

一、國際經濟金融情勢及展望

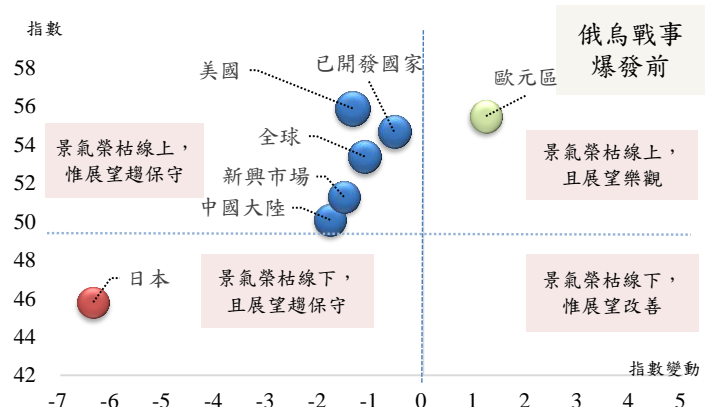
上(2021)年 12 月本行理事會會議以來，COVID-19 變種病毒致部分國家疫情反覆，供應鏈瓶頸仍存，嗣因俄羅斯與烏克蘭爆發戰事，帶動大宗商品價格高漲，加劇全球物價上漲壓力，且美國等主要經濟體寬鬆貨幣政策將陸續退場，造成金融市場大幅波動，均為影響本(2022)年全球經濟前景之主要風險。

(一)全球景氣趨緩，近期俄烏軍事衝突致不確定性大增

1. 本年初全球景氣復甦趨緩，俄烏戰事衝擊市場信心，經濟前景面臨高度不確定性

本年初，Omicron 變種病毒擴散，惟隨各國逐步適應疫情變化，主要經濟體綜合採購經理人指數(Composite PMI)雖多低於上年第 4 季，惟仍高於 50 榮枯線(圖 1)；2 月下旬後，俄烏戰事爆發，地緣政治風險升高(圖 2)，大宗商品價格飆漲，金融市場波動加劇，美、歐金融情勢惡化(圖 3)，全球景氣面臨高度不確定性。

