

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2024)年3月本行理監事會議以來，製造業及服務業展望續呈擴張，有助延續經濟成長動能。2022年以來主要央行維持高利率政策抑制通膨，各國因經濟及金融結構差異致經濟與通膨表現分歧；近期美國高利率之累積效果發酵，經濟活動出現降溫現象，歐元區經濟則逐步回穩，全球整體經濟表現仍具韌性。S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.7%，持平於上(2023)年，明(2025)年亦持平於 2.7%。

物價方面，全球通膨率已自高點下降，惟先進經濟體勞動市場仍緊俏，服務類價格僵固性高，核心通膨率降幅較緩，致通膨降溫進展仍遲滯。S&P Global 上調本年先進經濟體通膨率預測值，由本年3月預測之 2.7%上調至 2.9%；預測本年全球通膨率由上年之 5.7%緩降至 4.8%，明年續降至 3.3%。

貨幣政策方面，主要經濟體經濟與通膨表現不一，貨幣政策調整步伐分歧。美國生產力與就業強勁成長，預期 Fed 貨幣政策維持審慎立場，明年有較大寬鬆貨幣政策空間；歐元區經濟表現平疲，通膨率自高點逐步朝 2%通膨率目標下降，ECB 於 6 月降息，惟後續降息路徑仍具不確定性；BoJ 預期貨幣政策將持續正常化，惟通膨與薪資成長良性循環關係脆弱，貨幣政策調整步步為營；中國大陸房地產市場拖累經濟表現，消費、投資信心不足，通縮風險仍存，中國人民銀行(以下簡稱人行)，貨幣政策有持續寬鬆空間。

金融市場方面，本年4月以來，市場預期 Fed 降息時程延後，美國 10 年期公債殖利率走揚，德、日 10 年期公債殖利率亦走升；中國大陸持續寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率續降。美元指數震盪走升，主要國家貨幣對美元多走貶；人工智慧(AI)應用議題持續帶動科技股上漲，多國股市紛創新高，陸、港股市自低點回漲，日本股市則自 3 月下旬創歷史高點後回落。

全球經濟及通膨前景仍面臨諸多不確定因素，包括貨幣政策動向及債務積壓增添金融市場脆弱性、中國大陸經濟復甦緩慢不利全球經濟、地緣政治風險及氣候變遷增添全球通膨壓力與全球經濟零碎化及供應鏈重組影響經貿發展等，其發展與影響宜多加留意。

(一)全球經濟表現具韌性，預測本年全球經濟率持平於上年

1. 全球經濟成長動能持續；主要經濟體經濟及通膨數據表現分歧，全球經濟仍具韌性

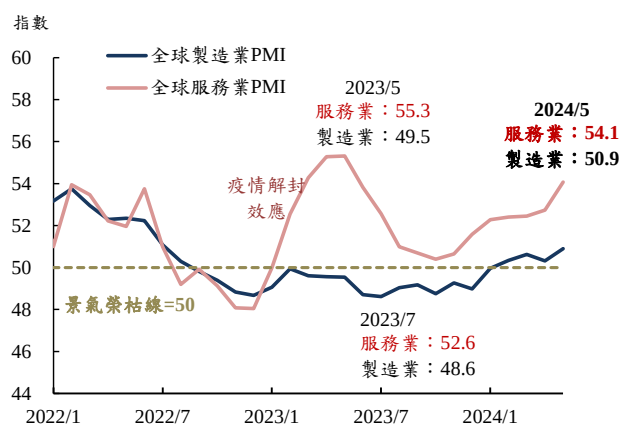
(1)本年以來，**全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)**均持續高於 50 景氣榮枯線，**企業展望續樂觀**有助**延續經濟成長動能**(圖 1)。

(2)全球主要央行同步緊縮貨幣抑制通膨，經濟及金融結構差異致**各經濟體經濟與通膨表現分歧**。

— **上年美國經濟**成長強勁，表現**優於預期**，支撐全球景氣，而歐元區經濟表現則疲弱；**近期**，美國大幅**升息**之**累積效果持續發酵**，越來越多的**數據劣於預期**，顯示**美國經濟活動逐漸降溫**；而**歐元區**通膨壓力趨緩下，**經濟指標多優於預期**，顯示歐元區經濟**逐步回穩**(圖 2)。經濟體間表現分歧，惟**全球整體經濟表現仍具韌性**。

— **美國物價僵固性高**，本年以來**通膨數據多高於預期**，高利率恐須維持更長時間；**歐元區**在能源價格回穩下，**通膨率較預期下降幅度較大**(圖 3)。抗通膨最後一哩路(the last mile)待完成，**全球通膨率朝緩降路徑發展**。

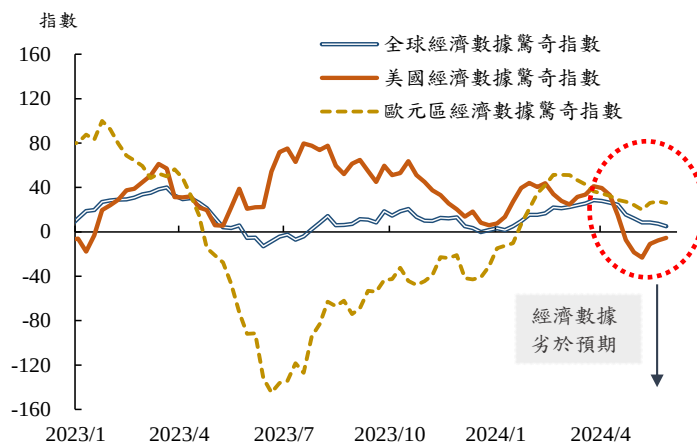
圖 1 全球製造業及服務業 PMI



註：PMI 指數高於 50 表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於 50 表示處於緊縮期(contraction)。

