中央銀行理監事聯席會議
外界關心之議題

113.9.19

外界關心之議題

一、國際經濟金融情勢及展望

二、國內經濟及通膨展望

三、有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明

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

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

五、去美元化之發展及意涵

六、莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹

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

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題：

- 有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明

—信用資源若過度集中不動產市場，不利金融穩定與經濟永續發展，為防患未然，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。

- 本行貨幣政策相關議題之說明

—外界關心本行對銀行體系流動性之管理，以及短期市場利率是否足額反映政策利率升幅?茲針對上述議題提出說明，以利各界瞭解本行貨幣政策操作。

- 去美元化之發展及意涵

—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，並檢視美元國際地位版圖是否發生變化與位移，以及當前去美元化浪潮之意涵。

- 莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹

—探討近期兩項頗為市場所關注之重要議題：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。

- 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

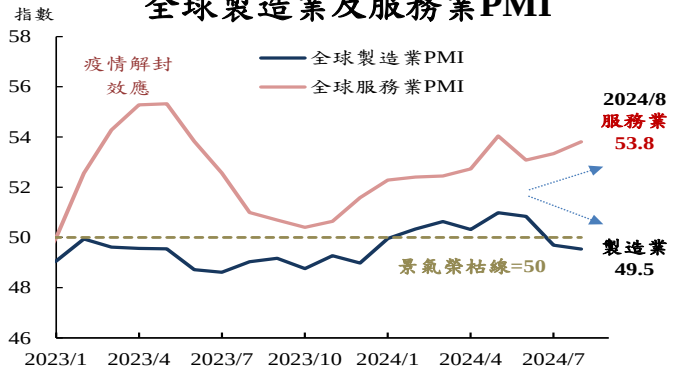
—2018年以來，美中貿易衝突加劇，在全球供應鏈重組及貿易轉向下，美中之間的貿易連結由直接轉為間接，台日韓外貿結構發生改變，造成美國對中國大陸的貿易失衡轉至台日韓等其他國家。

一、國際經濟金融情勢及展望

(一) 預期全球經濟溫和擴張，明(2025)年成長率持平本(2024)年

1. 美國勞動市場放緩，美、日貨幣政策分歧擴大，國際資金快速流動致金融市場一度大幅波動；未來美國貿易政策具不確定性，中國大陸通縮風險升高，供給過剩引發貿易對手國提高貿易壁壘；諸多因素不利全球經貿發展。
2. 近期全球製造業採購經理人指數(PMI)回降至50景氣榮枯線以下，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。
3. 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；亞洲經濟體受益人工智慧(AI)相關需求暢旺，表現普遍優於全球。

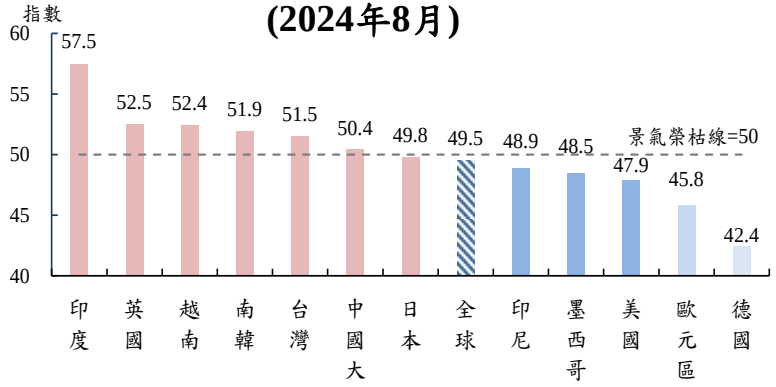
全球製造業及服務業PMI



註：指數能預測未來1~2季之情勢；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

主要經濟體製造業PMI
(2024年8月)

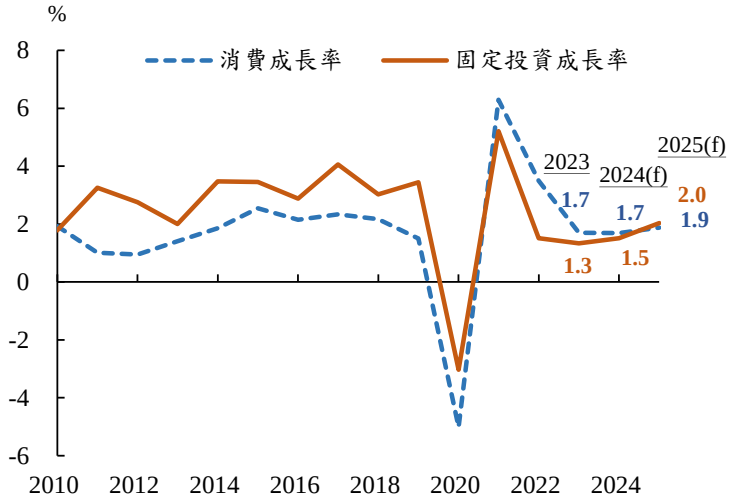


資料來源：Bloomberg

4. 主要央行政策利率仍高，抑制消費動能，勞動市場穩定發展支撐民間消費，本年全球經濟溫和擴張；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。

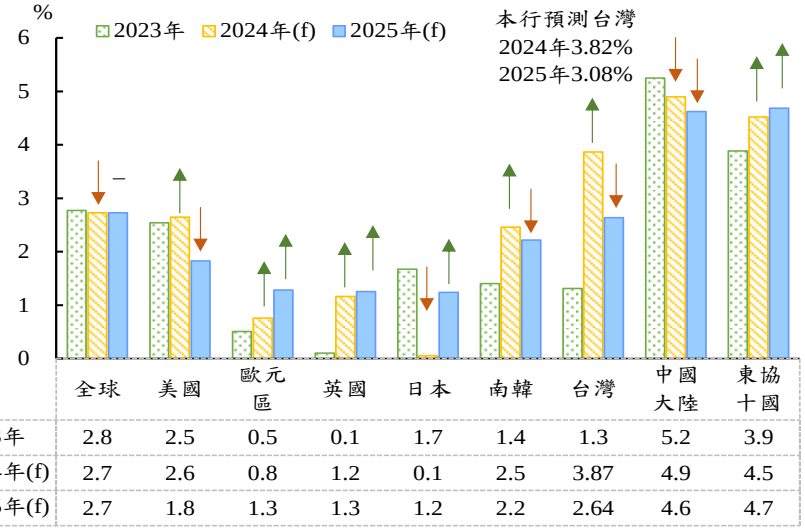
5. S&P Global預測本年全球經濟成長率2.7%，低於上(2023)年2.8%，明年預測值持平於2.7%。

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)

主要經濟體經濟成長率預測值



	全球	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣	中國大陸	東協十國
2023年	2.8	2.5	0.5	0.1	1.7	1.4	1.3	5.2	3.9
2024年(f)	2.7	2.6	0.8	1.2	0.1	2.5	3.87	4.9	4.5
2025年(f)	2.7	1.8	1.3	1.3	1.2	2.2	2.64	4.6	4.7

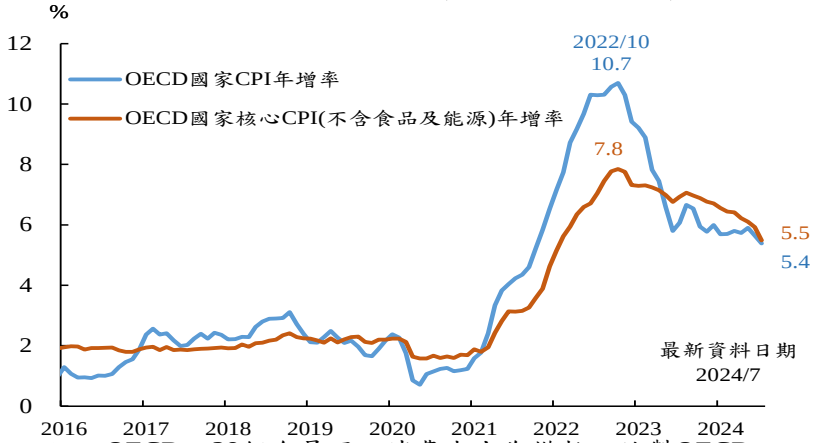
註：↓、↑及–分別表示當年較上年下降、上升及持平。。

資料來源：S&P Global (2024/9/17)

(二)全球通膨壓力降溫，服務價格為影響未來通膨發展的關鍵

1. 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。
2. 疫情期間，供給面衝擊致製造業商品供不應求，服務業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。
3. 防疫解封後，服務商品需求大幅上升，服務業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，為全球通膨降溫時程遲緩之重要因素。

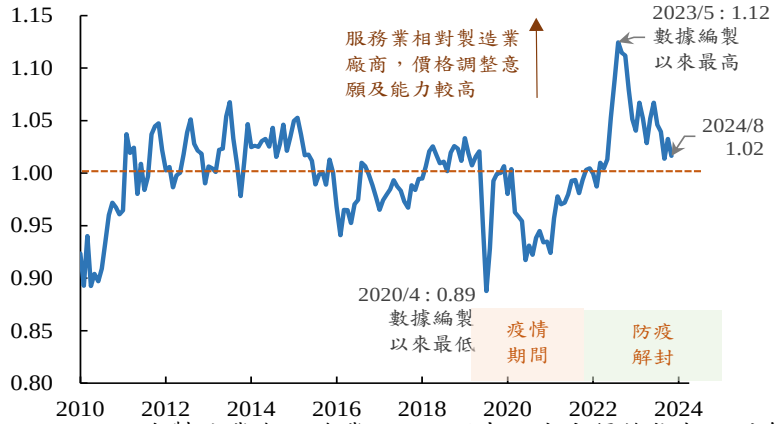
OECD國家通膨率及核心通膨率



註：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

全球服務業相對製造業價格調整指數

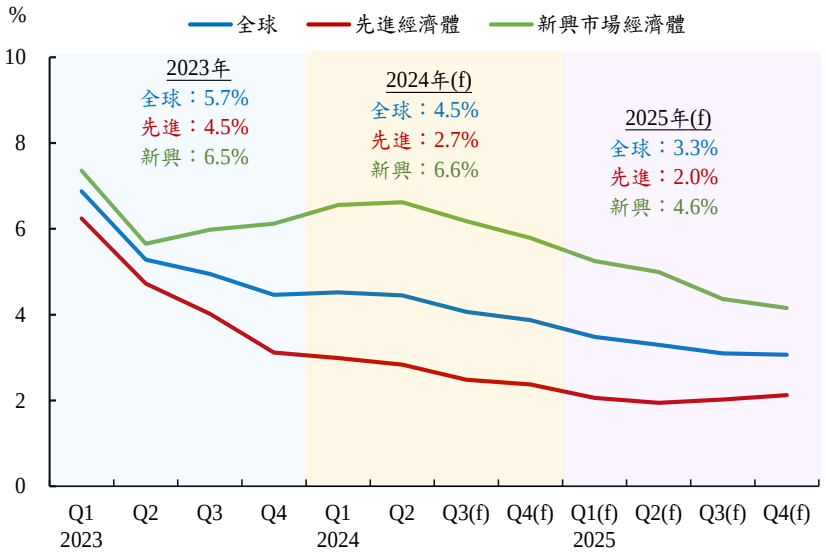


註：以全球製造業與服務業PMI細項中之產出價格指數，計算服務業相對製造業價格調整指數，指數大(小)於1.0表示服務業廠商調整價格的意願及能力高(低)於製造業廠商。

