚佳。

圖 2-30 短期外債償付能力



資料來源：本行外匯局。

圖 2-31 財政赤字規模

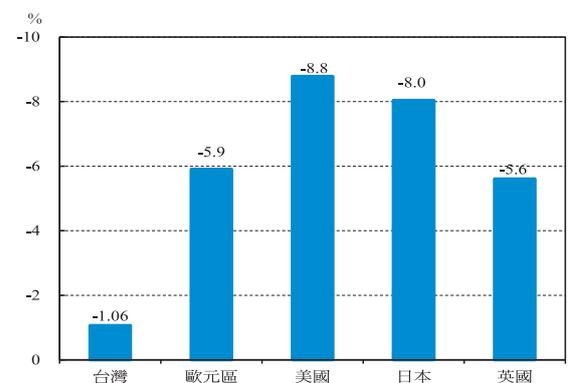


註：1. 各級政府包括中央政府及地方政府。

2. 110年中央政府為院編決算數，地方政府為預算數。

資料來源：財政部、行政院主計總處。

圖 2-32 各國財政赤字規模



註：資料基準日為110年底。

⁵⁵ 同註4。

⁵⁶ 國際間一般認為外債相對於GDP之比率低於50%時，較無風險。

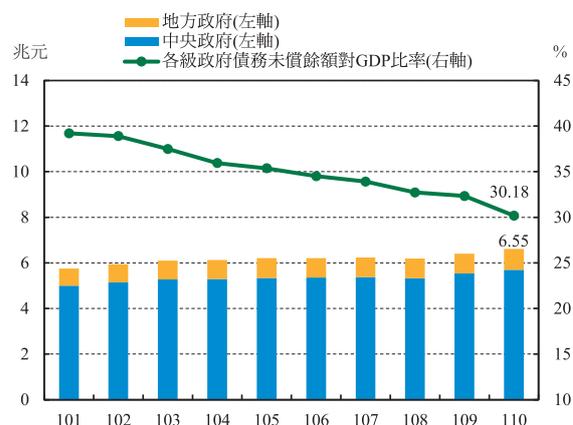
⁵⁷ 國際間一般認為外匯存底相對於短期外債之倍數高於1倍時，較無風險。

6. 政府財政預算及債務尚維持於可控制範圍

為因應國內疫情升溫並維持經濟成長動能，110年政府兩次追加防疫與紓困特別預算⁵⁸，並積極推動前瞻基礎建設第3期、國防支出、社會福利支出、教育科學文化支出及經濟發展支出等多項計畫，致歲出規模擴大，財政收支從上年赤字2,059億元增加至2,304億元，相當於全年GDP之1.06% (圖2-31)，低於國際警戒水準⁵⁹及美、歐、英、日等主要經濟體⁶⁰(圖2-32)。

110年底各級政府債務未償餘額⁶¹增加2.34%至6.55兆元⁶²，相對於全年GDP比率則續降至30.18%(圖2-33)，債務水準尚維持於可控制範圍⁶³。

圖 2-33 政府債務規模



註：1. 各級政府債務未償餘額係指1年以上非自償性債務餘額，不包含外債。

2. 110年中央政府為院編決算數，地方政府為自編決算數。

資料來源：財政部統計處及國庫署、行政院主計總處。

⁵⁸ 109年2月「中央政府嚴重特殊傳染性肺炎防治及紓困振興」特別預算編列600億元，當年追加第1次預算1,500億元及第2次預算2,100億元，110年再追加第3次預算2,600億元及第4次預算1,600億元。

⁵⁹ 同註5。

⁶⁰ 同註6。

⁶¹ 各級政府債務未償餘額，係指1年以上非自償性債務餘額。

⁶² 截至111年3月底各級政府舉借之1年以上非自償性公共債務餘額實際數為6.59兆元，其中中央政府、直轄市、縣(市)及鄉(鎮、市)分別為5.85兆元、0.61兆元、0.13兆元及1億元，各占前3年度名目GDP平均數之29.05%、3.04%、0.63%及0.0005%，尚未超過「公共債務法」規定上限(中央政府、直轄市、縣(市)及鄉(鎮、市)分別不得超過40.60%、7.65%、1.63%及0.12%)。

⁶³ 同註7。

專欄2：近期國內外通膨發展趨勢及可能影響

2021年以來，各國經濟活動重啟，全球需求回溫，惟伴隨市場供需失衡及供應鏈瓶頸等問題，導致主要經濟體通膨率多走升。近期俄烏爆發戰事，各國陸續對俄祭出制裁，引發大宗商品價格飆漲，若俄烏戰事持續，恐引發各國輸入性通膨，進一步推升全球通膨壓力，值得關注。本專欄探討近期國內外通膨之原因、發展趨勢及可能影響，並說明我國因應通膨升溫之主要措施。

一、影響國內外通膨因素

(一) 主要經濟體通膨壓力多反映疫情對供給及需求面之影響

2021年以來推升國外通膨壓力之成因，多與各國疫情發展有關。例如，隨經濟解封後需求快速攀升，國際油價由2020年低點攀升，帶動各國能源對CPI年增率由2020年之負貢獻轉為2021年之正貢獻。此外，部分經濟體未有效紓解港口壅塞問題¹導致貨櫃運價大幅上漲，或因缺工情形嚴重²推升薪資，亦是推升通膨之原因。

另與疫情前相比，主要經濟體2021年商品消費占家庭消費支出比重增加，商品類物價漲幅大於服務類，尤以美國最為明顯。而各國政府因應疫情對個人發放現金與救助金³，擴大家庭可支配所得，短期間可能挹注民眾消費動能，進而影響國內物價。

(二) 我國物價上漲主要來自供給面的衝擊

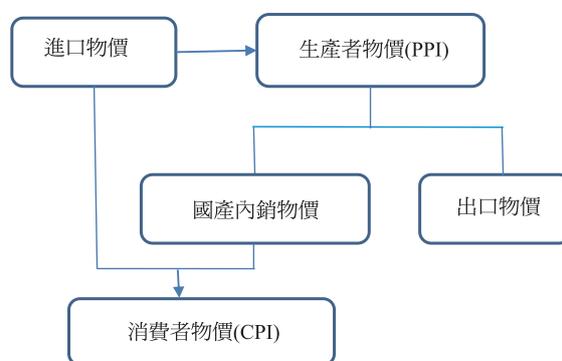
1. 進口物價對國內通膨之影響管道

我國進口商品近9成是農工原料及資本用品，其中農工原料需經層層加工後製造成為最終消費品，再輸送到消費端販售。除進口消費品可直接運送到消費端銷售，影響國內消費者物價(CPI)外，進口原油亦可透過國內浮動油價機制⁴直接影響CPI，農工原料及資本用品則可經由國產內銷物價間接影響CPI(圖A2-1)。

