



# 中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



107.12.20

# 壹、本次理事會政策考量因素

## 本次理事會決議

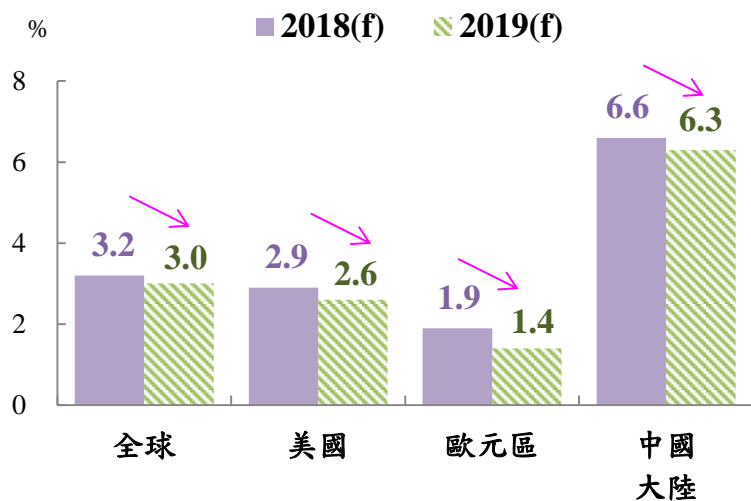
- 一、本行政策利率維持不變
- 二、2019年M2成長目標區仍為2.5%至6.5%

# 一、利率政策考量因素

## (一) 國際因素

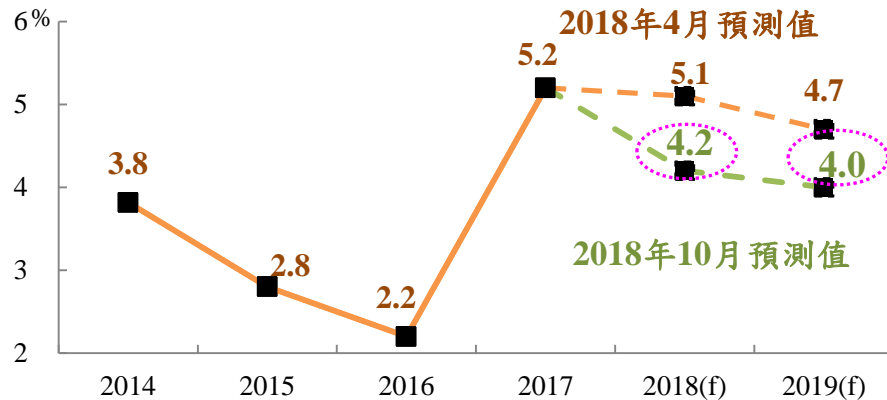
### 1. 受美中貿易衝突等影響，明年全球貿易量及經濟成長率放緩

全球及美、歐、中經濟成長率預測值



資料來源：IHS Markit (2018/12/18)

全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database 2018/4及2018/10

## 2.美國之外，主要央行貨幣政策立場多屬寬鬆

(1)Fed持續升息，Fed主席Powell在本年12月19日記者會指出，

明年較可能升息兩次，且未來貨幣政策仍將依經濟數據而定。

(2)歐洲央行將停止購債，惟政策利率維持在現行水準，至少到明年夏季。

(3)日本央行維持寬鬆貨幣政策不變，維持目前極低之長短期利率水準一段期間。

(4)中國人民銀行維持政策利率不變，採定向降準等措施因應企業融資與發債不易。

### 3. 經濟金融不確定因素甚多

#### 美中貿易政策 不確定性

- 美國雖暫緩對中國大陸調升關稅，惟美中能否在90天內達成協議仍待觀察。
- 美國商務部將提出汽車進口對國安的影響報告，可能因此對相關商品加徵關稅。

#### 中國大陸經濟成 長放緩

- 美國加徵關稅之負面影響逐漸顯現，製造業、房地產投資與消費恐走弱。
- 中國大陸經濟成長放緩、金融市場不穩定，產生的外溢效應，影響全球經濟成長至鉅。

#### 主要經濟體貨幣 政策動向不確定

- 先進經濟體貨幣政策寬鬆幅度縮減步調之不確定性仍高，恐導致國際資金快速移動，擴大金融市場波動，影響經濟活動。

#### 歐洲政經情勢紛擾

- 英國首相延後脫歐協議草案之國會表決，加深市場對無協議脫歐之擔憂。
- 法國黃背心示威影響觀光及整體經濟；義大利雖與歐盟就其財政預算案達成協議，惟其財政紀律仍受質疑。

## (二)國內因素

### 1.明年經濟成長率低於今年，通膨率亦較今年低

—本行預估今年GDP、CPI年增率，分別為2.68%、1.38%

預測明年GDP、CPI年增率，分別下降至2.33%、1.05%。

本行對經濟成長率、通膨率預測值

單位:%

	2018年	2019年
<b>GDP</b>	<b>2.68</b>	<b>2.33 ↓</b>
<b>CPI</b>	<b>1.38</b>	<b>1.05 ↓</b>

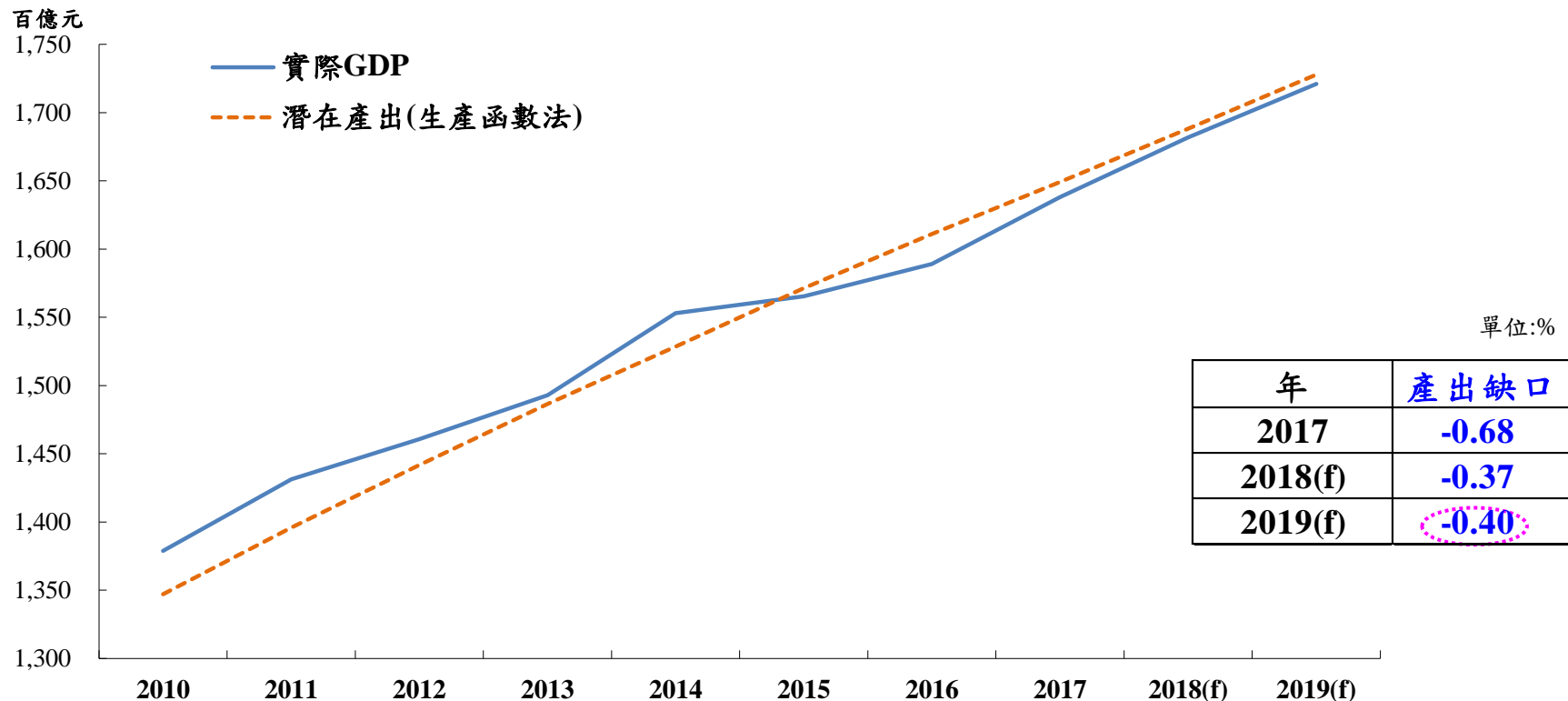
註:1.國內機構對CPI年增率預測值之中位數，2018及2019年分別為1.43%及1.07%;

國外機構對CPI年增率預測值之中位數，2018及2019年分別為1.45%及1.24%。

2.國內機構包括:中央銀行、主計總處、中經院、台經院、台綜院、中研院，共6家。

國外機構包括:Citi、ADB、Deutsche Bank、HSBC、Credit Suisse、IMF、UBS、IHS Markit、Barclays、BOA Merrill Lynch、Goldman Sachs、Nomura、Morgan Stanley、EIU，共14家。

## 2. 明年負的產出缺口略微擴大



註: 1. 潛在產出係指一國充分利用所有生產要素, 所能生產的最大產量, 亦即生產要素充分就業情況下所能生產的產出。

2. 產出缺口(%) =  $100\% \times (\text{實質GDP} - \text{潛在產出}) / \text{潛在產出}$ 。

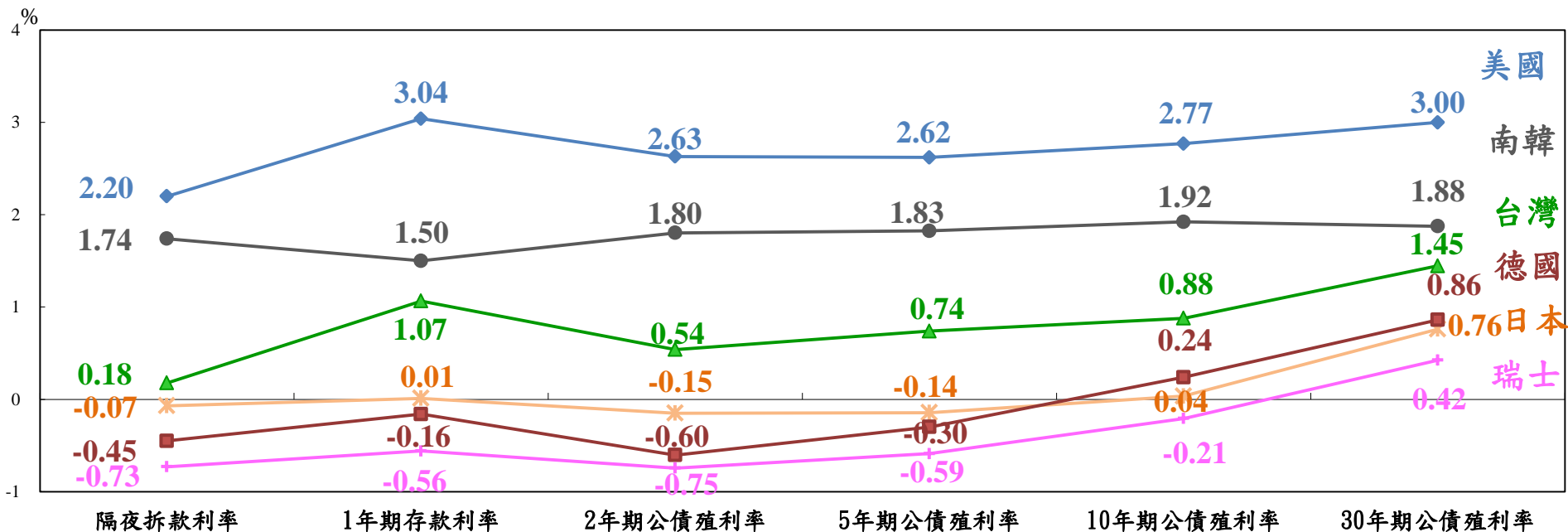
3. f: 預測值。

資料來源: 央行依生產函數法自行估算

### 3.與主要國家比較，台灣名目及實質利率居中

(1)台灣長短期名目利率高於德、日、瑞士；低於美、韓，利率水準居中。

台、德、日、美、韓、瑞名目利率結構比較 (2018/12/20)



