

四、近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響

上(2022)年 Fed 為抑制美國嚴峻通膨而加速緊縮貨幣政策，因貨幣政策對總體經濟之影響**具落後性**，其對經濟影響之**累積效果逐漸浮現**，使得各界對美國經濟前景及未來通膨走勢之不確定性日益升高，並導致金融市場對 Fed 未來升息路徑之預期變得相當敏感，更易受到出乎預料的經濟數據、Fed 官員談話及風險性事件之影響，而改變對 Fed 未來升息路徑之預期。

而 Fed 政策利率及升息路徑除影響美債殖利率水準外，尚影響美元匯價與市場風險趨避程度；三者又共同影響全球風險性資產價格。自**上年年底迄今，市場對 Fed 升息路徑之預期大致有三次轉變，造成美國債市、全球匯市及股市出現過度反應(overshooting)及金融市場大幅波動**。首先，**上年 11 月初至本(2023)年 1 月底**，市場樂觀預期美國核心通膨呈降溫趨勢，致逐漸下修對 Fed 本年升息幅度之預期，甚至預期 Fed 或將於本年底前降息，致美債殖利率自 11 月初高點回落，美元走弱，同時風險趨避程度減弱(如美國公司債與公債殖利率之利差縮小)，國際股市走高。

本年 2 月初至本年 3 月 9 日，因美國經濟數據及通膨多高於市場預期，且 Fed 主席 Powell 於國會聽證強調¹，如經濟數據顯示有所必要，3 月會議之升息步調可能再度加速，此導致市場大幅上修 Fed 終端利率(terminal rate)之預期，致各天期之美債殖利率均快速攀升，美元走強，風險趨避程度亦升高，美國公司債利差擴大，亦使國際股市走跌。

自本年 3 月 10 日**美國矽谷銀行(SVB)意外倒閉後，市場擔憂金融緊縮恐使美國經濟成長動能趨緩**，因而對 Fed 升息路徑之預期迅速反轉，在一週內即大幅下修**Fed 終端利率**，甚至一度預期下半年 Fed 可能降息 1 個百分點，致**美國公債殖利率大幅下跌，美元走弱**；惟因**市場風險趨避程度提高**，如美國公司債與公債利差大幅攀升，在前述因素交互影響下，除金融股跌幅較大外，國際股價跌幅較不明顯。

因此，本文先介紹**近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉折變化及其主要原因**，其次說明前述**轉折變化對債市、匯市及股市之影響**，以供外界參考。

¹ Powell, Jerome (2023), "Semiannual Monetary Policy Report to the Congress," testimony before *the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C.*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Mar. 8.

(一) 上年 11 月初至本年 1 月底，市場樂觀預期美國通膨將急速降溫，下修 Fed 升息路徑

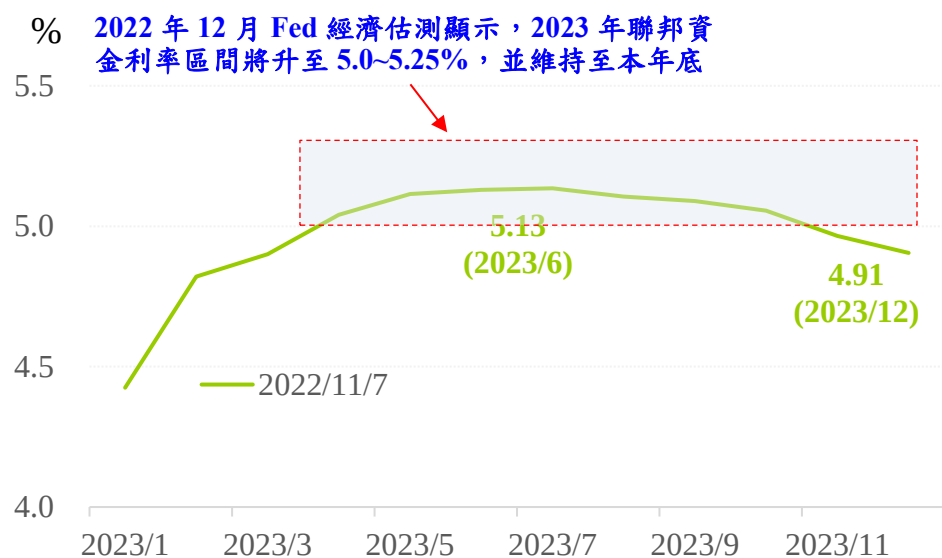
1. 上年 11 月市場預期本年 Fed 升息終端利率將升至 5.13%，與稍後(上年 12 月)Fed 經濟估測之中位數區間 5.125%(5.0~5.25%)大致相當；惟市場預期本年 Fed 將降息 1 碼，**Fed 經濟估測則顯示本年不會降息**

(1) 上年 12 月 Fed 經濟估測：預期本年 Fed 將升息 3 碼，使聯邦利率目標區間上升至 5.0~5.25%(中點為 5.125%)，且將維持至本年底(即本年不會降息)。

(2) 上年 11 月初美國通膨甫創下 40 多年來新高，致市場預期本年 Fed 終端利率將升至 5.13%(5.0~5.25%區間)(圖 1)，已大致反映 Fed 上年 12 月之經濟估測值；惟市場認為 Fed 緊縮貨幣政策將使美國經濟放緩，預期本年底聯邦資金利率將降至 4.91%(4.75~5.0%區間)。

(3) 如依本年底聯邦資金利率之機率分配，上年 11 月 7 日市場預期本年底**超過 50%之機率**聯邦資金利率區間**將低於 5.0~5.25%**(即**降 1 碼之可能性高**，圖 2 紅框內綠色柱狀圖)，此與上年 12 月 Fed 經濟估測本年不會降息不同。

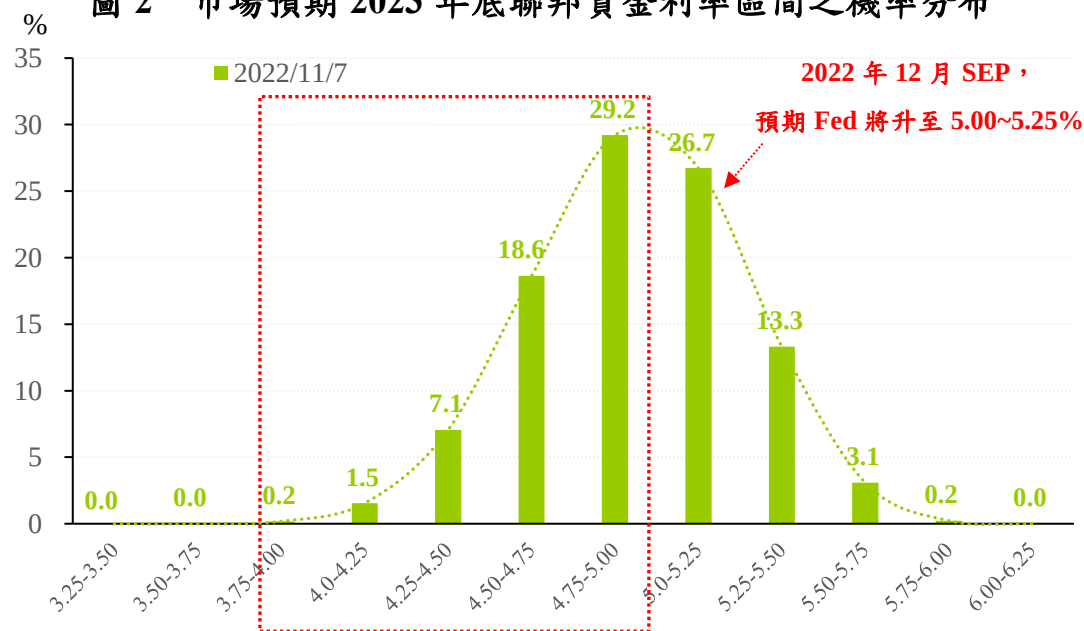
圖 1 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