2. 2021年台灣物價上漲主要來自供給面

2021年台灣CPI上漲1.96%，漲幅較高，主要係供給面因素如油料費、機票等運

圖A2-1 商品進口價格對國內物價的傳遞管道



資料來源：本行。

輸費及蔬果價格大漲，以及2020年基期較低所致。

二、國內外通膨之發展趨勢

(一) 俄烏戰事拖延，推升全球通膨壓力

2021年底主要央行及國際機構之通膨展望多指出，在未考慮Omicron變種病毒衝擊下，2021年通膨率較高之主要經濟體，其低基期效應將逐漸消退，且原油供給可能反轉為大於需求⁵，使油價漲幅縮減，塞港、缺櫃⁶及晶片短缺現象⁷亦可望於2022年逐步改善，加以疫情若能趨緩，勞動參與率或可回升，紓解薪資上漲壓力，且消費者對商品類需求應回歸常態，均將有助減緩物價上漲壓力。

然而，2022年2月爆發俄烏戰事衝擊全球能源及糧食供應鏈，造成國際能源、大宗物資等價格於高檔波動，S&P Global Market Intelligence大幅上修2022年主要經濟體通膨率預測值，若俄烏軍事衝突加劇且各國擴大對俄羅斯制裁範圍，恐進一步推升全球通膨壓力，值得關注。

(二) 我國通膨漲幅相較歐美尚屬溫和

在全球供應鏈瓶頸持續且俄烏衝突未息下，原油、穀物及基本金屬等國際商品價格急遽攀高，推升國內進口原物料成本，加重國內通膨壓力，2022年4月CPI年增率升至3.38%，連續9個月逾2%，且係2012年9月以來新高。近期新台幣對美元匯率走貶，若未來新台幣對美元匯率相較上年之貶值幅度大，則將加劇國內輸入性通膨壓力。

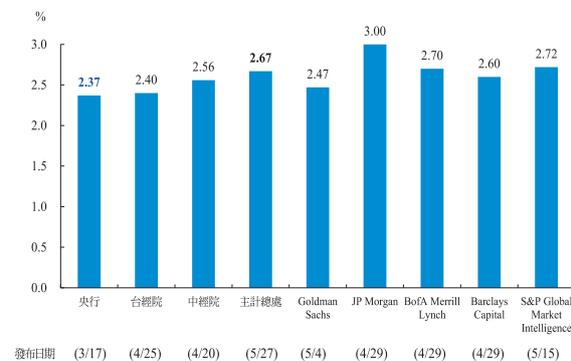
考量近期俄烏衝突將進一步推升全球通膨，2022年5月S&P Global Market Intelligence上修我國2022年CPI年增率預測值為2.72%，尚低於新加坡(4.75%)及南韓(4.36%)，其他主要機構亦預測我國CPI年增率逾2%，2022年3月17日本行預測值為2.37%(圖A2-2)，惟國內通膨主要來自供給面衝擊，不同於歐美係供需嚴重失衡導致通膨率大幅走高。預期隨原油價格漲幅減緩，我國2022年CPI年增率將於年中回降。

三、通膨升溫之可能影響及我國因應措施

(一) 部分經濟體通膨高漲且持續，恐衝擊消費信心且抑制經濟復甦力道

歐美等部分經濟體通膨高漲且持續，導致國內消費者購買力減弱，加以勞動市場

圖A2-2 我國2022年CPI年增率預測值



資料來源：國內外主要機構、本行。

短缺推升工資，恐轉嫁至消費者物價，逐漸產生通膨預期⁸，造成工資與物價之螺旋式通膨。此外，若俄烏戰事拖延，恐進一步衝擊全球消費者信心，且影響主要經濟體(如美國、歐元區、中國及日本等)經濟成長動能，並抑制全球景氣復甦力道。面對全球高通膨問題，各國政府採取不同措施以降低通膨之不利影響，例如美、英等主要經濟體啟動升息及美國釋出戰備儲油等，以因應通膨高漲壓力。

(二) 我國面對輸入性通膨壓力，政府已積極採取穩定物價措施

過去20年(2001至2021年)間，我國通膨率維持低且穩定(平均CPI年增率0.96%，平均波動度1.07%)，以維護民眾購買力，降低相對價格與未來物價水準波動的不確定性，有助各經濟部門進行經濟決策，降低資源配置效率的扭曲及提升經濟效率，進而促進經濟可持續性成長。

2021年下半年以來，在輸入性通膨壓力下，國內通膨率上升，CPI年增率連續數月高於2%，惟相較於歐美國家，我國通膨仍屬溫和，且政府已積極採取下列穩定物價措施，以降低對民眾及國內經濟之衝擊：

1. 調升政策利率

鑑於國內物價漲幅持續居高，2022年3月17日本行理事會決議調升政策利率0.25個百分點，以抑制國內通膨預期心理，維持物價穩定、協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

2. 調降民生物資關稅、貨物稅及營業稅

考量國際能源、大宗物資等價格於高檔波動，為穩定民生物價及減輕業者營運負擔，我國政府調降或減徵關鍵原物料之關稅、貨物稅及營業稅至2022年6月底。

3. 民生用天然氣、桶裝瓦斯及電費不調漲

為照顧民生及穩定物價，民生用天然氣及桶裝瓦斯維持至2022年6月底不漲；電價亦暫時凍調，至2022年6月底再審議是否調漲。

四、結語

2021年以來，國內物價漲幅居高，已成為社會關注重點，政府提出相關措施以平抑物價。長期而言，我國通膨率相對主要國家低而穩定，有助於維持社會大眾持有貨幣之購買力及經濟成長動能。

註：1. 2021年12月初美國洛杉磯港外排隊進港之貨櫃船數量，已由2021年10月下旬80餘艘高峰減少到40餘艘，可能因同年11月16日起美國要求船隻停留在外海等待的新制度所致。參見Bloomberg (2021), "Officials Say the Ports Logjam is Easing, but Numbers Don't Tell the Whole Story," December。

