

# 一、國際經濟金融情勢及展望

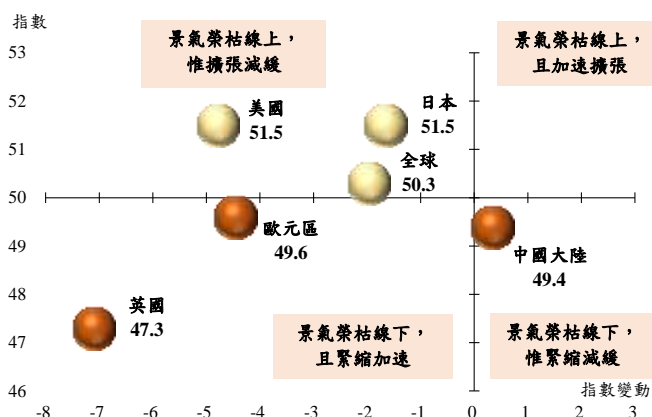
本(2022)年6月本行理事會會議以來，俄烏戰爭持續，美、歐等主要經濟體景氣降溫，通膨率仍居高，多數經濟體加速緊縮貨幣，致金融情勢趨緊，並面臨能源危機衝擊歐洲經濟發展、中國大陸經濟金融困境、極端氣候事件及COVID-19 疫情威脅等影響全球經濟前景之風險。

## (一)全球經濟成長趨緩

### 1. 消費需求降溫，金融情勢緊縮，全球經濟成長動能趨緩

俄烏戰爭之相關制裁措施衝擊歐洲能源供應，中國大陸續採嚴格防疫管制，復以房市疲弱致其景氣大幅降溫，全球製造業擴張速度趨緩(圖 1)；全球企業對經濟前景趨保守，製造業新訂單減少且庫存增加，顯示全球商品消費需求已降溫(圖 2)；加以主要經濟體央行為抑制通膨加速緊縮貨幣，致金融情勢緊縮，歐元區壓力尤高(圖 3)，預期全球經濟動能持續放緩。

圖 1 主要經濟體製造業 PMI



註：縱軸為本年 8 月製造業 PMI，橫軸為本年 8 月與第 2 季各月平均值之變動幅度，以顯示近期企業營運情勢變動。如 8 月美國製造業 PMI 仍高於 50 榮枯線，惟相較第 2 季已大幅下降 4.8。

