

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

112.3.23

前 言

近幾年來，全球發生美中貿易衝突、新冠肺炎疫情與俄烏戰爭等大事，造成全球通膨高漲，美、歐等主要央行採取快速且大幅升息策略，此貨幣緊縮之效應透過貿易、金融及匯率管道傳遞至他國，並使全球經濟景氣下行，除牽動國際與國內經濟金融情勢變化，亦引發近期美歐銀行業危機、市場對美國 Fed 升息路徑預期之轉變、本行貨幣政策之因應策略及虛擬資產風險升高等議題。

上(2022)年 12 月本行理監事會議以來，美、歐央行持續緊縮貨幣，全球通膨降溫惟仍居高，預期本(2023)年全球經貿成長力道趨緩；影響所及，台灣輸出成長動能將受制約，民間投資恐亦受限，然民間消費可望增溫，預期本年經濟將溫和成長，且隨國際能源等原物料價格回軟，通膨續呈緩步回降趨勢。

美國矽谷銀行等若干銀行倒閉及瑞士信貸財務危機，曝露其資產負債期限錯配或內控不當等問題。我國銀行業體質佳，惟國際金融事件若波及國內銀行體系，本行將充分支應市場流動性，維持金融體系穩定。

面對全球經濟金融情勢瞬息萬變，近期市場對美國 Fed 升息路徑預期亦產生轉折變化，並影響國際股市、債市及匯市，備受各界關注。

在主要央行採取緊縮政策下，本行考量上年台灣通膨相對主要經濟體溫和，且主要央行政策對我國產生經濟成長下行、通膨放緩、金融緊縮之外溢效應，爰採漸進且溫和之緊縮貨幣政策，以維持物價穩定。

伴隨主要央行持續緊縮，全球加密產業亦受波及，其中穩定幣潛藏之風險升高，除危害投資者外，規模較大者更可能將風險蔓延至金融體系；金管會負責虛擬資產監理，除洗錢防治外，未來將含蓋投資人保護等面向。

俄羅斯上年入侵烏克蘭迄今已逾周年，兩國戰爭仍未停息，主要國家持續擴大對俄羅斯之制裁，俄羅斯亦採行多項因應及反制措施，全球經濟零碎化風險升高；本行將持續追蹤相關發展對全球經濟金融所造成之影響。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定之職責，並協助促進經濟發展，須密切關注並分析國內外經濟金融情勢與重大議題之發展；爰將探討情形彙集成冊，廣供參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、本年國內經濟及通膨展望	16
三、近期美歐銀行危機事件之研析及其對我國之影響	34
四、近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響	58
五、主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應及本行貨幣政策之因應	73
六、近期穩定幣之市場發展及國際監管趨勢	92
七、俄烏戰爭周年：主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響	105

一、國際經濟金融情勢及展望

上(2022)年12月本行理監事會議以來，歐洲能源危機緩解，中國大陸經濟重啟，惟俄烏戰爭未歇，全球通膨雖降溫惟仍居高，國際機構維持本(2023)年全球景氣較上年趨緩之預期，而近期美、歐銀行業發生倒閉及財務危機(詳附錄)，導致金融市場劇烈震盪，增添全球經濟前景之不確定性，宜密切關注經濟金融動態發展。

(一) 本年全球經濟成長率預測值略上調，惟先進經濟體成長力道仍疲

1. 全球製造業與服務業景氣展望改善，惟消費者信心仍顯疲弱，近期金融市場壓力急遽上升

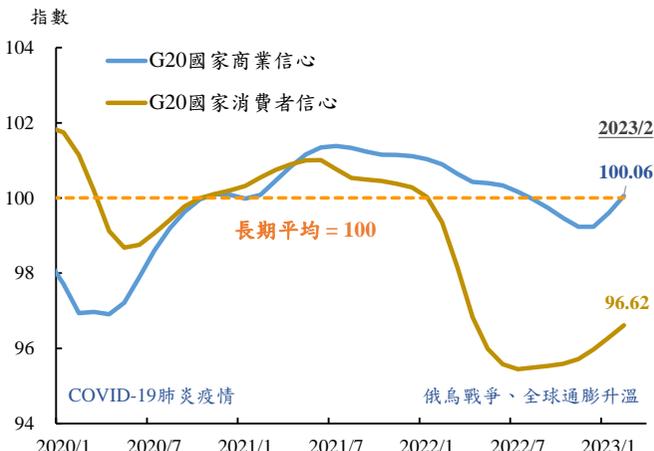
本年以來，能源價格續跌，中國大陸解封，且經濟活動恢復正常，對全球經濟產生正面外溢效應，全球製造業與服務業 PMI 均自上年底低點回升(圖 1)，整體商業信心回穩，惟俄烏戰爭未歇、通膨率居高等因素仍抑制消費者信心(圖 2)。主要經濟體持續大幅緊縮貨幣，殖利率曲線倒掛情形加劇，近期美、歐銀行業陸續發生倒閉及財務危機，衝擊銀行業營運，金融市場壓力急遽上升(圖 3)。

圖 1 全球製造業及服務業 PMI



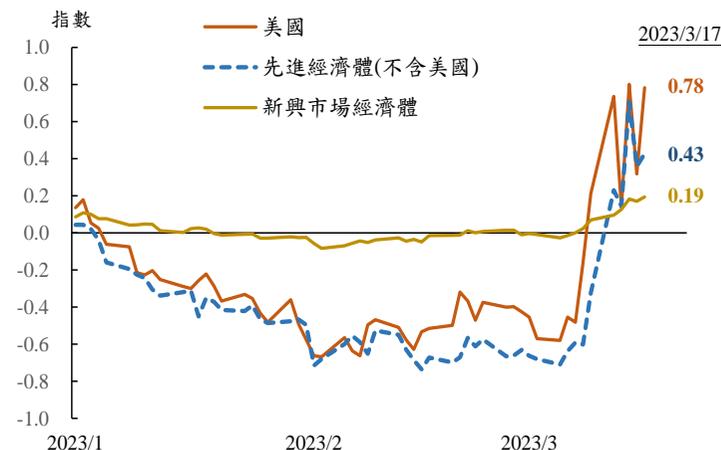
資料來源：J.P. Morgan, S&P Global, 本行整理

圖 2 G20 國家商業及消費者信心指數



資料來源：OECD, 本行整理

圖 3 主要經濟體金融壓力指數



註：美國金融研究辦公室(Office of Financial Research, OFR)編製，用以衡量主要經濟體金融壓力情形，大於 0 表示金融壓力高於歷史平均。

資料來源：OFR 網站，本行整理

2. 本年全球經濟成長率預測值上調至 2.2%(圖 4、圖 5)，惟仍低於上年之 3.0%，先進經濟體成長力道仍疲弱；明(2024)年主要經濟體經濟成長則可望優於本年(圖 5)。

美國：利率居高制約消費與投資動能，惟**勞動市場仍強勁**，**本年**經濟自上年 11 月預測之衰退 0.2%，上調至**成長 1.0%**，明年預測值為 1.5%。

歐元區與英國：能源價格下降有助歐元區生產活動復甦，惟俄烏戰爭未歇影響經濟前景，預測**歐元區本年經濟由衰退 0.5%上調至微成長 0.6%**，明年升至 1.2%；另**英國**脫歐後，投資及消費動能偏弱，預測英國**本年經濟小幅衰退 0.2%**，明年轉成長 0.6%。

日本：邊境解封帶動跨境旅遊，加以政府推出激勵民間消費措施，預測今、明兩年**經濟溫和成長 1.1%及 1.2%**。

中國大陸：經濟重啟帶動消費及投資回溫，**本年經濟成長率預測值由 4.4%上調至 5.3%**，明年續升至 5.5%，惟**房地產市場疲弱恐抑制復甦力道**，今、明兩年預測值仍低於疫情前 5 年(2015~2019 年)平均之 6.7%。

圖 4 全球經濟成長率預測值變動路徑更新



資料來源：S&P Global Market Intelligence，本行整理

圖 5 主要經濟體經濟成長率預測



註：1.圖中▲及斜體紅字為 2022 年 11 月對 2023 年經濟成長率之預測值。
2. 2022 年除全球為 S&P Global 預測值，其餘為實際值。

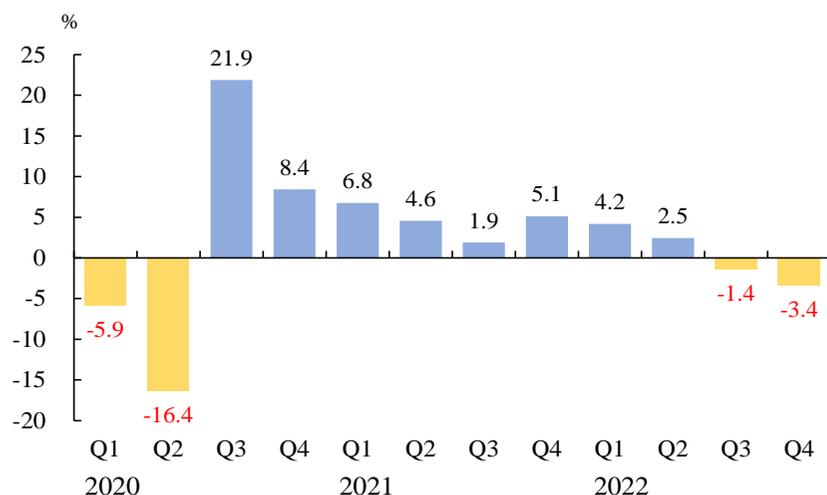
資料來源：各國官方網站，S&P Global Market Intelligence (2023/3/15)

3. 全球商品需求降溫，貿易成長動能續緩，供應鏈壓力大幅下降

上年第 4 季 G20 國家商品貿易額季增率為-3.4%，已連續 2 季為負值(圖 6)，本年第 1 季 WTO 商品貿易指標 (Goods Trade Barometer)¹續降且低於長期趨勢值，顯示全球貿易成長動能仍疲弱。IMF 預估本年全球貿易量成長率為 2.4%，大幅低於上年之 5.4%。

全球商品需求降溫，另暖冬紓解歐洲能源危機，且中國大陸解封，對商品供應中斷的擔憂亦降溫，全球供應鏈壓力已降至疫情爆發前水準，運價大幅回落(圖 7)，有助舒緩高通膨壓力²。

圖 6 G20 國家商品出口季變動率



資料來源：OECD 國際商品貿易資料庫(International Merchandise Trade, IMTS)

圖 7 全球供應鏈壓力指數



註：1. 全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI) 由 New York Fed 編製，指數愈高表示供應鏈瓶頸壓力愈大。
2. 世界貨櫃運價指數(World Container Index)反映 40 呎標準貨櫃之美元計價運費。

資料來源：Bloomberg、New York Fed

¹ 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。

² 參見 New York Fed (2023), "How Much Can GSCPI Improvements Help Reduce Inflation?" *Liberty Street Economics*, Feb. 22；New York Fed (2023), "How Have Swings in Demand Affected Global Supply Chain Pressures?" *Liberty Street Economics*, Feb. 21。

(二)國際能源價格走低，惟食物類商品價格攀高，投入成本居高，通膨壓力猶存

1. 國際能源價格走低，穀物價格下滑惟仍居近年高檔

原油：上年年中以來，受**主要央行持續升息**及**中國大陸防疫封控**影響，**油價**自高點**大幅回落**；本年以來於低點盤整，近期因市場擔憂**美、歐銀行業發生倒閉及財務危機**，恐影響經濟活動及原油需求，**油價轉跌**(圖 8)。

天然氣：**全球儲氣上升**，復以**歐洲暖冬**減少使用需求下，**天然氣價格**多自上年 8 月高點**下滑**，惟**亞洲及歐洲價格**水準仍大幅高於 2020 年(圖 9)。

穀物：上年年中以來，俄烏簽訂**黑海穀物出口協議**，致**穀價**跌落至俄烏戰前水準，近期因**產區氣候改善**有利穀物生長，加以**黑海穀物出口協議延長**，穀價**緩跌**，惟與 2020 年相較，**仍居高檔**(圖 10)。

圖 8 布蘭特原油現貨價格



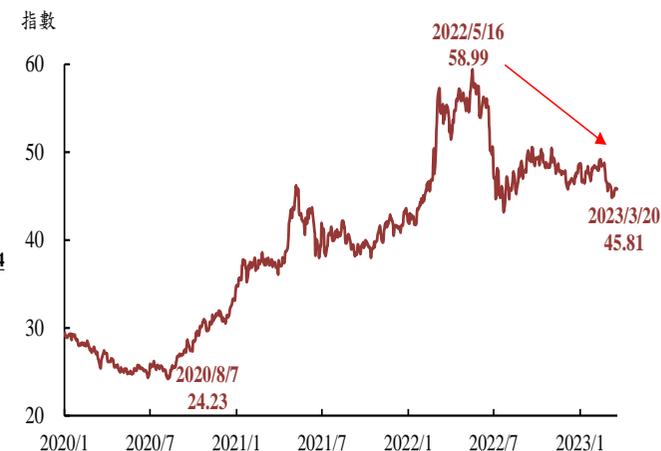
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 9 全球天然氣期貨價格



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。

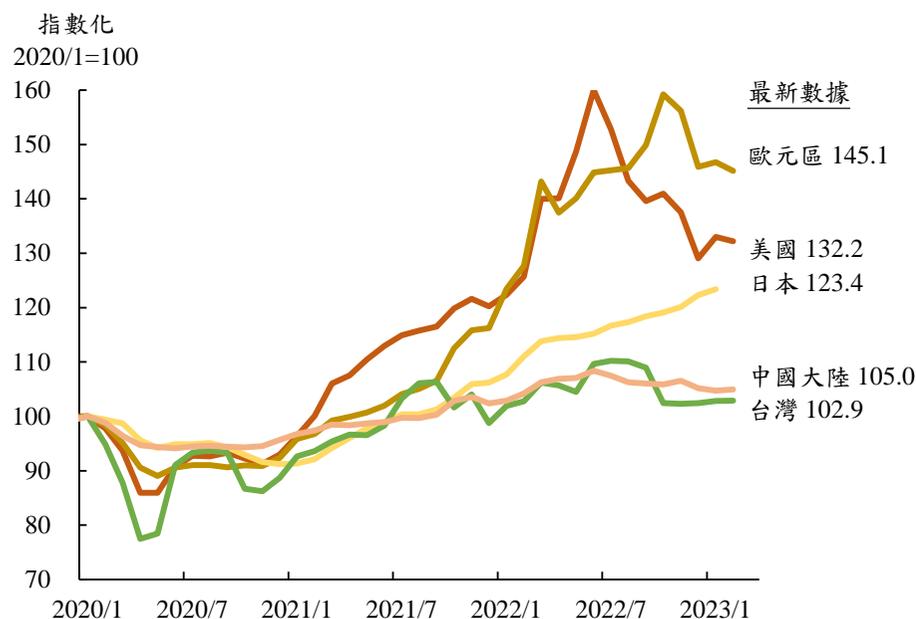
資料來源：Bloomberg

2. 主要經濟體能源類商品價格多自高點下滑，惟食物類商品價格持續上升

隨原油及天然氣等能源商品價格下跌，主要經濟體消費者物價指數中之**能源類商品價格多自上年高點回降**；僅日本因匯率貶值推升進口物價，致能源價格續升(圖 11)。

近期全球**禽流感疫情**導致部分肉品及蛋類價格走高，復以**食品加工投入成本**(如肥料、能源及勞工成本)**居高**，**天候因素影響**主要糧食產區產量，主要經濟體**食物類商品價格持續攀高**³(圖 12)。

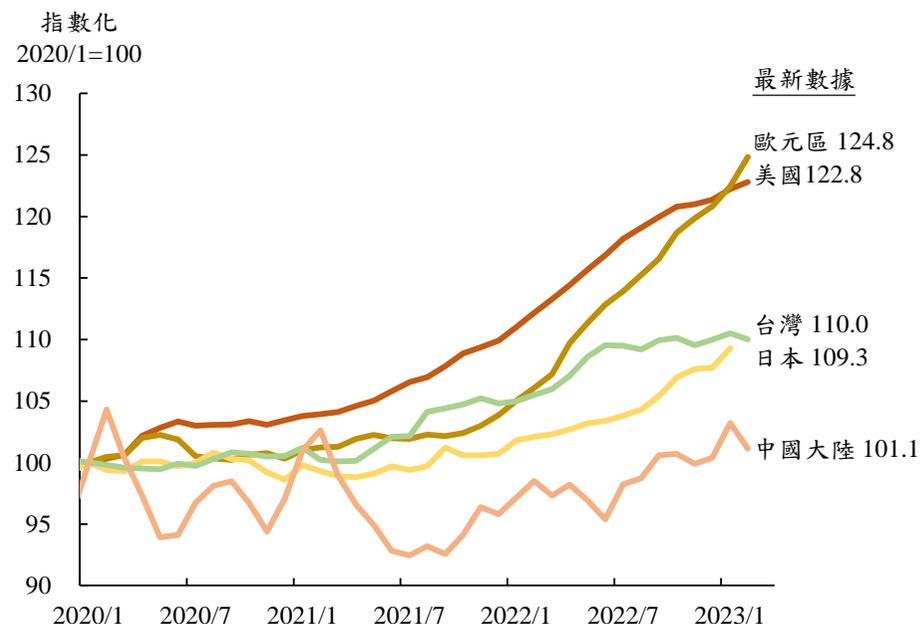
圖 11 主要經濟體之能源類商品價格變動



註：各經濟體能源類商品價格指數為其消費者物價指數中之分類指數，取 2020 年 1 月指數為基期進行跨國比較；另中國大陸未公布指數水準值，改以月增率數據推算相關指數。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

圖 12 主要經濟體之食物類商品價格變動



註：各經濟體食物類商品價格指數為其消費者物價指數中之分類指數，取 2020 年 1 月指數為基期進行跨國比較；另中國大陸未公布指數水準值，改以月增率數據推算相關指數。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

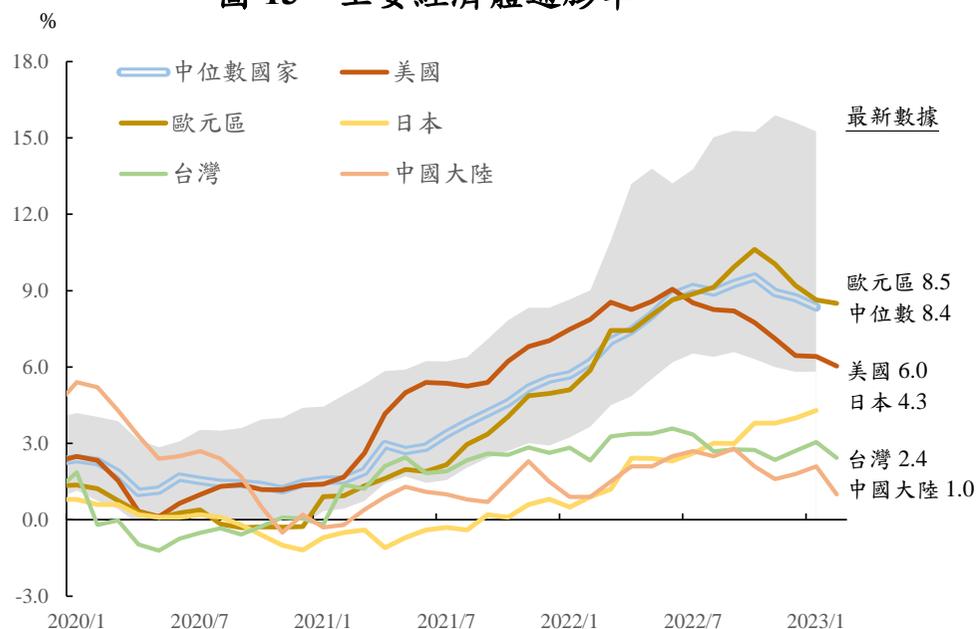
³ 參見 HSBC (2023), "Food Prices Remain High, Despite Recent Declines," *Commodity Digest*, Mar. 8 ; IMF (2023), "Global Food Crisis May Persist with Prices Still Elevated After Year of War," *Blog*, Mar. 9。

3. 主要經濟體通膨率多自高點下滑，惟投入成本居高，核心物價下跌不易，通膨壓力猶存

貨幣緊縮效果漸顯現，全球消費需求降溫，且近期國際能源價格回跌，美、歐之通膨率已自上年高點下滑。日本進口物價居高，本年 1 月通膨率升至 4.3% 之逾 40 年來新高，而中國大陸消費需求復甦疲弱，2 月通膨率降至 1.0% (圖 13)。

全球多數經濟體不含能源及食品之核心通膨率仍居高，主要係各國解封後服務業需求大增，勞動市場強勁且薪資持續成長，此第二輪效應(second-round effects)使投入成本居高，致核心物價下跌不易(圖 14)。

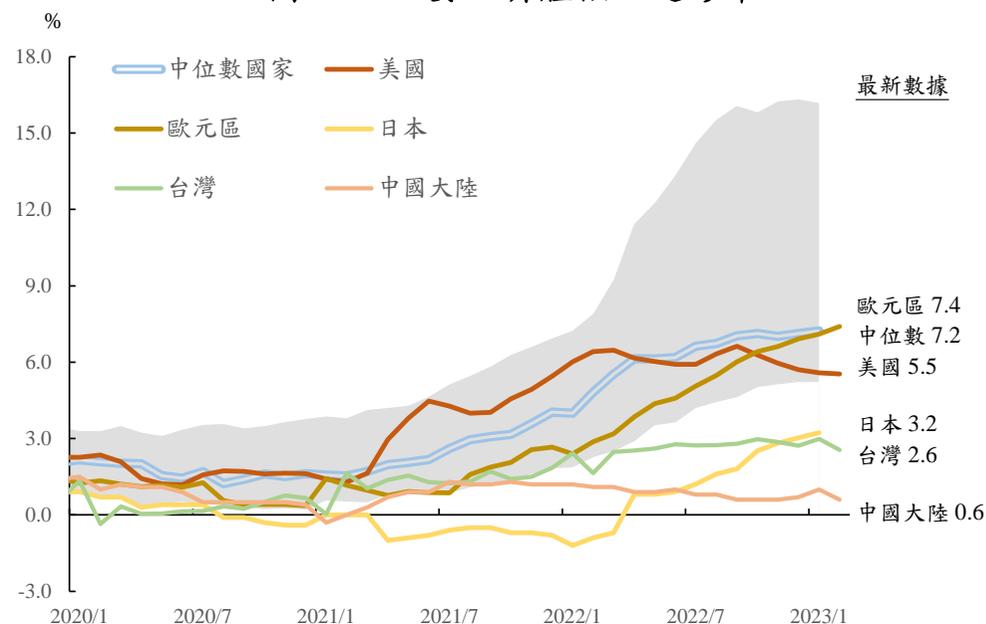
圖 13 主要經濟體通膨率



註：中位數國家係經統計全球 43 個主要經濟體各月份通膨率，排序後計算第 50 百分位數而得；圖中灰色區域則為第 20 百分位數至第 80 百分位數區間。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

圖 14 主要經濟體核心通膨率



註：中位數國家係經統計全球 43 個主要經濟體各月份通膨率，排序後計算第 50 百分位數而得；圖中灰色區域則為第 20 百分位數至第 80 百分位數區間。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

4. 本年全球通膨率預測值上調為 5.6%，惟可望逐季下降(圖 15)，部分先進經濟體通膨壓力仍高，明年全球通膨率預測值續降(圖 16)

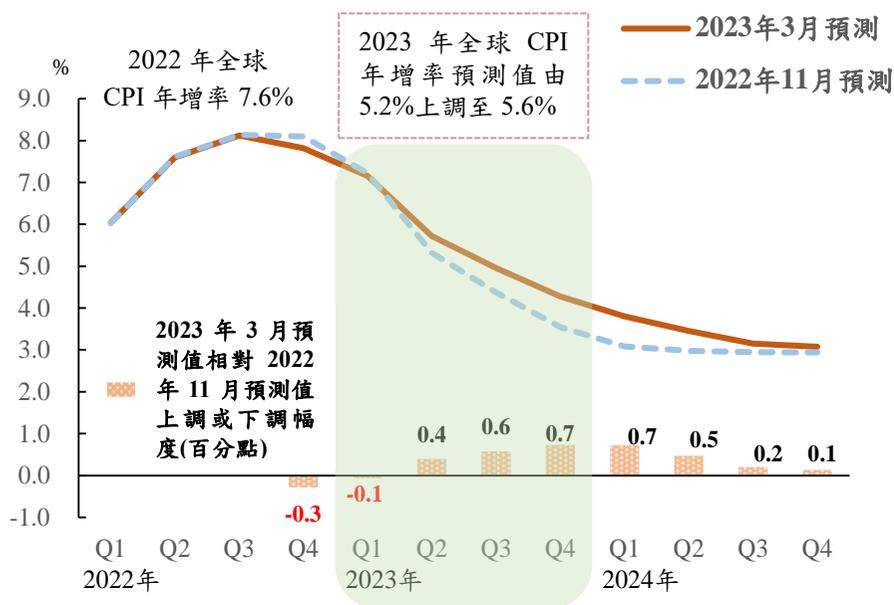
美國：勞動市場緊俏仍有推升物價壓力，預測本年通膨率由上年之 8.0% 降至 4.4%，明年降至 2.7%，惟仍高於其央行目標。

歐元區與英國：天然氣供給具高度不確定性，英國另受脫歐後勞動供給短缺影響，歐、英通膨壓力仍高，預測本年通膨率分別由上年之 8.4% 及 9.1% 降至 5.5% 及 5.6%，明年降至 2.5% 及 1.7%。

日本：服務業勞力短缺，本年企業將積極調薪，恐推升物價，惟政府針對汽油、電費及瓦斯費採取補助措施，可望壓制物價上漲力道，預測本年通膨率由上年 2.5% 略升至 2.6%，明年降至 1.2%。

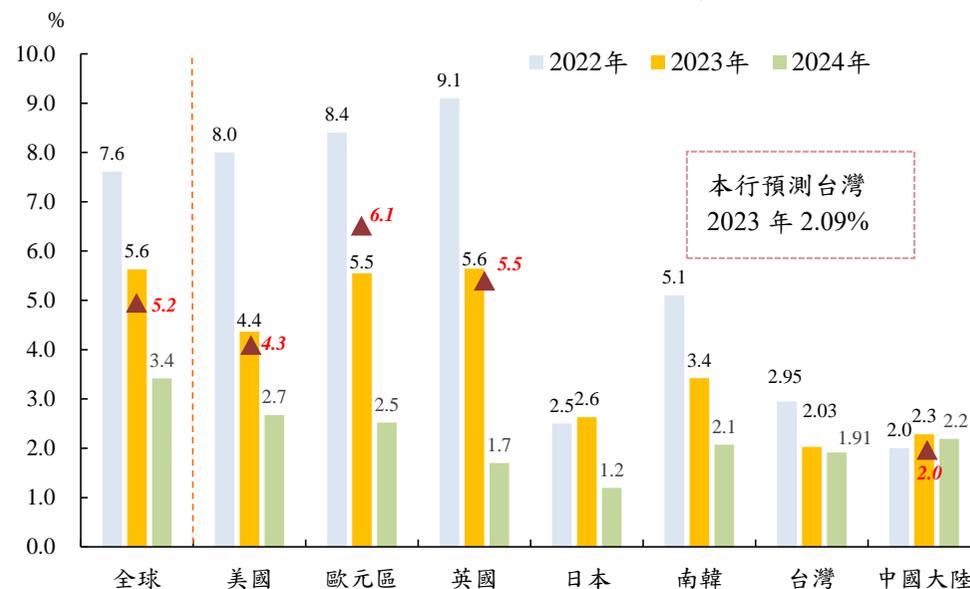
中國大陸：貨幣政策延續寬鬆基調，預期本年通膨率由上年之 2.0% 升至 2.3%，明年降至 2.2%。

圖 15 全球通膨率預測值變動路徑更新



資料來源：S&P Global Market Intelligence，本行整理

圖 16 主要經濟體通膨率



註：1. 圖中▲及斜體紅字為 2022 年 11 月對 2023 年通膨率之預測值。
2. 2022 年除全球為 S&P Global 預測值，其餘均為實際值。

資料來源：各國官方網站，S&P Global Market Intelligence (2023/3/15)

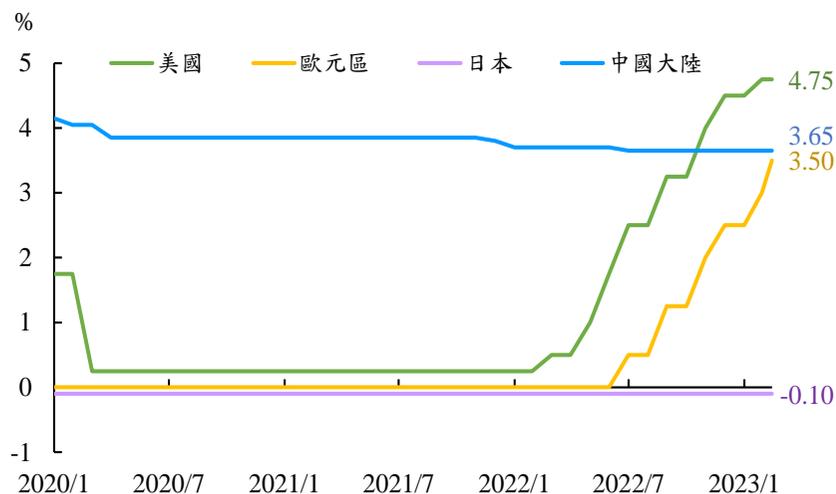
(三)美、歐持續升息，日、中仍採寬鬆貨幣政策

上年以來，美、歐因通膨率大幅攀升而積極升息，美國聯邦準備體系(Fed)及歐洲央行(ECB)累積升幅分別達**4.50**及**3.50**個百分點(圖 17)。近期其通膨率雖下滑，惟仍居高，**Fed**原表示將持續積極升息，然近期因美國矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)宣布**倒閉**，市場**預期 Fed**於3月政策會議將**縮減升息幅度**⁴，而**ECB**鑑於高通膨預期將持續更長時間，在瑞士信貸(Credit Suisse)爆發信用風險事件後，**3月政策會議仍決議升息0.50**個百分點。

另外，日本通膨雖持續升溫，惟日本央行(BoJ)為營造企業加薪之有利環境，而**維持大規模寬鬆貨幣政策**，中國人民銀行(以下簡稱**人行**)則為提振經濟成長而**下調金融機構存款準備率**。本年初以來 Fed、ECB、BoJ 及人行等四大央行貨幣政策動向，詳下頁表 1。

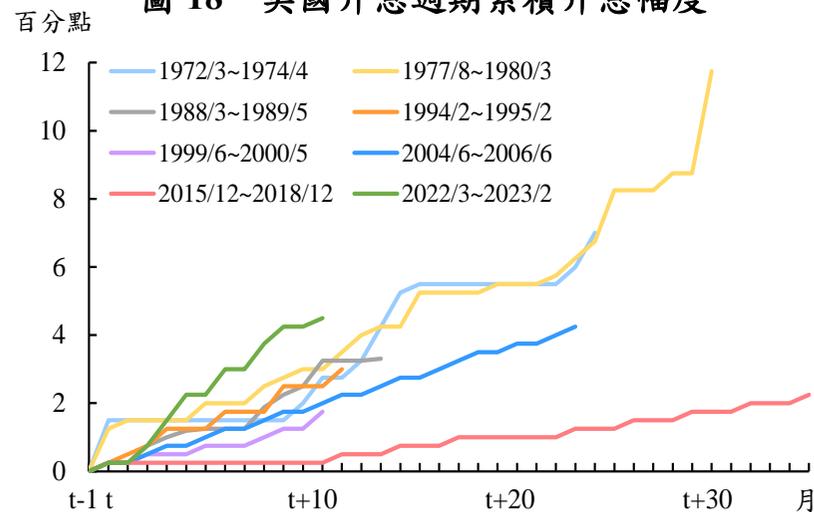
值得注意的是，**美國在本次升息週期中快速且大幅升息**(圖 18)，將透過貿易、金融及匯率管道**產生外溢效應**(spillover effect)，**對其他經濟體之經濟、物價與金融面帶來負面影響**⁵。

圖 17 主要經濟體央行政策利率



註：美國為聯邦資金利率目標區間上限，歐元區為主要再融通操作利率，日本為短期政策利率，中國大陸為1年期貸款市場報價利率(LPR)。
資料來源：各央行網站(截至本年3月20日資料)

圖 18 美國升息週期累積升息幅度



註：t表示開始升息當月。

資料來源：Refinitiv Datastream

⁴ 詳本行本次理監事會後記者會參考資料「四、近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響」。

⁵ 詳本行本次理監事會後記者會參考資料「五、主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應及本行貨幣政策之因應」。

表 1 本年初以來四大央行貨幣政策動向

央行	內容
Fed	● 2月1日調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點至 4.50%~4.75%。
	● 上年9月起每月最高減持美國公債、機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)共 950 億美元。
	● 因勞動市場持續強勁且通膨壓力仍大，3月上旬 Powell 於國會表示，終端利率可能將高於先前預期，且若整體數據顯示應加速緊縮，將加快升息步調。然3月10日美國矽谷銀行宣布倒閉，3月12日美國財政部、Fed及聯邦存款保險公司(FDIC)發布聯合聲明表示將保障該銀行存戶，且Fed成立「銀行定期融資計畫(Bank Term Funding Program, BTFP)」，提供至多1年之抵押貸款予合格存款機構，以因應存戶需求；Fed亦於3月13日召開緊急會議，決議將詳細檢視對該銀行之監管情形。
ECB	● 2月2日及3月16日均調升政策利率 0.50 個百分點，主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別至 3.50%、3.75%及 3.00%。
	● 3月起資產購買計畫(APP)持有資產之到期本金不再全額投資，並於6月底前以平均每月減少 150 億歐元速度縮減 APP 規模；因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金再投資，將至少持續至明年底。
	● 總裁 Lagarde 於3月16日政策會議後記者會表示，預計歐元區高通膨將持續更長時間，近期金融市場的緊張局勢增加不確定性，未來的利率決策將更重視經濟及金融數據，隨時準備做出必要回應，以維持物價與金融穩定。
BoJ	● 1月18日及3月10日均維持短期政策利率於-0.10%不變，且長期利率目標(10年期公債殖利率)維持於0%左右。
	● 除於上年12月決議將10年期公債殖利率波動區間由±0.25%放寬至±0.50%外，本年1月再修訂「適用全體合格擔保品之資金供給操作」規則，向金融機構提供利率更具彈性，且期限最長為10年之有擔保資金，促使金融機構購買公債，以緩和殖利率曲線上升壓力。
	● 為營造企業加薪之有利環境，促使核心CPI年增率能持續穩定逾2%目標，仍決議維持大規模寬鬆貨幣政策。
人行	● 3月17日宣布自3月27日起下調金融機構存款準備率 0.25 個百分點，以提振經濟成長，保持銀行體系流動性充裕；本次下調後，金融機構加權平均存款準備率約為 7.6%。
	● 持續運用公開市場逆回購操作及中期借貸便利(MLF)等工具向市場釋出中期資金，以引導金融機構加大對實體經濟之支持力道，並維持市場流動性合理充裕。

資料來源：各央行網站(截至本年3月20日資料)

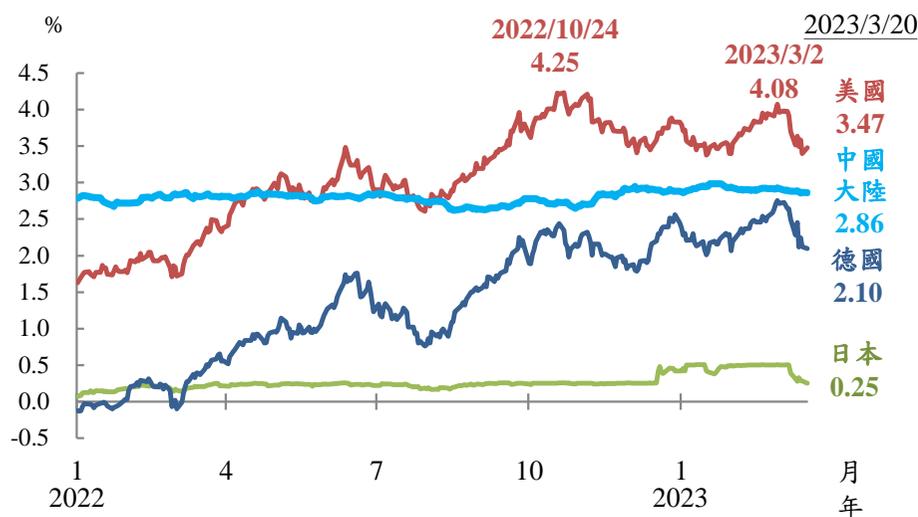
(四)近期主要經濟體公債殖利率回落，銀行類股重挫，美元指數震盪

1. 近期美、德 10 年期公債殖利率回落，美國公債殖利率曲線倒掛情況嚴峻

本年以來，全球通膨壓力仍高，投資人預期 Fed、ECB 將積極緊縮貨幣，美、德 10 年期公債殖利率走升；近期美國及歐洲爆發銀行業危機，導致避險資金流入公債市場，殖利率回落；日本原來因市場預期本年貨幣政策可能轉向，10 年期公債殖利率於 0.5% 之控制區間上限波動，嗣因 BoJ 於 3 月 10 日宣布維持寬鬆貨幣政策不變後驟降；中國大陸 10 年期公債殖利率則小幅波動(圖 19)。

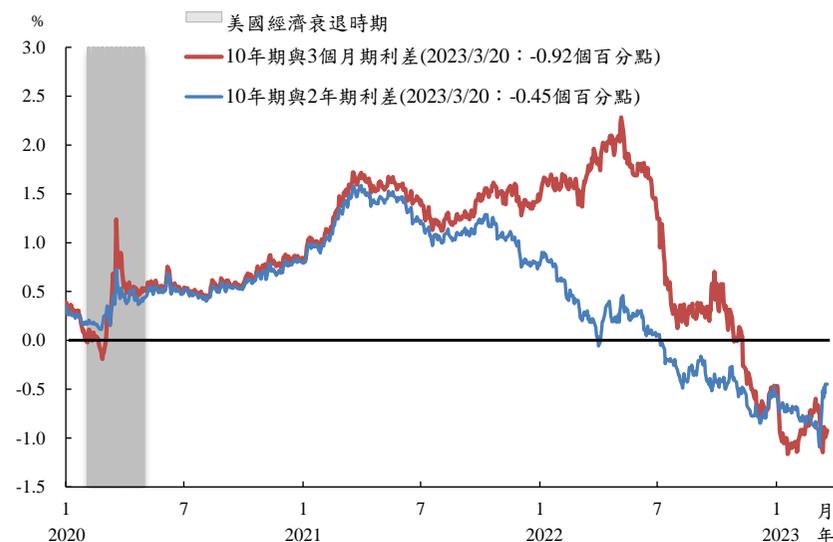
自 Fed 大規模升息以來，美國 10 年期與 2 年期、10 年期與 3 個月期公債殖利率利差於上年下半年先後轉為負值，呈現長期利率低於短期利率之殖利率曲線倒掛現象，且情況益趨嚴峻，不利銀行業以短支長之資金運用模式，若持續時間過長，銀行恐緊縮授信業務，不利經濟發展(圖 20)。

圖 19 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 20 美國長、短天期公債殖利率利差



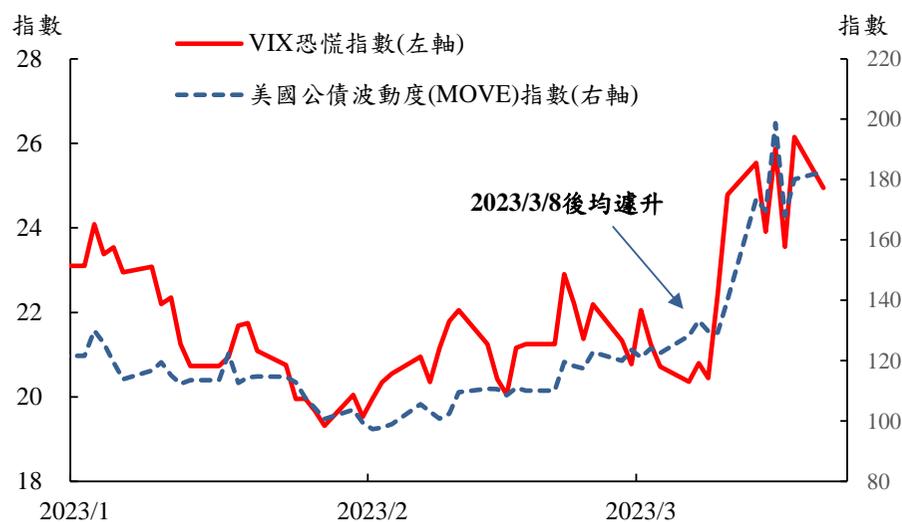
資料來源：Refinitiv Datastream

2. 恐慌指數遽升，全球主要股市多自近期高點下滑震盪

本年初以來，美、歐經濟前景好轉，全球主要股市多上漲，惟**3月上旬 Fed 釋出可能加快升息步調**訊息，嗣後**美、歐銀行業風險事件**引發市場對金融穩定之擔憂，全球主要股市多自近期高點下滑震盪；美國公債市場則大幅波動，**VIX 恐慌指數亦急遽上升**(圖 21)。

本年 3 月 20 日與去年底比較，**美國科技股**比重高之那斯達克指數**漲幅較大**，主因投資人預期人工智慧等新興科技應用有助提振業績成長；**印度**則因其最大企業集團爆發財務醜聞，**股市走跌**；美國**銀行類股**則因前述銀行業事件而**重挫**(圖 22)。

圖 21 美國 VIX 恐慌指數及公債波動度指數

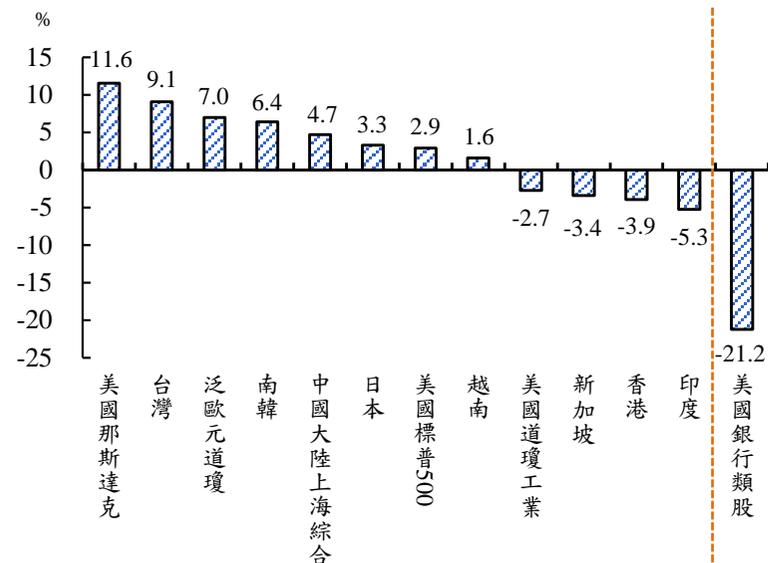


註：1. VIX 用以衡量市場預期之美國標普 500 指數未來 30 天波動程度，故泛稱恐慌指數。

2. MOVE 全名為美林美國公債選擇權波動度估計指數(Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index)，可謂公債市場之恐慌指數。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 22 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年 3 月 20 日與去年底比較)



註：美國銀行類股指數採 KBW 銀行指數。

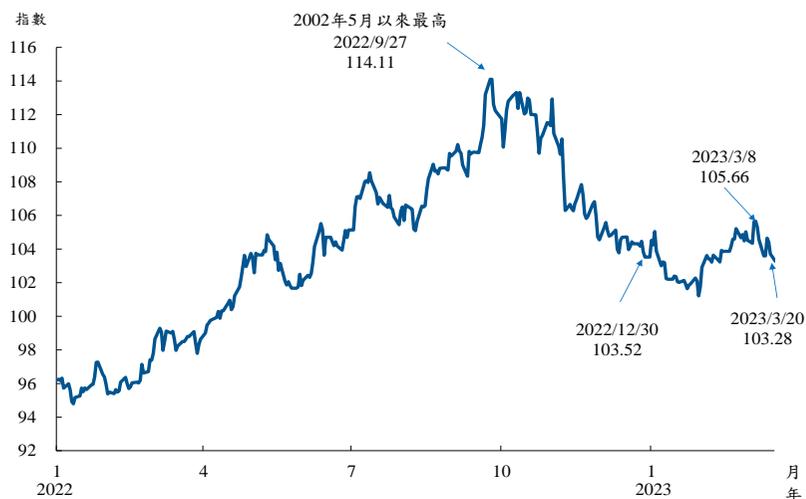
資料來源：Refinitiv Datastream

3. 美元指數由近期高點回降，主要經濟體貨幣對美元多走升

本年初，市場預期 Fed 放緩升息步調，美元指數延續上年第 4 季跌勢；2 月以來因美國經濟表現優於預期，且通膨壓力仍大，3 月上旬 Fed 釋出可能擴大升息幅度並調升終端利率訊息，美元指數轉升；惟嗣後美國爆發矽谷銀行等若干金融機構倒閉事件，市場認為 Fed 可能縮減升息幅度，美元指數回降(圖 23)；本年以來，主要經濟體貨幣對美元升貶互見(圖 24)：

- 歐元：瑞士信貸爆發財務危機事件，投資人擔憂衝擊擴大影響歐洲銀行業，歐元走貶；惟瑞銀宣布收購瑞士信貸，投資人信心回穩帶動**歐元略反彈**。
- 日圓：市場預期 BoJ 新任總裁將延續寬鬆貨幣政策，日圓疲軟；嗣因美、歐銀行業風險升溫，避險資金流入日圓，**日圓貶幅收斂**。
- 亞洲貨幣：**人民幣**因中國大陸經濟重啟而**略升**；**菲律賓披索**因其央行升息頻率較其他新興經濟體高，**升值幅度較大**；**韓元**則因市場預期南韓經濟成長走弱，復以央行暫停升息而**貶幅較大**。

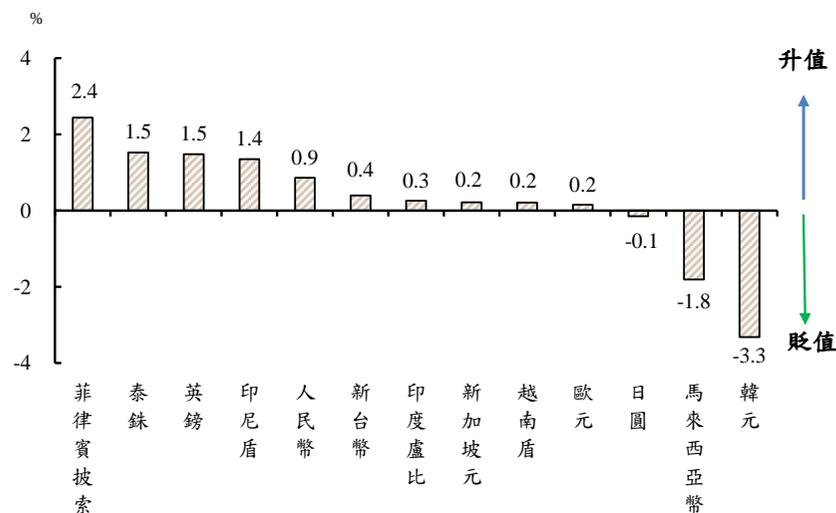
圖 23 美元指數



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 24 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅
(本年 3 月 20 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)全球經濟前景面臨諸多不確定性因素

預期本年全球經濟成長續緩，且前景面臨諸多不確定因素，如主要經濟體之通膨降溫速度；美、歐央行貨幣緊縮力道及外溢效應；中國大陸經濟復甦程度；氣候變遷加劇大宗商品供應不確定性，地緣政治風險亦升溫；宜密切關注相關情勢後續發展(圖 25)。