資料來源：J.P. Morgan，本行計算

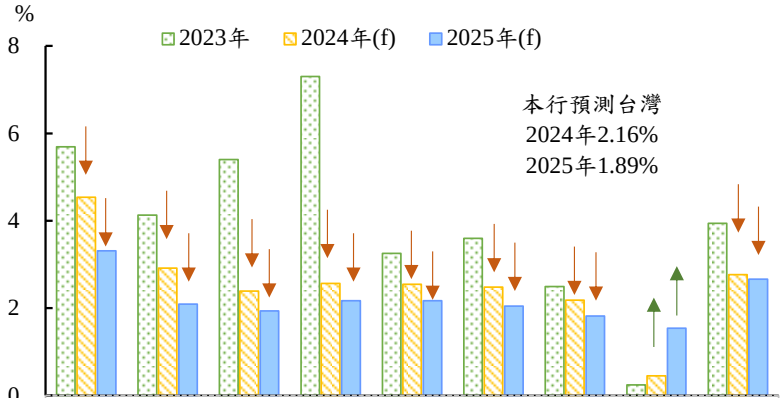
4. 主要經濟體勞動市場趨緩，通膨壓力持續降溫，S&P Global預測全球通膨率續降；本年全球CPI年增率預測值為4.5%，低於上年5.7%，明年主要經濟體則多降至央行2%左右之目標。

全球CPI年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/9/17)

主要經濟體通膨率預測值



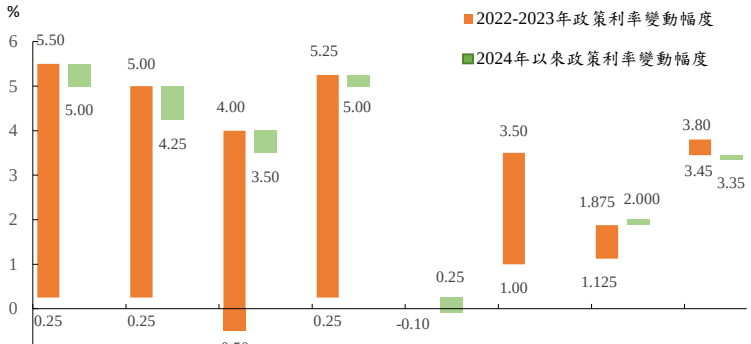
	全球	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣	中國大陸	東協十國
2023年	5.7	4.1	5.4	7.3	3.3	3.6	2.49	0.2	3.9
2024年(f)	4.5	2.9	2.4	2.6	2.5	2.5	2.18	0.4	2.8
2025年(f)	3.3	2.1	1.9	2.2	2.2	2.0	1.82	1.5	2.7

註：↓及↑分別分別表示2024年下半年較上半年下降及上升。
資料來源：S&P Global (2024/9/17)

(三)美、歐央行步入降息循環；日本逐步調升利率，中國大陸續寬鬆

1. 美、歐通膨率已自歷史高點回降，惟經濟成長受高利率影響而趨疲，渠等央行開始降息，逐步降低貨幣政策限制程度。Fed於9月降息0.50個百分點，ECB繼6月降息後，9月再度降息；美、歐政策利率依經濟及金融數據調整。
2. 日本企業加薪行動擴大，為因應日圓重貶加劇通膨上揚，本年7月BoJ調升政策利率，若未來經濟與物價符合預期，調整貨幣政策之基本立場不變。
3. 中國大陸內需市場仍疲弱，通膨率持續低於目標，人行貨幣政策持續寬鬆。

主要經濟體升/降息過程

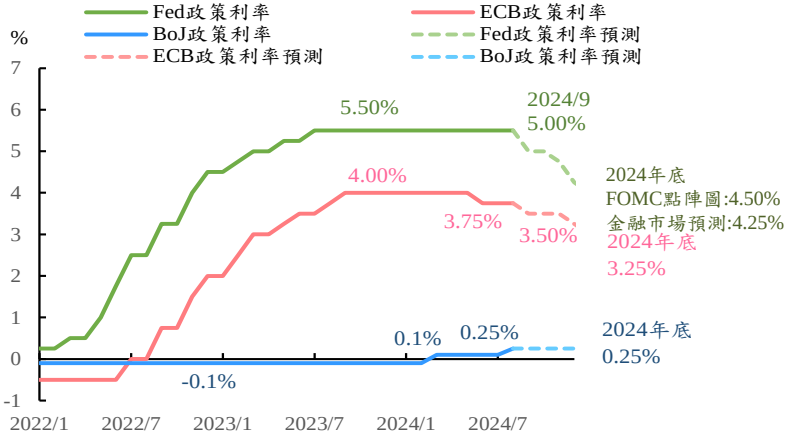


	美國*	加拿大	歐元區	英國	日本	南韓	台灣	中國大陸
2022-2023 年	+5.25%	+4.75%	+4.50%	+5.00%	-	+2.50%	+0.750%	-0.35%
2024 年以來	-0.50%-	-0.75%	-0.50%	-0.25%	+0.35%	-	+0.125%	-0.10%

*：美國為聯邦資金利率目標區間之上界。

資料來源：LSEG Datastream，本行計算

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

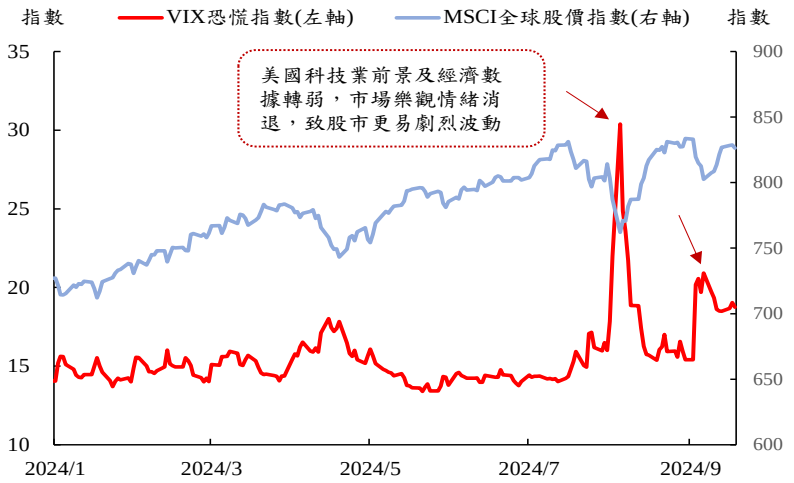
(四)主要經濟體公債殖利率下滑，全球主要股市大幅波動，美元走弱

1. 本年7月以來，市場擔憂美國經濟轉趨疲弱，且對Fed大幅降息之預期升溫，美國10年期公債殖利率走低；德國殖利率因預期ECB持續降息而下滑；BoJ釋出持續升息訊息，惟嗣後金融市場動盪，BoJ副總裁表示可能延緩升息，日本殖利率先升後降；中國大陸通縮風險居高，殖利率震盪走低。
2. 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，VIX恐慌指數一度大幅上升，全球股市大幅波動。

主要國家10年期公債殖利率

資料來源： LSEG Datastream 、美國財政部

VIX恐慌指數及MSCI全球股價指數



資料來源： LSEG Datastream

3. 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；**主要經濟體貨幣對美元均走升**。

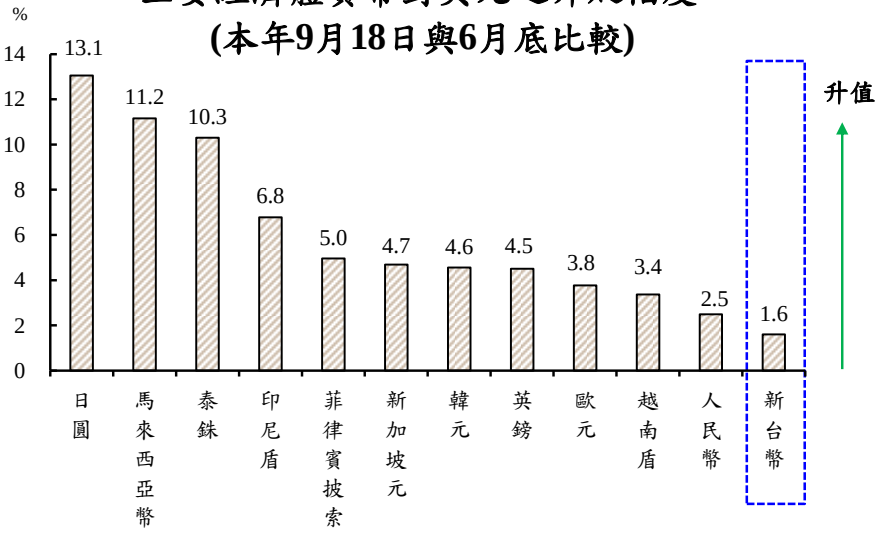
- **歐元**：歐元區第2季經濟成長率雖優於預期，惟復甦仍疲，**升值3.8%**，升幅相對較小。
- **英鎊**：英國經濟溫和復甦，加以服務類通膨仍高，市場預期BoE降息幅度有限，**升值4.5%**。
- **日圓**：BoJ貨幣政策趨緊，加以美日利差縮小致日圓利差交易部位平倉，**大升13.1%**。
- **人民幣**：人行下調政策利率，加以中國大陸經濟仍疲弱，僅**小升2.5%**。

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)。

資料來源：LSEG Datastream，本行計算

主要經濟體貨幣對美元之升貶幅度
(本年9月18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

二、國內經濟及通膨展望

(一)本年上半年經濟成長高於原預估，致本行上調全年經濟成長率預測值至3.82%

1. 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；

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；

全年內需貢獻3.81個百分點，淨外需貢獻0.01個百分點，經濟成長率為3.82%。

本年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)						淨外需貢獻 (6)		
			民間消費 (2)	民間投資 (3)	公共支出(4)		存貨變動 (5)		輸出	(-)輸入
					消費	投資				
2024 年(f)	3.82	3.81	1.36	0.82	0.43	0.36	0.85	0.01	4.86	4.85
上半年	5.83	3.28	1.72	-0.17	0.23	0.38	1.13	2.55	5.29	2.74
下半年(f)	1.99	4.30	1.03	1.73	0.60	0.34	0.60	-2.31	4.46	6.77

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。
資料來源：主計總處、本行

2. 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：隨全球貿易回溫，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。

(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。

(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。

本年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
			民間消費	民間投資	公共支出			輸出	(-)輸入
					消費	投資			
2024 年(f)	3.82	4.38	2.80	3.95	3.10	7.75	-	7.68	9.63
上半年	5.83	3.68	3.45	-0.73	1.69	9.40	-	8.42	5.46
下半年(f)	1.99	5.05	2.17	9.08	4.30	6.61	-	7.02	13.64

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。
資料來源：主計總處、本行

(二)明年內需續推動經濟成長，淨外需貢獻可望回溫，帶動經濟成長3.08%

1. 全球貿易持續擴張，輸出可望持續成長：

(1)明年全球商品貿易量穩健擴增，可望加速傳產貨品復甦。

(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。

2. 內需穩健成長：

(1)民間投資穩健成長：AI等新興科技應用加速擴展，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、資料中心，廠商加快綠能、節能減碳設備等投資步調。

(2)民間消費溫和成長：明年基本工資調高、軍公教調薪與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，明年調薪意願可望提高，帶動可支配所得增加。

明年台灣經濟成長率及GDP各組成項目之成長率與貢獻度預測值

單位:%/百分點

	經濟成長率	內需						淨外需		
			民間消費	民間投資	公共支出		存貨變動		輸出	(-)輸入
					消費	投資				
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