2. 美國2021年第4季職位空缺率(工業及服務業平均, 不含公務機關)為7.2%, 近月職位空缺數均逾千萬, 居歷史新高; 2022年3月非農總就業人數仍較2020年2月疫情前高點短少158萬人, 且勞動參與率62.4%明顯低於2020年2月之63.4%。
3. 美國在疫情大流行期間廣發現金紓困, 可支配所得分別於2020年第2季及2021年第1季明顯上升, 且高於疫情前趨勢值; 澳洲政府雖未廣發現金, 惟針對符合特定資格之個人或家庭持續發放救助金, 亦導致其可支配所得上升。
4. 國內油品價格調整係採浮動油價機制, 國內油品未稅批發價按週即時反應國際油價變動, 2008年8月起採70%D(Dubai)及30%B(Brent)作為國際指標油價, 每週以7D3B週均價及匯率之變動幅度80%計算調整, 油品零售價格亦隨之調整。此外, 原油尚可透過相關石油化學製品價格及通膨預期管道間接影響CPI; 詳參徐婉容(2021), 「油價、通膨預期與貨幣政策: 台灣個案研究」, 經濟論文叢刊。
5. 2021年第4季歐洲天然氣價格飆升致原油發電替代需求增加, 加以各國逐步放寬跨境旅行限制, 全球原油需求仍呈成長, 惟歐洲爆發新一波疫情及油價居高, 削弱原油需求成長力道。此外, 高油價誘使美國境內頁岩油商增產, 使全球原油供給回升。
6. 觀察美國西岸最大海運港口貨櫃數變動情形, 進口貨櫃數自2020年底以來持續維持高檔, 空櫃積壓導致全球缺櫃情勢仍屬嚴峻, 惟美國2021年底季節性貨運需求高峰結束, 將有助改善美國供應鏈壅塞情況, 另全球缺櫃情勢在防疫措施鬆綁、更多勞動力投入及港口運作效率提升下有所改善, 預期全球塞港與缺櫃情形最早於2022年中左右緩解。
7. 全球半導體廠商已加速擴充設備因應大幅升高之需求, 大廠持續積極投資擴增產能, 預計2021年至2022年全球約有38座晶圓廠新建專案, 惟產能擴充或新廠量產仍需1至2年, 預期2022年下半年新產能將陸續開出, 晶片短缺情形可明顯改善, 其中車用晶片預期於2022年第2季後回復至較穩定之正常庫存水準。
8. 廠商對商品價格之設定與勞資雙方對薪資之談判, 均受通膨預期的影響。

(二) 企業部門及家庭部門

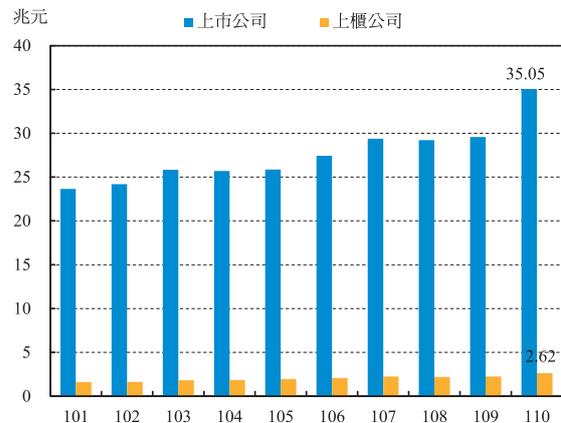
1. 企業部門⁶⁴

110年雖國內外疫情未歇，上市櫃公司整體獲利能力仍逆勢大幅提升；年底上市公司財務槓桿程度略降，上櫃公司則上升，但整體短期償債能力明顯改善；金融機構對企業部門放款之逾放比率下降，信用品質佳。

(1) 上市櫃公司不畏疫情衝擊，營收及獲利均創新高

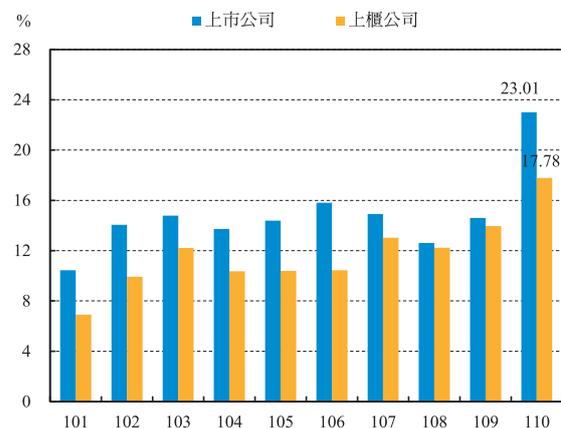
110年國內外疫情反覆雖持續衝擊我國部分產業營運，但隨全球景氣穩定復甦及新興科技應用擴展，推升5G通訊、高效能運算與車用電子等產品需求，並增加傳統產業商品買氣，激勵我國企業部門營運表現寫下新猷，上市及上櫃公司營業收入淨額達35.05兆元及2.62兆元(圖2-34)，分別較上年大幅成長18.54%及16.85%，帶動平均ROE由上年之14.60%及13.95%，躍升至23.01%及17.78%(圖2-35)，營收及獲利均創新高，整體獲利能力大幅提升。

圖 2-34 企業部門營業收入淨額



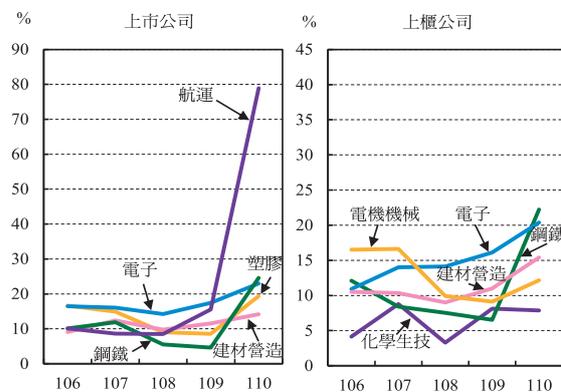
資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-35 企業部門ROE



註：ROE=稅前息前淨利/平均權益
資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-36 上市及上櫃公司主要產業ROE