資料來源：J.P. Morgan

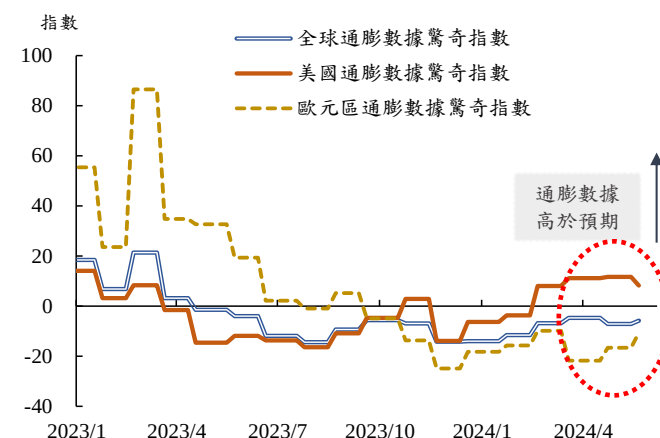
圖 2 花旗經濟活動數據驚奇指數



註：花旗銀行編製經濟活動驚奇指數(Citigroup Economic Surprise Index)，係統計 GDP 相關數據之實際值與主要機構預測值差距，指數大(小)於 0 之幅度，代表整體經濟活動數據優(劣)於預期之程度。

資料來源：Bloomberg

圖 3 花旗通膨數據驚奇指數



註：花旗銀行編製通膨數據驚奇指數(Citigroup Inflation Surprise Index)，係統計 CPI 相關數據之實際值與主要機構預測值差距，指數大(小)於 0 之幅度，代表整體物價漲幅高(低)於預期之程度。

資料來源：Bloomberg

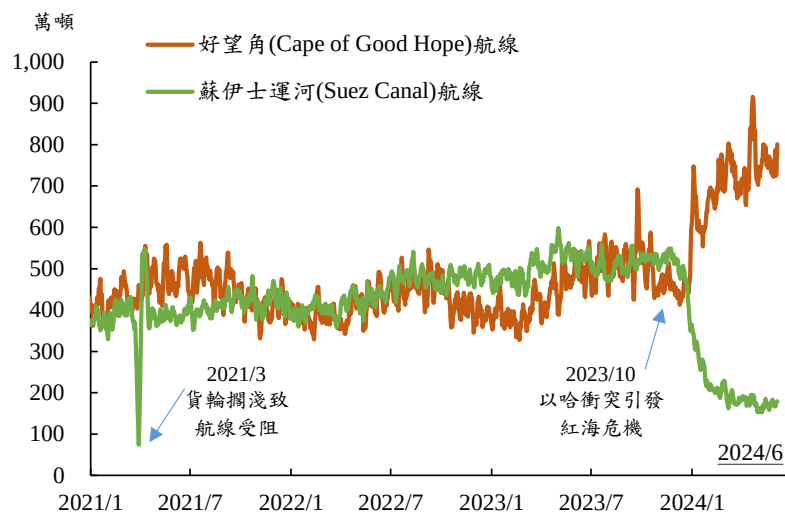
2. 近期紅海危機阻礙主要海運貿易運輸管道，惟全球供應鏈壓力未現

(1) 上年 10 月以哈衝突爆發後，武裝份子持續襲擊經由紅海地區通過蘇伊士運河航線貨輪，由於不確定性升高，海運業改道較遠之南非好望角航線因應(圖 4)。

(2) 2021 年 3 月蘇伊士運河因貨輪擱淺致航線受阻，導致全球供應鏈壓力驟增，主要港口貨櫃積壓及海運運價飆漲推升全球通膨壓力；惟上年 10 月底紅海危機迄今，運價升幅有限，全球供應鏈壓力仍低於歷史平均(圖 5)。

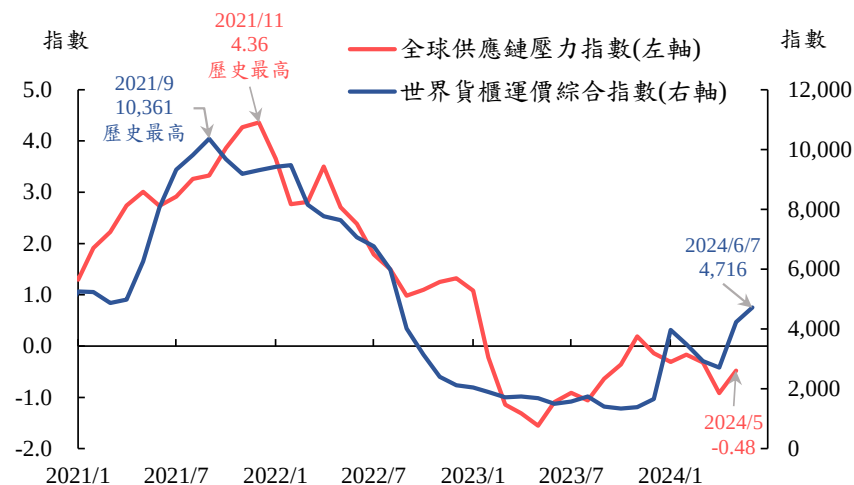
— 海運改道較遠航程將增加貨運交貨時程，且航程不確定性升高，宜持續關注後續發展。

圖 4 主要海運航道貨櫃貿易運輸量



資料來源：IMF Port Watch 網站

圖 5 全球供應鏈壓力及世界貨櫃運價指數



註：1. New York Fed 編製全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)，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。

