

貳、潛在影響金融體系之總體環境

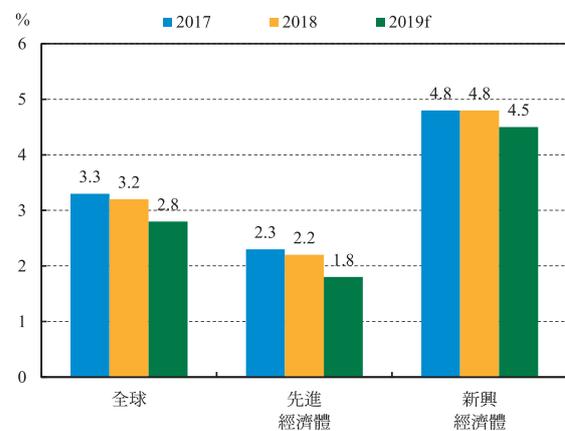
一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟情勢

1. 2018年全球經濟成長放緩，前景不確定性高

2018年受美中貿易緊張情勢升溫⁸影響，全球貿易量及投資成長率均下滑，所幸有美國經濟持續成長之支撐，全球經濟成長率僅較2017年略降0.1個百分點至3.2%(圖2-1)。先進經濟體中，美國受惠於財政刺激政策，固定投資及個人消費均有成長，經濟成長力道增強；歐元區因全球出口衰退、地緣政治不確定性提高及製造業疲軟，經濟成長不如預期；日本受天災及出口放緩影響，經濟成長亦走緩。新興經濟體方面，中國大陸經濟因去槓桿政策及貿易爭端而走緩，惟因印度及巴西成長動能增強，整體成長率持平。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2019f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/5/15)。

展望2019年，由於主要經濟體貿易政策之不確定性仍高，IHS Markit預測⁹全球經濟成長率將續降至2.8%；其中，先進經濟體受美國財政政策刺激效果消退及歐元區政治紛擾影響，經濟成長率預估續降至1.8%；新興經濟體因美中貿易爭端恐持續，且大宗商品前景看淡，經濟成長率預期下滑至4.5%(圖2-1)。

⁸ 2018年以來，美國為消弭其貿易赤字，多次對世界各國課徵懲罰性關稅，尤以中國大陸為首要目標。2018年7月起美中兩國三度互徵關稅，其中9月24日美國宣布對來自中國大陸5,745項(共2,000億美元)進口商品課徵10%關稅。

⁹ 同註1。

IMF總裁拉加德指出¹⁰，貿易緊張局勢、主要經濟體貨幣政策緊縮、英國脫歐政策不確定性及中國經濟成長放緩等四大因素，可能對全球經濟產生負面影響，增添金融市場風險，加上2008年全球金融危機以來仍有許多待解決問題與新挑戰(專欄1)，均升高全球經濟前景之不確定性。

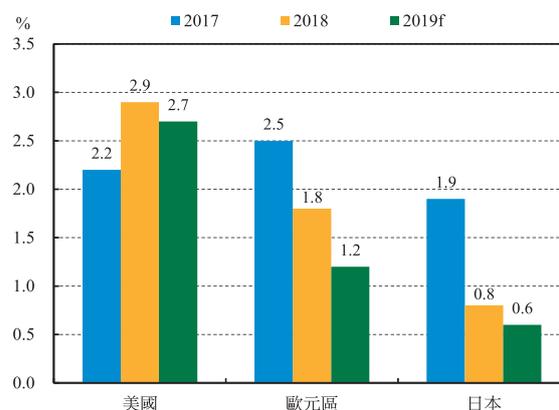
(1) 先進經濟體經濟成長走勢分歧

● 美國2018年因擴大支出及減稅政策刺激，經濟成長增強

因川普政府減稅¹¹及擴大支出政策帶動企業信心增加，2018年美國國內投資回溫，加上民間消費持續增長，經濟成長力道增強，全年經濟成長率達2.9%，高於2017年之2.2%。展望2019年，隨財政激勵效益逐漸消退，加上美國經貿政策不確定性仍高¹²，恐衝擊未來經濟表現，IHS Markit預測全年經濟成長率將回降至2.7%(圖2-2)。

2018年美國就業市場持續改善，失業率下降至3.9%，為近11年新低。因就業市場復甦力道仍強，IHS Markit預測2019年失業率將續降至3.6%(圖2-3)。

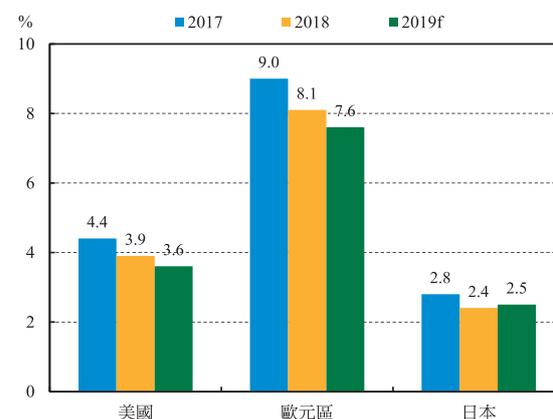
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2019f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2019f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/5/15)。

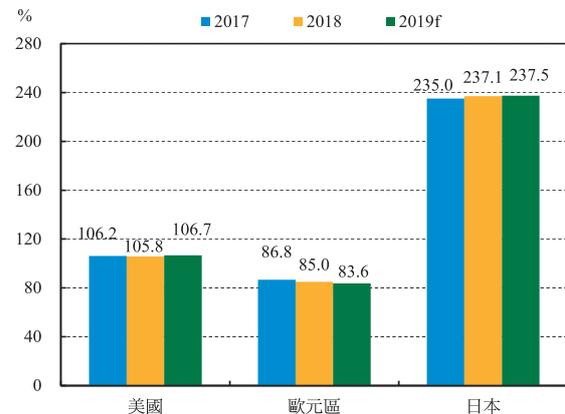
¹⁰ 2019年2月10日拉加德於杜拜舉行之世界政府高峰會講辭。

¹¹ 美國稅改將在未來十年減稅1.5兆美元，主要包括大幅降低企業稅(稅率由級距最高35%調降至單一稅率21%)，並對個人所得實施暫時性減稅(效期至2025年)。

¹² 美國因美中貿易談判進度慢且未能達成協議，自2019年5月10日起對價值2,000億美元中國大陸商品關稅稅率由10%調高至25%，川普總統並威脅將對另外3,250億美元中國大陸商品課稅；5月13日中國大陸提出反擊，將自6月1日起對已實施加徵關稅之600億美元美國商品，分別再提高稅率至10%-25%，部分則維持5%不變，貿易爭端恐白熱化。

財政方面，因減稅法案致國債攀升，美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)預測¹³ 財政赤字將由2018年之7,790億美元擴增至2019年之8,970億美元，對GDP比率因而由3.8%上升至4.2%。由於財政赤字增加，IMF預測2019年美國政府債務餘額對GDP比率將由2018年之105.8%提高至106.7%¹⁴ (圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2019f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2019), *Fiscal Monitor*, April。

● 歐元區受車輛新規範及全球貿易趨緩等影響，經濟成長走緩

2018年因歐盟實施更嚴格車輛排放測試標準，影響歐元區最大經濟體德國之汽車製造業生產¹⁵，加上義大利與歐盟之財政預算案紛爭及全球貿易走緩等內外因素，歐元區經濟成長率下滑至1.8%。IHS Markit預測2019年歐元區製造業仍將走弱，加上英國脫歐僵局未解¹⁶，經濟成長率將續降至1.2%(圖2-2)，惟失業率可望持續改善，IHS Markit預測2019年將由2018年之8.1%續降至7.6%(圖2-3)。

財政方面，歐元區在各國縮減赤字下，2018年財政赤字對GDP比率下降至0.6%，政府債務對GDP比率亦縮減至85.0%，IMF預測2019年將續降至83.6%(圖2-4)。

¹³ CBO (2019), *The Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029*, January.

¹⁴ 本節2019年財政赤字及政府債務餘額相關資料，除美國財政赤字資料取自CBO (2019)外，其餘均採IMF預測值。參見IMF (2019), *Fiscal Monitor*, April。

¹⁵ 歐盟自2018年9月起實施全球輕型車測試規範(Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure, WLTP)，目的係統一控管車輛廢氣排放標準，並避免先前在實驗室進行排氣檢測之弊病重演，惟許多汽車大廠因技術難突破而無法符合新規範，致出現缺貨情況，影響製造業生產。

¹⁶ 英國國會自2019年1月15日以來3度否決首相梅伊(Theresa May)提出之脫歐協議，隨後歐盟批准將脫歐日期延至同年10月31日，惟英國國內對脫歐協議仍意見分歧，無協議脫歐危機仍未解除。

● 日本經濟受天災影響而成長減緩

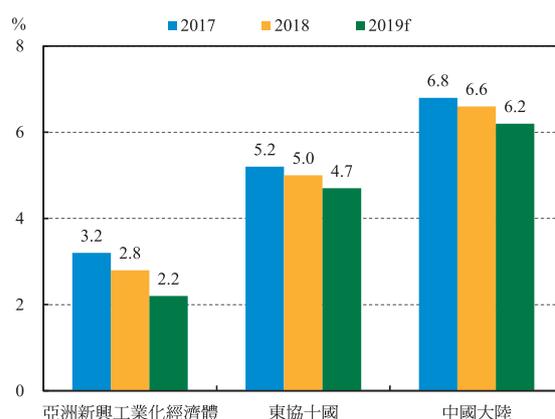
日本2018年第1季及第3季分別受嚴寒天氣、颱風及地震等天災影響，民間消費及企業投資衰退，至第4季方逐步回穩，全年經濟成長率大幅下滑至0.8%(圖2-2)。日本預計2019年10月將消費稅率自8%調高至10%，安倍政府雖計劃推出財政刺激政策以減緩加稅之影響，惟仍將對消費支出產生衝擊，加上外部需求及私部門投資成長恐放緩，IHS Markit預測2019年日本經濟成長率將續降至0.6%(圖2-2)。2018年日本失業率下滑至2.4%，IHS Markit預測2019年將小幅回升至2.5%(圖2-3)。

財政方面，2018年日本政府債務餘額對GDP比率略升至237.1%；2019年因政府預算中養老金及醫療保健支出等社會福利費用仍高達34.06兆日圓，財政赤字改善有限，IMF預測政府債務餘額對GDP比率將微幅續升至237.5%(圖2-4)。