*根據聯邦資金利率期貨價格推估

資料來源：Bloomberg

圖 2 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



2. 自上年 11 月中旬美國通膨明顯走緩，零售銷售等經濟數據亦明顯走弱

(1) 美國通膨在上年 10 月至 12 月期間明顯開始走緩，如美國 CPI 通膨率及 PCE 通膨率分別下降 1.2 及 0.8 個百分點：

核心 CPI 通膨率及核心 PCE 通膨率分別下降 0.6 及 0.5 個百分點(表 1)。

(2) 另上年 11 月及 12 月美國零售銷售月增率連續 2 個月呈負成長，加以 ISM 製造業及 ISM 服務業指數於該期間雙雙跌破榮枯值之 50(圖 3)，其中 ISM 製造業指數創下 2020 年 5 月以來新低，前述現象使市場預期美國經濟陷入衰退之疑慮上揚，致美國公債殖利率下降，其中 2 年期及 10 年期公債殖利率分別下降 61 及 79 個基點。

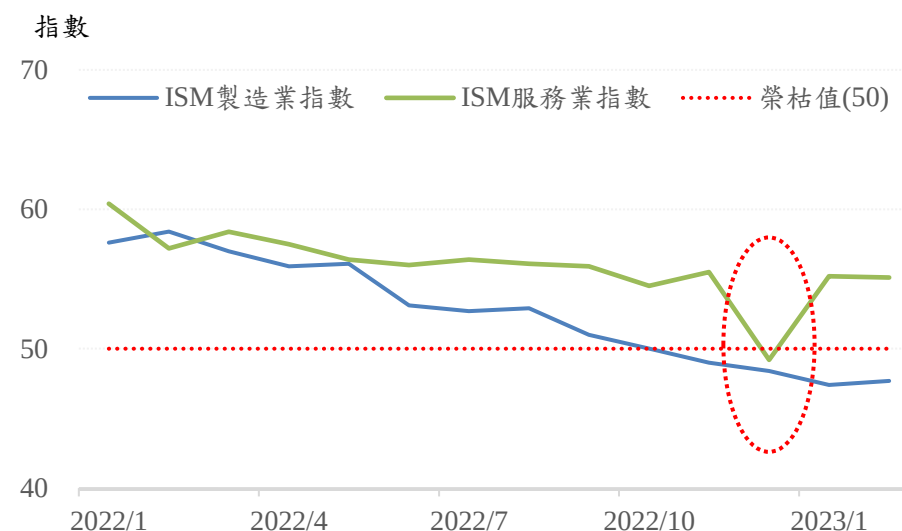
表 1 上年 11 月至本年 1 月期間公布之美國通膨明顯趨緩

	CPI通膨率	核心CPI通膨率	PCE通膨率	核心PCE通膨率
2022年9月	8.2	6.6	6.3	5.2
2022年10月	7.7	6.3	6.1	5.1
2022年11月	7.1	6.0	5.6	4.8
2022年12月	6.5	5.7	5.3	4.6
2022年10月至12月 降幅(百分點)	-1.2	-0.6	-0.8	-0.5

* 2022 年 9、10 月、11 月及 12 月 CPI 通膨公布日期分別為 2022 年 10 月 13 日、11 月 10 日、12 月 13 日以及 2023 年 1 月 11 日；2022 年 9、10 月、11 月及 12 月 PCE 通膨公布日期分別為 2022 年 10 月 28 日、12 月 1 日、12 月 23 日以及 2023 年 1 月 27 日。

資料來源：Bloomberg

圖 3 上年底美國 ISM 製造業及服務業均跌破榮枯值

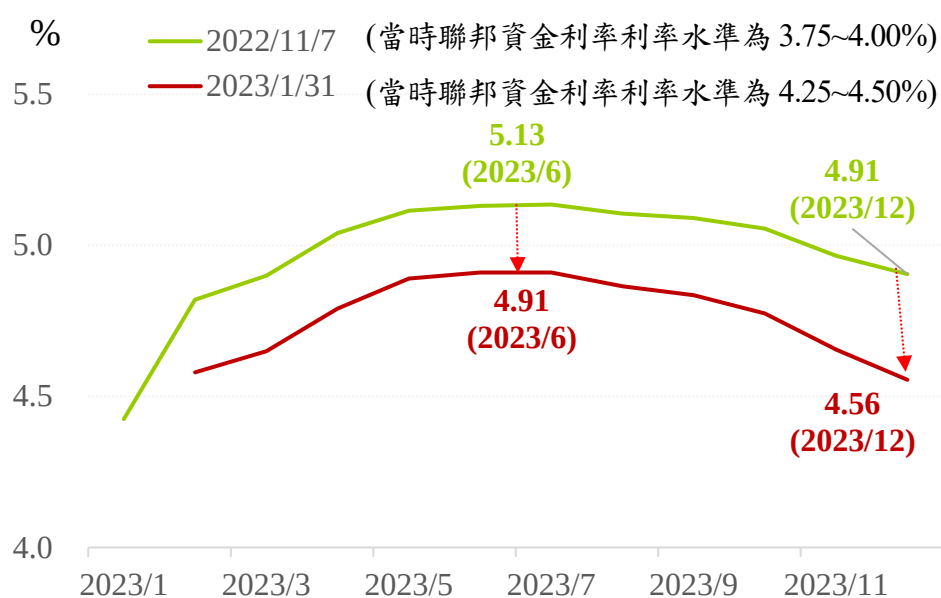


資料來源：Bloomberg

3. 市場下修 Fed 升息路徑之預期，並較上年 12 月 FOMC 之經濟估測值為低

- (1) 本年 Fed 升息終端利率：受前述美國通膨趨緩影響，本年 1 月 31 日市場預期(圖 4 紅色線)本年 6 月終端利率約在 4.91%，低於上年 12 月 Fed 經濟估測之 5.0~5.25%區間及上年 11 月 7 日之市場預期(圖 4 綠色線)。
- (2) 本年底聯邦資金利率及本年下半年降息幅度：本年 1 月 31 日市場預期下修本年底聯邦資金利率至 4.5~4.75%(本年下半年 Fed 降息幅度可能由 1 碼擴大至 2 碼)(圖 4 紅色線)，與上年 12 月 Fed 經濟估測(不會降息)明顯不同。
- (3) 本年底聯邦資金利率區間之機率分布向左移動：本年 1 月 31 日市場預期本年底聯邦資金利率有 32.3%機率落在 4.50~4.75%，另有 29.2%之機率會降至 4.25~4.50% (圖 5 紅色柱狀圖)。

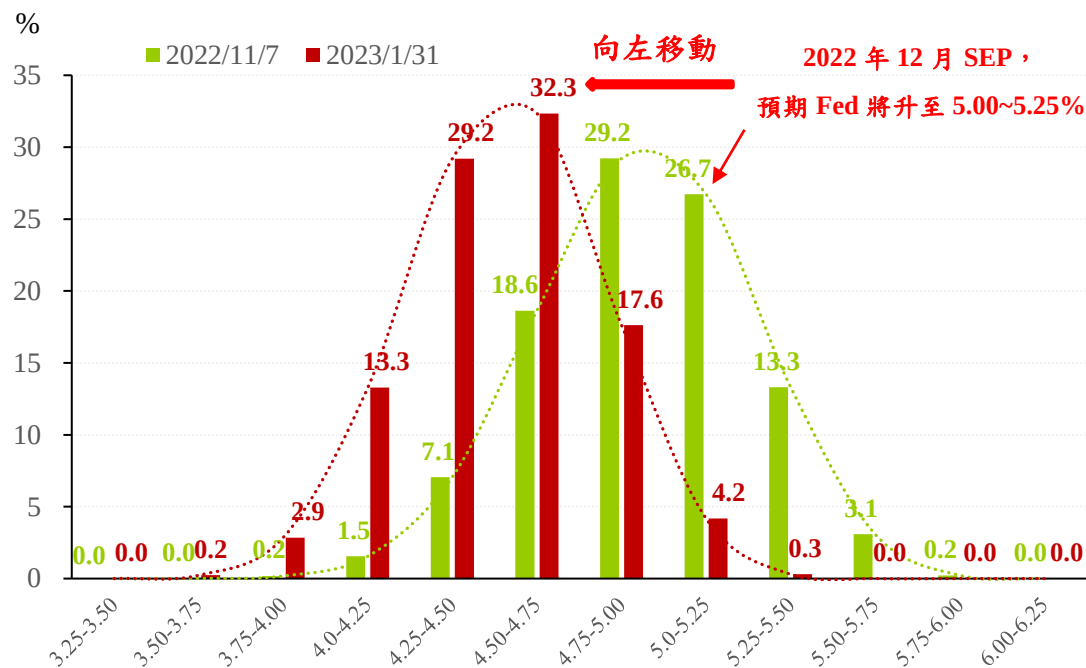
圖 4 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