註:公共支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：本行

(三)主要機構對本年台灣經濟成長率預測平均值為3.88%，明年則為2.82%

單位:%

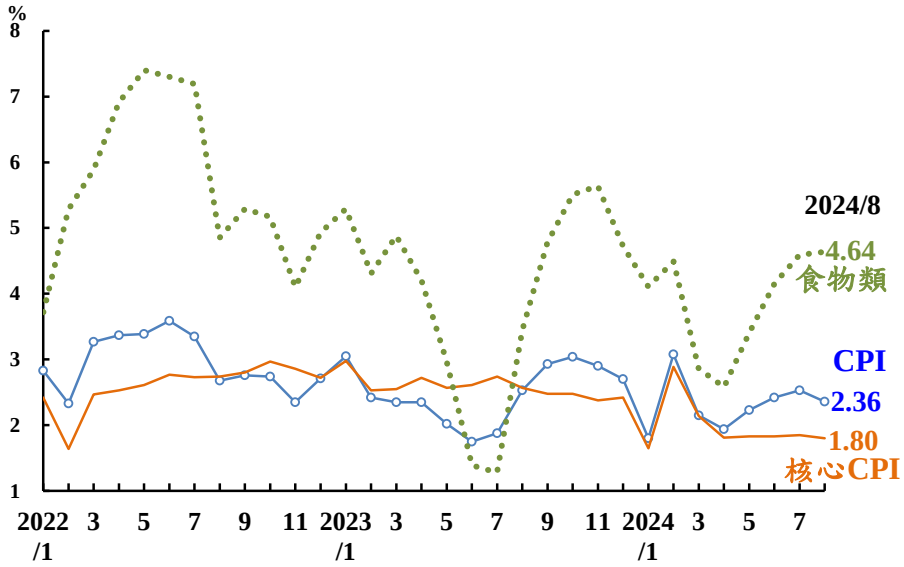
預測機構		2024年(f)	2025年(f)
國內機構	中央銀行(2024/9/19)	3.82	3.08
	台大國泰(2024/9/11)	3.70	2.80
	主計總處(2024/8/16)	3.90	3.26
	中研院(2024/7/31)	3.88	n.a.
	台經院(2024/7/25)	3.85	n.a.
	中經院(2024/7/19)	3.81	2.98
	台綜院(2024/6/27)	3.57	n.a.
國外機構	S&P Global Market Intelligence(2024/9/17)	3.87	2.64
	Citi(2024/9/16)	4.50	3.00
	Goldman Sachs(2024/9/16)	4.04	1.97
	Barclays Capital(2024/9/13)	4.00	2.30
	BofA Merrill Lynch(2024/9/13)	3.70	2.30
	Morgan Stanley(2024/9/13)	3.70	3.10
	Nomura(2024/9/13)	4.10	4.40
	Standard Chartered(2024/9/13)	3.70	2.00
平均值		3.88	2.82

(四)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. 受天候因素影響，本年6月以來，蔬果價格大漲，CPI年增率走升，至7月為2.53%；8月回降為2.36%；核心CPI年增率則緩步回降至1.80%。

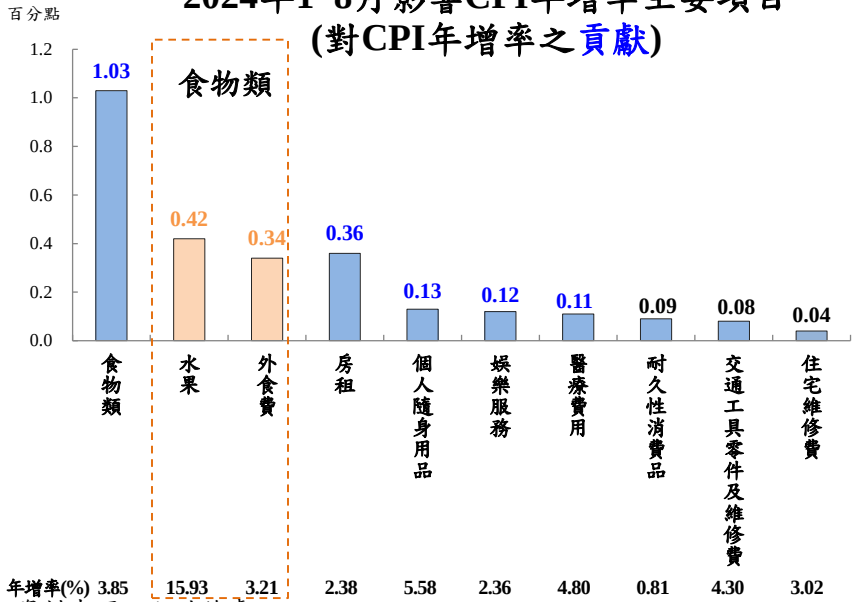
2. 本年1-8月CPI年增率為2.32%，其中食物類、房租、個人隨身用品、娛樂服務及醫療費用上漲，合計使1-8月CPI年增率上升1.75個百分點，貢獻率達75%。

CPI、核心CPI與食物類CPI年增率



資料來源：主計總處

2024年1~8月影響CPI年增率主要項目(對CPI年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

3. 7月下旬颱風豪雨致蔬果量減價揚，本行上修本年第3季CPI年增率預測值，全年CPI年增率預測值略上修為2.16%；核心CPI年增率則下修為1.94%。

4. 主要機構預測明年國際油價平穩，加以國內服務類價格漲幅可望維持緩步回降趨勢，本行預測明年CPI及核心CPI年增率分別續降為1.89%、1.79%。

5. 主要機構對本年CPI年增率預測平均值為2.15%；明年則為1.85%。

單位:%

預測機構		2024年(f)	2025年(f)
國內機構	中央銀行(2024/9/19)	2.16 (CPI) 1.94 (核心CPI)	1.89 (CPI) 1.79 (核心CPI)
	台大國泰(2024/9/11)	2.10	1.80
	主計總處(2024/8/16)	2.17	1.91
	中研院(2024/7/31)	2.21	n.a.
	台經院(2024/7/25)	2.13	n.a.
	中經院(2024/7/19)	2.16	2.06
	台綜院(2024/6/27)	2.20	n.a.
國外機構	S&P Global Market Intelligence(2024/9/17)	2.18	1.82
	Citi(2024/9/16)	2.30	2.40
	Goldman Sachs(2024/9/16)	1.99	1.28
	Barclays Capital(2024/9/13)	2.20	1.70
	BofA Merrill Lynch(2024/9/13)	2.10	1.70
	Morgan Stanley(2024/9/13)	2.30	2.30
	Nomura(2024/9/13)	2.20	1.80
	Standard Chartered(2024/9/13)	1.90	1.50
平均值		2.15	1.85

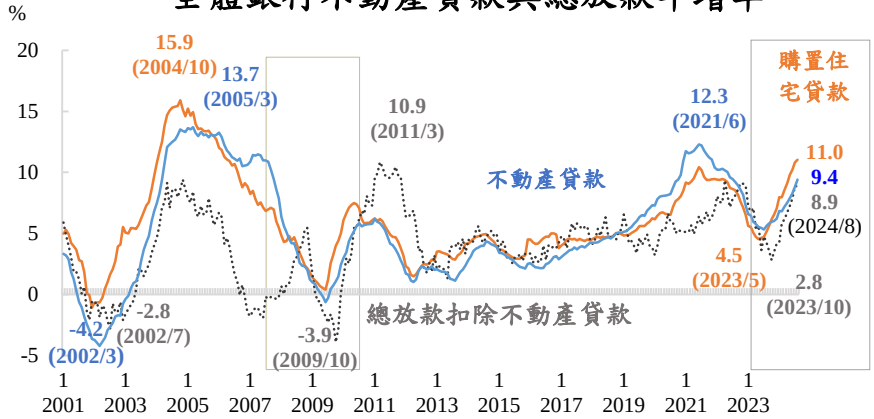
三、有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明

(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。

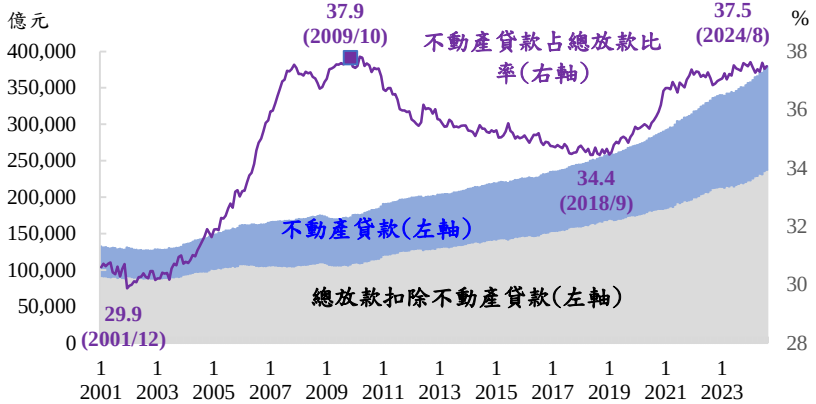
2.上年下半年以來，全體銀行不動產貸款成長逐漸加速、不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度)走升，本年8月底為37.5%，接近2009年10月之37.9%歷史高點；且當前銀行信用資源向不動產相關部門傾斜情勢較2009年10月更加嚴峻。

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

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，本行整理

(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.國內外相關研究顯示，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，亦不利經濟金融穩定。

	相關研究重點結論
張天惠等(2024)*	◘ 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；就長期累積效果，房價上漲對製造業亦有排擠效果，對其產出、投資，以及技術進步有顯著且負向的長期影響。
Doerr (2020)**	◘ 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融資，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。
BIS全球金融體系委員會(2022)***	◘ 2020年Covid-19肺炎疫情大流行期間，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，尤其是蓬勃發展的房地產市場及民眾對政策補助的誤解，均易使借款人低估未來風險而不利金融穩定。
IMF(2011)****	◘ 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。
Corwe et al. (2013) *****	◘ 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；且忽視房價高漲相關風險，發生金融危機的善後成本高昂。

* 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)。

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

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

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

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

2.1990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。

	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
成因	➢ 1985年的廣場協議後，日圓長期升值，企業資金從實體經濟轉向不動產市場，加以日本央行(BoJ)連續降息及政府持續對不動產提供稅賦優惠，造成資產價格高漲 ➢ 政府推動金融自由化，惟未強化金融監理，致使金融機構過度授信與承擔風險 ➢ 民眾深信土地價格只漲不跌神話，並盲目跟風投資之羊群效應，致不動產投機交易增加 ➢ BoJ自1989年5月起大幅升息，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，致資產泡沫破滅	➢ 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，並放寬審核標準，致次級房貸市場大幅成長惟授信品質大降 ➢ 次級房貸相關證券化商品結構複雜，加以金融機構過度操作槓桿及不當獎酬制度，致風險管理失效 ➢ 信評機構存在利益衝突，且其評價模型未能充分考慮次級房貸市場高風險性 ➢ 金融監管未涵蓋影子銀行體系及未考量系統性風險 ➢ Fed大幅調升利率，借款人還款付息壓力升高，加以房價反轉下跌，次級房貸逾放比率明顯攀升
影響	➢ 資產價格崩跌，銀行不良債權遽升，金融中介功能嚴重受損 ➢ 因家計部門、廠商積極去槓桿化，民間需求轉弱，日本陷入通貨緊縮困境，導致經濟成長長期停滯	➢ 隨房市泡沫破滅，美國銀行業資產品質受創，導致信用緊縮，經濟衰退，並迅速蔓延成全球金融危機，重創全球經濟 ➢ 主要經濟體則採行量化寬鬆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
啟示	➢ 銀行放款集中及過度融資行為，助長資產泡沫形成 ➢ 太遲且過猛之貨幣政策對日本經濟留下許多後遺症 ➢ 非理性榮景不會永遠持續，政府應積極回應，並防範資產泡沫之形成	➢ 金融創新商品複雜及信用評等不確實，易誤導投資行為 ➢ 金融監理機關過度相信金融自由化效益，未及時因應調整 ➢ 政府相關單位未於危機發生前積極著手改善金融體系，致危機擴大

