

經濟體	內 容
南韓	南韓央行維持基準利率於3.50%不變，決定未來一段時間繼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去年底寬鬆，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.

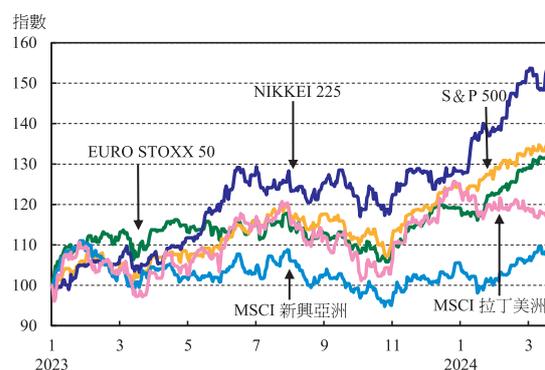
2. 先進經濟體未來貨幣政策走勢將對金融市場產生決定性影響

2023年以來在通膨趨緩下，全球股市緩步復甦，惟10月間美國公債殖利率飆升，致投資股票吸引力下滑，資金自股市流出，股價反轉下跌。11月以來，因市場預期Fed升息週期將進入尾聲，加以AI相關產品需求強勁，半導體等產業前景樂觀，歐美及日本股市大幅上揚，其中尤以日本漲幅最為明顯(圖2-9)。

債市方面，2023年由於歐美央行續採緊縮貨幣政策，公債殖利率逐步上揚，其中美國公債因遭降評及發行量增加，10年期公債殖利率於10月一度升抵16年以來高點，嗣後因市場解讀Fed貨幣政策立場轉向²⁶而回落，之後歐美各國公債殖利率呈現區間震盪走勢；日本因脫離負利率政策，公債殖利率明顯走升；中國大陸因經濟復甦不如預期，貨幣政策續呈寬鬆，公債殖利率緩步走跌(圖2-10)。

自2022年3月以來，Fed啟動強力升息導致短天期利率增幅大於長天期利率，殖利率曲線出現倒掛現象，截至2023年底已逾14個月。雖然目前美國家庭部門因累積足夠超額儲蓄，加以服務業部門展現韌性，尚未如以往殖利率曲線倒掛造成經濟大幅衰退，但美國利率走勢已造成全球金融循環震盪，金融資產價格亦上下波動(專欄1)，未來其結束升息循環時間點勢必對全球金融市場造成決定性影響，值得密切關注。

圖 2-9 國際股價指數表現



註：1. 2023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 2-10 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

²⁶ 2023年11月初美國Fed主席表示將關注長期利率等金融情勢變化對貨幣政策之影響，遭市場解讀為貨幣政策立場轉向。

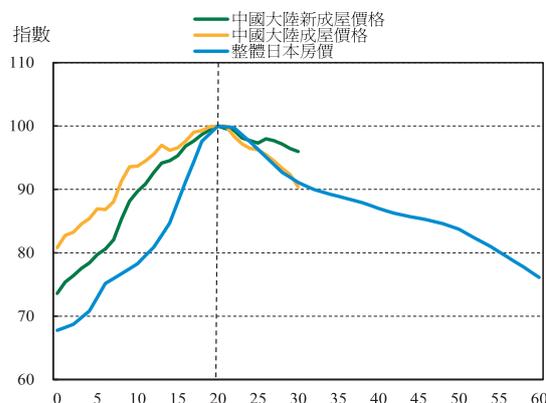
3. 中國大陸房市及股市走弱，加以地方政府債務問題未解，恐對金融機構產生嚴重負面衝擊

相較1990年代初期日本房地產泡沫化之價格走勢，中國大陸房地產市場尚未觸底，新成屋價格下跌幅度亦較為溫和(圖2-11)。然而IMF警告²⁷，目前中國大陸房價、房地產銷售額及投資活動等指標已明顯下滑，政府當局雖已採取降低貸款利率、鬆綁購屋限制，以及鼓勵銀行提供城中村(係指留存在城市內之傳統鄉村)改造與房地產企業貸款等措施，惟重建購屋者信心之成效仍相當有限。

除房地產市場外，中國大陸之地方政府融資平臺(local government financing vehicles, LGFVs)能否持續運作亦引發市場疑慮。根據IMF統計²⁸，2022年底中國大陸LGFVs債務餘額已達GDP之45%，其中4/5係由銀行透過貸款方式持有。該等LGFVs利息保障倍數未達1者逾30%，一旦失去政府支持，將無法繼續營運。若由銀行承擔LGFVs半數債務重整成本，將使銀行蒙受3.4兆人民幣之損失，約使資本適足率下降1.7個百分點。

受房地產市場疲弱及通縮壓力影響，中國大陸股市亦承受巨大壓力。儘管中國大陸政府自2023年第3季起實施穩定救市措施，惟市場情緒仍疲。自2023年10月以來，相較於全球股市強力反彈，中國大陸與香港股價跌幅均逾10%。2023年底，中國大陸股價較2021年高點下跌45%，並拖累股票與股債混合共同基金之淨資產價值減損逾20%。IMF警示²⁹，由於基金等財富管理商品持有者大多為市場散戶投資者，且多數缺乏因應市場波動經驗，當債券殖利率大幅上漲，若投資者大量贖回手中商品，將使殖利率進一步上揚，並引發其他融資市場緊縮。

圖 2-11 中國大陸與1990年代日本房價走勢比較



註：1. 縱軸為以資料最高點=100求得之指數。
2. 橫軸中資料開始點為0，60則為資料開始點之60個月後。其中中國大陸新成屋資料始點為2021年9月，成屋資料始點為2021年12月，日本房價資料始點為1990年9月。

