

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

113.9.19

前 言

本(2024)年6月本行理監事會議以來，全球製造業景氣降溫、服務業景氣續呈擴張，經濟維持溫和成長，通膨率續降；主要央行貨幣政策調整步伐不一，國際資金快速流動致金融市場大幅波動。國內方面，今年上半年經濟表現佳，預期下半年成長動能平穩，本行略上調台灣本年經濟成長率預測值至3.82%，明(2025)年將續成長為3.08%；預測本年CPI及核心CPI年增率分別緩降為2.16%及1.94%，明年分別續降至1.89%及1.79%。

上(2023)年下半年以來，國內房市交易價量齊揚，信用資源高度集中於不動產部門，不利金融穩定與經濟永續發展。本行除逐步擴大選擇性信用管制措施外，本年8月中旬更以道德勸說方式，請各銀行自主管理不動產貸款總量。特專文說明緣由，並舉足為殷鑒之日本資產泡沫破滅，及美國次級房貸危機事件先例供參。

有論者指稱，本行未積極沖銷於外匯市場買匯所釋出之資金，使國內準備貨幣大增；且本行政策利率調升後，短期市場利率並未足額調整。爰為文說明，本行已採行幾近完全沖銷措施，國內準備貨幣增幅維持穩定；另自2022年3月迄今，本行6度升息，重貼現率創近16年新高，且短期市場利率多已足額反映政策利率升幅。

近年來美、歐主要經濟體持續強化對俄羅斯制裁，引發部分國家對「美元武器化」(dollar weaponization)之疑慮，國際間去美元化聲浪似有增溫跡象；其中，尤以人民幣替代美元做為經貿往來使用之國際貨幣，最受各界關注。爰為文探討去美元化之發展及意涵供參。

近來美國就業數據走弱，引發其經濟是否步入衰退之疑慮；且在預期Fed將啟動降息循環，而日本央行升息之情況下，美股及日股一度重挫，日圓利差交易大幅平倉。為解析這些現象，特介紹常被用以判斷美國經濟是否步入衰退之指標—莎姆法則(Sahm Rule)，及造成近期金融市場大幅震盪之日圓利差交易供參。

2018年以來，美、中貿易衝突等非預期重大事件接踵而至，導致全球供應鏈重組及貿易轉向。由於台灣、日本及南韓為此波供應鏈重組重心，爰撰文比較分析，此段期間三國外貿結構變化及競合關係。

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；爰將上述議題探討情形彙集成冊，廣供參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、國內經濟及通膨展望	15
三、有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明	36
四、本行貨幣政策相關議題之說明	57
議題一：本行妥善管理銀行體系流動性之說明	57
議題二：有關短期市場利率多已足額反映政策利率升幅之說明	69
五、去美元化之發展及意涵	74
六、莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹	93
七、美中貿易衝突以來，台灣、日本及南韓外貿結構變化之比較分析	103

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2024)年6月本行理監事會議以來，美國勞動市場放緩，美、歐與日本貨幣政策分歧，國際資金快速流動致金融市場一度大幅波動，另美國貿易政策因總統大選而具不確定性，中國大陸通縮風險升高，供給過剩致低價出口引發貿易對手國提高貿易壁壘，諸多重要因素不利全球經貿發展。近期全球製造業景氣已出現降溫現象，服務業則受惠奧運及夏季旅遊活動而持續擴張，全球經濟仍具韌性；預期全球經濟溫和擴張，S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.7%，明(2025)年持平於 2.7%。

物價方面，國際油價大幅下跌，穀物及基本金屬等大宗商品價格亦走低；另主要經濟體核心通膨率下降，通膨持續降溫，未來影響通膨發展的關鍵為服務價格之調整。預期主要經濟體勞動市場放緩，有助通膨率持續朝央行目標下降，S&P Global 預測本年全球通膨率為 4.5%，明年續降至 3.3%。

貨幣政策方面，美、歐等先進經濟體通膨率多已自歷史高點回降，惟受過去高利率影響，經濟逐步放緩，渠等央行為避免過度緊縮對經濟產生負面影響而開始降息，逐步降低貨幣政策限制程度；相較之下，亞洲經濟體通膨溫和，日本擺脫通縮困境後，政策利率逐步正常化；中國大陸則持續寬鬆政策，避免落入通縮陷阱。

金融市場方面，主要經濟體通膨降溫，復以投資人擔憂經濟轉趨疲弱，公債殖利率走低；股票市場樂觀情緒下降，恐慌指數一度大幅飆升；美國貨幣政策將步入降息循環，美元指數轉呈下降，主要經濟體貨幣對美元走升。

全球經濟及通膨前景仍面臨諸多不確定性因素，包括各國央行貨幣政策調整步伐不一，國際資金流動頻繁加劇金融市場波動；全球經濟零碎化，增添廠商供應鏈調整難度，抑制投資與生產活動；中國大陸房市低迷、內需不振，產能過剩之負面效應不利全球經貿發展；全球面臨氣候變遷風險升高及人口老化等結構性轉變，經濟與物價之不穩定程度上升等，其發展與影響宜多加留意。

(一)全球經濟持續溫和擴張，明年成長率持平本年

1. 近期影響全球經濟發展之重要議題

- (1) 美國勞動市場放緩，經濟衰退風險升高：美國 7 月失業率意外上升，衡量經濟衰退之**莎姆法則(Sahm rule)**¹ 警示美國經濟轉向衰退之風險升高(圖 1)；美國消費成長若大幅放緩將對出口導向之亞洲經濟體造成較大衝擊。
- (2) 美、歐與日貨幣政策分歧，金融市場大幅波動：7 月底日本央行(BoJ)釋出持續升息訊息，8 月美國聯準會(Fed)則因通膨降溫且勞動市場放緩而釋出降息訊息；預期美日利差縮減致日圓匯率驟升，投資人加速平倉日圓利差交易(yen carry trade)部位，即降低過去以低利率日圓融資並換匯投資較高報酬率標的之部位，致國際資金流向劇烈轉向，全球金融市場一度大幅波動(圖 2)²。

圖 1 莎姆法則與美國經濟衰退時期

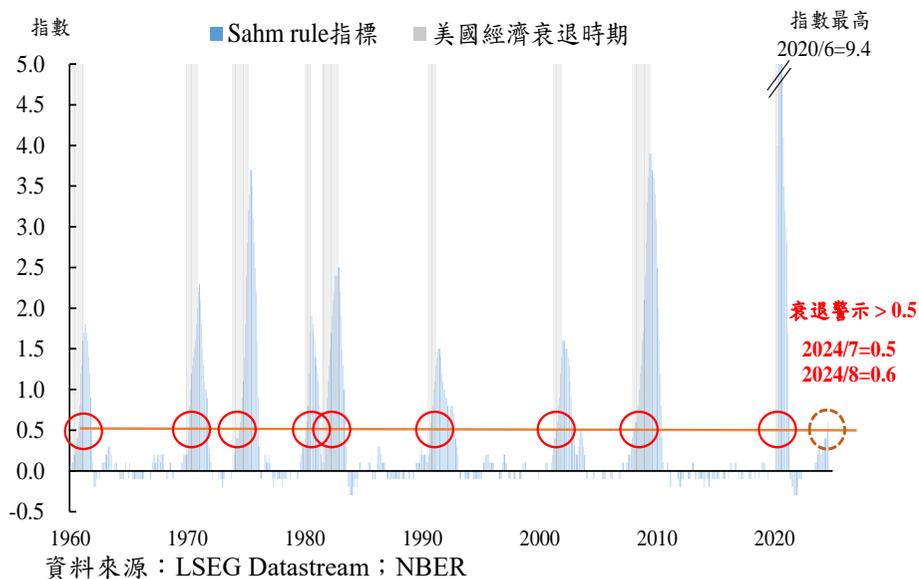
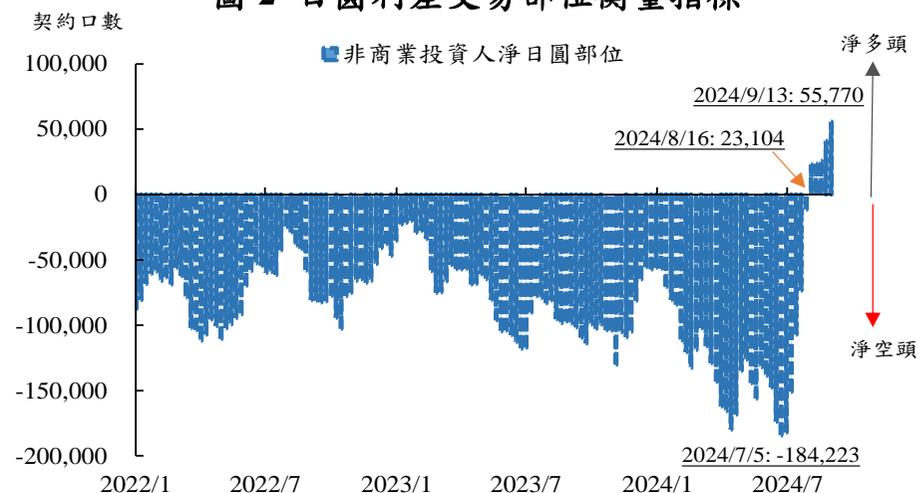


圖 2 日圓利差交易部位衡量指標*



*：Carry trade 無精確統計數據，IMF 等國際機構以美國商品期貨交易委員會(CFTC)每週公布之日圓非商業投資人淨期貨契約口數(net non-commercial positions)，為日圓 carry trade 部位變動之高頻衡量指標。參見 IMF (2024), "Japan: 2024 Article IV," Country Report No. 24/118, May。

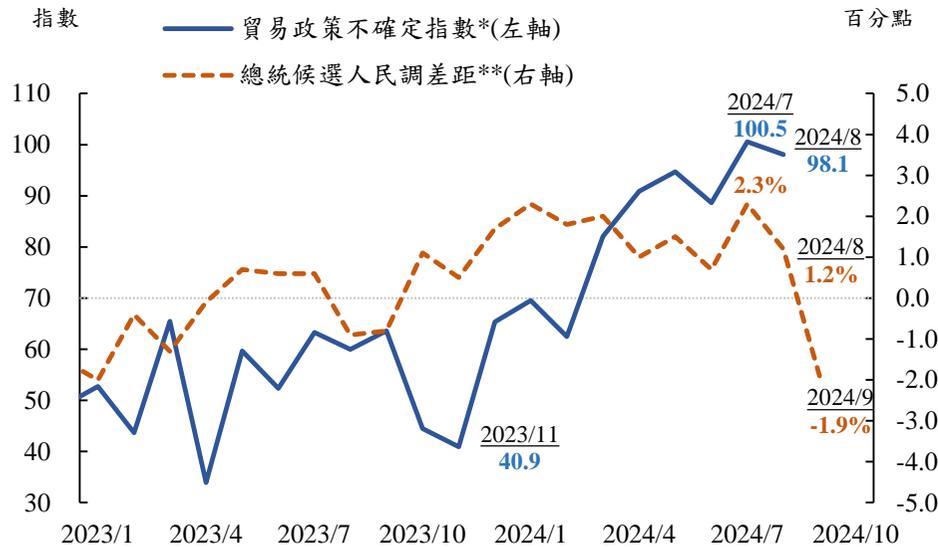
資料來源：Bloomberg

¹ 莎姆法則係以美國近 3 個月失業率平均值與近 12 個月失業率最低值比較，相減後的數值若大於 0.5，則警示美國經濟正處於經濟衰退期；自 1960 年代以來，美國衰退均被莎姆法則正確預測。參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹」。

² 參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹」。

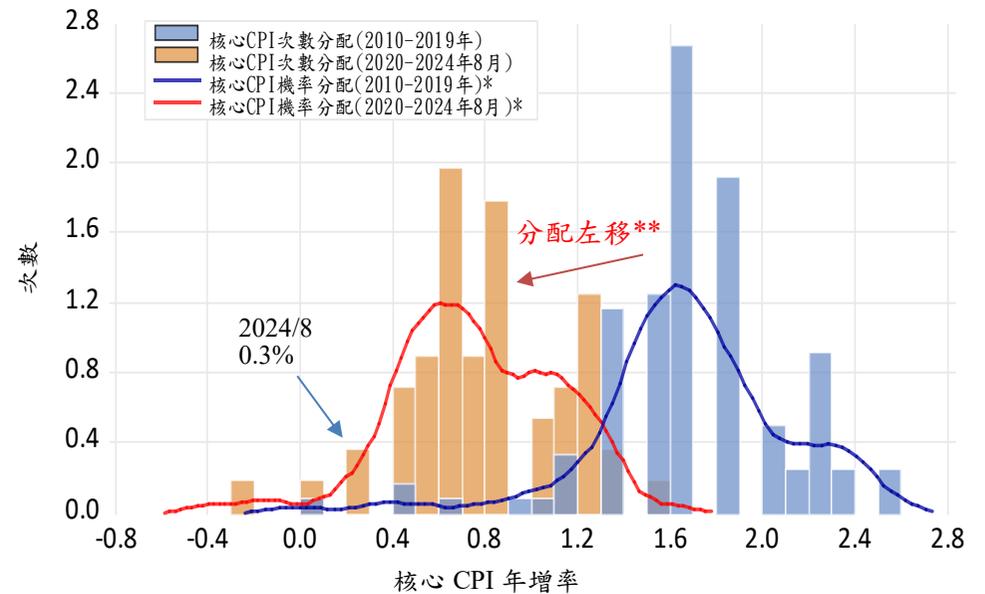
- (3) **美國貿易政策不確定性抑制企業投資活動**：美國大選結果對全球政經發展具重大影響；本年7月美國共和黨總統候選人川普遭槍擊，民主黨則由賀錦麗更替原總統候選人拜登，11月大選選情膠著，美國**貿易政策之不確定性**居**高**，**企業暫緩投資**，降低勞工招聘需求，**抑制成長動能**(圖3)³。
- (4) **中國大陸內需疲弱，通縮風險上升**：中國大陸**製造業持續擴大產能**，惟房市不振下，**內需市場仍疲弱**，**商品供需失衡致通縮風險上升**，且致商品**對外傾銷、輸出通縮**，全球**貿易壁壘恐持續升高**(詳專欄)，**不利全球貿易發展**(圖4)⁴。

圖3 美國貿易政策不確定性居高



*：以美國主要新聞報導中出現關稅、補貼等關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數；參見 Economic Policy Uncertainty 網站。
 **：民調差距係以共和黨與民主黨總統候選人之民調支持度相減，近期數據顯示兩黨候選人互有領先，且差距有限。
 資料來源：LSEG Datastream；Economic Policy Uncertainty 網站

圖4 中國大陸通縮風險上升



*：以核密度估計(Kernel density estimation)方法計算機率分配。
 **：分配左移顯示核心CPI年增率降至0%以下之可能性上升。
 資料來源：LSEG Datastream；本行計算

³ 參見 Nana, Ibrahim et al. (2024), "The Heterogeneous Effects of Uncertainty on Trade," *IMF Working paper*, Jul. 9；Caldara, Dario et al. (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," *Journal of Monetary Economics*, Jan.。
⁴ 參見 IMF (2024), "Deflation Vulnerability and Inflation-at-Risk," *Country Report No. 24/276*, Aug.。

專欄 中國大陸通縮風險具外溢效果，恐加劇貿易爭端與貿易保護主義

中國大陸爆發房地產危機後，近年內需消費表現疲弱，惟廠商持續擴大產能，**生產過剩致供需失衡**，削減企業利潤及勞工薪資，經濟體陷入通縮螺旋之風險上升。

中國大陸為全球主要製造業商品出口國，通縮風險具**外溢效應**。今年上半年中國大陸出口金額年增率多為正值，主要係**出口數量大幅成長**所致，然而**出口單位價格則均呈衰退**(見下表)，**薄利多銷之低價策略相當明顯**。

中國大陸出口價格下跌將透過中間財及最終商品**降低貿易對手國進口物價**，**間接促使其他貿易競爭對手跟進低價策略**，**衝擊進口國之製造業生產**，**進一步影響該國就業情勢**；且由於中國大陸透過**大量補貼產業生產**(見下圖)，此**不公平競爭條件下之低價出口擴張策略已引發諸多貿易爭端**⁵，例如本年以來，歐盟對自中國大陸進口電動車實施 37.6%~17.4%之臨時關稅，美國、加拿大對自中國大陸進口電動車加徵關稅至 100%，而美國、加拿大、墨西哥亦對中國大陸之鋼、鋁產品加徵關稅；此些貿易保護措施增加，恐將加**劇全球貿易保護主義**。

中國大陸主要出口產品情況

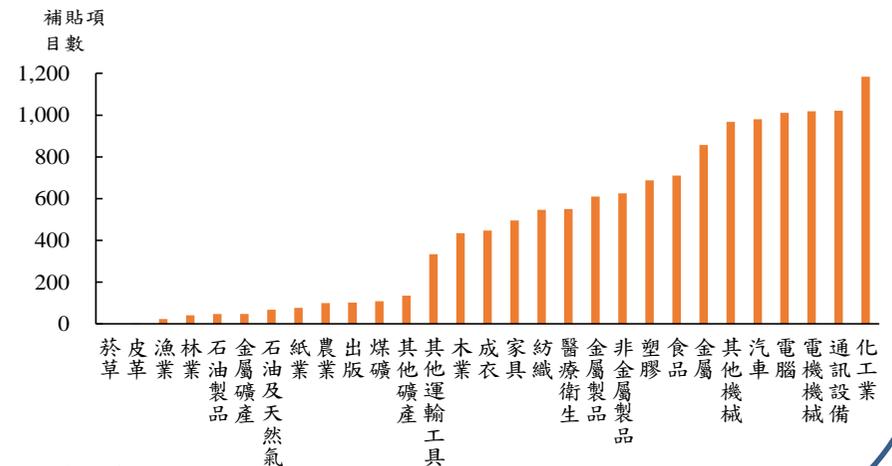
單位：%

	2024 年 上半年出口 金額年增率	2024 年 上半年出口 數量年增率	2024 年 上半年出口 單位價格年增率	2023 年 出口產品* 全球占比*(排名)
總出口	3.2	7.8	-3.9	14.5 (1)
電子資通訊產品	0.7	15.5	-12.5	25.7 (1)
機械	7.3	13.6	-5.6	20.3 (1)
車輛及運輸工具	11.8	15.4	-3.1	10.6 (2)
塑膠及其製品	7.8	21.3	-11.0	18.4 (1)
家俱	6.4	21.4	-12.3	40.7 (1)
鋼鐵	-0.7	16.6	-15.1	25.4 (1)
化學品	1.4	25.3	-19.0	15.8 (1)
服飾	2.6	6.5	-3.2	31.1 (1)
玩具及運動用品	-12.8	19.2	-28.3	55.2 (1)

*：出口產品之全球占比係以中國大陸出口金額除以全球出口金額計算。

資料來源：International Trade Centre

中國大陸產業補貼規模
(2022 年)



資料來源：Lorenzo Rotunno and Michele Ruta (2024), "Trade Implications of China's Subsidies," *IMF Working paper*, Aug.

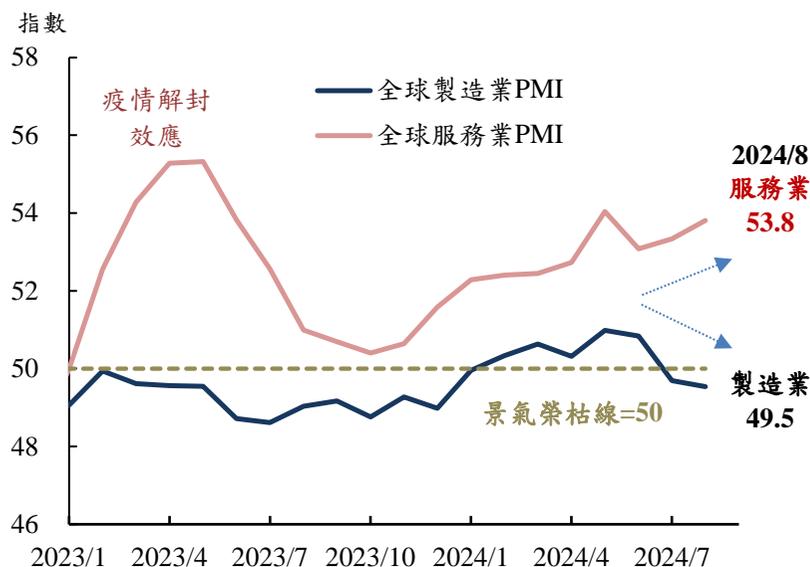
⁵ 根據中國大陸商務部資料，本年 1 至 8 月**貿易對手國對中國大陸出口提起爭端訴訟(包含反補貼、反傾銷、貿易保護等)**案件達 397 件，而上年全年有 502 件，2022 年全年則有 513 件。

2. 製造業景氣轉趨緊縮，惟服務業持續擴張，全球經濟仍具韌性

本年 7 月以來，**全球製造業**採購經理人指數(PMI)回降至 50 景氣榮枯線下，**服務業**則受益夏季奧運及旅遊活動暢旺而**持續擴張**，全球經濟仍具韌性(圖 5)。

- **各經濟體製造業 PMI 表現分歧**。美、歐等先進經濟體因**訂單疲弱**，**招聘員工需求下降**，多表現疲弱；**亞洲經濟體**受益**人工智慧(AI)相關需求暢旺**，且部分**產能**由中國大陸**轉移**至鄰國，表現普遍**優於全球**(圖 6)⁶。
- 疫情解封後，消費型態由商品轉向服務，旅遊活動持續暢旺，全球服務業 PMI 表現穩健。

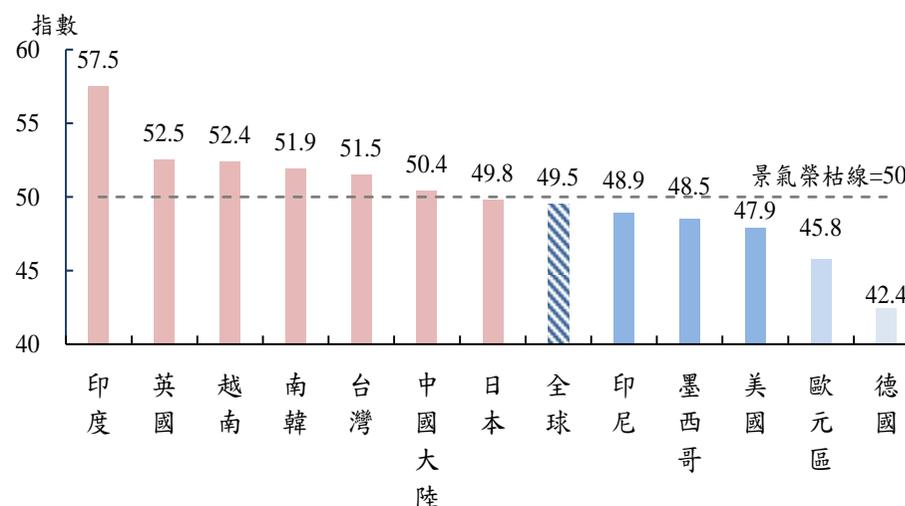
圖 5 全球製造業及服務業 PMI



註：PMI指數高於50表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於50表示處於緊縮期(contraction)。

資料來源：J.P. Morgan

圖 6 主要經濟體製造業 PMI (2024年8月)



資料來源：Bloomberg

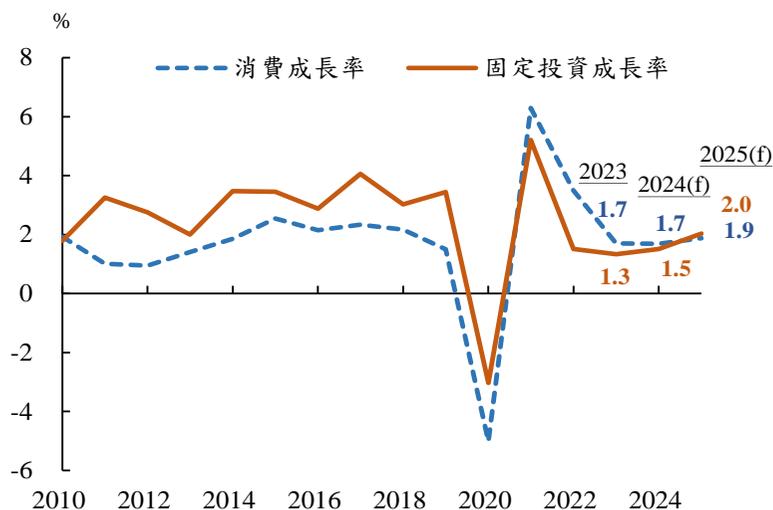
⁶ 參見 Citi (2024), “Global Indicators August,” Sep. 5 ; J.P. Morgan (2024), “Resilience through August,” Sep. 5 。

3. 預期全球經濟溫和擴張，本年全球經濟成長率預測值2.7%，明年持平於2.7%

主要央行政策利率仍高，加重企業及政府債務壓力，抑制消費成長力道，惟勞動市場健全發展支撐家庭收入，穩定民間消費需求，**全球經濟仍具韌性**；S&P Global 預測**本年全球經濟成長率 2.7%**，略低於上年之**2.8%**；隨主要央行放鬆貨幣緊縮程度，預期先進經濟體消費及投資動能回升帶動全球經濟成長(圖 7)，**明年成長率預測值持平於 2.7%**(圖 8)。

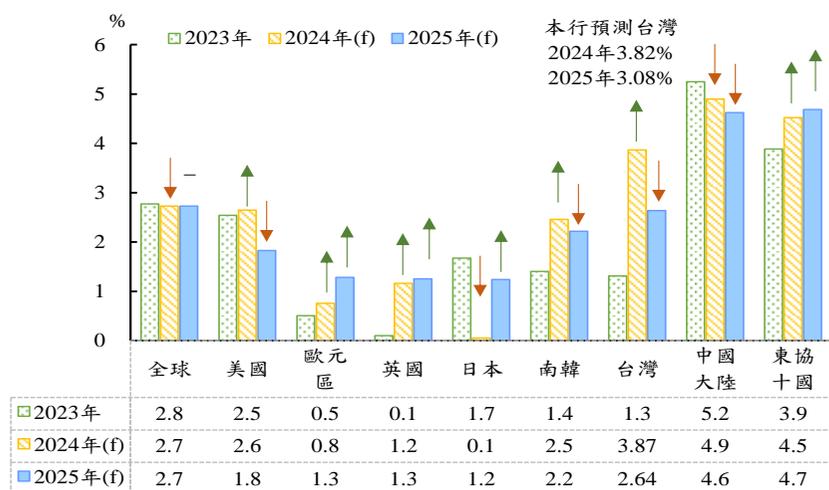
- **美國**：民間消費及投資穩健成長，惟**經濟前景未明致銀行放款條件收緊、勞動市場降溫**，以及**大選不確定性延緩企業投資**，預測**本年經濟成長率為 2.6%**，高於上年 2.5%，**明年成長率降至 1.8%**(圖 8)。
- **歐元區與英國**：**歐元區成員國表現分歧**，德國工業部門拖累經濟成長，法國及西班牙受益奧運及夏季旅遊商機，經濟穩定增長，**英國大選後政治不確定性下降**，且與歐元區經貿關係逐漸改善；**預測歐元區及英國本年經濟成長率為 0.8%及 1.2%**，高於上年 0.5%及 0.1%，預期**明年利率有望下降**，助益消費及投資，**成長率均升至 1.3%**。
- **日本**：**企業積極調薪**，加以**汽車業出貨停滯之不利影響消退**，惟**生活必需品價格居高對經濟復甦造成壓力**，**預測本年經濟成長率僅 0.1%**，低於上年 1.7%，**明年成長率回升至 1.2%**。
- **中國大陸**：房市仍低迷將持續抑制投資，消費需求疲軟，預期官方財政激勵措施將持續支持製造業及基礎建設，**預測本年經濟成長率為 4.9%**，低於上年 5.2%，**明年續降至 4.6%**。

圖 7 S&P Global 對先進經濟體消費與投資成長率預測



資料來源：S&P Global (2024/9/17)

圖 8 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓、↑及-分別表示當年較上年下降、上升及持平。

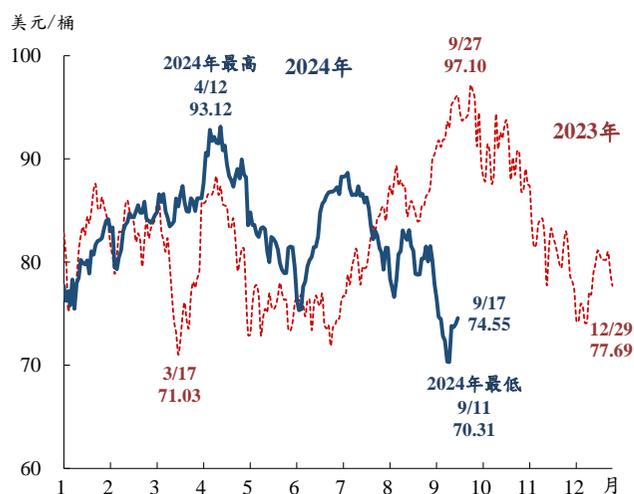
資料來源：S&P Global (2024/9/17)

(二)國際大宗商品價格走低，通膨壓力逐漸降溫，預期全球通膨率續降

1. 本年7月以來，國際油價大跌，穀價與國際大宗商品價格走低

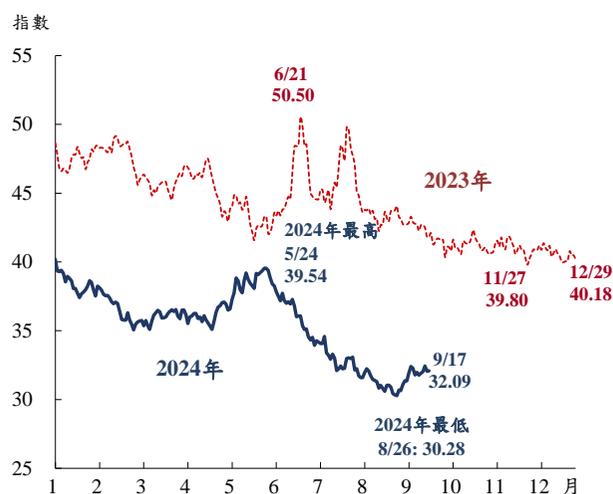
- (1) 本年7月以來，以色列與鄰國衝突不斷，俄烏戰爭陷入膠著，全球地緣政治風險居高支撐油價；惟中國大陸內需疲弱，美國勞動市場降溫，市場擔憂經濟增速放緩，油需下降，國際油價大跌，創本年以來新低；嗣因颶風影響墨西哥灣產區生產，油價止跌回升(圖9)。
- (2) 主要產區天候因素良好有利作物收成，國際機構調升本年穀物產量預測值，穀價走低至2020年11月以來新低；9月初因南美乾旱影響產量，穀價自低點略回升(圖10)。
- (3) 中國大陸房市、內需市場疲弱，全球製造業活動降溫，工業用基本金屬價格走低；代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格震盪下跌(圖11)。

圖9 布蘭特原油現貨價格



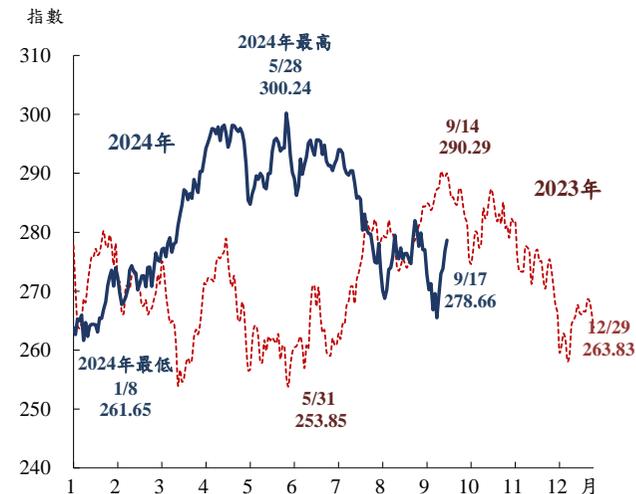
資料來源：LSEG Datastream

圖10 穀物3個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖11 R/J CRB期貨價格指數



註：R/J CRB期貨價格指數係由能源(權重39%)、軟性商品(權重21%)、穀物(權重13%)、工業用金屬(權重13%)、貴金屬(權重7%)及牲畜(權重7%)等6大類商品期貨價格編製而成。
資料來源：LSEG Datastream

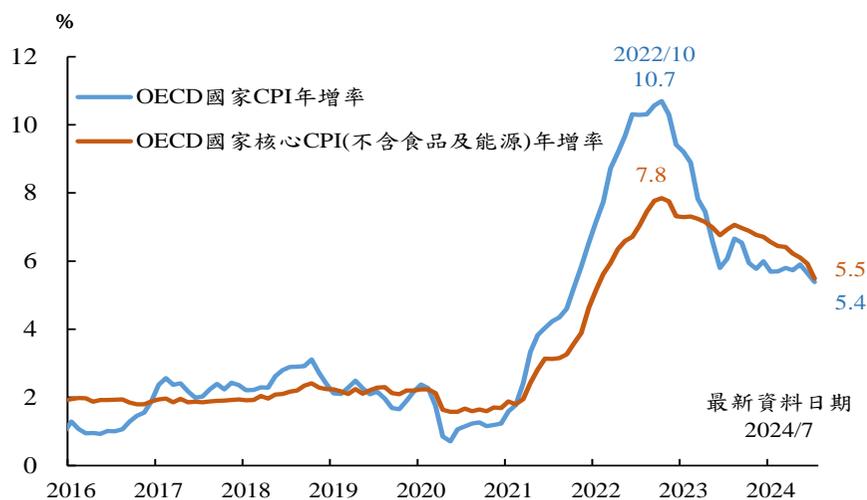
2. 全球通膨壓力持續降溫，服務價格為影響未來通膨發展的主要關鍵

(1) 近期**主要經濟體核心通膨率出現下降趨勢**，**全球通膨壓力持續降溫**，**惟仍高於疫情前水準**(圖 12)。

(2) 大宗商品價格自 2022 年高點回落，供應鏈壓力下降，供給面轉佳助益全球通膨壓力降溫；**未來影響通膨發展的主要關鍵為服務價格之調整**⁷：

- **疫情期間**，供給面衝擊致**製造業商品供不應求、價格飆漲**，**服務業**則因防疫管制措施致**需求不振**，服務業廠商價格調整能力相對低於製造業；**防疫解封後**，**製造業商品需求下降**，**服務商品需求則大幅上升**，**服務業廠商相對製造業之價格調整意願及能力上升**；**服務類物價**走高且價格具僵固性，為影響全球通膨降溫時程之重要因素(圖 13)。
- 另過去之高物價減損勞工薪資購買力，**勞工有尋求彌補購買力損失之要求調薪壓力**；**薪資對物價的傳導效應將使通膨面臨上升壓力**，其中**服務業薪資對通膨的傳導效果較大**。

圖 12 OECD 國家通膨率及核心通膨率*



*：OECD 以 38 個會員國之消費支出為權數，編製 OECD 國家通膨率相關數據。

資料來源：OECD

圖 13 全球服務業相對製造業價格調整



*：以全球製造業與服務業 PMI 細項中之產出價格指數，計算服務業相對製造業價格調整指數，指數大(小)於 1.0 表示服務業廠商調整價格的意願及能力高(低)於製造業廠商。

資料來源：J.P. Morgan；本行計算

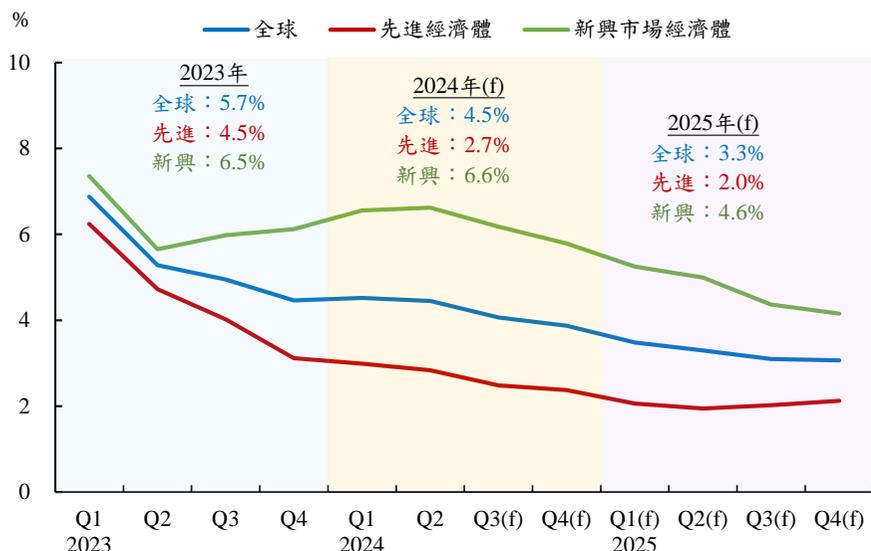
⁷ 參見 BIS (2024), "Laying a Robust Macro-financial Foundation for the Future," *Annual Economic Report*, Chapter 1, Jun. 30。

3. 全球通膨率預期將持續走低，本年全球消費者物價指數年增率預測值為4.5%，明年續降至3.3%

主要經濟體勞動市場趨緩，通膨壓力持續降溫，**S&P Global 預測全球通膨率續降**(圖 14)；本年**全球 CPI 年增率預測值為 4.5%**，低於上年 5.7%，**明年續降至 3.3%**，主要經濟體通膨率多於明年降至央行 2% 左右之目標(圖 15)。

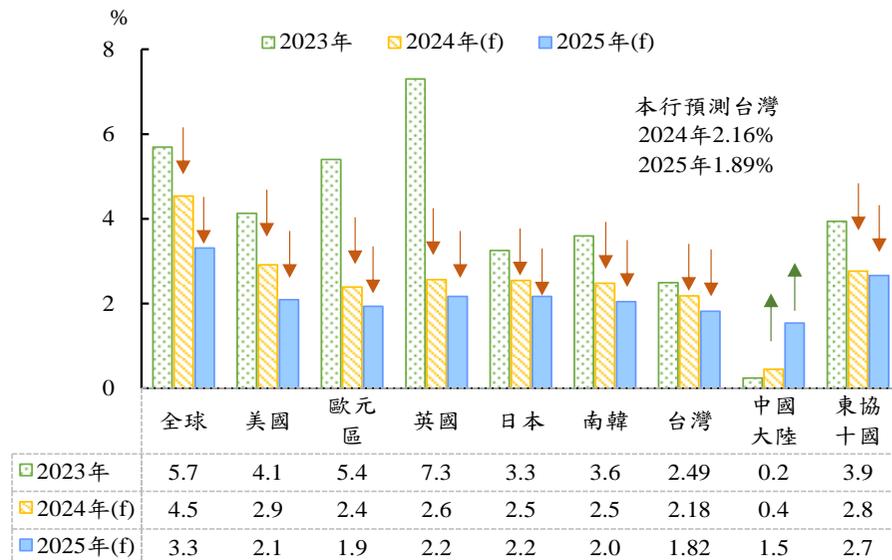
- **美國**：二手車價格跌幅擴大，服裝與運輸服務價格漲幅趨緩，通膨壓力逐漸趨緩；預期**就業成長放緩帶動通膨率下降**，**預測本年 CPI 年增率 2.9%**，低於上年 4.1%，**明年降至 2.1%**。
- **歐元區與英國**：能源價格下跌，通膨持續降溫，**預測本年歐元區及英國 CPI 年增率分別為 2.4% 及 2.6%**，低於上年 5.4% 及 7.3%，**明年分別降至 1.9% 及 2.2%**。
- **日本**：為因應酷暑，日本政府決定本年 8 月至 10 月恢復能源補助，有望抑制物價；**預測本年 CPI 年增率 2.5%**，低於上年 3.3%，**明年降至 2.2%**。
- **中國大陸**：極端氣候影響食品供給及運輸，近期 CPI 年增率略升，惟核心 CPI 年增率續降，通縮風險仍存；**預測本年 CPI 年增率 0.4%**，**高於上年 0.2%**，**明年升至 1.5%**，**仍低於政府政策目標之 3%**。

圖 14 S&P Global 對全球 CPI 年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/9/17)

圖 15 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



註：↓及↑分別表示當年較上年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2024/9/17)

(三)美、歐央行步入降息循環；亞洲通膨率較低，日本逐步調升利率，中國大陸持續貨幣寬鬆政策

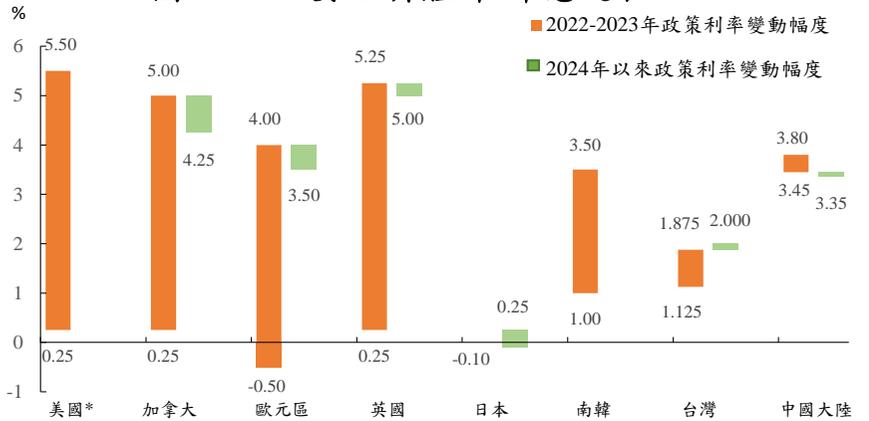
1. 2022 年以來，美、歐等先進經濟體經歷高通膨衝擊，央行快速且大幅升息避免通膨預期走高，通膨率已自高點回降，惟經濟成長受高利率影響而表現疲弱；本年以來渠等央行開始降息，逐步降低貨幣政策限制程度(圖 16)。

- Fed 主席 Powell 於本年 8 月 Jackson Hole 全球央行年會表示，美國通膨上行風險降低、就業下行風險增加，政策調整時機已到，惟降息時點及速度仍取決於未來數據、經濟前景及風險(圖 17)。
- ECB 本年 9 月依據最新經濟與金融數據評估，預期通膨壓力持續下降，決議適當放寬貨幣政策限制程度，調降隔夜存款利率 0.25 個百分點至 3.5%；另依本年 3 月公布之貨幣政策操作修訂架構，主要再融通操作利率調降 0.6 個百分點至 3.65%，與隔夜存款利率間利差由 0.5 個百分點降至 0.15 百分點；邊際放款利率調降 0.6 個百分點至 3.90%，與主要再融通操作利率間利差維持 0.25 個百分點(圖 17)。

2. 亞洲經濟體通膨率相對較低，各經濟體依經濟及金融情勢調整貨幣政策。

- BoJ 基於企業加薪行動擴大，為因應日圓重貶加劇通膨上揚，本年 7 月調升政策利率；BoJ 植田總裁表示，若確認未來經濟與物價符合預期，BoJ 繼續調整貨幣政策之基本立場不會改變(圖 17)。
- 中國大陸房市及內需市場仍疲弱，通膨率持續低於政府工作目標，為充裕市場流動性，促使物價溫和回升，並支撐經濟成長，人行調降政策利率並維持貨幣寬鬆立場。

圖 16 主要經濟體升/降息過程

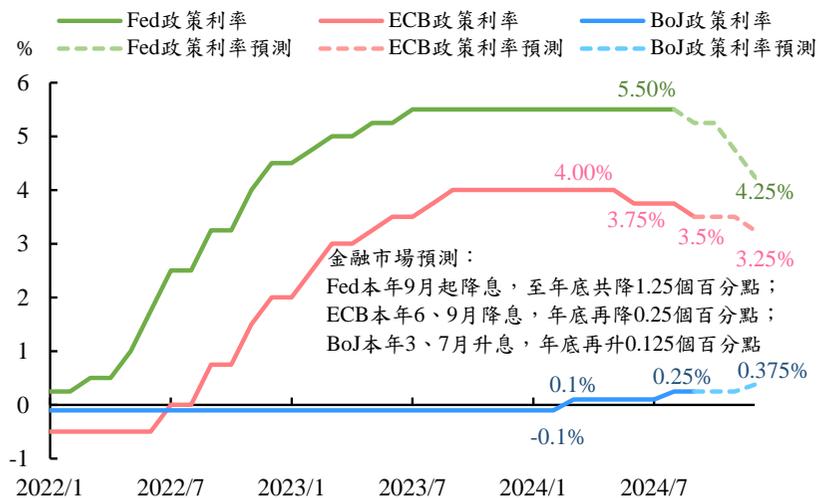


2022-2023 年	+5.25%	+4.75%	+4.50%	+5.00%	-	+2.50%	+0.750%	-0.35%
2024 年以來	-	-0.75%	-0.50%	-0.25%	+0.35%	-	+0.125%	-0.10%

*：為聯邦資金利率目標區間之上界。

資料來源：LSEG Datastream，本行計算

圖 17 美、歐、日政策利率預測路徑



註：美國為聯邦資金利率目標區間之上界。

資料來源：Bloomberg，本行計算

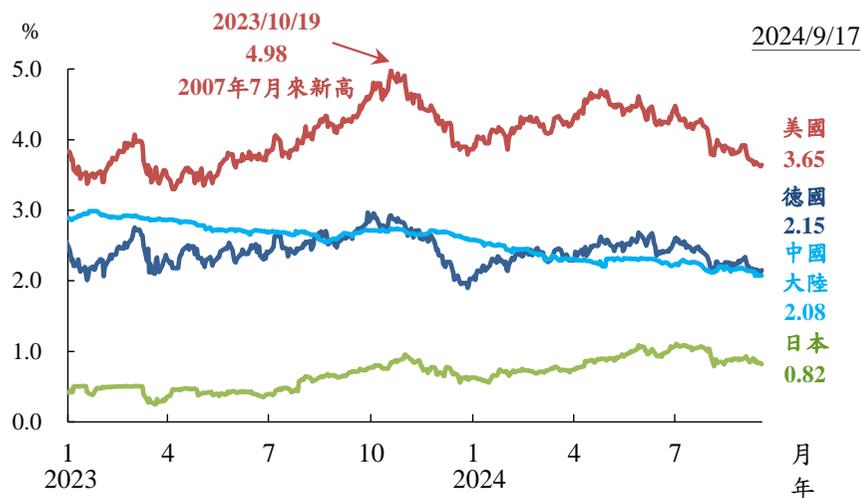
(四)主要經濟體公債殖利率下滑，全球主要股市大幅波動，美元走弱

1. 主要經濟體10年期公債殖利率下滑，美國殖利率曲線倒掛情形逐漸和緩

(1) 本年7月以來，美國失業率意外上升，觸發莎姆法則之經濟衰退警示，市場擔憂美國經濟轉趨疲弱，且對Fed降息之預期升溫，美國10年期公債殖利率走低；歐元區經濟成長平疲，市場預期ECB持續降息，德國10年期公債殖利率下滑；BoJ於7月會議釋出持續升息訊息且縮減購債規模，惟嗣後金融市場動盪，BoJ副總裁表示可能延緩升息，日本10年期公債殖利率先升後降；中國大陸通縮風險居高，投資機構出現搶購公債行為，引發政府監管部門啟動審查，10年期公債殖利率震盪走低(圖18)。

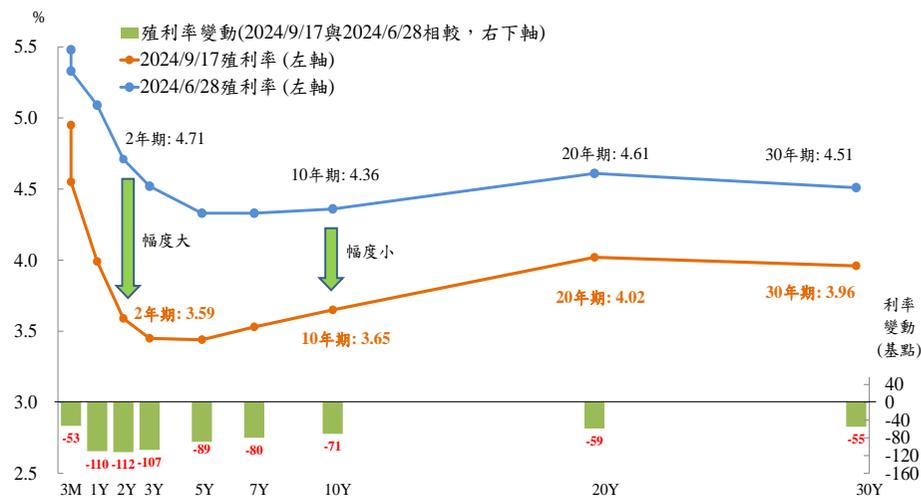
(2) 美國通膨降溫，市場轉趨關注美國經濟軟著陸之可能性，近期2年期左右之公債殖利率對勞動市場消息之敏感度升高，殖利率降幅大且快；而1年期內之短期殖利率反映政策利率路徑變動而降幅較緩，殖利率曲線前段仍呈負斜率之倒掛情形；5~10年期以上之中、長期公債反映美國財政赤字居高，風險溢酬下降不易，降幅較小，致2年期後之殖利率曲線轉為正斜率，自2022年以來之殖利率曲線倒掛情形逐漸和緩(圖19)⁸。

圖 18 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖 19 美國公債殖利率曲線



資料來源：美國財政部；本行計算

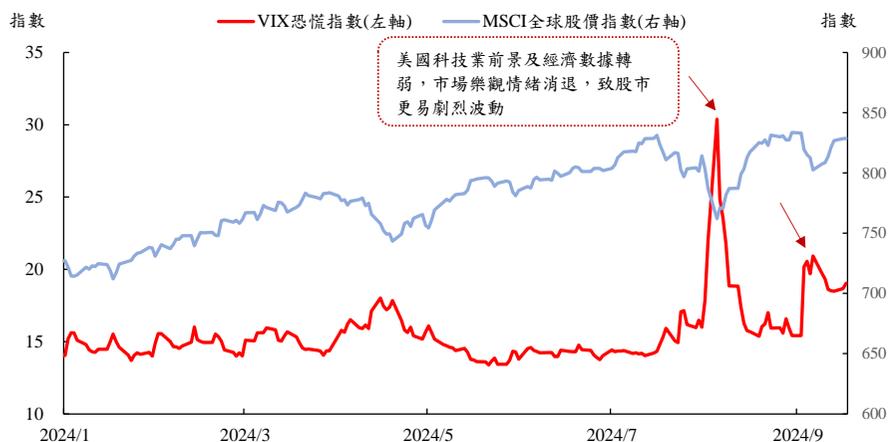
⁸ 參見 BIS (2024), "Box A: Market's Increasing Response to Labour Market Conditions in the United States," *Quarterly Review*, Sep. 16。

