

一、國際經濟金融情勢及展望—全球經濟持續穩健成長，通膨預期升溫，金融市場波動

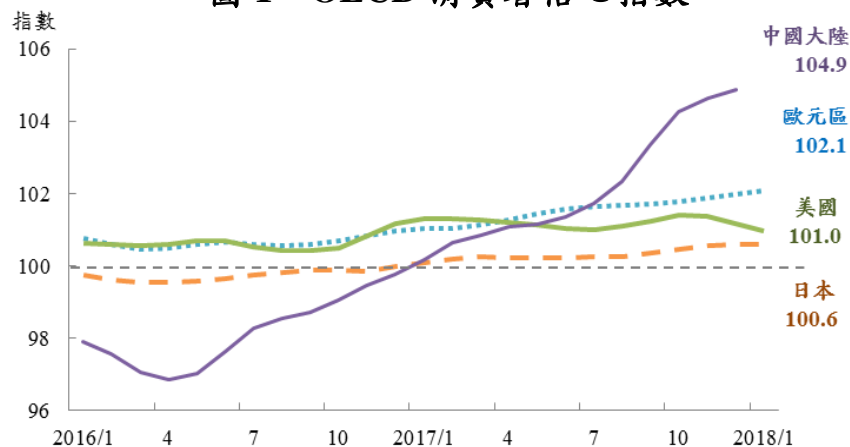
自上(2017)年 12 月本行理事會會議以來，全球經濟成長動能續強，國際油價續於近年高點震盪，帶動通膨預期上升。近期國際金融市場大幅波動，未來隨主要三大央行加快貨幣政策正常化、貿易保護主義抬頭及金融市場動盪可能加劇等，將影響金融市場秩序並衝擊全球經貿活動，茲分別說明如下。

(一)全球經濟持續穩健成長

1. 近期主要經濟體消費者信心多增強，製造業持續擴張

近期**主要經濟體消費者信心指數多持續上升**，歐元區、日本及中國大陸皆逾 10 年高點；美國雖略下滑，仍高於長期趨勢(圖 1)。2 月美國**製造業採購經理人指數(PMI)升至 60.8**，係**逾 13 年高點**；**歐元區、日本、中國大陸**雖趨緩，**惟均高於 50** 之榮枯線，仍呈擴張趨勢(圖 2)。

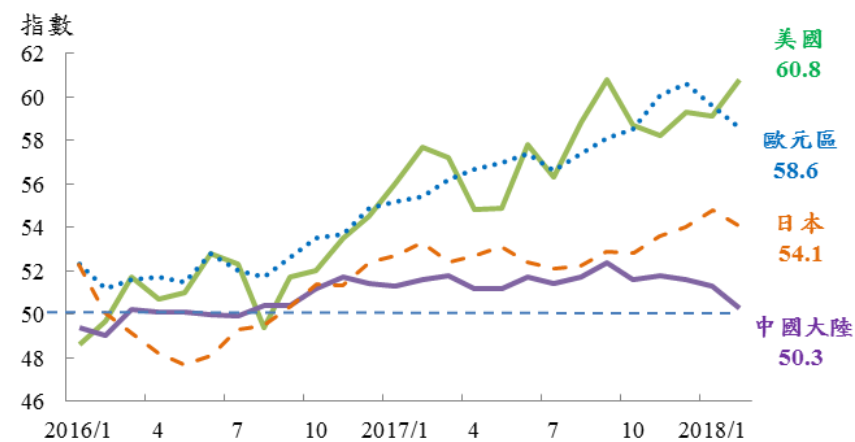
圖 1 OECD 消費者信心指數



註：100 為長期平均值。

資料來源：OECD Monthly Economic Indicators Database (2018/2)

圖 2 製造業 PMI



註：高於 50 代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於 50 則表示看壞的比例較高，即製造業緊縮。

資料來源：Bloomberg

2. 本年全球貿易活動可望續強，惟成長力道恐略緩

上年因世界貿易組織(WTO)之「貿易便捷化協定」(Trade Facilitation Agreement)生效、中國大陸財政擴張政策推升需求，以及商品價格自低點回揚，全球貿易成長率升至近年高點(表 1、圖 3)。

預期本(2018)年中國大陸經濟成長減緩致資本支出減少，北美自由貿易協定(NAFTA)重談、英國與歐盟貿易談判等重要經貿協商結果未定，加以川普總統核定對美國進口鋼鐵及鋁製品(除部分豁免國家外)分別加徵 25%及 10%從價關稅，歐盟及中國大陸亦可能採取相應之反擊措施，全球貿易自由化步伐放慢，將牽制全球貿易成長速度，貿易量成長率可能自上年之近 6 年高點略降(表 1、圖 3)。

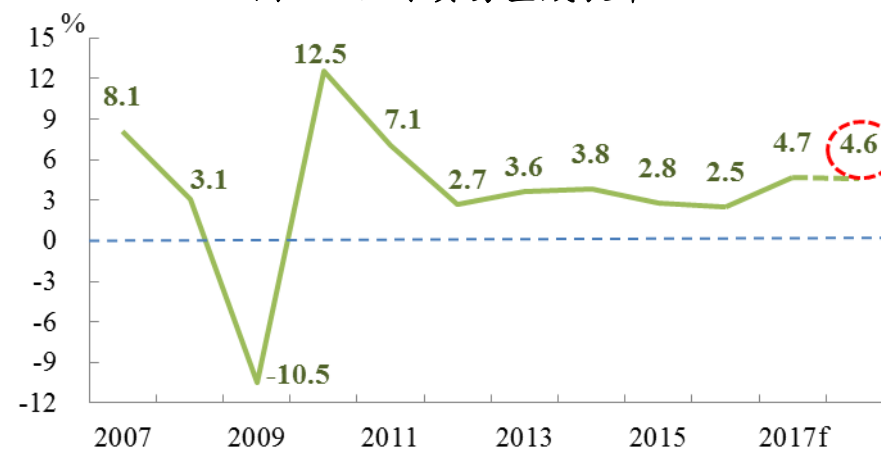
表 1 主要國際機構對全球貿易量成長率之預測

國際機構	發布日期	2016	2017	2018 ^f
OECD	2018/3/13	2.6	5.2 ↑	4.1 ↓
IMF	2018/1/22	2.5	4.7 ↑	4.6 ↓

註：包含商品及服務貿易量；f 表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。

資料來源：OECD Economic Outlook 102 Database (2017/11)、OECD Interim Economic Outlook (2018/3/13)、IMF Database (2017/10)、IMF World Economic Outlook Update (2018/1/22)