資料來源：IMF (2024), *Global Financial Stability Report*, April。

²⁷ 同註25。

²⁸ 同註24。

²⁹ 同註25。

4. 美國商業不動產市場面臨挑戰

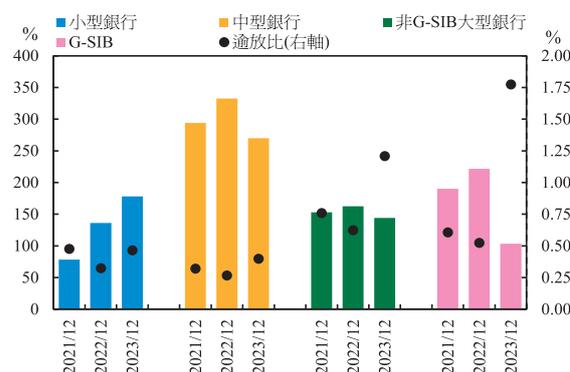
2020年疫情爆發以來，房地產市場已產生結構性變化，在供應鏈問題、勞動力短缺、遠程辦公成主流之衝擊下，歐美商業不動產市場明顯降溫，2023年全球商業不動產實質價格下跌12%³⁰，尤以美國最為嚴重。2023年底美國辦公室大樓價格大幅下跌23%，且CRE相關債務規模達6兆美元，在高利率環境下，預估2024年及2025年美國CRE市場到期之1兆美元債務中，再融資缺口將超過3,000億美元。此外，CRE放款品質亦明顯惡化，2023年底美國CRE逾放比率由上年之0.4%翻倍至0.81%，逾期放款覆蓋率亦由200%降至154%，其中尤以全球系統性重要銀行(G-SIB)下降幅度最明顯(圖2-12)。

IMF預估³¹ 2024年全球CRE價格可能在多區市場下跌超過10%，對小型及地區性銀行產生重大影響。該等銀行往往資本較低，且對CRE暴險亦高於大型銀行，一旦CRE價格下跌，將限縮其融資能力，嚴重情況下甚至導致放款條件再度緊縮，最終形成CRE價格下跌與銀行虧損之惡性循環，對總體金融環境產生不利衝擊。

5. 地緣政治及網路風險可能威脅金融穩定

隨俄烏戰爭、以巴及以伊衝突爆發，全球地緣政治風險持續升溫。OECD警示³² 戰事膠著將使全球經濟前景持續面臨高度不確定性，若衝突升溫導致經濟活動受到嚴重衝擊，將使資金急遽從風險性資產中撤離，導致資產價格下跌等

圖 2-12 美國商業不動產逾放比率及覆蓋率



註：1. 左軸為逾期放款覆蓋率，右軸為逾放比率。

2. 小型銀行定義為總資產低於100億美元的銀行，中型銀行定義為資產在100億美元至1,000億美元之銀行，非G-SIB大型銀行定義為資產超過1,000億美元且未歸類為G-SIB之銀行，G-SIB為全球系統性重要銀行。

資料來源：IMF (2024), *Global Financial Stability Report*, April。

³⁰ 同註25。

³¹ 同註24。

³² OECD (2024), "Interim Report February 2024: Strengthening the Foundations for Growth," *OECD Economic Outlook*, February.

負面影響³³。此外，地緣政治緊張情勢將使跨境信用及投資重配置，若情勢惡化將導致敵對國資本移動反轉流出，並使海外直接投資減少，引發金融碎片化(專欄2)。IMF指出³⁴，海外直接投資受限將不利資本累積，影響資產價格與配置，並衝擊國際支付系統，從而對整體金融穩定構成威脅。

自2020年疫情爆發以來，由於民眾對科技依賴度增加，加以金融創新及俄烏戰爭等因素，全球網路攻擊數目迅速攀升近一倍，且過去二十年所發生之網路攻擊事件，近1/5影響到金融體系相關部門，而銀行是最易受攻擊之目標。根據IMF估計³⁵，2004年以來金融機構回報之網路攻擊損失達120億美元，其中2020年以來損失達25億美元，且先進經濟體(尤其是美國)金融機構較新興經濟體更易遭受網路攻擊。IMF指出，網路攻擊可能使市場及大眾對金融機構喪失信心，嚴重時恐發生擠兌並造成流動性風險，最終中斷支付系統並影響銀行貸放能力，對總體經濟金融產生負面影響。

³³ OECD (2023), *OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 2*, November.

³⁴ IMF (2023), “Cold War II? Preserving Economic Cooperation Amid Geoeconomic Fragmentation,” December.

³⁵ IMF (2024), “Chapter 3: Cyber Risk: A Growing Concern for Macrofinancial Stability,” *Global Financial Stability Report*, April.

專欄1：Fed緊縮貨幣政策對美債殖利率曲線及美國經濟金融之影響分析

2022年COVID-19疫情爆發後，美國政府推出大規模財政刺激及貨幣政策以推升總合需求，惟經濟在負向供給衝擊下，總合供需失衡，導致美國通膨率創下40年新高。Fed為抑制高通膨率，於2022年3月啟動緊縮貨幣政策，其後於6月至11月4次升息各3碼，導致短天期利率升幅迅速大於長天期，殖利率曲線出現倒掛。由於歷史上美國公債殖利率曲線出現倒掛後，常伴隨經濟衰退，而本次倒掛截至2023年底已逾14個月，是否會再次成為美國經濟步入衰退之預警指標，引發市場關注。本專欄分析Fed貨幣政策對美債殖利率曲線及美國經濟金融之影響，將聚焦於Fed緊縮貨幣政策導致殖利率曲線出現倒掛，探討貨幣政策、殖利率曲線型態與經濟成長之關係，以及Fed緊縮貨幣政策及美債殖利率曲線對美國金融情勢及全球金融循環之影響。

一、Fed緊縮貨幣政策以抑制高通膨，導致公債殖利率曲線迅速出現倒掛且幅度大

美國整體PCE通膨率於2022年初突破6%，6月一度攀升至40年新高之7.1%¹，促使Fed於2022年3月啟動強力升息循環，將政策利率快速提高至限制經濟活動之水準(圖A1-1)，同期間10年期與3個月期殖利率曲線迅速平坦化，如次頁圖A1-2粉紅色柱狀體所示，2022年3月Fed啟動升息後數月，10年期及3個月期美國公債利差(右軸)由高點231個基點(2022/5/6)大幅縮小至接近0(2022/10/26)，並在啟動升息約半年後(2022/10/27)出現倒掛。相較於1990年代以來幾次升息經驗，本次殖利率曲線出現倒掛之時間點更快且幅度更大。