資料來源：台灣經濟新報公司。

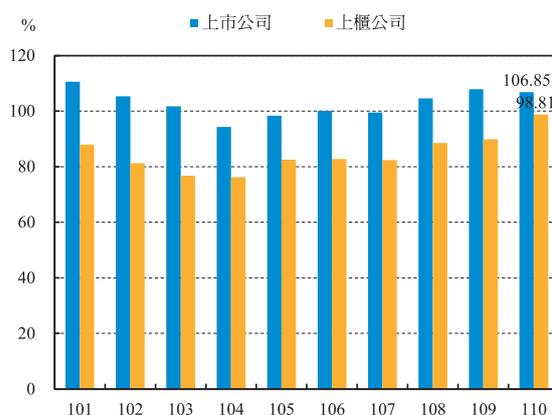
⁶⁴ 企業部門分析對象包括非金融產業之上市及上櫃公司，其資料為合併財務資料(無子公司者為個別財務資料)。

110年上市櫃公司主要產業多呈現獲利。其中航運業因運能供不應求使運價持續上揚，致獲利大幅成長；資產占比逾5成之電子業獲利持續擴增，主要因市場需求大增，激勵晶片價格上揚且銷量擴增，使半導體業獲利成長，以及印刷電路板及被動元件等下游產業訂單需求回升，使電子零組件業獲利增加所致；塑膠業、鋼鐵業、建材營造業及電機機械業則分別受惠於化工商品需求熱絡使產品價量齊揚、鋼鐵市場復甦帶動鋼材價格上漲、不動產市場升溫及市場需求續強驅動廠商擴大機械設備投資等因素，獲利能力亦顯著提升(圖2-36)。

(2) 上市公司財務槓桿程度略降，上櫃公司則上升，惟整體短期償債能力明顯提升

110年底上市公司平均槓桿比率由去年底之107.85%略降至106.85%，主要係上市公司盈餘大幅增加，使權益總額增幅較大所致；上櫃公司平均槓桿比率則由去年底之89.88%提高至98.81%(圖2-37)，財務槓桿程度上升，主要係上櫃公司因營運需

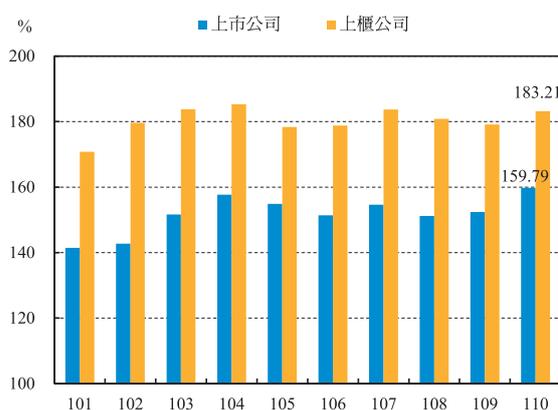
圖 2-37 企業部門槓桿比率



註：槓桿比率=負債總額/權益總額

資料來源：台灣經濟新報公司。

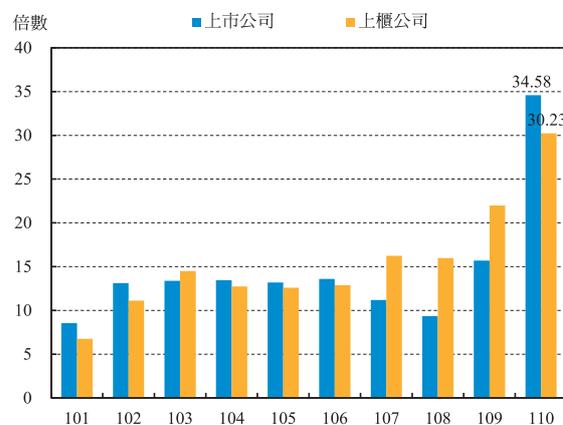
圖 2-38 企業部門流動比率



註：流動比率=流動資產/流動負債

資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-39 企業部門利息保障倍數



註：利息保障倍數=稅前息前淨利/利息費用

資料來源：台灣經濟新報公司。

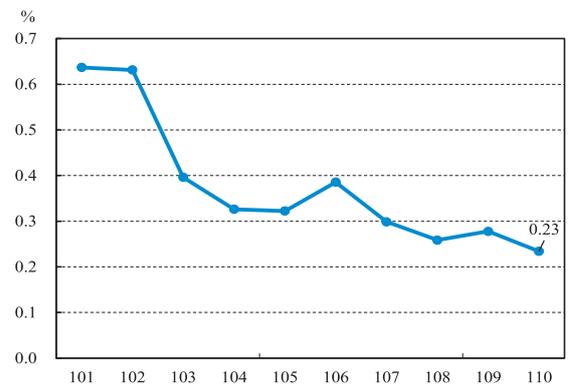
求，增發商業本票及公司債，使負債總額增幅較大所致。

110年底上市及上櫃公司流動比率分別由上年底之152.43%及179.14%略升至159.79%及183.21%(圖2-38)，平均利息保障倍數則因獲利大幅成長，由上年15.70倍及21.99倍分別大幅上揚至34.58倍及30.23倍(圖2-39)，整體短期償債能力明顯提升。

(3) 企業部門逾放比率下降，信用品質佳

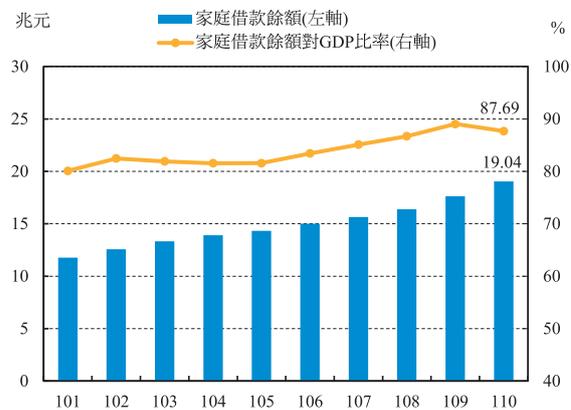
110年底企業部門在金融機構借款⁶⁵之逾期比率由上年底0.28%下降至0.23%之新低水準(圖2-40)，整體信用品質佳。