圖 3 全球貿易量成長率



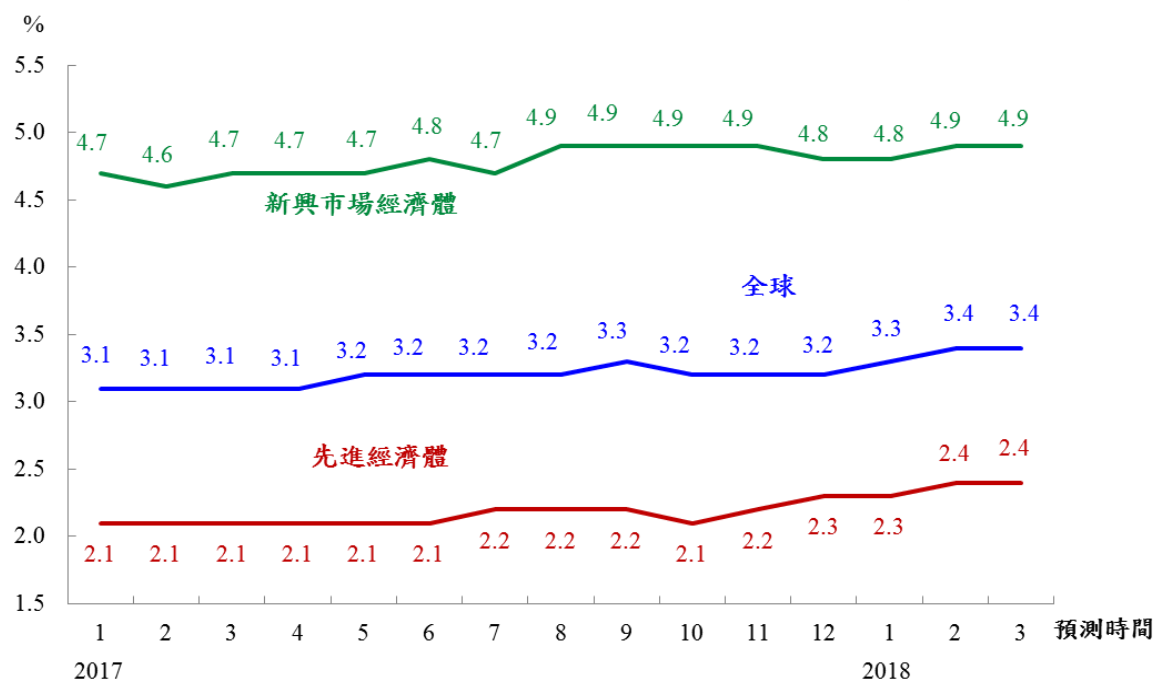
註：包含商品及服務貿易；f 表示預測值。

資料來源：IMF Database (2017/10)、IMF World Economic Outlook Update (2018/1/22)

3. 國際機構上修本年全球經濟成長率預測值

由於主要經濟體消費者信心多增強，製造業持續擴張，投資及貿易活動活絡，近期先進及新興市場經濟體復甦步伐穩健，全球經濟成長動能可望延續。**IHS Markit 持續上修本年全球經濟成長率預測值至 3.4%**，係 8 年來新高，**先進經濟體及新興市場經濟體成長率亦分別上修至 2.4% 及 4.9%**(圖 4)。

圖 4 IHS Markit 各月對 2018 年全球經濟成長率預測值

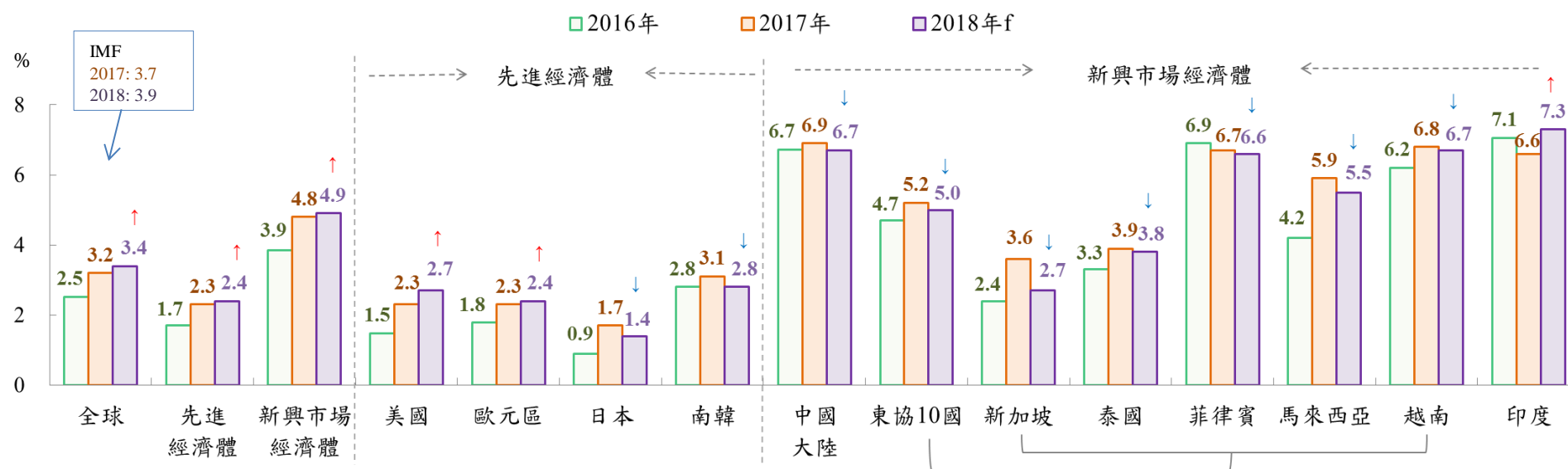


資料來源：IHS Markit

4. 本年美國及歐元區經濟可望加速成長，其他主要經濟體經濟成長速度則略緩

本年主要經濟體皆維持穩健成長，美國及印度因國內財政激勵政策，歐元區則因內需續強，經濟成長率可望高於上年；其餘多數經濟成長率略低於上年(圖 5)。

圖 5 IHS Markit 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



註：1. IHS Markit 係以美元計價之名目 GDP 計算權重，IMF 則以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的 2011 年調查版本之 PPP 計價之 GDP 計算權重；f 表示預測值。

2. ↑、↓及—分別表示較 2017 年上升、下降及持平。

3. 印度每年經濟成長率係為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據，2017 年經濟成長率為官方預測值。

4. 新加坡屬先進經濟體，但為東協會員國。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/3/15)、IMF (2018/1/22)

茲就與台灣貿易關係密切之經濟體經濟情況分述如下：

美國	<ul style="list-style-type: none">● 就業市場穩健復甦、消費及資本支出增加、房價上揚有利營建業，且稅改法案實施可望推升本年經濟成長率 0.1 個百分點¹，惟年初零售銷售略顯疲弱，預測本年第 1 季經濟成長率(與上季比，換算成年率)為1.8%，全年將由上年之 2.3% 升至2.7%(圖 5)。● 稅改法案推升經濟之同時，亦引發未來 10 年間將增加 1.5 兆美元政府赤字之風險，以及通膨過熱致美國聯準會(Fed)可能加快升息之疑慮，加以國會期中選舉將至，恐引燃政治紛擾，均可能影響經濟發展。
歐元區	<ul style="list-style-type: none">● 貨幣政策寬鬆、內需強勁及消費者信心續增持續推升經濟動能，預測本年第 1 季經濟成長率(年增率)為2.7%，全年則自上年之 2.3% 續增至2.4%(圖 5)。● 本年 3 月義大利國會大選由疑歐派勝出，英國脫歐後歐盟每年歲收可能短少 100 億歐元，其他成員國填補此缺口之額度分配恐生歧見；此外，歐洲央行(ECB)部分官員建議儘速結束購債，未來貨幣政策走向亦將牽動歐元區景氣。
日本	<ul style="list-style-type: none">● 設備投資及 2020 年東京奧運之營建需求升溫，失業率持續下降可望帶動薪資成長並激勵消費，加以2019 年 10 月消費稅率將自 8% 調升至 10% 之提前購買效應，預期本年內需持續穩健成長，惟外需將受半導體需求及中國大陸景氣減緩之衝擊。預測本年第 1 季經濟成長率為0.8%(與上季比，換算成年率)，全年則自上年之 1.7% 降至1.4%(圖 5)。● 近期日圓強勢，若持續升值將影響出口競爭力，加以日本央行(BoJ)貨幣政策可能提前趨正常化之預期，均可能影響經濟復甦力道。