圖 25 影響全球經濟前景之不確定性因素

主要經濟體之通膨降溫速度

- 美、歐勞動市場持續緊俏可能引發薪資—物價螺旋上升 (wage-price spiral)，加以核心物價下跌不易，復以中國大陸經濟重啟、俄烏戰爭持續，亦可能推升大宗商品價格，均將影響主要經濟體之通膨降溫速度。

美、歐央行貨幣緊縮力道及外溢效應

- 美、歐央行大幅升息造成之金融情勢緊縮及資產價格下跌，已導致其部分銀行發生危機，近期升息路徑將在抗通膨及金融穩定間取捨，增添貨幣政策之不確定性；另高利率及信用風險上升，將使銀行融資成本升高，緊縮放款標準且降低放款意願，不利經濟成長。
- 美、歐央行緊縮貨幣之效應持續透過貿易、金融與匯率等管道外溢至其他經濟體，恐加劇全球經濟成長放緩程度。

中國大陸經濟復甦程度

- 中國大陸全面放寬防疫管制措施後，預期將透過消費增長、商品貿易及跨境旅遊等管道挹注全球經貿成長動能，並可望帶動全球經濟成長。
- 惟中國大陸青年失業率居高、房地產市場缺乏改革且違約風險仍存、地方政府債務負擔沉重，及半導體產業發展受制於美國管制，致其經濟復甦力道仍具高度不確定性。

氣候變遷加劇大宗商品供應不確定性，地緣政治風險亦升溫

- 氣候變遷造成全球天災頻傳，致能源及糧食等供應不確定性升高，且歐洲未來冬季仍可能面臨能源短缺風險，均影響全球經濟及通膨情勢。
- 俄烏戰爭加劇全球地緣政治趨向集團對抗，尤其美中角力不斷，另南北韓、印巴、中東等地區衝突風險亦升溫，影響全球經濟發展及社會安定。

附錄：近期美、歐銀行業危機事件簡介⁶

一、受美歐央行貨幣緊縮效應影響，加以銀行業資產負債期限錯配，近期若干銀行爆發危機事件

上年以來，美、歐等主要經濟體央行大幅調升政策利率，公債殖利率攀升，並帶動房貸等融資利率上揚，債券價格大跌，**資產端大量持有長期債券之銀行業出售債券將遭受虧損**，且**負債端存款利率上升**，高於持有之長期債券利率，資產負債期限錯配(duration mismatch)，淨利差(net interest margin)縮小，導致近期美國若干銀行**發生危機事件**(附表 1)。

附表 1 近期美、歐銀行業危機事件彙整

銀行名稱/國家	危機事件說明
Silvergate 銀行/美國	上年 5 月以來，受虛擬資產交易所 FTX 或相關機構陸續破產影響，客戶大量提領存款，被迫認賠處分有價證券因應，財務狀況惡化，加以穩定幣發行商 Circle 不採用 Silvergate 之支付交易，本年 3 月 9 日 Silvergate 宣布倒閉。
矽谷銀行/美國	Fed 大幅升息，長天期公債及不動產抵押貸款證券(MBS)價格大幅下跌；本年 3 月 8 日公告認列債券資產部位虧損，並尋求增資，3 月 9 日股價崩跌，引發擠兌，本年 3 月 10 日宣布倒閉。
Signature 銀行/美國	Silvergate 及矽谷銀行倒閉後發生擠兌，本年 3 月 12 日遭勒令關閉。
瑞士信貸/瑞士	營運連續出現虧損，財報亦有重大缺失，存款不斷流失，本年 3 月 15 日最大股東沙烏地國家銀行(Saudi National Bank)拒絕增資後，股價暴跌。

資料來源：相關報導

⁶ 進一步分析詳本行本次理監事會後記者會參考資料「三、近期美歐銀行危機事件之研析及其對我國之影響」。

二、政府推出緊急因應措施避免危機擴散，惟應密切關注後續經濟金融情勢變動

2008 年全球金融危機後，銀行業監管已有改善，加以相關國家政府立即採取措施(附表 2)因應上述危機事件，暫時避免本次銀行業危機擴大。惟若銀行融資成本持續升高，導致放款意願下降，不利實體經濟取得融資，將對未來的經濟成長將造成負面影響⁷，仍應密切關注後續變化。

附表 2 美、歐因應銀行業危機措施說明

經濟體	美國	瑞士	英國
政策 措施 說明	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年 3 月 12 日，美國財政部、Fed 及 FDIC 發布聯合聲明，全額保障矽谷銀行與 Silvergate 存戶存款。 ● 本年 3 月 12 日，Fed 成立銀行定期融資計畫(Bank Term Funding Program, BTFP)，允許合格存款機構藉由抵押公債及 MBS，向 Fed 取得最長 1 年期之貸款；緩解銀行業因準備金不足而賠售債券資產之壓力。 ● 本年 3 月 19 日，Flagstar Bank 與美國監管機構達成協議收購 Signature Bank。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年 3 月 15 日，瑞士央行與瑞士金融市場監督管理局(FINMA)發表聯合聲明，表示必要時將提供瑞士信貸流動性，以確保金融穩定。 ● 本年 3 月 19 日，瑞士央行表示將提供充足的流動性，支持瑞士銀行(UBS)收購瑞士信貸。UBS 同意以 30 億瑞士法郎(32.5 億美元)收購瑞士信貸。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年 3 月 13 日，在英國政府及英國央行促成下，滙豐銀行(HSBC)以象徵性 1 英鎊收購矽谷銀行英國分行，而所有存戶存款亦受到保障。

資料來源：各國官方網站及相關報導

⁷ 參見 Feroli, Michael (2023), “US: Move Fast and Break Things,” *J.P. Morgan Research*, Mar. 16 ; Wong, Anna (2023), “How Many Fed Hikes Did SVB and CS Stress Replace?” *Bloomberg Intelligence*, Mar. 17。

二、本年國內經濟及通膨展望

展望本(2023)年，受上(2022)年主要央行**緊縮貨幣**政策之**外溢效應**(spillover effect)影響，**全球經貿成長力道不如上年**，加以**終端需求疲軟**，廠商持續**調整庫存**，制約台灣輸出成長動能；**民間投資受制於出口展望不佳**，部分業者**下修資本支出**，且對未來景氣看法仍保守，不利民間投資擴張；惟防疫管制措施持續鬆綁，國人出國與外出**消費意願增加**，政府強化疫後經濟韌性及**全民共享經濟成果**等有利因素，**帶動民間消費成長**。綜合考量各項因素之影響，本行預測本年**全年經濟成長**率為 2.21%，**低於上年**之 2.45%。

另外，雖國內疫後生活正常化，**娛樂服務價格攀高**，加以近來全球暴發**禽流感**，**推升雞蛋、雞肉**等食物類價格，電價亦將大幅調漲；惟全球**供應鏈瓶頸紓解**，加以主要央行緊縮貨幣政策效果持續發酵，原油等**原物料價格可望較上年回跌**，本年消費者物價指數(**CPI**)**年增率預測值**為 2.09%，**低於上年**之 2.95%。

以下就本年國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)預期本年經濟溫和成長

1. 民間消費可望增溫，內需續為驅動經濟成長主力

□ 本行預測本年經濟成長率由上年 12 月預測值 2.53% 降至 2.21%，其中**內需**貢獻 2.65 個百分點，而淨外需貢獻 -0.44 個百分點(表 1)。

— 預期**民間消費穩健成長**，且政府持續推動公共建設等有利因素挹注，內需續成為**驅動經濟成長**之主力；外需方面，因主要央行緊縮貨幣政策，全球經貿擴張動能受限，本年**輸出成長力道降溫**，且輸出入相抵後之國外淨需求貢獻續呈負值。

表 1 本年台灣 GDP 及其組成項目成長率與貢獻度預測值

單位：%；百分點

	GDP	國內需求	民間消費	民間投資	公共支出		存貨變動	國外淨需求		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	2.21	3.05	5.63	-1.19	2.39	5.06	--	--	-0.18	0.52
貢獻度		2.65	2.56	-0.28	0.33	0.22	-0.18	-0.44	-0.13	0.31

註：*包含政府及公營事業投資。

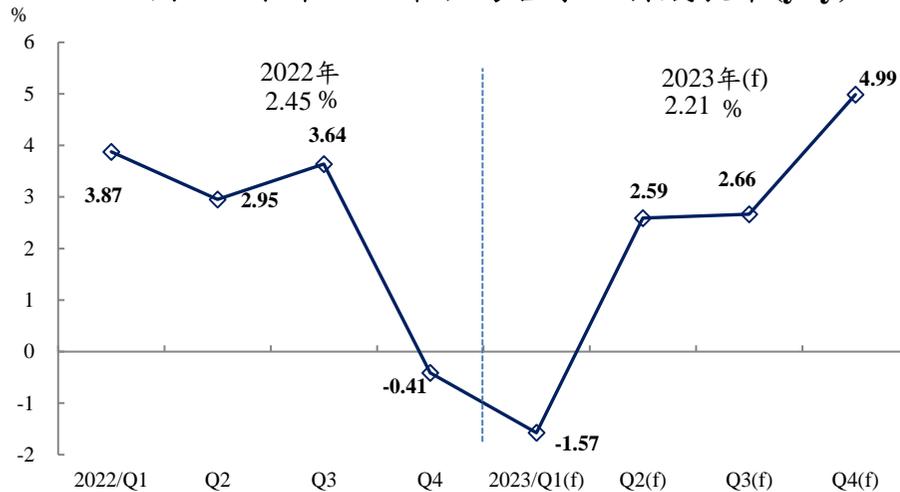
資料來源：中央銀行

2. 預期本年下半年經濟成長率(yoy)優於上半年

(1)預期本年經濟成長率呈上升態勢(圖 1)，下半年平均經濟成長率為 3.84%，優於上半年之 0.5%¹。

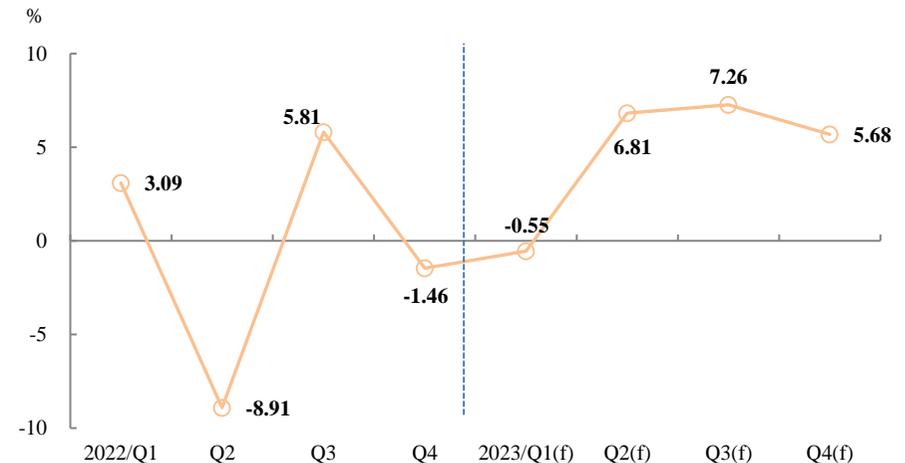
(2)經季調後折成年率(saar)之經濟成長率，大致呈上升趨勢，顯示經濟成長動能可望穩定增溫(圖 2)。

圖 1 本年及上年台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 2 本年及上年台灣各季經濟成長率(saar)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

¹ 國發會從若干指標觀察，認為景氣落底訊號浮現，第 15 次景氣循環谷底可能落在本年 4 月，惟仍有一些變數，如 Fed 升息對國際金融機構流動性造成的衝擊、中國大陸解封後經濟復甦程度，以及地緣政治因素，俄烏戰爭、美中對峙等。參見經濟日報(2023/3/21)，「國發會：景氣估下月落底」。

(二)民間消費成長動能續增，惟民間投資與輸出展望不佳

1. 民間消費穩健成長：主因國人外出與出國消費意願增加。

(1)隨著**防疫措施持續鬆綁**，**消費者信心回穩**，民眾**外出與出國旅遊消費意願回溫**，加以基本工資與綜所稅之基本生活費調高²，有利家庭可支配所得增加，**增添民間消費成長動能**。

□ 消費者信心回穩，本年2月指數上升(圖3)，有助維繫民間消費成長動能。

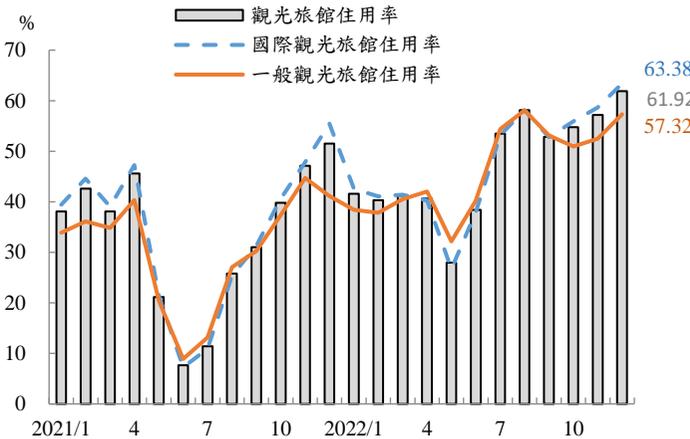
□ 疫情衝擊鈍化，國人外食、旅遊與交通等支出可望持續增加。自上年10月，一般觀光旅館住用率持續上升(圖4)；本年1月**零售、餐飲業營業額**受農曆年前消費增加及連假旅遊帶動，**較上年同期擴增**(圖5)。

圖3 消費者信心指數



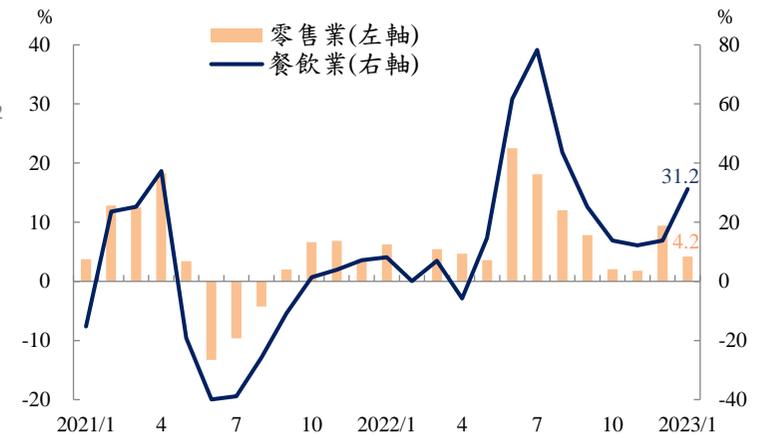
資料來源：中央大學

圖4 觀光旅館住用率



資料來源：交通部

圖5 零售、餐飲業營業額年增率

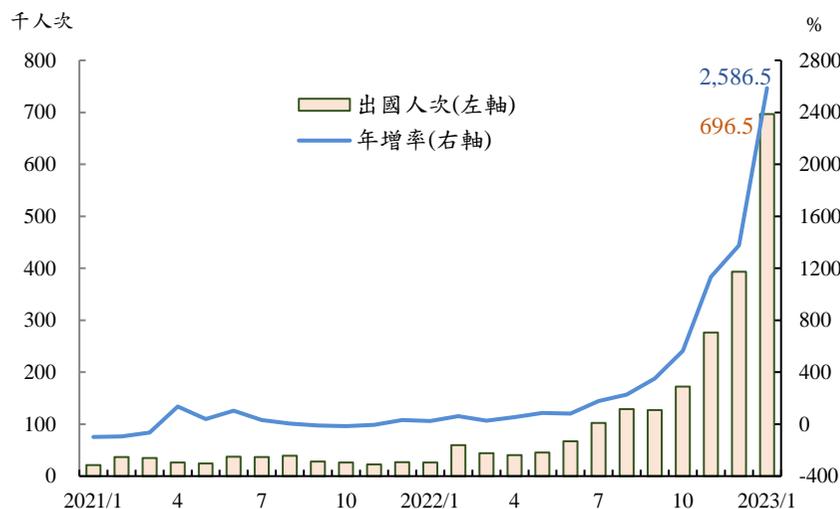


資料來源：經濟部

² 本年每人基本生活費由 19.2 萬元調高至 19.6 萬元，5 月申報綜所稅即可適用；基本工資月薪由 25,250 元調升至 26,400 元，調幅高達 4.56%，時薪由 168 元調升至 176 元，調幅為 4.8%。

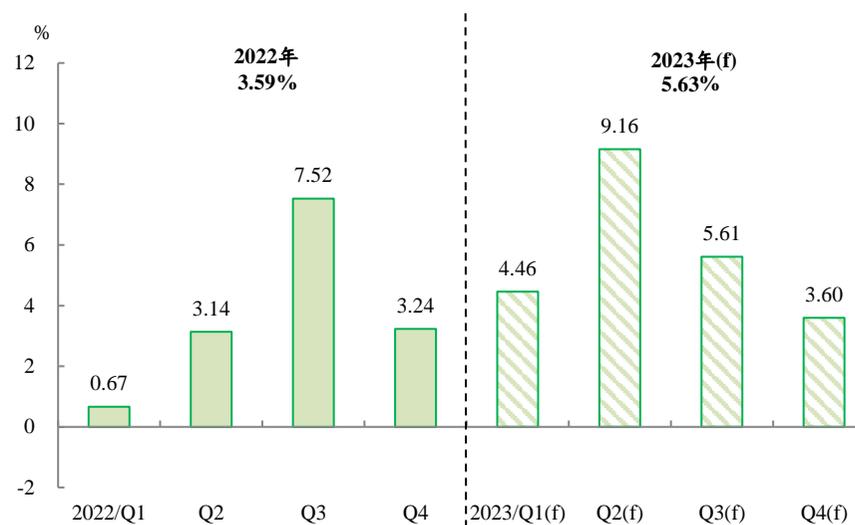
- 防疫管制措施持續鬆綁與邊境開放，**跨國旅遊回溫**，**國人出國人次大幅提高**(圖 6)，有助民間消費成長³。
- (2)受惠於疫後特別預算⁴，政府普發現金 6,000 元，有助帶動民眾消費意願，挹注民間消費成長。
- (3)考量前述有利因素，預測全年實質民間消費年增率達 5.63%(圖 7)，高於上年的 3.59%。

圖 6 國人出國人次年增率



資料來源：交通部

圖 7 實質民間消費年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

³ 國人旅行支出上升，民間消費增加，惟服務輸入同步提高，兩者相抵，對整體 GDP 並無影響。

⁴ 「中央政府疫後強化經濟與社會韌性及全民共享經濟成果特別預算案」歲出編列 3,800 億元，其中 1,417 億元辦理全民經濟成果共享，普發現金。近期立法院可望完成疫後特別預算審議，財政部表示普發現金在總統公告後一週，就可以進行發放作業。預期搭配暑假消費旺季，相關經濟效益將可能集中在第 3 季顯現。

2. 民間投資轉為負成長：主因出口動能轉弱，廠商持續庫存調整，且對未來景氣看法審慎。

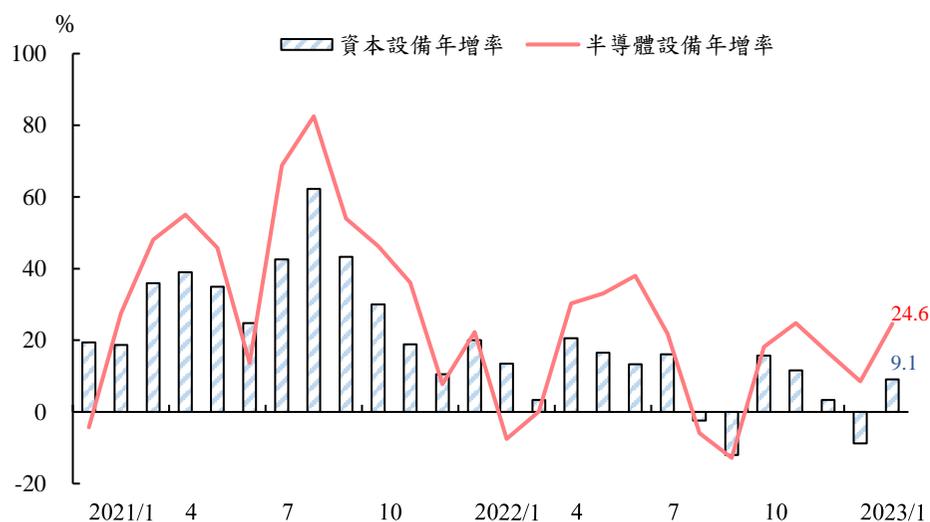
(1) 製造業者綠能與節能減碳設備等投資態勢延續，加以政府通過產業創新條例修正案，與**投資台灣三大方案逐步落實**等有利因素，持續挹注民間投資動能。

□ 本年2月半導體及資本設備進口分別成長24.6%與9.1%(圖8)。

(2) 全球景氣疲弱，**終端需求不振**，**製造業持續進行庫存調整**⁵，加以台灣民間投資與出口長期連動性高，本年出口成長動能放緩，投資成長恐亦受限。

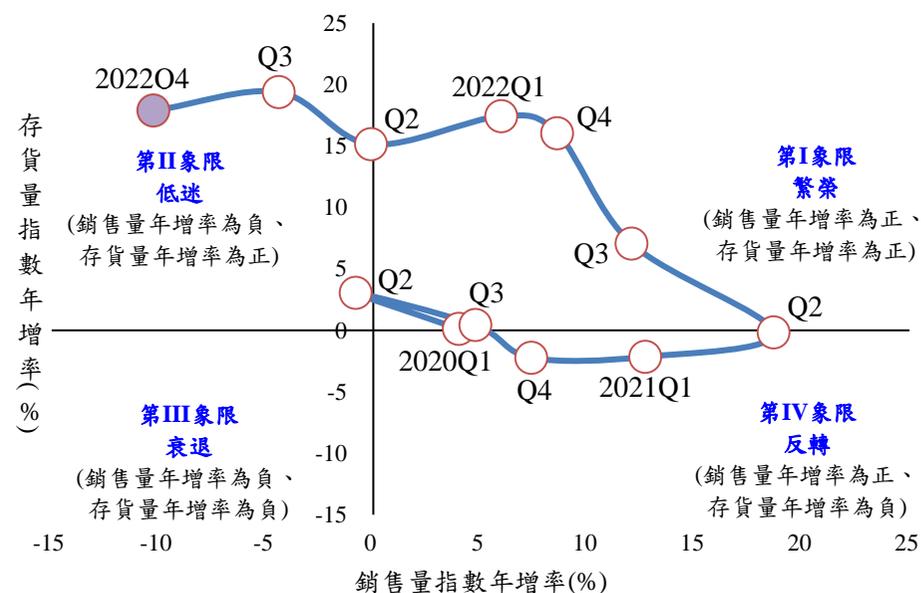
□ 觀察**存貨循環圖**(圖9)，上年**第4季製造業續處低迷階段**，銷售量負成長，且**存貨量仍居高檔**，預期本年業者仍將致力於去化庫存水位，景氣尚未明顯落底。

圖8 資本與半導體設備進口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖9 製造業存貨循環圖



註：存貨循環動向圖係以製造業銷售量指數年增率(橫軸)及存貨量指數年增率(縱軸)之變化，觀察產業庫存調整與景氣循環之關係。
資料來源：經濟部

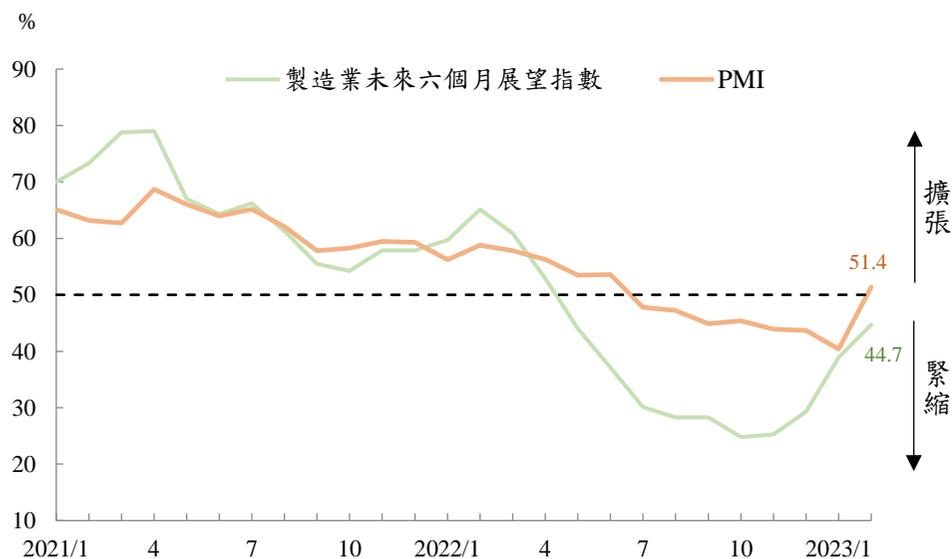
⁵ 市場普遍認為本年第2季產業供應鏈庫存調整可望接近尾聲。

(3)廠商對**景氣展望轉趨審慎**，部分廠商**下修資本支出**⁶，加以廠房與住宅建置需求下滑，營建工程投資增長力道疲弱，且近年民間投資金額累計已高，恐使未來民間投資成長受阻。

□ 2月製造業PMI回升至榮枯線以上，而未來6個月展望指數為44.7%，雖已有逐漸改善跡象，惟連續10個月呈現緊縮狀態(圖10)，顯示業者對未來經濟前景看法仍略顯保守。

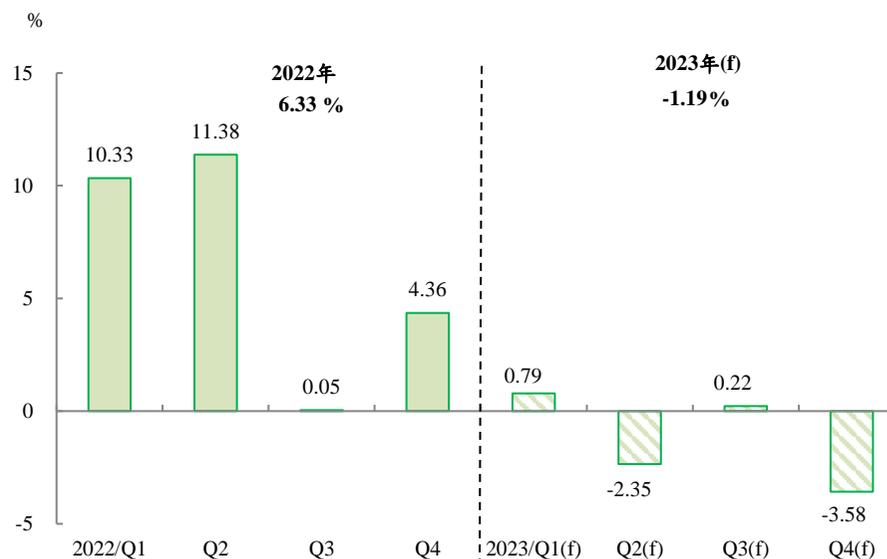
(4)考量近年**民間投資金額居高**，且**全球景氣轉趨低迷**等多項不利因素，影響企業投資意願，本行**預測**本年**實質民間投資年增率為-1.19%**，低於上年之6.33%(圖11)。

圖 10 PMI 及製造業「未來六個月展望指數」



資料來源：國發會

圖 11 實質民間投資年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

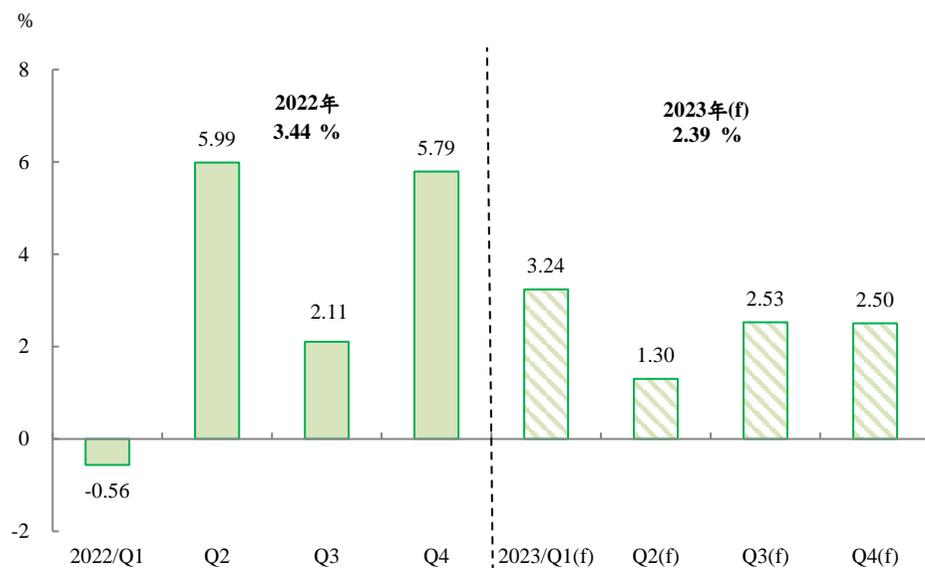
⁶ 根據上市櫃公司法說會資料，本年台積電下修資本支出，預計介於320至360億美元，不及上年之363億美元；世界先進由上年之新台幣194億元降至新台幣100億元左右，年減逾48%；南亞科由上年新台幣207億元，減至新台幣185億元，年減1成左右。

3. 公共支出穩定成長：國防等預算增加與落實公共建設所致。

(1) 本年國防預算⁷擴編以及編列新式戰機採購及海空戰力提升計畫採購特別預算，均維繫政府消費成長動能，實質政府消費可望年增 2.39%(圖 12)。

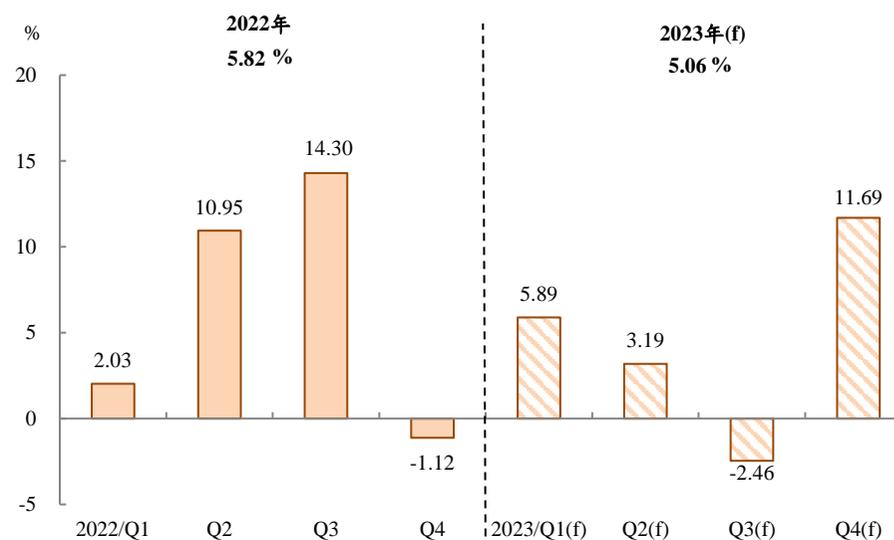
(2) 因政府賡續推動教育、交通、水資源、文化及醫療等方面之重大公共建設⁸、穩定電網與電力設備更新及新建、台鐵購置及汰換車輛等，本年實質公共投資(包含政府與公營事業投資)穩健成長，年增 5.06%(圖 13)。

圖 12 實質政府消費年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 13 實質公共投資年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

⁷ 本年國防經費編列 4,151 億元，較上年約增 12.9%。若加計新式戰機採購及海空戰力提升計畫採購特別預算，以及非營業特種基金，整體規模達 5,863 億元，成長約 13.9%。

⁸ 本年公共建設預算整體規模達 6,048 億元，年增約 14.86%。

4. 輸出成長動能降溫：主因主要央行升息之外溢效應影響，終端需求下降，且產業供應鏈庫存持續去化。

(1)受主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應影響，全球經貿成長力道不如上年。

□ 本年3月 S&P Global Intelligence 預測全球經濟成長率由上年的 3.0%降至 2.2%。

□ 1月 IMF 預測全球貿易量成長率將由上年的 5.4%放緩至 2.4%；第1季 WTO 商品貿易指數續低於趨勢值(圖 14)，全球貿易量成長恐續疲軟，且成長趨緩的產業數擴大⁹。

(2)全球經貿動能疲軟，終端產品需求下滑，外需明顯降溫(圖 15)，加以產業供應鏈庫存持續去化，亦使航運服務與三角貿易疲弱，均制約台灣輸出成長。

□ 本年2月外銷訂單金額年減 18.3%(圖 16)，已連續4個月雙位數負成長，不利輸出成長。

圖 14 WTO 商品貿易指數

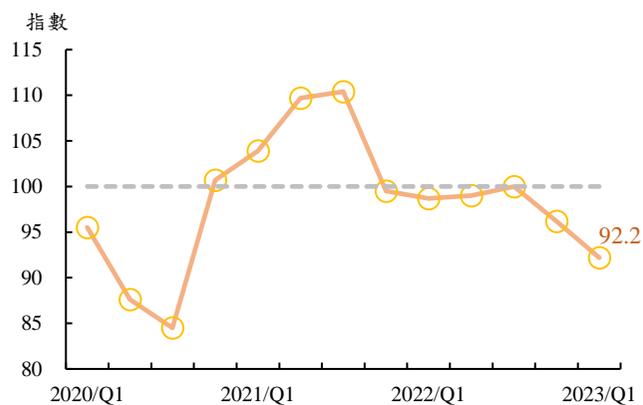


圖 15 商品、電子以及傳產貨品出口年增率

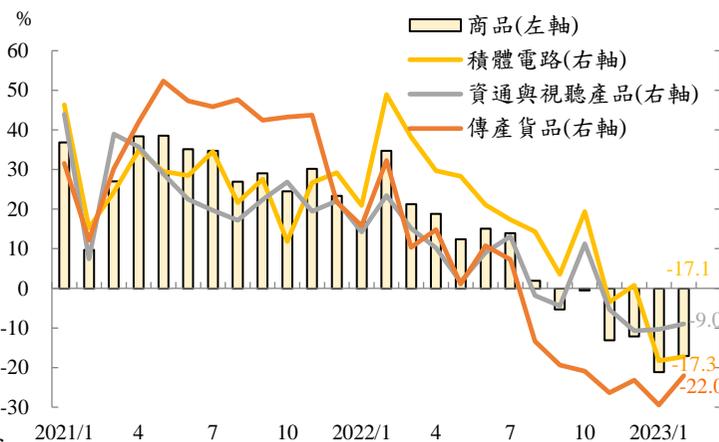


圖 16 外銷訂單



註：指數 100 表示商品貿易成長同趨勢值，高於 100 代表成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。

資料來源：世界貿易組織(WTO)

註：以美元計價；傳產貨品包括化學品、塑膠、橡膠及其製品、基本金屬及其製品以及機械。

資料來源：財政部

資料來源：經濟部

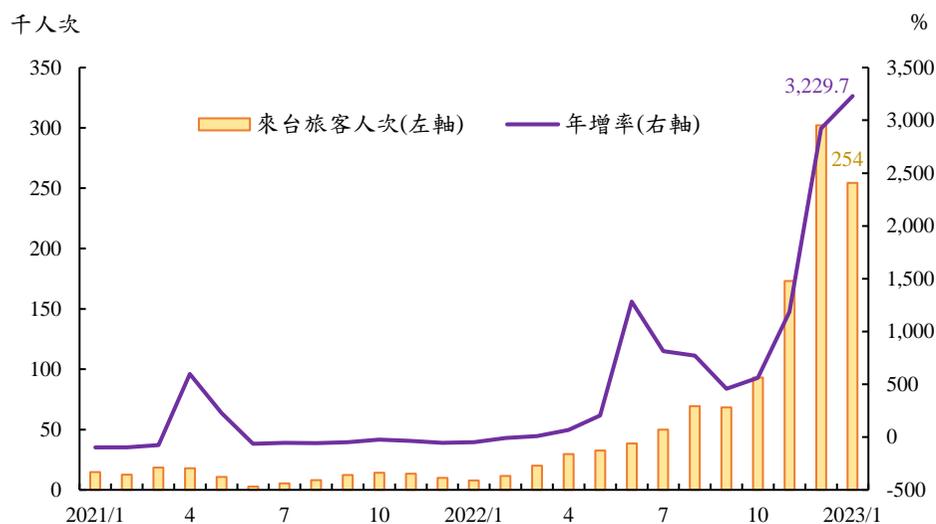
⁹ 本年第 1 季 WTO 商品貿易指數中的集裝箱航運(container shipping)、空運(air freight)、電子零組件(electronic components)及原材料(raw materials)指數都低於趨勢值 100，並較上季下降。

(3)各國邊境管制鬆綁，以及台灣入境防疫管制解除，來台旅客可望增加(圖 17)，增添服務輸出成長動能。

□ 疫後特別條例之預算案包含「加速擴大吸引國際觀光客方案」，吸引外國人來台旅遊¹⁰，有利旅行收入增加。

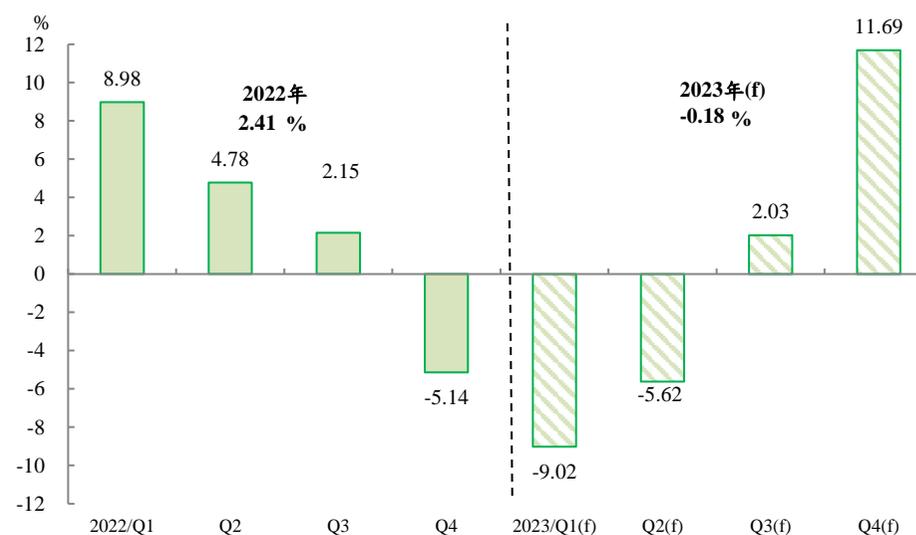
(4)考量上年下半年比較基期較低，預測下半年輸出成長可望回升，惟全年實質輸出年增率為-0.18%(圖 18)，低於上年的 2.41%。

圖 17 來台旅客人次年增率



資料來源：交通部

圖 18 實質輸出年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

¹⁰吸引國際自由行旅客來台，發放觀光消費金，每人 5,000 元，使用範圍包含電子票證或住宿折抵優惠，共計 50 萬份，並加速團客來台，8 人(含)以上，每團獎助 10,000 元，若 15 人(含)以上，每團獎助 20,000 元，獎助約 9 萬團。觀光局(3/17)表示，本年 1 月來台旅客達 25.4 萬人次，2 月估計有 35 萬人次，至 3 月下旬累計來台旅客可望突破 1 百萬人次，高於原預估第 1 季 82 萬人次，提前達標。

5. 台灣經濟仍面臨諸多不確定性因素，惟主要機構皆預測本年台灣經濟成長動能持續

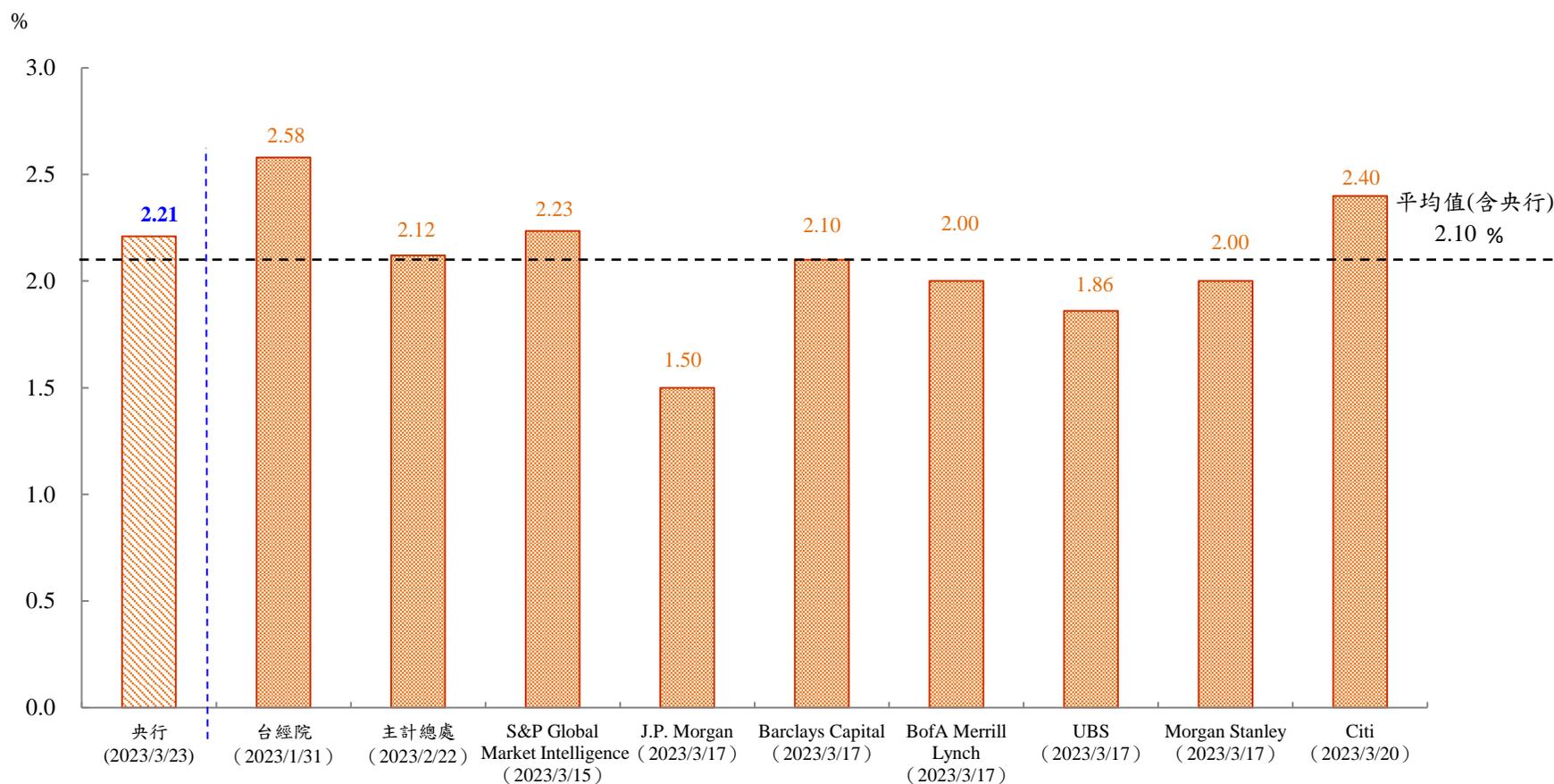
(1) 不確定性因素

- 主要經濟體通膨降溫速度：全球經濟成長放緩，加以全球供應鏈瓶頸逐漸紓解，預期本年主要經濟體通膨率可望低於上年，惟近期美、歐勞動市場持續緊俏可能引發薪資—物價螺旋上升，且服務類物價上漲；加以俄烏戰爭持續、中國大陸疫後復甦，可能推升大宗商品價格，恐使通膨降溫速度不如預期。
- 主要央行貨幣政策緊縮力道與高利率水準的持續期間：美、歐等央行上年積極升息之效果已持續顯現，若通膨降溫速度不如預期，主要央行勢將進一步緊縮貨幣，透過貿易、金融與匯率等管道之外溢效應再加劇，可能擴大全球經濟減緩幅度，進一步制約台灣出口成長動能。
- 中國大陸經濟復甦程度：中國大陸自本年 1 月起全面放寬防疫管制措施，民生及工業生產等經濟活動回歸常軌；惟其房地產市場違約風險仍存、地方政府債務風險高、半導體受制於美國管制，為其經濟下行之風險，亦將牽動台灣經濟表現。
- 美、歐銀行危機事件之外溢效應：美、歐近期發生數起銀行營運問題，屬個別銀行特別因素；台灣金融業曝險程度在可控範圍，短期對金融市場衝擊不大，惟須密切關注後續發展之外溢效應對國內經濟金融之影響。
- 氣候變遷與地緣政治風險增添大宗商品供應不確定性：極端氣候頻傳，俄烏戰爭持續，加以南北韓、印巴、中東等地區衝突風險升溫，均干擾能源與大宗原物料能否穩定供給，進而影響全球經濟活動與通膨情勢。
- 疫後特別預算執行成效：疫後特別預算除了普發現金，可以帶動民間消費進一步擴增外，對於外國觀光客來台旅遊，產業升級轉型亦有補助，相關成效可否如期達標，將左右本年經濟表現。
- 國內南部水情舒緩時點：若缺水問題持續，可能衝擊國內製造業生產及民生經濟活動。

(2)國內外機構預測本年台灣經濟溫和成長

□ 考量全球終端需求不振對台灣經濟之可能影響，年初以來國內外主要機構預測本年台灣經濟成長率預測值介於 1.5%~2.58%，平均為 2.1%(圖 19)。

圖 19 年初以來國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



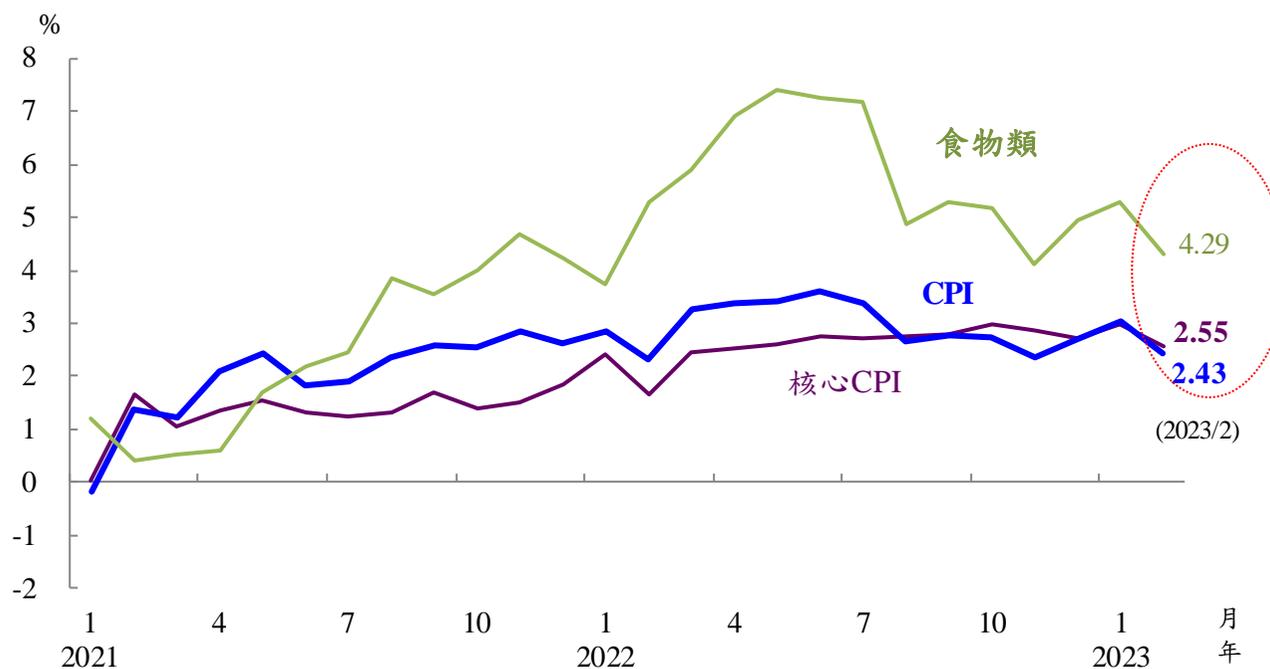
(三)本年 CPI 年增率可望緩步回降，全年平均將降至約 2%

1. 國際能源等原物料價格回軟，本年 CPI 年增率續呈緩步回降趨勢

(1)上年受**能源**及**糧食**等原物料價格衝擊，**CPI 年增率**升為 **2.95%**。

(2)本年初，受春節落點因素影響，1、2 月通膨率波動幅度較大，1 至 2 月平均 **CPI 年增率**則為 **2.74%**，不含蔬果及能源之**核心 CPI**年增率為 **2.77%**，持續上年下半年以來之緩降趨勢(圖 20)。

