

貳、潛在影響金融體系之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟情勢

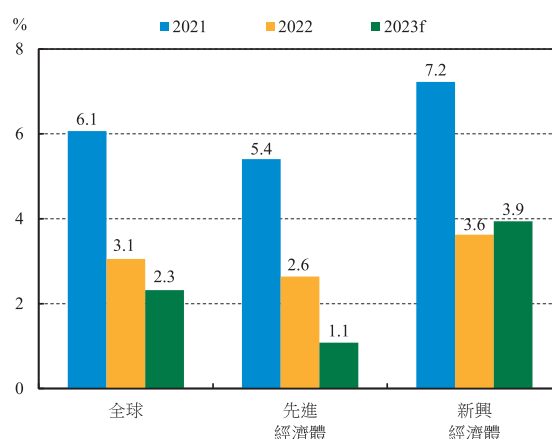
2022年俄烏戰爭引發全球通膨情勢持續惡化，加以中國大陸經濟衰退幅度大於預期，對全球經濟成長形成重大阻力。為抑制通膨攀升，主要經濟體央行加快升息步伐循環，所產生外溢效應(spillover effect)導致國際金融情勢趨緊，並加速全球經濟成長下滑。

展望2023年，中國大陸清零防疫政策退場有助提振全球經濟，惟金融環境緊縮及地緣政治風險仍高，加以美歐經濟面臨下行風險，預計全球經濟成長將續趨緩。另隨著大宗商品價格回落、需求降溫及供應鏈條件改善，全球通膨壓力將稍緩，但仍居高。

1. 全球經濟成長大幅放緩

2022年俄烏戰爭引發供給短缺與大宗商品價格飆漲，全球通膨情勢持續惡化，加以中國大陸清零防疫政策加劇供應鏈緊張局勢，導致其經濟減緩幅度大於預期，亦對全球經濟成長形成重大阻力。此外，主要央行為抑制通膨升溫採行緊縮貨幣政策，其外溢效應不僅使國際金融情勢趨緊，更加速全球經濟成長下滑，經濟成長率大幅放緩至3.1%(圖2-1)。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2023f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/5/15)。

展望2023年，中國大陸經濟重啟與其他主要亞太經濟體經濟持續擴張，有助

提升全球經貿，惟主要央行緊縮貨幣政策之負面效果亦陸續顯現，加以俄烏戰爭等地緣政治風險猶存及美歐經濟體成長力道仍疲，全球經濟成長將續趨緩。此外，2023年3月美歐銀行危機事件恐使原本脆弱的全球經濟面臨更多下行風險，S&P Global¹³ 預估2023年全球經濟成長率將下滑至2.3%，其中先進經濟體經濟成長率大幅下降至1.1%，新興經濟體經濟成長率則略回升至3.9%(圖2-1)。

2. 先進經濟體經濟成長大幅下滑

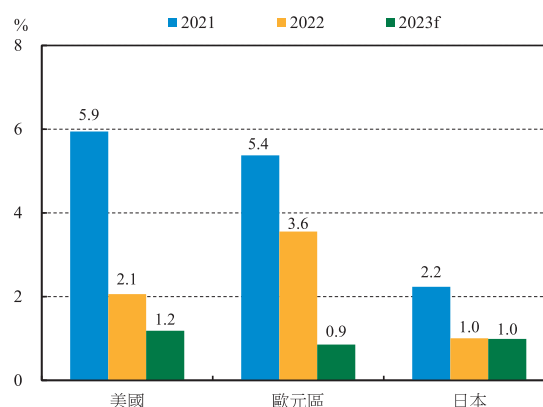
(1) Fed強力升息加劇美國經濟下行疑慮

2022年Fed為抑制通膨飆漲而七度升息，隨金融情勢趨緊，美國商業環境惡化，包括房地產

市場交易萎縮，製造業生產亦急遽放緩，經濟成長率由2021年之5.9%大幅下滑至2.1%(圖2-2)。2023年初以來，隨通膨降溫且就業市場與民間消費維持成長，經濟下行風險趨減，惟近期美國地區性銀行倒閉事件之外溢效應，可能透過銀行、家庭及企業部門等管道逐漸發酵，進而影響未來經濟成長力道¹⁴，S&P Global預測2023年經濟成長率將續降至1.2%(圖2-2)，失業率持平於3.6%(圖2-3)。

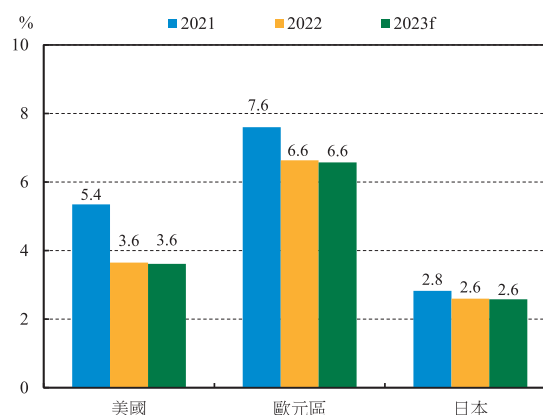
財政方面，2022年COVID-19(以下稱新冠肺炎)疫情相關的財政刺激措施陸續退場，惟基於經濟前景的高度不確定性，美國國會預算辦公室

圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2023f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



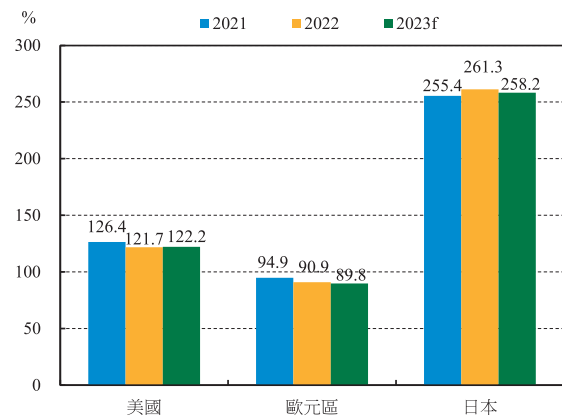
註：2023f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/5/15)。

¹³ 同註1。

¹⁴ 影響經濟之管道包括：(1)銀行可能傾向持有更多流動性資產，並減少放款及緊縮授信條件，進而使經濟活動減少；(2)股票價格下跌將使家庭部門淨資產減少，且透過財富效果抑制消費者支出；(3)避險情緒推升公司債信用利差，隨籌資成本增加，將抑制企業投資。參閱S&P Global Market Intelligence (2023), *Global Executive Summary*, March。

(Congressional Budget Office, CBO)預測¹⁵ 2023年財政赤字將由2022年之1.3兆美元略增至1.4兆美元，占GDP比率為5.3%。影響所及，IMF預測¹⁶ 2023年美國政府債務餘額對GDP比率亦將由2022年之121.7%略升至122.2%(圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2023f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2023), *Fiscal Monitor*, April。

(2) 金融情勢趨緊恐仍抑制歐元區經濟成長

2022年歐元區受俄烏戰爭及乾旱影響，通膨持續升溫，在天然氣短缺及物價攀升下，全年經濟成長率下滑至3.6%(圖2-2)。2023年隨能源狀況改善，能源價格下降有助製造業生產活動復甦，惟因需求疲軟，且短期內金融情勢趨緊恐抑制經濟擴張，S&P Global預估全年經濟成長率將大幅下滑至0.9%(圖2-2)，失業率持平於6.6%(圖2-3)。

財政方面，2022年以來歐元區財政政策立場逐漸由積極擴張轉趨中立，歐盟執行委員會(European Commission)預估2023年財政赤字對GDP比率將由2022年之3.5%略升至3.7%¹⁷；惟隨著疫情因素消退，IMF預測歐元區2023年政府債務餘額對GDP比率由2022年之90.9%續降至89.8%¹⁸ (圖2-4)。

(3) 日本景氣放緩後可望小幅回溫

2022年日本國內Omicron變異株感染激增與能源及食品價格驟升帶來的負面影響遠高於預期，加以外需轉弱、出口趨緩，經濟續呈低迷，全年經濟成長率由2021年之2.2%下滑至1.0%(圖2-2)。2023年由於外需低於預期，S&P Global預測全年經濟成長率將維持在1.0%(圖2-2)，失業率亦持平於2.6%(圖2-3)。

¹⁵ CBO (2023), "The Budget and Economic Outlook: 2023 to 2033," February.

¹⁶ IMF (2023), *Fiscal Monitor*, April.

¹⁷ Council of the European Union (2022), "Eurogroup Statement on Draft Budgetary Plans for 2023," December.

