

# 一、國際經濟金融情勢及展望

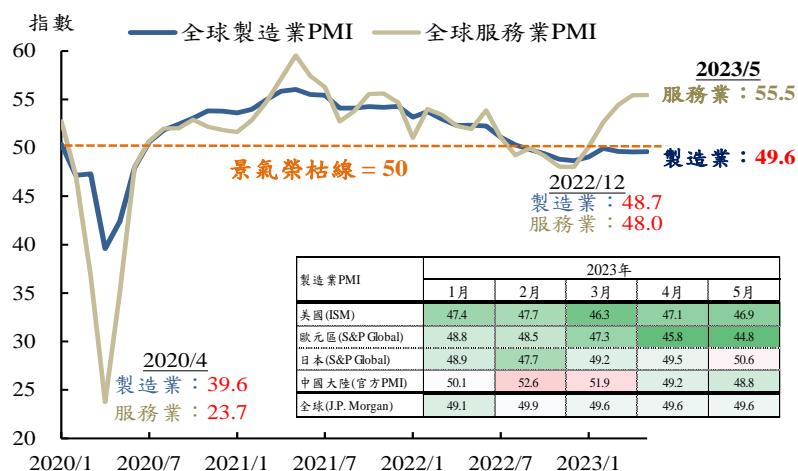
本(2023)年 3 月本行理監事會議以來，美、歐等主要央行大幅升息之**累積緊縮效應影響終端需求**，**全球製造業景氣低迷**，**服務業景氣**則因各國解除防疫管制效應而**回升**。預期**本年全球經貿成長力道仍緩**，下半年有望觸底回升，全球**通膨降溫**，**惟食物類及服務類通膨仍居高**；由於國際經濟金融情勢快速變動，全球經濟**前景續存極高不確定性**，宜密切關注經濟金融動態發展。

## (一)全球經濟展望：終端需求疲弱，全球經貿成長力道仍緩

### 1. 終端需求疲弱抑制製造業生產，防疫管制解除效應挹助服務業景氣回升

- 近期全球及主要經濟體製造業採購經理人指數(PMI)多低於**50 榮枯線**，僅日本轉升(圖 1)；主因**主要央行緊縮貨幣政策之累積效應抑制終端需求**，新訂單僅略回升，產業持續調整存貨，**製造業生產活動仍疲弱**(圖 2)。
- COVID-19 肺炎疫情影响漸除，各國陸續解除邊境防疫管制後，**跨境旅行與娛樂**相關服務活動暢旺，**全球服務業採購經理人指數(PMI)回升逾 50 榮枯線**，**並持續走揚**(圖 1)。

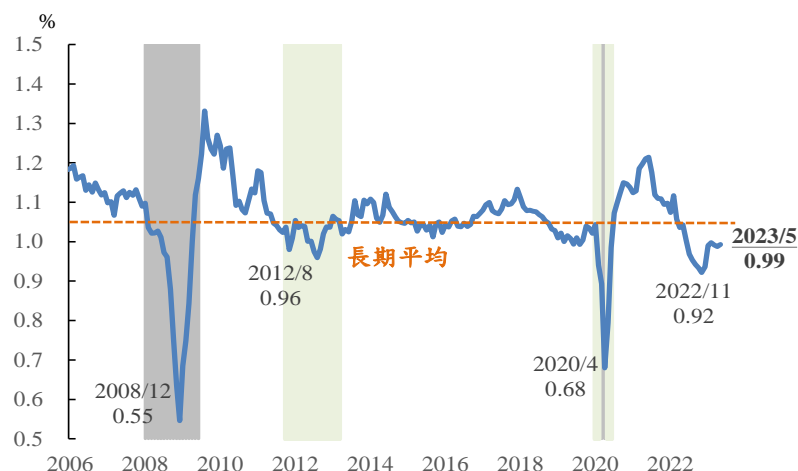
圖 1 全球製造業及服務業 PMI



註：製造業 PMI 高於 50 代表經理人看好的比例較高，即製造業景氣擴張，以紅色區塊表示，顏色愈深表示景氣愈熱絡；PMI 低於 50 則表示經理人看壞的比例較高，即製造業景氣緊縮，以綠色區塊表示，顏色愈深表示景氣愈黯淡。

資料來源：J.P. Morgan, Refinitiv Datastream、S&P Global

圖 2 全球製造業 PMI 新訂單相對存貨比率



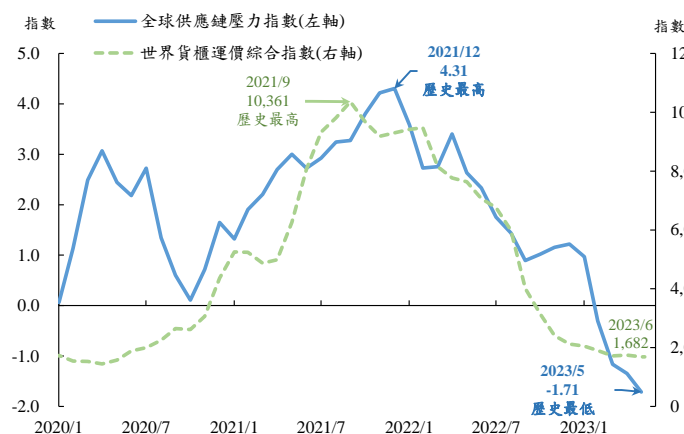
註：1.新訂單相對存貨比率為觀察製造業景氣變動的領先指標。  
2.灰色區域為美國及歐元區均陷入經濟衰退期間，綠色區域為歐元區經濟衰退期間。

資料來源：J.P. Morgan, 本行整理

## 2. 供應鏈瓶頸紓解，惟商品需求降溫，全球貿易成長動能下降，下半年有望回升

- 疫情對供應鏈之干擾大抵結束，全球供應鏈壓力已大幅低於疫情爆發前水準，運價亦大幅回落(圖 3)，有助舒緩物價上漲壓力<sup>1</sup>。
- 終端需求不振致全球貿易成長動能走弱，S&P Global Market Intelligence (簡稱 S&P Global)預測**本年第 2 季全球商品出口年增率恐降至負值**(圖 4)，第 3 季回升；另 WTO 公布之第 2 季商品貿易指標(Goods Trade Barometer)仍低於長期趨勢值之下，惟已自第 1 季低點回升，顯示**下半年全球貿易有望轉佳**<sup>2</sup>(圖 5)。