圖 20 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(3)本年1至2月平均CPI年增率為2.74%，主因**外食**等**食物類**與**娛樂服務**價格上漲，以及**房租**調高，合計使CPI年增率上升**1.89**個百分點，貢獻約**69%**(表2)。

表2 本年1至2月CPI年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響(百分點)
CPI	1000	2.74	2.74
食物類	254	4.77	1.19
外食費	98	4.09	0.40
蔬菜	16	17.65	0.20
肉類	24	5.43	0.13
穀類及其製品	16	5.42	0.08
水產品	12	5.37	0.06
蛋類	3	13.33	0.05
調理食品	9	6.24	0.05
乳類	10	4.38	0.04
房租	156	2.35	0.35
娛樂服務	43	8.93	0.35
家庭用品	43	3.00	0.12
交通工具	41	2.17	0.09
美容及衛生用品	30	3.34	0.09
個人隨身用品	23	3.39	0.08
交通工具零件及維修費	18	3.76	0.07
個人照顧服務費	13	5.03	0.07
藥品及保健食品	17	2.96	0.05
住宅維修費	12	3.42	0.04
合計			2.50
其他			0.24

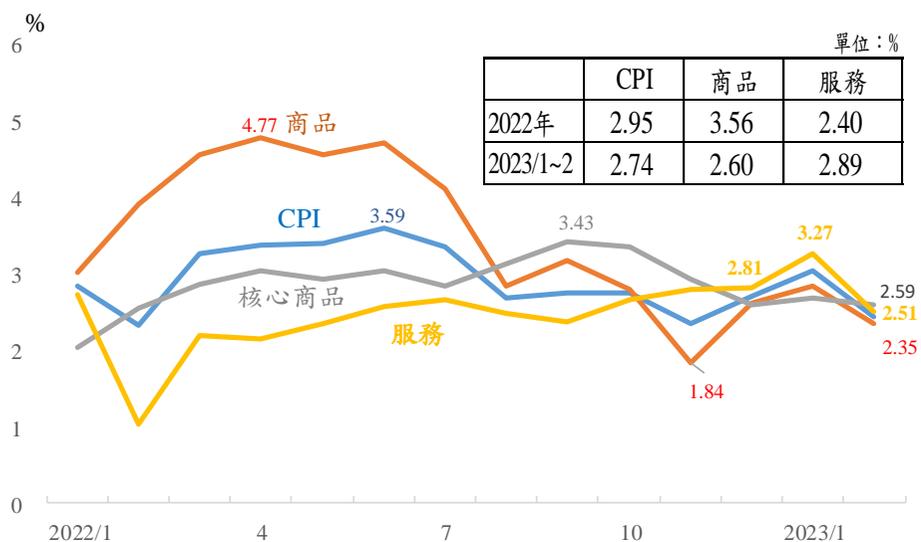
合計使CPI年增率上升**1.89**個百分點，貢獻約**69%**。

資料來源：主計總處

(4)就商品性質別 CPI 年增率走勢觀察，**商品類回降**，**服務類則續呈上揚趨勢**

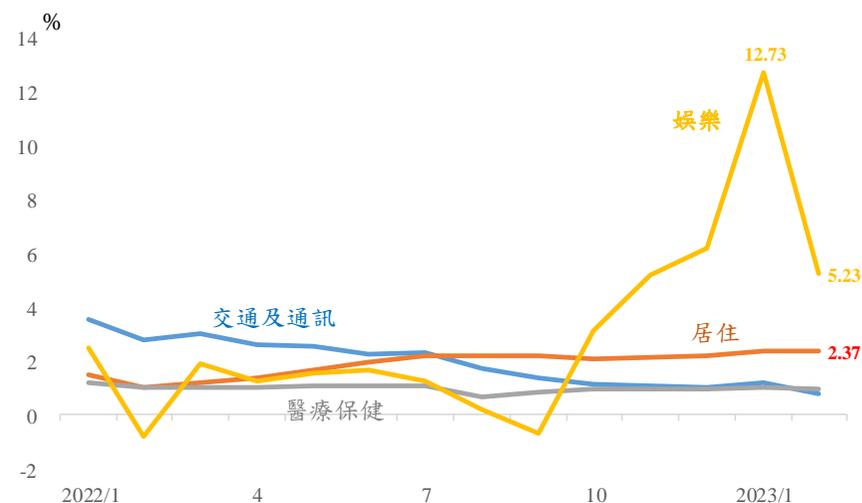
- **商品類**呈**回降**趨勢(年增率由上年4月之4.77%高點下滑至本年2月為2.35%)，主因**原油**價格回跌；不含能源與蔬果之**核心商品**亦由上年9月3.43%高點**緩步回降**，至本年2月為2.59%(圖21)，主因**耐久性消費品**價格漲勢減緩。
- **服務類**較具易漲難跌之僵固性，**漲幅續呈上揚**趨勢，本年1至2月平均2.89%，續高於上年12月之2.81%(圖21)，主因國內疫後生活正常化，**娛樂服務**需求大增致價格**攀高**，加以**房租**等居住服務漲幅**居高**(圖22)。

圖 21 商品性質別 CPI 年增率



資料來源：主計總處

圖 22 服務類 CPI 年增率



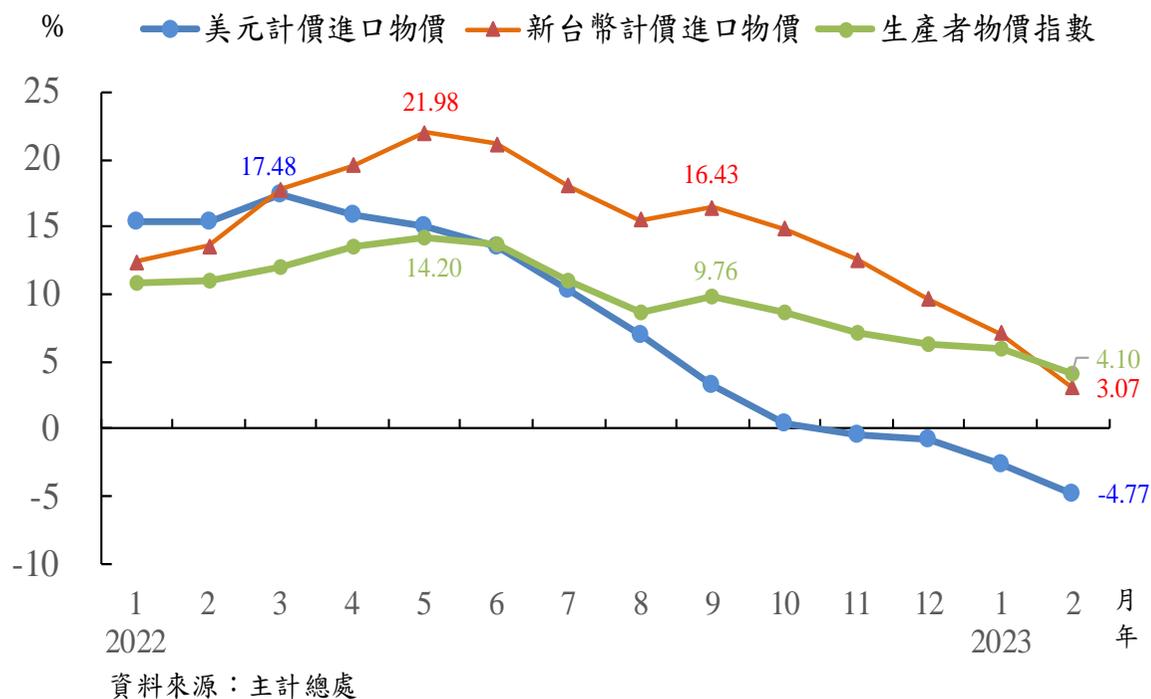
資料來源：主計總處

2. 進口物價漲幅續緩，預期本年國內通膨率回降至約 2%

(1) 國際原物料價格回跌，國內進口物價漲幅續減緩

□ 本年 2 月以美元計價之進口物價年減 4.77%，惟新台幣對美元較上年同期貶值約 7.6%，以新台幣計價進口物價年增率則為 3.07%，連續 5 個月回降，國內生產者物價指數亦回降至 4.10%(圖 23)。

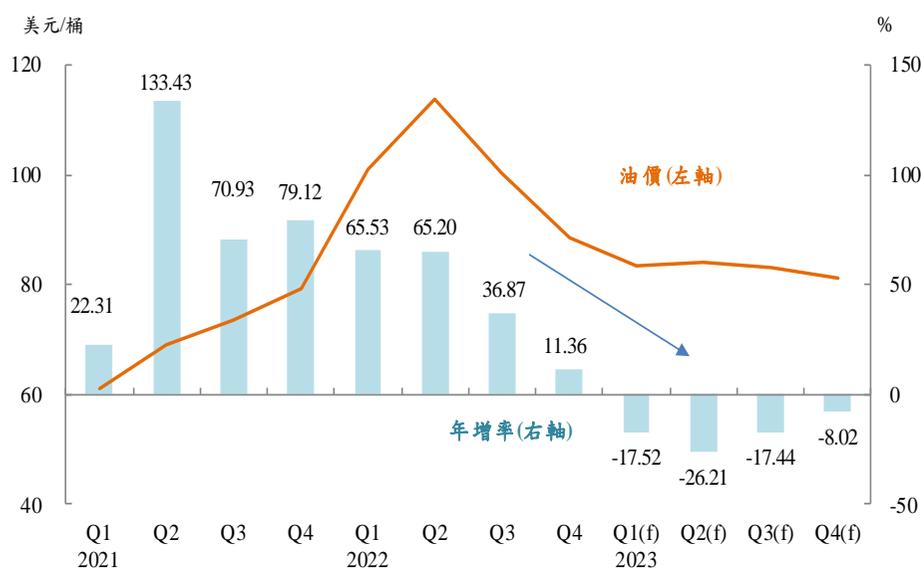
圖 23 進口物價及生產者物價指數年增率



(2) 本年以來，全球**供應鏈瓶頸紓解**，加以主要央行**緊縮貨幣政策**效果持續發酵，原油等**原物料**需求下滑，**價格可望維持回跌趨勢**¹¹(圖 24)；惟國內疫後生活正常化，**娛樂**服務需求大增致價格攀高超乎預期，加以近來禽流感盛行全球，推升雞蛋、雞肉及外食等**食物**類價格，電價亦將大幅調高¹²，本行將本年台灣**CPI**及**核心CPI**年增率分別由 1.88%、1.87%，同**上修為 2.09%**(圖 25)。

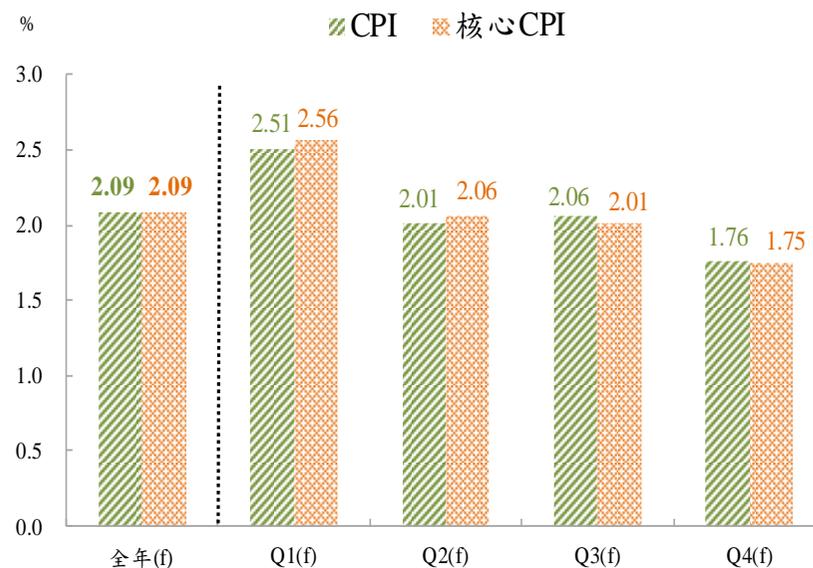
□ **國際大宗商品價格及天候**為影響未來通膨走勢之**主要不確定性因素**。

圖 24 布蘭特原油價格與年增率



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2023/3)

圖 25 本行對本年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測



資料來源：本行

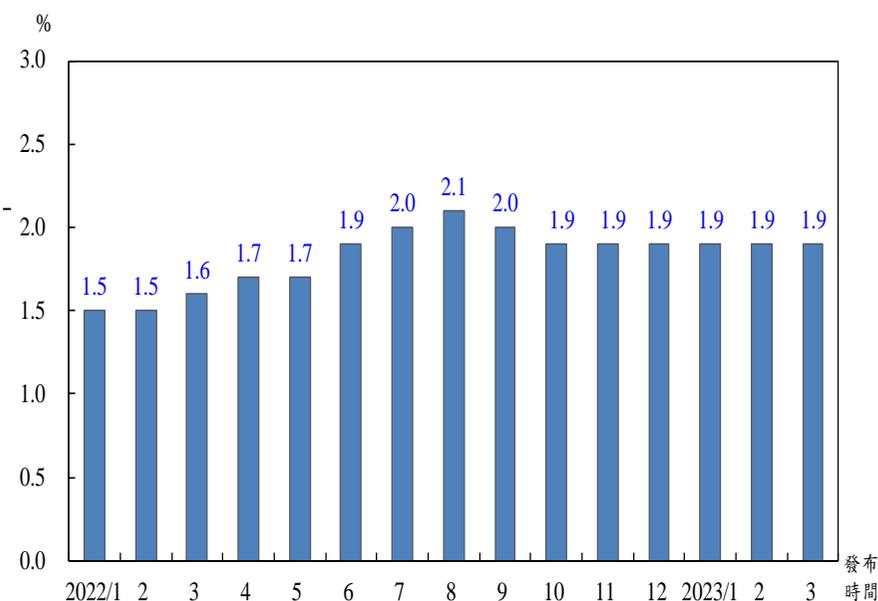
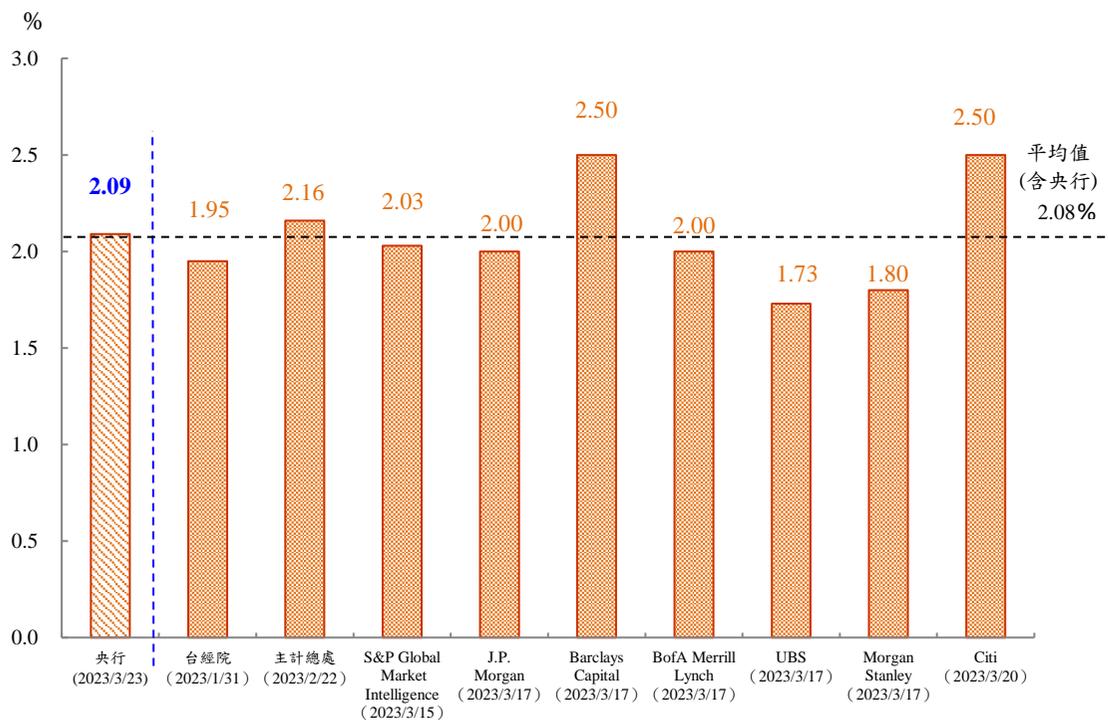
¹¹ 本年 3 月美國 EIA 預測本年布蘭特原油價格由上年之每桶 100.94 美元回降為 82.95 美元。

¹² 電價費率審議會決議本年 4 月起電價平均漲幅為 11%(高於上年 7 月之 8.4%)，惟為顧及民生物價，住宅 700 度以下(93%，1,231 萬戶)、小商店 1,500 度以下(84%，76 萬戶)電價不調整，住宅 701~1,000 度、小商店 1501~3000 度微調 3%。

(3)年初以來國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.73%至 2.50%，平均為 2.08%(圖 26)。

(4)Consensus Economics 每月發布之本年台灣通膨率預測數平均值自上年 8 月之 2.1%緩步回降，至本年 3 月為 1.9%，係連續 6 個月持穩(圖 27)，通膨預期穩定。

圖 26 年初以來國內外主要機構對本年台灣 CPI 年增率之預測 圖 27 專業預測機構對台灣 2023 年通膨率之預測值*



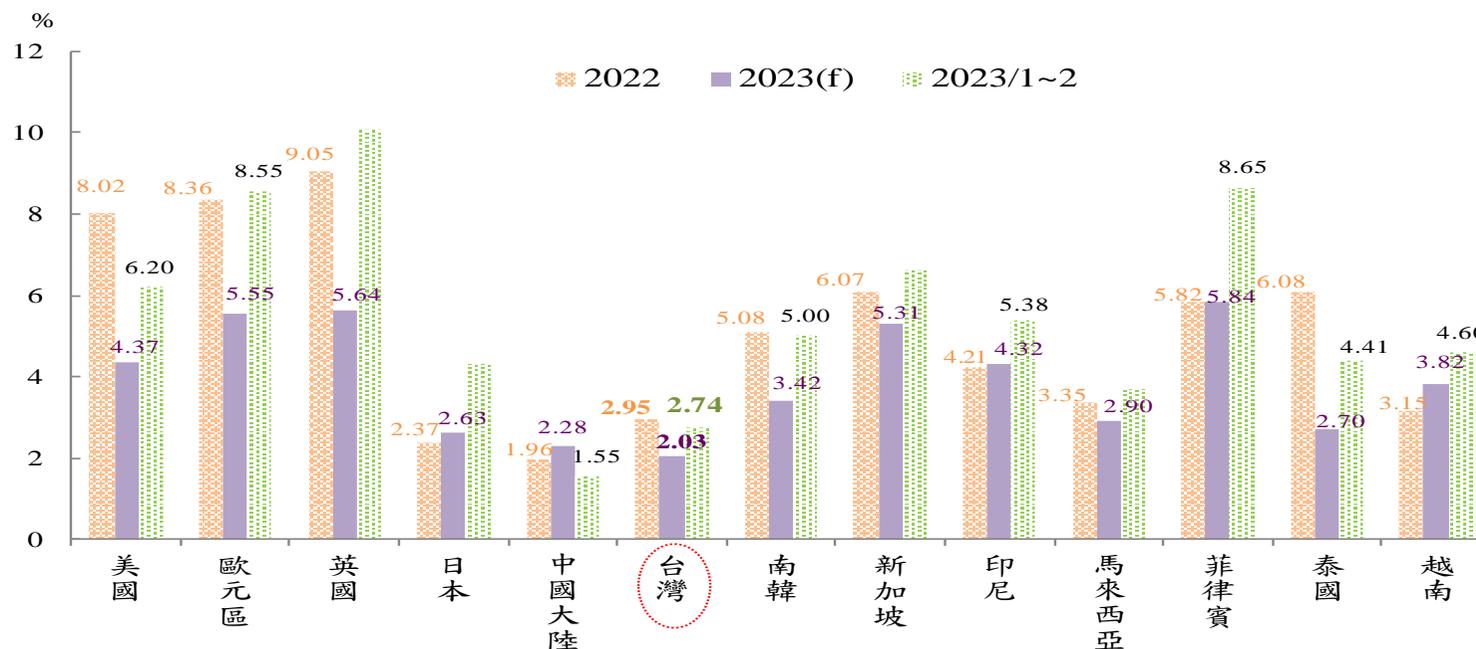
*：係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。
資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

3. 預期本年多數經濟體通膨率回降，惟部分先進經濟體通膨壓力仍高

(1)隨全球主要央行貨幣緊縮效果持續顯現，加以國際能源價格回跌，本年3月 S&P Global Market Intelligence 預測多數經濟體本年通膨率將自上年高點下滑，台灣亦然(圖 28)。

(2)惟美、歐、英等先進經濟體因疫後解封之服務需求大增，勞動市場緊俏，通膨壓力仍居高；與主要經濟體比較，台灣通膨率相對溫和(圖 28)。

圖 28 主要國家 CPI 年增率



註：1. 2022 年及 2023/1~2 係實際值，2023 年係 S&P Global Market Intelligence(2023/3/15)預測值。

2. 英國、日本、新加坡、馬來西亞等為 2023/1 實際值。

資料來源：各國政府統計、S&P Global Market Intelligence(2023/3/15)

三、近期美歐銀行危機事件之研析及其對我國之影響

近期美國 3 家中小型銀行接連倒閉或清算，引發大眾對地區性銀行之信心危機，迫使美國政府立即採取介入行動，其中 2 家倒閉銀行獲政府承諾存款全額保障，且銀行同業亦協力支援，以阻止危機蔓延；同期間，瑞士信貸(Credit Suisse)因嚴重內控問題、業務大量流失及大幅虧損而爆發財務危機，瑞士政府積極提供該行流動性，並促成瑞士銀行(UBS)將其併購，且 6 家國際主要央行將提高常備美元流動性換匯操作機制操作頻率，由 1 週 1 次改為每日 1 次，以避免危機向全球擴散。本報告說明該等危機事件之發生原因、經過、外溢效應及相關政府快速處理措施，以及事件後續之關注重點，並分析該等事件對我國金融體系影響不大之原因。

(一)美國矽谷銀行倒閉事件

1. 銀行簡介

矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)成立於 1983 年，上(2022)年底為美國第 16 大商業銀行、加州第 5 大銀行，屬地區性中型銀行。該行以往信用品質良好，**主要紮根於美國新創企業領域**，客戶以新創科技、生技醫療公司、全球私募股權及創投基金為主，在美國、英國、加拿大、中國大陸、德國、印度、丹麥、瑞典及以色列等 9 國設有分支機構，大部分**收入來自提供矽谷科技及生技企業融資服務**，美國新創企業近半數曾與 SVB 往來。

上年底 SVB 總資產 2,118 億美元，總負債 1,955 億美元，股東權益 160 億美元(次頁表 1)。資產面以投資高品質債券¹為主，其中帳列備供出售(Available-for-Sale)及持有至到期(Held-to-Maturity)之**有價證券投資占總資產之比重達 55.4%**，淨放款占 34.8%；負債面主要組成為存款 1,731 億美元占 81.8%(次頁表 1)，存款客戶相當程度集中於私募

¹ 包括美國公債、房貸擔保抵押債券(MBS)、不動產抵押債券憑證(CMO)及商業房貸擔保抵押債券(CMBS)等。

股權及新創科技公司，且多數存款不在 FDIC 存款保險保障範圍內(占存款總額的 86%)。

表 1 SVB 資產負債結構

單位：百萬美元

資產	金額	比重	負債	金額	比重
現金及約當現金	13,803	6.5%	無息存款	80,753	38.1%
備供出售證券	26,069	12.3%	付息存款	92,356	43.7%
持有至到期證券	91,321	43.1%	短期借款	13,565	6.4%
非流通與其他權益證券	2,664	1.3%	長期債務	5,370	2.5%
淨放款	73,614	34.8%	其他	3,454	1.6%
其他	4,322	2.0%	負債合計	195,498	92.3%
			股東權益	16,004	7.6%
			無控制權益	291	0.1%
資產合計	211,793	100%	負債及股東權益合計	211,793	100%

註：資料基準日為 2022 年底。

資料來源：SVB。

2. 倒閉原因

SVB 倒閉事件之原因，主要係資產負債表期限錯配，負債過於集中短期創投及新創科技存款，資產則集中在長天期債券，當 Fed 快速升息，即面臨存款大量流失、資金成本提高及債券投資大幅減損，導致資本不足²。

(1) 客戶存款流失且利息成本上升

Fed 持續升息，客戶利息成本上升，IPO 及籌資能力大幅下滑，加速提款以維持經營，致存款大量流失³。

² Moody's (2023), "Moody's Downgrades SVB Financial Group (Senior Unsecured to C from Baa1) and Will Withdraw the Ratings," *Moody's Research*, Mar. 10.

³ 信評公司 S&P 指出，SVB 客戶存款於上年第 2~4 季減少 250 億美元(約占總存款 13%)，本年 1~2 月再減少約 80 億美元，合計過去 11 個月流失 330 億美元。

(2) Fed 快速升息致債券投資減損遽增

SVB 於 2020 年~2021 年間將大量新增存款投資於高品質長期債券，其市值在美國殖利率快速大幅攀升下出現巨額減損，其中上年底持有至到期證券 **913 億美元**，**未實現損失達 152 億美元**。

(3) 資產負債表期限錯配問題

- ① SVB 存款客戶集中於風險相對高之新創產業，其中未受 FDIC 存保保障(25 萬美元)之存款比重高達 86%，未受存保保障之存款對流動資產倍數達 11.4 倍，導致該行在該類客戶存款大量流失下，陷入流動性不足困境。
- ② SVB 購入高比例長天期美國公債及房貸擔保抵押債券(Mortgage Backed Securities, MBS)，其中持有至到期證券占平均收益資產比重約 40%，明顯高於其他銀行⁴，且備供出售證券與現金等流動性較高資產比重相對偏低。在 Fed 快速升息下，SVB 之放款及持有有價證券(存續期間較高)相對於存款(存續期間較短)之比率偏高，亦導致利率風險升高，其他銀行如第一共和銀行(First Republic Bank)及遭 FDIC 接管之 Signature Bank 亦有類似情形(表 2)。

表 2 美國主要大型銀行及地區性銀行未受存款保險保障之存款比率及貸款與證券對存款比率

資料基準日：2022 年底

單位：金額：百萬美元；比率：%

銀行名稱	流動資產占總資產比率	總存款	未受保障之存款比率	未受保障之存款	未受保障之存款對流動資產倍數	放款與持有證券合計數對存款比率
Signature Bank	5.34	88,590	90	79,731	13.5	114
Silicon Valley Bank	6.32	175,378	86	150,825	11.4	109
First Republic Bank	2.03	176,437	68	119,977	27.8	112
Comerica Incorporated	7.46	71,397	62	44,266	6.9	101
Western Alliance Bancorporation	1.78	53,644	53	28,431	23.6	115
Zions Banco., N.A.	5.46	71,652	53	37,976	7.8	111
Wells Fargo	18.17	1,383,985	51	705,832	2.1	108
Citibank, N.A.	28.1	1,399,631	43	601,841	1.2	85
JPMorgan Chase	39.59	2,340,179	43	1,006,277	0.7	91

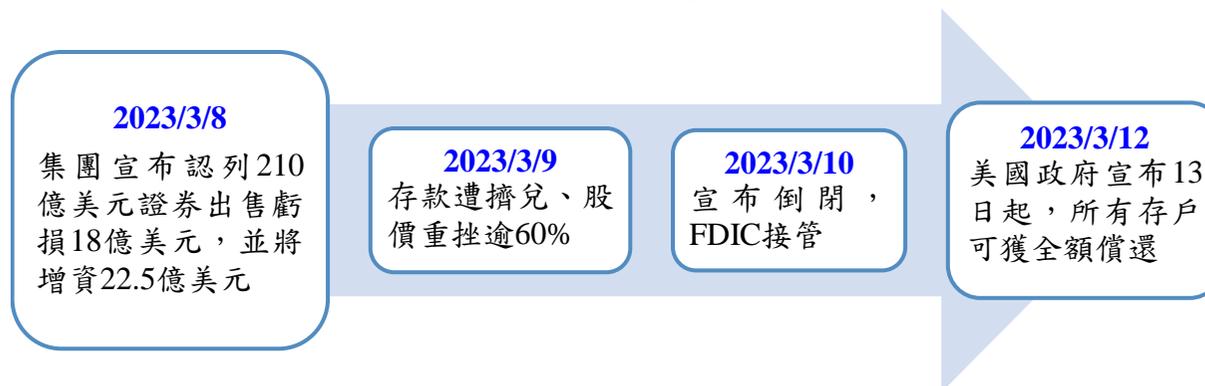
資料來源：Fitch、Bloomberg 及 JP Morgan。

⁴ 美國大型銀行平均僅 16%，道富銀行 27%、美國銀行 23.9%、富國銀行 17.3%、摩根大通 13%；參閱 Ramsden, Richard et al. (2023), “Update on the Funding and Capital State of US Banks,” *Americas Banks*, Goldman Sachs, Mar. 12.

3. 倒閉事件經過

SVB 於本年 3 月 8 日發布新聞稿，認列 210 億美元證券出售虧損 18 億美元，並將增資 22.5 億美元，惟籌資計畫於隔日即告失敗，引發市場恐慌。3 月 9 日 SVB 出現擠兌潮，單日被提取 420 億美元，股價重挫逾 6 成，3 月 10 日 SVB 宣布倒閉並遭 FDIC 接管。3 月 12 日美國財政部、Fed 及 FDIC 發布聯合聲明，承諾全額保障 SVB 存款，且不會由納稅人承擔 SVB 相關損失(圖 1)，以避免事件擴大。

圖 1 SVB 倒閉事件經過



資料來源：本行整理。

4. SVB 倒閉事件之外溢影響

(1) 地區性銀行指數大跌

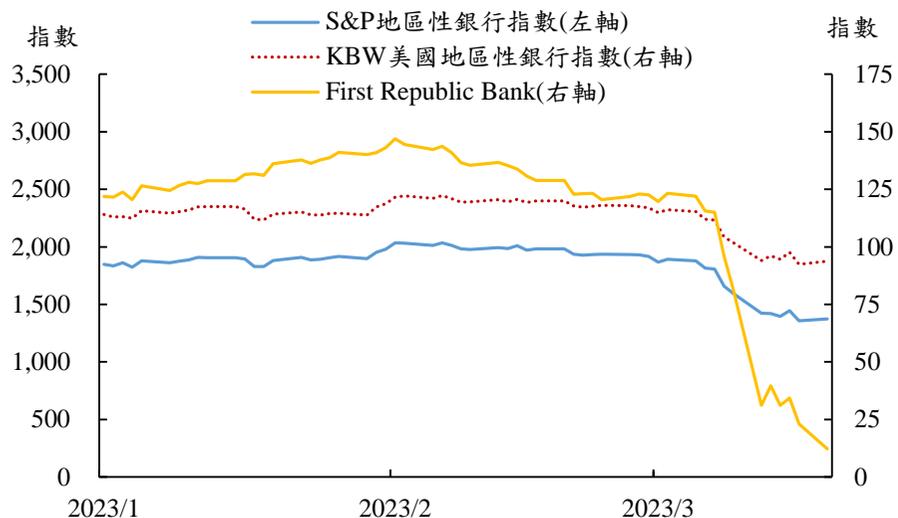
本年 3 月 9 日 **SVB** 股價大幅崩跌近 60%，盤後進一步下挫逾 20%，最後因被接管而**停止交易**；此連帶引發其他銀行股下挫，如 First Republic Bank 跌幅逾 85%⁵，**地區性銀行指數**亦出現**明顯下滑走勢(次頁圖 2)**。

⁵ First Republic Bank 股價由本年 3 月 10 日之 81.76 美元降至 3 月 20 日之 12.18 美元，跌幅達 85.1%。

(2) 2年期美債殖利率創最大單日跌幅

SVB 倒閉事件，突顯快速大幅升息對金融體系穩定性的影響，市場預期 Fed 升息路徑放緩，美債殖利率下跌，其中 2 年期美債殖利率創 1982 年 10 月以來最大單日跌幅(圖 3)，美元指數亦呈回落。

圖 2 美國地區性銀行指數變動

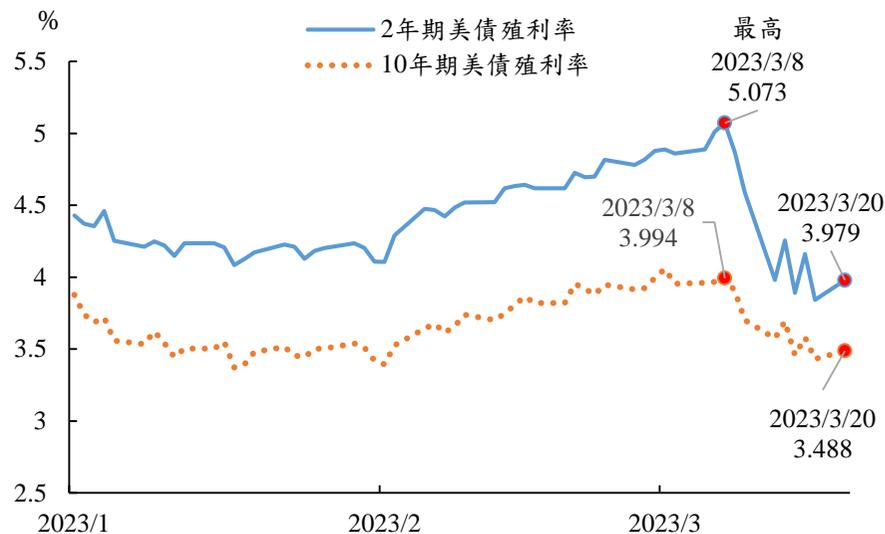


註：1.S&P 地區性銀行指數係由 S&P 編製，由 140 家具代表性美國地區銀行組成，該指數由成分股市值加權平均。

2.KBW 美國地區性銀行指數係由 Keefe、Bruyette 及 Woods 編製，由 50 家具代表性美國地區銀行組成，該指數由成分股市值加權平均。

資料來源：Bloomberg。

圖 3 美國公債殖利率

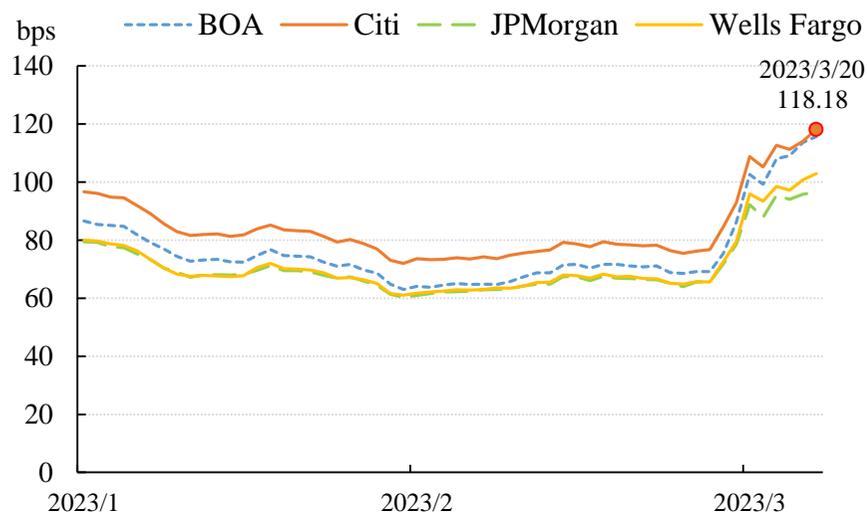


資料來源：Bloomberg。

(3)美國主要大型銀行 CDS 大幅上揚、股價下跌

SVB 事件發生後，美國主要大型銀行之 CDS 大幅上揚，例如本年 Citi 銀行 5 年期 CDS 由 3 月 8 日 76.72bps 上升至 3 月 20 日 118.18bps(圖 4)，至於大型銀行股價則呈現下跌，如 Citi 銀行 3 月 13 日股價由前一交易日之 48.34 跌至 44.74，單日跌幅達 7.45%(表 3)。

圖 4 美國主要大型銀行 CDS 變動



資料來源：Bloomberg。

表 3 美國主要大型銀行股價較前一交易日增減幅

(2023/3/8~2023/3/20)

銀行名稱	BOA	Citi	JP Morgan	Wells Fargo
3/8	-1.33%	-0.78%	-0.59%	-1.37%
3/9	-6.20%	-4.10%	-5.41%	-6.18%
3/10	-0.88%	-0.53%	2.54%	0.56%
3/13	-5.81%	-7.45%	-1.80%	-7.13%
3/14	0.88%	5.95%	2.57%	4.58%
3/15	-0.94%	-5.44%	-4.72%	-3.29%
3/16	1.68%	1.78%	1.94%	1.16%
3/17	-3.97%	-3.00%	-3.78%	-3.92%
3/20	-0.25%	-0.36%	1.06%	-0.74%

資料來源：Bloomberg。

(4)信評機構調降美國銀行體系展望，且下調部分美國地區性銀行評等展望

信評機構 Moody's 於本年 3 月 13 日調降美國銀行體系展望，由「穩定」(stable)下調至「負面」(negative)，並準備下調 6 家美國地區性銀行⁶評等，主要反映 SVB、Silvergate Bank 及 Signature Bank 存款被擠兌後，於數日內陸續倒閉，導致經營環境急劇惡化，其中 **First Republic Bank 因財務惡化，已遭評等機構調降評等並列入負面**

⁶ 包括 First Republic Bank、Zions Bancorporation、Comerica Incorporated、Western Alliance Bancorp、UMB Bank 及 Intrust Bank 等 6 家銀行。

觀察名單⁷，該行雖稱將自 11 家美國大型銀行獲得 300 億美元存款，且將向聯邦住房貸款銀行(FHLB)增貸 100 億美元及自 Fed 借款 200 億美元至 1,090 億美元，但存款大幅流失之流動性壓力仍大⁸。

(5)部分虛擬資產價格短期出現大幅波動

本年 3 月 10 日 SVB 傳出財務危機後，以釘住美元的穩定幣 USDC⁹發行人 Circle 公司當時約有 33 億美元擔保資產存放於 SVB，約占該公司擔保資產總額的 7%，造成 USDC 持有人恐慌，3 月 11 日 USDC 價格最低曾跌至 0.87 美元；其後隨美國政府出面接管 SVB，並保證存戶可以取回所有存款，USDC 價格才逐步回歸 1 美元。

5. 美國政府立即介入處理，且銀行同業協力支援其他問題銀行，避免引發系統性風險

(1)迅速接管並承諾存款全額保障

SVB 宣布倒閉後，本年 3 月 12 日加州金融保護與創新局委任 FDIC 為接管機構，並成立 Deposit Insurance National Bank of Santa Clara，將 SVB 存款移轉至新銀行以確保存戶權益；同日美國財政部、Fed 及 FDIC 發布聯合聲明，**承諾 SVB 存款全額保障**，且不會由納稅人承擔 SVB 相關損失，以穩定民眾信心，不致持續擠兌。

(2)提供銀行流動性

本年 3 月 12 日 Fed 宣布啟動**銀行定期融資計畫(Bank Term Funding Program, BTFP)**，符合條件之存款機構可提供美國公債及機構房貸擔保證券(Agency MBS)等合格資產為抵押品，以面額向 Fed 申請長達 1 年期之貸款，以確保銀行流動性。截至 3 月 17 日 Fed 已透過該融資計畫**提供融通金額約 120 億美元**。

⁷ 信評公司 S&P 於本年 3 月 15 日將 First Republic Bank 評等由 A-下調至 BB+，並於同月 19 日將該行評等由 BB+下調至 B+，且持續列入負面觀察名單中；另信評公司 Moody's 亦於本年 3 月 17 日將 First Republic Bank 評等由 Baal 下調至 B2，並持續評估是否需要再下調，主要反映該行財務惡化情形。且該行因存款外流將導致依賴成本更高的短期躉售融資，恐有影響中期經營之虞。

⁸ 依據 Fitch 2023 年 3 月 19 日及 S&P 2023 年 3 月 19 日報導。

⁹ USDC 係於 2018 年 5 月由 Circle 首次宣布，並於 2018 年 9 月推出，可在以太坊等不同區塊鏈上運行，自 2021 年 9 月起，USDC 採用以等值法定貨幣工具資產做全面儲備，實現 1USDC 兌 1 美元承諾。2021 年 3 月 29 日，Visa 宣布允許使用 USDC 在其支付網絡上結算交易。

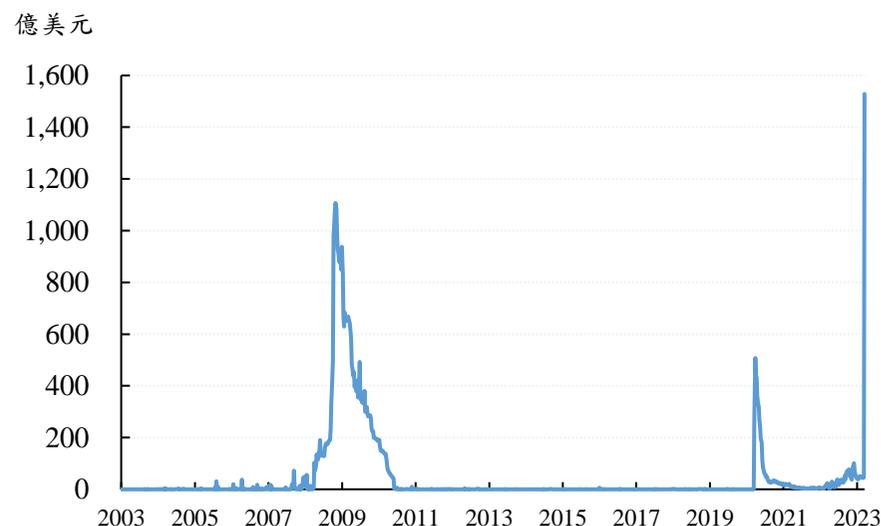
(3)銀行同業協力支援

為避免 SVB 事件引發系統性風險，另一家問題銀行 First Republic Bank，業於本年 3 月 13 日獲得 Fed 及 JP Morgan 合計提供 700 億美元融通資金，3 月 16 日又獲得 JP Morgan 等 11 家大型銀行聯合存入 300 億美元存款，大幅舒緩其資金不足壓力。

(4)市場流動性壓力尚存

本年 3 月 15 日美國銀行向 Fed 申請貼現金額達 **1,528.53 億美元**，遠高於 2008 年期間高點之 1,107.37 億美元(圖 5)，顯示市場流動性壓力尚存，不可小覷。

圖 5 Fed 貼現窗口金額



資料來源：Fed。

(二)Silvergate 及 Signature 銀行倒閉事件

1. Silvergate 銀行倒閉事件

(1)銀行簡介

Silvergate 銀行成立於 1988 年，由母公司 Silvergate Capital Corp. 百分之百持股，自 2013 年起提供虛擬資產服務，主要包括貸款、即時交易支付系統平台(Silvergate Exchange Network, SEN)及 Diem 穩定幣¹⁰等虛擬資產交易等業務，為全美第二大虛擬資產友善銀行。

由於對虛擬資產友善的傳統銀行不多，因此許多虛擬資產交易所和交易機構紛紛成為 Silvergate 銀行客戶，促使其業務快速成長，2021 年達到高峰，業務量及獲利均翻倍成長(次頁表 4)，其中 2021 年底存款中將近 9.9 成係

¹⁰ Diem 穩定幣之前身為臉書(現更名為 Meta)於 2019 年推出之 Libra 穩定幣。當時在受到各國監理機關關注及壓力下，Libra 計畫縮小規模並更名為 Diem，與 Silvergate 銀行合作發行 Diem 穩定幣，上年 Meta 解散該計畫，並將智慧財產權出售給 Silvergate Capital Corp。

來自虛擬資產相關投資人或機構法人，且幾乎全是無息之活期存款，存款高度不穩定。

表 4 Silvergate 銀行財務及業務變化情形

單位：億美元

項目	2020		2021		2022	
	金額	年增率	金額	年增率	金額	年增率
資產總額	56	167%	160	186%	114	-29%
投資總額	10	11%	86	760%	57	-34%
存款總額	52	189%	143	175%	63	-56%
淨利	0.26	8%	0.76	192%	-9.49	-1,349%
數位資產客戶數	969	21%	1,381	43%	1,620	17%
數位客戶存款	50	317%	141	182%	38	-73%
SEN 交易金額	1,357	315%	7,874	480%	5,633	-28%

資料來源：Silvergate Bank。

(2) 倒閉原因及事件經過

- ① Silvergate 銀行之存款幾乎來自虛擬資產相關投資人及機構法人，自上年 5 月美元穩定幣 UST 崩盤事件後，虛擬資產市場陸續發生多起事件，導致投資人信心不足，加上上年 11 月虛擬資產交易所 FTX 破產事件後，虛擬資產價格大跌，且市場預期美國金融監理機關將加強監管虛擬資產市場，引發**投資人大量自 Silvergate 銀行提領存款**，上年底**存款餘額**較 2021 年底**大減 56%**。
- ② **為因應存款大量流出所需支付資金**，上年第 4 季 Silvergate 銀行大量處分有價證券近 60 億美元，導致**當季大幅虧損 10 億美元**。

- ③該行 SEN 交易支付平台業務亦面臨衰減，上年交易量較 2021 年減少 28%，其中**上年第 4 季**較 2021 年同季**大減 47%**。此外，本年 2 月下旬 Silvergate 遲未能提出年度財務報告，並傳出受到美國司法部調查，導致股價暴跌，數家大型虛擬貨幣交易所、穩定幣發行商及交易平台(例如 Coinbase、Galaxy Digital and Paxos Trust Co.)考量該銀行前景不明，陸續宣布停止使用 SEN 交易支付平台，使該銀行雪上加霜。
- ④由於財務及業務狀況持續惡化，**本年 3 月 8 日 Silvergate 銀行宣布倒閉**，將依美國監管程序進行**自願清算**，且全數退還客戶存款，惟市場對該銀行清算計畫能否全額歸還客戶存款仍有疑慮。

2. Signature 銀行倒閉事件

(1) 銀行簡介

Signature 銀行於 2001 年成立，總部設於紐約，提供全方位金融服務。該行自 2018 年起提供虛擬資產相關服務，並自 2019 年 1 月推出 Signet 即時支付網路系統平台，為虛擬資產業提供 24 小時全天候即時付款服務，該銀行上年底總資產 1,104 億美元，為全美第一大虛擬資產友善銀行。

(2) 倒閉原因及事件經過

- ①受上年 5 月以來虛擬資產交易所或相關機構陸續破產影響，**數位資產客戶存款流失**，上年底資產總額較 2021 年底減少 7%，**存款總額減少 175 億美元或 16%**(次頁表 5)。
- ②該行**存款中 90%不受 FDIC 存款保險之保障**，受 3 月 10 日 SVB 宣布倒閉波及，存款人對銀行信心不足而出現擠兌現象，報載**3 月 10 日當天流失 178 億美元或約 20%之存款**，銀行面臨**流動性不足**問題。
- ③由於該銀行擠兌問題未解，且無法向主管機關提交可靠且一致資料，導致主管機關對該銀行管理階層喪失信任，**本年 3 月 12 日紐約州金融服務局乃宣布強制接管** Signature 銀行，委任 FDIC 為接管機構，並**宣布全額保障存款**，為美國歷史上第三大銀行破產案。

表 5 Signature 銀行財務及業務變化情形

單位：億美元

項目	2020		2021		2022	
	金額	年增率	金額	年增率	金額	年增率
資產總額	739	46%	1,184	60%	1,104	-7%
投資總額	112	22%	222	98%	285	28%
放款總額	488	25%	649	33%	738	14%
存款總額	633	57%	1,061	68%	886	-16%
淨利	7.3	-11%	12.5	71%	17.6	41%

資料來源：Signature Bank Annual Report 及 MarketWatch。

- ④接管當天，FDIC 立即宣布成立**過渡銀行 Signature Bridge Bank**¹¹，接收該銀行所有存款及主要資產，並確保該銀行週一(3 月 13 日)維持正常營運，包括 Signet 即時支付網路系統平台。
- ⑤3 月 19 日 FDIC 宣布¹²將由紐約社區銀行(New York Community Bancorp)子公司 **Flagstar Bank 收購 Signature Bridge Bank** 約 384 億美元資產，並承擔 360 億美元債務，其餘約 600 億美元貸款及 40 億美元之數位銀行存款依舊由 FDIC 監管。

3. 倒閉事件之外溢影響

(1)降低傳統銀行與虛擬資產業合作之意願

本年 2 月 23 日**美國聯準會、FDIC 及 OCC 聯合發布聲明**¹³，提醒銀行與虛擬資產企業往來之流動性風險，加上 Silvergate 及 Signature 兩大虛擬資產友善銀行於一週內相繼倒閉，恐降低其他傳統銀行與虛擬資產行業往來合

¹¹ FDIC (2023), “FDIC Establishes Signature Bridge Bank, N.A., as Successor to Signature Bank, New York, NY,” Mar. 12.