資料來源：Bloomberg, J.P. Morgan, 本行整理

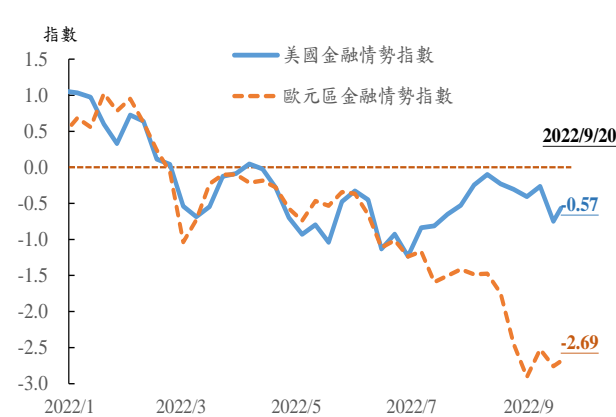
圖 2 全球製造業 PMI 新訂單相對庫存比率



註：灰色區域為美國及歐元區均陷入經濟衰退期間，綠色區域為歐元區經濟衰退期間。

資料來源：J.P. Morgan, 本行整理

圖 3 美、歐金融情勢指數



註：該指數藉由整合貨幣、債券及股票市場變動，衡量整體金融壓力情形，指數下降表示金融壓力上升，金融情勢趨緊。

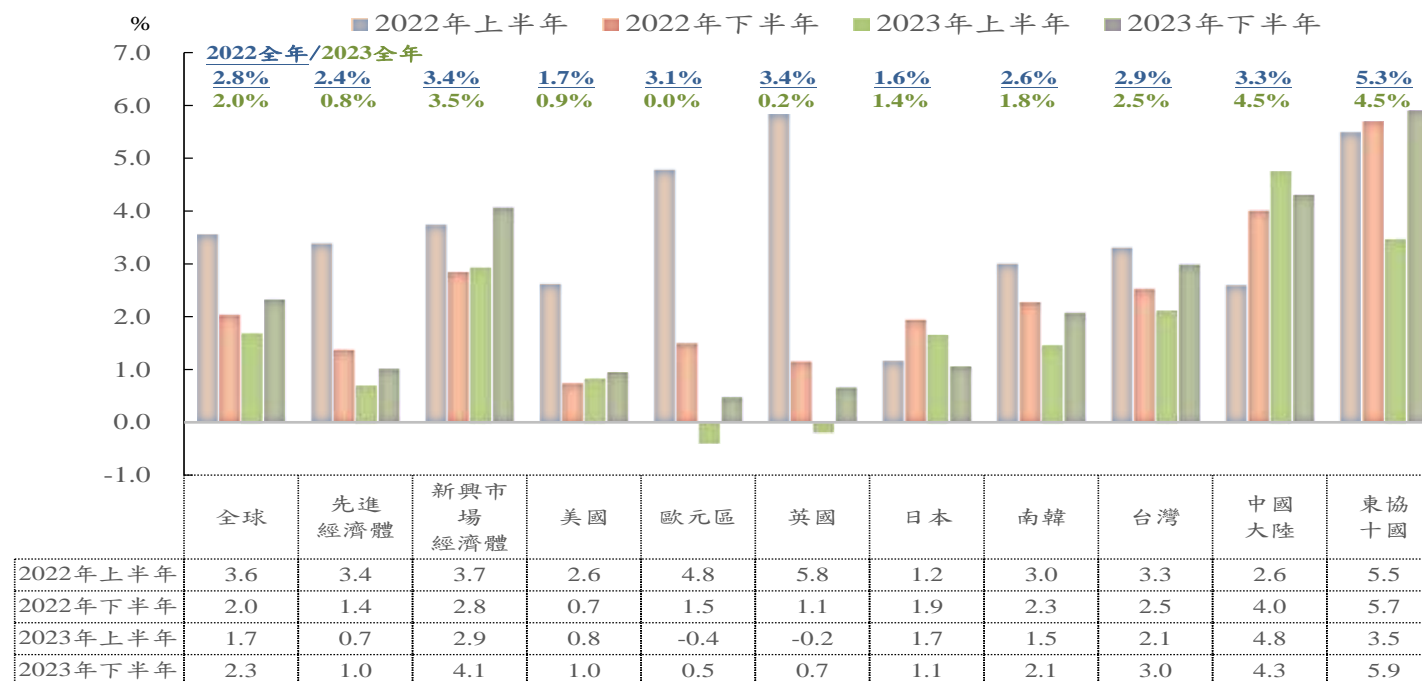
資料來源：Bloomberg

## 2. 預期全球經濟下半年及明年將走緩

全球通膨率居高，疫後旅遊及消費復甦力道漸減，加以貨幣政策緊縮將抑制總合需求，**預期全球及先進經濟體本年下半年經濟成長將放緩**，新興市場經濟體則持穩(圖 4)。

- 美國：**勞動市場緊俏，貨幣政策加速緊縮**，恐**影響**本年下半年及明年**經濟成長動能**。
- 歐元區：**若俄羅斯全面中斷天然氣供應**，歐元區被迫採行能源配給，明年**經濟陷入衰退之風險上升**。
- 英國：**能源價格高漲**，民眾生活成本大增，企業及消費者信心受影響，明年**經濟陷入衰退之風險上升**。
- 日本：主要出口國中國大陸之擴大財政及貨幣激勵政策，有利輸出及企業設備投資成長，本年下半年**經濟持續復甦，明年略緩**。
- 中國大陸：本年上半年經濟表現疲弱，**若政府加大財政激勵措施**，刺激民間消費並擴張公共投資，**成長有望回升**。

圖 4 S&P Global Market Intelligence 對全球及主要經濟體經濟成長率(GDP 年增率)預測值



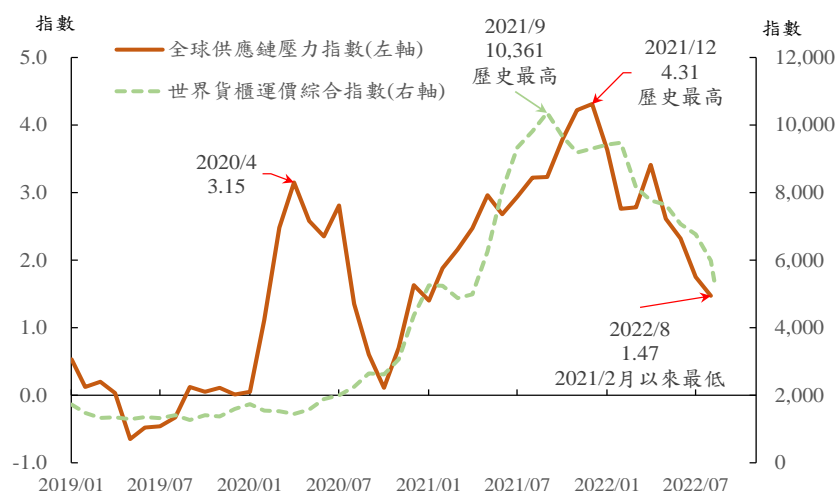
資料來源：官方網站及 S&P Global Market Intelligence (2022/9/15)

### 3. 全球景氣降溫，供應鏈壓力下降，貿易成長動能停滯

全球經濟成長趨緩，企業營運前景保守，上(2021)年造成商品價格高漲之**供應鏈瓶頸**出現**改善**跡象，**商品運費亦自高點大幅回落**(圖 5)。

**WTO** 公布之**商品貿易指標**(Goods Trade Barometer)<sup>1</sup>自上年第 4 季回降至長期趨勢值後，至本年第 3 季大抵持平(圖 6)，顯示**全球貿易成長動能停滯**。IMF 則預測**本年全球貿易量成長率為 4.1%**，大幅低於上年之 10.1%，**明年續降至 3.2%**<sup>2</sup>。

