

### 三、近期美國雙率上揚衝擊部分新興市場經濟體之分析

2008 年金融危機爆發以來，全球主要央行為振興經濟陸續實施非傳統貨幣政策，全球金融市場流動性充沛；同期間部分新興市場經濟體公、私部門擴大舉債，致其負債對 GDP 比率大幅上揚，金融脆弱度上升。

隨著美國經濟復甦並接近充分就業，Fed 自 2015 年底啟動貨幣政策正常化。上(2017)年底及本(2018)年初美國陸續通過擴張性財政政策，增強經濟成長動能；本年以來美國公債殖利率上揚及美元走升，導致部分新興市場經濟體(特別是背負龐大美元計價債務經濟體，如阿根廷及土耳其)產生金融動盪。

近期美國雙率上揚已對部分新興市場經濟體帶來衝擊，是否可能產生傳染效應引發市場關注。為討論前述受影響新興市場是否會產生傳染效應，本文先就新興市場經濟體體質進行初步探討，再針對當前部分新興市場金融動盪的可能影響提供扼要分析，供外界參考。

鑑於過去曾受金融危機衝擊之新興市場經濟體(如新興亞洲)其經濟結構多已改善(如減少經常帳逆差、累積外匯存底等)，因應外部金融衝擊的緩衝空間增加，且先進經濟體已陸續落實金融穩定機制，在全球經濟如預期持續同步復甦下，近期部份新興市場金融動盪尚無明顯的傳染效應，惟全球流動性逐漸減少，加以美中貿易摩擦加劇，是否引發國際資金撤出新興市場經濟體及其後續影響，宜密切觀察。

#### (一)全球金融危機後大國非傳統貨幣政策之外溢效應致新興市場貨幣升值、舉債增加

##### 1. 主要央行除採行低利率政策外，並實施大規模資產購買計畫使得低廉資金蔓延至全球各地

—Fed、ECB 與 BoJ 等三大央行總資產規模對全球 GDP 比率，由 2007 年 1 月 5.7%一路攀升，最高曾於上年 12 月 31 日達 18.1%。全球金融市場流動性充裕有助股價上漲、債券殖利率下跌，推升各地資產價格(圖 1)。

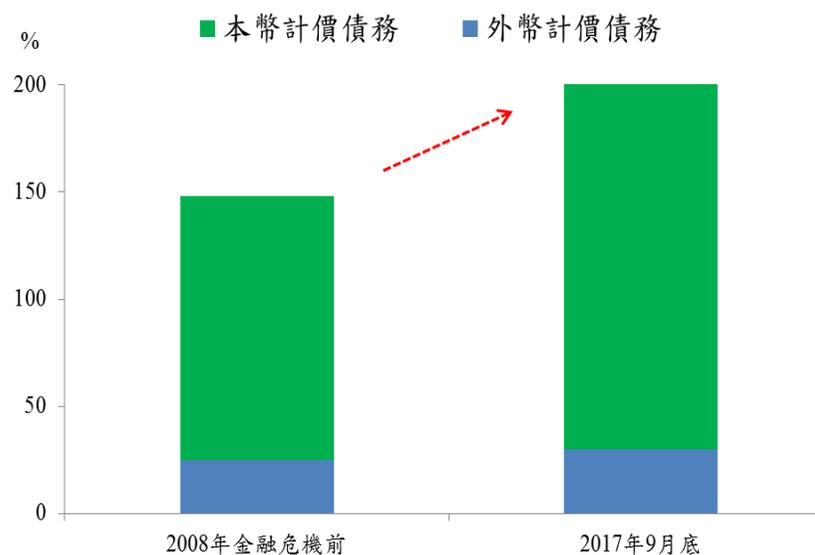
## 2. 國際投資人為追求較高收益，資金湧向新興市場，變相鼓勵當地增加舉債

—先進經濟體央行採行低利率甚至負利率政策，快速推升當地資產價格，卻也造成**長期收益率下滑**，投資人轉而**增購新興市場高收益資產(searching for yield)**。另新興市場經濟體政府及民間部門在低利率環境下擴大舉債，其中，前26大新興市場經濟體總債務對GDP比率由**2008年的148%**躍升至**上年9月的211%**，以**本幣及外幣計價**的債務對GDP比率分別已達**181%**及**30%**(圖2)。