圖 3 全球供應鏈壓力指數

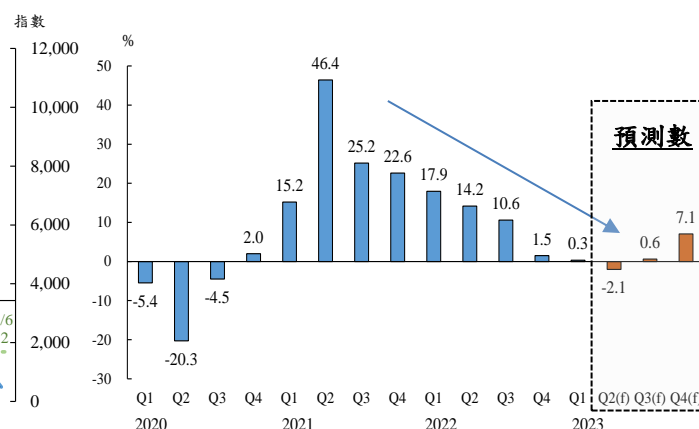


註：1.全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI) 由 New York Fed 編製，指數升高表示供應鏈瓶頸壓力增大，指數小於 0 表示供應鏈瓶頸壓力低於歷史平均。

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。

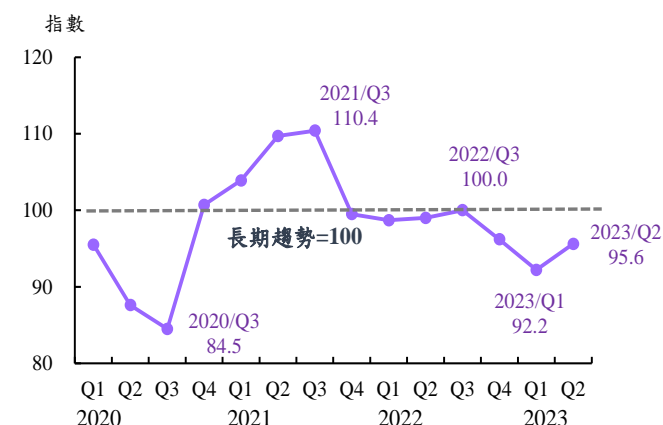
資料來源：Bloomberg、New York Fed

圖 4 全球商品出口量年增率



資料來源：S&P Global (2023/5/15)

圖 5 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；指數 100 表示商品貿易成長同趨勢值，指數低於 100 表示成長低於趨勢值。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

<sup>1</sup> 參見 New York Fed (2023), “How Much Can GSCPI Improvements Help Reduce Inflation?” *Liberty Street Economics*, Feb. 22。

<sup>2</sup> 第 2 季商品貿易指標改善主因出口訂單回升至高於長期趨勢，且汽車類商品貿易持續成長，另集裝箱航運(container shipping)、空運(air freight)、電子零組件(electronic components)及原材料(raw materials)指數雖低於趨勢惟已有改善跡象；參見 WTO (2023), “Goods Barometer Stabilizes, Indicating Possible Turning Point for Trade,” May 31。

### 3. 全球經濟成長仍緩，預測本年成長率為 2.3%，下半年成長率略高於上半年

歐洲能源危機解除，中國大陸疫後經濟重啟，全球消費者信心有望緩步回升，S&P Global 對本年全球經濟成長率之預測值由 2.2% 略上調至 2.3% (圖 6)，下半年成長率略高於上半年，惟**先進經濟體成長力道仍疲弱**(圖 7)

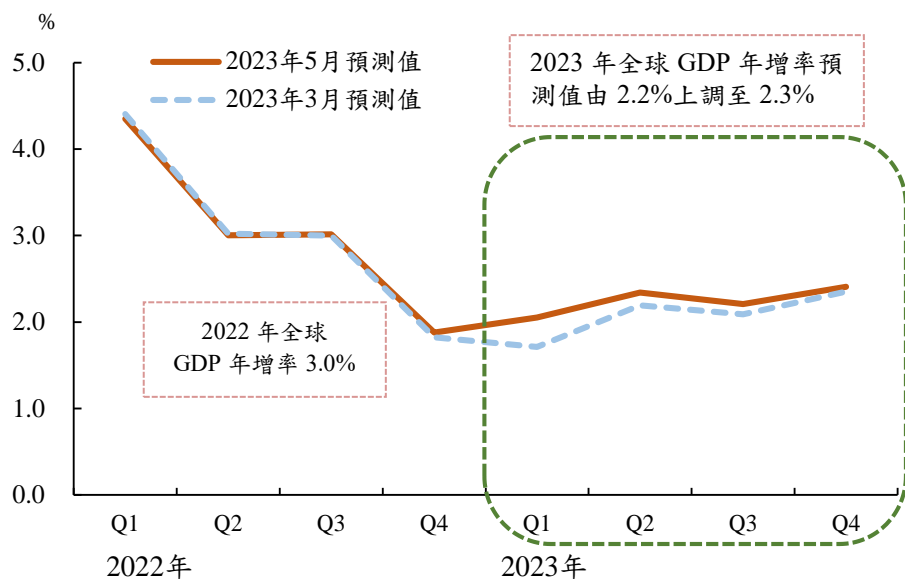
**美國**：利率居高制約消費與投資動能，預測本年**下半年**經濟成長率為 0.8%，低於上半年之 1.6%，全年為 **1.2%**，**成長力道疲弱**。

**歐元區與英國**：生產活動復甦而未陷入衰退，惟**俄烏戰爭未歇**影響經濟信心，預測**歐元區**本年**下半年**經濟成長率為 0.7%，低於上半年之 1.0%，全年為 **0.9%**，**成長力道平緩**。**英國**物價高漲且借貸成本上升，抑制消費及投資動能，**預測本年微幅成長 0.2%**。