¹⁸ 同註16。

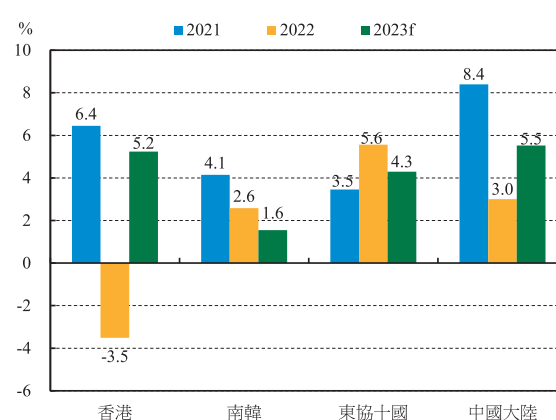
財政方面，2023年考量全球經濟前景不確定性猶存，加以能源價格上漲及擴大國防支出等因素，日本將續採擴張性財政政策，惟預期財政收入增幅亦大，IMF預測政府債務餘額對GDP比率¹⁹將略降至258.2%(圖2-4)。

3. 亞洲新興經濟體

(1) 中國大陸放棄清零防疫政策，經濟可望大幅反彈

2022年中國大陸清零防疫政策對經濟之負面衝擊高於預期，全年經濟成長率大幅下滑至3.0%(圖2-5)，低於年初設定之5.5%目標。展望2023年，由於政策目標由清零防疫轉向側重信貸政策、基礎設施投資、鬆綁房地產產業及科技業監管等，以推動經濟復甦，在穩增長政策明確下，S&P Global預測全年經濟成長率將回升至5.5%。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2023f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 (2023/5/15)。

財政方面，隨著2022年底清零防疫政策退場，中國大陸為穩定經濟增長，2023年將持續採行擴張性財政政策，除維持減稅降費政策外，並將財政預算赤字相對GDP比率調升至3%，地方政府專項債券亦擴大至3.8兆人民幣，財政擴張力道明顯增加。IMF預測²⁰中國大陸2023年政府債務餘額對GDP比率將持續上升至82.4%。

(2) 其他亞洲新興經濟體經濟走勢分歧

2022年受疫情衝擊及全球需求降溫影響，亞洲新興經濟體經濟多呈下滑，其中香港由於疫情捲土重來，加上受房地產危機與出口惡化之拖累，經濟轉為衰退3.5%；南韓因內需放緩及出口遽降，經濟成長率亦大幅下滑至

¹⁹ 同註16。

²⁰ 同註16。

2.6%；東協十國隨疫情相關措施鬆綁，內需與生產大幅提升，整體經濟成長率上升至5.6%(圖2-5)。

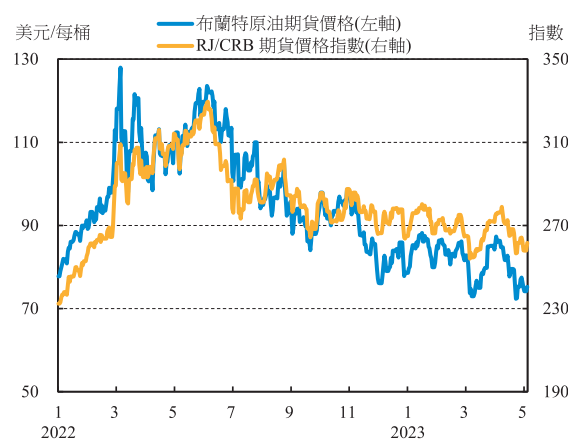
展望2023年，中國大陸清零防疫政策退場產生之外溢效應，可望帶動亞洲經濟體區域貿易與旅遊復甦。其中，香港因與中國大陸雙方邊境全面重新開放，加上政府持續放寬防疫措施與旅遊限制，S&P Global預測經濟成長率將由上年之-3.5%大幅回升至5.2%；南韓及東協十國則因外需疲軟，加上金融情勢緊縮恐抑制內需，經濟成長率將分別下滑至1.6%及4.3%(圖2-5)。

4. 全球通膨遽升後放緩，但仍居高

2022年，俄烏戰爭引發全球通膨情勢持續惡化，歐洲天然氣與國際石油價格遽升，對全球經濟造成巨大衝擊，中國大陸清零防疫政策更加劇供應鏈局勢緊張，3月上旬布蘭特原油價格一度揚升至每桶128美元之2008年以來新高，較年初之77.78美元上漲逾6成，反映整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數²¹亦大幅上揚(圖2-6)。影響所及，2022年9月全球CPI年增率飆漲至8.3%高點，其後雖回落，但全年年增率仍達7.6%，較2021年之3.9%大幅上揚，其中先進與新興經濟體分別上升至7.2%及7.6%(圖2-7)。

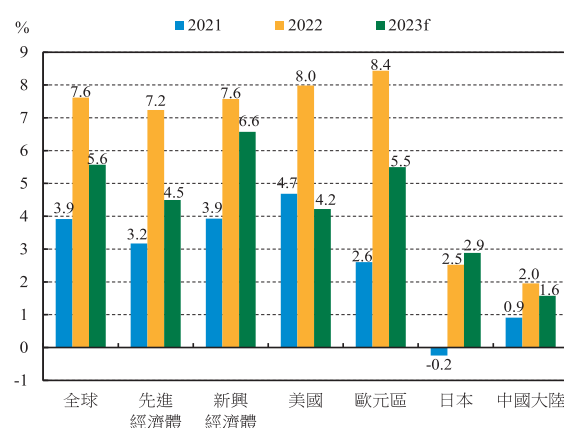
2023年隨著各國疫情趨緩，相關財政與貨幣刺激措施陸續退場，加以全球金融情勢緊縮、需求疲軟，以及供應鏈瓶頸明顯緩解，全球通膨壓力

圖 2-6 國際原物料價格



資料來源：Bloomberg。

圖 2-7 全球消費者物價指數年增率



註：2023f為S&P Global Market Intelligence預測值。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/5/15)。

²¹ R/J 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，其中農產品權重41%最高，其次為能源類權重39%。

逐漸舒緩，S&P Global預測全球CPI年增率將由2022年之7.6%放緩至5.6%，惟仍居高，其中先進與新興經濟體將分別下降至4.5%及6.6%(圖2-7)。

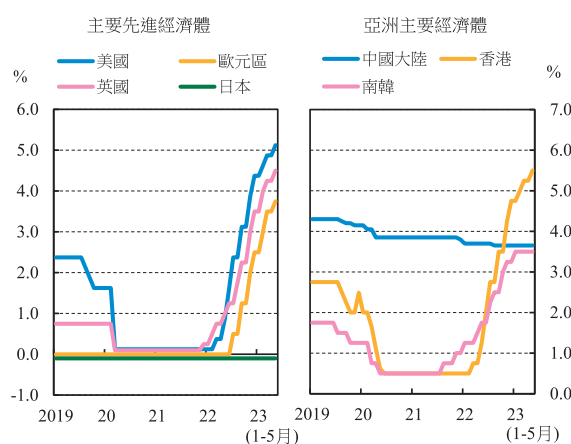
近期美歐銀行危機事件引發金融情勢緊縮，加以全球通膨壓力猶存，主要央行未來升息路徑或貨幣政策態勢對全球通膨走向之影響，值得密切關注。此外，氣候變遷推升大宗商品供應不確定性，並影響供應鏈，可能引發另一波通膨，不容小覷。

5. 主要經濟體央行大幅緊縮貨幣政策以抑制通膨

2022年下半年以來，因俄烏戰爭未歇導致通膨率大幅攀升，主要經濟體央行結束自疫情以來實施之寬鬆貨幣政策，加速緊縮貨幣政策以抑制通膨漲幅。其中，Fed於2022年7月至2023年5月七度調升聯邦資金利率目標區間共3.5個百分點至5.00%-5.25%，並持續執行縮表計畫，惟2023年3月為防範矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)倒閉可能引發之系統性風險，啟動銀行定期融資方案(Bank Term Funding Program, BTFP)²²，以提供市場流動性。

歐洲央行(ECB)考量通膨居高不下，亦自2022年下半年起七度調升政策利率共3.75個百分點，並自2023年3月起每月縮減資產購買計畫規模。英格蘭銀行(BoE)考量國內物價上漲，2022年8月至2023年5月七度調升官方利率共3.25個百分點至4.5%，除一度透過暫時性公開市場操作，購入長天期英國公債外，仍持續縮減購債規模。日本央行(BoJ)因國內通膨壓力較輕，持續實施寬鬆貨幣政策，未調整政策利率(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2023年5月15日。
資料來源：各國/地區央行網站。

²² 符合條件之存款機構可提供美國公債及機構房貸擔保證券(Agency MBS)等合格資產為抵押品，以面額向Fed申請長達1年期之貸款。

亞洲經濟體中，中國大陸續採寬鬆貨幣政策以刺激實體經濟，2022年下半年起陸續下調金融機構存款準備率、外匯存款準備率與貸款市場報價利率。另一方面，南韓央行考量國內通膨率及通膨預期居高不下，為防範高通膨成為根深柢固問題，五度調升基準利率共1.75個百分點至3.5%；香港為維持聯繫匯率制度，2022年7月以來配合美國升息步調調升貼現窗口基本利率共3.5個百分點(圖2-8、表2-1)。