圖1 三大央行資產負債表與MSCI全球股價指數



圖2 前26大新興市場經濟體債務對GDP比率



## (二)美國景氣復甦促使Fed推動貨幣政策正常化，帶動美國雙率走升，衝擊部分新興市場經濟體

### 1. 上年底Fed啟動縮表並持續升息，致新興市場經濟體逐漸感受壓力

#### (1)美元流動性減少，資金成本攀升，投資人減持新興市場經濟體資產

—美元利率走高帶動新興市場融資成本上揚，不利當地企業盈餘成長，投資人**預期未來股價漲幅有限**而減碼持股，將資金匯出新興市場，**對當地貨幣形成貶值壓力**。

—以 MSCI 新興市場股價指數與貨幣指數<sup>1</sup>為代表，前述指數自上年底迄今(2018/6/18)已分別**下跌 4.53%**與**1.55%**(圖 3)。

## (2)投資人風險趨避程度提高，出售新興市場債券，使得當地信用貼水擴大

—美國利率與美元匯率上揚導致國際投資人風險趨避程度升高，其不僅**減少**新興市場**風險性資產持有比重**，更對新興經濟體**要求更高的信用貼水**。以 Bloomberg Barclays 新興市場債券指數之信用利差<sup>2</sup>為例，本年以來(截至 2018/6/18)該利差已**上揚 73.9 個基點(bps)**(圖 4)。

圖 3 MSCI 新興市場股價與貨幣指數



資料來源：Bloomberg

圖 4 Bloomberg Barclays 新興市場債券指數信用利差



資料來源：Bloomberg

## 2. 部分體質不佳之新興市場經濟體面臨貨幣重貶、利率攀升等問題

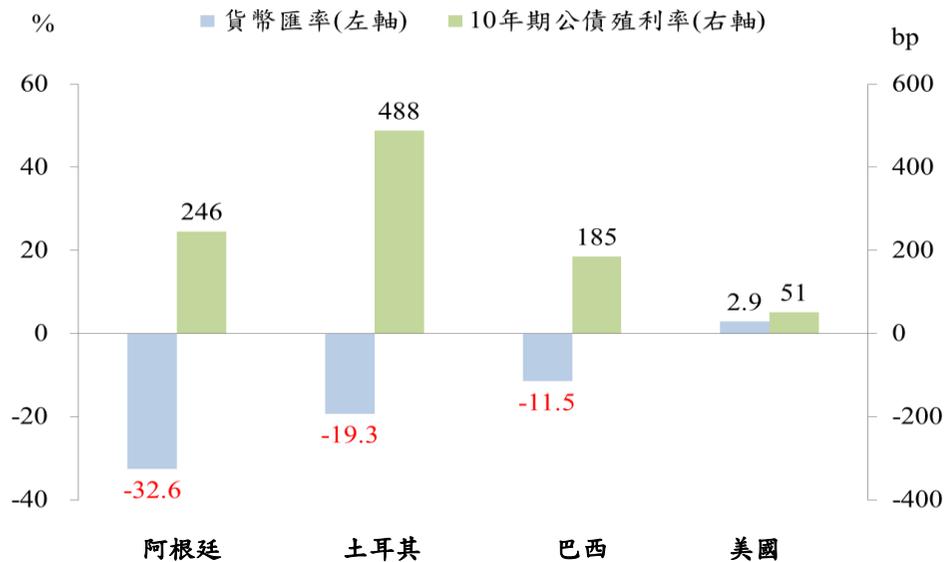
<sup>1</sup> Morgan Stanley 根據所選取的新興市場經濟體(目前 24 個)，依其股市表現與本國貨幣對美元的匯價變化，分別編製 MSCI 新興市場股價指數與 MSCI 新興市場貨幣指數。

<sup>2</sup> Bloomberg Barclays 新興市場債券指數包含新興市場之主權債、類主權債與公司債等；其信用利差為與美國 10 年期公債殖利率之差異。

