

立法院第 10 屆第 6 會期  
財政委員會會議專題報告

因應國際情勢影響，  
政府穩定股市政策措施與效益

中央銀行

111 年 11 月 3 日

主席、各位委員、各位女士、先生：

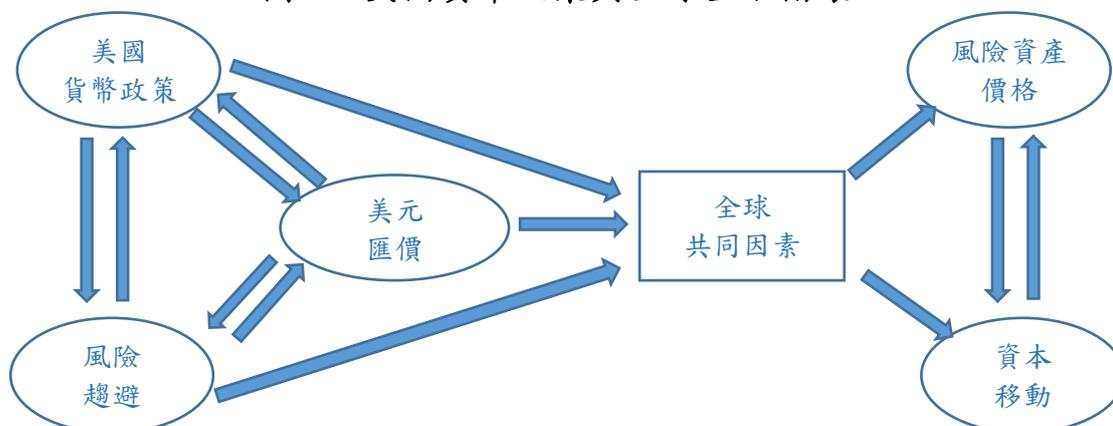
今天承邀前來貴委員會報告「因應國際情勢影響，政府穩定股市政策措施與效益」，至感榮幸。以下謹就本行業務相關部分提出報告，敬請惠賜指教。

## 一、本年以來美國 Fed 加速升息，加以投資人擔憂全球經濟前景，全球股市大幅修正

(一)美國貨幣政策在全球金融循環(global financial cycle)<sup>1</sup>扮演重要角色。

1. 1990 年起全球資本自由移動使各國金融緊密結合，提高資金運用效率，惟亦使個別經濟體金融衝擊傳遞至其他國家速度更快，規模更大。
2. 美元為最主要國際準備貨幣，美國 Fed 貨幣政策常帶動全球金融循環，並對他國產生外溢效果。
3. 如圖 1 所示，美國貨幣政策及投資者風險趨避行為係驅動全球金融循環之兩股力量，除影響美元匯價外，三者更形成全球共同因素，進而影響風險性資產價格及全球資本移動。

圖 1 美國貨幣政策與全球金融循環



資料來源：European Central Bank, Habib and Venditti (2018)

<sup>1</sup> 全球金融循環係指 1990 年起資本自由移動及金融全球化浪潮，使全球各地的風險性資產價格、資本移動、槓桿操作等呈現共同連動現象，自 2000 年以來此現象更為明顯。

(二)本(2022)年以來 Fed 加速緊縮貨幣政策，致美元走強，風險性資產價格大幅下跌。

1. 2020 年 3 月美國實施貨幣寬鬆政策，美國公債殖利率下跌，美元對其他國家貨幣貶值(圖 2 左半邊)，資金流向新興市場，加以各國為因應疫情多採行高度擴張性財政政策，有利風險性資產價格上揚(圖 3 左半邊)。
2. 本年以來，美國為因應國內高通膨加速緊縮貨幣政策，導致美國公債殖利率急遽上揚及美元走強(圖 2 右半邊)，資金自新興市場撤出，國際金融體系亦出現去槓桿化，風險性資產價格大幅下跌(圖 3 右半邊)。

圖 2 美元指數與美國 2 年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg

圖 3 MSCI 全球及 MSCI 新興市場指數



資料來源：Bloomberg

—本波美元走升，主要反映下列因素：(1)美國經濟表現具有顯著的韌性；(2)為因應嚴峻通膨，與其他主要央行相比，Fed 升息速度較快且幅度較大；(3)能源危機，讓目前身為能源出口國的美國受惠；(4)美元具有資金安全避風港之特性。