鑑於美歐央行大幅升息造成金融情勢緊縮及資產價格下跌，已導致部分銀行發生危機，主要央行升息路徑將在抗通膨及金融穩定間取捨，增添貨幣政策之不確定性，值得密切關注。

表 2-1 2022年下半年以來主要經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	內 容
美國	<ul style="list-style-type: none"> 鑑於通膨率居高，且勞動市場緊俏，Fed自2022年下半年以來持續縮表政策，並於2022年7月至2023年5月間七度調升聯邦資金利率目標區間共3.5個百分點至5.00%-5.25%。 Fed於2023年5月表示，未來升息路徑將視緊縮貨幣累積之效果、貨幣政策影響經濟及通膨之落後性，以及未來經濟及金融發展狀況而定。
	Fed自2022年9月起，每月最高減持政府公債、政府機構債(agency debt)及政府機構房貸擔保證券(agency MBS)共950億美元。
	針對矽谷銀行倒閉可能引發系統性風險，Fed於2023年3月啟動銀行定期融資方案(Bank Term Funding Program, BTFP)，對符合條件之存款機構提供額外資金，確保銀行有能力滿足所有存款戶需求。
歐元區	基於通膨率居高不下，ECB於2022年7月至2023年5月間七度調升主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率共3.75個百分點至3.75%、4.00%及3.25%，以確保通膨及時回落至2%中期目標。
	ECB自2023年3月起，停止資產購買計畫(APP)到期債券本金再投資，APP規模將以可具體衡量且可預測的步調減少，3月至6月平均每月縮減150億歐元，後續縮減速度尚待評估。因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金再投資則將至少持續至2024年底。
英國	鑑於國內勞動市場緊俏，加以通膨持續面臨上漲壓力，BoE於2022年8月至2023年5月間七度調升官方利率共3.25個百分點至4.5%。
	<ul style="list-style-type: none"> 為維持金融市場穩定，BoE於2022年9月28日宣布啟動緊急債券購買計畫，透過暫時性公開市場操作(9月28日至10月14日)，臨時購入長天期英國公債，每日購債金額上限50億英鎊。 其餘期間透過主動出售公債部位，縮減資產購買機制(Asset Purchase Facility, APF)規模，預計在2023年9月前將縮減至7,580億英鎊。
日本	BoJ決議維持政策利率不變，並持續購買ETF及不動產投資信託基金(J-REIT)。
	為強化寬鬆貨幣政策可持續性，BoJ於2022年12月決議將現行10年期公債殖利率波動區間放寬至±0.50%。2023年1月再修訂「適用全體合格擔保品之資金供給操作」規則，以緩和殖利率曲線上升壓力。
中國大陸	人行於2022年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%，以充裕市場流動性，並緩解經濟下行壓力。此外，為降低居民及企業融資成本，激勵實體經濟融資需求，人行分別下調1年期及5年期貸款市場報價利率0.05個及0.15個百分點至3.65%與4.3%。
	鑑於人民幣對美元大幅走貶，人行於2022年9月下調金融機構外匯存款準備率2個百分點至6.00%。
	人行分別於2022年12月及2023年3月全面下調金融機構存款準備率各0.25個百分點，以充裕市場流動性，並藉由降低金融機構資金成本進而降低實體經濟融資成本。
南韓	考量國內外經濟下行風險及通膨持續上升，南韓央行於2022年7月至2023年1月間五度調升基準利率共1.75個百分點至3.5%。
香港	香港金融管理局於2022年7月至2023年5月間七度調升貼現窗口基本利率共3.5個百分點至5.5%。

註：資料截至2023年5月15日。

資料來源：各官方網站。

(二) 國際金融情勢

2022年前3季因各國央行緊縮貨幣政策以抑制通膨，致先進經濟體金融情勢大幅緊縮，惟第4季起，隨國際股債市場明顯回溫，加以市場預期主要央行將放緩貨幣政策緊縮步伐，先進經濟體金融緊縮幅度走緩，其後因2023年3月美歐銀行接連爆發危機引發金融情勢一度趨緊。

展望2023年，美歐銀行危機事件外溢效應、中國大陸房地產市場後續發展及地方政府債務居高問題，以及地緣政治與氣候變遷風險上升等因素，恐使全球金融不穩定風險加劇，值得關注。

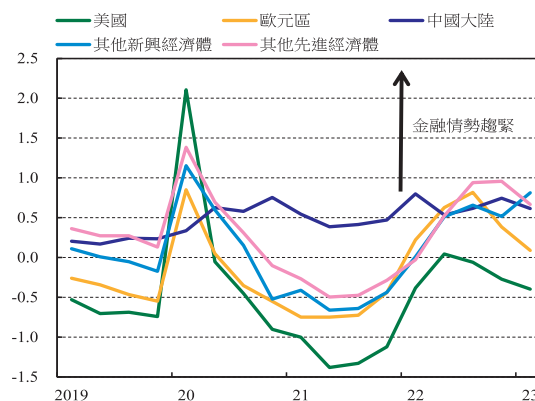
1. 金融情勢緊縮幅度放緩

2022年前3季歐美等主要經濟體景氣雖降溫，但通膨率卻居高不下，促使Fed等央行加速緊縮貨幣政策，導致先進經濟體金融情勢更快速趨緊，惟中國大陸為減低清零防疫政策及房地產市場快速惡化對經濟成長造成之負面影響，仍持續採行寬鬆貨幣政策，金融情勢續呈寬鬆。

2022年第4季以來，因市場預期主要經濟體央行放緩升息步伐，帶動股市反彈及債券殖利率下降，全球金融市場逐步回溫，美國與歐元區金融情勢緊縮幅度亦趨緩(圖2-9)。

2023年3月美國SVB等地區性銀行與瑞士信貸(Credit Suisse)等危機事件，引發金融市場大幅波動，美國與歐元區金融情勢一度緊縮²³，其後雖漸平穩，但金融市場恐慌情緒尚存，且後續發展不確定性仍高，其對全球金融情勢走勢之影響，仍值得密切關注。

圖 2-9 主要經濟體金融情勢指標



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，2006至2019年間每季計算一次，2020年以後每個月計算一次。

2. 其他新興經濟體並無包括俄羅斯、烏克蘭與土耳其。

資料來源：IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April。

²³ 2023年3月15日美國及歐元區金融情勢指標一度分別攀升至-0.19及0.38，3月31日回落至-0.40及0.09。

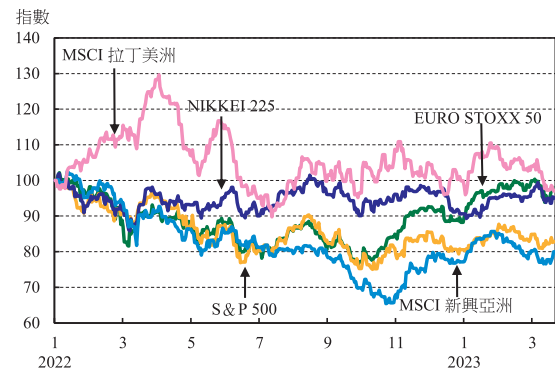
2. Fed快速升息引發全球金融市場震盪，並推升新興經濟體債務及資金外流風險

2022年以來，因疫後經濟復甦及俄烏戰爭爆發，糧食與能源價格大漲，帶動全球通膨率攀高，Fed等多數央行均採積極緊縮貨幣策略以抑制通膨漲勢。由於美國是全球金融中心，加以美元為主要國際貨幣，Fed快速升息已透過外溢效果，影響金融市場與其他經濟體(專欄1)。

由於全球金融市場高度連動，美國政策利率大幅調升影響投資人風險偏好，2022年前3季國際股市多明顯下跌，第4季隨市場預測Fed將放緩緊縮步伐始回升(圖2-10)。債市方面，除日本因採殖利率曲線控制架構為主之貨幣政策，以及中國大陸續採寬鬆貨幣政策外²⁴，其餘經濟體10年期公債殖利率均隨美國債市明顯走升(圖2-11)。此外，在Fed大幅升息下，美國10年期與2年期及10年期與3個月期公債殖利率利差均轉為負值，出現長期利率低於短期利率之殖利率曲線倒掛現象，若此情況無改善，恐不利部分金融業以短支長營運模式，衝擊其獲利。

隨先進經濟體緊縮貨幣政策推升借貸成本，新興經濟體政府債務利息支出壓力續增，尤其是對短期美元融資需求龐大之低收入經濟體，且不少新興經濟體之償債能力亦急遽惡化²⁵，未來該等經濟體若無法明顯改善償債能力，恐面臨債務違約或流動性風險。此外，在投資者風險趨避下，一旦金融情勢快速趨緊，恐使