本年以來，阿根廷、土耳其與巴西等新興市場經濟體貨幣貶值幅度較大，主要反映其近年經常帳惡化、外債攀升及政府債務等相關問題，尤其資本外流往往造成資產價格重挫及利率攀升，更加不利其經濟金融穩定。

- 上年底至今(2018/6/18)，阿根廷、土耳其與巴西等經濟體貨幣對美元皆貶值超過 10%(圖 5)，遠大於 MSCI 新興市場貨幣指數 1.55% 貶幅。
- 在利率部分，阿根廷、土耳其與巴西等經濟體 10 年期指標公債殖利率皆上揚超過 150 個基點，明顯高於同期間 10 年期美國公債殖利率 51 個基點升幅。
- 近幾年此三國經常帳及外債均有惡化情形；同時，除巴西外，土耳其及阿根廷的外匯存底餘額或有不足之虞；而巴西外匯存底較多，但財政問題則較為嚴重(表 1)。

圖 5 阿根廷、土耳其與巴西之貨幣匯率與 10 年期公債殖利率變動  
(2018/6/18 與 2017 年底比較)



資料來源：Bloomberg

表 1 2017 年阿根廷、土耳其及巴西重要經濟指標

	阿根廷	土耳其	巴西
經常帳/GDP	-4.8%	-5.5%	-0.5%
外債*/GDP	36.5%	53.4%	32.5%
財政餘額**/GDP	-6.5%	-2.3%	-7.8%
政府債務餘額***/GDP	52.6%	28.5%	84.0%
外匯存底/月進口金額	75 個月	4.1 個月	19.8 個月
外匯存底/短期外債	101.7%	71.5%	705.1%

\*：外債係指由 IMF 與 World Bank 等國際組織彙編之一國公私部門對非居民負債金額；其中短期外債為到期期間 1 年以下債務及長期外債利息支出。

\*\*：財政餘額(overall balance)為政府總收入減總支出。

\*\*\*：政府債務餘額係指一國政府整體債務，包括中央政府與地方政府部分。

資料來源：Bloomberg

### (1) 阿根廷經常帳逆差不斷惡化，政府債務與外債伴隨增加

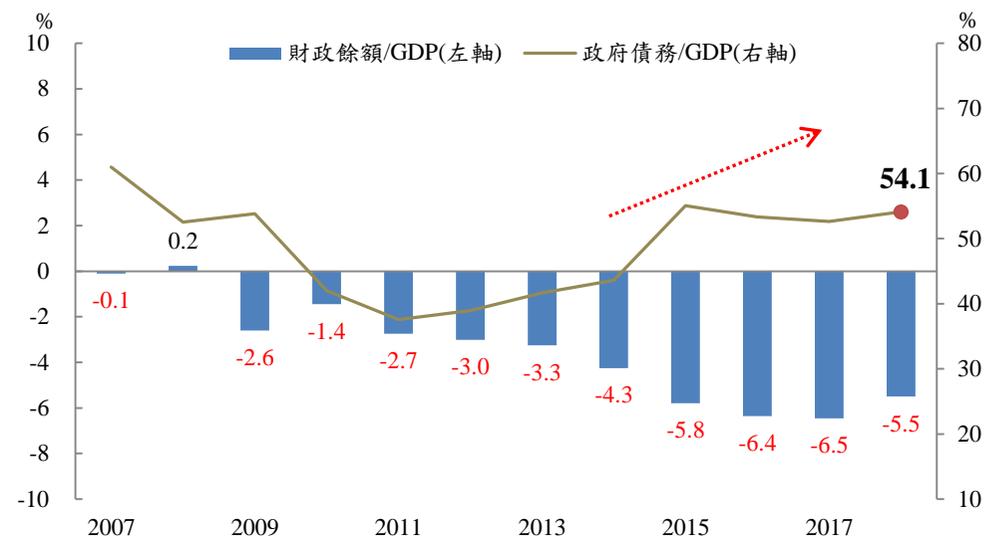
- 2008 年全球金融危機前後，阿根廷經常帳失衡現象曾一度好轉，然 2010 年逆差問題再度浮現，IMF 預計本年該國經常帳逆差對 GDP 比率將達 5.1%(圖 6)。
- 由於當地資本市場發展不足，須仰賴國外資本，導致近幾年阿根廷外債餘額再度攀升(2017 年底相對 GDP 比率達 36.5%)<sup>3</sup>。
- 阿根廷政府財政長期有入不敷出現象，IMF 預測本年該國政府總債務餘額對 GDP 比率恐升至 54.1%，資本流出及公債殖利率上升恐加重外界對其償債能力之疑慮(圖 7)。