資料來源：Bloomberg、中央銀行、證券櫃檯買賣中心、日本央行、美國聯準會、美國財政部、瑞士央行



## (2) 相較其他國家，台灣實質利率水準尚屬居中

### 主要經濟體實質利率比較表

單位:%

經濟體	(1) 1年期定存利率 (2018年12月20日)	(2) CPI年增率* (2019年預測值)	(3)=(1)-(2) 實質利率
印尼	4.750	3.54	1.210
馬來西亞	2.950	1.95	1.000
美國	3.040	2.16	0.880
泰國	1.500	1.35	0.150
台灣	1.065	1.05 (0.96)	0.015 (0.105)
南韓	1.500	2.35	-0.850
日本	0.011	0.97	-0.959
英國	1.230	2.26	-1.030
瑞士	-0.560	0.57	-1.130
新加坡	0.400	2.11	-1.710
中國大陸	1.500	3.25	-1.750
歐元區	-0.160	1.68	-1.840
香港	0.300	2.28	-1.980
菲律賓	0.500	3.88	-3.380

\*台灣: CPI年增率係央行預測值，括弧內為主計總處預測值；

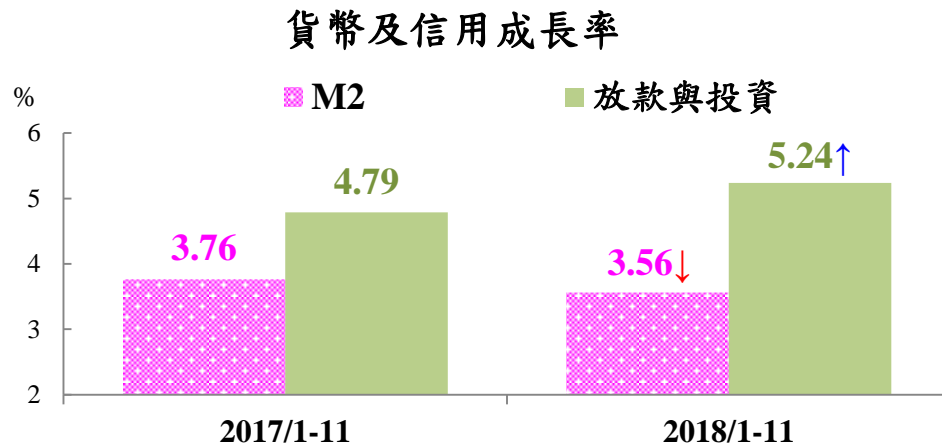
其他經濟體: CPI年增率為IHS Markit(2018/12/18)預測值。

## 4. M2成長趨緩，惟授信穩定成長

(1) 今年以來M2成長趨緩主因：

- 外資淨匯出：1至11月外資累計淨匯出87億美元。
- 國人資產配置改變：外幣保單及連結海外之ETF未計算在M2內，惟其不影響整體金融機構資金規模。

(2) 2018年1~11月放款與投資成長5.24%，高於去年同期，顯示國內銀行信用適度成長。

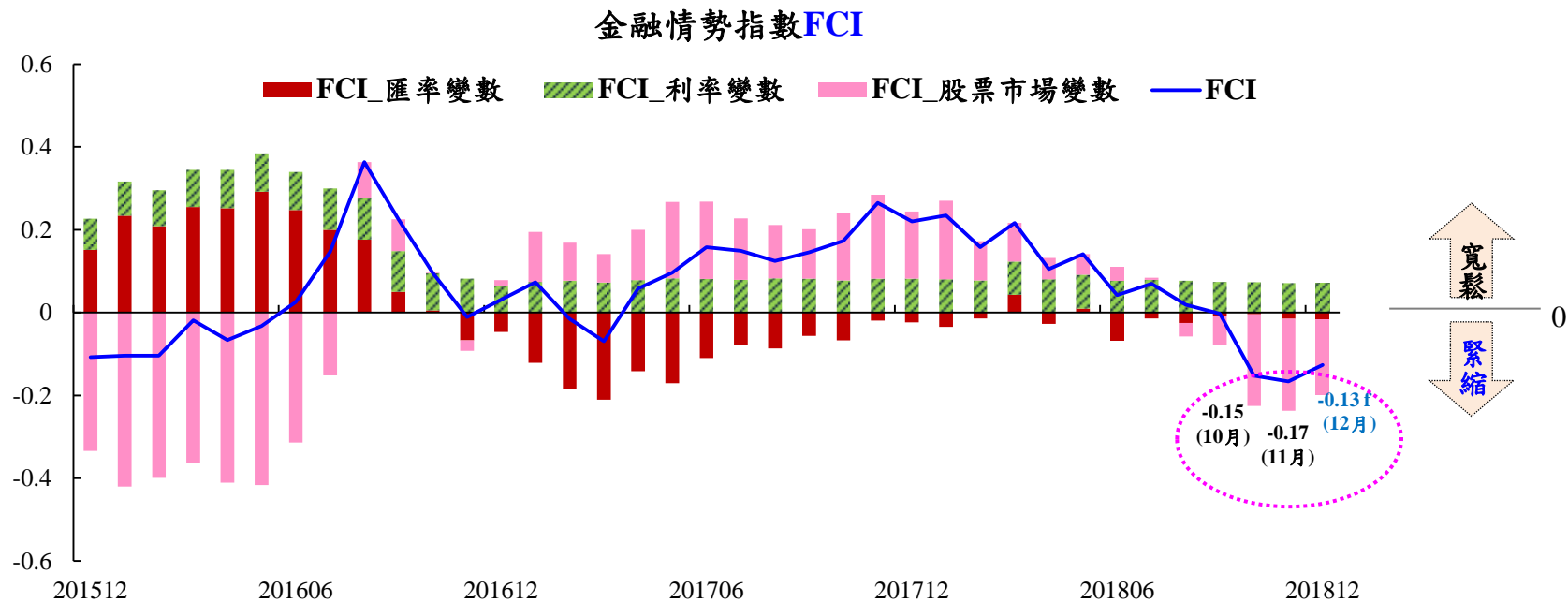


資料來源：中央銀行

## 5. 金融情勢轉呈緊縮

— 近期新台幣實質有效匯率較上年同期小幅升值；

受美中貿易衝突、蘋果新機銷售不如預期，台股下跌。



註：金融情勢指數為正，表示金融情勢較為寬鬆，對未來經濟成長有正向拉力；為負，表示金融情勢較為緊縮，抑制經濟成長。

## 二、M2目標區考量因素

2019年M2成長目標區仍為2.5%至6.5%，主要考量：

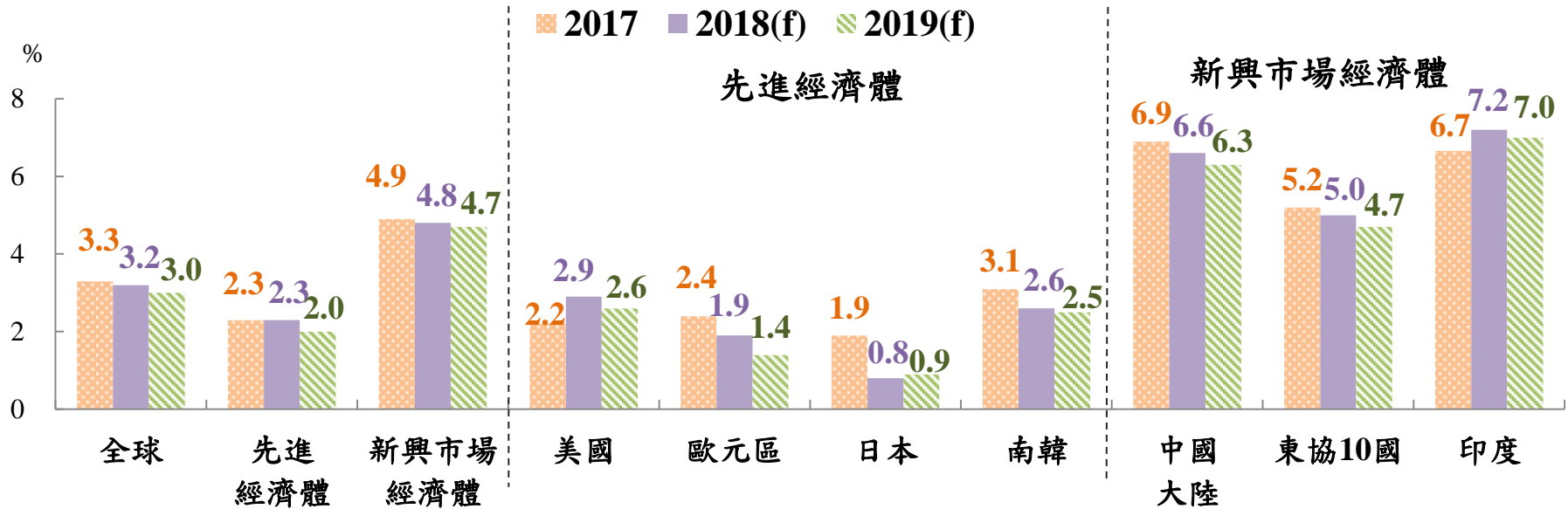
1. 近期國內金融情勢指數(FCI)轉呈緊縮。
2. 預測明年經濟成長率低於今年，通膨率亦較今年低。
3. 美中貿易衝突，不利全球經濟成長，國內企業投資與消費信心可能轉趨保守，影響台灣經濟成長動能。
4. 主要經濟體貨幣政策仍然分歧，預期跨國資金移動頻繁。

## 貳、外界關心之議題

- 一、預期明年全球經濟成長趨緩與金融市場震盪
- 二、明年台灣經濟成長及通膨展望溫和
- 三、現金在支付系統中扮演的角色
- 四、本年以來外資匯出及壽險業海外投資增加之原因
- 五、川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響
- 六、美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵

# 一、預期明年全球經濟成長趨緩與金融市場震盪

(一) 美中貿易衝突等不確定因素甚多，2019年台灣主要貿易夥伴美、歐、日、韓、中及東協景氣皆趨緩。



註：印度每年經濟成長率係財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。  
資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/12/18)