**日本**：製造業復甦，加以邊境解封後國際旅客帶動服務業成長，**預測本年下半年**經濟成長率為 1.3%，**高於上半年**之 0.6%，**全年為 1.0%**，**經濟逐步復甦**。

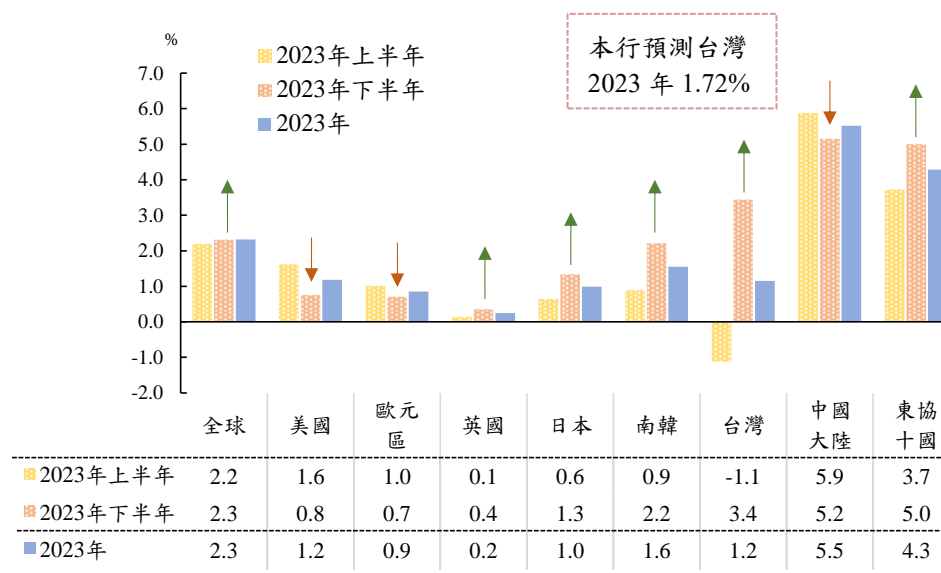
**中國大陸**：經濟重啟帶動民間消費回溫，惟復甦仍不穩定，且全球商品需求疲弱不利出口，**預測本年下半年**經濟成長率為 5.2%，**低於上半年**之 5.9%，**全年為 5.5%**。

圖 6 全球經濟成長率預測值變動路徑更新



資料來源：S&P Global，本行整理

圖 7 主要經濟體經濟成長率預測



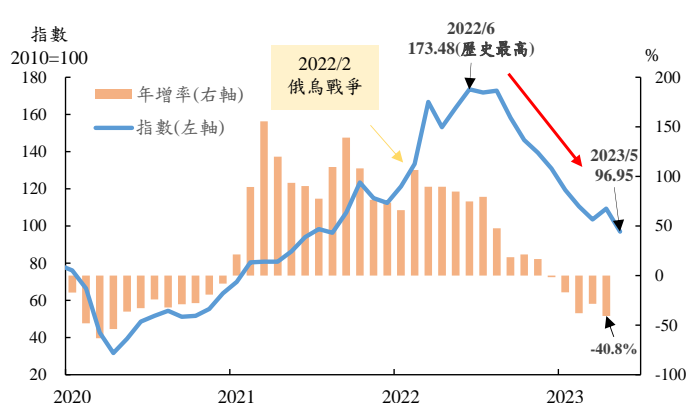
註：↓及↑分別表示 2023 年下半年較上半年下降及上升。  
資料來源：各國官方網站，S&P Global (2023/5/15)

## (二)全球物價展望：全球能源價格回降，食物類及服務類價格續升，通膨降溫惟仍居高

### 1. 全球能源及金屬價格自上年歷史高點下跌，糧食價格亦降惟仍居高

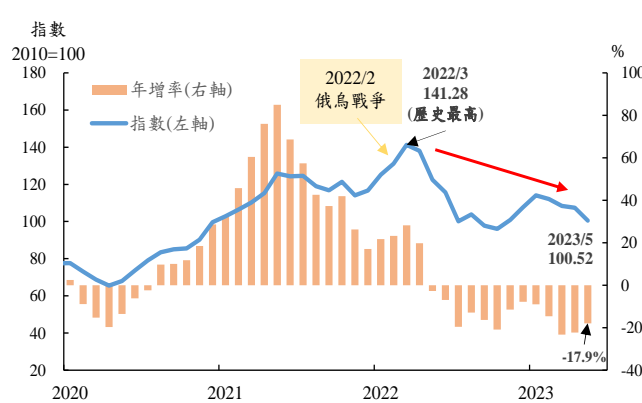
- 全球經濟活動放緩，近期國際原油及天然氣等**化石能源商品價格已降至大幅低於俄烏戰爭爆發前水準**(圖 8)。
- 中國大陸經濟復甦力道未如預期強勁，全球終端商品需求偏弱，產業持續調整存貨，抑制工業生產活動，全球**金屬與礦物價格回降**(圖 9)。
- 上年年中以來，俄烏簽訂黑海穀物出口協議，有助烏克蘭穀物出口，全球糧食價格自上年 5 月之歷史高點**下滑**，惟**天候因素及肥料價格居高**等因素，致糧食價格降幅有限(圖 10)。