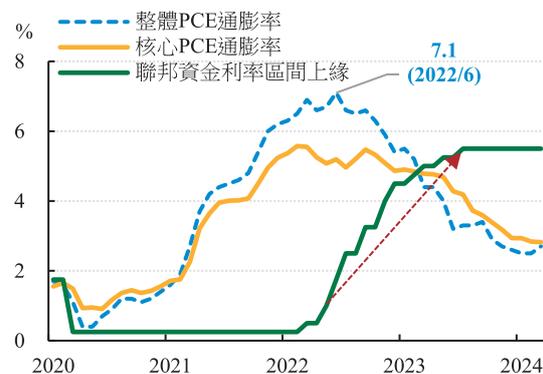
二、美國貨幣政策、市場預期與公債殖利率曲線在本次升息週期之轉折變化

疫情後通膨上揚主要反映複雜的總合供需失衡問題，增添Fed及市場對政策及經濟預測之難度，例如自Fed啟動升息迄今，曾數次出現市場預期與Fed政策不同調之情形，間接造成金融市場波動加劇，加上殖利率曲線亦出現轉折變化，更為Fed貨幣政策帶來挑戰。以下依美國重要經濟情勢之四次轉折(次頁圖A1-2)，說明四個階段殖利率曲線反映貨幣政策及市場預期之變動過程：

(一) 第一階段(2022/3-2022/10)：曲線快速平坦化

在Fed強力升息下，短天期利率大幅攀升，但長天期利率升幅較小，反映市場擔憂經濟前景，使長天期利率上升後下滑，其後隨市場修正衰退預期才止

圖A1-1 美國通膨及Fed政策利率



資料來源：Bloomberg。

跌回升。

圖 A1-2 2022年以來10年期與3個月期美債殖利率及利差



註：圖中紅色數值係特定日期所對應之10年期及3個月期公債利差，如2022年10月27日兩者利差為-8個基點、2023年5月3日兩者利差為-185個基點。

資料來源：Bloomberg。

(二) 第二階段(2022/11-2023/5)：曲線倒掛且幅度持續加深

此階段通膨居高，Fed維持鷹派，惟2022年底經濟降溫，加以2023年3月發生矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)倒閉事件，市場預期Fed年底將降息，長天期利率下跌，倒掛幅度加深。

(三) 第三階段(2023/5-2023/10)：曲線倒掛幅度快速縮小

因美國經濟展現韌性，Fed政策基調維持較高利率更長一段時間(higher for longer)，市場因而修正原先對經濟前景偏弱的預期，加以外界對美國財政情勢產生疑慮，債市供需失衡，長天期利率快速攀升。

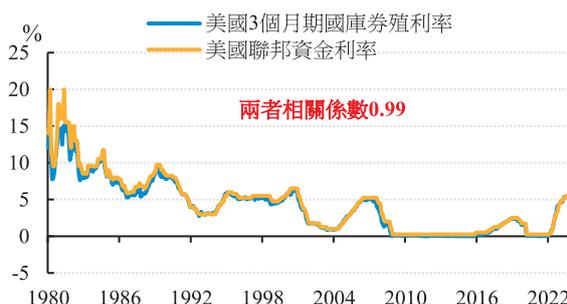
(四) 第四階段(2023/11-2023/12)：曲線倒掛幅度再度擴大

由於美國就業市場及通膨均出現放緩跡象，2023年11月初美國聯邦公開市場委員會(FOMC)會後記者會中，Fed主席淡化利率估測點圖預估可能再升1碼之訊息，市場預期Fed升息週期應已結束，長天期利率自高點回落。

三、貨幣政策、殖利率曲線型態與經濟成長之關聯

Fed透過貨幣政策及政策傳遞效應，影響殖利率曲線水準，進而影響不同部門之實質需求及金融市場各項資產價格，例如短天

圖A1-3 3個月期國庫券殖利率及聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg。

期利率走高通常不利消費信貸，並帶動美元走升，而中長期利率上揚則不利企業及房市投資，且將對股市評價、市場風險偏好及金融情勢帶來明顯負面影響。自本次Fed啟動升息循環以來，因整段殖利率曲線上移，已對不同部門之經濟表現產生負面效果。

(一) Fed透過貨幣政策影響債券殖利率曲線之短、中及長期利率，進而影響實體經濟²

1. 短天期殖利率主要受貨幣政策方向所主導(圖A1-3)，其利率水準影響美國消費者之汽車貸款或信用貸款等支出。
2. 中天期殖利率影響企業籌資成本。美國企業之資本支出週期多落於5年左右，並常透過發行公司債籌資，借款利率參考中期利率(5年期)指標進行加碼。中期利率上升將推升企業成本(圖A1-4)，使其更加審慎評估資本支出計畫。
3. 長天期殖利率影響美國房地產市場活動，如美國房貸利率係以10年期公債殖利率為主要參考指標，並依個人信用及資產狀況進行利率加碼，故長天期利率上升將帶動房貸利率上揚(圖A1-5)，對房市景氣通常會帶來抑制作用。

(二) 歷史經驗亦顯示，Fed升息過程導致製造業景氣走弱，但服務業部門是否萎縮才是美國經濟衰退之重要關鍵

1. 本次Fed啟動升息循環，導致美國ISM製造業指數於2022年11月跌破榮枯值並連續16個月低於50，惟同期間美國ISM非製造業指數仍維持在50以上(圖A1-6)，代表美國就