(2) 多數亞洲經濟體之經濟成長下滑

2018年受全球貿易放緩及美中貿易衝突升溫等影響，多數亞洲新興經濟體之成長走弱。其中，以出口為導向之亞洲新興工業化經濟體，經濟成長率下滑至2.8%；東協十國中有五國經濟成長放緩，整體經濟成長率下降至5.0%(圖2-5)，其中馬來西亞因政策不確定性升高且公部門投資減少，經濟成長減速，惟東協十國GDP占比最大之印尼受惠於國內投資及消費回溫，經濟成長增幅擴大。中國大陸因去槓桿政策及美中貿易爭端升溫等因素，2018年經濟成長率降至6.6%，創1990年以來最低水準(圖2-5)。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2019f為IHS Markit預測值。

2. 亞洲新興工業化經濟體包括臺灣、香港、新加坡及南韓。

3. 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：IHS Markit (2019/5/15)。

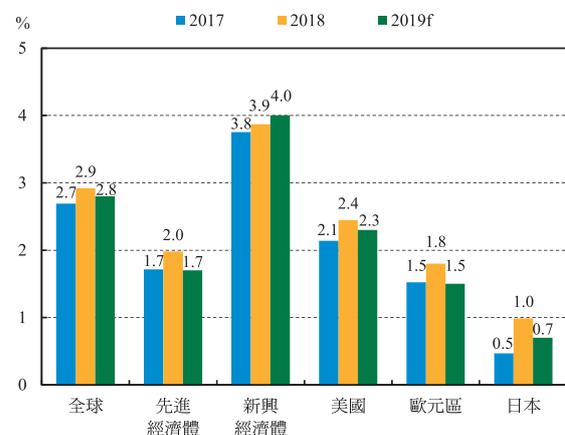
展望2019年，全球經濟不確定性仍高、貿易爭端未平及中國大陸經濟成長放緩等負面效應，均不利亞洲新興經濟體之經濟成長，IHS Markit預測亞洲新興工業化經濟體及東協十國經濟成長率將分別續降至2.2%及4.7%；中國大陸雖自2018年起六度降準¹⁷，並計劃實施減稅降費措施及採取財政刺激政策，但全球需求放緩及美中貿易爭端不確定性等因素，IHS Markit預測2019年經濟成長率將續降至6.2%(圖2-5)。

2. 全球通膨略為升溫

2018年油價呈劇烈震盪走勢¹⁸，但布蘭特原油(Brent crude oil)現貨全年平均每桶71.19美元，仍較2017年上漲31.5%；穀物、植物油、乳製品及肉類等食品價格多呈震盪走勢且略下滑¹⁹；金屬價格在2018年上半年續呈上升走勢，下半年因中國大陸經濟放緩而走弱，但全年平均價格仍高於2017年。整體而言，雖然食品價格震盪走緩，但受原油及金屬價格回升影響，2018年全球通膨微幅升溫，CPI年增率小幅提高至2.9%，其中美國、日本及歐元區等先進經濟體通膨持續升溫，整體CPI年增率上揚至2.0%，新興經濟體亦上升至3.9%(圖2-6)。

展望2019年，預期原油等原物料價格將趨穩²⁰，IHS Markit預測全球通膨將回降至2.8%，其中先進經濟體回降至1.7%，新興經濟體則因巴西及俄羅斯通膨上升而續升至4.0%(圖2-6)。

圖 2-6 全球消費者物價指數年增率



註：2019f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2019/5/15)。

¹⁷ 中國大陸相關降準措施詳表2-1。

¹⁸ 布蘭特原油現貨每桶價格一度於2018年10月上漲至80美元以上，其後美國給予八國可向伊朗購入原油之制裁豁免權且全球經濟放緩，油價一度跌至接近每桶50美元。

¹⁹ 聯合國糧食及農業組織計算之食品價格指數，由2018年1月底之168.4攀升至5月之175.8，年底則略降至161.8。該指數係計算穀物、植物油、乳製品、糖及肉類等五個商品類別價格指數之加權平均數而得。

²⁰ 2019年第1季石油輸出國組織(OPEC)及俄羅斯等盟國之原油減產協議帶動油價持續上漲，惟因美國擬增加頁岩油產量以抑制油價漲勢，美國能源資訊管理局(EIA)預測2019年全球平均油價將低於2018年。

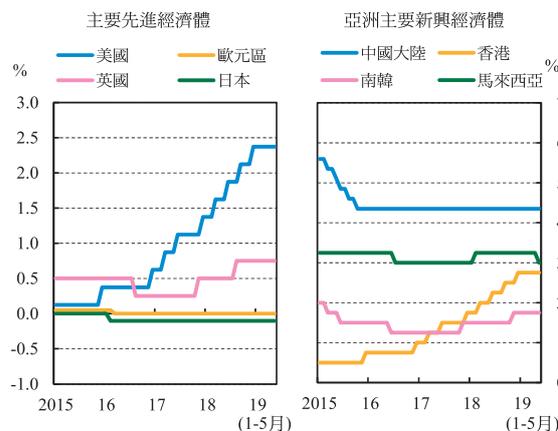
3. 美國放緩貨幣政策正常化步伐，其他經濟體貨幣政策則走向不一

先進經濟體中，美國Fed考量就業市場及經濟成長力道仍佳，2018年四季度調升聯邦資金利率目標區間各1碼至2.25%-2.50%，3月、6月及9月並依表定步伐逐步擴大縮表規模；惟2019年以來，鑑於全球經濟成長力道轉弱且通膨壓力減緩，Fed於3月維持聯邦資金利率目標區間不變，放緩貨幣政策正常化步伐²¹，並計劃9月停止縮表政策(圖2-7、表2-1)。

歐洲央行(ECB)考量通膨仍低於目標，2018年末調整政策利率，並宣布至少維持利率水準不變至2019年底；另ECB雖自2018年底起結束資產購買計畫，但宣示到期債券本金將持續再投資至開始升息後一段時間，並預計於2019年9月啟動新一輪兩年期定向長期再融通操作(Targeted Long-Term Refinancing Operation, TLTRO)。日本因通膨水準仍低，2018年末調整利率，並持續執行購買公債計畫，必要時將採取額外寬鬆政策。英國因通膨率持續高於2%目標，2018年8月調升官方利率1碼至0.75%，係全球金融危機以來第2度升息(圖2-7、表2-1)。

亞洲新興經濟體之貨幣政策走向亦不一。其中，中國人行2018年以來雖未調整政策利率，但六度調降存款準備率共7.5%-8.5%，提供市場流動性，並持續透過中期借貸便利操作²² (medium-term lending facility, MLF)及抵押補充貸款(pledged supplementary lending, PSL)以降低銀行資金成本，促進實體經濟發展；2018年南韓及馬來西亞為防止與美國利差擴大導致資金外流，且考量國內經濟

圖 2-7 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，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(2016/2/16前為無擔保隔夜拆款目標利率)。
2. 亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構1年期放款基準利率，香港為貼現窗口基本利率，南韓為基準利率，馬來西亞為隔夜政策利率。
3. 資料截至2019年5月15日。
資料來源：各國/地區央行網站。

²¹ Fed於2019年3月20日FOMC會議決定維持聯邦資金利率目標區間不變，強調自2018年第4季以來美國經濟成長由穩健成長轉為放緩，通膨亦持續下滑，另根據FOMC公布各委員對適當貨幣政策評估之點陣圖顯示，今年可能維持利率不變，貨幣政策將轉趨鴿派。

²² 中期借貸便利操作(MLF)係指中國人行對提供合格質押品且符合宏觀審慎管理要求之商業及政策性銀行釋出資金，透過調節金融機構中期融資成本，引導其向實體經濟部門提供低成本資金，以降低企業融資成本。

好轉，分別調升政策利率1碼，惟為緩解貿易緊張情勢升溫及全球需求轉弱之影響，馬來西亞於2019年調降政策利率1碼；香港則為維持聯繫匯率制度，配合美國升息步調四度調升貼現窗口基本利率各1碼(圖2-7、表2-1)。

表 2-1 先進及亞洲新興經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	日期	內容
美國	2018/3、6、9、12	鑑於就業市場持續改善及經濟維持增長，且通膨率逐漸接近長期2%目標，Fed四度調升聯邦資金利率目標區間各1碼至2.25%-2.50%。
	2018/3、6、9 2019/3	<ul style="list-style-type: none"> ● 2018年Fed三度宣布政府公債及政府機構債(agency debt)與政府機構房貸擔保證券(agency MBS)再投資之每月縮減金額，由原120億及80億美元提高至300億及200億美元。 ● 2019年3月Fed宣布自5月起，每月政府公債再投資之縮減規模由300億美元減少至150億美元，並計劃9月停止縮表。
歐元區	2018/6	<ul style="list-style-type: none"> ● ECB決議維持政策利率至少到2019年夏季不變。 ● 2018年10月至12月每月資產購買規模將由目前300億歐元降至150億歐元，並於年底結束資產購買計畫，到期債券本金將持續再投資以維持流動性。
	2018/12	ECB宣布到期債券本金再投資將持續至開始升息後一段時間。
	2019/3	<ul style="list-style-type: none"> ● ECB決議維持政策利率至少到2019年底不變。 ● ECB宣布預計2019年9月啟動新一輪兩年期定向長期再融通操作(TLTRO)，每季操作1次，操作時間至2021年3月止。
英國	2018/8	為抑制通膨升溫，英格蘭銀行(BoE)調升官方利率1碼至0.75%。
中國大陸	2018/1、4、7、10 2019/1、5	中國人行自2018年1月起六度調降存款準備率共7.5%-8.5%，以支持銀行流動性。
南韓	2018/11	南韓央行調升基準利率1碼至1.75%，為2011年6月以來第2度升息。
馬來西亞	2018/2	馬來西亞央行調升隔夜政策利率1碼至3.25%。
	2019/5	馬來西亞央行調降隔夜政策利率1碼至3%。
香港	2018/3、6、9、12	香港金融管理局四度調升貼現窗口基本利率各1碼至2.75%。

註：資料截至2019年5月15日。
資料來源：各經濟體官方網站。

(二) 國際金融情勢

1. 全球金融情勢仍偏寬鬆，但金融脆弱性持續累積

2018年初全球金融情勢大致維持寬鬆，但4月中起受美國利率走升及美元走強等影響，部分財政體質較弱或外債偏高之新興經濟體(尤其土耳其及阿根廷)，面臨資金反轉流出、舉債成本提高及貨幣貶值等壓力；至第4季，美中貿易衝突升溫、美債殖利率上揚及全球經濟成長減緩疑慮等多項因素，引發美股重挫並帶動全球股市賣壓，全球金融市場動盪加劇，金融情勢有趨緊情形。