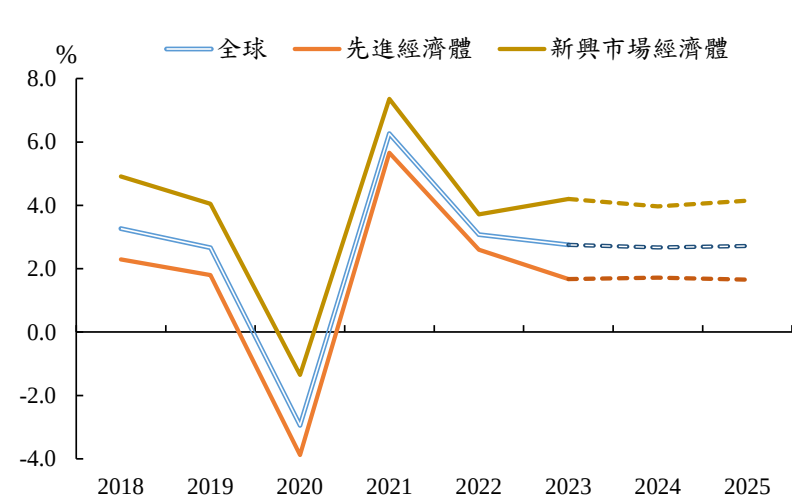
資料來源：Bloomberg、New York Fed

3. 全球經濟平穩成長，本年全球經濟成長率預測值為 2.7%，持平於上年，明年預測值亦持平於 2.7%

主要經濟體央行自 2022 年大幅升息以來，**全球經濟仍具韌性**，S&P Global **預測本年全球經濟成長率 2.7%，持平於上年，明(2025)年亦持平於 2.7%**；貨幣緊縮效果持續影響消費動能，**先進經濟體**今、明兩年**成長仍緩**，部分**新興市場經濟體**表現良好助益全球經濟平穩成長(圖 6)。

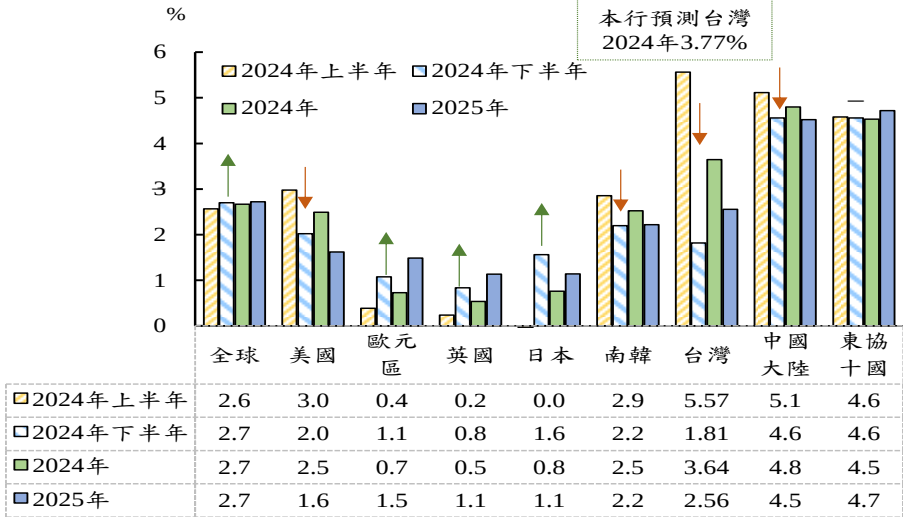
- **美國**：疫情期間累積之儲蓄逐漸用罄，企業疫情期間發行之債務面臨再融資挑戰，**貨幣緊縮累積效果持續發酵**，**預測本年下半年經濟成長率為 2.0%，低於上半年 3.0%，全年為 2.5%**，持平於上年，**明年降至 1.6%**(圖 7)。
- **歐元區與英國**：高利率政策影響信貸需求，消費及投資成長疲弱，惟**上年低基期效應**，及**降息預期升溫提振經濟信心**，**預測下半年成長率分別為 1.1%及 0.8%，高於上半年 0.4%及 0.2%，全年為 0.7%及 0.5%**，高於上年 0.5%及 0.1%，**明年續升至 1.5%及 1.1%**。
- **日本**：日圓大幅貶值推升進口價格，消費及投資需求仍低，預期**薪資上漲及汽車生產線恢復正常運作**，成長動能回升，**預測下半年成長率為 1.6%，高於上半年 0%，全年 0.8%**，低於上年 1.9%，**明年升至 1.1%**。
- **中國大陸**：官方陸續推出房地產激勵措施，惟**政策效果仍待觀察**，**預測下半年成長率為 4.6%，低於上半年 5.1%，全年 4.8%**，低於上年 5.2%，**明年續降至 4.5%**。

圖 6 S&P Global 對全球經濟成長率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

圖 7 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓、↑及—分別表示 2024 年下半年較上半年下降、上升及持平。

資料來源：S&P Global (2024/5/15)

(二)全球核心通膨率仍高，預測本年全球通膨率由上年 5.7% 緩降至 4.8%，明年續降

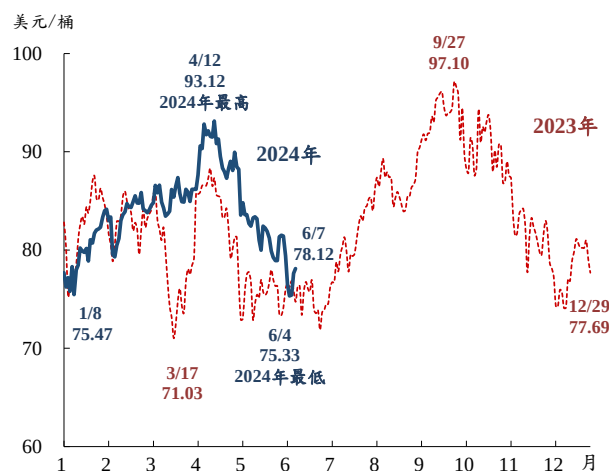
1. 本年 4 月以來，國際油價先升後降，穀價自低點略升，國際大宗商品價格震盪

(1) 本年 4 月以色列及伊朗爆發衝突，油價一度升破每桶 90 美元，創本年新高，嗣因中東衝突未擴大，加以擔憂美國維持高利率更長時間影響油需，本年 6 月石油輸出國組織及盟國(OPEC+)雖決議延長自願減產期限至 9 月底，惟亦宣布自第 4 季起逐步取消自願減產，油價自高點反轉下跌；本年油價於上年以來之價格區間震盪(圖 8)。

