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

2023年全球抑制通膨期間，全年經濟成長率僅小幅下滑，經濟仍具韌性，但各國表現分歧，其中美、日經濟穩健成長，歐元區則大幅下滑，中國大陸在低基期影響下，經濟成長仍高於年初設定目標。

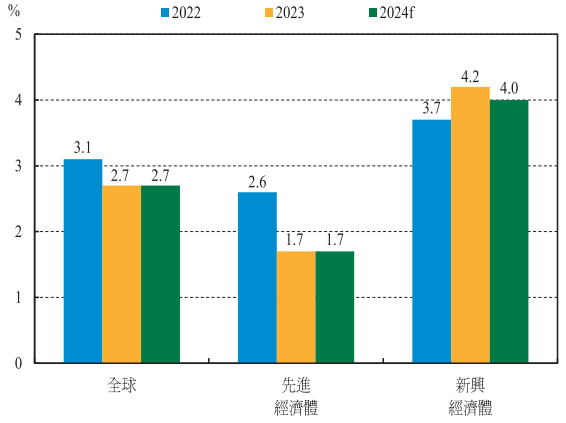
展望2024年，全球製造業及服務業景氣可望逐漸回溫，惟因地緣政治緊張與融資成本仍高等負面因素，預期全球經濟成長將持平，且全球通膨受地緣政治等多項因素影響，預估下降幅度有限，主要經濟體央行之貨幣政策路徑亦存在高度不確定性。

1. 全球經濟成長仍具韌性，但不確定性仍高

2023年全球對抗通膨期間，雖然主要央行大幅升息使經濟成長動能受限，但受惠於政府支出及家庭部門消費高於預期，推動就業及收入持續增加，以及勞動參與率較預期提升，有利供給面擴張，主要先進經濟體家庭部門於疫情期間累積大量儲蓄，亦有助於支撐全球經濟表現，全年經濟成長率僅小幅下滑至2.7%(圖2-1)，經濟活動仍具韌性。

展望2024年，全球製造業及服務業景氣逐漸回溫，可望增加經濟成長動能，惟地緣政治緊張與高利率環境之融資成本居高，加上美、歐央行貨幣政策動向仍具不確定性，恐不利全球經濟成長，而歐、美、印度等人口大國將舉辦重要選舉，亦增添國際政經情勢變數，

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2024f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2024/5/15)。

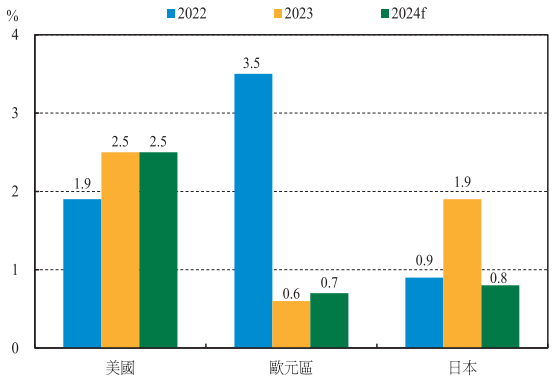
S&P Global[12] 預估2024年全球經濟成長率將持平於2.7%，其中先進經濟體續為1.7%，新興經濟體則回降至4.0%(圖2-1)。

2. 先進經濟體經濟走勢分歧

(1) 美國經濟成長穩健，且高於其他先進經濟體

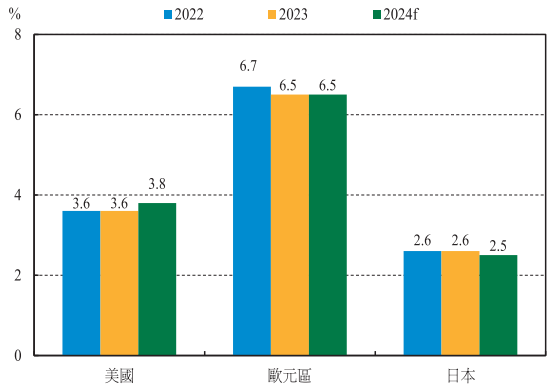
2023年美國Fed雖4度升息以抑制通膨，但就業市場普遍強勁，進而提高實質可支配所得，消費支出持續成長，加上政府財政支出大幅增加，經濟成長率由2022年之1.9%上升至2.5%(圖2-2)。2024年第1季以來，美股表現優於預期，有助於推升消費支出，但受就業市場逐漸降溫、政府財政支出減少，以及緊縮貨幣政策延遲效果發酵等影響，S&P Global預測2024年美國經濟成長率將持平於2.5%(圖2-2)，仍高於歐元區及日本，失業率則略升至3.8%(圖2-3)。

圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2024f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2024/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



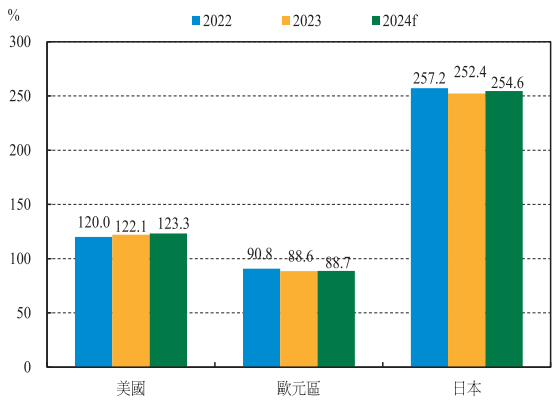
註：2024f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2024/5/15)。

財政方面，2023年美國稅收減少及升息致利息支出上升，復以晶片法案、抗通膨法案增加補助影響，政府財政赤字增加至1.7兆美元。2024年，鑑於美國將收回特定延期稅收以挹注歲入，美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)預測[13] 財政赤字將略降至1.6兆美元，占GDP比率為5.6%。隨GDP成長放緩，IMF預測[14] 2024年美國政府債務餘額對GDP比率將由2023年之122.1%升至123.3%(圖2-4)。

[12] 同註1。
[13] CBO (2024), "The Budget and Economic Outlook: 2024 to 2034," February.
[14] IMF (2024), *Fiscal Monitor*, April.

(2) 製造業疲軟恐持續拖累歐元區經濟表現

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2024f為IMF預測值。
資料來源：IMF (2024), *Fiscal Monitor*, April。

2023年歐元區受俄烏戰爭影響，進口能源價格飆升[15]，在高通膨及高利率環境下，部分製造業、商業投資活動及消費者信心遭受衝擊，以致全年經濟成長率大幅下滑至0.6%(圖2-2)。2024年隨能源價格衝擊消退，通膨逐漸回降，帶動實質收入成長，家庭部門消費因而增加，有利於經濟復甦，惟製造業環境仍相對嚴峻，加以歐洲央行(ECB)緊縮貨幣政策持續抑制需求，消費及出口表現持續低迷，S&P Global預估全年經濟成長率僅略升至0.7%(圖2-2)，失業率則持平於6.5%(圖2-3)。

財政方面，歐元區財政政策立場逐漸由擴張轉趨緊縮，歐盟執行委員會(European Commission)預估2024年財政赤字對GDP比率將由2023年之3.2%續降至3%以下[16]；由於財政赤字減少，IMF預測歐元區2024年政府債務餘額對GDP比率由2023年之88.6%僅略升至88.7%[17] (圖2-4)。