圖 2-10 國際股價指數表現

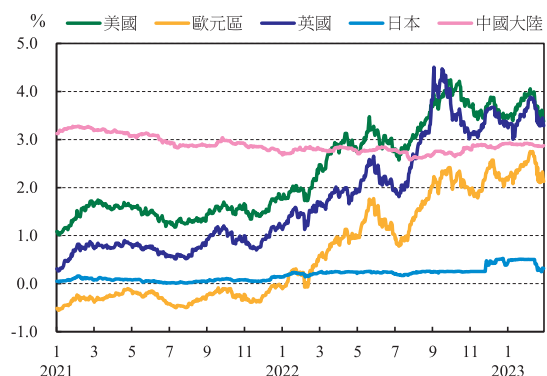


註：1. 2022年1月1日=100

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。

圖 2-11 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

²⁴ 詳見表2-1。

²⁵ 根據IMF資金流出風險值模型，新興經濟體面臨高流出壓力之資金，占其GDP之2.8%；詳見IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April。

基本面較差之新興經濟體²⁶ 面臨大規模資金流出風險，值得關注。

3. 近期美歐銀行接連爆發危機，增添全球金融脆弱度

2023年3月起美國SVB、Silvergate與Signature銀行接連倒閉，瑞士信貸亦發生經營危機事件，引發美歐銀行股明顯下挫(圖2-12)，信

評機構亦下調美國部分地區性銀行評等，歐洲銀行之AT1 CoCo債券總報酬指數受瑞士信貸事件影響而大幅下挫²⁷。

為避免引發系統性風險，美歐政府積極採取因應措施以避免危機蔓延，其中美國監理機關迅速接管SVB及Signature兩家銀行，並承諾對其存款全額保障，Fed則啟動BTFP以維持流動性²⁸，其後聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)於同年5月1日亦核准摩根大通銀行合併第一共和銀行(First Republic Bank)；瑞士央行則提供瑞士信貸流動性，瑞士政府並促成瑞士銀行(UBS)收購瑞士信貸²⁹。此外，6家主要央行亦提高美元互換交易頻率³⁰，以強化市場流動性供給(專欄2)。

本次美歐銀行危機事件在各國央行迅速處理下，已暫時抑制市場恐慌情緒，但其凸顯主要央行持續緊縮貨幣政策造成之金融情勢緊縮環境，若銀行體系出現流動性不足問題，將使恐慌情緒透過金融管道廣泛傳遞，一旦民眾對銀行體系喪失信心並引發大規模擠兌，可能隨傳染效應擴大而引發系統性風險，增添全球金融脆弱度。

圖 2-12 美國及歐洲銀行類股走勢



資料來源：Bloomberg。

²⁶ 根據IMF估計，69個低收入經濟體中，有37個經濟體陷入債務危機或無法履約之債務困境(debt distress)；詳見IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April。

²⁷ 依市場慣例，普通股股東應為承受損失的第一順位，惟此次瑞士信貸危機中，普通股股東可換股取得UBS股票，但AT1債券本金被全數減記，此舉降低AT1債券對投資人之吸引力，進而引發歐洲AT1 CoCo債券總報酬指數大幅下挫。

²⁸ 同註22。

²⁹ 瑞士信貸透過擔保貸款機制及短期流動性機制向瑞士央行借入500億瑞郎，且在瑞士央行及政府大力支持下，由瑞士銀行(UBS)以30億瑞郎收購該行；若有意外損失將由UBS承擔首50億瑞郎，瑞士政府承擔次90億瑞郎，超出部分再由UBS承擔。

³⁰ 自2023年3月20日起，加拿大央行、BoE、BoJ、ECB、Fed與瑞士央行等6家央行提高常備美元流動性換匯操作機制(Standing U.S. dollar liquidity swap line arrangement)操作頻率，由1週操作1次改為每日1次，至4月底止。

4. 中國大陸放寬防疫政策有助經濟發展，惟房地產市場融資壓力尚存

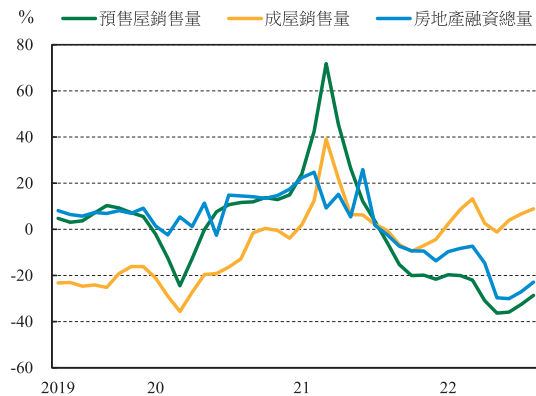
2022年為刺激房市買氣，中國大陸當局持續放寬房地產市場監管政策，惟因實施大規模封控措施，全年房地產市場銷售總額仍大幅萎縮28%(圖2-13)。在預售屋竣工及交屋進度緩慢衝擊消費者購買信心下，財務狀況較差之民間開發商持續面臨資金不足之挑戰。

由於房地產市場餘屋未減，加以疫情加重財政負擔，2022年中國大陸地方政府融資平台(local government financing vehicles, LGFVs)債務餘額已達GDP之50%。在地方政府債台高築及房地產市場尚未復甦下，中國大陸各金融機構均遭受威脅，IMF估計³¹ 中國大陸信託投資公司所持有房地產及對LGFV相關暴險，已達信託總資產之23%³²，銀行對財務狀況不佳之開發商暴險，亦達其房地產總暴險之25%。未來若房地產市場持續低迷，或地方政府無法解決債務問題，將使持有信託商品之投資者與信託投資公司面臨重大損失，並使銀行因房地產相關逾期放款增加而緊縮授信條件，對融資市場形成壓力，宜持續關注其後續發展。

5. 地緣政治風險與氣候變遷風險對金融部門之影響加劇

俄烏戰爭與美中緊張局勢升溫等地緣政治風險，將引發金融分化(financial fragmentation)³³，影響跨境資本組合配置、國際支付系統與資產價格。隨地緣政治緊張局勢加劇，可能導致跨境資金突然反轉流出，其對新興市場及開發中經濟體之影響遠大於先進經濟體。IMF指出³⁴，投資國與被投資國間地緣政治緊張

圖 2-13 中國大陸房地產銷售成長率



註：1. 圖中為年成長率。

2. 資料起訖為2019年5月至2022年8月。

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

³¹ IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April.

³² 中國大陸信託投資公司常於房地產開發初始階段提供融資，或直接投資於房地產開發商及地方政府融資平台發行之債務證券。

³³ 金融分化係指跨境支付管道中斷，或跨境投資重分配造成資金流出等情況。

³⁴ 同註31。

局勢增加，將使跨境投資組合與銀行跨境債權減少，進而可能使銀行融資成本提高及獲利能力降低，並影響其提供企業部門貸款之能力，甚至有威脅總體金融穩定之虞。

此外，氣候變遷引發之極端氣候事件造成龐大經濟損失，所衍生有形風險(physical risks)及轉型風險(transition risks)³⁵，透過經濟部門與金融部門間之傳染效應及反饋效應，使金融相關風險升高，並可能威脅金融穩定。為減緩氣候變遷衝擊，主要經濟體積極推動低碳淨零轉型政策，惟依IMF估計，2022年全球對化石燃料投資比重無明顯下滑³⁶，加以俄烏戰爭未歇，推升轉型所需原物料價格，各經濟體要達成巴黎協定轉型目標仍有相當難度，恐加劇氣候變遷威脅金融穩定之風險，值得關注。

³⁵ 有形風險係指極端氣候事件(如颶風、洪水)及全球暖化(如全球均溫上升)等產生之衝擊；轉型風險係指低碳經濟轉型過程(如政策轉變、能源技術突破、消費偏好改變)等產生之衝擊。

³⁶ 根據IMF統計，2022年底新興經濟體投資化石燃料占全體燃料比重仍超過60%，先進經濟體則接近40%，兩者與2015年底相比均無明顯下滑。詳見IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April。

專欄1：美國貨幣政策正常化對國際金融市場之影響

2021年新冠肺炎疫情造成全球供應鏈瓶頸，但需求隨部分國家經濟解封而大幅回升，導致供需嚴重失衡，加以2022年2月爆發俄烏戰爭及中國大陸採行嚴格防疫封控措施，使供給鏈瓶頸進一步惡化，美國通膨因而創下近40年新高。Fed為抑制高通膨，2021年11月起陸續啟動貨幣政策正常化三步驟，亦即縮減購債、升息及縮表(又稱量化緊縮)，因緊縮力道、速度及幅度均大於Fed前次(2017年10月至2019年7月)貨幣政策正常化措施，導致全球金融動盪，引發各界關注。本專欄說明本次Fed推動貨幣政策正常化步驟，並探討最近兩次貨幣正常化之差異，以及對美國及新興經濟體金融市場之影響。