2. 市場樂觀情緒減弱，全球主要股市大幅波動

本年 7 月以來，因美國科技業財測不如預期，加以美國經濟前景轉弱，另投資人預期美、日貨幣政策分歧擴大，日圓利差交易部位平倉導致金融市場大幅波動，美國股市 VIX 恐慌指數飆升，全球股市重挫(圖 20)。8 月美國多數企業財報優於預期，且預期 Fed 啟動降息循環，股市反彈；惟市場樂觀情緒已減弱，投資人對經濟數據之敏感性增加，致其更易因經濟負面消息而劇烈波動。9 月 17 日與 6 月底比較，全球主要股市漲跌互見(圖 21)。

- 美股：市場對 AI 產業獲利前景及美國經濟韌性產生疑慮，那斯達克指數中止本年以來之漲勢，**下跌 0.6%**；資金轉向大型及傳產類股，**道瓊工業指數上漲 6.4%**。
- 日股及韓股：本年以來日、韓股漲勢多由半導體產業推動，AI 熱潮減弱限縮其上漲動能；另預期美、日貨幣政策分歧擴大，日圓急升恐拖累出口，亦致日股下跌。**日股及韓股分別下跌 8.5% 及 7.9%**。
- 陸股：中國大陸房市持續疲弱，政策未能有效刺激內需，加以近期各國陸續對中國大陸發起反傾銷調查或加徵關稅，**陸股下跌 8.9%**。
- 東協經濟體股市：受惠於 Fed 降息在即，資金有望回流新興市場，**印尼及泰國分別上漲 10.9%、10.4%**，漲幅較大。

圖 20 VIX 恐慌指數及 MSCI 全球股價指數

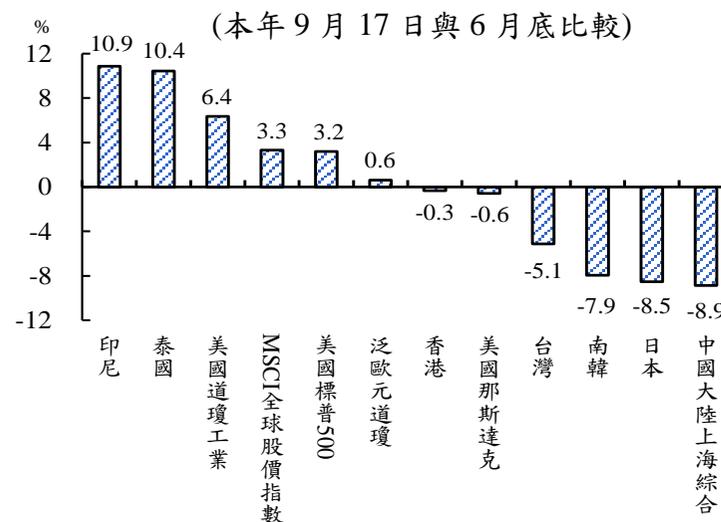


註：VIX 用以衡量市場預期之美國標普 500 指數未來 30 天波動程度，指數走高表示投資人擔憂未來股價大幅下跌之可能性上升，故泛稱恐慌指數。

資料來源：LSEG Datastream

12

圖 21 主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：LSEG Datastream

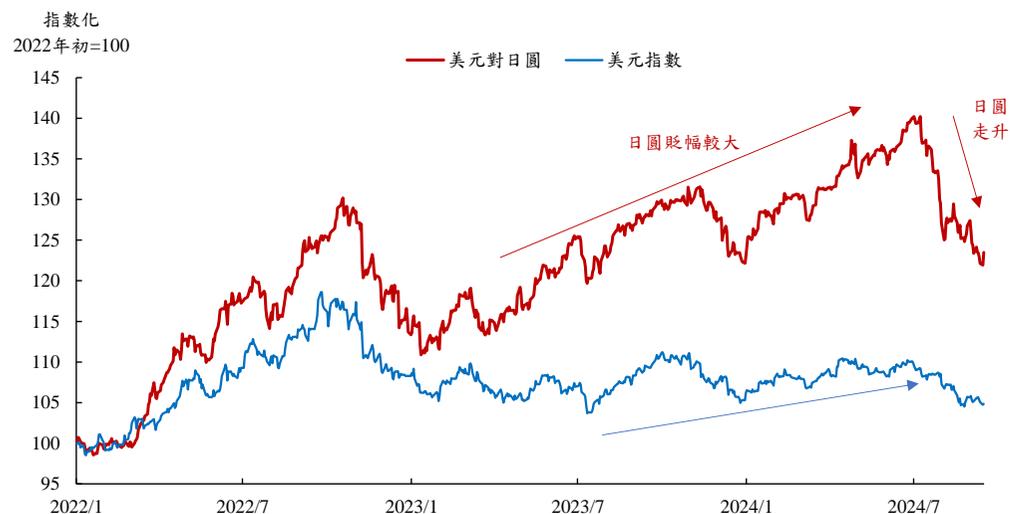
3. 主要經濟體貨幣對美元均走升，日圓升值幅度大

自美國 2022 年大幅升息以來，利差因素導致日圓對美元之貶幅大於其他主要經濟體貨幣；本年 7 月以來，市場對美國經濟快速走緩之隱憂加重，且預期 Fed 即將進入降息循環，美國與其他經濟體利差將持續縮小，美元指數走低，尤其 BoJ 持續推動貨幣政策正常化，美、日貨幣政策分歧擴大致日圓兌美元快速走升(圖 22)。

本年 9 月 17 日與 6 月底比較，主要經濟體貨幣對美元均走升(圖 23)。

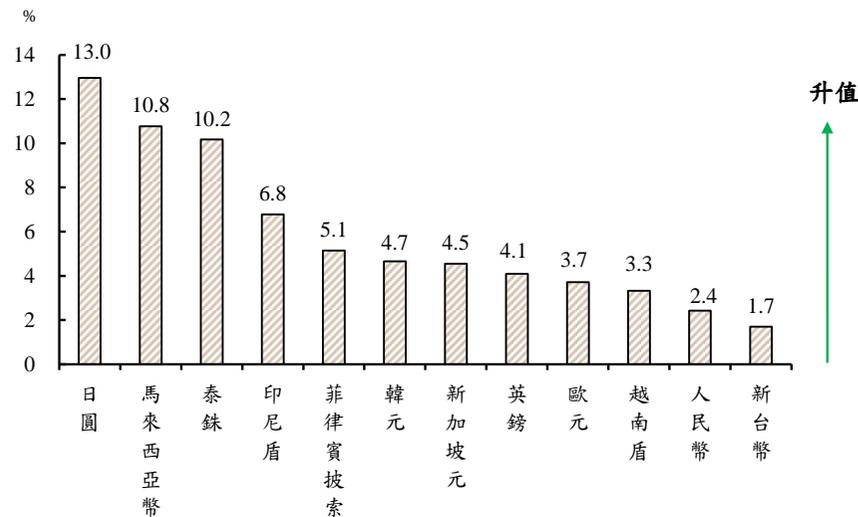
- 歐元：歐元區第 2 季經濟成長率雖優於預期，惟復甦仍疲，對美元升值 3.7%，升幅相對較小。
- 英鎊：英國經濟溫和復甦，加以服務類通膨仍高，市場預期 BoE 降息幅度有限，對美元升值 4.1%。
- 日圓：BoJ 貨幣政策趨緊，加以美日利差縮小致賣空日圓之套利交易平倉，對美元大漲 13.0%。
- 人民幣：人行先後下調政策利率，加以中國大陸經濟仍疲弱，對美元僅小漲 2.4%。

圖 22 DXY 美元指數及美元對日圓(指數化)走勢



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)；指數組成經濟體之貨幣政策立場，近年除日本外大抵與美國相符。
資料來源：LSEG Datastream；本行計算

圖 23 主要經濟體貨幣對美元升貶幅
(本年 9 月 17 日與 6 月底比較)



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

(五)影響全球經濟前景之不確定性因素

全球通膨逐步趨緩，商品貿易回溫，惟經濟前景面臨諸多不確定性因素(圖 24)，仍需持續關注後續發展及影響。

圖 24 全球經濟前景面臨之不確定性因素

各國央行貨幣政策調整步伐不一，國際資金流動頻繁加劇金融市場波動

各國經濟與金融結構差異，貨幣政策傳導效果不同，如美國固定利率債務比重高，金融市場發達，政策利率變動的影響幅度與速度不同於其他經濟體；日本則欲擺脫長期通縮情勢，政策利率期能逐步調升至正常化水準。主要央行貨幣政策調整步伐不一，甚或政策立場分歧擴大，恐導致國際資金快速流動，加劇金融市場波動。

全球經濟零碎化增添廠商供應鏈調整難度，抑制投資與生產活動

美中貿易角力持續，中歐貿易衝突加溫，加以地緣政治風險升溫，恐對跨境貿易、資本及勞工技術等流動產生更多限制，加劇全球經濟零碎化。年底美國總統大選結果將對全球政經發展帶來關鍵性影響；若經貿政策轉變，加徵關稅將衝擊相關產業之營運，而貿易摩擦增加亦增添廠商供應鏈調整難度，抑制投資與生產活動，降低全球經濟成長動能。

中國大陸房市低迷、內需不振，產能過剩之負面效應不利全球經貿發展

中國大陸房市低迷，房價持續下跌制約消費信心，內需動能不振，亟待當局提出有效政策提振經濟信心，避免陷入通縮情境；另中國大陸製造業持續提高產能，供給過剩將透過貿易管道衝擊與其貿易關係密切之經濟體，不利全球經貿發展。

全球面臨氣候變遷風險升高及人口老化等結構性轉變，經濟與物價之不穩定程度上升

極端氣候加劇不利農作物生產，亦會影響國際能源及大宗商品供應；人口老化加速將使勞動生產力成長減緩，並同步抑制消費動能；全球淨零減碳措施，恐增加企業成本，並推升產品價格。此均導致全球經濟與物價之不穩定程度上升。

二、國內經濟及通膨展望

本(2024)年上半年受惠第 2 季民間投資成長動能回溫，經濟成長率為 5.83%，**優於原預期**，本行預測下半年**經濟成長率**為 1.99%，與 6 月預測值大致相當，並將全年**經濟成長率**由 6 月預測之 3.77%略上調至 **3.82%**。展望下半年，製造業**因應 AI 等新興科技需求**，相關供應鏈布局投資與擴大產能，**民間投資**成長**動能增溫**，加以國內**景氣擴張**，實質薪資正成長，且消費者信心居高，民眾旅遊意願持續，可望**支撐民間消費**成長。外需方面，AI 等新興科技商品需求續暢旺，預期**輸出成長穩健**，惟輸出與民間投資帶動相關進口引申性需求增加，輸入亦大幅成長，抵銷輸出對經濟成長之貢獻。物價方面，預期**服務類價格漲幅續呈緩降**，惟受 7 月下旬颱風豪雨影響，蔬果等農產品受損嚴重，量減價揚，本行將**全年 CPI 年增率**預測值較 6 月略上修為 **2.16%**；**核心 CPI** 年增率則略下修為 **1.94%**。

展望明(2025)年，全球商品貿易量穩健成長，有助維繫台灣輸出動能，加以受惠於 AI、雲端與高效能運算等**新興科技應用熱潮不墜**，將推升台灣相關供應鏈出口成長；至於內需，**半導體**業為肆應 AI 等新興科技需求拓展，持續**擴廠與擴充產能**，且資通訊相關**供應鏈回台增產**，以及國外廠商競相在台設立研發中心或資料中心(Data Center)，加以**綠能投資**建置廣續進行，與廠商**低碳轉型**，均挹注民間投資成長力道；而明年**基本工資調升**與**軍公教調薪**，加以稅制優化，以及本年上半年**廠商獲利成長**，提高明年員工調薪與獎金、股利發放意願，均挹注家庭可支配所得，有助**增添民間消費動能**；本行預測明年**經濟成長 3.08%**。通膨方面，預期明年國際油價平穩，加以服務類價格漲幅將維持緩降趨勢，**CPI 及核心 CPI 年增率**分別續降為 **1.89%、1.79%**。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明：

(一)AI 等新興科技應用需求熱絡帶動第 2 季民間投資成長，本年上半年台灣經濟表現優於預期，致本行上調本年經濟成長率預測值至 **3.82%**

1. **上半年**經濟成長率**較原預估值**為佳，本行**上調**本年經濟成長率，且預期**內需**為經濟成長之主要驅動力。

(1)本行預測本年經濟成長率為 3.82%，較 6 月預測值上修 0.05 個百分點，主要係因上半年經濟成長高於原預估所致。

(2)預期本年下半年輸出穩健成長，民間投資增溫，且民間消費動能延續。

□ 輸出：AI、高效能運算等新興應用科技需求暢旺，加以智慧型手機等新品上市，挹注台灣相關供應鏈出口擴張力道。

□ 民間投資：半導體業維持製程領先，且廠商因應 AI 等新興科技應用商機，帶動相關投資，挹注民間投資成長。

□ 民間消費：國內製造業景氣復甦，勞動市場穩定，實質薪資轉呈正成長，增添民間消費成長動能。

(3)內需為驅動本年經濟成長之主力。

□ 下半年內需對經濟成長貢獻續高於淨外需。

—下半年內需對經濟成長貢獻達 4.30 個百分點(表 1)，其中民間投資(含存貨)貢獻為 2.33 個百分點；公共支出為 0.94 個百分點。

—淨外需貢獻方面，雖然輸出穩健成長，惟輸出與民間投資帶動相關進口引申性需求成長，加以國人出國旅遊熱絡，輸出入相抵後之淨外需貢獻為-2.31 個百分點，低於上半年。

—內需加計淨外需貢獻後，本行預測下半年經濟成長率為 1.99%，低於上半年之 5.83%。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻度

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	公共支出		存貨變動 (d)	國外淨需求		輸出	(-) 輸入
					(c)	消費		投資*	(e)		
上半年	5.83	3.28	1.72	-0.17	0.61	0.23	0.38	1.13	2.55	5.29	2.74
下半年(f)	1.99	4.30	1.03	1.73	0.94	0.60	0.34	0.60	-2.31	4.46	6.77
全年(f)	3.82	3.81	1.36	0.82	0.78	0.43	0.36	0.85	0.01	4.86	4.85

*：包含公營事業與政府投資；f：代表中央銀行預測數。

資料來源：主計總處、中央銀行

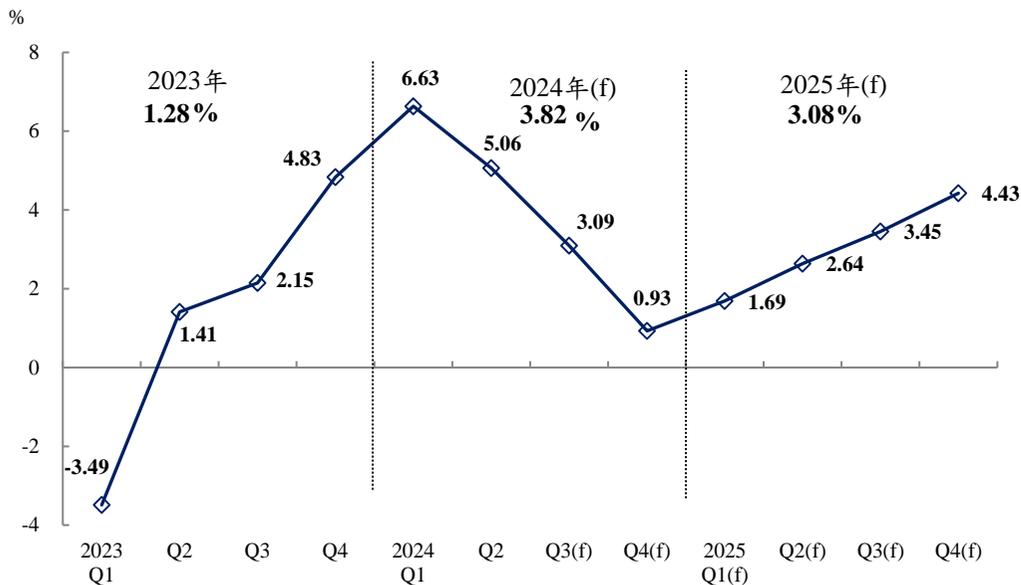
2. 本年經濟穩健成長，惟受**比較基期**影響，**經濟成長率(yoy)**逐季下降，明年則呈**上升趨勢**(圖 1)。

- 上(2023)年台灣經濟受**美、歐央行緊縮性貨幣政策之外溢與落後效應**影響，出口負成長，經濟成長率降至 1.28%。
本年經濟成長率部分因**上年比較基期較低**，**回升**至 3.82%，明年則為 3.08%。

3. 本年經季調後折成年率之**經濟成長率(saar)**大抵呈**上升趨勢**，顯示**景氣漸次復甦**，且明年**復甦動能可望擴大**(圖 2)。

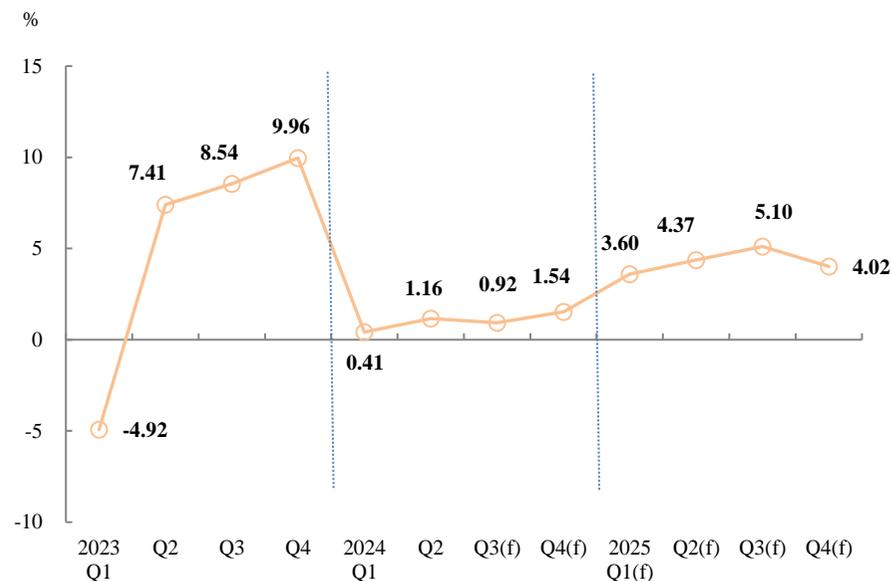
- 預期**明年民間投資續增溫**，加以 AI 等**新興應用科技熱潮**持續，與**傳產出口**可望回溫，且**主要經濟體降息**有利支撐全球終端需求，均增添明年台灣出口成長力道。

圖 1 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 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。

(二)預期本年下半年輸出穩健成長；且民間投資增溫，民間消費動能延續

1. 輸出成長動能穩健：新興科技應用需求遞增，挹注輸出成長動能

(1)隨全球貿易回溫，國際機構略上修本年全球貿易量成長率預測值，有利挹注出口動能。

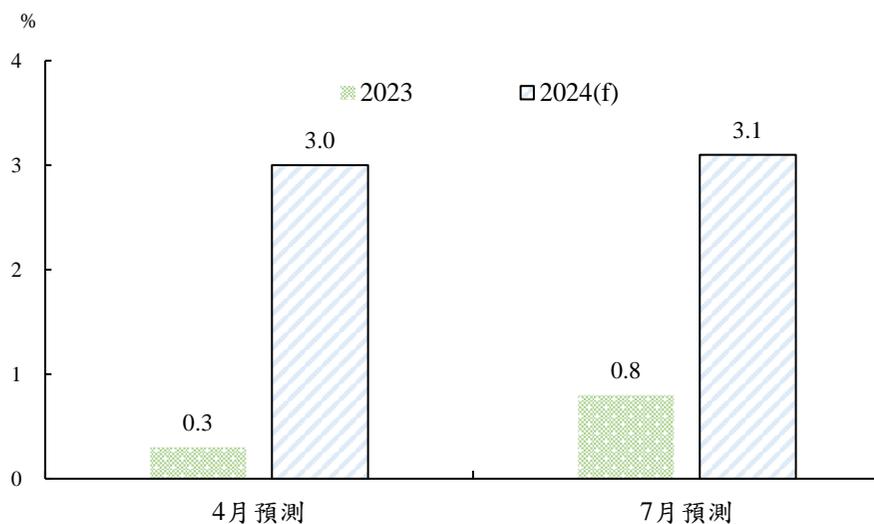
□ 7月IMF上修本年全球貿易量成長率預測值至3.1%(圖3)，較4月預測值高0.1個百分點。

(2)受惠新興科技應用(如AI伺服器、雲端運算、高效能運算等)暢旺，以及全球電子產品終端需求逐漸復甦，且國內半導體與伺服器等供應鏈具競爭優勢，帶動電子資通訊產品出口成長。

□ 受惠AI商機持續，推升伺服器等产品出貨動能，挹注電子資通訊產品出口金額，帶動8月商品出口成長16.8%，已連續10個月正成長(圖4)。

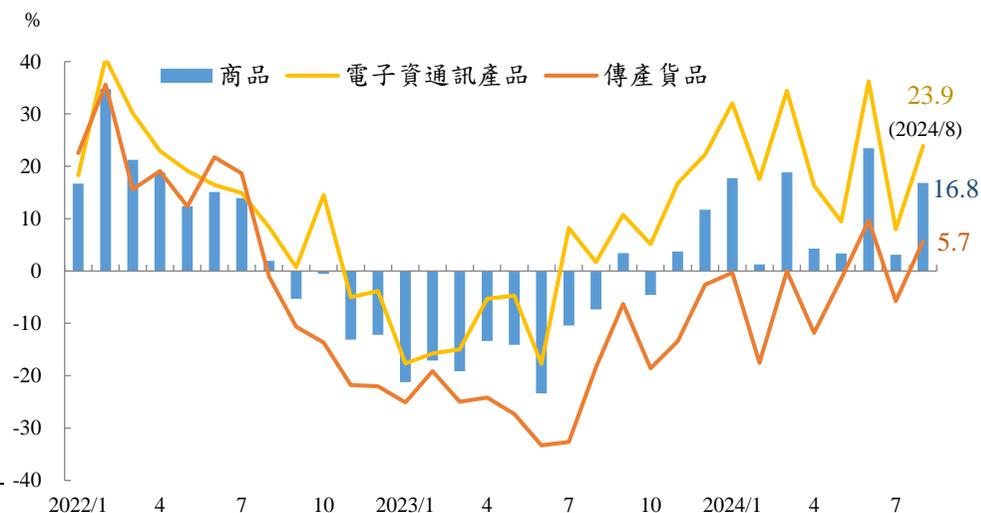
□ 傳產貨品出口復甦尚緩，8月出口年增率為5.7%。

圖3 IMF對全球貿易量成長率之預測值



註：f為預測值
資料來源：IMF

圖4 商品、電子資通訊產品以及傳產貨品出口年增率



註：以美元計價；傳產貨品包括礦產品、化學品、塑膠製品、紡織品、基本金屬、機械、電機產品、運輸工具；電子資通訊產品包括電子零組件、資通與視聽產品。

資料來源：財政部

(3)預期下半年 AI、高效能運算等**新興科技應用持續擴展**，以及**智慧型手機等新品上市**，有助換機潮，可望挹注相關供應鏈出口成長，**增添下半年輸出成長動能**。

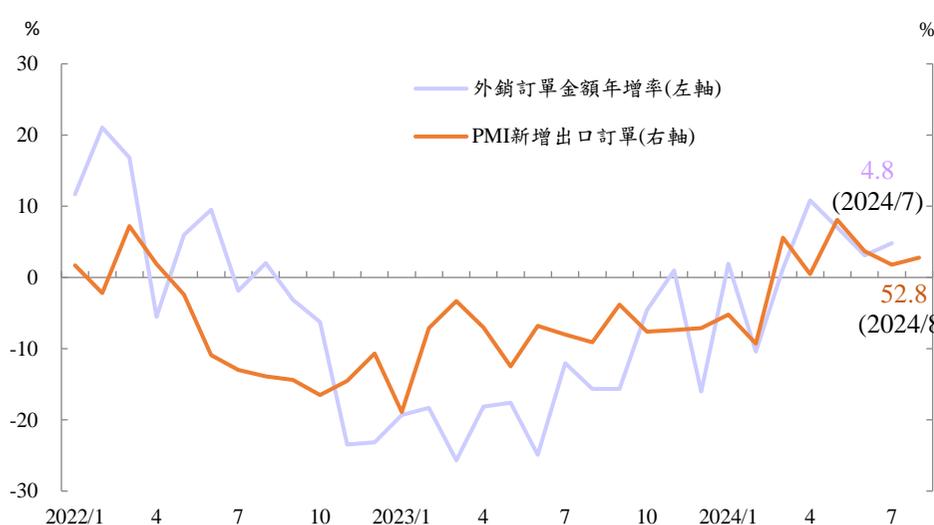
□ AI、高效能運算等需求持續熱絡，以及消費性電子新品推出，帶動相關供應鏈出貨，7月外銷訂單金額達500.3億美元，創近7個月以來新高，年增4.8% (圖5)。

□ 8月製造業PMI新增出口訂單指數回升，且續處擴張階段，下半年外銷動能可望延續。

(4)近月**主要國家製造業PMI表現仍平疲**，恐制約台灣下半年出口擴張力道。

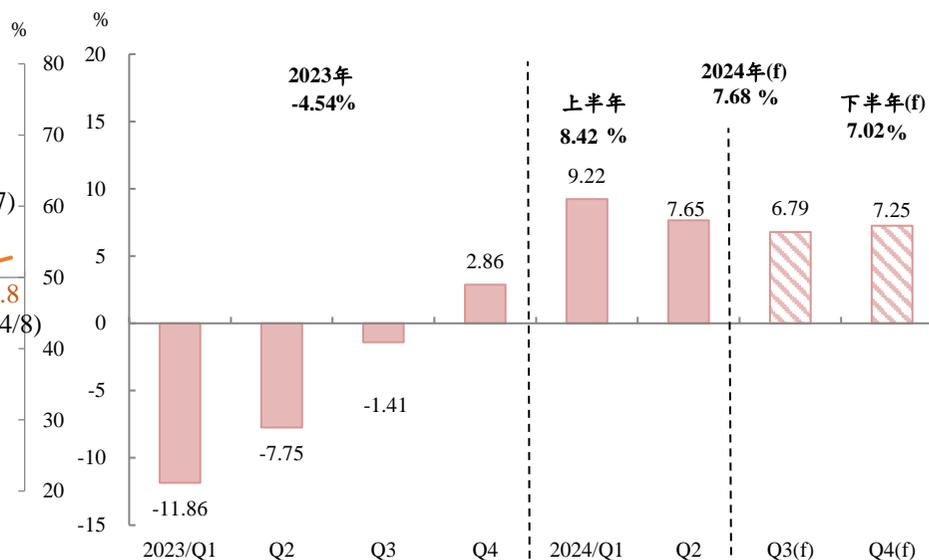
(5)綜合前述因素，預測**下半年實質輸出年增率為7.02%**，**全年為7.68%** (圖6)。

圖5 外銷訂單與PMI新增出口訂單



註：外銷訂單以美元計價。
資料來源：經濟部、國發會

圖6 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。

2. 民間投資動能回升：比較基期較低，加以因應新興應用科技發展，相關供應鏈投資持續

(1) 肆應新興應用科技需求殷切，國內半導體業維持製程領先與高階封測擴充產能，相關供應鏈上修本年資本支出目標，加以設備供應在地化，可望帶動相關供應鏈投資，且國外科技大廠在台資料中心陸續啟動興建，以及製造業者低碳轉型投資態勢延續，均支撐民間投資動能。

- 觀察存貨循環圖(圖 7)，本年第 2 季製造業景氣好轉，銷貨量續成長，回補庫存，增添廠商投資意願。
- 廠商投資動能回升，擴大資本及半導體設備進口，8 月分別年增 15.2%與 45.3% (圖 8)。
- 廠商因應 AI 商機、低碳發展趨勢與自動化需求增溫，擴增廠房設施工程，挹注營建工程投資動能。第 2 季民間營建工程投資成長率由第 1 季的-0.41%升至 4.14% (圖 9)。

圖 8 資本及半導體設備進口年增率

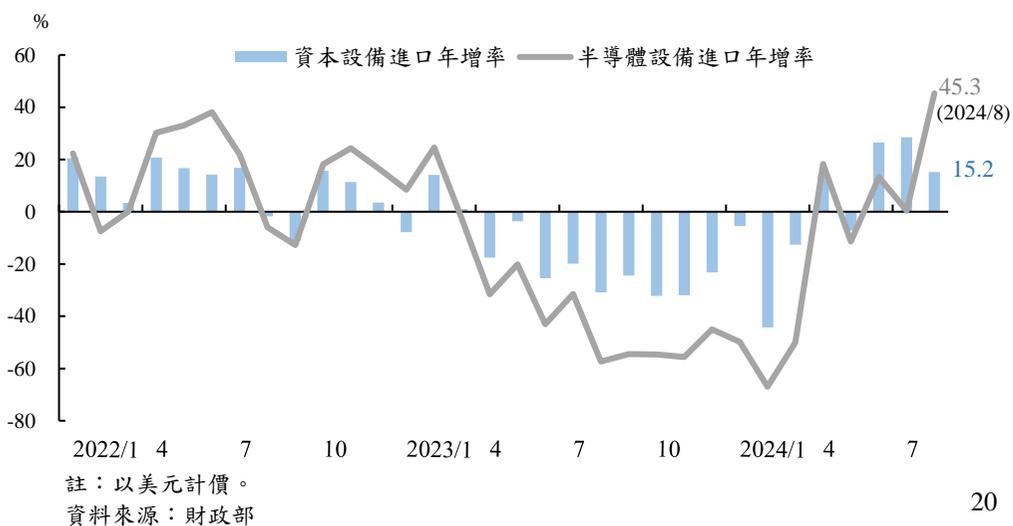


圖 7 製造業存貨循環圖

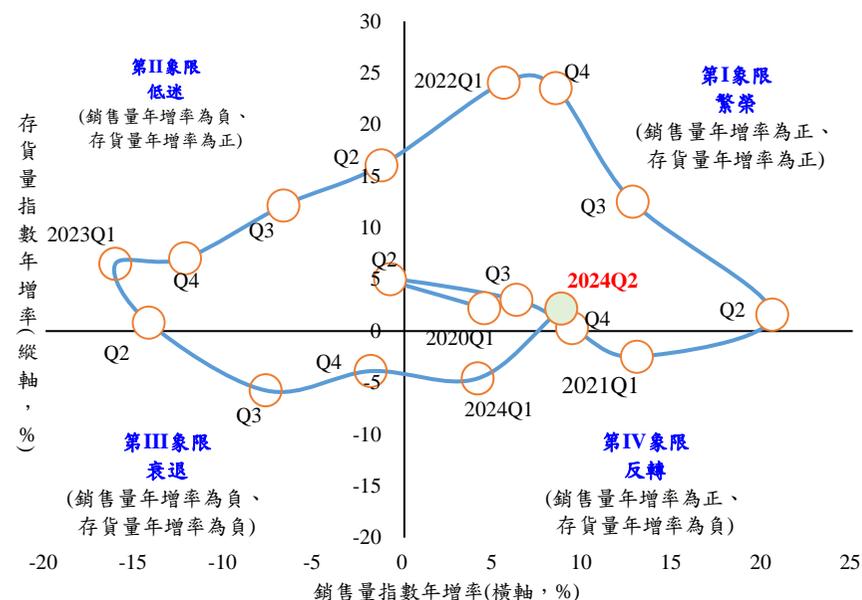
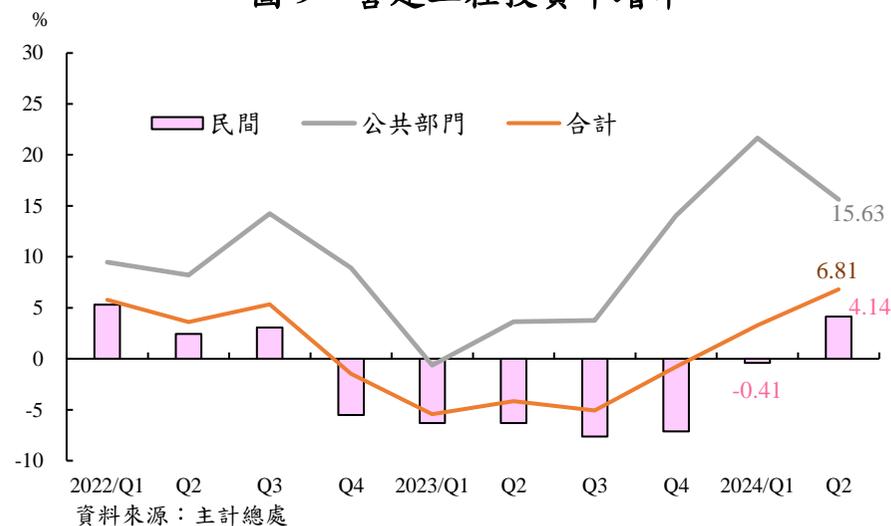


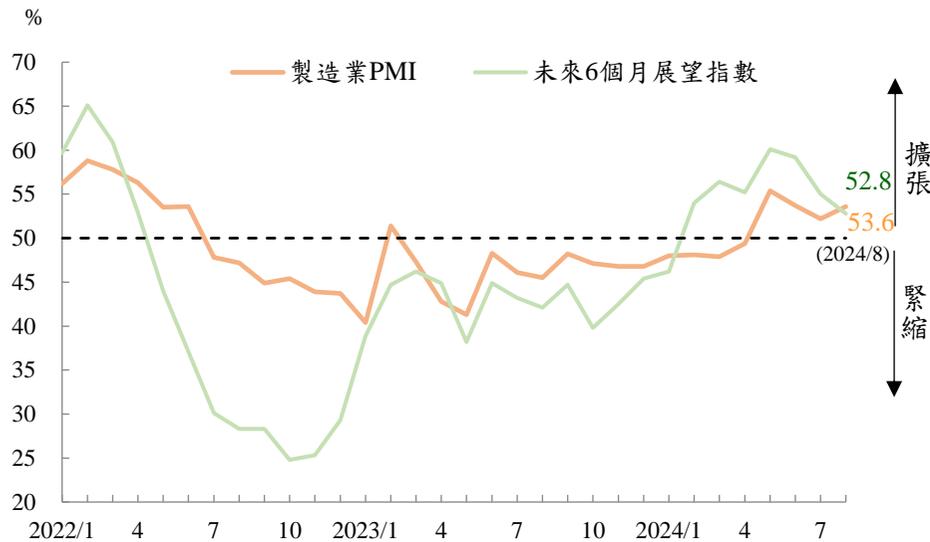
圖 9 營建工程投資年增率



□ 製造業對未來展望持續樂觀，8月製造業PMI與未來6個月展望指數仍高於榮枯線(圖10)，分別為連續4個月與7個月呈現樂觀。

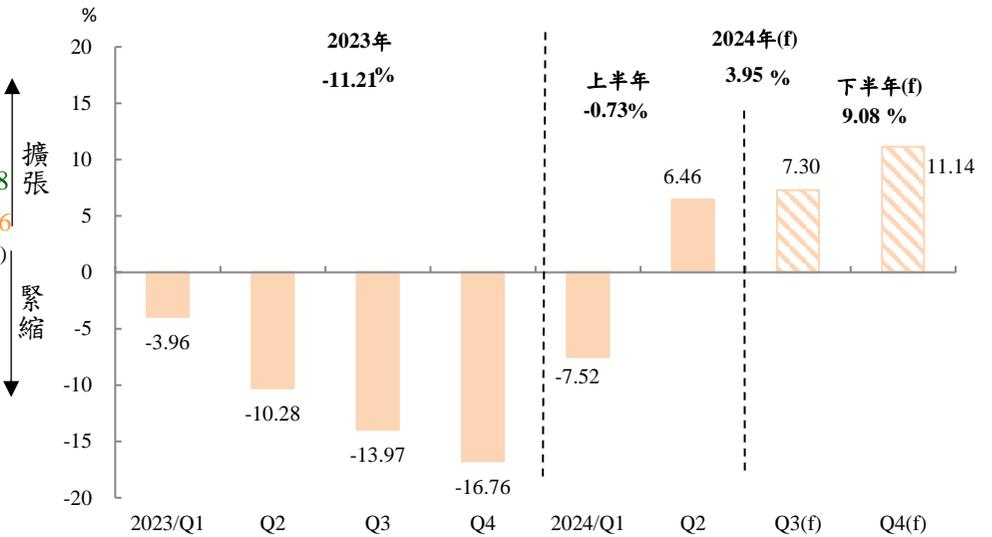
(2)考量前述有利因素以及上年下半年比較基期較低，預測下半年實質民間投資年增率為**9.08%**，全年為**3.95%**(圖11)。

圖 10 製造業 PMI 與「未來 6 個月展望指數」



資料來源：國發會

圖 11 實質民間投資年增率



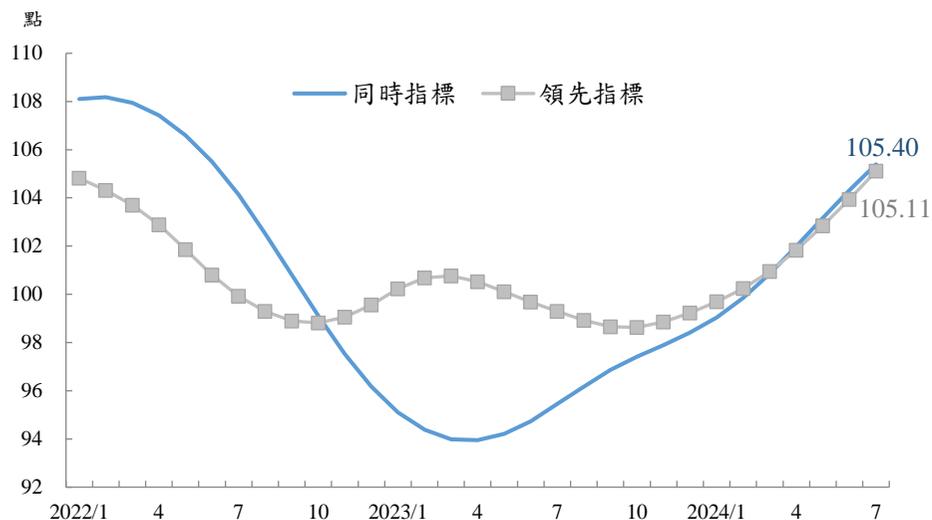
註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

3. 民間消費擴張動能持續：國內景氣向上，實質薪資成長，民眾旅遊意願不減

(1)國內景氣穩健擴張，人力需求回溫¹，並帶動企業調薪²，加以消費者信心攀高，民眾外出旅遊熱度持續，均有助促進民間消費成長。

- 領先及同時指標持續上升，反映國內景氣維持成長態勢(圖 12)。
- 7月零售業營業額年增 3.4%且連續 35 個月正成長；8月消費者信心指數為 77.75 點，較上個月顯著增加 2.39 點，且連四升，有助支撐下半年民間消費成長擴增(圖 13)。

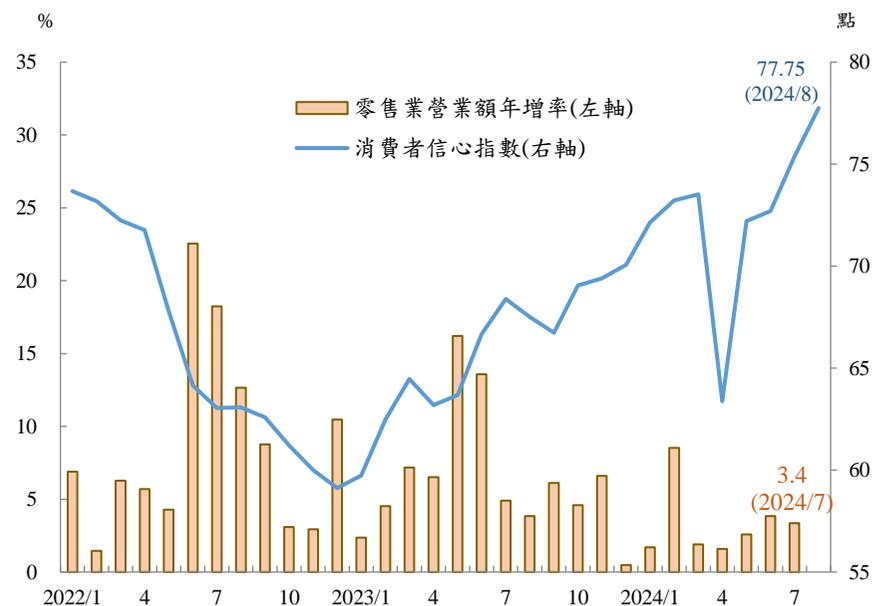
圖 12 同時與領先指標



註：領先指標由外銷訂單動向指數(以家數計)、實質 M1B、股價指數、工業及服務業受僱員工淨進入率、建築物開工樓地板面積、實質半導體設備進口值，及製造業營業氣候測驗點等 7 項構成項目組成。同時指標由工業生產指數、電力(企業)總用電量、製造業銷售量指數、批發、零售及餐飲業營業額、工業及服務業加班工時、實質海關出口值，與實質機械及電機設備進口值等 7 項構成項目組成。

資料來源：國發會

圖 13 零售業營業額年增率與消費者信心指數



資料來源：經濟部

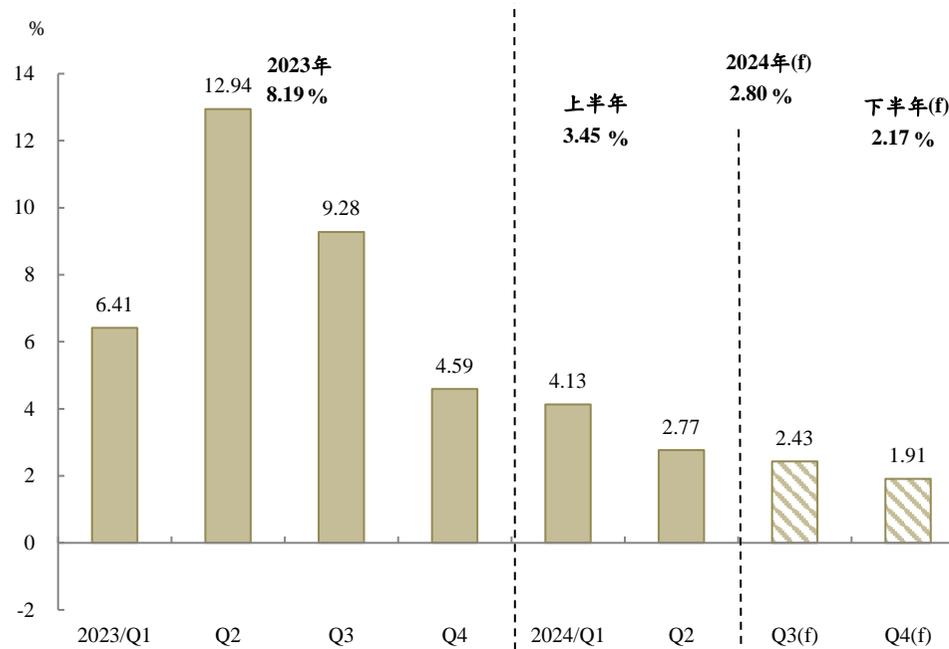
¹ 勞動部「113 年第 3 次人力需求調查」顯示，10 月底較 7 月底人力需求淨增加 5.6 萬人，達近 13 年同期次高。

² 今年上半年實質經常性薪資與實質總薪資年增率分別為 0.28%與 1.43%，增幅為近 3 年同期最高。

□ 民眾出國旅遊熱絡，出國人次可望續增，有利下半年民間消費持續成長³。

(2) 考量前述有利因素，下半年實質民間消費年增率預測值為 2.17%，全年則為 2.80% (圖 14)。

圖 14 實質民間消費年增率

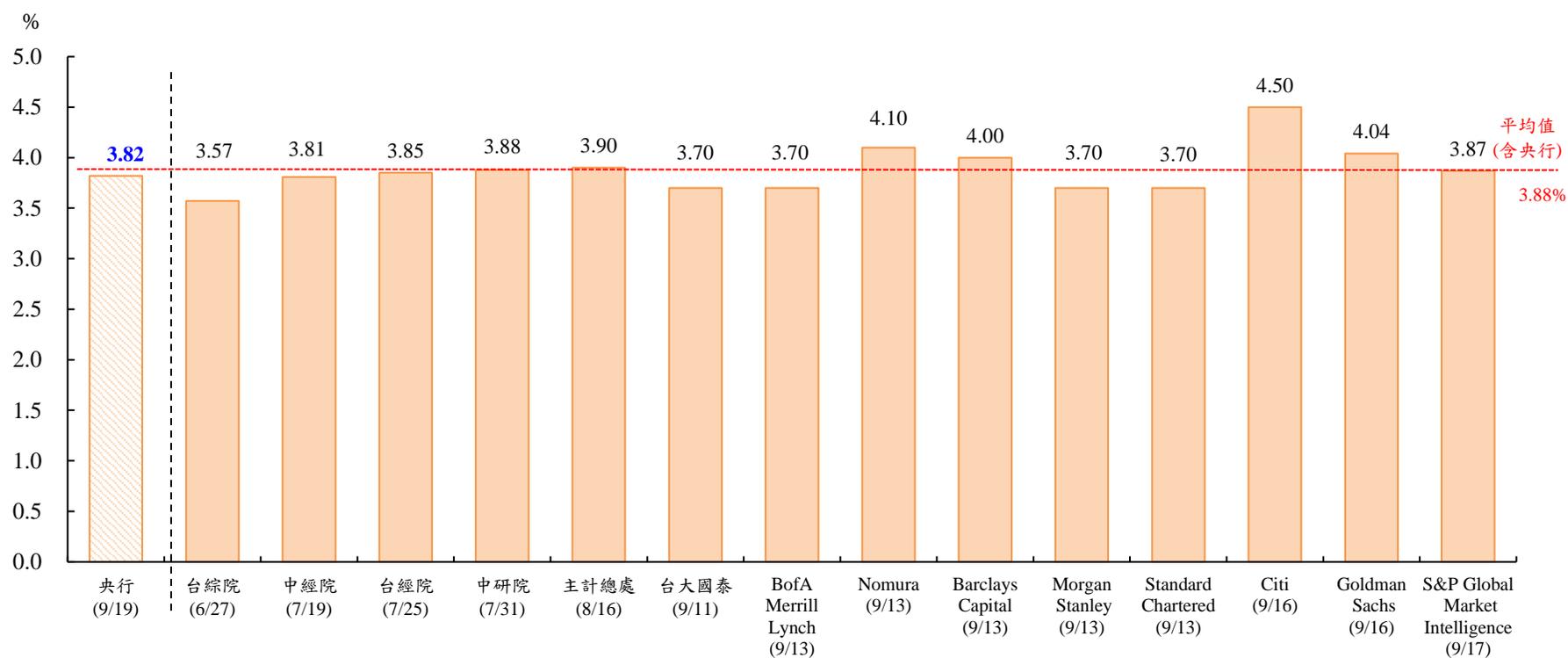


註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

³ 國人出國旅行支出上升，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. 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率預測值介於 3.57% 至 4.50% 之間，平均為 3.88% (圖 15)。

圖 15 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



(三)預測明年內需續扮演推動經濟成長之主要角色，淨外需貢獻則可望回溫，帶動經濟成長**3.08%**

1. 本行預測明年內需續推動經濟成長，經濟成長率為**3.08%**

(1)受惠於**全球貿易持續擴張**，帶動國內輸出與民間投資成長，加以民間消費成長動能穩定，本處預測明年經濟將穩健成長**3.08%**。

(2)預測**內需貢獻 2.56 個百分點**，為驅動經濟成長之主力(表 2)；**淨外需貢獻 0.52 個百分點**。

表 2 明年台灣實質 GDP 及各組成項目成長率與貢獻度之預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	公共支出		存貨變動	淨外需		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	3.08	2.95	2.25	4.91	2.15	5.14	--	--	4.72	4.92
貢獻度		2.56	1.07	1.01	0.29	0.24	-0.06	0.52	3.10	2.58

*：包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

2. 預期明年全球商品貿易量成長率優於本年，加以新興科技應用需求擴增，輸出可望持續成長

(1)明年**全球商品貿易量**穩健擴增，7月IMF預測明年全球貿易量成長**3.4%**，優於本年之**3.1%**，可望加速傳產貨品復甦，增添明年台灣輸出成長動能。

(2)AI、高效能運算等**新興科技應用需求**續旺，全球**半導體市場擴張動能**延續，維繫台灣相關產品與供應鏈之出口成長。考量上述有利因素，預測**明年實質輸出成長 4.72%**。

3. 受惠民間投資動能擴張、民間消費動能持穩，內需穩健成長

(1) **民間投資穩健成長**：受惠 AI 等新興科技應用加速擴展，**半導體業持續擴廠與擴充產能**，資通訊相關**供應鏈亦回台增產**，以及**國外廠商競相在台設立研發中心、資料中心**，且極端氣候加劇、因應碳費課徵，廠商淨零轉型壓力遞增，可望加快**綠能、節能減碳設備**等投資步調；另一方面，政府鼓勵產業發展關鍵技術與研發，並加強投資 AI 新創⁴，且持續**擴編科技、公共建設與淨零轉型**相關預算⁵等有利因素，將挹注明年民間投資動能，本行預測**明年民間投資成長 4.91%**。

(2) **民間消費溫和成長**：**明年基本工資調升與軍公教調薪**，基本生活費用以及綜所稅免稅額、扣除額調高，加以本年上半年**廠商獲利成長**，提高明年員工調薪與獎金、股利發放意願，均挹注家庭可支配所得，且國內大型**商場陸續開幕促銷**，有助帶動民間消費成長。惟受**人口老化及少子化**制約，民間消費恐不易大幅擴增，並考量近年比較基期墊高，本行預測**明年民間消費成長率為 2.25%**。