(3) 日本經濟成長大幅回升後恐將轉弱

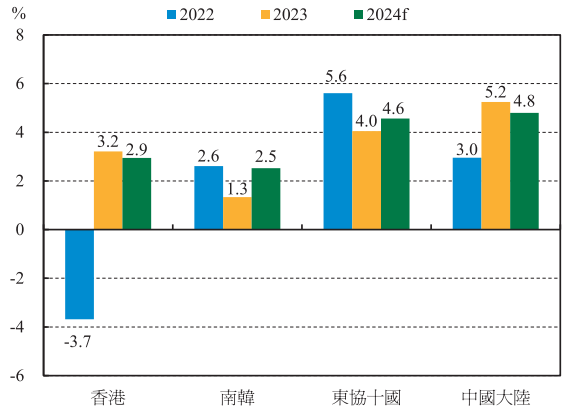
2023年日本受惠於疫後補償性消費熱潮、旅客赴日觀光激增及貨幣政策續呈寬鬆等因素，全年經濟成長率由2022年之0.9%大幅上升至1.9%(圖2-2)。2024年由於實質薪資長期負成長打擊消費信心，加上營建資材價格高漲及人力短缺造成設廠延遲，不利民間投資復甦；部分汽車產線延長停工時程影響出口[18]，S&P Global預測全年經濟成長率將下滑至0.8%(圖2-2)，失業率則略

[15] 相較美國係就業市場緊俏為核心通膨上升之主要原因，能源價格飆漲為推升歐元區核心通膨的關鍵因素，詳IMF (2023), *World Economic Outlook*, October。
[16] Council of the European Union (2023), "Eurogroup Statement on Draft Budgetary Plans for 2024," December.
[17] 同註14。
[18] 2023年12月底日本車廠龍頭豐田汽車(Toyota)因涉嫌測試不實，暫停境內生產線，原預計於2024年1月底重啟，惟遲至3月初陸續全部復工，影響汽車出口，拖累2024年第1季GDP。詳S&P Global Market Intelligence (2024), *Global Excutive Summary*, April。

降至2.5%(圖2-3)。

財政方面，2023年日本因能源價格上漲及強化國防等因素，持續採財政寬鬆政策，2024年因能登半島發生地震，日本追加預備費以協助災區重建，加以預算中社會福利費用續增至37.72兆日圓，IMF預測政府債務餘額對GDP比率[19]將升至254.6%(圖2-4)。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2024f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 (2024/5/15)。

3. 亞洲新興經濟體

(1) 中國大陸經濟成長恐趨緩

2023年中國大陸疫後經濟復甦未如預期，恆大及碧桂園等大型指標性房企相繼違約引發骨牌效應，房地產業陷入嚴重低迷，市場信心重創大幅削弱官方穩定經濟政策之有效性，惟在低基期效應影響下，全年經濟成長率仍大幅上揚至5.2%(圖2-5)，高於年初設定之5.0%目標。

展望2024年，由於中國大陸房地產業短期內恐難重返榮景，地方債務風險攀升，加上投資低迷、內需疲弱且人口結構加速惡化，經濟成長恐將趨緩，S&P Global預測全年經濟成長率將下滑至4.8%。財政方面，中國大陸將延續擴張性財政政策並加大調控力道以穩定經濟，IMF預測[20] 2024年政府債務餘額對GDP比率將持續上升至88.6%。

(2) 其他亞洲新興經濟體之經濟成長動能預期轉強

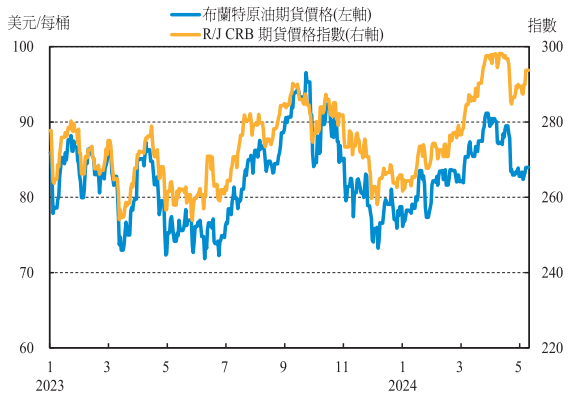
2023年全球經濟成長持續放緩，亞洲新興經濟體經濟亦多呈下滑。其中，除香港受益於疫情後遊客激增，帶動旅遊服務業強勁復甦，經濟成長率遽升至3.2%外，南韓及東協十國等出口導向型國家因全球需求下滑致出口大