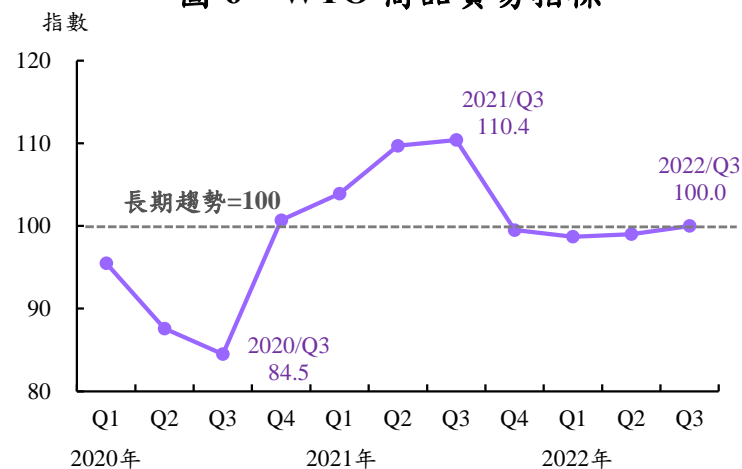
圖 5 全球供應鏈壓力及海運貨櫃運價指數



註：New York Fed 編製全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)，指數愈大，表示供應鏈瓶頸壓力愈大；海運諮詢機構(Drewry)編製世界貨櫃運價指數(World Container Index)，指數反映 40 呎標準貨櫃之美元計價運費。

資料來源：Bloomberg、New York Fed

圖 6 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 月係公布本年 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

<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 Update: Gloomy and More Uncertain," Jul. 26。

## (二)國際油價下跌；全球通膨率仍高，明年可望下滑

### 1. 油價走低，基本金屬及穀價大幅下跌後盤整

- 原油：本年7月以來，歐盟允許俄羅斯油商向歐盟以外之第三國出口原油、石油輸出國組織及盟國(OPEC+)上調增產規模，以及美、歐央行積極緊縮貨幣，恐致經濟放緩，衝擊原油需求，油價呈下跌走勢(圖7)。
- 基本金屬：主要經濟體景氣降溫，全球基本金屬價格自本年4月下旬後即大幅走低，嗣因歐洲能源供應吃緊及中國大陸限電措施影響金屬生產等因素影響，基本金屬價格於上年以來低點波動(圖8)。
- 穀物：7月以來美國及巴西上調穀物產量預估，加以烏克蘭重啟黑海港口出口穀物，穀價下跌；嗣因美國及中國大陸多地乾旱影響作物生產，美國下調黃豆及玉米產量預估，以及俄羅斯擬修改烏克蘭黑海港口穀物出口協議引發市場擔憂，穀價於近期低點區間盤整(圖9)。