圖 8 化石能源價格指數及年增率



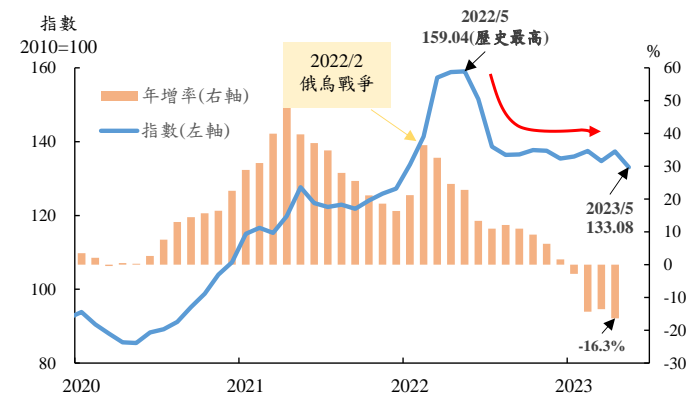
資料來源：Word Bank，本行整理

圖 9 金屬礦物價格指數及年增率



資料來源：Word Bank，本行整理

圖 10 糧食價格指數及年增率

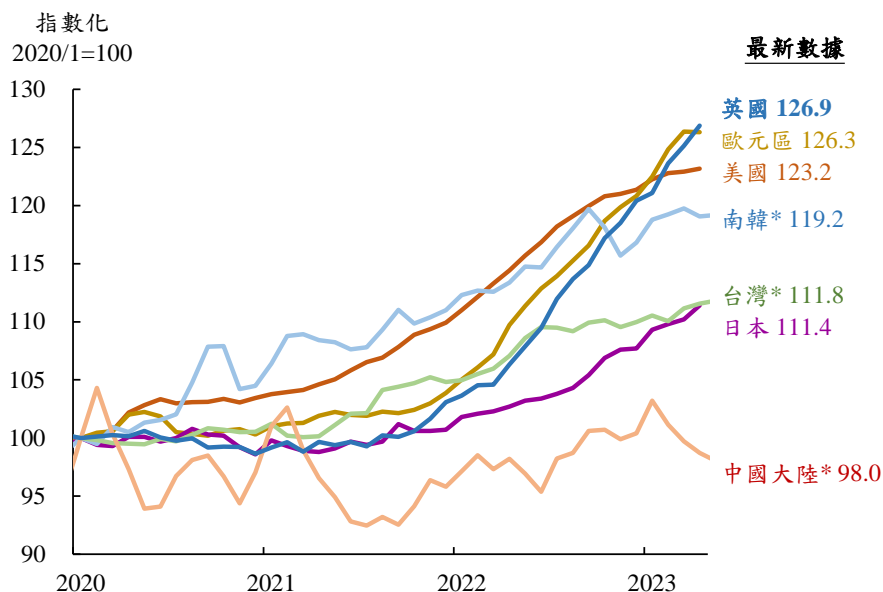


資料來源：Word Bank，本行整理

## 2. 主要經濟體食物類及服務類價格持續攀升

- 全球糧食價格仍高，復以**食品加工投入成本**(如肥料及勞工成本)**居高**，主要經濟體消費者物價指數中之**食物類商品價格大多持續攀高**(圖 11)。
- 各國**解除疫情管制**措施後，**服務需求大增**，且**勞動力供需失衡推升人力成本**，部分**企業**調整價格以**維持利潤率**<sup>3</sup>，致**服務類價格攀升**<sup>4</sup>(圖 12)。

圖 11 主要經濟體之食物類商品價格變動

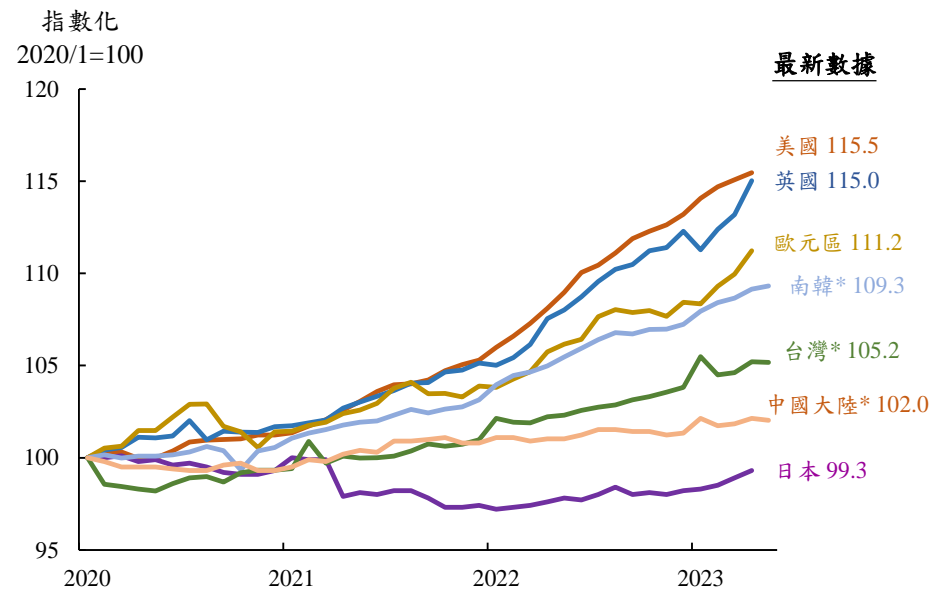


\*：台灣、南韓及中國大陸資料至本年 5 月，其餘經濟體為本年 4 月。

註：各經濟體食物類商品價格指數為其消費者物價指數中之分類指數，取 2020 年 1 月指數為基期進行跨國比較；另中國大陸未公布指數水準值，改以月增率數據推算相關指數。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

圖 12 主要經濟體之服務類價格變動



\*：台灣、南韓及中國大陸資料至本年 5 月，其餘經濟體為本年 4 月。

註：各經濟體服務類商品價格指數為其消費者物價指數中之分類指數，取 2020 年 1 月指數為基期進行跨國比較；另中國大陸未公布指數水準值，改以月增率數據推算相關指數。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

<sup>3</sup> 參見 ECB Blog (2023), “How Tit-for-Tat Inflation Can Make Everyone Poorer,” Mar. 30；UNCTAD (2023), “Trade and Development Report Update,” *Global Trends and Prospects*, Apr. 21。

<sup>4</sup> 參見本行本次理監事會後記者會參考資料「三、近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析」。



3. 全球通膨降溫，惟仍居高，主因服務類價格具僵固性，致核心通膨率降幅有限；預測本年下半年全球通膨率低於上半年，全年為 5.6%

貨幣緊縮累積效應抑制全球消費需求，OECD 會員國通膨數據顯示，通膨率已自上年高點快速走低，惟不含能源及食物類商品之核心通膨率僅緩步下降(圖 13)。S&P Global 預測本年下半年全球通膨率由上半年之 6.2% 降至 4.7%，全年為 5.6%(圖 14)，顯示全球通膨降溫，惟仍居高。