## (二)全球金融市場波動加劇：全球股市下跌，恐慌指數攀升； 美元指數走高且公債殖利率下滑

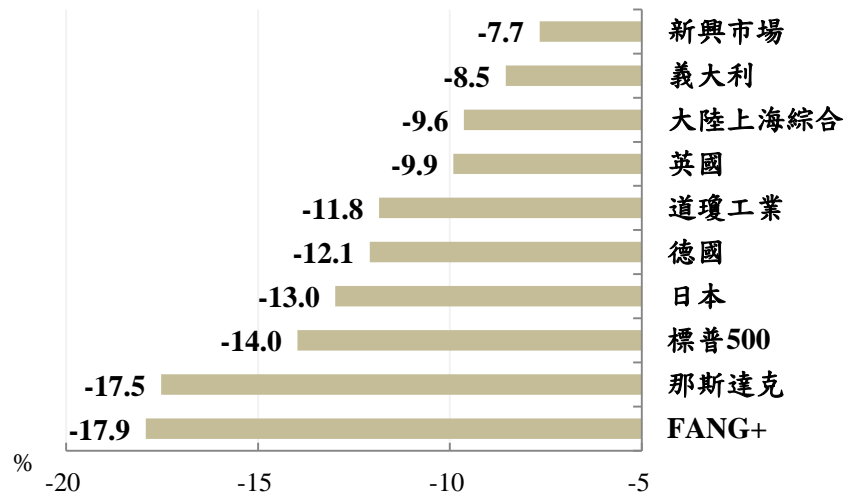
1.因美中貿易衝突及IMF下修全球經濟預測等影響，美國高科技股重挫，  
恐慌指數(VIX)上揚，帶動全球股市走跌。

美國高科技股與恐慌指數走勢  
(2018年1月1日至12月19日)



註：FANG+指數係由紐約證交所(NYSE)依Facebook、Amazon、Netflix、  
Google等10家高科技公司股價以相同權重編製。  
資料來源：Thomson Reuters Datastream

全球主要股價指數漲跌幅  
(2018年12月19日與9月底比較)

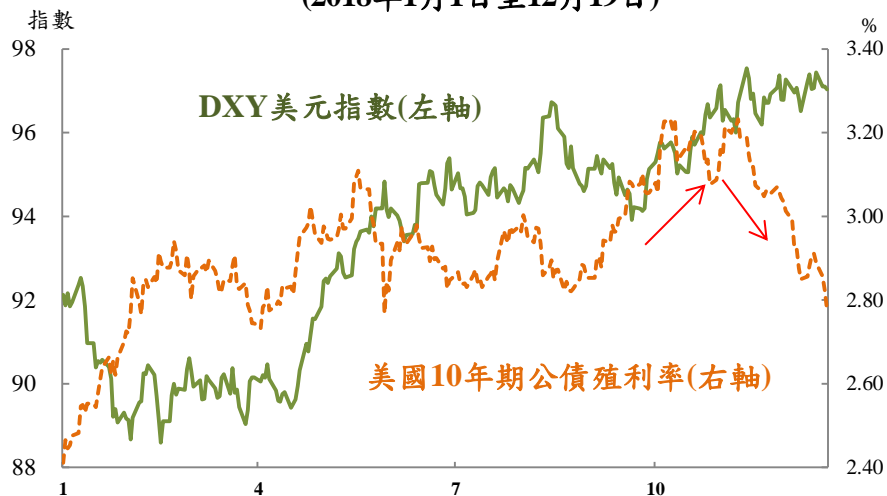


註：新興市場取 MSCI編製之新興市場指數。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

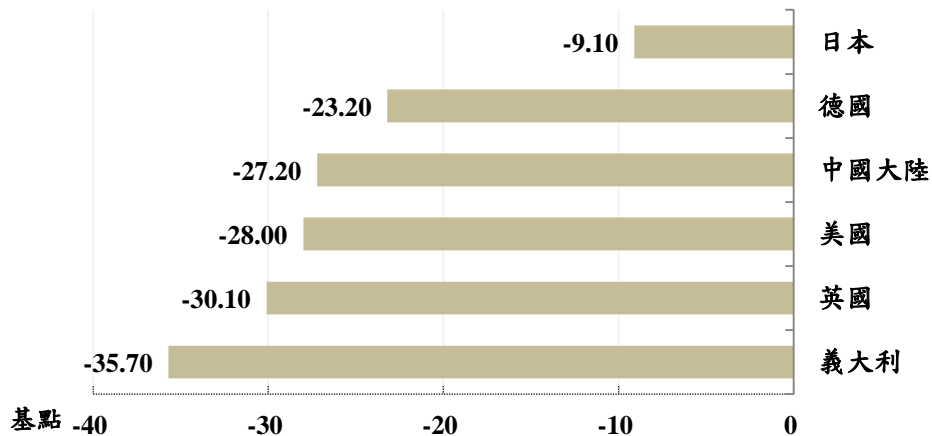
## 2. 全球景氣降溫、美中貿易爭端未解及風險性金融商品價格大幅波動，主要國家10年期公債殖利率均較9月下滑。

美元指數、美債殖利率走勢  
(2018年1月1日至12月19日)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

全球主要國家10年期公債殖利率變動  
(2018年12月19日與9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

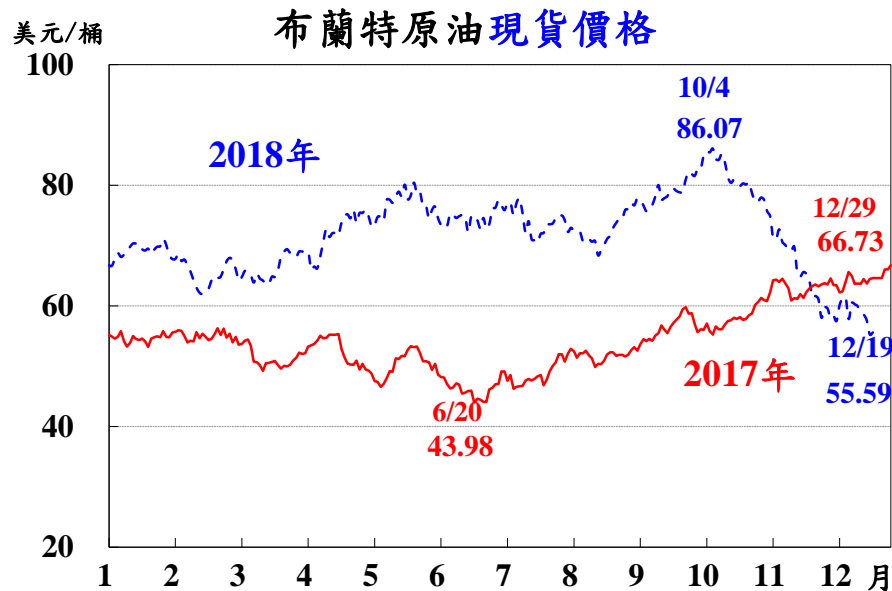


### (三)國際油價回跌，全球通膨仍屬穩定

#### 1. 預期明年油價可能回跌。

—今年10月起油價驟跌，主要機構下修今年油價預測值；

預期明年全球經濟動能減緩，原油將超額供給，油價可望回跌。



資料來源：Thomson Reuters Datastream

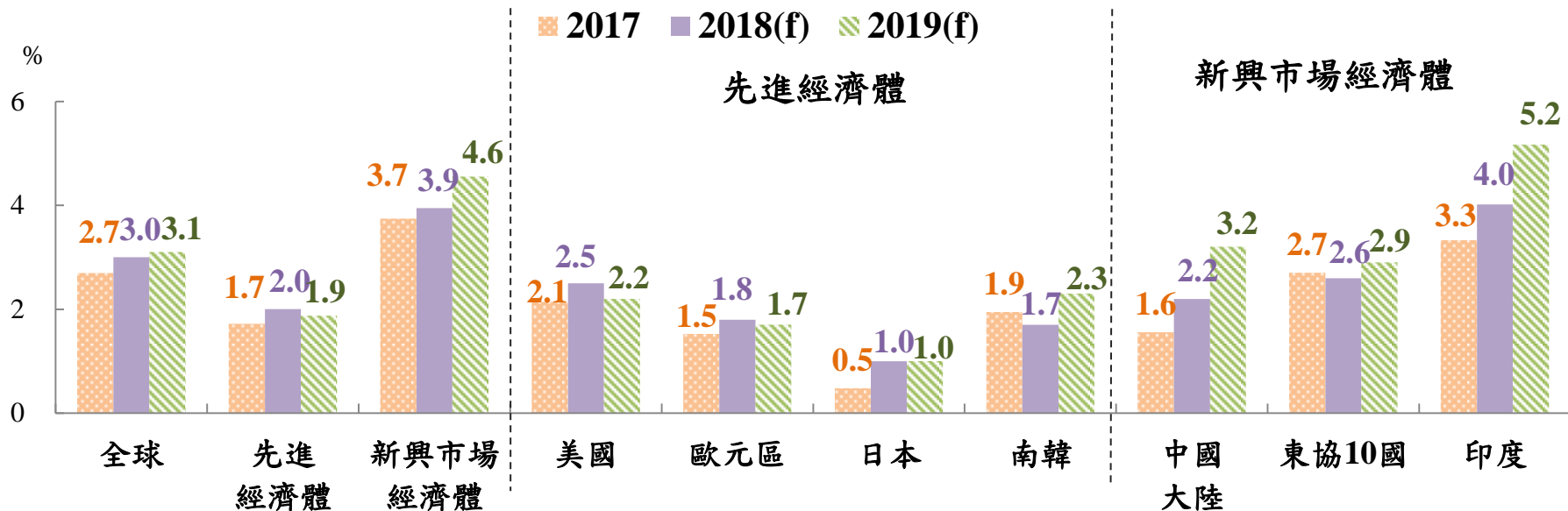
布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

預測機構	2017年 實際值	2018年 預測值	2019年 預測值
EIA(12/11)	54.3	71.4	61.0
EIU(12/12)		71.7	70.0
IHS Markit(12/18)		71.2	69.5
平均		71.4	66.8
漲幅(%)		31.6	-6.4

資料來源：Thomson Reuters Datastream、經濟學人智庫(EIU)、美國能源資訊署(EIA)、IHS Markit

## 2.明年全球通膨預期略升：美國、歐元區通膨率略較今年下滑，日本持平；南韓、中國大陸及其他新興市場通膨率上升。



註：東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/12/18)

## 二、明年台灣經濟成長及通膨展望溫和

(一)外需：明年全球貿易量及經濟成長率放緩，不利台灣輸出、入成長

一本行預測明年輸出、入成長2.95%、2.88%，均較今年減緩。

今、明年台灣GDP及各組成項目成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
		民間消費	民間投資	政府支出		輸出	(-)輸入		
				消費	投資				
2018年(f)	2.68	3.31	2.19	2.90	2.95	5.71	-	3.45	4.70
2019年(f)	2.33	2.21	2.20	3.98	0.26	10.94	-	2.95	2.88

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：中央銀行

## (二)內需：續為明年台灣經濟成長主力

### 1. 央行預測2019年經濟成長2.33%：

內需貢獻1.98個百分點，淨外需貢獻0.35個百分點。

今、明年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位：%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(5)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+存貨變動					淨外需貢獻		
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	政府支出(4)		(5)	輸出	(-)輸入	
				消費	投資				
2018年(f)	2.68	2.89	1.16	0.48	0.41	0.21	-0.21	2.24	2.45
2019年(f)	2.33	1.98	1.18	0.69	0.04	0.43	0.35	1.97	1.62