4. 國內外主要機構預測明年台灣經濟穩健成長，預測成長率平均為 2.82%(表 3)

表 3 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (預測日期)	央行 (9/19)	中經院 (7/19)	主計總處 (8/16)	台大 國泰 (9/11)	BofA Merrill Lynch (9/13)	Nomura (9/13)	Barclays Capital (9/13)	Morgan Stanley (9/13)	Standard Chartered (9/13)	Citi (9/16)	Goldman Sachs (9/16)	S&P Global Market Intelligence (9/17)	平均 值 (含央 行)
預測值	3.08	2.98	3.26	2.80	2.30	4.40	2.30	3.10	2.00	3.00	1.97	2.64	2.82

⁴ 數產署匡列 100 億元規劃「加強投資 AI 新創實施方案」，預計明年啟用。

⁵ 明年中央政府總預算之整體科技發展預算編列 1,965 億元，年增約 4.1%；整體公共建設經費規模達 6,483 億元，年增約 11.7%，主要為交通建設、環境資源以及數位基礎建設；淨零轉型十二項關鍵戰略行動計畫合計編列約 1,161 億元預算，年增 21.6%，包括離岸風電、住宅家電效率提升等。

(四)影響台灣經濟表現之不確定性因素仍多，恐影響下半年與明年經濟表現

1. 主要央行貨幣政策調整步伐分歧：歐洲央行於本年6月啟動降息，並於9月再次降息；美國因通膨降溫、非農就業人數增加趨緩，預期9月啟動降息；日本為減緩輸入性通膨，已於本年3月、8月2度升息。目前歐美國家與日本貨幣政策走向分歧，恐影響國際資金流向，加劇全球股匯市場震盪，不利於全球經濟成長。
2. 全球經濟零碎化與供應鏈重組：美、中貿易角力持續；歐盟已針對中國大陸電動車課徵平衡稅，且8月生效的人工智能法案則可能加劇中、歐貿易摩擦。美、中與中、歐貿易衝突恐加速全球供應鏈重組與導致全球市場分化。另一方面，因全球供應鏈重組與經濟零碎化，我國企業透過分散投資與貿易地區等多元布局方式，可能減少在台投資與生產活動，恐影響未來台灣出口與民間投資動能。
3. 中國大陸經濟成長放緩之外溢效應：中國大陸內需動能不足，可能透過供應鏈等間接管道對台灣等亞洲及其他經濟體產生負面影響；另一方面，中國大陸透過將供過於求的產品輸出他國，減緩內需不足的壓力，導致相關產品競爭加劇，恐對全球經貿或台灣出口帶來負面影響。
4. 地緣政治風險與結構性因素對全球經濟與通膨之衝擊：美國總統大選將對全球政經發展帶來關鍵性影響，全球貿易、對外軍事援助等方面可能發生重大變化，衝擊國際政經情勢，加劇市場動盪和全球貿易不確定性。再者，中東衝突不斷以及紅海危機持續，可能使能源和大宗商品市場和全球供應鏈面臨持續性受阻，增添全球通膨升溫風險。此外，全球極端氣候加劇、淨零減碳措施以及人口老化等生產供給面衝擊，亦可能形成通膨上漲壓力，加劇全球經濟不確定性。

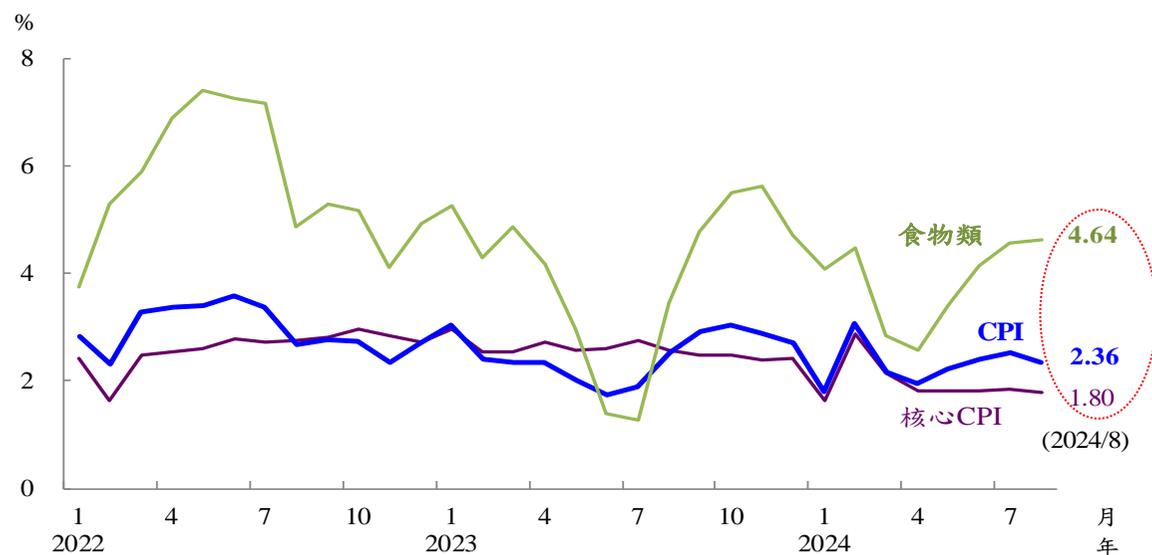
(五)通膨率維持緩步回降趨勢，本年 CPI 年增率預測略上修至 2.16%，明年將降至 1.89%

1. CPI 年增率短期走升後回降，核心 CPI 年增率則維持緩步回降趨勢

(1)受**天候**因素影響，本年 6 月以來，**蔬果**價格大漲，**食物類**價格漲幅持續擴大，消費者物價指數(CPI)年增率**走升**，至 7 月為 2.53%；**8 月**回降為 **2.36%**，主因**油料費**轉呈下跌，以及娛樂等**服務類**價格漲幅減緩。不含蔬果及能源之**核心** CPI 年增率則**維持緩步回降趨勢**，至 8 月為 **1.80%**，係本年 2 月以來最低(圖 16)。

□ 近期通膨率受天候等暫時性衝擊影響走升，宜關注**民眾通膨預期**對通膨制約之影響(詳見附錄)。

圖 16 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(2)本年1至8月平均CPI年增率為2.32%，主因：(1)水果、外食等食物類價格走升；(2)房租調高；(3)金飾及珠寶等個人隨身用品價格上漲；(4)娛樂服務價格調漲；以及(5)醫療費用上升。上述合計使CPI年增率上升1.75個百分點，貢獻約75% (表4)。

表4 本年1至8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	1,000	2.32	2.32	
食物類	268	3.85	1.03	
水果	21	15.93	0.42	
外食費	112	3.21	0.34	
肉類	24	2.91	0.08	
穀類及其製品	16	2.60	0.04	
蛋類	4	-11.28	-0.05	
房租	147	2.38	0.36	
個人隨身用品	24	5.58	0.13	
娛樂服務	56	2.36	0.12	
醫療費用	23	4.80	0.11	
耐久性消費品	106	0.81	0.09	
交通工具零件及維修費	19	4.30	0.08	
住宅維修費	11	3.02	0.04	
電費	12	3.71	0.04	
藥品及保健食品	16	2.43	0.04	
理容服務費	10	4.29	0.04	
合計			2.08	
其他			0.24	

合計使CPI年增率上升1.75個百分點，貢獻約75%。

資料來源：主計總處

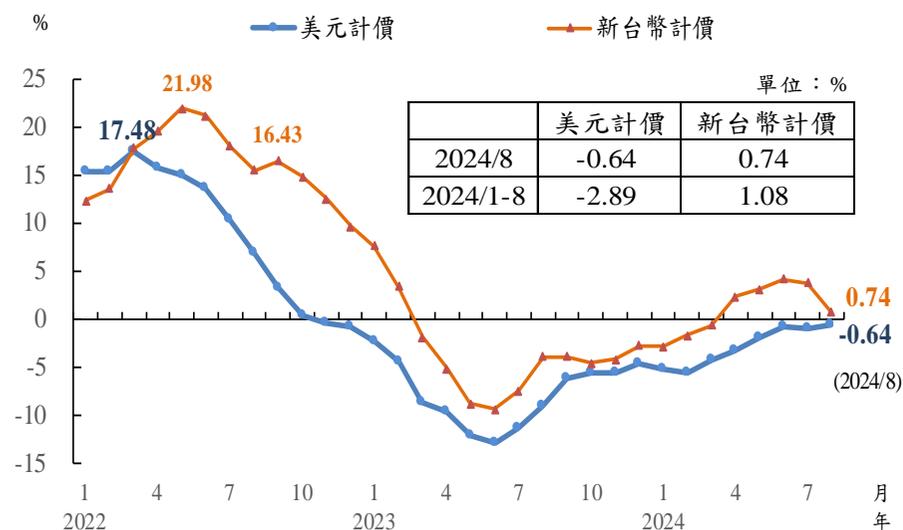
2. 因颱風豪雨致災嚴重，本行略上修本年台灣 CPI 年增率預測值至 2.16%，明年將降為 1.89%

(1) 雖新台幣對美元匯率貶值，惟美元計價進口物價下跌，尚無輸入性通膨壓力。

□ 本年 8 月以美元計價之進口物價年減 0.64%，惟新台幣對美元匯率貶值，致以新台幣計價之進口物價年增 0.74% (圖 17)；國內生產者物價指數(PPI)亦年增 1.44% (圖 18)。

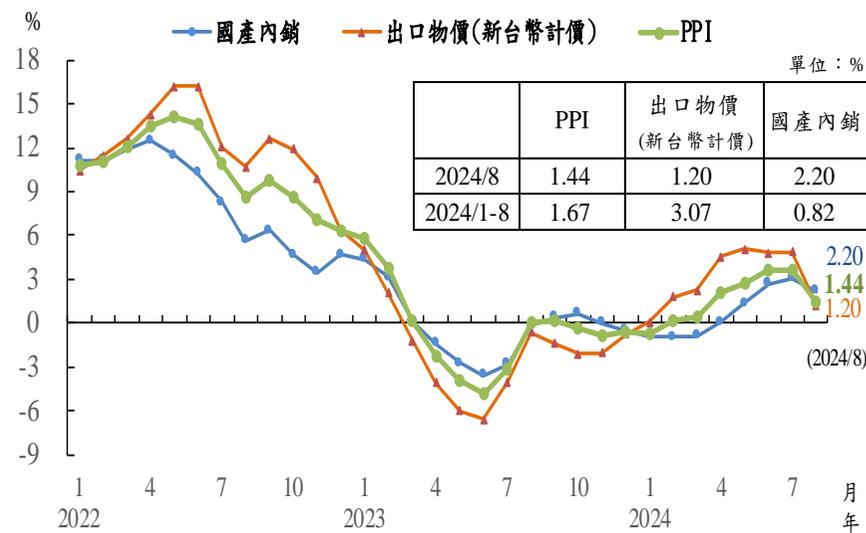
□ 本年 1 至 8 月以美元計價之進口物價年減 2.89%，以新台幣計價之進口物價則年增 1.08%；生產者物價指數 (PPI) 雖年增 1.67%，但主要係反映出口物價上漲 3.07%，國產內銷物價僅年增 0.82%，尚無輸入性通膨壓力。

圖 17 進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

圖 18 生產者物價、出口物價及國產內銷物價指數年增率



資料來源：主計總處

(2)由於7月下旬颱風豪雨致蔬果等農產受損嚴重，量減價揚，本行上修本年第三季CPI年增率預測值，全年CPI年增率預測值亦由2.12%略上修為**2.16%**；核心CPI年增率則由2.00%略下修為**1.94%**。

(3)明年，雖最低工資及軍公教薪資將調高⁶，惟主要機構預測國際油價平穩，加以國內服務類價格漲幅可望維持緩步回降趨勢(圖19)，本行預測CPI及核心CPI年增率分別續降為**1.89%**、**1.79%**(圖20)。

□ 地緣政治衝突風險及天候為影響未來通膨走勢之**主要不確定因素**。

圖 19 CPI 及商品類、服務類價格年增率

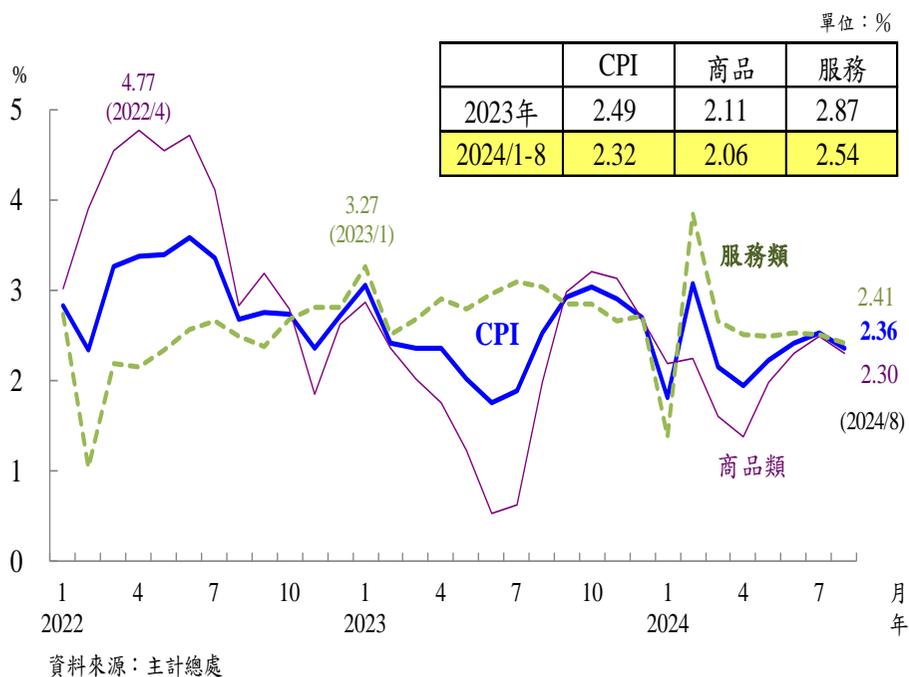
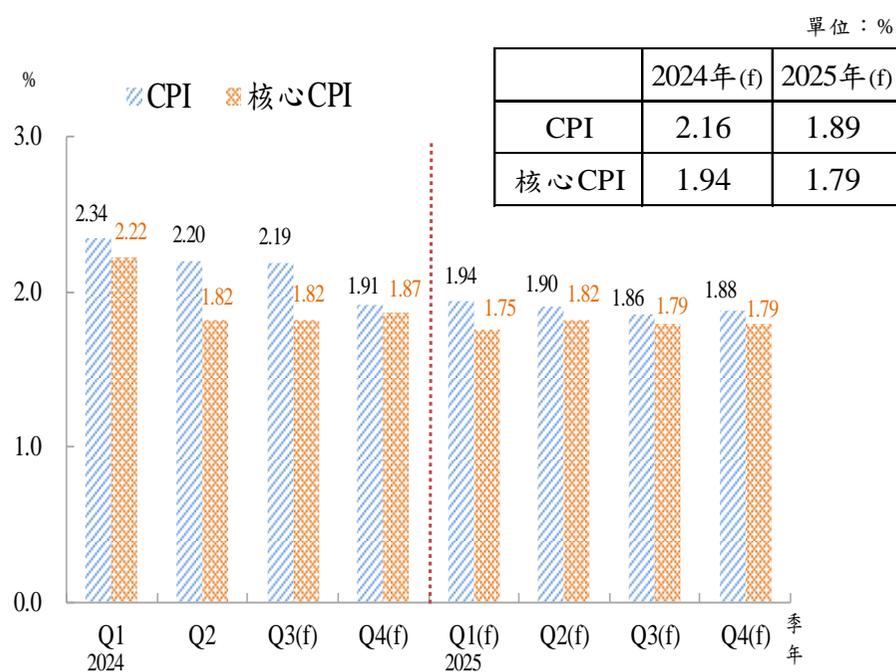


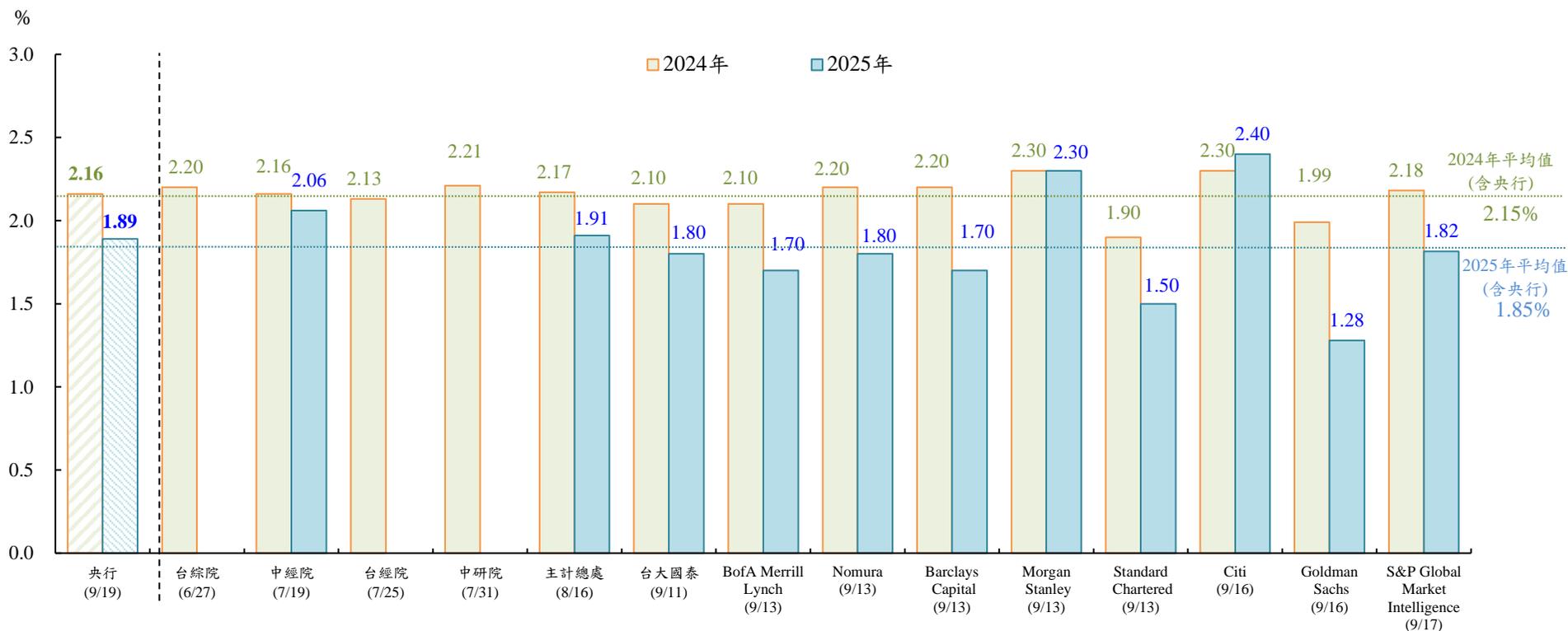
圖 20 本行對本年及明年CPI、核心CPI年增率之預測



⁶ 最低工資月薪、時薪分別由 27,470 元、183 元調高為 28,590 元、190 元，調幅分別為 4.08%、3.83%；軍公教薪資則調高 3%。

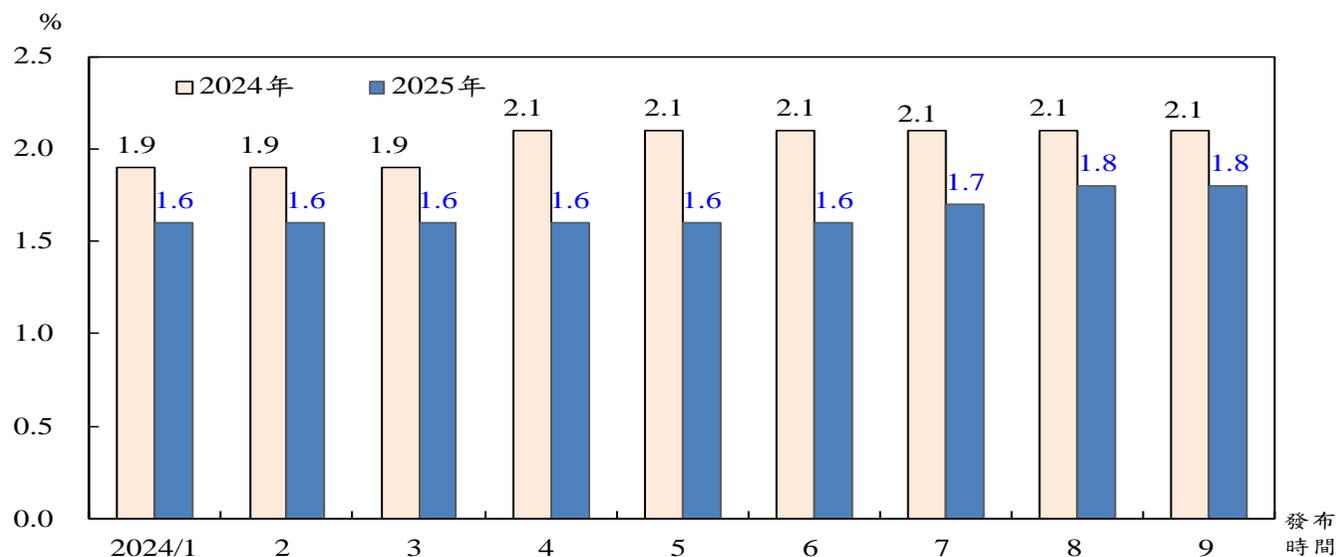
(4)國內外主要機構對台灣**本年** CPI 年增率預測值介於 1.90%至 2.30%，**平均**為 **2.15%**；**明年**則介於 1.28%至 2.40%，**平均**為 **1.85%** (圖 21)。

圖 21 國內外主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率預測值



(5) Consensus Economics 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測**平均值連續近 6 個月維持在 2.1%，明年則於連續 6 個月維持在 1.6% 後，於本年 7 月略升至 1.7%，8 月起續升至 1.8% (圖 22)。

圖 22 專業預測機構對台灣本年及明年通膨率之預測值*



註：*係近 20 家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

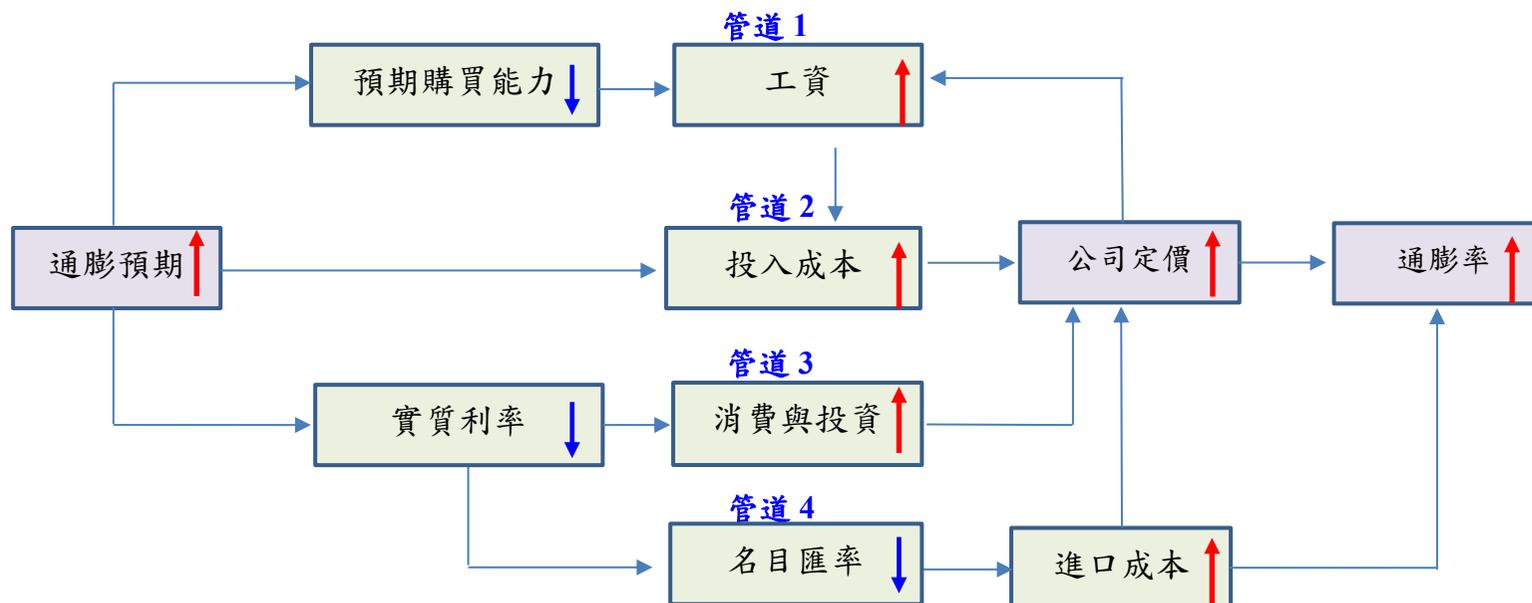
資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

附錄 本行對民眾通膨預期的關注

1. 通膨預期藉由 4 個傳遞管道發揮作用，對實際通膨具有重要的影響(附圖 1)⁷。

- (1) 透過**實質購買力變動**管道：如未來物價上升，會削減實質的購買力，因此家計單位將會要求較高的工資以彌補購買力的下降。
- (2) 透過**成本變動**管道：預期未來物價上升，廠商的投入成本提高，可能會提高商品和服務的定價，並同時提高工資。
- (3) 透過**實質利率變動**管道：通膨預期的上升使得實質利率下降，在貨幣政策維持不變的假設下，若預期薪資上升的幅度小於物價升幅，則家計單位和公司會提前進行消費和投資，使得總合需求上升，進而提高產出和物價。
- (4) 透過**實質利率影響匯率**管道：預期實質利率的下降使得本國貨幣貶值，推升進口物價，並影響通膨。

附圖 1 通膨預期影響實際通膨的管道



資料來源：Manule and. Pugh (2013)

⁷ 詳 Manule, B. and A. Pugh (2013), “Do Inflation Expectations Currently Pose a Risk to the Economy?” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Second Quarter, 110-21。

2. 貨幣政策決策者應積極了解一般民眾通膨預期形成的過程，有助制定妥適的貨幣政策。

(1) 民眾對物價漲跌的**感受**與 CPI **變動幅度常有落差**⁸，主要係因：

□ CPI 係經常購買與非經常購買的食衣住行育樂等 368 項目群變動之**平均**，因此 CPI **漲跌較個別商品和緩**。

□ 民眾對非經常購買的商品價格漲跌較無感，對**經常購買**的商品價格上漲**感受則較深**。

□ 民眾**易受新聞媒體報導影響**，僅部分吸取通膨資訊，如高通膨時期，更加注意通膨資訊，以致民眾通膨預期形成，造成通膨預期與通膨統計資料的差異。

(2) **通膨預期會影響實際的通膨，進而影響中央銀行對物價的控制**，通膨預期的變動會影響(事前)預期實質利率，並進而影響投資和消費的決策，以及工資的制定等，貨幣政策的效果會因通膨預期是否變動而有所不同⁹。

(3) 對央行而言，維持物價穩定為其重要目標。**通膨預期對貨幣政策的制定，扮演關鍵性的角色**。貨幣政策決策者應**積極了解民眾通膨預期形成的過程**，加強與民眾溝通，提升央行政策執行的公信力，**有利通膨預期的定錨效果**。

3. 本行致力對外溝通避免通膨預期心理形成，已著手辦理「民眾通膨預期調查之研究」委託研究計畫。

(1) 通膨預期無具體數據可觀察，多採用**以調查為基礎**(survey-based)與**以市場為基礎**(market-based)方式衡量¹⁰。

(2) 本行**相當重視有關通膨預期的變化**，加以國內目前**並無高頻且以調查為基礎的通膨預期**，故本年已著手辦理「**民眾通膨預期調查**」委託研究計畫，採**小樣本調查**，進行民眾通膨預期調查之**可行性評估**。**未來是否實地進行民眾通膨預期調查，將視本委託計畫之研究成果而定**。

4. 本行密切關注物價情勢發展，檢視衝擊通膨的來源，且為避免通膨預期心理形成，本行相當重視有關通膨預期的變化，綜合考量後採取妥適的貨幣政策，並致力與外界溝通，以維持物價穩定。

⁸ 詳中央銀行(2018)，「當前物價情勢及展望—兼論民眾的通膨感受與通膨預期」，央行理監事會後記者會參考資料，3月22日。

⁹ 詳 Bernanke, B. S. (2007), "Inflation Expectations and Inflation Forecasting," Remarks at NBER Monetary Economics Workshop, July 10。

¹⁰ 目前台灣以調查為基礎之通膨預期指標包含中央研究院「消費者預期與政策反應調查」與國泰金控「國民經濟信心調查」；而台灣並無相關金融商品資料，故無法以金融商品計算以市場為基礎之通膨預期。詳中央銀行(2021)，「近期美國通膨預期中場現象之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，3月18日。

三、有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明

本行自 2020 年 12 月起逐步擴大選擇性信用管制措施，以防範銀行信用資源過度流向不動產市場；加以相關部會賡續精進健全房市措施，迨至**上(2023)年上半年**，**國內房市景氣逐漸降溫**，不動產貸款成長趨緩。**惟上年下半年以來**，**房市交易擴增**，房價走高，帶動**銀行購置住宅貸款成長加速**，至本(2024)年 8 月底年增率升至 11.0%，**創逾 18 年以來新高**；致**本年 8 月底全體銀行不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度¹)升為 37.5%**，**接近歷史高點之 37.9%**，凸顯**銀行信用資源向不動產相關部門傾斜**之情勢漸趨**嚴峻**。

信用資源若過度集中不動產市場，將**排擠生產事業實質投資**所需之資金，**不利經濟永續發展**；此外，亦易使不動產愈趨集中於富人，**加劇財富分配不均**。再者，國際間**不乏不動產市場過熱引發金融危機及經濟衰退之先例**；以**1990 年代日本資產泡沫破滅事件**為例，其泡沫形成與該國**金融機構過度授信與承擔風險**，助長資產泡沫，**民眾深信土地價格只漲不跌神話及盲目跟風投資之羊群效應**，以及**金融主管機關不作為或不當政策**，**延宕問題解決時機**等有關，**足為殷鑑**(詳附錄 1)。

針對我國銀行業不動產貸款集中度居高情形，實有必要進一步採行改善措施，**為防患未然**，**本行於本年 8 月 12 日至 21 日分別邀請 34 家本國銀行來行座談**。基於**各銀行資產規模、營運特性有所不同**，並**考量不動產貸款總量一致性規範恐過於強烈**(如日本大藏省於 1990 年 3 月採行金融機構不動產貸款總量限制措施，係造成該國資產價格破滅的原因之一)，**本行採道德勸說方式**，請銀行依據自身經營情況，**在不影響無自用住宅民眾購屋與都更、危老重建融資等**

¹ 不動產貸款集中度=不動產貸款餘額/總放款 = (購置住宅貸款+房屋修繕貸款+建築貸款) / 總放款 = (10.75 兆元+0.04 兆元+3.46 兆元) / 37.99 兆元 = 37.5%。

本行以不動產貸款占總放款比率作為觀測不動產貸款集中度指標，可完整反映信用資源向不動產市場傾斜的情形；另「銀行法」第 72 條之 2 比率(=商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額/放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和；銀行法規定上限為 30%)亦是觀測不動產貸款集中度的指標，但此比率有排除項目(免計入分子之排除項目包括明訂五類政策性購屋貸款及金管會於 2018 年 8 月函釋如都更等項目，得不計入住宅建築及企業建築放款之總額)。

需求前提下，自主管理不動產貸款總量，研提未來一年改善方案，俾漸進改善信用資源過度集中不動產貸款情形。未來本行將定期審視各銀行改善成效，並透過實地查核，督促銀行落實執行改善方案²。

因上年下半年以來，房市交易熱絡，致部分銀行受理購屋貸款(簡稱房貸)案件量多，或承做不動產放款已接近「銀行法」第 72 條之 2 規範上限或銀行內訂警戒值，爰自本年初以來，部分銀行自行採行不動產貸款管控措施，致有審核期間拉長、撥款時間延後、暫停收件、以價制量等情事，當時部分媒體即稱之為「限貸令」，且若干報導誤將此與 8 月中旬本行道德勸說措施連結。本行爰兩度發布新聞稿說明³，銀行自主管理不動產貸款總量有一年的調整期間，且重申不應影響民眾購屋自住與企業自用廠辦等實際融資需求，並請銀行妥善處理民眾申請房貸困難事宜，俾引導信用資源合理配置，避免助長炒房、炒地。

基於促進金融穩定、健全銀行業務之法定職責，本行於本年 8 月間請各銀行善盡社會責任，自主管理不動產貸款總量之道德勸說措施，係屬行政院「健全房地產市場方案」之一環，亦與行政院逐步建立健康有序的不動產市場，讓社會安定的四原則一致⁴，顯示行政院支持本行道德勸說措施。謹說明如下：

² 詳本年 8 月 21 日本行新聞稿「近期本行分別邀請 34 家本國銀行來行座談，請其自主管理不動產貸款總量，共同改善信用資源過度集中不動產貸款情形」。
本年 8 月 22 日本行新聞稿「有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之補充說明」。

³ 詳本年 8 月 27 日本行新聞稿「近期民眾申請房貸困難，並非本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量所致」。
本年 9 月 2 日本行新聞稿「本行邀請銀行座談，敦促銀行妥善協處民眾申請房貸困難案件」。

⁴ 四原則包括：第一、要維護金融體質的安全；第二、民眾自住首購及已承諾的貸款要優先；第三、行庫必須自主調整貸款結構；第四、新青安貸款需要審慎核定及嚴格管理。詳本年 9 月 5 日行政院新聞稿「卓揆提四原則 積極維護金融市場安全穩定 建立健康有序的不動產市場」。

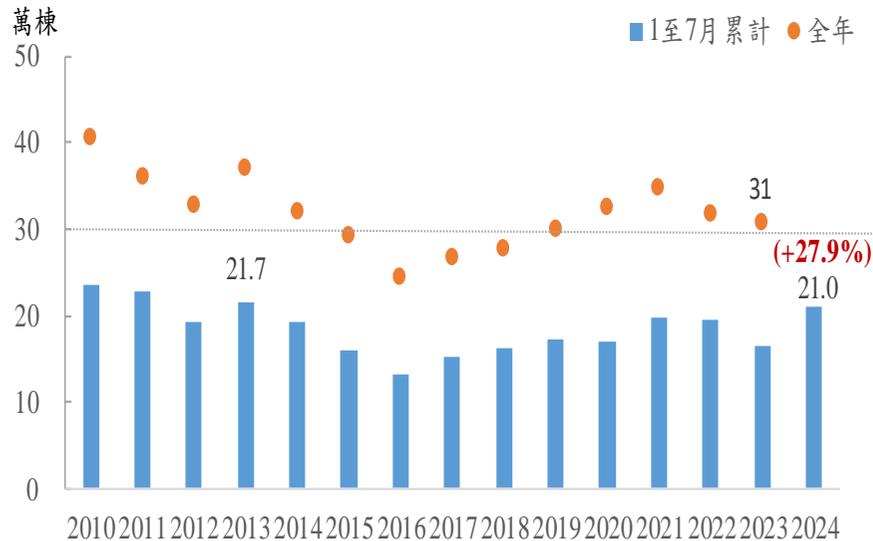
(一) 上年下半年以來，國內房市交易價量俱揚，全體銀行不動產貸款成長加速，不動產貸款集中度居高

1. 上年下半年以來，房市交易量大增，主要都會房價指數多創新高，漲幅擴大，且漲勢擴及非都會區。

(1) 上年上半年房市交易降溫；惟下半年起，隨國內景氣升溫，台股走高，民眾看漲房價預期心理升高，加以新青安貸款施行，以及大量新屋交屋，上年全國建物買賣棟數近 31 萬棟，而本年 1 至 7 月已達 21 萬棟，為 2014 年以來同期新高，年增 27.9%(圖 1)。

(2) 上年下半年以來，隨房市交易擴增，成屋與新推案價格呈上升走勢(圖 2)；且房價漲勢擴及非都會區，本年 6 月清華安富房價指數之全國與 16 個縣市房價指數均抵新高，且漲幅均擴大。

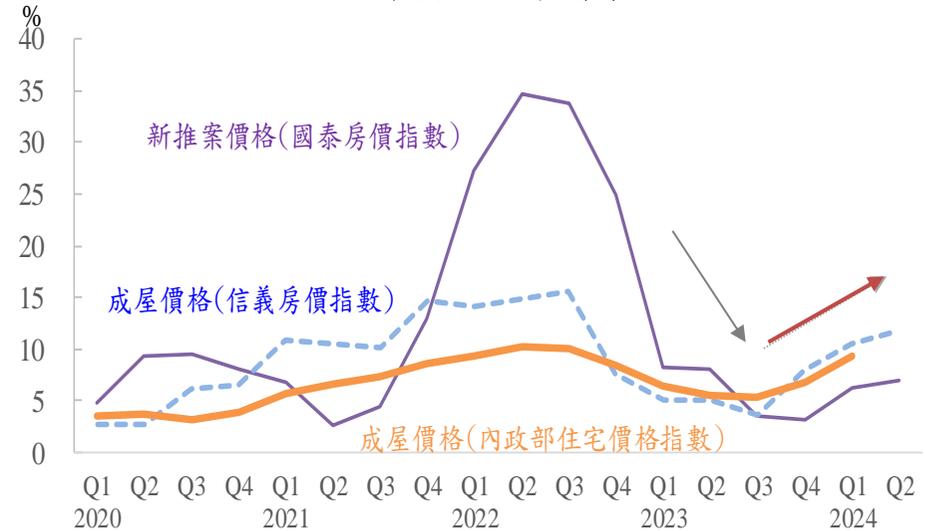
圖 1 全國建物買賣移轉登記棟數



註：()為年增率

資料來源：內政統計查詢網，本行自行計算

圖 2 內政部住宅價格指數、信義房價指數與國泰房價指數年增率



資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、國泰房地產指數季報

2. 上年下半年以來，隨房市交易量增價漲，全體銀行不動產貸款成長加速、不動產貸款集中度居高。

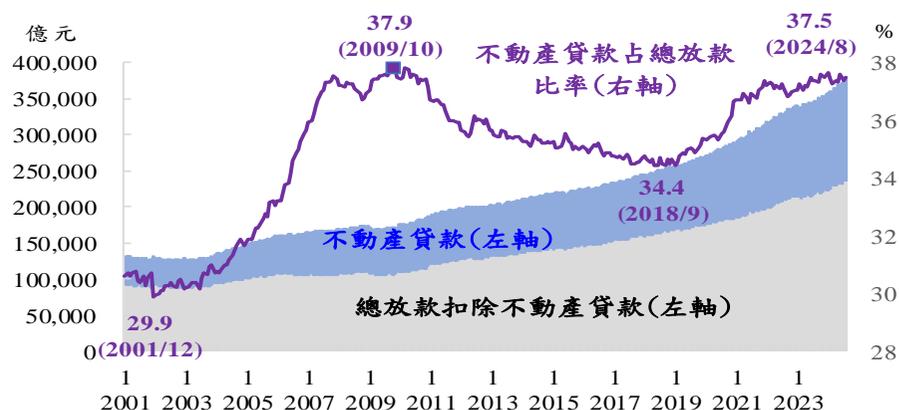
- (1) 隨本行自 2020 年 12 月起漸進緊縮選擇性信用管制措施，加以相關部會持續精進健全房市措施，迄至上年上半年，房市交易逐漸降溫，不動產貸款成長趨緩。
 - (2) 惟自上年下半年，房市交易回增，購置住宅貸款成長加速，全體銀行購置住宅貸款年增率由上年 5 月底之 4.5% 逐月上升至本年 8 月底 11.0%，創 2006 年 5 月以來新高，帶動不動產貸款餘額年增率升至 9.4% (圖 3)。
 - (3) 本年以來，隨國內景氣增溫，加以出口成長，帶動總放款擴增；惟不動產貸款成長回升，致 8 月底全體銀行不動產貸款占總放款比率升為 37.5%，接近 2009 年 10 月底之 37.9% 歷史高點 (圖 4)。
- 2009 年 10 月底不動產貸款占總放款比率達歷史高點，當時係因 2008 年全球金融危機後，全球經濟走緩，國內全體銀行不動產貸款與其他放款(總放款扣除不動產貸款)成長同步走緩，惟其他放款減幅較大；而上年下半年以來，國內景氣復甦，全體銀行不動產貸款與其他放款成長同步走升，且不動產貸款增幅較大(圖 3)，顯示不動產部門吸納更多銀行信用資源；相較於 2009 年 10 月，當前銀行信用資源向不動產相關部門傾斜情勢更加嚴峻。

圖 3 全體銀行不動產貸款與總放款年增率



註：不動產貸款係購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款合計。
資料來源：本行金融統計月報

圖 4 全體銀行不動產貸款占總放款比率



註：不動產貸款係購置住宅貸款、房屋修繕貸款與建築貸款合計。
資料來源：本行金融統計月報，本行自行計算

(二) 銀行信用資源過度流向不動產市場，不利金融穩定與經濟永續發展，日本資產泡沫破滅、美國次貸危機等國際經驗，足為殷鑑

1. 信用資源若過度集中不動產市場，將排擠生產事業實質投資所需之資金，不利經濟永續發展。

- (1) 張天惠等(2024)⁵指出，台灣房價大漲時，營建工程業的產出與總要素生產力(Total Factor Productivity, TFP) 未明顯上升，惟使全體與製造業之產出成長顯著下降，且製造業 TFP 成長率亦顯著下降；另就房價上漲的長期累積效果，房價上漲有助帶動營建工程業之產出、投資及就業人數長期上升，惟對製造業有排擠效果，致製造業之產出、投資，以及技術進步均有顯著且負向的長期影響。
- (2) Doerr (2020)⁶實證發現美國上市企業中，持有房地產占比較高之廠商生產力常低於同業平均。當房價上漲時，持有房地產占比較高者較易取得更多融資，部分生產力較高但房地產占比較低之廠商則受排擠，致整體產業生產力降低。

2. 國際實證研究顯示，銀行信用資源過度流向不動產市場，不利經濟金融穩定。

- (1) BIS 全球金融體系委員會(2022)⁷報告揭示，2020 年 Covid-19 肺炎疫情大流行期間，債務融資發揮支撐經濟的關鍵作用，惟隨民間非金融部門債務快速攀升，將不利金融穩定和經濟成長，尤其是實力較弱企業的高負債與蓬勃發展的房地產市場，以及民眾對政策補助的誤解，均可能因借款人低估未來風險而不利經濟金融穩定。
- (2) IMF(2011)⁸與近期國際研究⁹均指出，若信用快速成長係因金融機構放寬授信標準或資本(信用)配置不當，則景氣反轉時，總體經濟與金融表現欠佳的可能性較高。
- (3) IMF 研究人員 Corwe et al. (2013)跨國研究¹⁰顯示，在房價高漲時伴隨信用快速擴張的國家中，發生金融危機的機率高達 61%；且忽視房價高漲相關風險，發生金融危機的善後成本高昂。

⁵ 見張天惠、朱浩榜、陳南光(2024), 「房價上漲與資源誤置」, 台灣大學, 經濟論文叢刊, 52 卷 3 期 (2024/07)。

⁶ 見 Doerr, Sebastian (2020), "Housing Booms, Reallocation and Productivity," *BIS Working Papers*, No. 904, Nov.。

⁷ 見 Bank for International Settlements (2022). "Private Sector Debt and Financial Stability," *CGFS Papers*, No. 67, Dec.。

⁸ 見 IMF(2011), "Housing Finance and Financial Stability: Back to Basics?," *IMF Global Financial Stability Report*, Chapter 2, April。

⁹ 見 Braun, Matías & Marcet, Francisco & Raddatz, Claudio (2024), "The Good, the Bad, and the Not-so-ugly of Credit booms?: Capital Allocation and Financial constraints," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 161, Apr.。

¹⁰ 見 Crowe, C., Dell'Ariccia, G., Igan, D. and P. Rabanal (2013), "How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences," *Journal of Financial Stability*, Vol. 9, Issue 3, Sep.。

3. 國際間亦不乏因**不動產市場過熱引發金融危機及經濟衰退**之先例，例如**1990年代日本資產泡沫破滅事件**、**2007-2008年間美國次級房貸危機**，足為殷鑑。

(1) **1990年代日本資產泡沫破滅事件**(詳見附錄 1)；

① 日本資產泡沫形成及破滅之原因：

- ❶ 1985 年的廣場協議後，**日圓長期升值**致產業競爭力下滑，**企業資金**從實體經濟轉向**不動產市場**，加以**1986 至 1987 年日本央行(BoJ)**連續 5 次**調降政策利率**及政府持續對**不動產提供稅賦優惠**，造成資產價格高漲。
- ❷ 日本政府推動**金融自由化**，惟**未強化金融監理**，促使**金融機構過度授信與承擔風險**，助長資產價格泡沫。
- ❸ **民眾深信土地價格只漲不跌神話**，**市場預期過度樂觀**，並盲目跟風投資之**羊群效應**，致不動產投機交易趨增。
- ❹ 為抑制資產泡沫，**BoJ 自 1989 年 5 月起**採取較激進緊縮貨幣政策，**大幅調升政策利率**，導致**股票及不動產價格崩跌**，加以**大藏省於 1990 年 3 月採行金融機構不動產貸款總量限制**措施，資產泡沫終於 1990 年代初破滅。

② 日本資產泡沫破滅之影響：

1990 年代初起，隨日本**資產價格崩跌**，**銀行不良債權遽升**，**金融中介功能嚴重受損**，且因家計部門、廠商積極去槓桿化，**民間需求轉弱**，物價下跌，日本**陷入通貨緊縮困境**，導致**經濟成長長期停滯**。

③ 日本資產泡沫之啟示：

- ❶ **銀行缺乏風險意識**，導致**放款集中及過度融資**行為，助長資產泡沫之形成。
- ❷ **太遲且過猛之貨幣政策**對日本經濟留下許多後遺症。
- ❸ **非理性榮景不會永遠持續**，政府相關單位於資產價格過度上漲時，應適時回應，防範泡沫形成。

(2) 2007-2008 年間美國次級房貸危機(詳見附錄 2)：

①美國次級房貸危機發生之原因：

- ① 2000 年代網路泡沫破滅後初期，美國 Fed 採取極低利率政策，加以銀行及貸款機構推出還款初期負擔較低之房貸商品，並在貸款後證券化盛行下，放寬審核標準，致次級房貸市場大幅成長且放款品質大降。
- ② 次級房貸相關證券化商品結構複雜，惟對相關商品之風險管理技術趕不上金融創新腳步，加上金融機構過度操作槓桿及不當獎酬制度，致風險管理失效。
- ③ 信評機構向債券發行機構收取費用，明顯存在利益衝突，且其評價模型未能充分考慮次級房貸市場高風險性。
- ④ 金融監管未涵蓋影子銀行體系及未考量系統性風險，致次級房貸危機傳染影響美國整個金融體系。
- ⑤ 2004 年起，隨 Fed 調升利率，借還款付息壓力升高，加以 2006 年房價反轉下跌，次級房貸逾放比率明顯攀升，引發次級房貸危機。

②美國次級房貸危機之影響：

- ① 隨美國房市泡沫破滅，美國銀行業資產品質受創，導致金融中介功能弱化，信用緊縮，經濟衰退，並因全球金融化發展，迅速蔓延成全球金融危機，重創全球經濟。
- ② 為因應經濟嚴重衰退，全球各國多採行擴張性財政政策，財政赤字不斷擴大；主要經濟體則採行量化寬鬆 (Quantitative Easing, 簡稱 QE) 及負利率等非傳統貨幣政策，其負面效應影響全球金融穩定。

③美國次級房貸危機之啟示：

- ① 金融創新商品複雜及信用評等若不確實，易誤導投資行為。
- ② 金融監理機關過度相信金融自由化效益，且未及時因應調整。
- ③ 政府相關單位未於危機發生前積極著手改善金融體系，且未適時對問題金融機構挹注公共資金，致危機擴大。

4. 近年主要國家積極以多元政策工具(包括多種信用管制工具)，採行房市降溫措施¹¹，以抑制不動產相關授信快速成長，俾減緩房市風險，促進經濟金融穩定。

¹¹ 見 Bank for International Settlements (2023), “Macroprudential Policies to Mitigate Housing Market Risks,” *BIS CGFS Papers*, No. 63, Dec. , 以及 European Systemic Risk Board 之歐洲國家總體審慎措施。

(三) 為防患未然，實有必要進一步就當前國內不動產貸款集中度居高情形進行改善；本年 8 月中旬本行分別邀請 34 家本國銀行來行座談，籲請各銀行自主管理不動產貸款總量

1. 近年全體銀行不動產貸款占總放款比率走升，主要反映銀行信用資源配置向不動產相關部門傾斜，即不動產貸款(集中度公式的分子)增加的幅度，遠高於總放款增加(集中度公式的分母)的幅度。

就本年 8 月底與 2018 年底全體銀行放款比較，此期間不動產貸款餘額增加 59.6%，遠高於總放款餘額增加 47.5% 及其他放款(即總放款扣除不動產貸款)餘額增加 41.1%，致不動產貸款集中度增加 2.8 個百分點至本年年 8 月底之 37.5%(表 1)。

— 進一步就全體銀行不動產貸款餘額主要項目觀察，其中，本年 8 月底購置住宅貸款餘額較 2018 年底成長 54.1%，建築貸款餘額更大幅成長 86.2%。

表 1 2024 年 8 月底全體銀行相較 2018 年底之貸款變動

	全體銀行			
	2018年底	2024年8月底	2024年8月底較2018年底	
	(A)	(B)	變動額 (B - A)	變動率(%)
1.不動產貸款占總放款比率(%) (不動產貸款集中度)	34.7%	37.5%	2.8 個百分點	
2.總放款餘額(億元)	257,554	379,933	122,379	47.5%
3.不動產貸款餘額(億元)	89,273	142,450	53,177	59.6%
(1)購置住宅貸款餘額(億元)	69,774	107,488	37,714	54.1%
(2)建築貸款餘額(億元)	18,581	34,596	16,015	86.2%
4.總放款扣除不動產貸款(億元)	168,281	237,483	69,202	41.1%