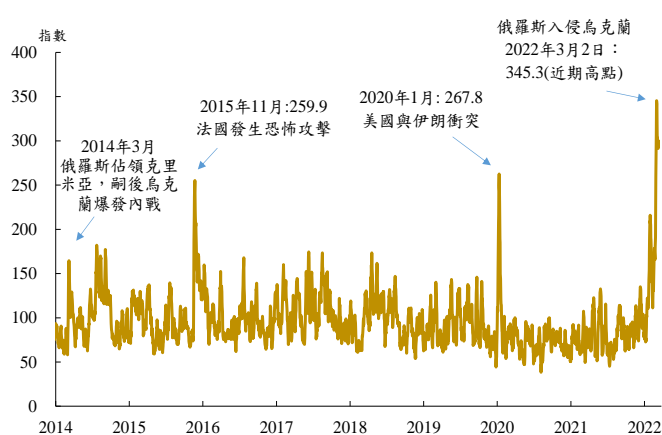
圖 1 主要經濟體綜合 PMI 指數變動



註：縱軸為本年 2 月綜合 PMI，橫軸為 2 月與上年第 4 季平均值之變動幅度，以顯示企業對未來展望之變動。

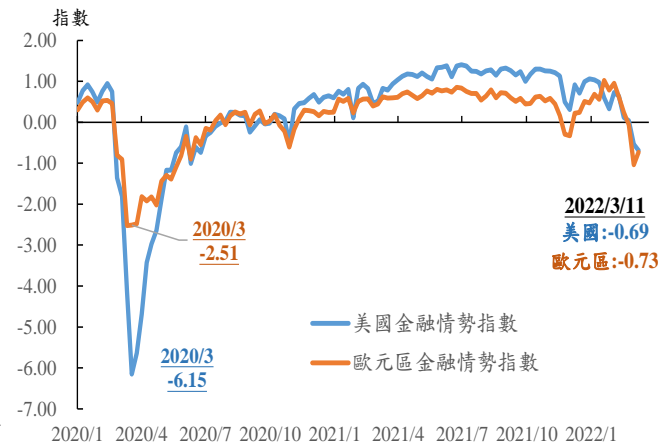
資料來源：Bloomberg、本行整理

圖 2 地緣政治不確定指數



資料來源：Economic Policy Uncertainty

圖 3 美、歐金融情勢指數



註：該指數藉由整合貨幣、債券及股票市場變動，衡量整體金融壓力情形，指數下降表示金融市場壓力上升。

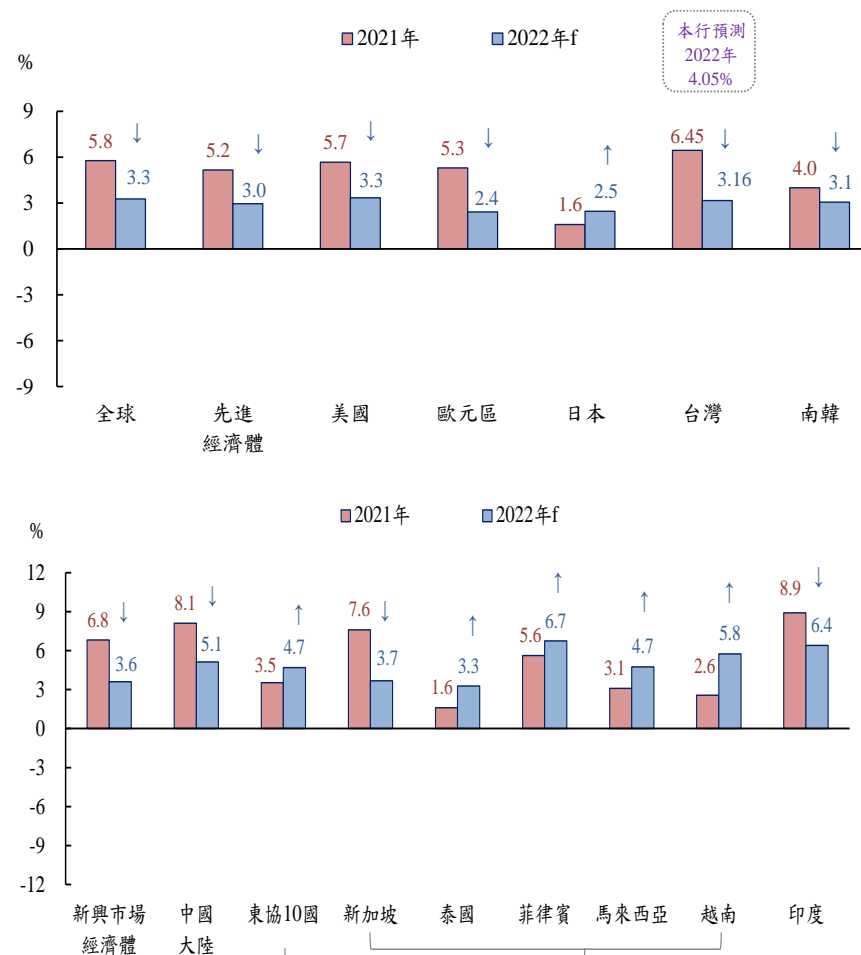
資料來源：Bloomberg

2. 本年全球經濟成長預期將放緩，下行風險升高

上年全球經濟強勁復甦，全球經濟成長率達 5.8%(圖 4)；本年 2 月下旬俄烏戰事爆發，各國陸續對俄祭出制裁¹，引發**大宗商品價格飆漲**，進一步**推升全球通膨**，並**衝擊經濟活動**；加以**供應鏈瓶頸**仍未完全紓解、**財政及貨幣激勵措施規模縮減**等影響，本年全球經濟成長率預測值大幅下調至 3.3%。

- **美國**：預期本年經濟及就業可望持續復甦，惟大宗商品價格大漲、貨物塞港及企業缺工等供應鏈瓶頸問題仍存，恐影響經濟復甦力道。
- **歐元區**：本年初成員國放寬防疫管制措施，勞動需求回升，失業率下降，經濟展望轉佳，惟歐洲與俄烏兩國經貿連結緊密，俄烏戰事對歐洲衝擊尤大，經濟面臨下行風險。
- **日本**：疫情再起，政府再度實施社交限制措施，若俄烏戰事延宕，進而降低全球景氣復甦力道，或將影響日本經濟表現。
- **中國大陸**：政府對服務業紓困措施之激勵，及人行持續寬鬆貨幣政策，經濟可望獲得支撐，惟仍須關注「清零」政策對內需服務業復甦之影響。

圖 4 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



- 註：1. f 表示預測值；↓及↑分別表示較前一年下降及上升。
2. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。
3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

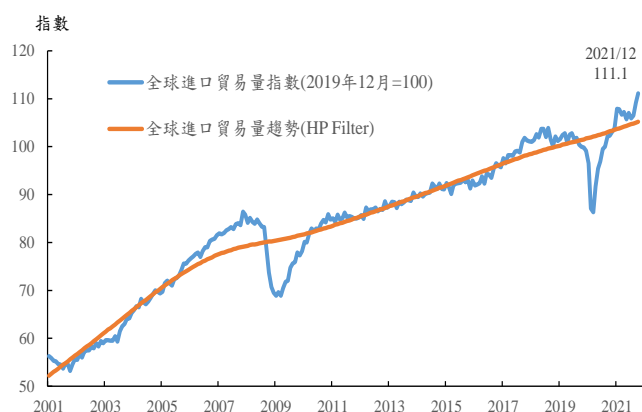
資料來源：各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2022/3/15)

¹ 詳細分析請參考本次理監事會後記者會參考資料「五、俄烏戰爭對俄羅斯及全球經濟金融之可能影響：兼論 1998 年俄羅斯金融危機」。

3. 本年全球貿易量成長預期將放緩

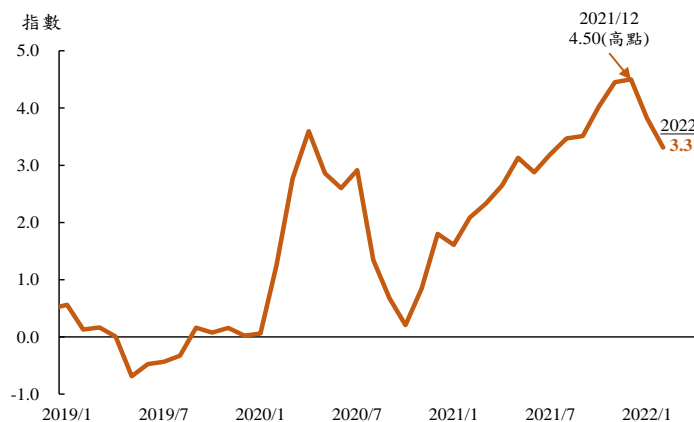
上年全球貿易量因經濟強勁復甦而迅速回升至長期趨勢之上(圖 5)。本年以來全球景氣降溫，**供應鏈瓶頸雖略和緩惟仍未完全紓解**(圖 6)，2 月 WTO 公布之商品貿易指標(Goods Trade Barometer)²續降並低於趨勢值(圖 7)，顯示**全球貿易成長動能放緩**。俄烏戰事及各國與俄羅斯間相互祭出制裁措施，廣泛影響大宗商品貿易，外溢效應恐致全球貿易表現不如預期。

圖 5 全球進口貿易量指數



資料來源：Refinitiv Datastream，荷蘭統計局(CPB – Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis)、本行整理