一、2021年11月起Fed陸續啟動貨幣政策正常化三步驟，以抑制高通膨

(一) 縮減購債

2021年11月Fed宣布縮減購債(Tapering)¹，每月合計減少150億美元之美國公債及Agency MBS購買金額，隨後因通膨持續上揚，同年12月Fed宣布加速縮減購債步調，每月減購金額擴大為300億美元，且提前至2022年3月中結束淨購債。

(二) 啟動升息循環

2022年3月Fed啟動升息循環(rate hike)，截至2023年5月已累計升息20碼(5個百分點)，使聯邦資金利率上升至5.00~5.25%，且Fed主席Powell強調，美國通膨仍處於高檔水準，未來仍可能再度升息。

(三) 啟動縮表

2022年6月Fed啟動量化緊縮(Quantitative Tightening, QT)，將透過停止部分債券到期本金之再投資金額，逐漸降低所持有債券部位。2022年5月底Fed持有美國公債及Agency MBS合計約8.5兆美元(約GDP之36%)，估計2024年底兩者合計金額將縮減2.1兆美元至6.4兆美元(約GDP之23%)。

二、本次Fed緊縮貨幣政策較前次更快且力道更強

(一) 美國因應疫情推出史上最大規模之量化寬鬆政策及擴張性財政政策，復以2022年以來國內通膨急遽上揚，促使本次Fed緊縮貨幣政策力道遠強於過去

相較於Fed前三次量化寬鬆政策(Quantitative Easing, QE)，本次QE速度更快且規模更大。其中，2008年至2014年間實施三輪QE規模合計約4兆美元(約該期間GDP平均值之25%)，而本次為因應疫情，Fed在2021年至2022年間執行QE規模達4.8兆美元(約GDP之21.6%)，超過前三輪QE。財政政策方面，本次美國政府推出史上最大之5.2兆美元紓

困措施(約GDP之23.4%)²，以協助美國經濟快速復甦；相較之下，2008年至2014年三輪QE期間的擴張性財政政策規模較小，甚至一度面臨財政懸崖(fiscal cliff)之限制。

本次QE除初期受疫情影響的需求面衝擊外，亦面臨一連串供給面衝擊，如供應鏈瓶頸、俄烏戰爭等；而過去實施三輪QE期間，主要係面臨全球金融危機、歐債危機、美國因財政懸崖引發之財政緊縮等需求面衝擊，並無通膨持續上漲現象³，且QE3結束時失業率仍高，導致此次緊縮貨幣政策力度明顯較高(表A1-1)。

表 A1-1 Fed執行前三輪QE及本次因應疫情 QE之背景比較

方案(期間)	啟動背景因素	規模 (約當GDP比)	PCE物價指數 年增率(%)	失業率(%)
QE1 (2008/11-2010/3)	全球金融危機後之需求不振	1.725兆美元 (10.9%)	0.9→2.4	6.8→9.9
QE2 (2010/11-2011/6)	全球金融危機後的二次衰退風險	0.60兆美元 (3.8%)	1.3→2.8	9.8→9.1
QE3 (2012/9-2014/10)	歐債危機、美國財政懸崖等負面衝擊	1.625兆美元 (10.3%)	1.7→1.4	7.8→5.7
本次QE (2020/3-2022/3)	新冠肺炎疫情	4.80兆美元 (21.6%)	1.3→6.6	4.4→3.6

註：個人消費支出(Personal Consumption Expenditure, PCE)物價指數年增率與失業率係啟動QE當月至結束QE之經濟數據。
資料來源：Fed、Bloomberg；本行整理。

(二) 兩次緊縮貨幣政策啟動時點背景之比較

自全球金融危機後，美國經濟受需求面衝擊，有效需求疲弱且通膨極為和緩(PCE通膨多小於2%)，因此2014年10月Fed完成縮減購債後，直到2015年12月才啟動升息循環，並於2017年10月美國勞動市場接近充分就業才啟動縮表(下稱QT1.0)，且縮表力道溫和。

受惠於Fed寬鬆政策及大規模財政紓困政策，美國民間消費及投資等明顯復甦，且供給面衝擊導致供應鏈瓶頸進一步惡化，加以美國勞動市場非常緊俏，推升美國通膨創40年新高，使得Fed開始升息後隨即啟動縮表(下稱QT2.0)，縮表力道較QT1.0更強(表A1-2)。

表 A1-2 Fed執行QT1.0及QT2.0之背景比較

方案(期間)	啟動背景因素	預估規模 (約當GDP比)	PCE物價指數 年增率(%)	核心PCE 年增率(%)	失業率 (%)
QT1.0 (2017/10-2019/7)	勞動市場接近充分就業	0.65兆美元 (3.1%)	1.8→1.5	1.7→1.7	4.2→3.7
QT2.0 (2022/6-未定)	1. 勞動市場非常緊俏 2. 通膨創40年新高，危及物價穩定目標	2.1兆~2.5兆美元 (8.6%~10.3%)	6.3→	4.9→	3.6→

註：PCE物價指數年增率、核心PCE年增率及失業率係採啟動QT當月至結束QT之經濟數據；QT2.0係為2022年5月數據。
資料來源：Fed、Bloomberg；本行整理。

(三) 預期QT2.0對美國公債殖利率之影響較大

實證研究(當時通膨較為溫和)結果顯示⁴，Fed持有資產對GDP比率每變動1個百分點，美國10年期公債殖利率約變動4bps；依此推估，QT2.0將使美國10年期公債殖利率上升約41bps。另Kansas City Fed指出⁵，Fed資產負債表規模每縮小6,750億美元，約當升息25bps；依此推估，本次縮表效果約當政策利率升息78bps(表A1-3)。

表 A1-3 Fed執行縮表對美國公債殖利率之可能影響

		QT1.0	QT2.0
方法1	Fed總資產規模對GDP比率降低幅度(%)	4.8%	10.3%
	預估對10年期公債殖利率之影響(bp) (每變動1%，10年期美國公債殖利率約變動4bps*)	19bps	41bps
方法2	Fed縮表規模(兆美元)	0.65	2.10
	預估約當政策利率升息幅度(bp) (每縮小6,750億美元，約當升息25bps*)	24bps	78bps

註：1 bp=0.01個百分點

資料來源：Fed、Kansas City Fed；本行整理。

三、Fed貨幣政策正常化對美國金融市場之影響

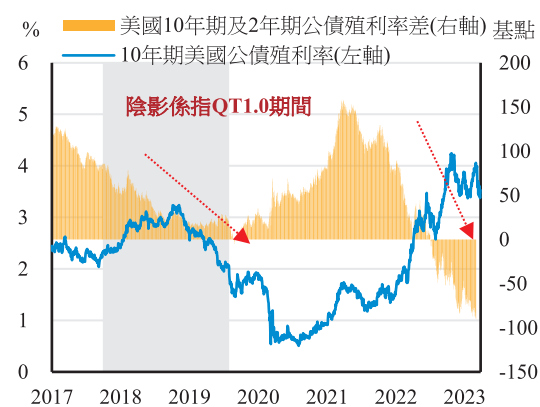
Fed升息將直接帶動短天期公債殖利率上揚，殖利率曲線多呈平坦化。另Fed實施縮表將降低其持有美國公債部位，民間部門所需吸收之美國公債增加，帶動美國10年期公債殖利率上揚(此即存量效果)⁶，惟較長天期公債殖利率變動尚受經濟前景及通膨展望等影響。此外，美國公債殖利率係風險性金融資產之訂價基礎，在Fed執行緊縮政策時，公債殖利率大幅上揚將影響金融資產價格，導致風險較高的股市面臨回檔壓力。

(一) 前次Fed升息循環及實施QT1.0之影響

Fed分別於2015年底及2016年底升息1碼，2017年及2018年分別升息3碼及4碼，合計升9碼，並於2017年10月啟動QT1.0，至2019年7月結束，使其資產規模縮減約0.65兆美元，其對股債市影響分析如下：

1. 美國債市：升息期間短債殖利率上揚幅度較大，長天期殖利率緩步上揚，殖利率曲線呈緩步平坦化，利差由啟動縮表時之82bps縮小至結束時的25bps(圖A1-1)。

圖A1-1 美國公債殖利率曲線斜率變動情形



資料來源：Bloomberg。

2. 美國股市：2015年至2018年通膨壓力較緩和，Fed緊縮貨幣政策力道亦較和緩，加以市場預期景氣將持續復甦，美國企業獲利及每股盈餘成長率展望仍佳，美股三大指數雖一度出現修正，後續仍均呈上漲(圖A1-2)⁷。