(2) 主要產區巴西及俄羅斯分別因大雨及霜凍氣候因素致作物受損，穀價指數自本年底檔區略升，惟隨天候因素逐漸緩和而回落；本年穀價平均值低於上年(圖 9)。

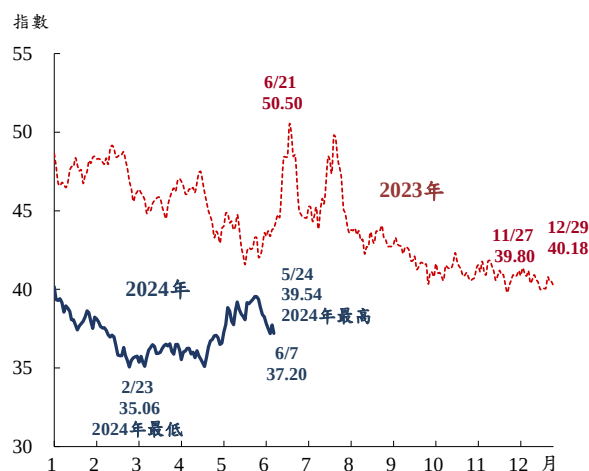
(3) 全球製造業活動復甦，中國大陸推出房市援助政策刺激經濟，工業用基本金屬價格上漲，抵銷油價大幅下跌影響，6 月 7 日代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格約略持平於 3 月底；本年 R/J CRB 期貨價格平均值仍高於上年(圖 10)。

圖 8 布蘭特原油現貨價格



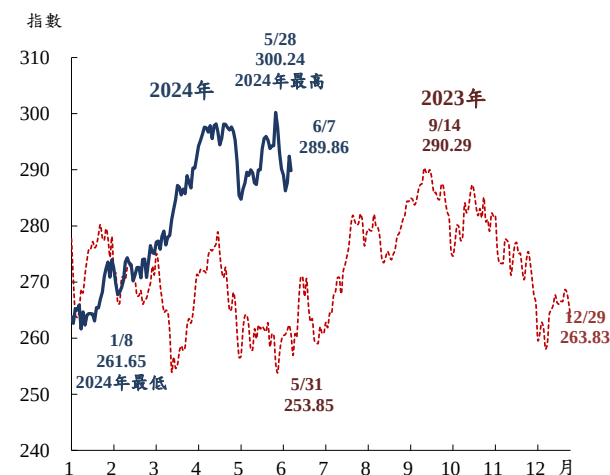
資料來源：LSEG Datastream

圖 9 穀物 3 個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 10 R/J CRB 期貨價格指數



註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源(權重 39%)、軟性商品(權重 21%)、穀物(權重 13%)、工業用金屬(權重 13%)、貴金屬(權重 7%)及牲畜(權重 7%)等 6 大類商品期貨價格編製而成。
資料來源：LSEG Datastream

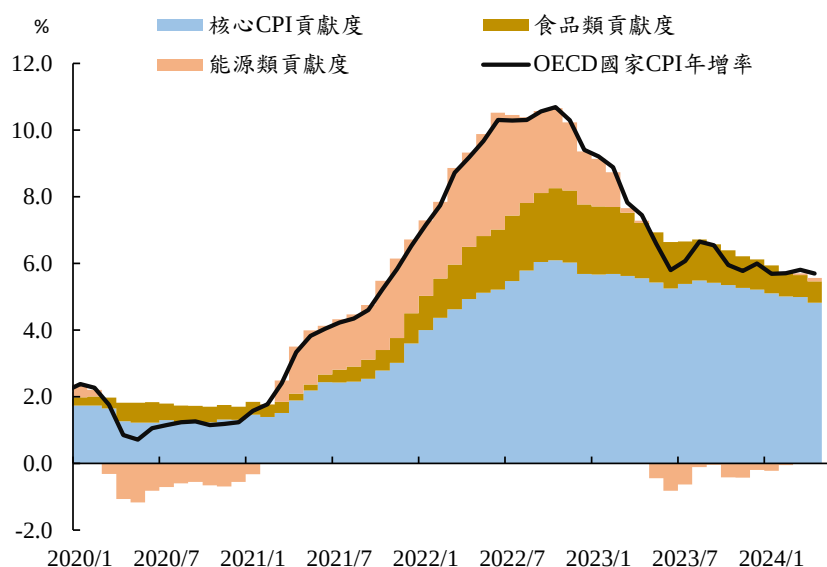
2. 全球核心通膨率緩降，主因服務類價格僵固性高

(1) 全球通膨率已自高點下降；惟**核心通膨率降幅較緩**，致**主要經濟體通膨降溫進展仍遲滯**(圖 11)。

(2) **核心通膨率受服務類價格影響程度大**，而目前利率上升對服務類價格之影響程度未如預期，另主要經濟體勞動市場緊俏且薪資持續成長，支撐**服務類通膨率居高**(圖 12)。

- 能源及食品等生活用品價格高漲將減損勞工實質所得，在勞動市場緊俏下，勞工將要求提高工資以弭補購買力損失，進而傳遞影響企業投入成本，致**美、歐等先進經濟體服務類通膨率仍居高**。**亞洲**國家通膨率較低，薪資增幅亦有限，**服務類通膨率低於美、歐**。

