

一、國際經濟金融情勢及展望

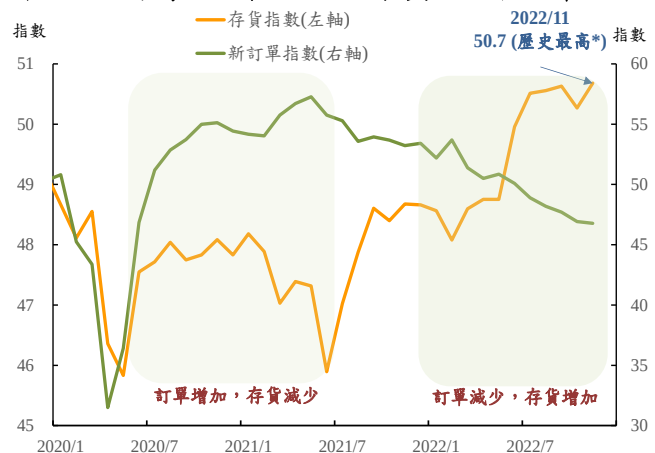
本(2022)年 9 月本行理事會會議以來，**美、歐等主要經濟體通膨率仍高，多數央行持續升息，全球景氣降溫。**未來**全球經濟前景仍面臨諸多下行風險**，如主要央行同步升息恐擴大全球經濟減緩幅度、美中爭端衝擊全球化發展、歐洲能源危機拖累全球景氣、極端氣候及能源轉型均恐推升通膨，須密切留意。

(一)全球經濟成長動能續降

1. 商品需求降溫，庫存升高，全球經濟成長動能續緩

俄烏戰爭未歇、通膨率居高及主要經濟體大幅緊縮貨幣抑制民間消費及企業支出，**全球商品消費需求降溫**，廠商**訂單減少，庫存積壓**情勢嚴峻(圖 1)；**OECD 國家景氣綜合領先指標**自本年 3 月以來持續低於長期趨勢，**尚未出現反轉跡象**，警示主要經濟體經濟成長動能持續放緩(圖 2)；**近期美、歐通膨率緩降**，Fed 釋出或將放緩升息步伐訊息，**全球金融壓力有所舒緩，惟仍高於歷史平均**(圖 3)。

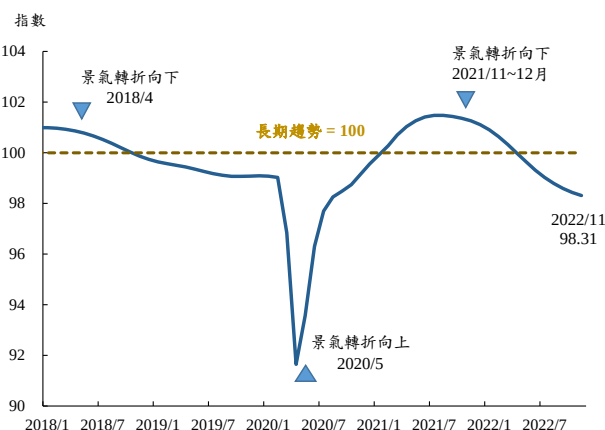
圖 1 全球製造業 PMI 存貨及新訂單指數



*：全球製造業 PMI 指數自 1998 年開始編製。

資料來源：J.P. Morgan, S&P Global

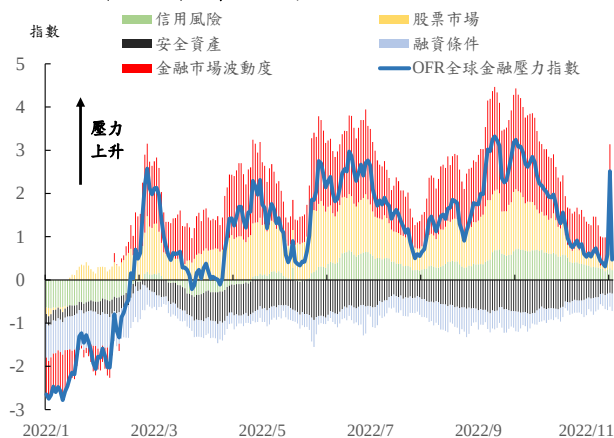
圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：指數低於 100 表示預期 OECD 國家整體 GDP 水準值未來 6~9 個月將低於長期趨勢；圖中三角形代表 OECD 認定之景氣轉折點。

資料來源：OECD

圖 3 本年全球金融壓力指數



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，大於 0 表示金融壓力高於歷史平均。

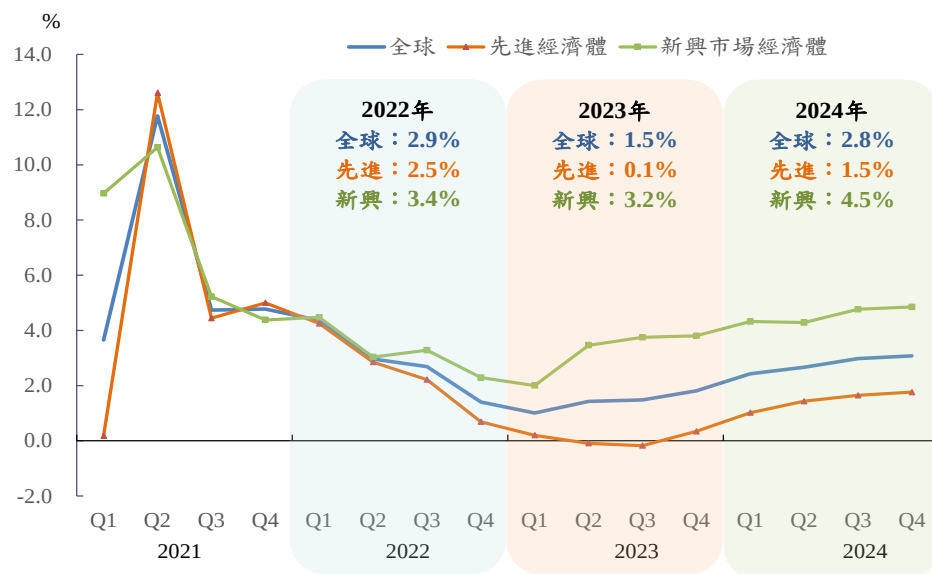
資料來源：OFR 網站，本行整理(截至 12 月 9 日資料)

2. 預期明年全球景氣下滑，第 1 季後成長力道或可回升

美歐疫後復甦力道漸減，物價高漲降低民眾可支配所得，能源價格衝擊製造業生產，利率走高抑制總合需求，預期全球、先進及新興市場經濟體明(2023)年經濟成長低於本年，部份先進經濟體陷入小幅衰退，第 1 季後全球經濟成長可望回升(圖 4、5)；惟不排除全球經濟下行程度較預期更嚴峻¹。

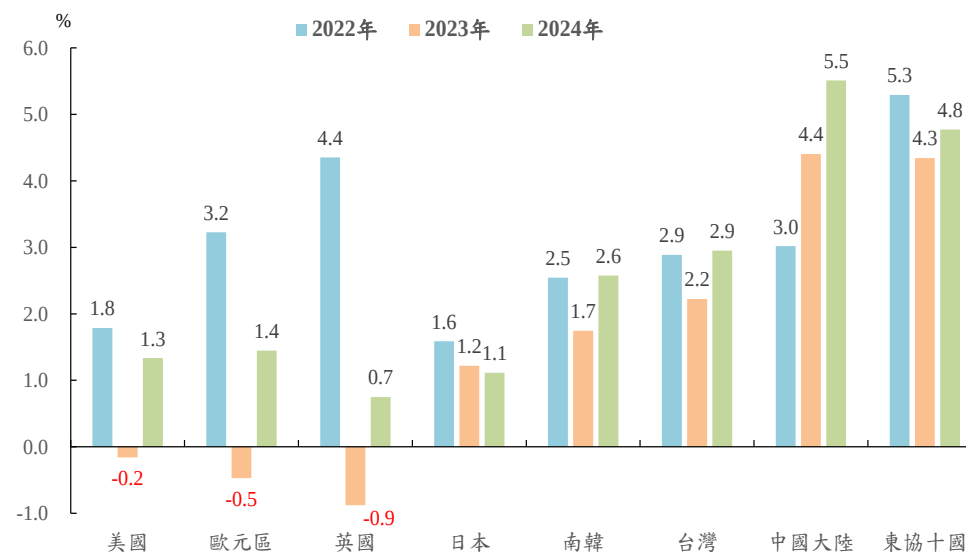
- 美國：勞動力供給未回升，勞動市場仍緊俏，貨幣政策維持緊縮，明年經濟恐小幅衰退。
- 歐元區及英國：歐洲天然氣供給仍具高度不確定性，高能源價格延緩通膨率回降，明年經濟恐陷衰退。
- 日本：政府推出補助措施協助民眾因應物價高漲，及加速推動數位化、減碳排等結構改革，支撐明年經濟成長。
- 中國大陸：美、歐經濟趨緩致中國大陸外需縮減，若政府大幅鬆綁防疫措施並加大財政激勵，明年經濟成長有望回升。