(二) 本次Fed升息循環及實施QT2.0之影響

鑑於美國通膨遠逾Fed政策目標之2%，Fed於2022年3月啟動升息循環，截至2023年5月已累計升息20碼，將聯邦資金利率目標區間調升至5.00%~5.25%，且預期未來進一步緊縮貨幣政策可能是適當的⁸；並於2022年6月啟動QT2.0。此次Fed採行快速且緊縮力道大之貨幣政策，對股債市影響分析如下：

1. 美國債市：自2021年Fed釋放緊縮政策方向後，美國10年期及2年期公債殖利率均大幅上揚，且因市場預期Fed將於短期內大幅升息，帶動2年期公債殖利率升幅較大，致10年期與2年期公債殖利率利差縮小速度，遠較QT1.0為快(圖A1-1)。

2. 美國股市：2022年10年期美債殖利率快速上揚236bps(圖A1-1及圖A1-2藍線)，加以市場下修企業每股盈餘成長率估值，使位於歷史高點的美股重挫，2022年美國標普500指數下跌約19.4%，疫情期間漲幅最大的那斯達克科技股亦重挫33.1%(圖A1-3)。

四、Fed貨幣政策正常化對新興市場之影響

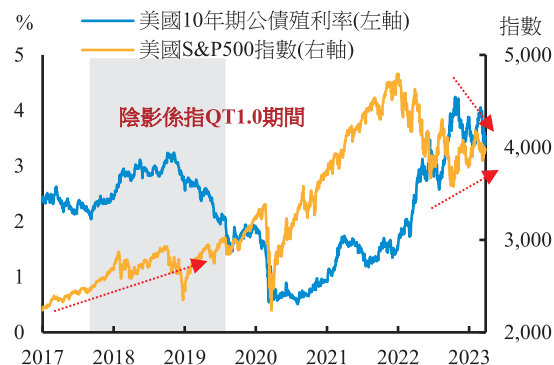
相較QT1.0，本次Fed啟動升息循環並開始縮表(QT2.0)，改變原本全球金融循環擴張趨勢，且美元流動性轉趨緊縮，致全球金融資產價格承壓，股債市同時向下修正，新興市場亦面臨金融情勢高度緊縮、資金外流及貨幣貶值等挑戰。

(一) 新興市場股市多呈下跌

1. QT1.0期間，受美股指數呈上漲趨勢影響，MSCI新興市場股價指數僅微幅下跌4.1%(圖A1-3)。

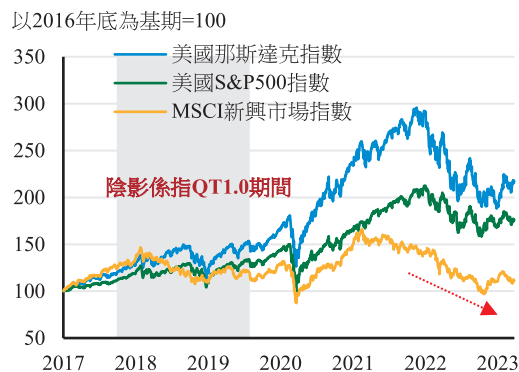
2. 2022年受美股下跌影響，外資在新興市場股市亦賣超，並拖累其股市下跌，MSCI

圖A1-2 美國股市隨美債殖利率明顯回檔



資料來源：Bloomberg。

圖A1-3 新興市場股價指數隨美股回檔而下跌



資料來源：Bloomberg。

新興市場股價指數下跌22.4%(圖A1-3)。

(二) 新興市場債市亦面臨修正

1. QT1.0期間，10年期美國公債殖利率先漲後跌，最後下跌32個基點，彭博新興市場美元計價債券指數先跌後漲，最後上漲8.4%(圖A1-4)。
2. 2022年受美國10年期公債殖利率快速上漲236bps，以及部分新興市場經濟體因應通膨上揚而升息影響，新興市場美元計價債券價格指數大幅下跌15.3%(圖A1-4)。

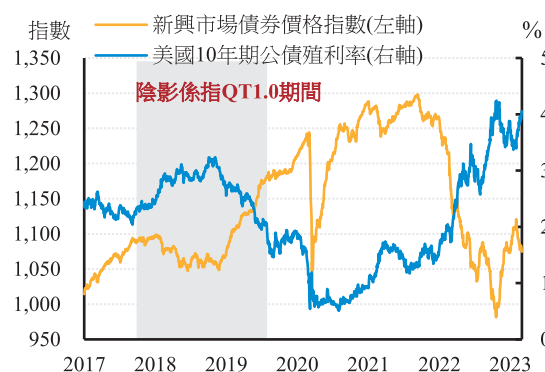
(三) 新興市場經濟體貨幣對美元多呈貶值

1. QT1.0期間，MSCI新興市場貨幣(匯率)指數小幅上漲1.5%(圖A1-5)。
2. 2022年美元指數上漲8.2%，新興市場貨幣(匯率)指數則下跌4.3%(圖A1-5)。

五、結語

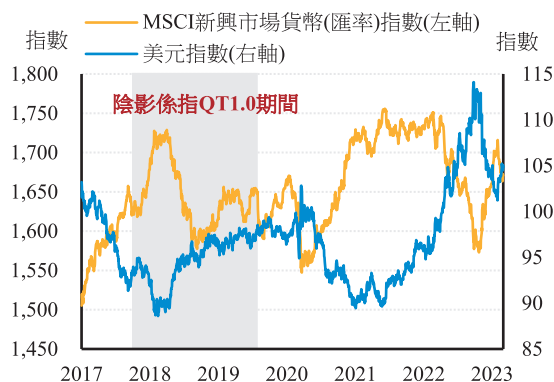
- (一) 2015年至2019年間美國經濟隨需求面衝擊逐漸淡化而復甦，Fed陸續啟動升息循環及執行縮表，由於當時未遭遇嚴重供給面衝擊帶來之通膨急遽上揚問題，緊縮貨幣政策力道尚稱和緩，對全球金融市場影響亦屬溫和。
- (二) 鑑於近兩年來疫情造成全球供應鏈瓶頸，並導致供需嚴重失衡，Fed大幅緊縮貨幣政策以抑制創40年來新高的通膨，並穩定通膨預期。2023年3月底，市場預期上半年聯邦資金利率目標區間將調升至5.00%~5.25%，且本次縮表步調亦將較QT1.0更快且幅度更大，2022年6月至2023年2月間Fed縮表已使其總資產規模減少5,500億美元⁹。
- (三) 美元是最重要的國際貨幣，且美債殖利率係許多風險性資產之訂價基礎，當Fed執行緊縮貨幣政策，常帶動美債殖利率上揚，進而反轉原先全球金融循環的擴張趨勢¹⁰。此次Fed加速緊縮貨幣政策已導致美債殖利率大幅上揚、美股大幅下跌，使全球風險性金融資產價格普遍大幅回檔，資金亦自新興市場撤出。

圖 A1-4 新興市場債券價格指數及美國10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

圖A1-5 新興市場貨幣(匯率)指數及美元指數



資料來源：Bloomberg。

(四) 不同於前次Fed緊縮時期，當前歐美各國多面臨高通膨情勢，部份央行亦朝向更積極的緊縮性政策方向，其外溢效果已造成當前全球金融市場的大幅震盪¹¹，未來仍宜密切注意歐美等主要經濟體的通膨情勢及其央行為因應高通膨的政策步調。

註：1. Fed前一次啟動縮減購債時間為2013年，有關該次行動對金融市場之影響，可參閱2021年第三季央行理監事會後記者會參考資料「六、Fed縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響」，9月。

2. 根據IMF統計資料顯示，美國於新冠疫情爆發至2021年6月3日主要財政政策規模約為5.21兆美元，約占2020年至2022年GDP平均值的23.4%。
3. 2011年4月Janet Yellen演說指出，由於長期通膨預期仍鎖定在適當水準，原物料價格上揚對物價的傳遞效果仍屬溫和及暫時性。詳見Yellen, Janet (2011), "Commodity Prices, the Economic Outlook, and Monetary Policy : a speech at the Economic Club of New York," April。
4. Hatzius, Jan (2016), "Printing Presses before Helicopters," *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, March ; Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorgensen (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates," *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Feb. ; Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remacheb and Brian Sac (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*, NBER, 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, Thomas Laubach and David Reifschneider (2015), "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies," *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, January。
5. David, Troy and Lee Smith (2017), "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments," *Macroeconomic Research*, Federal Reserve Bank of Kansas City, May.
6. Fed研究顯示，預估2022年6月至2024年底期間，Fed總資產規模因執行QT2.0將減少約2.4兆美元，同期間Fed資產規模對GDP比率將由35.4%下降約12.1個百分點至23.3%，縮表效果約當升息56個基點，另將使10年期公債殖利率上揚約60個基點(參見Crawley, Edmund, Etienne Gagnon, James Hebden and James Trevino (2022), "Substitutability between Balance Sheet Reductions and Policy Rate Hikes: Some Illustrations and a Discussion," *Feds Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, June)。
7. 自2015年12月16日Fed啟動升息至2019年7月31日，美國道瓊指數、S&P 500指數及那斯達克指數分別上漲53.3%、45.9%及63.7%。
8. Fed (2023), "Federal Reserve issues FOMC press release," Federal Reserve, March.
9. Fed (2023), "Monetary Policy Report," March.
10. Rey (2013)從其跨國實證發現，大國之貨幣政策往往會造成全球金融循環(global financial cycle)，而嚴重影響各國貨幣及信用情勢，並使經濟脫離基本面(Rey, Hélène (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," *paper presented at the Jackson Hole Symposium*, August)。
11. Miranda-Agrippino and Rey (2021)指出，大國緊縮貨幣政策會造成全球金融機構去槓桿化、國內信用成長降低、國際信用成長減少及外國金融情勢緊縮等副作用，顯示主要國家其貨幣政策的國際傳遞機制，常透過金融機構與全球資產價格而向外擴散(Miranda-Agrippino, Silvia and Hélène Ray (2020), "US Monetary Policy and the Global Financial Cycle," *Review of Economic Studies* 87-6, 2754-2776)。