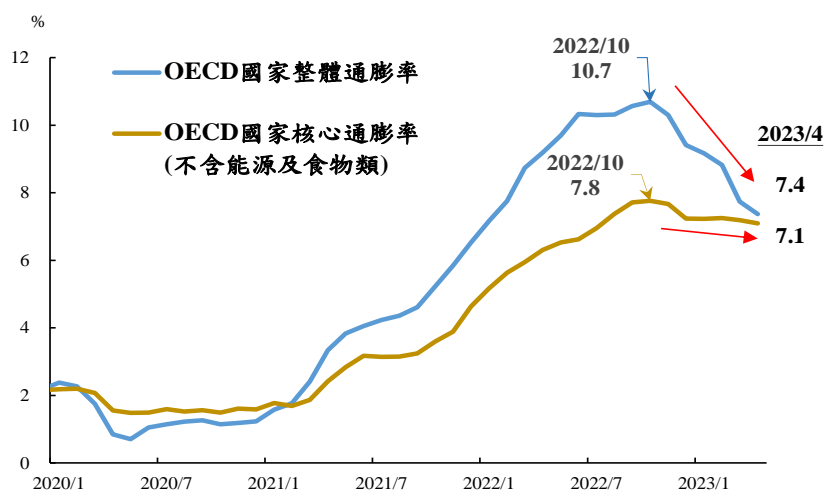
美國：能源價格下跌，商品類價格回降，通膨率逐步走低，惟勞動市場緊俏仍有推升物價壓力，預測全年通膨率為 4.2%，仍高於其央行之 2% 政策目標。

歐元區與英國：食物類商品價格持續攀升，薪資上漲壓力上升，英國另受脫歐後進口商品價格上漲影響；歐元區與英國通膨壓力均高，預測通膨率將隨能源價格走低而回降，惟仍分別高於央行之 2% 政策目標。

日本：服務業勞動力短缺，本年企業將積極調薪，恐推升物價，惟政府對電費及瓦斯費採取補貼措施，可望壓制物價上漲力道，預測本年下半年通膨率由上半年之 3.5% 降至 2.3%，全年為 2.9%。

中國大陸：貨幣政策延續寬鬆基調，民間消費支出逐步回升，復以上年嚴格防疫管制導致蔬果價格上漲之高基期效應遞減，預測本年下半年通膨率高於上半年，全年為 1.6%。

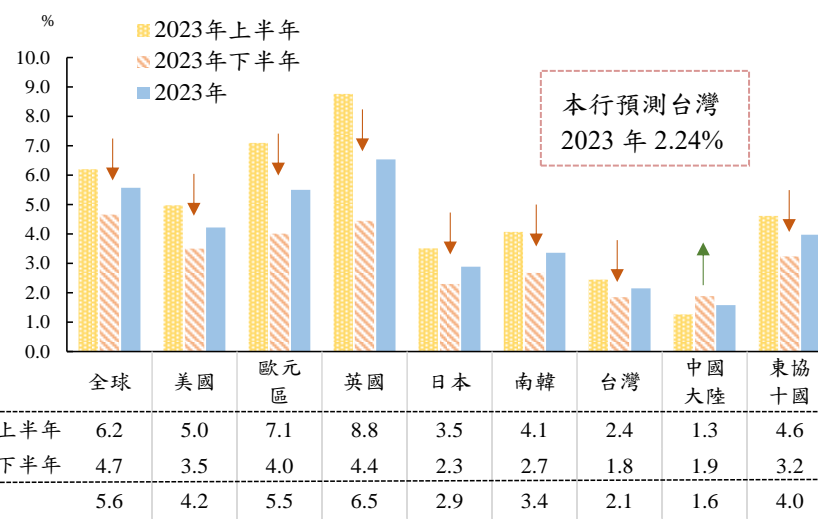
圖 13 OECD 國家通膨率與核心通膨率



註：OECD 以 38 個會員國之消費支出為權數，編製 OECD 國家整體通膨率與不含能源及食物類之核心通膨率。

資料來源：OECD，本行整理

圖 14 主要經濟體通膨率預測



註：↓及↑分別表示 2023 年下半年較上半年下降及上升。

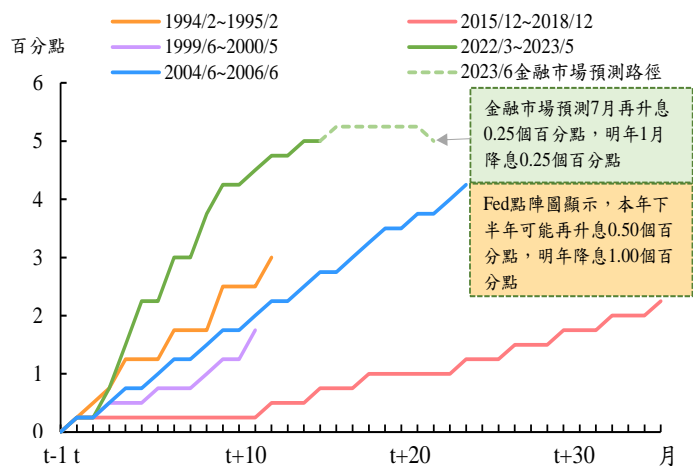
資料來源：S&P Global (2023/5/15)