3.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，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。

(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，反映銀行信用資源配置向不動產相關部門傾斜(即不動產貸款增幅遠高於總放款的增幅)。
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。
3. 為避免信用資源過度流向不動產市場，本行賡續實施選擇性信用管制，並於本年8月中旬籲請銀行自主管理不動產貸款總量；後者有別於選擇性信用管制：

	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

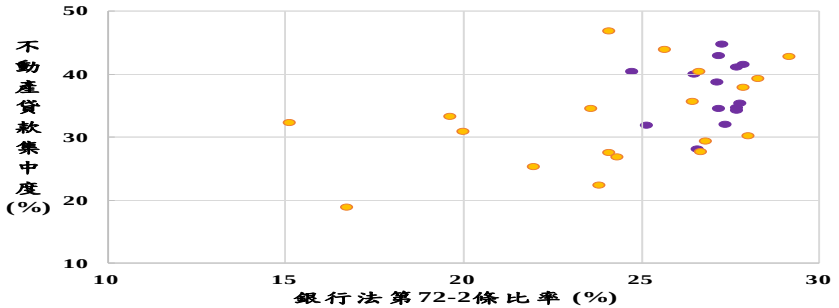
(四)相關部會高度關注本年以來民眾申請房貸困難問題，積極澄清民眾疑慮及提供無自用住宅民眾必要協助

1.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，加以部分銀行接近「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。

—以本年8月底為例，不動產貸款餘額規模前15大銀行中即有13家的銀行法第72條之2比率逾26%，因其多同時自行控管貸款額度，以致待審理、撥款案件激增；且其他中小型銀行無法完全承接原欲向大型銀行申請的房貸案件。

2.為協助民眾申請房貸困難事宜，本行、金管會及財政部積極提供民眾必要協助。

本年8月底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



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計算

本年8月底前15大本國銀行不動產貸款餘額及銀行法第72條之2比率

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：依本行內部資料、金管會單一申報窗口資料計算

(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. 日本、美國因不動產市場過熱引發金融危機及經濟衰退之經驗，我國應引以為鑑。
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，均有助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一致。
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. 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，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，俾落實本行法定經營目標。

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

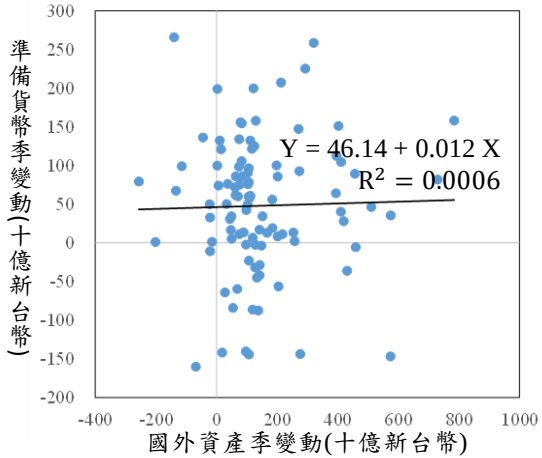
(一)本行運用各項沖銷工具，妥善管理銀行體系流動性，使央行國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微，並調控M2年增率落於成長參考區間內

1. 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，為降低央行外匯市場操作對國內貨幣數量的影響，央行多會同時進行沖銷操作。

2. 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；其他操作工具尚包括銀行業轉存款與準備金制度。

3. 2000年第1季至本年第2季國內準備貨幣變動與本行國外資產變動兩者相關係數僅0.02，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。

本行國外資產變動與準備貨幣變動的關係



註：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。

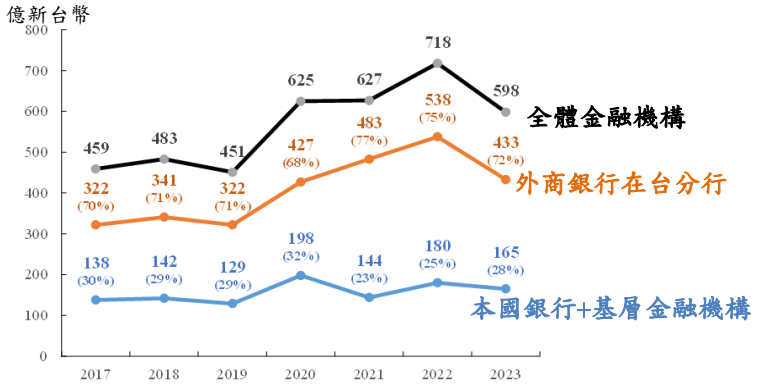
資料來源：本行金融統計月報-準備貨幣變動因素分析

4. 以迴歸分析檢視本行的沖銷幅度，沖銷係數的估計結果顯示，本行在近20年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。

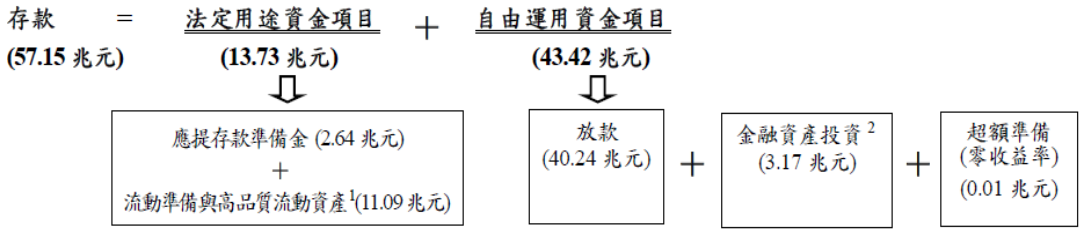
6. 銀行為兼顧遵法性、收益率及流動性，其存款資金全數用於法定用途、放款、金融資產投資及超額準備，並無媒體所稱之無爛頭寸情形。

我國金融機構超額準備(年平均)



資料來源：本行金融統計月報、中央銀行業務局

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、本行業務局

7. 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(2019年以前為M2成長目標區)內。

—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，加以美中貿易戰轉單效應，資金需求回升所致。

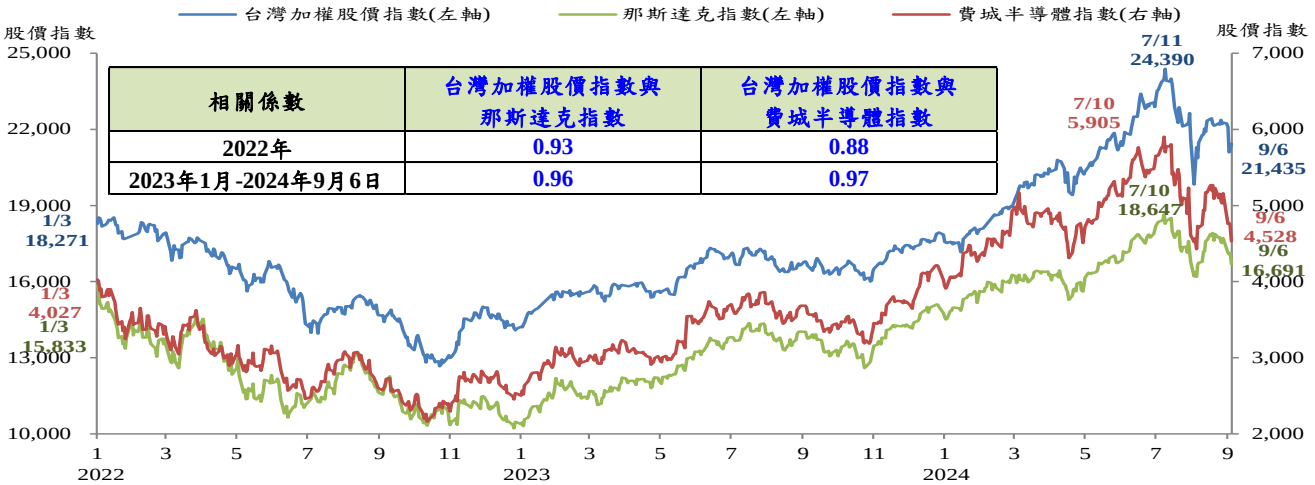
8. 2021年起，國內通膨率攀高，主要係因COVID-19疫情期間商品需求增加、全球供應鏈受阻，加以俄烏戰爭爆發後國際大宗商品價格大幅上漲，此為全球共同現象，且台灣整體通膨率與核心通膨率攀升情況均較全球溫和，國內貨幣供給並非此波通膨的主要來源。

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：本行

(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

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。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)。
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。

美國費城半導體、那斯達克、台股股價指數



相關係數	台灣加權股價指數與那斯達克指數	台灣加權股價指數與費城半導體指數
2022年	0.93	0.88
2023年1月-2024年9月6日	0.96	0.97

資料來源：Bloomberg

(三)本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，除六度採行選擇性信用管制措施，更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，並持續關注其發展

1. 近年國內房價上漲主要係由購屋需求、房價上漲預期心理、投機炒作及成本推升等因素帶動。
2. 本行自2020年12月起漸進緊縮選擇性信用管制措施，房市一度降溫；惟上年下半年以來，不動產貸款成長再度回升。
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，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。
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。

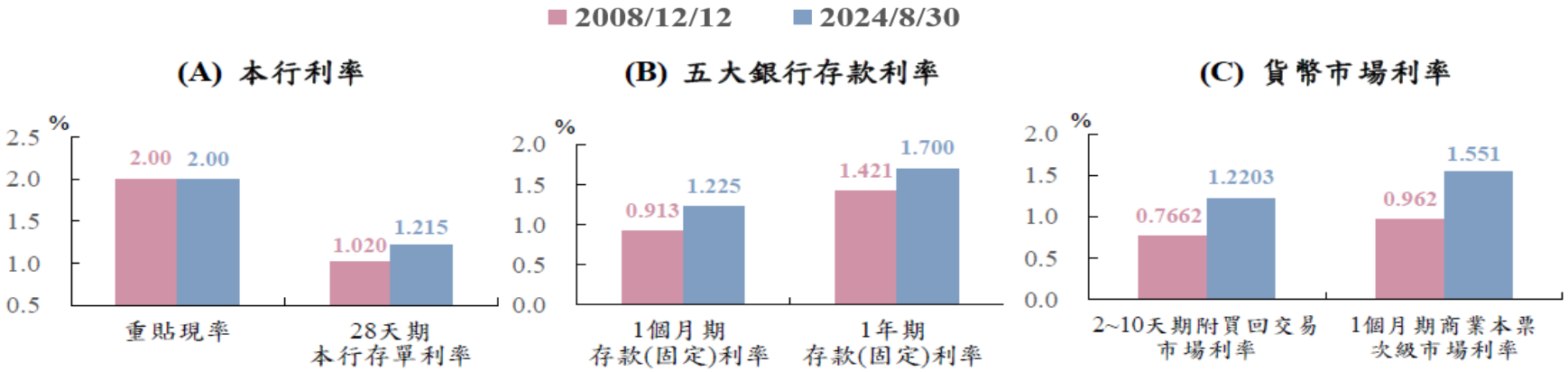
(四)結論

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。
2. 國內準備貨幣增幅維持穩定，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情形，且長期以來，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價格泡沫危機，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。

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

(一)本行重貼現率再度回升至2%，創近16年新高；當前市場利率遠高於前波(2008年12月12日)水準。

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)