專欄2：近期美歐銀行危機事件之研析及其對我國之影響

2023年3月以來，美國4家中小型銀行接連倒閉或清算，瑞士信貸(Credit Suisse)亦爆發財務危機，該等國家政府積極採取因應措施及銀行同業協力支援，以避免危機蔓延全球。本專欄說明該等危機事件及其外溢影響，以及相關政府快速處理措施及後續關注重點，並分析該等事件對我國金融體系影響不大之原因。

一、美歐銀行危機事件

(一) 美國4家中小型銀行倒閉或清算

1. 矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)為美國第16大商業銀行、加州第5大銀行，大部分營業收入來自提供矽谷科技及生技企業融資服務。該銀行因資產負債表期限錯配，負債過於集中短期創投及新創科技存款，資產則集中在長天期債券投資。由於Fed快速升息引發SVB客戶利息成本上升，籌資能力下滑，在客戶加速提款以維持經營下，SVB存款大量流失，加以債券投資部位認列大額評價損失，導致資本不足，2023年3月10日宣布倒閉並遭美國聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)接管。
2. Silvergate銀行自2013年起提供虛擬資產服務，為全美第二大虛擬資產友善銀行¹。該銀行因2022年虛擬資產市場崩盤事件，且市場預期美國金融監理機關將加強監管虛擬資產市場，引發投資人大量提領存款，促使其大量處分有價證券導致大幅虧損，財務及業務狀況持續惡化，2023年3月8日宣布倒閉，將依美國監管程序自願清算。
3. Signature銀行自2018年起提供虛擬資產服務，為全美第一大虛擬資產友善銀行。該銀行受2022年中起虛擬資產相關機構陸續破產影響，數位資產客戶存款大幅流失，且其存款中90%不受FDIC存款保險之保障，導致SVB倒閉後，存款人對該銀行信心不足而出現擠兌，面臨流動性不足問題，2023年3月12日遭紐約州金融服務局委託FDIC接管。
4. 第一共和銀行(First Republic Bank, FRB)為美國第14大商業銀行，主要提供高資產客戶私人商業銀行及財富管理等服務。由於該行與SVB等銀行相似，同樣有未受保障之存款比率偏高及資產負債期限錯配等問題²，在SVB倒閉後，市場亦對FRB信心不足，導致存款大幅流失且股價持續下探³，最終於2023年5月1日遭FDIC接管，並於同日由摩根大通銀行收購。

(二) 瑞士信貸爆發財務危機

瑞士信貸為瑞士第二大及全球第42大銀行⁴，近年陸續出現嚴重內控缺失、大額虧

損及資金大量流出問題，加以2023年3月15日最大股東沙烏地國家銀行拒絕繼續增資，引發當日該銀行股價一度大幅崩跌30.8%，且5年期CDS大幅飆升至975.32bps。其後在瑞士政府主導下，由瑞士銀行(UBS)以市價近4折併購瑞士信貸，以避免危機擴散。

二、外溢影響

(一) 金融市場震盪加劇

美國中小型銀行連續倒閉事件連帶引發其他銀行如西方聯合銀行(Western Alliance Bancorporation)之股價大跌⁵，地區性銀行指數亦明顯下滑；美國及歐洲主要大型銀行亦因市場信心不足，CDS大幅上揚且股價下跌。此外，市場預期Fed升息路徑可能因危機事件而放緩，2年期美債殖利率於2023年3月13日大跌60.8bps，創1982年10月以來最大單日跌幅。

(二) 信評機構調降美國銀行體系展望

信評機構Moody's於2023年3月調降美國銀行體系展望，由「穩定」(stable)下調至「負面」(negative)，以反映3家中小型銀行陸續倒閉，導致銀行經營環境急遽惡化。影響所及，後續有11家美國地區性銀行亦遭調降信用評等⁶，其中FRB及西方聯合銀行因財務惡化均被下調至垃圾等級。

(三) 部分虛擬資產價格短期出現大幅波動

SVB傳出財務危機後，釘住美元的穩定幣USDC發行人Circle公司因擔保資產約達33億美元存放於SVB，造成USDC持有人恐慌，3月11日USDC價格最低曾跌至0.87美元，其後隨美國政府出面接管SVB，並保證存戶可以取回所有存款，才逐步回歸1美元。

(四) 降低傳統銀行與虛擬資產合作之意願

Silvergate及Signature兩大虛擬資產銀行相繼倒閉，恐降低其他傳統銀行與虛擬資產往來合作之意願，且小型新創之虛擬資產業者恐面臨開立銀行帳戶不易情形，不利虛擬資產之未來發展。

(五) AT1 CoCo債券⁷總報酬指數大幅下滑

瑞士信貸發行之其他第一類資本(Additional Tier 1, AT1)債券本金於此次危機事件後全部減記，惟普通股股東卻可以22.48股換取1股UBS股票，有違普通股股東應第一順位承受損失之市場慣例，恐將降低AT1債券對投資人之吸引力，導致歐洲銀行AT1 CoCo債券之總報酬指數大幅下挫。為安撫市場情緒，歐洲央行及英格蘭銀行發布聲明，強調普通股權益仍為吸收損失之第一順位，先於AT1債券⁸。近期歐洲銀行AT1

CoCo債券之總報酬指數已逐漸回升。

三、監理機關因應措施或銀行同業支援

(一) 美國方面

1. 美國監理機關分別於2023年3月10日及12日迅速接管SVB及Signature銀行，並承諾對其存款全額保障。
2. 2023年3月12日Fed宣布啟動銀行定期融資方案(Bank Term Funding Program)，符合條件之存款機構可提供合格資產為抵押品，以面額向Fed申請長達1年期之貸款。
3. 2023年3月13日FRB獲得Fed及摩根大通銀行合計提供700億美元融通資金，3月16日再獲得11家大型銀行聯合存入300億美元存款，舒緩資金不足壓力，惟其後因存款持續大幅流失，5月1日由摩根大通銀行收購。
4. 2023年3月15日美國銀行向Fed申請貼現金額達1,528.53億美元，遠高於2008年期間高點之1,107.37億美元，顯示市場流動性壓力尚存，不可小覷。

(二) 瑞士方面

1. 2023年3月16日瑞士信貸宣布將透過擔保貸款機制及短期流動性機制向瑞士央行借入500億瑞郎。
2. 2023年3月19日在瑞士央行及政府大力支持下，由UBS以30億瑞郎收購瑞士信貸，並約定若有意外損失由UBS承擔首50億瑞郎，瑞士政府承擔次90億瑞郎，超出部分再由UBS承擔。
3. 2023年3月20日加拿大央行、英格蘭銀行、日本央行、歐洲央行、美國Fed與瑞士央行等6家央行提高常備美元流動性換匯操作機制(Standing U.S. dollar liquidity swap line arrangement)之操作頻率，由每週1次改為每日1次，直至2023年4月底。

四、後續關注重點

(一) 歐美央行升息路徑對全球經濟金融之影響

若歐美央行持續大幅緊縮貨幣政策，可能使金融市場震盪加劇，致金融業之金融資產處分利益減少或減損增加，並可能使原本脆弱之經濟面臨更多風險，導致各國經濟有硬著陸之虞，值得關注。

(二) 若民眾對銀行體系信心不足問題尚存，隨傳染效應擴大，恐有引發系統性風險之虞

美國中小型銀行連續倒閉事件引發市場擔憂其餘地區性銀行經營狀況，例如西太平洋銀行曾傳出考慮出售，致股價大幅崩跌。此外，本事件凸顯銀行許多存款未受存

保保障問題⁹，一旦民眾對銀行體系信心崩潰，即使是體質健全銀行亦可能受到波及，隨傳染效應擴大而引發系統性風險，導致金融危機再現，不可不慎。

(三) 地區性銀行緊縮銀根對個人及中小型企業之衝擊

美國地區性銀行恐因存款大量流失而緊縮銀根，對家庭部門及企業部門造成不利衝擊。此外，因中小型銀行占美國銀行體系貸款比重達38%，若經營不善，可能對美國就業及GDP產生不利影響，使經濟下行風險升高。