圖 4 全球經濟成長率變動路徑預測



資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/11/15)

圖 5 主要經濟體經濟成長率預測



資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/11/15)

¹ 參見 S&P Global Market Intelligence (2022), “Global Recession Watch,” Nov. 23。

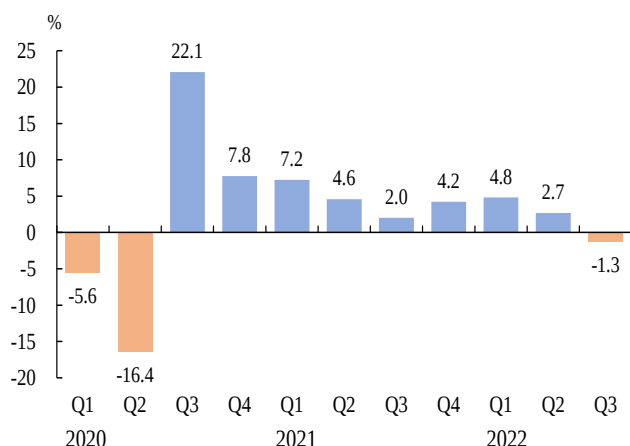
3. 全球商品需求降溫，貿易成長續緩，供應鏈瓶頸持續改善

全球**商品需求降溫且價格回落**，本年第3季 G20 國家商品貿易額較第2季下降 1.3%，為 2020 年第2季以來季增率首度為負值，顯示**全球貿易轉弱**²(圖 6)。

WTO 公布本年第4季商品貿易指標(Goods Trade Barometer)³降至長期趨勢值之下(圖 7)，顯示全球貿易成長將趨緩。**WTO 預測本年全球商品貿易量年成長率為 3.5%，大幅低於上年之 9.1%，明年續降至 1.0%**⁴。**IMF 則預測本年全球貿易量成長率為 4.3%，大幅低於上年之 10.1%，明年續降至 2.5%**⁵。

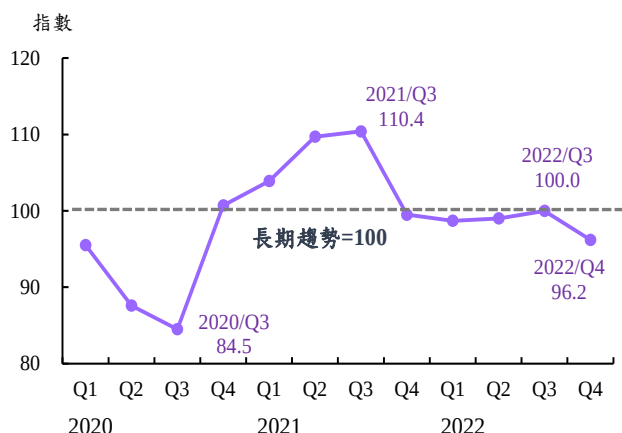
在商品需求降溫下，**供應鏈瓶頸續緩解，運費大幅回落**(圖 8)。

圖 6 G20 國家商品出口季變動率



資料來源：OECD 國際商品貿易資料庫(International Merchandise Trade, IMTS)

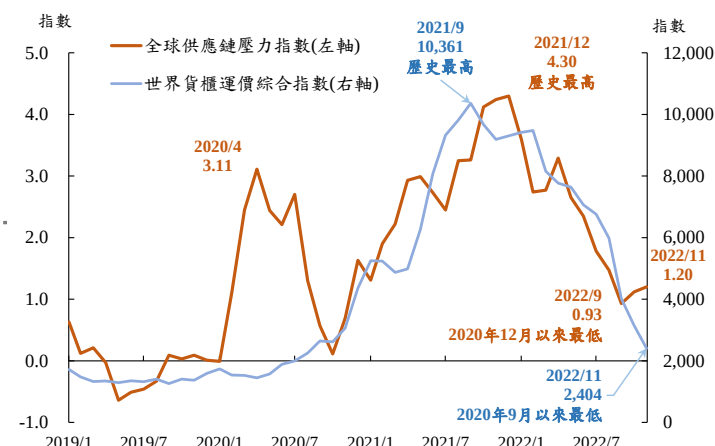
圖 7 WTO 商品貿易指標



註：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。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

圖 8 全球供應鏈壓力及海運貨櫃運價指數



註：1.全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index)整合跨境運輸成本及主要經濟體製造業 PMI 中數個分項指數，指數愈大表示供應鏈瓶頸壓力愈大。

2.世界貨櫃運價指數(World Container Index)反映 40 呎標準貨櫃之美元計價運費。

資料來源：Bloomberg、New York Fed

² 參見 OECD (2022), "G20 Merchandise Trade Falls for the First Time in Two Years in Q3 2022, While Services Trade Growth Slows Further," Nov. 22.

³ 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。

⁴ 參見 WTO (2022), "Trade Growth to Slow Sharply in 2023 as Global Economy Faces Strong Headwinds," Oct. 5.

⁵ 參見 IMF (2022), "World Economic Outlook: Countering the Cost-of-Living Crisis," Oct. 11.

(二)全球原物料多下跌；全球通膨率仍居高，明年可望下滑

1. 原油及穀物價格震盪走跌，基本金屬價格自低點略回升

- 原油：本年 10 月以來，石油輸出國組織及盟國(OPEC+)大幅下調原油產量，加以美國第 3 季經濟成長優於預期，以及中國大陸鬆綁防疫措施有望帶動原油需求，油價走升；嗣因主要國際機構先後下調全球原油需求成長預估，且中國大陸疫情升溫影響原油需求，加以美國原油產量增加，致油價跌破俄烏開戰前水準(圖 9)。
- 基本金屬：全球基本金屬價格於本年 7 月中旬落底後逐步回穩，近期因市場預期 Fed 或將放緩升息步調，加以中國大陸放寬防疫限制，密集推出多項房地產支持政策，激勵基本金屬需求，致基本金屬價格回升(圖 10)。
- 穀物：10 月以來俄羅斯宣布無限期暫停黑海穀物出口協議，推升穀價；11 月上旬起，俄羅斯恢復參與黑海穀物出口協議，加以美國農業部上調全球小麥產量預估，以及聯合國宣布黑海穀物出口協議將延長 120 日，穀價轉跌，惟仍高於上年同期(圖 11)。

圖 9 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

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

圖 11 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。

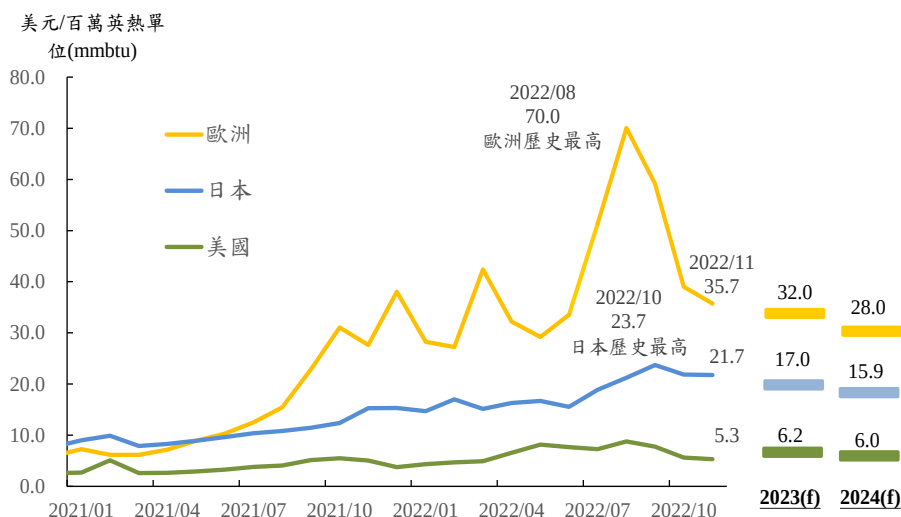
資料來源：Bloomberg

2. 天然氣價格自歷史高點回降，惟預期未來價格仍居高，不利全球通膨降溫進程⁶

俄烏戰爭後，俄羅斯輸送歐洲的管道天然氣供應下降，歐洲大量進口液化天然氣(liquefied natural gas, LNG)因應冬季需求，致歐洲天然氣價格大漲，並傳遞影響亞洲市場；近期歐洲天候偏暖有助減少能源使用，且各國已大量補充冬季庫存需求，天然氣價格自本年8月之歷史高點回落。惟 World Bank 表示，在天然氣供給具高度不確定性下，明、後年天然氣價格降幅恐有限(圖 12)。