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：中央銀行

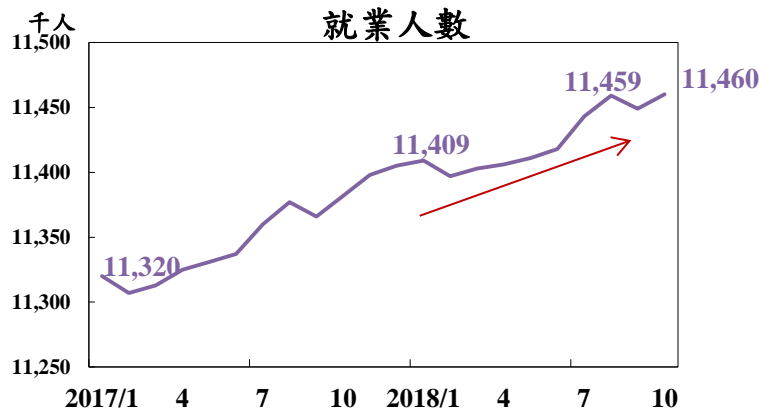
## 2.民間消費動能平穩：

- 就業市場穩定改善：就業人數趨增、今年1~10月平均失業率低於上年同期。
- 現金股利與薪資調漲：上市櫃公司獲利續成長，有助明年現金股利發放與員工薪資調整；明年基本工資調漲。

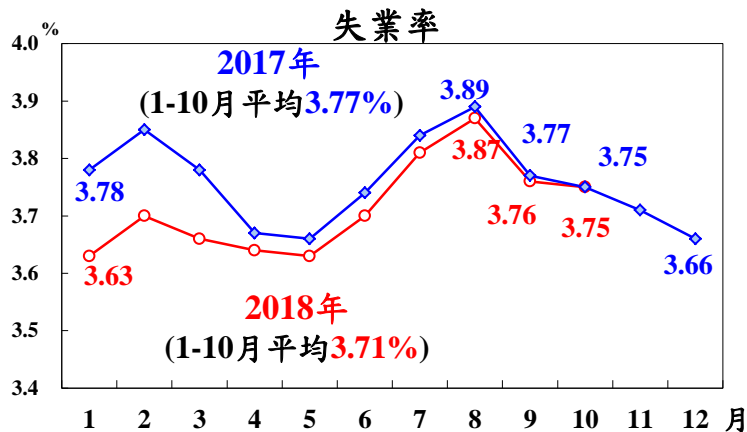
## 3.公私部門投資持續成長：

- 公部門：政府積極執行前瞻基礎建設計畫。
- 民間部門：科技預算擴編且推動都更及危老屋重建，有助誘發民間投資，以及半導體廠商續擴充產能。

## 4.政府消費僅微幅增加：今年軍公教調薪3%與增加軍品採購，墊高基期。



資料來源：主計總處

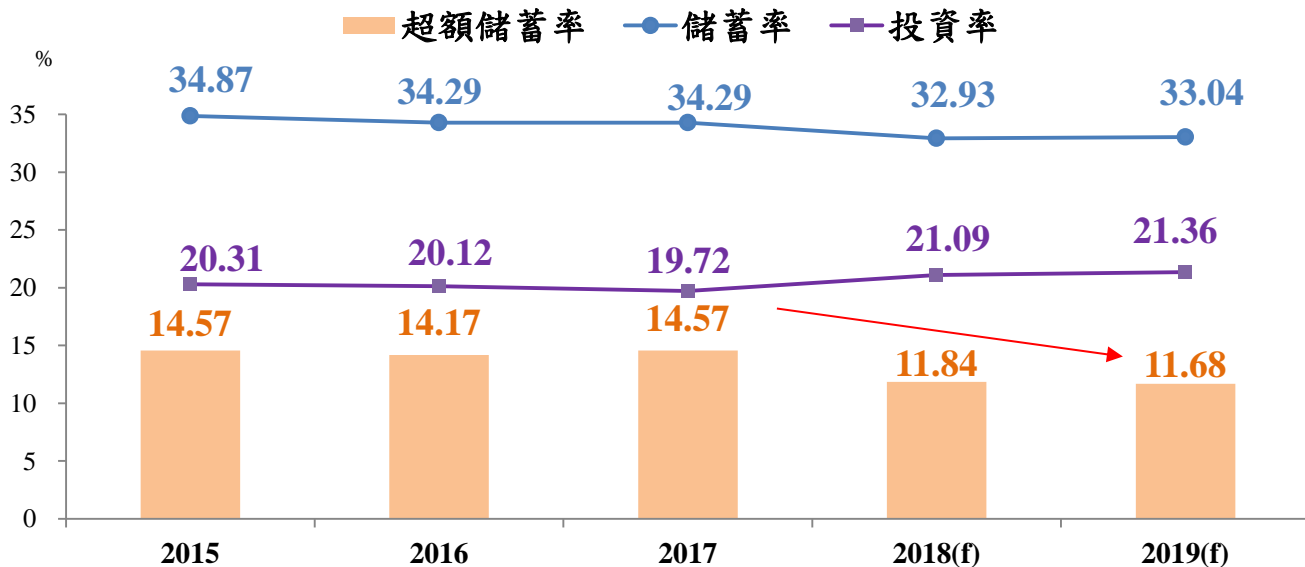


資料來源：主計總處

### (三)在投資成長帶動下，今、明兩年**超額儲蓄率**下降

1.今年國民儲蓄率減少而國內投資率增加，致**超額儲蓄率**較2017年明顯下降**2.73個百分點**至**11.84%**。

2.預期明年**超額儲蓄率**再降至**11.68%**，顯示國內**超額儲蓄率**已有改善。

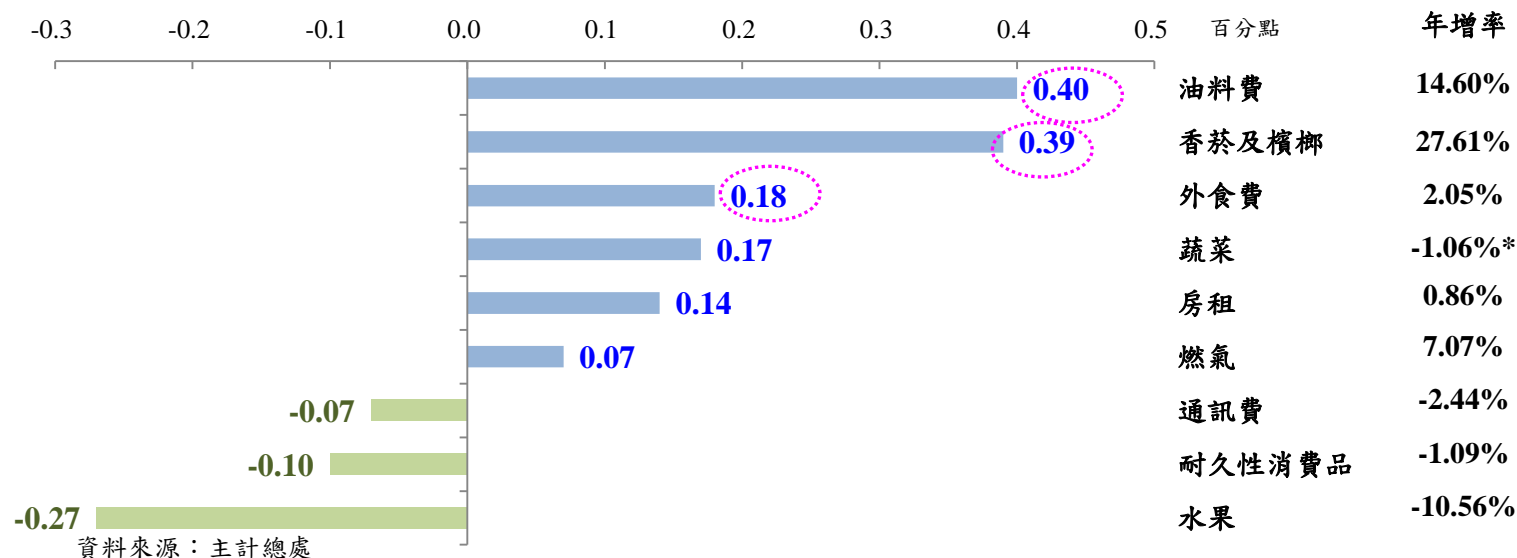


資料來源：主計總處

## (四)當前物價情勢及展望平穩

1. 1至11月平均CPI年增率為**1.48%**，主因**油料費、香菸及外食等價格上漲**。

2018年1~11月影響CPI年增率主要項目  
(對CPI年增率之貢獻)



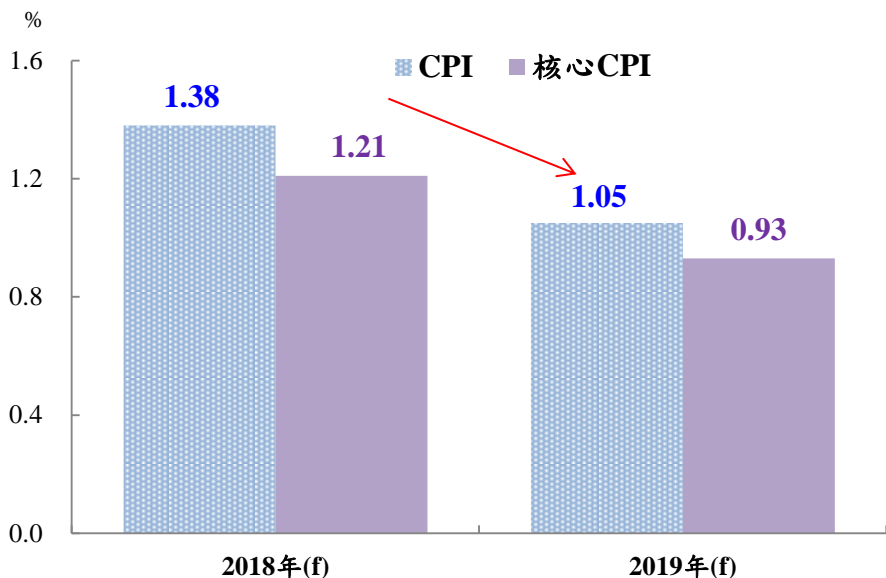
\* 因按年變更權數結構或蔬果細項為每月變動權數，致各類指數對總指數之影響方向及幅度不必然與漲跌之方向一致。