圖7 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

圖8 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

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。

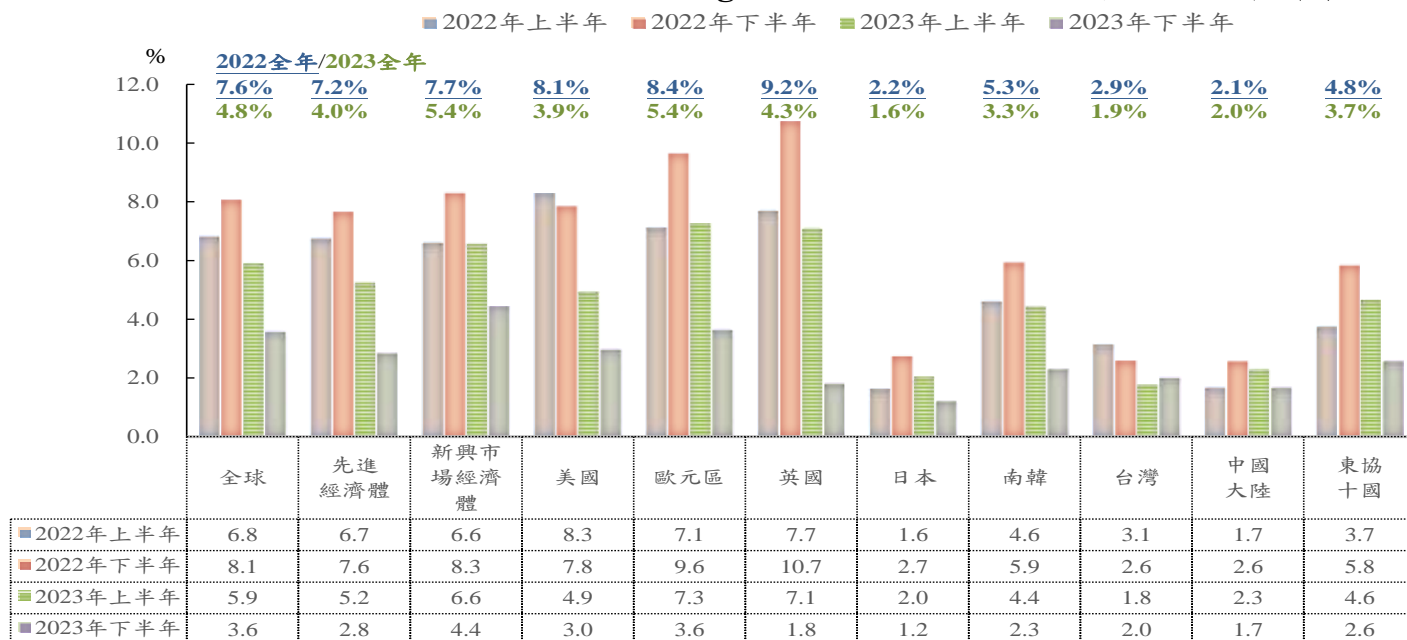
資料來源：Bloomberg

## 2. 本年下半年通膨壓力仍高，明年通膨率可望回降

近期美國通膨率自高點略回降，惟歐元區能源價格居高致物價出現普遍且持續上漲壓力，通膨率屢創歷史新高，亞洲國家通膨情勢相對溫和。S&P Global Market Intelligence 預測本年下半年全球通膨壓力仍高，明年全球通膨率有望回降(圖 10)。

- 美國：貨幣政策大幅趨緊，經濟成長走緩，預期本年下半年通膨率將低於上半年，明年續降。
- 歐元區：歐元區能源供給具高度不確定性，預期本年下半年通膨壓力仍高，明年有望因高基期效應而回降。
- 英國：歐洲天然氣價格走高推升英國能源價格，預期本年下半年通膨率將續升，明年通膨壓力逐漸下降。
- 日本：日圓大幅貶值加劇能源及食品價格漲勢，預期本年下半年通膨率高於上半年，惟內需低迷及薪資成長缺乏動力，明年通膨可能將降溫。
- 中國大陸：政府續推財政激勵措施及寬鬆貨幣政策，預期本年下半年通膨率高於上半年，明年則回降。

圖 10 S&P Global Market Intelligence 對全球及主要經濟體 CPI 年增率預測值



資料來源：官方網站及 S&P Global Market Intelligence (2022/9/15)



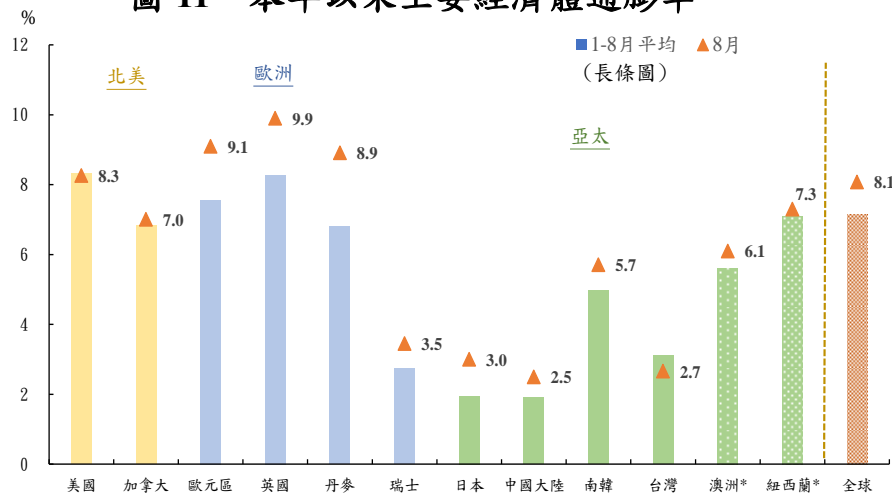
### (三)美、歐等多數經濟體續升息，日、中採寬鬆貨幣政策

全球經濟金融交互影響，本年以來通膨率攀升已為全球現象，主要經濟體中，美、歐國家通膨率多高於亞太地區國家(圖 11)，通膨壓力較高之經濟體，升息幅度亦較高；如 7 月以來，美國聯邦準備體系(Fed)升息 0.75 個百分點，歐洲央行(ECB) 2 度升息共 1.25 個百分點，英國、澳洲、南韓、紐西蘭、加拿大等國央行亦調升政策利率(圖 12)。

日本央行(BoJ)則因經濟前景充滿不確定性，仍維持大規模寬鬆貨幣政策不變；中國人民銀行(以下簡稱人行)則為緩解經濟下行壓力而調降多項工具利率(本年 7 月以來 Fed、ECB、BoJ 及人行貨幣政策變動情形，詳表 1)。