資料來源：本行金融統計月報，本行自行計算

2. 就個別銀行觀察，2018 年底至本年 8 月底期間，部分銀行不論其不動產貸款集中度高於或低於全體銀行，均呈現信用資源大幅向不動產相關部門傾斜現象(以表 2 之 A、B、C 銀行為例)；另若干銀行儘管當前不動產貸款集中度仍遠低於全體銀行平均，但因本身放款規模大，致對全體銀行平均貸款集中度貢獻高¹²(以表 2 之 C 銀行為例)。
- (1)以 A 銀行為例，本年 8 月底不動產貸款占總放款比率為 40.0%，高於全體銀行平均之 37.5%，且較 2018 年底大增 11.3 個百分點，主因新青安貸款撥貸金額激增，推升購置住宅貸款增速；此期間不動產貸款餘額增加 80.2%(其中購置住宅貸款增加 89.1%)，遠高於總放款餘額之增幅 29.5%及其他放款之 9.0%。
- (2)以 B 銀行為例，自 2018 年底至本年 8 月底期間，雖總放款餘額之增幅 84.6%及其他放款之 87.8%，均高於不動產貸款餘額增幅 80.9%(其中購置住宅貸款與建築貸款分別增加 71.3%及 133.4%)，惟不動產貸款集中度僅減少 0.9 個百分點，本年 8 月底不動產貸款占總放款比率仍高達 44.7%，遠高於全體銀行平均之 37.5%。
- (3)以 C 銀行為例，本年 8 月底不動產貸款占總放款比率升為 34.2%，雖低於全體銀行平均之 37.5%，惟仍較 2018 年底增加 6.7 個百分點，主因建築貸款與購置住宅貸款均大增；此期間不動產貸款餘額增幅 83.1%(其中購置住宅貸款與建築貸款分別增加 76.9%及 127.7%)，遠高於總放款餘額之增幅 47.2%及其他放款之 33.5%。

表 2 2024 年 8 月底個別銀行相較 2018 年底之貸款變動

	A 銀行				B 銀行				C 銀行			
	2018年底	2024年8月底	2024年8月底較2018年底		2018年底	2024年8月底	2024年8月底較2018年底		2018年底	2024年8月底	2024年8月底較2018年底	
	(A)	(B)	變動額 (B - A)	變動率 (%)	(A)	(B)	變動額 (B - A)	變動率 (%)	(A)	(B)	變動額 (B - A)	變動率 (%)
1.不動產貸款占總放款比率(%) (不動產貸款集中度)	28.7%	40.0%	11.3 個百分點		45.6%	44.7%	-0.9 個百分點		27.5%	34.2%	6.7 個百分點	
2.總放款餘額(億元)	23,988	31,053	7,065	29.5%	10,514	19,412	8,898	84.6%	11,623	17,106	5,483	47.2%
3.不動產貸款餘額(億元)	6,888	12,410	5,522	80.2%	4,798	8,679	3,880	80.9%	3,200	5,858	2,658	83.1%
(1)購置住宅貸款餘額(億元)	5,600	10,592	4,991	89.1%	4,116	7,052	2,937	71.3%	2,594	4,589	1,995	76.9%
(2)建築貸款餘額(億元)	1,227	1,808	581	47.3%	676	1,578	902	133.4%	553	1,258	706	127.7%
4.總放款扣除不動產貸款(億元)	17,100	18,643	1,543	9.0%	5,716	10,733	5,017	87.8%	8,423	11,248	2,825	33.5%

資料來源：個別銀行資料為本行內部資料，本行自行計算

¹² 全體銀行不動產貸款集中度 = 全體銀行不動產貸款/全體銀行總放款 = (a 銀行不動產貸款 ...+z 銀行不動產貸款)/全體銀行總放款
= (a 銀行不動產貸款/a 銀行總放款) × (a 銀行總放款/全體銀行總放款) + ... + (z 銀行不動產貸款/z 銀行總放款) × (z 銀行總放款/全體銀行總放款)
= a 銀行不動產貸款集中度 × (a 銀行總放款/全體銀行總放款) + ... + z 銀行不動產貸款集中度 × (z 銀行總放款/全體銀行總放款)
= a 銀行貢獻度 + ... + z 銀行貢獻度。 由前述公式可知，a 銀行對全體銀行平均不動產貸款集中度的貢獻度，來自(1)a 銀行不動產貸款集中度及(2)a 銀行放款占全體銀行放款比重；當 a 銀行放款規模越大，貢獻度也會越高。

3. 為避免信用資源過度流向不動產市場，本行**廣續實施選擇性信用管制**，並於**本年 8 月 12 日至 21 日間分別邀請 34 家銀行與信用合作社聯合社**座談，**籲請其自主管理不動產貸款總量**。

前述本行**道德勸說有別於選擇性信用管制措施**(如表 3)，具有下列特色：

- (1) **由銀行自提改善方案，具彈性**：本行考量各銀行**資產規模、營運特性有所不同**，並維持**市場競爭公平性**，請銀行在不影響**無自用住宅民眾購屋**等所需資金之前提下，**依據其自身經營情況**，於本年 9 月 6 日前**研提自主管理**之不動產貸款具體**量化改善方案**。
- (2) **銀行可在 1 年內漸進調整，有緩衝**：本項措施由銀行在本年第 4 季至明(2025)年第 4 季**漸進調整相關貸款總量**，不會影響目前**已與銀行簽約、核貸者權益**。

表 3 本行選擇性信用管制措施與近期不動產貸款總量之道德勸說措施

	選擇性信用管制措施	近期不動產貸款總量之道德勸說措施
政策工具	由本行訂定明文規範 「中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定」	行政指導
管理特色	本行對全體銀行為一致性之授信限制措施	由銀行依其資產、營運特性等自主管理
管理方式	針對 特定不動產貸款 ，設定 差別成數上限、不得有寬限期等授信規範	在 不影響無自用住宅民眾購屋 ，以及業者推動都市更新、危老重建、社會住宅等 配合政府政策 相關用途，及 企業購建自用廠辦 等所需之資金前提下， 由銀行自行調整控管不動產貸款總量
影響時效	規範公布後翌日生效	於 1 年內漸進調整

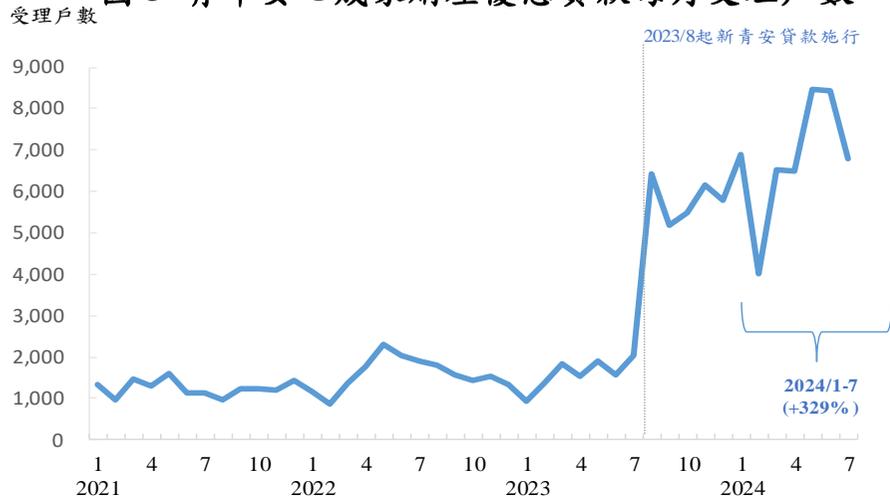
資料來源：本行自行整理

(四)相關部會高度關注本年以來民眾申請房貸困難問題，積極澄清民眾疑慮及提供無自用住宅民眾必要協助

1. 年初以來出現民眾申請房貸困難情形，引發申貸民眾不安與各界關心。

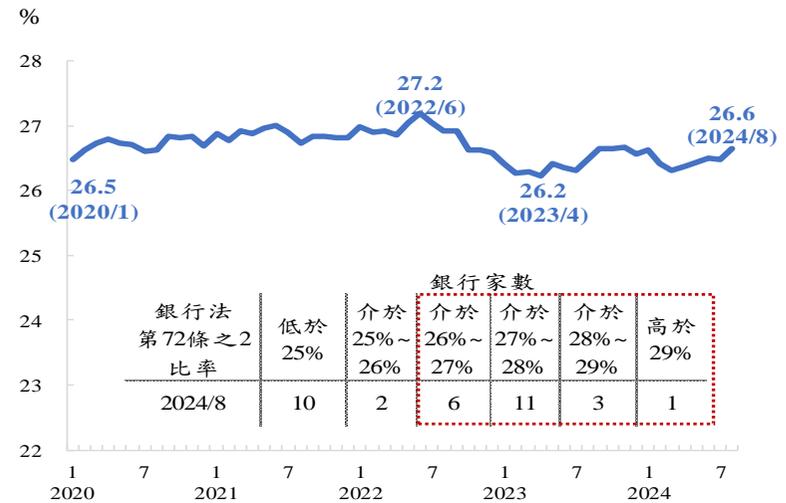
(1) 本年以來，隨房市交易升溫及大量新屋完工交屋，銀行受理房貸案件顯著擴增(例如，1至7月青安貸款受理戶數年增329%，圖5)，待審理、撥款案件激增，加以部分銀行接近「銀行法」第72條之2規範上限(圖6，以本年8月底為例，33家本國銀行(不含土銀、農業金庫、中國輸銀、樂天國際商銀、連線商銀與花旗(台灣)商銀)，即有21家銀行之銀行法第72條之2比率超過26%)或銀行內訂警戒值¹³而自行控管貸款額度，致出現核貸期間拉長、撥款時間延後、暫停收件或銀行以價制量等情形；當時部分媒體即稱之為「限貸令」。

圖5 青年安心成家購屋優惠貸款每月受理戶數



資料來源：財政部國庫署

圖6 本國銀行銀行法第72條之2比率



註：本圖計算本國銀行銀行法第72條之2比率家數不含土銀、農業金庫、中國輸銀、樂天國際商銀、連線商銀與花旗(台灣)商銀；最新資料至本年8月底。

資料來源：金管會單一申報窗口資料自行計算

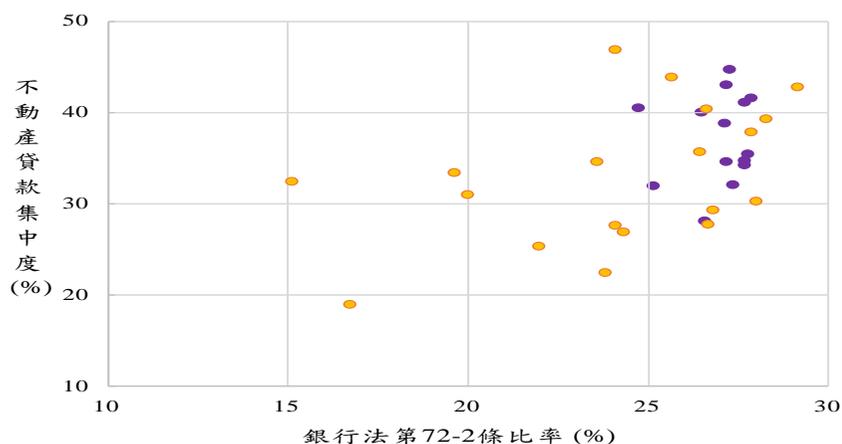
¹³ 「銀行法」第72條之2規範上限為商業銀行辦理住宅建築及企業建築放款之總額，不得超過放款時所收存款總餘額及金融債券發售額之和之30%。另銀行多以28%~28.5%作為內部警戒值。

— 進一步就不動產貸款集中度與銀行法第 72 條之 2 比率觀察，以本年 8 月底為例，**不動產貸款集中度貢獻度(或不動產貸款規模)的前 15 大銀行**中，即有 **13 家的銀行法第 72 條之 2 比率超過 26%**(圖 7、圖 8)；此顯示係因**承做房貸的主要大型銀行多「同時」接近銀行法規上限**或銀行內部訂警戒值而自行控管貸款額度，**以致待審理、撥款案件激增**。至於其他**中小型銀行**則因可承做房貸的**量能相對有限**，亦無法完全承接原欲向大型銀行申請的房貸案件。

(2) 部分民眾因憂心無法順利取得貸款資金，恐面臨購屋買賣違約交屋損失，致**陳情案件增加**，**引起各界重視**。

2. 為協助民眾申請房貸困難事宜，**本行、金管會及財政部提供民眾必要協助**¹⁴，俾消弭申貸民眾不安。

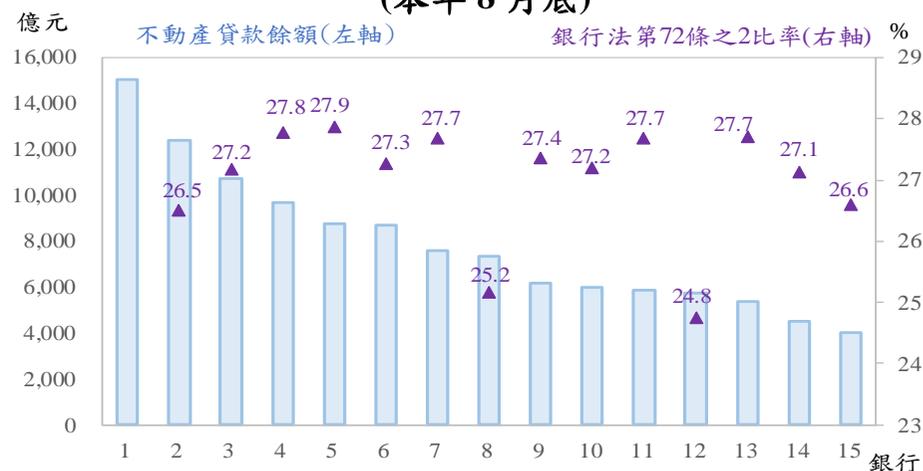
圖 7 本國銀行之不動產貸款占總放款比率與銀行法第 72 條之 2 比率 (本年 8 月底)



註：圖中圓點表示 33 家本國銀行(不含土銀、農業金庫、中國輸銀、樂天國際商銀、連線商銀與花旗(台灣)商銀)本年 8 月底之不動產貸款集中度與銀行法第 72 條之 2 比率；其中紫色圓點表示本年 8 月底不動產貸款集中度貢獻度前 15 大銀行(不含土銀)。

資料來源：依本行金融統計與金管會單一申報窗口資料自行計算

圖 8 前 15 大本國銀行不動產貸款餘額及銀行法第 72 條之 2 比率 (本年 8 月底)



註：1. 本圖依本年 8 月底不動產貸款餘額前 15 大銀行由大至小排列；因土銀為不動產貸款的專業銀行，不受銀行法第 72 條之 2 規範限制，未列示其比率。

2. 不動產貸款餘額前 15 大銀行(含土銀)合計占全體銀行不動產貸款餘額之 83%。

資料來源：本行內部資料、金管會單一申報窗口資料自行計算

¹⁴ 本行兩度發布新聞稿澄清外界誤解，並於本年 9 月初邀集不動產貸款集中度及銀行法第 72 條之 2 比率較高之銀行座談，敦促其妥善處理房貸客訴問題；另設置專線處理無自用住宅民眾購屋貸款陳情案件。金管會要求銀行建立住宅貸款流量留控機制，並請銀行公會建立「銀行有無房貸額度平台」；經查本年 9 月 13 日銀行公會「銀行購置住宅貸款資訊彙總表」，各銀行均有辦理購置住宅貸款額度。財政部亦督促八大公股銀行建立自用住宅貸款留控機制。

(五) 結語：本行賡續督促金融機構兼顧無自用住宅民眾購屋需求，並合理配置信用資源，避免過度流向不動產市場，助長炒房、炒地，俾促進金融穩定與經濟永續發展

1. 鑑於日本、美國有不動產市場過熱引發金融危機及經濟衰退之先例，尤其該等國家之銀行缺乏風險意識，導致放款集中及過度融資行為，以及非理性榮景不會永遠持續，政府相關單位應適時回應等經驗，我國宜引以為鑑。
2. 針對我國銀行業不動產貸款集中度居高情形，實有必要進一步採行改善措施，為防患未然，本行於8月中旬籲請銀行自主管理不動產貸款總量之道德勸說措施；此係屬行政院「健全房地產市場方案」之一環，與本行選擇性信用管制措施，以及「銀行法」第72條之2規定，均用以避免信用資源過度流向不動產市場。
3. 本行此次道德勸說措施與行政院逐步建立健康有序的不動產市場，讓社會安定的四原則(要維護金融體質的安全；民眾自住首購及已承諾的貸款要優先；行庫必須自主調整貸款結構；新青安貸款需要審慎核定及嚴格管理)一致¹⁵。
4. 近期本行、金管會與財政部通力合作，督促銀行在授信風險可控下，將有限信用資源優先提供無自用住宅民眾與已核貸尚未撥貸者所需資金，並讓貸款人清楚了解銀行核貸程序與撥款時程，將有助化解民眾疑慮。
5. 本年初以來，因房市交易熱絡，致部分銀行受理房貸案件量多，或承做不動產放款已接近「銀行法」第72條之2規範上限或銀行內訂警戒值而自行控管不動產貸款，使民眾以往過於容易取得房貸之現象不復存在。當前全體銀行放款向不動產部門傾斜情勢嚴峻，將需自主逐步調整不動產貸款總量；本行呼籲民眾未來申請房貸時，須注意銀行優先提供無自用住宅民眾購屋貸款之原則，及趨於審慎之核貸態度。
6. 未來本行將審視各銀行研提之不動產貸款具體量化改善方案，並透過實地查核，督促其落實執行；近期各銀行提出之自主管理具體改善方案，均優先確保無自用住宅及銀行已承諾貸款案件之民眾需求，妥善調配信用資源。本行將定期審視各銀行改善成效，並透過實地查核，督促銀行落實執行改善方案，以兼顧民眾購屋自住與企業自用廠辦等實際融資需求與信用資源合理配置，俾落實本行促進金融穩定與健全銀行業務，並協助經濟發展之法定經營目標。

¹⁵ 詳本年9月5日行政院新聞稿「卓揆提四原則 積極維護金融市場安全穩定 建立健康有序的不動產市場」。

附錄 1：1990 年代日本資產泡沫破滅事件之回顧

(一) 日本資產泡沫形成及破滅之原因

1. 日圓長期升值致產業競爭力下滑及空洞化，企業資金從實體經濟轉向投機性較高之不動產市場

(1) 1980 年代初期，日本逐步解除金融管制，同時致力於資本移動之自由化，加以 1985 年的廣場協議¹⁶後，日圓大幅升值(附圖 1-1)，迫使產業外移，技術及人才外流，致產業競爭力下滑及空洞化。

(2) 日圓升值亦使出口導向之製造業利潤大幅下降，企業為提高獲利，將資金從實體經濟轉向投資報酬率及投機性均較高之不動產市場，推升不動產價格。

2. 不當貨幣政策及財政政策造成資產價格大幅上漲

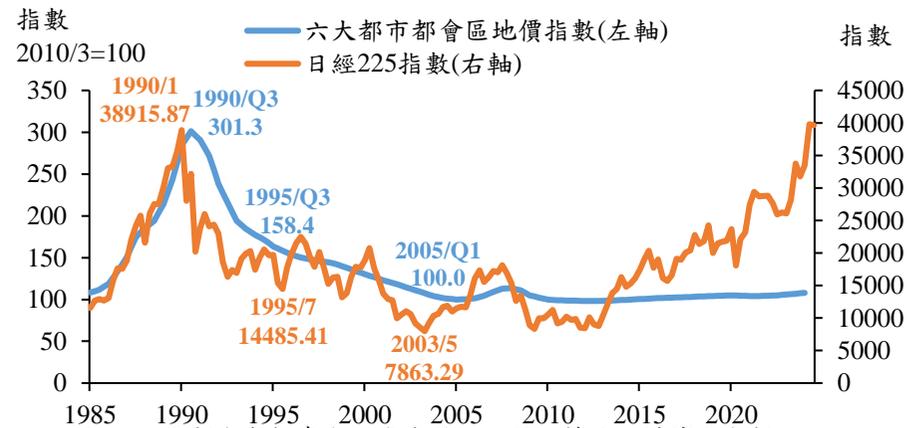
(1) 1986 至 1987 年日本央行(BoJ)為協助出口產業及緩和日圓升值之不利影響，連續 5 次降息將重貼現率自 5.0% 大幅調降至 2.5%，市場資金過剩且取得成本低，加劇股票及不動產價格漲速(附圖 1-2)。

附圖 1-1 日圓兌美元匯率



資料來源：LSEG Datastream、BoJ

附圖 1-2 日本資產價格



註：六大都市包括東京、名古屋、大阪、神戶、橫濱及京都。

資料來源：LSEG Datastream

¹⁶ 1985 年 9 月 22 日，美國、日本、西德、法國及英國等 5 國集團(G5)的財金首長，於美國紐約市曼哈頓中心的廣場飯店(Plaza Hotel)舉行會談，並簽署「廣場協議」；此協議旨在藉由各國對於外匯市場的聯合干預，促使匯率波動更能反映各國經濟基本面的變化，亦即貿易順差國(如西德、日本)的貨幣升值，貿易逆差國(美國)的貨幣貶值，從而引導美元對主要通貨的匯價貶值。

(2) **股市及不動產價格上漲**，引發**通膨率**明顯**攀升**，惟 BoJ 在**大藏省**(財務省前身)希望其維持低利率以擴大內需之**壓力**下，**未採取緊縮性措施**，致**資產價格繼續飆漲**。

(3) 1980 年代日本政府為促進經濟發展，擴大公共投資，且投資項目多集中於建設地方基礎設施，除帶動地方政府及企業對土地需求大增外，政府亦**持續對土地及不動產提供稅賦優惠**，降低土地及購屋成本，激勵不動產開發及交易成長，亦為推升不動產價格上揚的因素之一。

3. 日本政府推動金融自由化，惟未強化金融監理，促使金融機構過度授信與承擔風險，助長資產泡沫

(1) 1980 年代日本政府大力推動金融自由化，惟在逐步解除金融管制之同時，並未配合強化金融監理機制，銀行業面臨激烈競爭，為追求高額利潤，將不動產貸款作為最佳貸款項目，無節制擴大貸款規模，導致資金大量流入不動產，帶動資產價格不斷上揚(附圖 1-2)。

(2) 長期以來金融機構相信政府會在危機發生時提供援助，形成「**銀行不倒神話**」之印象，導致輕忽風險而大量承作不動產相關貸款，其中**許多信用資源更被用以支持投機性商業不動產交易**。

4. 民眾相信「**土地神話**」及盲目跟風之**羊群效應**，使不動產市場出現**泡沫化現象**

(1) 日本戰後城市化發展快速，加上國土面積狹小，土地被認為是最可靠財富，形成**土地價格只漲不跌之神話**。銀行及其他金融機構大力擴展土地融資業務，信用市場因而出現過度擴張情形。

(2) 不動產價格持續上漲促使市場預期過度樂觀，降低投資者之風險意識，加以**盲目跟風投資之羊群效應**，使**投機交易趨增**，**最終導致不動產市場出現非理性榮景**(irrational exuberance)及**泡沫化現象**。

5. 1989 年 5 月起 BoJ 及大藏省採行一系列緊縮政策，資產泡沫開始破滅

為抑制資產泡沫，BoJ 自 1989 年 5 月起採取較激進之緊縮貨幣政策，於 18 個月內大幅調升重貼現率 3.5 個百分點，導致股票及不動產價格大幅崩跌(附圖 1-2)，加上**大藏省**亦於 1990 年 3 月採行**金融機構不動產貸款總量限制措施**¹⁷，導致不動產及股票價格反轉下跌(附圖 1-2)，資產泡沫終於 1990 年代初破滅。

¹⁷ 大藏省銀行局於 1990 年 3 月為抑制泡沫經濟導致的異常地價高漲及土地投機，向都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、在日外國銀行、信用金庫以及人壽保險公司及產物保險公司等金融機構發布總量管制的通告，內容包括：(1) **對不動產之融資成長率抑制在低於總貸款成長率的水準**；(2) 要求報告對**不動產業、建設業及非銀行金融機構之融資狀況**，並對違反規定的金融機構進行**糾正指導**。

(二) 日本資產泡沫破滅之影響

1. 資產價格崩跌，銀行不良債權遽升，金融中介功能嚴重受損

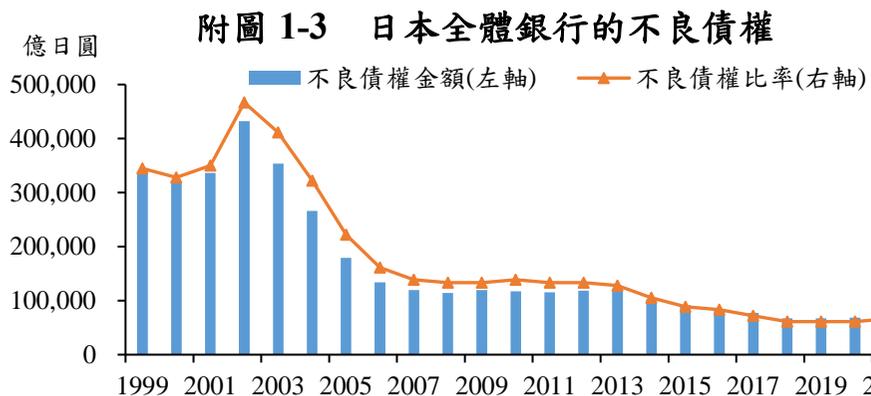
(1) 1990 年代初起，日本**不動產價格隨股價同步下跌**(附圖 1-2)，在 1990 至 2004 年間不動產及股票**財富大抵減少 1,500 兆日圓**，約等於日本 3 年的 **GDP**¹⁸。

(2) 日本銀行業因握有大量上市公司股票及不動產融資，**資產價格大幅下跌，加上不良債權遽升**(附圖 1-3)，致其**財務明顯惡化**，削弱銀行業放款能力與意願，致**金融中介功能嚴重受損**¹⁹。

2. 家計部門、廠商積極去槓桿化，民間需求轉弱，物價下跌，日本陷入通貨緊縮困境

(1) **家計部門及企業**因資產價格崩跌引發嚴重之**資產負債表惡化**，積極償還債務以減輕負擔，且**不敢擴大舉債來消費、投資**，民間需求明顯轉弱。

(2) 由於有效需求不足及生產低落，日本**核心消費者物價指數**(core CPI)年增率自 **1998 年起開始轉呈負數**(附圖 1-4)。在通膨率及預期未來通膨率持續下降，實質利率走高下，進而再削弱民間支出，導致民間需求進一步下滑，日本因而陷入**通貨緊縮惡性循環**(deflationary spiral)，導致**經濟成長長期停滯**。



資料來源：日本金融廳



註：日本核心 CPI 係扣除生鮮食品之消費者物價指數。

資料來源：LSEG Datastream

¹⁸ 比較泡沫經濟時期的最高點與破滅後的最低點，日經股價指數下挫約 73%，商用不動產價格下挫約 87%；參見 Koo, Richard C. (2006), *Japan Is Back*, Nomura Research Institute, July。

¹⁹ 日本銀行業不良債權自 1990 年代中大幅攀升至 2002 年初之 26.78 兆日圓或 8.4% 高峰；參見 Koo, Richard C. (2006), *Japan Is Back*, Nomura Research Institute, July。

(三) 日本資產泡沫破滅事件之啟示

1. 銀行缺乏風險意識，導致放款集中及過度融資行為

日本 1980 年代實施**金融自由化政策**，**銀行業**面臨**激烈競爭**，由於當時不動產價格飆升，部分投資客或投機客利用銀行貸款積極進行槓桿操作，銀行亦為**追求高額利潤**將不動產貸款當作最佳放款項目，導致**放款集中於不動產市場**，形成**放款集中及過度融資**行為，助長資產泡沫之形成。

2. 主管機關不作為或不當政策，延宕問題解決時機

日本**金融監理制度**造成**銀行不倒神話**之印象，且**政府**在處理資產價格膨脹過程中**毫無作為**，隨後因應資產泡沫之緊縮性政策又太強烈，以致於**太遲且過猛之貨幣政策**對日本經濟留下許多後遺症。

3. 非理性榮景不會永遠持續，政府相關單位於資產價格過度上漲時，應適時回應，防範泡沫形成

資產泡沫破裂所造成之傷害遠超過資產泡沫膨脹所帶來的經濟利益。資產泡沫膨脹的非理性榮景不會永遠持續，政府相關單位**應防範資產泡沫形成**，若有資產價格過度上漲疑慮，**宜採取具針對性之審慎政策**(prudential policy)²⁰或**透過稅賦手段**²¹，適時回應並**防患於未然**。

²⁰ 房貸成數即為針對性之審慎政策，可供因應房市泡沫，其效果不同於一般性貨幣政策工具(如調升利率)之未能有效針對問題本身，且有影響範圍過大之疑慮；ECB 前總裁 Jean-Claude Trichet 曾形容，以貨幣政策工具因應資產價格泡沫，好比以大刀進行需精密儀器的外科手術，其結果可能是無法將毒瘤清除乾淨，反倒誤傷重要的神經；參見 Trichet, Jean-Claude (2005), “Asset Price Bubbles and Monetary Policy,” Speech at Singapore, June. 8。

²¹ 前 BoE 貨幣政策委員 Adam Posen 於 2009 年 12 月 1 日表示，對於房市泡沫問題，決策者除了針對金融體系制定審慎政策外，應尋求其他專門處理房市泡沫的稅賦工具，如房屋產權費、資本利得稅、印花稅及交易稅等稅賦手段，跨過銀行體系，直接解決房地產市場的問題；參見 Posen, Adam S. (2009), “Finding the Right Tool for Dealing with Asset Price Booms,” Speech to the MPR Monetary Policy and the Markets Conference, London, Dec. 1。

附錄 2：2007-2008 年間美國次級房貸危機之回顧²²

(一) 美國次級房貸危機發生之原因

1. 低利率及貸款後證券化盛行，帶動次級房貸市場快速成長，亦使放款品質下降

(1) 2000 年代網路泡沫破滅後，美國 Fed 採取極低利率政策以刺激經濟成長，由於借貸成本降低，促使大量資金流入房地產市場，導致房地產價格不斷攀升。

(2) 隨房價持續走升，銀行及貸款機構為擴充業務，推出**還款初期負擔較低之房貸商品**，加以**核貸條件過於寬鬆**，吸引信用較差之借款人取得貸款，**帶動次級房貸²³業務快速成長**(附圖 2-1)。

(3) 在**貸款後證券化盛行**下，貸款機構之獲利係建立在房貸承作量而非房貸品質，導致銀行**放寬審核標準以擴增承作量**，進一步使次級房貸市場大幅成長且**放款品質大降**。

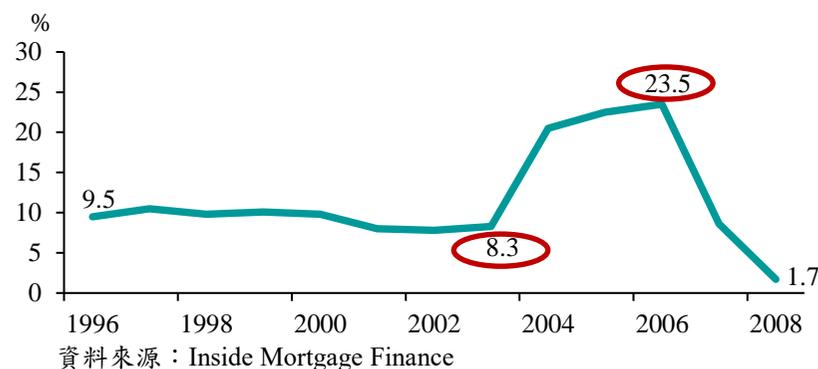
2. 風險管理技術趕不上金融創新腳步，加上金融機構過度操作槓桿及不當獎酬制度，致風險管理失效

(1) 次級房貸相關**證券化商品結構複雜且缺乏歷史資料**，致風

險評估模型未經市場驗證，且該等模型多建立在金融穩定且市場流動性充分之假設上，一旦金融不穩定或流動性枯竭，該等風險管理即完全失靈。

(2) 許多金融機構為追求短期利潤，積極利用證券化商品進行**高槓桿操作**，加上不當之**薪酬獎勵機制**，以及「**大到不**

附圖 2-1 美國次級房貸占整體房貸市場之比重



²² 參見中央銀行(2016)，「以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效」，央行理監事會後記者會參考資料，6月30日；Gorton, G. B. (2008). "The Panic of 2007," *NBER Working Paper No. 14358*；Mian, A. and A. Sufi (2009), "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis," *Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449-1496 等。

²³ 金融機構對信用評等較低、還款能力較弱之借款人提供次級房貸(subprime mortgage)，其利率較一般抵押貸款為高。以美國實務而言，subprime 泛指借款人之信用評等(FICO)分數在 620 分以下者。

能倒」(Too Big to Fail)引發之道德風險，均導致金融機構風險管理失效。

(3)次級房貸證券化過程存有資訊不對稱及代理問題²⁴，導致投資人(包括金融機構)無法掌握真正風險，且許多**金融機構未整合管理次級房貸**相關之多項**風險**²⁵，不瞭解次級房貸暴險已有高度集中情形，導致危機發生後一連串損失陸續浮現。

3. 信評機構存有利益衝突及模型偏誤

(1)信評機構向債券發行機構收取費用，明顯存在**利益衝突**。於業績考量下，信評機構可能**放寬評等標準**，促使許多高風險之次級房貸商品被評為投資等級，吸引大量投資者購買。

(2)信評機構使用之評價模型**未充分考慮次級房貸市場具高風險性**，且因無法完全掌握背後資產池之資訊，難以有效確知證券化商品內在風險，導致模型偏誤，低估潛在風險。

(3)投資者、監理機關及其他市場參與者過度依賴信評機構之評等結果，缺乏對金融商品之獨立風險評估能力。

4. 在金融自由化及全球化趨勢下，增加金融監理困難度，且未涵蓋影子銀行體系及未考量系統性風險

(1)1999年11月美國國會通過**金融服務現代化法**(Financial Modernization Act)²⁶，廢除美國商業銀行與投資銀行間之藩籬，並助長**金融自由化**之風潮，無形中**鼓勵從業人員金融創新**，也急遽改變金融機構之風險樣貌，增加金融監理之困難度。

(2)結構型投資工具(structured investment vehicles, SIVs)及對沖基金等**影子金融機構**在次級房貸證券化市場中扮演重要角色，惟**未納入金融監理範圍**，出現監理套利情形，且**監理機關未能察覺其帶來之系統性風險**，導致次級房貸危機傳染影響美國整個金融體系，並在**金融全球化**下，擴散演變成全球金融危機。

美國**歐巴馬**總統將次貸危機的發生，歸因於金融**監理不當**、**人性貪婪**與**金融商品複雜**。

“Inadequate regulations, coupled with a vast culture of greed and an explosion of complicated financial instruments, induced excess risk taking and helped trigger the economic crisis.”²⁷

²⁴ 資訊不對稱及代理問題，係指證券化機構可能無法了解背後實際資產之資訊及風險，資產管理人出售證券化商品時，亦未善盡代理人角色告知投資人相關風險。

²⁵ 多項風險包括投資證券化商品、對證券化商品提供流動性額度、交易對手風險等等。

²⁶ 金融服務現代化法又稱 Gramm-Leach-Bliley 法，由參議員 Phil Gramm、眾議員 Jim Leach 及眾議院商務委員會主席 Thomas J. Bliley 提出。

²⁷ 引自 2009 年 6 月 18 日「華爾街日報」報導。

(二)美國次級房貸危機之影響

1. 美國銀行業資產品質受創，導致金融中介功能弱化及信用緊縮，造成經濟衰退

(1) 2004年起隨Fed調升利率，借款人還款付息壓力升高，加以2006年房價反轉下跌，借款人不易取得再融資，最後導致違約，次級房貸逾放比率明顯攀升(附圖 2-2)，大型金融機構承受鉅額損失，甚或瀕臨破產²⁸，導致金融中介功能弱化、信用緊縮，進而造成經濟衰退。

(2) 次級房貸危機致美國全民付出達 14 兆美元 GDP 流失之代價²⁹，且失業率大幅攀升，2009 年 10 月高達 10%。

2. 在金融全球化下，美國次級房貸危機迅速蔓延成全球金融危機，重創全球經濟

(1) 全球金融整合及金融自由化快速發展，帶來高度的金融全球化，致全球金融體系緊密連結，亦擴大資產價格及匯率波動之外溢效應，並使各國間經濟金融問題互相蔓延。

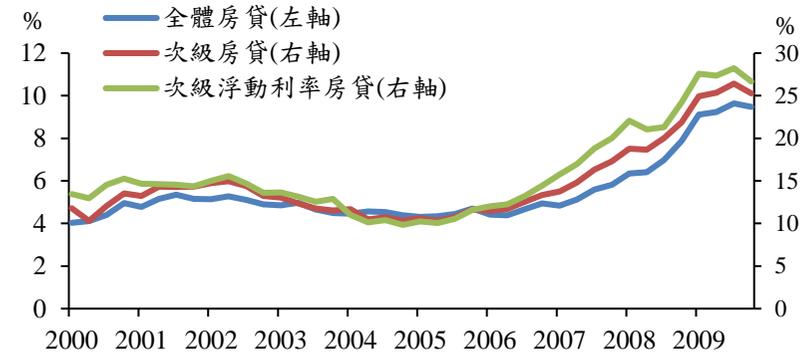
(2) 美國次級房貸危機藉由金融全球化的傳導，迅速蔓延成全球金融危機，進而重創全球經濟。

3. 擴張性財政政策及非傳統貨幣政策之負面效應影響全球金融穩定

(1) 全球各國為因應經濟嚴重衰退多採行擴張性財政政策，財政赤字不斷擴大，加以國際金融市場動盪，金融機構蒙受鉅額損失，成為 2010 年歐洲債務危機的導火線之一。

(2) 2008~2009 年主要經濟體為提振景氣，不斷擴大寬鬆貨幣政策，甚至採行量化寬鬆及負利率等非傳統性貨幣政策，對其他國家造成嚴重之負面外溢效應³⁰，影響全球金融穩定。

附圖 2-2 美國房貸逾放比率



註：全體房貸包含一般房貸及次級房貸，次級房貸則包含浮動利率及固定利率者。

資料來源：US Mortgage Bankers Association、LSEG Datastream

²⁸ 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟公司宣布破產，房地美(Freddie Mac)與房利美(Fannie Mae)、AIG 及 Citigroup 等則接受政府注資援助，免於破產。

²⁹ 參見 Luttrell, David et al. (2013), "Assessing the Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis and Its Aftermath," *Dallas Fed Economic Letter*, Sep.。

³⁰ 如擴大金融波動幅度、財富重新分配，以及大量資金移動干擾新興市場經濟體的金融穩定等；參見中央銀行(2014)，「美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 18 日。

(三)美國次級房貸危機之啟示

1. 金融創新及信用評等不確實誤導投資行為

美國金融創新**商品複雜**，且信評機構之**信用評等有欠嚴謹**，加以證券化過程存在**資訊不對稱**，易**誤導投資人做出不正確之投資行為**³¹。

2. 過度相信金融自由化之效益，且金融監理機關未能及時因應調整

2005年美國聯準會(Fed)前主席 Ben Bernanke 曾於國會聽證會表示，美國房市並無泡沫化問題。力主金融自由化的 Fed 前主席 Alan Greenspan 與前財政部長 Robert Rubin、Lawrence Summers 均曾於美國金融危機調查委員會聽證會，直接或間接坦承當年誤信金融自由化的效益，金融監管未能及時因應調整。

3. 美國政府相關單位未於危機發生前積極著手改善金融體系，並適時對問題金融機構挹注公共資金

2008年9月中旬，雷曼兄弟財務狀況惡化十分嚴峻，惟**美國政府**以不願浪費納稅人所得為由**拒絕援助雷曼兄弟**，遲至其倒閉並引發金融市場動盪後，**反而金援**瀕臨倒閉之 **AIG**，使民眾**難以理解政府處理金融危機之政策方向與原則**，**加深市場不確定性**，致金融危機擴大。

4. 國際間咸認央行處理不動產問題，宜採總體審慎政策(例如選擇性信用管理)

(1)鑑於金融循環與經濟循環不同，決策當局應採行不同政策因應³²，以**總體經濟政策(如貨幣政策之利率工具)**，處理**經濟循環**的問題；以具**針對性的總體審慎政策(如選擇性信用管理)**因應**金融循環**問題，**抑制特定的金融風險(如特定地區房價高漲現象)**，維護金融穩定。

(2)全球金融危機後，國際間**採行**針對性審慎措施**漸增**，且**多用以處理房價問題**³³；其中，以**租稅**工具抑制房市交易與房價漲幅之**成效較佳**³⁴。

³¹ 如投資銀行透過房貸證券化及金融創新包裝手法，擴展房貸相關業務，惟部分 AAA 級不動產貸款抵押證券(Mortgage Backed Securities, MBS)之資產品質堪憂。

³² 引自 ECB 前副總裁 Vítor Constâncio 演講辭。Constâncio, Vítor (2016), "Principles of Macroprudential Policy," Speech at the ECB-IMF Conference on Macroprudential Policy, Frankfurt am Main, Apr. 26。

³³ IMF 於 2013 年至 2014 年間對會員國進行 Global Macroprudential Policies Survey，並於 2015 年 3 月首次公布調查結果。歐洲系統性風險委員會(European Systemic Risk Board, ESRB)於 2016 年 5 月發布之 2015 年 EU 會員國實施總體審慎政策檢討報告，亦顯示 EU 國家多以總體審慎政策處理房價問題。

³⁴ MAS (2015), "Box R: Macroprudential Policies to Address Systemic Risks in the Housing Market," *Financial Stability Review*, Nov.。

四、本行貨幣政策相關議題之說明

議題一：本行妥善管理銀行體系流動性之說明

有論者指出，長期以來，本行於外匯市場買匯，使外匯存底快速累積，但本行未積極沖銷本行外匯市場買匯所釋出的資金，使得國內準備貨幣隨外匯存底的累積而猛增；本行買匯太多、沖銷不足，或國內銀行信用擴充太快，使國內貨幣供給過多；當前股價與房價高漲，應慎防可能潛藏的資產價格泡沫危機。

針對論者的疑問，說明如下：本行運用各項操作工具，持續沖銷銀行體系過剩流動性，使國內準備貨幣增幅長期穩定，本國銀行超額準備平穩，並未隨本行外匯存底之累積而快速增加；本行設定 M2 成長參考區間(2019 年以前為 M2 成長目標區)管理 M2 成長速度，在妥善管理銀行體系流動性下，我國長期 M2 年增率多落於本行 M2 成長參考區間內，M2 成長速度可支應國內經濟活動所需資金。

美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因；本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，避免可能潛藏的資產泡沫危機，除六度採行選擇性信用管制措施外，近期更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，未來將持續關注其發展。

(一)本行運用各項沖銷工具，妥善管理銀行體系流動性，使央行國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微，並調控 M2 年增率落於成長參考區間內

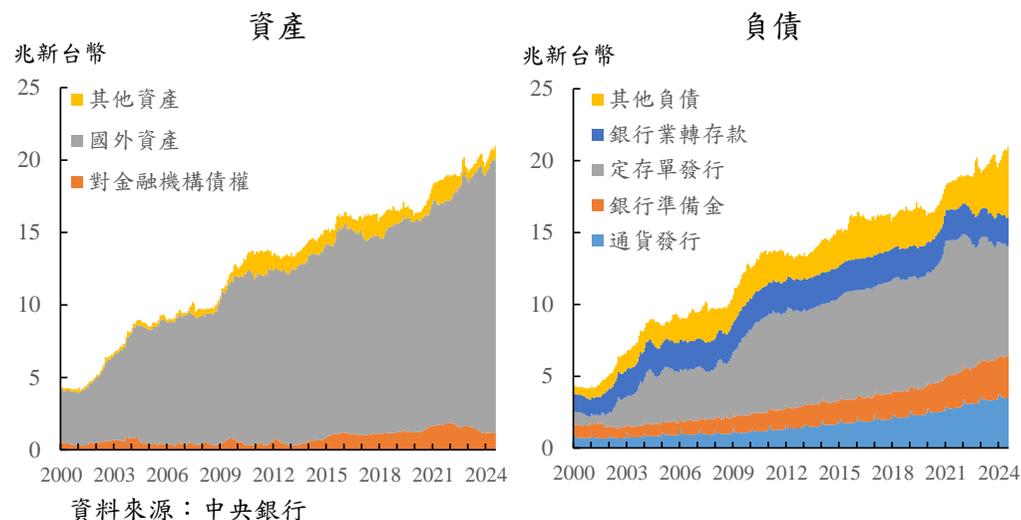
1. 央行於外匯市場買匯將使外匯存底增加，反映在央行資產負債表中資產項目的國外資產¹，若央行未沖銷買匯所釋出的資金，負債項目中的準備貨幣(通貨發行+銀行準備金)將隨資產項目的國外資產同幅增加。為降低央行外匯市場操作對國內貨幣數量與金融體系的影響，多數央行會同時進行沖銷操作(如發行債票券收回金融體系資金)，

¹ 台灣、南韓、新加坡、中國大陸四經濟體經常帳長期順差，加以外資流入，該等央行為調節匯市買進外匯，使外匯存底累積，央行資產項目以國外資產為主，因此多採行沖銷操作。

抵銷外匯市場買匯對國內準備貨幣的擴張效果(詳附錄 1)。

- 長年以來，本行**主要透過發行本行定存單沖銷銀行體系過剩流動性**；截至本(2024)年 8 月底，本行定存單餘額為 7.62 兆元。除公開市場操作外，本行主要貨幣政策操作工具尚包括**銀行業轉存款與準備金制度**，其中本行收受中華郵政公司與行庫轉存款共計 1.95 兆元²，而調升存款準備率能明確鎖住銀行資金，降低市場流動性，達到貨幣數量管理成效，並使銀行放款更為審慎，本行 2022 年 7 月迄今即三度調升存款準備率計 0.75 個百分點³。
- 本行運用各項操作工具，沖銷銀行體系過剩流動性，國內通貨發行與銀行準備金隨國內經濟規模擴大而持續穩定成長，並未在本行國外資產增幅擴大的期間(如 2001~2004 年、2008~2010 年)快速增加(圖 1)，且國內**準備貨幣變動與本行國外資產變動兩者長期並無明顯正相關**，2000 年第 1 季至本年第 2 季兩者相關係數僅 0.02(圖 2)，顯示本行運用沖銷工具，**有效抵銷國外資產累積對國內準備貨幣的擴張效果**。

圖 1 本行資產負債表主要組成項目

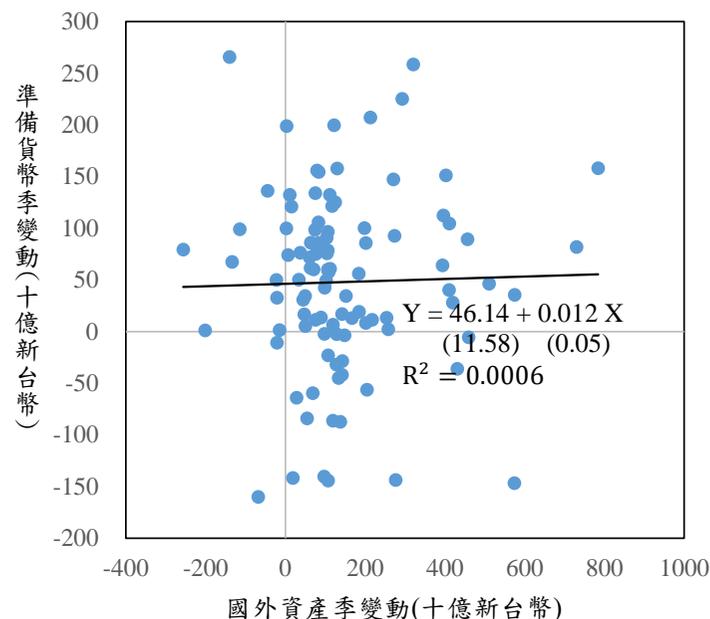


² 銀行業轉存款主要係配合政策性業務需要，其餘額變動不大。

³ 本行於 2022 年 7 月 1 日、10 月 1 日及本年 7 月 1 日三度調升新台幣存款準備率各 0.25 個百分點，總計增加吸收銀行資金約 3,200 億元。

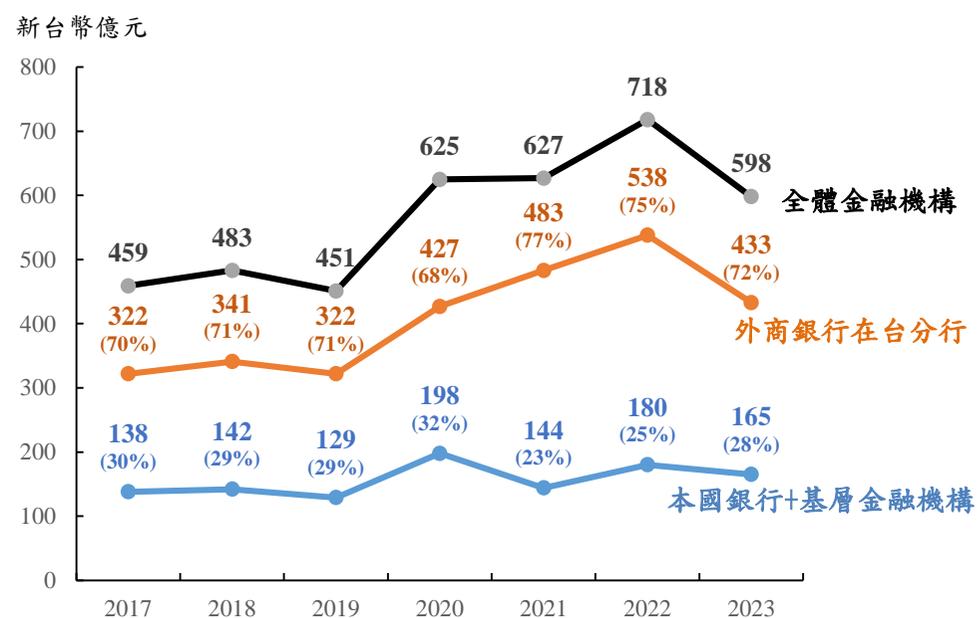
4. 以迴歸分析檢視本行的沖銷幅度(詳附錄 1)，沖銷係數的估計結果顯示，本行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施，使國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微。
5. 我國銀行體系超額準備近 70%係由外商銀行在台分行持有，且集中於少數幾家外商銀行在台分行，主要係為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，或受限於母國總行對交易對手信用風險及金融商品風險之資金運用規範，而需持有較高的超額準備。本國銀行與基層金融機構超額準備長期平穩，並無銀行準備金過剩的情形(圖 3)。