*根據聯邦資金利率期貨價格推估

資料來源：Bloomberg

圖 5 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：Chicago Mercantile Exchange Group

(二)本年 2 月初至 3 月上旬，由於美國非農及通膨均高於預期，且 Powell 暗示 Fed 可能上修升息幅度，致市場大幅上修 Fed 終端利率至 5.70%

1. 美國非農業就業人口遠優於預期，零售銷售等經濟數據亦優於預期，美國核心通膨仍居高

(1)本年 1 月美國**非農新增就業人口初值**達**51.7 萬人**(圖 6)，創下上年 7 月來新高，且**遠優於市場預期之 18.9 萬人**及上年之月平均 39.9 萬人；失業率創下**歷史新低之 3.4%**；另零售銷售及耐久財訂單亦優於市場預期。

(2)本年 1 月核心 PCE 通膨率為 4.7%，其中核心商品通膨為 2.8%，惟**房租通膨**上升至**本年 1 月之 8.0%**，**創 1982 年 7 月以來新高**，而 Fed 主席 Powell 偏好之**核心服務(不含住宅)通膨(即 supercore inflation)**上升至**4.6%**²，**創上年 6 月以來新高**，且**遠逾 2015 年至 2019 年平均值之 2.1%**(圖 7)。

圖 6 美國非農新增就業人口

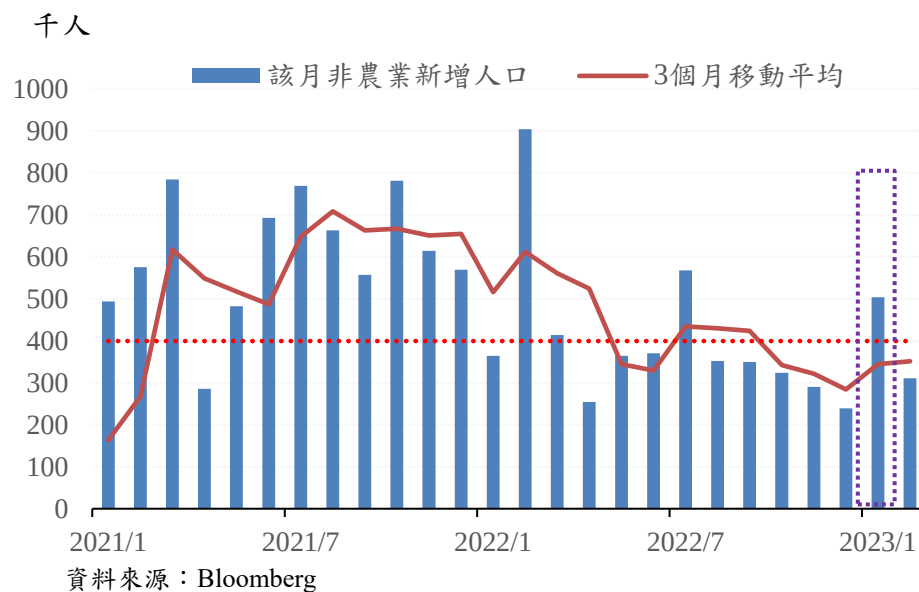
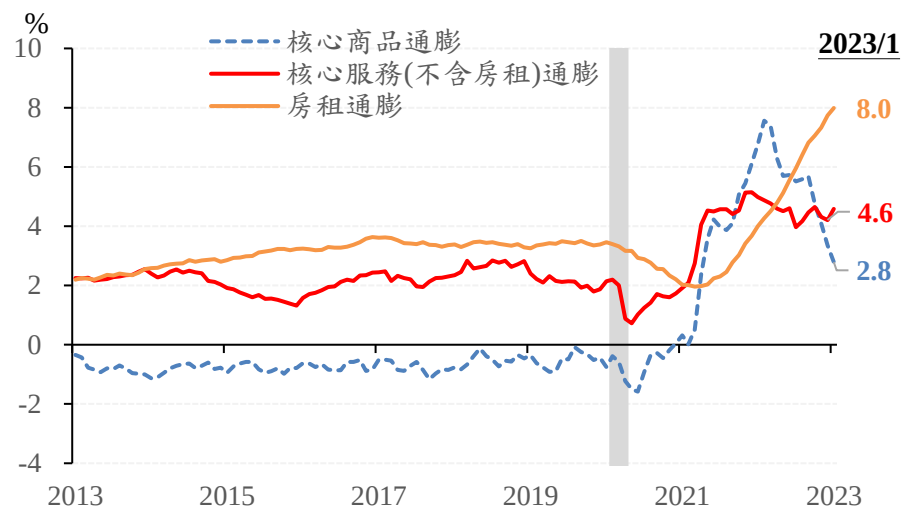


圖 7 PCE 核心商品通膨、核心服務(不含房租)通膨及房租通膨



註：灰底部分係 NBER 定義之經濟衰退期間

資料來源：U.S. Bureau of Economic Analysis、Bloomberg

² 本年 2 月美國核心 CPI 通膨率亦可依照 Fed 主席之方式拆解；其中核心商品通膨已大幅回落至疫情前水準，而房租通膨由本年 1 月 7.9% 上升 0.2 個百分點至本年 2 月之 8.1%，創 2013 年 2 月以來新高；另核心服務(不含住宅)通膨雖下滑至本年 2 月之 6.0%，惟仍處於較高水準。

2. Fed 主席 Powell 暗示，可能上修本年 Fed 升息幅度

(1) 本月 7 日 Fed 主席 Powell 於國會聽證指出，本年初以來美國經濟表現較預期強韌(圖 8)，加以核心商品通膨雖呈趨緩且預期房租通膨亦可望放緩，惟**核心服務(不含房租)通膨(其權重占核心通膨逾 50%)尚未出現趨緩跡象**，故**本次升息循環之終端利率可能較上年 12 月之經濟估測更高**。另當前美國薪資成長率仍遠高於達成物價穩定目標之相對應水準(按平均時薪年成長率 3.0~3.5%)(圖 9)。

(2) Powell 並暗示，若美國經濟數據持續表現強勁，Fed **不排除於本年 3 月加速升息步調，並維持限制性水準(restrictive level)更長一段期間，市場解讀未來 Fed 終端利率將更高且維持更長一段期間才會降息(higher and longer)**。

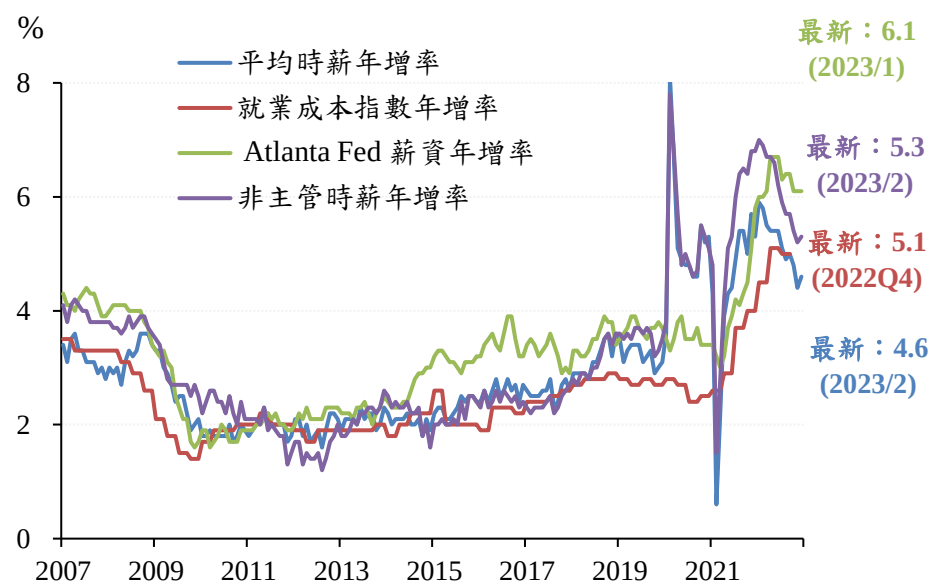
圖 8 近期美國經濟數據優於預期(美國經濟驚奇指數)