¹² FDIC (2023), “Subsidiary of New York Community Bancorp, Inc., to Assume Deposits of Signature Bridge Bank, N.A., From the FDIC, New York, NY,” Mar. 19.

¹³ FRB, FDIC, OCC (2023), “Agencies Issue Joint Statement on Liquidity Risks Resulting from Crypto-asset Market Vulnerabilities,” Feb. 23.

作之意願。

(2)可能影響虛擬資產業之未來發展

虛擬資產友善的銀行原本就為數不多，在 Silvergate 及 Signature 銀行相繼倒閉後，願意接受虛擬資產存款之銀行將更少，大型虛擬資產業者較容易轉移與其他銀行往來，但**小型新創之虛擬資產業者恐面臨開立銀行帳戶不易情形，可能導致該等業者放棄新創或移轉至美國以外地區**，不利於虛擬資產業之未來發展。

(3)動搖大眾對中小型銀行之信心

SVB 事件已動搖大眾對中小型銀行之信心，且融資條件緊縮可能會暴露出美國的金融脆弱性，主管機關應謹慎溝通和務實處理，以便避免傳染風險蔓延。

(三)瑞士信貸經營危機事件

1. 銀行簡介

瑞士信貸(Credit Suisse)係於 1997 年由 CS Holdings 更名而來，之後旗下組織歷經數次重整，依據上年 7 月「銀行家」(The Banker)雜誌全球 1,000 大銀行排名，該行資本額在**瑞士及全球分別排名第 2 及第 38 名，資產規模則分別排名第 2 及第 42 名**。於本年 3 月瑞士信貸年報顯示，上年底該行總資產**5,314 億瑞郎(約 5,739 億美元)**，股東權益**451 億瑞郎(約 487 億美元)**，最大股東為**沙烏地國家銀行(Saudi National Bank)**，持股**9.88%**。

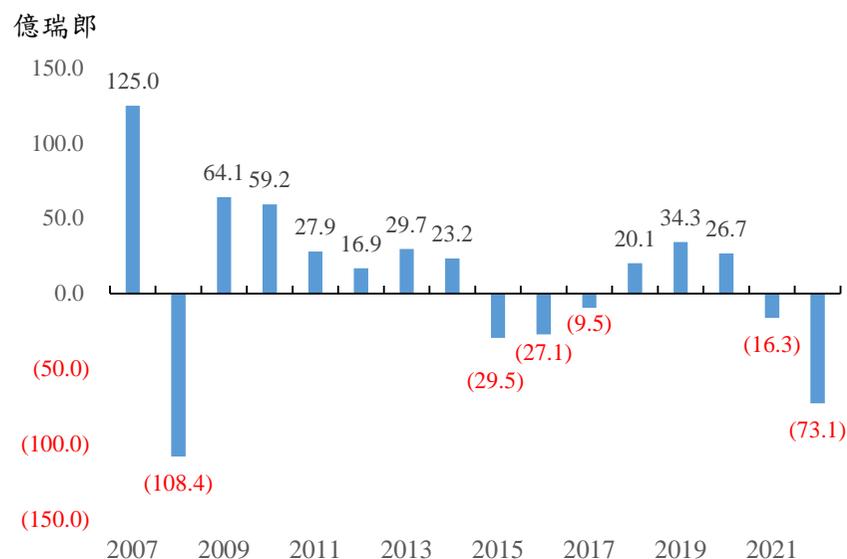
2. 危機事件起因及經過

(1)2021 年 Archegos Capital 與供應鏈融資公司 Greensill Capital 倒閉案中，**瑞士信貸為損失最慘重的銀行**，金額達數十億美元，並凸顯**嚴重內控缺失**。

(2)近期瑞士信貸資金不斷流出，資產管理規模大幅縮水，從**2021 年之 7,400 億瑞郎降至上年約 5,400 億瑞郎**，並在上年第 4 季**單季資金流出總額占管理資產達 8%**，迫使該行**使用流動性緩衝**。

- (3) 上年新任執行長 Ulrich Körner 於 10 月宣布瑞士信貸重組計畫，將**大幅重整投資銀行業務、成本轉型等新策略**。
- (4) 本年 3 月 9 日，美國證管會(SEC)對瑞士信貸年報**修正 2019 年及 2020 年現金流量表**，提出質疑，導致該行**延後財報發布時間**；該行同年 3 月 14 日公布年報顯示，上年淨損達**73 億瑞郎**，創**2008 年全球金融危機以來最大年度虧損**(圖 6)且**面臨存款大量流失**，該行並**承認內部控制失靈**。

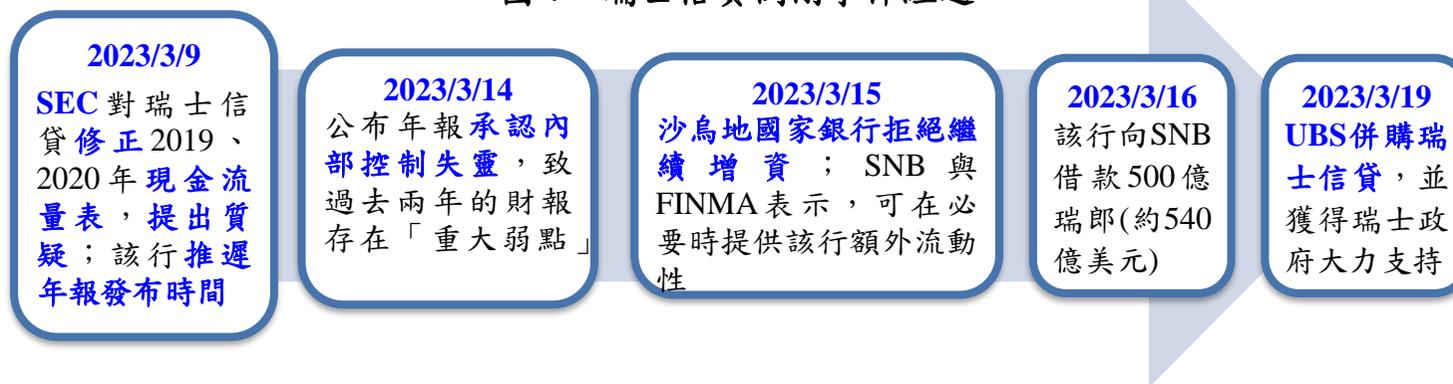
圖 6 瑞士信貸近年淨利變化



資料來源：瑞士信貸年報。

- (5) 本年 3 月 15 日，最大股東**沙烏地國家銀行**表示為**避免持股超過 10%而遭受額外監管要求**，**拒絕繼續增資**，同日瑞士信貸股價由**2.24 瑞郎**大幅**崩跌 30.8%**至最低**1.55 瑞郎**，當天收盤**跌幅 24.2%**，3 月 16 日因獲瑞士央行借款 500 億瑞郎(次頁圖 7)，股價回漲**19.2%**至**2.02 瑞郎**。本年 3 月 15 日瑞士信貸**5 年期 CDS**由**548.62bps**大幅**飆升**至**975.32bps**，次日(3 月 16 日)並升高至**1,082.15bps**(第 49 頁圖 8)，遠超過 2008 年金融危機時之前次高點 263.30bps。

圖 7 瑞士信貸倒閉事件經過



資料來源：本行整理。

3. 對歐洲金融市場之影響

(1) 引發歐洲銀行股股價急遽下跌

瑞士信貸事件連帶**引發其他歐洲銀行股下挫**，如法國巴黎銀行(BNP)、法國興業銀行(Societe Generale)、德意志銀行(DB)及荷蘭商安智銀行(ING)等銀行股價於同日(3 月 15 日)分別**下跌 5.6%~12.2%**不等(表 6)，惟近期部分

表 6 歐洲主要大型銀行近日股價變動

銀行名稱	2023/1/1~3/17		2023/3/15	2023/3/20
	最高(日期)	最低(日期)	單日跌幅(%)	收盤
瑞士信貸(瑞郎)	3.35(2/2)	1.697(3/15)	-24.24	0.82
法國興業銀行(歐元)	28.025(2/7)	21.20(3/17)	-12.18	21.025
法國巴黎銀行(歐元)	66.15(2/28)	51.68(3/17)	-10.11	52.56
荷蘭商安智銀行(歐元)	13.49(3/6)	10.602(3/17)	-9.58	10.532
德意志銀行(歐元)	12.318(1/27)	9.303(3/17)	-5.56	9.323

資料來源：Bloomberg。

銀行股價已反彈。

(2)歐洲銀行 CDS 短期大幅飆升

受瑞士信貸事件影響，歐洲大型銀行之 5 年期 CDS 亦於同日(3 月 15 日)大幅上升，惟其後 CDS 水準除 DB 為 171.33bps 相對較高外，其他如 ING、Societe Generale 及 BNP 等皆在 100bps 以下(次頁圖 8)。

(3)AT1 CoCo 債券總報酬指數大幅下滑

本年 3 月 19 日瑞士金融監理機關(FINMA)發布聲明¹⁴，因瑞士信貸受到政府特別支持(extraordinary government support)，已觸發瑞士信貸其他第一類資本(Additional Tier 1, AT1)債券¹⁵條款之本金全部減記條件，該銀行發行約 160 億瑞郎 AT1 債券價值將全數歸零，成為史上損失規模最大之 AT1 債券減損事件。

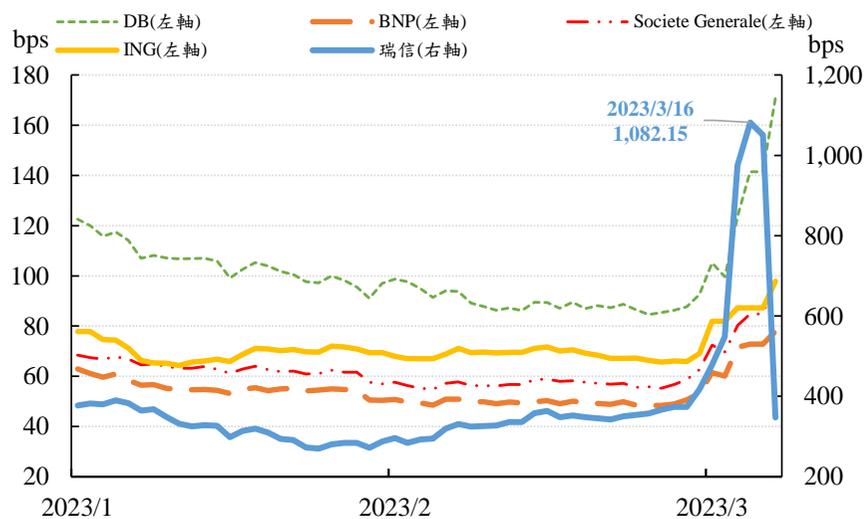
依一般市場慣例，普通股股東應為承受損失的第一順位，惟此次瑞士信貸普通股股東仍可以 22.48 股換取 1 股 UBS，相較 AT1 債券本金全數減記，有違市場一般共識，恐將降低 AT1 債券對投資人之吸引力。受此影響，近期歐洲銀行發行之 AT1 CoCo 債券總報酬指數大幅下挫(次頁圖 9)。為安撫市場情緒，ECB 及 BoE 於本年 3 月 20 日發布聲明¹⁶，指出普通股權益為吸收損失之第一順位，且僅有在普通股權益全數使用後，AT1 債券才會被減損，並強調 AT1 資本為歐洲銀行資本結構的重要組成。

¹⁴ FINMA (2023), "FINMA Approves Merger of UBS and Credit Suisse," News, FINMA, Mar. 19.

¹⁵ AT1 債券屬於第一類(Tier1)資本，在 Basel III 資本架構中之資本順位僅次於普通股權益第一類(Core Equity Tier 1, CET1)資本，故當銀行發生違約或重大損失時，普通股股東應先承受損失，其後為 AT1 債券投資人。

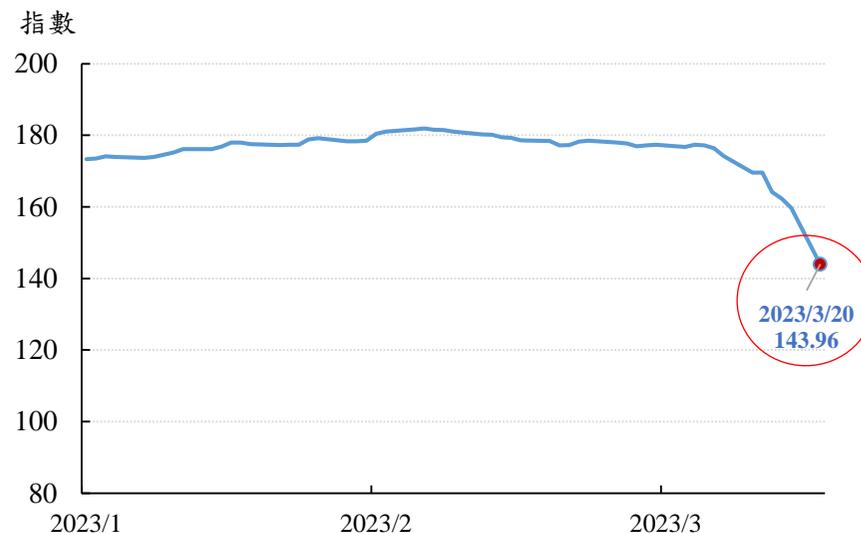
¹⁶ SRB (2023), "SRB, EBA and ECB Banking Supervision Statement on the Announcement on 19 March 2023 by Swiss Authorities," Single Resolution Board, Mar. 20. ; BoE (2023), "Bank of England Statement: UK Credit Hierarchy," Mar. 20.

圖 8 歐洲大型銀行 5 年期 CDS 走勢



資料來源：Bloomberg。

圖 9 歐洲銀行 AT1 CoCo 債券總報酬指數走勢



資料來源：Bloomberg。

4. 監理機關因應措施

(1) 瑞士央行及 FINMA 發表該行尚符合監理要求及必要時提供額外流動性聲明

本年 3 月 15 日瑞士央行與 FINMA 發布聯合聲明，表示瑞士信貸符合對系統性重要銀行的資本及流動性要求，瑞士央行將在必要時提供該行額外流動性，瑞士信貸並於 3 月 16 日發布聲明¹⁷，將以高品質資產透過擔保貸款機制(Covered Loan Facility)及短期流動性機制(Short-Term Liquidity Facility)，向瑞士央行借入 500 億瑞郎(約 540 億美元)，以預先強化流動性¹⁸。

¹⁷ Credit Suisse (2023), “Credit Suisse Group Takes Decisive Action to Pre-emptively Strengthen Liquidity and Announces Public Tender Offers for Debt Securities,” Press Release, Credit Suisse, Mar. 16.

¹⁸ 此外，瑞士信貸計劃對 10 檔價值達 25 億美元的美元計價主順位債和價值 5 億歐元的 4 檔歐元計價主順位債進行現金公開收購(cash tender offer)，以管理負債結構及降低利息支出。

(2) 瑞士央行及政府大力支持 UBS 收購瑞士信貸

為避免瑞士信貸風波擴大，在瑞士政府與央行大力支持下，本年 3 月 19 日**瑞士銀行(UBS)同意以 30 億瑞郎(約 32.5 億美元)收購瑞士信貸(換股比率為 22.48 股瑞士信貸股票換 1 股 UBS 股票)**，該收購金額約低於市價 4 折(以 3 月 17 日收盤價估計)。為確保併購順利進行，瑞士央行將挹注大量**流動性資金**，包括授予交易雙方 1,000 億瑞郎(約 1,079 億美元)緊急流動性貸款額度，以及在瑞士政府全額擔保下，提供瑞士信貸高達 1,000 億瑞郎之流動性援助等¹⁹；若有意外損失，由 **UBS 承擔首 50 億瑞郎，瑞士政府承擔次 90 億瑞郎，超出部分再由 UBS 承擔**²⁰。

(3) 國際主要央行紛紛肯定瑞士政府主導併購案，另強化美元互換交易頻率

美國財政部長 Janet Yellen、Fed 主席 Jerome Powell、ECB 主席 Christine Lagarde，以及 BoE 紛紛發布聲明肯定瑞士政府迅速促成併購案，有助於恢復市場狀況並確保金融穩定。此外，為強化市場流動性供給，本年 3 月 19 日加拿大央行、BoE、BoJ、ECB、Fed 與瑞士央行等 6 家央行發布聯合聲明，自 3 月 20 日起提高常備美元流動性互換操作機制(Standing U.S. dollar liquidity swap line arrangement)操作頻率，由 1 週 1 次改為每日操作 1 次，直至 4 月底。

(四) 美歐銀行危機事件之後續關注重點

1. 歐美央行升息路徑對經濟金融之影響

Barclays 評估²¹本次銀行危機中，在金融情勢緊繃、通膨依舊高漲之情況下，主要央行在權衡降低通膨及維持金融穩定兩者間，可能偏重維持金融體系穩定而不敢貿然執行緊縮性貨幣政策，但 ECB 近日決議升息 50bps，明顯否定央行偏重金融穩定的強烈訊號，而 Fed 與瑞士央行尚未表態未來升息路徑。若渠等持續大幅緊縮貨幣政策，一方

¹⁹ SNB (2023), "Swiss National Bank Provides Substantial Liquidity Assistance to Support UBS Takeover of Credit Suisse," Press Release, Mar. 19.

²⁰ The Federal Council (2023), "Safeguarding Financial Market Stability: Federal Council Welcomes and Supports UBS Takeover of Credit Suisse," Press Release, Mar. 19.

²¹ Kelle, Christian et al.(2023), "Financial Dominance... Not Yet," Barclays Global Economics Weekly, Mar. 17.

面可能使金融市場震盪加劇，致金融業之金融資產處分利益減少或減損增加²²，另一方面可能使原本脆弱之經濟面臨更多風險，導致國內經濟有硬著陸之虞，值得關注。

2. 若民眾對銀行體系信心不足問題尚存，隨傳染效應擴大，恐有引發系統性風險之虞

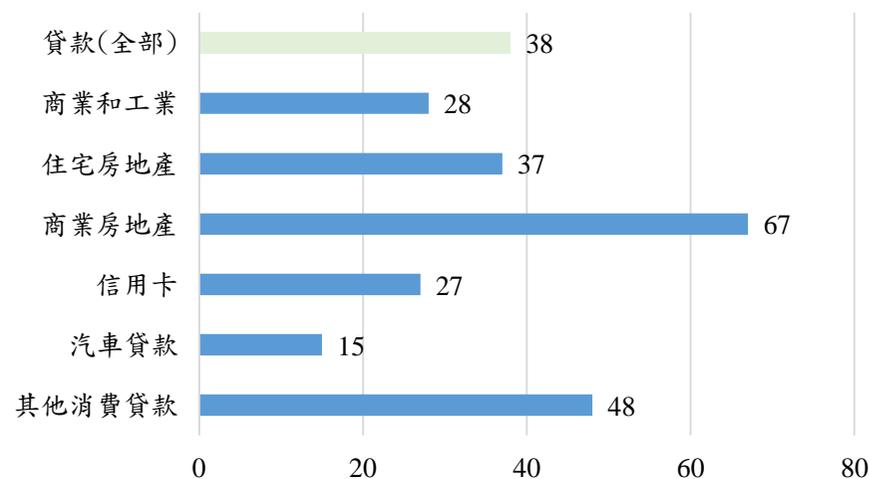
SVB 上年營運仍有獲利且普通股權益第一類資本比率亦明顯高於美國地區同業，然而，在市場恐慌下，該行終因資不抵債及擠兌問題而宣告倒閉。值得關注的是，美歐銀行危機事件，在各國政府快速介入處理下，個別銀行危機似未進一步蔓延到整個銀行體系，但 SVB 事件亦凸顯銀行許多存款未受存保保障問題²³，一旦民眾對銀行體系信心崩潰，即使是體質健全銀行亦可能受到波及，隨傳染效應擴大而引發系統性風險，導致金融危機再現，不可不慎。

3. 地區性銀行緊縮銀根對個人及中小型企業之衝擊

由於存戶信心不足，美國地區性銀行恐因存款大量流失而出現流動性問題，且因資金來源大幅減少，可能進而緊縮銀根、提高融資條件，導致個人及中小型企業不易取得融資資金，對家庭部門及企業部門造成不利衝擊，此外，因**中小型銀行占美國銀行體系貸款比重達 38%**(圖 10)，若經營不善，可能對美國就業及 GDP 產生不利影響，使

圖 10 美國中小型銀行各類貸款餘額占總體銀行比重

單位：%



註：中小型銀行為規模小於美國前 25 大銀行的國內特許銀行。

資料來源：Bloomberg。

²² 截至上年底，美國銀行體系債券投資未認列虧損達 6,200 億美元，相當全體銀行資本緩衝合計數之 3 分之 1，未實現損失金額龐大，詳參 The Economist (2023), “What’s wrong with the banks: Rising interest rates have left banks exposed” March 18th- 24 th, p.9。

²³ 依據 Jiang et al (2023)，目前美國 190 家美國銀行存款受到存保保障金額約 3,000 億美元，一旦渠等存款一半遭提款，該等銀行剩餘資產及淨值將不足以支付其餘存款。詳 E.X. Jiang, G. Matvos, T. Piskorski, A. Seru (2023), “Monetary Tightening and US Bank Fragility in 2023: Mark-to-market Losses and Uninsured Depositor Runs?” *Stanford Institute for Economic Policy Research Working Paper No. 23-13*, Mar.

經濟下行風險升高。

4. SVB 倒閉後恐導致新創公司籌資不易，影響新創產業之未來發展

新創公司友善銀行 SVB 倒閉後，引發市場對美國科技業更廣泛衝擊的疑慮，新創公司融資需求增加，但卻不易透過 IPO 取得資金，恐使小型新創公司因資金問題而陷入經營困境，影響美國新創產業未來發展。

5. 美國監理機關加強對銀行監理之力道，恐進一步使金融情勢更加緊縮

美國自 2008 年全球金融危機後實施 Dodd-Frank 法大幅加強對銀行監理，惟 2018 年起已陸續放寬資產規模 2,500 億美元以下中型銀行之監理規範，包括資本要求、流動性要求及壓力測試等。本次危機事件，將促使監理機關重新檢討對中型銀行之監理力道，並要求金融機構重新審視自身暴險部位，且未來監理機關**若強化銀行資產負債表利率風險，並將其納入資本適足率要求**，可能導致金融情勢更加緊縮。

6. 瑞士信貸 AT1 債券全額減損引發爭議，恐衝擊 CoCo 債券²⁴市場

近期瑞士信貸股東與 AT1 債權人承擔損失順位引發爭議²⁵，恐導致市場對 AT1 債券重新評價，促使銀行所發行之 AT1 CoCo 債券籌資成本上升，影響銀行發行此類債券意願，不利市場發展。此外，未來各國亦須檢討對 CoCo 債券資本適足率計提之管理。

²⁴ 應急可轉換債券(Contingent Convertible Bonds, 簡稱 CoCo 債券)為因應 Basel III 資本監理要求而產生之新種銀行籌資工具，當觸及特定條件時，該債權將轉為股權以承擔銀行損失。

²⁵ 依據歐洲銀行清償架構，AT1 債券為銀行 Tier1 資本，僅次於普通股權益(CET1)，故當銀行破產時，普通股股東最先遭受損失，接著為 AT1 投資人。故對投資人而言，債券條款的设计，AT1 CoCo 債券的損失風險必定低於普通股，但此次瑞士信貸普通股股東卻可以 22.48 股換取 1 股 UBS(共約 30 億瑞郎)，但 AT1 債券本金卻全數減損，有違市場共識。

(五)對我國之影響

1. 我國股市未受重大波及

美歐接連爆出銀行財務危機，市場憂慮金融危機再起及金融業暴險部位減損，**臺灣證交所金融保險類股價指數自 3 月 8 日高點應聲下跌**，3 月 9 日下跌 0.63%，3 月 20 日收在 1,476.62 點，較 3 月 8 日下跌 6.21%；**台股加權指數亦受金融類股價拖累，震盪下跌**，3 月 9 日下跌 0.3%，低於美國 S&P 500 指數當日跌幅 1.5%，惟在美國及瑞士政府迅速介入處理激勵歐美股市下，**3 月 20 日收在 15,419.97 點，守住季線 15,052 點之上，未受重大波及**（圖 11）。

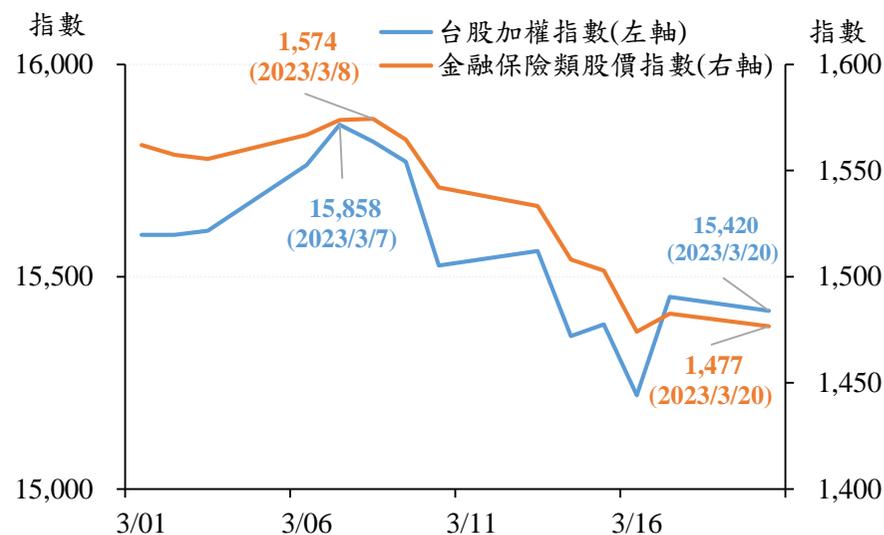
2. 我國金融機構對美國 4 家問題銀行及瑞士信貸之暴險不大，且均未投資瑞士信貸 AT1 債券

根據金管會統計，截至本年 2 月底我國金融業對美國 SVB、Silvergate、Signature 及 First Republic Bank 等 **4 家銀行暴險不高，合計僅新臺幣(以下同)4.10 億元**；對**瑞士信貸暴險約 1,556 億元(次頁表 7)**，尚屬可控。

其中，本國銀行、證券商及期貨商對 4 家美國銀行皆無暴險，僅保險業對 SVB 及 First Republic Bank 分別暴險約 1.5 億元及 0.42 億元，投信基金對 4 家美國銀行之暴險金額為 2.18 億元，兩者合計 4.10 億元，整體金融業暴險有限。

此外，我國金融業對瑞士信貸暴險合計 1,556 億元，其中本國銀行暴險 461 億元，僅占上年底資產總額之 0.07%；

圖 11 近期台股指數走勢



資料來源：Bloomberg。

保險業投資 1,093 億元，僅占可運用資金 0.35%；證券自營商持有 1.97 億元(以帳面成本估計)，境內投信基金僅持有 0.28 億元²⁶，整體暴險仍屬可控；其中，我國金融業投資瑞士信貸在臺發行之國際版債券約 645 億元。另據國內金融業者表示，均未投資瑞士信貸 AT1 債券²⁷。

表 7 我國金融業對美歐危機銀行之暴險

單位：新臺幣億元

項目	美國 4 家問題銀行 ¹	瑞士信貸
銀行業	0	461
證券業(含投信基金)	2.18	2
保險業	1.92	1,093
合計	4.10	1,556

註：1.包括美國 SVB、Silvergate、Signature 及 First Republic Bank。

2.基準日為 112 年 2 月底。

資料來源：金管會 112 年 3 月 20 日立法院財務委員會專題報告「美國銀行倒閉事件是否引發新金融危機及臺灣金融產業暴險程度與因應之道」、112 年 3 月 22 日媒體報導等。

3. 我國銀行業財務體質佳，因應不利衝擊能力提升

(1)本國銀行上年稅前淨利創歷史新高，且資產品質佳

上年本國銀行稅前淨利 3,928 億元(次頁圖 12 左)，較 110 年明顯增加 541 億元或 15.97%，創歷史新高，平均 ROE 及 ROA 亦分別由 110 年之 8.14%及 0.58%上升至 9.33%及 0.62%；上年底逾放比率續降至 0.15%之歷史新低水準，資產品質佳(次頁圖 12 右)。

(2)本國銀行資本適足，且整體流動性風險不高

上年本國銀行平均普通股權益比率、第 1 類資本比率及資本適足率分別為 11.13%、12.46%及 14.68%(圖

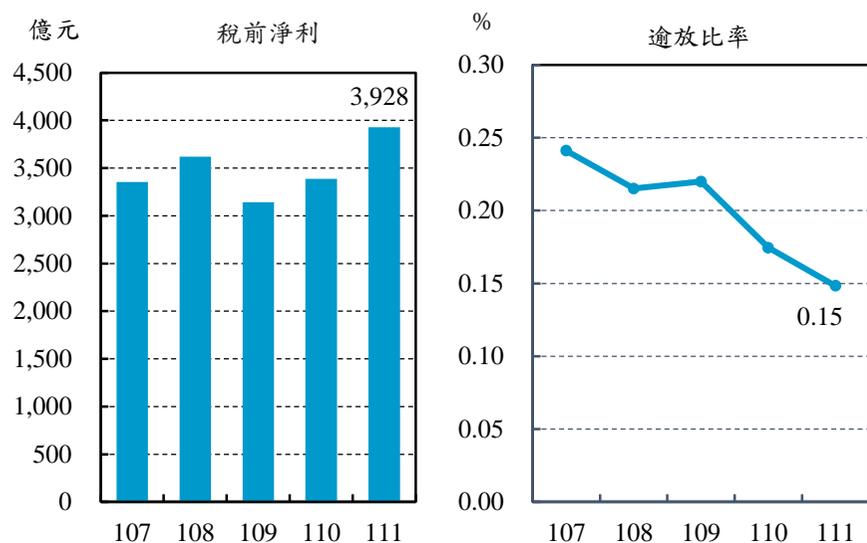
²⁶ 另國人透過境外基金投資之暴險規模約 46.03 億元，占整體境外基金比重僅 0.13%。

²⁷ 另銀行財富管理客戶投資瑞士信貸 AT1 債券約 16 億元。參考 112 年 3 月 22 日經濟日報「財管踩雷 AT1，16 億元泡湯」。

13 左)，均高於法定最低標準²⁸。另金管會指定之中國信託、國泰世華、台北富邦、兆豐、合庫及第一等 6 家系統性重要銀行(D-SIBs)，上年底之資本適足率皆已達年底應符合之要求²⁹，顯示本國銀行整體財務穩健。

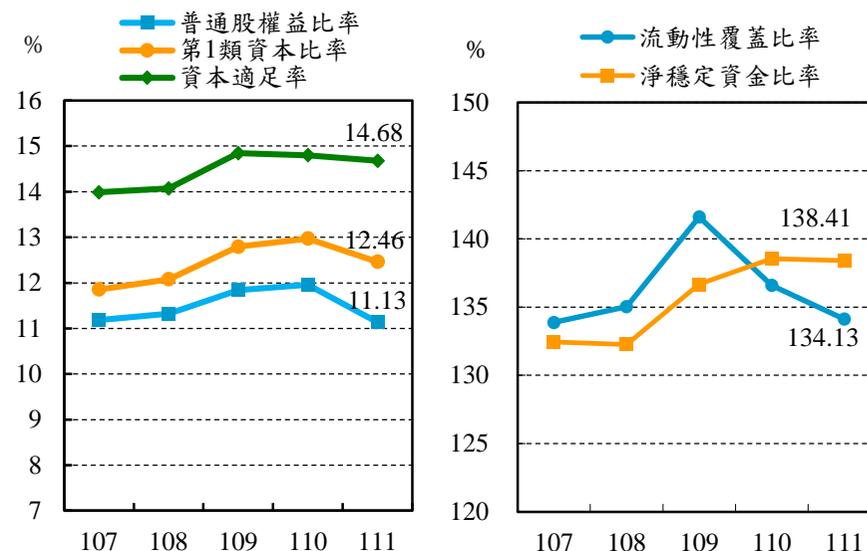
此外，本國銀行平均存款對放款比率為 141.14%，銀行體系資金狀況持續寬鬆，平均流動性覆蓋比率(LCR)及平均淨穩定資金比率(NSFR)分別為 134.13%及 138.41%(圖 13 右)遠高於法定標準 100%，整體流動性風險不高。

圖 12 本國銀行稅前淨利及逾放比率



資料來源：本行。

圖 13 本國銀行資本適足率及流動性相關比率



資料來源：本行。

(3)本國銀行資產負債結構與 SVB 等美國倒閉銀行不同

①SVB 之存款客戶集中於風險相對高之新創產業，且上年底超過 FDIC 保障限額的存款比重高達 86%，資金不穩定性高，而本國銀行國內分支機構(DBU)資金來源以穩定之個人及企業戶存款為主，上年底占存款比重分別為 59.16%及 27.69%，其中民營企業存款以製造業占比(10.02%)最高，批發及零售業(5.17%)次之，且較無集中單一

²⁸ 平均普通股權益比率、第 1 類資本比率及資本適足率之法定標準則分別為 7%、8.5%及 10.5%。

²⁹ 金管會要求 D-SIBs 須額外提列緩衝資本 2%及內部管理資本 2%，並自指定後之次年起分 4 年平均於各年年底前提列完成(其中內部管理資本要求之實施時程延後至 111 年至 114 年逐步提列)。

類型客戶情形。此外，截至上年底，存保基金與金管會金融業特別準備金合計近 3,000 億元，受到最高保額新臺幣 300 萬元保障之存戶比率為 98.01%，加以金融機構存放本行準備金逾 2.5 兆元，存款準備充足。

②SVB 將 56.68% 資金用於長天期債券投資，故受到美國大幅升息之重大衝擊，而**本國銀行資產配置以放款占 57.07% 為主，投資比重不高**(表 8)，**且投資標的多為國內有價證券**，受國際金融市場之衝擊不大。整體而言，本國銀行資產負債結構與 SVB 等倒閉銀行不同，經營相對穩健。

表 8 本國銀行及 SVB 資產負債結構比較

本國銀行				SVB			
資產		負債		資產		負債	
現金	6.64%	存款	79.46%	現金	6.52%	存款	81.74%
投資	27.83%	其他	13.13%	投資	56.68%	其他	10.57%
放款	57.07%	權益	7.41%	放款	34.76%	權益	7.69%
其他	8.46%			其他	2.04%		

註：1. 資料基準日為 111 年底。

2. SVB 投資包括備供出售證券(12.31%)、持有至到期證券(43.12%)及非流通與其他權益證券(1.25%)。

資料來源：SVB；本行編製。

(4)我國升息步調平穩，未如美國加速大幅升息

美國政策利率快速調升引發全球金融市場動盪，尤其許多銀行在資金寬鬆期間累積大量債券投資，當利率反轉快速上升時，即面臨大額評價損失，甚或出現鉅額虧損。相較之下，國內物價漲幅相對歐美溫和，在本行漸進升息下，未造成國內債券市場大幅波動，對於有價證券投資以央行可轉讓定期存單及國內公債為主(占比為 53.23%)³⁰之本國銀行而言，較未受影響。此外，我國升息步調平穩，讓本國銀行有充分時間調整資產負債結構，

³⁰ 本國銀行之有價證券投資國外公債僅占 6.91%。

且升息使本國銀行存放款利差擴大³¹，帶動 111 年獲利創歷史新高。

4. 必要時，本行將充分提供金融體系流動性

美國銀行發生倒閉事件後，瑞士信貸亦爆發財務危機，造成全球金融市場巨幅動盪，並帶動國內股匯市狹幅波動，但我國整體金融市場所受衝擊不大。未來國際金融事件外溢如有引發國內銀行體系資金不正常流出之虞時，本行將充分支應市場流動性，包括採行於全球金融危機時期即備有之擴大附買回操作機制³²，提供金融機構所需資金，以維持金融體系穩定。

(六)結語

近期美國銀行發生倒閉事件及瑞士信貸爆發財務危機，係個別銀行因素所造成，雖然美國及瑞士政府採取立即果斷的行動，以避免銀行危機擴散，但未來不確定性仍高，且該等危機事件後續可能影響主要國家升息路徑、總體經濟、信用供給、金融監理強度等，應持續密切注意。

此外，本國銀行財務體質健全，營運特性亦與 SVB 及瑞士信貸等銀行不同，且未高度參與加密貨幣交易；另在本行升息步調平穩下，本國銀行因存放款利差擴大，111 年獲利創歷史新高。整體而言，我國金融體系應不致於產生系統性風險。本行將隨時密切關注相關事件後續發展，並妥適運用各種政策工具，以維持我國金融穩定。

³¹ 本國銀行存放款利差為由 110 年 12 月底(本行升息前)之 1.24 個百分點，擴大至 111 年底(升息後)之 1.36 個百分點。

³² 本行附買回操作可分為「一般附買回操作機制」及「擴大附買回操作機制」，其中擴大附買回操作機制之操作對象除涵蓋銀行、票券公司及郵政公司外，尚包括證券、保險公司等，附買回期限可達 180 天。

四、近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響

上(2022)年 Fed 為抑制美國嚴峻通膨而加速緊縮貨幣政策，因貨幣政策對總體經濟之影響**具落後性**，其對經濟影響之**累積效果逐漸浮現**，使得各界對美國經濟前景及未來通膨走勢之不確定性日益升高，並導致金融市場對 Fed 未來升息路徑之預期變得相當敏感，更易受到出乎預料的經濟數據、Fed 官員談話及風險性事件之影響，而改變對 Fed 未來升息路徑之預期。

而 Fed 政策利率及升息路徑除影響美債殖利率水準外，尚影響美元匯價與市場風險趨避程度；三者又共同影響全球風險性資產價格。自**上年年底迄今，市場對 Fed 升息路徑之預期大致有三次轉變，造成美國債市、全球匯市及股市出現過度反應(overshooting)及金融市場大幅波動**。首先，**上年 11 月初至本(2023)年 1 月底**，市場樂觀預期美國核心通膨呈降溫趨勢，致逐漸下修對 Fed 本年升息幅度之預期，甚至預期 Fed 或將於本年底前降息，致美債殖利率自 11 月初高點回落，美元走弱，同時風險趨避程度減弱(如美國公司債與公債殖利率之利差縮小)，國際股市走高。

本年 2 月初至本年 3 月 9 日，因美國經濟數據及通膨多高於市場預期，且 Fed 主席 Powell 於國會聽證強調¹，如經濟數據顯示有所必要，3 月會議之升息步調可能再度加速，此導致市場大幅上修 Fed 終端利率(terminal rate)之預期，致各天期之美債殖利率均快速攀升，美元走強，風險趨避程度亦升高，美國公司債利差擴大，亦使國際股市走跌。

自本年 3 月 10 日**美國矽谷銀行(SVB)意外倒閉後，市場擔憂金融緊縮恐使美國經濟成長動能趨緩**，因而對 Fed 升息路徑之預期迅速反轉，在一週內即大幅下修**Fed 終端利率**，甚至一度預期下半年 Fed 可能降息 1 個百分點，致**美國公債殖利率大幅下跌，美元走弱**；惟因**市場風險趨避程度提高**，如美國公司債與公債利差大幅攀升，在前述因素交互影響下，除金融股跌幅較大外，國際股價跌幅較不明顯。

因此，本文先介紹**近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉折變化及其主要原因**，其次說明前述**轉折變化對債市、匯市及股市之影響**，以供外界參考。

¹ Powell, Jerome (2023), “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress,” testimony before *the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C.*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Mar. 8.