圖 2 本行國外資產變動與準備貨幣變動的關係



註：資料期間為 2000 年第 1 季~2024 年第 2 季，X 軸為本行國外資產的季變動(已剔除匯率變動因素)，Y 軸為準備貨幣的季變動，黑色實線為線性迴歸所配適的趨勢線，括弧內數值為估計值的標準誤。
資料來源：中央銀行金融統計月報-準備貨幣變動因素分析

圖 3 我國金融機構超額準備(年平均)

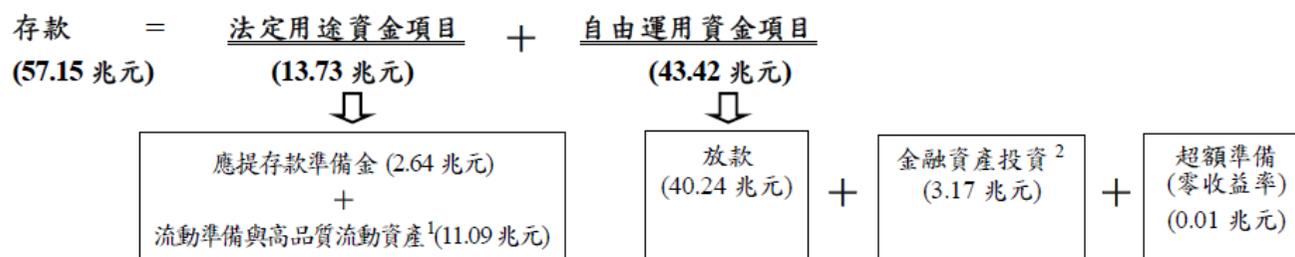


註：本國銀行含全國農業金庫及中華郵政公司；基層金融機構係指信用合作社、農漁會信用部。
資料來源：中央銀行金融統計月報、中央銀行業務局

6. 銀行為**兼顧遵法性、收益率及流動性**，其存款資金全數用於法定用途⁴、放款、金融資產投資及超額準備，並無媒體所稱之**無爛頭寸情形**。本年 6 月底本國銀行資料為例，說明銀行資金運用情形：

- 本年 6 月底銀行存款資金 57.15 兆元，扣除法定用途資金 13.73 兆元後，銀行可自由運用資金為 43.42 兆元；其中，用於放款 40.24 兆元、金融資產投資 3.17 兆元，超額準備僅 0.01 兆元(圖 4)。銀行金融資產投資部分係屬高收益率資產，部分係銀行為兼顧流動性而採行之必要財務操作。

圖 4 本國銀行資金運用情形(本年 6 月底)



註：1. 主要為公債、央行存單。

2. 主要為法定用途以外增持之公債、央行存單、商業本票及公司債等。

資料來源：金融監督管理委員會、中央銀行業務局

7. M2 成長受到國內景氣、銀行授信行為與國際資金移動等因素影響。本行設定 M2 成長參考區間(2019 年以前為 M2 成長目標區)，持續檢視 M2 成長速度，在妥善管理銀行體系流動性下，我國 **M2 年增率多落於本行 M2 成長參考區間**內(圖 5)。

⁴ 為保障民眾存款資金之安全性與流動性，依相關法規規定，銀行收受之存款必須提存一定比率作為存款準備金(稱為「應提存款準備金」)，以及購買易於變現之金融資產(稱為「流動準備」與「高品質流動資產」)；扣除上述法定用途後之存款資金，銀行才可以自由運用於放款與其他用途。請參見中央銀行(2024)，「本行貨幣政策相關議題之說明 議題三：本行妥善管理銀行體系流動性，國內銀行體系並無爛頭寸情形之說明」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3 月 21 日。

(1) 2020 年下半年至 2022 年間 M2 年增率曾超過成長參考區間上限，主要係為因應 COVID-19 疫情，政府推出紓困政策，本行亦適時辦理中小企業貸款專案融通⁵，加以美中貿易戰轉單效應，資金需求回升所致⁶。

(2) 自 2022 年 3 月起，本行啟動升息循環，引導 M2 年增率下降。上(2023)年 9 月起，M2 年增率再度回落至參考區間內。本年 1 至 7 月 M2 平均年增率為 5.96%。

8. 2021 年起，國內通膨率攀高，主要係因 COVID-19 疫情期間商品需求增加、全球供應鏈受阻，加以俄烏戰爭爆發後國際大宗商品價格大幅上漲，此為全球共同現象，且台灣整體通膨率與核心通膨率攀升情況均較全球溫和，國內貨幣供給並非此波通膨的主要來源。



註：淺灰區間為本行 M2 成長參考區間(2019 年以前為 M2 成長目標區)。

資料來源：中央銀行

⁵ 自 2020 年 4 月開辦至 2022 年 6 月底止，本專案融通方案計協助 30.7 萬戶中小企業取得 5,035.8 億元資金。

⁶ 請參見中央銀行(2024)，「本行貨幣政策相關議題之說明 議題一：M2 成長參考區間相關議題之說明」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3 月 21 日。

(二)近年美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因(詳附錄 2)

1. 全球股市受到 Fed 貨幣政策、美元走勢及風險趨避等全球金融循環共同因子影響，多呈漲跌同步之現象。近年美股走升帶動全球股市上揚，屬全球普遍現象。
2. 台股指數與美國那斯達克指數皆以科技類股為主，兩者連動性高(上年以來，兩者相關係數達 0.96)，且易因市場預期、資金狀況以及科技大廠財報或重要訊息發布，影響美股與台股表現。
3. 台股近年上揚與美股走升密切相關，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因。

(三)本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，避免可能潛藏的資產泡沫危機，除六度採行選擇性信用管制措施外，近期更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，未來將持續關注其發展

1. 近年受美中貿易摩擦，帶動台商回台投資、政府推動交通建設與開發產業園區、科技大廠擴大投資等因素影響，帶動購屋需求及房價上漲預期心理，助長投機炒作，推升房價上漲。此外，地價與營建成本推升，更帶動房價上漲。
2. 本行自 2020 年 12 月起逐漸採行選擇性信用管制措施，房市一度降溫；惟上年下半年，不動產貸款成長再度回升。
 - (1) 本行自 2020 年 12 月起漸進緊縮選擇性信用管制措施，加以相關部會賡續精進健全房市措施，以及推動相關法規，如平均地權條例等，迄至上年上半年，房市景氣逐漸降溫，不動產貸款成長趨緩。
 - (2) 惟上年下半年起，受台股大漲、景氣升溫及 8 月起新青安貸款方案實施等因素影響，購置住宅貸款年增率回升。本年 8 月底全體銀行不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度)升為 37.5%，接近歷史高點之 37.9%。

3. 信用資源過度流向不動產貸款，不利金融穩定與經濟永續發展，為防患未然，我國銀行業實有必要就不動產貸款集中度居高情形進行加以改善。本行於本年8月籲請銀行在不影響無自用住宅民眾購屋及業者推動都市更新、危老重建所需資金等前提下，研提自主管理不動產貸款改善方案，俾以漸進方式強化銀行不動產貸款風險管理⁷。
4. 本行將持續關注國內房地產市場發展及銀行不動產貸款風險控管，並定期審視各銀行自主管理方案改善成效；必要時，適時調整選擇性信用管制措施，避免資金過度流向不動產市場，以維持金融穩定及健全銀行業務。

(四)結論

1. 本行運用各項沖銷工具，持續沖銷銀行體系過剩流動性，致本行國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微。過去20多年，國內準備貨幣增幅維持穩定，並未隨本行外匯存底之累積而快速增加。
2. 本國銀行與基層金融機構超額準備長期平穩，並無媒體所稱之爛頭寸的情形，外商銀行在台分行為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，或受限於母國總行對交易對手信用風險及金融商品風險之資金運用規範，需持有較高的超額準備，但並不會將超額準備用於炒股、炒房。長期以來，國內M2年增率多落於本行M2成長參考區間(M2成長目標區)內。並無論者指稱本行買匯太多、沖銷不足，致國內貨幣供給過多的問題。
3. 近年美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因。
4. 本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，避免可能潛藏的資產泡沫危機，除六度採行選擇性信用管制措施外，近期更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，未來將持續關注其發展。

⁷ 請參見中央銀行(2024)，「有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

附錄 1：台、韓、星、中四經濟體央行沖銷係數之估計⁸

(一)央行可運用沖銷工具抵銷外匯市場買匯所釋出的資金，維持準備貨幣數量不變

1. 將央行資產負債表簡化(附圖 1-1)：

(1) 國外資產及國外負債(紅底部分)互抵為**淨國外資產** (net foreign assets, NFA)。

(2) 國內資產及國內負債(綠底部分)互抵為**淨國內資產**(net domestic assets, NDA)，包含了各種收回金融體系資金的沖銷工具，如債票券發行、政府存款與銀行業轉存款等。

(3) 通貨發行與銀行準備金之和為**準備貨幣**(黃底部分)。

2. 從簡化的資產負債表，可推得淨國內資產(NDA)+淨國外資產(NFA)=通貨發行(CC)+銀行準備金(RD)。

3. **央行**外匯市場**買匯**使**淨國外資產**(NFA)**增加**，若央行欲沖銷買匯對國內準備貨幣(CC+RD)數量的影響，可運用發行債票券等沖銷工具，使**淨國內資產**(NDA)**同幅下降**，抵銷淨國外資產的增幅，**準備貨幣數量維持不變**。

附圖 1-1 簡化之央行資產負債表

資產	負債		資產	負債
國外資產	國外負債	→	淨國外資產(NFA)	
現金及黃金 對政府債權 對金融機構債權 證券投資	通貨發行 銀行準備金 債票券發行 政府存款 銀行業轉存款		淨國內資產(NDA)	準備貨幣 通貨發行(CC) 銀行準備金(RD)

⁸ 本附錄的估計方法主要依循 IMF (2007), “Managing Large Capital Inflows,” *World Economic Outlook*, chapter 3.

(二)迴歸分析顯示，本行、韓國央行、新加坡金融管理局三央行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施

1. 台灣、南韓、新加坡、中國大陸四經濟體經常帳長期順差，加以外資流入，該等央行為調節匯市而買進外匯，使外匯存底累積，本行、韓國央行(BoK)、新加坡金融管理局(MAS)與中國人民銀行(PBoC)總資產規模均持續擴大，且資產項目均以國外資產為主。
2. 以迴歸模型檢視四國央行的沖銷程度，模型設定如下：

$$\Delta NDA_t = \alpha + \beta \Delta NFA_t + u_t \quad (1)$$

ΔNFA_t 為淨國外資產 (=國外資產-國外負債) 的年變動， ΔNDA_t 為淨國內資產 (=準備貨幣-淨國外資產) 的年變動。若 β 數值接近-1，表示央行淨國內資產隨淨國外資產增加而同幅下降，採行完全沖銷操作； β 數值接近 0，表示淨國內資產變動完全不隨淨國外資產變動而變化，央行為非沖銷式干預⁹。

3. 模型估計之本行、BoK、MAS 沖銷係數值 β 分別為顯著的-0.971、-1.053、-0.963，均相當接近於-1，表示此三央行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施；而 PBoC 的沖銷係數值 β 為顯著的-0.646，表示在樣本期間內，PBoC 平均的沖銷幅度為 64.6%，沖銷幅度明顯較其他三國小(附表 1-1)，反映中國大陸為發展中經濟體，經濟成長速度較快，市場對準備貨幣的需求較大，此外，PBoC 並不仰賴發行央行債票券的沖銷方式，而是主要採調高存款準備率的方式控制 M2 成長速度，因此中國大陸的銀行準備金隨 PBoC 國外資產規模的擴大而持續增加。

⁹ 由於淨國內資產為準備貨幣減淨國外資產，因此 $\Delta NDA_t = \Delta RM_t - \Delta NFA_t$ ， ΔRM_t 為準備貨幣年變動，是以，(1)式的迴歸模型也可改寫如下：

$$\Delta RM_t = \alpha + (\beta + 1) \Delta NFA_t + u_t$$

其中 α 捕捉準備貨幣的平均成長速度，可反映各國準備貨幣需求持續成長的情形，而當 β 數值接近-1，表示央行採完全沖銷操作，淨國外資產變動 (ΔNFA_t) 對準備貨幣變動的影響接近於 0，也就是準備貨幣的變化與淨國外資產變動無關。

附表 1-1 亞洲四國央行的沖銷係數

央行 係數	本行	BoK	MAS	PBoC
常數項	0.173*** (0.059)	10.302*** (2.724)	2.414*** (0.690)	1.168*** (0.321)
β	-0.971*** (0.063)	-1.053*** (0.049)	-0.963*** (0.016)	-0.646*** (0.172)
R ²	0.890	0.849	0.992	0.390

註：1.樣本期間為 2000~2023 年。***、**、*分別表示估計值在 1%、5%、10%水準下顯著，括弧內數值為標準誤。

2.四國貨幣單位分別為兆新台幣、兆韓元、兆人民幣與十億新加坡元。

資料來源：中央銀行、Refinitiv Datastream

附錄 2：美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升

(一)美國 Fed 政策及 AI 熱潮影響近年全球股市走勢

1. Fed 貨幣政策、美元走勢及風險趨避形成全球共同因子，影響全球風險性資產價格及資金流向¹⁰。全球風險性資產(例如股市)受到全球金融循環影響，多呈漲跌同步之現象。
2. 上年初以來，由於美國通膨和緩，Fed 停止升息基調且將轉趨寬鬆，同時在美國經濟展現韌性、AI 熱潮及市場樂觀情緒推動下，激勵全球股市隨美股走揚¹¹(MSCI 全球美國除外指數與美國 S&P500 指數相關係數達 0.83)(附圖 2-1)。

附圖 2-1 美國 S&P500 指數與 MSCI 全球美國除外指數



資料來源：Bloomberg

¹⁰ 參考 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.

¹¹ 請參見中央銀行(2024), 「近期全球股市變動分析—兼論 ETF 熱潮對台股之影響」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6 月 13 日。

(二)台股隨美股波動

美國那斯達克指數及台股指數皆以**科技類股**為主¹²，兩者不僅**連動性高**，且易因**市場預期**、**資金狀況**以及科技大廠**財報**或**重要訊息**發布，影響美股與台股表現¹³。

1. **2022年**由於**Fed加速升息**，市場**資金緊縮**，**台股隨美股走跌**。
2. **上年初至本年6月底**，受惠**Fed升息循環近尾聲**及**AI熱潮**，投資人預期企業未來獲利增加，**風險情緒轉趨樂觀**，帶動美國費城半導體指數、那斯達克指數及台股指數均揚；且美股與台股**相關係數**更進一步**提高**(附圖 2-2)¹⁴。
3. **本年7月以降**，由於美國總統大選紛亂、美國經濟表現不如預期，加以外資賣超台股，**台股隨美股回檔下修**。

附圖 2-2 美國費城半導體、那斯達克、台股股價指數



資料來源：Bloomberg

¹² 台股集中市場電子產業市值比重高達6成。

¹³ 中央銀行(2023)，「美國Fed貨幣政策動向及外資投資策略對國內股匯市之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

¹⁴ 台股與美國那斯達克指數之相關係數由2022年之0.93上升至上年迄今之0.96，台股與費城半導體指數之相關係數由2022年之0.88上升至上年迄今之0.97，凸顯AI議題發酵，促使台股與美股連動性進一步提高。

議題二：有關短期市場利率多已足額反映政策利率升幅之說明

台灣金融體系以間接金融為主，民眾與企業主要透過銀行取得所需資金，因此，長期以來，本行貨幣政策操作係以銀行為主要操作對象，並運用各項操作工具，妥善管理銀行體系流動性¹，透過調控銀行體系準備金之供給，影響準備貨幣與短期市場利率，進而影響銀行信用與貨幣存量。

惟自 2021 年起，受供給面因素衝擊，全球及主要經濟體通膨居高，**為抑制國內通膨預期心理**，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，**2022 年 3 月至本(2024)年 6 月，本行 6 度升息，累計 0.875 個百分點，並 3 度調升新台幣存款準備率，累計 0.75 個百分點**；在本行採取溫和漸進緊縮貨幣政策下，**重貼現率已近 16 年來之新高**。

另有論者認為，本行宣布政策利率調幅後，短期市場利率並未足額調整，以致目前的貨幣政策架構無法滿足「可究責性」的要求；惟實際資料顯示，本行各天期存單申購發行利率係隨重貼現率等幅調升，可有效引導市場利率，且**短期市場利率多已「足額」反映本行政策利率調整，並回升至以往重貼現率為 2.75% 時之水準**，且依據本行預測本年**國內通膨率維持緩步回降趨勢**，明年 CPI 年增率降至 2% 以下。簡要說明如下：

(一)本行政策利率創近 16 年之新高，且當前市場利率遠高於前波(2008 年 12 月 12 日)水準

國內政策利率係由本行理事會綜合考量國內外經濟金融情勢後審慎決定，本行**各天期存單申購發行利率則配合政策利率調整，以反映貨幣政策方向，並引導市場利率**。自 2022 年 3 月起本行啟動升息循環至本年 6 月止，業經 6 度升息及 3 度調升存款準備率²，**本年 3 月 22 日重貼現率再度回升至 2%，為近 16 年以來之新高**。由於各天期**存單申購發行利率隨重貼現率等幅調升³，並引導市場利率走升**。相較於前波(2008 年 12 月 12 日)重貼現率

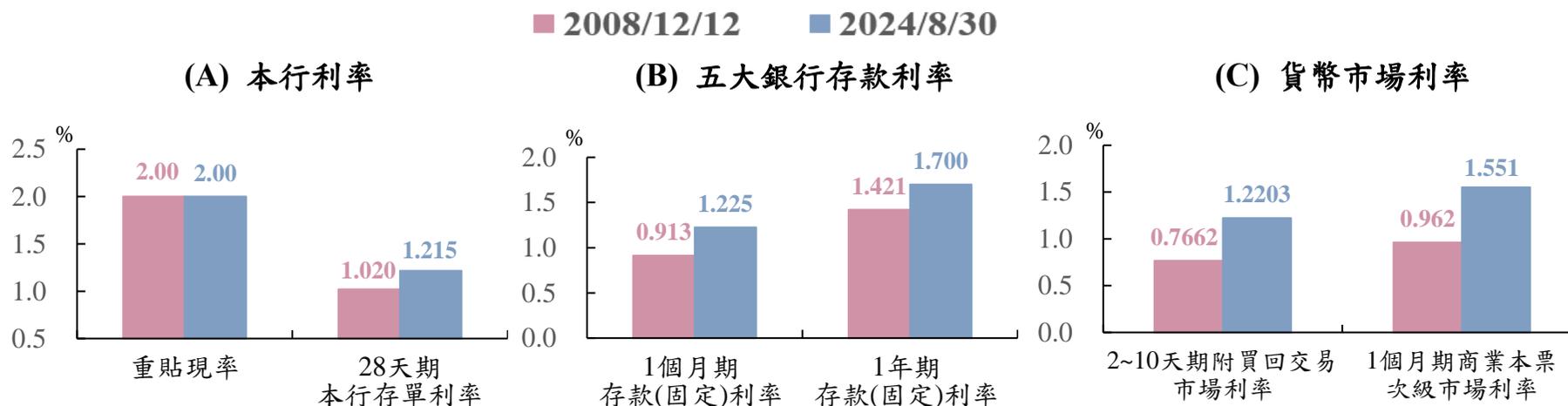
¹ 相關說明請參見議題一。

² 新台幣存款準備率分別於 2022 年 7 月 1 日、10 月 1 日及本年 7 月 1 日調升，調幅均為 0.25 個百分點。

³ 自 2022 年 6 月以來，本行各天期存單申購發行利率均隨重貼現率等幅調整。本行存單申購發行天期為 7、28、91 與 182 天期，另每月標售 364 天期、2 年期存單。

為 2%時，本年 8 月**五大銀行 1 個月期及 1 年期存款利率**、**2~10 天期附買回交易市場利率**及 **1 個月期商業本票次級市場利率**已遠高於前波之水準(圖 1)。

圖 1 本年 8 月市場利率已遠高於前波水準
(2008 年 12 月 12 日與 2024 年 8 月 30 日之比較)



- 註：1. 五大銀行係指臺灣銀行、臺灣土地銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行及華南商業銀行。
 2. 五大銀行存款利率分別於 2024 年 3 月 25 日及 2008 年 12 月 15 日調整。
 3. 2~10 天期附買回交易市場利率係櫃買中心公布之附買回債券成交量加權平均利率。
 4. 1 個月期商業本票次級市場利率係 Bloomberg 公布之 8 家專營票券金融公司於次級市場賣出 21~31 天期商業本票加權平均利率。
 資料來源：中央銀行、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心

(二)本行存單利率隨政策利率等幅調升，短期市場利率多已足額反映本行政策利率之升幅

有論者指稱本行宣布政策利率調幅後，短期市場利率並未足額調整，以致目前的貨幣政策架構無法滿足「可究責性」的要求；然而，**實際資料顯示**：本行各天期**存單申購發行利率**係隨**重貼現率**等幅調升，其利率為**相近天期**的貨幣市場利率、銀行存款利率之**參考指標**。舉例來說，本行自 2022 年 3 月迄今，**重貼現率**共調升 **0.875 個百分點**，本行 28 天期存單申購發行利率亦**等幅調升 0.875 個百分點**，帶動**五大銀行 1 個月期、1 年期存款利率**及**新承做放款利**

率，自 2022 年 2 月(升息前)至本年 8 月各調升 **0.875**、**0.931** 及 **0.888** 個百分點。至於**金融業隔夜拆款利率**、**1 個月期商業本票次級市場利率**及**2~10 天期附買回交易市場利率**，則分別上升 **0.739⁴**、**1.258** 及 **1.0382** 個百分點，均顯示短期市場利率多已足額反映本行升息搭配調升存款準備率之效果(表 1、圖 2)。

表 1 本行調整政策利率、定期存單及存款準備率帶動市場利率效果

單位：%；百分點

啟動升息 循環前後 各利率調幅	本行			五大銀行存放款利率			貨幣市場利率		
	重貼現率	存單利率 (28 天期)	存準率 累積調幅	1 個月期存款利率 (固定)	1 年期存款利率 (固定)	新承做放款利率 (不含國庫借款)	金融業拆款利率 (隔夜期)	商業本票次級市場利率 (1 個月期)	附買回交易市場利率 (2~10 天期)
2022 年 2 月 升息前 (A)	1.125	0.340	...	0.350	0.769	1.237	0.081	0.324	0.2175
2024 年 8 月 (B)	2.000	1.215	0.75	1.225	1.700	2.125	0.820	1.582	1.2557
調幅 = (B) - (A)	+0.875	+0.875	+0.75	+0.875	+0.931	+0.888	+0.739	+1.258	+1.0382

註：1.金融業隔夜拆款利率係以每日交易額為權數加權平均計算而得。

2.1 個月期商業本票次級市場利率以 Bloomberg 公布之日資料簡單平均計算。

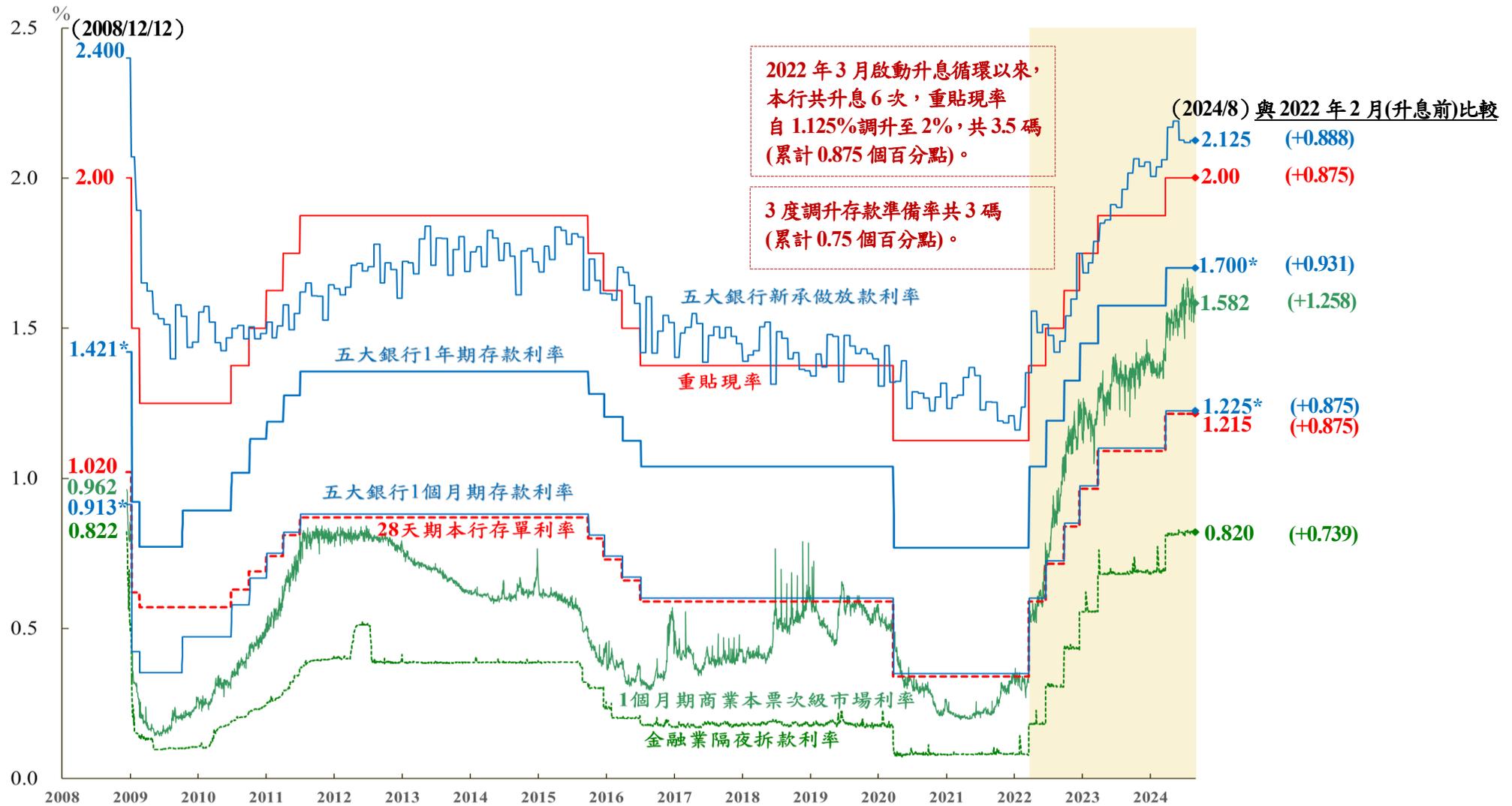
3.2~10 天期附買回交易市場利率採櫃買中心提供之附買回債券成交量加權平均利率。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心

⁴ 隔拆利率僅上升 0.739 個百分點，未足額反映重貼現率 0.875 個百分點升幅之原因如下：

2020 年 3 月受 COVID-19 疫情衝擊，國內經濟金融之不確定性持續擴大，2020 年 3 月 20 日本行調降政策利率 0.25 個百分點，由於 2020 年 2 月(降息前)之隔拆利率為 0.178%，若足額調降，隔拆利率將降至負值，為-0.072%，為避免負利率發生，當時隔拆利率未足額調降，以致 2020 年 4 月(降息後)為 0.079%，僅下降 0.099 個百分點；2022 年 3 月 18 日本行調升政策利率 0.25 個百分點，令政策利率回升至疫情前水準，2022 年 4 月(升息後)之隔拆利率自 2022 年 2 月(升息前)之 0.081% 上升至 0.185%，調升幅度為 0.104 個百分點，已大於前次調降幅度的 0.099 個百分點，使利率水準高於 2020 年 2 月降息前之 0.178%。上述 2022 年 4 月隔拆利率的調升幅度 0.104 個百分點，若再加計接下來 5 次升息(共 0.625 個百分點)，升幅為 0.729 個百分點，而本年 8 月隔拆利率為 0.820%，調升幅度為 0.739 個百分點，已超越 0.729 個百分點。

圖 2 本行重貼現率、28 天期本行存單利率、貨幣市場利率、銀行存放款利率走勢



註：*為調整後牌告利率。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg

(三)目前短期貨幣市場利率多已回升至以往重貼現率為 2.75%時之水準

1. 近期 1 個月期商業本票次級市場利率已高於前波重貼現利率為 2.75%之水準

本年 3 月 22 日重貼現率回升至 2%，帶動該日 1 個月期商業本票次級市場利率升至 1.466%，高於 2008 年 12 月 12 日的 0.962% (當時重貼現率為 2%)；本年 8 月 30 日再走升至 1.551%，高於 2008 年 11 月 25 日的 1.545% (當時重貼現率為 2.75%)(圖 3(A))。

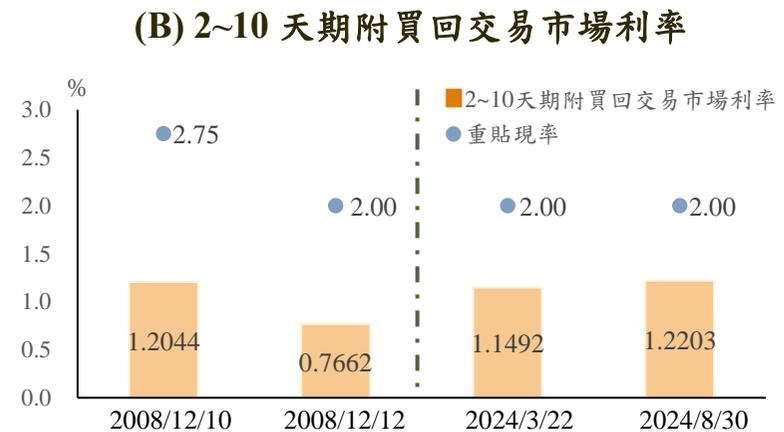
2. 近期 2~10 天期附買回交易市場利率已高於前波重貼現率為 2.75%之水準

本年 3 月 22 日 2~10 天期附買回交易市場利率回升至 1.1492%，高於 2008 年 12 月 12 日的 0.7662% (當時重貼現率為 2%)；本年 8 月 30 日再走升至 1.2203%，高於 2008 年 12 月 10 日的 1.2044% (當時重貼現率為 2.75%)(圖 3(B))。

圖 3 2008 年 11~12 月與 2024 年 3~8 月短期貨幣市場利率



註：2024 年 3 月 22 為本行最近 1 次調升政策利率之日期。
資料來源：Bloomberg



註：2024 年 3 月 22 為本行最近 1 次調升政策利率之日期。
資料來源：證券櫃檯買賣中心

五、去美元化之發展及意涵

近年來隨美中貿易爭端升溫及歐美主要經濟體持續強化對俄羅斯的制裁，「美元武器化」(dollar weaponization) 引發部分非美集團經濟體(non-US Bloc)疑慮，遂有發展其它金融替代體系，以降低跨境貿易及投資對美元之依賴，而在這些國家中有所謂去美元化浪潮；其中，又以人民幣來替代美元做為其所使用之國際貨幣，最受各界關注。

如中國透過一帶一路及金磚國家等區域或相關國際組織等管道，用本身的全球購買力與影響力，提高人民幣在全球大宗商品貿易報價及結算之占比，並透過以人民幣為基礎之跨境貿易及多邊金融合作，擴大人民幣在國際貿易、投資和金融借貸之使用(含石油人民幣循環使用及跨境基礎建設等投資)。另隨著金融體系步入數位化時代，中國亦希望藉由人民銀行數位貨幣(CBDC)之發行及其在跨境貿易之運用，提升人民幣做為國際準備貨幣之影響力。

前述發展使人民幣在國際貿易融通、國際支付及外匯交易占比在近年呈現攀升，而各界亦常以此認定全球經貿以人民幣取代美元(或去美元化)已有長足進展；惟整體而言，如以衡量一國貨幣國際使用普及度之國際化指數評估，美元地位仍遠逾其它四大貨幣，而人民幣則遠低於其他主要貨幣。尤其就國際準備貨幣最重要之價值儲藏功能而言，人民幣占比並無明顯變化，美元在官方準備占比雖略呈下跌，或反映部分國家因應美元武器化之調整，但多數國家官方(含主權財富基金)及民間投資者，仍以美元資產為最主要投資項目。而人民幣國際使用度低，亦顯示以人民幣去美元化仍面臨諸多限制；如中國為貿易順差國，且尚有資本移動限制使人民幣在境內無法完全自由兌換等因素。另一方面，美元國際地位雖可能受財政赤字問題及金融科技發展等影響，但在可預見未來，其主導地位仍十分穩固。

本文重新審視國際準備貨幣的現況¹，其次介紹中國推動人民幣國際化與金磚國家推動去美元化之主要脈絡，之後扼要說明人民幣國際化所面臨之問題，最後檢視美元國際地位版圖是否發生變化與位移，並分析前述去美元化浪潮之意涵，包含對美元國際地位之影響，以及未來美元國際地位所面臨之可能挑戰，俾供外界參考。

¹ 上(2023)年第二季本行曾從國際貨幣之交易媒介、計價單位、價值儲藏、跨境融資等功能切入，請參考中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6月15日。

(一) 國際貨幣之意義、功能與形塑國際貨幣地位的主要條件與因素

1. 國際貨幣之意義與功能：交易媒介、計價單位、價值儲藏、跨境融資²

國際貨幣(international currency)為可在國際間充當交易媒介、計價單位、價值儲藏與跨境融資之貨幣，如美元、歐元、日圓等，尤其在民間部門使用於國際貿易與金融之報價、清算與借貸以及國外資產之持有。

2. 形塑國際貨幣地位之主要條件與因素

- (1) 通常該經濟體產出、貿易量越大，金融市場(資本市場與貨幣市場等)規模越大且對外開放(資金進出自由)，其貨幣較易成為國際貨幣。
- (2) 此外具備完善的金融法規及體制，以對投資者提供較完整的保障，具有高主權信用評等，均有利其貨幣成為國際貨幣；該經濟體物價穩定，及本國貨幣對其他主要貨幣匯率相對穩定，亦有助於國際投資者持有以其計價之各種資產的投資信心。另該國貨幣若具有網絡外部性³，亦有助於其成為國際貨幣。

表 1 國際貨幣之功能

	官方用途	民間用途
交易媒介	外匯干預之關鍵貨幣	國際貿易與金融之清算
計價單位	表達各國匯率之參考貨幣	國際貿易與金融之報價
價值儲藏	國際準備之持有	國外資產之持有
跨境融資	國家基礎建設之借貸貨幣	國際貿易與金融之借貸

資料來源：Lee, J. (2008), "Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?" in *The Future Global Reserve System: An Asian Perspective*, Asian Development Bank.；本行整理

² 有關國際貨幣之意義、功能，可參考中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6月15日。

³ 使用國際貨幣就好像使用世界通用語言(lingua franca)一樣，愈多人使用，就會有更多人隨之跟進，最終成為使用慣性(inertia)，一時之間難以改變，美元即為一例(參見 Chinn, M. and J. Frankel (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency," *La Follette School Working Paper* No. 2008-007, La Follette School of Public Affairs, University of Wisconsin-Madison)。

3. 近年來中國積極加速人民幣國際化，致力提升其國際準備貨幣之地位

- (1) 自 2001 年中國加入 WTO 來，受惠於全球化浪潮並成為世界工廠，協助其**經濟規模**躍居為**全球第二大國**；此外，**中國商品貿易量之全球占比為 11.2%**，則為全球第 1 大國，更為 **120 多個國家之第一大貿易夥伴**。
- (2) **2015 年人民幣正式加入 IMF 特別提款權之組成貨幣**，其權重雖為第 3 大貨幣⁴，惟人民幣在交易媒介、計價單位、價值儲藏等相關占比或規模，仍多在第四或第五大；且整體而言，其占比或重要性仍遠不如美元(表 2)。
- (3) 國際貿易涉及貨幣兩大重要功能(交易媒介及計價單位)，**早年美元國際化**進展亦與**國際貿易活動息息相關**，如**石油美元**在美元國際化進展上扮演著**關鍵角色**⁵。目前中國為世界第一大貿易國，中國藉此優勢積極推動**跨境貿易以人民幣支付**；近年來，尤其在俄烏戰後，中國透過**石油人民幣**及其**循環運用**，加速推動人民幣國際化。

表 2 中國經濟及貿易之全球占比及人民幣在國際金融市場之地位

經貿規模及貨幣功能	內容	人民幣占比或相關金額	美元占比或相關金額
經濟(GDP)規模	實質 GDP	全球占比約 17.8%，全球第二大國	全球占比約 25.4%，全球第一大國
貿易占比	商品進出口貿易額	全球占比約 11.2%：全球第一大國	全球占比約 10.8%：全球第二大國
交易媒介	全球外匯交易 (按分母為 200%)	占比 7.0%(2022 年)，全球第五大	占比 88.4%(2022 年)，全球第一大
	SWIFT 支付	占比 4.6%(2024 年 6 月)，全球第四大	占比 47.1%(2024 年 6 月)，全球第一大
計價單位	以該貨幣計價之國際貿易	占比 4.0%(2022 年)，全球第五大	占比 54.0%(2022 年)，全球第一大
	以該貨幣計價之國際債券	占比 0.8%(2023 年)，全球第五大	占比 64.1%(2023 年)，全球第一大
價值儲藏	官方外匯存底	占比 2.15%(2024 年第一季)	占比 58.9%(2024 年第一季)
金融基礎建設貨幣	結算及清算國內與國際支付	每日 5,141 億人民幣(2023 年 Q3)(CIPS)	每日 1.8 兆美元(CHIPS)

資料來源：IMF、World Bank、Bloomberg；Bhusari, Mrugank, Maia Nikoladze and Ryan Murphy (2024), “Dollar Dominance Monitor,” *Atlantic Council Report*, Jun. 27

⁴ 自 2022 年 7 月迄今，人民幣在特別提款權之占比為 12.28%，僅次於美元(43.38%)及歐元(29.31%)，高於日圓(7.59%)及英鎊(7.44%)。

⁵ 1974 年 6 月美國與沙烏地阿拉伯成立聯合經濟委員會(US-Saudi Joint Commission on Economic Cooperation)，積極推動石油以美元計價，之後中東主要產油國接受以美元作為原油出口之支付工具(部分國家甚至採用釘住美元匯率制度)，並將其所獲得美元投資於美國公債，美國則提供中東國家安全保障作為回報；前述石油美元協助美元成為自由市場上的最重要的國際準備貨幣。(參見 Blas, Javier (2024), “The Petrodollar Is Dead, Long Live the Petrodollar,” *Bloomberg Opinion*, Jun. 27)

(二) 中國推動人民幣國際化與金磚國家等國推動去美元化

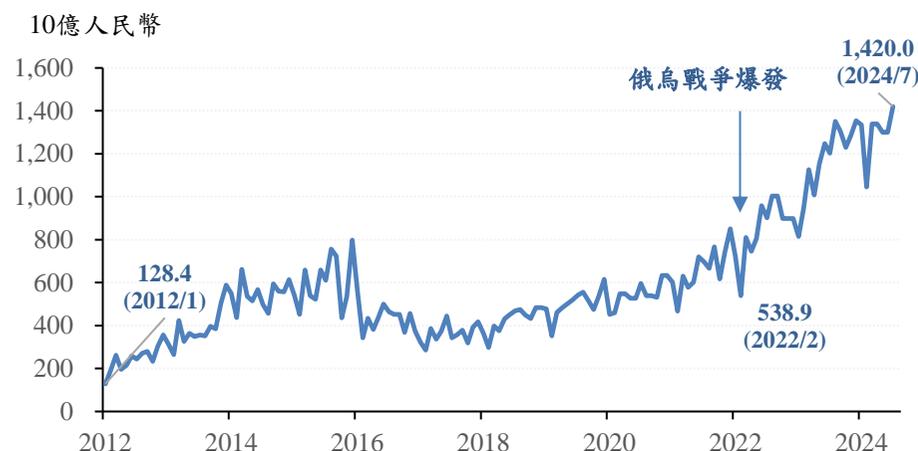
1. 中國推動跨境貿易以人民幣支付來加速人民幣國際化

(1) 中國大陸為推動人民幣國際化，2009年7月啟動跨境貿易人民幣支付；近年來其與部分貿易夥伴(如金磚國家⁶等)之去美元化措施，使人民幣交割之跨境貿易規模走升，俄烏戰爭爆發後攀升更為明顯，在戰前(2022年2月)為5,389億人民幣，目前(2024年7月)已攀升至1.4兆人民幣(圖1)。

(2) 此亦顯示在美元在中國之跨境貿易收支占比，自2017年之逾70%逐年下降；而在2023年3月，人民幣跨境收支占比首度超越美元；2024年7月人民幣在中國跨境收支占比更高達53.1%，高於美元之41.8%(圖2)。

(3) 同時，為提高人民幣跨境支付清算效率，中國於2015年建置CIPS，以滿足全球各主要時區人民幣業務所需；至2024年8月底，共有1,564家參加者，其中直接參加者152家，間接參加者1,412家，覆蓋全球117個國家和地區⁷。

圖1 以人民幣交割之中國跨境貿易規模



資料來源：Bloomberg

圖2 美元、人民幣及其他貨幣在中國跨境收支之占比



資料來源：Bloomberg

⁶ 金磚國家創始會員國為巴西、俄羅斯、印度及中國，2010年南非加入後稱金磚五國。2023年峰會時擴充，包括埃及、衣索比亞、伊朗、阿拉伯聯合大公國、阿根廷及沙烏地阿拉伯等國後被稱為金磚國家(後阿根廷於新總統米雷伊上台後撤回入會申請，而沙國亦稱須審慎考慮入會事宜而暫緩申請)。

⁷ 惟據美國智庫戰略與國際研究中心(CSIS)報告，80%之CIPS交易仍須仰賴SWIFT傳輸訊息才能完成交易，顯示SWIFT仍位居國際金融資訊傳輸主導地位。(參見CSIS(2022), "Sanctions, SWIFT, and China's Cross-Border Interbank Payments System," May 20)

2. 中國藉由本身之購買力與影響力，提高人民幣在全球大宗商品(石油)貿易所扮演之角色

(1) 中、沙人民幣石油貿易之發展

中沙貿易主要由石油所推動，目前中國大陸自沙烏地阿拉伯(沙國)進口石油比重已從 10 年前的 2/3，增加到 2023 年的 84%；沙對中貿易順差從 2015 年不及 100 億美元增至近年約 200~400 億美元；中國積極由此推動人民幣國際化。

- 中國於 2016 年首次推動與沙國以人民幣計價之石油貿易；2018 年 3 月，上海國際能源交易所亦建立以人民幣為基礎的石油定價體系，以及能與西德州原油(WTI)及布蘭特原油(Brent)競爭之國際標準⁸；另沙國最早亦於 2019 年開始考慮非美元石油貿易，在 2022 年 3 月更積極與中國討論以人民幣計價的石油銷售⁹。
- 2022 年 12 月，中國大陸國家主席習近平在拜訪沙國時表示，將持續從沙國進口大量石油及天然氣，並充分利用上海石油天然氣交易所(Shanghai Petroleum and Natural Gas Exchange)，進行石油及天然氣貿易之人民幣結算。
- 2023 年 11 月，中沙簽訂換匯協議(Currency Swap)，降低使用美元。

(2) 透過石油人民幣進行跨國投資及循環使用，進一步推升人民幣國際地位

因沙對中呈順差，中沙貿易如均以人民幣進行，沙國收到之石油人民幣將難以透過現有管道全數使用；因此，中沙雙方上年簽署 34 項價值 500 億美元協議，為石油人民幣提供更多使用管道¹⁰。

- 此外，基於近年中俄雙邊經貿關係更加密切，俄羅斯除可將其取得之人民幣用於支付自中國進口之款項外，亦接受其他國家以人民幣支付向俄羅斯購買能源或大宗商品之款項，此亦有助於石油人民幣循環使用(專欄 1)。
- 前述石油供應國除沙國及俄羅斯外，安哥拉、委內瑞拉、伊朗及奈及利亞等產油國，亦接受中國以人民幣支付，有利石油人民幣市場更為擴大；目前有 30 多個國家對中貿易可用人民幣進行商品貿易結算¹¹，近期(2023 年 7 月)如玻利維亞亦宣布對中貿易用人民幣結算(為巴西及阿根廷後第三個可用人民幣進行貿易結算之南美國家)。

⁸ Charles Chang, Vishrut Rana, Zahabia Gupta, and Valerijs Rezvajs (2024), "Saudi-China Ties and Renminbi-based Oil Trade," *S&P Global*, Aug. 20.

⁹ Said, Summer and Stephen Kalin (2022) "Saudi Arabia Considers Accepting Yuan Instead of Dollars for Chinese Oil Sales," *Wall Street Journal*, Mar.15.

¹⁰ 除了將石油人民幣用於沙國基礎建設(如用來支付中國在沙國的基礎建設工程、住房、建築服務及娛樂設施等費用)外，亦可將其用於中國境內之投資。

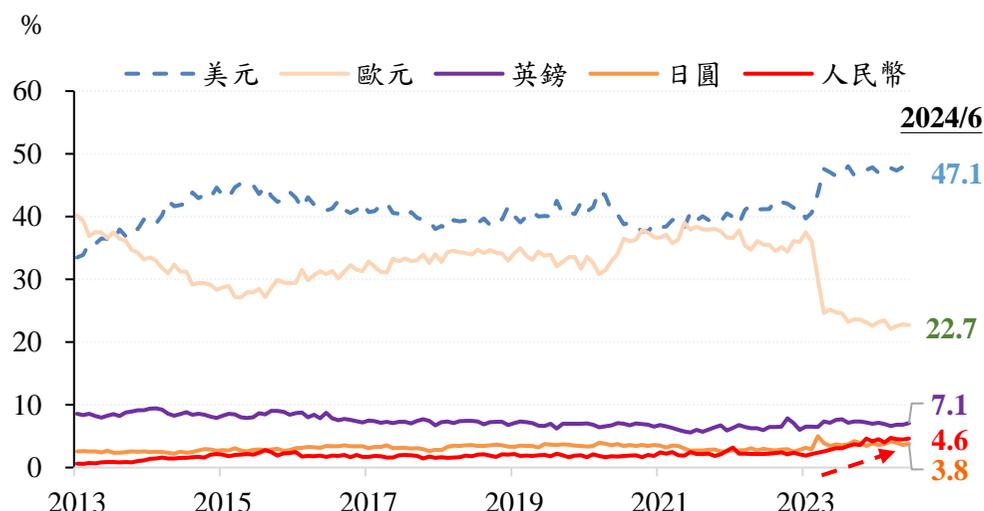
¹¹ Liu, Zongyuan Zoe (2024), "China's Attempts to Reduce Its Strategic Vulnerabilities to Financial Sanctions," *China Leadership Monitor*, Mar. 1.