註：此處採用高盛編製之美國經濟驚奇指數，該指數大於 0 表示，經濟數據優於預期。

資料來源：Bloomberg

圖 9 美國薪資成長率仍在相對高檔水準



資料來源：Bloomberg

3. 市場大幅上修 Fed 升息路徑之預期，並超越上年 12 月 FOMC 之經濟估測區間

(1)本年 Fed 升息終端利率：受到前述美國經濟數據優於預期及 Fed 主席暗示提高終端利率之影響，本年 3 月 9 日市場預期(圖 10 藍色線)Fed 升息高點將更高，並將升息至 10 月之 5.5~5.75% 區間。

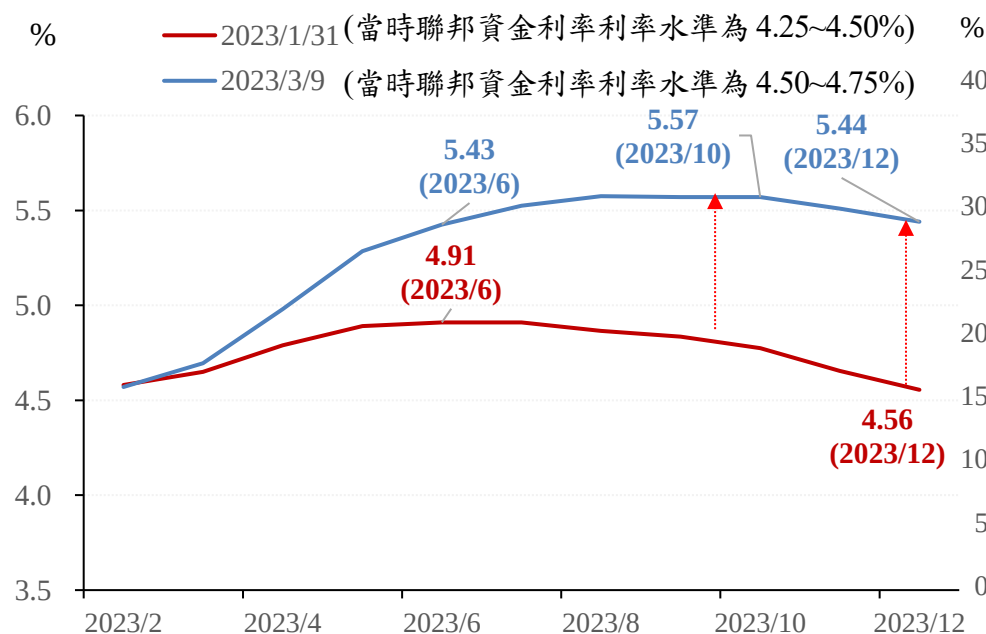
(2)本年底聯邦資金利率：本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率上修至 5.44%，接近 10 月升息頂峰時之終端利率，代表市場亦預期本年下半年 Fed 應不會降息(圖 10)。

(3)本年底聯邦資金利率區間之機率分布亦大幅向右移動：

— 本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率區間有 33.4% 機率落在 5.25~5.50%，大幅上修 75 基點(圖 11 藍色柱狀圖)。

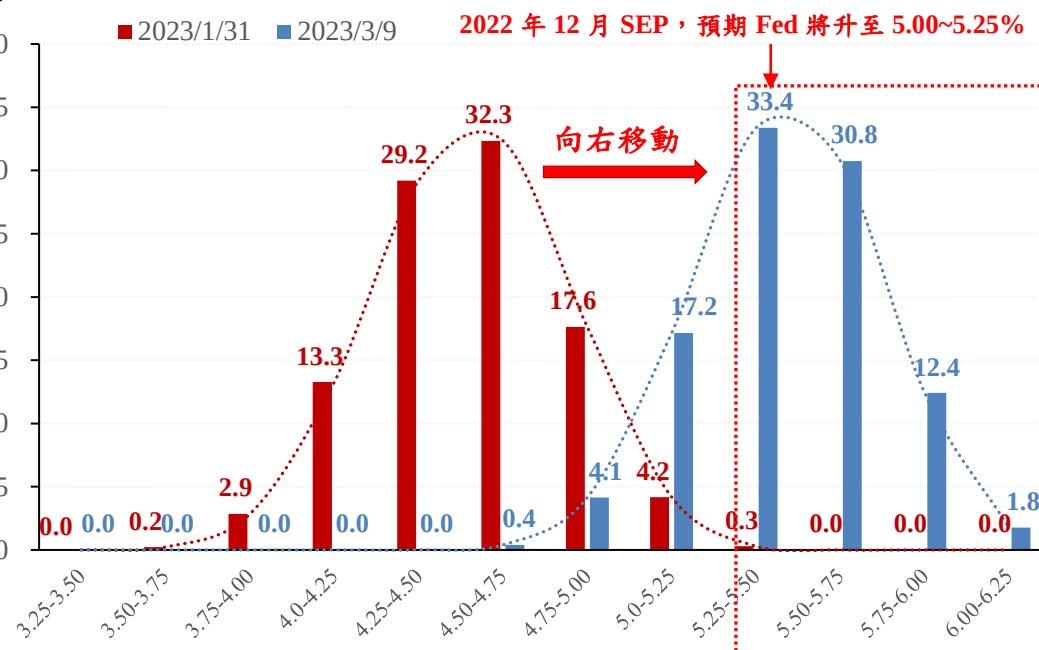
— 另本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率區間有近八成機率在 5.25~5.50% 以上(圖 11 紅框內藍色柱狀圖)。

圖 10 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



*根據聯邦資金利率期貨價格推估
資料來源：Bloomberg

圖 11 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：Chicago Mercantile Exchange Group

(三) 矽谷銀行等銀行被接管事件導致市場大幅下修本年 Fed 終端利率，且預期下半年 Fed 可能大幅降息

1. 本月 10 日 **矽谷銀行及 Signature 銀行意外倒閉**並由 FDIC 接管，導致**美國銀行類股指數及美國公債殖利率下跌**

(1)本月 12 日美國 Fed、財政部及 FDIC 聯合發布緊急穩定市場措施³，惟部分**信評機構示警準備調降**部分美國地區銀行信評展望或調降**第一共和銀行**(First Republic Bank)之評等⁴，加以本月 15 日**瑞士信貸**(Credit Suisse)亦受市場質疑致股價大跌，導致市場紛紛拋售有經營疑慮之銀行股票，金融類股大跌，金融市場大幅震盪。

(2)如自本月 10 日 SVB 事件爆發迄 3 月 20 日，**S&P 及 KBW 編製之美國地區銀行指數**⁵分別下跌 **17.2% 及 10.2%**；其中第一共和銀行股價**重挫 87.3%**(圖 12)；另美國金融情勢指數及(VIX)恐慌指數均呈現上揚(圖 13)。