## 2. 明年物價漲幅將低於今年，主因：

(1) 國際油價回跌，輸入性通膨壓力降溫。

(2) 內需溫和、菸稅調高效應消失，明年CPI、核心CPI年增率為**1.05%**、**0.93%**。

央行對2018、2019年CPI及核心CPI年增率之預測



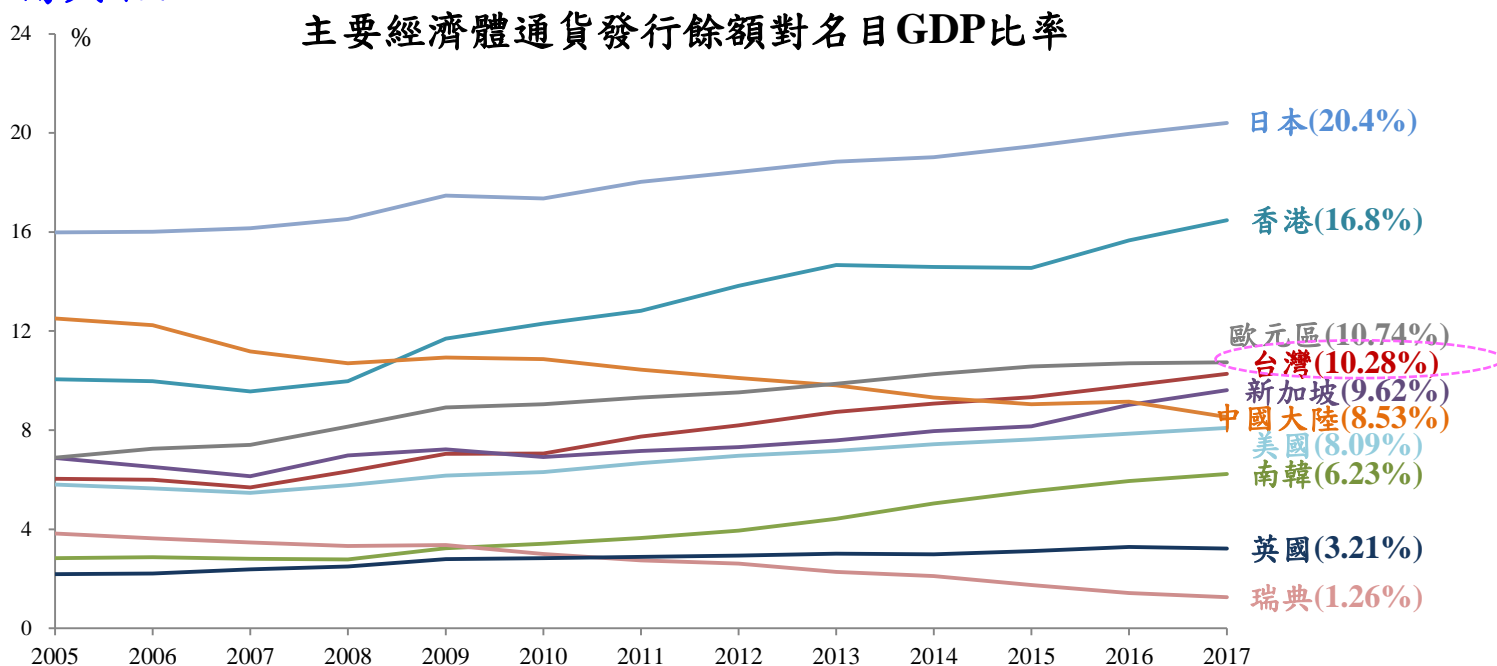
資料來源：中央銀行



### 三、現金在支付系統中扮演的角色

(一)多數經濟體對現金需求仍持續成長，現金仍是重要支付工具

- 1.日本、香港、新加坡、南韓等通貨發行額對GDP比率持續上升，台灣亦然。
- 2.多數經濟體的通貨發行額對GDP比率介於5%~20%，日本則高達20.4%，僅瑞典低於2%。



資料來源：Aremos、Thomson Reuters Datastream及央行資料庫

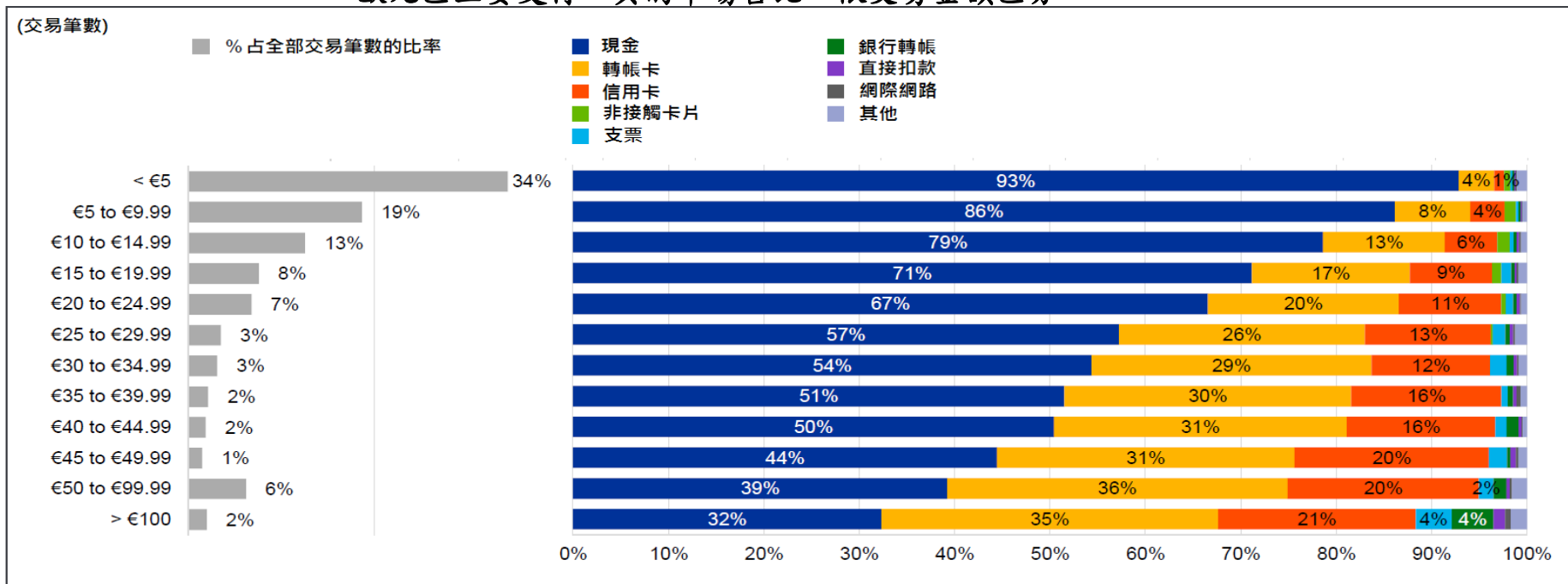
## (二)現金的優勢及存在的必要性

### 1.現金獨具的優勢：

(1)係無風險的價值儲藏工具；(2)交易成本低、可立即清算且普及度高，在小額交易具優勢；(3)具匿名性可保障交易隱私；(4)有利民眾進行預算規劃。

—以歐元區為例，現金為最主要的支付工具，且金額愈小者付現的比率愈高。

歐元區主要支付工具的市場占比—依交易金額區分



資料來源：歐洲央行

## 2. 無現金社會的風險：

- (1) 非現金支付具侷限性：老年人、視障人士等弱勢族群使用電子支付較為困難。
- (2) 電子通訊設備若故障或電力中斷，非現金支付將停擺。
- (3) 非現金支付若遭駭客入侵，恐造成使用者資產被盜刷或竊取。
- (4) 若非現金支付系統集中在少數幾家民營機構，可能有壟斷及倒閉的風險，致使用者利益遭到剝削。