圖 6 阿根廷經常帳與外債餘額對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 7 阿根廷財政餘額與政府總債務對 GDP 比率



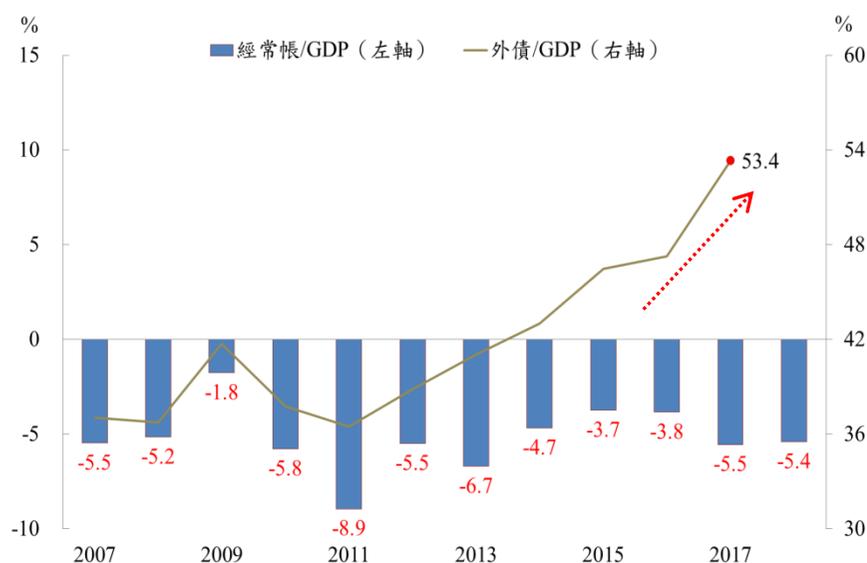
資料來源：Bloomberg

<sup>3</sup> 阿根廷於本年 5 月初向 IMF 請求 300 億美元的金融援助協議貸款(Stand-By Arrangement Loan, SBA)，雙方並於本年 6 月 8 日達成為期 3 年、金額 500 億美元的 SBA，惟須再經 IMF 理事會核准。

## (2) 土耳其經常帳逆差未明顯改善，外債餘額持續擴大

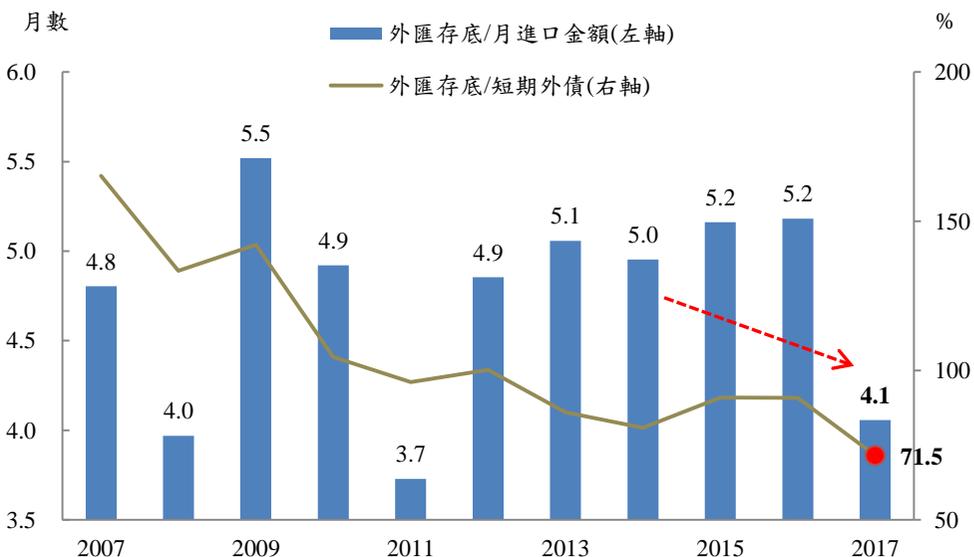
- 土耳其長期存在經常帳逆差係反映民間部門儲蓄不足，高度依賴商品進口；歐債危機時，該國**經常帳逆差對 GDP 比率曾接近 9%**，IMF 預估本年該比率仍有 **5.4%**(圖 8)。
- 長年經常帳逆差，使土耳其有向外舉債之需求，**全國外債餘額對 GDP 比率於 10 年內提高 16.3 個百分點**，至上年底之 **53.4%**。
- 土耳其財政問題雖相對較輕，但因外匯存底少，相對進口金額月份與相對短期外債餘額比率僅分別為 **4.1 個月**與 **71.5%**，**低於一般國際建議標準(3 到 6 個月及 100%)**，不利匯率穩定(圖 9)。