圖 12 美國地區銀行指數及第一共和銀行股價

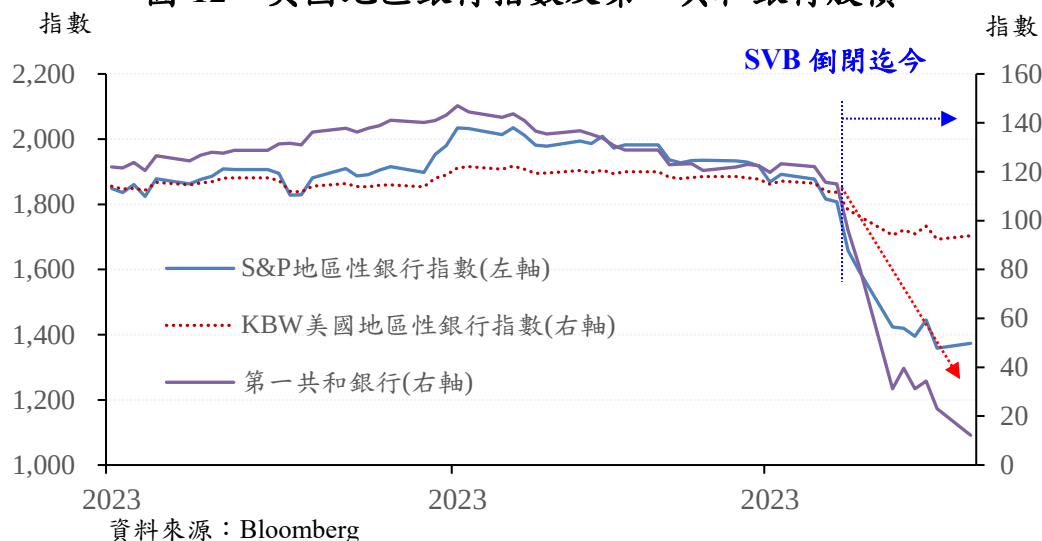
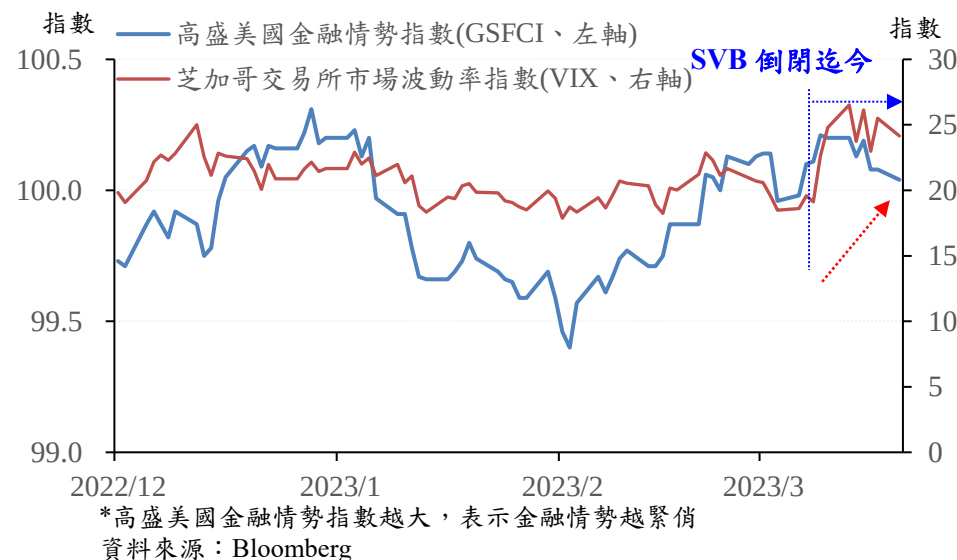


圖 13 美國金融情勢指數及市場波動率指數



³ 包含：(1)該銀行客戶存款均獲得全額保障，且存款戶從本月 13 日即可領取所有存款；(2)推出銀行定期融資方案(Bank Term Funding Program, BTFP)，提供銀行最長可達 1 年貸款，利率為 1 年期隔夜指數交換(Overnight Indexed Swaps, OIS)利率加上 10 基點；(3)持續提供銀行可透過貼現窗口取得擔保融通。

⁴ Singh, Hardika (2023), "S&P Global Downgrades First Republic—Again," The Wall Street Journal, Mar. 19; Feng, Rebecca (2023), "Moody's Places Six U.S. Banks Under Review for Ratings Downgrades," The Wall Street Journal, Mar. 14.

⁵ S&P 地區性銀行指數係由 S&P 編製，由 140 家具代表性美國地區銀行組成，該指數由成分股市值加權平均；KBW 地區性銀行指數係由 Keefe、Bruyette 及 Woods 編製，由 50 家具代表性美國地區銀行組成，該指數由成分股市值加權平均。

2. 美國數起銀行倒閉事件致市場大幅下修 Fed 升息路徑之預期

- (1) 本年 Fed 升息終端利率：本年 3 月 9 日市場預期(圖 14 藍色線)約在 10 月達升息頂峰 5.57%；本年 3 月 17 日市場預期(圖 14 紫色線)升息高點提前至 5 月(約在 4.79%)，較本年 3 月 9 日市場預期下修 78 基點。
- (2) 本年底聯邦資金利率：本年 3 月 9 日市場預期約在 5.44%，即下半年幾乎不會降息(圖 14 藍色線)；本年 3 月 17 日下修至 3.88%，已較 5 月終端利率預估值低 91 基點，代表下半年 Fed 或將大幅降息(圖 14 紫色線)。
- (3) 本年底聯邦資金利率區間之機率分布亦大幅向左移動：

- 本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率區間有 33.4% 機率落在 5.25~5.50%(圖 15 藍色柱狀圖)；至本年 3 月 17 日有 32.9% 機率落在 3.75~4.00%(圖 15 紫色柱狀圖)，大幅下修 150 基點。
- 另本年 3 月 17 日市場預期本年底聯邦資金利率區間約有 90% 機率在 4.00~4.25% 或以下(圖 15 紅框內紫色柱狀圖)。

圖 14 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*

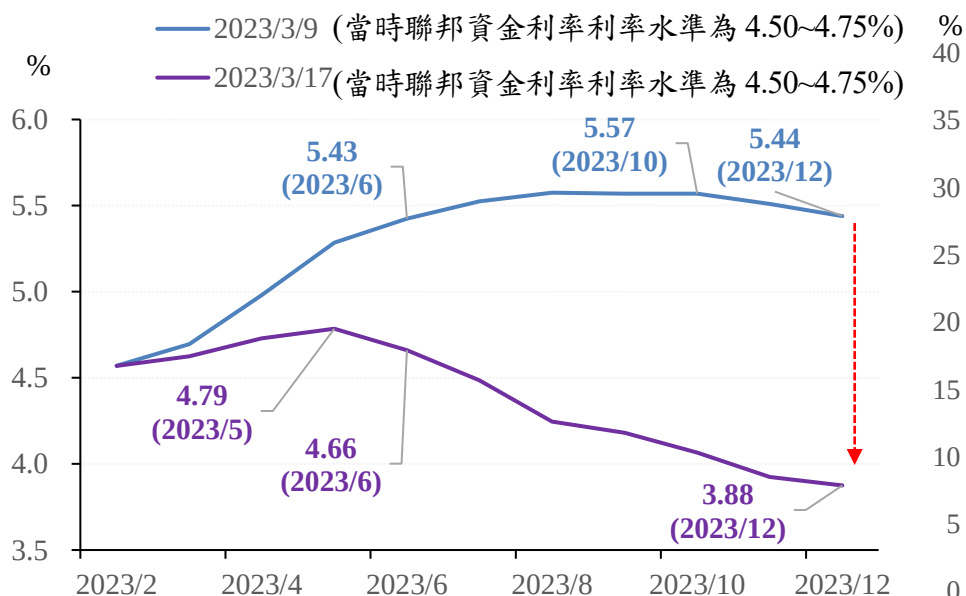
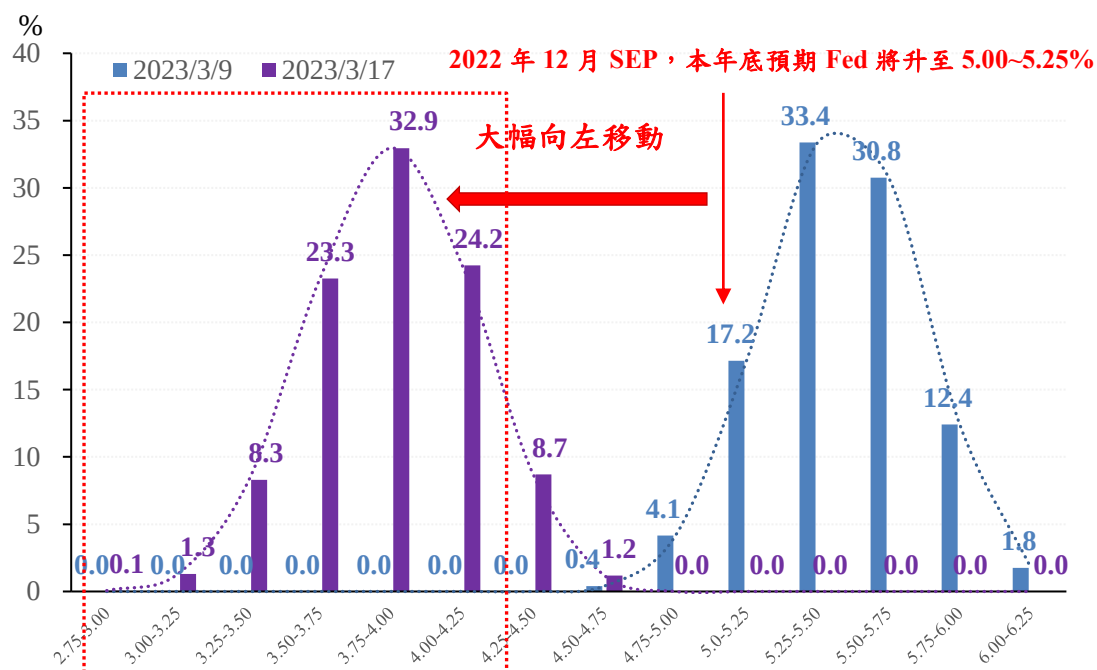