資料來源：本行、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

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

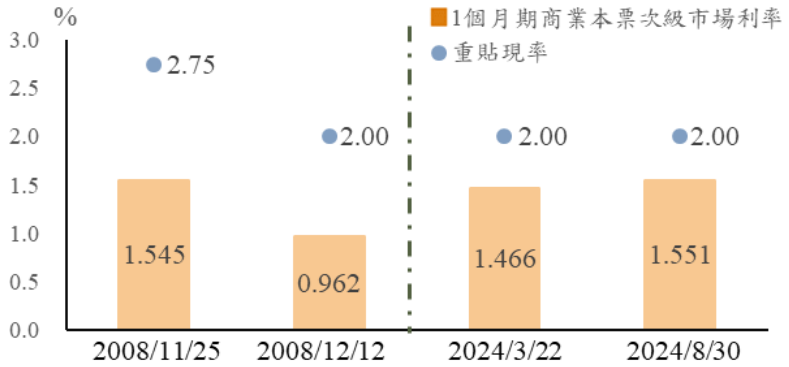
註：隔拆利率僅上升0.739個百分點，未足額反映重貼現率0.875個百分點升幅之原因如下：
2020年3月受COVID-19疫情衝擊，國內經濟金融之不確定性持續擴大，2020年3月20日本行調降政策利率0.25個百分點，由於2020年2月(降息前)之隔拆利率為0.178%，若足額調降，隔拆利率將降至負值，為-0.072%，為避免負利率發生，當時隔拆利率未足額調降，以致2020年4月(降息後)為0.079%，僅下降0.099個百分點；2022年3月18日本行調升政策利率0.25個百分點，令政策利率回升至疫情前水準，2022年4月(升息後)之隔拆利率自2022年2月(升息前)之0.081%上升至0.185%，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，若再加計接下來的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。

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

(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

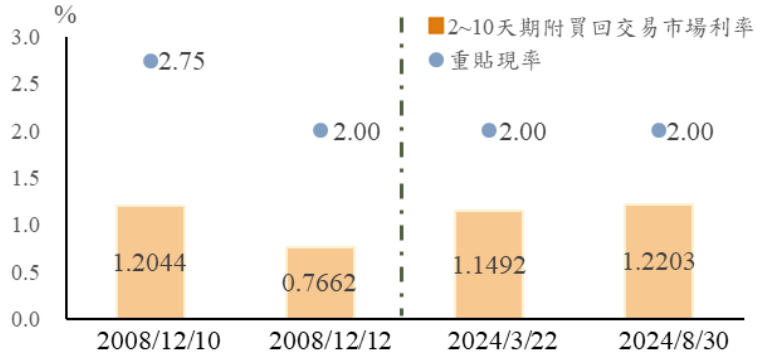
2008年11~12月與2024年3~8月短期貨幣市場利率

(A) 1個月期商業本票次級市場利率



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

(B) 2~10天期附買回交易市場利率



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：證券櫃檯買賣中心

五、去美元化之發展及意涵

(一)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. 中國**經濟規模為全球第二大國**，**商品貿易量之全球占比為11.2%**，**為全球第1大國**，更為120多個國家之最大貿易夥伴；**2015年人民幣加入IMF特別提款權之組成貨幣**，其權重雖為第3大貨幣，惟在交易媒介、計價單位、價值儲藏之占比或規模，多在第四或第五大，遠不如美元。
2. 中國憑藉世界第一大貿易國優勢，積極推動**跨境貿易以人民幣支付**，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。

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

(二)中國推動人民幣國際化與金磚國家等國推動去美元化

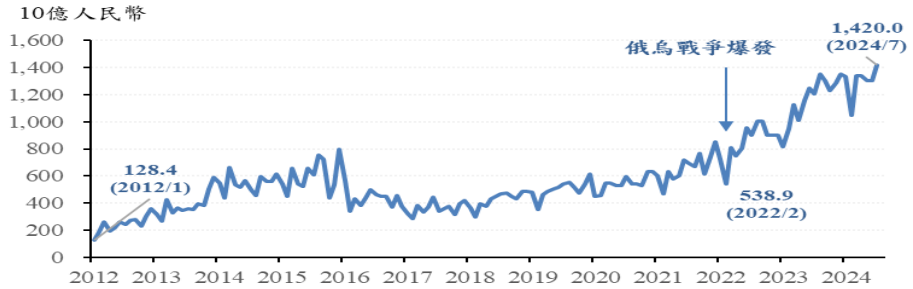
1.中國推動跨境貿易以人民幣支付來加速人民幣國際化

俄烏戰爭前人民幣交割之跨境貿易規模為5,389億人民幣，本年7月已攀升至1.4兆人民幣；本年7月人民幣在中國跨境收支占比達53.1%，高於美元之41.8%。

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貿易扮演之角色

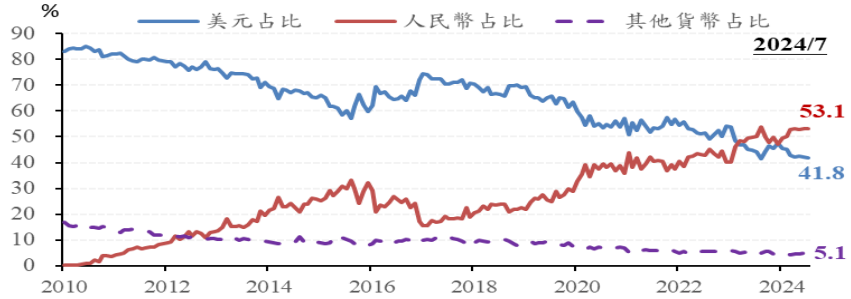
沙烏地阿拉伯對中貿易順差近年約200~400億美元，中沙雙方上年簽署34項價值500億美元協議，為石油人民幣提供更多使用管道；中俄加強雙邊經貿關係，俄羅斯除可將取得之人民幣用於支付自中國進口之款項外，亦接受其他國家以人民幣支付向其購買能源或大宗商品之款項，亦有助於石油人民幣循環使用。

以人民幣交割之中國跨境貿易規模



資料來源：Bloomberg

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

3.地緣政治結構改變使人民幣在國際支付使用占比逐年提升

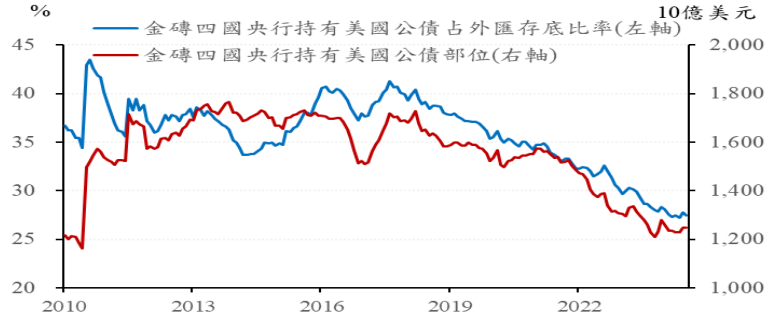
人民幣在跨境國際支付使用之占比，由2012年約1%，上升至本年6月之4.6%；人民幣在國際貿易融通(如開立信用狀)之占比，由2021年12月之2.0%上升至本年6月之6.0%，並已成為第二大貨幣，惟占比仍遠低於美元之83.2%。

4.金磚四國央行減持美債、增持黃金

(1)2018年初迄今，金磚四國央行持有美國公債規模減少0.44兆美元(但整體外國投資者仍增持2兆美元)；持有美國公債對其外匯存底比率亦由39.9%減少至27.5%。

(2)2018年初迄今，金磚四國央行持有黃金規模增加40.7百萬盎司(1,266公噸)；持有黃金市值對其國際準備比率亦由4.1%增加至8.8%。

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

金磚四國持有黃金及其對國際準備之占比

資料來源：Bloomberg；本行整理

(三)金磚國家去美元化及人民幣國際化之限制

1.中國大陸對多數經濟體長年保持順差，不利人民幣成為主要國際準備貨幣。
人民幣在中國跨境支付占比達53.1%；惟因中國呈順差，其貿易對手在收到人民幣後，多仍須用於向中國進口商品而回流中國，無法大量留存於境外，此為近年人民幣在價值儲藏等占比並未明顯成長主因。

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去美元化。

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。

4.目前人民幣在大宗商品定價之影響力仍有限。

(1)主要大宗商品定價中心多位於紐約、芝加哥及倫敦；美元在全球大宗商品定價之占比達90%。

(2)主要石油出口國對中國保持大量順差，若完全以人民幣結算石油貿易，所收之人民幣將遠超過其支出所需，將產生額外的成本及匯率風險。

5. 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。

(1)2024年6月俄羅斯莫斯科交易所停止美元及歐元對盧布之報價，美元及歐元對盧布交易改至銀行間櫃檯市場交易。

(2)外匯市場人民幣對盧布匯率，多隨人民幣對美元匯率變動而變化。

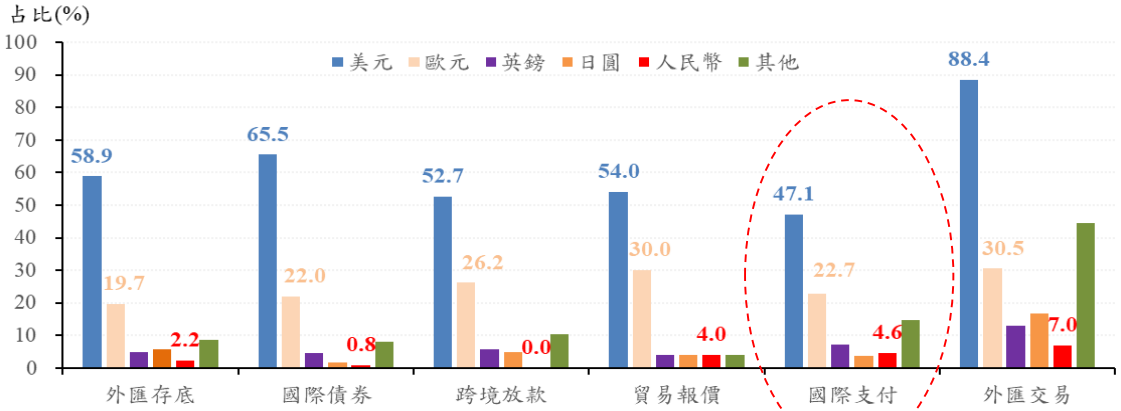
(四)國際準備貨幣現況：美元國際地位依舊穩固

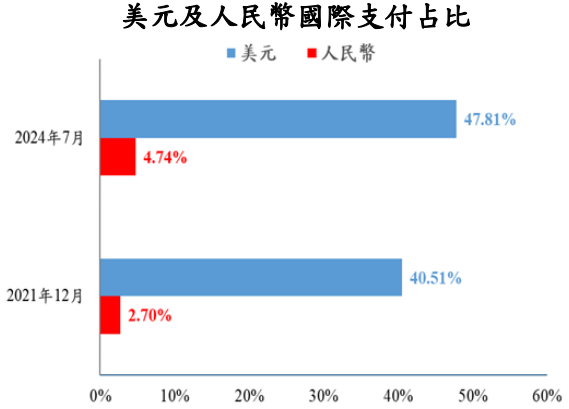
1.當前美元在國際準備貨幣之地位

(1)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；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。