### (三)本行對現金支付的立場

1.配合政府政策持續推動多元支付環境，惟現金支付仍不可或缺，本行將充分供應正常經濟活動所需。

(1)考慮數位落差、因重大事件致通訊中斷等問題，現金仍是重要支付工具。

(2)在可預見的未來，現金支付仍不可或缺，商家亦不得拒收現金。

2.為便利民眾日常生活所需，本行本於職責將充分供應各面額硬幣。

一本行持續推動硬幣再流通計畫，鼓勵民眾將閒置硬幣在市面流通，

儲值在悠遊卡等電子票證，或星巴克、麥當勞等之連鎖商店儲值卡中。

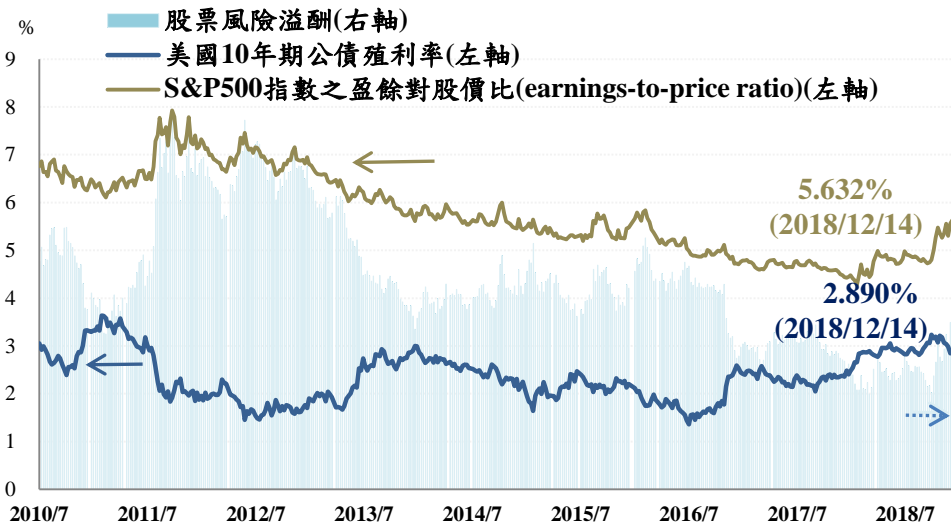
## 四、本年以來外資匯出及壽險業海外投資增加之原因

### (一) 本年外資匯出較多與壽險業增持國外有價證券之原因不盡相同

1. 外資匯出較多，主要受到**美國經濟相對強勁**、**台股發放高現金股利**與**近期台股受到全球股市修正**等因素影響

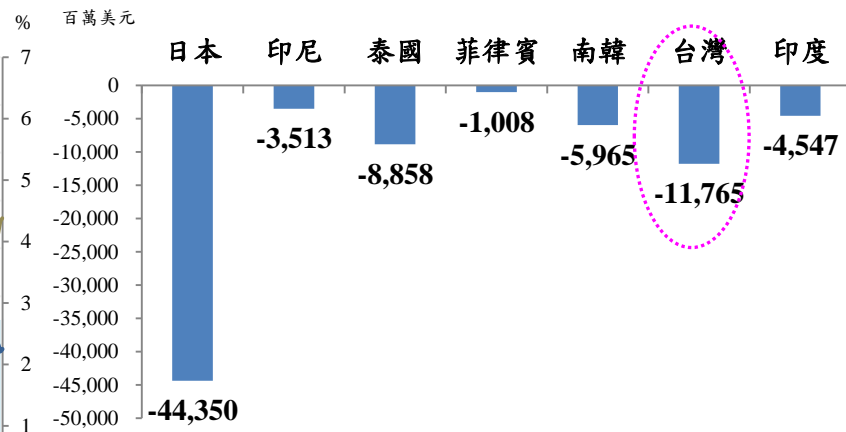
(1) 美國景氣佳且美元為資金安全停泊港，吸引追求較高報酬及避險之資金投資。

S&P500指數之股票風險溢酬



資料來源：Bloomberg

本年外資買賣超亞股\*  
(2018/1/1~2018/12/14)\*\*



\* 近5年外資分別累計淨買超台股215.01億美元及淨買超韓股148.86億美元。

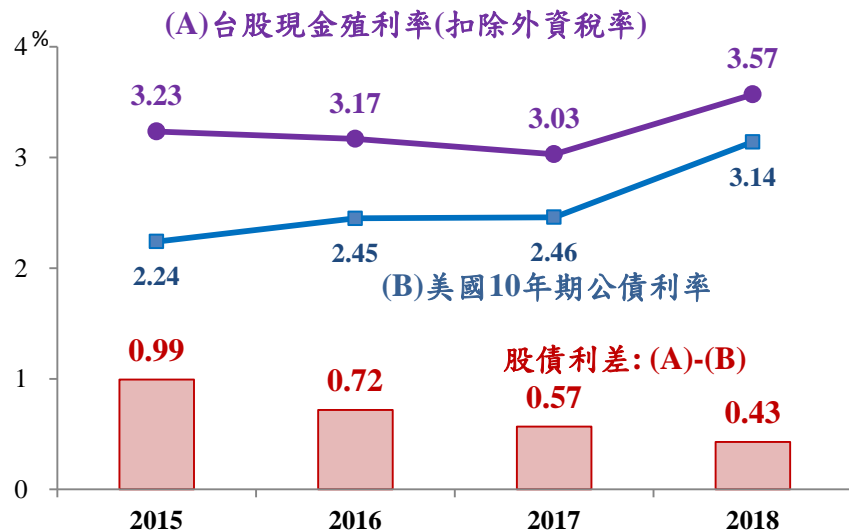
\*\* 日本及印度資料分別統計至2018/12/7及2018/12/13。

資料來源：Bloomberg

(2)台股現金殖利率與美國10年期公債利率差距縮小，降低台股對外資的吸引力。

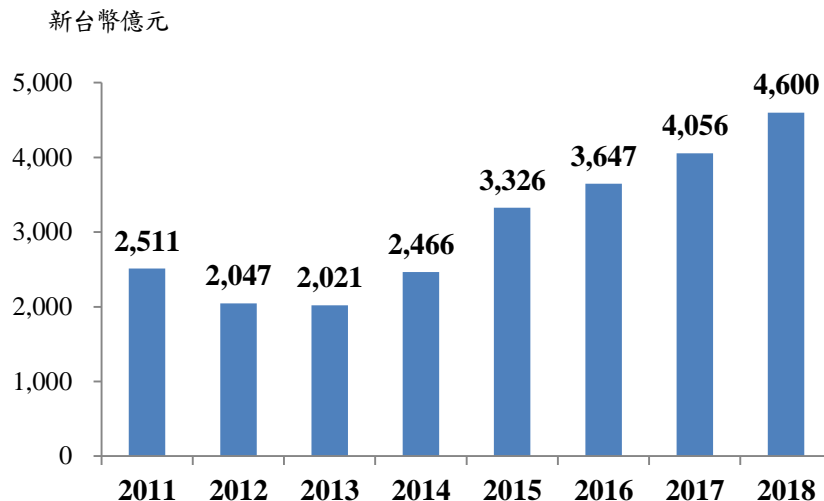
(3)本年台股發放現金股利較上年增加約11.8%，致外資配發股利後匯出金額亦擴大。

台股現金殖利率與美國10年期公債利差



說明：台股現金股息外資稅率2018年之前為20%，現在調升至21%。  
資料來源：Bloomberg及美國財政部，年底值，2018年為11月1日資料。

近年外資證券投資獲配現金股利金額(稅前)\*



\*上述年度係指盈餘發放年度、非財報年度。2018年數字為估計值。  
資料來源：中央銀行

## 2.我國壽險資金持續投資國外有價證券，多反映國人理財多元化及資產配置全球化之需求與壽險公司資產負債期限錯配問題。

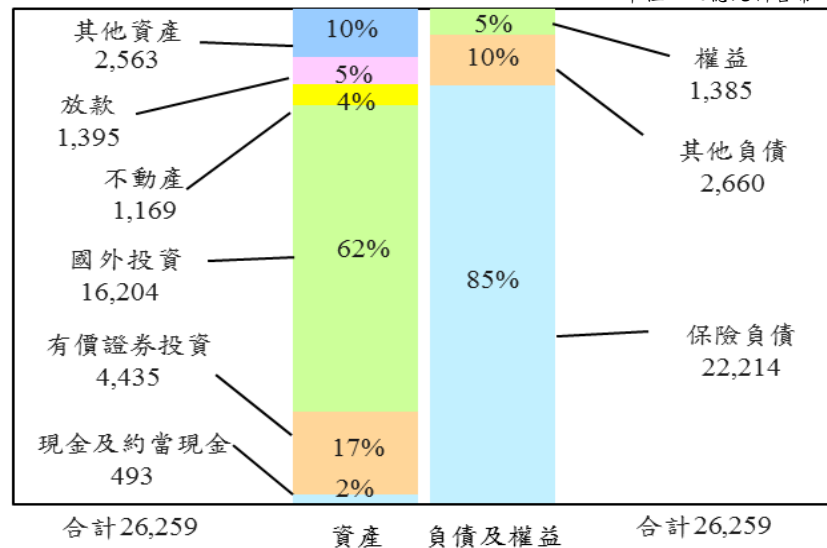
(1)隨著國人財富持續增加，理財方式更加多元化，同時資產配置亦更趨全球化，致近年壽險公司保費收入不斷增加，必須運用部分資金投資海外金融商品。

### (2)壽險公司資產負債期限錯配

- 國內公債發行規模小，且平均剩餘年限不及10年，無法因應其投資所需，造成壽險業大幅增加國外投資。
- 壽險業資產負債期限錯配問題一直存在，不易改善。以2017年為例，壽險業保險負債平均存續期間約20至25年，而資產之投資平均存續期間約8至10年。

我國壽險業資產負債結構\*

單位：10億元新台幣



\*資料基準日2017年底。  
資料來源：中央銀行

3. 壽險公司對外投資僅是將銀行體系的對外債權轉移至壽險公司，雖使銀行體系存款減少，惟國內銀行體系資金充裕，不會影響整體銀行授信。

(1) 存款資金轉向壽險商品：

銀行資產：國外淨債權不變

銀行負債：民眾存款減少，壽險業存款增加

壽險業資產：對銀行債權增加

壽險業負債：壽險準備增加

銀行	
國外淨債權不變	民眾存款 ↓ 壽險業存款增加 ↑

壽險業	
對銀行債權 ↑	壽險準備 ↑

(2) 壽險業對外投資，以其存款與銀行進行換匯，銀行將國外淨債權轉移壽險公司：

銀行資產：國外淨債權減少

銀行負債：壽險業存款減少

壽險業資產：對銀行債權減少，國外淨債權增加

壽險業負債：壽險準備不變

銀行	
國外淨債權 ↓	壽險業存款 ↓

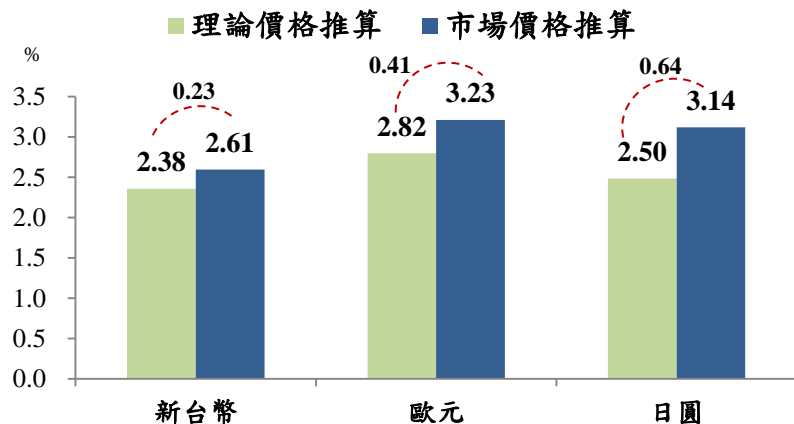
壽險業	
對銀行債權 ↓ 國外淨債權 ↑	壽險準備不變



## (二) 匯率避險成本除反映兩貨幣間利率差異外，市場對外匯的供需情況亦是重要因素

1. 本年美元利率上揚，致**主要貨幣對美元避險成本均走高**，加以金融市場動盪，進一步推升匯率避險成本，**歐元與日圓等主要貨幣亦面臨相同情形**。
2. 壽險業之海外投資通常會有一定比率進行匯率避險，惟即使本年相關避險成本增加，壽險業本年前10月累計**獲利仍較上年同期增加4.7%**。

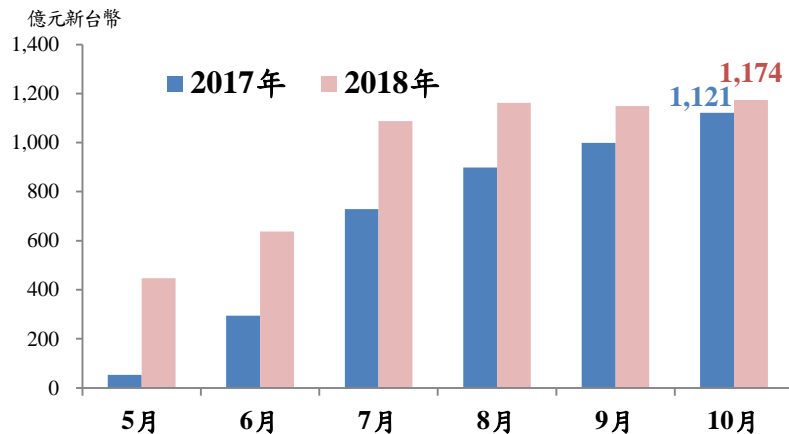
新台幣、歐元與日圓對美元之避險成本\*



\*此處避險成本係以3個月期換匯點計算年化成本，理論價格僅反映兩貨幣間利差，故其與市場價格之差距可視為市場對外匯供需情形。

資料來源：Bloomberg (此係採用2018年9月27日之資料)

近期我國壽險業累計稅前利益



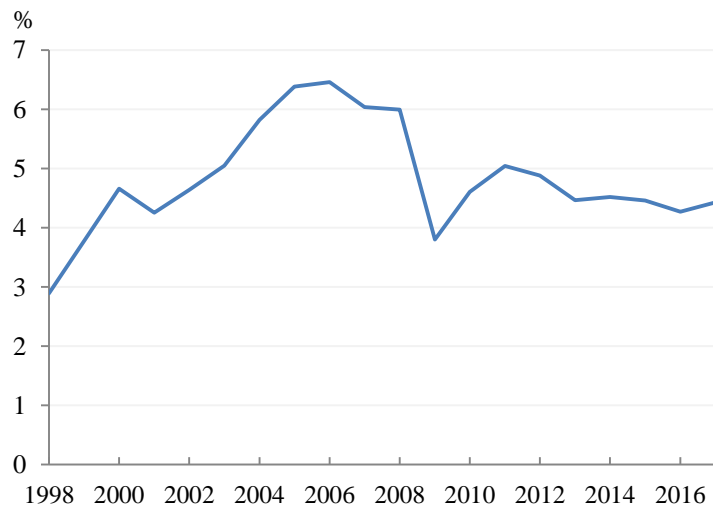
資料來源：金管會

# 五、川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響

## (一) 川普總統大幅調整美國對外經貿政策之緣由

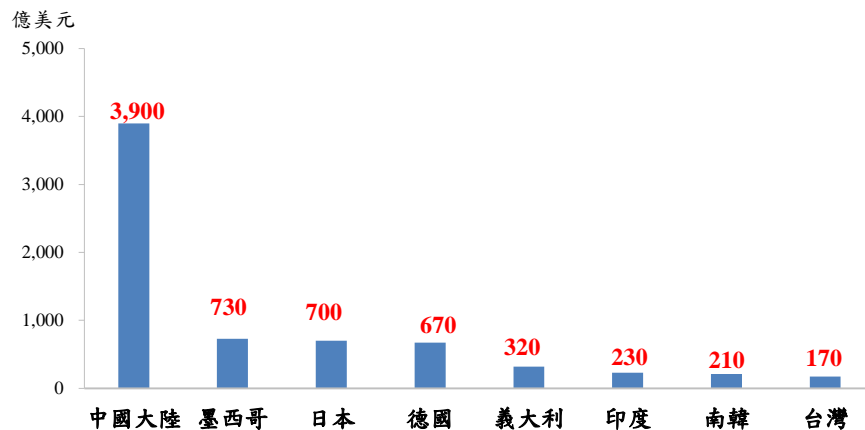
1. 美國商品貿易長期呈現入超，引發美國民眾過度借貸與製造業空洞化隱憂。
2. 美國總統川普認為多邊貿易協定未能改善美國入超，雙邊貿易談判才是最佳對策。