3. 近年地緣政治結構改變使人民幣在國際支付使用占比及貿易融通占比逐年提升

中國與其部分貿易夥伴基於地緣政治風險(美元武器化)等考量，積極透過貿易管道進行去美元化，進而推升人民幣之國際使用程度；如前述，目前全球約有 30 多個新興國家對中貿易可用人民幣進行結算，此亦為近兩年來人民幣用於與國際貿易相關之跨境國際支付或貿易融通等占比攀升之主要原因¹²。

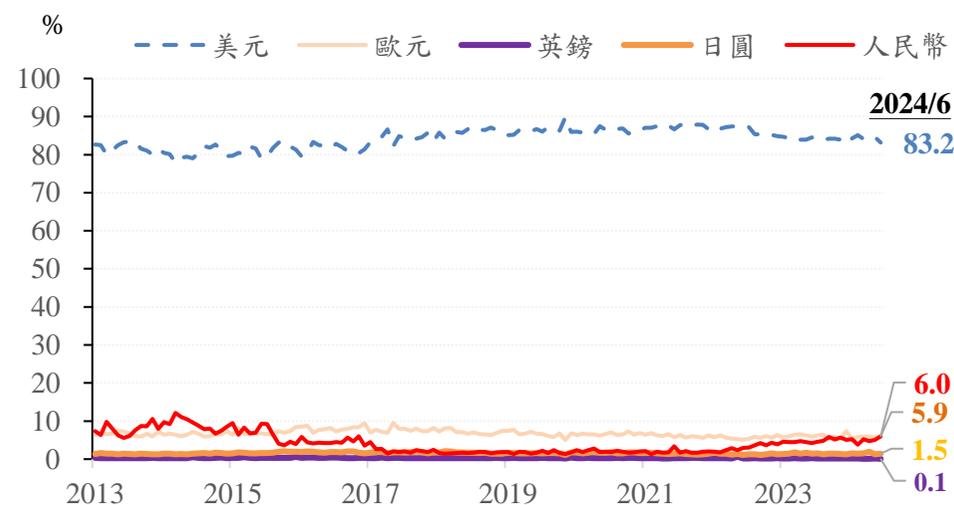
- (1) 人民幣在跨境國際支付使用之占比，由 2012 年約 1%，上升至 2022 年之 2.3%，在俄烏戰爭發生以後，2023 年上升至 3.1%，2024 年 6 月人民幣占比則已升到之 4.6%(圖 3)。
- (2) 另人民幣在國際貿易融通(如開立信用狀)之占比，由 2021 年 12 月之 2.0% 上升至 2023 年之 4.9%，再上升至 2024 年 6 月 6.0%，並已成為第二大貨幣，惟占比仍遠低於美元之 83.2%(圖 4)。

圖 3 國際支付使用貨幣占比



* 此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT 103 + MT 202 電文，確認已成交之金融交易，SWIFT 再依各幣別統計月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣個別權重。(資料來源：SWIFT)

圖 4 國際貿易融通使用占比



* 此處係指金融機構或客戶透過 SWIFT 傳送 MT 400 + MT 700 電文，確認已成交之貿易融通交易(以信用狀為大宗)，SWIFT 再依各幣別統計月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣個別權重。(資料來源：SWIFT)

¹² 人民幣在貿易融通及國際支付占比攀升常被市場解讀為人民幣國際化已有長足進展，惟此二項人民幣占比仍遠小於其他主要貨幣，且就價值儲藏功能而言，人民幣占比則無明顯變化，甚或呈下降，人民幣國際使用仍遠低於其他貨幣，遑論美元。

專欄 1：俄烏戰爭以來俄羅斯境內人民幣使用程度大幅提升

1. 中俄雙邊貿易往來持續成長

2023 年中俄雙邊進出口貿易總額為 2,401.1 億美元，較 2022 年同期成長 26.3%^{註1}，創歷史新高。而 2024 年 1 至 7 月中俄雙邊貿易總額為 1,366.7 億美元^{註2}，其中，俄羅斯出口至中國為 616.4 億美元，自中國進口為 750.3 億美元，**俄對中之雙邊貿易係呈逆差**，代表如貿易全以人民幣交割，俄對中出口所得**不足以支付**其自中國進口之貨款。

2. 俄羅斯出口至中國以外國家所取得之人民幣亦可用於支付自中國進口之款項

俄羅斯除出口至中國取得人民幣外，並接受哥斯大黎加、薩爾瓦多、尼加拉瓜、哥倫比亞、象牙海岸、喀麥隆、泰國及阿拉伯聯合大公國等國用人民幣向其購買能源後^{註3}，俄國可再將所取得人民幣用於支付其向中國之進口款項。

3. 中俄雙邊貿易已有超過 95% 以俄羅斯盧布或人民幣結算，人民幣已取代美元為俄羅斯最常交易貨幣

歐洲復興開發銀行 (EBRD) 報告顯示^{同註3}，俄烏戰爭前俄羅斯進口款項有 80% 以美元或歐元計價，惟至 2022 年底，該比率已降至 67%，以人民幣計價之占比則由戰前之 3% 上升至 20%。而**俄羅斯經濟發展部長 2023 年 10 月**表示，**中俄雙邊貿易已有超過 95% 以盧布或人民幣結算**^{註4} (在 2021 年底，俄羅斯向中國進口款項有 23% 以人民幣結算，俄烏戰爭發生 9 個月後 (2022 年底) 該比重上升至 63%)。

4. 人民幣成為莫斯科主要交易之外國貨幣

俄烏戰爭以來，俄羅斯境內盧布對人民幣交易持續成長，2023 年人民幣交易量已超越美元，占比為 42% (2022 年僅 13%)；2024 年 6 月**美國將莫斯科交易所納入制裁名單**，該所**人民幣對盧布交易量占比**因而高達 **99%**。俄羅斯境內之人民幣存款亦呈現攀升，自 2022 年底約 342 億美元增加 1 倍至 **2023 年之 687 億美元**。

註 1：Reuters (2024), "China-Russia 2023 Trade Value Hits Record High of \$240 bln," Jan. 12.

註 2：TASS (2024), "China's Trade with Russia up by 1.6% in Jauuary-July to \$136.37bln," Jan. 12.

註 3：Maxim Chupilkin, Beata Javorcik, Aleksandra Peeva and Alexander Plekhanov (2023), "Exorbitant Privilege and Economic Sanctions," Working Paper No. 281, European Bank for Reconstruction and Developemnt, Sep.

註 4：Russia Briefing (2023), "95% of Russia-China Bilateral Trade Now in Rubles & RMB," Oct. 22.

(三)金磚國家去美元化及人民幣國際化之限制

雖然人民幣在貿易融通及國際支付占比攀升，此亦常被解讀為以人民幣去美元化之進展；惟如就**價值儲藏**功能而言，其占比並無明顯變化，而此亦會限制外匯交易等其他功能之發揮，反映相關國家要**以人民幣去美元化**，仍**面臨許多限制**。

1. 中國大陸對多數經濟體長年保持順差¹³，不利人民幣成為主要國際準備貨幣

(1)目前在中國之跨境收支，人民幣支付占比已達 53.1%，惟因中國呈順差，其貿易對手在收到人民幣後，多數仍須用於向中國進口商品；亦即經由跨境支付流出之人民幣，多數已因各國須自中國進口而**回流中國**，**無法大量留存於境外**；此為**近年來人民幣國際化進展在跨境貿易收支占比呈上揚**，而價值儲藏等占比並未見到**明顯成長主因**。

— 如曾任中國人民銀行(人行)貨幣政策委員會委員的經濟學家**余永定**指出¹⁴，**中國為貿易順差國**，貿易如以人民幣結算，人民幣對境外市場之**淨挹注為負值**(流出小於流入)；故**難以透過貿易結算來提升人民幣之價值儲藏功能**。

— 中國如要挹注人民幣至全球其他地區，人民幣流出(進口等)結算金額須高於流入結算金額，兩者差額(新增境外人民幣流動性)才會轉化為**非中國居民之人民幣資產**，人民幣得以發揮**國際準備貨幣之價值儲藏功能**。

(2)人民幣透過換匯協議有助提供流動性需求，但無法作為長期投資資金來源，且多仍須兌換為美元進行支付

— 自 2009 年 1 月人行與香港金融管理局簽署**換匯協議**以來，人行已與 42 個貨幣當局或央行簽署換匯協議，金額約 **4.4 兆人民幣**¹⁵，顯示人行亦積極透過換匯協議來推動人民幣國際化，使他國央行得以本幣向人行換入人民幣，再加以運用；如 2023 年 6 月**阿根廷央行**透過**換匯協議**取得**人民幣**，**向 IMF 償還到期之 27 億美元外債**¹⁶。

— 惟**換匯協議僅能做為支應緊急或短期之流動性需求**，**難以做為官方或民間投資之長期資金來源**；如俄羅斯央行近期即表示，換匯交易僅是短期穩定機制，不能作為長期資金來源¹⁷。

¹³ 中國除對沙國、伊拉克等產油國或澳洲、臺灣、印尼等少數國家有逆差外，對多數經濟體長年保持順差(2023 年貿易順差達 8,232 億美元)，難以輸出人民幣。

¹⁴ Yongding, Yu (2014), "How Far Can Renminbi Internationalization Go?" *ADB Working Paper No. 461*, Feb.

¹⁵ 如依人行資料顯示，2024 年 6 月底換匯協議餘額僅為 1,045 億人民幣，顯示實際動用規模有限。

¹⁶ 其中，17 億美元以 IMF 之 SDR 方式支付，其餘 10 億美元則使用人民幣結算方式支付。

¹⁷ Bloomberg (2024), "Russian Banks Scramble for Yuan as Liquidity Shortfall Doubles," Aug. 13.

2. 歐美加強對中俄之制裁或其他貿易手段，不利人民幣國際化或金磚國家等去美元化

(1) 境外人民幣流動性不足及緊缺問題

— 俄羅斯因受國際制裁影響，企業在**貿易、投資及金融借貸上對人民幣需求上升**，使部分企業增加人民幣借款，俄國境內之人民幣拆款利率上升，此反映俄對中為貿易逆差，其金融市場易出現人民幣流動性不足現象。

(2) 而近期**美國新增制裁措施**¹⁸，中國銀行業嚴格審查對俄羅斯之交易，**中俄跨境支付時程延長**，俄國人民幣流動性更為緊缺；人民幣**隔夜拆款利率升高至 20% 以上**，俄羅斯央行因而以**換匯交易向銀行業提供人民幣流動性**

— 俄羅斯央行因而將人民幣換匯交易限額提高至 **300 億人民幣**，該行人民幣換匯交易日均量由 2024 年 6 月之 **100 億人民幣** 增至 8 月之 **200 億人民幣**；惟該行呼籲銀行業**放緩外幣貸款**，**不宜以換匯做為長期資金來源**。

— 美國為世界最大進口市場，美國如用貿易手段來擴大相關制裁措施或對象，或使此一情勢更為嚴峻¹⁹。

3. 中國經濟面臨內外部問題及金融體系成熟度與自由度較低，不利人民幣國際化進展

(1) 中國經濟當前所面臨之內部(**經濟成長放緩**)及外部(如**外資撤離**)問題，不利人民幣國際化進展。

— 內需不振帶來經濟成長放緩問題²⁰，如以出口推動成長，或引發歐美對中國是否進行傾銷之疑慮而增加制裁。

— 外資撤離：本年第 2 季外人**直接投資淨流出 150 億美元**，係 2020 疫情爆發前最差水準，加以股市、房市低迷，**外人持續減持人民幣資產**，亦不利中國金融市場國際化及人民幣國際化。

(2) 中國經濟自由度及金融市場成熟度與自由度仍低，加以其對資本移動仍有限制，人民幣在境內尚無法完全自由兌換，不利投資者持有人民幣資產；另面臨經濟內外部問題，亦可能**延緩當局推動資本自由化措施**。

¹⁸ 美國財政部於 2024 年 6 月表示將對與俄羅斯有業務往來之中國及其他國家銀行實施次級制裁(次級制裁係對主要制裁國家以外第三國之公司及人員所實施之制裁，目的為限制第三國之公司及人員與主要被制裁國家進行往來)。詳 Reuters (2024), “Exclusive: Russia Payment Hurdles with China Partners Intensified in August,” Aug. 29。

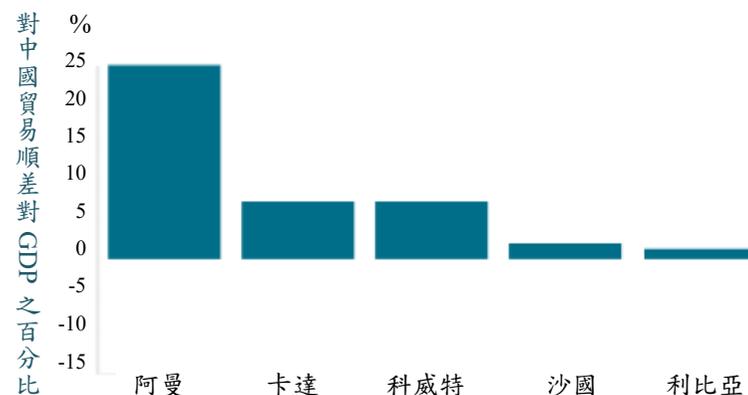
¹⁹ 如近期美國總統候選人川普表示其若當選美國總統，將透過出口管制、貨幣操縱指控及提高關稅等方式，懲罰於國際貿易使用非美元貨幣之貿易對手，並於競選活動中提到將對放棄使用美元之國家加徵 100% 關稅。詳 Bloomberg (2024), “Trump Pledges '100% Tariff' for Countries That Shun Dollar,” Sep. 8。

²⁰ 本年第 1 季 GDP 成長率為 5.3%，第 2 季僅 4.7%，而房地產市場亦持續低迷，7 月新建住宅價格年度跌幅達 4.9%，營建供給與房屋銷售亦皆為負成長，加以部分產業面臨產能過剩，欲達成官方成長目標仍面臨挑戰。中國如以出口來推動成長動能，所引發之傾銷問題將使歐美國家對貿易戰之疑慮，或加重制裁措施。

4. 目前人民幣在大宗商品定價之影響力仍有限

- (1) 人民幣成為全球主要大宗商品的計價貨幣，將影響全球大宗商品交易體系，並進而提升中國在全球金融體系之影響力；惟目前主要**大宗商品定價中心多位於紐約、芝加哥及倫敦**，而**美元**在全球主要大宗商品定價中的**占比高達約 90%**²¹。此外，金磚國家彼此間貿易之全球占比低(如 2023 年金磚四國集團內商品貿易金額僅占全球商品貿易之**3%**，如俄羅斯能源出口仍以**歐盟**為主)，顯示當前**以歐美為對象**之出口貿易仍**主導全球貿易體系**。
- (2) 目前主要石油出口國(如沙國、阿拉伯聯合大公國、伊拉克及阿曼等國)之**匯率制度仍以釘住美元**為主，因此當**美元對人民幣升值**，隱含以人民幣計價所售出之**石油收入將相對減少**²²，降低以人民幣計價之誘因。
- (3) 儘管沙國等產油國與中國大陸積極討論以人民幣計價之石油貿易，惟**目前進展仍有限**：
- 因**顧及與美國外交關係**，沙國對接受人民幣進行石油支付持謹慎態度，而美國亦持續**勸阻沙國石油以非美元計價**之計畫²³。
 - 多數主要石油出口國對中國仍保有**大量貿易順差**(圖 5)，完全以**人民幣結算石油貿易**，該等國**所收之人民幣將超過其支出所需**，如有部分資金無法進行**投資**，多餘的人民幣仍須**兌換成其他貨幣**，進而產生額外的**成本及匯率風險**²⁴。
 - 俄羅斯石油出口所收到的人民幣亦面對類似風險；如**俄羅斯央行**於 2023 年發表**金融審查報告**曾指出，使用人民幣之風險在於其國際流通性不足，常遇不可或僅能有限兌換之風險。

圖 5 石油和天然氣出口國對中國貿易多呈順差



資料來源：S&P Global (2024)

²¹ Liu, Zongyuan Zoe (2024), "China's Attempts to Reduce Its Strategic Vulnerabilities to Financial Sanctions," China Leadership Monitor, Mar. 1.

²² Charles Chang, Vishrut Rana, Zahabia Gupta, and Valerijs Rezvijs (2024), "Saudi-China Ties and Renminbi-based Oil Trade," S&P Global, Aug. 20.

²³ 拜登政府擔憂沙國原油可能採用非美元貨幣計價，要求沙國石油繼續以美元計價，而不要用人民幣或其他貨幣計價，並透過在與以色列與巴勒斯坦協商過程中，要求沙國承諾與中國在經濟及軍事上保持適當距離(參見 Fickling, David (2022), "Saudi Arabia's Oil-For-Yuan Bid Won't Threaten the Dollar," Bloomberg, Mar. 17 及 Norton, Ben (2023), "US Pressures Saudi Arabia to Sell Oil in Dollars, Not Chinese Yuan, amid Israel Negotiations," Geopolitical Economy Report, Aug. 10)

²⁴ 鑑於人民幣計價金融資產相對有限，且其衍生性商品市場亦不發達，風險管理工具發展較有限，持有並累積人民幣資金將增加匯率風險及管理成本。

5. 美元主導全球外匯交易，歐元次之，市場匯率報價仍需參考美元對不同貨幣之匯率來換算

(1) 人民幣成為莫斯科外匯市場交易之主要外國貨幣

- 俄羅斯為因應國際制裁，除要求歐洲進口商需以盧布支付天然氣等費用外，其**跨境國際支付**亦增加使用**人民幣**，致人民幣需求上升，**2023 年**莫斯科交易所之**人民幣外匯交易量**已超越美元，其外匯交易量占所有幣別之**比重為 42%**，較 2022 年之 13% 大幅增加 29 個百分點，成為莫斯科外匯交易最主要貨幣。
- **2024 年 6 月**美國將莫斯科交易所納入制裁名單，**該所宣布停止美元及歐元對盧布之報價**²⁵，致 2024 年 6 月底其**人民幣對盧布交易量**占比高達**99%**，而市場參與者之美元及歐元對盧布等交易則改至**銀行間櫃檯市場**進行。
- 目前莫斯科交易所外匯交易日均量因前述制裁而**萎縮 1/3**至 2,820 億盧布(因無美元及歐元交易)，但如就 6 月全月而言，透過**銀行間櫃檯買賣(主要為歐元及美元)**之**交易量達 13 兆盧布**²⁶。

(2) 人民幣對俄羅斯盧布雖直接報價，惟仍需參考美元對人民幣及盧布之匯率

- 俄烏戰爭以來，全球主要金融市場**停止美元對盧布**相關報價，**歐元對盧布**則因俄國要求歐洲國家以盧布支付天然氣費用²⁷，持續在銀行間報價；而莫斯科交易所受制裁後，匯市參與者仍可在銀行間櫃檯交易取得美元等報價。
- 美元為全球外匯市場交易比重最高之貨幣(2022 年其比重為 88.4%)(分母為 200%)，代表大多數之外匯交易均涉及美元，亦即市場在決定兩種非美元貨幣之匯率時，須參考個別貨幣與美元之匯率交叉換算而得。
- **在 2024 年 6 月莫斯科交易所暫停美元對盧布報價後**，**莫斯科銀行間仍有美元及歐元對盧布之櫃檯買賣匯率**，且交易量大；如觀察其市場上**人民幣對盧布匯率**，可發現此匯價**多隨人民幣對美元匯率變動**而變化；如莫斯科銀行間人民幣對盧布匯率報價為 12.6515，與由美元對人民幣報價(7.09)及銀行間美元對盧布報價(89.7)所換算之匯價相當。

$$\frac{\text{美元}}{\text{盧布}} \div \frac{\text{美元}}{\text{人民幣}} = \frac{\text{美元}}{\text{盧布}} \times \frac{\text{人民幣}}{\text{美元}} = \frac{\text{人民幣}}{\text{盧布}}$$

²⁵ Reuters (2024), "Russia, Hit by New US Sanctions, Halts Dollar and Euro Trade on Main Bourse," Jun. 12.

²⁶ Bloomberg (2024), "Russia's Foreign Exchange Trading Is Now Almost 100% in Yuan," Jul. 10.

²⁷ 根據 Eurostat 統計，2023 年歐盟自俄羅斯進口天然氣及石油相關等能源產品金額達 293 億歐元。

(四) 國際準備貨幣現況：美元國際地位依舊穩固

自 2018 年美中貿易爭端迄俄烏戰爭至今，在地緣政治力傾向中國之金磚國家，因擔憂美元武器化之威脅，因而積極在以非美元貨幣來取代美國在國際準備貨幣各功能上之角色，亦即外界俗稱之「去美元化」。而在非美元貨幣中，又以當前第一大貿易國之貨幣——人民幣，最能做為金磚國家及非美盟友等用來替代美元之貨幣，此亦可由第(二)節分析可知，**人民幣**已透過**國際貿易管道**，使其在中國大陸**跨境結算**或在**國際支付**及**貿易融通**之使用更為頻繁。

1. 當前美元在國際準備貨幣之地位

美元雖面臨前述所謂去美元化挑戰，惟如以國際貨幣各項主要功能而言，美元重要性仍高居首位，並明顯超越第二位之歐元，更遠逾人民幣之重要性；即使就人民幣近年有較大成長之**國際支付占比**而言，實際上美元占比亦呈攀升(因歐元占比下降，詳圖 3)。整體而言，**美元作為最主要準備貨幣的地位仍十分穩固，難以被取代**(圖 6)。

圖 6 當前美元在全球經濟金融仍扮演重要角色



*跨境放款項之統計，人民幣併入其他貨幣計算；

**外匯存底係指 2024 年第一季、國際債券、跨境放款及貿易報價係指 2023 年；

國際支付為 2024 年 6 月，外匯交易為 2022 年

資料來源：Bloomberg、IMF、ECB

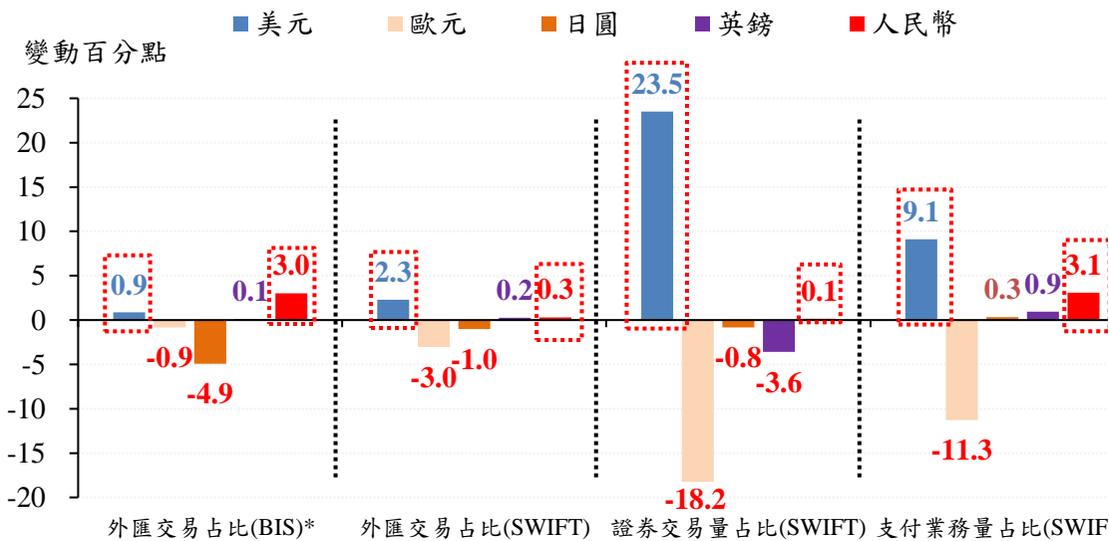
資料來源：SWIFT RMB Tracker August 2024

2. 2018 年以來，美元與人民幣在國際貨幣各種功能之占比互有增減

由於自美中貿易戰以來，去美元化或人民幣取代美元等議題在媒體及國際金融市場上之討論轉趨熱絡，尤其部分涉及人民幣收支或交易似有快速成長現象；以下就幾項常用來衡量國際貨幣地位或重要性指標，來觀察美元及人民幣占比之消長情形。

- (1) 交易媒介：美元在外匯交易、證券交易量及支付業務占比均呈增加，而人民幣占比呈小幅增加；其中，人民幣外匯交易占比增加較大，此應與俄羅斯外匯市場近期變化有關。但在證券交易及支付業務量占比上，美元未受影響反而大幅攀升 23.5 個百分點及 9.1 個百分點，或反映出近年美國科技業展望佳，資金大幅流向美國資本市場(圖 7)。
- (2) 計價單位：美元在跨境放款及貿易融通占比分別減少 3.8 個及 0.4 個百分點，而人民幣貿易融通占比則增加 3.5 個百分點，此反映中國透過國際貿易管道使其占比明顯上升；惟如觀察國際債券流通在外餘額，美元計價占比增加 2.1 個百分點，反映美元深具流動性及近年全球金融市場擴張，有助美元計價國際債券規模擴增(圖 8)。

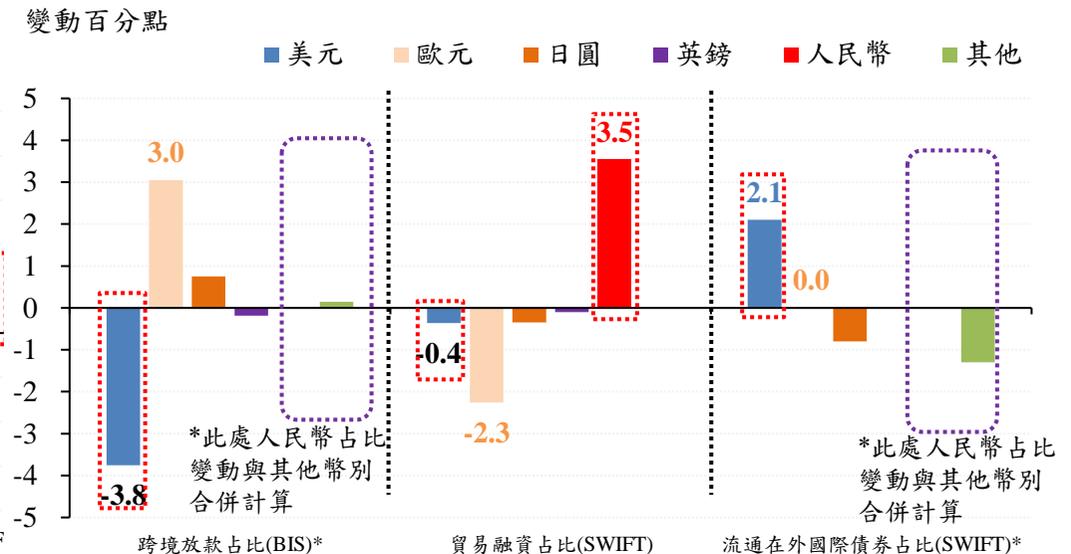
圖 7 2017 年底迄今主要貨幣交易媒介占比變動



*此處外匯交易占比採 2016 年與 2022 年之差異計算

資料來源：BIS、SWIFT

圖 8 2017 年底迄今主要貨幣計價單位占比變動



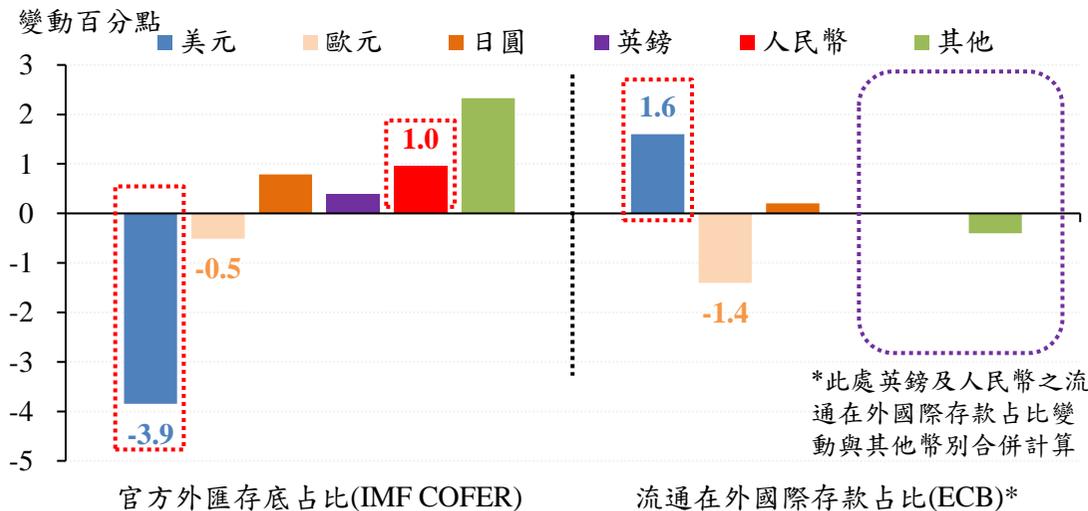
*此處人民幣之跨境放款及流通在外國際債券占比變動與其他幣別合併計算

資料來源：BIS、SWIFT

(3)價值儲藏方面：2018 年初以來，金磚國家出現減持美國公債部位，同時增持黃金部位(專欄 2)，對美元在各國官方準備資產占比，帶來負面影響。如自 2017 年底以來，美元在 IMF 統計官方外匯存底占比**減少 3.9 個百分點**，人民幣及其他貨幣(如澳幣及加幣等)占比則僅分別**小幅增加 1.0 個**及 2.3 個百分點；惟此並不能完全反映民間及官方其他持有美元資產之情形，美元仍為全球投資者最主要之價值儲藏工具。

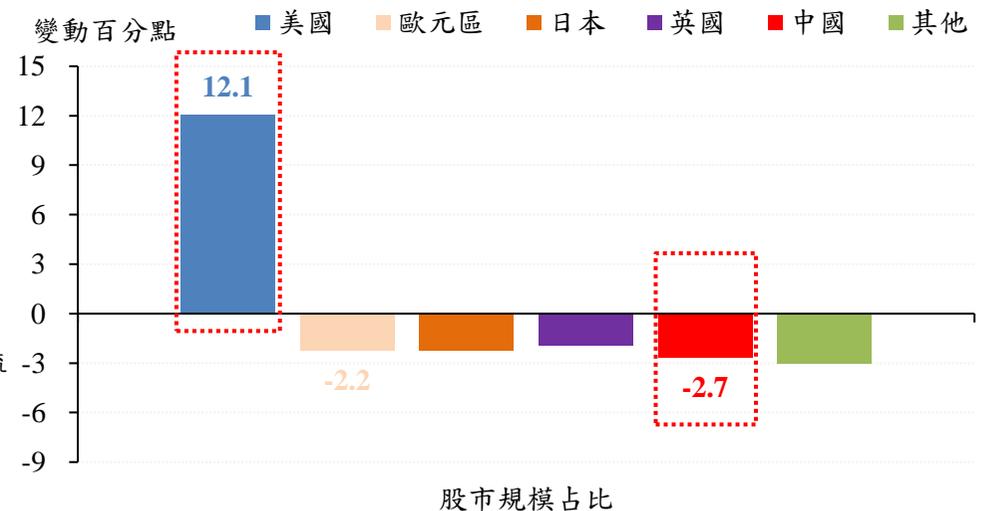
- 近年美國 Fed 積極升息，提升美元收益：如以跨境國際存款而言，美元占比**增加 1.6 個百分點**(圖 9)；而此因素亦反映民間部門及其他各國官方**持續增加對美國長期債券之投資**²⁸；
- 另就股市而言，近年來人工智慧(AI)及雲端科技應用進展驚人，美國科技業享有技術領先優勢，加以其資本市場靈活且具有彈性，有利新公司創設，投資者(含主權財富基金)看好美國科技業前景，吸引資金大量湧進，致 2018 年迄今**美國股市之全球占比增加 12.1 個百分點**(圖 10)(按截至 2024 年 8 月底，美股之全球股市市值占比達**48.5%**)。

圖 9 2017 年底迄今主要貨幣價值儲藏占比變動



資料來源：IMF COFER、ECB

圖 10 2017 年底迄今主要經濟體股市規模占比變動



資料來源：BIS、Bloomberg

²⁸ 自 2018 年年初以來，金磚國家央行雖減持 0.44 兆美元之美國公債(詳專欄 2)，但整體外國投資者仍增持 2 兆美元之美國公債，顯示即使當前美國聯邦債務對 GDP 比率攀升，並未影響外國投資者持有意願。

專欄 2：金磚四國央行減持美債、增持黃金

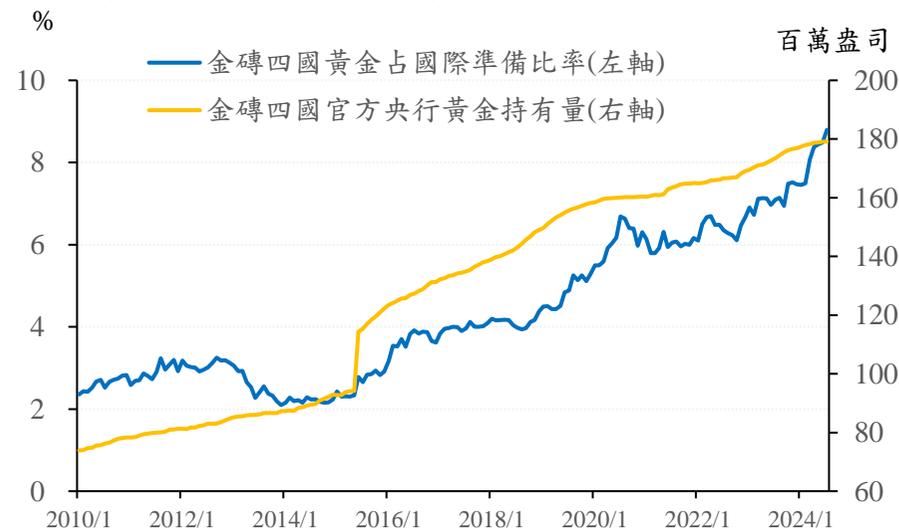
1. **金磚國家減持美國公債**：自 2018 年美中貿易爭端升溫以來，加以 2022 年俄烏戰爭爆發，美歐對俄羅斯祭出嚴厲經濟制裁，其中將美元武器化等措施，迫使其他國家尋找替代方案，以其他投資方式來進行去美元化^{註 1}。如金磚四國央行持有美國公債規模由 2017 年 12 月之 **1.69 兆美元**減少約 **0.44 兆美元**至 2024 年 7 月之 **1.25 兆美元**；同期間渠等持有美國公債對其外匯存底比率亦由 **39.9%**減少約 **12.4 個百分點**至 **27.5%**(專欄圖 1)。
2. **金磚國家增持黃金部位**：自 2018 年以來，金磚四國央行持有黃金規模由 2017 年 12 月之 **138.42 百萬盎司**(4,305 公噸)增加 **40.7 百萬盎司**(1,266 公噸)至 2024 年 6 月之 **179.10 百萬盎司**(5,571 公噸)；同期間渠等持有黃金市值對其國際準備比率亦由 **4.1%**增加約 **4.7 個百分點**至 **8.8%**(專欄圖 2)。

專欄圖 1 金磚四國持有美國公債及其對外匯存底之占比



資料來源: Bloomberg；本行整理

專欄圖 2 金磚四國持有黃金及其對國際準備之占比



*金磚四國持有黃金及其對國際準備之占比上揚，除反映其黃金持有量增加外，亦反映近年來國際黃金價格上揚。資料來源: Bloomberg；本行整理

註 1：Paulo Nogueira Batista Jr. (2024), “The BRICS and De-Dollarisation: Opportunities and Challenges,” *WENHUA ZONGHENG Vol. 2, No. 1*, May. 17；Yifan, Ding (2024), What Is Driving the BRICS’ Debate on De-Dollarisation?” *WENHUA ZONGHENG Vol. 2, No. 1*, May. 17.

3. 美元國際化指數(即國際使用普及度)仍遠逾歐元、日圓、英鎊及人民幣等其他主要貨幣

(1)美國經常帳呈鉅額逆差，**2023 年約 8,130 億美元**，而歐元區順差則為**4,900 億美元**，中國順差亦達**2,640 億美元**(2022 年則高達**4,020 億美元**)，顯示美國經常帳逆差超過歐元區及中國順差之合計；此除反映在官方準備外，其更重要的意涵是，**美國藉由貿易赤字輸出鉅額美元流動性**，並透過**民間之銀行中介功能及資本市場運作**，創造**更多美元計價債券或銀行跨境債權**；下面數據顯示國際市場對美元的倚賴，不減反增，**美元國際使用度更高²⁹**：

- **外幣債券發行**(foreign currency debt issuance)(圖 11)：係指**甲國企業以外幣計價之債券**(而非發行地點)，例如，**台積電發行美元計價(非新台幣計價)公司債**。
- **銀行跨境及外幣計價債權**(international and foreign currency banking claims)(圖 12)：係指**甲國銀行之境外放款及以外幣計價之放款**，例如，**台灣銀行業對美國企業放款及以美元計價之放款**。
- **銀行跨境及外幣計價負債**(international and foreign currency banking liability)(圖 13)：係指**甲國銀行之境外存款及以外幣計價之存款**，例如，**台灣銀行業收受美國企業存款及以美元計價之存款**。

圖 11 外幣債券發行占比

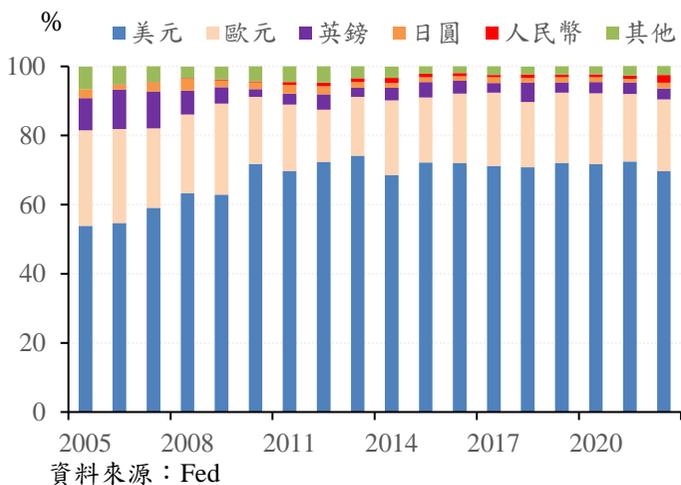


圖 12 銀行跨境及外幣計價債權占比

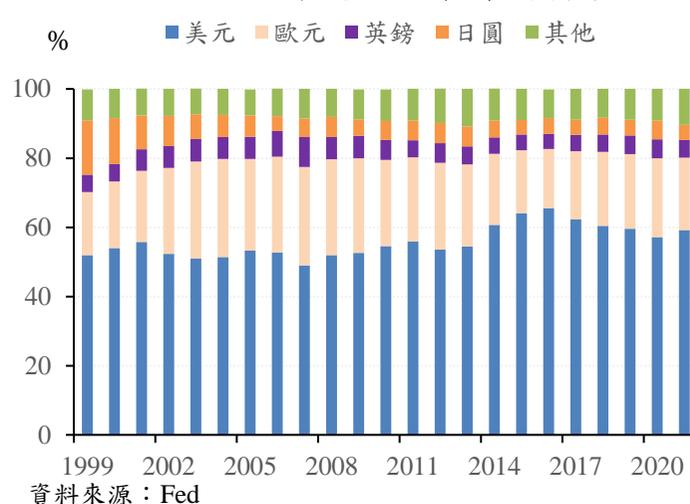
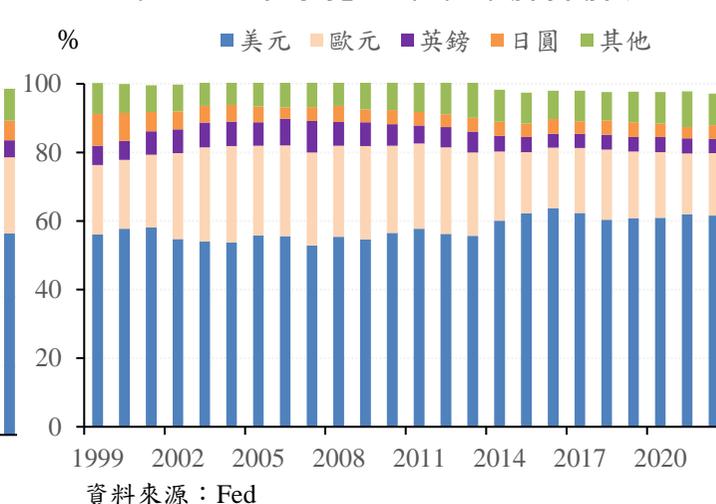


圖 13 銀行跨境及外幣計價負債占比



²⁹ 在 2024 年第一季非居民以美元計價之國際債券流通餘額達**13.5 兆美元**(占比達 46.7%)，光此金額即超過全球外匯存底餘額之 12.35 兆美元；如加計歐元、英鎊等貨幣，以此四大貨幣計價之國際債券規模之占比達 94.7%，以其餘貨幣計價之占比僅 5.3%。

(2) 前述可知，除官方準備及外匯交易量外，亦須由外幣計價之債務餘額及銀行之跨境債權、債務等，來衡量貨幣之國際使用普及度；Fed 研究人員 Curcuru *et al.* (2021) 即綜合前述各項數據進而編製**主要貨幣國際化指數**³⁰。

— Chandan and Popescu (2023) 並依前述方法估計**2022 年美元國際化指數達 69**，遠逾歐元(23.1)、日圓(7.3)、英鎊(6.4)及人民幣(3)等**其他主要貨幣**³¹(如表 4)。就此指數長年觀察而言，**美元重要性持續位於相當高水準**(如圖 14)。

(3) 另根據中國人民銀行發布之「2023 年人民幣國際化報告」指出³²，2023 年第一季**美元、歐元、英鎊、日圓及人民幣之國際化指數分別為 57.7、22.3、7.7、5.5 及 3.3**，此結果亦顯示**美元國際化指數明顯領先其他主要貨幣**。

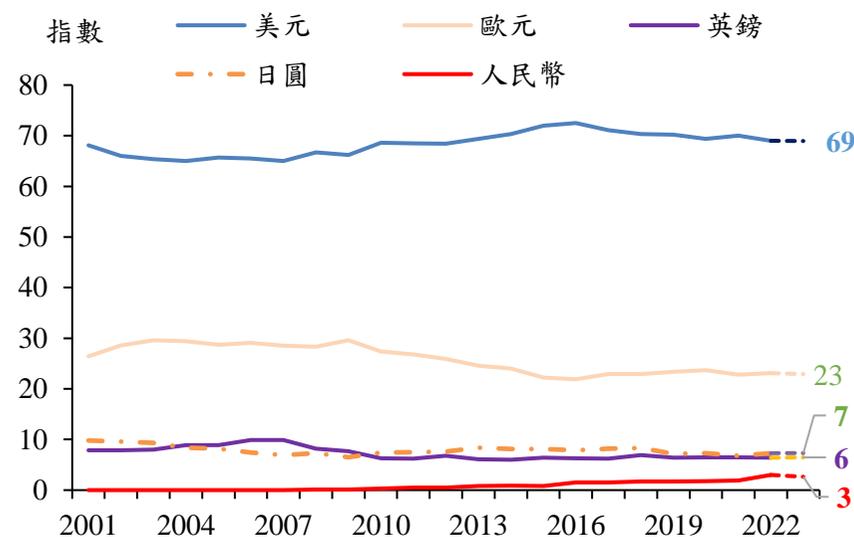
表 4 2022 年主要貨幣國際化指數

單位：百分比

	全球外匯 存底占比 (1)	外匯交 易占比 (2)	外幣債 務發行 (3)	銀行跨境 債權(4)	銀行跨境 負債(5)	國際化指數 (=1+2+3+4+5)
幣別 \ 權重	25%	25%	25%	12.5%	12.5%	100%
美元	58.4	88.0	69.7	58.3	61.6	69.0*
歐元	20.5	31.0	20.7	21.9	18.2	23.1*
日圓	5.5	17.0	1.7	5.6	4.0	7.3*
英鎊	4.9	13	3.2	5	4.1	6.4*
人民幣	2.7	7.0	2.2	-	-	3.0*

* 2022 年主要貨幣國際化指數係取自 Chandan and Popescu (2023)
資料來源：Curcuru *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

圖 14 2001 至 2023 年主要貨幣國際化指數*



* 虛線部分係 J.P. Morgan 對 2023 年之預估值
資料來源：Curcuru *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

³⁰ 該指數係以全球外匯存底占比(權重 25%)；外匯交易占比(權重 25%)；外幣債務發行(權重 25%)；銀行跨境債權(權重 12.5%)；銀行跨境負債(權重 12.5%)等 5 項指標所計算主要貨幣之國際化程度，2020 年美元國際化指數達 66.6，遠逾歐元(24.3)、日圓(8.5)、英鎊(6.6)及人民幣(2.1)(參見 Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz, and Stephanie Curcuru (2021), “The International Role of the U.S. Dollar,” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Oct. 6)。

³¹ Chandan, Meera and Octavia Popescu (2023), “Deciphering De-dollarization: Unfolding Slowly but USD Should Maintain Dominance,” *J.P. Morgan Global FX Strategy*, Jun. 5.

³² 中國人民銀行(2023), 「2023 年人民幣國際化報告」, 10 月。

4. 美元國際地位或因美國債務議題及數位貨幣等科技進展面臨挑戰³³

就經濟規模及貿易量全球占比、強大經濟及軍事實力、金融市場深度、健全金融基礎建設及金融制度等考量，在可預見未來，**美元主導國際準備貨幣地位仍十分穩固**。惟長期而言，下列因素或將影響美元獨大地位之維持：

- (1) **美國債務及財政紀律**：因公共債務攀升、赤字常居高不下，近年**美國政府常面臨觸及舉債上限(debt ceiling)或政府關門等窘境**，如民主、共和兩黨無法妥善因應此問題，導致**聯邦債務持續惡化，將不利美元國際地位**。
- (2) **金融科技及創新崛起**：
 - Fed 研究指出³⁴，支付版圖的移動可能對美元主導地位構成挑戰；如**官方及民間數位貨幣快速成長或減少市場對美元之倚賴**；而消費者及投資者之偏好改變，亦可能**影響其使用美元之效益，進而影響世人使用美元之慣性**。
 - JP Morgan 研究³⁵亦指出，當前**數位交易及非傳統金融架構**正迅速改變全球金融環境，由金融科技發展推動之**支付自主性**可能影響美元扮演中介貨幣(vehicle currency)之角色；報告並指出，相對於中、印等國推動金融科技等數位創新，美、歐在**電子商務活動之占比少於 30%**，此類不利國際美元使用度之風險，有逐年增加趨勢。
 - 虛擬貨幣之影響：大西洋理事會(the Atlantic Council)指出³⁶，在 2024 年 5 月已有高達 134 個國家和貨幣聯盟(占全球 GDP 之 98%)正探索央行數位貨幣(CBDC)之應用；因此，仍宜注意數位貨幣等加密資產之發展，及其是否改變國際貨幣使用之可能³⁷。
 - 惟前述 Fed 研究亦指出，**科技進展亦可能鞏固美元地位**，例如有 **99%穩定幣與美元連結**，隱含加密資產仍以美元交易。

³³ Boocker, Sam and David Wessel (2024), “The Changing Role of the US Dollar,” *Brookings Commentary*, Aug. 23 ; Prasad, Eswar (2024), “Top Dollar: Why the Dominance of America’s Currency is Harder than Ever to Overturn,” *Foreign Affairs*, Jun. 18 ; Cohen, Jared (2024), “Don’t Bet Against the Dollar,” *Goldman Sachs Market Insights*, Jun. 13.

³⁴ 參見 Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz, and Stephanie Curcuru (2023), “‘The International Role of the U.S. Dollar’ Post-COVID Edition,” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Jun. 23)。

³⁵ Chang, Joyce, Jan Loeys, Alexander Wise and Mohammed Hossain (2024), “Dollar’s Demise: Not So Fast,” *J.P. Morgan Strategic Research*, Sep. 4.

³⁶ Kumar, Ananya, Alisha Chhangani, Leila Hamilton, and Jessie Yin(2024), “Central Bank Digital Currency Tracker,” *Atlantic Counsel*, May.

³⁷ 如媒體報導，俄羅斯在 2024 年 9 月開始實驗加密貨幣支付，並可能在明(2025)年設置加密貨幣交易所，以協助境內企業解決國際貿易結算之支付難題；另除目前已有 159 個參與者、超過 20 國採用之 SPFS 外，該國近期亦倡議新支付平台 BRICS Bridge，並希望與 SWIFT 系統抗衡，降低國際市場使用美元之必要性。

(五) 結論

1. 美中貿易爭端及俄烏戰爭等地緣政治發展，一些國家基於歐美經貿制裁中所隱含「美元武器化」之疑慮，因而有**去美元化**動機；而此現象主要顯現在**跨境貿易以非美元貨幣結算**，部分國家(如**金磚四國**)**減持美債、增持黃金**，以及外匯市場不以美元報價等交易活動。尤其，**人民幣在跨境貿易使用上出現較大成長**，各界更加關注人民幣及美元國際地位消長問題。惟本文分析可知，**目前前述變化尚屬有限**，要以人民幣去美元化，尚面臨諸多限制。
2. 其主要原因在於**前述國家(如金磚四國)彼此之貿易量在全球貿易量上仍屬有限**，歐美仍為各國最出要之出口對象，尤其**美國為最大貿易逆差國**，因而**輸出鉅額美元流動性**，並在民間之銀行中介功能及資本市場運作下，創造更多**美元計價債券及銀行跨境債權**；加以美元貨幣債信穩定、金融交易自由且市場成熟度高，**近年來國際金融市場對美元之倚賴不減反增**，**美元國際使用度更高**，同時，如考量藉由美元所帶動之**全球金融循環**，其影響力更大。
3. 而**中國為貿易順差國**，各國與中國之雙邊貿易如均以人民幣結算，人民幣對境外市場之淨挹注為負值(即流出小於流入)，因此，欲透過貿易結算來提升人民幣國際使用普及度之成效將受限；加以中國**金融市場自由度較低**，仍有**資本移動限制**，致境內**人民幣尚無法完全自由兌換**；且在當前所面對之經濟問題下，中國亦可能延緩資本自由化措施；前述因素均不利國際投資者持有人民幣資產。
4. 尤其，美元為外匯市場最主要貨幣，大多數**外匯交易均須透過美元**；因此，美元在國際匯市上報價最具效率、價格最為透明，且最易拋補；一國跨境貿易如**改採流動性較低或交易量較小之貨幣來結算**，反可能因其**清算效率較低或難以避險**，進而**增加交易或管理成本**。換言之，基於政治考量之去美元化，並非有利於金融市場發展。
5. 近年美國債務議題及金融科技所推動之支付自主性進展(如部分國家為因應美元武器化，正建立新跨境支付標準或使用虛擬資產等)，均可能影響美元之國際使用度，進而對其國際地位帶來風險；惟如以貨幣國際化程度相關指數觀察，美元仍為當前最被普遍使用貨幣，**美元計價資產及美元外匯交易仍主導全球金融市場**。換言之，**去美元化並不容易**，**美元資產仍持續受全球投資人青睞**；各界咸認，在可預見未來，**美元主導國際貨幣體系之地位無虞**。

六、莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹

Fed 主席 **Powell** 於本(2024)年 8 月 Jackson Hole 央行年會指出，美國通膨已顯著朝向目標回落，然**勞動市場下行風險**逐漸顯現，且不樂見美國勞動市場進一步放緩，暗示未來降息路徑之考量將更側重於勞動市場之後續發展，倘若美國勞動市場明顯放緩，Fed 或將擴大降息幅度。

爰此，近期市場高度關注**莎姆法則(Sahm Rule)**，以失業率、職缺率、就業人口比率等指標來檢視美國勞動市場狀況，試圖推敲美國經濟前景。目前四種 Sahm Rule 指標顯示，**美國經濟面臨衰退的可能性已然升高**；另其他美國勞動市場指標亦顯示，**當前美國勞動市場已較 2019 年疫情前疲弱**。

尤其在本年 8 月初美國勞動部公布就業市場相關數據，失業率攀升至 4.3%且新增非農業就業人口亦不如預期，市場認為美國陷入衰退或經濟硬著陸(hard landing)風險大增，預期 Fed 將大幅降息；加以日本央行因國內通膨與薪資成長形成良性循環而持相對鷹派立場，使得以日圓為融資貨幣(funding currency)的**利差交易(carry trade)迅速大規模平倉**，並導致全球金融市場一度大幅震盪。

歷史經驗顯示，**以低利率貨幣融資**，再將資金**投資於較高收益資產之利差交易**策略，常盛行於貨幣政策路徑較明朗且金融資產價格波動度低的時期；然一旦經濟情勢與市場預期轉變，經濟金融不確定性上升期間，即可能迫使以此高度槓桿操作的利差交易部位快速平倉，進一步加劇金融資產價格波動。

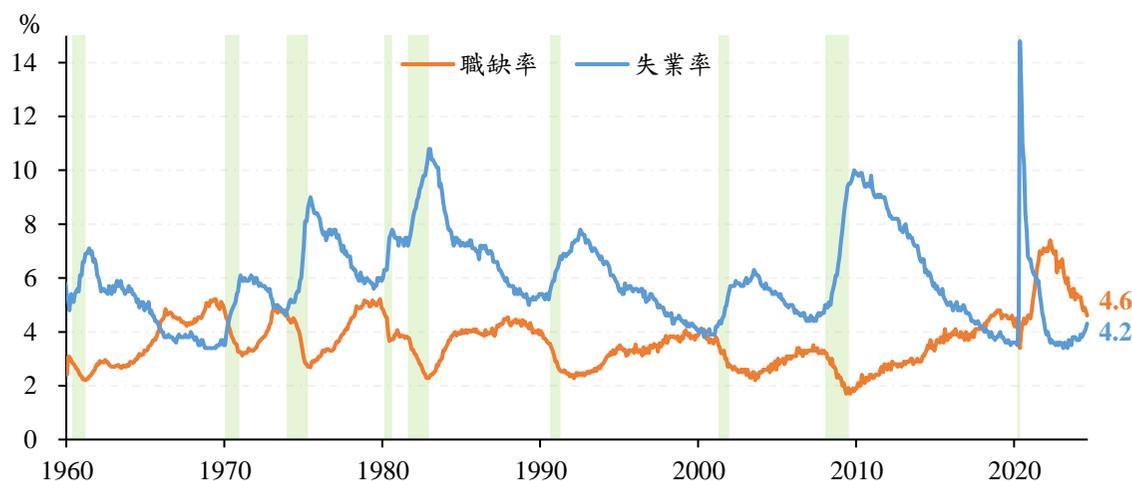
在當前美國就業數據走弱，以及美、日貨幣政策走向分歧下，**美股曾一度重挫、波動度飆升**，同時亦使**日圓利差交易大幅平倉**，**日圓因而大幅升值並伴隨日股下跌**。在此金融情勢下，本文探討近期兩項頗為市場所關注之重要議題供各界參考；一為與就業市場息息相關並常被用以判斷美國經濟是否步入衰退的指標—莎姆法則；另一項為造成近期金融市場大幅震盪的日圓之利差交易。

(一) Sahm Rule 及進階版 Sahm Rule 之解讀

1960 年迄今美國經濟共陷入 9 次經濟衰退¹，一般而言，美國失業率²(圖 1 藍線)將於經濟衰退期間上揚，爰 Fed 前經濟學家 Claudia Sahm 提出莎姆法則，用失業率是否觸及 Sahm Rule 門檻，來辨別美國經濟會否陷入衰退。Michaillat and Saez (2024)進一步指出³，美國經濟陷入衰退前，除失業率攀升外，職缺率⁴(圖 1 橘線)亦迅速下滑，爰提出同時考量失業率及職缺率之進階版 Sahm Rule，協助辨別美國經濟是否陷入衰退。

本文謹就 Sahm Rule 及進階版 Sahm Rule 進行說明(另尚有二種延伸版 Sahm Rule，綜合比較詳專欄 1)。

圖 1 過去美國經濟衰退前夕，失業率多呈攀升，職缺率則下降*



*綠色陰影表示 NBER 定義之美國經濟衰退期間

資料來源：本行整理

¹ 美國全國經濟研究所(the National Bureau of Economic Research, NBER)將經濟衰退定義為整體經濟活動顯著下降的一段期間。NBER 衡量整體經濟活動的每月指標包含非農就業人口變動數(nonfarm payroll employment)、總就業人數(total employment measured by the household survey)、工業生產指數(industrial production index)、實質個人所得(real personal income less transfers)、實質個人消費支出(real personal consumption expenditures)及實質製造業及商業銷售(manufacturing and trade industries sales adjusted for price changes)。季度指標包含實質 GDP 及 GDI。參見 NBER 網站 <https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-procedure-frequently-asked-questions> 及 St. Louis Fed 之 FRED 網站 <https://fredaccount.stlouisfed.org/public/dashboard/84408>。

² 失業率(unemployment rate)：當月失業人數/總勞動人數。

³ Michaillat, Pascal and Emmanuel Saez (2024), "Has the Recession Started?" *arXiv Accessibility Forum working paper*, Aug.