圖 8 土耳其經常帳與外債餘額對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 9 土耳其外匯存底對進口及短期外債比率



資料來源：Bloomberg

### (3) 巴西低經濟成長與高通膨限縮該國經濟發展，衍生政府債務與外債問題

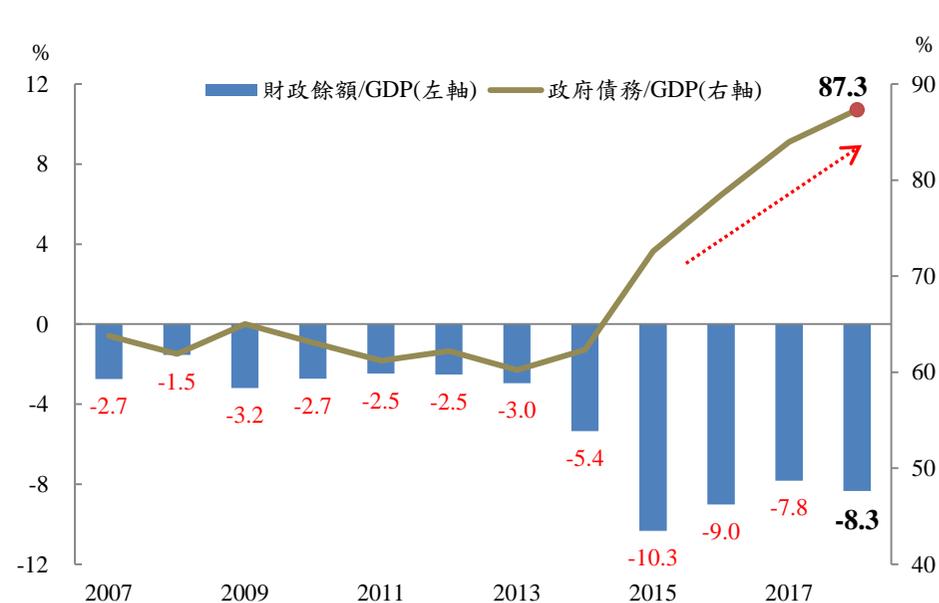
- 巴西經濟表現**多依靠大宗商品出口**，然商品價格波動度大，常影響該國經濟穩定，加上**國內重消費、輕投資**之傾向，**不利生產力提升**，造成巴西相對其他新興市場經濟體 GDP 成長率偏低、物價年增率卻過高之情形。
- 因長期經常帳逆差，巴西外債餘額明顯增加，上年底其相對 GDP 比高達 **32.5%**，較全球金融危機前(2007 年底)增加 15.3 個百分點(圖 10)。
- 巴西亦面臨拉丁美洲經濟體常見的**財政脆弱性問題**，長期**財政赤字於 2014 年再度擴大**，IMF 預估本年該國**財政赤字與政府債務餘額對 GDP 比率分別達 8.3%與 87.3%**，近期巴西公債殖利率攀升，可能進一步加重巴西政府債務負擔(圖 11)。