天然氣價格居高除影響電力價格外，依賴天然氣或煤炭生產之肥料價格亦受衝擊，進而推升食物等產品價格(圖 13)，為影響全球通膨持續時間的重要因素。

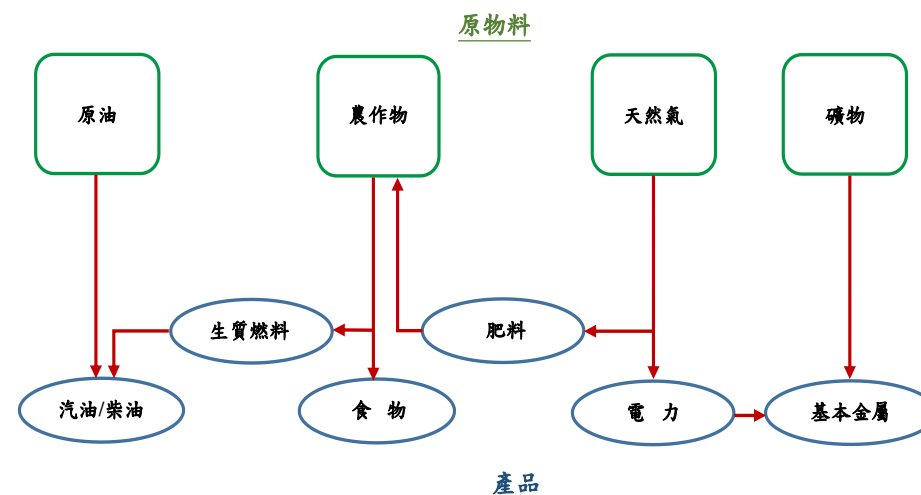
圖 12 美國、歐州及日本天然氣價格及預測



註：2023 年及 2024 年為 World Bank 預測之全年平均值。

資料來源：World Bank (2022), “Commodity Markets Outlook,” Oct. 21

圖 13 原物料對產品的影響管道



資料來源：BIS (2022), “Commodity Markets : Shocks and Spillovers,” *BIS Quarterly Review*, Sep. 19

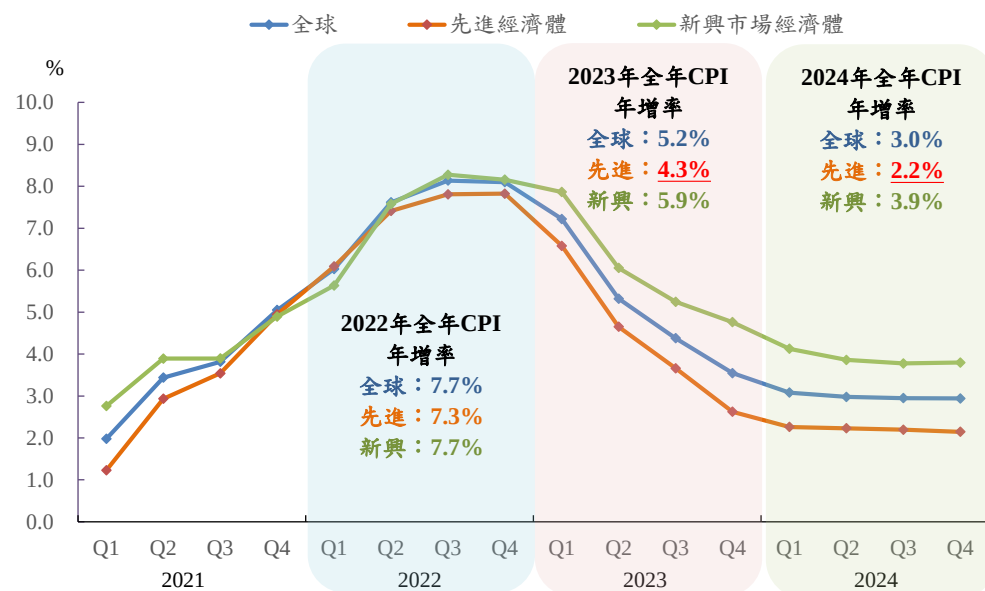
⁶ 參考資料：BIS (2022), “Commodity Markets: Shocks and Spillovers,” *BIS Quarterly Review*, Sep. 19；Igan, Deniz, Emanuel Kohlscheen, Gabriela Nodari and Daniel Rees (2022), “Commodity Market Disruptions, Growth and Inflation,” *BIS Bulletin*, May. 18；S&P Global Market Intelligence (2022), “Europe’s Energy Challenges : FAQs,” Nov. 17；World Bank (2022), “Commodity Markets Outlook,” Oct. 21。

3. 明年通膨率可望逐季下降，美、歐通膨壓力仍高，亞洲國家降溫

全球消費需求降低，供應鏈瓶頸改善，復以本年高基期效應影響，S&P Global Market Intelligence 預測明年全球通膨率將逐季下降，後年有望持穩(圖 14、15)；惟若全球能源價格持續走高恐導致全球高通膨持續更長時間⁷。

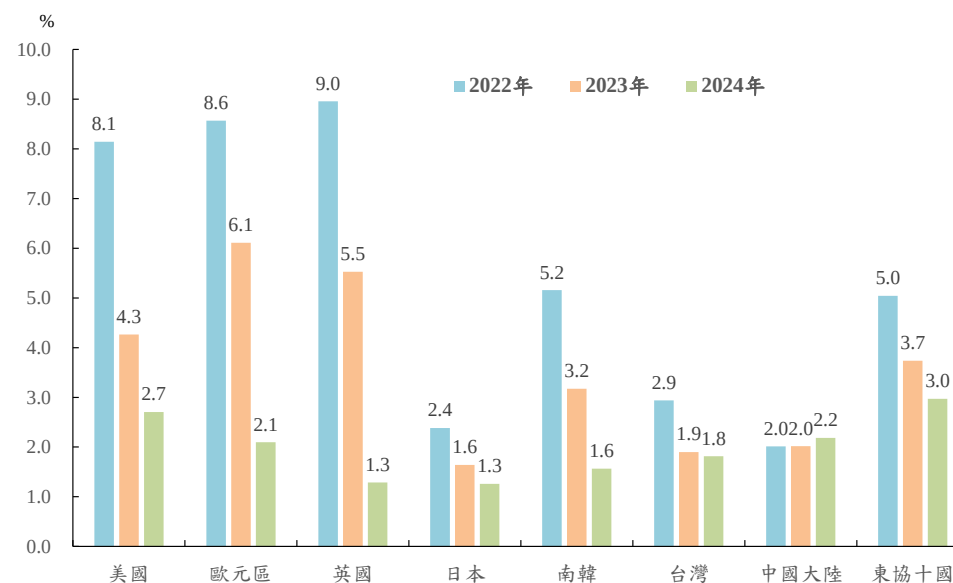
- 美國：貨幣政策大幅趨緊，經濟成長走緩，通膨率有望自高點下降，惟薪資上漲壓力高，高通膨將持續一段時間。
- 歐元區及英國：政府推出財政政策抑制能源價格漲幅，惟天然氣供給具高度不確定性，明年通膨壓力仍高。
- 日本：政府延長汽油及燃油補助措施，並對電費、瓦斯費實施新的補助措施，通膨率可望回落。
- 中國大陸：糧食供給及能源價格穩定，惟經濟下行風險高，政府持續寬鬆貨幣政策，明年通膨率與本年持平。

圖 14 全球 CPI 年增率變動路徑預測



資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/11/15)

圖 15 主要經濟體 CPI 年增率預測



資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/11/15)

⁷ 參見 S&P Global Market Intelligence (2022), “Global Inflation Risks,” Nov. 3。

(三)美、歐等多數經濟體續升息，日、中採寬鬆貨幣政策；主要央行開始縮減資產負債表規模

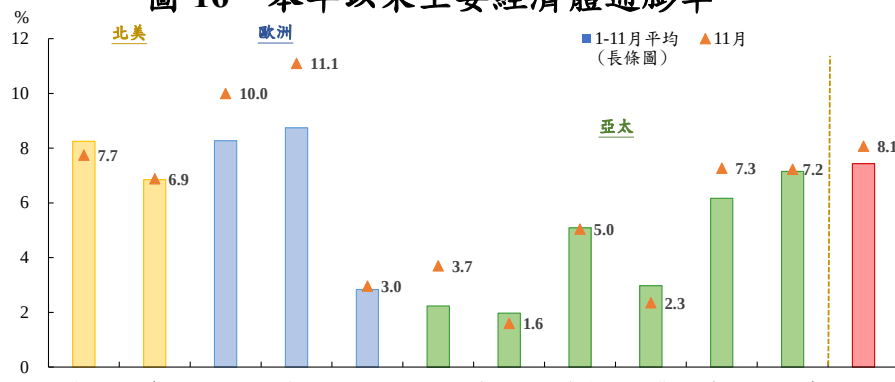
1. 美、歐、澳、紐等經濟體通膨率多大幅高於亞洲經濟體，通膨壓力較大者升息幅度較高