2019年第1季，隨著主要經濟體貨幣政策轉趨鴿派及美中貿易談判有所進展，全球金融市場明顯反彈，金融趨緊情勢已見緩和並維持相對寬鬆。然而，部分主要經濟體之政府、企業或非銀行金融部門脆弱性仍持續累積，一旦投資人對該等經濟體貨幣政策前景、全球經濟成長減緩、貿易衝突延續或英國脫歐等疑慮再起而採取行動，恐使金融情勢再度趨緊，並使全球金融風險走升。

2. 全球銀行業體質持續改善，惟各經濟體仍面臨不同脆弱性

自全球金融危機以來，多項金融改革措施²³使銀行業體質持續改善，主要經濟體銀行業之資本水準持續上升(圖2-8)，惟仍面臨不同脆弱性。

2018年美國銀行業受惠於企業減稅、經濟穩健帶動貸款需求及Fed升息提高銀行利差等因素，整體淨利較2017年大幅成長44.1%²⁴，惟該國金融監理機關近期鬆綁對中型銀行之流動性、資本要求及壓力測試等監理規範，恐降低銀行體系復原力及推升銀行倒閉風險。

歐元區銀行業2018年整體獲利持穩，但個別銀行間差異甚大²⁵。此外，2018年5月義大利公債利差²⁶急遽上升，顯示市場對其主權債務風險之擔憂，若市場對義大利財政健全性之疑慮重現，恐使持有該國公債或對其暴險之銀行業面臨較高風險，並使市場緊張情勢蔓延到歐洲其他政府債券市場。日本銀行業在長期低利率環境下，獲利能力持續下降，恐弱化其資本水準，影響其風險承擔能力²⁷。

圖 2-8 主要國家銀行第一類資本比率



註：本圖涵蓋29個系統性重要國家之銀行體系資料。
資料來源：IMF (2018), *Financial Stability Report*, October。

²³ 例如巴塞爾銀行監理委員會之Basel III改革及金融穩定委員會(FSB)之強化全球系統性重要銀行監理，各國已陸續配合修法實施該等改革內容。

²⁴ FDIC (2019), *FDIC Quarterly Banking Profile*, February.

²⁵ ECB (2018), *Financial Stability Review*, November.

²⁶ 係指義大利與德國10年期公債之利差。

²⁷ BOJ (2018), *Financial System Report*, October.

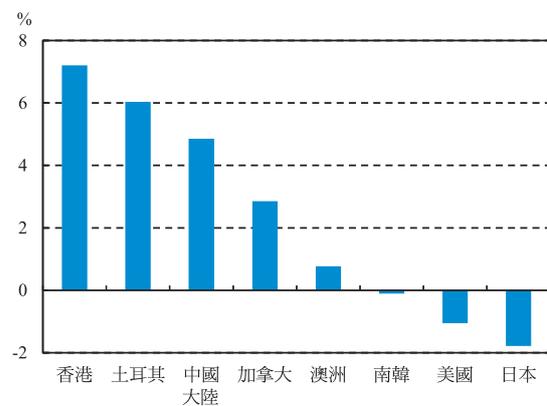
此外，部分經濟體(例如香港、土耳其及中國大陸)面臨民間非金融部門債務負擔率(debt-service ratio)偏高問題(圖2-9)，由於銀行業對民間非金融部門融資增加，一旦利率上升或借款人收入減少，將使債務負擔較重之借款人益加難以還款，導致銀行逾期放款升高。

3. 部分新興經濟體面臨資金反轉流出風險

新興經濟體經歷2017年資金大幅流入後，2018年面臨資金反轉流出壓力，金融情勢趨緊。其中，阿根廷及土耳其等財政體質偏弱或外債偏高之新興市場經濟體，自4月起隨美元上漲及美國長期利率走高，面臨大幅之資金流出及貨幣貶值壓力；6月出口導向經濟體及新興市場(主要是亞洲)隨美中貿易衝突升溫，資金外流壓力亦大增；8月巴西、土耳其及南非等新興經濟體則因政治風險和政策不確定性增加，股市賣壓加劇，資金持續流出。2019年初以來，隨著全球金融市場反彈，資金再度流入新興經濟體，金融緊縮情形已漸和緩(圖2-10)。

IMF指出²⁸，先進經濟體貨幣政策正常化、貿易衝突、英國脫歐及投資人風險趨避程度等不確定因素，將引發國際資金大量進出新興經濟體，其中脆弱性高且抗壓能力較差之經濟體將面臨較大衝擊；另新興市場證券投資之資

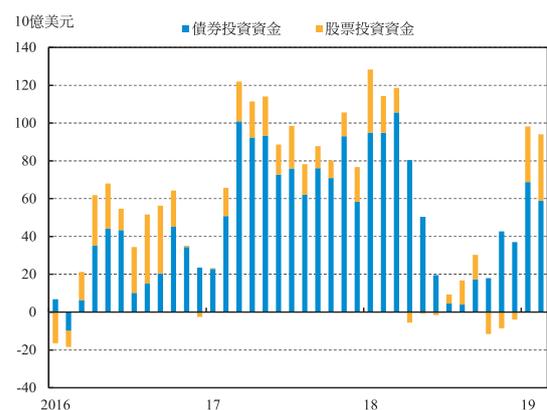
圖 2-9 民間非金融部門債務負擔率偏離長期平均幅度



註：1. 債務負擔率(debt-service ratio)=負債本息支出/收入
2. 本圖為2017年第4季各國民間非金融部門債務負擔率與其長期平均水準差距。

資料來源：IMF (2018), *Financial Stability Report*, October。

圖 2-10 新興經濟體資金流入與流出



註：本圖係計算最近3個月移動累計金額，大於0表示資金流入，小於0表示資金流出。

資料來源：IMF (2019), *Financial Stability Report*, April。

²⁸ IMF (2018), *Global Financial Stability Report*, October; IMF (2019), *Global Financial Stability Report*, April.

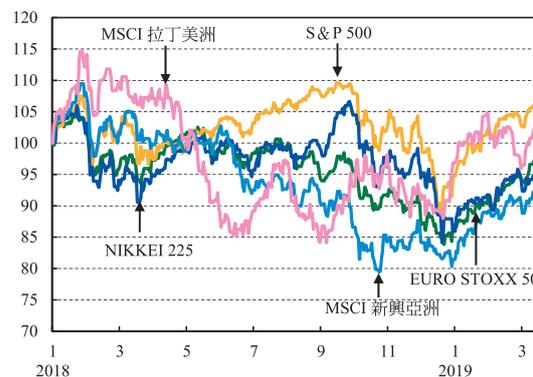
金移動受到基準指數驅動型 (benchmark driven) 投資人²⁹ 之影響漸增，過去十年以新興市場債券指數為基準之基金規模擴大3倍，鑑於該等投資人對金融情勢敏感度較高，恐推升新興經濟體證券投資資金移動之波動度。

4. 全球金融市場波動加劇

2018年初受美國稅改啟動及企業財報亮眼之激勵，美股屢創新高，但2月因市場憂心Fed加速升息步調，美股反轉重挫並引發全球股市下跌，嗣後緩步回穩。4月起，受美國利率及匯率快速走升影響，新興經濟體資金大幅流出，引發投資人避險情緒，導致部分新興經濟體股市重挫，10月起復因美中貿易衝突升溫及全球經濟擴張趨緩等不利因素，美國高科技股連番重挫，帶動全球股市賣壓，市場波動加劇。2019年第1季，由於Fed貨幣政策轉趨鴿派及美中貿易談判有所進展，全球股市始逐漸回穩(圖2-11)，5月上旬美中貿易衝突升溫，全球股市重挫。

2018年初由於美國以外地區經濟表現相對亮眼，且美國景氣恐邁入末升段，吸引資金流向非美元資產，美元相對偏弱，但4月起受美國經濟成長力道強勁及市場預期Fed加速升息影響，美元指數反轉走高，並觸發部分新興經濟體匯價下跌。2019年第1季，先進經濟體與新興經濟體對美元匯價走勢分歧，其中先進經濟體受經濟表現疲弱影響，歐元及日圓等主要貨幣對美元趨貶，相關美元

圖 2-11 國際股價指數表現

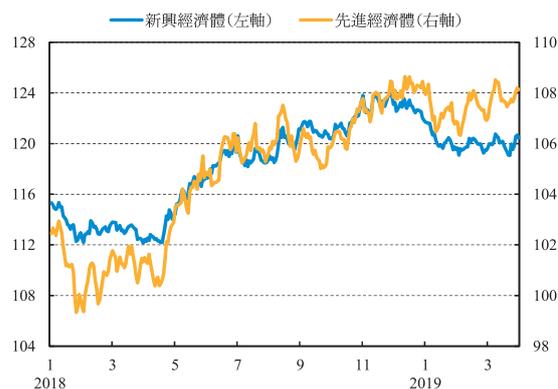


註：1. 2018年1月1日=100

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 2-12 先進及新興經濟體美元指數走勢



註：先進及新興經濟體美元指數係Fed編製，分別包含7個及19個主要貿易對手國貨幣之加權平均匯率，基期為2006年1月(=100)。

資料來源：Fed。

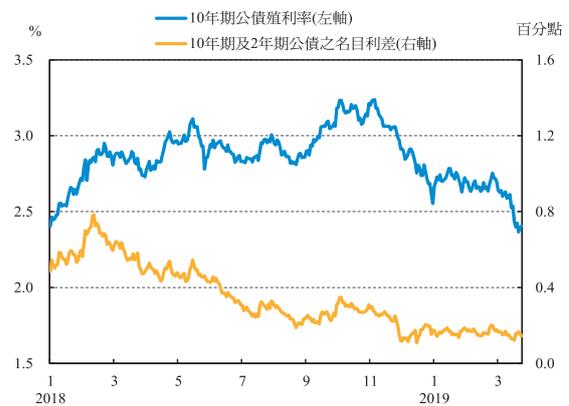
²⁹ 係指投資人主要參考基準指數進行投資組合之配置。

指數震盪走揚；新興經濟體貨幣美元指數則走跌，主要因美中恢復貿易談判且可能達成協議，人民幣止跌回升，其餘多數新興經濟體貨幣亦對美元走強(圖2-12)。

2018年初由於Fed升息步調明確，美國10年期公債殖利率逐步走高，5月及8月間雖分別受義大利及土耳其政治風險影響一度回降，惟在美國經濟成長動能持續增強下，公債殖利率再度走高，11月最高突破3.23%。11月中旬起，由於全球景氣降溫、美中貿易爭端未解及市場預期Fed升息步調放緩，美國10年期公債殖利率快速走低，短期利率則因Fed過去升息效應而仍維持高點，導致長短期利差縮小，殖利率曲線漸趨平坦化(圖2-13)，若未來殖利率曲線若更加平坦，甚至出現負斜率，且持續時間過長，將增加美國景氣衰退風險，不利金融穩定，須密切關注(專欄2)。