圖 2-40 企業部門借款之逾放比率



資料來源：金融聯合徵信中心。

圖 2-41 家庭部門借款餘額及相對GDP比率



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心、行政院主計總處。

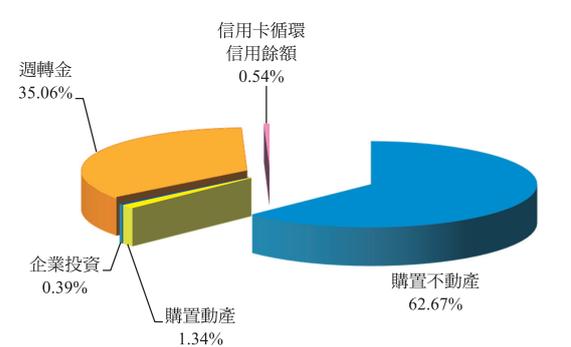
2. 家庭部門

110年家庭部門借款餘額持續成長，但整體債務負擔略減，且擁有龐大淨資產，財務體質尚稱健全。家庭部門在金融機構借款之信用品質佳。

(1) 借款餘額持續成長，但相對GDP比重下降

110年底家庭部門借款餘額成長至19.04兆元，相當於全年GDP之

圖 2-42 家庭部門借款用途別



註：資料基準日為110年底。
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心。

⁶⁵ 採用金融聯合徵信中心所統計各金融機構對全體企業之放款，惟不包含本國銀行海外分行資料。

87.69%(圖2-41)，較上年之89.04%下降。借款用途以購置不動產占62.67%為主，週轉金借款⁶⁶占35.06%次之，其他借款比重不大(圖2-42)。

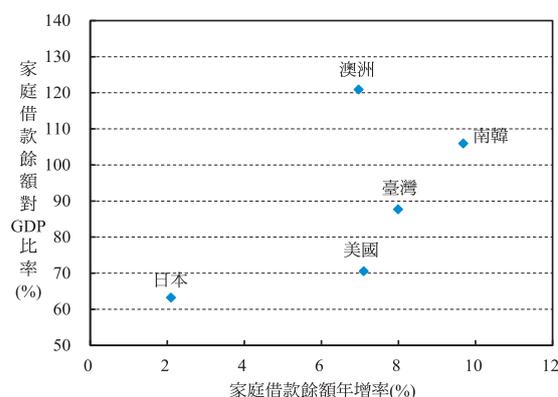
110年家庭部門借款餘額年增率由上年之7.54%升抵7.99%，增加金額以購置不動產及週轉金借款為主。與其他國家比較，我國家庭部門之借款成長低於南韓，但高於美國、澳洲及日本；借款餘額相對於GDP之比率尚低於澳洲及南韓，但高於美國與日本(圖2-43)。

(2) 債務負擔略減，且擁有龐大淨資產

110年家庭部門借款餘額相對可支配所得總額⁶⁷之倍數略降至1.44倍，債務負擔略減，家庭借款還本付息金額⁶⁸相對可支配所得總額比率亦由46.54%略降至46.14%(圖2-44)，短期償債壓力減輕，且隨國內基本工資與軍公教薪資調升，可望帶動企業跟進，將有助於進一步提高家庭可支配所得及還款能力。

此外，長期以來我國家庭部門擁有龐大淨資產⁶⁹，近年均達GDP之8倍以上，且遠高於英、美、南韓及新加坡等國(圖2-45)，顯示我國家庭部門財務

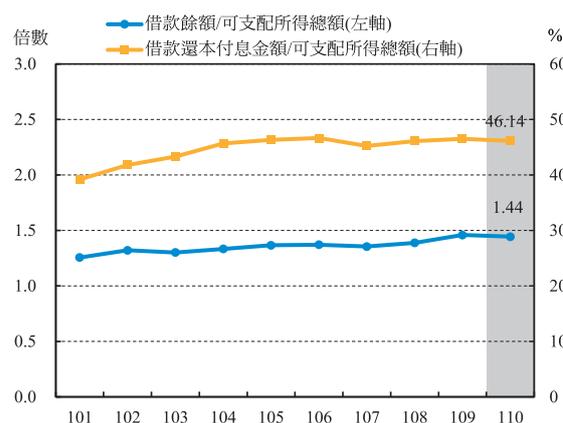
圖 2-43 家庭部門借款程度之跨國比較



註：資料基準日為2021年底。

資料來源：美國Fed、日本央行、南韓央行、澳洲統計局、IMF、行政院主計總處、金融聯合徵信中心、本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-44 家庭部門債務負擔及償債能力



註：標示陰影處之可支配所得總額資料係推估值。

資料來源：本行金檢處、本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心、行政院主計總處。

⁶⁶ 週轉金借款包括現金卡放款餘額。

⁶⁷ 家庭可支配所得總額=家庭淨可支配所得+租金支出+利息支出。110年家庭部門可支配所得總額，係以家庭部門可支配所得總額及國民可支配所得總額等兩項之歷史資料為參數值，以線性插補法進行推估。

⁶⁸ 家庭部門每年還本付息金額，係採推估剩餘還款年數及五大銀行新承作放款利率進行估計。

⁶⁹ 同註8。

體質健全，償債能力仍佳。

(3) 家庭部門之借款信用品質佳

110年下半年隨著國內疫情趨緩，經濟活動逐漸回溫，12月失業率逐步回降至3.64%，且勞雇雙方協商減少工時實際實施人數亦由8月底58,731人之高峰，大幅縮減至12月底之18,272人，顯示疫情對家庭部門之衝擊已明顯減緩，加上我國利率仍處相對低檔，有助於降低家庭部門債務負擔，影響所及，家庭部門在金融機構借款⁷⁰之逾期比率續降至0.16%之新低水準，其中購置不動產借款之逾期比率更降至0.10%(圖2-46)之歷史低點，家庭部門借款之信用品質佳。

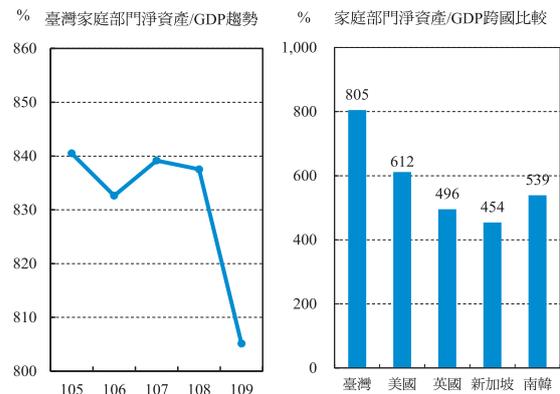
(三) 不動產市場

110年房市交易活絡且房價走高，民眾購屋負擔略增，且新建餘屋賣壓仍在，惟111年初交易成長漸緩。隨本行自109年12月起四度調整不動產貸款規範，相關部會亦積極採行抑制炒作措施，銀行建築貸款及購置住宅貸款餘額分別自110年2月起與110年7月起成長漸緩，且風險控管尚屬良好。