世銀(World Bank)研究顯示，在供給面問題持續使通膨居高下，全球央行恐需調升更高的政策利率以壓抑通膨，惟此恐導致全球經濟陷入衰退，財政體質較脆弱國家發生金融危機。世銀呼籲全球貨幣、財政及經濟政策制定者協同合作，央行宜明確溝通其政策決議並確保其獨立性，以有效制約通膨預期；財政部門應謹慎調整支出規模，為弱勢家庭提供針對性援助；其他經濟政策則可藉由供給面措施，如提升勞動參與率、擴大糧食及能源供應、減少能源消耗及避免貿易保護主義，如此方能在不引發經濟衰退下有效降低通膨率<sup>3</sup>。

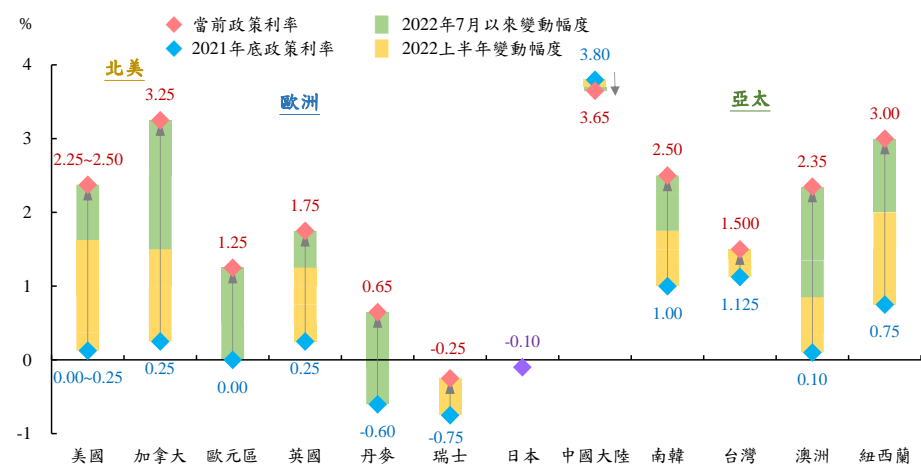
圖 11 本年以來主要經濟體通膨率



\*：澳洲及紐西蘭通膨率為季資料，採第 2 季及 1 至 2 季平均。

資料來源：官方網站及 S&P Global Market Intelligence (2022/9/15)

圖 12 本年以來主要經濟體政策利率變動(與上年底相比)



註：中國大陸政策利率以 1 年期貸款市場報價利率(LPR)代表。

資料來源：各央行網站(截至 9 月 15 日資料)

<sup>3</sup> 參見 World Bank (2022), "Risk of Global Recession in 2023 Rises amid Simultaneous Rate Hikes," Press Release, Sep. 15。

表 1 本年 7 月以來四大央行貨幣政策變動情形

央行	內容
Fed	鑑於通膨率居高，且勞動市場緊俏，7 月決議調升聯邦資金利率目標區間 0.75 個百分點至 2.25%~2.50%
	持續執行 5 月決議之資產負債表規模縮減計畫，即 6~8 月每月最高減持美國公債、機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)共 475 億美元，9 月起加速緊縮，每月最高減持共 950 億美元
	主席 Powell 於 7 月政策會議後記者會表示，為使通膨率回落至 2% 目標，將持續升息；復於 8 月在 Jackson Hole 舉行之全球央行年會再次強調，恢復價格穩定需要維持限制性政策一段時間，可能代價為一段時期經濟成長低於趨勢且勞動市場疲軟，並為家庭及企業帶來痛苦。歷史經驗亦示警，不宜過早放鬆貨幣政策
ECB	鑑於通膨率持續居高，為確保通膨回到中期目標，7 月及 9 月分別決議將政策利率調升 0.50 及 0.75 個百分點，調升後之主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別為 1.25%、1.50% 及 0.75%
	自 7 月起停止資產購買計畫(APP)淨購入資產。另為確保貨幣政策能有效傳遞至所有成員國，並於 7 月政策會議新推出傳遞保護工具(Transmission Protection Instrument, TPI)，即當市場失序造成貨幣政策傳遞面臨嚴重威脅時，經委員會綜合評估後將可透過次級市場購買剩餘期限為 1 至 10 年之公部門債券，且必要時可購買私部門債券
	總裁 Lagarde 於 9 月政策會議後之記者會表示，預計將持續調升利率以防範通膨預期走高，未來的政策會議將依據經濟數據表現，定期評估適合的政策利率路徑
BoJ	鑒於經濟前景仍充滿不確定性，7 月決議維持短期政策利率於 -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，將持續執行公債購買計畫
人行	為緩解經濟下行風險，8 月宣布下調 1 年期中期借貸便利(MLF)及 7 天期逆回購利率各 0.10 個百分點至 2.75% 及 2.00%，另授權全國銀行間同業拆借中心公布，1 年期及 5 年期貸款市場報價利率(LPR)分別下調 0.05 及 0.15 個百分點至 3.65% 及 4.30%；9 月宣布下調 14 天期逆回購利率 0.10 個百分點至 2.15%

資料來源：各央行網站(截至 9 月 20 日資料)