此外，近幾年在投資人追求高收益之風潮帶動下，全球高收益公司債及債信評級不佳之槓桿貸款³⁰市場快速成長，且近來高收益公司債發行活動有轉往以槓桿貸款為主要標的之擔保貸款憑證(collateralized loan obligation, CLO)市場情形，導致美國CLO發行餘額大幅攀升，與2008年全球金融危機前以房貸為主要標的之債權擔保憑證(collateralized debt obligation, CDO)走勢相近(圖2-14)，引發

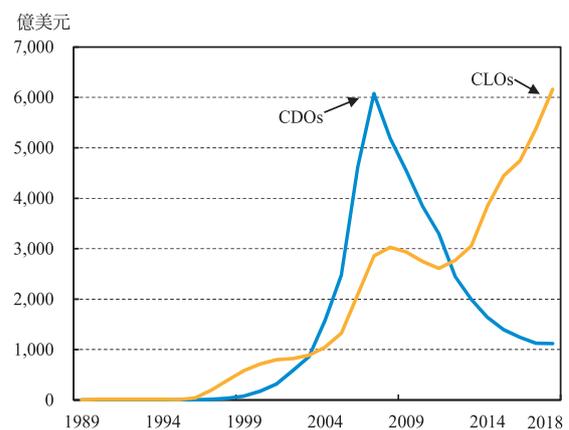
圖 2-13 美國公債殖利率及利差



註：通常以10年期與2年期公債名目殖利率之差值衡量殖利率曲線斜率。差值越小，表示該曲線越趨平坦。

資料來源：Bloomberg。

圖 2-14 CLO及CDO流通在外餘額



註：CDO資料係指結構型融資CDO (Structured Finance CDO)。

資料來源：Sifma。

³⁰ 全球對槓桿貸款之定義無一致標準，S&P係指貸款評等為BB+或更低者，或是評等BBB-或無評等但放款利率為LIBOR加125個基點以上者。

各界關注槓桿貸款及相關CLO之可能風險³¹。儘管包含CLO在內之資產抵押證券僅占美國固定收益證券流通在外餘額之4%，且近3年CLO資產池主要標的之槓桿貸款逾放比率尚未明顯走高³²，但近來槓桿貸款之核貸條件益趨寬鬆，風險相對較高，一旦借款人評等被下調，將加速相關CLO價格下跌，對金融市場產生不利衝擊。

5. IMF呼籲各國採取措施以降低金融脆弱性

鑑於金融脆弱性及全球經濟成長下行風險上升，IMF建議³³ 各國應盡力避免經濟急遽放緩，同時適時採取總體審慎工具，以抑制金融脆弱性上升：

- (1) 主要國家央行對其貨幣政策走向之評估，應明確傳達其立場，以避免金融市場不必要的波動。
- (2) 金融脆弱性較高的國家應採行更多審慎工具(如抗循環資本緩衝)，以增強金融體系韌性，並就企業債務持續成長及非銀行部門期限與流動性錯配等問題，發展有效之審慎工具。
- (3) 歐元區銀行應持續降低不良貸款，以改善其資產負債表，並避免對單一主權國家過度暴險，以降低主權與金融體系連結之風險。
- (4) 新興經濟體應削減過多外債、減少對短期負債的依賴及維持充足的財政與外匯緩衝準備，以提高對資金流出之抵禦能力。
- (5) 為避免各國採行政策對其他經濟體產生不利之外溢效果，例如先進經濟體貨幣政策正常化導致新興經濟體資本移動風險升高等，跨國間宜進行多邊政策協調，以維持全球金融穩定。

³¹ 參見BIS (2018), "International Banking and Financial Market Developments," *BIS Quarterly Review*, September; Onaran, Yalman (2018), "Can We Survive the Next Financial Crisis?" *Bloomberg*, September; Moody's (2018), "Convergence of Bonds and Loans Sets Stage for Worse Recoveries in the Next Downturn," August。

³² 美國槓桿貸款逾放比率於2009年達到最高峰10.5%，其後逐漸下滑，2016年至2018年間約介於1.25%-2.50%。

³³ 同註28。

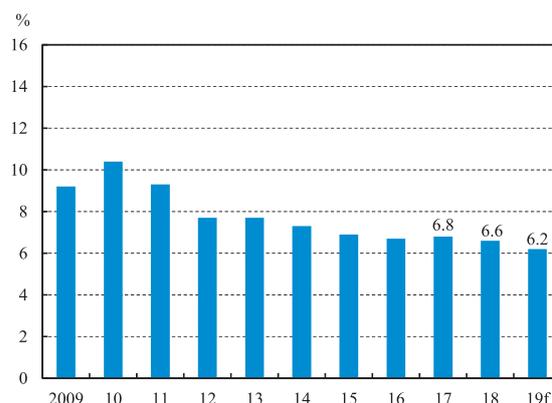
(三) 中國大陸經濟金融情勢

1. 經濟成長持續放緩，創28年來新低

2018年中國大陸受去槓桿政策影響，消費及投資動能減弱，加以第四季受美中加徵關稅衝擊，進、出口成長大幅衰退³⁴，景氣逐季降溫³⁵，全年經濟成長率由2017年之6.8%降至6.6%(圖2-15)，創28年來新低。

展望2019年，受全球需求放緩及美中貿易爭端尚未平息等因素影響，中國大陸經濟成長面臨進一步下行風險，2019年3月中國大陸人大及政協兩會將2019年經濟成長目標設於6%-6.5%區間，低於2018年之6.5%。IHS Markit預測2019年經濟成長率降至6.2%(圖2-15)。

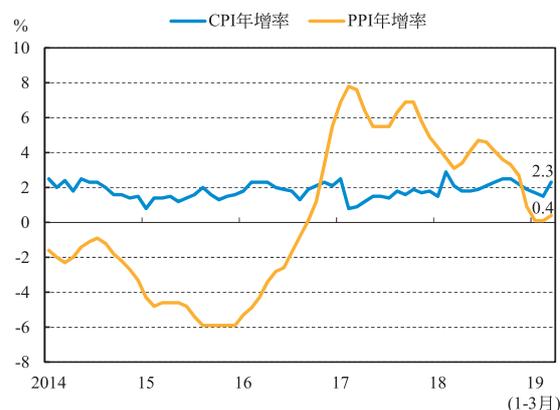
圖 2-15 中國大陸經濟成長率



註：2019係IHS Markit預測值。

資料來源：中國國家統計局、IHS Markit (2019/5/15)。

圖 2-16 中國大陸通膨率



資料來源：中國國家統計局。

2. 物價漲幅溫和，房價漲幅彈升

受生鮮食品及汽、柴油價格上漲影響，2018年中國大陸CPI年增率為2.1%，較上年增加0.5個百分點，2019年3月CPI年增率升至2.3%(圖2-16)，物價漲幅尚屬溫和；IHS Markit預測2019年中國大陸CPI年增率升至2.3%。此外，受煤礦原物料等價格走跌影響，2018年中國大陸生產者物價指數(producer price index, PPI)年增率為3.5%，較上年減少2.8個百分點，2019年第1季續維持低檔(圖2-16)。

由於中國大陸持續實施因城施策之調控措施³⁶，2018年上半年70大城市平均

³⁴ 受美中貿易爭端衝擊擴大影響，2018年第四季中國大陸進、出口年增率分別僅4.38%及3.88%，相較前三季兩位數成長，明顯大幅萎縮。

³⁵ 2018年中國大陸前三季經濟成長率分別為6.8%、6.7%及6.5%，第四季進一步降至6.4%，創2009年以來新低。

³⁶ 針對房價大幅上漲城市採取限購、限貸、限售、限價或調升房貸利率政策，包括：(1)限制戶籍及非戶籍居民之購房數量與面積；(2)調升銀行房貸之自備款比率；(3)個人或法人於取得不動產權證未滿一定期間前，不得辦理轉讓；(4)對房價進行控制等。

房價年增率持穩於5%左右，下半年則因餘屋去化情形改善，加以中國人行貨幣政策轉趨寬鬆，挹注市場流動性，投機性買盤推升房價上漲，70大城市平均房價年增率大幅彈升，加以比較基期較低，12月平均房價年增率由上年同期之5.3%攀升至9.7%，2019年3月續升至10.6%(圖2-17)，顯示中國大陸政府

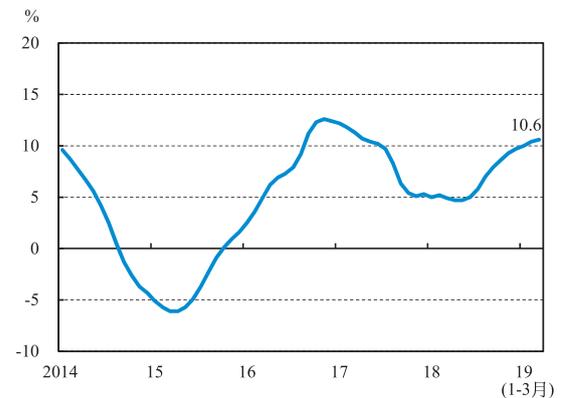
為遏止投機炒房，於2018年5月進一步強化市場監管³⁷，並以穩房價、降槓桿及防風險為調控目標之成效不顯著。

3. 持續採行穩健貨幣政策

2018年以來，為因應經濟下行壓力並防範金融風險，中國人行續採穩健貨幣政策，雖維持政策利率不變，惟透過普惠金融六度定向或全面降準，並搭配中期借貸便利操作³⁸及定向中期借貸便利操作³⁹等貨幣政策工具，提供中、長期穩定流動性，引導資金流向實體經濟，藉以協助小微及民營企業取得融資，以緩解融資貴及融資難問題。