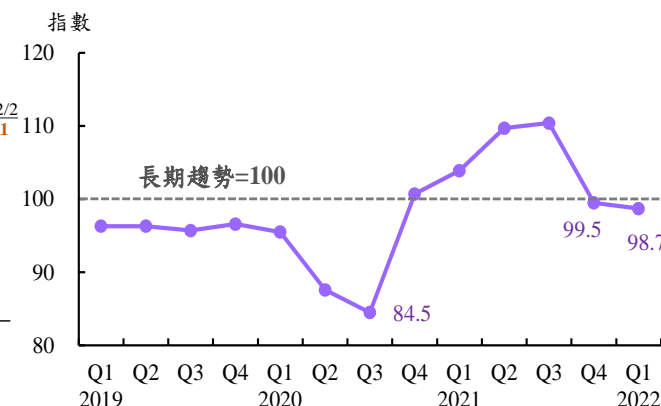
圖 6 全球供應鏈壓力指數



註：New York Fed 編製「全球供應鏈壓力指數」(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)及美、歐、日及台灣等主要經濟體之供應鏈壓力指數，係整合跨境運輸成本及製造業 PMI 中之分項指數所構成，用以衡量供應鏈瓶頸的嚴重程度，指數愈小，表示供應鏈瓶頸愈和緩。

資料來源：New York Fed

圖 7 WTO 商品貿易指標



註：1. WTO 商品貿易指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值 2~3 個月。
2. 本年 2 月係公布上年 12 月之指數值，可預示本年第一季之全球商品貿易成長狀況。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

² WTO 商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指數，提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

(二)大宗商品價格飆漲，若俄烏戰事持續恐引發輸入性通膨

1. 國際大宗商品供應受阻，原油、基本金屬及穀物價格飆漲

由於俄羅斯為原油、天然氣、鈾、鎳、鋁、小麥等重要原物料產地，烏克蘭亦出產小麥、半導體製程用之情性氣體，俄烏戰事爆發造成該等原物料供應及出口受阻，大幅推升原油、金屬及穀物價格(圖 8~10)。

國際油價於美、英宣布對俄羅斯原油之進口禁令後升至高點(圖 8)。石油輸出國組織及盟國(OPEC+)與美國等主要產油國將持續維持原增產步調³、各國亦協調釋放戰備儲油緩解供應短缺，近日因中國大陸疫情升溫可能使原油需求放緩，加以俄烏進行停火談判，油價自 3 月中旬之高點回落逾 20%。

主要國際機構預測本年布蘭特原油現貨價格平均每桶 112.3 美元，較 2 月之平均每桶 88.1 美元大幅上調逾 20 美元(表 1)。

圖 8 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 9 基本金屬 3 個月期貨價格指數



註：倫敦金屬交易所基本金屬價格指數係根據倫敦金屬交易所之鋁(權重 42.8%)、銅(31.2%)、鋅(14.8%)、鉛(8.2%)、鎳(2%)及錫(1%)距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 10 穀物 3 個月期貨價格



註：該指數係根據芝加哥期貨交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Bloomberg

³ 包括美國、俄羅斯、巴西、加拿大、挪威及蓋亞那等產油國。

表 1 近期國際機構對布蘭特原油現貨價格之預測及說明

單位：美元/桶

預測機構	預測日期	預測值 2022 年	說明
EIA	2022/3/3	105.2 (82.9)	俄烏 軍事衝突全面爆發 ，且美、歐等國對俄進行經濟及金融制裁，加以全球原油庫存持續下滑。
Morgan Stanley	2022/3/7	101 (95.5)	俄烏衝突導致油價存在風險溢酬，且於近月內維持不變，在市場供需仍緊的情況下，即便是暫時的供給中斷，亦對價格產生巨大影響。 若原油供應發生重大中斷，價格可能飆升至每桶 150 美元以上。
Goldman Sachs	2022/3/8	135 (98.0)	鑑於俄烏衝突持續加劇，加以 歐美制裁不斷升級致俄羅斯日益孤立 ，預期原油每日供給量將暫時減少 160 萬桶，故 2022 年及 2023 年 原油預測價格，分別自每桶 98 及 105 美元上修至 135 及 115 美元 。
EIU	2022/3/8	116.3 (82.1)	俄烏 軍事衝突爆發 ，且美、歐等國對俄實施經濟及金融制裁，以及各國原油買家 暫時迴避購買俄羅斯原油 ，加以 美國、英國及加拿大決定禁止俄羅斯原油進口 。
IHS Markit	2022/3/15	104.2 (81.8)	隨俄烏 爆發軍事衝突 ，各國煉油商 暫時迴避購買俄羅斯原油 ，加以原油 需求仍強 ，致整體市場處於 結構性供應短缺 。
平均預測值	2022/3	112.3 (88.1)	