圖 A1-4 5年期公債殖利率及美國投資等級公司債殖利率



註：美國公司債指數自2000年8月始有殖利率資料。
資料來源：Bloomberg。

圖 A1-5 10年期公債殖利率及30年期固定房貸利率



資料來源：Bloomberg。

圖 A1-6 Fed升息週期及美國ISM非製造業指數



註：灰色陰影係NBER定義之經濟衰退期間；綠虛線為ISM非製造業指數之榮枯線，高於50代表非製造業景氣處於擴張期，低於50代表非製造業景氣處於緊縮期。

資料來源：Bloomberg。

業市場(尤其是服務業部門)仍強健，勞動所得持續成長，此係Fed啟動升息以來，經濟展現韌性之主因。

2. 然而近期非製造業指數雖仍呈擴張，但水準低於過往，其未來走勢係美國經濟能否達成軟著陸之重要關鍵。

(三) 民間財富所得穩健成長為美國經濟在本次升息週期仍展現韌性之主要原因

1. 2020至2021年美國財政部推出逾5兆美元之財政紓困方案(約當GDP之23%，詳見表A1-1)，致家庭部門儲蓄率大幅攀升³，而Fed緊急調降政策利率至0-0.25%，並於2020年6月實施無限量資產購買計畫(unlimited QE)，在2020至2022年期間共購買4.9兆美元美債。家庭部門因而累積大量超額儲蓄，有助於商品消費需求及解封後之服務消費需求，消費迅速成長，支撐企業獲利，使經濟具有韌性，顯見財政刺激及寬鬆貨幣政策之重要性。

表 A1-1 美國財政紓困規模及Fed資產增幅

	全球金融危機	COVID-19疫情期間
財政紓困方案規模 (約當GDP之比重)	0.83兆美元 ¹ (5%)	5.0兆美元 ² (23%)
Fed資產規模增幅 (事件發生後2年期間)	1.39兆美元 (約增加153%)	3.68兆美元 (約增加70%)

註：1. 「美國復甦及再投資法案(ARRA)」。

2. 包含「冠狀病毒援助、救濟和經濟安全法案(CARES)」及「2021年美國援助計畫法案(ARPA)」等。

資料來源：Bloomberg。

2. 勞動市場緊俏，企業釋出職缺數持續遠高於失業人數，推動工資上升，進而帶動消費支出持續成長。
3. 除薪資所得持續成長外，升息將對家庭部門產生所得及財富效果。例如，短天期利率高漲，家庭部門如將超額儲蓄投資於短天期資產，可賺取較高利率，而負債(房貸等)因已鎖定在先前較低之利率水準，有助於個人可支配所得增加⁴，進而帶動消費。此外，家庭部門之不動產淨值較疫情前大幅增加，且淨財富資產主要來源之股權資產，近年來價格亦屢創新高(尤其科技股)，進一步推升消費動能。

(四) Fed將利率維持於限制性水準較長一段期間，金融情勢趨緊將影響國內消費動能

1. 自2022年3月Fed強力升息並於6月進行縮表以來，美國金融情勢持續呈現緊縮。高盛編製之金融情勢指數⁵於2022年10月快速攀升至100.54，其後金融情勢略趨緩和，但仍維持相對高點，並於2023年10月底升至100.68之高點(圖A1-7)，主要反映當年3月矽谷銀行倒閉事件影響及Fed續持鷹派立場。2023年11月至12月底，由於Fed多位官員釋出金融情勢緊縮或可替代Fed升息之訊息，加以美國經濟出現放緩跡象，市場預

期Fed升息循環可能已達最高點，美債殖利率自高點回落，金融緊縮情勢趨緩。

2. 觀察美國多項貸款延遲繳款指數，2022年以來家庭部門面對銀行緊縮信貸標準及借貸成本攀升，各項債務延遲還款率已出現上升現象，一旦此趨勢延續，未來將影響銀行信貸成長，進而波及消費動能及影響經濟韌性。

四、Fed緊縮貨幣政策及美債殖利率對美國金融情勢及全球金融循環之影響

自Fed啟動升息循環以來，隨美國與全球金融情勢起伏，全球金融循環震盪，且金融資產價格波動加劇⁶(圖A1-8)。

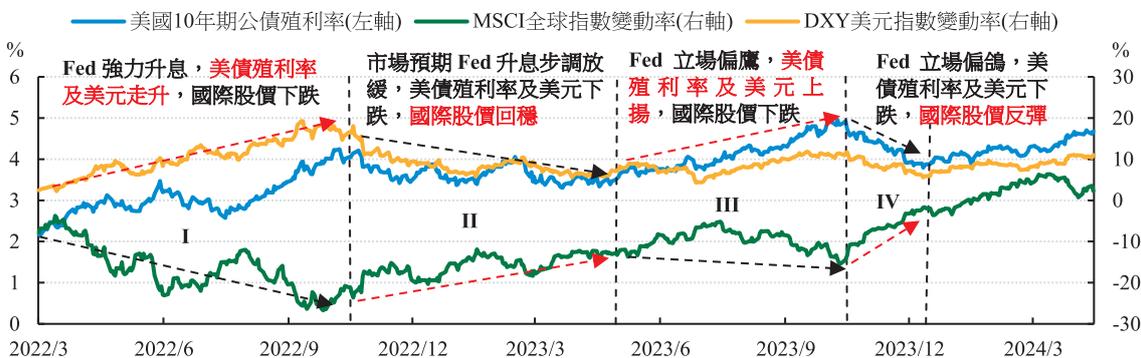
圖A1-7 高盛美國金融情勢指數(FCI)



註：FCI旨在衡量美國金融情勢緊俏程度，其組成成分及權重如下：(1)短天期利率(4.4%)；(2)長天期利率(45.1%)；公司債及公債殖利率利差(39.6%)；(4)股票(4.9%)；(5)貿易加權匯率指數(6.0%)。高盛FCI將2000年迄今金融情勢緊俏程度平均值設定為100，指數越高，代表金融情勢越趨緊俏，越低則代表金融情勢越趨緩和。