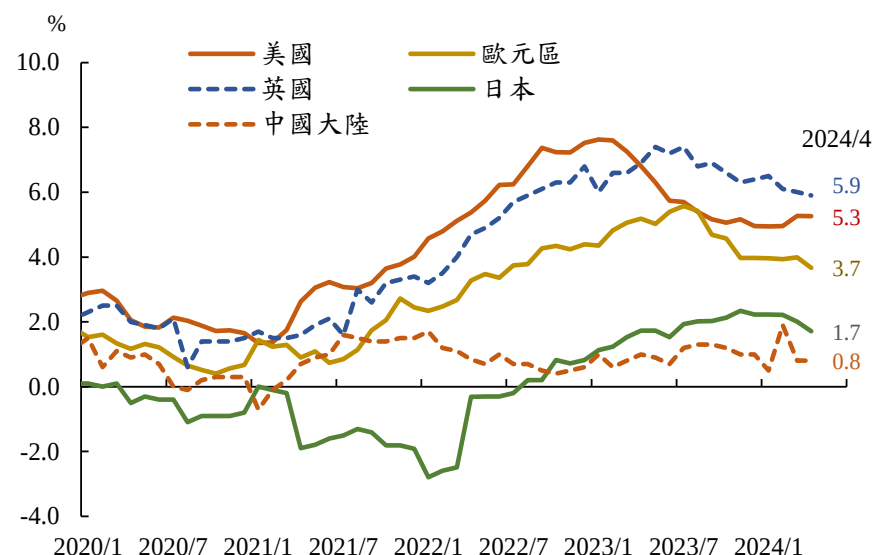
圖 11 OECD 國家通膨率組成貢獻度



註：OECD 以 38 個會員國之消費支出為權數，編製 OECD 國家整體通膨率及其組成項之通膨率。

資料來源：OECD，作者計算

圖 12 主要經濟體服務類通膨率



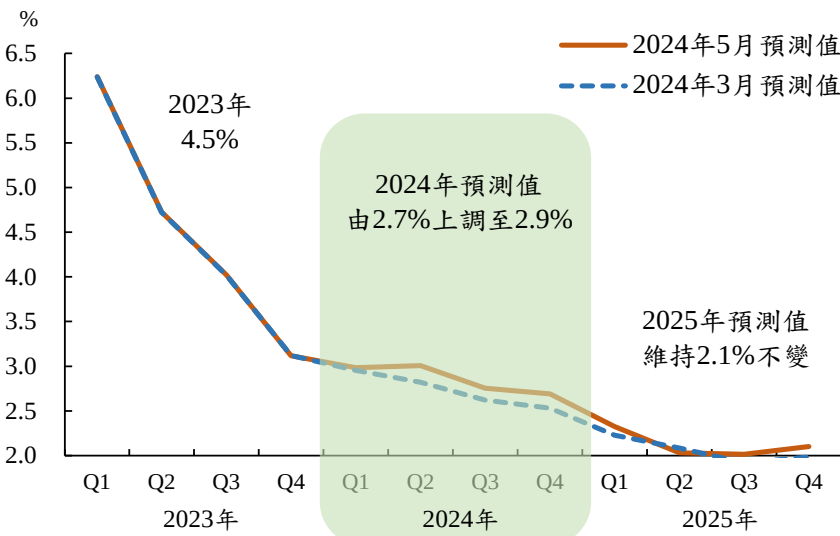
資料來源：LSEG Datastream

3. 本年全球消費者物價指數年增率預測值為 4.8%，低於上年之 5.7%，明年續降至 3.3%

服務類價格僵固程度高於預期，S&P Global 上修先進經濟體 CPI 年增率預測路徑，通膨率降至央行 2% 目標路徑仍顛簸(圖 13)。惟貨幣政策已具限制性，國際油價下降對物價有遞延影響效果，全球通膨率預期將持續走低；預測本年下半年全球 CPI 年增率低於上半年，全年預測值為 4.8%，低於上年 5.7%，明年續降至 3.3% (圖 14)。

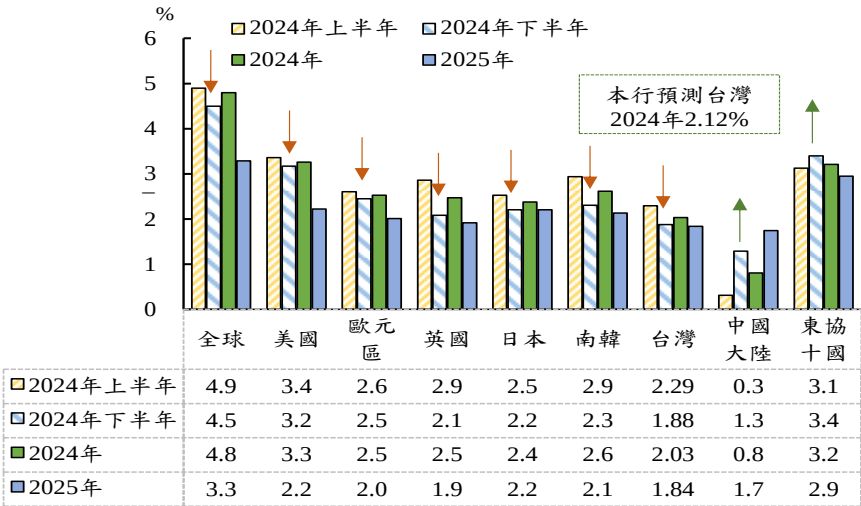
- 美國：房租等服務類價格年增率仍居高，通膨率緩降，預測本年下半年 CPI 年增率 3.2%，低於上半年 3.4%，全年為 3.3%，低於上年 4.1%，明年降至 2.2%，仍高於央行目標。
- 歐元區與英國：能源價格下降助益通膨降溫，惟服務類價格僵固性仍高，預測本年下半年歐元區及英國 CPI 年增率分別為 2.5%及 2.1%，低於上半年 2.6%及 2.9%，全年均為 2.5%，低於上年 5.4%及 7.3%，明年降至 2.0%及 1.9%，接近央行目標。
- 日本：本年 5 月起政府將陸續終止對電費及瓦斯費之補助措施，並提高再生能源附加費，惟食品價格漲幅放緩，預測本年下半年 CPI 年增率 2.2%，低於上半年 2.5%，全年 2.4%，低於上年 3.3%，明年降至 2.2%，高於央行目標。
- 中國大陸：政策措施提振消費需求，避免陷入通縮困境，預測本年下半年 CPI 年增率 1.3%，低於上半年 0.3%，全年 0.8%，高於上年 0.2%，明年升至 1.7%，低於政府政策目標之 3%。