註：()中預測數係為前次價格預測。

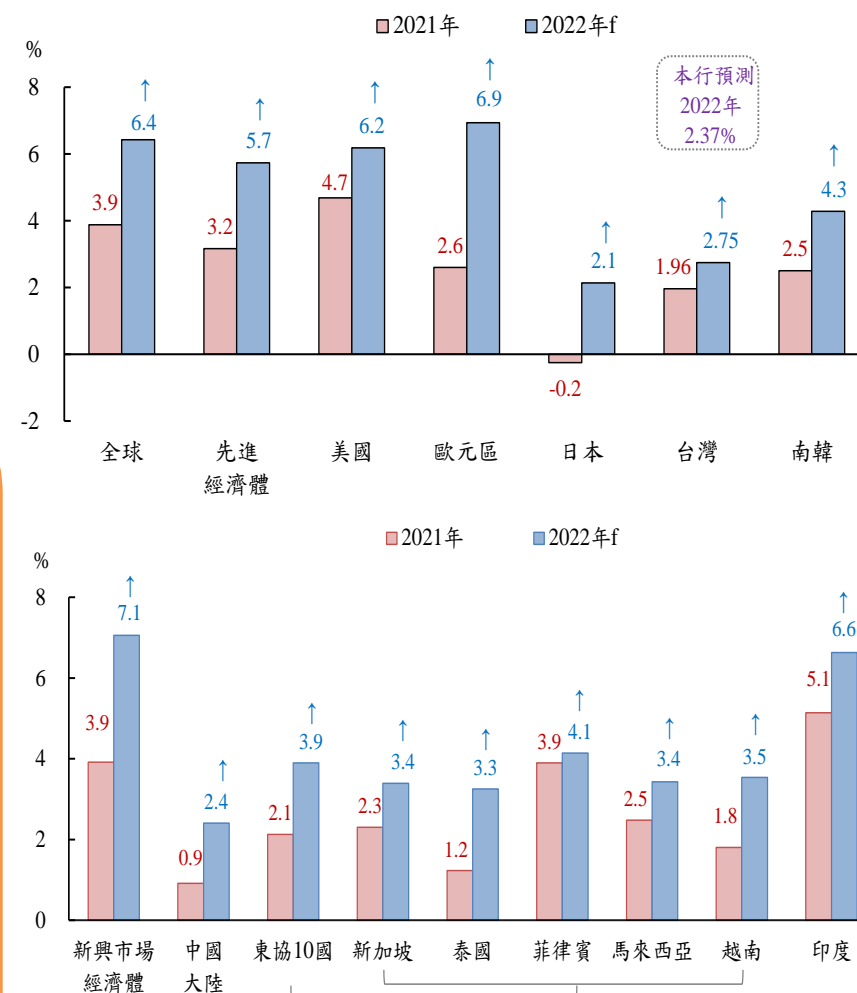
2. 本年全球通膨率預測值高於上年，通膨面臨上行風險

本年初以來，**主要經濟體通膨率**居高，尤以美、歐為甚，且**俄烏戰事**致供應及出口受阻，**大宗商品價格大漲**，IHS Markit 本年全球通膨率預測值大幅上調至 6.4%，遠高於上年之 3.9%(圖 11)。

若**俄烏戰事**情勢持續惡化，**恐引發輸入性通膨**，使全球高通膨問題雪上加霜。

- **美國**：2 月美國消費者物價指數(CPI)年增率升至 7.9%，為 40 年來新高，食品、汽車、房租等價格持續上漲，顯示當前通膨壓力仍大。3 月 11 日美國財政部長 Yellen 表示，俄烏情勢帶來不確定性，高通膨問題令人不安，惟美國經濟成長仍強勁，有信心 Fed 能達成經濟「軟著陸」，即抑制通膨之同時不會引發經濟衰退。
- **歐元區**：受能源價格大漲影響，2 月歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率升至 5.8%，由於成員國對俄羅斯能源產品依賴度高，歐元區通膨壓力恐持續更長時間。3 月 10 日 ECB 總裁 Lagarde 指出，若俄烏戰事導致能源價格上漲，或將透過薪資調漲預期及供應面的影響，致通膨進一步攀升；惟若經濟需求轉趨疲弱，或將緩解物價上漲壓力。
- **日本**：由於能源及食品價格大漲，1 月 CPI 年增率為 0.5%，與上年第 4 季持平，且連續 5 個月為正值。
- **中國大陸**：1 與 2 月 CPI 年增率皆為 0.9%，低於上年第 4 季之 1.8%，主因豬肉價格下跌。

圖 11 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；↑表示較前一年上升。

2. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2022/3/15)

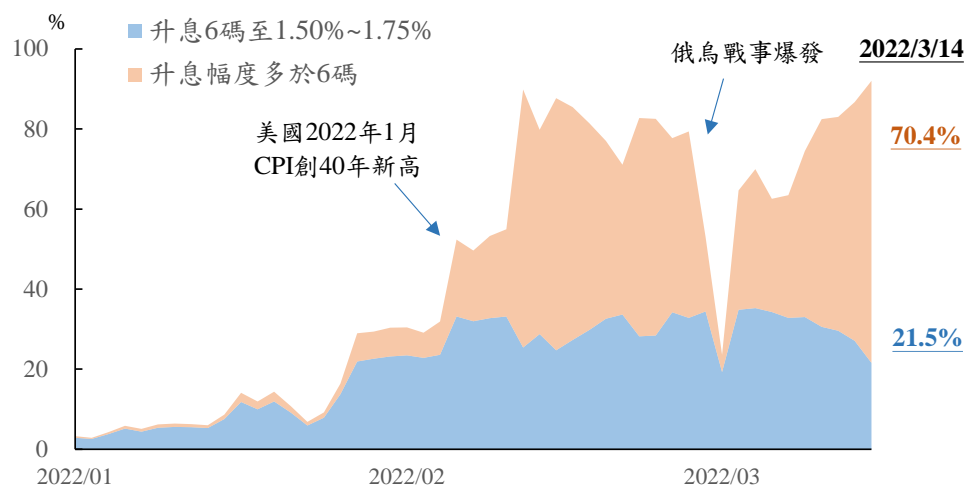
(三)全球通膨壓力升高，主要央行寬鬆貨幣政策將退場

1. 預期 Fed 將升息，ECB 可能於本年第 3 季結束購債，日本、中國大陸持續寬鬆，其他若干經濟體已啟動升息

能源價格高漲推升全球通膨，美國聯邦準備體系(Fed)釋出加快退出寬鬆政策訊息，預期將於本年 3 月升息；歐洲央行(ECB)降低購債規模，且可能於本年第 3 季結束購債；日本央行(BoJ)與中國人民銀行(PBoC)持續維持寬鬆政策(表 2)。

- **Fed**：主席 **Powell** 表示支持 3 月升息 0.25 個百分點，惟俄烏戰事及後續變化為美國經濟帶來高度不確定性，**升息路徑將視未來經濟情勢而定**；目前**市場預期本年 Fed 升息多於 6 碼至高於疫情前水準**之機率逾半(圖 12)。
- **ECB**：總裁 **Lagarde** 表示，政策利率的任何調整，將於**結束淨購入資產之後**，且將會**採取溫和漸進的步調**；**升息時點將以經濟數據為依據**。
- **BoJ**：日本通膨情勢仍屬溫和，BoJ 持續購買公債，惟將逐步降低商業本票及公司債之購買金額至疫情前水準。
- **PBoC**：由於景氣降溫，下調中期借貸便利(MLF)利率、貸款市場報價利率(LPR)等各種工具之利率。