(2)整體而言，美元作為最主要準備貨幣的地位仍難以被取代。

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

(1)交易媒介：

－美元在外匯、證券交易量及支付業務占比均呈增加；人民幣占比呈小幅增加。

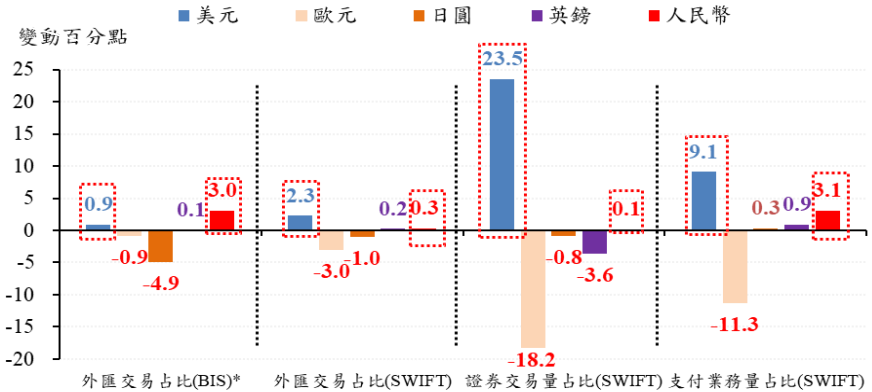
－人民幣在外匯交易占比增加較大，此應與俄羅斯外匯市場近期變化有關。

－美元在證券交易及支付業務量占比大幅攀升23.5個百分點及9.1個百分點，反映近年美國科技業展望佳，資金大幅流向美國資本市場。

(2)計價單位：

－美元在跨境放款及貿易融資占比分別減少3.8個及0.4個百分點；人民幣貿易融資占比則增加3.5個百分點，反映中國透過國際貿易管道使其占比明顯上升。

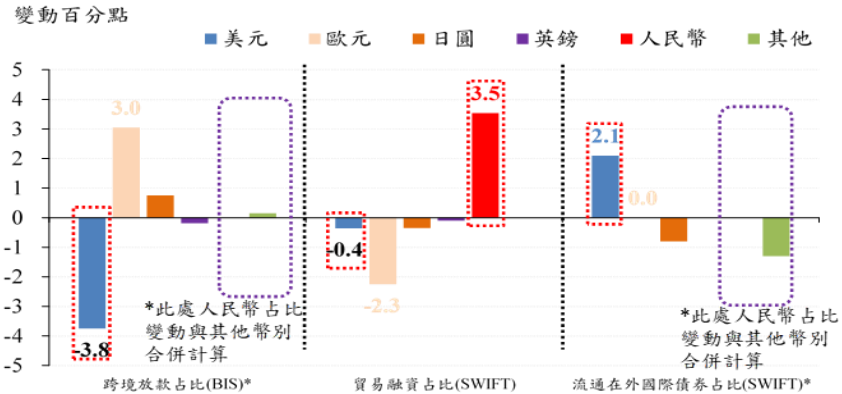
2017年底迄今主要貨幣交易媒介占比變動



*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

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

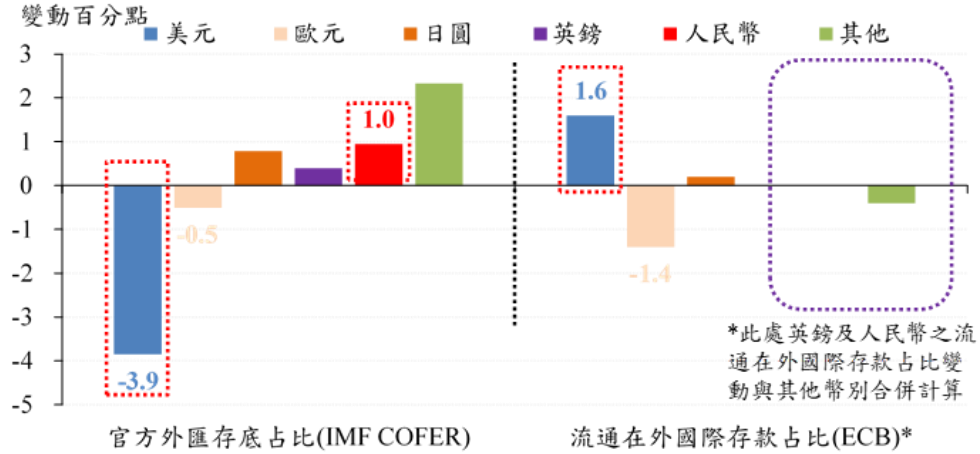
(3) 價值儲藏：

— 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，人民幣占比則僅小幅增加1.0個百分點；惟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；而此因素亦反映民間部門及其他各國官方持續增持美國長期債券。

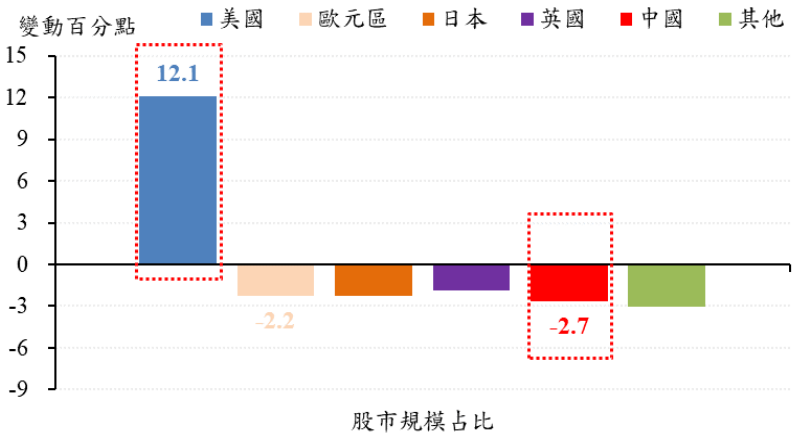
— 近年來AI及雲端科技應用進展驚人，投資者看好美國科技業前景，吸引資金大量湧進，2018年迄今美國股市之全球占比增加12.1個百分點(截至本年8月底，美股之全球股市市值占比達48.5%)。

2017年底迄今主要貨幣價值儲藏占比變動



資料來源：IMF COFER、ECB

2017年底迄今主要經濟體股市規模占比變動



資料來源：BIS、Bloomberg

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)Fed研究人員綜合官方準備、外匯交易量、外幣計價之債務餘額及銀行之跨境債權、債務等各項數據，編製主要貨幣國際化指數；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(3.0)等其他主要貨幣。

(2)根據中國人民銀行「2023年人民幣國際化報告」指出，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。

4.美元國際地位或因美國債務議題及金融科技創新進展面臨挑戰；惟在可預見的未來，美元主導國際準備貨幣地位仍十分穩固。

2022年主要貨幣國際化指數

單位：百分比

幣別＼權重	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)
	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*

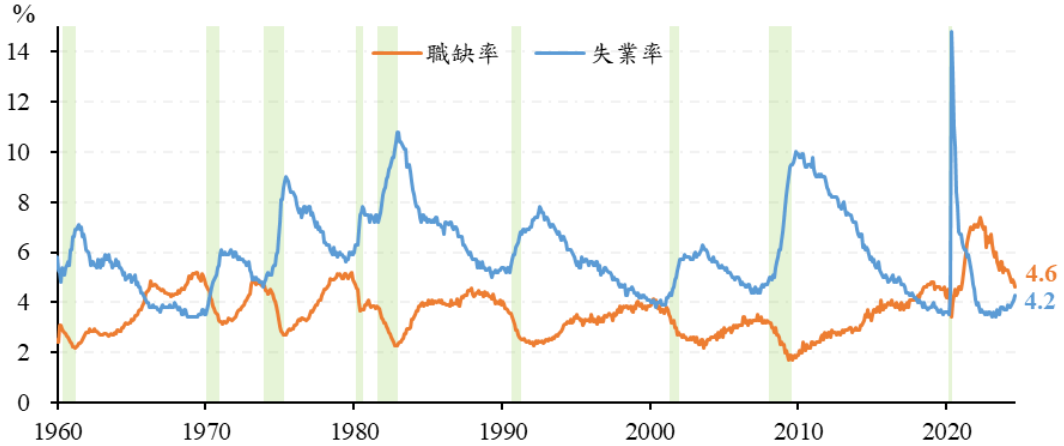
資料來源：Curcuru *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

六、莎姆法則(Sahm Rule)及利差交易之介紹

(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，一般而言，美國失業率將於經濟衰退期間上揚，爰Fed前經濟學家Claudia Sahm提出用失業率是否觸及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，美國經濟陷入衰退前，除失業率攀升外，職缺率亦迅速下滑，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。

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

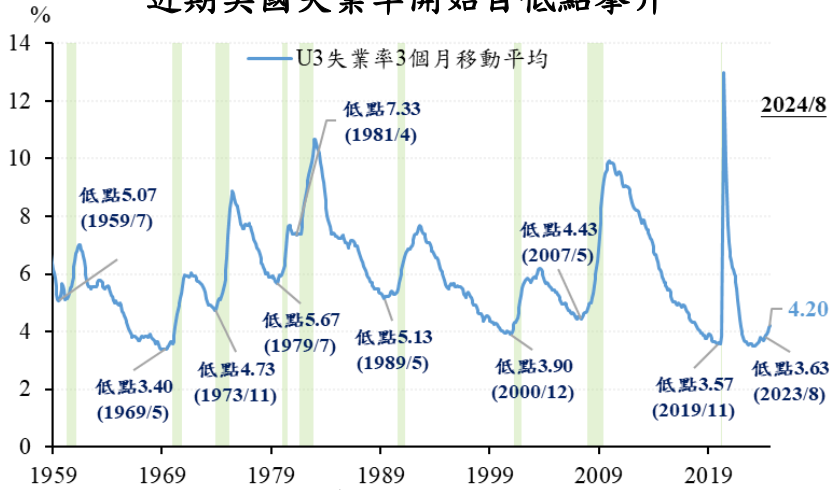
1.Sahm Rule指標(依據失業率變動所編製)

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

—例如：本年8月失業率之3個月移動平均為4.20%，過去12個月期間之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，已觸及臨界值。

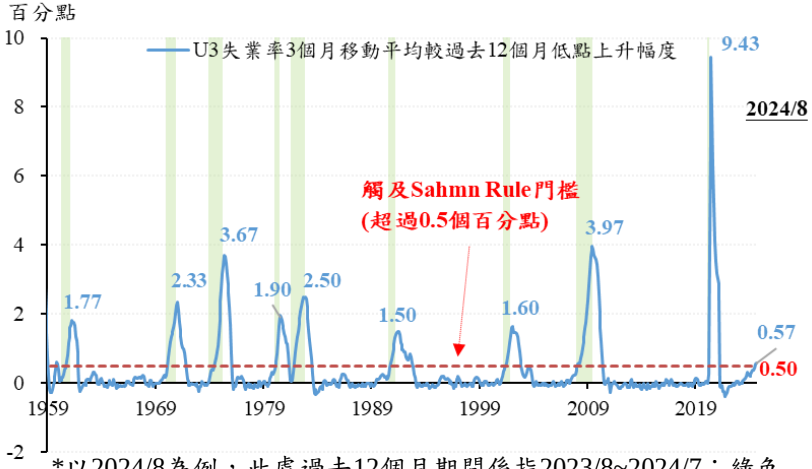
(2)近期美國經濟仍呈成長，故Sahm本人淡化當前美國經濟陷入衰退的可能性，指出本次失業率上揚主要反映勞動供給增加(尤其移民勞動人口面臨摩擦性失業)，而非勞動需求減少，因此當勞動市場面臨結構性轉變，將影響該指標之解讀。

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

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

2.進階Sahm Rule指標(依據失業率及職缺率變動所編製)