(四) SVB倒閉後恐導致新創公司籌資不易，影響新創產業之未來發展

新創公司友善銀行SVB倒閉後，引發市場對美國科技業更廣泛衝擊的疑慮，新創公司融資需求增加，但卻不易透過IPO取得資金，恐使小型新創公司因資金問題而陷入經營困境，影響美國新創產業未來發展。

(五) 美國監理機關加強對銀行監理之力道，恐進一步使金融情勢更加緊縮

本次事件將促使監理機關重新檢討對中型銀行之監理力道，未來監理機關若強化監管銀行資產負債表利率風險，並將其納入資本適足率要求，可能導致金融情勢更加緊縮。

(六) 瑞士信貸AT1債券全額減損引發爭議，恐衝擊CoCo債券市場

近期瑞士信貸股東與AT1債權人承擔損失順位引發爭議，恐導致市場對AT1債券重新評價，促使銀行發行之AT1 CoCo債券籌資成本上升，影響銀行發行此類債券意願，不利市場發展。此外，未來各國亦須檢討對CoCo債券資本適足率計提之管理。

五、對我國之影響

(一) 我國股市未受重大波及，且金融業對美國倒閉銀行及瑞士信貸之暴險尚屬可控

受市場憂慮金融危機再起及金融業暴險部位減損影響，金融保險類股價指數一度下跌並拖累上市股價指數，惟在美國及瑞士政府迅速介入處理激勵歐美股市後，股價指數已反彈，未受重大波及。此外，依據金管會統計，2023年2月底我國金融業對美國SVB、Silvergate、Signature及FRB等4家銀行暴險不高，合計僅新臺幣4.10億元；對瑞士信貸暴險約1,556億元，暴險尚屬可控，且均未投資瑞士信貸AT1債券。

(二) 我國銀行業財務體質佳，因應不利衝擊能力提升

本國銀行2022年稅前淨利3,928億元，創近20年新高，較2021年大幅增加541億元或15.97%；逾放比率續降至0.15%歷史新低，資產品質佳。各項資本適足比率均高於法定最低標準，且平均流動性覆蓋比率(LCR)及平均淨穩定資金比率(NSFR)遠高於法定標準100%，整體流動性風險不高。另中國信託、國泰世華、台北富邦、兆

豐、合庫及第一等6家系統性重要銀行(D-SIBs)，2022年底資本適足率皆已達2023年底應符合之要求¹⁰，顯示本國銀行整體財務穩健。

(三) 本國銀行資產負債結構與SVB等倒閉銀行不同，經營相對穩健

本國銀行國內分支機構(DBU)資金來源以穩定之個人及企業戶存款為主，較無集中單一類型客戶情形，且受到最

高存保保額新臺幣300萬元保障之存戶比率達98.01%，加上2023年3月底金融機構存放本行準備金約2.73兆元，存款準備充足；反之，SVB之存款客戶集中於新創產業，且存款未受存款保險保障之比重相當高(占存款總額的86%)。此外，本國銀行資產以放款占57.07%為主，投資比重不高，受國際金融市場之衝擊不大；反之，SVB近57%資金用於長天期債券投資(表A2-1)，當美國利率反轉快速上升時，即面臨大額評價損失。

(四) 我國升息步調平穩，未如美國加速大幅升息

美國政策利率快速調升引發全球金融市場動盪，尤其許多銀行在資金寬鬆期間累積大量債券投資，當利率反轉快速上升時，即面臨大額評價損失，甚或出現鉅額虧損。相較之下，國內物價漲幅相對歐美溫和，在本行漸進升息下，未造成國內債券市場大幅波動，且讓本國銀行有充分時間調整資產負債結構，存放款利差反而擴大¹¹，帶動2022年獲利創近20年新高。

(五) 必要時，本行將充分提供金融體系流動性

美歐銀行危機事件造成全球金融市場巨幅動盪，並帶動國內股匯市狹幅波動，但我國整體金融市場所受衝擊不大。未來國際金融事件若有引發國內銀行體系資金不正常流出之虞，本行將充分支應市場流動性，包括採行於全球金融危機時期即備有之擴大附買回操作機制¹²，提供金融機構所需資金。

六、結語

近期美國銀行發生倒閉事件及瑞士信貸爆發財務危機，係個別銀行因素所造成，雖然美國及瑞士政府採取立即果斷的行動，以避免銀行危機擴散，但未來不確定性仍高，且該等危機事件後續可能影響主要國家升息路徑、總體經濟、信用供給、金融監理強度及民眾對銀行體系信心等，應持續密切注意。

此外，本國銀行財務體質健全，營運特性亦與SVB及瑞士信貸等銀行不同，且未高度

表A2-1 本國銀行及SVB資產負債結構比較

單位：%

本國銀行				SVB			
資產		負債		資產		負債	
現金	6.64	存款	79.46	現金	6.52	存款	81.74
投資	27.83	其他	13.13	投資	56.68	其他	10.57
放款	57.07	權益	7.41	放款	34.76	權益	7.69
其他	8.46			其他	2.04		

註：1. 資料基準日為2022年底。

2. SVB投資包括備供出售證券(12.31%)、持有至到期證券(43.12%)及非流通與其他權益證券(1.25%)。

資料來源：SVB；本行編製。

參與加密貨幣交易；另在本行升息步調平穩下，本國銀行因存放款利差擴大，2022年獲利創近20年新高。整體而言，我國金融體系應不致於產生系統性風險。本行將隨時密切關注相關事件後續發展，並妥適運用各種政策工具，以維持我國金融穩定。

註：1. 係指提供虛擬資產服務包括貸款及即時交易支付系統等功能之銀行。

2. 2022年底FRB未受保險之存款比率為68%，遠高於摩根大通銀行43%、花旗銀行43%及富國銀行51%；放款與證券投資對存款比率為112%，亦高於摩根大通銀行之91%及花旗銀行之85%。資料來源為Fitch Solutions。
3. 2023年第1季FRB之存款流失4成，股價由2023年3月10日之81.76美元大跌至4月28日之3.51美元，跌幅達95%。
4. 係指資產規模排名。資料來源為2022年7月「銀行家」(The Banker)雜誌全球1,000大銀行。
5. 西方聯合銀行股價由2023年3月10日之49.34美元降至5月4日之18.2美元，跌幅達6成，惟近日市場恐慌情緒稍緩，5月10日股價回升至27.48美元。
6. 包括FRB、西方聯合銀行、Associated Banc-Corp、Bank of Hawaii Corporation、Comerica Incorporated、First Hawaiian, Inc.、INTRUST Financial Corporation、Washington Federal, Inc.、UMB Financial Corporation、U.S. Bancorp及Zions Bancorporation, National Association等11家銀行。
7. 應急可轉換債券(Contingent Convertible Bonds, 簡稱CoCo債券)為因應Basel III資本監理要求而產生之新種銀行籌資工具，當觸及特定條件時，該債權將轉為股權以承擔銀行損失。
8. 歐洲央行及英格蘭銀行於2023年3月20日發布聲明，指出普通股權益為吸收損失之第一順位，且僅有在普通股權益全數使用後，AT1債券才會被減損，並強調AT1資本為歐洲銀行資本結構的重要組成。
9. Jiang et al. (2023)研究指出，美國資產規模3,000億美元的190家銀行，未受存保保障的存款即使僅半數遭提領，若無監理機關介入處理，按市價評估之剩餘資產可能不足以支應受存保保障存款(估計可能超過2,500億美元)之提領。參考E.X. Jiang, G. Matvos, T. Piskorski, A. Seru (2023), "Monetary Tightening and US Bank Fragility in 2023: Mark-to-market Losses and Uninsured Depositor Runs?" *Stanford Institute for Economic Policy Research Working Paper No. 23-13*, March。
10. 非D-SIBs平均普通股權益比率、第1類資本比率及資本適足率之法定標準分別為7%、8.5%及10.5%。金管會要求D-SIBs須額外提列緩衝資本2%及內部管理資本2%，並自指定後之次年起分4年平均於各年年底前提列完成(其中內部管理資本要求之實施時程延後至2022年至2025年逐步提列)。
11. 本國銀行存放款利差為由2021年底(本行升息前)之1.24個百分點，擴大至2022年底(升息後)之1.36個百分點。
12. 本行附買回操作可分為「一般附買回操作機制」及「擴大附買回操作機制」，其中擴大附買回操作機制之操作對象除涵蓋銀行、票券公司及郵政公司外，尚包括證券、保險公司等，附買回期限可達180天。