圖 12 金融市場預期本年 Fed 升息機率



資料來源：芝加哥期貨交易所 FedWatch Tool 網站

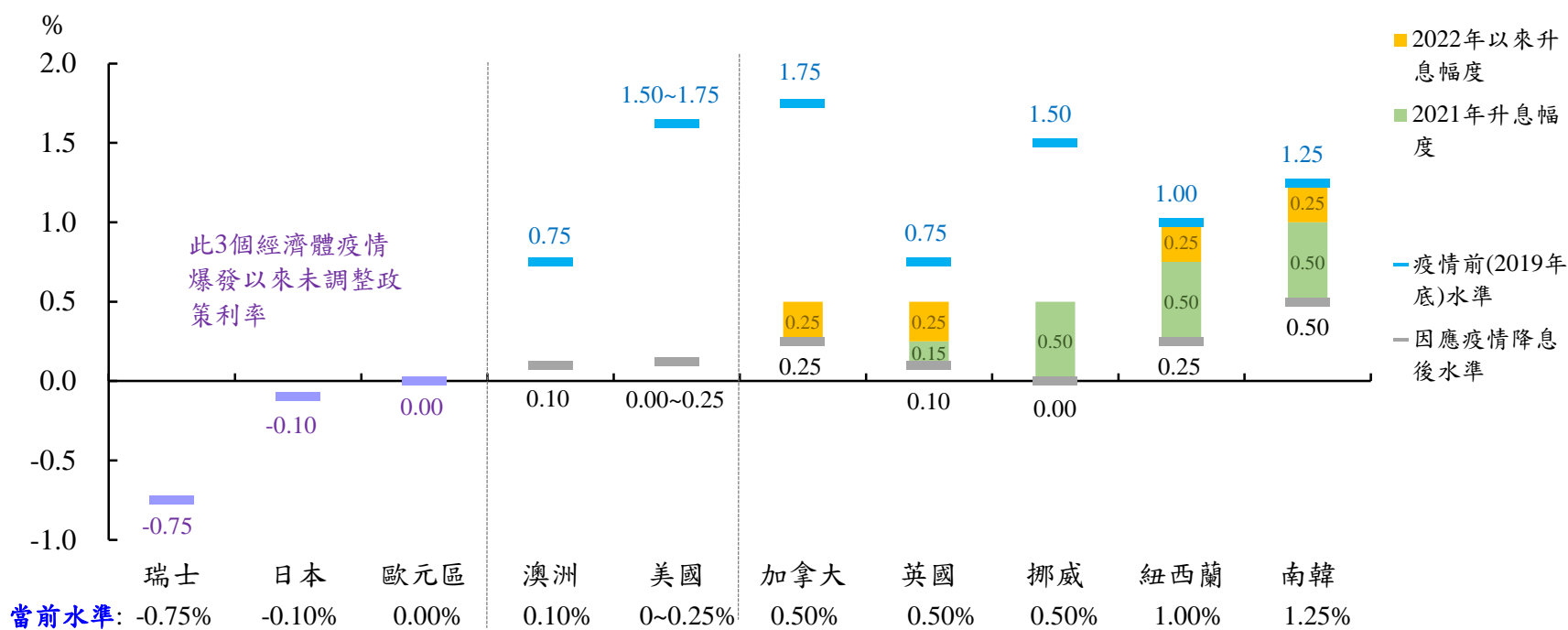
表 2 上年 12 月本行理事會會議以來四大央行貨幣政策變動情形

央行	政策措施	內容
Fed	政策利率	1 月 26 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	購債計畫	3 月終止購債措施；1 月 26 日發布「縮減資產負債表規模原則」，表示將在啟動升息後，開始縮減資產負債表規模，主要方式為調整持有債券之到期再投資金額。
	前瞻指引	鑑於通膨率遠高於 2%，以及就業成長強勁，很快將調升聯邦資金利率目標區間，主席 Powell 支持 3 月升息 0.25 個百分點。
ECB	政策利率	3 月 10 日決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與存款利率分別於 0%、0.25%及-0.50%不變。
	購債計畫	因應疫情緊急購買計畫(PEPP)將於 3 月底終止；降低第 2 季資產購買計畫(APP)淨購買規模，第 3 季淨購買金額將依數據表現決定，若未來數據支持即使在淨資產購買結束後，中期通膨展望仍不會趨於疲弱，則將於第 3 季結束 APP 之淨購買。
	前瞻指引	總裁 Lagarde 表示，ECB 對政策利率的任何調整，將於 APP 結束淨購入資產之後，視當時數據表現而作決定，且將會採取溫和漸進的步調。升息時點將以經濟數據為依據而非特定的時間表。
BoJ	政策利率	1 月 18 日短期政策利率維持於-0.10%不變。
	購債計畫	為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0%左右，將持續購買公債；總計 20 兆日圓為上限之購入商業本票(CP)與公司債措施，本年 4 月後購入金額逐步降至約 5 兆日圓之疫情前水準。
	援助措施	鑑於疫情趨緩及金融環境改善，決議縮小因應疫情而實施之融資援助措施；為持續支援中小企業營運資金需求，對金融機構提供有利條件貸款之新型企業金融支援特別操作，將延期半年至本年 9 月底。
PBoC	政策利率	<p>1.全面下調金融機構存款準備率 0.50 個百分點。</p> <p>2.調降短中期利率，以引導金融機構降低對實體經濟的融資成本，並充裕市場流動性：</p> <ul style="list-style-type: none"> - 短期利率：7 天期逆回購利率下調 0.1 個百分點至 2.10%，隔夜、7 天及 1 個月期常備借貸(SLF) 分別下調 0.10 個百分點至 2.95%、3.10%及 3.45%。 - 中期利率：1 年期貸款市場報價利率(LPR)下調 0.15 個百分點至 3.7%，5 年期 LPR 下調 0.05 個百分點至 4.6%，1 年期中期借貸便利(MLF)下調 0.10 個百分點至 2.85%。