資料來源：Bloomberg。

圖 A1-8 美債、美元指數及國際股市動向



資料來源：Bloomberg。

1. 2022年3月至10月底間，Fed強力升息導致美債殖利率及美元走升，國際股價下跌，全球金融循環呈緊縮。
2. 2022年11月至2023年5月間，市場預期Fed升息步調放緩，美債殖利率及美元下跌，國際股價回穩，全球金融循環轉呈寬鬆。
3. 2023年5月至10月底間，因美國經濟具韌性，Fed立場偏鷹，市場亦認同Fed將維持較高利率更長一段時間，美債殖利率攀升，美元指數走強、股市承壓，全球金融循環轉呈緊縮。
4. 2023年11月至12月底，長債殖利率上揚造成金融情勢高度緊俏，Fed多位官員釋出金融情勢緊縮或可替代Fed升息之訊息後⁷，市場因而預期Fed升息循環可能結束，加以

美國經濟出現放緩跡象，美債殖利率自高點回落，美元走弱，全球股價再度反彈，金融循環又呈擴張，金融緊縮情勢趨緩。

五、結語

- (一) Fed透過貨幣政策影響短、中及長天期殖利率，進而影響實體經濟。其中，短天期殖利率主要受貨幣政策方向所主導，影響消費者之汽車貸款或信用貸款等支出，中天期殖利率影響企業籌資成本，長天期殖利率則影響美國房地產市場活動。
- (二) 本次Fed為對抗通膨啟動升息循環，導致美債殖利率曲線倒掛時間較早且幅度大，惟美國經濟仍展現韌性。究其原因，除疫情期間民間儲蓄因財政刺激方案而大幅攀升外，勞動市場緊俏及資產價格上漲的所得及財富效果，亦為民間消費及企業獲利得以持續成長的重要因素。考量Fed已將政策利率提高至限制性水準，帶動殖利率曲線上移，致金融情勢趨緊，未來景氣及民間消費是否亦會因高利率水準之緊縮效果而趨緩，為美國經濟能否達成軟著陸之重要關鍵。
- (三) 近年來，由於市場對Fed對抗通膨的決心、經濟韌性及通膨僵固性等議題，常存有不同看法，使長天期殖利率變動劇烈，波動度甚至大於股價，不利Fed貨幣政策的傳遞效果及金融穩定。近期Fed強化對殖利率及金融情勢與貨幣政策走向的市場溝通，避免市場對Fed的利率估測點圖出現過度反應，期使殖利率走勢能發揮傳遞政策效果之功能。

- 註：1. 2020年疫情爆發，導致商品供應鏈瓶頸，推動美國通膨於2021年明顯上升；之後隨疫情緩解與經濟重啟，服務需求增加，通膨攀升問題日益嚴峻；2022年2月爆發俄烏戰爭，使供應鏈瓶頸更加惡化，原油等商品價格居高不下。
2. 參見Federal Reserve (2021), "The Fed Explained What the Central Bank Does," *Public Education & Outreach*, August。
3. 2000至2019年家計部門儲蓄率平均值為5.2%，惟2020至2021年美國財政部推出大規模財政紓困方案，對個人發放每人3,200美元紓困金及調高失業給付等政策，致家計部門儲蓄率大幅曾攀升至2020年4月之歷史高點32.0%，其後家計部門動用該儲蓄，使儲蓄率逐步降低，2023年12月降至3.9%，2024年4月進一步降至3.2%。
4. 2023年10月底新承做30年期固定房貸利率接近8%，惟流通在外房貸利率平均僅約3.5%。此外，2023年9月底家庭部門資產規模達164.8兆美元，負債規模僅18.8兆美元，淨財富資產達139.9兆美元，代表可創造利息等所得的資產規模遠大於須支付利息之負債規模，有助於個人所得穩定成長。
5. 高盛之美國金融情勢指數成分包含：(1)短天期利率、(2)長天期利率、(3)公司債及公債殖利率利差(信用利差)、(4)股票、(5)貿易加權匯率指數。其中，利率上升及信用利差擴大、股市下跌及美元升值，指數將呈上升，並代表金融情勢更為緊俏(參見Hatzius, Jan and Sven Jari Stehn (2018), "The Case for a Financial Conditions Index," *Global Economics Paper*, Goldman Sachs, July; Davies, Gavyn and Executive Chairman (2023), "The Rising Importance of Financial Conditions for Fed Policy," *Fulcrum*, November)。
6. Fed貨幣政策除影響美債殖利率水準外，尚影響美元與市場風險趨避程度，三者交互作用構成全球共同因素，影響全球風險性資產價格及資本移動方向，造成全球金融循環現象，請參見中央銀行(2022)，「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9月。
7. 2023年9月FOMC之點陣圖顯示，年底前可能再升息1碼，惟其後主席Powell表示點陣圖的效力會隨著時間而消退，較長天期公債殖利率上揚，導致金融情勢緊俏，若此情勢持續，或許可替代Fed升息。參見FOMC (2023), "Minutes of the Federal Open Market Committee, October 31–November 1, 2023," November; Logan, Lorie (2023), "Financial Conditions and the Monetary Policy Outlook," Reserve Bank of Dallas, October。