¹ IHS Markit (2018), "World Economic Outlook," Jan.。

<p>中國大陸</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 房市調控趨緊、地方融資監管趨嚴、低成本之競爭優勢漸失，加以去產能及加速國有企業整合等改革抑制生產及投資，預測本年第1季經濟成長率(年增率)為6.6%，全年將自上年之6.9%降至6.7%(圖5)。 ● 未來上述政策將持續限制經濟擴張，短期內經濟成長率恐難再達過去水準。
<p>南韓</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球景氣復甦帶動出口，平昌冬季奧運、上年5月文在寅總統上任以來推動「薪資帶動經濟成長」(wage-led economic growth)策略(例如增加公部門人員招聘、大幅提高最低工資等政策將逐步落實)，可望進一步激勵民間消費支出；惟預期本年半導體相關之設備投資成長放緩，本年第1季經濟成長率(年增率)預測值為2.9%，全年由上年之3.1%降為2.8%(圖5)。 ● 朝鮮半島地緣政治情勢仍為潛在風險。
<p>東協10國</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球景氣升溫及大宗商品價格回穩有助出口，多國之基礎建設投資帶動內需升溫，且部分國家具成本競爭優勢吸引外國投資，預測本年將維持穩健成長；惟受中國大陸需求減緩影響，成長力道略趨溫和，預測本年第1季經濟成長率(年增率)為5.1%，全年由上年之5.2%略降至5.0%(圖5)。 ● 未來若先進經濟體貨幣政策正常化速度加快，或中國大陸景氣進一步放緩，均將影響金融穩定及經濟成長。
<p>印度</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 新興市場經濟體本年經濟成長略升，其中大型經濟體印度則加速成長。 ● 上年實施稅改政策及通過大規模振興經濟方案，有助改善銀行體質、鼓勵銀行放款、優化基礎建設及吸引國內外投資，且可創造大量工作機會。 ● 本年經濟在內、外需皆強勁成長帶動下，預測第1季成長率(年增率)為7.2%，全年由上年之6.6%大幅增至7.3%(圖5)。

(二)大宗商品價格於近年高點震盪，主要經濟體通膨預期升溫

1. 國際油價升至 3 年多來高點後略回軟

本年初**伊朗爆發反政府示威**恐影響原油供給，加以**全球經濟展望樂觀**及美元走貶，**1月25日布蘭特原油現貨價格**一度漲至每桶 71.08 美元，為**3年多來新高**；惟**2月上旬美國油產及庫存增加**，國際能源署(IEA)表示本年全球原油將再供過於求，**油價反轉下跌**至 2月13日之每桶 61.94 美元；嗣後隨**美國原油庫存增減變化**及**利比亞油田事故**演變，呈**區間波動**走勢(圖 6)。

由於**全球經濟加速成長帶動原油需求**，且**OPEC及俄羅斯已延長減產協議至本年底**，可望抑制供給，全球**油市供過於求**情況得以改善，加以**地緣政治風險**可能影響原油供給，主要機構**預測本年布蘭特原油價格平均每桶 62.8 美元**，高於上年之 54.3 美元(表 2)。



表 2 布蘭特原油價格預測值

預測機構	美元/桶	
	2017 年 實際值	2018 年 預測值
EIU (2018/2/14)	54.3	63.0
EIA (2018/3/6)		62.1
IHS Markit (2018/3/15)		63.2
平均預測值		62.8

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. 穀價於低檔盤整後走高，基本金屬價格維持於近年高點附近

本年1月中旬以來，**巴西黃豆收成進度落後、美國及阿根廷乾旱**，致穀價走高，3月5日 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數創上年7月以來新高(圖7)，**年初以來漲幅逾14%**。

上年底以來，基本金屬需求加速升溫，主要因**中國大陸工業生產數據優於預期**，且為**防治污染於冬季限制鋁生產**，並自本年開徵環保稅；加以全球經濟穩健擴張，**美國政府公布基礎建設計畫**，2月中旬基本金屬期貨價格一度**創5年來新高**後回穩(圖8)。

圖7 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數



註：Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米期貨合約價格計算而得之指數，凡距到期日6個月內之期貨合約，皆涵蓋在指數編製範圍。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖8 Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數



註：彭博基本金屬3個月期貨價格指數(Bloomberg Base Metals 3-Month Price Commodity Index)係由倫敦金屬交易所之鋁(權重45%)、銅(權重25%)、鋅(權重15%)、鉛(權重12%)、鎳(權重2%)及錫(權重1%)距到期日3個月期貨合約價格計算而得。

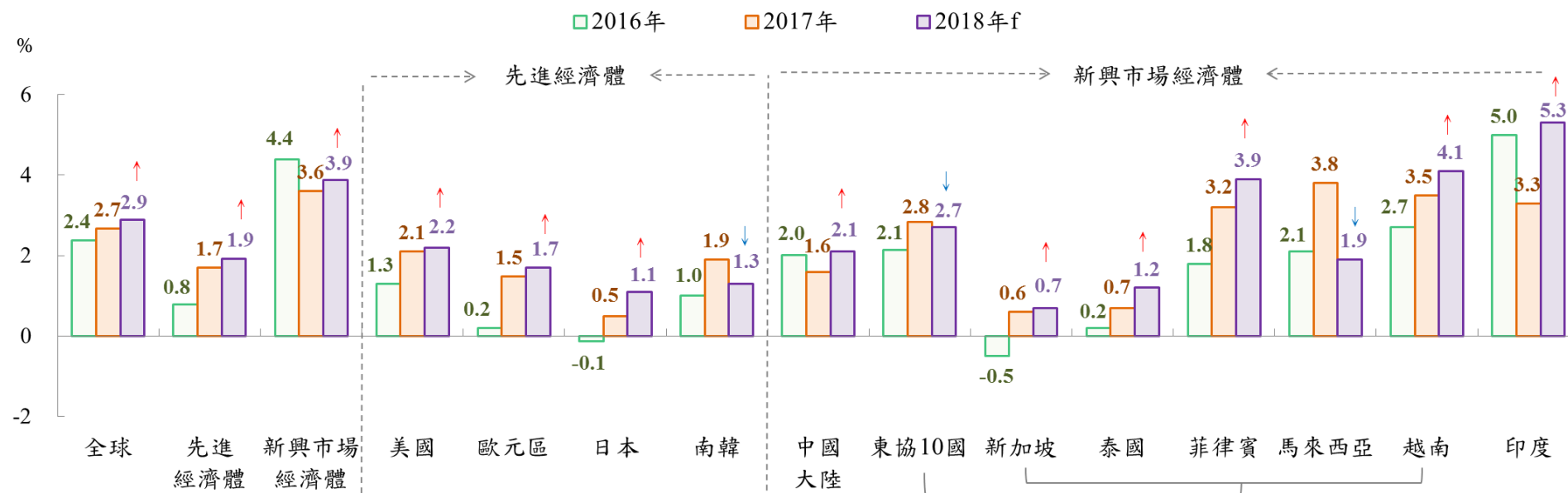
資料來源：Bloomberg

3. 預期主要經濟體通膨緩步升溫

隨經濟持續復甦，原物料價格趨揚，全球通膨預期上升。本年 2 月，美國消費者物價指數(CPI)年增率略升至 2.2%，且連續第 6 個月高於 2% 水準，預期減稅及擴大財政支出可能進一步推升薪資及物價；歐元區 1、2 月之通膨率大致持穩在略高於 1% 之水準，且在貨幣政策持續寬鬆及經濟穩健成長下可望平穩上升；日本則因能源價格上揚，1 月 CPI 年增率升至 1.4% 之近 3 年高點，預期消費增強將持續帶動通膨升溫。

根據 IHS Markit 預測，本年全球通膨率將由上年之 2.7% 略升至 2.9%，主要經濟體通膨率預測值亦大抵高於上年(圖 9)。

圖 9 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值。

2. ↑、↓及—分別表示較 2017 年上升、下降及持平。

3. 新加坡屬先進經濟體，但為東協會員國。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/3/15)