拆款市場方面，在美國Fed升息及中國人行調高逆回購操作利率下，2018年上半年上海銀行間隔夜拆款利率呈高檔區間盤整走勢，其後因中國人行連續降準並搭配中期借貸便利操作，增加中、長期流動性供給，同時運用逆回購操作，維持市場流動性充裕，下半年上海銀行間隔夜拆利率則多呈低檔震盪走勢(圖2-18)。

圖 2-17 中國大陸70大城市平均房價年增率



資料來源：Thomson Reuters。

³⁷ 中國住房城鄉建設部發布「關於進一步做好房地產市場調控工作有關問題的通知」，要求金融機構確實加強資金管控，包括：(1)加強個人房貸額度控管；(2)強化對借款人還款能力審查；及(3)嚴禁消費貸款及週轉金貸款資金挪用於購屋等。

³⁸ 同註22。

³⁹ 定向中期借貸便利操作(targeted medium-term lending facility, TMLF)係指中國人行對辦理小微及民營企業貸款績效較佳之商業銀行，提供長期穩定低廉資金，以進一步強化其支援實體經濟之力度。其操作期限最長可達三年，利率亦較中期借貸便利優惠15個基點。

4. 實施擴張性財政政策

2018年下半年來中國大陸政府積極實施擴張性財政政策，2019年兩會「政府工作報告」進一步將政府預算赤字相對GDP比率目標提高0.2個百分點至2.8%，金額高達2.76兆人民幣，主要包括：(1)提出規模2兆人民幣減稅降費措施，如調降企業增值稅、減免社會保險費及增加個人所得稅扣抵項目與免稅額度等；及(2)提高地方政府發行專項債券⁴⁰ 餘額預算數2.15兆人民幣，並擴大專項債券使用範圍。

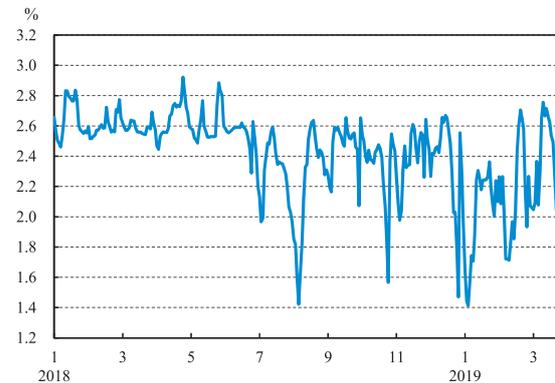
5. 上證指數及人民幣匯率均跌深後大幅反彈

2018年初受美股暴跌影響，上證指數自2月6日起連續四個營業日共重挫10.26%，其後止跌回穩。第

2季起，受美中貿易爭端升溫及人民幣大幅貶值等因素影響，上證指數呈震盪下滑走勢，12月底收在2,494點，較去年底大跌24.59%，創2015年來新低水準。2019年第1季受美中貿易有所進展及MSCI將調高中國大陸A股權重⁴¹ 等利多激勵，上證指數大幅反彈，3月底收在3,091點，重回3,000點大關(圖2-19)；5月上旬受美中貿易爭端惡化影響，上證指數明顯回檔。

匯市方面，2018年第1季由於美元走弱，人民幣對美元匯率大幅走升，2月7日收在1美元兌6.2596人民幣之高點。4月起陸續受美國Fed連續升息及美中貿易

圖 2-18 上海銀行間隔夜拆款利率



註：2018年下半年中國人行加大中長期流動性供給，7月透過定向降準及中期借貸便利操作(MLF)，釋出強力貨幣，致拆款利率大幅下滑，8月8日降至1.422%低點；其後緩步回升，10月30日隨人行再度降準，拆款利率回降至1.566%；2019年1月初人行宣布全面降準1個百分點，帶動拆款利率於1月8日降抵1.4140%新低。

資料來源：中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心。

圖 2-19 中國大陸上證指數



資料來源：Bloomberg。

⁴⁰ 專項債券係指地方政府為建設某專項工程所需資金而發行的債券，由工程的未來收益作為還債來源，不納入一般財政收支。

⁴¹ 2019年3月MSCI宣布將分3階段將中國大陸A股權重由5%調高至20%。

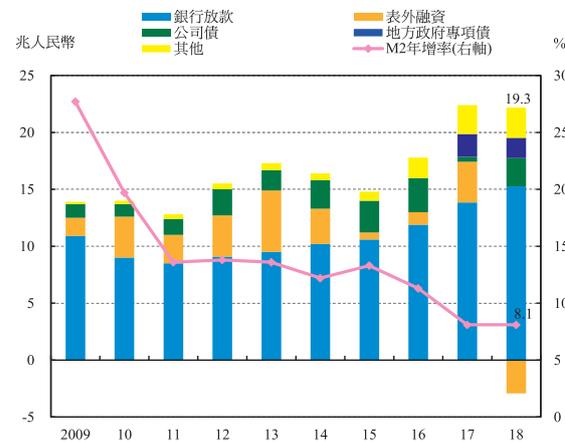
衝突影響，人民幣大幅走貶⁴²，10月31日收在1美元兌6.9734人民幣。隨後受市場預期美國Fed升息步伐可能減緩及中國人行操作引導⁴³等影響，人民幣止貶回升，12月底人民幣對美元匯率收在1美元兌6.8658人民幣，惟全年仍貶值5.15%。2019年初人民幣對美元續強，3月底收在1美元兌6.7202人民幣(圖2-20)，5月上旬則反轉走貶。

圖 2-20 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

圖 2-21 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



註：1. 中國人行2018年7月起將「存款類金融機構資產支持證券」及「貸款核銷」納入社會融資之其他項下統計；9月起則新增「地方政府專項債券」統計項目，兩者均追溯至2017年初。

2. 表外融資包括「委託貸款」、「信託貸款」及「未貼現銀行承兌匯票」等表外項目。

資料來源：中國人民銀行。

6. 社會融資規模增量略降，但銀行不良貸款餘額擴增

中國大陸採行穩健貨幣政策，維持M2及社會融資規模與名目GDP增率適度合理成長，2018年M2年增率持平於8.1%。2018年社會融資規模增量19.3兆人民幣，較上年略降0.1兆人民幣，其中表外融資增量受影子銀行監管趨嚴影響大幅縮減2.9兆人民幣，銀行放款則增加最多，其次為公司債及地方政府專項債(圖2-21)；至於餘額部分，較去年底增加9.8%至200.8兆人民幣，持續走高。

2018年底中國大陸商業銀行之不良貸款餘額2.03兆人民幣，較去年底擴增18.74%，不良貸款比率攀升至1.83%之高點(圖2-22)；關注類貸款⁴⁴餘額亦走升

⁴² 為緩解人民幣短期內過度貶值之壓力，2018年8月中國人行重新實施遠期售匯業務之外匯風險準備金措施，將準備金率由0%恢復為20%。

⁴³ 例如重啟人民幣對美元匯率中間價報價之逆周期調節因子及在香港發行央行票據收回離岸市場人民幣流動性等措施。

⁴⁴ 依據2007年銀監會(2018年3月與保監會合併為銀保監會)發布54號「貸款風險分類指引」定義，貸款風險分類包括正常類、關注類、次級類、可疑類及損失類等5種，其中關注類貸款係指借款人目前繳息還本雖然正常，惟有某些信用不良紀錄，可能影響未來還款能力之貸款；次級類、可疑類及損失類等3種則屬不良貸款。

至3.46兆人民幣。兩者合計之有欠正常貸款餘額擴增至5.49兆人民幣。中國大陸政府為改善銀行授信品質，8月推出「2018年降低企業槓桿率工作要點」⁴⁵，以避免負債較高企業過度融資並降低銀行不良債權，惟美中貿易爭端若惡化，恐影響企業營運，加以房市正處高檔，銀行不良貸款比率仍可能走高。

7. 中國大陸債務持續擴增，潛在風險升高

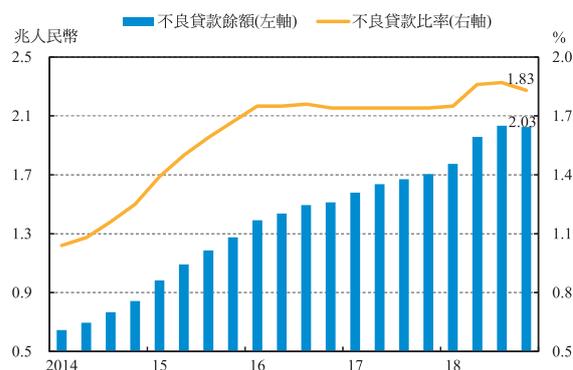
依據國際清算銀行(BIS)統計，近10年以來中國大陸非金融部門⁴⁶債務餘額持續攀升，2018年底達228.3兆人民幣⁴⁷ (對GDP比率254.0%)，創

歷史新高(圖2-23)，且隨著中國大陸政府推出穩增長措施，去槓桿時程延後，潛在風險升高。各部門債務之分析如次：

(1) 企業去槓桿成效低於預期，債務違約風險升高

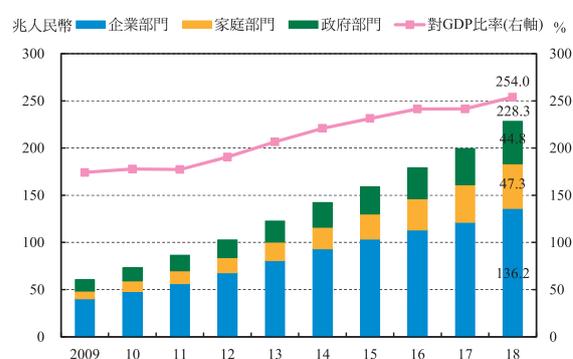
依據中國財政部統計，2018年底國有企業⁴⁸債務餘額高達115.65兆人民幣(對GDP比率128.45%)，為去槓桿首要對象⁴⁹，惟其債務仍持續攀升，嚴重影響去槓桿時程，加以部分民營企業融資面臨困難⁵⁰，企業債務違約情形恐