(一) 上年 11 月初至本年 1 月底，市場樂觀預期美國通膨將急速降溫，下修 Fed 升息路徑

1. 上年 11 月市場預期本年 Fed 升息終端利率將升至 5.13%，與稍後(上年 12 月)Fed 經濟估測之中位數區間 5.125%(5.0~5.25%)大致相當；惟市場預期本年 Fed 將降息 1 碼，Fed 經濟估測則顯示本年不會降息

(1) 上年 12 月 Fed 經濟估測：預期本年 Fed 將升息 3 碼，使聯邦利率目標區間上升至 5.0~5.25%(中點為 5.125%)，且將維持至本年底(即本年不會降息)。

(2) 上年 11 月初美國通膨甫創下 40 多年來新高，致市場預期本年 Fed 終端利率將升至 5.13%(5.0~5.25%區間)(圖 1)，已大致反映 Fed 上年 12 月之經濟估測值；惟市場認為 Fed 緊縮貨幣政策將使美國經濟放緩，預期本年底聯邦資金利率將降至 4.91%(4.75~5.0%區間)。

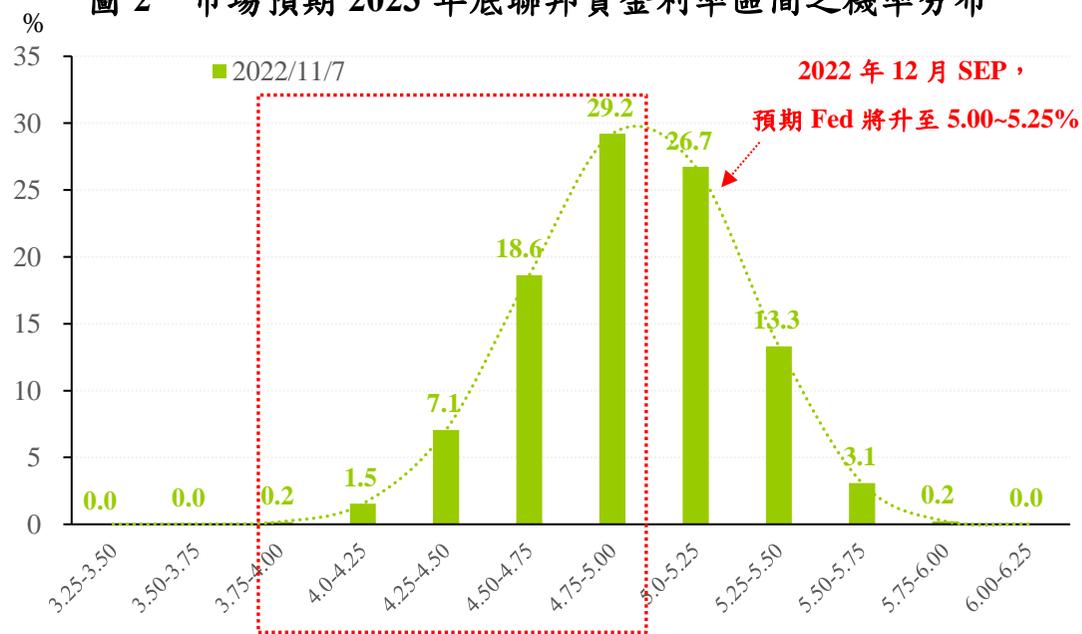
(3) 如依本年底聯邦資金利率之機率分配，上年 11 月 7 日市場預期本年底超過 50%之機率聯邦資金利率區間將低於 5.0~5.25%(即降 1 碼之可能性高，圖 2 紅框內綠色柱狀圖)，此與上年 12 月 Fed 經濟估測本年不會降息不同。

圖 1 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



*根據聯邦資金利率期貨價格推估
資料來源：Bloomberg

圖 2 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



59 資料來源：Bloomberg

2. 自上年 11 月中旬美國通膨明顯走緩，零售銷售等經濟數據亦明顯走弱

(1) 美國通膨在上年 10 月至 12 月期間明顯開始走緩，如美國 CPI 通膨率及 PCE 通膨率分別下降 1.2 及 0.8 個百分點：

核心 CPI 通膨率及核心 PCE 通膨率分別下降 0.6 及 0.5 個百分點(表 1)。

(2) 另上年 11 月及 12 月美國零售銷售月增率連續 2 個月呈負成長，加以 ISM 製造業及 ISM 服務業指數於該期間雙雙跌破榮枯值之 50(圖 3)，其中 ISM 製造業指數創下 2020 年 5 月以來新低，前述現象使市場預期美國經濟陷入衰退之疑慮上揚，致美國公債殖利率下降，其中 2 年期及 10 年期公債殖利率分別下降 61 及 79 個基點。

表 1 上年 11 月至本年 1 月期間公布之美國通膨明顯趨緩

	CPI通膨率	核心CPI通膨率	PCE通膨率	核心PCE通膨率
2022年9月	8.2	6.6	6.3	5.2
2022年10月	7.7	6.3	6.1	5.1
2022年11月	7.1	6.0	5.6	4.8
2022年12月	6.5	5.7	5.3	4.6
2022年10月至12月 降幅(百分點)	-1.2	-0.6	-0.8	-0.5

* 2022 年 9、10 月、11 月及 12 月 CPI 通膨公布日期分別為 2022 年 10 月 13 日、11 月 10 日、12 月 13 日以及 2023 年 1 月 11 日；2022 年 9、10 月、11 月及 12 月 PCE 通膨公布日期分別為 2022 年 10 月 28 日、12 月 1 日、12 月 23 日以及 2023 年 1 月 27 日。

資料來源：Bloomberg

圖 3 上年底美國 ISM 製造業及服務業均跌破榮枯值

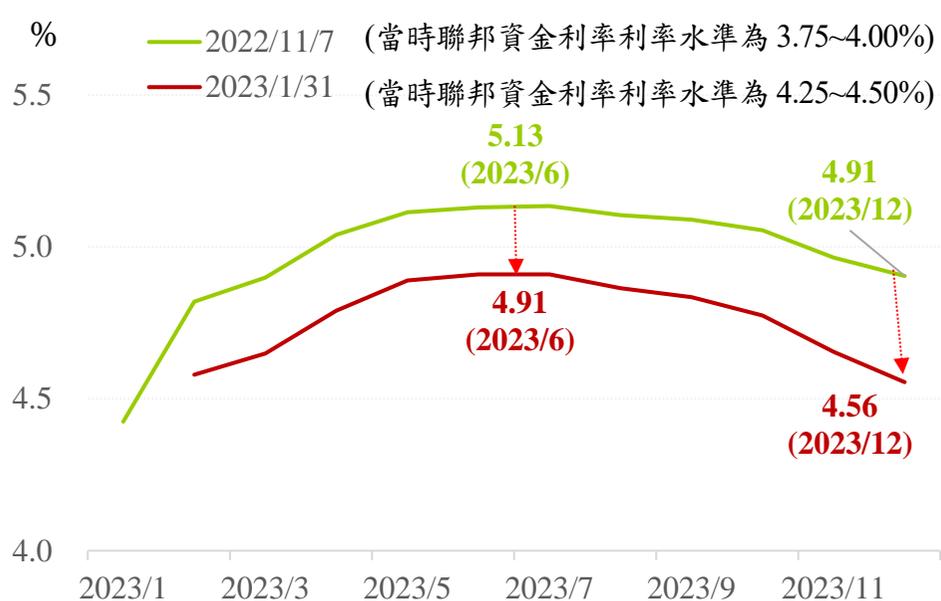


資料來源：Bloomberg

3. 市場下修 Fed 升息路徑之預期，並較上年 12 月 FOMC 之經濟估測值為低

- (1) 本年 Fed 升息終端利率：受前述美國通膨趨緩影響，本年 1 月 31 日市場預期(圖 4 紅色線)本年 6 月終端利率約在 4.91%，低於上年 12 月 Fed 經濟估測之 5.0~5.25%區間及上年 11 月 7 日之市場預期(圖 4 綠色線)。
- (2) 本年底聯邦資金利率及本年下半年降息幅度：本年 1 月 31 日市場預期下修本年底聯邦資金利率至 4.5~4.75%(本年下半年 Fed 降息幅度可能由 1 碼擴大至 2 碼)(圖 4 紅色線)，與上年 12 月 Fed 經濟估測(不會降息)明顯不同。
- (3) 本年底聯邦資金利率區間之機率分布向左移動：本年 1 月 31 日市場預期本年底聯邦資金利率有 32.3%機率落在 4.50~4.75%，另有 29.2%之機率會降至 4.25~4.50% (圖 5 紅色柱狀圖)。

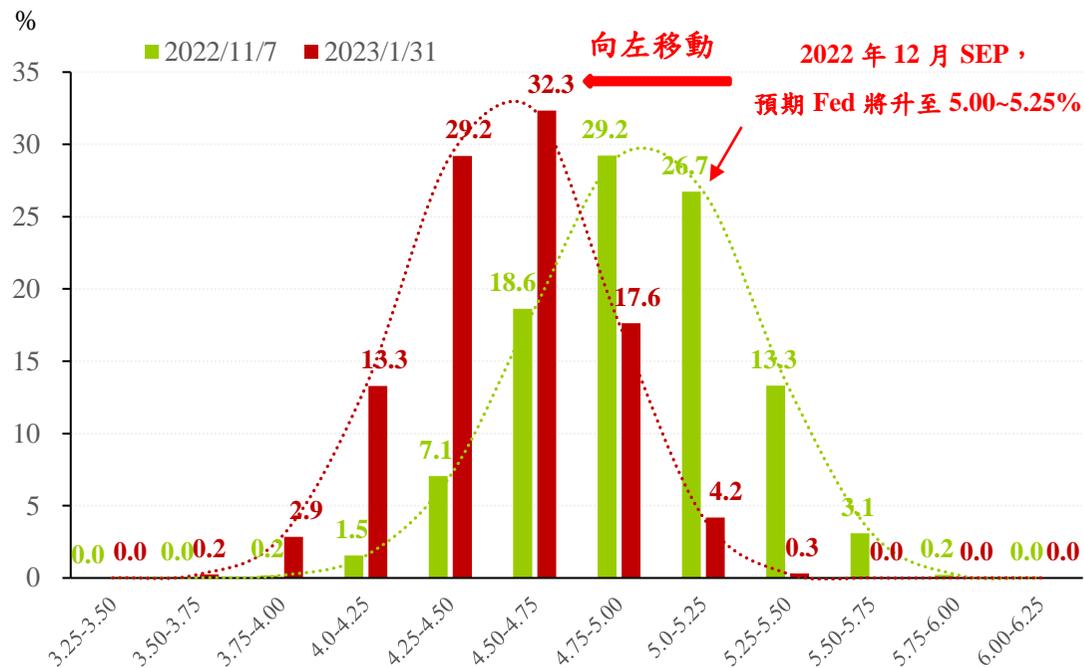
圖 4 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



*根據聯邦資金利率期貨價格推估

資料來源：Bloomberg

圖 5 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：Chicago Mercantile Exchange Group

(二)本年 2 月初至 3 月上旬，由於美國非農及通膨均高於預期，且 Powell 暗示 Fed 可能上修升息幅度，致市場大幅上修 Fed 終端利率至 5.70%

1. 美國非農業就業人口遠優於預期，零售銷售等經濟數據亦優於預期，美國核心通膨仍居高

(1)本年 1 月美國**非農新增就業人口初值**達**51.7 萬人**(圖 6)，創下上年 7 月來新高，且**遠優於市場預期之 18.9 萬人**及上年之月平均 39.9 萬人；失業率創下**歷史新低之 3.4%**；另零售銷售及耐久財訂單亦優於市場預期。

(2)本年 1 月核心 PCE 通膨率為 4.7%，其中核心商品通膨為 2.8%，惟**房租通膨**上升至**本年 1 月之 8.0%**，創 1982 年 7 月以來新高，而 Fed 主席 Powell 偏好之**核心服務(不含住宅)通膨(即 supercore inflation)**上升至 4.6%²，創上年 6 月以來新高，且**遠逾 2015 年至 2019 年平均之 2.1%**(圖 7)。

圖 6 美國非農新增就業人口

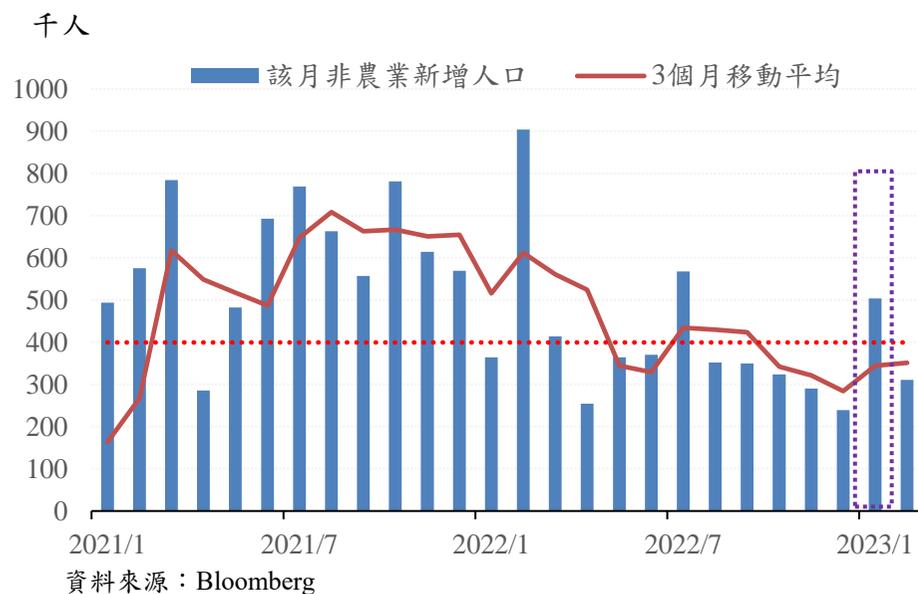


圖 7 PCE 核心商品通膨、核心服務(不含房租)通膨及房租通膨



² 本年 2 月美國核心 CPI 通膨率亦可依照 Fed 主席之方式拆解；其中核心商品通膨已大幅回落至疫情前水準，而房租通膨由本年 1 月 7.9% 上升 0.2 個百分點至本年 2 月之 8.1%，創 2013 年 2 月以來新高；另核心服務(不含住宅)通膨雖下滑至本年 2 月之 6.0%，惟仍處於較高水準。

2. Fed 主席 Powell 暗示，可能上修本年 Fed 升息幅度

(1)本月 7 日 Fed 主席 Powell 於國會聽證指出，本年初以來美國經濟表現較預期強韌(圖 8)，加以核心商品通膨雖呈趨緩且預期房租通膨亦可望放緩，惟**核心服務(不含房租)通膨(其權重占核心通膨逾 50%)**尚未出現趨緩跡象，故**本次升息循環之終端利率可能較上年 12 月之經濟估測更高**。另當前美國薪資成長率仍遠高於達成物價穩定目標之相對應水準(按平均時薪年成長率 3.0~3.5%)(圖 9)。

(2)Powell 並暗示，若美國經濟數據持續表現強勁，Fed **不排除於本年 3 月加速升息步調，並維持限制性水準(restrictive level)更長一段期間，市場解讀未來 Fed 終端利率將更高且維持更長一段期間才會降息(higher and longer)**。

圖 8 近期美國經濟數據優於預期(美國經濟驚奇指數)



註：此處採用高盛編製之美國經濟驚奇指數，該指數大於 0 表示，經濟數據優於預期。

資料來源：Bloomberg

圖 9 美國薪資成長率仍在相對高檔水準



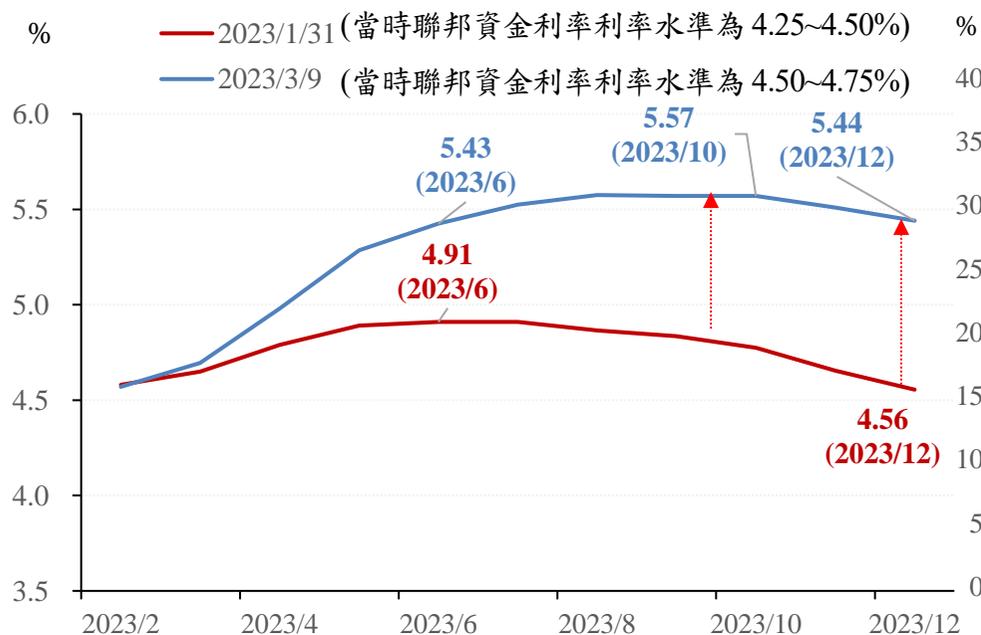
資料來源：Bloomberg

3. 市場大幅上修 Fed 升息路徑之預期，並超越上年 12 月 FOMC 之經濟估測區間

- (1) 本年 Fed 升息終端利率：受到前述美國經濟數據優於預期及 Fed 主席暗示提高終端利率之影響，本年 3 月 9 日市場預期(圖 10 藍色線)Fed 升息高點將更高，並將升息至 10 月之 5.5~5.75% 區間。
- (2) 本年底聯邦資金利率：本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率上修至 5.44%，接近 10 月升息頂峰時之終端利率，代表市場亦預期本年下半年 Fed 應不會降息(圖 10)。
- (3) 本年底聯邦資金利率區間之機率分布亦大幅向右移動：

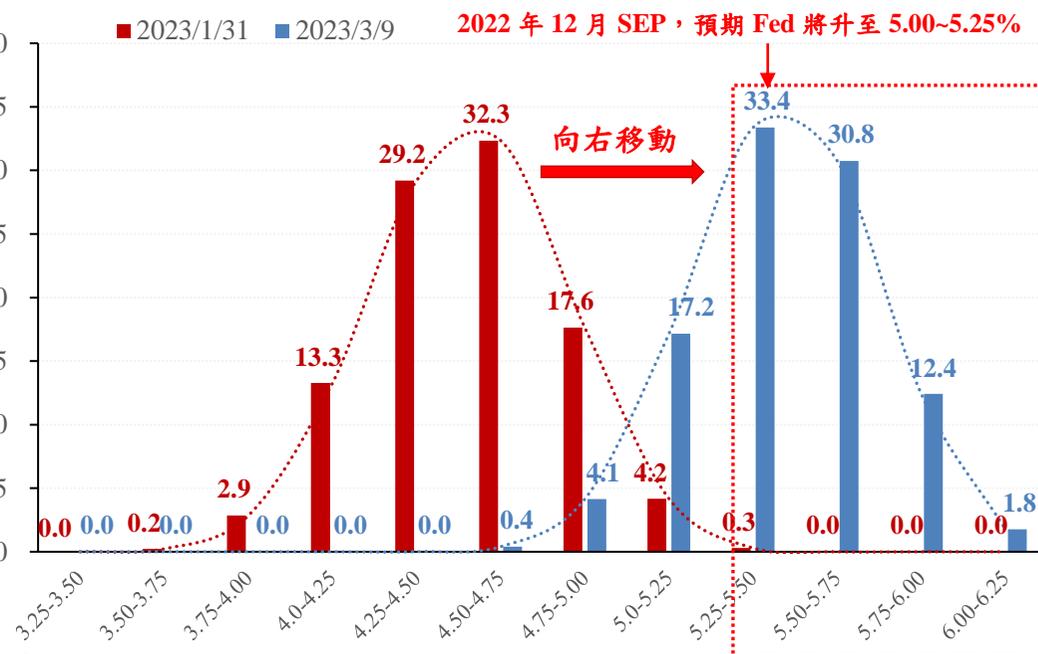
- 本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率區間有 33.4% 機率落在 5.25~5.50%，大幅上修 75 基點(圖 11 藍色柱狀圖)。
- 另本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率區間有近八成機率在 5.25~5.50% 以上(圖 11 紅框內藍色柱狀圖)。

圖 10 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



*根據聯邦資金利率期貨價格推估
資料來源：Bloomberg

圖 11 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：Chicago Mercantile Exchange Group

(三) 矽谷銀行等銀行被接管事件導致市場大幅下修本年 Fed 終端利率，且預期下半年 Fed 可能大幅降息

1. 本月 10 日 **矽谷銀行及 Signature 銀行意外倒閉**並由 FDIC 接管，導致**美國銀行類股指數及美國公債殖利率下跌**

(1)本月 12 日美國 Fed、財政部及 FDIC 聯合發布緊急穩定市場措施³，惟部分**信評機構示警準備調降**部分美國地區銀行信評展望或調降**第一共和銀行**(First Republic Bank)之評等⁴，加以本月 15 日**瑞士信貸**(Credit Suisse)亦受市場質疑致股價大跌，導致市場紛紛拋售有經營疑慮之銀行股票，金融類股大跌，金融市場大幅震盪。

(2)如自本月 10 日 SVB 事件爆發迄 3 月 20 日，**S&P 及 KBW 編製之美國地區銀行指數**⁵分別下跌 **17.2%及 10.2%**；其中第一共和銀行股價**重挫 87.3%**(圖 12)；另美國金融情勢指數及(VIX)恐慌指數均呈現上揚(圖 13)。

圖 12 美國地區銀行指數及第一共和銀行股價

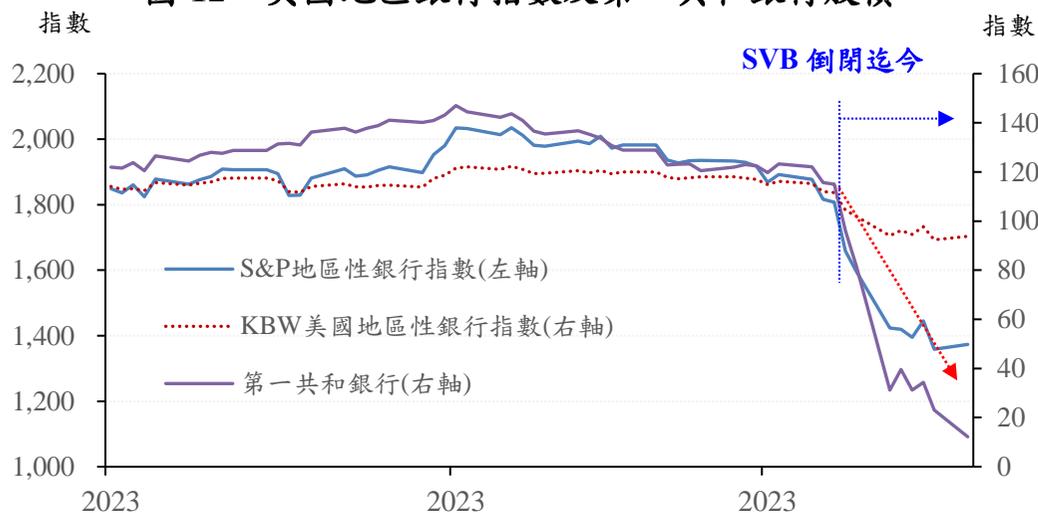
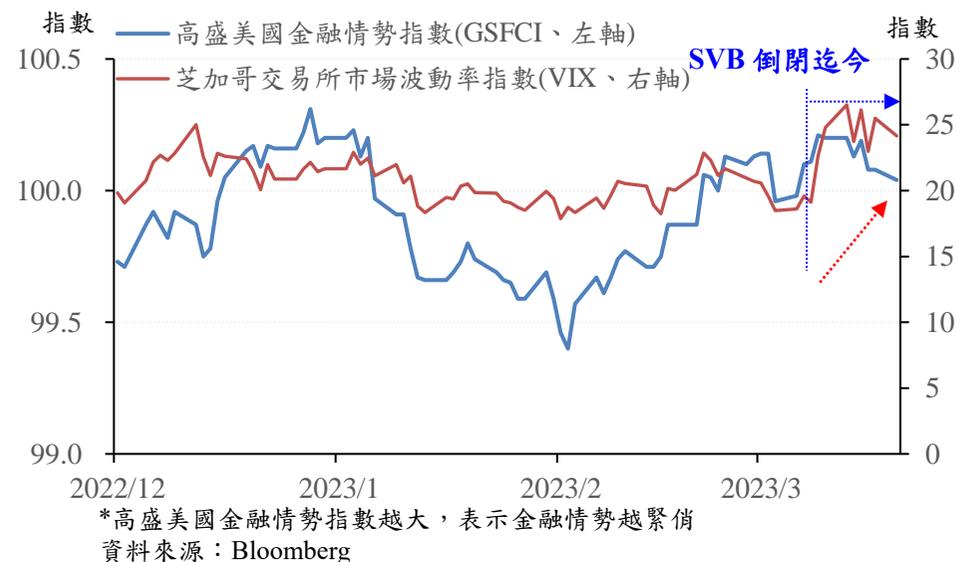


圖 13 美國金融情勢指數及市場波動率指數



³ 包含：(1)該銀行客戶存款均獲得全額保障，且存款戶從本月 13 日即可領取所有存款；(2)推出銀行定期融資方案(Bank Term Funding Program, BTFP)，提供銀行最長可達 1 年貸款，利率為 1 年期隔夜指數交換(Oversight Indexed Swaps, OIS)利率加上 10 基點；(3)持續提供銀行可透過貼現窗口取得擔保融通。

⁴ Singh, Hardika (2023), "S&P Global Downgrades First Republic—Again," The Wall Street Journal, Mar. 19; Feng, Rebecca (2023), "Moody's Places Six U.S. Banks Under Review for Ratings Downgrades," The Wall Street Journal, Mar. 14.

⁵ S&P 地區性銀行指數係由 S&P 編製，由 140 家具代表性美國地區銀行組成，該指數由成分股市值加權平均；KBW 地區性銀行指數係由 Keefe、Bruyette 及 Woods 編製，由 50 家具代表性美國地區銀行組成，該指數由成分股市值加權平均。

2. 美國數起銀行倒閉事件致市場大幅下修 Fed 升息路徑之預期

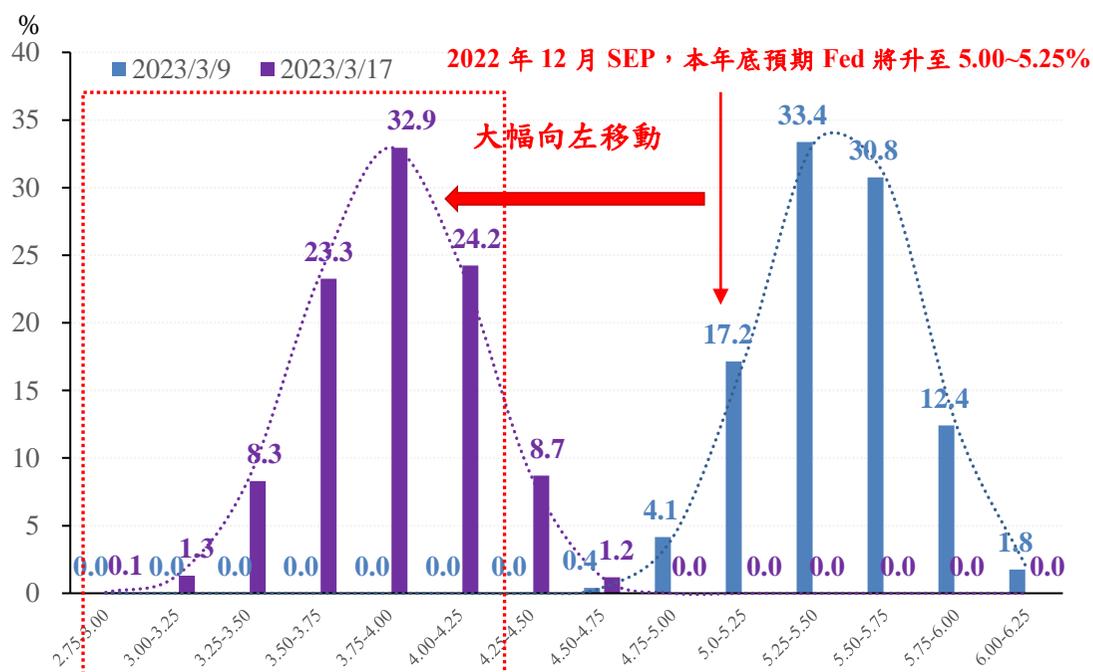
- (1) 本年 Fed 升息終端利率：本年 3 月 9 日市場預期(圖 14 藍色線)約在 10 月達升息頂峰 5.57%；本年 3 月 17 日市場預期(圖 14 紫色線)升息高點提前至 5 月(約在 4.79%)，較本年 3 月 9 日市場預期下修 78 基點。
- (2) 本年底聯邦資金利率：本年 3 月 9 日市場預期約在 5.44%，即下半年幾乎不會降息(圖 14 藍色線)；本年 3 月 17 日下修至 3.88%，已較 5 月終端利率預估值低 91 基點，代表下半年 Fed 或將大幅降息(圖 14 紫色線)。
- (3) 本年底聯邦資金利率區間之機率分布亦大幅向左移動：

- 本年 3 月 9 日市場預期本年底聯邦資金利率區間有 33.4% 機率落在 5.25~5.50%(圖 15 藍色柱狀圖)；至本年 3 月 17 日有 32.9% 機率落在 3.75~4.00%(圖 15 紫色柱狀圖)，大幅下修 150 基點。
- 另本年 3 月 17 日市場預期本年底聯邦資金利率區間約有 90% 機率在 4.00~4.25% 或以下(圖 15 紅框內紫色柱狀圖)。

圖 14 利率期貨隱含之 Fed 升息路徑*



圖 15 市場預期 2023 年底聯邦資金利率區間之機率分布



*根據聯邦資金利率期貨價格推估
資料來源：Bloomberg

3. 美歐部份銀行之經營危機事件亦導致美歐面臨流動性壓力，投資風險趨避程度增加，金融市場震盪劇烈

- (1) 本月 15 日 Fed 透過貼現窗口約提供 **1,529 億美元**，該金額已超過 **2008 年全球金融危機時**之 1,107 億美元，反映出**美國之金融體系面臨流動性壓力**(圖 16)。另自本月 9 日迄今，美國公債殖利率大幅下降，代表**投資風險趨避程度增加**(即**更加厭惡風險**)(圖 17)。
- (2) 未來宜密切觀察前述經營危機事件是否出現連鎖效應，**影響銀行創造信用之能力與意願**，進而拖累經濟成長動能，甚或導致經濟衰退。例如，與 Fed 升息路徑最為相關之 2 年期公債殖利率於本月 13 日創下 1982 年以來之單日最大跌幅(61 基點)，且 **3 日累計跌幅達 109 基點**(3 月 9 日至 13 日)，亦創下 1987 年 10 月以來最大；此反映市場已開始**擔憂美歐銀行經營危機事件將導致銀行放緩信用創造**，並將**拖累美國實體經濟表現**⁶。

圖 16 Fed 貼現窗口(discount windows)之融通規模

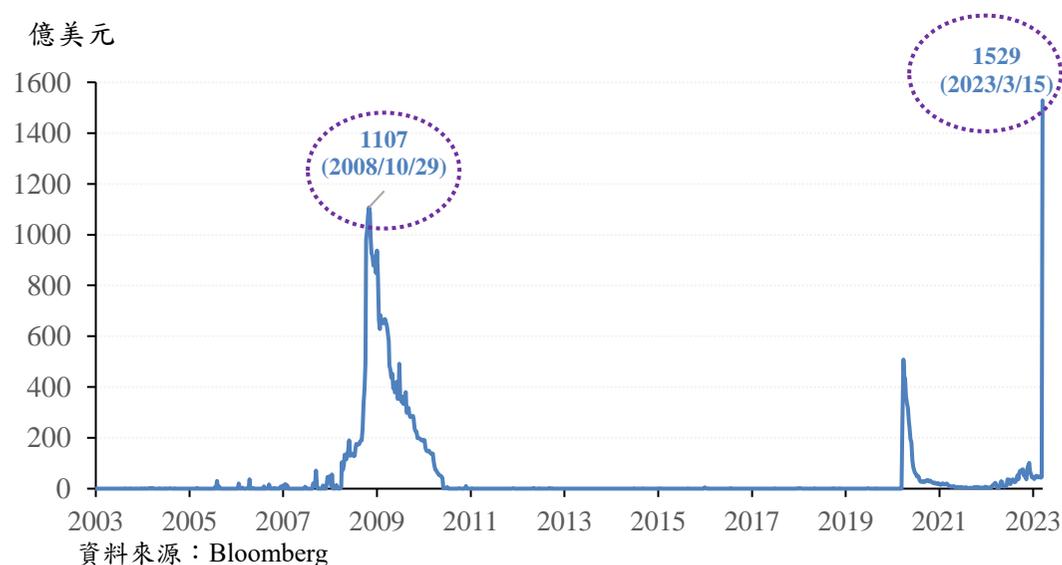
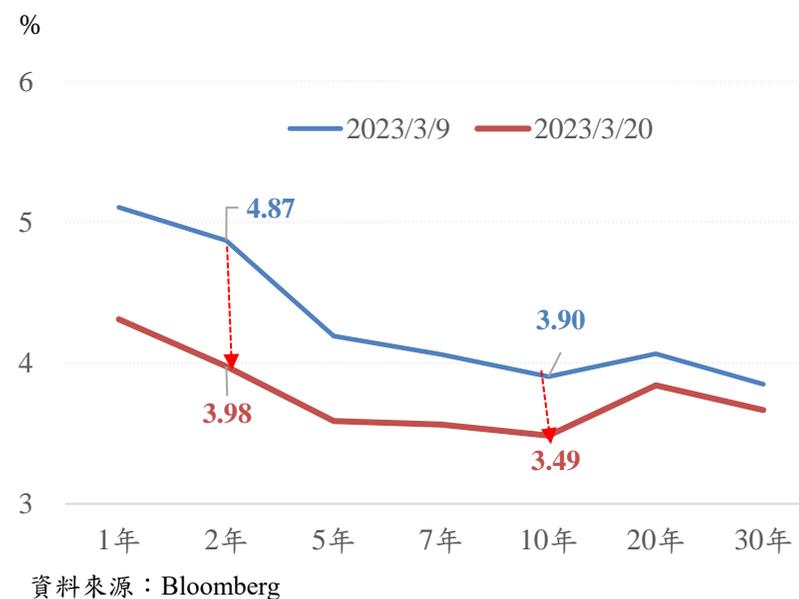


圖 17 美國公債殖利率曲線



⁶ Fernandez, Bob (2023), "Pro Take: Banking Crisis Could Lend Fed a Hand in Inflation Fight," *The Wall Street Journal*, Mar.14. ; Choi, Candice (2023), "The Banking Crisis: A Timeline of Silicon Valley Bank's Collapse and Other Key Events," *The Wall Street Journal*, Mar.15 ; Timiraos, Nick (2023), "Bank Failures, Market Turmoil Fuel Bets on a Pause in Fed Interest-Rate Increases," *The Wall Street Journal*, Mar.15.

(四) 市場對聯邦資金利率之預期變動及美債殖利率水準亦影響全球股市及匯市

由於 Fed 貨幣政策將影響美元走勢，兩者與市場風險偏好會形成全球共同因素，影響全球金融循環循環，進一步影響風險性資產價格及資本移動⁷。當市場下修 Fed 升息路徑預期時，最能反映未來 Fed 貨幣政策立場之 2 年期美國公債殖利率將下跌(如升息循環高點較低或降息時點提前)，拖累美元走勢。反之，亦然。

1. 對美元指數(DXY)及國際匯市之影響(圖 18 及表 2)：

- (1) 上年 11 月 7 日至本年 1 月底：由於市場下修 Fed 升息路徑預期，2 年期美國公債殖利率下跌 52 基點，使得美元指數下跌 7.3%，其他主要貨幣對美元均升值。
- (2) 本年 2 月至 3 月 9 日：因市場上修 Fed 升息路徑預期，2 年期美國公債殖利率上漲 67 基點，帶動美元指數反彈 3.1%，其他主要貨幣對美元匯率均貶值。
- (3) 本年 3 月 10 日迄今(2023/3/20)：SVB 等銀行倒閉事件帶來負面衝擊，加以市場大幅下修 Fed 升息預期影響，2 年期美國公債殖利率下跌 89 基點，使得美元指數下跌 1.9%，其他主要貨幣對美元均升值。

圖 18 美國 2 年期公債殖利率及美元指數



資料來源：Bloomberg

表 2 美元指數及全球主要貨幣對美元匯率於三段期間之變動

單位：%

	第一階段 2022/11/7-2023/1/31	第二階段 2023/2/1-2023/3/9	第三階段 2023/3/10-2023/3/20	2022/11/7-2023/3/20
美元指數	-7.3	3.1	-1.9	-6.2
日圓	12.7	-4.5	3.7	11.7
歐元	8.4	-2.6	1.3	7.0
韓元	13.7	-6.8	0.9	7.0
英鎊	7.0	-3.2	3.0	6.6
人民幣	7.2	-3.1	1.1	5.0
新臺幣	6.8	-2.5	0.7	4.9
新加坡幣	6.6	-2.9	1.2	4.8
澳幣	8.9	-6.6	1.9	3.7
加幣	1.4	-3.8	1.2	-1.2

*美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編製，其組成權重分別為歐元(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

⁷ 參見中央銀行(2022)，「美國貨幣寬鬆或緊縮與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 22 日。

2. 對全球債市之影響(表 3)

- (1) 上年 11 月 7 日至本年 1 月底：由於市場下修 Fed 升息路徑預期，10 年期美國公債殖利率下跌 71 基點，使得其他主要國家 10 年期公債殖利率多下跌，僅日本例外⁸；代表投資者風險趨避程度的美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差縮小。
- (2) 本年 2 月至 3 月 9 日：因市場上修 Fed 升息路徑預期，10 年期美國公債殖利率上漲 40 基點，帶動其他主要國家 10 年期公債殖利率上揚，美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差亦上升。
- (3) 本年 3 月 10 日迄今(2023/3/20)：SVB 等銀行倒閉事件帶來負面衝擊，加以市場大幅下修 Fed 升息預期影響，10 年期美國公債殖利率下跌 42 基點，其他主要國家 10 年期公債殖利率亦下跌。值得注意的是，美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差因反映信用風險而急遽擴大，同時反映在 S&P 金融指數出現重挫(圖 19)。

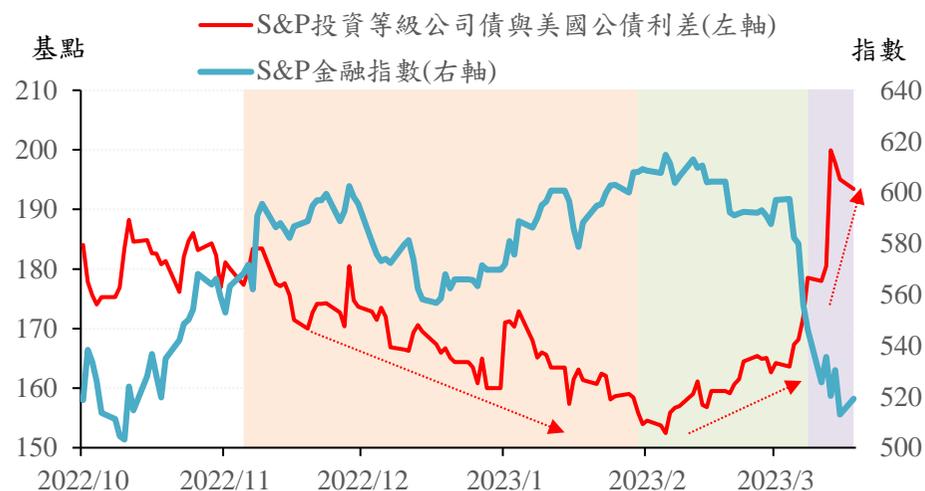
表 3 主要國家 10 年期公債殖利率於三段期間之變動

單位：基點

國別	第一階段 2022/11/7-2023/1/31	第二階段 2023/2/1-2023/3/9	第三階段 2023/3/10-2023/3/20	2022/11/7-2023/3/20
美國	-71	40	-42	-73
加拿大	-69	24	-34	-79
台灣	-65	3	-7	-69
新加坡	-54	43	-56	-67
澳洲	-35	16	-47	-66
義大利	-33	23	-40	-50
英國	-31	46	-49	-33
德國	-6	36	-52	-22
日本	24	1	-26	-1

資料來源：Bloomberg

圖 19 美國 S&P 投資等級公司債與 10 年期美國公債利差及 S&P500 之金融子指數



美國投資等級公司債與 10 年期美國公債利差係指美國 S&P 投資等級公司債(信評至少為 BBB-)平均利率減掉 10 年期美國公債殖利率。資料來源：Bloomberg

⁸ 上年 12 月 20 日 BoJ 擴大 10 年期殖利率控制區間(由 0 上下 25 個基點擴大至 0 上下 50 個基點)，致市場預期 BoJ 可能於本年開始進行貨幣政策正常化，帶動日本公債利率上揚。

3. 對美國股市及全球股市之影響(圖 20 及表 4)

當市場預期 Fed 貨幣政策更加緊縮，國際美元走強，風險趨避(厭惡風險)程度增加，美股及全球股市通常呈現下跌。

- (1) 上年 11 月 7 日至本年 1 月底：市場下修 Fed 升息路徑預期，美債殖利率下降，美元走弱，帶動美國 S&P500 指數、MSCI 全球指數及新興市場指數分別上揚 7.1%、9.7%及 14.9%。
- (2) 本年 2 月至 3 月 9 日：市場上修 Fed 升息路徑預期，美債殖利率上升，美元走強，拖累美國 S&P500 指數、MSCI 全球指數及新興市場指數分別下跌 3.9%、3.4%及 6.1%。
- (3) 本年 3 月 10 日迄今(2023/3/20)：SVB 等銀行倒閉事件使市場下修 Fed 升息路徑之預期(美國公債殖利率下降)，美元因而走弱，兩者部分抵銷市場風險趨避程度增加之影響，國際股市漲跌互見，如 S&P500 指數(上漲 0.8%)、MSCI 全球指數(-0.5%)及新興市場指數(-2.6%)。

圖 20 MSCI 全球股市指數及 MSCI 新興市場指數



資料來源：Bloomberg

表 4 全球主要股市於三段期間之變動

單位：%

股價指數	第一階段 2022/11/7-2023/1/31	第二階段 2023/2/1-2023/3/9	第三階段 2023/3/10-2023/3/20	2022/11/7-2023/3/20
台灣TWSE	15.4	3.3	-2.2	16.6
那斯達克	9.7	-2.1	3.0	10.5
德國DAX	11.8	3.3	-4.5	10.3
MSCI全球指數	9.7	-3.4	-0.5	5.7
上證綜合	5.8	0.6	-1.3	5.1
MSCI新興市場指數	14.9	-6.1	-2.6	5.1
S&P 500	7.1	-3.9	0.8	3.8
英國FTSE	6.5	1.4	-6.0	1.4
南韓KOSPI	2.2	-0.2	-1.6	0.3
新加坡STI	7.1	-4.5	-2.3	-0.0
道瓊工業	3.8	-5.4	-0.0	-1.8
日經225	-0.7	4.7	-5.9	-2.1

70 資料來源：Bloomberg

(五) 結論

1. 上年 Fed 強力升息效應逐漸發酵，市場對 Fed 升息路徑極度敏感：自上年 3 月 Fed 強力升息以來，已累計升息 4.50 個百分點，並於 6 月啟動縮表(QT)。由於貨幣政策的效果常具**落後性(time lag)**，前述緊縮政策所**累積的效果已逐漸在經濟表現及金融體系上發酵**，如**經濟成長趨緩、通膨亦呈下滑**，惟其未來走勢之**不確定性上升**，導致上年 11 月迄今，**市場所預期 Fed 的升息路徑呈現一再出現大幅轉折**，且其變動幅度及方向均為近年所罕見，並導致金融資產價格上下變動，**市場波動加劇**。此反映在上年 Fed 大幅升息後，市場預期變動已更容易受到出乎預料的經濟數據、Fed 官員談話及風險性事件之影響。
2. 本月 SVB 等銀行倒閉，凸顯 Fed 高強度緊縮政策對部分產業及金融部門所帶來的衝擊⁹：在 SVB 事件後，**美國主管機關於 3 月 12 日緊急推出因應方案**，**多家美國大型銀行亦共同挹注受市場質疑之第一共和銀行**；在歐洲並波及**瑞士信貸**而出現**經營危機**，之後 **UBS** 於本月 19 日**出面收購瑞士信貸**，同日全球 6 大央行並建立短期常備美元流動性交換。此次事件在相關主管機關的積極因應下，**市場不安情緒已暫獲舒緩**；惟部分經濟學家擔憂由於金融體系出現流動性壓力，金融機構或將緊縮貸放條件，進而不利民間部門的信用創造¹⁰，並導致實體經濟動能放緩¹¹，致**出現 Fed 將於本年下半年降息 75 基點之預期**，美國不同天期之公債殖利率均大幅下跌，美元走弱，金融市場波動加劇。

⁹ 2020 年至 2021 年期間因 SVB 吸收矽谷地區新創公司(start-up)的鉅額存款，使該銀行存款由 2019 年底之 629 億美元，大幅增加至 2021 年底之 1,914 億美元，同時間該銀行在利率相對低檔時購買大量且長天期的美國公債及機構債券。2022 年 3 月起 Fed 大幅升息，不僅使前述新創公司營運受到影響，如新創公司籌設較困難，募資能力下降，且需要更多現金的周轉，因此造成新創公司提領在 SVB 存款(SVB 客戶存款大量流失)，加以 **SVB 前述債券部位因利率上揚而面臨龐大的未實現損失**，均使渠等營運(流動性)面臨更大的挑戰。

¹⁰ Barclays 預估，鑑於**美國地區銀行提供之貸款占整體民間信用之 42%**，當渠等銀行因 SVB 事件而緊縮放款條件時，可能會使**美國 GDP 成長率減少 0.25~0.5 個百分點**(參見 Keller, Christian, Mark Cus Babic, Akash Utsav(2023), “Financial Dominance... not yet,” *Barclays Economic Research*, Mar.17)

¹¹ Wilcox, David (2023), “US INSIGHT: More Than Just SVB - Others Were in the Same Boat,” *Bloomberg Intelligence*, Mar.17；Krugman, Paul (2023), “Three and a Half Myths About the Bank Bailouts,” *The New York Times*, Mar.16.

3. Fed 貨幣政策具有外溢效應，並會影響全球金融情勢：Fed 政策利率及升息路徑為影響美債殖利率水準之關鍵，加以聯邦資金利率之走勢及美債殖利率水準均為影響國際股債匯市之重要因素，尤其當市場預期 Fed 進一步緊縮貨幣政策時(如上修終端利率水準時)，國際股市多呈下跌，主要經濟體公債殖利率多呈上揚，美元指數多呈上漲；反之，當市場預期 Fed 放緩緊縮貨幣力道時(如下修終端利率水準或預期 Fed 降息時點提前時)，國際股市多呈上揚，主要經濟體公債殖利率多呈下跌，美元指數多呈下跌。
4. 本月 Fed 面臨「金融穩定」與「物價穩定」何者優先之抉擇¹²：由於當前大型金融機構之體質及其所受之監管，已較當年全球金融危機更為健全，因此各界多預期此次事件應不致引發金融體系之系統性風險。近期 SVB 倒閉等事件雖使得**金融市場出現 Fed 應以「金融穩定至上」而放緩升息之主張**，市場亦迅速改變對**Fed 升息路徑之預期**；惟部分經濟學家基於當前**美國勞動市場仍呈緊俏且服務通膨仍高**，認為**Fed 仍應繼續緊縮貨幣政策**，如**美國前財長 Larry Summers 認為**，本年 3 月 Fed 仍應升息 1 碼以因應高通膨問題¹³。由於**當前美國金融情勢轉趨緊縮**，**美國經濟成長動能勢將受影響**，但因仍面臨緊俏的勞動市場，**Fed 貨幣政策之決策難度提高**，**各界對 Fed 升息路徑之看法亦將更加分歧**，可能加劇金融市場波動。

¹² Timiraos, Nick (2023), "Federal Reserve Faces Tough Decision on Rate Increase," *The Wall Street Journal*, Mar. 20 ; Dudley, Bill (2023), "The Fed Can Fight Both Inflation and Bank Contagion," *Bloomberg Opinion*, Mar. 20.

¹³ Anstey, Christopher (2023), "Summers Says Quarter-Point Fed Hike Next Week Still Appropriate," *Bloomberg News*, Mar. 13.