本年以來全球通膨率攀升，主要經濟體中，**美、英、歐、澳、紐等經濟體通膨率多大幅高於亞洲經濟體**(圖 16)；通膨壓力較大之經濟體，央行**升息幅度亦較高**，且多數主要央行**下半年累積之升幅較上半年更大**(圖 17)，如 7 月以來美國聯邦準備體系(Fed)共升 2.25 個百分點，歐洲央行(ECB)共升 2.00 個百分點，英國央行(BoE)共升 1.75 個百分點，澳洲央行共升 2.25 個百分點，紐西蘭央行共升 2.25 個百分點，加拿大及南韓央行亦續升息。

通膨壓力較輕之經濟體則採寬鬆貨幣政策，如日本央行(BoJ)維持大規模寬鬆貨幣政策，中國人民銀行(以下簡稱人行)亦為支撐經濟而續採寬鬆貨幣政策(本年 10 月以來 Fed、ECB、BoJ 及人行政策利率動向，詳下頁表 1)。

值得注意的是，**多數經濟體同步緊縮貨幣，特別是美國連續大幅緊縮貨幣之衝擊，將透過全球貿易與金融體系產生外溢效應(spillover effect)影響其他經濟體**，各國**央行宜**考量此外溢效應，**避免過度緊縮加劇經濟下行風險**⁸，**影響金融穩定**⁹。

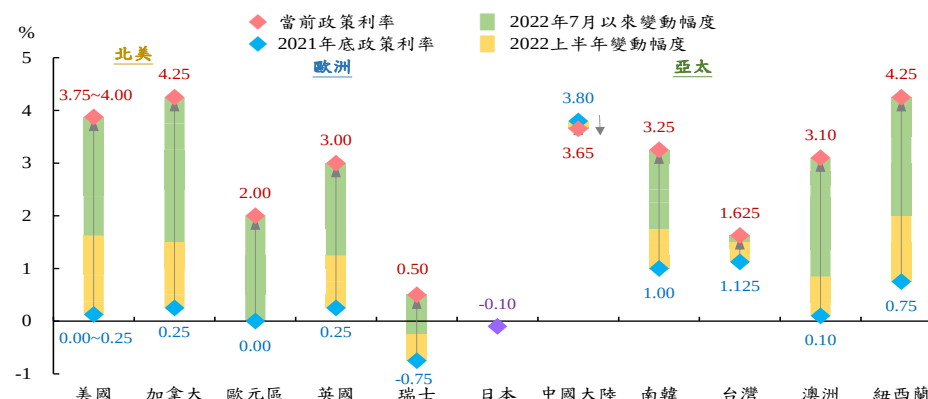
圖 16 本年以來主要經濟體通膨率



註：澳洲及紐西蘭為 1~3 季平均及第 3 季資料，美國、加拿大、英國及日本為 1~10 月平均及 10 月資料。

資料來源：官方網站及 S&P Global Market Intelligence (2022/11/15)

圖 17 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 12 月 9 日資料)

⁸ 參見 Moschella, Manuela and Palma Polyak (2022) "Managing Global Monetary Spillovers," *Monetary Dialogue Papers*, requested by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, Nov. 28。

⁹ 如美國 Fed 加速升息，南韓央行跟進美國加速升息，金融市場壓力日益增加，南韓債市流動性下滑風險上升；參見「附錄一：南韓金融市場壓力日增，債市流動性下滑風險猶存，南韓央行升息立場轉鴿」。

表 1 本年 10 月以來四大央行政策利率動向

央行	內容
Fed	鑑於通膨率居高，且勞動市場緊俏，11 月調升聯邦資金利率目標區間 0.75 個百分點至 3.75%~4.00%。
	主席 Powell 於 11 月政策會議後記者會表示將持續升息，欲恢復物價穩定需維持限制性政策一段時間，且可能使經濟成長低於趨勢並致勞動市場疲軟；歷史經驗亦示警不宜過早放鬆貨幣政策。12 月會議或將討論放緩升幅，惟暫停升息言之過早，且終端利率(terminal rate)水準將高於 9 月預估。
	Powell 於 11 月底重申，由於貨幣政策之影響具落後性，而先前積極緊縮之效果迄今尚未完全顯現，因此在目前政策利率已接近終端利率之際，合理預估最早可能於 12 月會議即放緩升幅。
ECB	10 月調升政策利率 0.75 個百分點，主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別至 2.00%、2.25%及 1.50%。
	總裁 Lagarde 表示，歐元區通膨情勢嚴峻，為確保通膨預期穩定且不會產生第二輪效應，政策利率將持續調升至可確保通膨率回落至中期目標水準，另將藉由調整其他政策工具，加強利率政策之傳遞效率。
BoJ	10 月維持短期政策利率於-0.10%不變，且長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0%左右。
	黑田總裁表示，目前物價走揚恐僅是暫時性現象，因其尚未帶動勞工薪資明顯成長，因此仍決議維持大規模寬鬆貨幣政策不變。
人行	為支撐經濟，11 月 25 日宣布自 12 月 5 日起全面下調金融機構存款準備率(RRR)0.25 個百分點，釋出資金約 5,000 億人民幣。
	持續運用公開市場逆回購操作及中期借貸便利(MLF)等工具維持市場流動性合理充裕。

資料來源：各央行網站(截至 12 月 9 日資料)

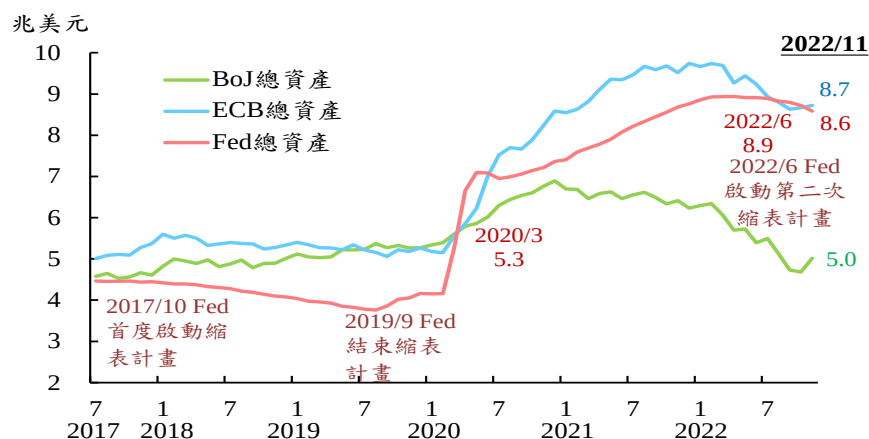
2. 主要央行亦開始縮減資產負債表規模

主要央行除藉由調升政策利率緊縮貨幣外，亦**逐步縮減其資產負債表規模**(圖 18)，即**實施**所謂之**量化緊縮(QT)**。

- **Fed**：本年 6 月初開始執行「資產負債表規模縮減計畫」，減少持有債券到期之再投資；9 月起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 950 億美元。
- **ECB**：本年 7 月結束資產購買計畫(APP)之資產淨購買，APP 及因應疫情緊急購買計畫(PEPP)持有資產之到期本金則持續再投資，預計 12 月會議將決定未來縮減 APP 資產規模之基本原則；另自 11 月 23 日起調整第三輪定向長期再融通操作(TLTRO III)的適用利率水準，並提供銀行額外的提前還款日期。
- **BoJ**：持續執行公債購買計畫，惟鑑於疫情趨緩及金融環境改善，縮減因應疫情而實施之融資援助措施。
- **BoE**：本年 11 月起主動出售資產購買機制(Asset Purchase Facility, APF)所持有之英國公債。

央行**升息**並**縮表**將**導致流動性趨緊**，以美國為例，本年以來存款機構存放 Fed 之準備金餘額走低(圖 19)，顯示**金融市場可快速供應資金流動性之能力下降**¹⁰。

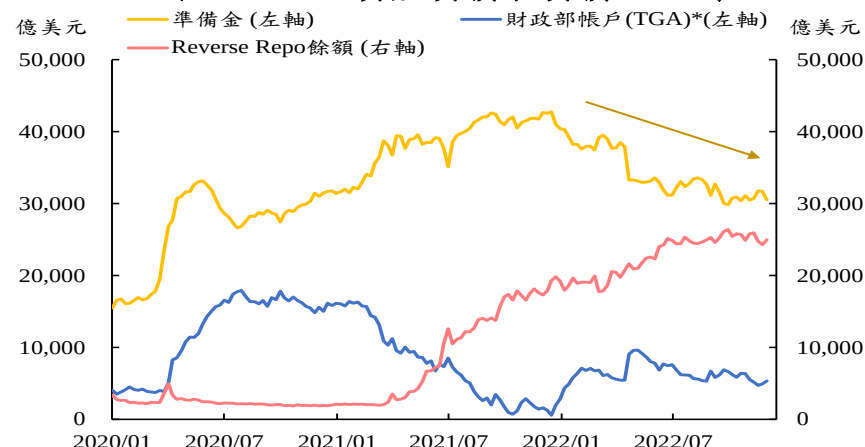
圖 18 美、歐、日三大央行總資產變動



註：本年 ECB 及 BoJ 總資產規模下降，部分係反映歐元及日圓貶值影響。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 19 Fed 資產負債表負債面結構