(三)先進經濟體貨幣政策朝正常化邁進，新興市場經濟體則多呈寬鬆

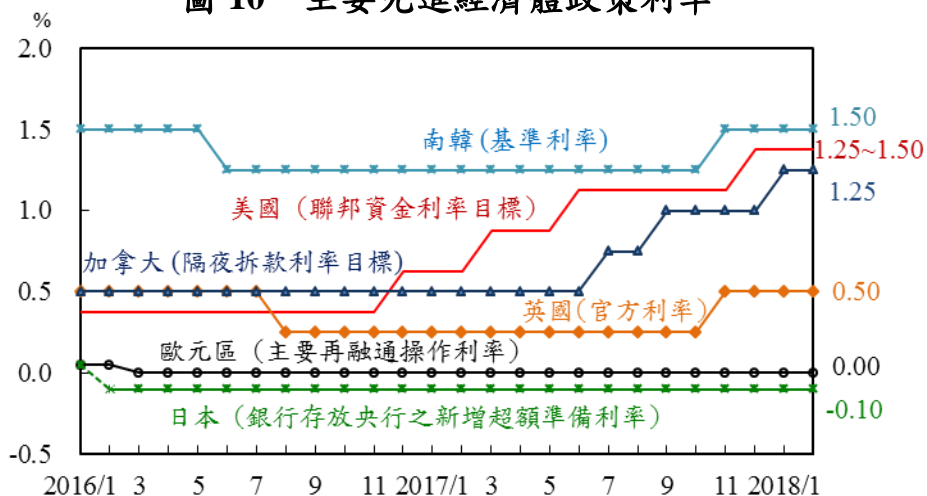
1. 先進經濟體貨幣政策持續正常化

- (1)加拿大央行因通膨率已接近2%之通膨目標，於本年1月再度調升政策利率1碼至1.25% (圖 10)。
- (2)近期 ECB 部分官員，如德國央行總裁 Jens Weidmann 及荷蘭央行總裁 Klaas Knot，紛紛表達宜儘速結束資產購買計畫，且3月貨幣政策會議聲明未見「若經濟前景或金融情勢有不利之變化，可能擴大每月購債金額」等內容；惟 ECB 總裁 Draghi 表示，本年底前升息之機率非常小。
- (3)Fed 於1月貨幣政策會議聲明表示，預期未來經濟情況演變將容許聯邦資金利率進一步(further)漸進提高。嗣後，新任主席 Powell 表示在全球經濟復甦與美國財政擴張環境下，預期美國經濟成長力道及通膨均將升溫，薪資將加速成長。市場預測3月會議升息之機率幾近100%，且升息步伐可能加速。
- (4)3月初 BoJ 總裁 Kuroda 一度表示，若通膨率達到2%目標，考慮於2019財政年度(2019年4月起)檢討量質兼備寬鬆貨幣政策(QQE)之退場方式，市場預期其政策立場恐提前轉為鷹派。

2. 新興市場經濟體多維持政策利率不變

新興市場經濟體中，1月馬來西亞因經濟活動升溫而升息1碼(圖 11)，2月巴西及俄羅斯則因通膨壓力和緩，再度調降政策利率以激勵景氣；其餘央行多維持政策利率不變。

圖 10 主要先進經濟體政策利率

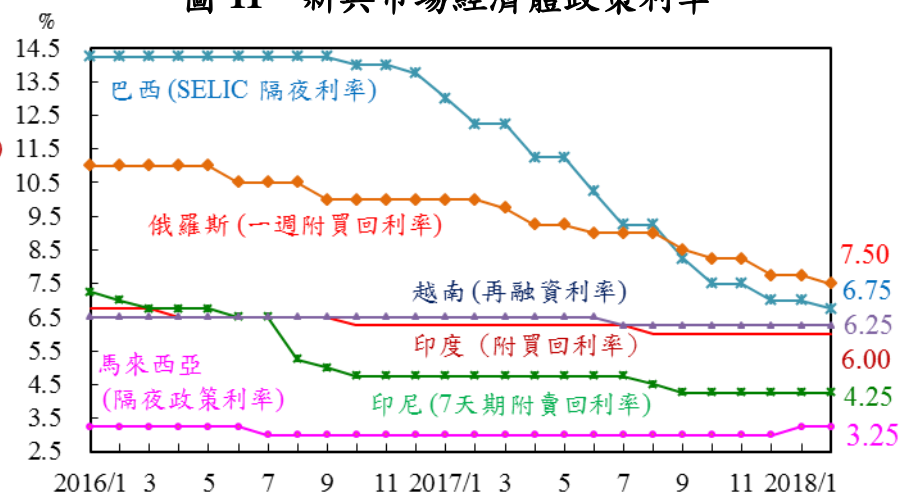


註：1. 美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數繪製折線圖。

2. 日本自 2016 年 2 月 16 日起以銀行存放央行之新增超額準備利率作為短期政策利率，此前為無擔保隔夜拆款目標利率。

資料來源：各經濟體官方網站

圖 11 新興市場經濟體政策利率



註：印尼自 2016 年 8 月 19 日起啟用利率走廊架構，基準利率由 BI Rate 改為 7 天期附賣回利率。

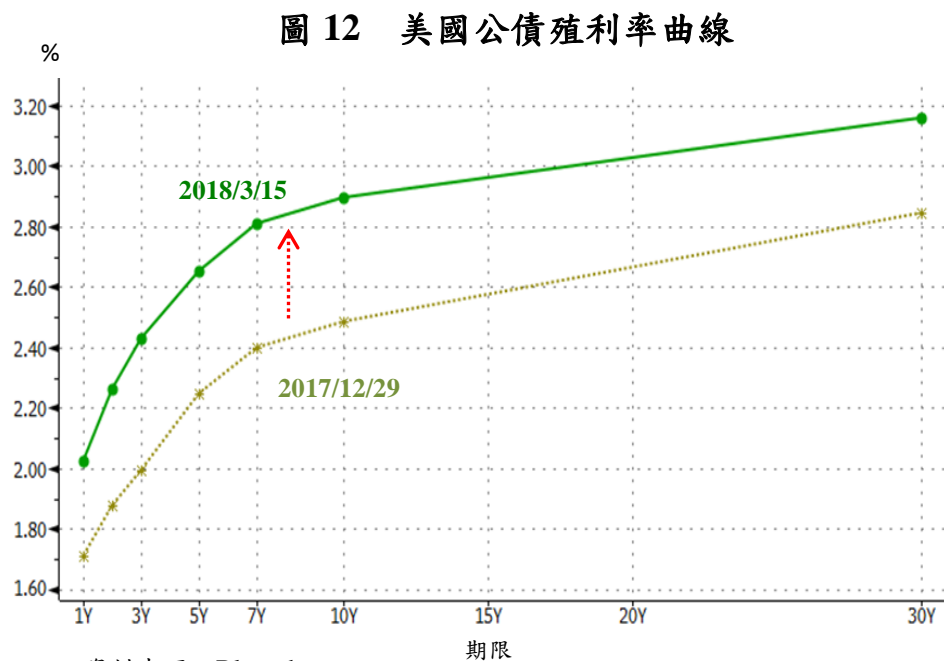
資料來源：各經濟體官方網站

(四)近期國際金融市場大幅波動

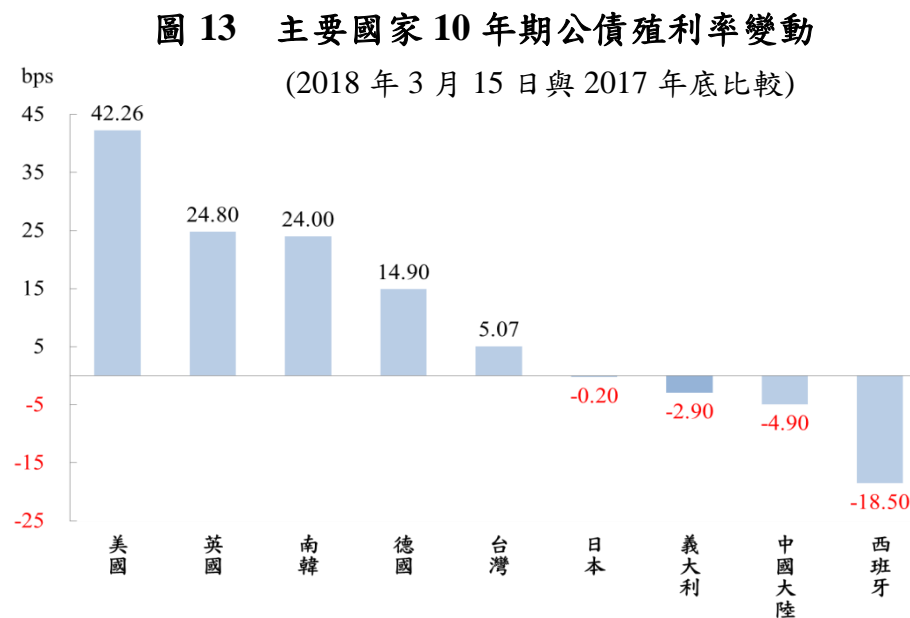
1. 美國公債殖利率走高帶動主要國家公債殖利率普遍上揚

上年底以來**美國公債殖利率走高**(圖 12)，**帶動主要國家公債殖利率普遍上揚**，中國大陸 10 年債殖利率則受本年 2 月製造業 PMI 遠不如市場預期影響，反向下降 4.9 個基點(圖 13)。造成美國公債殖利率上升之原因大致如下：