資料來源：各央行網站

- 加拿大、英國、紐西蘭及南韓等先進經濟體考量通膨率持續超出通膨目標，自上年以來陸續升息，其中**紐西蘭及南韓之政策利率已升回疫情前(2019年底)水準**，**英國亦已升回接近疫情前水準**(圖 13)。
- 另許多新興市場經濟體亦因通膨率急升及貨幣貶值等因素，自上年來持續大幅升息。**俄羅斯**則於 2 月 28 日因主要經濟體對其實施經濟金融制裁，**盧布一度遽貶逾 30%**，**為防止資金外逃而大幅升息 10.50 個百分點至 20%**。

圖 13 主要經濟體政策利率水準變動



註：1. 歐元區為主要再融通操作利率。

2. 美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

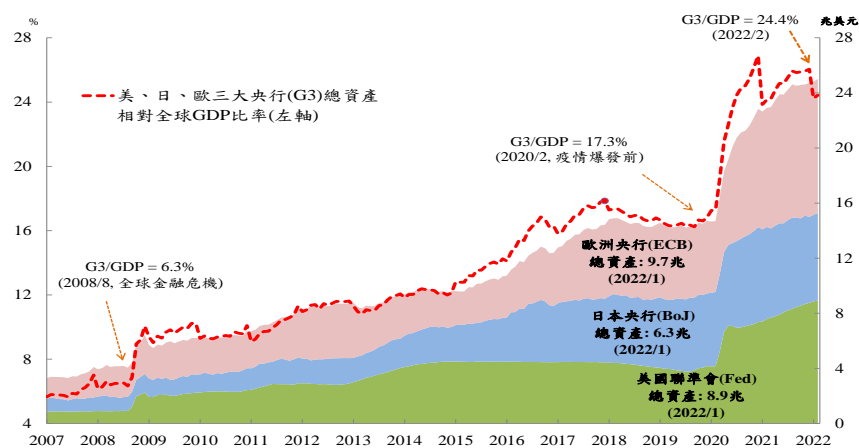
資料來源：各央行網站(截至 3 月 15 日資料)

2. 主要央行逐步結束購債計畫，資產負債表規模可望持穩甚或逐步縮小

疫情爆發後，美、歐、日等主要經濟體央行以購買公債及公司債資產等非傳統貨幣政策充裕市場流動性，致渠等總資產相對全球 GDP 比率大幅攀升(圖 14)。Fed 與 ECB 近期均表示將逐步結束購債，未來資產負債表規模可望持穩甚或逐步縮小，回歸正常化操作。

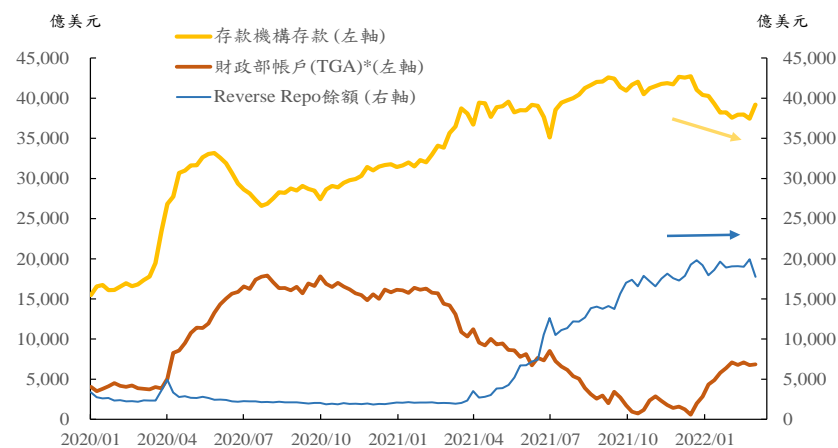
- **Fed**: 觀察 Fed 資產負債表負債面變動，Fed 用以吸納市場餘裕資金之附賣回操作(Reverse Repo)餘額居高(圖 15)，顯示市場流動性充沛⁴。Fed 於本年 1 月 26 日發布「縮減資產負債表規模原則」，表示將在啟動升息後，以調整持有債券之到期再投資金額方式，根據經濟與金融發展情況，逐步降低資產負債表規模(表 2)。
- **ECB**: 因應疫情緊急購買計畫(PEPP)將於本年 3 月底終止；並降低第 2 季資產購買計畫(APP)淨購買規模，且可能於第 3 季結束 APP 之淨購買(表 2)。
- **BoJ**: 為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0% 左右，將持續購買公債，惟總計 20 兆日圓為上限之購入商業本票與公司債措施，本年 4 月後購入金額逐步降至約 5 兆日圓之疫情前水準(表 2)。

圖 14 美、歐、日央行總資產對全球 GDP 比率



資料來源：Refinitive Datastream、全球名目 GDP 取自 IMF 資料庫

圖 15 Fed 資產負債表負債面結構



*：財政部帳戶 (Treasury General Account, TGA) 係美國財政部於 Fed 開立之帳戶，主要為 Fed 經理聯邦政府收支的帳戶。
資料來源：Refinitive Datastream

⁴ 參見 King, Matt, et al. (2022), "QT, or Not QT? RRP is the Question," Citi Research, Feb. 24。