註：財政部帳戶(Treasury General Account, TGA)係美國財政部於 Fed 開立之帳戶，主要為 Fed 經理聯邦政府收支之帳戶。

資料來源：Refinitiv Datastream

¹⁰ 參見 Acharya, Viral, Rahul Chauhan, Raghuram Rajan and Sascha Steffen (2022), "Liquidity Dependence," *Economic Essays*, MAS, Oct. 27。

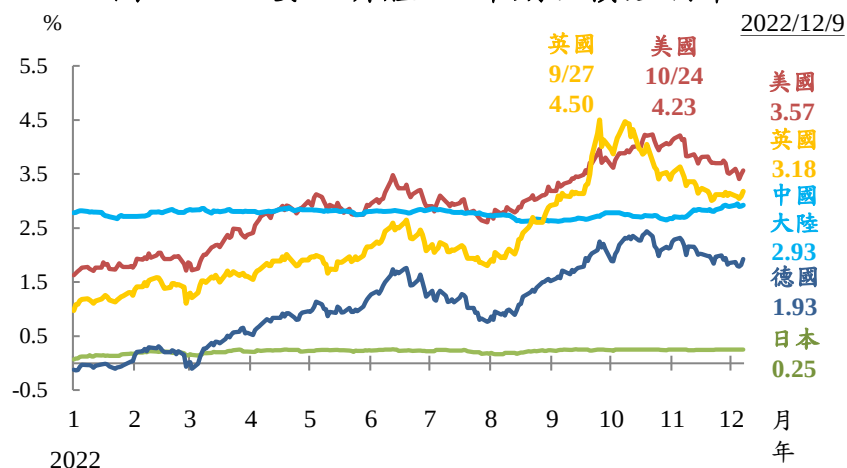
(四)主要經濟體公債殖利率轉跌，美元指數回落，股市自低點反彈

1. 美、英、德 10 年期公債殖利率先升後跌，美國公債流動性下降

美、歐通膨率居高，Fed、ECB 及 BoE 加速升息，美、德及英國 10 年期公債殖利率攀高；本年 9 月底英國政府推出減稅措施，投資人擔憂財政政策與貨幣政策無法協調合作，財政支配(fiscal dominance)風險升高，英國 10 年期公債殖利率一度高於美國，嗣因 BoE 基於金融穩定職責干預市場，復以財政政策轉向保守，殖利率回穩¹¹；另美國 11 月公布之通膨率低於預期，**市場預期 Fed 將放緩升幅**，加以**歐洲衰退隱憂升溫**，**美、德公債殖利率轉跌**。中國大陸因**推出防疫優化措施及支撐房地產政策**，可望改善經濟復甦遲緩現況，**10 年期公債殖利率走揚**；日本 10 年期公債殖利率則於 BoJ 殖利率曲線控制區間上限波動(圖 20)。

Fed 大幅升息及縮表致市場資金緊俏，且貨幣政策之不確定性升高，致美國公債**市場流動性下降**，**波動度上升**(圖 21)，若美國公債市場供需結構持續失衡，將影響美國及全球金融穩定。

圖 20 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 21 美國公債波動度及流動性指數



註：1. MOVE 全名為美林美國公債選擇權波動度估計指數(Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index)，可謂公債市場之恐慌指數。

2. 美國公債流動性指數衡量美國公債價格及其公允價值間之誤差，當公債市場流動性愈低，誤差愈大，流動性指數愈高。

資料來源：Refinitiv Datastream、Bloomberg

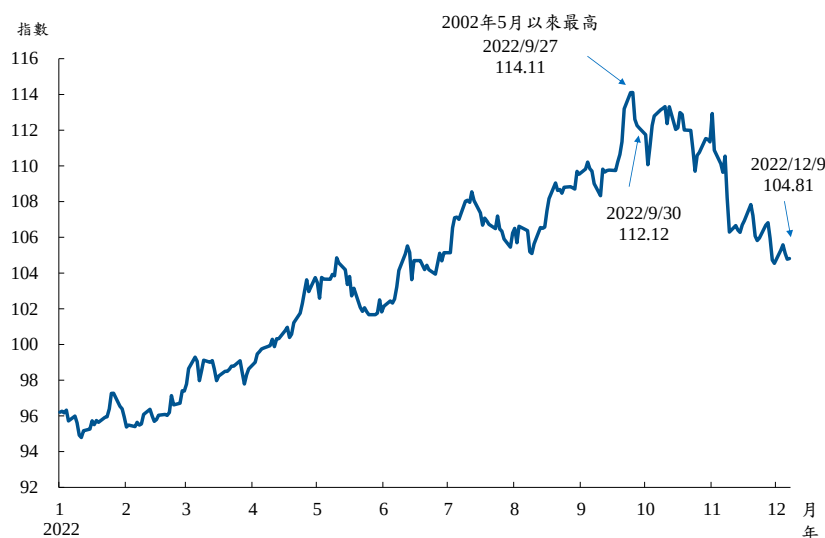
¹¹ 參見「附錄二：英國公債市場流動性危機已緩解，惟金融市場脆弱性仍高，英國央行面臨挑戰」。

2. 美元指數大幅回落，主要國家貨幣對美元多走升

本年 10 月以來，Fed 持續升息，復以歐洲能源危機及美國晶片禁令，避險資金流入美元資產，美元指數於高點徘徊；嗣因 **Fed 釋出升息減速之訊號**，**美元指數大幅回落**(圖 22)；**主要經濟體貨幣對美元多走升**(圖 23)：

- **歐元**：歐元區經濟前景悲觀，惟因先前跌幅較大，反彈力度強，**歐元止貶回升**。
- **日圓**：BoJ 持續寬鬆政策，日圓一度貶逾 1 美元兌 150 日圓低點；嗣因日本買入日圓阻貶，復以 Fed 放緩升息，**日圓反彈**。
- **亞洲貨幣**：**韓元**受先前貶幅較大影響，**回升**力道強；中國大陸則由於維持寬鬆貨幣，加以防疫政策前景未明，**人民幣漲幅較小**；**印尼盾**則因全球需求預期走弱，不利大宗商品出口而**走貶**。

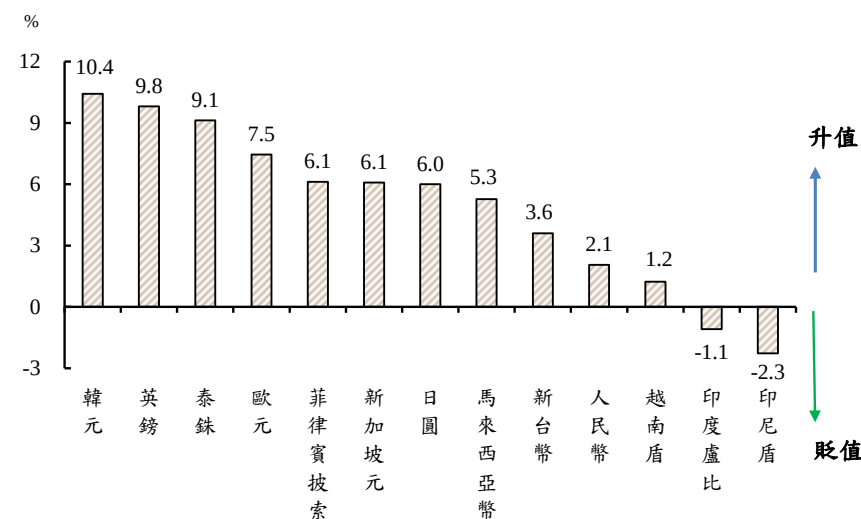
圖 22 美元指數



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 23 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅
(本年 12 月 9 日與 9 月底比較)



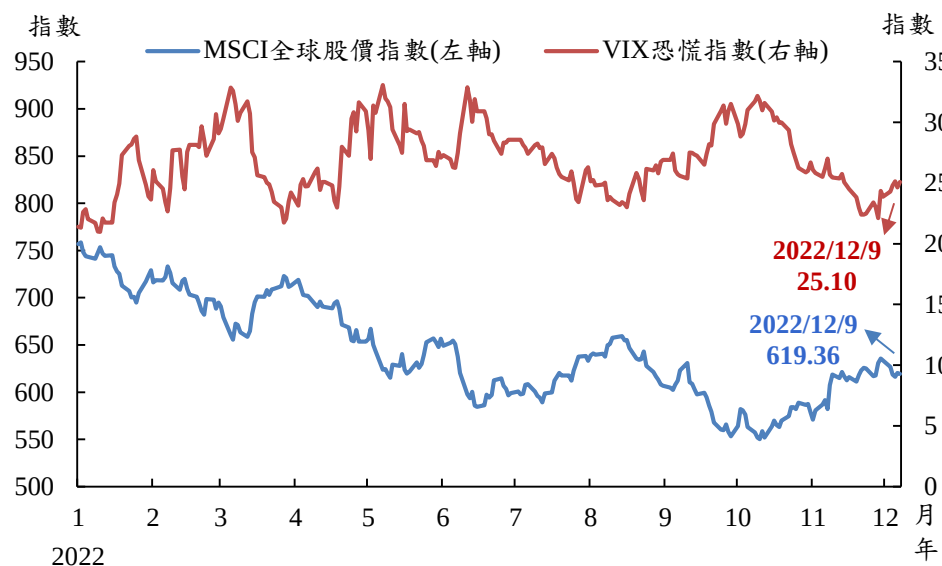
資料來源：Refinitiv Datastream、台北外匯經紀股份有限公司

3. 全球主要股市自低點回升

本年 10 月以來，受 Fed 貨幣政策走向及全球經濟前景悲觀影響，**全球股市**於低點波動，嗣因 **Fed 或將放慢緊縮步伐轉而回升**，**VIX 恐慌指數**亦**回降**(圖 24)。