專欄2：地緣政治風險對全球經濟金融之影響

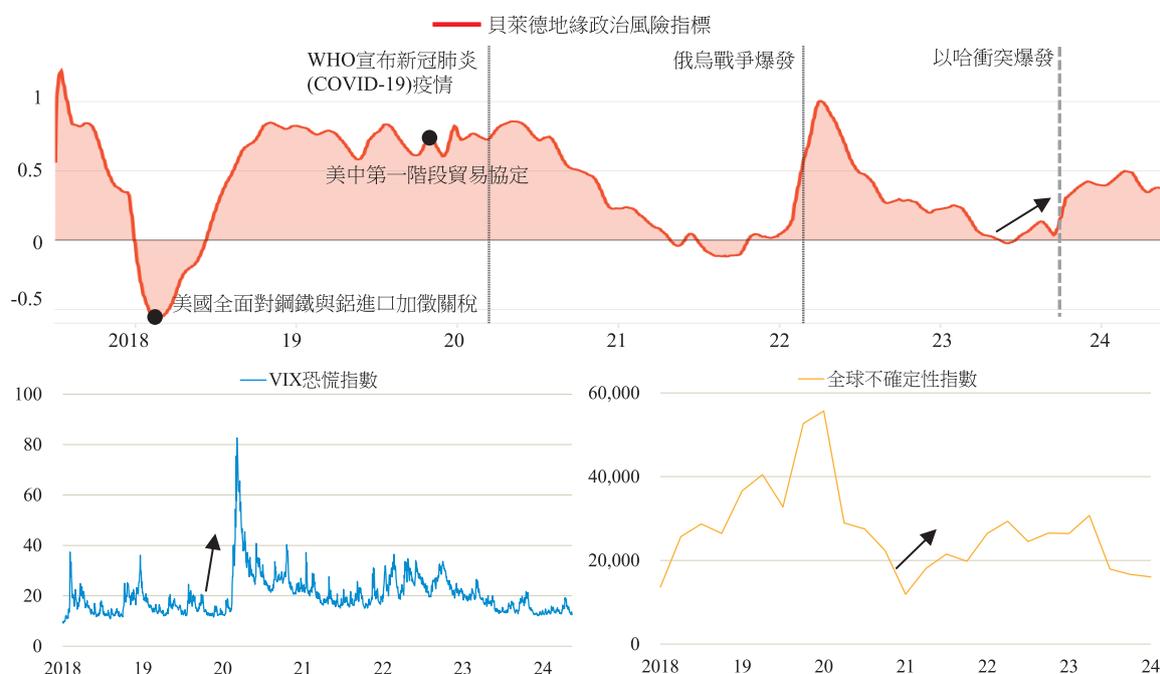
近年來美中角力、俄烏戰爭及以哈衝突等事件，使地緣政治(geopolitics)議題討論熱度不斷升溫。哈佛大學經濟學教授Dani Rodrik甚至表示，當前全球經濟的真正敵人是地緣政治，而非保護主義¹。地緣政治緊張關係帶來的不確定性，加劇各界對全球金融與經濟碎片化(fragmentation)之擔憂。本專欄說明地緣政治定義及其風險趨勢、近年主要地緣政治風險衝突事件，以及地緣政治風險升高對全球經濟成長與金融穩定之可能影響，提供金融監理機關及各界參考。

一、地緣政治之定義及風險趨勢

(一) 地緣政治屬人為的不確定性

瑞典政治學家Johan Rudolf Kjellén於20世紀初正式提出地緣政治一詞，主要指國際間藉地理安排(包括邊界、聯盟、空間網絡及天然資源等)影響權力關係。迄今，各方對地緣政治的解釋略有不同，但通常指地理與政治因素的相互關係如何影響一國的發展基礎，尤其強調地理位置對政治的影響。世界銀行前首席經濟學家Pinelopi Goldberg則將地緣政治稱為「人為的不確定性」(manmade uncertainty)²。

圖 A2-1 地緣政治風險指標



註：貝萊德地緣政治風險指標係日資料，期間至2024年5月15日；VIX恐慌指數係日資料，期間至2024年5月15日；全球不確定性指數係季資料，期間至2024年第1季。

資料來源：BlackRock網站、World Uncertainty Index網站及Bloomberg。

(二) 各項指標顯示地緣政治風險持續升高

全球地緣政治緊張情勢加劇，國際間用來衡量地緣政治風險之各項指標，如貝萊德地緣政治風險指標(BlackRock Geopolitical Risk Indicator)、VIX恐慌指數及全球不確定性指數(World Uncertainty Index, WUI)等(上頁圖A2-1)，均顯示地緣政治風險持續攀升³。此外，標普500指數(S&P 500)的美國上市公司主管在法說會及公司文件中，2023年提及「地緣政治」一詞近12,000次，幾乎是2年前的3倍。

二、近來重大地緣政治衝突事件尚未平息

(一) 俄烏戰爭迄今已逾2年

自2022年2月爆發俄烏戰爭以來，美國、歐盟及日本等主要經濟體陸續對俄羅斯祭出多項金融與經濟制裁⁴。俄烏戰爭衝擊全球食品及能源供給，推升各國生產成本，加上緊縮貨幣政策及終端需求疲弱等因素，導致全球經濟成長力道趨緩，其中歐元區經濟所受衝擊尤深。

(二) 美中對抗持續

2018年起美國對自中國大陸進口的商品加徵關稅，中國大陸隨即採取報復措施，引爆美中貿易戰。其後，美國加強對中國大陸取得半導體設計及製造技術之管制，中國大陸則予以反制，逐漸由貿易戰演變成科技戰，至今持續延燒。美中對抗未歇，地緣政治風險仍存，甚至牽動國際間的區域經濟整合，摩根大通認為2024年美國總統大選結果，將是影響未來地緣政治發展的關鍵⁵。

(三) 以哈衝突恐演變為大規模區域對抗

2023年10月巴勒斯坦激進組織哈瑪斯(Hamas)對以色列進行大規模突襲，雙方陷入交戰，引發國際組織關切。相關報告指出⁶，若以哈衝突進一步演變為大規模的區域對抗，國際油價可能飆漲75%，並可能使全球經濟風險加劇，包括貿易碎片化若導致供應鏈延宕，將使物價再漲、拉高通膨，恐對全球貨幣政策帶來潛在的連鎖反應。此外，同年11月葉門胡塞武裝組織發動紅海攻擊事件推升航運費用，並擾亂全球貿易管道及供應鏈，2024年1至2月蘇伊士運河貿易量已較上年同期大減50%⁷，若以哈衝突持續，其外溢風險將使全球經濟面臨更大挑戰。