[19] 同註14。
[20] 同註14。

幅衰退，經濟成長率分別縮減至1.3%及4.0%(圖2-5)。

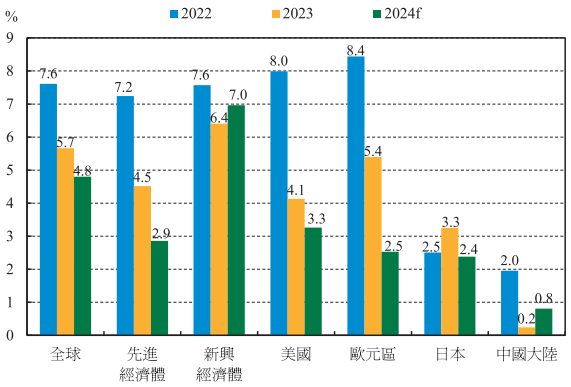
展望2024年，電子產品出口改善及全球旅遊業持續增溫，將有助其他亞洲新興經濟體之經濟成長動能轉強。其中，香港因與中國大陸經貿關係緊密，中國大陸經濟表現疲軟恐拖累其出口表現，S&P Global預測經濟成長率將下降至2.9%；南韓在科技產業強勁復甦之推動下，出口可望觸底反彈，預期經濟成長率加速回升至2.5%；東協十國亦多隨著內需擴張及出口改善，整體經濟成長率將上揚至4.6%(圖2-5)。

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：2024f為S&P Global Market Intelligence預測值。
資料來源：S&P Global Market Intelligence (2024/5/15)。

4. 全球通膨放緩，但仍居高

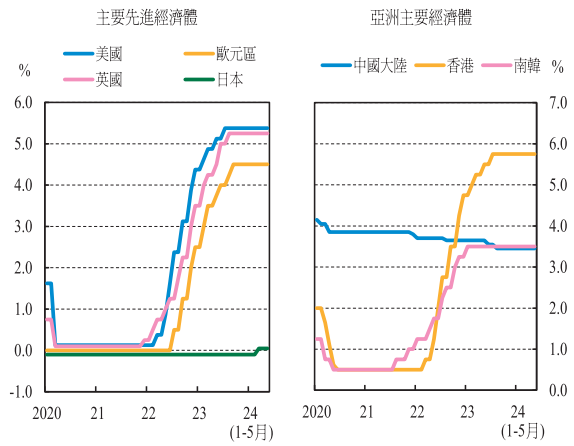
2023年油價受多空因素夾擊，其中石油輸出國組織及盟國(OPEC+)宣布減產及紅海航運危機等因素使原油價格上漲，惟市場預期中國大陸經濟前景惡化恐導致供給過剩，以及非OPEC國家增產幅度大於市場預期等，壓抑價格漲幅，全年原油價格呈區間震盪走勢(圖2-6)。原物料價格方面，因主要經濟體央行持續採取緊縮貨幣政策以因應通膨，反映整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數[21] 全年平均由2022年之285下降至2023年之272。影響所及，2023年全球CPI年增率由2022年之7.6%下降至5.7%，其中先進與新興經濟體分別下降至4.5%及6.4%(圖2-7)，惟仍高於2021年俄烏戰爭前水準[22]。

2024年以來，勞動市場持續降溫且貨幣政策仍相對緊縮，均有助於降低

[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%。
[22] 2021年全球CPI年增率為3.9%，其中先進與新興經濟體分別為3.2%及3.9%，詳本行2023年第17期金融穩定報告。

通膨，但鑑於地緣政治緊張局勢未歇，國際原物料仍可能因航運受阻再度面臨價格上行風險，加上極端氣候及聖嬰現象等引發糧食安全問題，以及服務類價格具僵固性等因素，S&P Global預測全球CPI年增率由2023年之5.7%下降至4.8%，下降幅度有限。其中先進經濟體將續降至2.9%，新興經濟體因許多拉丁美洲及新興歐洲經濟體提早進入貨幣寬鬆循環，S&P Global預測CPI將回升至7.0%(圖2-7)。