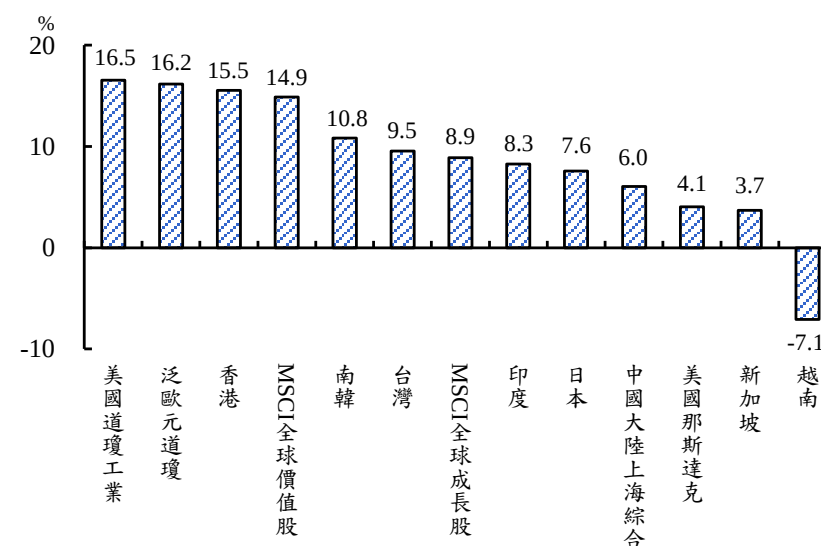
本年 12 月 9 日與 9 月底相較，**美國道瓊工業指數**因科技類股比重較低，受景氣衰退衝擊小，**漲幅較大**；**越南**則因政府肅貪並加強審查房地產公司籌資活動，**股市跌幅較大**(圖 25)。

圖 24 MSCI 全球股價指數及 VIX 恐慌指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 25 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年 12 月 9 日與 9 月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

(五)全球經濟前景面臨諸多下行風險

全球經濟前景仍面臨諸多下行風險，如主要央行同步升息恐擴大全球經濟減緩幅度、美中爭端衝擊全球化發展、地緣政治風險影響供應鏈布局、俄烏戰爭造成歐洲能源危機恐拖累全球景氣、極端氣候及能源轉型均恐推升通膨，宜密切關注相關情勢後續發展(圖 26)。

圖 26 影響全球經濟前景之下行風險

主要央行同步升息恐擴大全球經濟減緩幅度，影響金融穩定

- 美、歐等主要央行同步大幅升息，貨幣緊縮，恐擴大全球經濟減緩幅度，且體質脆弱國家可能陷入債務困境，影響金融穩定。
- 全球通膨率仍居高，而未來走勢具高度不確定性，多數央行短期內可能持續緊縮貨幣，尤其美國終端利率之水準及持續期間，將牽動全球市場情緒及金融情勢。

美中爭端衝擊全球化發展，地緣政治風險影響供應鏈布局

- 美國對中國大陸實施晶片出口管制，且積極與國際結盟共同對抗中國大陸，美中貿易、科技角力白熱化且長期化，將影響全球化發展。
- 除美中爭端外，受全球地緣政治風險升溫影響，主要國家持續推動關鍵物資供應鏈在地化及區域化，將改變全球供應鏈分工布局。

俄烏戰爭造成歐洲能源危機恐拖累全球景氣

- 在俄烏戰爭未歇、歐洲能源轉型緩不濟急下，俄羅斯一旦完全中斷歐洲天然氣輸送，將推升天然氣價格，衝擊歐洲工業及民生，致其經濟恐陷衰退，並拖累全球景氣。天然氣價格若居高亦不利全球通膨降溫。
- 歐洲通膨率若持續居高，造成生活成本危機，衝擊弱勢族群，將導致民眾不安情緒高漲，影響社會穩定。

極端氣候及能源轉型均恐推升通膨

- 極端氣候造成天災頻傳，全球氣候已連續 3 年面臨反聖嬰(La Niña)現象，將增加各地旱澇風險，全球糧食等大宗商品供應不確定性將加劇。
- 全球積極推動綠色經濟及能源轉型，初期將增加企業營運成本，發展綠能所需之原物料亦將漲價，若因而引發綠色通膨(greenflation)，恐對全球通膨率回落造成阻礙。

附錄一：南韓金融市場壓力日增，債市流動性下滑風險猶存，南韓央行升息立場轉鴿

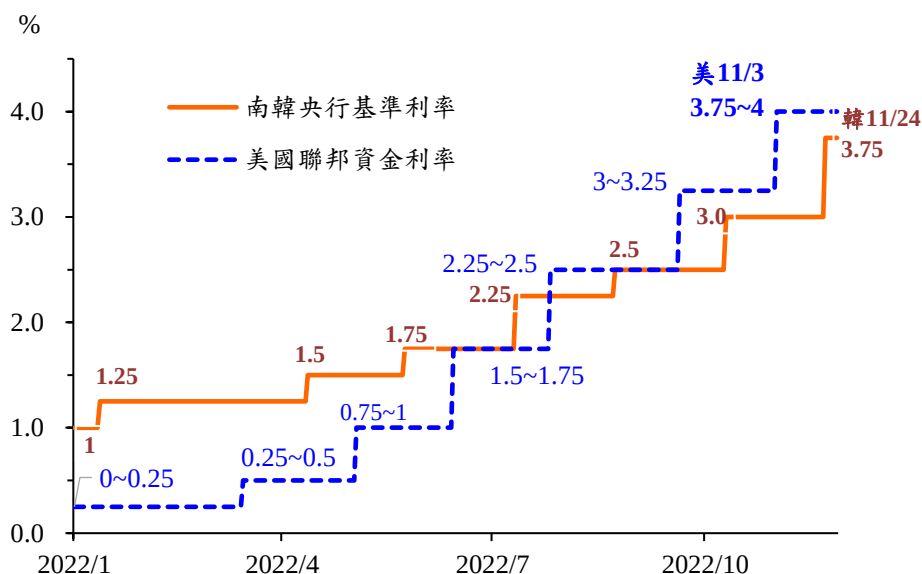
1. 國內外央行加速升息，南韓金融市場壓力日增，地方政府全額擔保債務之違約事件衝擊債券市場流動性

(1) 本(2022)年下半年，美國 Fed 加速升息，帶動美國公債殖利率上揚、美元走強；**南韓央行(BoK)跟進美國加速升息**

(附圖 1)，加以韓元貶值，**金融市場壓力日益增加。**

(2) 本年 9 月至 10 月，**公司債殖利率與商業本票利率分別上升約 1 個百分點與 1.4 個百分點**(附圖 2)；南韓金融投資協會(Korea Financial Investment Association)統計，本年底至明年上半年共有 68 兆韓元之公司債到期，**違約風險引發關注。**