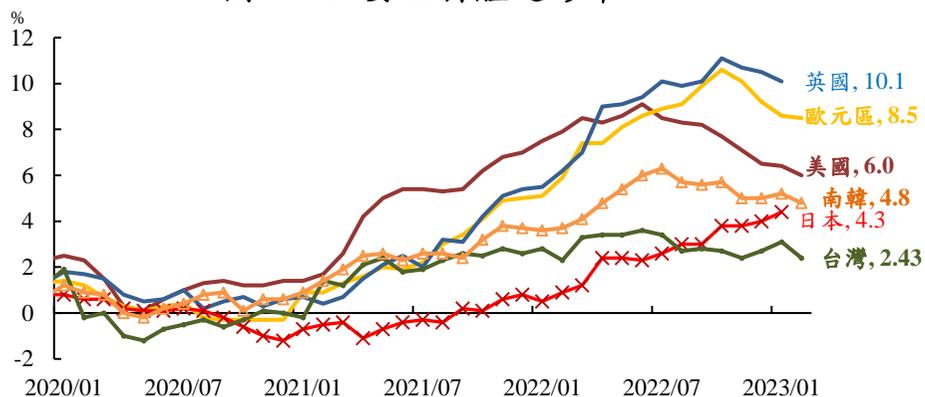
五、主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應及本行貨幣政策之因應

上(2022)年美國聯邦準備體系(Fed)等多數央行，採積極緊縮貨幣之「冷火雞」(cold turkey)策略¹對抗高通膨。然美國為全球經濟金融重心，美元為國際主要貨幣，美國快速且大幅升息，透過貿易、金融及匯率管道，傳遞緊縮貨幣之外溢效應(spillover effect)，對其他經濟體影響甚大。除主要經濟體升息對台灣帶來外溢緊縮效應外，由於我國政府積極採行能源及食物價格平穩措施(即供給面措施)有效，加以本行續採緊縮貨幣政策，抑制國內通膨預期心理，使上年台灣通膨率相對主要經濟體溫和。在考量台灣物價漲幅相對溫和，且主要央行持續升息帶來外溢緊縮效應下，本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策(gradualism)，有助達成促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

(一) 上年主要經濟體通膨率多攀高，帶動美國等多數央行積極緊縮貨幣政策

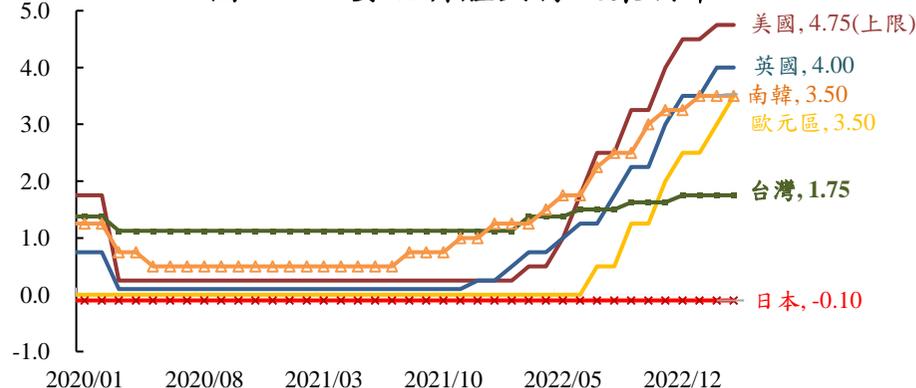
1. 上年疫後經濟復甦，加以爆發俄烏戰爭，糧食與能源價格大漲，帶動全球通膨率攀高(圖 1)；其中 GDP 合計占全球比重約達 43% 的美、歐、英，其通膨率較高，升息幅度亦較大，「冷火雞」策略之緊縮貨幣將產生龐大外溢效應。
2. 上年 3 月以來，美國積極調升利率，目前聯邦資金利率目標區間上限已達 4.75%，緊縮力道明顯(圖 2)。

圖 1 主要經濟體通膨率



註：除英國、日本為本年 1 月數據，其餘經濟體為本年 2 月數據。
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 主要經濟體央行政策利率



註：各經濟體通膨率為消費者物價年增率；美國政策利率為上下限目標區間，圖中以上限表示；歐元區政策利率取主要再融通操作利率。
資料來源：各國官方網站、Refinitiv Datastream

¹ 「冷火雞」策略係經濟學家用來形容政府因應通膨的處理方式，旨在儘速抑制通膨預期，透過激進緊縮貨幣，期能使通膨率迅速下降，惟恐將以大幅失業之經濟硬著陸(hard landing)為代價，該策略有別於漸進主義(gradualism)透過緩步貨幣緊縮使通膨率溫和下降。

(二)美國為全球經濟金融重心，美元為國際主要貨幣，Fed 緊縮貨幣之外溢效應影響全球經濟金融

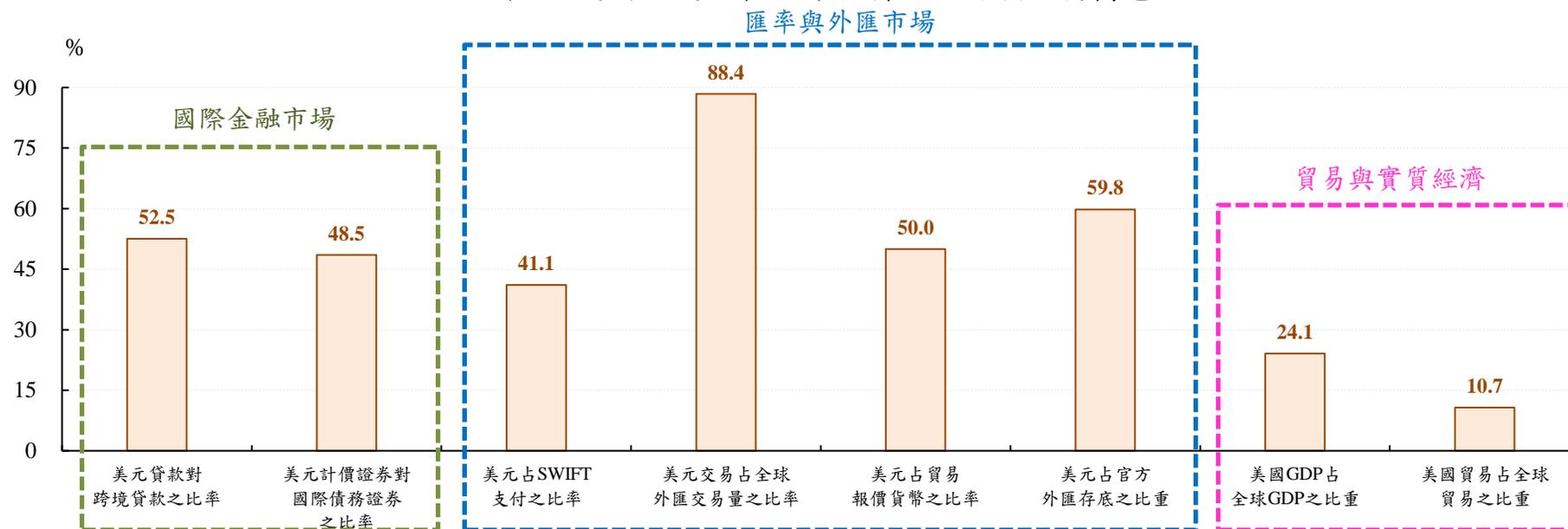
1. 美國是當前全球經濟規模最大國家，且美元是主要國際貨幣，美國亦為國際金融中心。

(1) **美國係全球經濟規模最大國家**，GDP 全球占比達 24.1%，且貿易總額僅次於中國大陸居全球第二，占比亦達 10.7%，在全球貿易與實質經濟扮演重要角色(圖 3)。

(2) **美元為主要國際貨幣**，如美元於全球官方外匯存底的幣別占比近 60%，在全球外匯交易量(foreign exchange turnover)占比亦高達 88.4%²，**對全球外匯市場有重大影響**(圖 3)。

(3) 美元貸款對跨境貸款之比率達 52.5%，美元計價證券對國際債務證券之比率亦達 48.5%，**美元貸款與美元計價證券在國際金融市場扮演重要角色**(圖 3)。

圖 3 美國及美元在全球經濟金融扮演重要角色



註：美元占 SWIFT 支付之比率最新資料為 2022 年 Q3，資料來自 SWIFT (2022), RMB Tracker Oct.；美元交易占全球外匯交易量之比率最新資料為 2022 年，資料來自 Patrick McGuire (2022), “2022 Triennial Central Bank Survey,” BIS, Oct. 27；美元占貿易報價貨幣之比率最新資料 2022Q3，資料來自 IMF COFER。

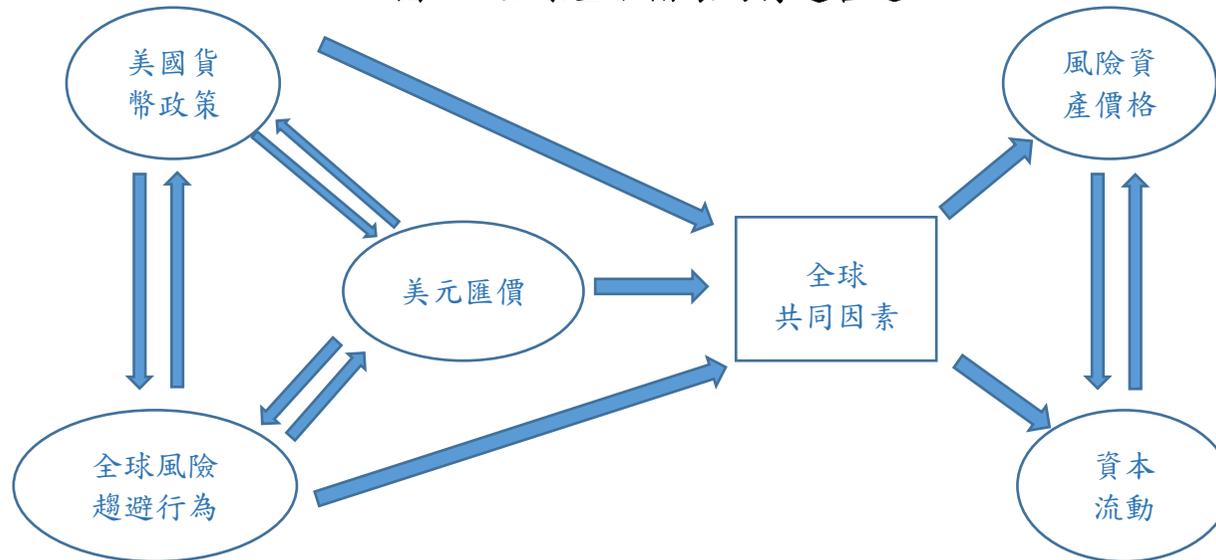
資料來源：除上述註外，其餘資料來自 Obstfeld, M. and H. Zhou (2023), “The Global Dollar Cycle,” *NBER working paper*, No.31004, National Bureau of Economic Research.

² 交易量為成交量之 2 倍，因此所有幣別交易量之占比總和為 200%。

(4) 除上述條件外，美國**金融市場領先全球**，**紐約為金融中心**，因此，**美國緊縮貨幣政策勢將加深風險性資產價格波動**，以及**透過全球資本移動對全球經濟金融產生緊縮力道**。

- 一 英國倫敦商學院教授 H el ene Rey 於 2013 年指出³，美國貨幣政策改變將促使跨國資本快速且大規模自由進出，投資者對**風險偏好或趨避態度(risk on or risk off)**以及**槓桿化(leverage)**或**去槓桿化(deleverage)**的行為，使**風險性資產價格劇烈變動**，**全球各國經濟金融因而大漲大跌**(booms and busts)，此一反覆循環現象稱為「**全球金融循環**」(global financial cycle)。
- 一 **美國貨幣政策及全球風險趨避行為**⁴係驅動全球金融循環之兩股主要力量，加上**美元匯價**，三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球的**風險性資產價格及全球資本流動**(圖 4)。因此，上年以來，**美國貨幣政策緊縮亦將引導全球金融緊縮**。

圖 4 全球金融循環的傳遞管道



資料來源： Habib and Venditti (2018)

³ Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at *the Jackson Hole Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August.

⁴ Habib, M. and F. Venditti (2018), "The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area," *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank.

2. 美國**連續大幅緊縮貨幣**，加以**多數央行亦緊縮貨幣**，將透過**貿易、金融與匯率**管道產生**外溢效應**，對其他經濟體之經濟成長、物價與金融情勢造成負面影響(圖 5)。

圖 5 美國緊縮貨幣外溢效應

貿易管道

- 以**消費為主之大型經濟體貨幣政策緊縮**，將抑制其總合需求(包含進口需求)，導致對貿易夥伴國商品及服務之需求下滑，**拖累外國 GDP、就業及工業生產**。

金融管道

- **美國資本市場及美元具高度重要性**，在全球金融市場高度連動下，美國政策利率大幅調升影響投資人風險偏好，且**金融商品風險溢酬上升與全球金融情勢同步緊縮**，更添全球金融脆弱性。

匯率管道

- 美國貨幣政策緊縮，帶動**美元升值**，使其他**小型開放經濟體貿易夥伴國貨幣相對貶值**，進一步使得進口商品及中間投入產品價格上漲，導致其物價上揚，另部分**體質較弱之新興經濟體恐面臨高融資成本及外需疲軟問題**，增加**資本外流壓力**。

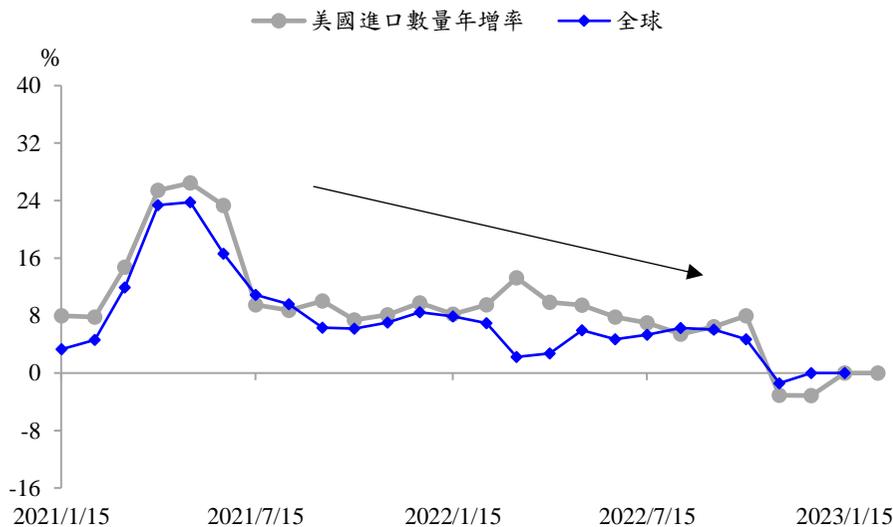
對其他經濟體之經濟成長造成負面影響，使他國貨幣相對貶值，並增添他國進口物價壓力，以及擴大全球金融緊縮情勢。

資料來源：參考 Caldara, D, F. Ferrante and A. Queralto (2022), "International Spillovers of Tighter Monetary Policy," *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Dec. 22 ; Moschella, M. and P. Polyak (2022), "Managing Global Monetary Spillovers | How the Fed's Interest Rate Hikes and Uncoordinated Tightening Affect the Euro Area," *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, Nov. ; 作者整理

(1) 貿易管道：美國緊縮貨幣，透過貿易管道，恐將拖累外國 GDP、就業及工業生產⁵

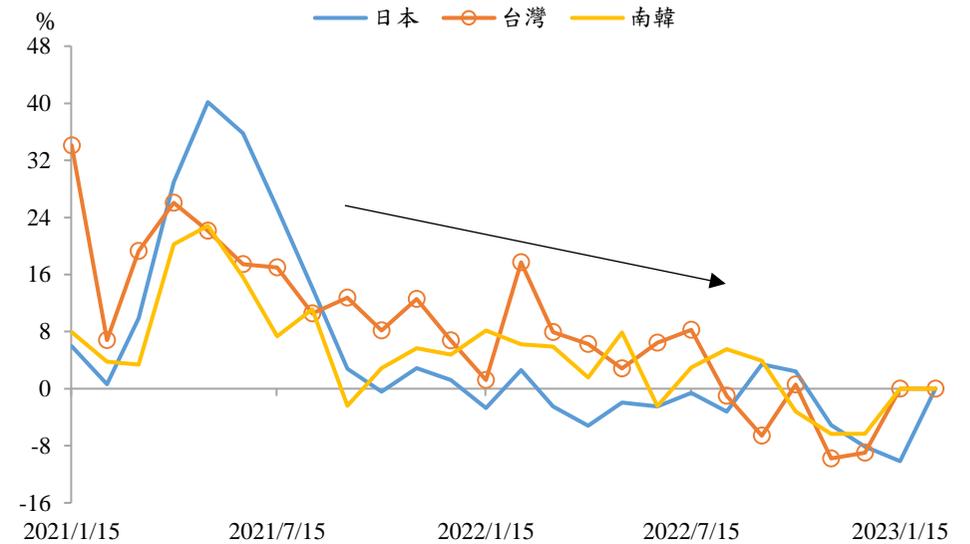
- 美國為全球第 1 大進口國，進口數量年增率之趨勢大抵與全球相近(圖 6)；上年以來，美國等經濟體積極緊縮貨幣抑制總合需求，亦制約全球進口需求成長；對出口導向為重之台、日、韓等影響更為明顯，外需不振致出口數量年增率自 2021 年高點下滑(圖 7)。
- 美國以外之經濟體央行若同步緊縮貨幣亦會抑制其國內需求，加上前述受貿易管道外溢效應影響之外需縮減，恐致內外需減弱，影響經濟表現。

圖 6 美國與全球進口數量指數年增率



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7 台、日、韓出口數量指數年增率



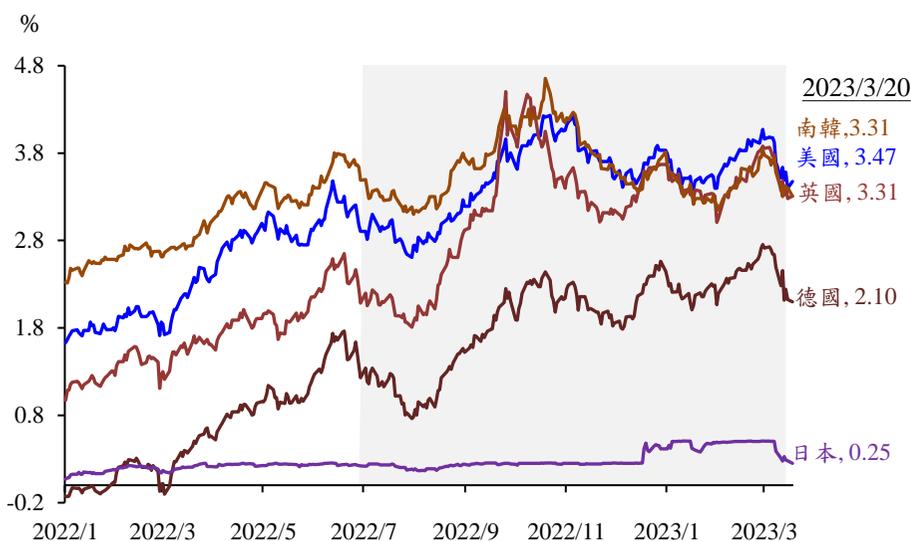
資料來源：Refinitiv Datastream

⁵ Georgiadis, G. (2016), “Determinants of Global Spillovers from US Monetary Policy,” *Journal of International Money and Finance*, 67, 41-61; Dedola, L., G. Rivolta, and L. Stracca (2017), “If the Fed Sneezes, Who Catches a Cold?” *Journal of International Economics*, 108, S23-S41; Dieppe, A., G. Georgiadis, M. Ricci, I. Robays, and B. van Roye (2017). “ECB-Global: Introducing ECB’s Global Macroeconomic Model for Spillover Analysis”. *ECB Working Paper Series*, (2045), 1-26; Iacoviello, M. and G. Navarro, (2019), “Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates,” *Journal of International Money and Finance*, 95, 232-250; Ca’ Zorzi, M., L. Dedola, G. Georgiadis, M. Jarocinski, L. Stracca, and G. H. Strasser (2020), “Monetary Policy and Its Transmission in a Globalised World,” *European Central Bank Working Paper Series*, 2407.

(2) 金融管道：全球金融商品風險溢酬上升，金融情勢緊縮；美、歐銀行體系風險升高，增添金融脆弱性

- 觀察與**金融商品風險溢酬連動性高之 10 年期公債殖利率**，上年以來，除日本因採殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)架構為主之貨幣政策，使其 10 年期公債殖利率趨勢較平穩外，其他**主要經濟體之 10 年期公債殖利率隨美國波動情勢明顯**(圖 8)。
- **已開發經濟體金融連結緊密**，美國貨幣政策對其他已開發經濟體產生之金融外溢效應程度，約當美國對本國金融緊縮程度的 1 半⁶，金融管道傳遞快速，加以同步採行緊縮貨幣政策，**美國與已開發經濟體金融情勢緊縮程度相近，且已較上年初大幅緊縮**；相對地，新興市場經濟體金融開放程度較低，惟其金融緊縮程度原已較已開發經濟體高，近期緊縮情勢持穩(圖 9)。

圖 8 主要經濟體 10 年期公債殖利率



註：圖中灰底表示 2022 年 7 月以來。

資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 9 美國、已開發及新興經濟體之金融情勢指數



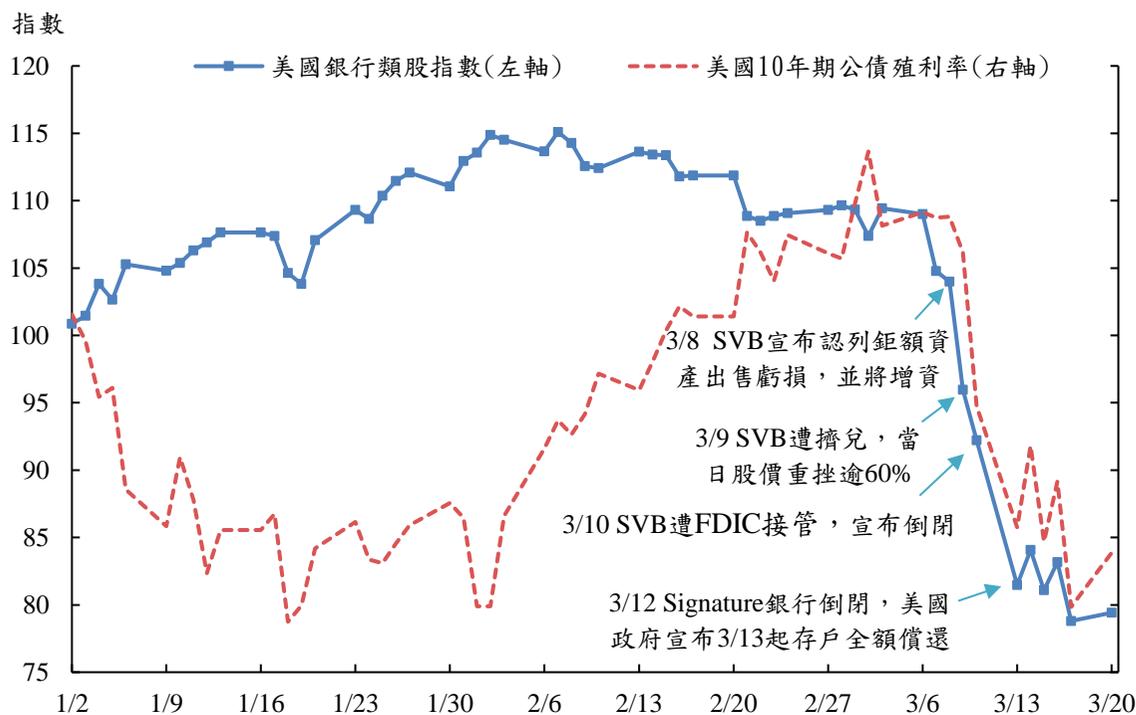
註：圖中灰底表示 2022 年 7 月以來。

資料來源：Goldman Sachs

⁶ Brainard, Lael (2022), "Global Financial Stability Considerations for Monetary Policy in a High-Inflation Environment," *Remark in Financial Stability Considerations for Monetary Policy Research Conference*, Sep. 30.

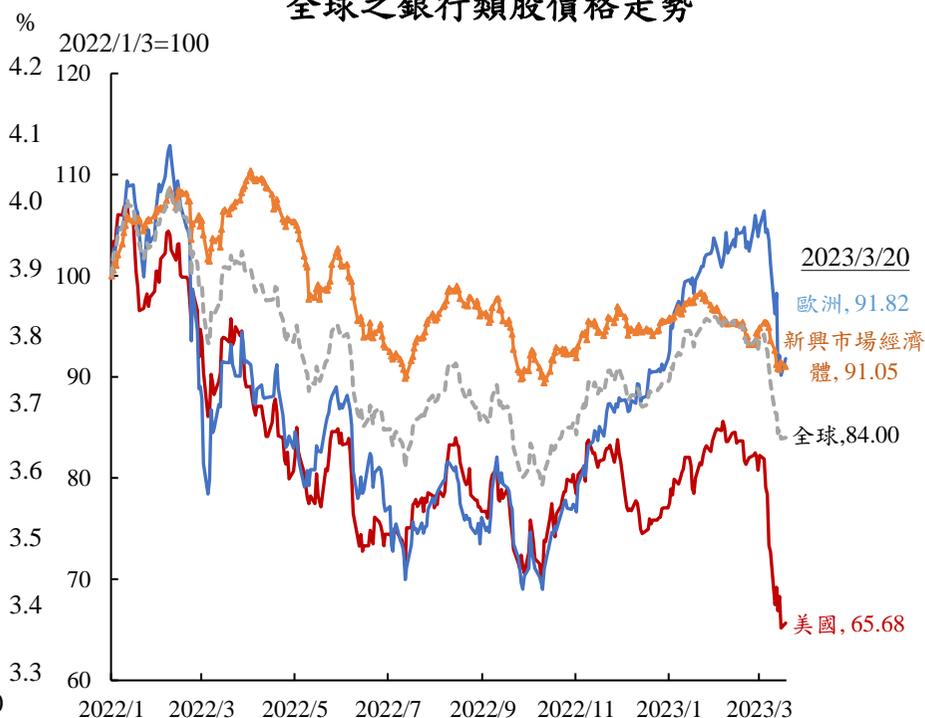
- 上年下半年以來，**Fed 連續升息**，使美國銀行業發生資產端**固定收益未實現損失持續累積**，以及**負債端存款持續流出**的情況，致**流動性風險大增**。
- 本年 3 月上旬美國銀行業連續發生倒閉事件，其中全美第 16 大商業銀行—**矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)**因**流動性不足與資不抵債(insolvency)**，遭聯邦存款保險公司(FDIC)接管，引發市場恐慌。**美國銀行業股價連日重挫**，**避險情緒推升公債買盤**，**10 年期公債價格驟升**，**殖利率下跌**(圖 10)。
- 遭美國銀行業接連倒閉事件衝擊，加以本年 3 月 15 日**瑞士信貸(Credit Suisse)爆發財務危機**，全球金融市場恐慌情緒蔓延，**全球銀行類股價格大幅下跌**(圖 11)。

圖 10 近期美國銀行業事件及其股價與 10 年期公債殖利率變動



註：資料期間至本年 3 月 20 日。
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 11 美、歐及新興市場經濟體與全球之銀行類股價格走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

- Fed 升息期間使美國金融系統風險壓力數次升溫，近期銀行業流動性問題亦使金融系統壓力再度升溫，然尚不致演變為全面性系統風險(圖 12)。3 月 12 日美國財政部、Fed 及 FDIC 發布聯合聲明⁷，全額保障 SVB 與 Signature 銀行存戶存款，並宣布啟動銀行定期融資計畫(Bank Term Funding Program, BTFP)，以紓解美國銀行業流動性危機(圖 13)。美國財政部長 Yellen 表示，美國銀行體系仍穩健，惟仍須關注銀行體系風險問題⁸。
- 瑞士信貸爆發財務危機後，同日瑞士央行(SNB)與瑞士金融市場監督管理局(FINMA)發表聯合聲明⁹指出，目前無跡象顯示瑞士機構面臨美國銀行業動盪的直接傳染風險，且瑞士信貸符合系統性重要銀行的資本與流動性要求，必要時將提供瑞士信貸流動性，以確保金融穩定。3 月 19 日瑞士銀行(UBS)宣布收購瑞士信貸¹⁰。
- 近期美、歐銀行業風險事件，凸顯 Fed 升息致金融情勢緊縮，若引發銀行體系流動性不足，恐慌情緒將透過金融管道廣泛傳遞，使避險需求急遽升溫，將加劇信用緊縮情勢，增添全球金融脆弱性。

圖 12 美國金融系統風險指標

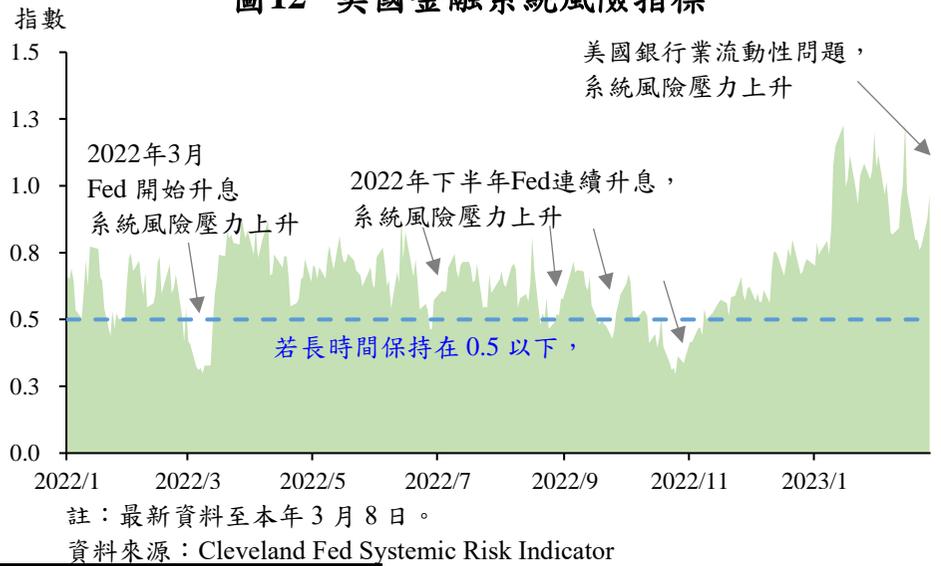
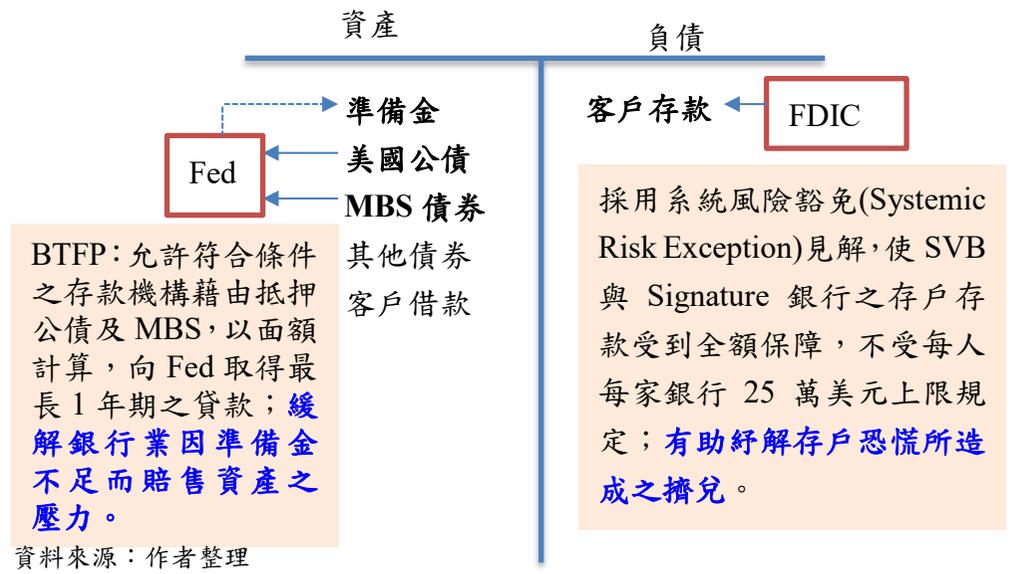


圖 13 以銀行業資產負債表說明美國近期措施



⁷ Yellen, J., J. Powell, and M. Gruenberg (2023), “Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC,” *Joint Press Release*, Mar. 12; Powell, J., and M. Gruenberg (2023), “Federal Reserve Board Announces It Will Make Available Additional Funding to Eligible Depository Institutions to Help Assure Banks Have The Ability to Meet The Needs of All Their Depositors,” *Press Release*, Mar. 12.

⁸ Lawder, D. and D. Chiacu (2023), “US Banking System Sound But Not All Deposits Guaranteed, Yellen Says,” *Reuters*, Mar. 17.

⁹ SNB and FINMA (2023), “SNB and FINMA Issue Statement on Market Uncertainty,” *Press release*, Mar. 15.

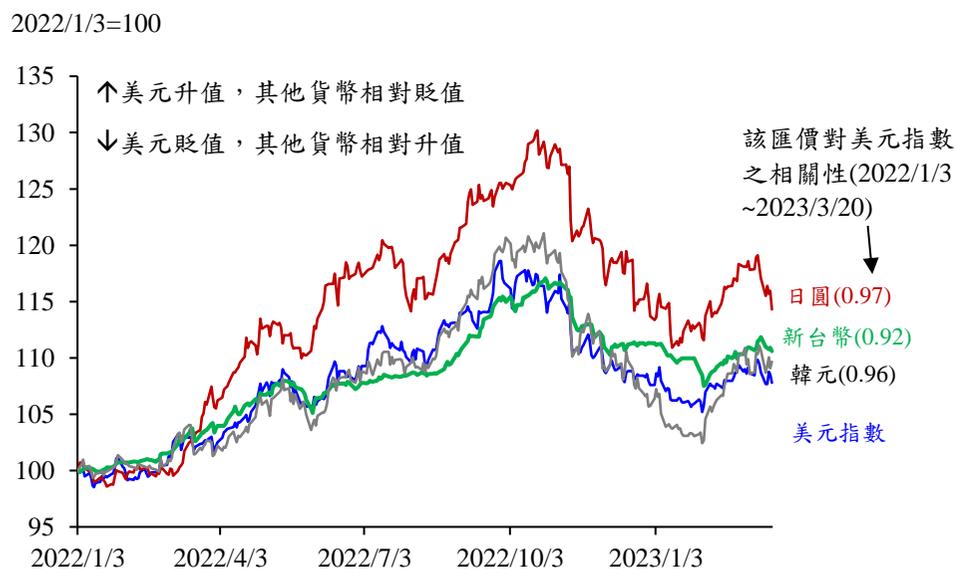
¹⁰ SNB (2023) “Swiss National Bank Provides Substantial Liquidity Assistance to Support UBS Takeover of Credit Suisse,” *Press Release*, Mar. 19.

(3)匯率管道：美元升值時，小型開放經濟體貨幣相對貶值情勢明顯，輸入性通膨壓力明顯擴大

台、日、韓為代表性之小型開放經濟體，進口多依賴美元計價之大宗商品，且進口以美元報價的比例亦高¹¹，加以美元升值時，台、日、韓貨幣相對貶值情勢明顯(圖 14)；美國緊縮貨幣政策透過匯率管道之外溢效應，使輸入性通膨壓力明顯擴大：

- 上年底與 2021 年底相較，新台幣、日圓與韓元對美元分別貶值 6.2%、16.5%與 11.4%，上年三經濟體進口物價年增率分別為 9.1%、39.5%與 26.1%，均較疫情前(2017~2019 年)之平均擴大(表 1)。
- 上年台、日、韓之生產者物價指數(PPI)年增率分別為 10.5%、9.7%與 8.4%，而消費者物價指數(CPI)年增率分別為 2.95%、2.5%與 5.1%；三經濟體之 PPI 與 CPI 年增率亦均較疫情前(2017~2019 年)之平均擴大(表 1)。

圖 14 美元指數與台、日、韓對美元之變動



資料來源：Refinitiv Datastream

表 1 台、日、韓之輸入性通膨壓力相關指標

單位：%；百分點

		台灣	日本	南韓
對美元升貶幅	2022 年	-6.2	-16.5	-11.4
進口物價年增率	2022 年	9.1	39.5	26.1
	2017-2019 年平均	2.2	4.5	4.6
	2022 年擴大幅度	+6.9	+35.0	+21.5
PPI 年增率*	2022 年	10.5	9.7	8.4
	2017-2019 年平均	0.8	1.7	1.8
	2022 年擴大幅度	+9.7	+8.0	+6.6
CPI 年增率	2022 年	2.95	2.5	5.1
	2017-2019 年平均	0.8	0.6	1.3
	2022 年擴大幅度	+2.2	+1.9	+3.8

*：台灣 2017~2019 年之 PPI 係以躉售物價指數(WPI)計算。

註：各貨幣對美元升貶幅係以 2022 年 12 月平均相對 2021 年 12 月平均計算。

資料來源：主計總處、Refinitiv Datastream

¹¹ 台、日、韓之進口以美元報價比例分別約為 79.0%、70.8%與 80.6%。參考 111 年 12 月 15 日央行理監事會後記者會參考資料「從進出口報價幣別的角度探討新台幣匯率與台灣貿易條件的關係」。

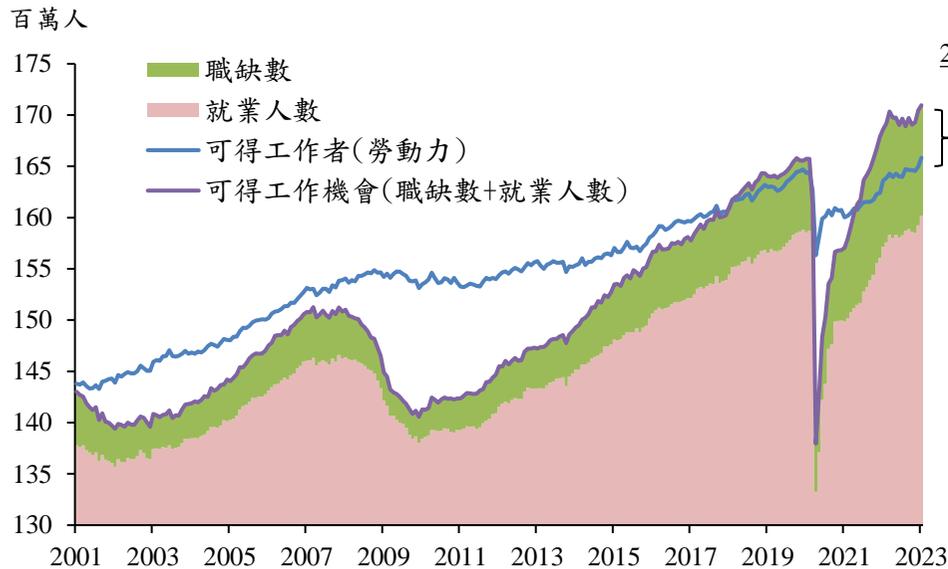
(三)美國持續緊縮貨幣，國際機構提醒全球央行避免過度緊縮，致全球經濟下行風險加劇

1. 美國勞動市場緊俏，核心服務通膨未出現大幅放緩跡象，較高利率恐維持一段時間。

(1) 本年3月7日 Fed 主席 Powell 於國會聽證指出¹²，本年1月美國**就業、消費及通膨數據均優於預期**，尤其**勞動市場非常緊俏**(圖 15)，且薪資成長率亦高於達成物價穩定相對應水準。

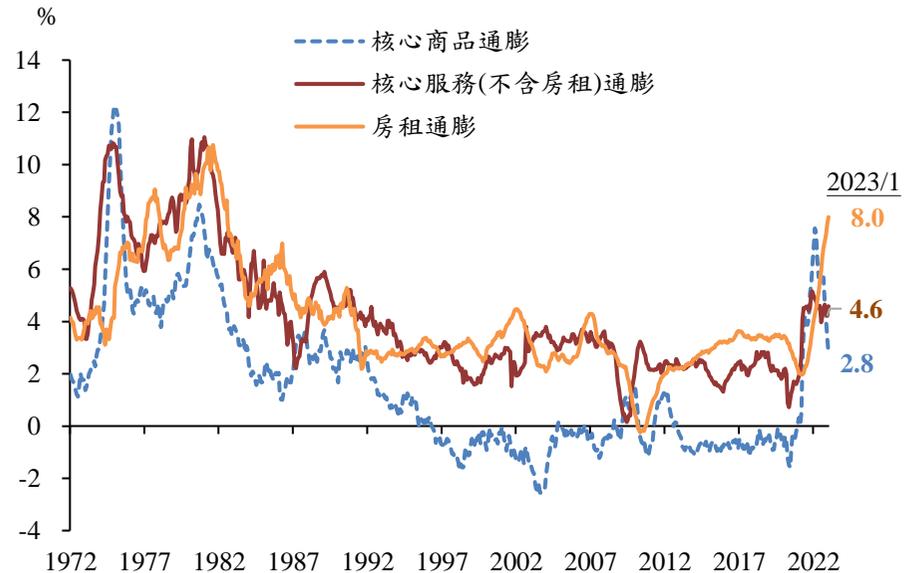
(2) 預期本年美國房租漲勢將放緩，惟**核心服務(不含房租)通膨未出現趨緩跡象**(圖 16)，**本次升息週期之終端利率可能較上年12月經濟估測更高**；此外，若美國經濟數據持續表現強勁，Fed **將維持高利率水準更長一段期間**。

圖 15 美國可得工作者及可得工作機會之缺口



資料來源：Bloomberg

圖 16 美國核心 PCE 通膨組成



資料來源：Bloomberg

¹² Powell, Jerome (2023), "Semiannual Monetary Policy Report to the Congress," testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, March 8.

2. 考量美國緊縮貨幣之負面外溢效應，加以預期本年全球經濟成長展望保守，國際主要機構提醒各央行避免過度緊縮貨幣，致全球經濟下行風險加劇(表 2)；近期 OECD 指出，銀行業受到貨幣政策緊縮衝擊的跡象(如美國區域銀行事件)，值得關注；因此，宜持續關注美國緊縮貨幣外溢效應，以及對國際金融體系穩定之影響。

表 2 國際機構對多國央行加速緊縮貨幣產生外溢效應之說明

<p>聯合國貿易暨發展會議 (UNCTAD) 2022/10/4 「貿易與發展報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 包含美國在內的多國央行加速緊縮貨幣，將使全球經濟成長更加疲弱。 美國在內的各國央行若持續激進升息，可能對開發中經濟體造成重大損害。實證模型推估，Fed 提升聯邦資金利率，將使開發中經濟體產出下降，且下降程度更大於先進經濟體；緊俏的金融環境將使開發中經濟體外債可持續性面臨危機。
<p>國際貨幣基金 (IMF) 2022/10/11 「世界經濟展望報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 美元急速升值使新興市場暨開發中經濟體之國內物價壓力及生活成本大幅升高，且許多低所得及開發中經濟體已處於債務困境 (debt distress)，外部衝擊將惡化其經濟成長。
<p>亞洲開發銀行 (ADB) 2022/12/14 「亞洲發展展望補充報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 美國及其他先進經濟體通膨率居高不下，恐致貨幣緊縮週期延長，且多數央行升息，亦恐導致過於緊縮的貨幣政策，並造成產出及就業額外的損失。
<p>聯合國 (UN) 2023/1/25 「2023 年全球經濟情勢與展望」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 許多央行經過上年積極升息後，發現目前經濟展望已趨疲弱，而通膨卻仍未完全獲控，且主要央行迅速緊縮貨幣已快速自市場抽離大量流動性，對全球經濟帶來巨大之負面外溢效應。 過度緊縮貨幣將使全球經濟過度降溫，因此個別央行升息時宜考量其他央行升息之影響。
<p>國際貨幣基金 (IMF) 2023/1/30 「世界經濟展望更新報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 許多新興市場暨開發中經濟體背負高額債務，已面臨經濟成長放緩，再加上先進經濟體升息所導致之借貸成本高漲，恐爆發債務危機。
<p>經濟合作暨發展組織 (OECD) 2023/3/17 「中期報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 上年全球央行連續升息，若干銀行業已出現受到貨幣政策緊縮衝擊的跡象，如近期美國區域銀行事件。 升息可能暴露潛在的金融脆弱性，如債券價格急劇變化時，恐增添金融機構流動性風險，加以家庭與企業違約風險升高，將進一步增加金融機構潛在損失等。因此，升息的全面影響很難衡量，惟其對經濟成長的下行風險可能比預期更強大。

資料來源：United Nations Conference on Trade and Development (2022), "Trade and Development Report," United Nations, Oct. 4; International Monetary Fund (2022), "Countering the Cost-of-Living Crisis," *World Economic Outlook*, Oct. 11; Asian Development Bank (2022), *Asian Development Outlook Supplement*, Dec. 14; United Nations (2023), "World Economic Situation and Prospects," Jan. 25; International Monetary Fund (2023), "Inflation Peaking amid Low Growth," *World Economic Outlook Update*, Jan. 30; OECD (2023), "A Fragile Recovery," *OECD Interim Economic Outlook*, Mar. 17.

(四)我國政府供給面措施有效、主要經濟體外溢緊縮效應、本行持續緊縮貨幣政策，使國內通膨相對溫和

1. 2020 年起受全球非預期事件連續衝擊，進口原油及糧食成本上揚，台灣通膨壓力持續疊加。

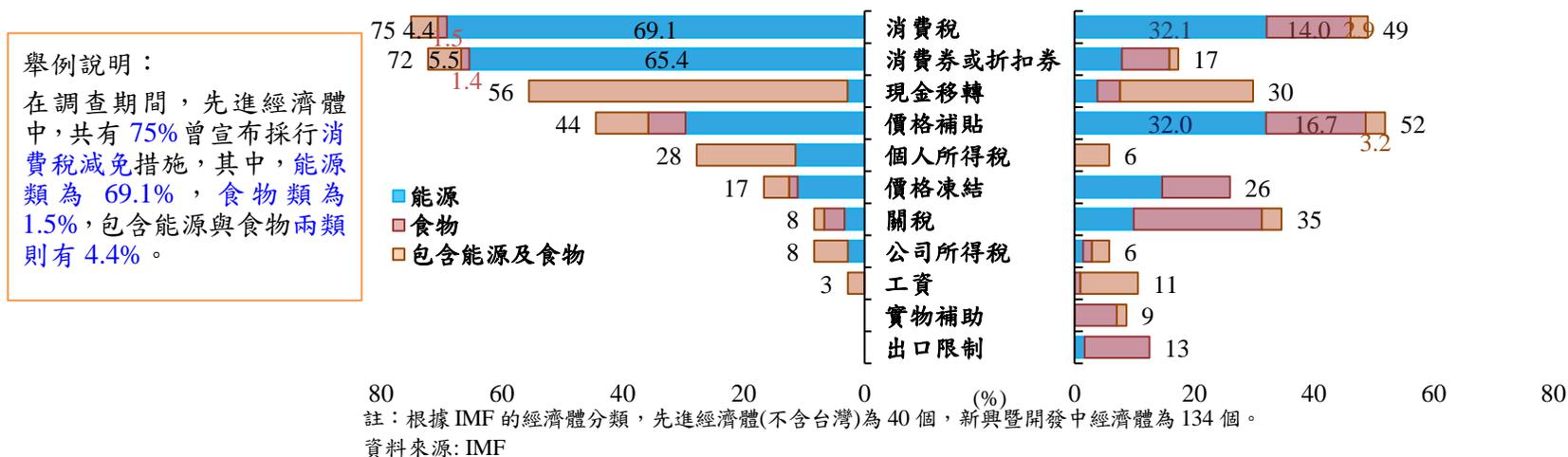
2020 年起，受美中衝突致全球化放緩、COVID-19 疫情及俄烏戰爭等連續非預期事件衝擊，原油等國際大宗物資價格劇烈波動(供給面因素)¹³，致近年台灣物價漲幅較高，且通膨壓力持續疊加。2021 年台灣 CPI 年增率由 2020 年之 -0.23% 升至 1.97%，上年續升至 2.95%，係 2009 年以來最高。

2. 惟上年國內通膨率相對主要經濟體溫和，主因：(1)因應輸入性通膨壓力，政府採取平穩大宗物資價格機制之供給面措施有效，(2)主要經濟體升息對台灣帶來外溢緊縮效應，(3)本行續採緊縮貨幣政策，抑制通膨預期心理。

(1) 因應供給面的物價衝擊，台灣採用積極的價格穩定機制，緩和能源及食物價格波動，對整體物價的穩定有很大的幫助

① 全球經濟體普遍採用供給面措施，因應以供給面因素為主的通膨衝擊：IMF 對全球 174 個經濟體進行調查，上年 1 月至 6 月各經濟體採用能源與食物價格高漲的各式供給面措施相當普遍(圖 17)。

圖 17 2022 年上半年公布因應能源與食物價格上漲採行相關措施之經濟體比例



¹³ 例如，2022 年布蘭特(Brent)原油價格由 2021 年之每桶 70.8 美元漲為 100.94 美元，漲幅近 43%。

② 台灣亦採用供給面措施因應，惟與主要經濟體之應對機制不同：

- 台灣以積極的價格穩定機制因應：

- 能源：調降國內油品貨物稅，並採油價平穩及亞鄰最低價機制之雙緩漲機制、民生用燃氣價格凍漲且電價亦維持穩定，有助穩定能源價格，並降低其外溢效應，且雖由台電、中油等國營事業吸收成本(或價差損失)，惟尚可於能源價格回跌時回收部分損失。

- 食物：免徵進口黃豆、玉米及小麥營業稅；減免小麥、牛肉、奶油、烘焙用奶粉等關稅。

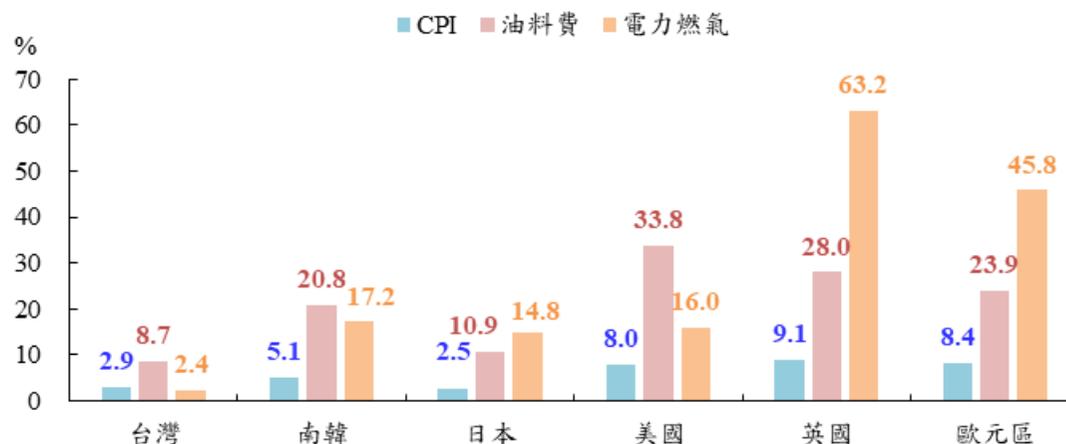
- 美歐以補貼為主：

美國、英國、歐元區的德國等能源事業皆屬民營，初期讓油電價格自由反映市況，致能源通膨壓力外溢至其他商品(如食物)與服務項目；之後，部分國家編列預算進行補貼，或以消費稅減免方式降低民眾能源及食品支出負擔，甚至設定價格上限，惟已難舒緩通膨壓力，致成效有限。