美國商品貿易入超對GDP比率



資料來源：IMF

美國商品貿易入超主要來源國\*



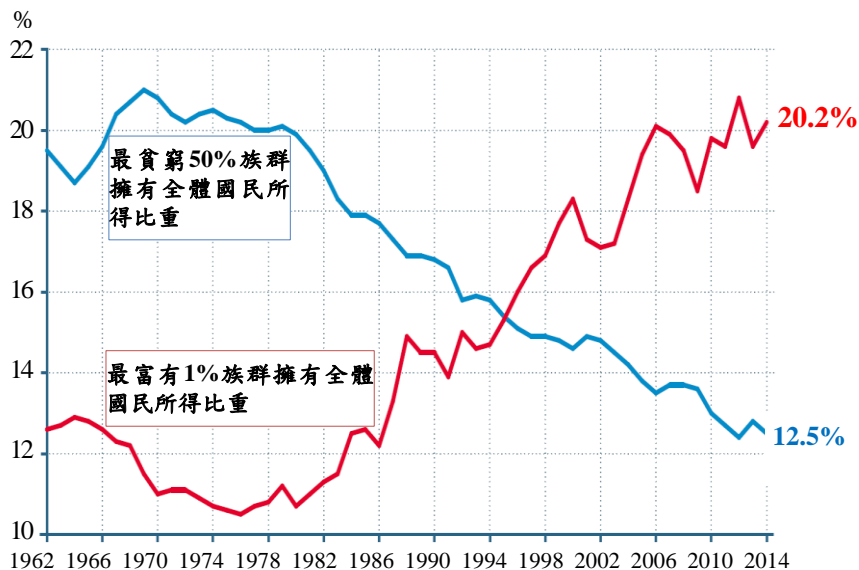
\* 統計期間為2017年7月至2018年6月

資料來源：2018年10月美國財政部匯率政策報告

3. 全球化加劇美國所得分配不均，川普總統以保護主義政見吸引「鐵鏽帶」選民。

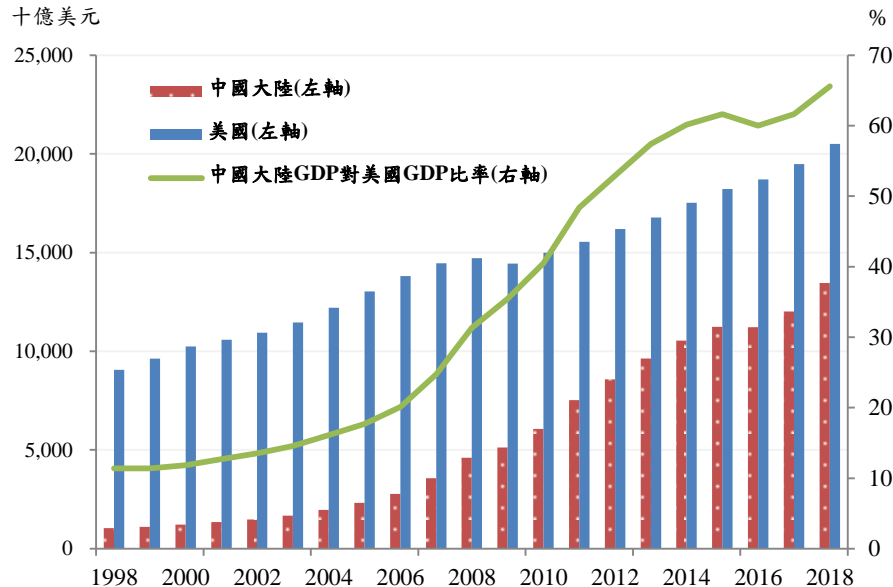
4. 川普政府抨擊中國大陸崛起是建立在不公平的貿易措施與產業政策，且日漸威脅美國的強權地位。

美國最富有1%及最貧窮50%族群擁有全體國民所得比重



資料來源：World Inequality Lab

中國大陸及美國名目GDP



資料來源：IMF

## (二)現階段川普政府對外經貿談判之策略

- 1.退出多邊貿易協定，改採雙邊協商，使美國取得更佳的談判條件。
- 2.以國家安全或保護智慧財產權為由，對進口商品加徵關稅，禁止高科技產品出口及外人投資美國重要產業。
- 3.抨擊WTO貿易爭端解決機制，打破G20反對貿易保護主義之立場。
- 4.透過美國財政部半年度匯率報告，影響主要貿易對手國匯率等政策。
- 5.在新簽署貿易協定增加匯率與非市場經濟國家條款，圍堵中國大陸等國。

### (三)美國新經貿政策對全球產業與經濟之影響

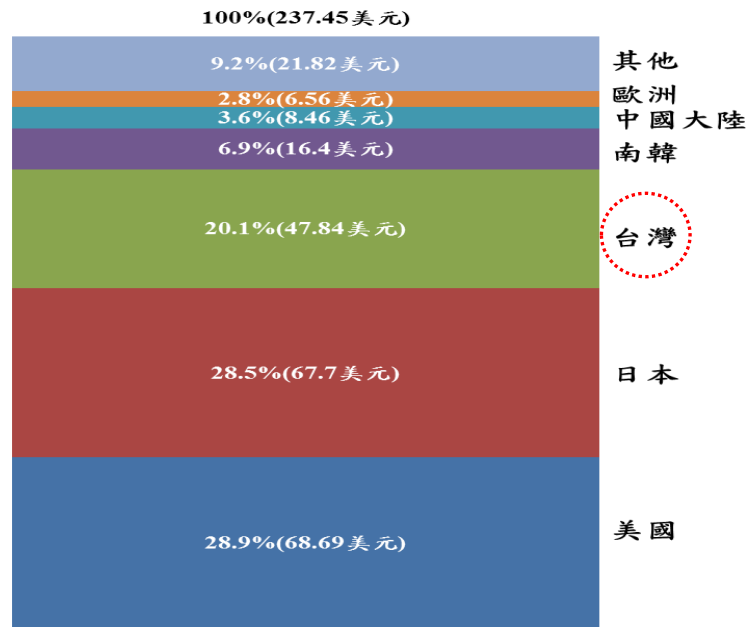
#### 1. 電子、汽車等產業憂心全球供應鏈將面臨干擾與重組風險

(1)以iPhone為例，零組件多來自其他亞洲國家，中國大陸為最終組裝地，若**供應鏈重組**，**不僅成本增加**，亦將曠日廢時。

(2)北美汽車業原透過NAFTA提升其國際競爭力，而**USMCA(美墨加貿易協定)**恐有損現有緊密汽車業供應鏈的既有優勢。

#### 2. 國際機構調降今、明兩年全球貿易與實質GDP成長率

各國在iPhone 7生產鏈中獲得之金額與比率



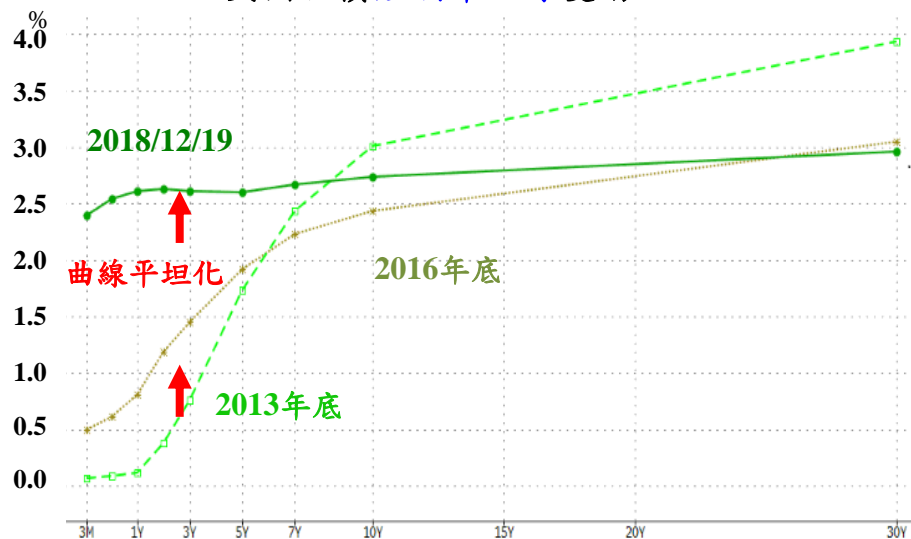
資料來源: Dedrick, Jason et al.(2018)

# 六、美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵

## (一) 美國公債殖利率曲線持續平坦化

1. 2013年底以來，因美國短期利率大幅上揚，同期間長期利率略微下降，致美國10年期與2年期公債利差持續收斂，殖利率曲線持續平坦化，部分人士預測其或將轉為負斜率。

美國公債殖利率曲線變動



資料來源：Bloomberg

美國10年期與2年期公債利差



資料來源：Bloomberg

2. 1980年代以來，美國發生過**5次景氣衰退**，皆曾於**事前出現負斜率**，主因為：

(1) Fed**連續升息**，致**短期利率升幅大於長期利率**。

(2) 投資人預期經濟榮景難維持，增持長期公債，使**長期利率不易攀升**。

1980年後美國公債殖利率曲線斜率與經濟衰退時期



資料來源：Bloomberg

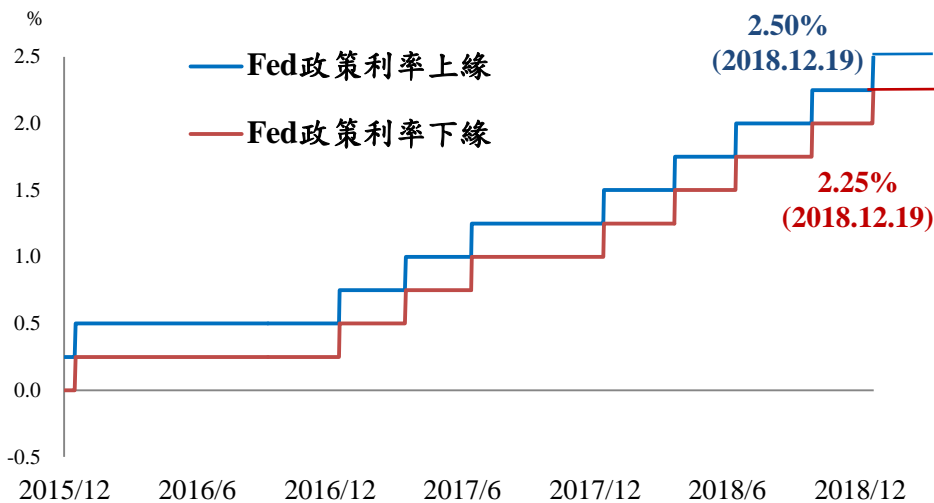
註:按自1955年以來，美國公債殖利率曲線曾明顯出現過10次負斜率情形，其中9次在其轉為負斜率後的2年內美國經濟陷入衰退，僅有1次例外發生於1960代中期，當時美國經濟僅放緩而未衰退(參見Baue,Michael and Thomas Mertens (2018), “Economic Forecasts with the Yield Curve,” *FRBSF Economic Letter*, Mar. 5)。