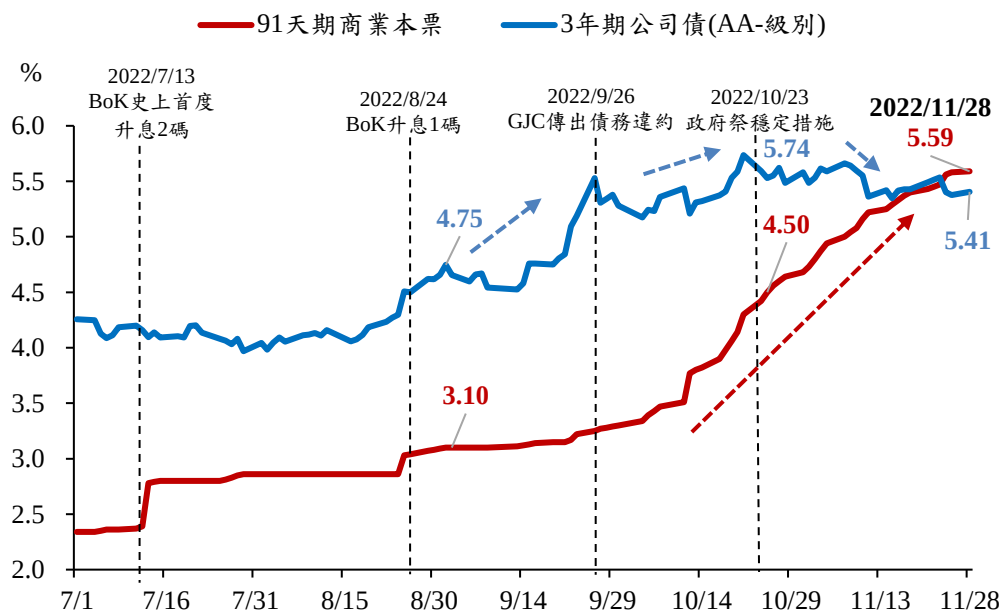
附圖 1 本年以來美國與南韓政策利率



註：美國聯邦資金利率以目標區間上限表示。

資料來源：BoK; Federal Reserve

附圖 2 南韓公司債殖利率與商業本票利率



資料來源：BoK

(3) 本年 9 月底地方政府全額擔保債務發生違約事件，衝擊債券市場流動性。

- 一 南韓樂高主題樂園(Legoland Korea)開發案所發行之 2,050 億韓元「專案融資-資產擔保商業本票」(PF-ABCP)¹²，由江原道政府提供全額擔保，然因本年 9 月底到期無法償付，爆發違約事件。
- 一 此違約事件規模雖不大，惟因提供擔保之江原道政府起初拒絕償付¹³，引發投資人擔憂，不僅衝擊市政債(municipal bond)信譽，亦影響債券需求，推升短期債券利率，致債市流動性下降。

市場情勢	南韓本年 8~9 月之公司債月平均交易量為 5.3 兆韓元，10 月前 20 天急速降至僅 1.4 兆韓元。
個案	大型電子公司 LG 與國營事業韓國電力公司，10 月發行之公司債皆不足額認購。 大型汽車業者現代集團亦因南韓債市流動性緊縮，轉向日本發債籌資。

2. 南韓財金主管機關宣布緊急因應措施，防範債券市場之系統風險

- (1) 為避免上述流動性問題繼續擴大，並防範債券市場之系統風險，南韓財金主管機關，如金融監督局(FSS)、財政部、BoK 與金融監督委員會(FSC)於本年 10 月下旬陸續宣布緊急因應措施，如延後實施流動性覆蓋比率(LCR)規定、宣布總規模逾 50 兆韓元之流動性方案、擴大公開市場操作等之合格交易債(票)券對象、延後調高銀行淨額結算擔保比率、新增臨時性公開市場操作機制(透過附買回(RP)交易購入證券公司及韓國證券金融公司之債券)、放寬存放比率(loan-to-deposit ratio)規定等。
- (2) 10 月下旬政府因應措施發布後，3 年期公債及公司債之殖利率均有回降¹⁴。惟鑒於短期貨幣市場情勢仍嚴峻，南韓金融監督委員會於 11 月 11 日宣布追加措施，如政府之「債市穩定基金」以更彈性條件擴大購入商業本票等。

¹² 「專案融資-資產擔保商業本票」(project finance asset-backed commercial paper，簡稱 PF-ABCP)，係一種資產擔保證券(ABS)，係南韓不動產業者從事大型開發案時常用之融資工具。位於南韓東北部之江原道政府 2012 年為開發樂高主題樂園，透過公股公司「江原道中島開發公司」(簡稱 GJC)發行 2,050 億韓元之 PF-ABCP，且由該地方政府全額擔保；惟本年 9 月底到期後爆發違約，擔保人江原道政府拒絕償付，GJC 於 10 月 4 日宣告破產。

¹³ 江原道政府已於 10 月 27 日表示，為減輕此案對國內金融市場之衝擊，將於 12 月 15 日前履行其擔保之債務支付。

¹⁴ 若以南韓財政部 10 月 23 日發布因應措施前一個營業日(10 月 21 日)與發布後兩天(10 月 25 日)相較，3 年期公債及公司債之殖利率各降低約 0.2 個百分點。

3. 南韓商業本票利率持續上揚，企業籌資壓力大；房價下跌，不動產開發業者債務違約風險仍存

(1) 國內外金融情勢緊縮，**91 天期商業本票利率**日益上揚，10

月以來顯著走升，且政府宣布因應措施後仍續升，**創 2009 年 1 月以來新高**(附圖 2)。**商業本票利率上揚，增添企業籌資壓力。**

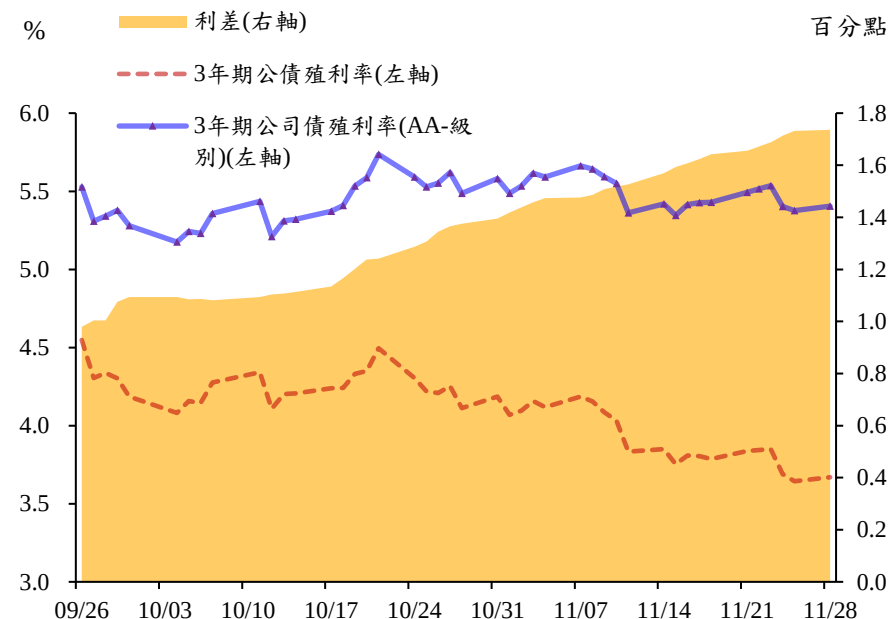
(2) 近月來，**3 年期公債及公司債之殖利率均略降低**，惟兩者**利差仍持續擴大**(附圖 3)，反映國營事業或大型企業，新發債券仍面臨債券市場供過於求問題，**發債成本日益增加，不利其營運。**

(3) 南韓房價持續下跌，不動產開發業者債務違約風險仍存

— **近期南韓房價持續下跌¹⁵**，房市景氣轉差恐**影響不動產開發業者之獲利與營運，債務違約風險仍存。**

— 南韓金融監督委員會及國土交通部 11 月推出**放寬貸款成數限制、進一步解除對特定地區之房貸限制、准許高價(15 億以上)住宅房貸**等措施，防範流動性緊縮。

附圖 3 南韓 3 年期公司債與 3 年期公債之利差



資料來源：BoK

¹⁵ 南韓全國、首都圈之房價，10 月分別較 9 月下跌 0.77%、1.02%，本年以來各已下跌 1.40%、2.25%。

4. 南韓經濟成長力道減緩且金融市場脆弱，政府持續擴大針對性金融穩定措施，南韓央行升息立場轉鴿

(1)由於年關將近，為**防範年末資金需求潮進一步衝擊金融市場流動性**，南韓政府於 11 月 28 日宣布以下措施。

南韓央行	將透過 RP 操作，對投資於「債市穩定基金」之金融機構 提供 2.5 兆韓元的流動性支持 。12 月中旬亦將擴大 RP 操作，以因應年末資金需求。
南韓財金部會*	政府及部分國營事業 減少債券發行量並分散發行時程 ，以 緩和債市供過於求 之問題。
	暫時放寬法規限制：(1)政策性貸款不計入銀行存放比率上限；(2)放寬退休年金貸款上限(至明年 3 月底)；(3)暫時放寬控股集團子公司之間的授信限額(至明年 3 月底)。
	擴大不動產 PF-ABCP 之保證規模 ，並取消提供保證之貸款利率限制。

*註：係由南韓企劃財政部會同南韓央行、南韓金融監督委員會及南韓金融監督局等機關所宣布之措施。

(2)南韓央行曾於本年 7 月與 10 月利率政策會議加大升息力度，分別升息 0.5 個百分點，惟 **11 月再度回歸 0.25 個百分點之升幅**，主要除考量**通膨雖仍居高，經濟卻有較顯著走緩之疑慮**外，**短期金融市場流動性問題仍存，故轉為緩步升息**。

— 南韓央行總裁 11 月 28 日亦表示，**央行利率政策將朝「軟著陸」進行，可望避免房市風險進一步升高**¹⁶。

¹⁶ Kim, Jin-Wook (2022), “BoK Governor Highlights Soft-landing of BoK’s Policy Rate Hiking Cycle Due to Housing Market,” Citi, Nov. 28.