圖 13 S&P Global 上調先進經濟體 CPI 年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

圖 14 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



註：↓及↑分別表示 2024 年下半年較上半年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2024/5/15)

(三)主要經濟體經濟與通膨表現不一，貨幣政策調整步伐分歧¹

1. 美國生產力與就業強勁成長，本年經濟成長率高於估計之趨勢成長率，差距為正 0.5 個百分點，通膨率預測值高於 Fed 政策目標 0.5 個百分點，預期 Fed 貨幣政策維持審慎立場；惟明年經濟成長率將低於趨勢值，且通膨率接近政策目標(表 1)，Fed 將有較大寬鬆貨幣政策空間。
2. 歐元區受能源價格及緊縮貨幣政策影響大，經濟前景較美國保守，本年經濟成長率低於估計之趨勢成長率，差距為負 0.5 個百分點，通膨率預測值高於 ECB 政策目標 0.3 個百分點，降息空間較美國大；明年經濟成長率高於趨勢值，惟通膨率仍高於政策目標(表 1)，ECB 降息路徑存在不確定性。
3. 日本經濟成長與通膨走勢溫和，本年經濟成長率略高於估計之趨勢成長率，通膨率預測值略高於 BoJ 政策目標，貨幣政策將持續正常化，惟通膨與薪資成長良性循環關係仍弱，明年通膨率接近政策目標(表 1)，BoJ 貨幣政策調整步步為營。
4. 中國大陸本年經濟成長率雖高於估計之趨勢成長率，惟明年差距轉為負值，消費及投資信心不足，通膨率恐持續低於目標(表 1)，通縮風險仍存，貨幣政策有持續寬鬆空間。

表 1 OECD 對 2024 年與 2025 年主要經濟體經濟成長率、趨勢成長率及通膨率預測

單位：%

2024年	經濟成長率預測值(a)	估計之趨勢成長率(b)	差距(a-b)	2025年	經濟成長率預測值(a)	估計之趨勢成長率(b)	差距(a-b)
美國	2.6	2.1	0.5	美國	1.8	2.1	-0.2
歐元區	0.7	1.2	-0.5	歐元區	1.5	1.1	0.3
日本	0.5	0.3	0.1	日本	1.1	0.4	0.7
中國大陸	4.9	4.6	0.4	中國大陸	4.5	4.5	-0.02

2024年	通膨率預測值(a)	政策目標(b)	差距(a-b)	2025年	通膨率預測值(a)	政策目標(b)	差距(a-b)
美國	2.5	2.0	0.5	美國	2.0	2.0	0.05
歐元區	2.3	2.0	0.3	歐元區	2.2	2.0	0.2
日本	2.1	2.0	0.1	日本	2.0	2.0	-0.05
中國大陸	1.15	3.0	-1.8	中國大陸	1.17	3.0	-1.8

資料來源：OECD，作者計算

¹ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析」。

(四)主要經濟體公債殖利率走升，全球主要股市多上漲，美元先升後降

1. 美、德、日 10 年期公債殖利率走升，中國大陸低檔盤整

(1)本年 4 月以來，美國勞動市場續強勁，加以通膨率下降遲緩，市場一度預期 Fed 可能升息，美國 10 年期公債殖利率走揚，惟 5 月 Fed 表示再升息可能性低，但降息時程可能延後，且新發行公債需求低迷，10 年期公債殖利率於高點震盪；近期歐元區經濟數據表現優於預期，6 月 ECB 降息惟亦上修本年通膨預測值，德國 10 年期公債殖利率震盪走升；日本因日圓重貶恐推升物價，加以 5 月 BoJ 開始縮減購債規模，日本 10 年期公債殖利率一度升逾 1.0%；中國大陸持續寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率於本年低檔區盤整(圖 15)。