1. 不動產交易活絡，惟增速漸緩

110年上半年因出口暢旺及民間強勁投資，帶動廠區周邊購屋需求與市場看漲房價預期心理，加以109年同期因疫情升溫使基期較低，全國建物買賣移轉

圖 2-45 家庭部門淨資產對GDP比率

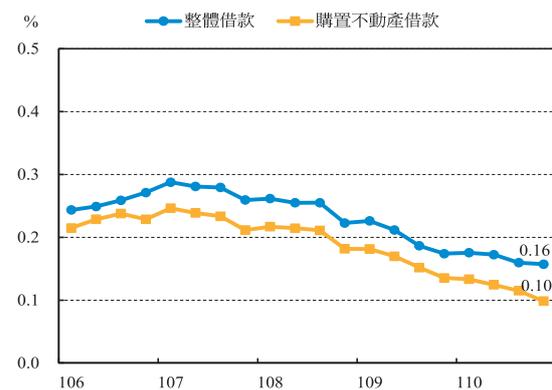


註：1. 含家庭及非營利團體之淨資產。

2. 右圖資料基準日為109年底。

資料來源：行政院主計總處、各國官方網站。

圖 2-46 家庭部門借款之逾放比率



資料來源：金融聯合徵信中心。

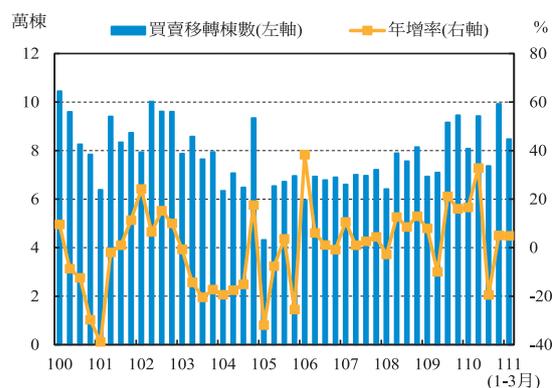
⁷⁰ 採用金融聯合徵信中心所統計各金融機構對個人之放款，惟不包含本國銀行海外分行資料。

登記棟數較上年同期大增24.77%，惟第3季受5月中旬起防疫措施升至三級警戒影響，較上年同期銳減19.53%，至第4季隨國內疫情趨緩，防疫措施放寬，加以經濟穩健成長，房市買氣迅速回籠，年增率回升至5.01%；全年建物買賣移轉登記棟數達34.8萬棟，為103年以來新高，年增6.62%(圖2-47)，其中六都合計年增6.99%，以臺南市與高雄市增加較多，年增率均逾16%。

自109年12月以來，本行四度調整不動產貸款規範，陸續緊縮受限貸款⁷¹之貸款條件，加以相關部會相繼採行抑制炒作措施，111年初房市交易成長漸緩，1至3月全國建物買賣移轉登記棟數年增率降為4.88%(圖2-47)；1至4月六都合計年增率亦降為3.17%。

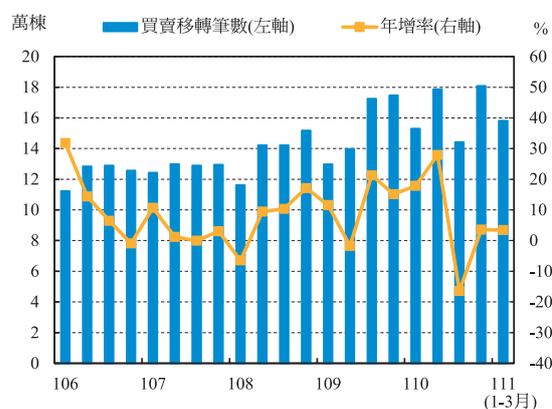
110年因房市交易升溫，廠商擴建廠房用地需求，加以不動產業者積極購地及壽險業者增加國內不動產投資，全國土地買賣移轉登記筆數較上年增加6.50%(圖2-48)，其中六都合計年增率5.49%，臺南市及高雄市均呈雙位數成長，尤以高雄市年增20.96%最大，主要因科技大廠擴建廠房議題帶動市場預期心理與周邊土地開發需求；另因廠商投資地區漸由六都向外拓展，新竹縣市、苗栗縣、嘉義縣、花蓮縣與屏東縣之土地買賣亦明顯成長，致110年六都合計土地買賣占比由109年之67.91%略降為67.27%。111年初以來，不動產業者對房市前景樂觀看法漸趨審慎，1至3月平均全國土地買賣移轉登記筆數略低於110年之

圖 2-47 全國建物買賣移轉棟數與年增率



資料來源：內政部「內政統計月報」。

圖 2-48 全國土地買賣移轉筆數與年增率



註：各年為月平均數，111年為1至3月資料。

資料來源：內政部「內政統計月報」。

⁷¹ 包括公司法人購置住宅貸款、自然人特定地區第2戶購屋貸款、自然人高價住宅貸款及持有3戶以上購置住宅貸款、購地貸款、餘屋貸款及工業區閒置土地抵押貸款等。

月平均數，年增率則降為3.42%(圖2-48)。

2. 不動產價格⁷²續創新高

110年內政部住宅價格指數持續緩升，第4季升抵117.50之新高(圖2-49)，較上年同期上漲8.62%，漲幅擴大；信義房價指數(成屋價格)及國泰房價指數(新推案價格)亦持續揚升，111年第1季均抵歷史新高(圖2-49)，其中國泰房價指數隨營建成本上漲，年增率自上年第3季起逐季擴大，至111年第1季升為27.19%。

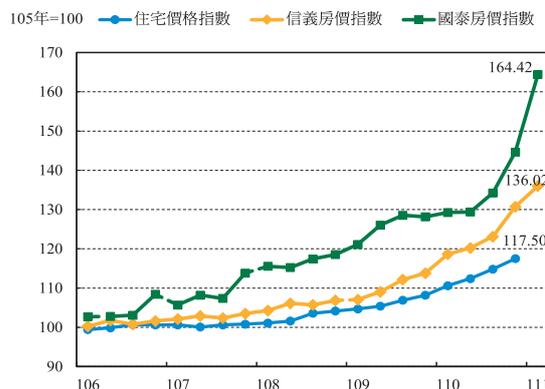
3. 民眾購屋負擔緩升

110年房貸利率雖處低檔，惟因中位數房屋總價上漲，全國房貸負擔率逐季緩升，第4季為37.83%，較上年同期增1.02個百分點；其中，六都房貸負擔率均逾30%，仍以臺北市之65.09%(圖2-50左)負擔最為沉重，新北市與臺中市分別為50.02%及43.50%次之。110年第4季全國房價所得比亦上升至9.46倍(圖2-50右)，較上年同期增0.26倍。