(三)本年以來，美股受三因素影響(表 1)，致股價評價面臨修正：

1. 無風險利率上揚：美國 Fed 因國內通膨嚴峻而加速緊縮貨幣政策，致短期國庫券等無風險利率上揚，並帶動美國公債殖利率快速攀升。美國 2 年期公債殖利率由上(2021)年底之 0.73% 上揚至 2022 年 10 月 31 日之 4.48%；同期間，美國 10 年期公債殖利率由 1.51% 上揚至 4.05%(圖 4)。
2. 預期未來股利下滑：市場擔憂經濟動能趨緩下調企業獲利展望，預期未來股利下滑。
3. 風險溢酬上升：股票風險溢酬反映投資人承擔不確定性所要求之額外報酬，經濟前景之不確定性升高，股票風險溢酬上升。

本年迄今(2022 年 10 月 31 日)，美國那斯達克指數、S&P500 指數累計跌幅分別為 29.8% 及 18.8%(圖 4)。

表 1 股價評價變動方向

$$\text{股價評價} = \frac{\text{未來每期股利}}{\text{無風險利率} + \text{股票風險溢酬}}$$

變動因素	股利折現模型公式(DDM)	股價評價
未來每期股利 ↓	分子 ↓	↓
無風險利率 ↑	分母 ↑	↓
股票風險溢酬 ↑	分母 ↑	↓

圖 4 美國公債殖利率與美國股票指數漲跌幅



資料來源：Bloomberg

## 二、台股與美股連動高，加以外資持股帳面利益高，近期台股亦面臨修正

(一) COVID-19 疫情爆發以來，台股自 2020 年 3 月之低點至上年底大漲 113%，為外資帶來優渥帳面利益；截至上年底，外資投資國內資產市值約 7,545 億美元，扣除所匯入本金後，帳上之獲利達 5,249(=7,545-2,296)億美元<sup>2</sup>，其中約有 2,995(=7,545-4,550)億美元係來自近 2 年台股上漲之增值利益(折約新台幣 9 兆元)(圖 5)。

(二) 另因上市櫃公司上年獲利再締新猷，推估本年發放股息創新高達新台幣 2.32 兆元(約 770 億美元)，亦可為外資貢獻大量股利收入；推估外資本年獲配股息約可達新台幣 6,632 億元(約 220 億美元)<sup>3</sup>(圖 6)。



<sup>2</sup> 由於本年以來台灣股市下跌，截至本年 9 月底，外資投資我國金融資產之帳上獲利已下降至 2,298 (=4,369-2,071)億美元。

<sup>3</sup> 外資獲配股息(稅前)不含其直接投資與海外 ADR 之配息。

圖 6 上市櫃公司配息與外資獲配股息金額



(三)因台股與美股連動緊密(圖 7)，加以外資基於全球資產重新配置及基金贖回之資金需求等考量，實現其在台股之龐大帳面利益及豐厚股利匯出，致本年以來台股隨美股震盪下跌，亦使新台幣匯率貶值。