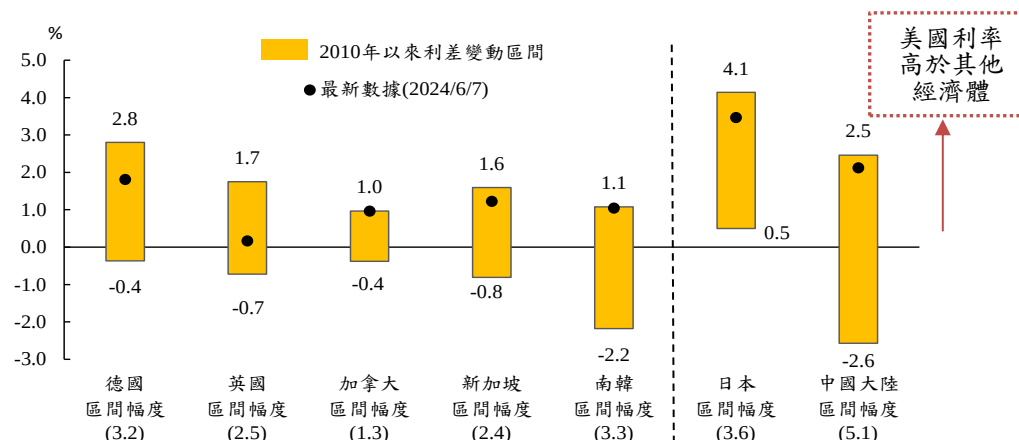
(2)全球經貿及金融體系連結程度漸深，大國政策具外溢效應(spillover effect)將影響其他國家經濟、物價與金融情勢發展。觀察 2010 年以來全球多次景氣循環，各國經濟情勢不一而出現升降息時程分歧之短期現象，惟反映經濟趨勢之長天期利率具共同變動(co-movement)特性，致各國間長天期利差仍維持在區間變動(圖 16)。如近期各界預期美國降息時程將晚於歐元區，惟美、德利差仍處歷史變動區間內，顯示市場預期美、歐貨幣政策不致出現大幅分歧現象，貨幣政策同步性仍高(圖 16)。

圖 15 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖 16 美國與其他經濟體 10 年期公債之利差變動



註：1. 利差係以美國 10 年期公債殖利率減其他經濟體 10 年期公債殖利率。
2. 日本過去實施殖利率曲線控制措施，中國大陸與國際金融市場連結度較低，為兩國與美國間利差變動區間較大之原因。

資料來源：LSEG Datastream

2. 全球主要股市多上漲

本年4月以來，以伊爆發衝突，復以投資人擔憂 Fed 若再度升息恐衝擊全球經濟，主要股市自高點下滑，惟 Fed 停止升息基調，市場推測美國經濟「軟著陸」可能性提升，加上市場預期主要央行貨幣政策方向轉趨寬鬆，美國科技股再度走揚，多國股市紛創新高²；惟陸、港股市與其他主要股市表現差異大，近期在投資人預期政府政策措施有望改善經濟前景後自低點回漲(圖 17)。本年6月7日與3月底相較，全球主要股市多上漲(圖 18)。

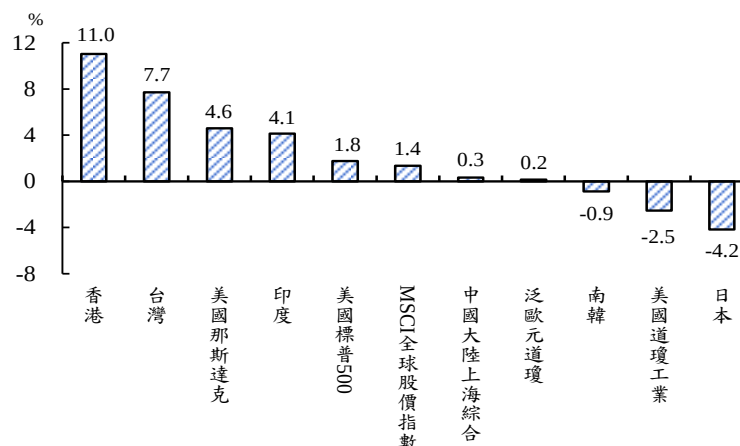
- 美股：輝達(Nvidia)第1季財報亮眼，AI 熱潮持續發酵，那斯達克指數及標普 500 指數創歷史新高，傳統大型股之道瓊工業指數則在創下歷史新高後轉跌。
- 日股：日本薪資上漲及日圓大幅波動增添企業營運不確定性，日股自歷史高點回落，下跌 4.2%，跌幅較大。
- 陸股：中國大陸房地產激勵措施有望提振房市，政府另推出改善公司治理政策，陸股略漲 0.3%。
- 港股：在港上市之中國大陸房地產類股走揚，另預期中國大陸當局將調降內地投資人經「港股通」投資港股之股息稅率，港股上漲 11.0%，漲幅較大。

圖 17 全球主要股市變動比較



圖 18 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年6月7日與3月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

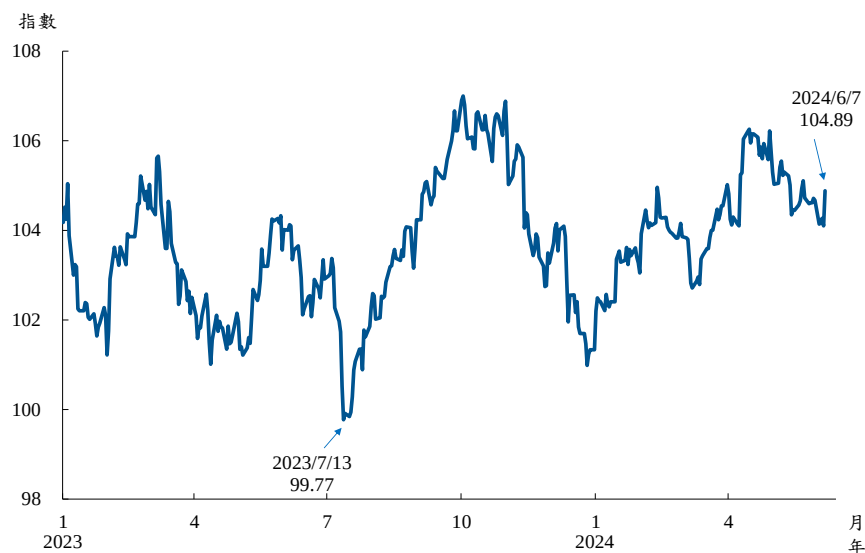
² 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、近期全球股市變動分析—兼論ETF熱潮對台股之影響」。