- (1)美國**財政刺激措施**將使**美國短期經濟動能再增強**；
- (2)**Fed 升息**步調更加明確，市場預估本年升息**3 次以上機率大增**；
- (3)美國財政加速惡化與 Fed 資產負債表正常化(減少到期本金再投資金額)效應持續發酵，以致**公債供過於求情況惡化**，增加殖利率上揚壓力。



資料來源：Bloomberg



資料來源：Bloomberg，台灣資料取自櫃買中心

2. 美元指數下跌，主要貨幣對美元升值

本年以來美元指數共下跌 2.16%，上年全年則下跌 9.69%，創下 2003 年以來最大單年跌幅(圖 14)。主要貨幣中，日圓對美元升幅最大，本年以來共計升值 5.97%；英鎊及人民幣分別對美元升值 3.14%及 2.92%(圖 15)。

造成近期美元匯率走弱之重要因素大致如下：

- (1)全球經濟同步擴張，惟非美國地區(如歐元區)表現相較美國亮眼，且美國景氣恐邁入末升段，吸引資金流向非美元資產；
- (2)相對 Fed，ECB 與 BoJ 政策轉鷹訊息較原本市場預期強，且美國川普總統偏好弱勢美元，並以口頭干預。

圖 14 美元指數



註：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：Bloomberg

圖 15 主要貨幣對美元匯價變動

(2018 年 3 月 15 日與 2017 年底比較)



註：亞洲美元指數(ADXY)係由 JP Morgan 針對一籃子亞洲貨幣對美元匯率變動所編製而成，當中有新台幣、韓元、人民幣等。

資料來源：Bloomberg

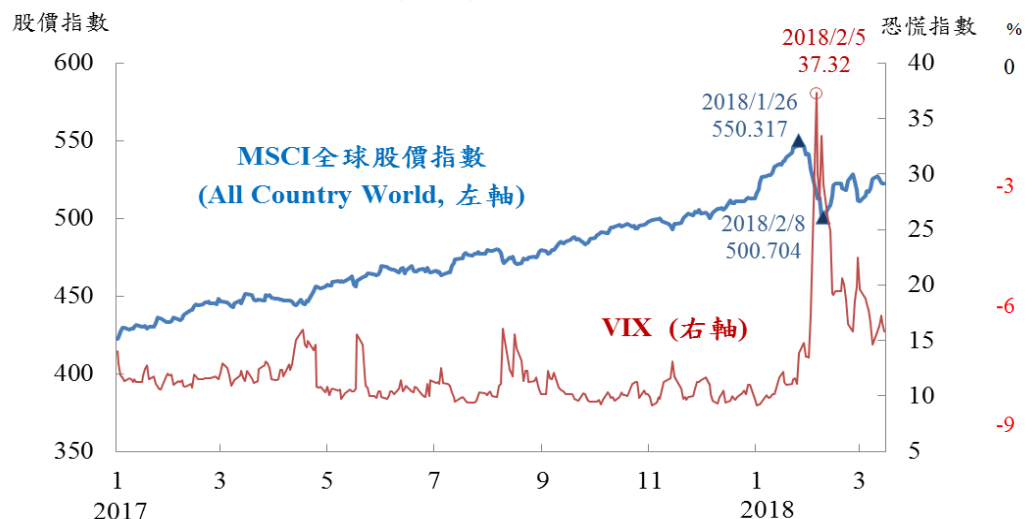
3. 本年初全球股市自高點重挫後回穩於區間震盪

MSCI (Morgan Stanley Capital International)全球股價指數於上年持續走升，本年2月上旬則受美國股市重挫拖累一度大跌近10%，恐慌指數(VIX)亦升至近2年半新高(圖16)。2月中旬後全球股市略回穩，美國那斯達克指數一度回升至本年1月26日之重挫前高點，其餘股市多呈盤整表現，惟3月15日主要國家股價指數仍較1月26日下跌(圖17)。

引發2月上旬美股大跌(詳附件)之導火線大致如下：

- (1)本年1月份美國就業數據強勁，提高市場通膨預期，引發投資人拋售股票；
- (2)程式交易與股權類ETF等被動式交易助長大盤跌勢。

圖16 恐慌指數(VIX)及MSCI全球股價指數

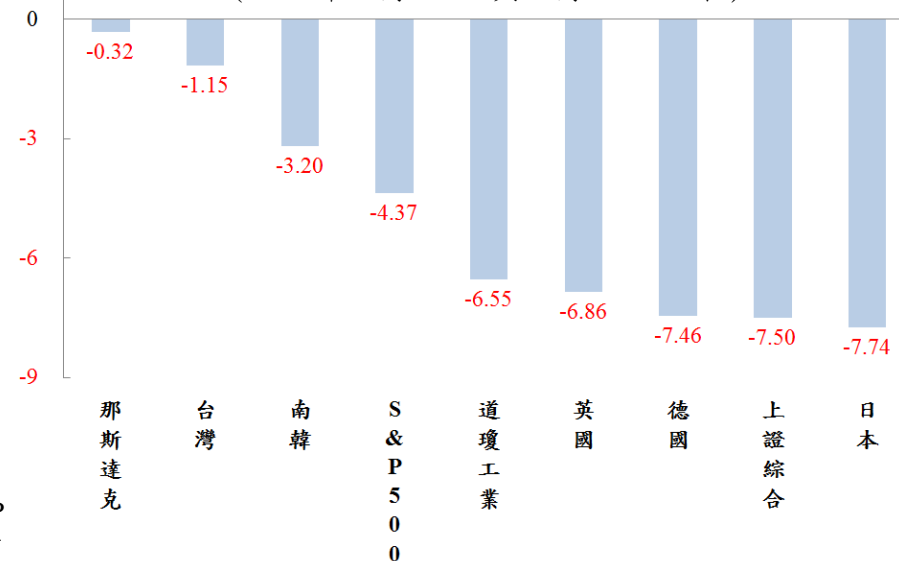


註：VIX係1993年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對S&P 500指數期貨未來30天波動程度之預期。VIX愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：Thomson Reuters Datastream、Chicago Board Options Exchange (CBOE)

圖17 主要國家股價指數變動

(2018年3月15日與1月26日比較)



資料來源：Bloomberg

(五)未來可能影響經濟前景之風險

當前全球經濟呈現同步擴張(synchronized expansion)，全球貿易亦呈現穩步成長，惟仍面臨主要國家貨幣政策走向、貿易保護主義及金融市場動盪加大等風險(圖 18)。

圖 18 影響經濟前景之風險

三大央行加快 貨幣政策正常化

- 本年 Fed 或將加快升息步調，由升息 3 次提高至 4 次
- ECB 可能於本年結束資產購買
- BoJ 或考慮明年結束 QQE

貿易保護主義抬頭

- 美國將分別對進口鋼鐵及鋁製品課徵 25% 及 10% 懲罰性關稅等貿易保護措施
- 歐盟及中國大陸揚言反擊，貿易戰爭將不利美國及全球經貿活動
- 中美貿易緊張升溫

金融市場動盪加劇

- 全球利率上揚，增加資金成本
- 金融市場大幅修正，並損及經濟成長及市場信心
- 新興市場經濟體面臨資金流出之風險

1. 主要三大央行加快貨幣政策正常化

隨著美國經濟活動持續增溫，且近期美國國會通過擴張性財政政策，致 Fed 主席 Powell 於貨幣政策聽證會指出，美國經濟展望已轉強，加以 3 月公布之就業數據強勁，雖薪資成長趨於溫和，惟非農就業新增人數創逾 1 年半新高，失業率連續 5 個月維持在 4.1% 之逾 17 年低點，市場預期本年 Fed 升息步伐將加快。