圖 15 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



*根據聯邦資金利率期貨價格推估
資料來源：Bloomberg

3. 美歐部份銀行之經營危機事件亦導致美歐面臨流動性壓力，投資風險趨避程度增加，金融市場震盪劇烈

(1) 本月 15 日 Fed 透過貼現窗口約提供 **1,529 億美元**，該金額已超過 2008 年全球金融危機時之 1,107 億美元，反映出**美國之金融體系面臨流動性壓力**(圖 16)。另自本月 9 日迄今，美國公債殖利率大幅下降，代表**投資風險趨避程度增加**(即**更加厭惡風險**)(圖 17)。

(2) 未來宜密切觀察前述經營危機事件是否出現連鎖效應，**影響銀行創造信用之能力與意願**，進而拖累經濟成長動能，甚或導致經濟衰退。例如，與 Fed 升息路徑最為相關之 2 年期公債殖利率於本月 13 日創下 1982 年以來之單日最大跌幅(61 基點)，且 **3 日累計跌幅達 109 基點**(3 月 9 日至 13 日)，亦創下 1987 年 10 月以來最大；此反映市場已開始**擔憂**美歐銀行經營危機事件將導致**銀行放緩信用創造**，並將**拖累美國實體經濟表現**⁶。

圖 16 Fed 貼現窗口(discount windows)之融通規模

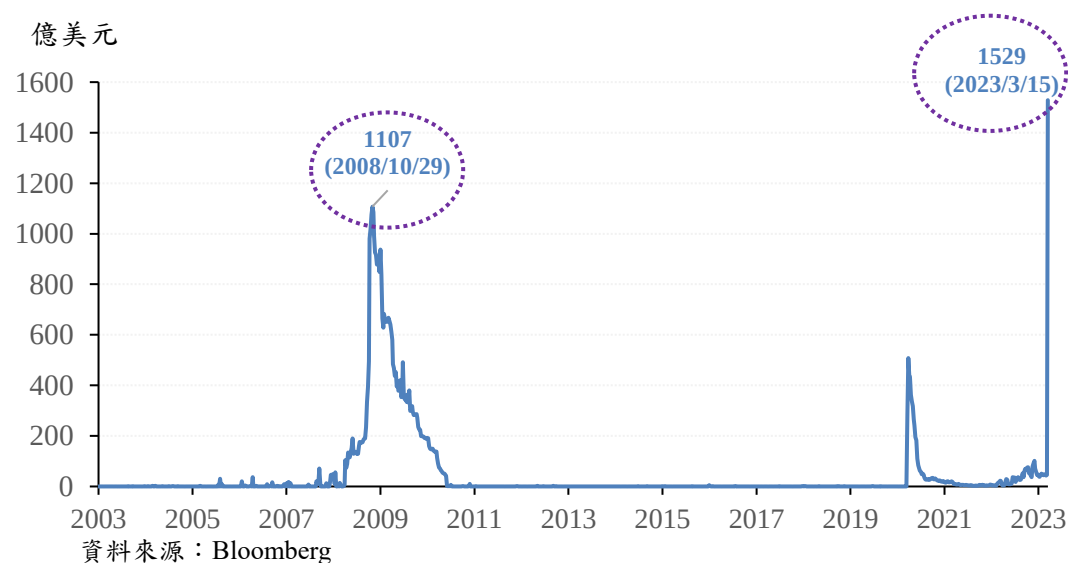
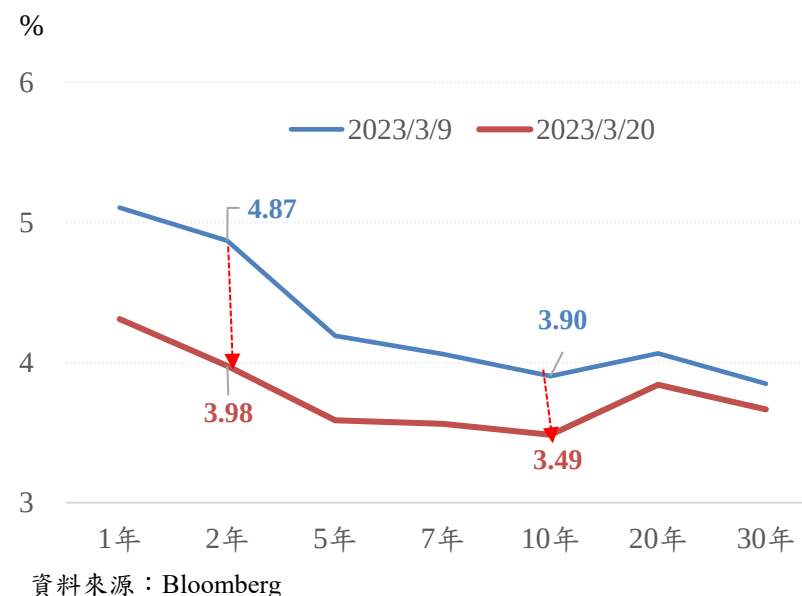


圖 17 美國公債殖利率曲線



⁶ Fernandez, Bob (2023), "Pro Take: Banking Crisis Could Lend Fed a Hand in Inflation Fight," *The Wall Street Journal*, Mar.14. ; Choi, Candice (2023), "The Banking Crisis: A Timeline of Silicon Valley Bank's Collapse and Other Key Events," *The Wall Street Journal*, Mar.15 ; Timiraos, Nick (2023), "Bank Failures, Market Turmoil Fuel Bets on a Pause in Fed Interest-Rate Increases," *The Wall Street Journal*, Mar.15.