圖 2-22 中國大陸商業銀行之不良貸款餘額及比率



資料來源：中國銀行保險監督管理委員會。

圖 2-23 中國大陸非金融部門債務及對GDP比率



資料來源：BIS。

⁴⁵ 主要包括：(1)要求金融機構覈實辦理授信；(2)擴大債轉股實施機構融資管道來源；及(3)強化債轉股之資產交易機制及股東權益保障等。

⁴⁶ 包括企業、家庭及政府部門。

⁴⁷ 其中以企業部門136.2兆人民幣(GDP之151.6%)為最高，其次為家庭部門47.3兆人民幣(GDP之52.6%)及政府部門44.8兆人民幣(GDP之49.8%)。

⁴⁸ 依據中國財政部定義，國有企業包括中央管理之企業、中央部門和單位所屬企業及36省(自治區、直轄市、計畫單列市)之地方國有及國有控股企業，但不含國有金融相關企業。

⁴⁹ 國有企業債務占整體非金融部門債務之比重逾1/2以上。

⁵⁰ 2018年下半年以來，中國大陸多檔民營企業債券爆發違約。中國人行雖多次降準，惟信評等級屬於AA或以下等級之高風險企業債券(多由民營企業所發行)利差不降反升，融資成本居高不下。

將擴增⁵¹。

(2) 家庭部門房貸快速成長，房地產泡沫化風險仍高

依據中國人行統計，2018年底個人購置住宅貸款餘額進一步推升至25.75兆人民幣(對GDP比率28.60%)，較去年底增加17.58%，續創新高，且資產高度集中配置於房地產⁵²，加以房價持續上漲，房地產泡沫化風險仍高，一旦傳遞至金融體系⁵³，恐不利金融穩定。

(3) 地方政府債務違約潛在風險上升

中國財政部為控管地方政府債務，2018年4月要求國有銀行不得對其新增貸款⁵⁴；8月則為因應美中貿易爭端之經濟情勢變化，政策轉向鼓勵地方政府發行專項債券以進行基礎建設⁵⁵，導致地方政府債券發行金額大增，依據中國財政部統計，2018年底地方政府債務餘額高達18.39兆人民幣⁵⁶ (對GDP比率20.42%)，較去年底增加11.63%，加以債務期限錯配問題嚴重，地方政府債務違約潛在風險上升。

⁵¹ OECD警告未來3年內中國大陸企業將面臨償債高峰，尤須留意。參見OECD (2019), *OECD Interim Economic Outlook*, March。

⁵² 根據廣發銀行及西南財經大學中國家庭金融調查與研究中心發布之「中國城市家庭財富健康報告」，2017年中國大陸家庭部門資產配置高達77.7%集中於房地產，遠高於美國2016年之34.6%。

⁵³ 根據中國人行統計，2018年底不動產貸款餘額38.70兆人民幣(主要包括個人購置住宅貸款25.75兆人民幣及土地建築融資10.19兆人民幣等)，占放款總餘額136.30兆人民幣之28.39%。

⁵⁴ 2018年4月中國財政部頒發「23號文」，要求國有銀行不得對地方政府新增貸款，特別是地方政府融資平臺，以遏制地方政府隱性債務增加。

⁵⁵ 2018年8月中國財政部發布「關於做好地方政府專項債券發行工作的意見」，加快地方政府專項債券發行以加速基礎建設投資；同月銀保監會亦發布「銀保監會辦公廳關於商業銀行承銷地方政府債務有關事項的通知」，取消銀行不得持有本身承銷地方政府債券超過20%限額之規定。

⁵⁶ 2018年地方政府債務上限21兆人民幣，惟除官方預算內數據外，部分地方政府透過銀行貸款、融資平臺公司、政府與社會資本合作模式(public-private partnership, PPP)、各類基金及信託等方式變相舉債，導致產生龐大複雜隱性債務。

專欄1：金融危機屆滿10週年後之懸而未決問題與新挑戰

2007年美國次級房貸風暴(次貸風暴)擴大成2008年全球金融危機，重創各國金融體系與實體經濟，導致政經情勢發生重大變化。為因應危機，各國央行多採非傳統貨幣政策向市場挹注大量流動性，惟資金透過金融管道對新興經濟體產生負面外溢效果，且促使投資人持有高風險資產，危及全球金融體系之穩定。此外，危機後各國推行多項監理改革以防範危機再度發生，間接促成金融科技(FinTech)發展，惟因目前對其採較低度監管，稍有不慎亦可能影響金融穩定。

2018年9月適逢美國投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)申請破產滿10週年，本專欄以次貸風暴為出發點，簡述風暴後各國陸續推出之金融監理改革與救市措施如何引發全球經濟與金融情勢變化，並扼要探討危機後尚待解決之問題與衍生之新挑戰。

一、危機爆發後先進經濟體實施寬鬆貨幣政策，惟外溢效果不利他國金融市場穩定

(一) 先進經濟體陸續採行非傳統貨幣政策以因應危機

2008年美國雷曼兄弟申請破產，隨即演變成全球系統風險(systemic risk)，並衍生後續各地金融危機。Fed嘗試以量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)¹等非傳統貨幣政策扭轉市場預期與推升資產價格，挹注經濟動能，但2015年底後貨幣政策正常化反成為當前全球經濟金融的最大不確定性因素之一。

金融危機導致全球衰退，促使歐元區邊陲國家過度舉債刺激經濟，引發2010年歐債危機。歐元區原先採取財政撙節措施，惟成效不彰，2014年歐洲央行(ECB)遂採行負利率政策，隔年再實施量化寬鬆²，以提振通膨並協助經濟復甦。日本因金融風暴導致避險貨幣日圓走升，使日本通縮困境更加嚴峻，間接促成2012年底首相安倍晉三推出安倍經濟學(Abenomics)³，日本央行(BOJ)亦於2013年4月與2016年1月分別實施量質兼備寬鬆(QQE)與負利率等非傳統貨幣政策，以刺激經濟。

(二) 大規模非傳統貨幣政策創造大量市場流動性，衝擊其他經濟體之金融穩定

主要國家央行實施QE後，除讓自身資產負債表規模大幅擴增⁴，亦產生衝擊金融穩定之負面影響，如全球債務比率持續攀升、匯率波動增加及投資人增持高風險資產以獲取較高收益率。

1. 全球債務比率持續攀升，尤以新興市場債務增速最為明顯

BIS估計2008年至2018年間，全球非金融部門信用總額⁵由115兆美元增加至174兆美元，其中新興經濟體由18兆美元擴增至54兆美元；全球非金融部門信用總額對

GDP比率亦由2008年198.7%上升至2017年239.7%，其中新興經濟體增幅高達86.5個百分點(圖A1-1)。

2. 跨境資本快速移動，匯率波動度增加

美國財政部匯率政策報告指出⁶，全球金融危機期間跨境資本移動波動度明顯提高，即使目前情勢已相對和緩，部分經濟體之跨境資本移動波動度仍大。圖A1-2顯示，主要貨幣對美元匯率之波動度多較金融危機前增加，部分新興經濟體尤為明顯。

3. 安全性資產收益率下滑，投資人被迫增持高風險標的，以獲取較高收益率

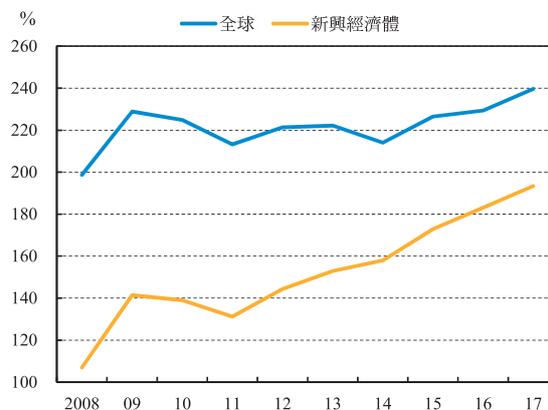
非傳統貨幣政策讓金融市場充斥流動性，壓低安全性資產收益率。為維持穩定收益，握有鉅額資金的長期投資機構不得不從其他資產類別中尋找較高收益率之標的⁷。投資人面臨的跌價損失風險上揚，恐危及全球金融體系之穩定。

二、為避免類似金融危機再度發生，國際間推行多項金融監理改革

20國集團(G20)於全球金融危機後，就強化金融機構韌性、終結太大不能倒、建立更安全的衍生性金融商品市場及加強影子銀行管理等四大方向，推動多項國際金融監理規改革，並透過定期評鑑以督促各國遵循，美、英及歐盟等主要經濟體亦同步進行大幅度金融改革⁸。

各國主管機關重新審視金融產業角色並推動監理改革，間接促進FinTech之發展，因其受較低度監管，稍有不慎恐不利金融穩定，且未來當新技術被廣泛使用，或許將對總體經濟運作產生重大影響。

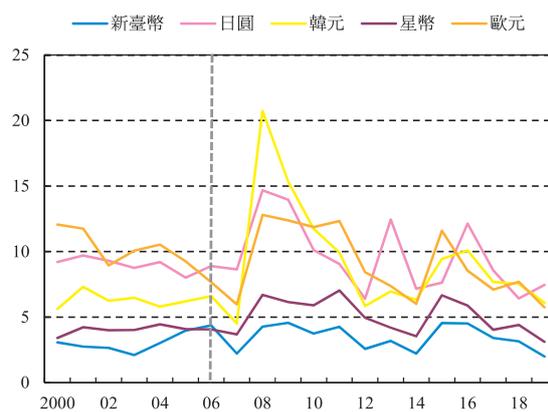
圖A1-1 非金融部門信用總額對GDP比率



註：本圖包括44個經濟體資料。

資料來源：BIS。

圖A1-2 主要貨幣對美元匯率年平均波動度



註：波動幅度係根據匯率變動計算過去20天期之標準差並年率化。波動幅度愈大，表示匯率走勢較不穩定。2019年資料係1/2至2/12日平均值。

資料來源：Bloomberg。

三、雷曼兄弟破產滿10週年後尚未解決之問題與衍生之新挑戰

(一) 尚未解決之問題

1. 非金融部門信用總額大幅增加，債務風險升高

2017年全球非金融部門信用總額較2008年增加59兆美元至174兆美元，其對GDP比率亦增加達41個百分點(圖A1-3)，其中政府與企業部門分別貢獻20及18個百分點。

2. 影子銀行業務持續成長

目前銀行體系因監管趨嚴而較10年前危機時更堅韌，但許多金融業務已轉往非金融機構(亦即影子銀行)⁹。金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)統計，全球影子銀行資產規模由2009年29.03兆美元大幅成長至2016年45.16兆美元，對GDP比率亦由67.50%攀升至73.16%(圖A1-4)，確保影子銀行業務受到有效監管將成重要課題。