- 各經濟體供給面措施包括補貼、降稅、限價或凍漲等資金來源，不論是由政府編列預算、稅收損失或國營事業吸收成本(虧損)支應，皆視同為全民買單。

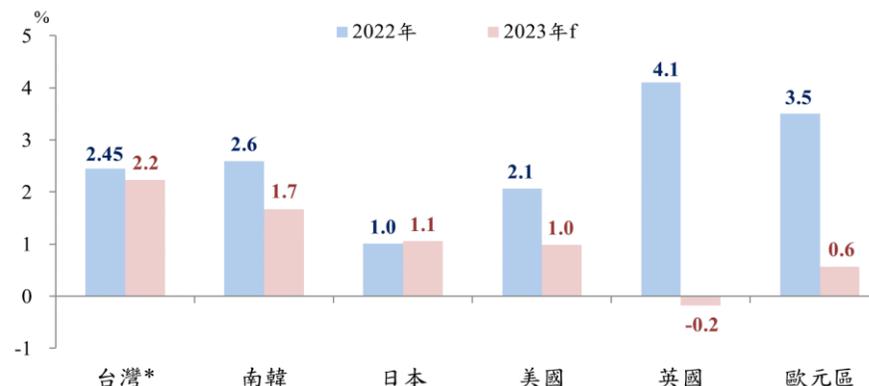
③ 台灣平穩油電價格機制之供給面因應措施有效，且較無物流不暢通(即無塞港，且陸上物流順暢)、勞動市場緊俏等供應鏈瓶頸問題。因此，美、英、歐能源價格與CPI年增率均明顯高於台灣；且因美、英、歐採強力緊縮貨幣政策，可能對其經濟帶來第二輪衝擊。一上年，美、英、歐能源價格(包括油料費及電力燃氣)明顯高漲，帶動CPI年增率高於台、韓、日(圖18)。

圖 18 主要經濟體 2022 年 CPI 及能源價格年增率



一美、英、歐為**抑制高通膨**，採**強力緊縮貨幣政策**，將帶來**第二輪衝擊**，如**增加中小企業及經濟弱勢者的債務負擔**，並付出**經濟成長大幅減緩甚至負成長的代價**(圖 19)。

圖 19 主要經濟體 2022、2023 年經濟成長率



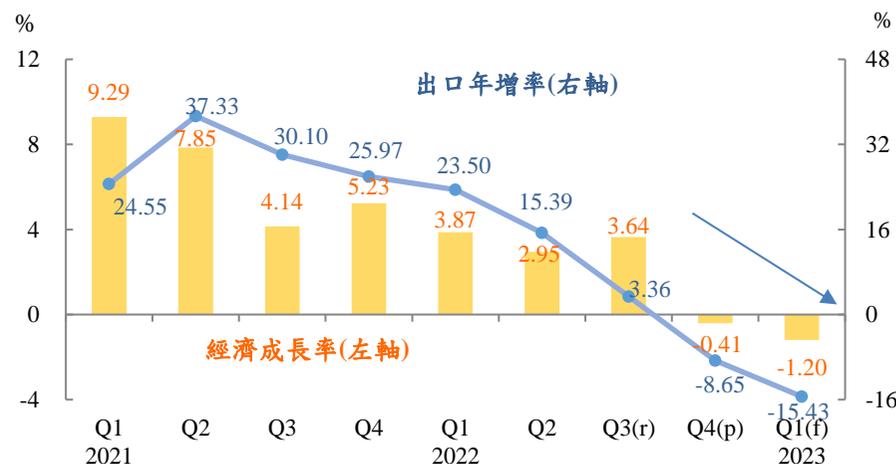
註：*本行預測本年台灣經濟成長率為2.21%。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/3/15)、主計總處、本行

(2)美、歐等經濟體積極緊縮貨幣政策，國際金融情勢緊縮，全球景氣明顯走緩，台灣為小型開放經濟體，經由實體部門、物價及金融等3項管道受到外溢影響。亦即主要央行緊縮貨幣政策，實際上也對台灣的經濟、物價與金融帶來緊縮效應。

①**實體部門**管道：全球終端需求降溫，加以廠商庫存調整，**上年9月以來，台灣出口連續6個月負成長**，連帶影響民間投資意願，**制約國內經濟成長**(上年第4季經濟成長率轉呈衰退0.41%，全年經濟成長率亦由2021年之6.53%降至2.45%，圖20)；惟亦**有助降低國內通膨壓力**。

圖 20 台灣出口年增率及經濟成長率(yoy)



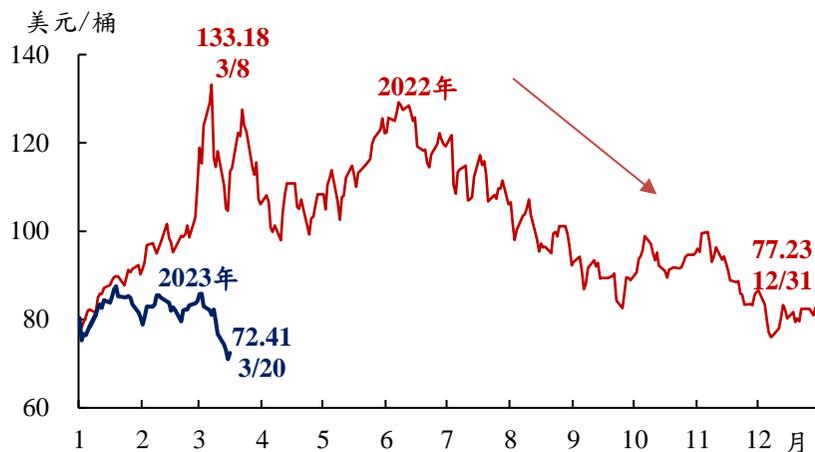
註：r 為修正數，p 為初步統計數，f 為預測數；出口年增率係以美元計價。

2023Q1 出口、經濟成長率為主計總處預測數

資料來源：主計總處、財政部

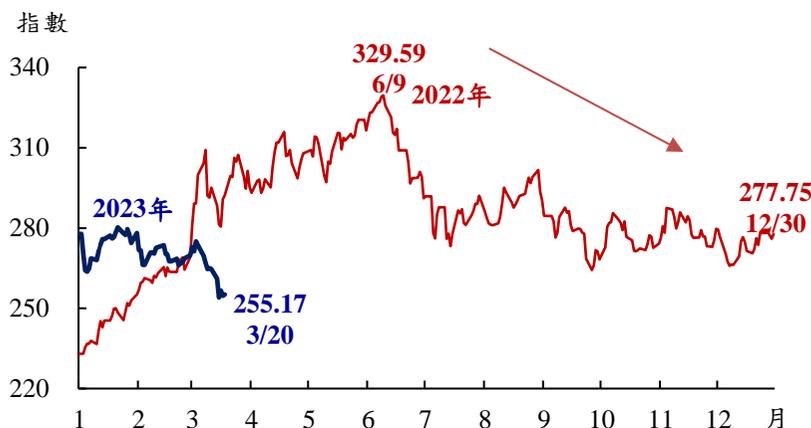
②物價管道：上年下半年起，原油等原物料價格因全球需求下降而回跌(圖 21、圖 22)，加以全球供應鏈瓶頸持續改善，國際貨運費率大幅滑落，持續減緩國內輸入性通膨壓力。以美元計價之進口物價年增率已連續數月回降，而新台幣計價進口物價年增率亦呈下滑趨勢；生產者物價指數(PPI)漲幅也明顯趨緩(圖 23、圖 24)。

圖 21 2022 年以來布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

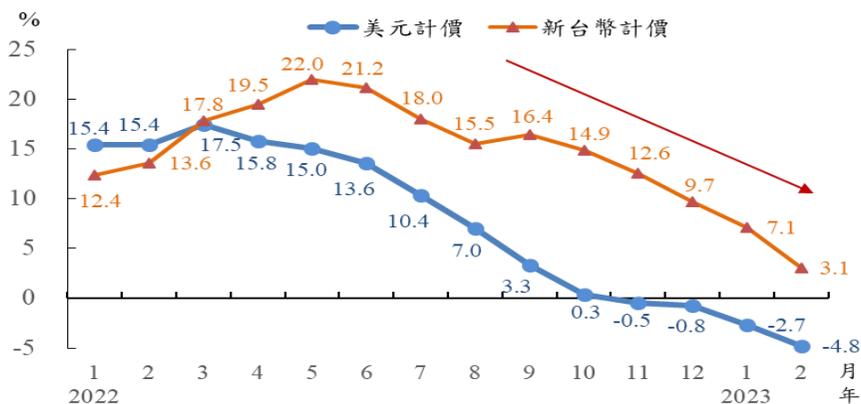
圖 22 2022 年以來 R/J CRB 期貨價格指數



註：R/JCRB 期貨價格指數係由能源、軟性商品、穀物、工業用金屬、貴金屬及牲畜等 6 大類，共 19 種商品期貨價格編製而成，其中能源類權重最高。

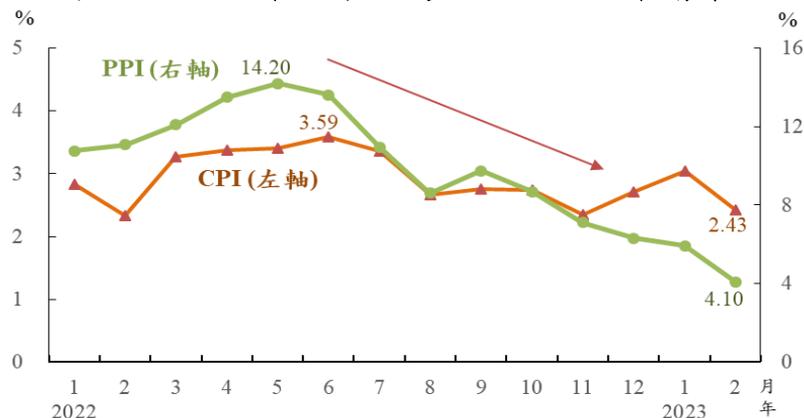
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 23 2022 年以來台灣進口物價年增率



資料來源：主計總處

圖 24 2022 年以來台灣 PPI、CPI 年增率



註：本年 1 月 CPI 年增率回升，主因本年農曆春節較上年提前，採購需求及部分服務費循例加價時程提前

資料來源：主計總處

③**金融**管道：Fed 持續升息，加以投資人擔憂全球經濟陷入衰退，**美股評價下修**；以科技股為主之**台股與美股連動性高**，加以外資持股帳面利益高，**上年外資大舉賣超台股並匯出資金**，致**台股下跌**(圖 25)，並促使**新台幣對美元走貶**。

一上年外資累計賣超台股**1.14 兆新台幣(折約 391 億美元)**併同部分獲配股息匯出，致**國內匯市出現美元超額需求**，上年本行淨賣匯**130 億美元**。伴隨外資淨匯出，**台股下跌**，**上年國內 M2 成長減緩**(圖 26)，均是主要經濟體升息對台灣帶來的**金融緊縮外溢效應**。

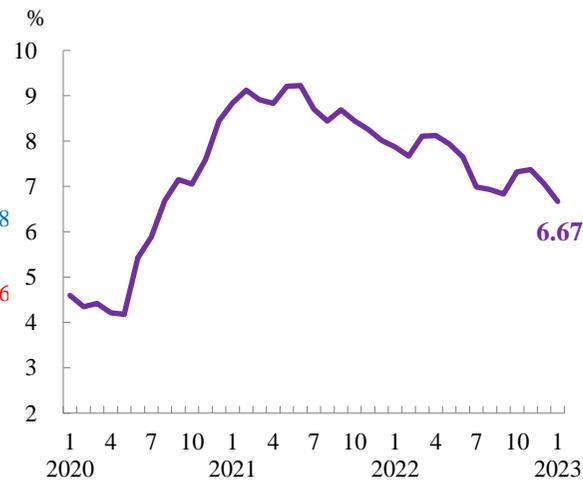
一**新台幣匯率貶值加重國內輸入性通膨壓力**，但仍屬**可控**：上年，以美元計價之進口物價指數年增率為 9.12%，因新台幣對美元貶值，致以新台幣計價進口物價漲幅升為 16.07%(圖 27)；**上年新台幣對美元較 2021 年貶值 6.2%**，估計使 CPI 年增率上升 0.16~0.31 個百分點。

圖 25 台灣加權指數與美國那斯達克指數走勢



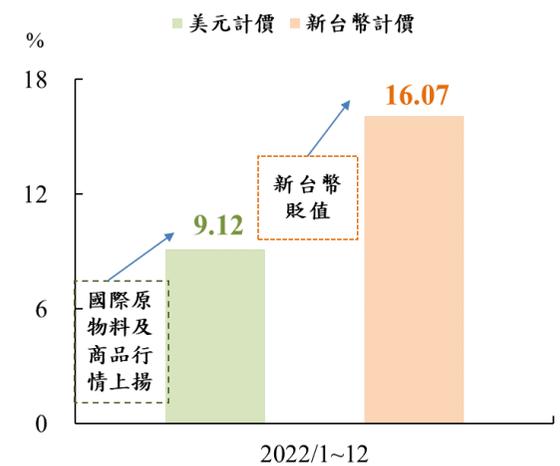
資料來源：Bloomberg

圖 26 台灣貨幣總計數 M2 年增率



資料來源：中央銀行

圖 27 2022 年台灣進口物價年增率



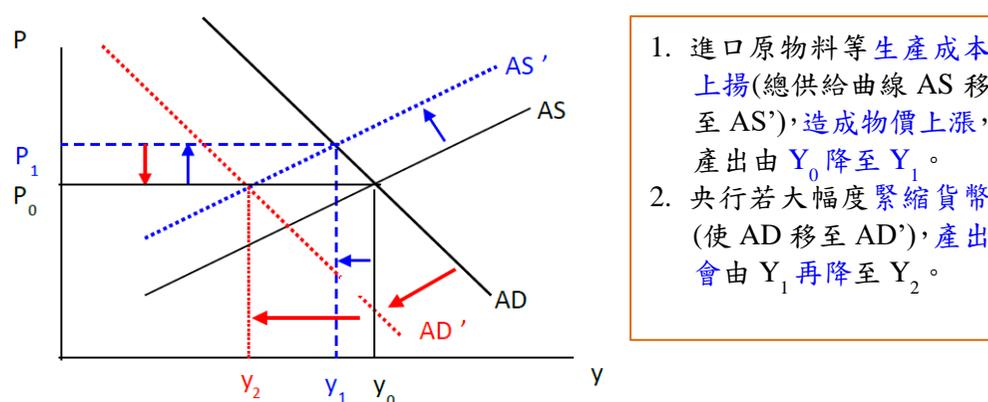
資料來源：主計總處

(3)本行續採緊縮貨幣政策，抑制通膨預期心理。

①上年國內通膨衝擊雖主要來自供給面之成本推動，但因預期較通膨率仍將維持一段期間，本行仍有必要採行適度緊縮貨幣政策，制約通膨預期，以維持物價穩定。

一對於以供給面因素造成的物價大幅波動，央行若採大幅度緊縮貨幣，可能會使產出進一步下降(圖 28)，宜以供給面措施因應。

圖 28 供給面衝擊與大幅緊縮性貨幣政策



資料來源：中央銀行

②本行採調升政策利率並搭配調升存款準備率之價與量並行方式，強化政策效果，亦明確宣示本行採行緊縮性貨幣政策立場，抑制國內通膨預期心理，達成維持物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

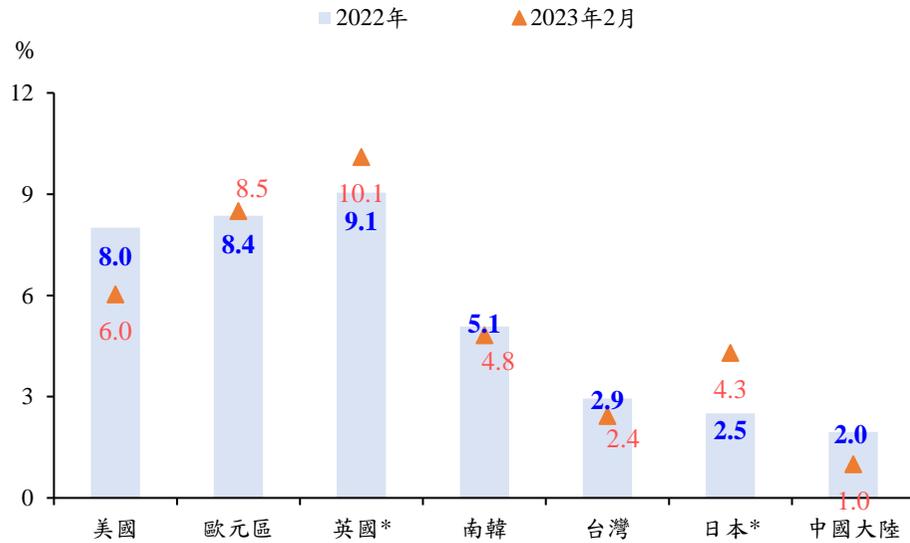
一調升存款準備率，加強貨幣信用管理，降低貨幣數量成長率：調升存款準備率使銀行應提準備金增加，其投資與新承做放款，勢必更加審慎，將限縮信用創造能力，有助上年 M2 成長減緩現象更為明顯，強化抑制通膨預期。

一因應上年 4 月中旬起，國內疫情再起，政府延長紓困條例至本年 6 月 30 日，相關部會紓困貸款期間亦延長。升息為全面性的影響，考量紓困或政策性貸款利率多係連結存款利率(如中華郵政二年期或一年期定期儲蓄存款機動利率)，調幅不宜過大；採調升存款準備率，則不會直接影響存款利率，有助緩和對弱勢勞工與企業貸款利息負擔加重之衝擊。

(五)考量台灣物價漲幅相對主要經濟體溫和，且主要央行持續升息帶來外溢緊縮效應，故本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策

1. 我國通膨率相對主要經濟體溫和，上年台灣 CPI 年增率為 2.95%，低於英國(9.1%)、歐元區(8.4%)、美國(8.0%)、南韓(5.1%)，且考量主要經濟體續採緊縮貨幣政策對我國經濟、物價、金融帶來緊縮效應，因此，本行緊縮貨幣政策程度無須與高通膨經濟體一致(圖 29、圖 30)，即本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策，以抑制國內通膨預期心理。
2. 台灣物價漲幅與日本、中國大陸相近(各為 2.5%、2.0%)，惟日本維持寬鬆貨幣政策，中國大陸則降息及降低存款準備率，上年本行仍四度調升政策利率共計 0.625 個百分點，並搭配二度調升新台幣存款準備率共 0.5 個百分點。

圖 29 主要經濟體通膨率



*：英國與日本最新通膨資料僅至 2023 年 1 月。
資料來源：各官方網站

圖 30 主要經濟體央行政策利率



註：中國大陸政策利率以 1 年期貸款市場報價利率(LPR)代表。
資料來源：各央行網站(截至本年 3 月 20 日資料)

3. 面對來自能源等大宗商品價格上漲的供給面衝擊，若**通膨衝擊係屬短暫性(短期)**，則**宜以供給面措施因應**。惟若**短期供給面衝擊外溢**至其他商品與服務，導致「**普遍性**」的**整體商品與服務價格上漲**(例如，不含能源及蔬果之核心 CPI 漲幅亦高)，或由**暫時性衝擊變成「持續性」**影響，即須採**緊縮性貨幣政策**因應。
4. 雖然民眾對經常購買的民生物資或單一商品價格高漲感受深，而與政府編布的消費者物價(CPI)總指數漲幅感受**落差很大**¹⁴；但**央行貨幣政策**之主要目標在於**維持「整體」物價穩定**，因此**參考整體平均物價**來擬訂政策，**全球央行皆然**。

(六)結語

1. 台灣屬小型開放經濟體，生產所需原物料多依賴進口，上年受進口原油及糧食成本上升之**供給面因素衝擊**，CPI 年增率走升；**我國政府採取平穩大宗物資價格機制之供給面措施**，對整體物價的穩定有很大的幫助。**考量上年台灣通膨率相對主要經濟體溫和**，且**主要經濟體持續升息對我國經濟成長下行、通膨放緩、金融緊縮之外溢效應**，因此本行係採**漸進且溫和的緊縮貨幣政策**，以抑制國內通膨預期心理，維持物價穩定；此**不同於美國等主要央行採積極緊縮貨幣之「冷火雞」策略來對抗高通膨**。
2. **本年3月**以來，**美、歐若干銀行業爆發風險事件**，凸顯**主要央行持續緊縮貨幣造成金融情勢緊縮**，銀行體系若有流動性不足問題，恐慌情緒透過金融管道廣泛傳遞，將使避險需求急遽升溫，加劇信用緊縮情勢，**增添全球金融脆弱性**。**近期 OECD 報告亦示警**，**上年全球央行連續快速且大幅升息**，若干銀行業受到貨幣政策緊縮衝擊；**升息可能暴露潛在的金融弱點**，因此，升息的全面影響很難衡量，**其對經濟成長的下行風險可能比預期更強大**。
3. 由於上年本行係採**漸進且溫和的緊縮貨幣政策**，故不致影響國內金融體系穩定。**近期美、歐部分銀行業風險事件**雖導致**全球金融市場動盪**，而**國內銀行體系穩健、資本適足且流動性充足**，**不致影響金融穩定**。未來本行將**密切關注主要央行緊縮貨幣之負面外溢效應**，適時採取**妥適貨幣政策**因應。

¹⁴ 政府編布的 CPI 總指數漲幅為何低於民眾的認知？主因民眾對經常購買的商品(如 17 項重要民生物資)價格上揚，常給予比較大的重要性，但對不常買的商品(如 3C 電子產品)價格變化，較少關注而忽略。惟 CPI 總指數反映家庭購買各種消費性商品及服務價格漲、跌互抵的平均情況，故整體漲幅較個別品項變動和緩，致總指數的變動幅度與個人對物價漲跌的感受落差大，易使民眾誤以為 CPI 漲幅低估。例如，本年 1-2 月 17 項重要民生物資價格年增率 5.72%，但民生物資支出占整個家庭消費支出總金額的比重為 5.67%，即民生物資在 CPI 總指數的權數為 5.67%，而 CPI 總指數還會受到民生物資以外的其他商品與服務(權數 94.33%)之價格漲、跌變動影響，所以 CPI 總指數漲幅 2.74%會遠低於 17 項重要民生物價漲幅。

六、近期穩定幣之市場發展及國際監管趨勢

針對穩定幣的議題，本行曾於 2021 年針對當時的國際發展、風險及監管方向出版報告¹，供各界參考；近一年多來，在美國聯邦準備體系(Fed)連續快速升息、全球資金緊縮及虛擬資產市場爆發一連串風險事件後，更凸顯出穩定幣潛藏的風險，不僅危害投資者，規模較大者更可能將風險蔓延至金融體系，爰加強監管力度已成國際趨勢。本文將逐一說明穩定幣近期市場發展及其風險事件、國際間建議納管之原因及相關監管作為，俾讓大眾對穩定幣有更深入的瞭解。

(一)穩定幣市場近期發展

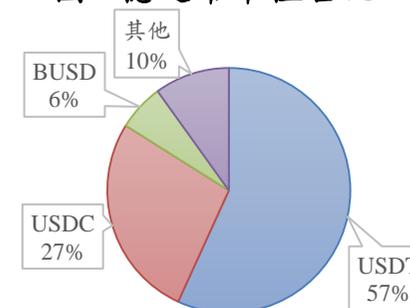
1. 穩定幣主要類型及市值變化

(1)目前穩定幣大致可分為 3 類，分別為以法幣資產(如美元)作為擔保的「法幣擔保穩定幣²」、以虛擬資產作為擔保的「虛擬資產擔保穩定幣³」及僅靠演算法機制，試圖維持價格穩定的「演算法穩定幣⁴」。

(2)依據 CoinMarketCap 網站統計，截至本(2023)年 3 月 19 日，全球共有 138 種穩定幣，總市值約 1,300 億美元⁵，市占率前三大分別為 USDT、USD Coin (USDC)及 Binance USD (BUSD)⁶，三者皆為法幣擔保的美元穩定幣，約占穩定幣總市值 9 成(圖 1)。

(3)穩定幣市值自 2020 年起快速成長，惟上(2022)年 5 月發生的 UST 崩盤事件⁷重創投資者對穩定幣之信心，市值開

圖1 穩定幣市值占比



資料來源：CoinMarketCap網站

¹ 參見中央銀行(2021)，「國際間穩定幣的發展、風險及監管議題」，央行理監事會後記者會參考資料，12月16日。

² 包括以現金、銀行存款及有價證券等資產擔保。

³ 包括以比特幣或以太幣等虛擬資產擔保。

⁴ 係純由發行人自行設計的演算法調控供給，試圖維持與法幣 1:1 掛勾，惟該設計很難證明有效性，常遭人質疑其價格能否維持穩定。例如 2022 年 5 月最大演算法穩定幣 TerraUSD (UST) 因其月亮幣(Luna)崩盤，衝擊其他虛擬資產下市壓力及比特幣價格大幅滑落等，讓人對虛擬資產涉及的市場波動性及風險感到擔憂。

⁵ 全球虛擬資產(包括穩定幣)總市值約 1 兆美元。

⁶ USDT、USDC 與 BUSD 之發行人分別為 Tether 公司、Circle 公司及 Paxos 公司。

⁷ 參見中央銀行(2022)，「虛擬資產市場最近風險事件與主要國家監理方向」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

始下滑，以前三大穩定幣為例，其市值變化如圖 2。

2. 穩定幣運作模式與傳統金融行為類似

(1) 從三大穩定幣發行人發布的擔保資產資料(圖 3)，分析其資產負債結構。

- 記載負債(貸方)是流通在外的穩定幣，類似向不特定大眾吸收款項；而記載在資產(借方)的除有活期存款(可供隨時提領的現金)、短期債券(可隨時變現)外，甚至還辦理放款及廣泛投資其他資產，與傳統金融業務雷同。
- 例如 **USDC 及 BUSD** 係以存放在銀行的美元存款或美國國庫券等作為擔保資產⁸，**結構類似一家電子貨幣發行機構或電子支付機構**⁹；**USDT** 則除銀行存款及美國國庫券外，還辦理擔保放款及投資基金、公司債及其他資產等¹⁰，**結構類似一家商業銀行**。

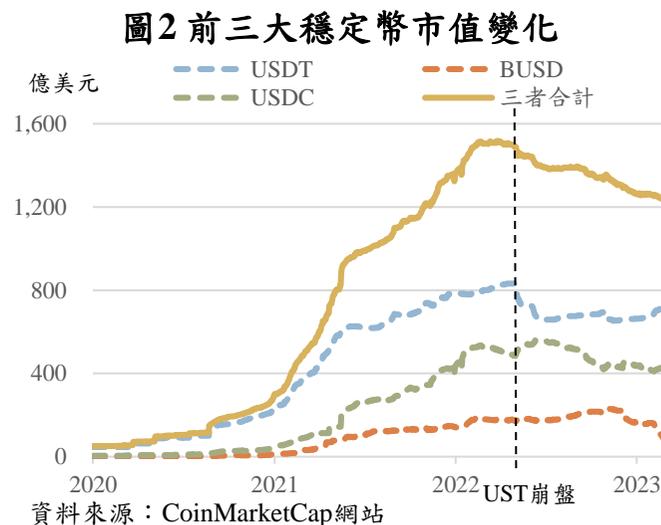


圖 3 從三大穩定幣之 2022 年底擔保資產分析其資產負債結構

USDC		BUSD		USDT	
資產	負債	資產	負債	資產	負債
美國國庫券	76%	附賣回協議	74%	美國國庫券	59%
銀行存款	24%	美國國庫券	23%	貨幣市場基金	11%
		銀行存款	3%	擔保放款	9%
				銀行存款	8%
				公司債、基金及貴金屬	5%
				附賣回協議	4%
				其他投資(含虛擬資產)	4%
				USDT	100%

資料來源：整理自 Grant Thornton (2023)、Withum (2023)及 BDO (2023)

⁸ Grant Thornton (2023), “Report of Independent Certified Public Accountants,” Jan. 25; Withum (2023), “Independent Accountant’s Report,” Jan. 25.

⁹ 歐盟認為其類似電子貨幣發行機構，我國類似「電子支付機構管理條例」所稱的電子支付機構。

¹⁰ 參見 Tether 網站及 BDO (2023), “Independent Auditor’s Report on the Consolidated Reserves Report,” Feb. 8。

(2) **穩定幣之發行**涉及向大眾吸收資金，與**收受存款、發行證券、募集貨幣市場基金及收受儲值款項**等特許業務十分相似；其透過**虛擬市場**(包括去中心化金融 DeFi 平台及中心化交易所)提供**匯兌、借貸、投資與保險**等服務，亦與**傳統金融業務**雷同(圖 4)，卻未受到與傳統金融業務相同程度之**監管**，致發生部分業者以高利吸引大眾投入資金後，再將客戶資產挪用於**高風險投資**等情事，一旦失敗，客戶將求償無門。

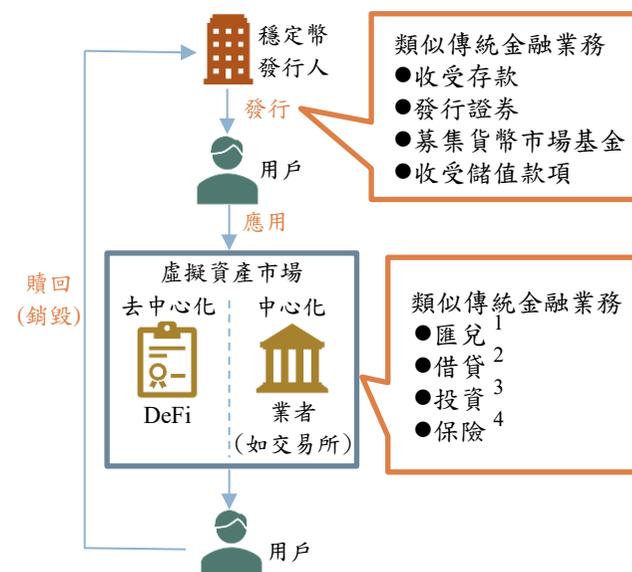
3. 前三大穩定幣近年發生之風險事件

(1) USDT 曾於 2021 年因發行人 Tether 公司挪用擔保資產及擔保資產揭露不實，遭美國相關機關裁罰，並被要求應每季公布擔保資產組成等資訊¹¹。

(2) 本年 2 月 13 日，因 **BUSD 發行人 Paxos 公司未確實**對其合作夥伴幣安(Binance)公司¹²及使用 BUSD 之客戶，**執行定期風險評估及盡職調查**，造成 **BUSD 有被不當利用之虞**¹³，遭美國紐約金融服務署(NYDFS)要求**停發 BUSD**。此消息一出，**BUSD 投資者**便開始大量將 BUSD 贖回美元或轉換為其他穩定幣，**流通市值**從本年 2 月 12 日的 162 億美元，**大幅下滑**至 3 月 19 日的 82 億美元，跌幅高達 49%。

(3) 本年 3 月 10 日，美國一家主要為科技業者及新創公司提供金融服務的**砂**

圖 4 穩定幣類似傳統金融業務



註 1：例如 Meta 公司前曾公開測試 Novi 錢包服務，供用戶以穩定幣 USDP 進行美國與瓜地馬拉之國內外匯兌。

註 2：例如虛擬資產借貸公司 Celsius Network 曾提供多種穩定幣借貸服務，惟該公司已於上年 7 月聲請破產。

註 3：例如去中心化資產管理協議 Yearn，可自動幫用戶把存入的穩定幣進行投資組合配置。

註 4：例如去中心化保險協議 Nexus Mutual，可供用戶以穩定幣 Dai 支付保費，並於保險事故(例如交易所遭駭)發生時獲得理賠。

資料來源：本文整理

¹¹ 紐約州總檢察長 Letitia James 於 2021 年 2 月控訴 Tether 公司聲稱 USDT 由美元完全擔保是個謊言，其隱藏 8.5 億美元的鉅額虧損及在紐約非法經營等，爰已禁止其在紐約繼續經營、裁罰 1,850 萬美元並應每季公布擔保資產的類別與比重等；美國商品期貨交易委員會(CFTC)於 2021 年 10 月也針對 Tether 公司在 USDT 擔保資產上的不實或誤導性陳述，裁罰 4,100 萬美元。參見 New York Attorney General (2021), “Attorney General James Ends Virtual Currency Trading Platform Bitfinex’s Illegal Activities in New York,” Feb. 23 與 CFTC (2021), “CFTC Orders Tether and Bitfinex to Pay Fines Totaling \$42.5 Million,” Oct. 15。

¹² 幣安公司為目前全球最大虛擬資產交易所，其授權 Paxos 公司冠名發行 BUSD。

¹³ 例如，雖然美國紐約金融服務署(NYDFS)許可 Paxos 在以以太坊區塊鏈上發行 BUSD，但幣安公司卻透過買入 BUSD 作為擔保品，在其他區塊鏈上發行幣安公司的穩定幣 Binance-Peg BUSD。由於 Binance-Peg BUSD 是由未受 NYDFS 監管的幣安公司發行，似形成監管漏洞。參見 NYDFS (2023), “Consumer Notice Regarding Paxos-Issued Binance USD,” *Consumer Alert*, Feb. 13。

谷銀行(Silicon Valley Bank, **SVB**)傳出財務危機¹⁴，由於 **USDC 擔保資產** 中約有 33 億美元(占擔保資產總額約 7%) 為存放在 **SVB 的存款**，造成 USDC 持有人恐慌，使 **USDC 價格與美元大幅脫鉤**，3 月 11 日價格最低曾跌至 0.87 美元；後隨美國政府出面接管 SVB，並保證存戶可以取回所有存款後，USDC 之價格才逐步回歸 1 美元；本年 3 月 10 日至 3 月 19 日，USDC 市值已自 427 億美元下滑至 362 億美元，跌幅約 15%。

4. 穩定幣目前雖不致影響金融穩定，惟已引起國際關注並呼籲加強監管力度

(1)現階段**包括穩定幣在內的虛擬資產市值規模**，相對於傳統金融市場而言尚屬有限¹⁵，且與實體經濟交易連結不深，尚不致影響金融穩定；國際清算銀行(BIS)研究發現，上年 **UST 崩盤及虛擬資產交易所 FTX 破產** 等重大風險事件之影響範圍，大都限制在虛擬資產市場內的投資者，尚未明顯外溢至傳統金融體系¹⁶。

(2)近期美國雖陸續發生提供虛擬資產業者服務的銀行，走上結束營業或遭接管之路，惟目前尚未影響金融穩定。例如 **Silvergate 與 Signature 銀行**¹⁷ 係協助虛擬資產交易所客戶以美元買賣虛擬資產，或為穩定幣發行人保管擔保資產等，因近一年受 Fed 快速升息、全球資金緊縮及 FTX 破產事件等影響，虛擬資產交易低迷，影響此 2 家銀行業務營運而**發生財務危機**；惟其規模有限且**受到傳統金融防護網保護**，以及**相關主管機關及時採取行動**¹⁸防止風險蔓延，**尚未影響金融穩定**。

(3)另目前穩定幣的發展對全球金融體系尚無顯著影響的關鍵因素之一，在於國際間**尚未出現被大眾廣泛用於跨境支付的「全球穩定幣(global stablecoin, GSC)」**。

¹⁴ 上年美國創投機構投資之科技公司與生技公司中約有 50%是 SVB 之客戶；在 SVB 倒閉後，Fed 為穩定市場信心，於 3 月 12 日與財政部及聯邦存保公司(FDIC)聯合發表聲明，表示 SVB 存戶可於 13 日起動用其存放於該行帳戶中的所有存款，且由本事件造成的損失不會由全體納稅人共同承擔；另為因應風險事件造成金融機構存戶臨時性大量提款需求，Fed 另宣布設立新的銀行定期融資計畫(BTFP)，以較為寬鬆的條件提供合格金融機構貸款。

¹⁵ 2021 年底全球金融資產市值規模約達 486.6 兆美元。參見 FSB (2022), “Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022,” Dec. 20。

¹⁶ BIS (2023), “Crypto Shocks and Retail Losses,” Feb. 20.

¹⁷ 此 2 家銀行為虛擬資產業者在美國最主要的合作銀行，其中 Silvergate 於上年第 3 季，約有 9 成存款來自虛擬資產業者，在 UST 崩盤事件後，開始面對接踵而來的客戶提款需求，只能賤價拋售資產致產生鉅額損失，最終於本年 3 月 8 日宣布結束營業；另 Signature 於上年第 3 季，亦有近 1/4 的存款來自虛擬資產業者，本年 3 月 12 日，Fed、美國財政部與 FDIC 宣布 Signature 因存在系統性風險而遭關閉，同日 NYDFS 已指定由 FDIC 接管 Signature，以保護存戶權益。

¹⁸ 包括發布聲明捍衛市場及設立 BTFP 等。參見 US Treasury, Fed, FDIC (2023), “Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC,” Mar. 12。

—2019 年**臉書**(現更名為 Meta)**宣布擬發行**釘住一籃子主要國家貨幣的**穩定幣** Libra¹⁹，由於具有全球流通的潛力且可能影響金融穩定而備受歐美等國家的關注，後雖調整為僅釘住美元，更名為 Diem，並將主要業務移往美國，惟因美國**監理機關仍有疑慮**，最終 Diem 相關智慧財產權及技術資產被出售予 Silvergate 銀行的母公司 Silvergate Capital²⁰，隨著 Silvergate 銀行結束營業，Diem 的**發行計畫能否繼續，尚待觀察**。

—目前三大穩定幣 USDT、USDC 及 BUSD 均企圖成為 GSC，雖迄今未成氣候，惟鑒於其未來規模可能持續擴大，仍有成為 GSC 的潛力，因此國際監理機關均持續關注其發展並呼籲納管。

(二)國際間建議將穩定幣納管之原因

1. 保護投資者：**穩定幣性質類似金融工具且潛藏諸多風險，用戶應受到與傳統金融業務相同的保護**

(1)穩定幣除面臨與傳統支付系統相同的基本風險(包括駭客入侵、操作不當及系統故障等)外，尚須承擔市場價格波動、治理機制不健全、演算法機制設計不良或擔保資產流動性不足等諸多風險²¹，若管理不當便可能引發擠兌，波及無辜投資者。

(2)穩定幣及其他虛擬資產時常被用於詐騙、洗錢及傳銷吸金等不法情事，納管將有助於主管機關及檢調機關執法並保護投資者。

(3)BIS 研究發現，年輕人及收入較低者更可能在比特幣價格上漲後積極交易虛擬資產，然而，大型投資者卻多能夠在價格急遽下跌前，將其資產出售給散戶(圖 5)，可見大型投資者可能以中小型投資者的損失為代價來獲利；據 BIS 估計，全球虛擬資產投資者中約 73~81%發生損失²²。

(4)由於穩定幣性質可能類似證券、貨幣市場基金或支付工具等，似應秉持「相同業務、相同風險、相同規範」的原

¹⁹ Libra 原規劃以一籃子法幣(美元 50%、歐元 18%、日圓 14%、英鎊 11%及新加坡幣 7%)計價。

²⁰ Silvergate Capital 為控股公司，旗下另有信託公司(Silvergate Capital Trust I&II)，Silvergate Capital 主要營收係來自於 Silvergate 銀行。

²¹ 有關更多穩定幣風險之說明，參見中央銀行(2021)，「國際間穩定幣的發展、風險及監管議題」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 16 日。

²² BIS (2022), “Crypto Trading and Bitcoin Prices Evidence from a New Database of Retail Adoption,” Nov. 1; BIS (2023), “Crypto Shocks and Retail Losses,” Feb. 20.

則，讓投資者能夠在透明、公平且穩健的市場進行投資或交易，獲得與傳統金融資產同等的保護。

2. 維護金融穩定：若穩定幣未來被廣泛使用，可能對實體經濟及金融體系造成影響

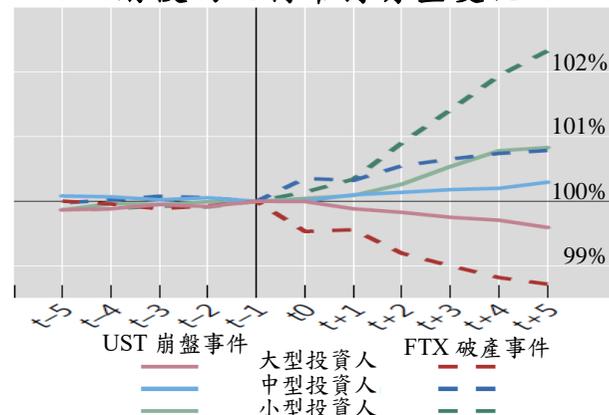
(1) 雖然穩定幣目前尚不致危害金融穩定，但為防患於未然，G20 等國際組織主張應密切監控虛擬資產生態體系(包括穩定幣)，確保其受到健全監管，降低對金融穩定的潛在風險²³。

(2) 若未來穩定幣規模持續擴大，可能透過以下管道帶來金融穩定風險²⁴：

— **擔保資產的流動性錯配(liquidity mismatch)**：由於法幣擔保穩定幣需透過持有擔保資產(包括現金、銀行存款及傳統金融資產)來維持投資者信心，如遭擠兌，業者恐被迫快速變現其擔保資產而發生虧損，規模龐大者甚至可能波及金融市場。根據香港金管局(HKMA)對 USDT 的研究顯示，當 USDT 的擔保資產²⁵大幅調整時，比特幣與美國公債及貨幣市場基金的相關係數，將分別從 0.08 及 0.01 增加至 0.42 及 0.39(圖 6)，此會放大虛擬資產市場波動對金融市場的外溢效果²⁶。

— **傳統金融機構的曝險**：銀行等傳統金融機構可能會因交易穩定幣、投資穩定幣發行人(例如提供創投資金)、作為擔保資產管理者及提供客戶穩定幣託管服務等原因，而產生穩定幣的曝險。

圖 5 不同規模投資人於重大事件前後的比特幣持有量變化

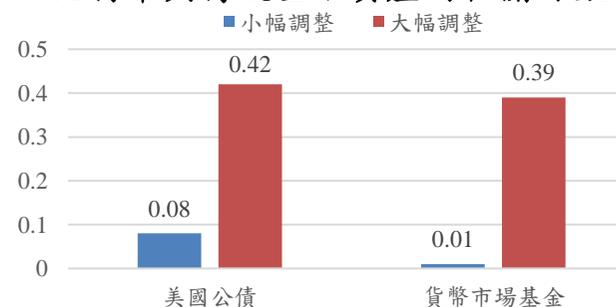


註 1：大、中、小型投資者分別指持有 1,000 單位以上、1~1,000 單位、1 單位以下比特幣之投資者。

註 2：橫軸為時間軸(t0 為事件發生日)，縱軸為投資人相對於 t-1 日的比特幣持有量。

資料來源：BIS (2023)

圖 6 USDT 擔保資產調整時 比特幣與傳統金融資產的相關係數



資料來源：HKMA (2022)

²³ G20 (2022), “G20 Bali Leaders’ Declaration,” Nov. 16.

²⁴ 主要參考自 ECB (2022), “Stablecoins’ Role in Crypto and Beyond Functions, Risks and Policy,” Jul. 11。

²⁵ 截至 2022 年底，Tether 公司之擔保資產約 59% 為美國國庫券(約 392.3 億美元)，11% 為貨幣市場基金(約 73.7 億美元)。參見 BDO (2023), “Independent Auditor’s Report on the Consolidated Reserves Report,” Feb. 8。

²⁶ HKMA (2022), “An Assessment of the Volatility Spillover from Crypto to Traditional Financial Assets: the Role of Asset-Backed Stablecoins,” Nov. 21.

— **信心效果**(confidence effects)及**財富效果**(wealth effects)：由於穩定幣支撐著整體虛擬資產生態體系，若穩定幣市場不穩定，打擊投資者對虛擬資產生態體系之信心，可能進而影響其對金融市場之信心。此外，穩定幣及其他虛擬資產的價格變化亦可能透過影響投資者的財富，間接影響金融體系。

— **穩定幣用於支付的程度**：若未來穩定幣跨出投機或投資交易範圍²⁷，進入實體經濟作為支付工具使用，便可能因系統中斷導致民眾日常支付及金融交易無法進行，危及金融穩定，尤其全球穩定幣(GSC)將有更廣泛及深遠的影響。

3. 促進負責任的創新：創新不能以風險增加為代價，亦不能造成不公平競爭

(1)部分穩定幣業者係以創新之名，行投機炒作或非法吸金之實，爰多數主管機關準備建立促進負責任創新的監管機制，希望透過監管讓風險降至最低，以發揮創新的價值。

—新加坡金管局(MAS)局長 Ravi Menon：「創新與監管應齊頭並進」，新加坡的願景是建立創新且負責任的虛擬資產生態體系，反對虛擬資產投機²⁸。

—美國財政部的通貨監理局(OCC²⁹)代理局長 Michael J. Hsu：由炒作驅動的虛擬資產市場可能排擠真正具有生產力的創新，完全禁止或自由放任皆可能出現問題，將穩定幣納管可促進虛擬資產領域的更多創新，並提供信任基礎使這些創新更為長久³⁰。

—香港證監會副行政總裁梁鳳儀：「將虛擬資產服務提供者納入監管範圍，是擁抱創新的唯一正道」，妥善的監

²⁷ 目前穩定幣仍多作為促進虛擬資產交易的支付工具，極少用作實體經濟的交易媒介，主要是因其價格依舊會受到市場供需及持有者對價格穩定機制的信心影響而波動，且其交易速度及交易成本與傳統支付工具(例如信用卡)相比並無顯著優勢，爰目前鮮有消費者將穩定幣用於購買實體經濟中的商品或勞務。據歐洲央行研究顯示，穩定幣之交易速度及交易成本受區塊鏈種類與網路流量等因素影響，在以太坊區塊鏈上的穩定幣(例如 USDT)每秒處理交易筆數為 15~25 筆，遠低於 Visa 每秒 1,700~24,000 筆，且大多數穩定幣交易費用，高於 ATM 交易費用或 Visa、MasterCard 收取的費用；請參見 ECB (2022), “Stablecoins’ Role in Crypto and Beyond Functions, Risks and Policy,” Jul. 11.

²⁸ Menon, Ravi (2022), “Yes to Digital Asset Innovation, No to Cryptocurrency Speculation,” Aug. 29.

²⁹ OCC 亦為美國的銀行監理機關。

³⁰ Hsu, Michael J. (2022), “Crypto A Call to Reset and Recalibrate,” May. 24; Hsu, Michael J. (2022), “The Future of Crypto-Assets and Regulation,” Jan. 13.

管有利於虛擬資產生態系的持續發展，並有助於建立公眾與傳統金融業的信任³¹。

(2)穩定幣業者經營類似傳統金融機構的業務，卻未受到相同程度之監管，可能存在監管套利的空間，在法規限制及法遵成本皆較低的情況下，形成與金融機構間的不公平競爭，不利合法金融機構與市場的營運，因此，建立公平競爭的環境，亦是相關主管機關未來監管重點。

(三)國際組織之監管建議與主要國家立法方向

1. 國際組織建議虛擬資產應依「相同業務、相同風險、相同規範」原則納管

(1) **G20、BIS 及國際貨幣基金組織(IMF)**等一再呼籲³²，包括**穩定幣**在內的虛擬資產業務應依「相同業務、相同風險、相同規範」的原則進行監管，確保虛擬資產業務符合相對應傳統金融業務的法律要求。

(2)國際標準制定組織亦依上述原則訂定相關建議與指引，例如：

— 國際防制洗錢金融行動工作組織(FATF)修訂反洗錢/反資恐(AML/CFT)標準，將虛擬資產及虛擬資產服務提供者(virtual asset service provider, VASP)納入規範，要求 VSAP 應實施與金融機構相同的 AML/CFT 措施³³。

— 支付暨市場基礎設施委員會(CPMI)及國際證券管理機構組織(IOSCO)建議具有系統重要性的穩定幣，應遵循相同的「**金融市場基礎設施準則(PFMI)**」³⁴。

2. 另金融穩定委員會(FSB)對全球穩定幣(GSC)亦有初步監管建議

(1)目前國際間雖尚未出現 **GSC**，惟因其**具有被多國廣泛使用的潛力**，對**金融穩定的潛在風險不容小覷**，爰 **FSB** 為使各國未來能對 **GSC** 進行一致且有效的監管，於上年 10 月更新 2020 年提出的 **GSC 初步監管建議**³⁵，並預計本

³¹ 梁鳳儀 (2022)，「擁抱創新與監管 揭開未來金融新篇章 在香港金融科技周 2022 上的主題演說」，10 月 31 日。

³² G20 (2022)，"G20 Bali Leaders' Declaration," Nov. 16; BIS (2022)，"The Future Monetary System," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 21; IMF (2023)，"IMF Executive Board Discusses Elements of Effective Policies for Crypto Assets," Feb. 23.