3. 美元指數先升後降，主要國家貨幣對美元多走貶

本年 4 月，Fed 貨幣政策轉趨寬鬆之預期減弱，美國與其他經濟體利差可能擴大，而中東地區衝突加劇則推升避險情緒，帶動美元指數迅速走升；5 月以來，Fed 宣布放緩縮表速度，復以美國經濟數據走弱，美元指數回落(圖 19)。本年 6 月 7 日與 3 月底比較，主要國家貨幣對美元多走貶(圖 20)。

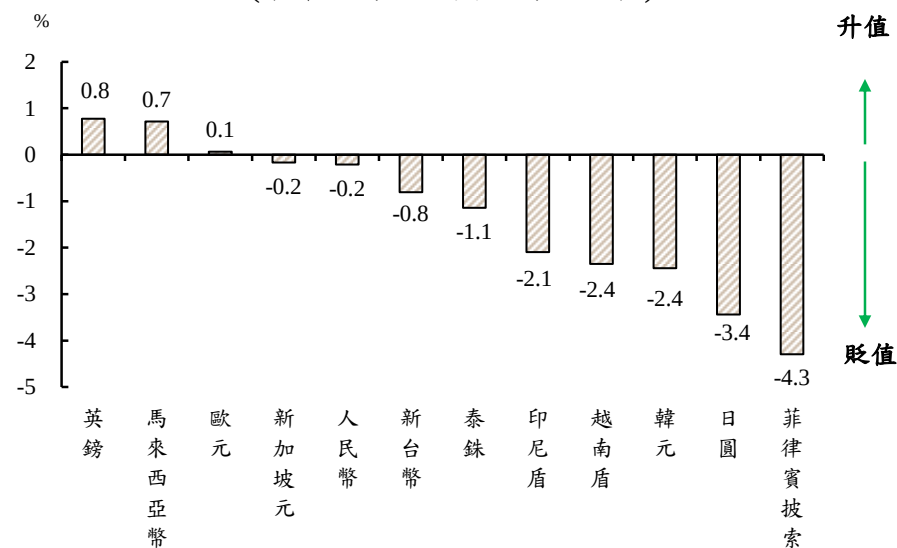
- 歐元：歐元區經濟前景改善，ECB 降息惟調升本年通膨預測值，歐元對美元升值 0.1%。
- 英鎊：英國第 1 季經濟成長好轉，加以其 4 月通膨緩降，市場對 BoE 降息之預期減弱，英鎊對美元升值 0.8%。
- 日圓：因 BoJ 貨幣政策仍寬鬆，以及日本第 1 季經濟陷萎縮，日圓對美元貶值 3.4%。
- 人民幣：人行續採寬鬆政策，惟穩匯措施持續，加以推出支撐房市等經濟激勵政策，人民幣對美元略貶 0.2%。

圖 19 DXY 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：LSEG Datastream

圖 20 主要經濟體貨幣對美元升貶幅
(本年 6 月 7 日與 3 月底比較)



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

(五)全球經濟前景面臨諸多不確定因素影響

全球貿易活動漸次復甦，經濟平穩成長，惟經濟前景面臨諸多不確定因素³(圖 21)，仍需持續關注後續發展及影響。

圖 21 全球經濟前景面臨之不確定因素

貨幣政策動向及債務積壓增添金融市場脆弱性

- 美國通膨僵固，貨幣政策持審慎立場，高利率維持更長時間，歐元區於 6 月降息，惟未來政策仍具不確定性，日本依薪資與物價是否出現持續性之良性循環進行決策；各國依經濟情勢調整貨幣政策，若主要央行政策走向持續分歧將影響國際資金流向，致匯率大幅波動，影響全球經濟及金融穩定。
- 地緣政治、天然災害及人口結構因素增添政府財政支出壓力，復以利率走高增加債務淨利息支出，使政府債務持續積累；另企業亦將面臨較高利率及較緊縮的融資條件，亦增添金融市場脆弱性。

地緣政治及氣候變遷風險增添全球通膨壓力

- 若俄烏戰爭及中東衝突升級，恐推升全球航運成本，並影響原油等大宗商品價格，增添全球通膨發展的不確定性。
- 氣候變遷影響農作物生產，亦使能源供應不確定性升高，而全球淨零減碳措施，恐增加成本上升壓力，進一步可能推升產品價格，均影響未來全球通膨發展。

中國大陸經濟復甦緩慢不利全球經濟

- 中國大陸房市景氣低迷，若政府未能有效管理陷入困境之房地產開發商，恐使房地產投資嚴重萎縮，房價下跌再次制約消費信心，內需放緩將加劇通縮壓力，亦不利經濟復甦。
- 中國大陸經濟負面效應，亦將透過貿易管道衝擊與其貿易關係密切之經濟體。若政府部門持續以擴大生產及外銷來達成經濟成長目標，恐導致部分產業產能過剩，進而引發國際間貿易摩擦加劇，不利全球經濟發展。

全球經濟零碎化及供應鏈重組影響經貿發展

- 美中角力及地緣政治風險升溫，恐將對跨境貿易、資本及勞工技術等流動產生更多限制，加劇全球經濟零碎化發展。
- 另本年多國舉行大選，而年底美國總統大選結果將對全球政經發展帶來關鍵性影響。若經貿政策轉變，加徵關稅將致成本提升，衝擊相關產業之營運，而貿易摩擦增加亦加速全球供應鏈重組腳步，進而影響全球經貿發展。

³ 主要參考 OECD (2024), “An Unfolding Recovery,” *OECD Economic Outlook*, May 5 ; IMF (2024), “Fiscal Policy in the Great Election Year,” *Fiscal Monitor*, Apr. 17 ; IMF (2024), “Steady But Slow: Resilience Amid Divergence,” *World Economic Outlook*, Apr. 16 ; ADB (2024), *Asian Development Outlook*, Apr. 11。