### (三)主要央行貨幣政策：升息週期接近尾聲，惟美、歐等經濟體高利率仍將維持一段時間

主要央行依其通膨及經濟情勢調整貨幣政策：

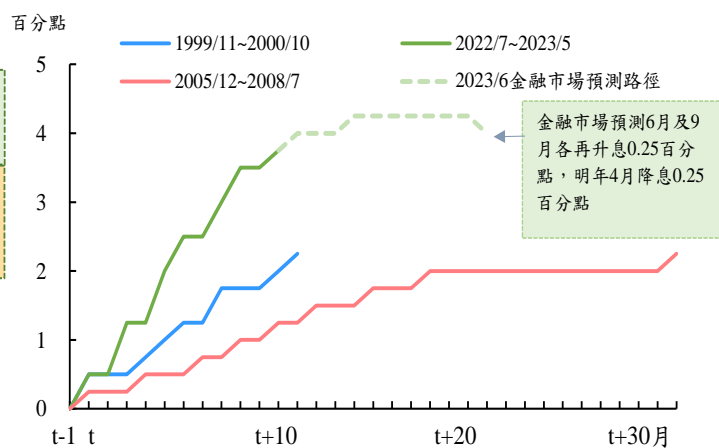
- 一 上年以來，美國聯邦準備體系(Fed)及歐洲央行(ECB)為抑制高通膨而持續調升政策利率，**累積升幅分別達 5.00 及 3.75 個百分點**，係近 30 年來最為積極之升息週期(圖 15 及圖 16)；積極升息所累積之效果持續顯現，政策利率或已接近限制性(restrictive)水準<sup>5</sup>，**升息週期可望邁向尾聲**，惟**預期高利率將維持一段時間**。
- 一 南韓央行考量通膨趨緩及經濟成長恐疲弱，自本年 1 月後已暫停升息；澳洲央行 4 月一度暫停升息，惟因通膨率仍高，5 月及 6 月各再度升息 0.25 個百分點；加拿大央行 3 月及 4 月暫停升息，惟因經濟表現較預期強勁，加以通膨率復升，6 月再度升息 0.25 個百分點(表 1)。
- 一 日本央行(BoJ)仍維持寬鬆貨幣政策，中國人民銀行(以下簡稱人行)則調降政策利率(表 2)。

圖 15 Fed 各升息週期累積升息幅度



註：橫軸表示升息週期持續月數，t 表示開始升息當月。  
資料來源：Fed、Refinitiv Datastream、Bloomberg (截至本年 6 月 14 日資料)

圖 16 ECB 各升息週期累積升息幅度



註：橫軸表示升息週期持續月數，t 表示開始升息當月。  
資料來源：ECB、Refinitiv Datastream、Bloomberg (截至本年 6 月 14 日資料)

表 1 本年以來主要央行升息情形

	最新政策利率 (%)	本年以來迄今		最新通膨率 (%)
		升息次數	累計升息 (百分點)	
Fed	5.00~5.25	3	0.75	4.0
ECB	3.75	3	1.25	6.1
南韓央行	3.50	1	0.25	3.3
澳洲央行	4.10	4	1.00	6.8
加拿大央行	4.75	2	0.50	4.4

註：美國、歐元區、南韓通膨率為本年 5 月資料，其餘為 4 月資料。  
資料來源：各經濟體官網 (截至本年台北時間 6 月 15 日中午 12 點資料)

<sup>5</sup> 限制性水準係指政策利率達到可促使需求及供給達到平衡，引導通膨率回降至政策目標之水準。參見 Bullard, James (2023), "Is Monetary Policy Sufficiently Restrictive?" St. Louis Fed, Jun. 1。

表 2 本年 3 月以來四大央行貨幣政策動向

央行	內容
Fed	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 3 月 22 日及 5 月 3 日均決議調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點，至 5.00%~5.25%；6 月 14 日決議維持於 5.00%~5.25%不變。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 上年 9 月起每月最高減持美國政府公債 600 億美元，另機構債*(agency debt，指 Fannie Mae、Freddie Mac、聯邦住房貸款銀行(Federal Home Loan Banks)等政府機構發行之債券)與機構房貸擔保證券(agency MBS)每月最高減持 350 億美元。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主席 Jerome Powell 於 6 月政策會議後記者會表示，考量先前積極升息之累積效果及其落後性，以及信用緊縮對經濟之影響，並關注對利率變動敏感之房市及投資活動，決議本次暫停升息，以評估更多資訊。</li> </ul>
ECB	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 3 月 16 日及 5 月 4 日分別決議調升政策利率 0.50 及 0.25 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 3.75%、4.00%及 3.25%。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資產購買計畫(APP)持有資產之到期本金不再全額投資，並於 6 月底前以平均每月減少 150 億歐元速度縮減 APP 規模，預估於 7 月終止再投資；因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金再投資，將至少持續至 2024 年底。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 總裁 Christine Lagarde 於 5 月政策會議後記者會表示，歐元區整體通膨率雖自高點回落，惟核心物價壓力仍高，通膨壓力仍大，未來將確保政策利率達到足夠之限制性水準，並維持一段時間，以促使通膨率儘速回落至目標。</li> </ul>
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 3 月 10 日及 4 月 28 日均決議維持短期政策利率於-0.10%，且長期利率目標(10 年期公債殖利率)於 0%左右。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 4 月政策聲明中強調「將堅持寬鬆貨幣政策，以達成伴隨薪資成長之情況下，實現 2%物價穩定目標」，以強化薪資成長之重要性，並暗示不排除調整政策利率之可能性。</li> </ul>
人行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自 3 月 27 日起全面下調金融機構存款準備率 0.25 個百分點，致金融機構加權平均存款準備率降至約 7.60%，估計可釋出資金約 6,000 億人民幣。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 6 月 13 日下調 7 天期逆回購利率 0.10 個百分點至 1.90%，並下調隔夜、7 天期、1 個月期常備借貸利率(SLF)各 0.10 個百分點至 2.75%、2.90%、3.25%。</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 6 月 15 日下調 1 年期中期借貸便利利率(MLF)0.10 個百分點至 2.65%。</li> </ul>

\*：Fed 持有之機構債約 23 億美元，自上年 6 月啟動縮減資產負債表計畫以來規模未變。

資料來源：各央行網站(截至本年台北時間 6 月 15 日中午 12 點資料)