另鑑於歐元區經濟復甦，多位 ECB 官員建議宜儘速結束資產購買計畫。此外，BoJ 亦考慮於 2019 財政年度檢討 QQE 之退場方式，致市場預期 ECB 與 BoJ 政策立場皆提前轉為鷹派，引發市場動盪。

2. 貿易保護主義抬頭

本年 3 月 8 日川普總統核定將對美國進口鋼鐵及鋁製品(除加拿大、墨西哥等豁免國家)分別加徵 25% 及 10% 從價關稅，以保護美國產業。依據台灣通關統計，2017 年台灣出口至美國之鋼鐵及鋁等美方本次調查產品金額雖僅占 GDP 的 0.2%，但由於美國為台灣鋼鐵產品之最大出口市場，仍宜留意後續影響。

針對川普總統的貿易保護措施，歐盟表示若出口受到美國任何限制措施影響，將採取措施捍衛歐盟產業；中國大陸亦宣布將對自美國進口的高粱啟動反傾銷和反補貼調查，均顯示全球貿易保護主義似有擴散趨勢，可能影響經貿活動。IMF 即批評川普總統若採行貿易保護措施，恐造成美國及全球雙輸的結果²，而且 WTO 也罕見警告可能引發貿易戰爭³。

² IMF 表示，川普總統的貿易保護措施恐招致其他國家報復，將使美國及其他國家均深受其害(參見 IMF (2018), “IMF Statement on Announced U.S. Import Tariffs,” *IMF Press Release*, Mar. 2; Meredith, Sam (2018), “IMF’s Lagarde Says Nobody Wins in a Trade War,” *Reuters News*, Mar. 7)。

³ 參見 Miles, Tom (2018), “WTO Chief Make Rare Warning of Trade War over U.S. Tariff Plan,” *Reuters News*, Mar. 2; WTO (2018), “Azevêdo Calls on Members to Avoid Triggering An Escalation in Trade Barriers,” *Press Release*, Mar. 5。

3. 金融市場動盪加劇

近期，因**主要央行有加速貨幣政策正常化之虞**，加上**川普總統表示貿易戰對美國有利**⁴，投資者擔憂美國貿易保護主義可能不利全球經濟，致**金融市場波動加劇**，特別是反映在**美股出現明顯的回檔修正**⁵，以及恐慌指數一度急升。未來如出現突發性政策衝擊，市場波動恐加劇。如**金融市場大幅修正**，將損及經濟成長與市場信心，**新興市場經濟體**亦可能在先進經濟體升息下，**債務成本攀升，資金加速流出**⁶，各國**股匯市的波動進一步擴大**，對經濟穩定帶來衝擊。

⁴ Franck, Thomas (2018), “Trump Doubles Down: ‘Trade Wars Are Good, And Easy to Win’,” *CNBC News*, Mar. 2。

⁵ 例如，本年2月8日美國道瓊工業指數較1月26日下跌10%。

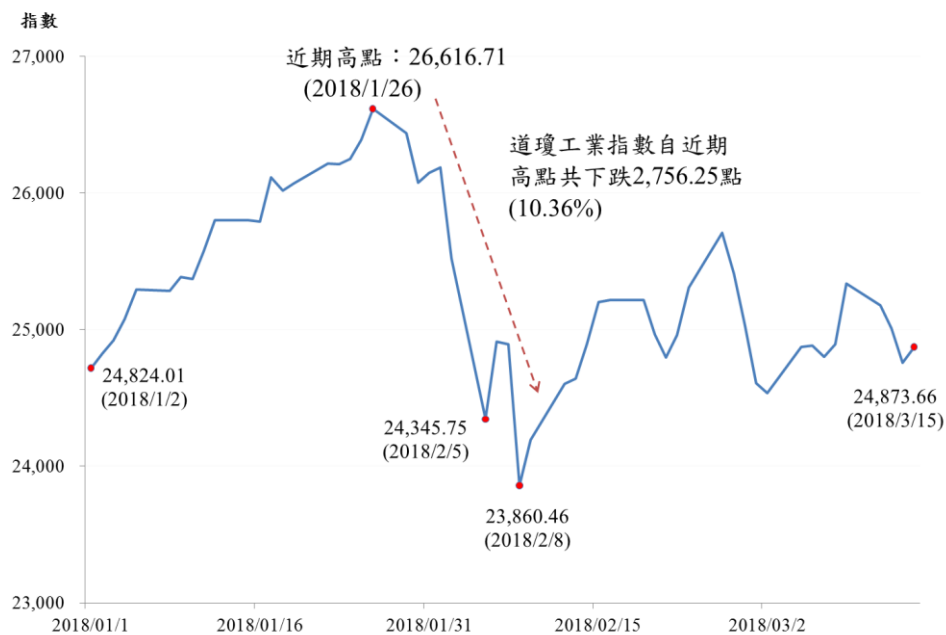
⁶ World Bank (2018), “Global Outlook: Broad-Based Upturn—Will It Last?” *Global Economic Prospects*, Jan. 10; Lagarde, Christine (2018), “ASEAN and the IMF: Working Together to Foster Inclusive Growth,” *Keynote Speech at the High-Level International Conference “New Growth Models in a Changing Global Landscape” in Jakarta, Indonesia*, Feb. 27。

附件 本年2月初美股重挫成因分析

美國道瓊工業指數於本年**2月5日及8日**單日跌幅逾**1,000點**，引發市場恐慌。自本年1月26日高點至本波2月8日低點，**跌幅達10.36%**(圖19)；全球股市亦受美股重挫波及下跌，以**MSCI**編製的不含美國之全球股價指數為例，該指數於上述期間共**下跌9.21%**(圖20)。

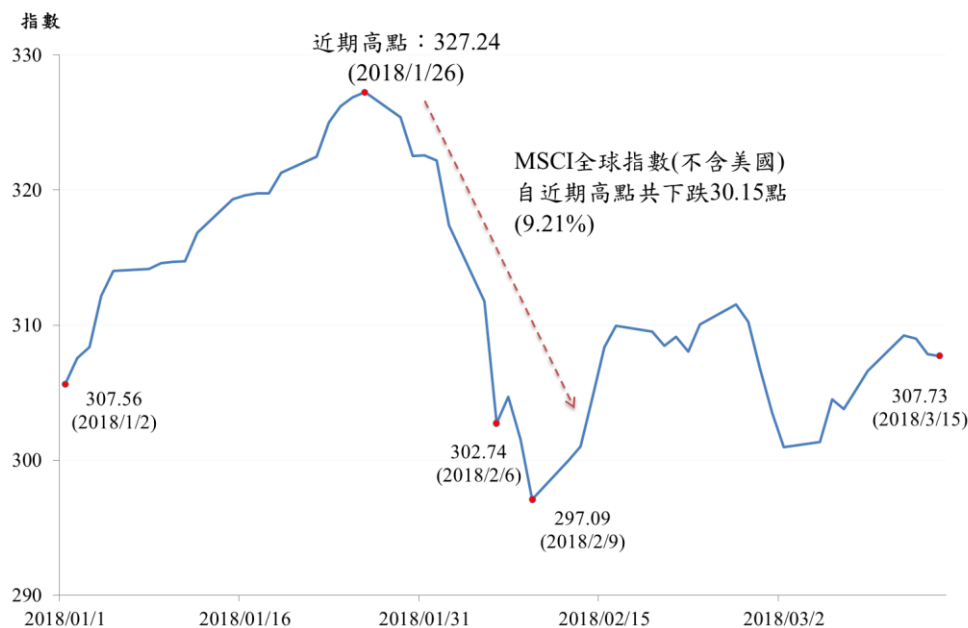
造成此次美股重挫之主要原因說明如後。

圖 19 道瓊工業指數



資料來源：Bloomberg

圖 20 MSCI 全球股價指數(不含美國)