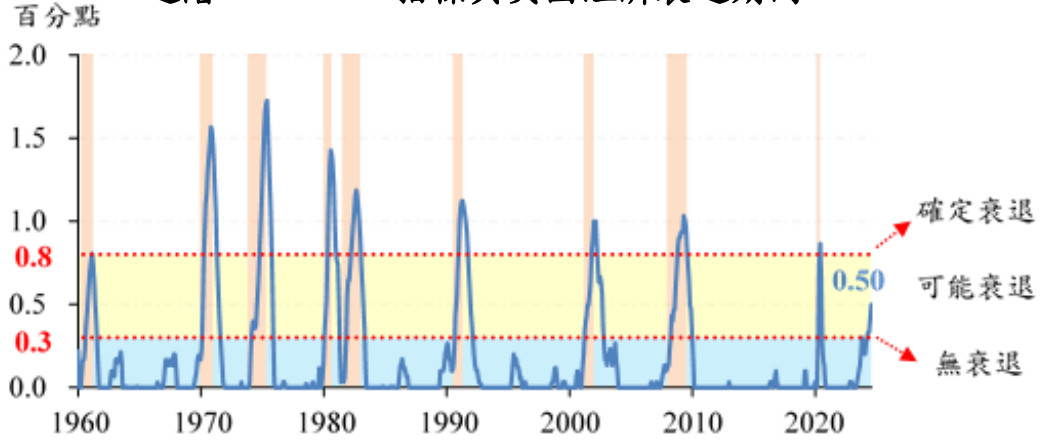
(1)進階Sahm Rule指標定義：取職缺率指標與失業率指標之較小值，倘若進階指標介於0.3個百分點與0.8個百分點之間，隱含美國經濟可能陷入衰退；若進階指標大於0.8個百分點，則美國經濟確定陷入衰退。

—職缺率指標：職缺率之3個月移動平均較過去12個月期間最高點下降幅度。

—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。

(2)例如：本年7月職缺率指標為0.73個百分點；同月失業率指標為0.50個百分點，取兩者較小值，則進階Sahm Rule指標為0.5個百分點，介於經濟可能陷入衰退之臨界值區間。

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：Michaillat and Saez (2024)；本行整理

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

—本年8月Fed主席Powell於全球央行年會指出，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、雇用率及辭職率則低於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、Kansas Fed勞動市場狀況指數(LMCI)及失業率與自然失業率差距等指標均不及疫情前水準。

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

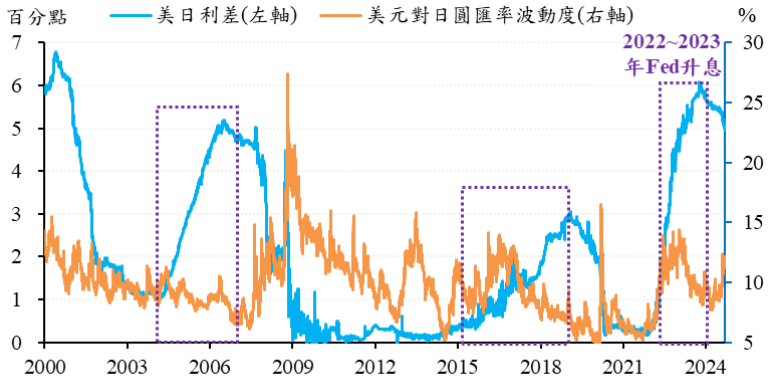
(二)利差交易(carry trade)

1. 利差交易簡介

(1)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。

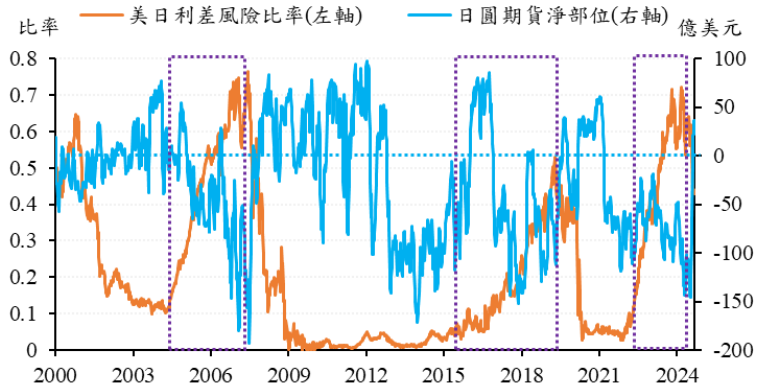
(2)以融資日圓並投資美元之利差交易為例，在美國升息循環期間(如2004~2006年及2015~2018年)，美日利差(carry)擴大加以匯率波動(risk)相對平穩，致利差風險比率(carry-to-risk ratio)逐步攀升，並吸引借日圓買美元之期貨淨空單部位增加；一旦情勢反轉(如2008年金融危機爆發及2020年疫情爆發)，利差風險比率下降，該部位便迅速大幅平倉。

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

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

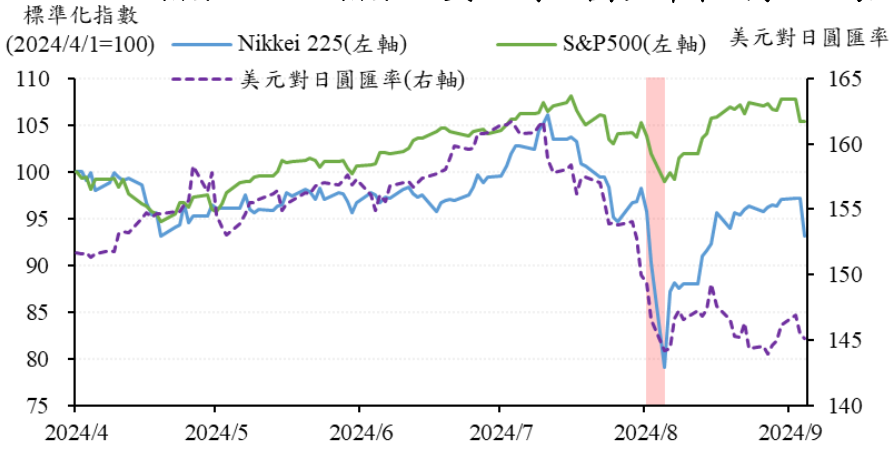
2.近期金融市場出現波動與利差交易之關係

(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；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，且股市波動度飆高。

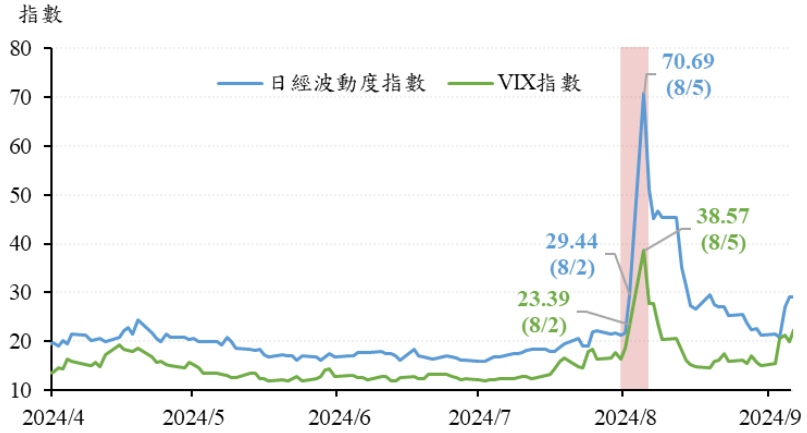
(3)在預期美日利差縮小、匯率與資產價格波動度飆升之下，日圓利差交易部位迅速大規模平倉，進一步推升日圓並加劇金融資產價格波動。

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

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

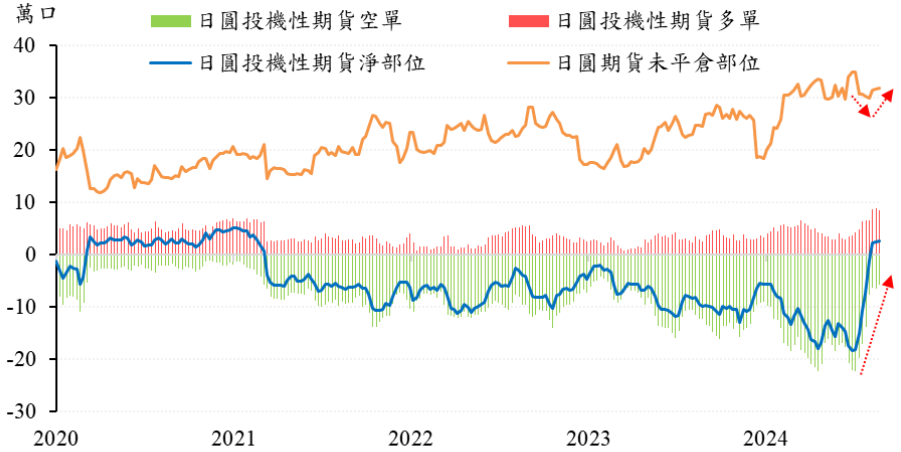
3.利差交易之影響

(1)BIS經濟學家Aquilina *et al.* (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；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。

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



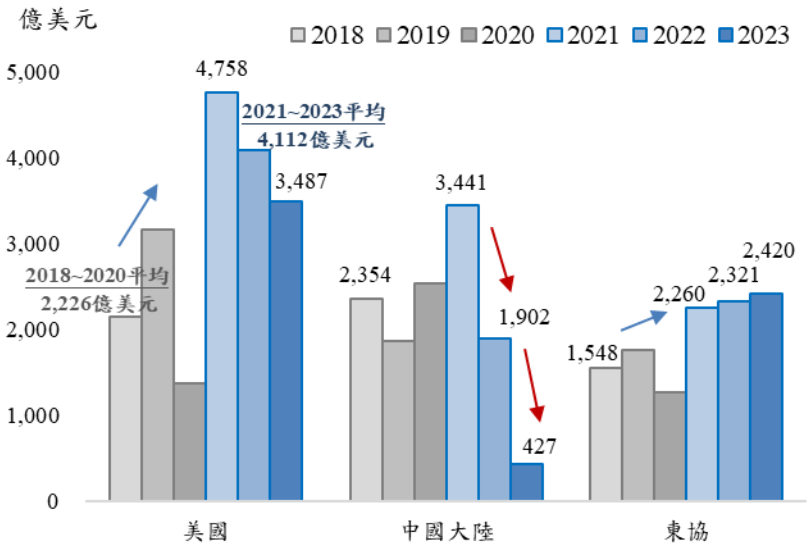
資料來源：美國商品期貨交易委員會(CFTC)；本行整理

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

(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

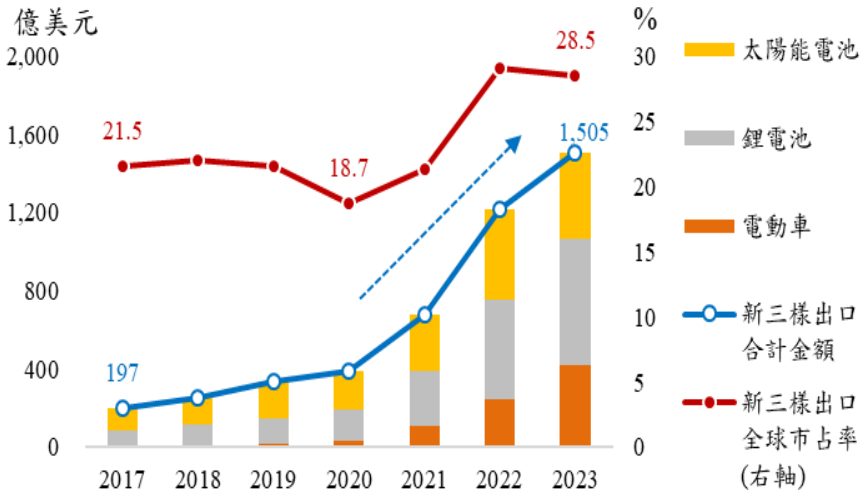
1. 美中衝突加劇，主要國家積極推動供應鏈重組，降低對中國大陸製造的依賴。
2. 中國大陸產能過剩，「新三樣」出口擴增，各國擔憂「中國衝擊2.0」來襲。