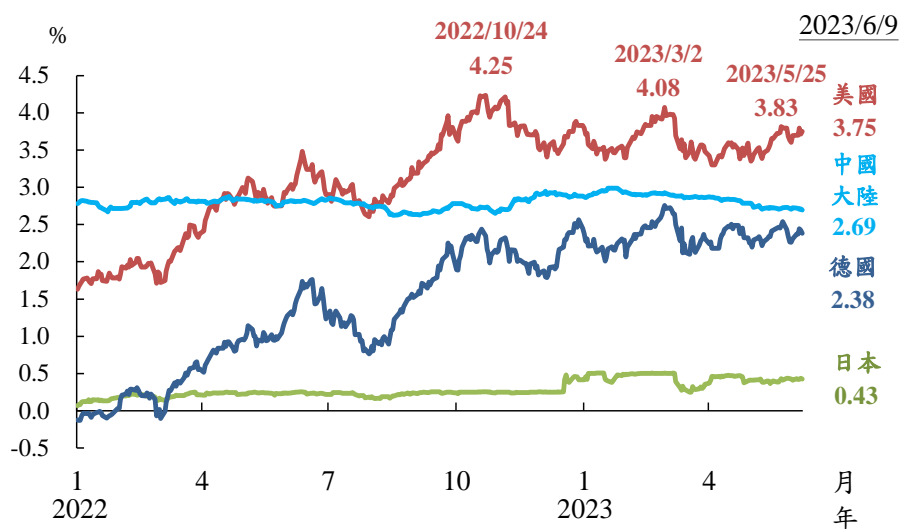


#### (四) 金融市場：美、德公債殖利率震盪走升，全球主要股市多上漲，美元指數回升

##### 1. 美、德 10 年期公債殖利率走揚，美國公債波動度仍高

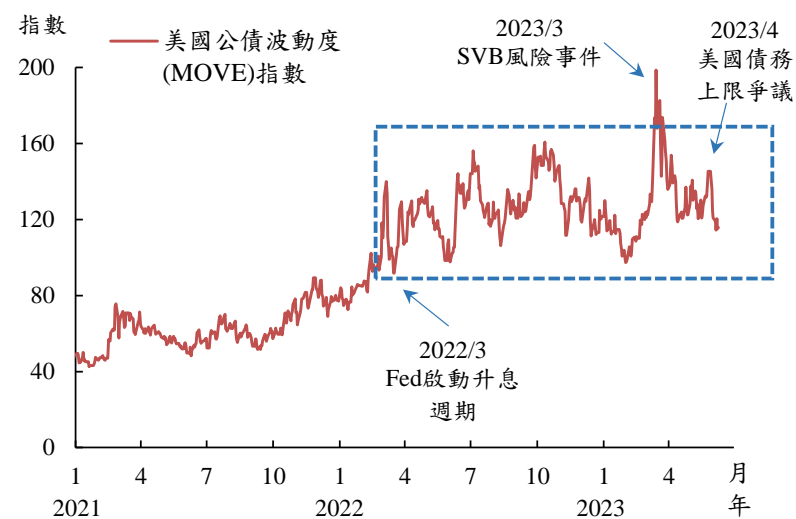
- 本年 4 月，美、歐銀行業危機漸平息，避險資金流出公債市場，加以 Fed、ECB 可能續緊縮貨幣，美、德 10 年期公債殖利率震盪走揚；日本 10 年期公債殖利率因 BoJ 宣布續維持寬鬆貨幣政策而於區間波動；中國大陸則因復甦不如預期，貨幣政策恐更趨寬鬆，10 年期公債殖利率下滑(圖 17)。
- 上年 3 月 Fed 大幅升息以來，美國公債市場波動度持續走高，本年 3 月美國矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)倒閉等事件一度導致公債市場波動度驟升，嗣隨銀行業危機漸息而下滑；4 月以來，則因美國債務上限爭議而略升，惟隨暫停債務上限法案通過而走低，但仍於 Fed 啟動升息週期以來之區間波動，市場對 Fed 貨幣政策動向之預期將為影響公債市場的重要因素(圖 18)。

圖 17 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 18 美國公債市場波動度



資料來源：Refinitiv Datastream

## 2. 全球成長股上漲，主要經濟體股市多走高

- 本年以來，投資人預期主要央行升息週期步入尾聲，復以**看好人工智慧(AI)**相關應用市場**需求大幅擴增**，帶動全球**成長股上漲**，傳統**價值股**則僅**小幅波動**，不同產業股價表現分歧(圖 19)。
- 本年 6 月 9 日與 3 月底比較，**日本**因外資投資大增，**股市大漲 15.1%**；**美國費城半導體**及**那斯達克指數**由於 Fed 升息放緩，加以市場看好 AI 應用有助科技業景氣加速復甦，致其**漲幅分別達 9.1% 及 8.5%**；**香港**則因美國計劃限制其企業對中國大陸高科技領域之投資，其股市科技股比重較高，**跌幅 5.0% 較大**(圖 20)。

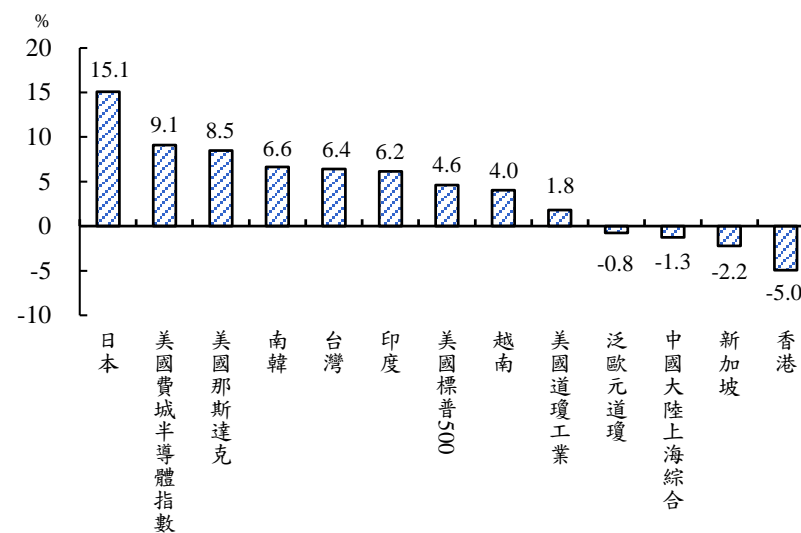
圖 19 本年以來全球成長股及價值股指數變動



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 等科技股，價值股為 Unitedhealth Group 及 Johnson & Johnson 等傳統產業股。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 20 主要經濟體股價指數漲跌幅  
(本年 6 月 9 日與 3 月底比較)