圖 7 台灣加權股價指數、美國那斯達克指數及費城半導體指數走勢

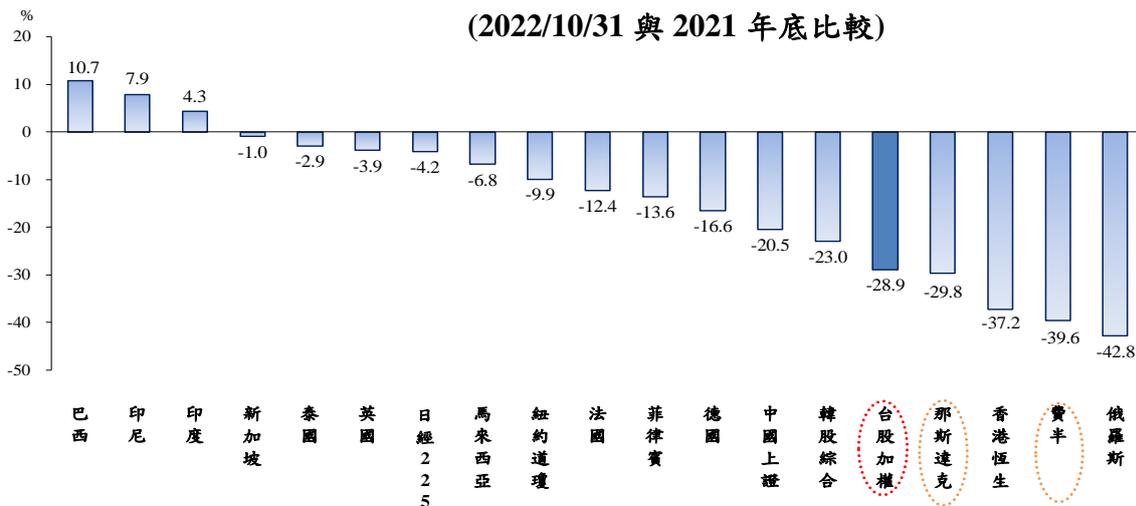


資料來源：Bloomberg

(四)本年多數國家股市下跌；惟與 2019 年底比較，台股表現仍佳。

1. 本年多數國家股市下跌，截至 10 月 31 日美國那斯達克及費半股價指數分別下跌 29.8% 及 39.6%；由於台灣上市電子類股及半導體類股分別占台股權重高達 57% 及 33%<sup>4</sup>，台股亦跟跌 28.9% (圖 8)。

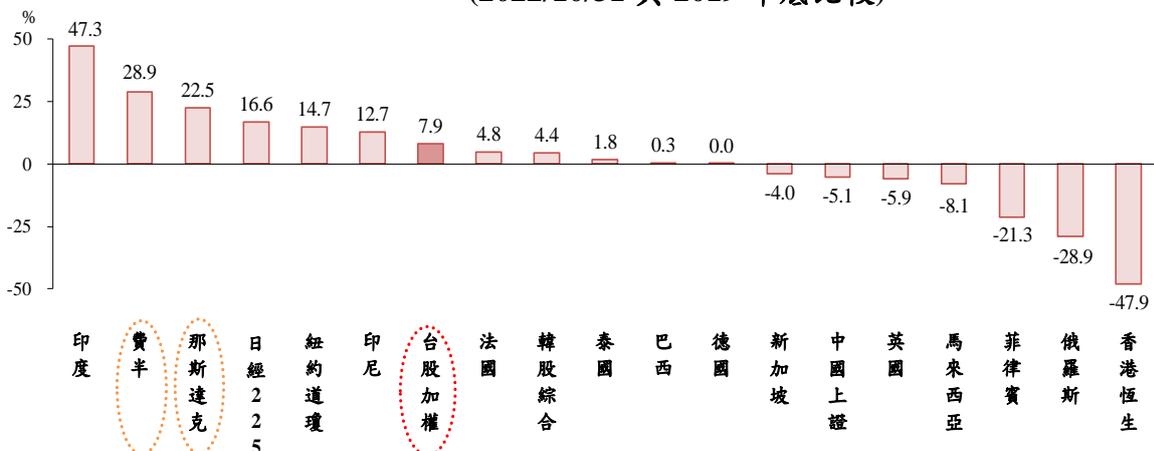
圖 8 主要國家股價指數漲跌幅  
(2022/10/31 與 2021 年底比較)



註：2022/10/31 與 2021 年底比較，台灣上市電子類股指數及台積電分別下跌 33.1%、36.6%。  
資料來源：Bloomberg

2. 若與 2019 年底比較，美國那斯達克以及費半指數上漲 22.5% 及 28.9%，台股亦漲 7.9%，表現優於多數國家股市 (圖 9)。

圖 9 主要國家股價指數漲跌幅  
(2022/10/31 與 2019 年底比較)



