

## (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。

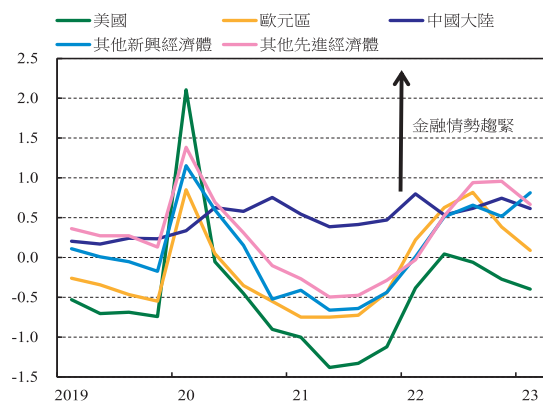
### 1. 金融情勢緊縮幅度放緩

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<sup>23</sup>，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。

<sup>23</sup> 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。

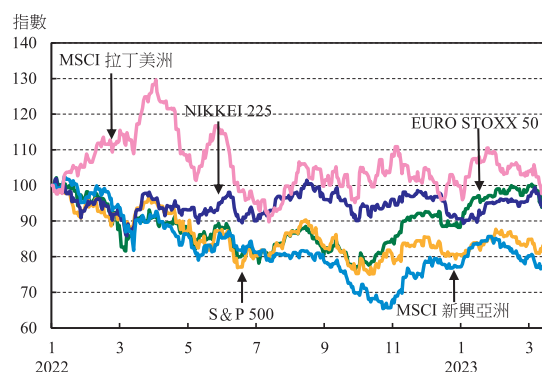
## 2. Fed快速升息引發全球金融市場震盪，並推升新興經濟體債務及資金外流風險

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<sup>24</sup>，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<sup>25</sup>，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

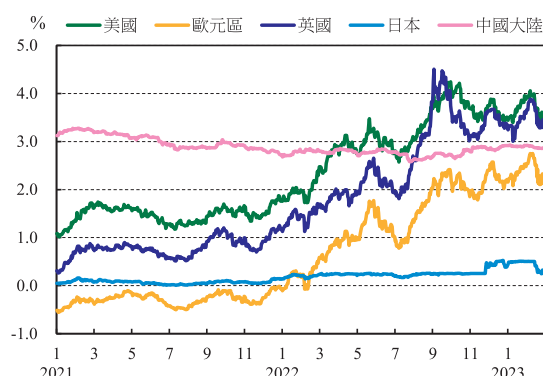


註：1. 2022年1月1日=100

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。

<sup>24</sup> 詳見表2-1。

<sup>25</sup> 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<sup>26</sup> 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<sup>27</sup>。

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<sup>28</sup>，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<sup>29</sup>。此外，6家主要央行亦提高美元互換交易頻率<sup>30</sup>，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。

<sup>26</sup> 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。

<sup>27</sup> 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。

<sup>28</sup> 同註22。

<sup>29</sup> 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。

<sup>30</sup> 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

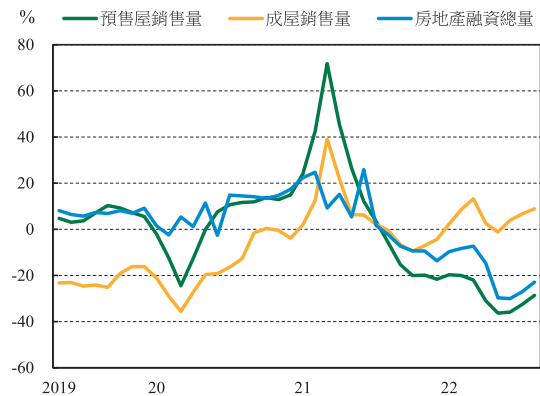
2022年為刺激房市買氣，中國大陸當局持續放寬房地產市場監管政策，惟因實施大規模封控措施，全年房地產市場銷售總額仍大幅萎縮28%(圖2-13)。在預售屋竣工及交屋進度緩慢衝擊消費者購買信心下，財務狀況較差之民間開發商持續面臨資金不足之挑戰。

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<sup>31</sup> 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%<sup>32</sup>，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)<sup>33</sup>，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<sup>34</sup>，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。

<sup>31</sup> IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, April.

<sup>32</sup> 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。

<sup>33</sup> 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。

<sup>34</sup> 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)<sup>35</sup>，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<sup>36</sup>，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。

<sup>35</sup> 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。

<sup>36</sup> 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。