資料來源：Bloomberg

1. 導致 2 月上旬美股大跌之遠因

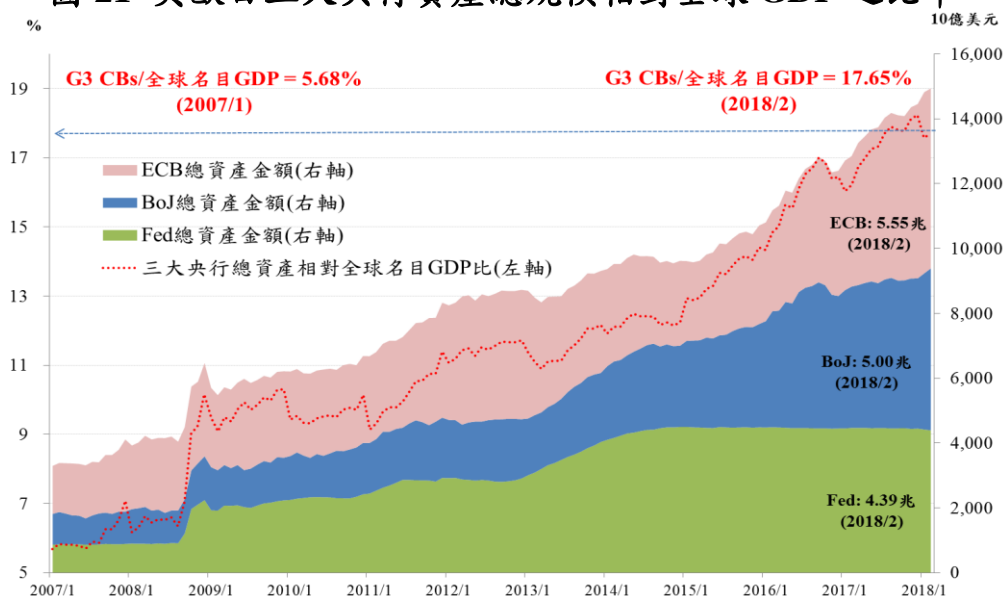
(1) 全球景氣持續增溫與金融市場流動性充斥，導致投資人對前景過度樂觀

自上年 1 月起，美國景氣領先指標 ISM 製造業指數明顯呈上升趨勢；加上上年底美國通過 TCJA 法案⁷與主要研究機構預期本年全球經濟同步擴張，激勵投資人追逐風險性資產。

美、歐、日三大央行總資產規模相對全球 GDP 之比率，由 2007 年 1 月之 5.68% 一路攀升至本年 2 月之 17.65% (圖 21)，金融市場流動性充裕，提供投資人低廉資金。

本年 2 月 1 日美股總市值相對美國 GDP 之比率為 161.8%，創下歷史新高，其 2007 年高點僅為 132.2% (圖 22)。

圖 21 美歐日三大央行資產總規模相對全球 GDP 之比率



資料來源：Bloomberg

圖 22 美股總市值相對於美國 GDP 之比率



資料來源：Bloomberg

⁷ 係指「減稅及就業法案」(Tax Cuts and Jobs Act, 簡稱 TCJA 法案)。

(2)除 Fed 持續執行貨幣政策正常化，ECB 與 BoJ 亦轉趨鷹派，市場流動性終將減少

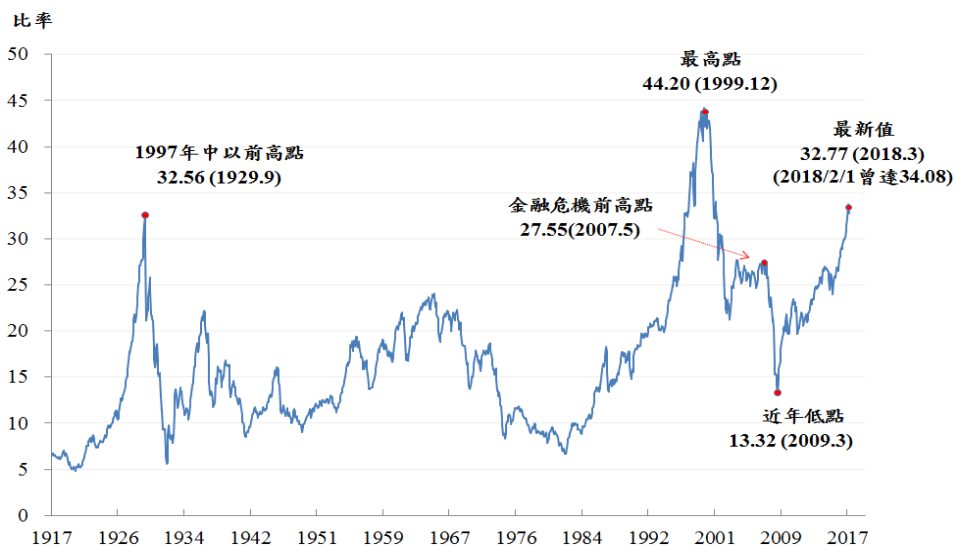
由於美國經濟動能持續增溫，加上**通膨預期升高**，更多市場參與者預測本年 Fed 可能升息達 3 次以上。另近期數位 ECB 官員對外表達傾向於本年結束資產購買(QE)計畫意向；BoJ 實際購買日本公債金額則明顯放緩(外界稱為 stealth tapering)，2017 年全年僅購買 58 兆日圓，低於每年 80 兆日圓目標。

(3)股價評價升高及美債殖利率彈升壓縮股票風險溢酬，降低股票投資吸引力

美股先前不斷上揚，致股票評價(valuation)偏高。以 S&P 500 指數為例，本年 2 月 1 日其 Shiller 景氣循環調整後本益比⁸曾高達 **34.08**，反觀 2007 年高點僅為 **27.55**，評價水準相對偏高(圖 23)。

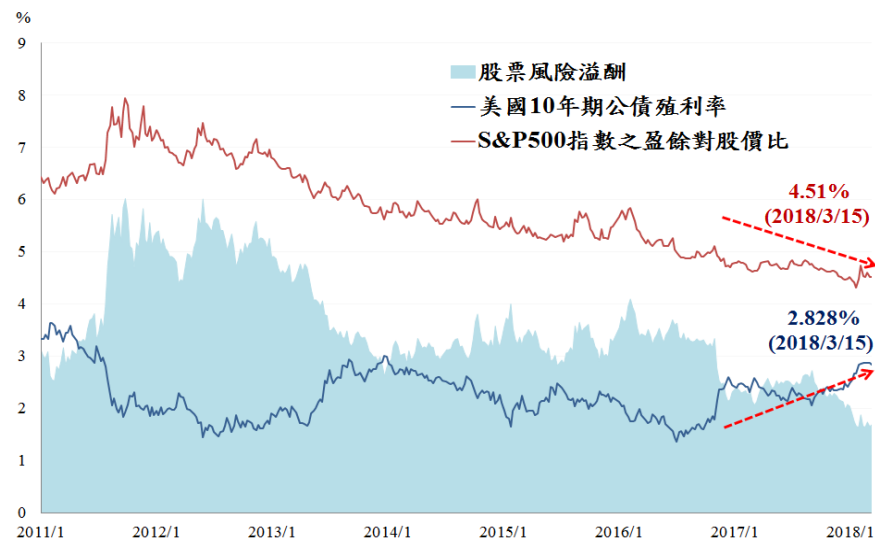
近期美國 10 年期公債殖利率大幅上揚，壓低**股票風險溢酬**⁹，股票對投資人的吸引力相對下降(圖 24)。

圖 23 Shiller 景氣循環調整後本益比



資料來源：Yale University, Rober Shiller 教授網站

圖 24 S&P500 指數股票風險溢酬



資料來源：Bloomberg

⁸ 有別於傳統本益比(每股股價除以每股盈餘)，Shiller 景氣循環調整後本益比(cyclically adjusted price to earnings, CAPE)為每股股價除以**通膨調整後**每股盈餘(此處每股盈餘係指 10 年移動平均數)。