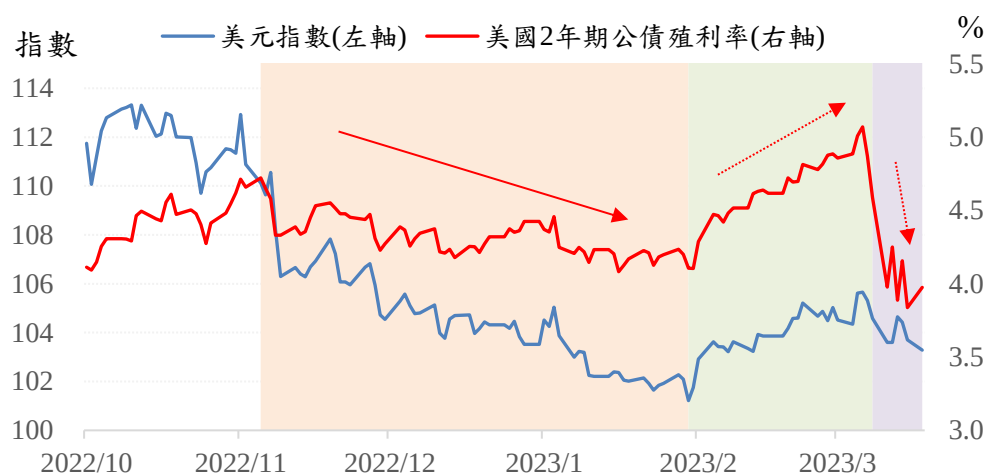
(四) 市場對聯邦資金利率之預期變動及美債殖利率水準亦影響全球股市及匯市

由於 Fed 貨幣政策將影響美元走勢，兩者與市場風險偏好會形成全球共同因素，影響全球金融循環循環，進一步影響風險性資產價格及資本移動⁷。當市場下修 Fed 升息路徑預期時，最能反映未來 Fed 貨幣政策立場之 2 年期美國公債殖利率將下跌(如升息循環高點較低或降息時點提前)，拖累美元走勢。反之，亦然。

1. 對美元指數(DXY)及國際匯市之影響(圖 18 及表 2)：

- (1) 上年 11 月 7 日至本年 1 月底：由於市場下修 Fed 升息路徑預期，2 年期美國公債殖利率下跌 52 基點，使得美元指數下跌 7.3%，其他主要貨幣對美元均升值。
- (2) 本年 2 月至 3 月 9 日：因市場上修 Fed 升息路徑預期，2 年期美國公債殖利率上漲 67 基點，帶動美元指數反彈 3.1%，其他主要貨幣對美元匯率均貶值。
- (3) 本年 3 月 10 日迄今(2023/3/20)：SVB 等銀行倒閉事件帶來負面衝擊，加以市場大幅下修 Fed 升息預期影響，2 年期美國公債殖利率下跌 89 基點，使得美元指數下跌 1.9%，其他主要貨幣對美元均升值。

圖 18 美國 2 年期公債殖利率及美元指數



資料來源：Bloomberg

表 2 美元指數及全球主要貨幣對美元匯率於三段期間之變動

單位：%

	第一階段 2022/11/7-2023/1/31	第二階段 2023/2/1-2023/3/9	第三階段 2023/3/10-2023/3/20	2022/11/7-2023/3/20
美元指數	-7.3	3.1	-1.9	-6.2
日圓	12.7	-4.5	3.7	11.7
歐元	8.4	-2.6	1.3	7.0
韓元	13.7	-6.8	0.9	7.0
英鎊	7.0	-3.2	3.0	6.6
人民幣	7.2	-3.1	1.1	5.0
新臺幣	6.8	-2.5	0.7	4.9
新加坡幣	6.6	-2.9	1.2	4.8
澳幣	8.9	-6.6	1.9	3.7
加幣	1.4	-3.8	1.2	-1.2

*美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編製，其組成權重分別為歐元(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：Bloomberg

⁷ 參見中央銀行(2022)，「美國貨幣寬鬆或緊縮與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 22 日。

2. 對全球債市之影響(表 3)

- (1) 上年 11 月 7 日至本年 1 月底：由於市場下修 Fed 升息路徑預期，10 年期美國公債殖利率下跌 71 基點，使得其他主要國家 10 年期公債殖利率多下跌，僅日本例外⁸；代表投資者風險趨避程度的美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差縮小。
- (2) 本年 2 月至 3 月 9 日：因市場上修 Fed 升息路徑預期，10 年期美國公債殖利率上漲 40 基點，帶動其他主要國家 10 年期公債殖利率上揚，美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差亦上升。
- (3) 本年 3 月 10 日迄今(2023/3/20)：SVB 等銀行倒閉事件帶來負面衝擊，加以市場大幅下修 Fed 升息預期影響，10 年期美國公債殖利率下跌 42 基點，其他主要國家 10 年期公債殖利率亦下跌。值得注意的是，美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差因反映信用風險而急遽擴大，同時反映在 S&P 金融指數出現重挫(圖 19)。

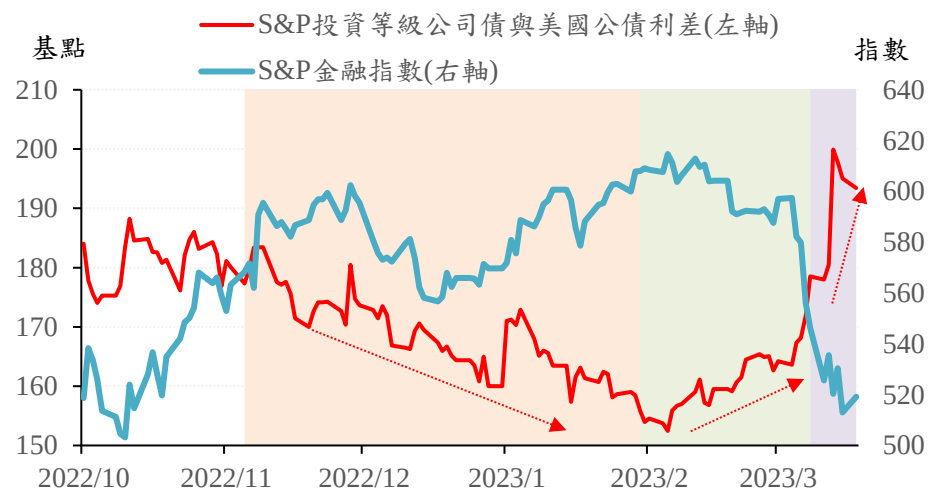
表 3 主要國家 10 年期公債殖利率於三段期間之變動

單位：基點

國別	第一階段 2022/11/7-2023/1/31	第二階段 2023/2/1-2023/3/9	第三階段 2023/3/10-2023/3/20	2022/11/7-2023/3/20
美國	-71	40	-42	-73
加拿大	-69	24	-34	-79
台灣	-65	3	-7	-69
新加坡	-54	43	-56	-67
澳洲	-35	16	-47	-66
義大利	-33	23	-40	-50
英國	-31	46	-49	-33
德國	-6	36	-52	-22
日本	24	1	-26	-1

資料來源：Bloomberg

圖 19 美國 S&P 投資等級公司債與 10 年期美國公債利差及 S&P500 之金融子指數



美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差係指美國 S&P 投資等級公司債(信評至少為 BBB-)平均利率減掉 10 年期美國公債殖利率。資料來源：Bloomberg

⁸ 上年 12 月 20 日 BoJ 擴大 10 年期殖利率控制區間(由 0 上下 25 個基點擴大至 0 上下 50 個基點)，致市場預期 BoJ 可能於本年開始進行貨幣政策正常化，帶動日本公債利率上揚。

3. 對美國股市及全球股市之影響(圖 20 及表 4)

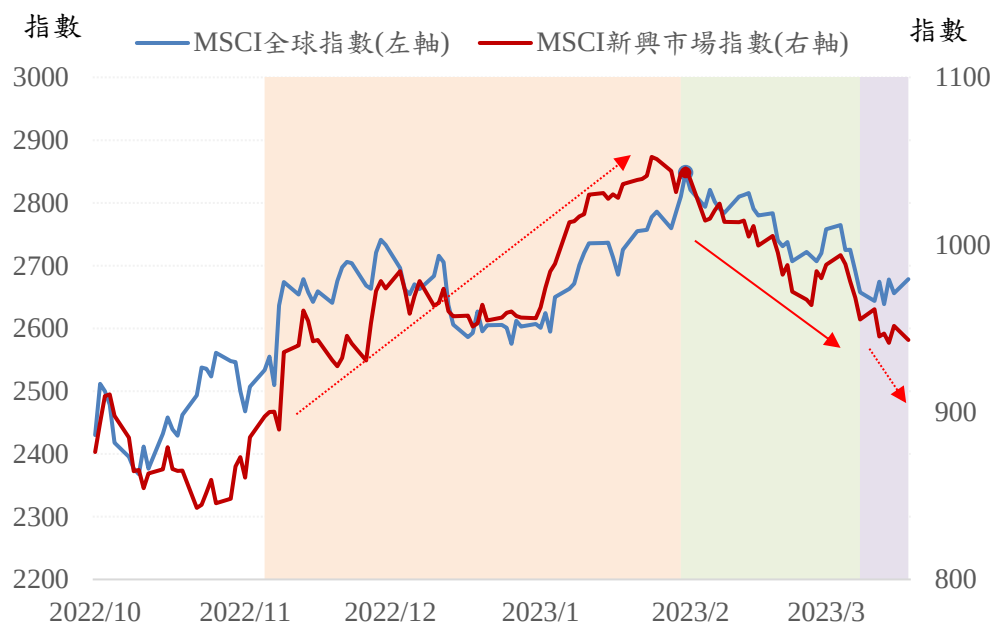
當市場預期 Fed 貨幣政策更加緊縮，國際美元走強，風險趨避(厭惡風險)程度增加，美股及全球股市通常呈現下跌。