附錄二：英國公債市場流動性危機已緩解，惟金融市場脆弱性仍高，英國央行面臨挑戰

1. 英國財政計畫失當使其公債市場陷危機，英國央行臨時性緊急購債計畫奏效與政治不確定性下降，公債市場已回穩

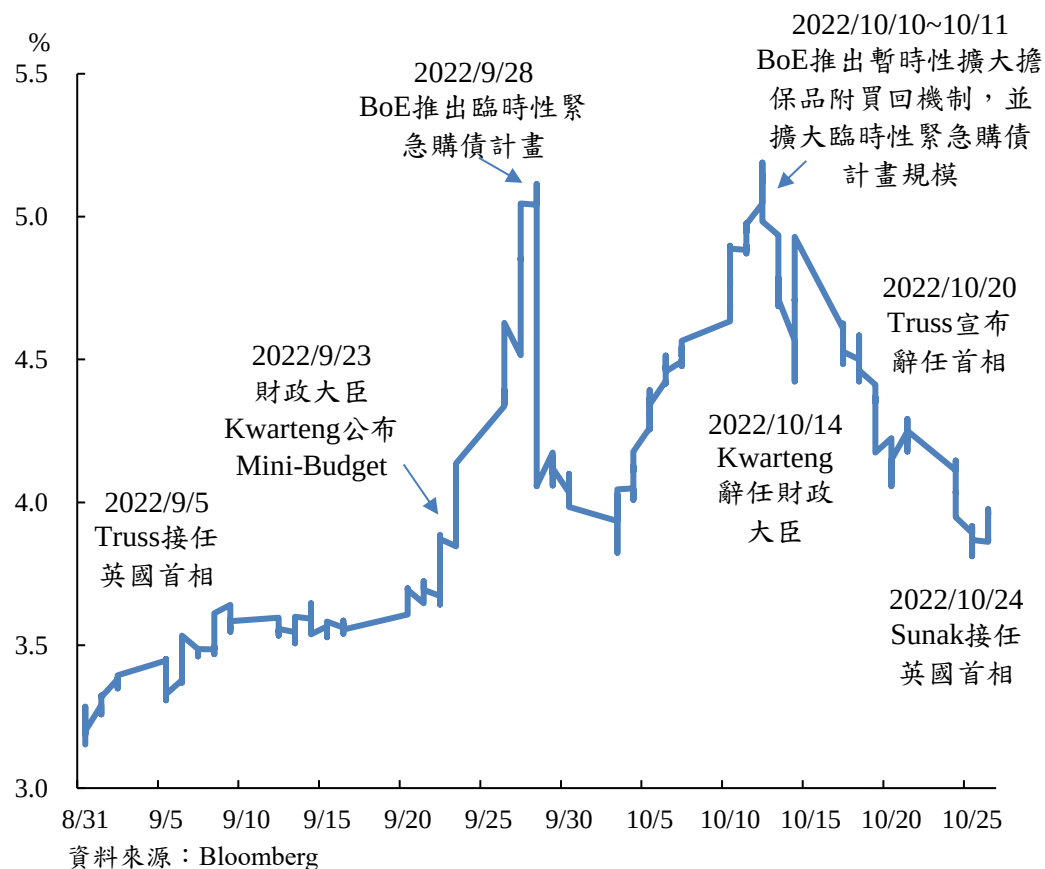
(1) 本(2022)年 9 月 23 日，英國推出 1972 年以來最大規模的財政激勵計畫¹⁷，將由政府舉債融通，引發投資人對英國財政可持續性之疑慮上升，導致公債價格重挫(附圖 4)。

(2) 公債殖利率大幅走高，引發以利率衍生性商品進行槓桿操作¹⁸之退休基金管理業者，面臨擔保品價值不足，被迫拋售英國公債部位，以補足保證金，公債市場供需嚴重失衡進而爆發流動性危機。

(3) 英國央行(BoE)於 9 月 28 日宣布，推出臨時性緊急購債計畫¹⁹；10 月 10 日推出暫時性擴大擔保品附買回機制²⁰，以緩解退休基金業者面臨之擔保品不足壓力。

(4) 隨首相 Truss 於 10 月 20 日宣布辭職，政治不確定性下降後，英國公債殖利率已回穩。

附圖 4 英國 20 年期公債殖利率走勢



¹⁷ 計畫名稱爲 The Growth Plan 2022，泛稱 Mini-Budget。

¹⁸ 此投資策略稱爲「負債驅動式投資」(Liability Driven Investment, LDI)。

¹⁹ BoE 於 9 月 28 日宣布啟動緊急債券購買計畫，9 月 28 日至 10 月 14 日，透過暫時性之公開市場操作，臨時購入剩餘期限至少爲 20 年之英國公債，每日購債金額上限 50 億英鎊；原資產購買機制(Asset Purchase Facility, APF)中持有之政府公債縮減計畫則延至 10 月 31 日後進行。BoE 再於 10 月 18 日宣布資產購買機制中持有之政府公債縮減計畫，啟動時程由 10 月 31 日延後至 11 月 1 日。

²⁰ BoE 於 10 月 10 日推出暫時性擴大擔保品附買回機制(Temporary Expanded Collateral Repo Facility, TECRF)，且將前述緊急債券購買計畫之每日購債上限由 50 億英鎊擴大至 100 億英鎊，10 月 11 日宣布購債標的擴大至抗通膨債券。

2. 英國金融市場脆弱性仍高，一度貶至歷史低點之英鎊仍偏弱勢；英國央行面臨金融與物價穩定之矛盾，挑戰艱鉅

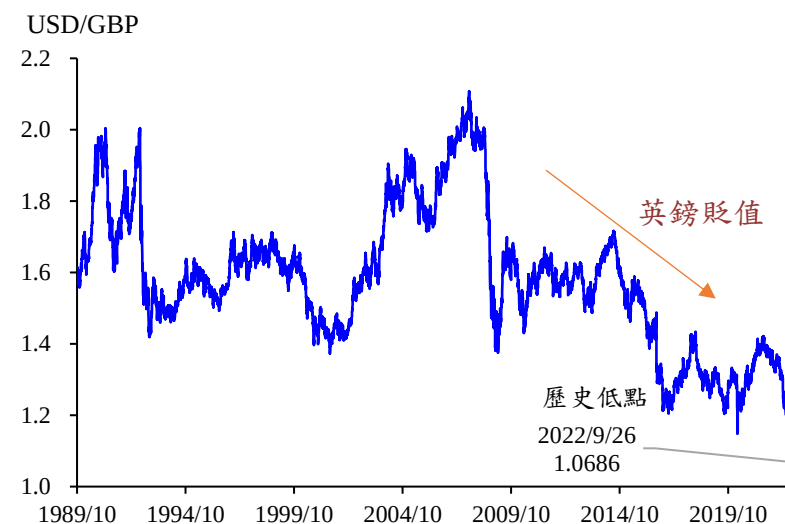
(1) **BoE 為穩定物價**持續緊縮貨幣，並於本年 11 月已**開始出售資產購買機制所持有的政府公債**以降低資產負債表規模，目前為首例執行**主動式縮表**的主要央行²¹；且 BoE 預測英國 **GDP 年增率將自明(2023)年第 1 季開始連續 8 季陷入負成長**；在金融情勢持續緊縮下，須償還債務之家庭及企業的償債成本恐將上升，且更高的投入成本及更低的家庭需求將減損企業收益；若**外國投資者對英國資產偏好下降**，將導致英國資產價格下跌及家庭與企業信貸條件緊縮²²。**金融市場脆弱性仍高**。

(2) 英鎊長期趨勢走弱，本年 9 月英國財政事件一度導致英鎊驟跌至歷史新低，顯示投資人對**英國財政及貿易雙赤字情勢的擔憂**(附圖 5)。

(3) 此次**英國財政計畫失當**，引發英國公債市場危機，**BoE 為維持金融穩定的緊急購債措施**，有違緊縮貨幣政策立場，一度引發市場擔憂其穩定物價之決心，凸顯**金融穩定與物價穩定之間的矛盾**，且此次危機凸顯財政政策失當與緊縮貨幣之政策衝突，為**值得高度警惕與借鑑的案例**。

- 此次**退休基金運作受到殖利率飆升而失去可持續性**，投資人對英國公債市場的信心易受動搖，未來信評機構可能調降英國債信評等，亦可能**影響其公債市場交易與英鎊走勢**，恐不利其金融穩定。
- BoE 維護金融穩定之時，須**持續採行降低通膨所需的緊縮貨幣政策**，惟預期經濟恐陷大幅衰退，BoE 亦須同時**權衡貨幣緊縮力道，避免過度打擊經濟成長動能**，挑戰艱鉅。

附圖5 英鎊對美元匯率



資料來源：Refinitiv Datastream

²¹ 主動式縮表一般係指央行主動出售未到期的持有債券，相對地，被動式縮表則係指央行減少到期債券的再投資。

²² BoE (2022), "Financial Policy Summary and Record," Oct. 12。