註：2022/10/31 與 2019 年底比較，台灣上市電子類股指數及台積電分別上漲 11.1%、17.8%。  
資料來源：Bloomberg

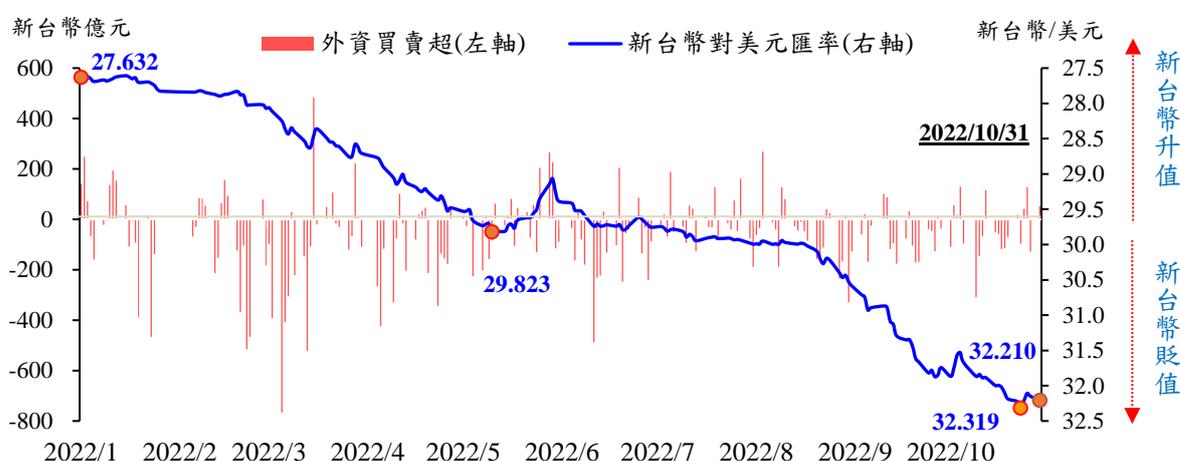
<sup>4</sup> 以本年 10 月 31 日資料計算。

### 三、本年以來，外資大舉賣超台股並匯出資金，致新台幣對美元貶值，亦加重匯率波動

(一)部分外資於短期內大量頻繁進出國內匯市，且其外匯交易占銀行間外匯交易比率接近4成；本年以來新台幣貶值，主要係因外資賣超台股並匯出資金。

本年迄今外資已淨賣超台股逾新台幣1.2兆元，併同獲配之豐厚股利大舉匯出，致台北外匯市場美元需求大於供給，為本年新台幣對美元匯率貶值逾13%之主因(圖10)。

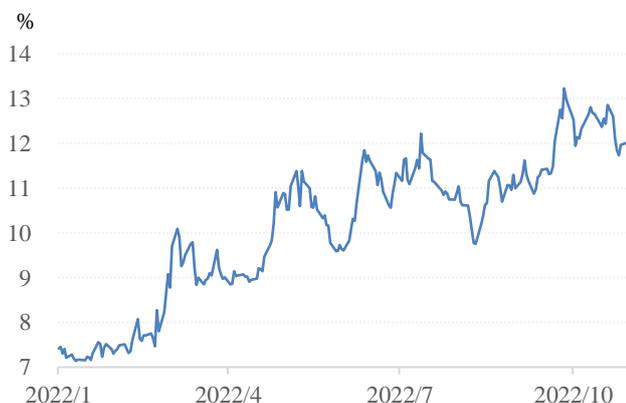
圖10 外資淨買賣超台股及新台幣對美元匯率



資料來源：Bloomberg、中央銀行

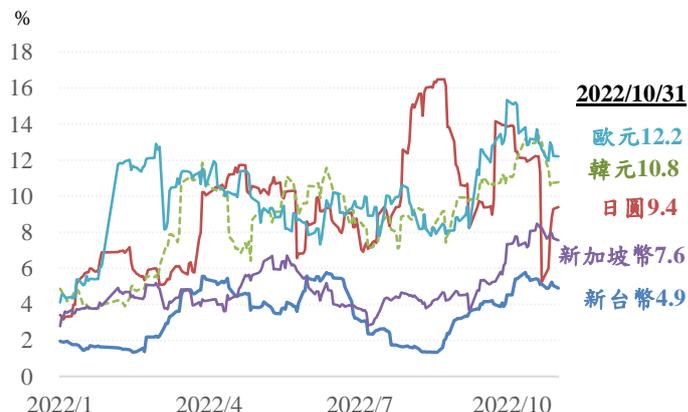
(二)新台幣匯率波動度除隨各國匯率波動度走升而上揚(圖11)外，外資賣超台股並匯出，亦加重匯率波動；9月以來新台幣匯率波動度更上揚約3.5個百分點(圖12)。