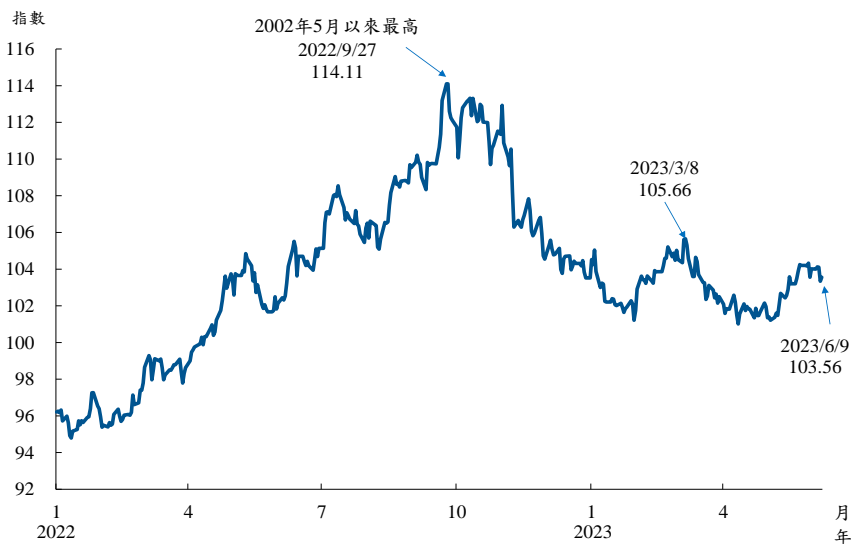
資料來源：Refinitiv Datastream

### 3. 美元指數回升，主要經濟體貨幣對美元多走貶

本年4月，美國通膨率續降，加以美國經濟成長停滯之隱憂浮現，市場預期Fed升息週期已近尾聲，美元指數於低點震盪；惟5月以來，美國消費者通膨預期升溫，加以勞動市場仍緊俏，帶動美元指數回升(圖21)，6月9日與3月底比較，主要經濟體貨幣對美元多走貶(圖22)：

- 歐元：ECB縮減升息幅度，歐元對美元由升值轉為貶值0.8%。
- 英鎊：英國通膨率仍居高，市場預期其央行將持續緊縮貨幣，致英鎊對美元升值1.9%。
- 日圓：因BoJ寬鬆貨幣政策未見反轉跡象，日圓對美元貶值4.7%，貶幅較大。
- 人民幣：中國大陸經濟復甦不如預期，致人民幣對美元貶值3.5%。

圖 21 美元指數

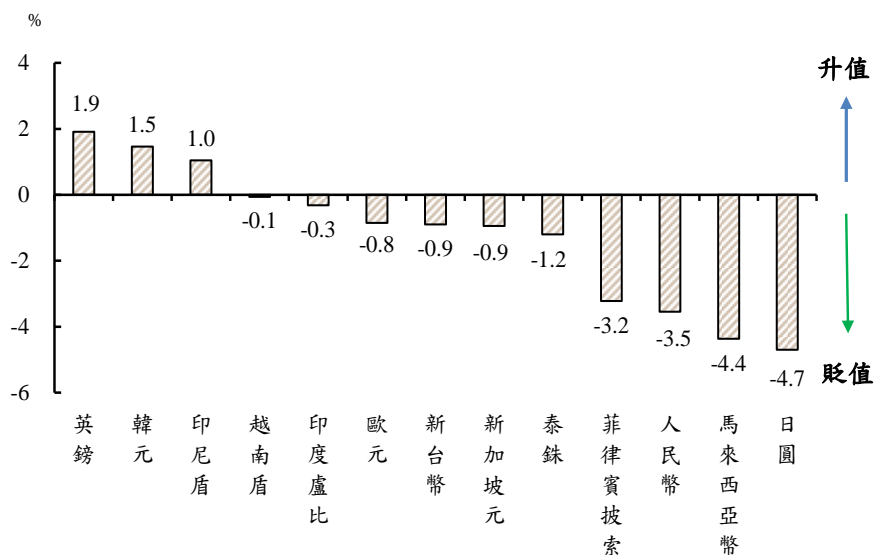


註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月 (=100)。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 22 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅

(本年 6 月 9 日與 3 月底比較)



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

## (五)全球經濟前景面臨諸多恐帶來下行風險之不確定性因素

預期本年全球經濟成長將放緩，通膨率雖降惟仍居高，且經濟前景面臨以下諸多不確定因素，如美國、歐元區、英國維持高利率更長時間；中國大陸之經濟復甦程度不如預期；氣候變遷增加糧食供應及綠色通膨風險；該等不確定因素若發生，將為全球經濟前景增添下行風險，宜密切關注相關情勢後續發展(圖 23)。

圖 23 全球經濟前景之不確定性因素及帶來之下行風險

### 美國、歐元區、英國維持高利率更長時間

- 美國、歐元區、英國勞動市場緊俏，薪資持續成長，加以服務類價格具僵固性，致核心物價下跌不易，央行恐將維持高利率政策更長時間，金融情勢持續緊縮將不利消費及投資成長，並延緩全球經濟復甦進程。
- 新興市場經濟體擁有龐大以變動利率及美元計價之外債，美國貨幣持續緊縮恐使該等經濟體陷債務困境。

### 中國大陸之經濟復甦程度不如預期

- 中國大陸經濟重啟後，復甦未如預期，加以青年失業率居高、地方政府債務龐大、房地產市場供給過剩等隱憂仍存，不僅將拖累其經濟成長，並可能帶來金融風險。
- 若中國大陸經濟復甦遲緩，將拖累全球經濟成長，且對出口原物料至中國大陸及經濟依賴中國大陸遊客之經濟體，帶來巨大影響。

### 氣候變遷增加糧食供應及綠色通膨風險

- 今、明兩年全球聖嬰(El Niño)現象恐再現，可能使高溫破紀錄，天災頻傳，加以部分國家仍對糧食出口實施管制，俄烏戰爭亦未見結束跡象，糧食供應不確定性將升高。
- 全球積極轉型至淨零碳排，並擬課徵碳稅或碳費，且發展綠能之原物料需求增加，推升其價格，亦可能引發綠色通膨(greenflation)。