3. 大型金融機構大到不能倒問題仍然存在

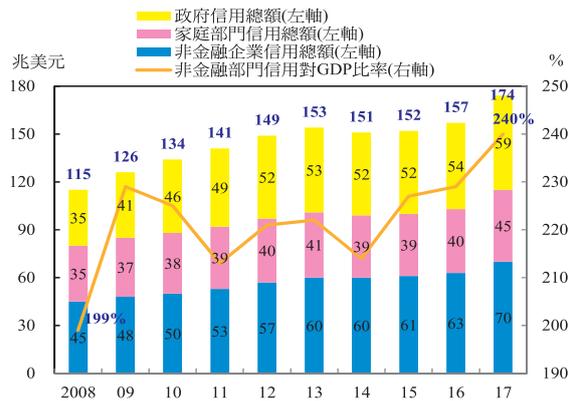
金融機構大到不能倒問題仍未改善，例如美國前10大銀行控股公司(Bank Holding Companies, BHC)之資產規模對GDP比率由2007年48.02%上升至2017年58.96%，若其發生倒閉恐產生系統風險。

(二) 衍生之新挑戰

1. 非傳統貨幣政策導致資產價格上升，使所得分配不均惡化，並引發後續問題

寬鬆貨幣政策推升資產價格，使持有金融資產之富人益富，加大全球貧富差距¹⁰，

圖A1-3 全球非金融部門信用總額

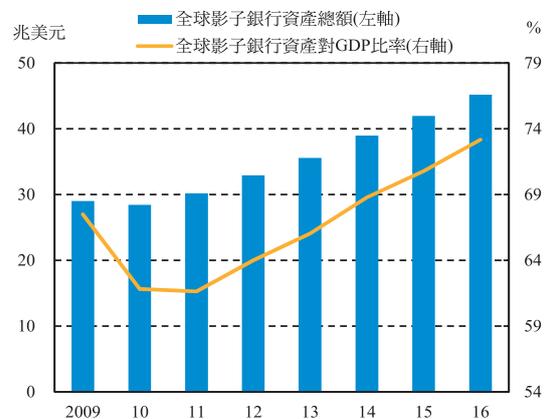


註：1. 非金融部門包括政府、家庭部門及非金融企業。

2. 本圖包括44個經濟體資料。

資料來源：BIS。

圖A1-4 全球影子銀行資產規模



註：1. FSB以活動別統計影子銀行規模，包括：(1)廣泛納入保險公司、退休基金等非銀行金融中介機構；(2)剔除未進行信用中介或未造成金融穩定風險之機構及銀行集團中已接受銀行相關監管規定之機構；(3)剔除統計誤差。

2. 本圖包括29個經濟體資料，約占全球GDP之80%。

資料來源：FSB。

助長民粹主義興起，間接導致美國貿易保護主義抬頭、歐洲疑歐派勢力轉強及英國脫歐等事件，為全球經濟增添不確定性。

2. 美國回頭鬆綁金融法規，引發各界擔憂

金融危機後主要經濟體大幅改革金融監理制度，複雜且嚴格的監理法規¹¹ 大幅提高金融機構法遵成本並削弱獲利能力¹²。在金融機構要求簡化監理下，美國川普總統上台後開始放寬「Dodd-Frank華爾街改革與消費者保護法」¹³，引發各界高度關注，並提醒1999年廢除Glass-Steagall法是間接引發2007年次貸風暴的原因之一。

3. 主管機關調整金融產業監管作法與消費者另尋其他金融服務平台，間接協助金融科技發展，但恐伴隨風險

經歷全球金融危機，主管機關重新審視金融產業之角色與監理，以及消費者另尋其他金融服務平台，間接協助金融科技發展，惟多數新型態金融業務僅受相對低度監管，致民眾在未充分瞭解下蒙受損失，例如比特幣(bitcoin)價格波動及中國大陸P2P借貸平台倒帳風波。

4. 非傳統貨幣政策可能成為常態性工具，但未來恐面臨政策工具不足的窘境

後金融危機時期，低信心、低成長、低通膨與投資不足形成的惡性循環，恐使經濟陷入長期停滯(secular stagnation)¹⁴，且成為新常態(new normal)，一旦實質利率持續低迷或財政政策受到舉債限制，未來非傳統貨幣政策可能成為常態性政策工具。美國前財長Lawrence Summers指出¹⁵，Fed本次升息循環的終點可能低於歷史水準，現行非傳統貨幣政策恐難在下次經濟衰退時發揮作用，應思考其他更有效的貨幣政策。

5. 先進經濟體漸進式升息及縮表政策恐不利部分體質脆弱之新興經濟體

2016年底起，全球三大央行已進行或預計退出非傳統貨幣政策，其中美國Fed採漸進式升息並啟動縮表，ECB及BOJ則已縮減購債規模¹⁶。2018年以來，主要央行陸續升息及採取縮表政策導致全球低廉流動性逐漸減少，不利資產價格續升，例如全球股市市值自同年1月高點87.29兆美元反轉向下，2019年初始短暫回升(圖A1-5)。

圖A1-5 全球股市市值



資料來源：Bloomberg。

其後，Fed考量全球經濟成長力道轉弱且通膨壓力減緩，爰於2019年第1季放緩升息步伐，並計劃停止縮表政策，美國貨幣政策再度轉趨鴿派。鑑於未來先進經濟體貨幣政策走勢不確定性仍高，恐使長期存在經常帳逆差、財政赤字或外債偏高等問題之新興經濟體面臨國內金融情勢趨緊壓力，值得密切注意。

四、結語

2008年金融危機爆發已屆滿10年，當時造成金融危機的因素如全球債務水準偏高等問題，仍未完全解決，各國救市政策亦衍生所得分配不均惡化及主要經濟體貨幣政策正常化衝擊新興經濟體等問題。

近年我國以全球金融危機為殷鑑，與國際同步強化金融監理，提升本國金融體系之金融韌性。臺灣屬小型且高度開放經濟體，易受全球景氣與金融循環之影響，須隨時掌握國際經濟金融問題的最新變化，及早準備因應可能挑戰，方能減少下次全球金融危機可能帶來之衝擊。

註：1. 次貸危機爆發後，Fed立即採取降息與擴大對銀行融通等傳統貨幣政策救市，惟受制於零利率底限，遂於2008年11月宣布啟動QE。截至2014年10月底，Fed共執行3輪QE，合計買進約3.96兆美元資產。

2. ECB為提振通膨與協助經濟復甦，採行寬鬆貨幣政策，並先後於2014年6月與2015年1月宣布實施負利率與QE等非傳統貨幣政策，至2018年底實施QE共買入約2.6兆歐元資產。

3. 2012年12月日本首相安倍晉三推行寬鬆貨幣政策、擴大財政支出與經濟結構改革等政策三箭，外界稱為安倍經濟學。

4. 美、歐、日三大央行資產總規模對全球GDP比率，由2007年1月之5.7%攀升至2017年12月之最高點18.1%，其後雖緩步下滑，2018年8月降為16.6%，但仍維持在歷史相對高水準。

5. 包含政府、家庭部門與非金融企業。

6. The Department of the Treasury (2018), "Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States", April.

7. 例如全球主權財富基金其對股票與私募產品等高收益(風險)之資產配置，由2007年55.5%提高11.7個百分點至2016年的67.2%。

8. 包括美國2010年7月通過「Dodd-Frank華爾街改革與消費者保護法」；英國重整金融監理架構，大幅擴增英格蘭銀行(BoE)監理職權，並要求英國大型銀行分拆零售業務與投資銀行業務以隔離風險；歐盟設立專責委員會監控系統風險，建立單一監理與清理機制，並實施EMIR、MiFID II法規以加強金融市場管理及投資人保護。

9. Draghi, Mario (2018), "Introductory Statement," *ECB: Press Conferences*, September.

10. 據World Inequality Lab統計，全球最富有1%人群持有之財富份額，從1980年28%上升至2016年之33%。

11. Grind, Kirsten and Emily Glazer (2016), "Nuns With Guns: The Strange Day-to-Day Struggles Between Bankers and Regulators," *The Wall Street Journal*, May.

12. Lund, Susan, Asheet Mehta, James Manyika and Diana Goldshtein (2018), "A Decade After the Global Financial Crisis: What Has (and Hasn't) Changed?" *McKinsey & Company*, September.

13. 2018年5月美國川普總統簽署「經濟成長、監理鬆綁及消費者保護法」(Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act)，放寬Dodd-Frank法部分法規，例如大幅提高系統性重要金融機構之規模門檻、豁免小型銀行適用Volcker Rule等，但仍保留對系統性重要銀行的大部分規範。

14. 有關長期停滯介紹，參見中央銀行(2015)，「新平庸(new mediocre)的意義、成因與對策」，央行理監事會後記者會參考資料，3月。

15. 紐約大學經濟學教授Nouriel Roubini亦持類似看法，參見Summers, Lawrence (2018), "Why the Fed Needs a New Monetary Policy Framework," *Brookings*, June；Roubini, Nouriel and Brunello Rosa (2018), "The Makings of a 2020 Recession and Financial Crisis," *Project Syndicate*, September。

16. ECB已於2018年12月結束2.6兆歐元資產收購計畫，BOJ每年實際購債規模已低於宣示目標。參見Ito, Takatoshi (2018), "The Bank of Japan's Stealth Tapering, Long Read," *Project Syndicate*, November。

專欄2：美國公債殖利率曲線平坦化之意涵及對金融市場之影響

美國公債殖利率曲線之走勢變動向來被視為觀察該國景氣循環的重要指標之一，如自1955年以來，美國曾發生9次經濟衰退，公債殖利率曲線皆在衰退前2年內轉為負斜率¹。近年來美國公債殖利率曲線漸趨平坦化(圖A2-1)，引發各界擔憂美國景氣是否將步入衰退及可能不利金融穩定，值得關注。本專欄探討近年美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵，以及對金融市場的可能影響。