³³ FATF (2021)，"Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers," Oct. 28.

³⁴ CPMI-IOSCO (2022)，"Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to Stablecoin Arrangements," Jul. 13.

³⁵ FSB (2022)，"Review of the FSB High-level Recommendations of the Regulation, Supervision and Oversight of 'Global Stablecoin' Arrangements Consultative Report," Oct. 11.

年7月發布最終版本之建議，且將持續監控各國主管機關對該建議之實施情形。

(2)FSB 之建議涵蓋風險管理、資訊揭露、治理結構、穩定機制、審慎要求及跨境合作監理等多個面向，並指出 GSC 業者須滿足所有監管要求，方能進行相關業務(詳附錄)。

3. 主要國家/地區立法方向

(1)近期主要國家/地區皆已陸續開始針對穩定幣訂定相關規範，雖納管之業務範圍及監理方式因國情不一而略有差異，惟目前大多傾向落地監理原則，即發行人如要提供當地服務，須於當地設立機構並向主管機關申請執照。

(2)各國規劃中的監理重點說明如次：

- **擔保資產管理**：穩定幣之擔保資產應與發行人之自有資產區隔管理，且僅得投資於銀行存款、短期公債等低風險資產，並定時接受公正第三方(例如會計師事務所)審計，確保擔保資產總額無論何時皆不低於流通中的穩定幣面額，且用戶能隨時將穩定幣按面額贖回。
- **消費者保護**：穩定幣業者應以清晰、公平且不具誤導性之方式，向消費者揭露穩定幣詳細資訊(包括消費者的贖回權、手續費及擔保資產組成等)，且應以安全方式保管客戶資產，並具備客訴處理機制。
- **財務要求**：穩定幣業者應滿足最低資本額及資產流動性等要求。
- **健全營運**：穩定幣業者應確保資訊安全及營運韌性，避免駭客入侵、用戶資訊外洩或系統營運中斷等情形，並應具備適當的復原(recovery)及有序退場(orderly wind-down)計畫。
- **治理**：穩定幣業者應具備明確的權責分工及內部控制機制，同一集團內的各關係企業亦應適當區隔(例如穩定幣發行人應與提供穩定幣借貸服務業者進行區隔)，防範可能的利益衝突。
- **洗錢防制**：穩定幣業者應具備適當機制，避免穩定幣遭用於洗錢、資恐及資武擴等非法用途，相關機制包括確認客戶身分、建立交易監控程序、留存交易紀錄及申報可疑交易等。
- **具系統重要性的穩定幣應加強監管**：部分國家/地區會針對客戶數、發行量及交易量等規模達到具有系統重要性

的穩定幣³⁶發行人，施以更高的監管標準，包括對流動性管理及自有資本等要求。

(3)主要國家/地區針對穩定幣的主管機關及監理作為如下表所示。

主要國家/地區針對穩定幣的主管機關及監理作為

國家/地區		主管機關	增修法規	監理作為
美國	州層級	州政府金融主管機關	各州不一	各州規定不一，例如美國紐約金融服務署(NYDFS)規定虛擬資產業者應向其申請執照，如欲發行穩定幣，應先經該署核准。
	聯邦層級	尚無專責主管機關	尚未修訂相關法案	<ul style="list-style-type: none"> — 2021年11月美國總統金融工作小組(PWG)發布報告，建議國會立法將穩定幣納入監管，要求發行人須為納入存款保險的存款機構。 — 美國證券交易委員會(SEC)考慮應用現有的法規監管穩定幣。由於穩定幣之發行涉及向大眾吸收資金，並將所收取之款項用於投資、貸放或其他用途，與發行證券、募集貨幣市場基金等特許業務相似，SEC主席 Gary Gensler 即稱「絕大多數虛擬資產都是證券，屬於 SEC 的管轄範圍」³⁷。
歐盟		歐洲證管局(ESMA)、歐洲銀行局(EBA)及各成員國金融主管機關	訂定「加密資產市場監管法規(MiCA)」	<p>歐洲執委會(European Commission)於2020年9月提出 MiCA 草案，其中訂有穩定幣專章，明訂穩定幣發行人之義務，預計2024年生效。</p> <ul style="list-style-type: none"> — 釘住單一貨幣且用於支付的穩定幣，歸類為「電子貨幣代幣(e-money token)」，適用現行電子貨幣的法律架構。 — 與一籃子資產(如數種法幣、商品及資產等的組合)掛鉤者，歸類為「資產掛鉤代幣(asset-referenced token, ART)」，要求發行人提存擔保資產於保管銀行，並採帳戶區隔，使客戶資產與業者資產有所區隔。
英國		英國金融行為監管局(FCA)	修訂「金融服務與市場法」	由 FCA 擔任主要的監管機關，監管範圍包括發行、擔保資產託管(custodian)及支付相關活動。

³⁶ 例如歐盟暫定與一籃子資產掛鉤之「資產掛鉤代幣」若達到特定門檻(如持有人數大於1千萬人、市值高於50億歐元等)，則視為具有系統重要性。

³⁷ SEC 判斷虛擬資產是否為證券的標準稱為 Howey Test，共計有4項要素，分別為(1)投資人出資、(2)投資於一共同事業(common enterprise)、(3)投資人有獲取利潤之期待及(4)報酬主要來自發起人或第三人之力。本年2月初，SEC已向 BUSD 發行人 Paxos 發出起訴預告書(Wells notice)，指控 BUSD 為證券，Paxos 應依聯邦證券法向 SEC 註冊。參見 Paxos (2023), “Paxos Issues Statement,” Feb. 13。

國家/地區	主管機關	增修法規	監理作為
日本	金融廳(FSA)	修訂銀行法、支付服務法以及信託業法	僅銀行、資金移轉服務業及信託公司可發行穩定幣，預計 2023 年 6 月生效。
新加坡	新加坡金管局(MAS)	修訂支付服務法	初步規劃將流通金額超過 500 萬新加坡幣，且釘住單一貨幣(新加坡幣或 G10 國家貨幣)的穩定幣發行人界定為主要支付機構，其營運需取得 MAS 的許可執照，並受到較嚴格的規範，包括將收受的法幣託由獨立第三方(如銀行)保管 ³⁸ 。
香港	香港金管局(HKMA)	刻正評估訂定新法或修訂現有的法規	優先納管釘住一種或多種主權貨幣的穩定幣，預計 2024 年底前完成立法及施行。

資料來源：本文整理

(四)結語

1. 穩定幣市值目前自高點滑落，投資者須注意風險承擔

— 目前全球的**穩定幣市場仍以釘住美元的法幣擔保者為大宗**，惟其總市值自上年 UST 崩盤事件後轉為下跌，近期**第三大穩定幣 BUSD 因恐被不當利用而遭主管機關要求停發**、**第二大穩定幣 USDC 因擔保資產之保管銀行(即矽谷銀行)發生財務危機而與美元暫時脫鉤**，至於**第一大穩定幣 USDT 曾發生其發行人挪用擔保資產及擔保資產揭露不實等情事**；**顯見穩定幣並非完全穩定，仍潛藏諸多風險**，民眾**不應僅因穩定幣之規模、知名度或行銷術語而輕信之**。

— 近期美國雖有提供虛擬資產業者服務的銀行倒閉或發生財務危機，惟因其規模有限、受到傳統金融防護網保護且主管機關及時介入，尚不致影響金融穩定；**投資者在交易或投資穩定幣等虛擬資產前，仍應審慎評估自身風險承擔能力**，以免得不償失。

2. G20、BIS 及 IMF 等國際組織建議依「相同業務、相同風險、相同規範」原則將穩定幣納管，以促進負責任創新及公平競爭

³⁸ 流通金額 500 萬新加坡幣以下者可比照標準(一般)支付機構監管方式處理，但仍須做好投資者保護機制。

- 穩定幣的發行類似吸收存款或發行證券等金融行為，產生與傳統金融業務相同的風險，惟業者的法遵意識及風險管理機制卻未如傳統金融業，可能危害投資者權益及金融穩定，爰國際間多朝向以「相同業務、相同風險、相同規範」原則將穩定幣納管，以建立負責任創新及公平競爭的監管制度。
 - 目前包括歐盟、英國、日本等主要國家/地區，對穩定幣之監管已逐步開始擴大到對業者的資本要求、擔保資產管理、公司治理及消費者保護等多個層面，有助於消除穩定幣的法律不確定性，建立民眾的信任，促進產業良性發展，降低對金融穩定的潛在風險。
3. 我國現階段係由金管會針對虛擬資產的洗錢防制範疇進行監管，該會亦表示未來將適度漸進地擴大監理層面，例如投資者保護及資產分離(即客戶與業者的資產有所區隔並妥適管理)等，以符合國際監理趨勢³⁹

³⁹ 目前行政院持續邀集金管會、數發部、經濟部、法務部及本行等研商虛擬資產(包括穩定幣)主管機關及監理方向等議題。近日金管會黃主委天牧表示，將先與相關業者討論可能的自律規範，初步監理範圍包括「客戶資產與平台資產分離」、「商品上下架審查」及「投資人保護」等三大面向，至於未來要承擔的虛擬資產監理責任、對外說明方式及說明內容，將再向行政院請示。參見黃婉婷、黃琮淵(2023)，「虛擬貨幣將納管 由金管會主責」，*中國時報*，3月21日；王孟倫(2023)，「納管虛擬貨幣 金管會提監理3大方向」，*自由時報*，3月21日。

附錄

FSB 對全球穩定幣(GSC)之 10 項初步監管建議

主題	建議內容
主管機關的監管準備	主管機關應擁有並利用必要或適當的權力、工具以及充足的資源，全面監管 GSC 及其相關功能與活動，並有效執行相關法規。
全面監管 GSC 各項活動與功能	主管機關應在其職責範圍內，採用國際標準 ^註 ，對 GSC 進行以其功能為基礎且與其風險相稱的全面監管。
跨境合作與資訊共享	主管機關應於國內與國際相互合作、協調，以促進有效的溝通、訊息共享及協商機制，相互支持履行各自職責，並確保對 GSC 採行跨國界與跨部門的全面監管。
治理結構及去中心化營運	主管機關應要求 GSC 建立全面治理框架，對 GSC 所有功能與活動皆具備明確且直接的責任分工及可課責對象。
風險管理	主管機關應要求 GSC 具備有效風險管理框架，特別是在營運韌性、網路安全保護及反洗錢、反資恐等方面，並對其實施「適合且適當(fit and proper)」的要求，以符合國家相關法規。
資料儲存與存取	主管機關應要求 GSC 建立健全的系統及流程來收集、儲存與保護數據。
復原及清理	主管機關應要求 GSC 具備適當的復原(recovery)及清理(resolution)計畫。
資訊揭露	主管機關應要求 GSC 發行人向所有用戶及相關利害關係人提供全面且透明的資訊，以瞭解 GSC 運作情形，包括治理框架、贖回權及穩定機制。
贖回權、穩定機制與審慎要求	主管機關應要求 GSC 針對其發行人及(或)擔保資產提供健全法律請求權予所有用戶，並保證及時(timely)贖回。對於欲釘住單一主權貨幣的 GSC，應確保以面額贖回該主權貨幣。為始終保持穩定價值並降低擠兌風險，主管機關應要求 GSC 具備有效穩定機制、明確贖回作法並滿足相關審慎要求。
營運前應遵守監管要求	主管機關應要求 GSC 在特定司法管轄區開始業務前，滿足所有適用的監管要求，並於必要且適當時能遵循新的監管要求。

註：例如本建議及 CPMI、IOSCO 與 FATF 等對穩定幣之監管標準。

資料來源：FSB (2022)

七、俄烏戰爭周年：主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響

自俄羅斯上(2022)年 2 月 24 日入侵烏克蘭，迄今已逾周年，俄烏戰爭仍未停息，主要國家持續擴大對俄羅斯的制裁，俄羅斯亦採行多項因應及反制措施，雙方相互制裁已對全球經濟金融造成重大衝擊。本文係本行於上年理監事會後記者會參考資料提供相關分析¹後，持續追蹤其對全球經濟金融之影響。

(一)主要國家對俄羅斯之金融與經濟制裁

俄烏開戰後，美國、歐盟²及日本等主要國家對俄羅斯陸續祭出多項金融與經濟制裁，其中金融制裁核心在於透過凍結俄羅斯國外資產，影響其外幣調度能力，以及禁止多家俄羅斯銀行使用環球銀行金融電信協會(SWIFT³)系統，切斷其與國際金融網絡之聯繫，進而限制其貿易與金融交易能力；經濟制裁核心在於切斷俄羅斯石油與天然氣出口之經濟命脈、阻止俄羅斯獲得戰備資源、取消俄羅斯貿易最惠國待遇等措施。截至本(2023)年 2 月底，主要國家對俄羅斯之金融與經濟制裁措施彙整如表 1。

表 1 主要國家對俄羅斯之金融與經濟制裁

推出時間	金融制裁內容	經濟制裁內容
2022 年 2 月	● 凍結俄羅斯央行境外帳戶、限制與俄羅斯央行進行交易、限制俄羅斯央行調度國際準備等	● 禁止俄羅斯籍航空器進入領空 ● 中止北溪 2 號天然氣輸送管線執照審查

¹ 參見中央銀行(2022),「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」,央行理監事會後記者會參考資料,3月17日;中央銀行(2022),「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁」,央行理監事會後記者會參考資料,6月16日。

² 歐盟共有 27 個成員國,分別為奧地利、比利時、保加利亞、克羅埃西亞、賽普勒斯、捷克、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、希臘、匈牙利、愛爾蘭、義大利、拉脫維亞、立陶宛、盧森堡、馬爾他、荷蘭、波蘭、葡萄牙、羅馬尼亞、斯洛伐克、斯洛維尼亞、西班牙、瑞典。

³ SWIFT 係環球銀行金融電信協會(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)簡稱,於 1973 年成立,註冊於比利時,為全球性金融同業合作組織,提供銀行迅速、安全之通訊系統,以傳輸金融訊息。參見中央銀行(2022),「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」,央行理監事會後記者會參考資料,3月17日。

	<ul style="list-style-type: none"> ● 將特定之俄羅斯銀行、公司及特定個人列入制裁名單，並凍結其境外資產⁴ ● 禁止俄羅斯政府、特定機構或銀行在境內發行債券或新股籌措資金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯實施國防、航太、半導體、電腦設備等出口管制
2022 年 3 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止 7 家俄羅斯銀行⁵使用 SWIFT 系統 ● 沒收俄羅斯富豪之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 取消俄羅斯貿易最惠國待遇 ● 美國禁止進口俄羅斯原油、天然氣及煤炭等能源
2022 年 4 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯「聯邦儲蓄銀行」(Sberbank)之境外資產，並禁止與該銀行進行交易。目前俄羅斯前 10 大銀行共 9 家銀行⁶(約占俄羅斯銀行業總資產之 75.4%)境外資產遭凍結 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止俄羅斯船舶停泊港口 ● 歐盟國家自 2022 年 8 月起禁止進口俄羅斯煤炭
2022 年 5 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯提供會計、信託、公司設立及管理顧問服務 ● 禁止俄羅斯透過外國銀行體系償還主權債務 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯國營與控制媒體投放廣告及提供技術 ● 禁止進口俄羅斯貴金屬(如鉑、鈾)
2022 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 增加禁止 3 家俄羅斯銀行⁷使用 SWIFT 系統，加計先前 7 家，目前共 10 家俄羅斯銀行遭禁用 SWIFT 系統，約占俄羅斯銀行業總資產 70% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐盟國家於 2022 年底前停止進口 90%俄羅斯原油(匈牙利、捷克及斯洛伐克等 3 國受豁免得繼續進口俄羅斯原油) ● 禁止歐盟保險公司承保俄羅斯原油船運保險 ● 禁止向俄羅斯進口黃金
2022 年 9 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯提供 IT 顧問、建築及工程服務
2022 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止與俄羅斯地區開發銀行(Russian Regional Development Bank)進行交易 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯海運出口原油設定價格上限每桶 60 美元 ● 禁止英國保險公司承保俄羅斯原油船運保險

⁴ 制裁特定之俄羅斯銀行、公司及特定個人之境外資產，各國所匡列之名單不完全相同，主要是俄羅斯之重要銀行、出口商、富豪及政治人物。

⁵ 7 家銀行包括：Bank Otkritie、Novikombank、Promsvyazbank、Bank Rossiya、Sovcombank、Vnesheconombank(VEB)、VTB Bank。

⁶ 9 家銀行包括：Sberbank、VTB Bank、Gazprombank、Alfa Bank、Promsvyazbank、Russian Agricultural Bank、Credit Bank of Moscow、Bank Otkritie、Sovcombank。

⁷ 增加 3 家銀行包括：Sberbank、Russian Agricultural Bank 及 Credit Bank of Moscow。

		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯出口無人機引擎
2023 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯聯邦國家財富基金(National Wealth Fund of the Russian Federation)及俄羅斯國家再保險公司(Russian National Reinsurance Company)之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯海運出口柴油及燃料油設定價格上限每桶 100 及 45 美元

(二)俄羅斯因應主要國家制裁所採取措施之成效與影響

受主要國家制裁影響，俄烏戰爭初期俄羅斯經貿與金融均遭受嚴重衝擊，包括俄羅斯盧布大幅貶值、股市重挫、銀行出現擠兌、公債殖利率飆升、向外融資困難、外幣主權債務自 1918 年以來首次出現違約、外資紛紛撤退，以及通貨膨脹惡化等情形。

面對該等衝擊，俄羅斯採行多項措施以為因應及反制，包括調升政策利率、實施多項資本管制、要求不友善國家須以盧布支付天然氣款項、暫停股/債市交易、停止對外公布貿易及金融統計數據、限制能源供給，以及強化與中國大陸及印度能源合作等。凡此措施雖相當程度緩解金融衝擊，但俄羅斯仍面臨經濟衰退窘境。茲將俄羅斯因應主要國家制裁所採取之措施及其成效與影響，分析說明如後。

1. 穩定匯率措施

採行措施	措施內容	成效與影響
(1) 調升政策利率	上年 2 月 28 日央行將政策利率由 9.5% 調升至 20% 。	<ul style="list-style-type: none"> ● 利率回穩 上年 4 月 11 日起六度調降政策利率⁸，至 9 月 19 日止已由 20%調至 7.5%(圖 1)。 ● 盧布止貶回升 -俄烏開戰後，盧布兌美元匯率自戰前(上年 2 月 23 日)之 81.67 遽貶至 3 月 7 日之 138.93。 -經採取因應措施後，上年 6 月 29 日盧布兌美元匯率降至上年低點 51.94，反較戰前大幅升值 57%。本年 3 月 20 日盧布兌美元匯率為 76.73，接近戰前水準(圖 2)。 -盧布止貶回穩後，逐步放寬資本管制措施，包括強制貿易商出售其外匯收入由 80%調降至 50%¹¹；四度調高每人每月匯款至海外限額，已由 5,000 美元調高至 1 百萬美元¹³。 ● 經常帳順差創新高 盧布升值致進口成本下降，加上受制裁而進口銳減，以及出口能源價格(尤其是碳氫能源)的上揚，使俄
(2) 實施多項資本管制	上年 2 月 28 日 -強制貿易商出售其外匯收入之 80% 。 -居民攜帶出境之外幣現金不得逾等值 1 萬美元 。 -每人每月匯款至海外不得逾等值 5,000 美元 。	
(3) 提供金融機構流動性	上年 3 月 1 日起透過公債附買回交易 ⁹ ，提供金融機構無上限之盧布流動性。	
(4) 調降存款準備率	上年 2 月 28 日盧布存款準備率由 4.75% 調降至 2% ¹⁰ 。	
(5) 要求以盧布支付天然氣款項	上年 4 月 1 日起要求不友善國家 ¹² 向其購買天然氣， 須以盧布支付款項 。該項措施係透過指定銀行(俄羅斯天然氣工業銀行)帳戶統收統支，充分掌握能源	

⁸ 俄羅斯政策利率於上年 4 月 11 日、5 月 4 日、5 月 27 日、6 月 14 日、7 月 25 日分別調降至 17%、14%、11%、9.5%、8%，至 9 月 19 日再調降至 7.5%。

⁹ 俄羅斯金融機構於期初將持有之俄羅斯政府公債賣給俄羅斯央行取得資金，並於交易約定期間到期時向政府買回該等公債。

¹⁰ 盧布存款準備率於上年 8 月 1 日上調至 3%，本年 3 月 1 日起上調至 4%。

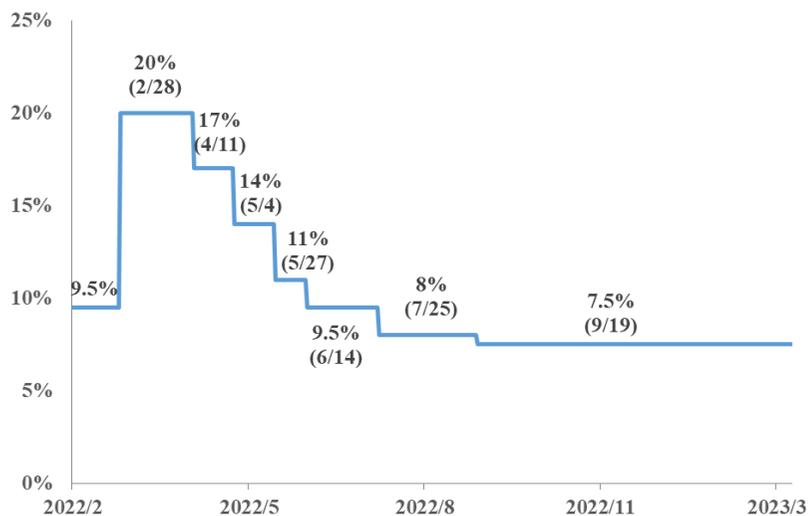
¹¹ 強制貿易商出售其外匯收入比率於上年 5 月 26 日調降至 50%。

¹² 俄羅斯於 2021 年 5 月 13 日將美國及捷克列為不友善國家，嗣於上年 3 月 5 日再將歐盟國家、英國、加拿大、瑞士、挪威、冰島、烏克蘭、澳洲、紐西蘭、日本、韓國、新加坡、臺灣等 46 國納入不友善國家，上年 7 月 24 日納入巴哈馬及兩個英屬領地，上年 10 月 29 日納入其他 11 個英屬領地，總計目前不友善國家共 49 國及所有英屬領地。

¹³ 每人每月匯款至海外限額於上年 4 月 1 日、5 月 16 日、6 月 8 日及 7 月 1 日分別調高至 1 萬、5 萬、15 萬及 1 百萬美元。

採行措施	措施內容	成效與影響
	出口之外匯收入，以穩定甚至推升盧布匯率 ¹⁴ 。	羅斯上年經常帳順差為 2,274 億美元，較 2021 年大幅增加 86% ¹⁵ 。

圖 1 俄羅斯政策利率走勢



資料來源：俄羅斯央行

圖 2 俄羅斯盧布兌美元匯率走勢



註：2022 年俄羅斯全年即期匯市交易量為 100.4 兆盧布，較 2021 年成長 5.5%。

資料來源：Bloomberg、莫斯科交易所

¹⁴ 參見中央銀行(2022)，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁」，央行理監事會後記者會參考資料，6月16日。另俄羅斯總統普丁於上年12月30日簽署行政命令，准許俄羅斯天然氣公司接受不友善國家以外幣清償進口天然氣之欠款，惟該行政命令亦表明不會對違反盧布支付命令之國家恢復供氣，也未改變俄羅斯要求外國買家以盧布支付天然氣款項之規定。

¹⁵ Reuters (2023), "Russia Posts Record Current Account Surplus of \$227 Bln in 2022," Jan. 17.

2. 穩定股市措施

採行措施	措施內容	成效與影響
(1) 暫停交易	上年 2 月 26 日暫停股市交易，至 3 月 24 日始恢復，惟禁止放空大型權值股，並禁止外國投資者賣出俄羅斯股票 ¹⁶ 。	<ul style="list-style-type: none"> ● 股市一度止跌，惟近期再現下挫走勢 - 俄羅斯 MOEX 與 RTS 股票指數¹⁷於開戰當日(上年 2 月 24 日)分別暴跌 33%及 38%，實施因應措施後，股市一度止跌。 - 惟受主要國家制裁及俄烏戰爭持續等因素影響，股市表現不佳，至本年 3 月 20 日，MOEX 指數及 RTS 指數仍較戰前分別下跌 22%及 19%(圖 3)。
(2) 要求境外上市之俄羅斯企業自境外股票交易所下市	上年 4 月 16 日要求在境外上市之俄羅斯企業必須自境外股票交易所下市，並將海外存託憑證轉換為在俄羅斯股市交易之股票 ¹⁸ 。	

圖 3 俄羅斯股票指數走勢



註：2022 年俄羅斯全年股市交易量為 17.6 兆盧布，較 2021 年衰退 41%。

資料來源：Bloomberg(2022/2/26~3/23 暫停交易)、莫斯科交易所

¹⁶ 自上年 9 月 12 日起，外國投資者可賣出俄羅斯股票，惟不友善國家投資者不得交易銀行、礦產、石油、天然氣等企業股票。

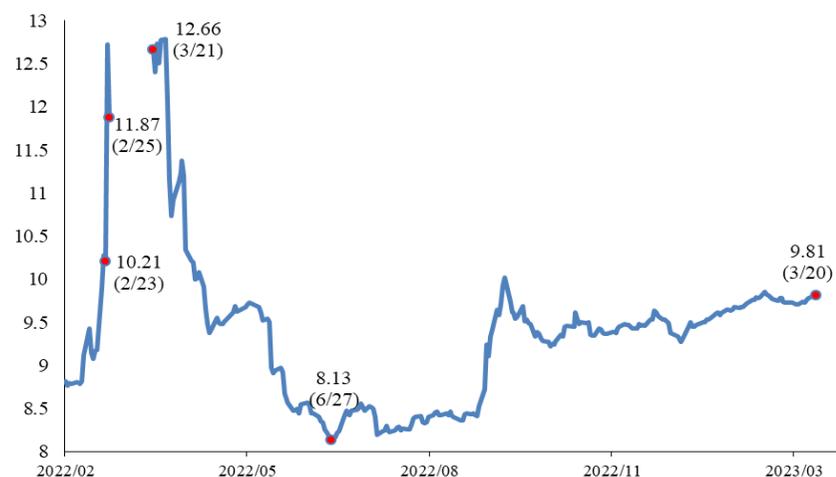
¹⁷ MOEX 與 RTS 指數均係追蹤莫斯科交易所前 50 大公司股價表現，但 MOEX 指數以盧布計價，RTS 指數以美元計價。

¹⁸ 此措施可由企業負責人逕行決定並執行，無需經董事會或股東會核准。

3. 穩定公債殖利率措施

採行措施	措施內容	成效與影響
(1) 暫停交易	上年 2 月 26 日暫停債市交易，至 3 月 21 日始恢復。	<ul style="list-style-type: none"> ● 殖利率回穩甚而下滑 - 上年 3 月 21 日恢復交易當日，俄羅斯 10 年期公債殖利率遽升至 12.66%，較戰前之 10.21% 上升 245bps。後因俄羅斯央行進場購買公債及調高政策利率，10 年期公債殖利率於上年 6 月 27 日降至上年低點 8.13%。 - 上年 10 月中旬俄羅斯財政部於開戰後首次重返公債市場發行新債，俄羅斯 10 年期公債殖利率回升，本年 3 月 20 日升至 9.81%，接近戰前水準(圖 4)。
(2) 禁止海外投資人拋售債券	禁止海外投資人賣出債券，且其於俄羅斯境內收到之盧布計價本息只能存放於境內保管行，無法動用。	
(3) 提升需求量	上年 3 月 21 日起於公開市場買入債券，提升需求量。	

圖 4 俄羅斯 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg(2022/2/26~3/20 暫停交易)

4. 因應 SWIFT 制裁措施

採行措施	措施內容	成效與影響
(1) 透過境內其他未被禁用 SWIFT 銀行傳輸金融訊息	受制裁銀行可於俄羅斯境內以 SPFS 系統傳輸支付訊息予境內未被禁用 SWIFT 之往來銀行，再由該等銀行以 SWIFT 傳輸支付訊息至境外銀行(亦即利用境內未被禁用 SWIFT 銀行作為通匯行)，完成跨境款項支付 ¹⁹ 。	<ul style="list-style-type: none"> ● 跨境交易仍得進行，僅便利性降低 - 俄羅斯目前約 300 家機構使用 SWIFT，因受 SWIFT 制裁之銀行僅 10 家，多數銀行仍可照常進行跨境金融訊息傳輸，但較不便利。 ● 強化與中國大陸合作，提高中俄跨境貿易以人民幣計價及支付清算比重 - 為因應主要國家制裁，俄羅斯逐漸改以人民幣作為美元或歐元等西方國家貨幣之替代貨幣，如俄羅斯出口中國大陸天然氣，由美元結算改以人民幣及盧布結算(各 50%)，俄羅斯人民幣支付金額大幅成長，在全球人民幣離岸市場排名躍升。
(2) 透過使用俄羅斯 SPFS 與中國大陸 CIPS 系統	以人民幣清算之交易可透過 SPFS 與 CIPS 合作模式替代因應 ²⁰ 。	

¹⁹ System for Transfer of Financial Messages(SPFS)為金融訊息傳輸系統，並非支付清算系統，銀行以 SPFS 傳輸金融訊息後，仍須透過俄羅斯央行盧布支付系統，才能完成款項之移轉與清算。參見中央銀行(2022)，「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 17 日。

²⁰ 「人民幣跨境支付系統」(Cross-Border Interbank Payment System, CIPS)為中國大陸建置之跨境支付清算系統，參見中央銀行(2022)，「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 17 日。

5. 反制經濟數據資訊揭露措施

採行措施	措施內容	成效與影響
<p>不再定期公布包括貿易、投資在內之重要經濟數據，僅不定時的揭露不完整的片面資料</p>	<p>俄烏戰爭前，俄羅斯央行及聯邦統計局等政府單位會按期對外公布經濟及金融等統計數據，甚至主動公布其持有外匯準備各幣別比重及存放地點等機敏資訊。</p> <p>俄烏戰爭後，據外電報導²¹，俄羅斯政府認為隱匿大量經濟及金融數據是對抗主要國家制裁之必要措施，爰已停止對外公布其貿易、投資及外匯準備各幣別比重及存放地點等所有資訊。</p> <p>-本行於上年曾分析²²，俄羅斯央行多年來主動公布其持有外匯準備各幣別比重及存放地點等資訊，應屬政治目的考量，主要係為向外界展現其抵禦西方國家經濟金融箝制之能力及「去美元化」措施之成效，惟揭露該等資訊，亦同時暴露其外匯資產配置之脆弱性而易遭反制。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 經貿數據可信度受外界質疑 <ul style="list-style-type: none"> -俄羅斯官方重要數據的發布改為不定時揭露不完整的片面資料，被認為係選擇性的剔除對政府不利的數據，僅公告有利資訊之宣傳手法²³，致使政府公開資訊可信度受外界質疑。 ● 各國減少俄羅斯投資調查及研究 <ul style="list-style-type: none"> -俄烏戰爭使得大量外資人才及多邊組織的經濟學家撤離，各投資銀行亦不再提供客戶關於俄羅斯企業的投資建議，並減少在當地的調查研究。 -長遠來看，一國的資訊透明度將影響外國投資意願，俄羅斯央行總裁曾於上年底表示政府應適度公開數據讓投資人參考，以促進市場發展，目前俄羅斯政府正商討恢復公開部份數據之可能性。

²¹ Financial Times (2023), "Russia's Internal Struggle over Classified Financial Data," Jan. 29.

²² 參見中央銀行(2022),「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁」,央行理監事會後記者會參考資料,6月16日。

²³ Sonnenfeld, Jeffrey, Steven Tian, Franek Sokolowski, Michal Wyrebkowski, and Mateusz Kasproicz (2022), "Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy," Yale CELI, July.

6. 因應主要國家能源制裁措施

採行措施	措施內容	成效與影響
(1) 增加原油出口之措施	面對主要國家能源制裁，俄羅斯以較低價格將原油轉銷售至中國大陸及印度等亞洲國家。	<ul style="list-style-type: none"> ● 俄羅斯對中國大陸及印度等亞洲國家原油銷量增長，惟無法完全取代原歐盟買家 <ul style="list-style-type: none"> - 據統計²⁴，俄羅斯上年海運出口原油至亞洲國家，較2021年之4.17億桶增加3億桶或72%，其中出口至中國大陸占全體亞洲國家之44.4%為最高，其次為印度36.4%。 - 俄羅斯對亞洲國家原油銷量雖增長，但因原油開採高度仰賴西方資本及專業技術，且轉銷往亞洲國家之原油因議價能力不足而折價，以及亞洲國家基於風險分散亦不願集中向俄羅斯採購，難以取代原歐盟買家。
(2) 限制天然氣及原油供給之措施	<ul style="list-style-type: none"> ● 天然氣： 對拒絕配合以盧布支付天然氣款項之不友善國家斷供天然氣，包括波蘭、保加利亞、芬蘭等國，以及荷蘭 GasTerra 公司、丹麥 Orsted 公司與德國 Shell 公司等。後因保加利亞改用盧布支付，爰已恢復供應。 ● 原油： 自本年2月1日起，俄羅斯禁止向實施價格上限之國家出售原油及相關產品。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 俄羅斯與主要國家間的能源制裁，推升全球能源價格，加重通膨壓力，惟近期能源價格已回穩 <ul style="list-style-type: none"> - 俄羅斯為全球第一大天然氣出口國及第二大原油出口國，其採取限制能源供給措施，造成全球能源供給減少，在其他地區產能遠不敷全球能源需求下，推升能源價格，加重通膨壓力。 - 自歐盟禁運俄羅斯能源制裁實施後，據外電報導²⁵，上年11月18日俄羅斯每日出口至歐盟之原油數量已較俄烏戰爭前下降超過90%；另依據歐盟統計局 (Eurostat) 報告，歐盟已增加由美國、挪威及英國進口天然氣，以及自美國、挪威及沙烏地阿拉伯增加

²⁴ Bloomberg AHOY Crude Oil & LNG Trade Flows.

²⁵ Bloomberg (2022), "Russia Loses 90% of Its Key European Oil Market before Sanctions," Nov. 21.

採行措施	措施內容	成效與影響
		<p>進口原油²⁶。</p> <p>-由於歐盟國家積極增加自俄羅斯以外的國家獲取能源、上年歐洲暖冬致天然氣需求較預期大幅下降，以及美國持續出售戰略儲油並增加頁岩油生產，近期天然氣及原油價格已逐漸回穩。</p> <p>● 受近期能源價格回落及原油價格上限制裁影響，俄羅斯出口收入減少，財政逐漸惡化</p> <p>-受近期能源價格回落以及原油價格上限制裁影響，據統計²⁷，本年 1 月俄羅斯原油出口收入約為 130 億美元，較去年同期下滑 36%；另據外電報導²⁸，本年 1 月俄羅斯原油及天然氣出口收入為 185 億美元，較上年同期下滑 38%。</p> <p>-能源收入減少，加上戰爭及主要國家制裁所帶來的支出增加，俄羅斯財政狀況已逐漸惡化，據報導²⁹，俄羅斯本年 1 月財政赤字高達 250 億美元，已占全年預算赤字的 6 成，顯示主要國家制裁對俄羅斯長期經濟發展之影響逐漸發酵。</p>

²⁶ Eurostat (2022), “EU Imports of Energy Products - Recent Developments,” Dec. 22, 其中有關歐盟國家自非歐盟國家進口原油及天然氣之比重變化如下表：

進口來源國	天然氣進口-2021 年	天然氣進口-2022 年 Q3	原油進口-2021 年	原油進口-2022 年 Q3
俄羅斯	39.3%	15.0%	24.8%	14.4%
挪威	24.2%	30.8%	9.4%	10.4%
美國	7.1%	15.2%	8.9%	11.9%
英國	6.2%	12.3%	-	-
沙烏地阿拉伯	-	-	5.1%	9.1%
其他國家	23.2%	26.7%	51.8%	54.2%

²⁷ International Energy Agency (2023), “Oil Market Report - February 2023,” February.

²⁸ Reuters (2023), “Russia’s Oil and Gas Revenues Fell Nearly 40% in Jan, IEA Says,” Feb. 28.

²⁹ Financial Times (2023), “Russia’s Budget Deficit Soars as Energy Revenues Slump by Almost Half,” Feb. 6.

(三)主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響

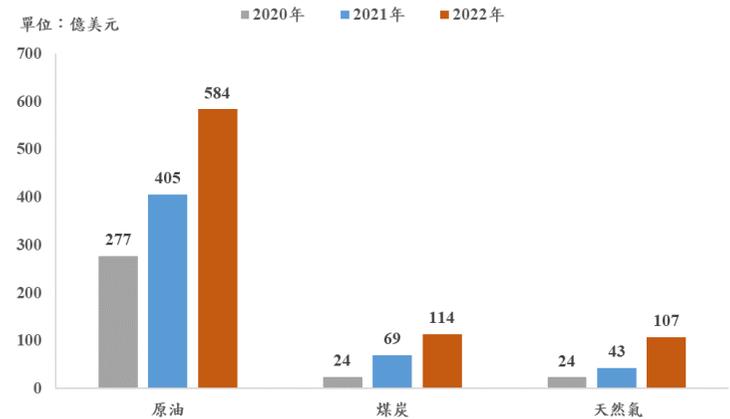
1. 中國大陸成為西方制裁俄羅斯的破口，兩國經貿與金融往來關係密切，人民幣逐漸發展為歐亞大陸北部³⁰的區域性貨幣，國際支付占比提升

由於中國大陸並未加入制裁俄羅斯行列，如同本行上年就主要國家金融制裁對俄羅斯影響分析的預期³¹，其將成為俄羅斯抵制西方制裁的破口，兩國經貿與金融往來關係更形密切。說明如下：

(1)俄羅斯擴大與中國大陸經貿合作，貿易額創歷史新高，經貿關係更加緊密

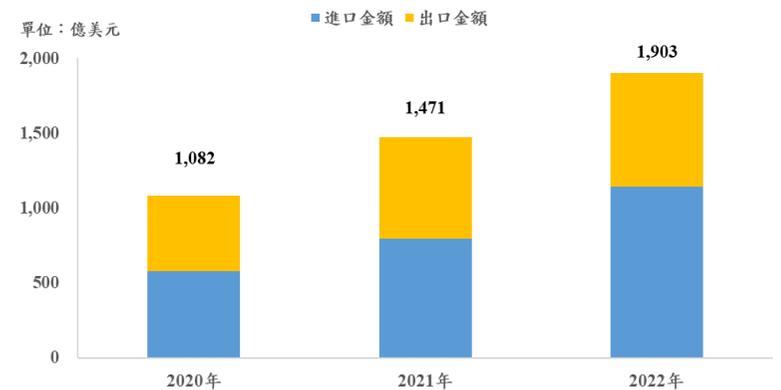
- 能源是俄羅斯經濟命脈，為抵制主要國家能源制裁，俄羅斯將能源轉銷售至亞洲國家，其中以銷售至中國大陸占比最高。據統計，上年中國大陸自俄羅斯進口原油、煤炭及天然氣等能源，分別較戰前 2021 年增加 44%、64%及 151%(圖 5)；此外，農牧產品、紙漿，以及化工產品等之進口亦均有增長。
- 另外，俄羅斯面對西方國家對國防、航太、半導體、電腦設備等之出口制裁，亦轉向中國大陸採購相關商品，據統計，上年

圖 5 中國大陸進口俄羅斯能源項目



註：天然氣包含氣體及液態天然氣；煤炭包含煙煤（煉焦煤及其他煙煤）及無煙煤。
資料來源：中國大陸海關總署

圖 6 中國大陸與俄羅斯雙邊貿易量



資料來源：中國大陸海關總署

³⁰ 泛指俄羅斯、中國大陸以及前蘇聯之中亞五國(哈薩克、烏茲別克、塔吉克、吉爾吉斯及土庫曼)。

³¹ 參見中央銀行(2022)，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁」，央行理監事會後記者會參考資料，6月16日。

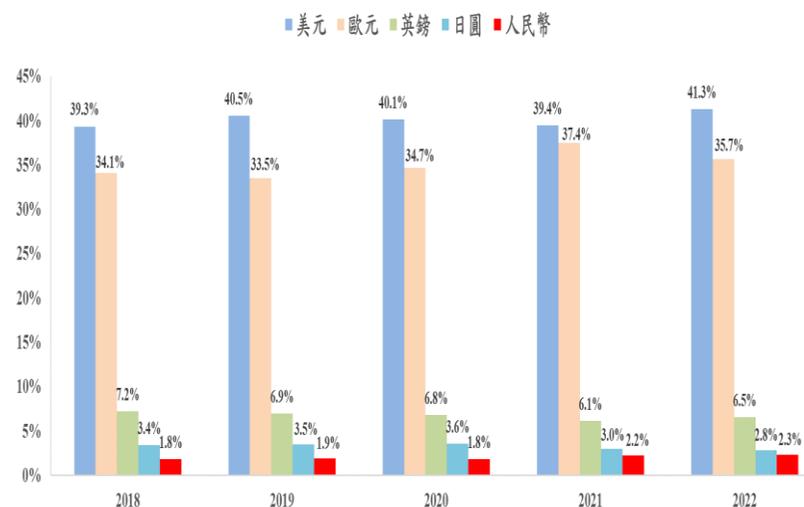
中俄雙邊進出口貿易總額為 1,903 億美元，較 2021 年之 1,471 億美元成長 29%(圖 6)，創歷史新高。

(2)俄羅斯人民幣外匯交易及支付金額大幅成長，人民幣漸為歐亞大陸北部的區域性貨幣，國際支付占比提升

為抵制主要國家金融制裁，俄羅斯採行外匯存底降低美元資產部位、增持人民幣資產及黃金並存放於中國大陸，以及增加中俄跨境貿易以人民幣計價及支付清算之比重等措施，影響所及，人民幣逐漸取代美元或歐元而成為歐亞大陸北部的區域性貨幣，國際支付占比提升。

- 據外電報導³²，上年 1 月至 9 月俄羅斯對中國出口採人民幣結算之比率，由 2021 年之 0.4% 大幅增加至 14%；本年 2 月莫斯科人民幣外匯交易量首次超逾美元，人民幣成為主要交易貨幣，占全體外匯交易量近 40%，人民幣逐漸發展為歐亞大陸北部的區域性貨幣。
- 根據 SWIFT 統計，上年俄羅斯**人民幣支付金額為 3.4 兆美元，較 2021 年大幅成長 754.9%**；其占有所有人民幣離岸市場支付總金額之比重由 2021 年之 0.2% 上升為 1.8%；俄羅斯人民幣離岸市場支付業務量排名，則由 2021 年第 17 名，躍升為上年之第 6 名。
- 受惠於俄羅斯人民幣支付金額的成長，上年人民幣占全球國際支付比重較 2021 年增加 0.1%，達 2.3%；支付金額則較 2021 年增加 1.3 兆美元，達 96.6 兆美元；於全球國際支付使用貨幣排名第五，前四名分別為美元(41.3%)、歐元(35.7%)、英鎊(6.5%)及日圓(2.8%)(圖 7)。

圖 7 全球國際支付主要使用貨幣占比



資料來源：SWIFT

³² Bloomberg (2023), "The Yuan Is an Unlikely Winner from Russia's Growing Isolation," Mar. 15.

2. 主要國家金融制裁措施衝擊國際貨幣制度運作，尤其美元武器化，恐使其全球通貨主導地位受威脅

俄烏戰爭爆發後，主要國家凍結俄羅斯外匯存底，並禁止俄羅斯部分銀行使用 SWIFT 系統，該等制裁措施如同將美元武器化。為避免受到美元箝制，各國央行可能朝多元化通貨方向重新配置其外匯存底，國際貿易亦可能朝非美元之其他通貨計價發展。

雖然短期內美元仍會是主要準備通貨及國際支付結算系統的核心，但 IMF 撰文示警³³，受俄烏戰爭及主要國家制裁影響，以及在當前技術、政治與意識型態之推動下，未來全球經濟可能分裂為具有不同意識形態、政治制度、技術標準、跨境支付、貿易體系及準備通貨的經濟集團，美元全球通貨主導地位恐受威脅。

3. 主要國家對俄羅斯的制裁迄今雖成效不彰，但長遠而言，俄羅斯仍面臨經濟衰退困境

如前所述，俄羅斯面對主要國家制裁，採行多項措施以為因應及反制，已有效緩解金融衝擊，且因盧布升值致進口成本下降，加上受制裁而進口銳減，以及能源價格上漲，俄羅斯上年經常帳順差高達 2,274 億美元，較 2021 年大幅增加 86%；此外，俄羅斯各項經濟數據也未呈現大幅轉差，如俄羅斯上年 GDP 僅衰退 2.1%，通膨情況亦稍有舒緩，如本年 2 月通膨率較去年底略降 0.9 個百分點至 11.0%，整體而言，俄羅斯經濟表現雖顯疲弱，但並未如外界預期會因制裁而快速崩解。

俄羅斯經濟雖未如外界預期發生短期內大幅衰退，但受制裁影響，俄羅斯於全球供應鏈中受到孤立，無法有效取得資本、技術等生產資源以支持國內經濟活動，加上能源出口轉向之亞洲買方(中國大陸及印度)難以取代原歐盟國家，以及受上年 12 月原油價格上限制裁之影響，俄羅斯本年 1 月收入大幅減少，再加上軍費支出持續增

³³ Aiyar, Shekhar, Jiaqian Chen, Christian H Ebeke, Roberto Garcia-Saltos, Tryggvi Gudmundsson, Anna Ilyina, Alvar Kangur, Tansaya Kunaratskul, Sergio L. Rodriguez, Michele Ruta, Tatjana Schulze, Gabriel Soderberg, and Juan P Trevino (2023), "Goeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism," *IMF Staff Discussion Notes*, IMF, Jan. 15.

加下，財政狀況已逐漸惡化，俄羅斯本年 1 月政府財政赤字已占全年預算赤字的 6 成。依據世界銀行預估，俄羅斯本年經濟成長率為-3.3%，長遠來看，俄羅斯經濟將持續衰退。

4. 俄烏戰爭未息，主要國家與俄羅斯相互擴大制裁，加劇地緣經濟零碎化，全球經濟成長面臨挑戰

主要國家對俄羅斯制裁為雙面刃，雖衝擊俄羅斯經濟，對全球經濟亦造成重大影響，尤以能源衝擊歐盟國家最為嚴重。依據 OECD 的估計，俄烏戰爭帶來的全球經濟損失至本年底將高達 2.8 兆美元，預期未來 2 年全球經濟成長率分別僅為 2.6% 及 2.9%³⁴，全球經濟仍為疲弱。

自中美貿易衝突，至俄烏戰爭及主要國家與俄羅斯相互制裁，地緣政治緊張情勢正加劇經濟零碎化風險，地緣經濟零碎化將加深國際貿易限制與市場區隔，干擾能源與大宗原物料供給穩定性以及全球供應鏈運作，導致企業成本上升，通膨控制困難度提高，全球經濟成長面臨廣泛而深遠的挑戰。

(四)結語

地緣政治係全球經濟不可忽視的風險，俄烏戰爭及主要國家制裁已嚴重影響全球經濟金融，不僅俄羅斯，全球亦面臨經濟衰退之衝擊；此外，對支付系統及外匯存底的金融制裁措施，已影響國際貨幣制度運作，促使各國央行重新思考外匯存底配置，短期內其他貨幣雖難以取代美元全球主導地位，但長遠而言，金融制裁武器化，在當前技術、政治與意識型態推動下，可能促使全球形成獨特且個別的地緣政治集團及金融生態系統。

³⁴ OECD (2023), *OECD Economic Outlook, Interim Report March 2023*.