4. 核發建照與開工面積居高，新建餘屋賣壓仍在

110年業者大量住宅推案，全年核發建造執照總樓地板面積較上年增加

圖 2-49 房價指數

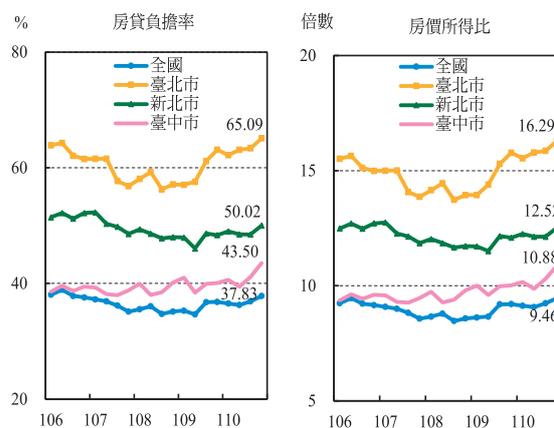


註：1. 國泰房價指數107年第1季修正模型參數，並自106年1月起，回溯各季指數；111年第1季模型加入時間變數，並重新設定標準住宅條件及調整基期，109年起各季價格指數回溯修正。

2. 為利比較，各指數均轉換為同一基期(105年=100)。

資料來源：內政部「不動產資訊平台」、國泰房地產指數季報、信義不動產評論季報。

圖 2-50 房貸負擔率與房價所得比



註：1. 房貸負擔率=中位數房屋貸款月攤還額/家戶月可支配所得中位數

2. 房價所得比=中位數房屋總價/家戶年可支配所得中位數

資料來源：內政部營建署「房價負擔能力指標統計」。

⁷² 內政部住宅價格指數係以不動產交易實價查詢服務網之住宅交易價格資料，採類重複交易法編製指數；國泰房價指數係新推案市場之市調資料，信義房價指數則為業者仲介成交之成屋價格資料，二者均採特徵價格法編製指數。

4.59%，其中住宅類面積升抵103年以來新高，年增7.24%，工商建築面積則因上年廠商擴建廠房面積大增，墊高基期，年減14.00%。111年1至3月總樓地板面積較上年同期微增0.69%，主因工商建築因廠商擴建廠房，續年增65.49%，住宅類則因基期較高，轉呈年減16.35%(圖2-51左)。

110年建築物開工總樓地板面積較上年減少5.87%，其中住宅類與工商建築面積分別年減2.15%及24.29%，主要因上年大量住宅與工商建築動工興建，墊高基期。111年1至3月總樓地板面積年增23.39%，其中住宅類面積與工商建築面積分別年增22.75%及34.24%(圖2-51右)。

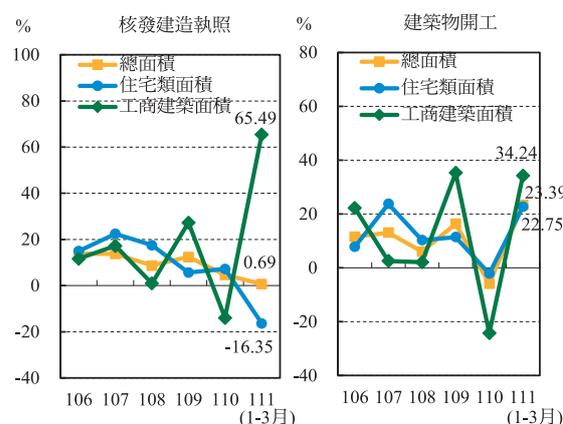
110年核發使用執照總樓地板面積較上年微減0.79%，其中住宅類面積成長1.00%，工商建築面積則減少5.33%；111年1至3月總樓地板面積轉呈年增1.95%，主因住宅類面積續增11.90%，工商建築面積則年減18.12%。

根據內政部統計，新建餘屋(待售)住宅於108年第1季升抵7.87萬宅高點後逐季緩降，110年第2季底為7.01萬宅，仍居高，加以107年以來，每年住宅開工均逾10萬宅(圖2-52)，儘管109年新建餘屋略見去化，在新住宅供給將大量釋出且價格居高下，新建餘屋賣壓仍在。

5. 住宅貸款與建築貸款成長漸緩，房貸利率微升

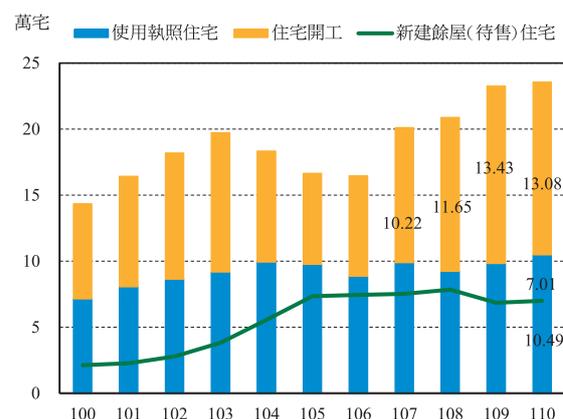
由於本行不動產貸款規範未影響首購與換屋等實質貸款需求，隨房市交易

圖 2-51 核發建造執照及建築物開工面積年增率



註：工商建築包括商業類、工業、倉儲類及辦公、服務類。
資料來源：內政部「內政統計月報」。

圖 2-52 新增住宅與新建餘屋(待售)住宅

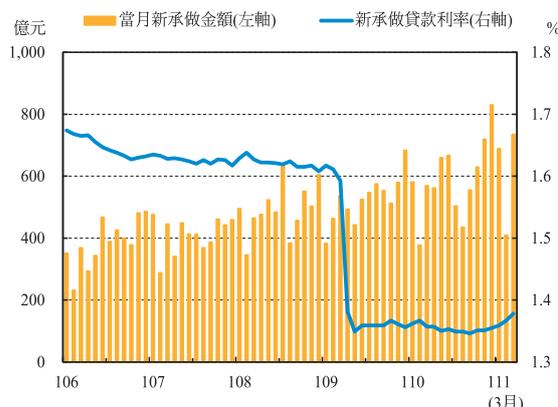


註：新建餘屋(待售)住宅係以由內政部依據地籍資料、台電用電資料、房屋稅籍資料，篩選屋齡5年以內、用電不及60度且仍維持第一次登記之住宅。110年為第2季底資料。
資料來源：內政部不動產資訊平台。