一、美國公債殖利率曲線斜率變化的經濟意涵

(一) 影響美國公債殖利率曲線斜率變化之原因

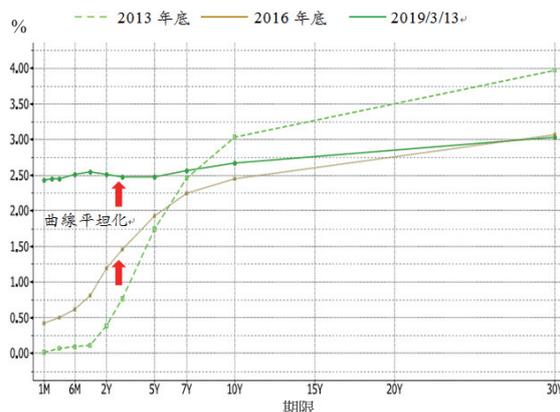
因美國公債被視為全球安全性資產，亦是金融市場交易量最大的商品之一，其殖利率通常會受市場參與者對美國景氣循環之預期、投資人避險需求及債券供需變動等因素影響。

當市場參與者預期美國景氣將降溫時，會增持長天期美國公債，減少風險性資產部位，其資產配置將影響長短期利率變化²；而在國際政經情勢出現動盪時，投資人多會增購美國中、長天期公債，壓低其殖利率；另若美國政府因債務增加，擴大較長天期公債發行量，在需求不變的情形下，長天期公債殖利率較易上揚。

(二) 過去美國經濟步入衰退前，美國公債殖利率曲線皆曾發生負斜率，反映投資者預期景氣將達高峰

1980年代以來，美國發生過5次景氣衰退，美國公債殖利率曲線皆曾於事前出現負斜率³(圖A2-2)，主要係因Fed於景氣成熟階段，為避免通膨失控而連續升息，帶動短期利率持續上揚；惟市

圖A2-1 美國公債殖利率曲線平坦化



資料來源：Bloomberg。

圖 A2-2 1980年後美國公債殖利率曲線斜率與經濟衰退時期



註：1. 灰色區域代表美國經濟衰退時期。

2. 以10年期與2年期美國公債利差變化代表殖利率曲線斜率變化。

資料來源：Bloomberg。

場參與者預期經濟榮景不易維持，逐步減碼風險性資產、增持長天期公債等固定收益產品，使長天期公債殖利率不易攀升。

觀察2013年以來10年期與2年期美國公債殖利率變化，可發現兩者間利差自2013年底達近期高峰後，即不斷縮窄(圖A2-3)。對此，近三任Fed主席⁴皆曾表示，當前殖利率曲線平坦化之經濟與金融背景與過去不同，若短期內殖利率曲線出現負斜率，並不意味著美國景氣將立即步入衰退。

近期Fed研究報告⁵亦指出，美國公債殖利率曲線平坦化並非意味其將立即轉為負斜率，且人口老化與Fed實施QE等結構性因素，已降低殖利率曲線斜率預測景氣衰退之能力，使得10年期與2年期公債利差並非最佳的經濟衰退預測指標，故宜綜觀多項指標以有效研判經濟走勢；目前其他景氣預測指標多指出，短期內美國經濟衰退機率不高。

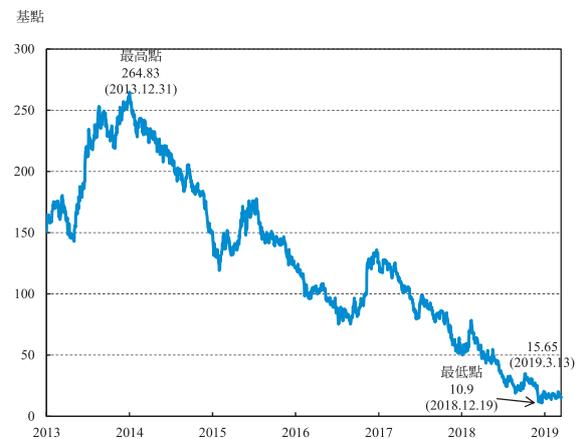
(三) 近期數項因素造成短天期美國公債殖利率升幅大於長天期公債，使殖利率曲線平坦化

目前影響短天期美國公債殖利率升幅較大的主要原因有二：首先，因先前美國經濟數據表現佳，Fed自2016年底以來加速升息步伐，帶動短天期公債殖利率上揚。再者，美國國會於2017年底及2018年初分別通過減稅及擴大聯邦政府支出法案，美國財政部因而擴大國庫券發行以支應政府赤字，惟需求未同步增加，更強化短期利率上升力道。

長天期公債殖利率則受多種國內外因素影響，抑制其升幅。內部因素可分為經濟面與制度面，首先在經濟面，目前主要國際機構多預期未來美國經濟將走緩，加上人口老化與勞動參與率未能有效回升致長期潛在成長率呈下滑趨勢等結構性因素，壓抑長天期公債殖利率升幅；在制度面上，自2008年金融危機以來，美國金融監理法規趨嚴，銀行業者被要求增持安全性資產，致美國中、長天期公債需求增加，使長天期公債殖利率上升不易。

外部因素方面，則受其他主要經濟體央行政策仍偏寬鬆與國際政經情勢不穩影響。由於歐、日央行貨幣政策立場相對Fed寬鬆，促使國際資金流向收益率較高的美國

圖A2-3 10年期與2年期美國公債利差



資料來源：Bloomberg。

金融商品，加以2018年美國貿易保護主義升溫與英國脫歐過程不順等政經風險影響，投資人增持美國中、長天期公債等安全性資產，前述因素亦抑制美國長天期公債殖利率攀升力道。

二、美國公債殖利率曲線平坦化對金融市場之可能影響

(一) 市場參與者或轉為風險趨避，減持風險性資產，恐引發金融市場動盪

Fed重要官員與相關研究⁶ 均曾示警，美國公債殖利率曲線平坦化，可能使市場氛圍偏向風險趨避，受此影響，資金將從風險性資產流向安全性資產，金融資產價格或有重估價風險，除可能引發金融市場不穩定外，亦可能使實體經濟投資轉趨謹慎，不利經濟發展。

因此，儘管當前美國公債殖利率曲線平坦化難以視為該國經濟衰退的領先指標，惟未來若美國公債殖利率曲線出現負斜率，且持續時間過長，除增加美國景氣衰退風險外，前述心理面的自我實現效果，或可能引導經濟邁向衰退及金融市場不穩定。

(二) 美國銀行業可能嚴審放款條件，造成市場流動性緊縮，且可能衝擊銀行業獲利

一般而言，銀行業主要藉由存放款利差賺取收入，其反映在淨利息收益(Net Interest Margin, NIM)是大多數美國銀行的重要收入來源⁷。理論上，公債殖利率是銀行設定存放款利率時的重要參考指標，故當公債殖利率曲線平坦化甚至反轉時，將對銀行獲利產生不利的影響。

研究⁸ 指出，由於目前存款利率與短天期公債殖利率的連動性偏低，反而放款利率與長天期公債殖利率連動性攀升，故自2015年底Fed啟動升息循環迄今，美國銀行的NIM並未隨公債殖利率曲線平坦化而降低。惟該研究亦提醒，未來仍應謹慎看待存款利率加速上升的可能性，此將使銀行業獲利遭受負面衝擊，且2018年Fed公布的資深放款業務主管調查報告⁹ 亦指出，如殖利率曲線出現負斜率，多數銀行將考慮嚴審放款條件。

三、結語

美國公債殖利率曲線平坦化不必然會引發美國景氣步入衰退，惟部分研究指出，美國公債殖利率曲線平坦化的心理效果，恐帶動該殖利率曲線加速反轉，使美國經濟步入衰退。因此，美國公債殖利率曲線未來若更加平坦，甚至出現負斜率，且持續時間過長，將增加美國景氣衰退風險，且不利金融穩定，須密切關注。

由於造成當前美國公債殖利率曲線平坦化的原因，與以往情況不盡相同，使該曲線斜率預測景氣衰退之能力降低，故往後宜綜合考量多項指標，以有效研判美國經濟走勢。此

外，近期殖利率曲線平坦化雖未衝擊美國銀行業獲利，但仍有研究機構提出示警，應謹慎看待未來美國存款利率加速攀升的可能性，此恐不利該國銀行業穩健經營。

註：1. 以10年期與2年期美國公債利差探討美國公債殖利率曲線變化。

2. 以2008年美國次貸風暴前之最近一次景氣循環及當時Fed升息循環為例，美國公債殖利率曲線在經濟成長階段維持正斜率(2004年6月，當時GDP成長率3.1%，10年期與2年期美國公債利差約2.61個百分點)，在經濟成熟階段逐漸平坦(2006年6月，當時GDP成長率0.9%，10年期與2年期美國公債利差約0.03個百分點)，當邁入經濟衰退階段則轉為負斜率，亦稱為反轉(2006年11月，當時GDP成長率0.6%，10年期與2年期美國公債利差約-0.05個百分點)。
3. 另自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*, March。
4. 分別是前任主席Ben Bernanke、Janet Yellen與現任主席Jerome Powell。
5. Fed研究指出，人口老化會改變社會整體消費及投資決策，並使勞動供給減少，使長期成長趨勢與利率下滑；實施QE則會拉低期限溢酬，使長短期利差縮小。參見Federal Reserve Bank of Cleveland (2018), "Yield Curve and Predicted GDP Growth," November；Engstrom, Eric and Steven Sharpe (2018), "The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror," *FEDS Notes*, July；Michael D. Bauer and Thomas M. Mertens (2018), "Information in the Yield Curve about Future Recessions," *FRBSF Economic Letter*, August；Johansson, Peter, and Andrew Meldrum (2018), "Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve," *FEDS Notes*, March；Benzoni, Luca, Olena Chyruk, and David Kelley (2018), "Why Does the Yield-Curve Slope Predict Recessions?" *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, September；Federal Reserve Bank of New York (2018), "Probability of U.S. Recession Charts," December。
6. Benzoni, Luca, Olena Chyruk, and David Kelley (2018), "Why Does the Yield-Curve Slope Predict Recessions?" *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, September；Smialek, Jeanna (2018), "Kashkari Isn't Buying: This Time Is Different for Yield Curve," *Bloomberg*, September.
7. 以美國銀行業為例，總資產在500億美元以上的大型銀行，其淨收入近6成來自NIM，且對規模較小的銀行來說，NIM占收入的比率更高。參見Sahu, Rita, Andrea Usai, and M. Celina Vansetti (2018), "Flattening Yield Curve Dampens Regional Banks' Profitability Prospects," *Moody's*, October。
8. Sahu, Rita, Andrea Usai, and M. Celina Vansetti (2018), "Flattening Yield Curve Dampens Regional Banks' Profitability Prospects," *Moody's*, October.
9. Kurtzman, Robert, and Jared Berry(2018), "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices," *Federal Reserve*, November.