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2024年5月15日。

資料來源：各國/地區央行網站。

5. 主要經濟體央行貨幣政策路徑尚未明朗

2023年下半年以來，考量抗通膨行動已有進展，加以全球製造業緊縮、旅遊及娛樂等服務業活動降溫，復以全球地緣政治風險升高恐延後全球貿易復甦時程，主要央行多已暫停升息，但將利率維持於較高水準。其中，美國Fed於2023年7月調升聯邦資金利率目標區間至5.25%-5.50%後暫停升息，並持續執行資產負債表規模縮減計畫，強調將維持政策利率水準至通膨穩定邁向2%水準。

歐洲央行(ECB)於2023年7月終止資產購買計畫(APP)之到期本金再投資，並於7月與9月2度調升政策利率共0.5個百分點後暫停升息，表示未來將依據經濟金融數據、基礎通膨動態及貨幣政策對通膨展望之傳遞效果等，逐步調整貨幣政策基調。英格蘭銀行(BoE)考量薪資成長導致通膨壓力持續，2023年8月調升官方利率0.25個百分點至5.25%，其後亦暫停升息。日本央行(BoJ)因國內通膨壓力相對較輕，仍持續實施寬鬆貨幣政策，惟2024年3月調升政策利率約0.10個百分點，結束負利率政策(圖2-8、表2-1)。

亞洲經濟體中，中國大陸續採寬鬆貨幣政策以支撐實體經濟，2023年下半

年起陸續下調貸款市場報價利率及金融機構存款準備率。南韓央行則決定未來一段時間續採限制性政策立場，將基準利率維持於3.50%，以確保物價穩定；香港為維持聯繫匯率制度，2023年7月配合美國升息調升貼現窗口基本利率共0.25個百分點(圖2-8、表2-1)。

目前美、歐等央行大多有意持續將利率維持在限制性水準，以待通膨回落至理想區間，惟降息時間表存在高度不確定性。過早放鬆恐使經濟過熱，引發資產價格泡沫，並再度推升通膨，過晚降息則可能引發經濟衰退並影響金融體系，未來主要央行貨幣政策走勢值得密切關注。

表 2-1 2023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	● 鑑於通膨率仍高且勞動市場緊俏，Fed於2023年7月調升聯邦資金利率目標區間至5.25%-5.50%。 ● Fed於2024年3月表示，目前政策利率處於本次緊縮週期之峰值，若經濟大致如預期進展，將維持現行政策利率水準一段時間，且對通膨率降至2%目標較有信心前，不適合降息。
	持續執行資產負債表規模縮減計畫，自2024年6月起將減緩縮表速度，政府公債每月減持上限金額自600億美元調降至250億美元，另政府機構債券(agency debt)及政府機構房貸擔保證券(agency MBS)每月減持上限金額維持於350億美元，如有超出部分，則將用於再投資政府公債。
歐元區	● ECB於2023年7月及9月2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0.5個百分點至4.50%、4.75%及4.00%。 ● ECB於2024年3月宣布將調整貨幣政策操作架構，預計自2024年9月18日起，主要再融通操作利率與隔夜存款利率間利差由50個基點縮小至15個基點，以引導短期市場利率與ECB政策立場一致。
	ECB於2023年7月終止資產購買計畫(APP)之到期本金再投資。因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金則於2024年上半年持續全額再投資，下半年再投資規模平均每月減少75億歐元，至2024年底終止到期再投資。
英國	鑑於薪資成長導致通膨壓力更加持續，BoE於2023年8月決議調升官方利率0.25個百分點至5.25%。
	BoE於2023年9月宣布，未來12個月資產購買機制(asset purchase facility, APF)所購入英國公債之存量，將縮減1,000億英鎊至6,580億英鎊，包括到期不續作及出售。
日本	2024年3月BoJ調升政策利率約0.10個百分點，結束負利率政策，存款機構法定準備外之準備金(current account balance)付息利率為0.10%，貨幣政策架構引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間0%-0.10%左右。
	BoJ於2023年7月及10月2度調整殖利率曲線控制(YCC)政策，並於2024年3月結束該政策，但仍持續購入與目前規模(每月6兆日圓)相當之長期公債，若長期利率急升，將靈活增加購債額度及實施固定利率購債操作。
中國大陸	● 人行於2023年8月宣布下調7天期逆回購利率0.10個百分點至1.80%，並下調1年期中期借貸便利(MLF)利率0.15個百分點至2.50%，另隔夜、7天期及1個月期常備借貸便利(SLF)利率亦各下調0.10個百分點分別至2.65%、2.80%及3.15%，以維持銀行體系流動性合理充裕，並協助實體經濟融資成本下降。 ● 2023年8月及2024年2月，人行授權全國銀行間同業拆借中心公布，分別下調1年期及5年期貸款市場報價利率(LPR)0.10個百分點與0.25個百分點至3.45%及3.95%，以降低企業融資及居民消費貸款成本。 ● 為有效降低農業及中小企業融資成本，滿足企業融資需求，人行自2024年1月起下調支農(支持農業)再貸款、支小(支持小微企業)再貸款及再貼現利率各0.25個百分點至1.75%。 ● 2023年9月及2024年2月分別全面下調金融機構存款準備率0.25及0.50個百分點(不含已執行5%存款準備率之金融機構)，以保持流動性合理充裕，促進社會融資規模及貨幣供給量。
	2023年11月擴大公開市場逆回購操作及中期借貸便利(MLF)等工具之運用額度，以維持市場流動性合理充裕。