⁴ 職缺率(job openings rate)：當月最後一個工作日的職缺數/(整體勞動市場就業人數+職缺數)。

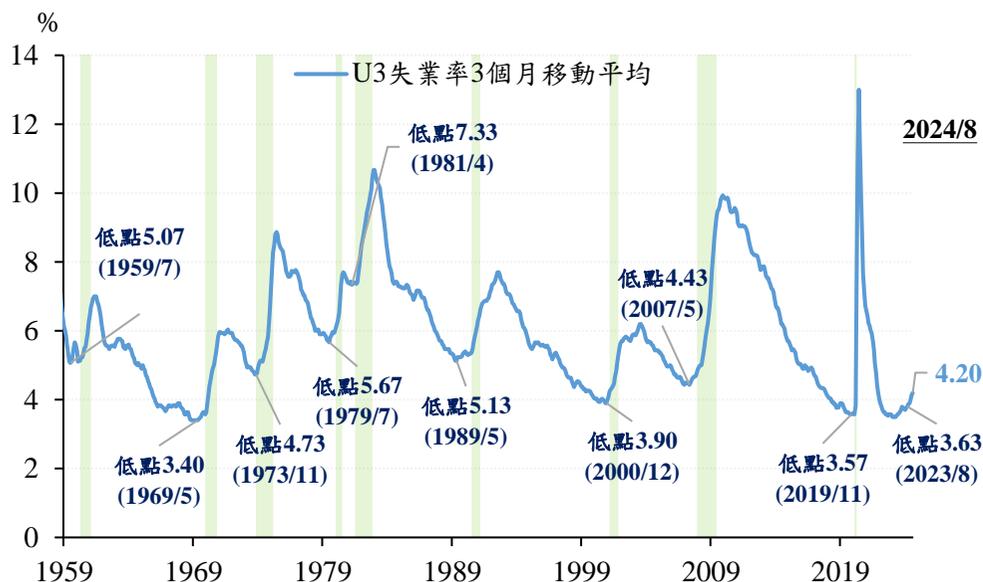
1. Sahm Rule 指標(依據失業率變動所編製)

(1) 原始 Sahm Rule 指標定義：倘若美國 U3 失業率⁵之 3 個月移動平均較其過去 12 個月期間⁶最低點上揚達 0.5 個百分點，則隱含美國經濟可能陷入衰退。

— 舉例說明：本年 8 月失業率之 3 個月移動平均為 4.20%(圖 2)，過去 12 個月期間(即 2023/8~2024/7)之 3 個月移動平均最低點為 3.63%，爰原始 Sahm Rule 指標為 0.57 個百分點(=4.20%-3.63%)，已觸及臨界值(0.5 個百分點)(圖 3)。

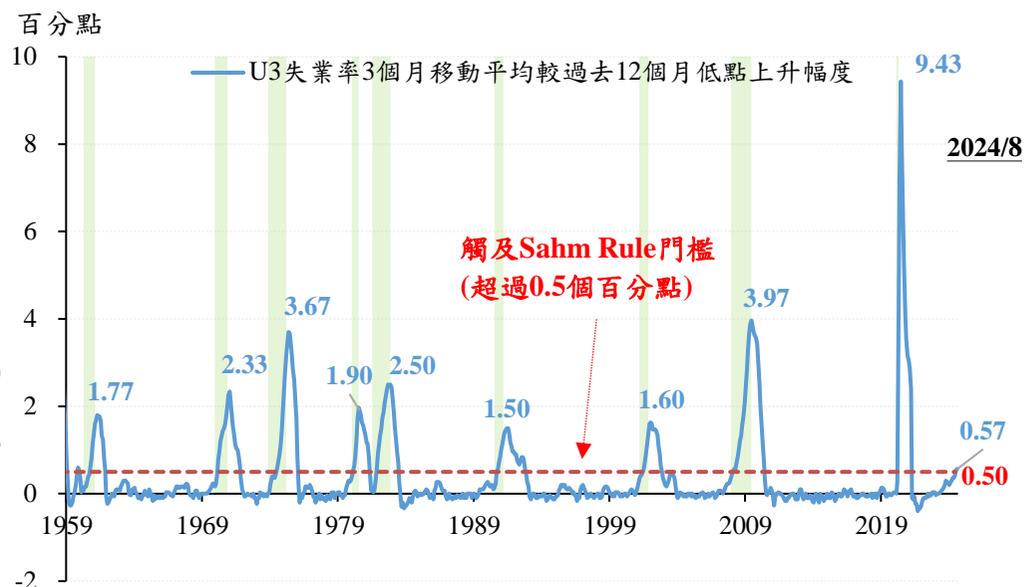
(2) 惟近期美國經濟仍呈成長，故 Sahm 本人淡化當前美國經濟陷入衰退的可能性⁷，指出本次失業率上揚主要反映勞動供給增加(尤其移民勞動人口面臨摩擦性失業)，而非勞動需求減少，因此當勞動市場面臨結構性轉變，將影響該指標之解讀。

圖 2 近期美國失業率開始自低點攀升*



*綠色陰影表示 NBER 定義之美國經濟衰退期間
資料來源：本行整理；NBER

圖 3 本年 8 月美國失業率已觸及 Sahm Rule 門檻*



*以 2024/8 為例，此處過去 12 個月期間係指 2023/8~2024/7；綠色陰影表示 NBER 定義之美國經濟衰退期間

資料來源：本行整理；NBER

⁵ U3 失業率：過去 4 週失業但是積極尋找工作者之人數/總勞動人數。

⁶ 根據 Claudia Sahm 之原始定義，過去 12 個月期間係指不含當月之過去 12 個月。

⁷ Sahm, Claudia (2024), "My Recession Rule Was Meant to Be Broken: Claudia Sahm," *Bloomberg Opinion*, Aug. 7.

2. 進階 Sahm Rule 指標(依據失業率及職缺率變動所編製)

鑑於原始 Sahm Rule 指標已觸及臨界值，然美國經濟仍具韌性，爰 Michailat and Saez (2024)提出進階版法則。

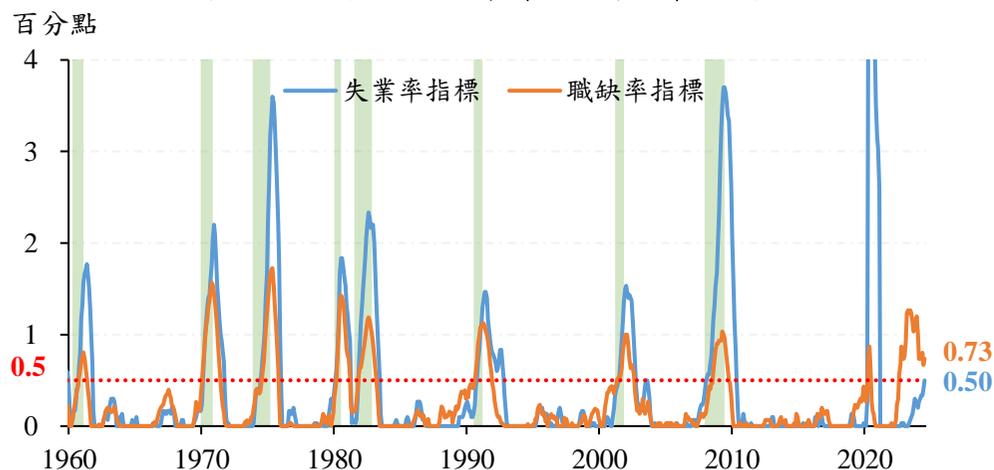
(1)進階 Sahm Rule 指標定義：取**職缺率指標**與**失業率指標**之較小值，倘若進階指標介於**0.3 個百分點**與**0.8 個百分點**之間，隱含**美國經濟可能陷入衰退**；若進階指標大於**0.8 個百分點**，則**美國經濟確定陷入衰退**。

- **職缺率指標**：職缺率之3個月移動平均較過去12個月期間⁸最高點下降幅度(圖4 橘線)。
- **失業率指標**：**U3 失業率**之3個月移動平均較過去12個月期間最低點上揚幅度(圖4 藍線)。

(2)舉例說明：

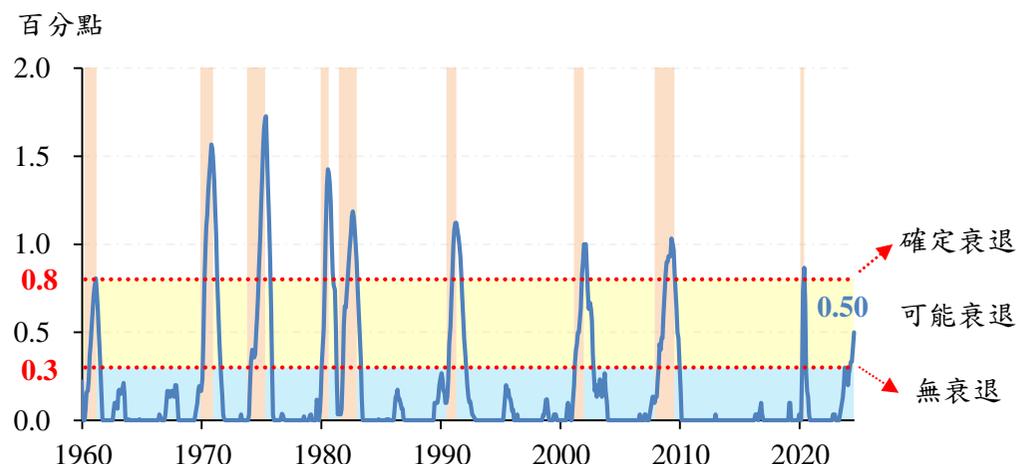
- 本年7月職缺率之3個月移動平均為4.77%，過去12個月期間3個月移動平均最高點為5.50%，爰**職缺率指標**為**0.73 個百分點**(=5.50%-4.77%)。
- 同月失業率之3個月移動平均為4.13%，過去12個月期間3個月移動平均最低點為3.63%，爰**失業率指標**為**0.50 個百分點**(=4.13%-3.63%)。
- 取兩者較小值，則**進階 Sahm Rule 指標**為**0.5 個百分點**(圖5)，介於經濟**可能陷入衰退之臨界值區間**。

圖4 進階版之失業率及職缺率指標*



*綠色陰影表示 NBER 定義之美國經濟衰退期間
資料來源：Michailat and Saez (2024)；本行整理

圖5 進階 Sahm Rule 指標與美國經濟衰退期間*



*橘色陰影表示 NBER 定義之美國經濟衰退期間
資料來源：Michailat and Saez (2024)；本行整理

⁸ 根據 Michailat and Saez (2024)之定義，過去12個月期間係指包含當月之過去12個月。

專欄 1：四種莎姆法則之比較

謹簡要說明**原始版 Sahm Rule**、**進階版 Sahm Rule**，以及兩款延伸版之**就業人口比 Sahm Rule**¹⁰、**三合一 Sahm Rule**¹¹。

	原始版 Sahm Rule	進階版 Sahm Rule	就業人口比 Sahm Rule	三合一 Sahm Rule
提出者	Claudia Sahm	Michaillat and Saez	UBS	Morgan Stanley
指標定義	原始 Sahm Rule 指標： 失業率之 3 個月移動平均較過去 12 個月期間最低點上升幅度	進階 Sahm Rule 指標： 取職缺率與失業率指標較小值 —職缺率指標：職缺率之 3 個月移動平均較過去 12 個月期間最高點下降幅度 —失業率指標：失業率之 3 個月移動平均較過去 12 個月期間最低點上揚幅度	UBS Sahm Rule 指標： 就業人口比 ⁹ 之 3 個月移動平均較過去 12 個月期間最高點下降幅度	Morgan Stanley Sahm Rule 指標： 前述進階 Sahm Rule 指標與 UBS Sahm Rule 指標取較小值
判斷標準	指標 大於 0.5 個百分點 表示美國經濟陷入衰退	1. 指標 小於 0.3 個百分點 ：美國經濟 並未陷入衰退 2. 指標 介於 0.3 個百分點與 0.8 個百分點之間 ：美國經濟 可能陷入衰退 3. 指標 大於 0.8 個百分點 ：美國經濟 確定陷入衰退	指標 大於 0.5 個百分點 表示美國經濟陷入衰退	1. 指標 小於 0.2 個百分點 ：美國經濟 並未陷入衰退 2. 指標 介於 0.2 個百分點與 0.8 個百分點之間 ：美國經濟 可能陷入衰退 3. 指標 大於 0.8 個百分點 ：美國經濟 確定陷入衰退
最新值	0.57 個百分點 (本年 8 月)	0.5 個百分點 (本年 7 月)	0.37 個百分點 (本年 8 月)	0.33 個百分點 (本年 7 月)
目前陷入經濟衰退機率	未提供	40%	未提供	22%
準確度	1960 年至 2020 年可有效辨別經濟衰退	1930 年至 2020 年可有效辨別經濟衰退	1960 年至 2020 年間有 3 次假訊號(1963 年、1968 年、2003 年)	1960 年至 2020 年間有 2 次假訊號(1963 年、1995 年)
與實際經濟衰退開始月份之平均差距(落後)	2.6 個月	1.4 個月	3.2 個月	2.2 個月

資料來源：Michaillat and Saez (2024)；Pingle *et al.* (2024)；Hornbach (2024)；本行整理

⁹ 就業人口比(employment-population ratio)：當月總就業人數/16 歲以上民間公民數。

¹⁰ 鑑於失業率上揚亦可能為勞動供給增加所致，進而影響 Sahm Rule 之判讀，爰 UBS 分析師 Pingle *et al.* (2024) 另行提出就業人口比 Sahm Rule (參見 Pingle, Jonathan, Abigail Watt, Alan Detmeister, Amanda Wilcox and Pierre Lafourcade (2024), “How Many Rate Cuts? When? Soon?” *UBS US Economics Weekly*, Aug. 15)。

¹¹ Hornbach, Matthew (2024), “Did ‘Sahm’-One Say Recession?” *Morgan Stanley Global Macro Strategy*, Aug. 16.

3. 部分美國勞動市場指標顯示，當前美國勞動市場已較 2019 年疫情前疲弱

- (1) 本年 8 月 Fed 主席 Powell 於全球央行年會指出¹²，當前勞動市場逐漸降溫且已較 2019 年疫情前疲弱，如本年就業成長趨緩、職缺率下滑、職缺對失業比率約回到疫情前水準、雇用率¹³及辭職率¹⁴則低於 2018 年及 2019 年水準，而名目薪資成長亦呈現趨緩。此外，Conference Board 勞動市場差異指標¹⁵、Kansas Fed 勞動市場狀況指數(LMCI)¹⁶及失業率與自然失業率差距¹⁷等指標均不及疫情前水準(表 1)。
- (2) 本年 7 月全美 50 州中合計 28 州失業率高於其 2019 年平均；同月合計 16 州(16 州勞動人數合計占整體勞動人數比率 38%)觸及 Sahm Rule 門檻。

表 1 美國勞動市場觀察指標

	最新值 (1)	2019 年平均 值 (2)	差異 (3)=(1)-(2)	勞動市場相較 2019 年情況
雇用率	3.5% (2024/7)	3.9%	-0.4 個百分點	惡化
解雇率	1.1% (2024/7)	1.2%	-0.1 個百分點	未惡化
職缺率	4.6% (2024/7)	4.5%	0.1 個百分點	未惡化
職缺對失業比率	1.07 (2024/7)	1.23	-0.16	惡化
辭職率	2.1% (2024/7)	2.3%	-0.2 個百分點	惡化
Conference Board 勞動市場差異指標	16.4 (2024/8)	33.2	-16.8	惡化
Kansas Fed 勞動市場狀況指數(LMCI)	0.53 (2024/8)	0.95	-0.42	惡化
失業率與自然失業率差距	-0.2 個百分點(2024/8)	-0.9 個百分點	0.7 個百分點	惡化

資料來源：本行整理；Kansas Fed

¹² 惟近期失業率上揚，主要反映勞動供給大幅增加及雇用率下滑，並非如過去景氣低迷期間由解雇率上揚所帶動(詳 Powell, Jerome H. (2024), “Review and Outlook,” Jackson Hole remarks, Aug. 23)。

¹³ 雇用率(hire rate)：當月總雇用人次/整體勞動市場就業人數。

¹⁴ 辭職率(quit rate)：當月辭職人次/整體勞動市場就業人數。

¹⁵ 係指 Conference Board 訪查工作眾多指數(jobs plentiful)減掉工作難找指數(hard-to-get)之淨差異，該數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大。

¹⁶ 原文全名為 labor market conditions index，該指標係 Kansas Fed 綜合美國就業人口比率、勞動力參與率、失業率、職位空缺數、離職率、初領失業救濟金人數等 24 項勞動市場指標編製。

¹⁷ 此處以美國 U3 失業率扣除國會預算辦公室(CBO)估計之自然失業率計算，當兩者差距越大，表示勞動市場趨於緩和。

(二) 利差交易(carry trade)

1. 利差交易簡介

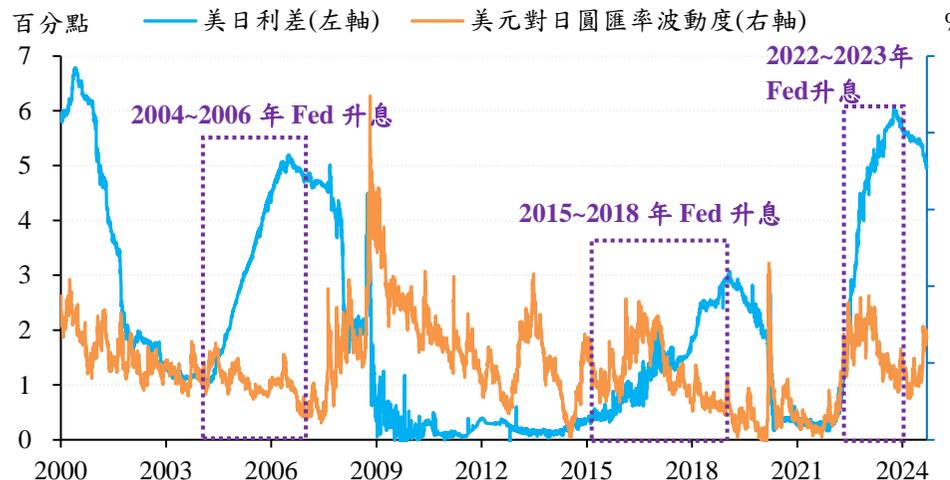
(1) 利差交易定義：原指投資者借入低利率之貨幣，並將資金投資於較高利率之貨幣(狹義定義)，後泛指以低利率貨幣融資，再將資金投資於較高收益資產(廣義定義)之交易策略。

(2) 利差交易特點：旨在利用投資標的與融資貨幣之利差，以及匯率與資產價格之低波動度獲利，並以期貨等衍生性工具槓桿操作放大投資收益；在市場平穩時獲取小額穩定之報酬，惟市場劇烈波動時將迅速產生損失¹⁸。

(3) 以融資日圓並投資美元之利差交易為例：

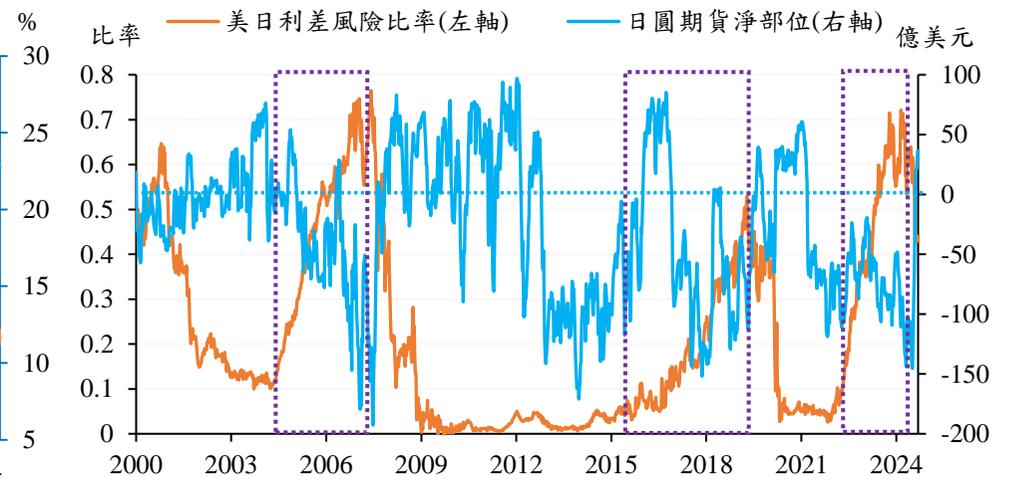
- 在美國升息循環期間(如 2004~2006 年及 2015~2018 年)，美日利差(carry)擴大加以匯率波動(risk)相對平穩(圖 6)，致利差風險比率(carry-to-risk ratio)逐步攀升(圖 7)，並吸引借日圓買美元之期貨淨空單部位增加(圖 7)；
- 一旦情勢反轉(如 2008 年金融危機爆發及 2020 年疫情爆發)，利差風險比率下降，該部位便迅速大幅平倉。

圖 6 美日利差及美元對日圓匯率波動度*



*美日利差(carry)以 3 個月期美元存款利率減 3 個月期日圓存款利率衡量；美元對日圓匯率波動度(risk)採用 3 個月期匯率選擇權之隱含波動率；資料來源：本行整理

圖 7 Fed 升息致美日利差風險比率及日圓期貨淨空單攀升*



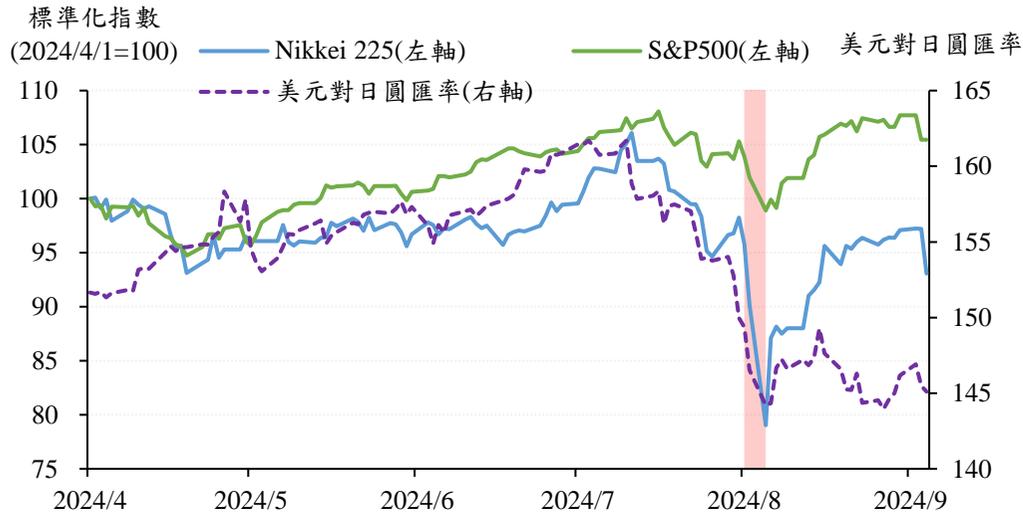
*利差風險比率為美日利差除以匯率波動度；日圓期貨淨空部位採用美國商品期貨交易委員會(CFTC)之日圓投機性期貨部位；資料來源：本行整理

¹⁸當資產價格波動度上升時，將導致投資者出售資產以填補槓桿部位之保證金要求或是購買選擇權或 VIX 期貨以避險，進一步加劇波動性(參考 Brunnermeier, Markus, Stefan Nagel and Lasse Pedersen (2008) “Carry Trades and Currency Cashes,” *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 23, no. 1; Goto, Yujiro, Jin Moteki, Yusuke Miyairi and Tomoki Hideshima (2024), “Significant Position Unwinding, and What is USD/JPY’s Next Move?” *Nomura JPY Weekly*, Aug. 9)。

2. 近期金融市場出現波動與利差交易之關係

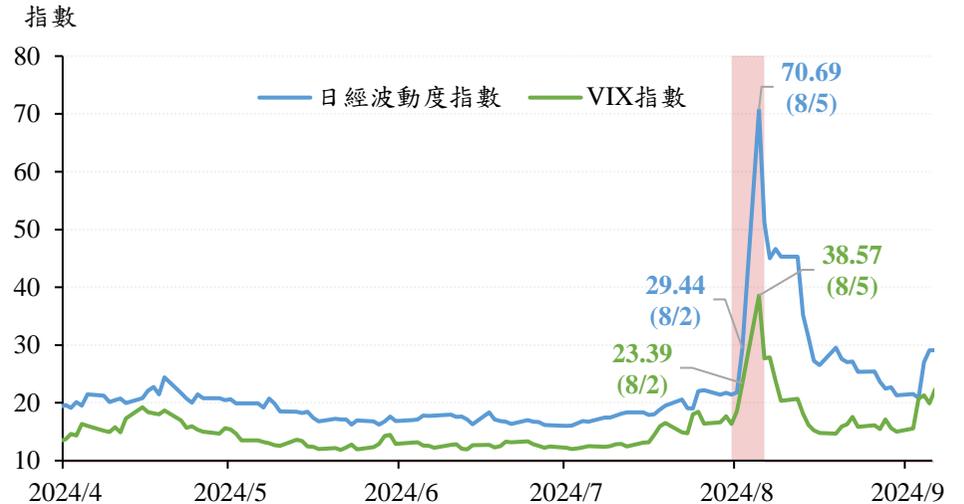
- (1) 本次 2022~2023 年 Fed 大幅升息期間，隨美日利差風險比率不斷攀升至接近歷史高峰，融資日圓並投資美元資產之利差交易再度盛行。
- (2) 本年 7 月以來市場預期美國 Fed 可能降息，惟日本 BoJ 因國內通膨與薪資成長形成良性循環而調升政策利率，美日利差縮小致美元對日圓貶值，且美元對日圓匯率波動度上升(前頁圖 6)；尤其 8 月 2 日美國公布就業數據疲弱，市場擔憂美國經濟恐陷入衰退，預期 Fed 將大幅降息，加以 BoJ 持相對鷹派立場，致美股及日股均大幅下跌，日經指數 8 月 5 日單日跌幅 12.4%，S&P 500 指數下跌 3%(圖 8)，且股市波動度飆高，日經波動度指數飆升 140%(由 29.4 上漲至 70.7)，VIX 指數上升 65%(由 23.4 上漲至 38.6)(圖 9)。
- (3) 在預期美日利差縮小、匯率與資產價格波動度飆升之下，日圓利差交易部位迅速大規模平倉(即賣出美股與美元並償還日圓借款)，進一步推升日圓並加劇金融資產價格波動。

圖 8 S&P500 指數、日經指數及美元對日圓匯率在 8 月 5 日均大跌



資料來源：本行整理

圖 9 VIX 指數及日經波動度指數在 8 月 5 日均呈現上揚



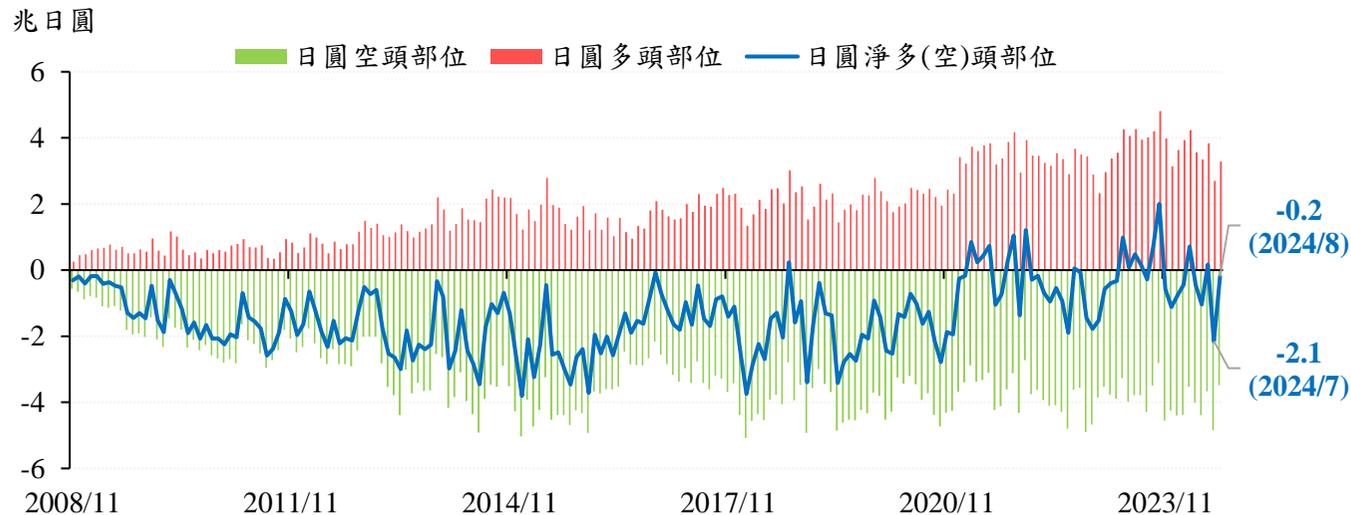
資料來源：本行整理

專欄 2：日圓利差交易規模

利差交易之參與者與所投資資產廣泛，不易**確切估計其規模**。較狹義的規模，一般而言多由集中市場(如 CFTC)之日圓期貨部位(如圖 7)，或由店頭市場之日圓外匯保證金部位觀之；而 BIS 經濟學家 Aquilina *et al.* (2024)利用 BIS 全球銀行資產負債表之跨境資產資料，推估較廣義的規模¹⁹。謹臚列如下：

1. **日本店頭市場零售外匯保證金交易之日圓部位**(專欄圖)：本次動盪前淨空頭部位達 **2.1 兆日圓**(148 億美元)。
2. **外國銀行日本分行「跨境資產」(inter-office assets)**：本次動盪前，此項規模達 **14 兆日圓**(900 億美元)。
 - 外國銀行在日本的分行，可向日本其他銀行以同業拆借利率借入低利率日圓資金，兌換為美元貸放給總行，則該銀行日本分行將有「**跨境資產**」。總行可能將此資金貸放給客戶，或自行**投資於高利率的美元金融產品**。
3. **全球銀行對日本境外非銀行部門之「日圓計價貸款」**：在疫情後迅速上升，本年 3 月時規模達 **40 兆日圓**(2,500 億美元)。

專欄圖 日本店頭市場零售外匯保證金交易之日圓部位



資料來源：日本金融期貨協會(FFAJ)；本行整理

¹⁹ 參考 Aquilina, Matteo, Marco Lombardi, Andreas Schrimpf and Vladyslav Sushko (2024), “The Market Turbulence and Carry Trade Unwind of August 2024,” *BIS Bulletin*, Aug. 27。

3. 利差交易之影響

- (1) BIS (2024)指出，本次金融市場動盪造成的日圓利差交易平倉旋即平息，金融市場並未失序，顯示市場流動性尚具韌性。
- (2) 惟本次平倉很可能僅限於狹義定義之利差交易(如日圓投機性期貨部位)，且部分遭平倉之日圓投機性期貨部位已迅速重建(圖 10 黃線)；而較廣義定義之利差交易(如借日圓資金投資高風險性資產之部位)很可能仍未平倉，**槓桿投資行為仍普遍存在**。
- (3) **金融市場過度槓桿化導致投資人面對市場波動時需做出劇烈反應**，若市場處於缺乏流動性之狀態，大規模**去槓桿化將導致市場波動進一步加劇**。

圖 10 本年 8 月迄今日圓投機性期貨未平倉部位下降後迅速重建



資料來源：美國商品期貨交易委員會(CFTC)；本行整理

七、美中貿易衝突以來，台灣、日本及南韓外貿結構變化之比較分析

2018年以來，非預期重大事件接踵而至，國際經貿情勢巨變，全球歷經美中爭端加劇、COVID-19 疫情肆虐、供應鏈瓶頸，加上俄烏戰爭未息，凸顯核心生產基地過度集中之脆弱性，主要國家積極推動供應鏈在地化、多元化及區域化發展，重塑各國投資及貿易結構。

台日韓出口主力為電子資通訊產品、運輸工具及機械，屬全球價值鏈密集型¹(GVC-intensive)產品，且居中國大陸供應鏈的上游，扮演此波供應鏈重組的核心角色，經貿結構將深受影響。另一方面，中國大陸因應美國高科技封鎖，擴大成熟製程半導體發展，並積極發展科技屬性的新三樣，包含電動車、太陽能電池與鋰電池，恐再度對各國產業及勞動市場造成衝擊，亦可能影響台日韓的外貿表現。

大國角力改變全球投資及貿易的結構與流向，企業面臨撤資、搬遷及轉移投資的現象增加，意味著生產及貿易的成本將提高，以及爭取在地化投資的競爭更加激烈。近年美國積極降低對中國大陸製造的依賴，上(2023)年對中國大陸貿易入超較2018年縮減逾千億美元，看似達成其政策目標；惟全球供應鏈重組及貿易轉向下，美中之間的貿易連結由直接轉為間接，變得更加迂迴，且造成美國對中國大陸的貿易失衡轉至台日韓等其他國家，致其對台日韓等國入超擴大，未來可能引發美國與其盟友間的貿易摩擦。另一方面，美中爭端及中國大陸擴產運輸工具及新三樣產品，亦造成周邊國家與中國大陸經貿的競合關係更為複雜。因應新的分工模式，國內企業已加快布局，在風險中把握機遇，爰就台日韓共同面對的變局及外貿結構變化撰文供參。

¹ 隨全球化風潮，加上資訊科技進步，運輸及通訊成本大幅下降，愈來愈多廠商將原在一個定點的價值鏈細分為數個部分後，分散或外包至不同國家進行，形成全球價值鏈(Global Value Chains, GVCs)，而 GVC 密集型(GVC-intensive)產業係指出口總額中，國外附加價值所占比重較高者。在製造業中，GVC 密集型產業區分為 1.高科技產業：包括汽車、電子產品及機械設備；以及 2.中低技術含量產業：紡織及服飾業。詳 UNCTAD (2020), World Investment Report 2020。

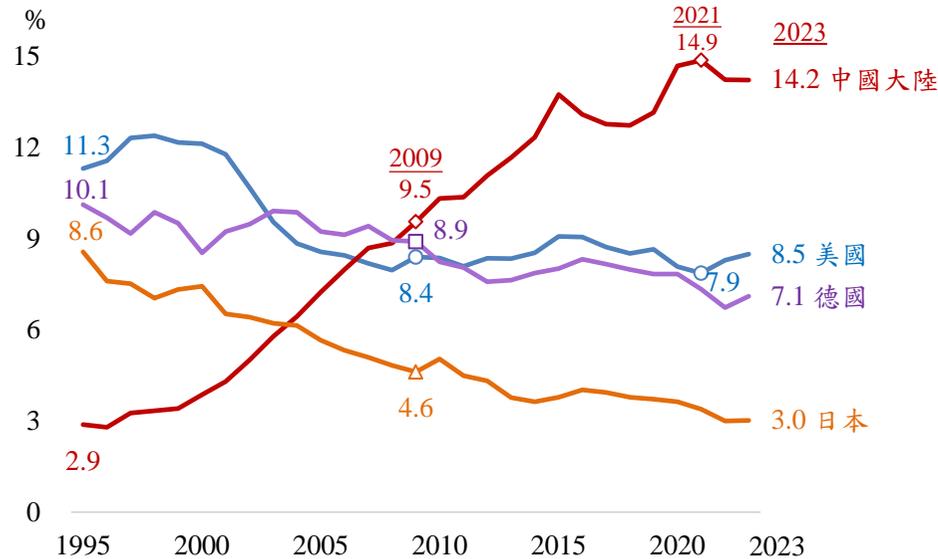
(一)2018 年以來，美中貿易衝突等非預期重大事件接踵而至，全球經貿情勢巨變

1. 2018 年美中貿易衝突加劇，主要國家積極推動**供應鏈重組**，**降低對中國大陸製造的依賴**。

(1)2001 年中國大陸加入 WTO 後，吸引全球外資直接投資(FDI)大量流入，逐漸發展為世界製造中心。**2009 年起，中國大陸出口之全球市占率均居全球第一**，**上年全球出口中，14.2%來自中國大陸**(圖 1)，**各國對其產品依賴度仍高**。而美國等先進國家將生產線外移(offshoring)，出口之全球市占率持續下滑。

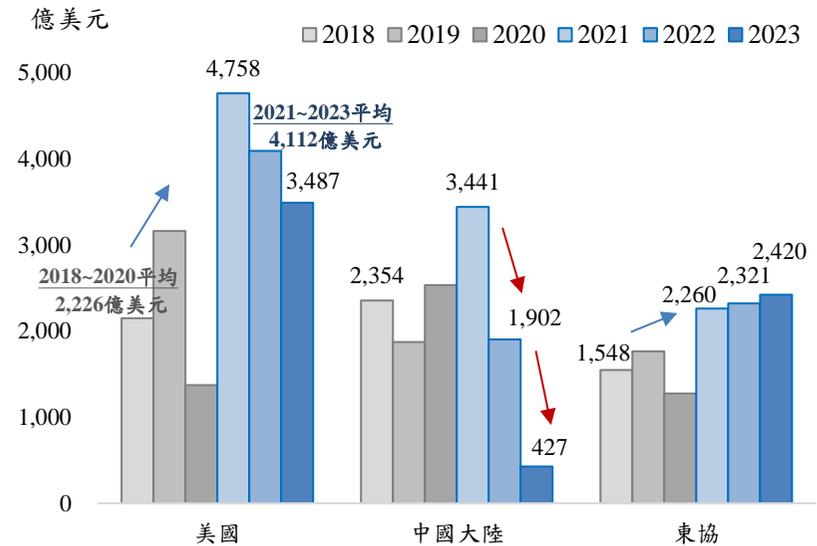
(2)近年中國大陸經營環境惡化²，加上 2018 年以來，美中角力加劇、COVID-19 疫情肆虐、供應鏈瓶頸及俄烏戰爭未息等事件，凸顯**核心生產基地過度集中的脆弱性**，**主要國家推動供應鏈重組，加速尋求中國大陸以外生產基地**，全球 **FDI 對中國大陸投資趨緩**，**對美國投資增加**(圖 2)。

圖 1 主要國家出口之全球市占率



資料來源：聯合國貿易暨發展委員會(UNCTAD)

圖 2 全球流入主要經濟體之 FDI 規模



資料來源：UNCTAD

² 近年中國大陸生產成本優勢下滑、環保法規趨嚴，2018 年起，美中爭端加劇，2021 年推動「產業監管」、「共同富裕」等，以及 2022 年施行嚴格防疫封控措施，經營環境惡化。

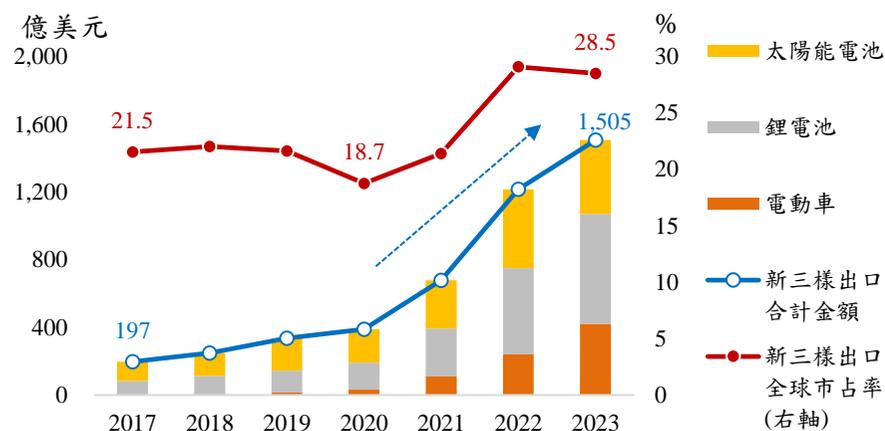
2. 中國大陸**產能過剩**，對外**低價傾銷**，尤其「**新三樣**³」產品出口明顯擴增，各國擔憂「**中國衝擊 2.0**」來襲。

(1) 麻省理工學院教授 Autor et al. (2013) 研究⁴指出，自**中國大陸**加入 WTO 以來，**出口大量低價商品**，雖有助於抑制全球通膨，卻也**對各國產業及勞動市場結構造成巨大衝擊**，並產生**所得重分配**，形成「**中國衝擊**」。

(2) 近年中國大陸**電動車、鋰電池及太陽能電池**等「**新三樣**」產品在政策扶植下，**出口快速增長**(圖 3)，**上年合計出口 1,505 億美元**，**為 2017 年的 7.6 倍**，占全球比重近 3 成，其中**鋰電池及太陽能電池**出口占全球比重均**超過 5 成**。

(3) 美國財政部長 **Janet Yellen** 曾對中國大陸**產能過剩**(overcapacity) 的現象表達**擔憂**⁵；**諾貝爾經濟學獎得主保羅·克魯曼**(Paul Krugman) 亦指出，「**中國衝擊 2.0**」正**蠢蠢欲動**⁶，中國大陸國內消費疲弱，且投資支出難以為繼，故**對外低價傾銷**，創造貿易順差，支撐其經濟，恐再度對各國產業及勞動市場造成巨大衝擊。

圖 3 中國大陸「新三樣」產品出口及全球市占率



資料來源：ITC Trade Map

³ 有別於勞力密集之「舊三樣」(服裝、家電、家具)，近年中國大陸扶持「新三樣」(電動車、鋰電池及太陽能電池)產業發展，進行產業轉型。

⁴ 見 Autor, David H., David Dorn and Gordon H. Hanson, (2013), "The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States," *American Economic Review*, 103 (6): 2121-68。原作稱「中國症候群」(The China Syndrome)，後來被廣泛地稱為「中國衝擊」(the China shock)。

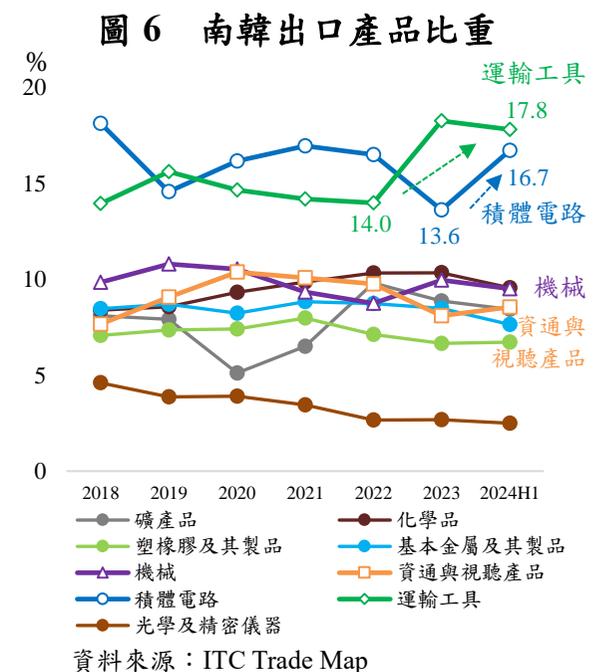
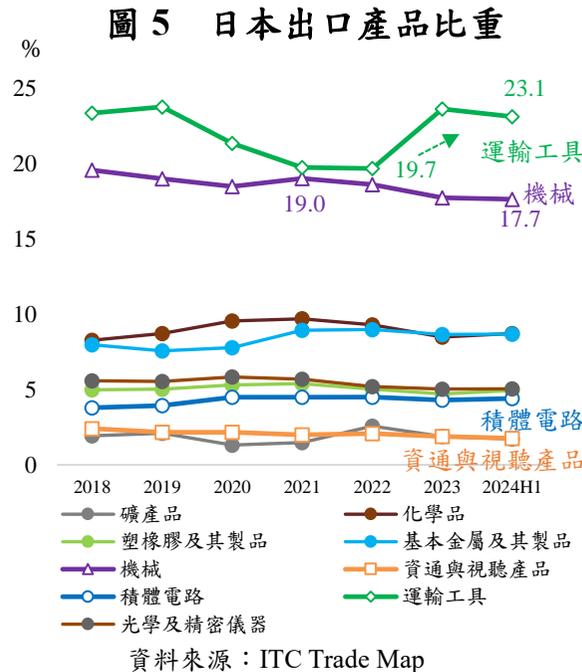
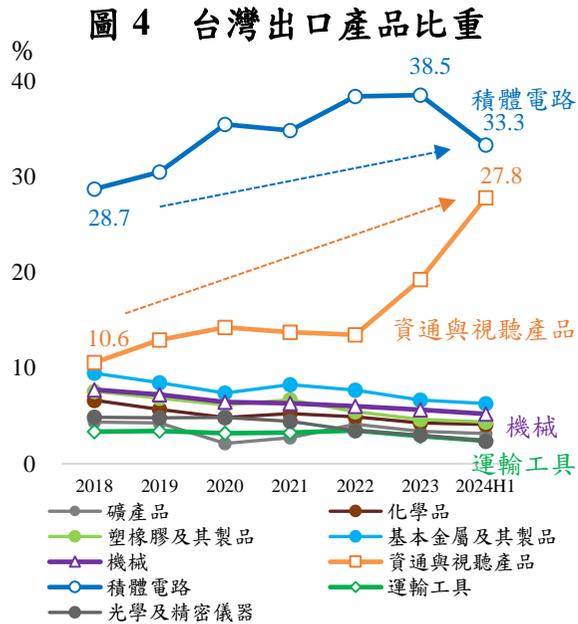
⁵ 參考 U.S. Department of the Treasury (2024), "Secretary of the Treasury Janet L. Yellen to Travel to the People's Republic of China," April 2。

⁶ 參考 Krugman, Paul (2024), "Preparing for the Second China Shock," *New York Times*, May 14。