(四) 東亞各方勢力軍事化程度高，政治緊張情勢日益升溫

近年東亞地區各鄰國因島礁與海域主權紛爭相互對立，中國大陸崛起及外交姿態日趨強硬，以及美國對俄烏戰爭及以哈衝突的作為存在爭議，均削弱美國對東亞地區盟國的軍事協助承諾，甚至遭受外界質疑⁸，加劇區域內不穩定因素，進而弱化昔日區

域內各國軍事外交關係之動態平衡，造成東亞政治緊張情勢日益升溫，值得留意。

三、地緣政治不確定性改變全球貿易及投資態樣，恐進一步衝擊物價及經濟成長

(一) 地緣政治緊張情勢升溫，各國貿易限制大幅增加

地緣政治風險的不確定性，促使貿易保護主義抬頭，各國傾向與外交關係一致的國家進行貿易。WTO參考外交政策相似度指數⁹，將聯合國成員分成以美國為首之西方集團及以中國大陸為首之東方集團，發現自2022年2月爆發俄烏戰爭以來，東、西集團間的貿易成長率，比集團內貿易成長率低4-6個百分點，且在各國政府推行供應鏈調整策略下，保護主義與歧視性措施大幅增加。根據IMF (2023c)統計¹⁰，全球每年商品、服務及投資的新貿易壁壘(trade tariffs)數量，由2019年約1,000個，大增至2022年將近3,000個。長遠來看，全球貿易壁壘數增加將對全球經濟帶來許多成本，衝擊原已疲弱的經濟成長，並削弱國際合作以因應新全球危機與挑戰的機會，進而提高全球經濟脆弱度。

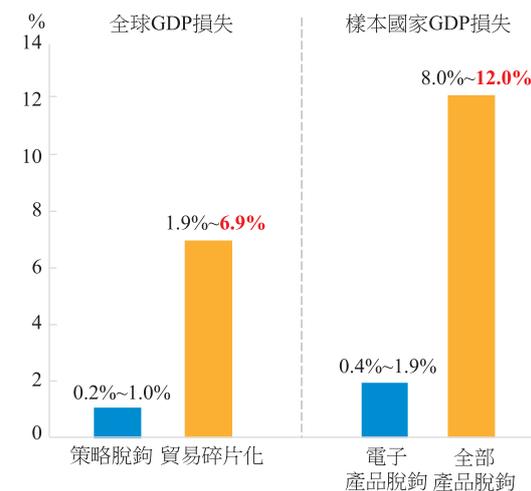
(二) 地緣政治距離已漸成為企業投資的重要考量

企業投資被迫選邊站，日益傾向在志同道合，即地緣政治距離(geopolitical distance)近的國家設廠。近年地緣政治因素對資本移動的影響加劇，當地緣政治風險提高，投資者自願或被迫將資金轉向地緣政治距離較近的國家，而非以往地理距離較近的國家，將使全球資本移動大幅改變，例如英國禁止俄羅斯之石油及黃金業者投資於英國，造成俄羅斯資金大幅撤出，影響總體金融穩定。

(三) 全球經濟碎片化恐加劇通膨，不利經濟成長

地緣政治風險引發商品價格高漲及供應鏈混亂，抵銷消費者信心低落及金融情勢緊張等通縮因子，導致全球通膨加劇¹¹、經濟活動衰退及全球貿易趨緩。此外，近期全球供應鏈混亂導致不少國家政府立法增加供應鏈安全，許多企業隨之調整策略，進而加速經濟碎片化；相關調查顯示，俄烏戰爭後，計劃進行供應鏈在地化的跨國企業家數比

圖A2-2 全球貿易碎片化造成的GDP損失



註：1. 策略脫鉤係指「美國-歐盟」與俄羅斯無貿易往來，且「美國-歐盟」與中國大陸間未進行高科技產品貿易，但與其他國家的貿易則不受限；貿易碎片化則指「美國-歐盟」及「俄羅斯-中國大陸」間無貿易往來，且加入兩大陣營的國家間亦無貿易往來。

2. 根據聯合國大會的投票情形將全球經濟體分為東、西方兩大陣營，且各國僅與陣營內國家進行貿易往來。

資料來源：Garcia-Saltos, Roberto et al. (2023)。

率，由25%增加至44%¹²。

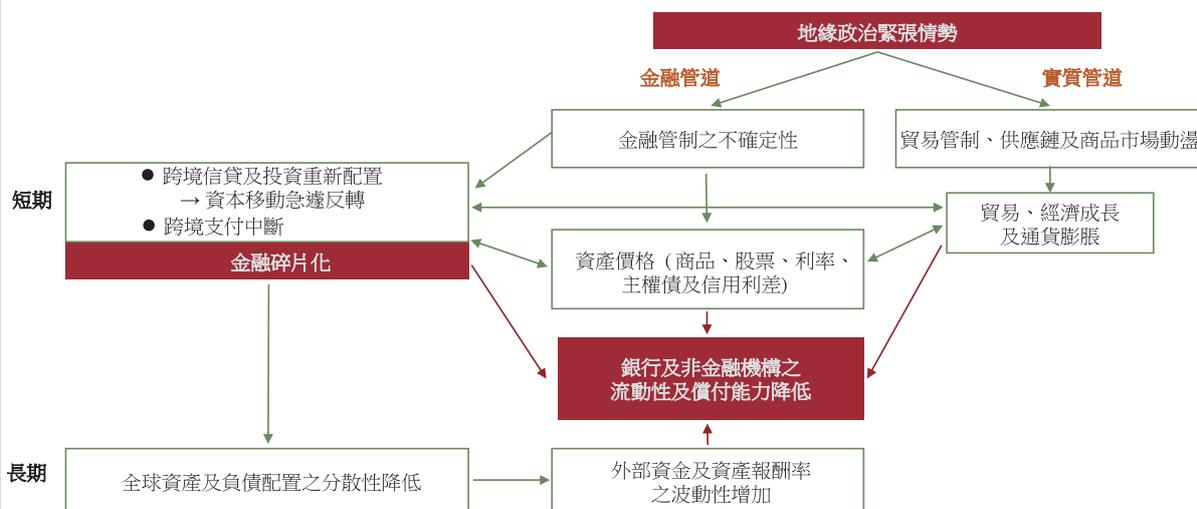
若全球供應鏈依地緣政治立場而碎片化，可能促使生產者捨棄較便宜的國外投入，全球CPI短期將增加4.8%，長期將增加0.9%¹³。相關研究亦指出，貿易碎片化將使長期產出損失最高達全球GDP的近7%(圖A2-2)¹⁴；若技術共享亦受到限制，若干國家的產出損失甚至可能高達GDP的12%¹⁵。IMF (2023a)指出¹⁶，全球經濟碎片化可能導致跨境移民減少、國際資金移動縮減及全球貿易衰退，小型開放經濟體受創尤深，倚賴國際貿易的亞洲國家亦難倖免。