經濟體	內　　容
南韓	南韓央行維持基準利率於3.50%不變，決定未來一段時間續採限制性政策立場，以確保物價穩定，2024年1月暗示貨幣政策立場將轉趨中性。
香港	香港金融管理局於2023年7月調升貼現窗口基本利率0.25個百分點至5.75%，其後利率維持不變。

註：資料截至2024年5月15日。
資料來源：各官方網站。

(二) 國際金融情勢

2023年以來各國央行雖將利率維持高檔以抑制通膨，但因升息步伐趨緩，市場對降息預期轉趨樂觀，國際股債市場明顯回溫，全球金融情勢轉趨寬鬆，惟中國大陸雖略寬鬆，但因經濟前景不佳，加以房價與企業估值明顯走低，金融情勢[23]仍較歷史平均水準相對緊縮。

展望2024年，Fed等先進經濟體貨幣政策走勢、美國商業不動產授信品質惡化、中國大陸金融與房地產市場後續發展及地方政府債務居高問題，以及地緣政治與網路風險上升等因素，恐使全球金融不穩定風險加劇，值得關注。

1. 全球金融情勢轉趨寬鬆

2023年歐美等主要經濟體雖持續實施緊縮貨幣政策以抑制通膨，惟投資者預期通膨即將緩解，各國央行應能依靠政策工具使經濟軟著陸(soft landing)。在市場瀰漫降息預期下，歐美等先進經濟體企業估值(valuation)走升，使金融情勢漸趨寬鬆[24]。另一方面，中國大陸在實施寬鬆貨幣政策下，金融情勢雖略寬鬆，但因市場對其經濟成長缺乏動能及不動產市場壓力推升金融不穩定風險等疑慮尚存，不利風險性資產價格及投資者信心，金融情勢仍相對緊縮。

2024年以來，市場投資者對經濟軟著陸持續抱持審慎樂觀態度，加以長期債券收益率下滑，以及股市與公司債市場回溫等因素，IMF估計[25] 金融情勢進一步寬鬆，其中尤以先進經濟體最為明顯；新興經濟體因匯率波動度下滑，導致外部融資風險下降，金融情勢亦呈寬鬆。中國大陸金融情勢雖較上年底寬鬆，惟受房地產低迷不振等因素影響，整體情勢仍較歷史平均水準緊縮。

[23] IMF金融情勢指標包括利率、企業估值、房價與外部融資風險四大面向，中國大陸自2023年第2季以來，金融情勢指標雖略寬鬆，但仍較歷史平均水準相對緊縮，主要係企業估值與房價低迷不振所致。
[24] IMF (2023), *Global Financial Stability Report*, October.
[25] IMF (2024), *Global Financial Stability Report*, April.