圖11 全球匯率波動度



註：全球匯率波動度係JP Morgan以21種貨幣對美元匯率選擇權之隱含波動度，加權平均編製而成。  
資料來源：Bloomberg、JP Morgan

圖12 主要貨幣對美元匯率波動度



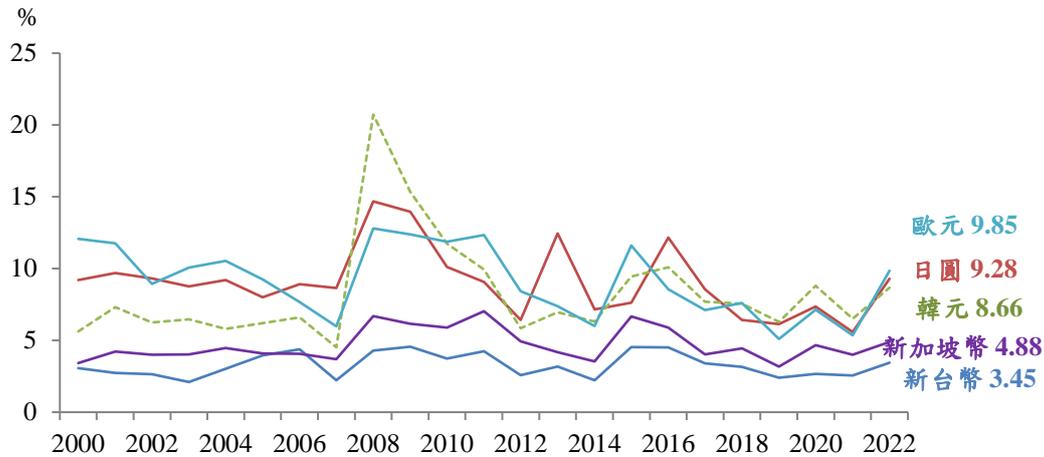
註：各幣別匯率波動度係計算過去20天每日匯率變動幅度之標準差，並將其年率化。  
資料來源：Bloomberg

(三)國際資本移動影響小型開放經濟體匯市穩定，本行致力維持新台幣匯率之動態穩定。

新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利的於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。本行維持匯市穩定之措施：

1. 建立場內外監理機制：利用大額結匯即時通報系統及銀行報送之外匯收支資料，分析外匯資金進出情形，若發現異常即辦理專案金檢，採取即時導正措施。
  2. 提供國內金融市場流動性：透過拆款、換匯交易、公開市場操作及調整存款準備金等措施，提供金融體系台、外幣資金流動性。
  3. 備妥充沛之外幣流動性：本行與國際組織及全球主要金融機構訂有外匯附買回融資機制(Repo)，必要時本行可透過該機制取得美元資金，支應國內美元流動性需求。
  - 4 掌握匯市供需，適時進場調節：若遇市場供需失衡，導致新台幣匯率過度波動或失序變動，而有不利的於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責，適時進場調節，以維持新台幣匯率之動態穩定。本年以來，國內匯市因外資賣超台股並匯出，致美元呈超額需求，本行進場淨賣匯阻貶新台幣，以維持新台幣匯率之動態穩定。
- (四)在本行適度的外匯管理下，新台幣匯率相對穩定：新台幣對美元匯率之波動度小於歐元、日圓、韓元及新加坡幣等主要貨幣(圖 13)。維持新台幣匯率穩定，有利廠商之報價與營運、投資人之資金進出，亦有助國內金融穩定與經濟成長。

圖 13 主要貨幣對美元匯率年平均波動度



註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去20天期之標準差(並將其年率化)，再取該年所有交易日波動率之平均為年平均值。

2.2022年平均波動度係該年1月3日至10月31日資料平均。

資料來源：中央銀行

#### 四、結語

本年以來，受到美國等主要經濟體同步緊縮貨幣政策影響，國際金融情勢緊縮，全球股市大幅修正；國內方面，台股震盪走跌，外資大量匯出，導致新台幣對美元匯率貶值，亦加重新台幣匯率的波動。維持新台幣匯率相對穩定，有利廠商之報價與營運、投資人之資金進出，亦有助國內金融穩定與經濟成長。本行將持續密切關注跨境資本移動情況，若遇市場供需失衡，導致新台幣匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責，適時進場調節，以維持新台幣匯率之動態穩定。

以上報告，敬請各位委員惠予指教，謝謝！