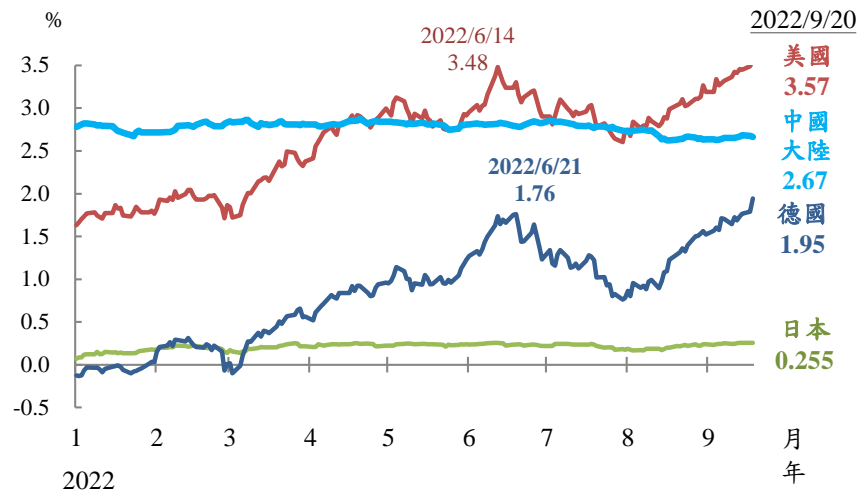
#### (四)主要經濟體公債殖利率回升，美元強勢，股市低點反彈後再跌

##### 1. 主要經濟體 10 年期公債殖利率多走升，殖利率曲線轉趨平坦

本年 7 月以來，市場預期全球經濟成長趨緩，以及地緣政治風險升溫，部分資金流入公債等安全性資產，美、德 10 年期公債殖利率下跌；8 月後 Fed 及 ECB 釋出持續緊縮訊息，復以通膨率持續居高，美、德 10 年期公債殖利率回升。中國大陸則受人行調降工具利率影響，10 年期公債殖利率下跌；BoJ 續採殖利率曲線控制政策，日本 10 年期公債殖利率於控制區間上限波動(圖 13)。

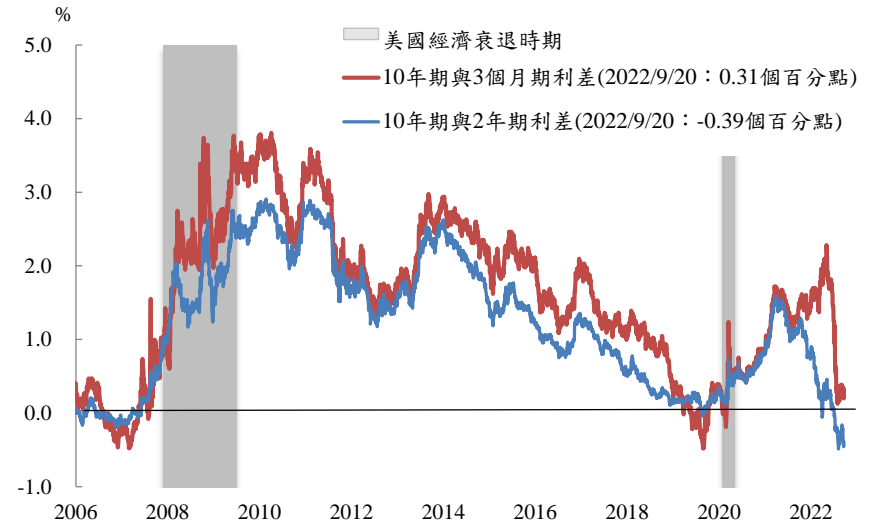
央行大幅升息恐影響未來經濟前景，近期美國、德國、英國及南韓等先進經濟體殖利率曲線趨於平坦化；以美國為例，近期美國 10 年期與 3 個月期公債殖利率利差大幅縮小，10 年期與 2 年期利差則自 7 月以來均為負值，若長期利率低於短期利率的幅度加大、時間延續，銀行恐因擔憂經濟情勢不佳而緊縮授信業務，不利經濟發展(圖 14)。