全球流入主要經濟體之FDI規模



資料來源：UNCTAD

中國大陸「新三樣」產品出口及全球市占率



資料來源：ITC Trade Map

(二)台日韓出口主力屬全球價值鏈(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.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，扮演此波供應鏈重組核心角色。

2.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。

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

3.就台日韓主力產品個別觀察，其出口變化各見消長。

(1)美國對中國大陸高科技出口管制，台日韓**電子資通訊產品對中國大陸出口比重皆下滑**。

(2)中國大陸為突破高科技封鎖，加快科技自主，帶動**本年日本半導體生產機械對中出口大增**。

(3)隨中國大陸積極擴產運輸工具及新三樣產品，加深**日韓對中國大陸鋰電池及車輛零附件之依賴**。

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

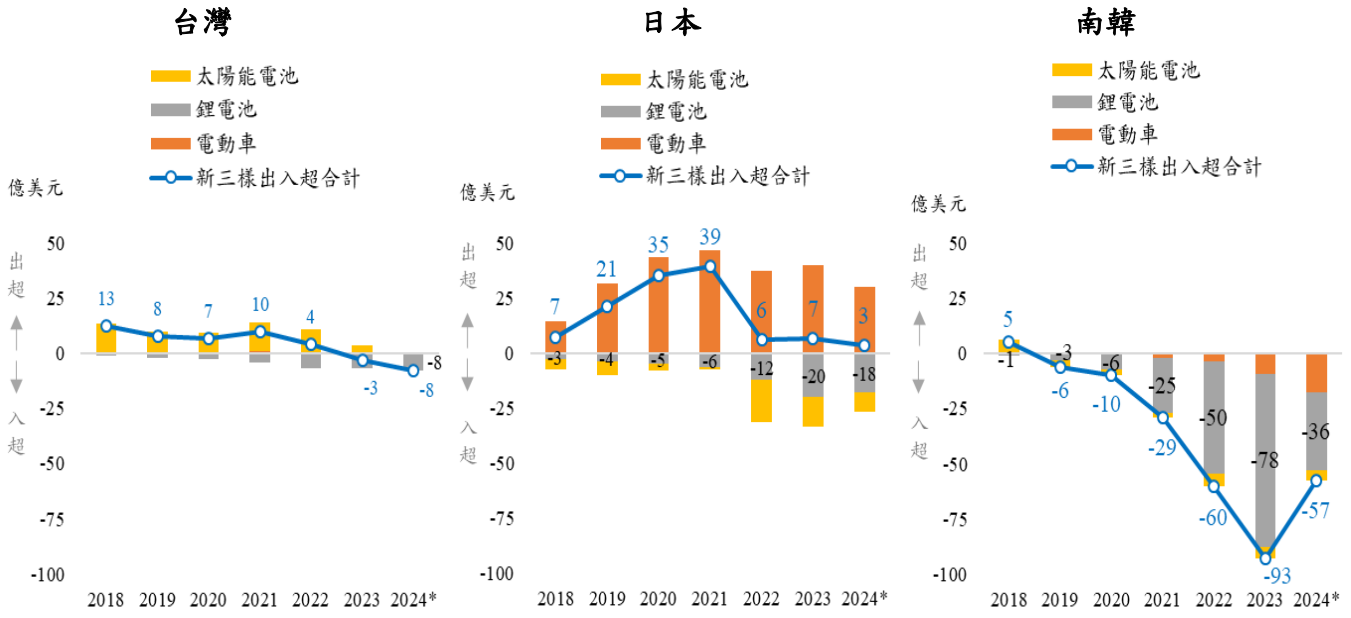
	積體電路出口地區別比重增減**		
	台灣	日本	南韓
對中國大陸比重	-5.1	-7.9	-11.9
對美國比重	2.1	-1.1	0.1

	資通與視聽產品出口地區別比重增減**		
	台灣	日本	南韓
對中國大陸比重	-19.4	-0.2	-3.6
對美國比重	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

台日韓對中國大陸新三樣出入超

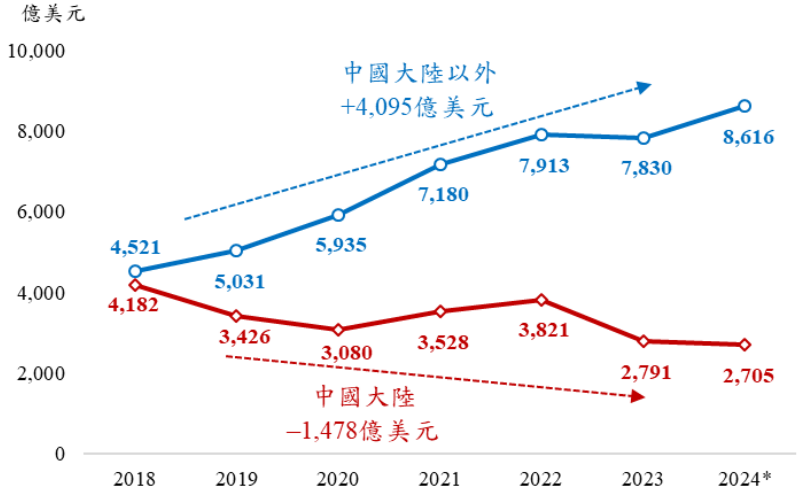


註：*2024年金額係該年已公布資料月均值x12估計。資料來源：經濟部國際貿易署及ITC Trade Map

(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

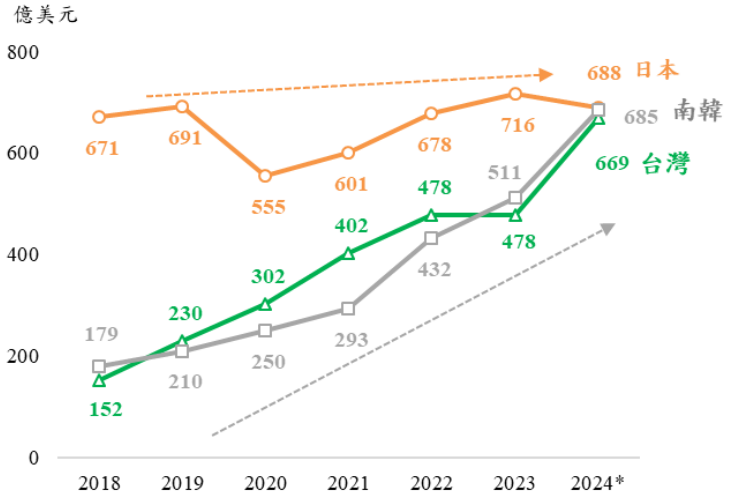
1.近年美國積極降低對中國大陸製造的依賴，在全球供應鏈重組及貿易轉向下，美中之間的貿易連結由直接轉為間接，變得更加迂迴；且造成美國對中國大陸的貿易失衡轉至台日韓等其他國家，未來可能引發美國與其盟友間的貿易摩擦。

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x12估計。
資料來源：美國商務部

美國對台日韓的貿易入超



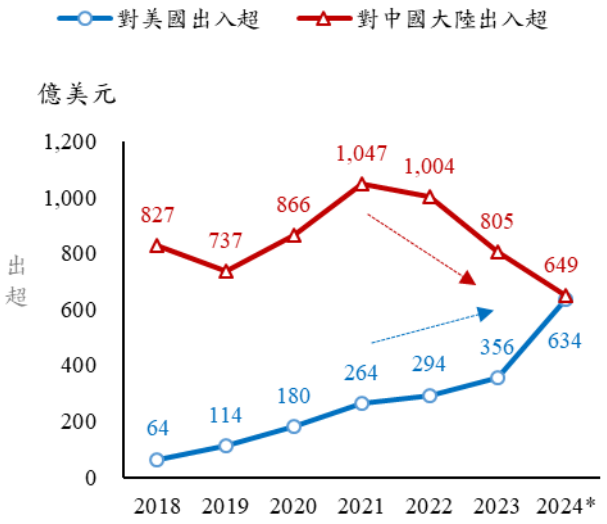
註：* 2024年數值係1~7月均值x12估計。
資料來源：美國商務部

2.美中爭端及中國大陸供應鏈轉型升級，致周邊國家與中國大陸產品的競合關係更為複雜。

(1)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**，惟台日韓與中國大陸仍**具產業分工密切且相互依賴**的關係，**對中國大陸出超呈縮減**。

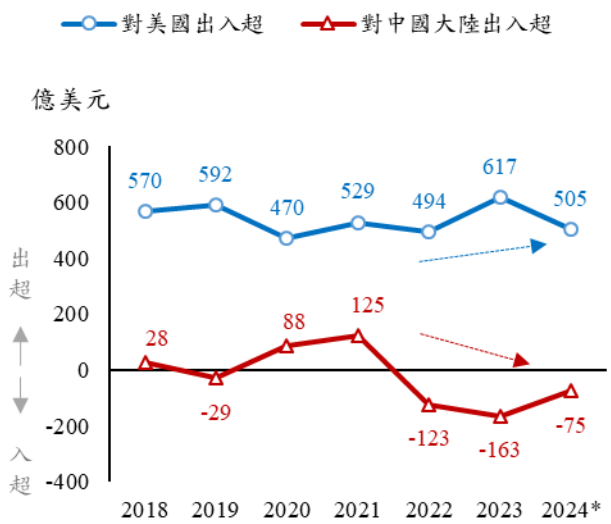
(2)面對**紅色供應鏈**可能的**競爭**及**低價傾銷**，須審慎因應其**產業自主發展**及可能風險。

台灣對中國大陸及美國出入超



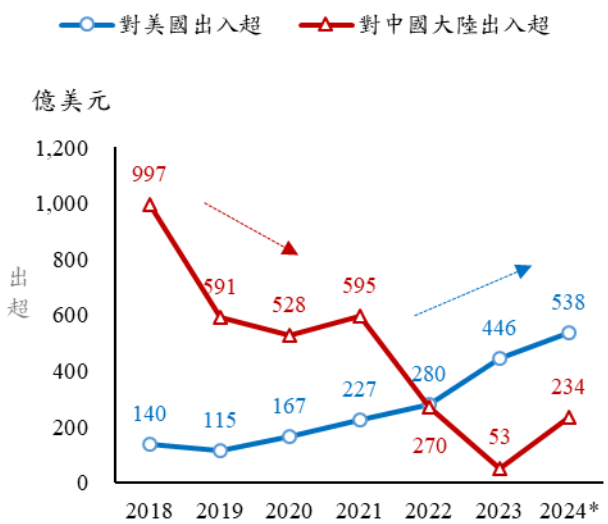
註：*2024年數值係1~8月均值x12估計。
資料來源：經濟部國際貿易署

日本對中國大陸及美國出入超



註：*2024年數值係1~6月均值x12估計。
資料來源：ITC Trade Map

南韓對中國大陸及美國出入超



註：*2024年數值係1~7月均值x12估計。
資料來源：ITC Trade Map

(四)台灣外貿表現較佳，須維持半導體產業優勢及台廠國際供應鏈地位

1. 美中爭端及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，使得台灣外貿表現較佳。

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x12估計。
資料來源：Refinitiv Datastream、財政部貿易統計

2. 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。

3. 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。

簡 報 完 畢

謝謝!