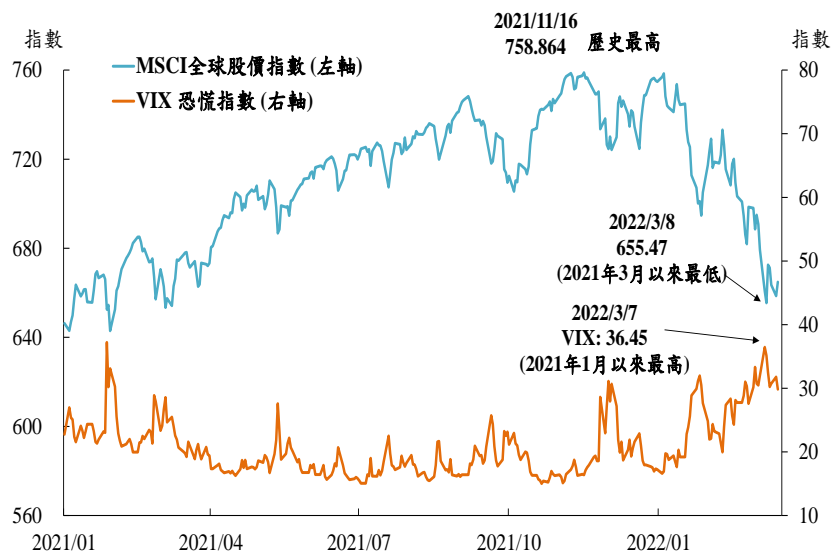
(四)俄烏戰事致金融市場大幅波動

1. 全球股市自高點下跌，港股重挫，美國科技類股跌幅大

本年初以來，Fed 釋出緊縮貨幣政策訊息，全球股市自高點震盪走跌，2月下旬後，俄烏戰事爆發，各國擴大制裁俄羅斯，未來情勢發展不確定性升高，股市進一步重挫，VIX 恐慌指數一度升至逾 30 (圖 16)。

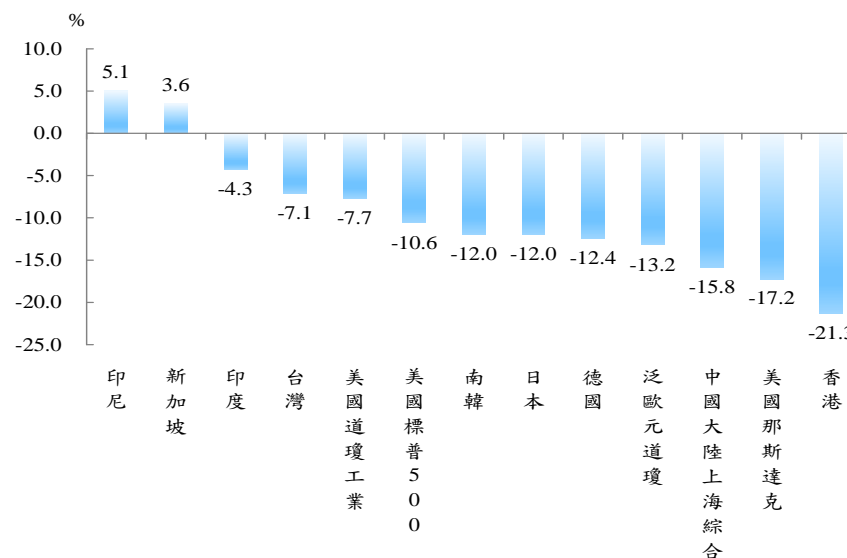
與去年底比較，香港、中國大陸疫情趨嚴峻，股市重挫，另美國那斯達克指數跌幅亦大，主因投資人預期未來利率將走高，不利科技類及新創企業等現金流尚未穩定之成長型類股(growth stock)⁵；歐洲則受俄烏戰事直接影響，相關股市多跌逾 10%；國際商品價格上漲則有助印尼大宗商品出口成長，該國股市漲幅較大(圖 17)。

圖 16 全球股價指數與恐慌指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 17 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年3月15日與去年底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

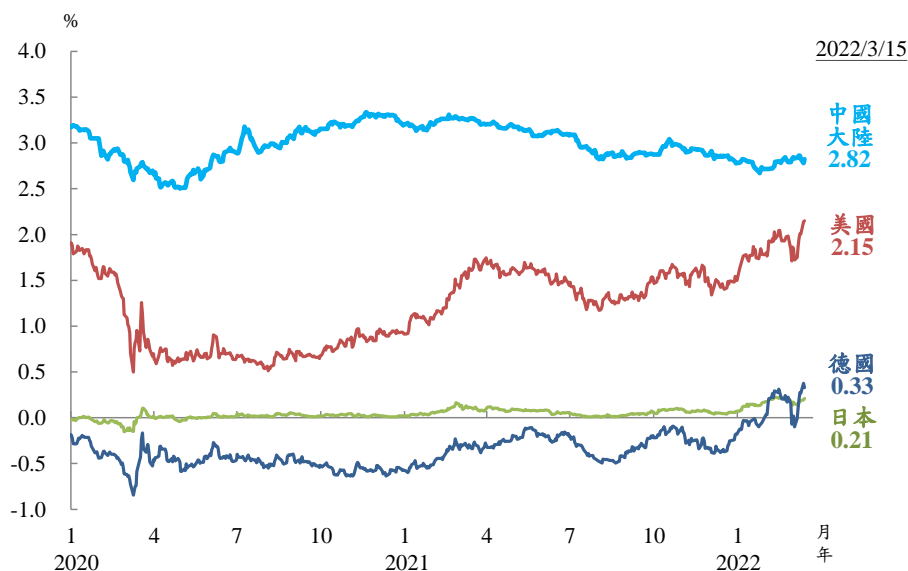
⁵ 參見 Avalos, Fernando and Karamfil Todorov (2022), "Rotation from Growth to Value Stocks and Its Implications," *BIS Quarterly Review*, Feb. 28。