量增價漲，110年五大銀行⁷³新承做購屋貸款合計7,088億元，月平均承做金額約591億元，年增12.60%。111年1至3月五大銀行月平均新承做金額仍達611億元(圖2-53)，年增20.06%。承作利率方面，110年初以來因適用較低房貸利率之首購族增加，五大銀行新承做購屋貸款平均利率下滑，9月降至1.346%低點，其後在本行籲請銀行落實風險定價原則及本行於111年3月調升政策利率下逐漸回升，111年3月為1.378%，較109年12月之1.356%微升0.022個百分點(圖2-53)。

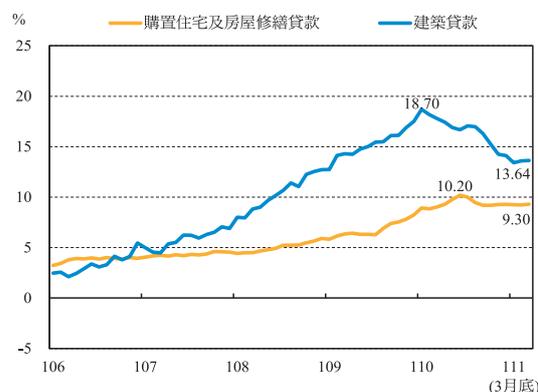
隨本行於109年12月、110年3月、9月及12月調整不動產貸款規範，限縮受限貸款最高成數，全體銀行⁷⁴建築貸款餘額自110年2月起成長減緩，111年3月底年增率降至13.64%；購置住宅及房屋修繕貸款餘額之年增率亦自110年7月起逐漸下降，111年3月底為9.30%(圖2-54)。111年3月底前述兩者合計之不動產貸款餘額為11.90兆元，占總放款比率則由110年底之37.16%略降為37.08%(圖2-55)，仍低於98年10月底之37.90%歷史高點。

圖 2-53 新承做房貸金額及利率



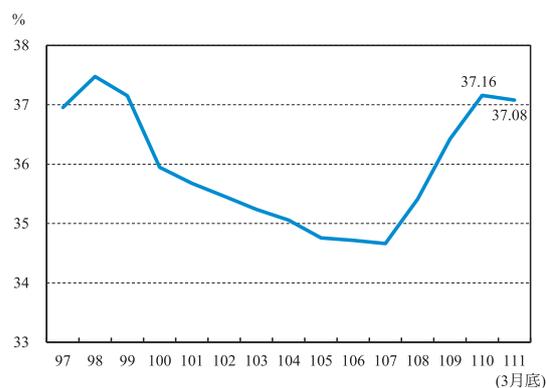
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-54 住宅貸款及建築貸款年增率



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-55 銀行不動產貸款占總放款比率



註：1. 不動產貸款係指購置住宅貸款、房屋修繕貸款及建築貸款合計數。

2. 各年為年底數，111年為3月底資料。

資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

⁷³ 五大銀行係指臺銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀。

⁷⁴ 包括本國銀行、外國及大陸地區銀行在臺分行。

6. 銀行不動產貸款風險控管尚屬良好

由於本行不動產貸款規範不影響首購與換屋自住貸款需求，110年全體金融機構新承做購置住宅貸款之平均成數⁷⁵逐季上升，第4季為73.10%，全年平均72.51%仍略高於109年之71.79%。然而，隨本行陸續調降受限貸款成數上限，並於110年12月一律降至4成⁷⁶，全體銀行新承做受限貸款平均成數均已較本行「規範前」⁷⁷明顯下降，111年3月受限貸款之平均成數以餘屋貸款之38.14%最低。

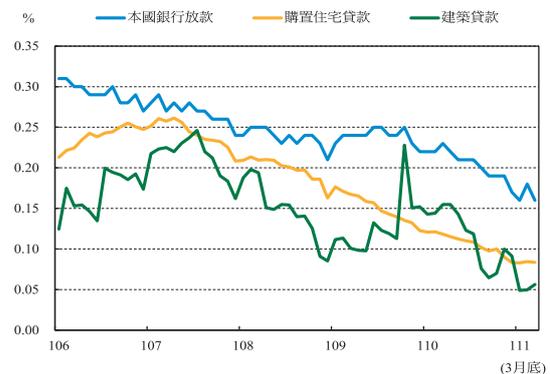
此外，110年本國銀行購置住宅貸款與建築貸款逾放比率均低於0.2%，111年3月底分別降至0.08%及0.06%，遠低於全體放款逾放比率之0.16%(圖2-56)，且36家本國銀行均通過金管會110年總體壓力測試，顯示銀行對不動產貸款之風險控管能力尚屬良好。

7. 相關部會積極落實「健全房地產市場方案」，有助房地產市場穩健發展

自政府於109年12月推出「健全房地產市場方案」後，本行已四度調整不動產貸款規範，並積極促請銀行辦理各項不動產放款業務須落實授信風險定價原則，避免信用資源過度流向不動產市場，且進一步加強控管金融機構不動產貸款授信風險，以促進金融穩定。金管會亦啟動不動產貸款專案金檢，積極掌握銀行辦理不動產貸款缺失，且賡續強化銀行及票券公司辦理不動產授信或保證業務管理，並於111年2月調高銀行辦理不動產抵押貸款適用之風險權數，以加強不動產貸款風險控管。

此外，內政部、公平會、消保會及地方政府等多次展開預售屋銷售聯合稽

圖 2-56 本國銀行不動產貸款逾放比率



註：本圖逾放不含催收款。
資料來源：本行金檢處。

⁷⁵ 依據財團法人金融聯合徵信中心之購置住宅貸款統計。

⁷⁶ 110年12月購地貸款成數上限為5成，其中保留1成動工後撥款。

⁷⁷ 「規範前」係指本行109年11月邀請14家參與座談銀行所報送109年1~9月資料；自然人購置高價住宅貸款「規範前」資料則係指101年6月本行實施高價住宅貸款規範前銀行填報資料。

查，並修法完善不動產實價登錄制度，禁止預售屋紅單炒作，提高預售屋資訊透明度。財政部亦積極修法防杜短期炒作與避稅漏洞，自110年7月起實施房地合一稅2.0，並對持有多屋者加強查稅及督促地方政府調整房屋稅，均有助房地產市場穩健發展。然而，部分房地產市場主管權責涉及地方政府職掌，仍需中央與地方政府通力合作落實與精進相關措施，持續完善相關制度，方能實現房地產市場健全發展與居住正義目標。