## (二)當前殖利率曲線平坦化之背景與過去不盡相同，降低殖利率曲線斜率預測景氣能力

1.當前美國公債殖利率曲線持續平坦化主要反映下列因素：

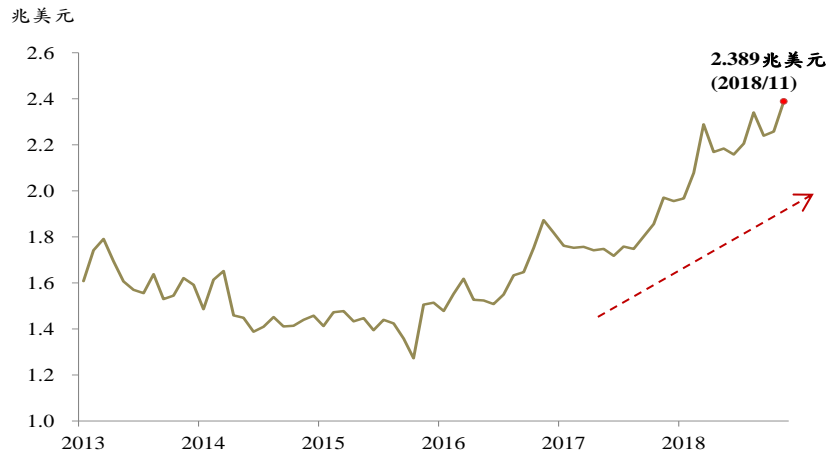
(1)短期利率明顯上揚：因Fed持續升息及短期公債供給量大增。

Fed政策利率



資料來源：Bloomberg

美國國庫券(短期公債)流通在外金額

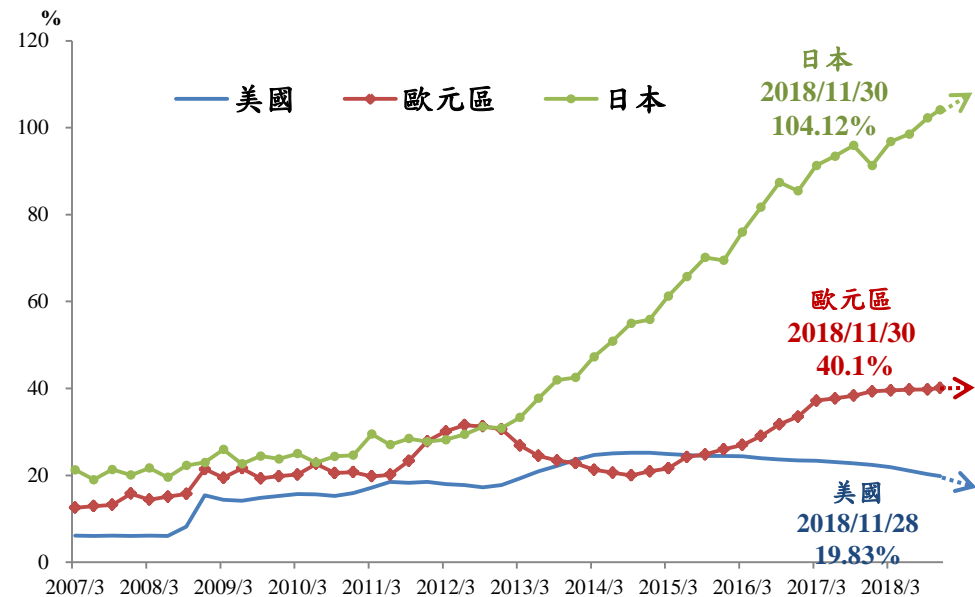


資料來源：Bloomberg



(2) 長期利率升幅較小：因美國擴張性財政政策的振興效果遞減、美國潛在經濟成長率因人口老化與生產力下降等結構性因素而下跌、歐日央行貨幣政策立場相對Fed寬鬆及美中貿易衝突等因素影響。

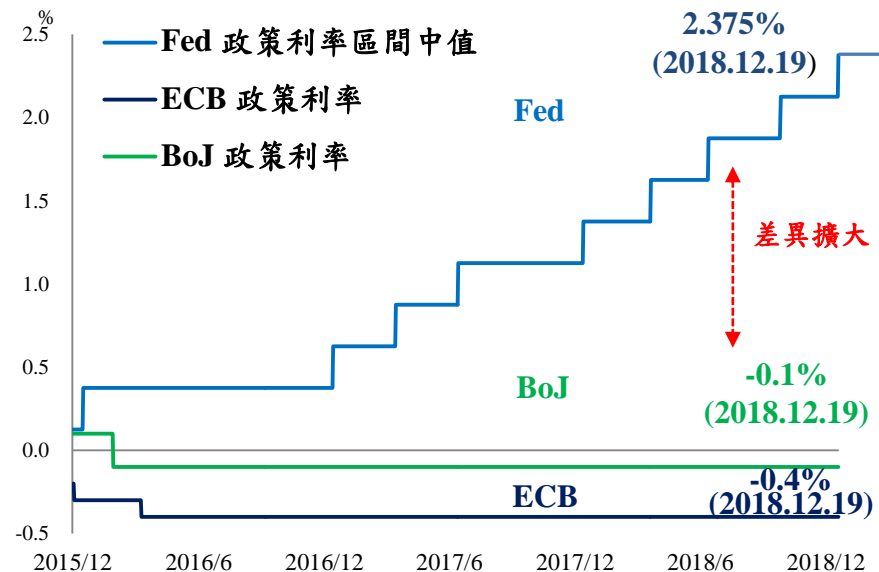
三大央行資產負債表相對GDP比率\*



\*虛線表示預估值；美國、歐元區、日本GDP更新至2018Q3

資料來源：Bloomberg

三大央行政策利率



資料來源：Bloomberg

2.近三任Fed主席與Fed研究多認為，負斜率殖利率曲線與經濟衰退雖具相關性，但兩者未必有因果關係，明年出現經濟衰退機率仍不高。

(1)Fed前任主席Yellen曾表示，由於期限溢酬已下降至接近零，使殖利率曲線斜率將較歷史上更加平坦，倘若Fed進一步升息，將可看見負斜率的殖利率曲線。殖利率曲線斜率變動係反映經濟週期的變化，而非殖利率曲線出現負斜率會造成經濟衰退。

(2)Fed前任主席 Ben Bernanke則表示，由於當前嚴格的金融監理制度(要求銀行增持中長期美國公債等安全性資產)，與主要央行實施QE政策等因素，使負斜率殖利率曲線預示經濟衰退的效果大減。

(3)San Francisco Fed研究指出，殖利率曲線反轉與經濟衰退兩者雖具相關性，但未必為因果關係。

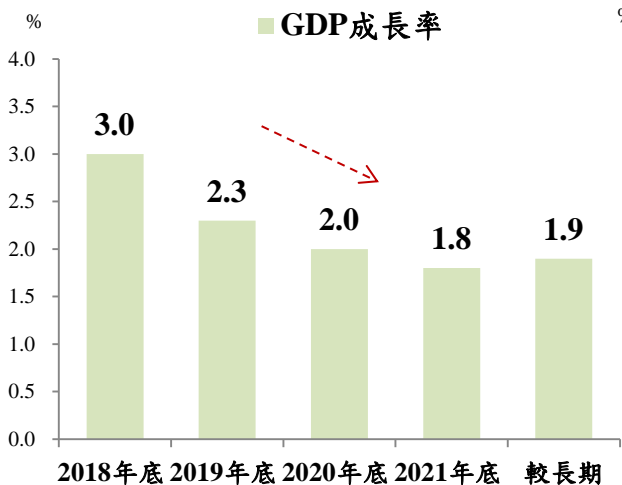
另10年期公債與3個月國庫券利差為最佳的預測指標，目前該利差(約40bp)與負值仍存在一段距離。

(4)New York Fed依據10年期公債與3個月國庫券利差的預測模型顯示，未來1年美國發生經濟衰退之機率約15.8%。

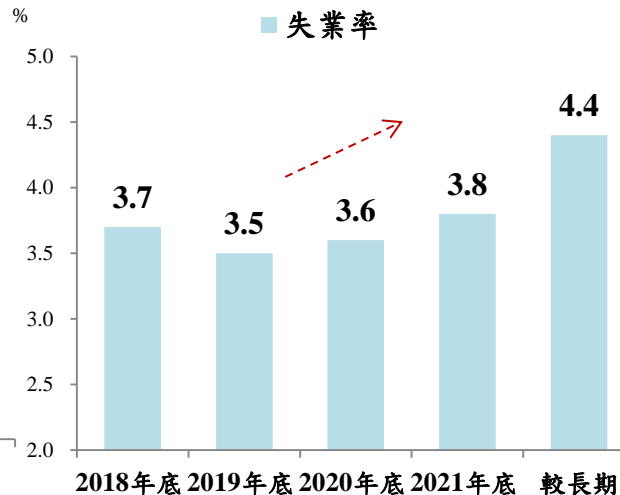
(5)Fed主席Powell表示，鑑於Fed本年多次升息，殖利率曲線平坦化是可預期的，且不代表未來經濟衰退機率會因此升高。此外，殖利率曲線僅為利率決策中的觀察指標之一，目的僅為衡量貨幣政策是否過於緊縮。

### (三)倘若美公債殖利率曲線負斜率時間過長，恐增加美國景氣衰退風險

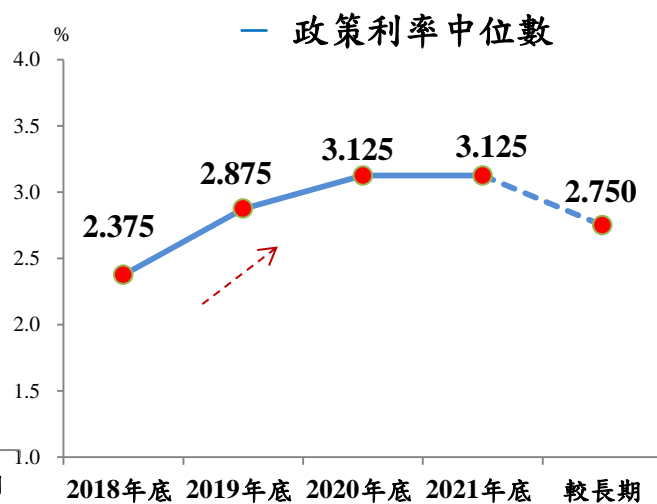
- 1.據Fed今年12月估測，未來三年美國實質**GDP**成長率將**逐步走低**，**失業率**再降空間**有限**，惟避免經濟過熱，Fed仍將**緩步調高**政策利率。
2. Fed估測，**2020年恐為美國景氣高峰**，故長期利率升幅將有限，屆時可能出現負斜率，若持續時間過長，恐**不利金融穩定**，須**密切留意**。
- 3.近期美國**杜克大學**公布全球財務長**經濟展望訪查**及**華爾街日報**調查結果，分別有**逾80%及逾50%**受訪者認為，**美國經濟將於2020年底陷入衰退**。



註：為當年第四季實質GDP較上年同期之年成長率。  
資料來源：Fed預測值(2018年12月經濟估測)



註：為當年第四季每月失業率之平均值。



簡報完畢

謝謝!

Happy New Year 2019