四、地緣政治緊張情勢對金融穩定之影響

(一) 地緣政治衝突透過實質管道與金融管道，影響全球經濟金融情勢

地緣政治緊張局勢升溫，透過實質管道(如國際貿易及技術移轉限制、供應鏈及商品市場出現動盪等)與金融管道(如資本管制、金融制裁及國際資產凍結等)，衝擊全球經濟成長與金融情勢(圖A2-3)。

圖 A2-3 地緣政治緊張情勢之主要傳遞管道



資料來源：IMF (2023b)。

地緣政治緊張情勢促使跨境信用及投資重配置，減少對敵對國家之跨境授信額度；若情勢惡化，資本移動恐急劇反轉，導致金融碎片化。若受金融制裁的國家大幅增加，恐增加跨境支付成本、損害不同支付系統的互通性(interoperability)，甚至衝擊跨境匯款的價與量。此外，地緣政治風險亦會透過金融管道與實質管道交互效果，影響總體經濟及金融市場，導致資產價格下跌與經濟惡化。

(二) 地緣政治風險可能衝擊銀行部門，尤其資本比率較低之銀行

在金融碎片化下，跨境放款與投資急劇反轉，將推升銀行債務展期風險及融資成本。此外，當外部融資有限，地緣政治緊張情勢增添之不確定性，將擴大主權債券及信用利差，進而減損銀行資產價值，增加銀行融資成本。另地緣政治緊張情勢可能干擾供應鏈及實體商品市場，衝擊經濟成長及推升通膨，進而擴大銀行投資及放款損失，造成獲利能力及資本比率下降，引發金融穩定風險，並減少對實體經濟的放款；IMF (2023b)研究¹⁷顯示，低資本比率組別之銀行所受衝擊，遠高於資本充足之銀行。

五、結語

地緣政治不確定性不僅改變全球貿易與投資態勢，並可能影響通膨與經濟成長，且引發金融穩定風險，對各國央行及金融監理機關帶來挑戰。各國政府應盡最大努力透過外交談判化解政治衝突，避免地緣政治緊張情勢升溫，以降低對全球經濟金融之不利影響；國際監理及準則制定機構亦應持續促進金融監理及標準趨於一致，防止金融碎片化加劇。

註：1. Dani Rodrik (2023), "The Global Economy's Real Enemy is Geopolitics, Not Protectionism," *The Jordan Times*, September.

2. Donnan, Shawn and Enda Curran (2023), "The Global Economy Enters an Era of Upheaval," *Bloomberg*, September.

3. 各項指標近年來之攀升期間分別為：貝萊德地緣政治風險指標及VIX恐慌指數分別自2023年及2020年起；全球不確定性指數則指2021年以來。

4. 2022年主要經濟與金融制裁，包括禁止多家俄羅斯銀行使用環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統，切斷俄羅斯石油與天然氣出口之經濟命脈，以及阻止俄羅斯獲得戰備資源等。2023年新增制裁措施包括凍結部分俄羅斯金融機構、能源產業設備及化學品製造商之境外資產，禁止向俄羅斯進口鋼鐵及鋁，以及對俄羅斯海運出口柴油及燃料油設定價格上限等。

5. J.P.Morgan Global Research (2023), "Geopolitical Update," October.

6. World Bank (2023), "Commodity Markets Outlook: Under the Shadow of Geopolitical Risks," October; Shalal, Andrea and David Lawder (2023), "World Bank Urges Cooling of Israel-Gaza Conflict as Annual Meetings start," October.

7. IMF (2024), "Red Sea Attacks Disrupt Global Trade," *IMF Blog*, March.

8. 參見美國外交關係協會(Council on Foreign Relations)網站。

9. 2023年WTO報告引用Góes and Bekkers (2022)及Blanga-Gubbay and Rubínová (2023)，將聯合國成員投票情形視為外交政策傾向的參考依據。

10. IMF (2023c), "The High Cost of Global Economic Fragmentation," *IMF Blog*, August.

11. Caldara, Dario, Sarah Conlisk, Matteo Iacoviello and Maddie Penn (2023), "Do Geopolitical Risks Raise or Lower Inflation?" July.

12. McKinsey (2022), "Taking the Pulse of Shifting Supply Chains," August.

13. Attinasi, Maria-Grazia, Lukas Boeckelmann and Baptiste Meunier (2023), "Friend-shoring Global Value Chains: a Model-based Assessment," *ECB Economic Bulletin*, Issue 2/2023.

14. Bolhuis, Marijn A., Jiaqian Chen and Benjamin R Kett (2023), "Fragmentation in Global Trade: Accounting for Commodities," *IMF Working Paper*, No. 73, March.

15. Goes, Carlos and Eddy Bekkers (2022), "The Impact of Geopolitical Conflicts on Trade, Growth, and Innovation," *WTO Staff Working Paper*, June.

16. IMF (2023a), "Confronting Fragmentation Where It Matters Most: Trade, Debt, and Climate Action," *IMF Blog*, January.

17. IMF (2023b), "Chapter 3: Geopolitics and Financial Fragmentation," *Global Financial Stability Report*, April.