圖 13 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 14 美國長、短天期公債殖利率利差



資料來源：Refinitiv Datastream

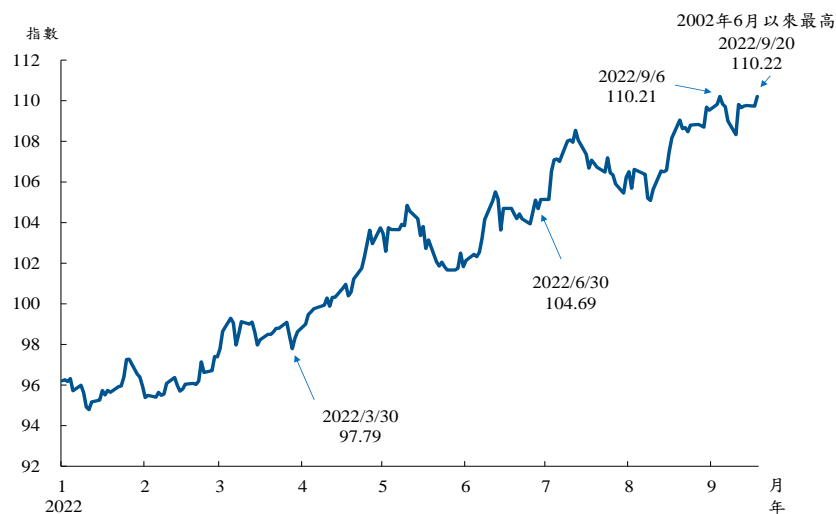


## 2. 美元指數創 20 年來高點，主要國家貨幣對美元走貶

本年 7 月以來，因美國通膨率略降，市場對 Fed 大幅升息的預期降溫，美元指數一度轉跌。嗣因 **Fed 主席於 8 月全球央行年會表示持續升息以打擊通膨之決心**，市場預期美元利率將與常用於利差交易之融資貨幣(如日圓、歐元等)利率進一步擴大，復以投資人更為擔憂全球經濟陷入衰退的風險，致**資金明顯流向美元資產，美元指數升逾 110，創 2002 年 6 月以來新高**(圖 15)；主要經濟體貨幣對美元走貶(圖 16)：

- **歐元**：歐元區經濟受能源危機及異常天候衝擊，**歐元兌美元匯率貶至 1.00 平價以下**後小幅波動。
- **日圓**：BoJ 持續寬鬆政策，美日利差擴大，加以日本貿易入超持續，**日圓貶逾 1 美元兌 144 日圓之 24 年來低點**。
- **亞洲貨幣**：南韓出口下滑，經濟下行風險升高，**韓元對美元貶至 2009 年 3 月以來最低**；中國大陸經濟金融情勢具高度不確定性，部分資金流出人民幣資產，**人民幣貶破 1 美元兌 7.0 人民幣之重要關卡**。

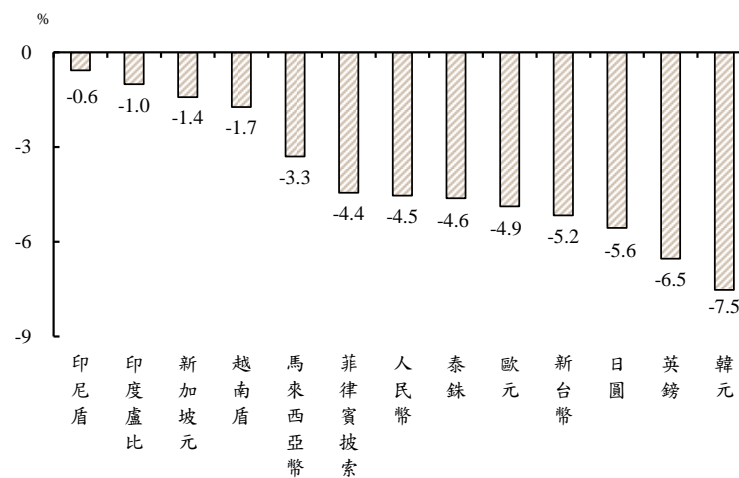
圖 15 美元指數



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  
(本年 9 月 20 日與 6 月底比較)



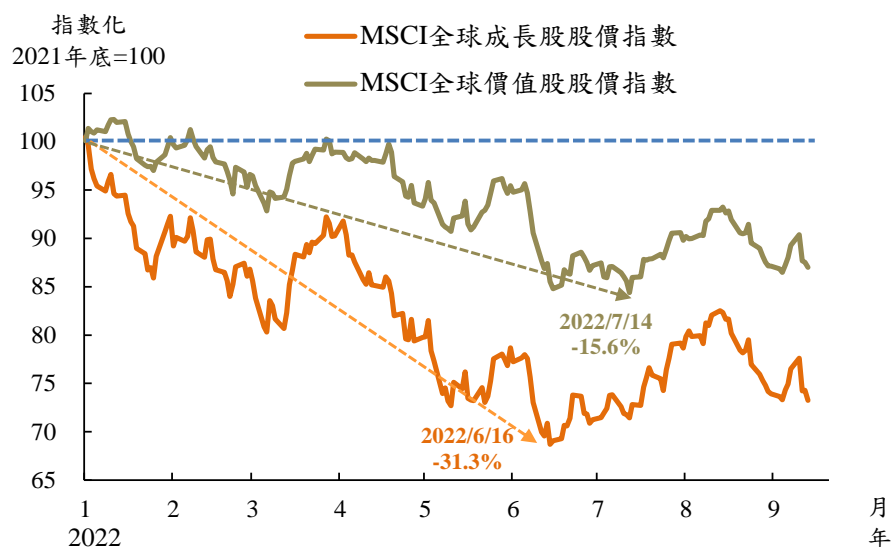
資料來源：Refinitiv Datastream、台北外匯經紀股份有限公司

### 3. 全球主要股市自本年底點反彈後再跌

本年全球央行貨幣政策趨緊縮，融資利率自上年低點走高，股市呈下跌走勢，受利率影響較大之**成長股表現相對價值股之跌勢更重**(圖 17)。**7 月以來**雖因市場預期 Fed 緊縮力度有望減緩，復以**企業財報表現多優於預期**，主要股市多自本年底點反彈；惟**8 月下旬 Fed 釋出持續緊縮訊息**，加以美國通膨率降幅不如預期，**股市再跌**。