(1)上年 11 月 7 日至本年 1 月底：市場下修 Fed 升息路徑預期，美債殖利率下降，美元走弱，帶動美國 S&P500 指數、MSCI 全球指數及新興市場指數分別上揚 7.1%、9.7%及 14.9%。

(2)本年 2 月至 3 月 9 日：市場上修 Fed 升息路徑預期，美債殖利率上升，美元走強，拖累美國 S&P500 指數、MSCI 全球指數及新興市場指數分別下跌 3.9%、3.4%及 6.1%。

(3)本年 3 月 10 日迄今(2023/3/20)：SVB 等銀行倒閉事件使市場下修 Fed 升息路徑之預期(美國公債殖利率下降)，美元因而走弱，兩者部分抵銷市場風險趨避程度增加之影響，國際股市漲跌互見，如 S&P500 指數(上漲 0.8%)、MSCI 全球指數(-0.5%)及新興市場指數(-2.6%)。

圖 20 MSCI 全球股市指數及 MSCI 新興市場指數



資料來源：Bloomberg

表 4 全球主要股市於三段期間之變動

單位：%

股價指數	第一階段 2022/11/7-2023/1/31	第二階段 2023/2/1-2023/3/9	第三階段 2023/3/10-2023/3/20	2022/11/7-2023/3/20
台灣TWSE	15.4	3.3	-2.2	16.6
那斯達克	9.7	-2.1	3.0	10.5
德國DAX	11.8	3.3	-4.5	10.3
MSCI全球指數	9.7	-3.4	-0.5	5.7
上證綜合	5.8	0.6	-1.3	5.1
MSCI新興市場指數	14.9	-6.1	-2.6	5.1
S&P 500	7.1	-3.9	0.8	3.8
英國FTSE	6.5	1.4	-6.0	1.4
南韓KOSPI	2.2	-0.2	-1.6	0.3
新加坡STI	7.1	-4.5	-2.3	-0.0
道瓊工業	3.8	-5.4	-0.0	-1.8
日經225	-0.7	4.7	-5.9	-2.1

(五) 結論

1. 上年 Fed 強力升息效應逐漸發酵，市場對 Fed 升息路徑極度敏感：自上年 3 月 Fed 強力升息以來，已累計升息 4.50 個百分點，並於 6 月啟動縮表(QT)。由於貨幣政策的效果常具**落後性(time lag)**，前述緊縮政策所**累積的效果已逐漸在經濟表現及金融體系上發酵**，如**經濟成長趨緩、通膨亦呈下滑**，惟其未來走勢之**不確定性上升**，導致上年 11 月迄今，**市場所預期 Fed 的升息路徑呈現一再出現大幅轉折**，且其變動幅度及方向均為近年所罕見，並導致金融資產價格上下變動，**市場波動加劇**。此反映在上年 Fed 大幅升息後，市場預期變動已更容易受到出乎預料的經濟數據、Fed 官員談話及風險性事件之影響。
2. 本月 SVB 等銀行倒閉，凸顯 Fed 高強度緊縮政策對部分產業及金融部門所帶來的衝擊⁹：在 SVB 事件後，**美國主管機關於 3 月 12 日緊急推出因應方案**，**多家美國大型銀行亦共同挹注受市場質疑之第一共和銀行**；在歐洲並波及**瑞士信貸**而出現**經營危機**，之後 **UBS** 於本月 19 日**出面收購瑞士信貸**，同日全球 6 大央行並建立短期常備美元流動性交換。此次事件在相關主管機關的積極因應下，**市場不安情緒已暫獲舒緩**；惟部分經濟學家擔憂由於金融體系出現流動性壓力，金融機構或將緊縮貸放條件，進而不利民間部門的信用創造¹⁰，並導致實體經濟動能放緩¹¹，致**出現 Fed 將於本年下半年降息 75 基點之預期**，美國不同天期之公債殖利率均大幅下跌，美元走弱，金融市場波動加劇。

⁹ 2020 年至 2021 年期間因 SVB 吸收矽谷地區新創公司(start-up)的鉅額存款，使該銀行存款由 2019 年底之 629 億美元，大幅增加至 2021 年底之 1,914 億美元，同時該銀行在利率相對低檔時購買大量且長天期的美國公債及機構債券。2022 年 3 月起 Fed 大幅升息，不僅使前述新創公司營運受到影響，如新創公司籌設較困難，募資能力下降，且需要更多現金的周轉，因此造成新創公司提領在 SVB 存款(SVB 客戶存款大量流失)，加以 **SVB 前述債券部位因利率上揚而面臨龐大的未實現損失**，均使渠等營運(流動性)面臨更大的挑戰。

¹⁰ Barclays 預估，鑑於**美國地區銀行提供之貸款占整體民間信用之 42%**，當渠等銀行因 SVB 事件而緊縮放款條件時，可能會使**美國 GDP 成長率減少 0.25~0.5 個百分點**(參見 Keller, Christian, Mark Cus Babic, Akash Utsav(2023), “Financial Dominance... not yet,” *Barclays Economic Research*, Mar.17)

¹¹ Wilcox, David (2023), “US INSIGHT: More Than Just SVB - Others Were in the Same Boat,” *Bloomberg Intelligence*, Mar.17；Krugman, Paul (2023), “Three and a Half Myths About the Bank Bailouts,” *The New York Times*, Mar.16.

3. Fed 貨幣政策具有外溢效應，並會影響全球金融情勢：Fed 政策利率及升息路徑為影響美債殖利率水準之關鍵，加以聯邦資金利率之走勢及美債殖利率水準均為影響國際股債匯市之重要因素，尤其當市場預期 Fed 進一步緊縮貨幣政策時(如上修終端利率水準時)，國際股市多呈下跌，主要經濟體公債殖利率多呈上揚，美元指數多呈上漲；反之，當市場預期 Fed 放緩緊縮貨幣力道時(如下修終端利率水準或預期 Fed 降息時點提前時)，國際股市多呈上揚，主要經濟體公債殖利率多呈下跌，美元指數多呈下跌。
4. 本月 Fed 面臨「金融穩定」與「物價穩定」何者優先之抉擇¹²：由於當前大型金融機構之體質及其所受之監管，已較當年全球金融危機更為健全，因此各界多預期此次事件應不致引發金融體系之系統性風險。近期 SVB 倒閉等事件雖使得金融市場出現 Fed 應以「金融穩定至上」而放緩升息之主張，市場亦迅速改變對 Fed 升息路徑之預期；惟部分經濟學家基於當前美國勞動市場仍呈緊俏且服務通膨仍高，認為 Fed 仍應繼續緊縮貨幣政策，如美國前財長 Larry Summers 認為，本年 3 月 Fed 仍應升息 1 碼以因應高通膨問題¹³。由於當前美國金融情勢轉趨緊縮，美國經濟成長動能勢將受影響，但因仍面臨緊俏的勞動市場，Fed 貨幣政策之決策難度提高，各界對 Fed 升息路徑之看法亦將更加分歧，可能加劇金融市場波動。

¹² Timiraos, Nick (2023), “Federal Reserve Faces Tough Decision on Rate Increase,” *The Wall Street Journal*, Mar. 20；Dudley, Bill (2023), “The Fed Can Fight Both Inflation and Bank Contagion,” *Bloomberg Opinion*, Mar. 20.

¹³ Anstey, Christopher (2023), “Summers Says Quarter-Point Fed Hike Next Week Still Appropriate,” *Bloomberg News*, Mar. 13.