(二)台日韓出口主力屬 GVC 密集型產品，為近年供應鏈重組重心，對中投資及出口比重下降、對美投資及出口比重上升

1. 電子資通訊產品、運輸工具及機械為台日韓出口主力，深受國際經貿情勢影響。

- (1) 台灣：出口高度集中於**積體電路**及**資通與視聽產品**。受惠於美中爭端的轉單效應及 5G、人工智慧(AI)等新興應用需求強勁，兩者合計⁷出口比重續增(圖 4)，本(2024)年上半年達 61.1%，較 2018 年之 39.3%，增加逾 20 個百分點。
- (2) 日本：前兩大出口項目為**運輸工具**及**機械**⁸。隨著疫後車用晶片生產及供應鏈運作趨於正常，加上市場對新能源車的需求日益上升，上年運輸工具出口比重明顯回升(圖 5)，機械出口因全球景氣復甦緩慢，各國推遲投資而受拖累。
- (3) 南韓：前兩大出口項目為**運輸工具**及**積體電路**。今年上半年積體電路出口比重明顯增加，主要係受惠於 AI 商機，高頻寬記憶體(HBM)需求強勁(圖 6)。



⁷ 近年電子零組件、資通與視聽產品之銷售流向隨全球供應鏈重組、部分廠商擴大在台生產等出現結構性轉變，爰予併計後觀察。

⁸ 本文所指稱之機械出口品項，採通關稅則號列 HS84(扣除其中已列於資通與視聽產品的部分)。

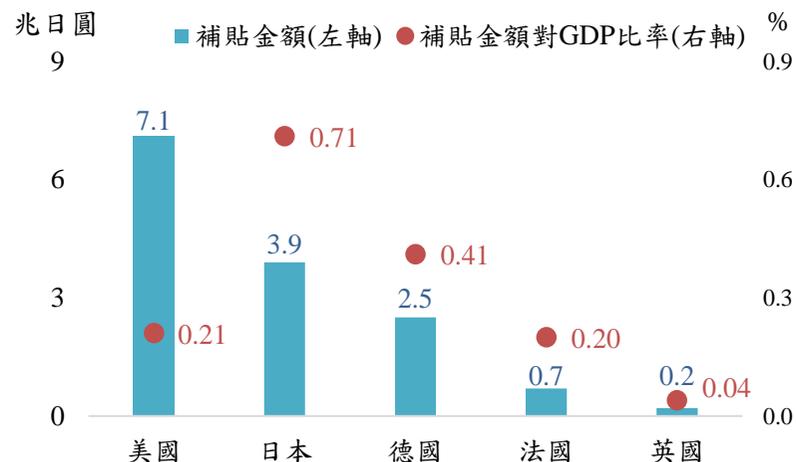
2. 順應全球供應鏈重組趨勢，台日韓對中國大陸直接投資比重下降，對美國直接投資比重上升。

(1) 電子資訊產品、運輸工具及機械涉及 GVC 密集型高技術含量產業，成為美中科技角力焦點，為此波**供應鏈重組的重心**，主要國家積極推動供應鏈回流，高額補貼半導體業發展(圖 7)，並將投資多元分散至中國大陸以外的國家，**台日韓順應此一趨勢，對中國大陸直接投資比重下降，對美國直接投資比重上升。**

— **對中國大陸直接投資比重下降**：台日韓位居中國大陸供應鏈上游，彼此經貿關係密切；而當美中爭端擴展到科技角力，**台日韓成為美國對抗中國大陸競爭的新冷戰前沿，對中國大陸直接投資比重下降**(圖 8 至圖 10)。

➤ 中國大陸經營環境惡化，削弱台商赴陸投資意願，加以因應國際品牌商及美國安全供應鏈之要求，**台商多元布局，擴大對美國及東協投資，對中國大陸直接投資明顯下降，本年 1 至 7 月台灣對中國大陸直接投資比重僅 8.7%。**

圖 7 主要國家對半導體業之補貼

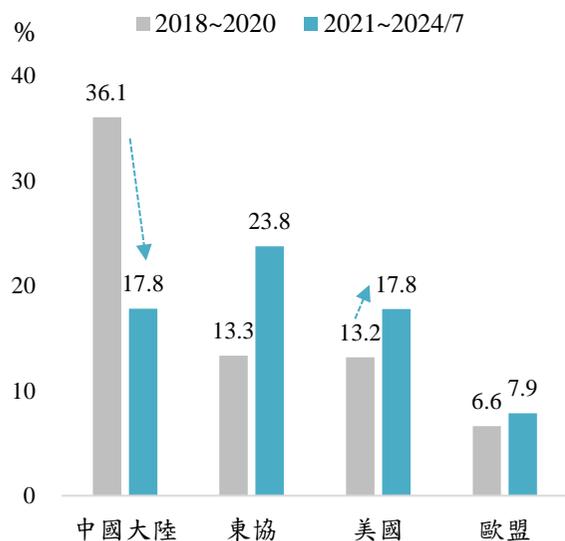


資料來源：日本財務省

— 對美國直接投資比重上升：主要國家藉由廣大市場、補貼及技術含量限制等推動供應鏈在地化，拉攏國際大廠赴當地投資。2022 年美國推出「晶片與科學法案⁹」及「降低通膨法案¹⁰」，推動半導體、電動車及電池、乾淨能源等戰略部門在美投資，吸引台日韓對美國直接投資比重明顯增加(圖 8 至圖 10)。

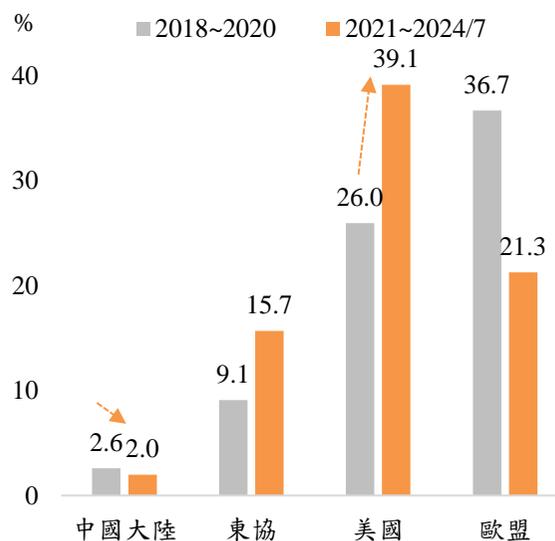
➤ 2021 年迄今，台日韓對美國直接投資比重分別為 17.8%、39.1%及 38.2%，與 2018 至 2020 年期間相比，分別上升 4.6、13.1 及 14.2 個百分點。

圖 8 台灣對外直接投資地區比重



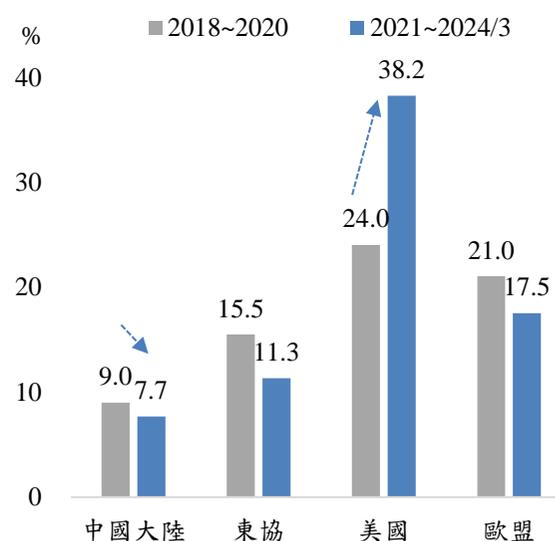
註：按核准/核備金額計算。
資料來源：經濟部投審司

圖 9 日本對外直接投資地區比重



註：按執行(Execution)投資金額計算。
資料來源：日本財務省

圖 10 南韓對外直接投資地區比重



註：按投資(Invested)金額計算。
資料來源：韓國輸出入銀行

⁹ 美國「晶片與科學法案」(Chips and Science Act)補貼半導體業 527 億美元，其中，500 億美元將在 5 年內補貼在美國的半導體製造商生產先進及成熟製程晶片的設施建設及創建半導體生態系研發，並提供 25%投資稅收抵免；惟附加對中國大陸投資設限的條款(即獲得補貼的企業 10 年內不能在中國大陸進行先進晶片投資)。

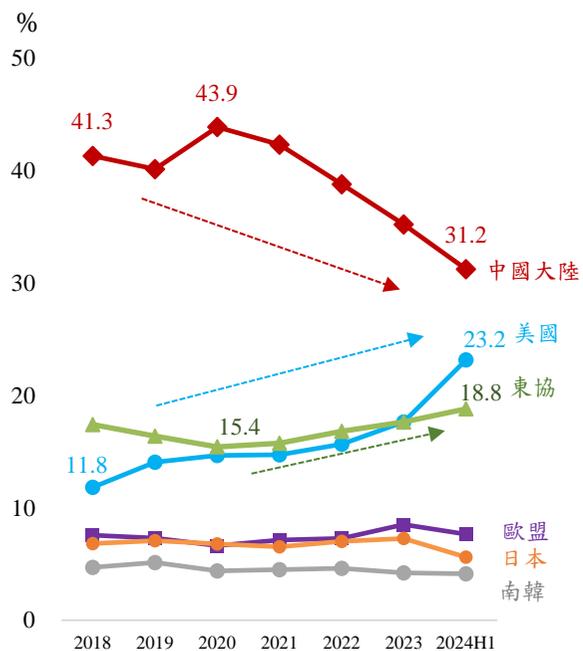
¹⁰ 美國「降低通膨法案」(Inflation Reduction Act)規模 4,370 億美元，預計未來 10 年內提撥 3,690 億美元投入能源安全與氣候變遷，其中包含提供消費者購買電動車稅收抵免等激勵措施，將現行消費者在美國購買全新電動車提供最高 7,500 美元稅抵政策延長實施至 2032 年。另針對電動車電池礦物材料、零組件及整車組裝等產業鏈新增在地化要求，車輛須在北美進行生產組裝，且 2023 年起電動車用電池關鍵礦物材料及電池零組件須有一定比例來自美國或與其簽署自由貿易協定(FTA)的國家，始得享有全額稅收減免。

3. 供應鏈重組帶動貿易轉向，台日韓對中國大陸出口比重下降，對美國出口比重則上升。

(1) 投資轉向進一步牽動貿易轉向，台日韓對中國大陸出口比重隨之下降，今年上半年台日韓對中國大陸出口比重分別為 31.2%、22.5%及 24.4%，分別較 2018 年下降 10.1、1.7 及 10.0 個百分點。

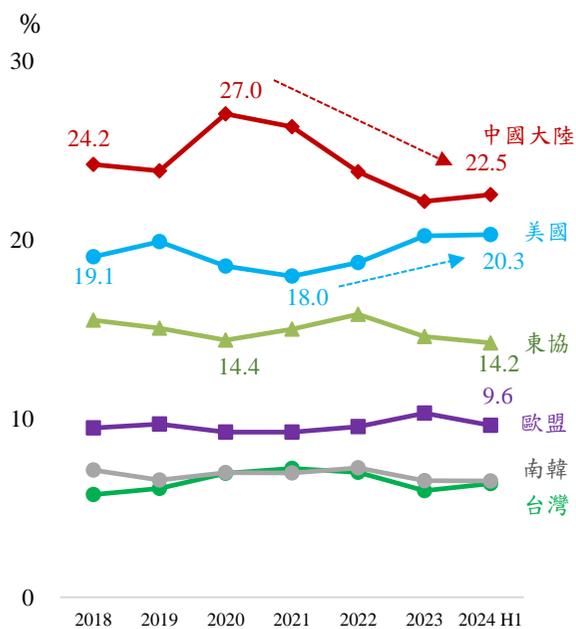
(2) 隨著美國政府提高關鍵產業自主性，加速推動供應鏈在地化、區域化發展，以及 AI 相關產品需求挹注下，南韓對美出口比重顯著上升(圖 11 至圖 13)，今年上半年台日韓對美國出口比重分別為 23.2%、20.3%及 19.4%，與 2018 年相比，分別上升 11.4、1.2 及 7.3 個百分點。

圖 11 台灣出口地區比重



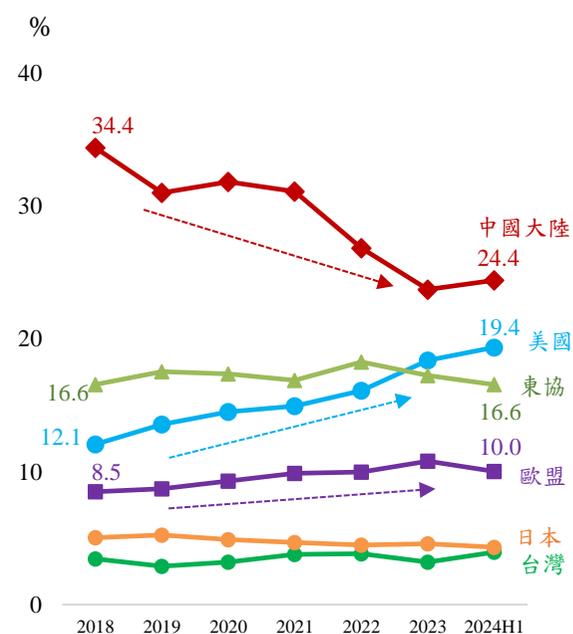
資料來源：經濟部國際貿易署

圖 12 日本出口地區比重



資料來源：ITC Trade Map

圖 13 南韓出口地區比重



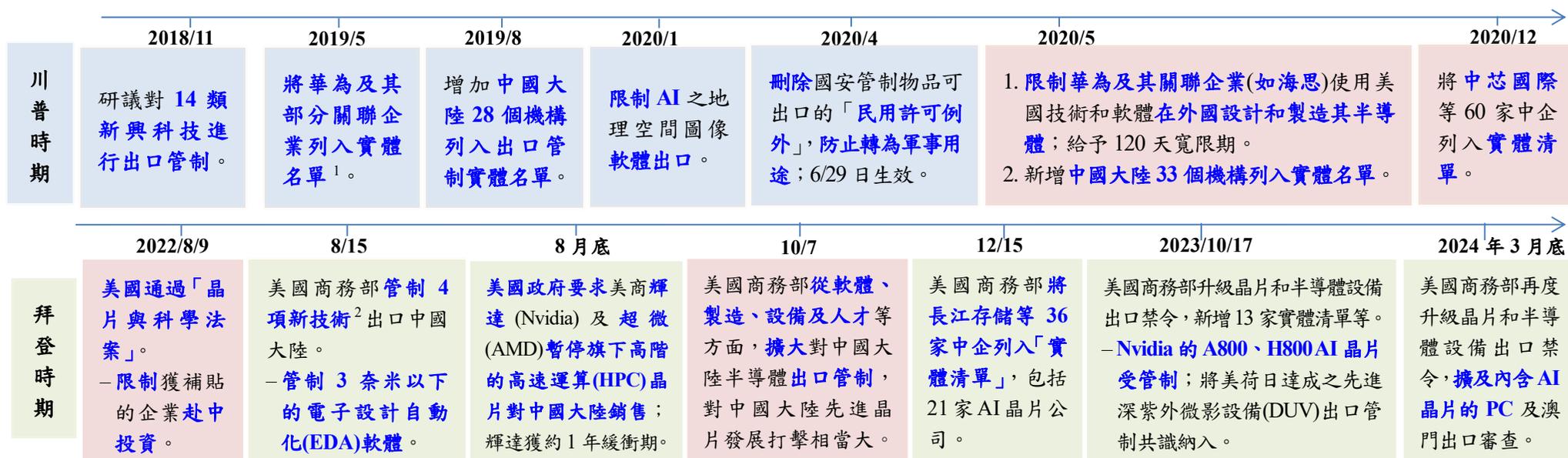
資料來源：ITC Trade Map

4. 隨美國加大對中國大陸科技封鎖力道，台韓主力產品對中出口比重下降、對美出口比重上升；而中國大陸為求突破，積極扶植半導體產業及新三樣產品擴產，日韓更加依賴中國大陸鋰電池及車輛零附件。

(1)美國持續升級對中國大陸之高科技出口管制，台韓積體電路對中國大陸出口比重皆下滑；而中國大陸為加快科技自主，增加生產設備進口，成為日本半導體生產機械的最大市場。

- 川普總統於2018年開啟美中科技戰序幕(圖14)，限制華為、中芯國際等陸資企業取得美國先進技術。
- 拜登總統於2022年8月通過晶片與科學法案強化半導體自主化(圖14)，10月擴大半導體出口管制，圍堵中國大陸高科技發展，並聯合日、荷對中國大陸半導體設備祭出出口禁令，上年及本年更進一步升級晶片和半導體設備出口禁令，防止其發展AI、量子運算、超級電腦做為軍事應用。

圖 14 2018 年以來，美國持續擴大對中國大陸之高科技出口管制



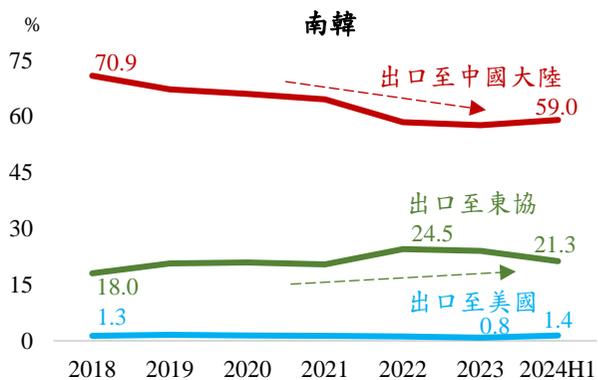
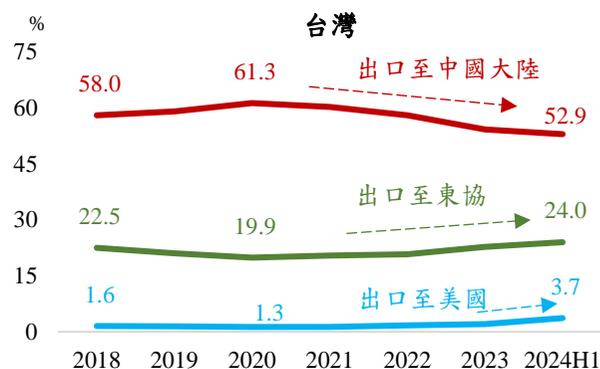
註：1.受出口管制的3類型：(1)產品或服務位在美國、(2)產品或服務源自美國、(3)產品或服務由外國製造或提供，但是源自美國的內容超過最低含量(依目的地區分為10%或25%)，若欲對列入實體清單之個人或實體出口，需向美國商務部提出申請取得特別許可證。

2.(1)可承受高溫電壓的第四代半導體材料金剛石、(2)氧化鎵(Ga2O3)、(3)用於火箭與高超音速系統的壓力增益燃燒技術(PGC)，以及(4)3奈米以下電子設計自動化(EDA)軟體。

資料來源：本報告整理自美國商務部(U.S. Department of Commerce)及美國工業暨安全局(Bureau of Industry and Security, BIS)之新聞稿、IEK 報告及相關新聞

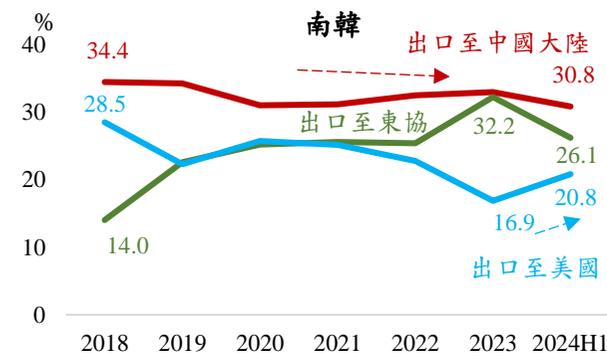
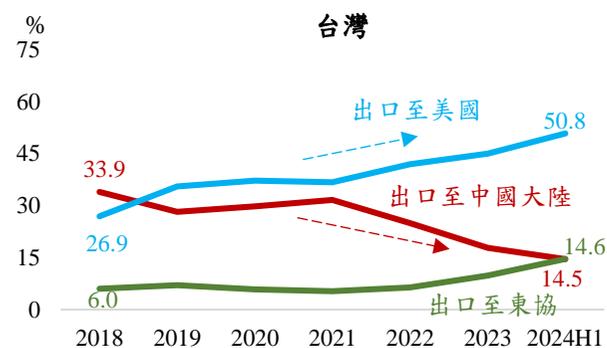
- 美中爭端初期，中國大陸為降低美國科技防堵的衝擊，大量增加高階產品庫存，加上 2020 年全球疫情推升各國對中國大陸資通與視聽產品進口需求，帶動中國大陸增購台灣積體電路及相關產品，台灣對中國大陸積體電路出口比重曾一度攀升。
- 隨著美國擴大對中國大陸先進製程晶片及半導體設備的出口管制、美中供應鏈分流，導致部分中國大陸產線外移，加上美國 AI 產品需求熱絡，台韓積體電路及資通與視聽產品對中國大陸出口比重下降，本年對美國出口比重上升(圖 15、16)，反映全球供應鏈重組之貿易轉向及 AI 商機的影響。

圖 15 台韓積體電路出口地區比重



資料來源：經濟部國際貿易署、ITC Trade Map

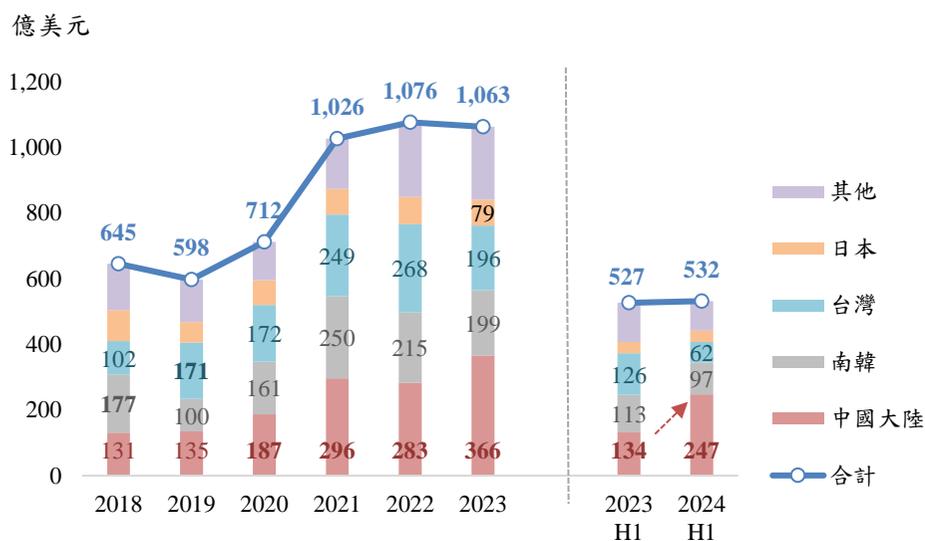
圖 16 台韓資通與視聽產品出口地區比重



資料來源：經濟部國際貿易署、ITC Trade Map

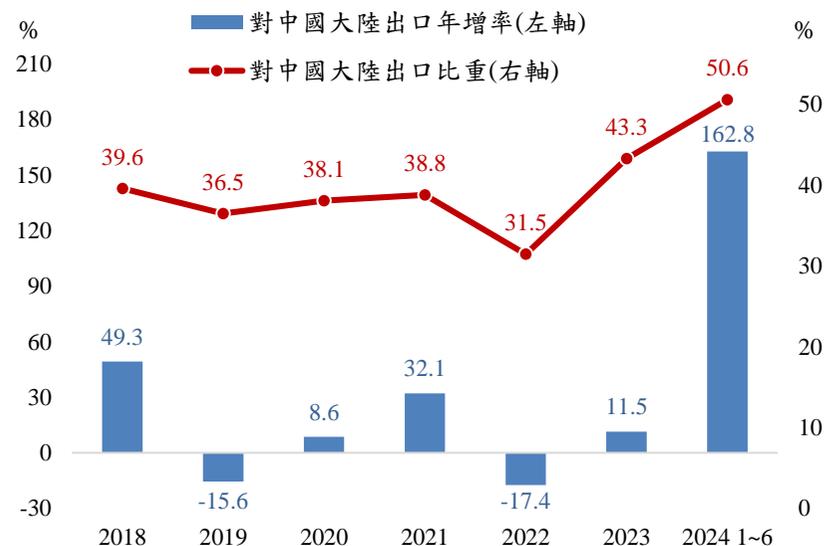
- 因應美國擴大對中國大陸高科技出口管制，**中國大陸**政府挹注資金扶植企業進行**成熟製程產能擴建**，加速積體電路本土化生產，**大量採購半導體生產機械**，**2020年起採購金額居全球之冠**，**今年上半年採購247億美元**(圖17)，**占全球**(532億美元)**採購比重高達46.5%**，較上年同期大增84.3%。
- 日本為中國大陸半導體生產機械的最大進口來源，比重近3成¹¹。隨著中國大陸加速推動科技創新自主，帶動日本半導體生產機械對中國大陸出口暢旺，今年上半年**日本半導體生產機械出口中，高達50.6%的比重出口至中國大陸**，金額增幅達162.8%(圖18)。

圖 17 主要經濟體半導體生產機械採購金額



資料來源：Semiconductor Equipment Association of Japan (SEAJ)

圖 18 日本之半導體生產機械對中國大陸出口年增率及比重



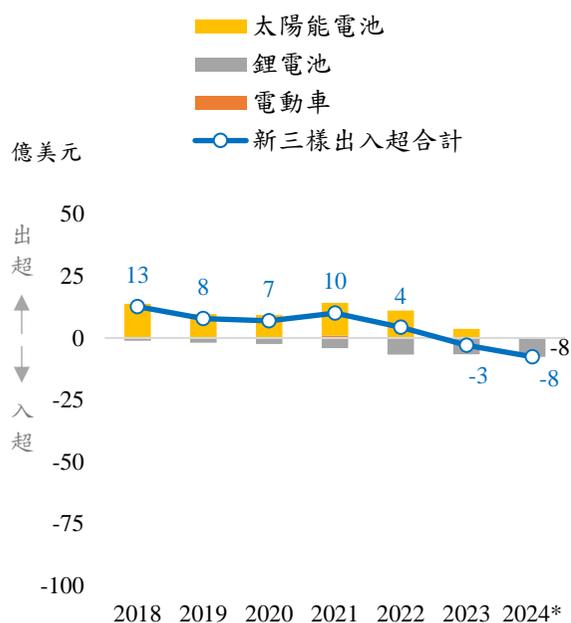
資料來源：ITC Trade Map

¹¹ 日本、荷蘭、新加坡、美國及南韓為中國大陸半導體生產機械的前5大進口來源，本年1至7月渠等國家占中國大陸進口比重分別為29.1%、20.3%、15.5%、10.7%及9.2%。

(2) 中國大陸運輸工具及新三樣產品產能擴大，使得日韓更加依賴中國大陸鋰電池及車輛零附件等產品。

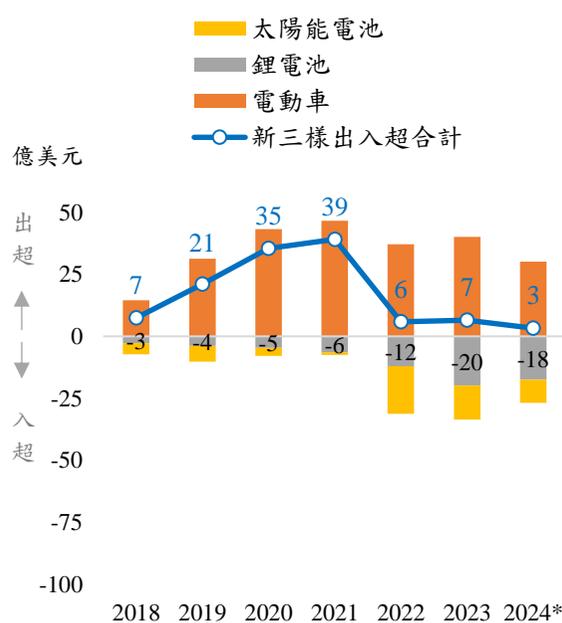
- 運輸工具為日韓最大出口產品(圖 5、6)；惟隨著中國大陸積極發展科技屬性的新三樣，包含電動車、太陽能電池與鋰電池，不僅造成日韓在運輸工具市場面臨更加激烈的競爭，亦在其積極跨足電動車領域之際，對中國大陸鋰電池等產品貿易入超擴大。而台灣對中國大陸鋰電池貿易雖亦呈入超，但入超規模相對較小(圖 19 至圖 21)。
- 中國大陸擴產運輸工具，亦使得日韓兩國更加依賴中國大陸車輛零附件進口。2018 年日韓對中國大陸車輛零附件貿易均呈出超，出超金額分別為 47 億美元及 11 億美元，惟目前均已轉為入超，估計本年入超金額將超過 10 億美元¹²。

圖 19 台灣對中國大陸新三樣出入超



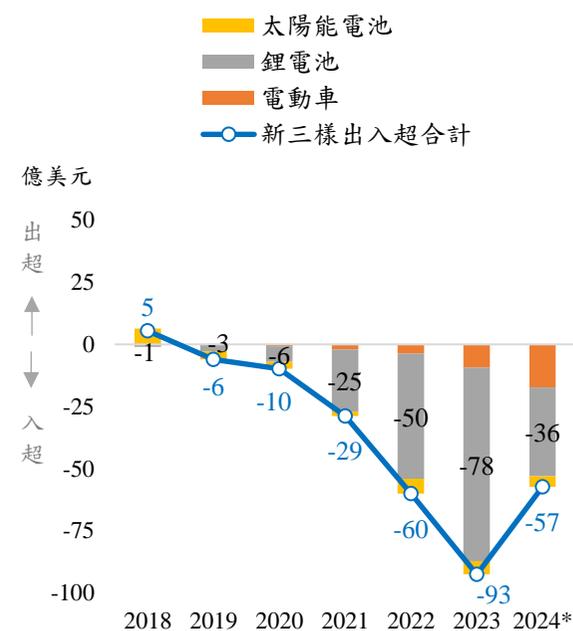
註：*2024 年數值係 1~8 月均值*12 估計。
資料來源：經濟部國際貿易署

圖 20 日本對中國大陸新三樣出入超



註：*2024 年數值係 1~6 月均值*12 估計。
資料來源：ITC Trade Map

圖 21 南韓對中國大陸新三樣出入超



註：*2024 年數值係 1~7 月均值*12 估計。
資料來源：ITC Trade Map

¹² 根據 ITC Trade Map 資料，本年 1 至 6 月日本對中國大陸車輛零附件貿易入超 6 億美元；1 至 7 月南韓對中國大陸車輛零附件貿易入超 7 億美元。

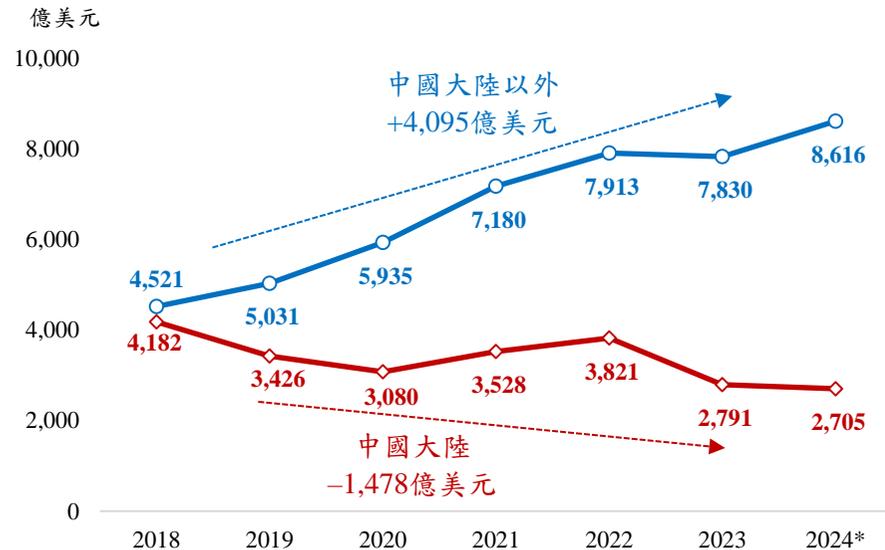
(三)全球供應鏈重組及貿易轉向效應，台日韓對美國出超擴大，對中國大陸貿易競合關係趨於複雜

1. 近年美國積極降低對中國大陸製造的依賴，上年起對中國大陸貿易入超已低於 3,000 億美元，較 2018 年縮減金額逾千億美元(圖 22)，看似達成其政策目標。

— 估計本年美國對中國大陸貿易入超 2,705 億美元，較 2018 年減少 1,478 億美元，惟同期間美國對中國大陸以外國家入超將增加 4,095 億美元；對台日韓貿易入超將分別擴增至 669 億美元、688 億美元及 685 億美元。

2. 全球供應鏈重組及貿易轉向的結果則顯示，美中之間的貿易連結由直接轉為間接，變得更加迂迴，意味著生產及貿易的成本將更為提高；此外，美國境內製造量能仍顯不足，使得美國對中國大陸的貿易失衡轉至其對台日韓等其他國家的入超擴大(圖 23)，未來易引發美國與渠等盟友間的貿易摩擦。

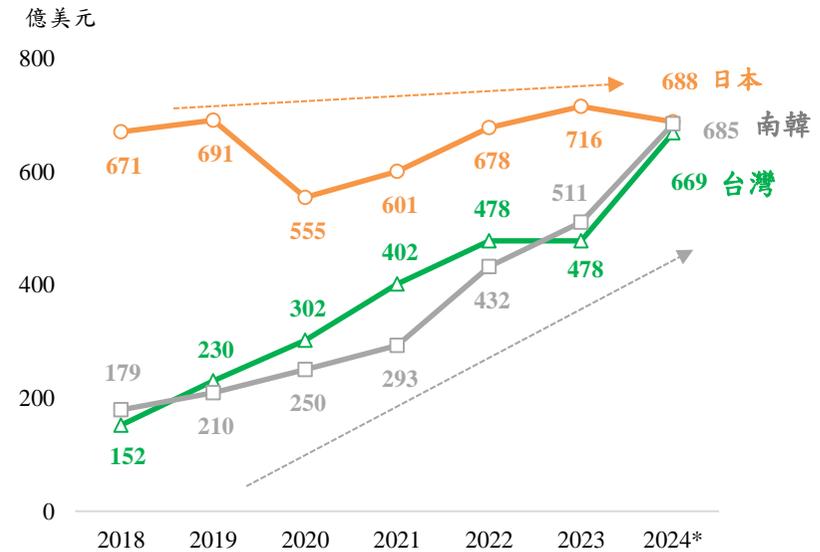
圖 22 美國對中國大陸及其他國家的貿易入超



註：* 2024 年數值係 1~7 月均值*12 估計。

資料來源：美國商務部

圖 23 美國對台日韓的貿易入超



註：* 2024 年數值係 1~7 月均值*12 估計。

資料來源：美國商務部

3. 美中爭端及中國大陸供應鏈的轉型升級，造成**周邊國家與中國大陸產品的競合關係更為複雜**。日本國際協力銀行最新調查報告¹³指出，雖然不斷升溫的地緣政治風險，**提高企業對中國大陸風險的憂慮**，惟從成本角度而言，**中國大陸仍是企業採購原材料及零附件難以替代的重要來源**。

(1) 以南韓「記憶體」(DRAM)為例，三星與 SK 海力士為全球前兩大記憶體晶片製造商，在美中爭端¹⁴及**中國大陸 DRAM 大量擴產**下，南韓 DRAM 模組對美出口增加的同時，**自中國大陸進口 DRAM 亦明顯增加**(圖 24)。上年南韓對中國大陸出超 53 億美元，較 2018 年減少 944 億美元，其中積體電路對中國大陸出超即減少 330 億美元。

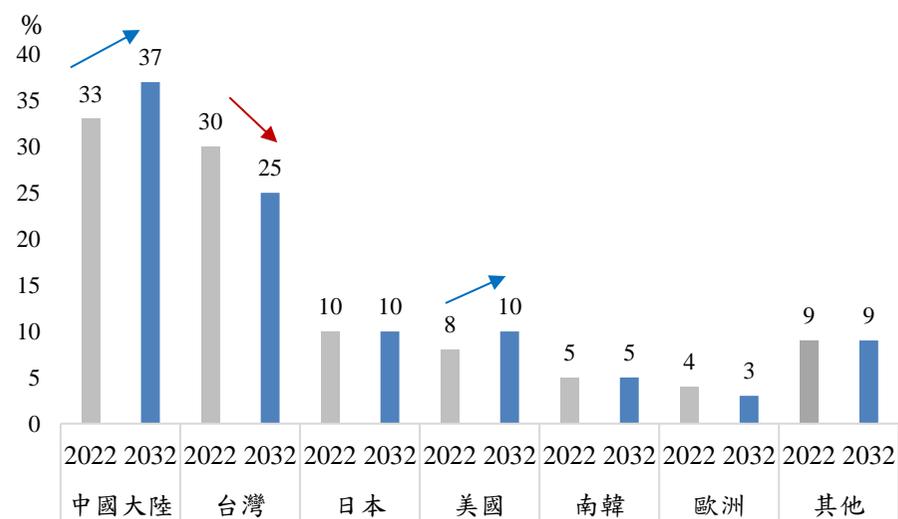
(2) 另在美國對中國大陸先進半導體設備出口管制下，**中國大陸政府挹注資金扶植企業進行成熟製程產能擴建**，預估 2032 年其 28 奈米製程以上的**產能占全球比重將升至 37%**，**台灣則下降至 25%**(圖 25)，成熟製程業者亟須及早因應。

圖 24 南韓對美國及中國大陸 DRAM 相關產品出進口



註：* 2024 年數值係 1~7 月均值*12 估計。
資料來源：ITC Trade Map、美國商務部

圖 25 預估 28 奈米以上成熟製程產能之地區別比重



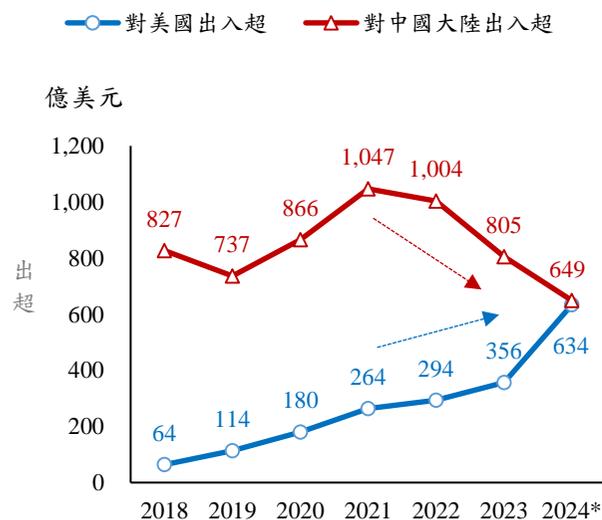
資料來源：BCG & SIA (2024), “Emerging Resilience in the Semiconductor Supply Chain,” May

¹³ Nakajima, Ryuji (2024), “Survey Report on Overseas Business Operations by Japanese Manufacturing Companies,” Japan Bank for International Cooperation, Mar.

¹⁴ 2018 年 9 月起，中國大陸製造的「DRAM 模組」輸美須加徵 10% 關稅，2019 年 6 月起，加徵稅率提高至 25%。DRAM(HS854232)與 DRAM 模組(HS847330)適用不同稅則號列，企業進口 DRAM 再加工為 DRAM 模組後出口，原產地將變更。

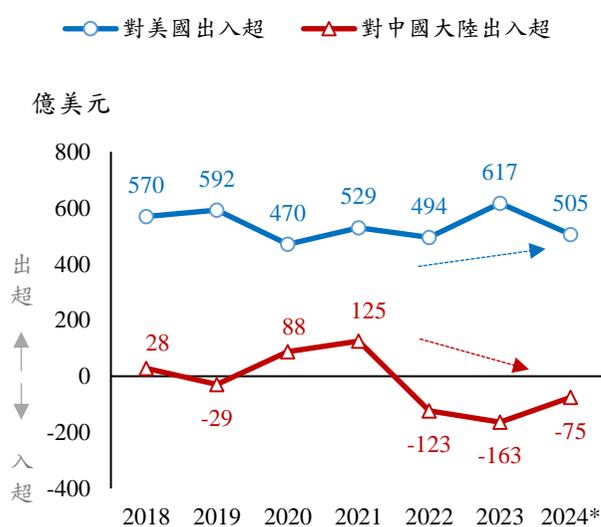
(3) 中國大陸及美國均為台日韓前兩大出口市場，美中爭端加速全球供應鏈重組，重新形塑企業投資及貿易動向。近年台日韓對中國大陸出超下降、對美國出超增加(圖 26 至圖 28)，除反映出口地區別變化及貿易轉向的效果，亦反映台日韓與中國大陸產業分工密切且相互依賴的關係，然而面對紅色供應鏈可能的競爭及低價傾銷，仍須審慎因應中國大陸產業自主發展及可能的風險。

圖 26 台灣對中國大陸及美國出入超



註：*2024 年數值係 1~8 月均值*12 估計。
資料來源：經濟部國際貿易署

圖 27 日本對中國大陸及美國出入超



註：*2024 年數值係 1~6 月均值*12 估計。
資料來源：ITC Trade Map

圖 28 南韓對中國大陸及美國出入超



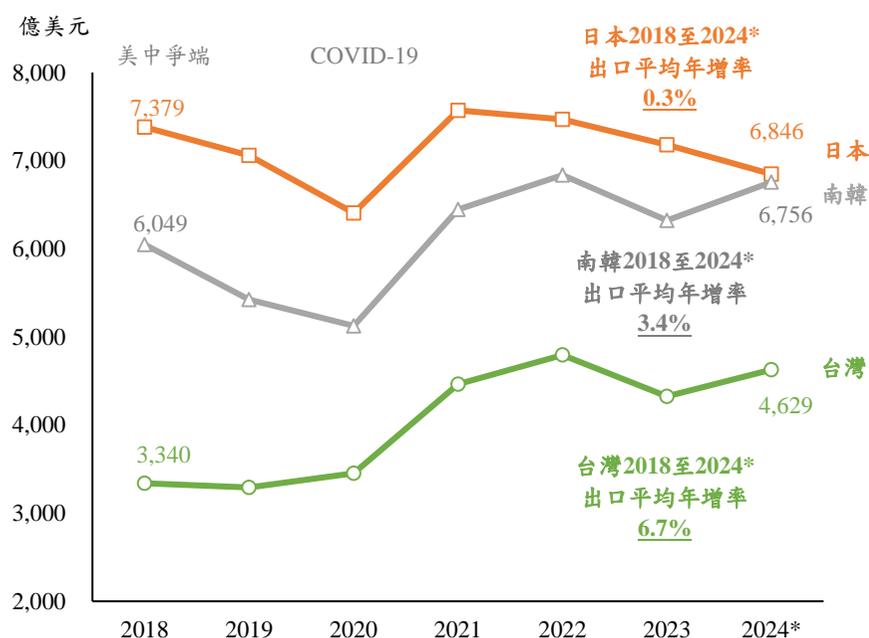
註：*2024 年數值係 1~7 月均值*12 估計。
資料來源：ITC Trade Map

4. 2018 年以來，**台日韓同樣面臨**美中爭端、全球供應鏈重組及中國大陸積極擴產新三樣產品等**國際經貿變局**，惟**台灣整體外貿表現較佳**。

(1) 3 國出口趨勢相近，而**台灣出口增幅大於日韓**，2018 年以來**台灣**出口平均年增率為**6.7%**，優於**南韓 3.4%**及**日本 0.3%**(圖 29)。

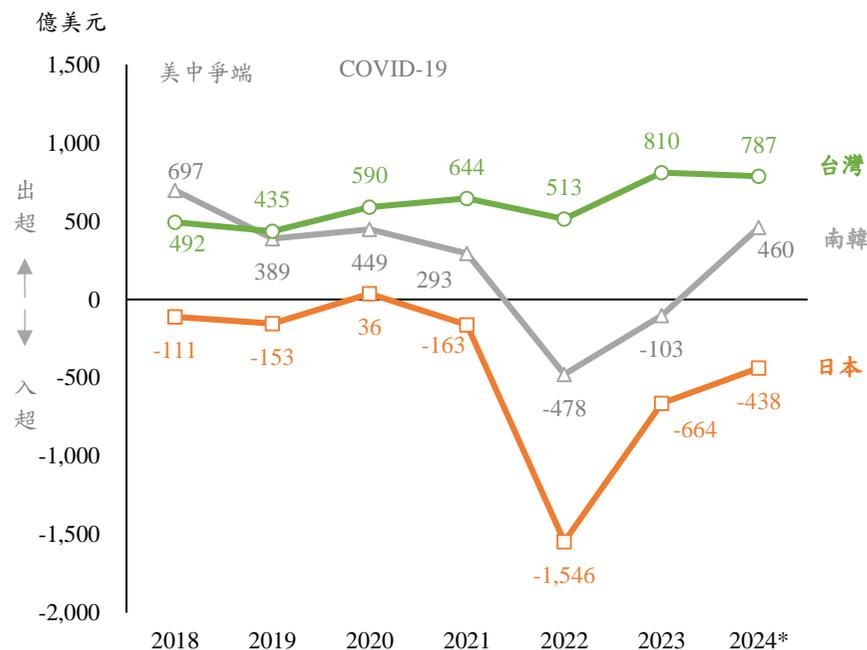
(2) 觀察整體貿易出超，估計本年**台灣**出超將擴增至**787 億美元**，較 2018 年增加 295 億美元；**南韓**出超則從 697 億美元降至**460 億美元**；**日本**維持入超，估計本年入超 438 億美元(圖 30)。

圖 29 台日韓出口金額



註：*2024 年台日韓出口金額係該年已公布資料月均值*12 估計；
2024 年出口年增率採該年已公布累計月份資料暫代。
資料來源：Refinitiv Datastream、財政部貿易統計

圖 30 台日韓貿易出入超



註：日本*2024 年數值係 1~7 月均值*12 估計。
南韓*2024 年數值係 1~8 月均值*12 估計。
台灣*2024 年數值係 1~8 月均值*12 估計。
資料來源：Refinitiv Datastream、財政部貿易統計

(四)結語

1. 台日韓出口主力為電子資通訊產品、運輸工具及機械，屬 GVC 密集型產品，且居中國大陸供應鏈的上游，在美中爭端加劇下，成為美中對抗的新冷戰前沿，扮演此波供應鏈重組的核心角色，整體而言，3 國對中投資及出口比重均下降、對美投資及出口比重均上升(表 1)。

(1)台日韓對中國大陸直接投資比重均下降，且在美國強力推動供應鏈在地化下，3國對美國直接投資比重皆上升。

(2)投資的轉向帶動貿易轉向，台日韓對中國大陸的出口依賴程度下降，對美國市場的出口比重則漸增。

表 1 台日韓對中國大陸及美國直接投資及出口比重增減

單位：百分點

	對外直接投資地區別比重增減*			出口地區別比重增減**		
	台灣	日本	南韓	台灣	日本	南韓
對中國大陸比重	-18.3	-0.6	-1.3	-10.1	-1.7	-10.0
對美國比重	4.6	13.1	14.2	11.4	1.2	7.3

註：* 2021 年迄今與 2018 至 2020 年期間相比。** 2024 年上半年與 2018 年相比。

資料來源：經濟部投審司、日本財務省及韓國輸出入銀行

2. 就台日韓主力產品個別觀察，其出口變化各見消長(表 2)。

(1)美國持續升級對中國大陸之高科技出口管制，台日韓電子資通訊產品對中國大陸出口比重皆下滑，台韓減幅較大。

表 2 台日韓電子資通訊產品對中國大陸及美國出口比重增減

單位：百分點

	積體電路出口地區別比重增減**			資通與視聽產品出口地區別比重增減**		
	台灣	日本	南韓	台灣	日本	南韓
對中國大陸比重	-5.1	-7.9	-11.9	-19.4	-0.2	-3.6
對美國比重	2.1	-1.1	0.1	23.9	-2.1	-7.7

註：** 2024 年上半年與 2018 年相比。

資料來源：經濟部國際貿易署及 ITC Trade Map

(2)中國大陸為突破美國高科技封鎖，加快科技自主，大量增購半導體生產機械，帶動今年上半年日本半導體生產機

械對中國大陸出口大增162.8%。

- (3)隨中國大陸積極擴產運輸工具及新三樣產品，日韓對中國大陸鋰電池貿易入超擴大，估計本年入超金額將分別為18億美元及36億美元；且兩國對中國大陸車輛零附件貿易均由2018年的出超，轉為目前的入超，估計本年入超金額將逾10億美元。而台灣對中國大陸鋰電池貿易雖亦呈入超，但入超規模相對較小，估計本年入超8億美元。
3. 近年美國積極降低對中國大陸製造的依賴，在全球供應鏈重組及貿易轉向下，美中之間的貿易連結由直接轉為間接，變得更加迂迴；且造成美國對中國大陸的貿易失衡轉至台日韓等其他國家，未來可能引發美國與其盟友間的貿易摩擦。另一方面，近年台日韓對中國大陸出超則下降，除受貿易轉向影響外，亦反映中國大陸供應鏈轉型升級及自主發展，以及更複雜的競合關係。
4. 綜合觀之，2018年以來，美中爭端加劇及 COVID-19 疫情等加速全球供應鏈重組，台商擴大在台投資及多元布局，加上高科技業者持續在台擴展高階製程，適時迎接 AI 等新興科技應用商機，使得台灣外貿表現優於日韓(表 3)。

表 3 台日韓出口平均年增率及估計 2024 年出超金額

2018年以來出口平均年增率(%)			估計2024年貿易出超(億美元)		
台灣	日本	南韓	台灣	日本	南韓
6.7	0.3	3.4	787	-438	460

註：2024年出口年增率採該年已公布累計月份資料暫代；該年出超金額係已公布資料月均值*12估計。
資料來源：Refinitiv Datastream、財政部貿易統計

5. 大國角力改變全球投資及貿易的結構與流向，企業面臨撤資、搬遷及轉移投資的現象增加，意味著生產及貿易的成本將提高，以及爭取在地化投資的競爭更加激烈。目前半導體已成為各國爭取的戰略物資，主要國家相繼以國家政策促進半導體自主化，並爭取台積電等半導體大廠至其境內設廠投資；惟台灣供應鏈完整，具群聚優勢，非其他國家短期間可取而代之。美中衝突由貿易擴大至科技及國防安全領域，在在凸顯台灣應維持半導體產業優勢的重要性。
6. 台灣為小型開放經濟體，與全球經濟整合的程度甚深，因應新的分工模式，除持續優化國內投資環境，吸引國內外企業持續在台投資先進科技外，並須促進與盟國產業合作，強化與各國經貿政策溝通機制，以維持台廠國際供應鏈地位。