本年 9 月 20 日與 6 月底相較，**印度**因經濟穩健成長，吸引資金流入，股市上漲 12.6%，**漲幅較大**；**香港**股市則受**中國大陸在港上市之地產股及科技股重挫拖累**，下跌 14.1%，**跌幅較大**(圖 18)。

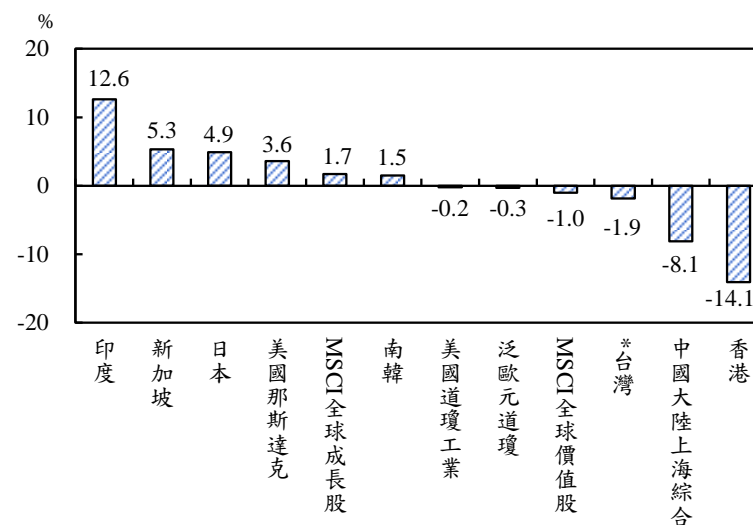
圖 17 本年以來全球成長股及價值股指數變動



註：MSCI 將已開發國家之公開發行公司，依營運特性(如長期預期盈餘、盈餘成長率等)分類編製全球成長股及價值股股價指數；目前權重最高的成長股為 Apple 及 Microsoft，價值股為 Unitedhealth Group 及 Johnson & Johnson；參見 MSCI 網站。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

圖 18 主要經濟體股價指數漲跌幅  
(本年 9 月 20 日與 6 月底比較)



\*：台灣股價指數下跌，部分係反映本年 7 月以來上市公司配發現金股利且配息率高；參見臺灣指數公司網站。

資料來源：Refinitiv Datastream

## (五)全球經濟前景面對多重下行風險

全球經濟前景轉趨黯淡，尤須關注金融情勢緊縮壓抑經濟活動、能源危機衝擊歐洲經濟發展、中國大陸經濟金融困境、極端氣候事件及 COVID-19 疫情反覆威脅等影響全球經濟前景之風險(圖 19)。

圖 19 影響全球經濟前景之下行風險

### 金融情勢緊縮壓抑經濟活動，高外債國恐面臨違約

- 全球多數央行已積極緊縮貨幣，若通膨未能快速降溫，勢將加大升息力道，使融資成本大幅增加，致經濟活動承壓，尤其 Fed 若持續大幅升息，美國經濟衰退機率恐攀升。
- 若干經濟體以美元計價之外債規模龐大，加以渠等政府財政狀況已捉襟見肘，美元走強下，若再伴隨資本外流，政府債務違約風險將大幅升高。

### 能源危機衝擊歐洲經濟，金融市場動盪不利政經穩定

- 俄羅斯若長期中斷輸往歐洲之天然氣，將顯著推升歐洲能源價格及通膨，亦可能迫使歐洲實施能源配給，致其經濟面臨大幅衰退風險。
- ECB 為抑制歐元區高通膨而加大貨幣緊縮力道，恐使成員國金融情勢出現嚴重分歧，經濟金融體質較弱之成員國將面臨金融市場動盪，若再蔓延至其他成員國，不利歐元區政經穩定。

### 中國大陸經濟金融困境及美中對抗將影響全球供應鏈

- 中國大陸若續採防疫清零政策，恐使全球供應鏈瓶頸再度惡化，且其房地產部門危機若擴大，將損及金融穩定，財政及貨幣政策支持效果恐難發揮，致經濟成長大幅放緩，拖累全球經濟成長動能。
- 美中對抗程度將影響全球供應鏈重組幅度，並對全球科技發展、貿易與物價造成衝擊。

### 極端氣候事件頻仍，COVID-19 疫情威脅

- 極端氣候造成各地乾旱、野火、洪水等天災頻仍，影響糧食及能源供應，對多國經濟民生造成衝擊。
- COVID-19 變種病毒影響勞動力供給與產銷活動，威脅經濟復甦。