⁹ 以盈餘對股價比減去公債殖利率，不考慮資本利得。

2. 引發 2 月上旬美股大跌之近期導火線

(1) 本年 1 月份美國就業數據強勁，提高市場通膨預期，引發投資人拋售股票

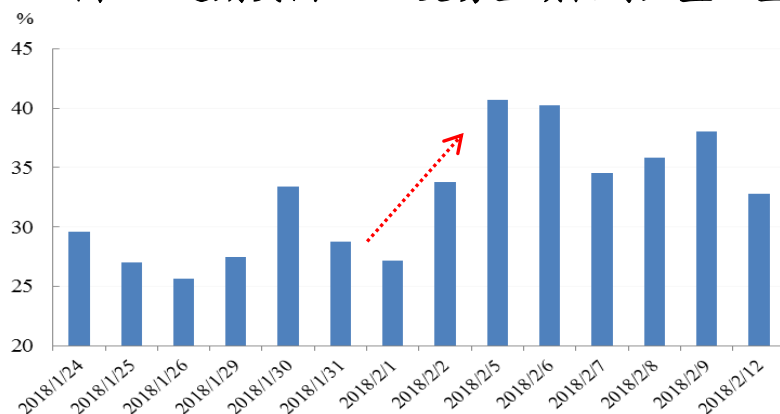
本年 1 月份美國非農就業新增數 **20 萬人**，優於市場預期，失業率為 **4.1%**，保持在 **2001 年 1 月以來低點**，平均時薪年增率為 **2.9%**，創下 **2009 年 6 月以來最高點**，使投資人憂心物價將加速上揚，預期 Fed 加快升息。

(2) 程式交易與股權類 ETF 等被動式交易助長大盤跌勢¹⁰

本次股市面臨強大賣壓¹¹部分係由**程式交易(programming trading)**及**股權類 ETF 等被動式交易**所趨動，如同時期 ETF 相對大盤交易比重**明顯放大**(圖 25)。

另此次美股重挫亦造成 VIX 大幅上揚，致**放空 VIX 之指數投資型產品(Exchange Traded Product, ETP)**面臨損失，總資產規模由 37 億美元大幅縮水至 5.25 億美元，所幸該類產品占市場總規模不大，風險當屬可控(表 3)。

圖 25 近期美國 ETF 交易金額相對大盤比重



資料來源：Bloomberg

表 3 美國放空 VIX 之 ETP 與美國 ETP 資產規模之比較
(2017 年 12 月底)

	總資產 (億美元)	美國放空 VIX 之 ETP 總資產所占比率(%)
美國放空 VIX 之 ETP	37	—
美國連結 VIX 之 ETP	80	46.25
美國股權類 ETP	27,405	0.14
美國 ETP	34,084	0.11

註：美國 ETP 包含 ETF、ETC 與 ETV。

資料來源：Deutsche Bank、Bloomberg

¹⁰ 本行於 2017 年 9 月 21 日曾示警，當更多人採用 ETF 等被動式投資時，恐導致資產評價被推向偏高的水準；加上金融市場的羊群效應，倘若市場遭受重大利空時，愈易引發市場跌幅擴大之滾雪球效應(參見 2017 年 9 月 21 日央行理監事會後記者會參考資料「指數股票型基金(ETF)全球發展概況與可能影響」)。

¹¹ 如 JP Morgan 點名，運用程式交易的對沖基金是造成本次美股修正的重要因素之一(參見 Amaro, Silvia (2018), "The 'Ferocious' Market Sell-off was Driven by Algorithms, Strategist Says," *The CNBC News*, Feb. 8)。Credit Suisse 亞太區私人銀行董事總經理兼大中華區副主席陶冬亦認為，本年 2 月 5 日美股 15 分鐘出現 700 億美元成交量，主要賣盤來自股權類 ETF(參見中時電子報(2018)，「美股 2 次暴殺千點股災！恐怖兇手『同一人』」，2 月 9 日)。

3. 未來全球股市波動度恐將升高，投資人或應重思其投資策略

(1) 全球股市自 2 月初大跌後，目前已反彈回升，惟仍呈現盤整格局

2 月初美國股市引發全球股市大幅下跌後，目前各國股市多已反彈回升，惟僅那斯達克指數一度回升至 1 月 26 日下跌前高點，其餘股市多仍呈盤整格局。

(2) 此次美股大幅下跌，一般認為是技術性修正因素，而非基本面因素的改變

美股歷經長期上漲、低波動度，且投資人對前景過度樂觀，中間未曾有過明顯回檔。IMF 執行長 Christine Lagarde 指出，之前資產價格實在太高，近日美股回檔屬於良性的修正，對股市、經濟不致產生重大負面影響，且全球經濟基本面仍相當強勁。

本次美股暴跌，放空 VIX 之指數投資型產品及程式交易產生的大量賣壓，助長了此波跌勢；這種情況與全球金融危機、科技泡沫或亞洲金融危機等槓桿事件類似。不過，技術面所產生的拋售，可望因此清除掉部分在市場上觀望的投資人，消除市場的非理性榮景(irrational exuberance)。

(3) 未來全球股市波動度恐將升高，投資人或應重思其投資策略

外界一般認為，美國經濟基本面強勁，股市只是短期修正，惟亦有少數持悲觀看法；另如哈佛大學教授 Jeffery Frankel¹²及安聯集團(Allianz)首席經濟顧問 Mohamed El-Erian¹³等論者均指出，過去全球股市波動度持續偏低的現象並非常態，未來波動度恐將升高，投資人應更加重視市場波動度及流動性的定價，理性評估投資標的(表 4)。

¹² Frankel, Jeffrey (2018), "The Economic Message from Equity Markets," *Project Syndicate*, Feb. 22。

¹³ El-Erian, Mohamed A. (2018), "Three Lessons for Investors in Turbulent Markets," *Bloomberg View*, Feb. 7。

表 4 外界對美股近期大幅震盪的看法

	代表人物	意見
樂觀看法	IMF 執行長 Christine Lagarde	之前資產價格實在太高，近日股市回檔屬於良性的修正，不至於對全球經濟基本面造成衝擊。
	聖路易 Fed 總裁 James Bullard	這次是有史以來最可預測的市場回檔，因市場之前漲幅太大，且連續上漲的時間之久，期間都未曾有過像樣的回檔。
	白宮發言人 Sarah Sanders	近來股市大幅震盪，惟仍非常滿意經濟現狀，將繼續關注長期基本面。
	美國財政部長 Steven Mnuchin	近期股市回檔幅度儘管很大，但仍是正常的市場修正；股市運作良好，其波動不足以撼動強勁的基本面。
悲觀看法	投資大師 Jim Rogers	這種崩跌還會繼續發生，另一個熊市即將到來，而且會是有史以來最可怕、最糟糕的空頭走勢，因為自全球金融危機以來，全球經濟累積起太多債務，尤其是美國。
	美國投資大亨 Carl Icahn	美股近日暴跌，只是股災的前兆，一旦華爾街發生「強震」，恐比美國大蕭條的 1929 年股市崩盤更慘。
但波動度將上升 中性看法	UBS 資產管理部主管 Erin Browne	波動度雖不可能重回本年稍早的低水準，但隨著放空波動度的交易所買賣產品遭大量拋售，波動度將回歸正常化，並將一些系統性風險帶離市場。
	哈佛大學教授 Jeffery Frankel	金融市場與經濟波動度異常偏低的現象，已經告終。預測股市暴跌何時會發生，或是否會伴隨下一輪的經濟衰退，是不可能的，惟上年反常的低波動度，已畫下句點。
	安聯集團首席經濟顧問 Mohamed El-Erian	過去金融市場的波動度較低；長期間的市場平靜，為行情猛烈下跌創造了技術性條件；投資人應更尊重市場波動度及流動性，並認知妥善定價的重要性。

資料來源：Bloomberg、Project Syndicate 等外電媒體報導