2. 主要經濟體 10 年期公債殖利率多走升，近期波動程度加劇

本年以來市場預期美、歐寬鬆政策將退場，帶動美、德、日等經濟體 10 年期公債殖利率走升(圖 18)，**美國升破 2%**，**德國由負轉正**。2 月中旬後，**俄烏軍事衝突**導致地緣政治風險升溫，資金流入公債市場，上述殖利率一度回落；日本因 BoJ 啟動固定利率無限量購債操作，殖利率升幅受抑制；中國大陸則因房貸利率下調，市場預期其經濟將回穩，10 年期公債殖利率略升。

俄烏戰事增添經濟與通膨前景的不確定性，美國**公債市場近期波動程度加劇**(圖 19)，若影響擴及企業債等資本市場，在全球債務居高下，恐不利金融穩定。

圖 18 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 19 美國公債市場波動度上升



註：1、美國公債波動度(MOVE)指數用以衡量美國長、短天期公債價格波動程度。

2、圖中灰色區域為美國經濟衰退時期。

資料來源：Bloomberg

3. 美元指數高點震盪，主要經濟體貨幣對美元走貶

本年初以來，市場**預期 Fed 將加速升息**，且力道較原先預期強勁，資金流入美元資產，**美元指數(DXY)走揚**，嗣隨俄烏軍事衝突加劇，避險需求大增而急升，並於高點震盪(圖 20)。本年以來主要經濟體貨幣對美元匯率變動情形說明如下(圖 21)：

- **歐元**：2 月初，ECB 總裁 Lagarde 表示將等待 3 月政策會議判斷是否需要改變貨幣政策路徑，**市場預期 ECB 不排除本年可能升息**，**歐元驟升**，嗣因俄烏戰事將衝擊歐元區經貿發展，**歐元轉貶**。
- **日圓**：日本疫情仍嚴峻，且預期**利差擴大及經常帳逆差增加**，**致日圓走弱**。
- **亞洲貨幣走貶**：中國大陸出口商結匯需求大增，復以俄烏軍事衝突爆發後，部分資金流入人民幣資產，人民幣一度走升至近 4 年高點，**近期則因肺炎疫情升溫而由升轉貶**；**其他亞洲經濟體貨幣**則受地緣政治風險升高影響而**走弱**。

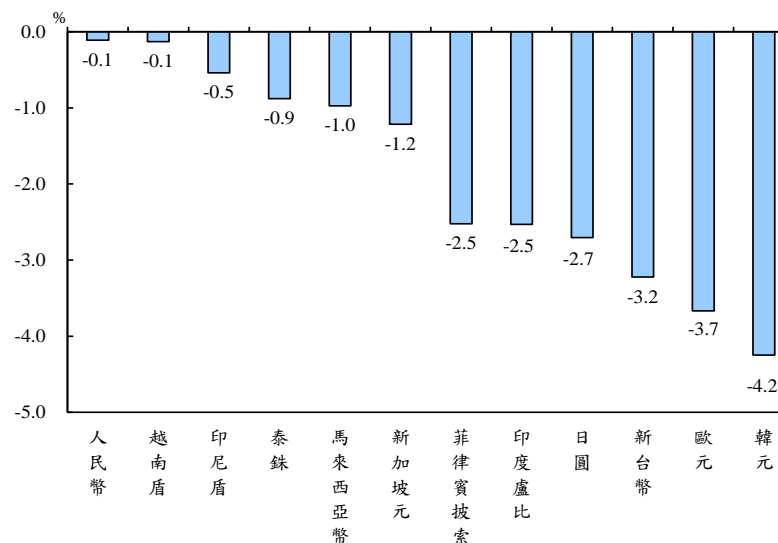
圖 20 美元指數



註：DXY 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：Refinitiv Datastream

圖 21 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅
(本年 3 月 15 日與上年底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream、台北外匯經紀股份有限公司

(五)全球經濟面對多重下行風險

本年全球經濟成長動能預期將減緩，且面臨地緣政治風險升高、高通膨持續更長時間、金融市場波動加劇及變種病毒與氣候變遷引發糧食危機等諸多風險(圖 22)；此等風險一旦實現，將不利全球經濟成長，宜密切關注。

圖 22 影響全球經濟前景之下行風險

地緣政治與軍事衝突風險升高衝擊全球經濟活動

- ✓ 俄烏軍事衝突局勢惡化，若戰事持久且擴大，重要原物料之供應將受阻，且工業生產相關原物料供應緊縮恐再惡化全球晶片短缺及供應鏈瓶頸問題。
- ✓ 國際重要原物料缺乏將衝擊全球許多經濟體之生產及消費等經濟活動，且若進一步推升全球通膨，恐致經濟下行風險升高。

原物料價格飆漲及勞動市場緊俏造成高通膨更持久

- ✓ 亞洲經濟體多為大宗商品之淨進口國，若原物料價格持續大漲，恐引發輸入性通膨，使原本通膨較歐美溫和及貨幣政策轉向壓力較輕之亞洲經濟體面臨挑戰。
- ✓ 部分經濟體勞動市場緊俏，薪資上漲壓力增加，若該成本轉嫁給消費者，將進一步推升物價，並導致通膨預期制約出現鬆動，造成高通膨現象更持久。

主要央行貨幣政策正常化受干擾與金融市場波動加劇

- ✓ 俄烏軍事衝突加劇高通膨問題及經濟下行風險，恐干擾主要央行貨幣政策正常化步伐。
- ✓ 俄羅斯遭國際制裁，目前其外幣計價公債已瀕臨違約；另許多新興市場經濟體債台高築，主要經濟體若大幅升息，新興市場經濟體發生債務危機之風險亦將上升，均可能造成金融市場劇烈波動。

變種病毒危害健康與氣候變遷加劇全球糧食危機

- ✓ 新型變種病毒反覆出現危害健康並引發社會不安，若加重勞動力短缺及供應鏈瓶頸問題，將對全球經濟帶來不利影響。
- ✓ 氣候變遷致重大災害頻仍，影響農作物收成，加以俄烏戰事影響兩國之穀物出口，恐引發全球糧食危機，亦將妨礙全球供應鏈運行，造成巨大經濟損失。