圖 10 巴西經常帳與外債餘額對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 11 巴西財政餘額與政府總債務對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

### (三)過去受金融危機衝擊之亞洲新興市場經濟體多已改善原本失衡的經濟結構

#### 1.多數亞洲新興市場經濟體已縮減經常帳逆差、降低對外負債

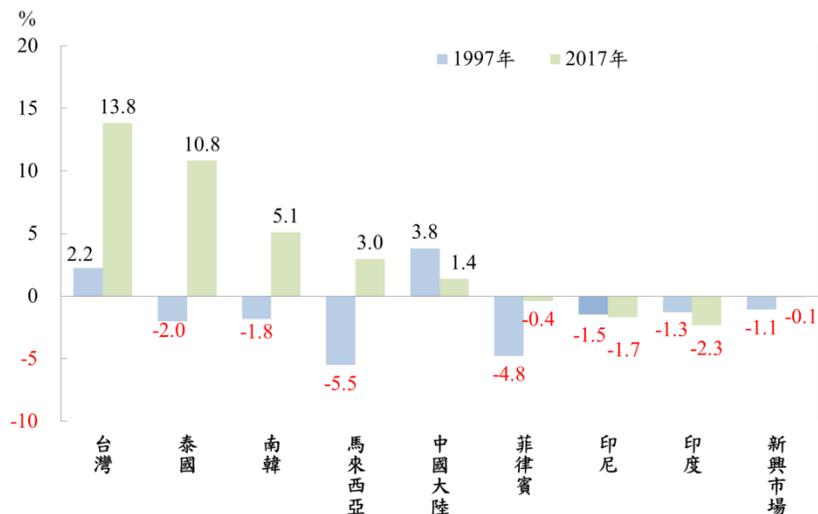
##### (1)經歷過 1997 年亞洲金融風暴，區域內曾受衝擊之經濟體多致力改善國際收支帳

- 早期南韓與泰國等東南亞經濟體經常帳時常出現逆差情形，隨著各國戮力調整經濟結構，鼓勵國內儲蓄，**近年不僅逆差縮小，亦開始呈現順差**(圖 12)。
- 目前**整體新興市場經常帳餘額對 GDP 比率為-0.1%**，而亞洲主要新興市場經濟體**僅印尼與印度**有較高的經常帳逆差，比率分別為**-1.7%**與**-2.3%**。

##### (2)經常帳逆差減少及國內資本市場發展，有助降低國際融資之需求

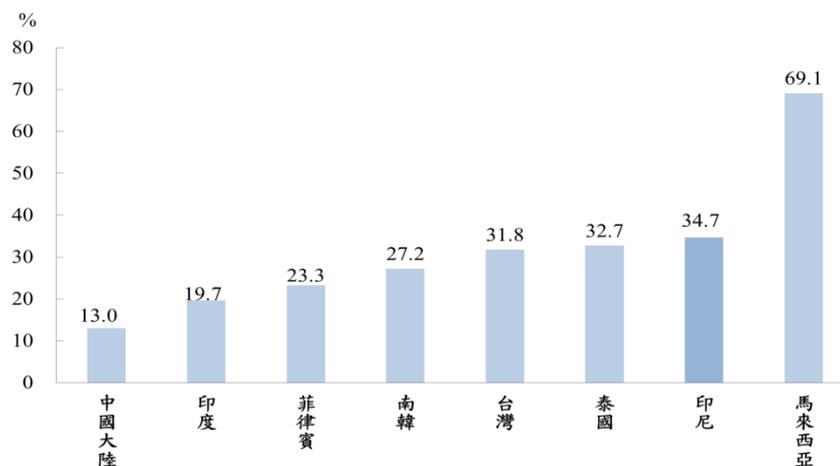
- 最新資料顯示，亞洲主要新興市場經濟體之**外債對 GDP 比率多在 3 成以下**，僅**馬來西亞高達 69.1%**，且其短期債務占總外債比重自 1998 年 20% 升至 2016 年 **41%**，值得留意(圖 13)。

圖 12 亞洲主要新興市場經濟體經常帳餘額對 GDP 比率\*



\*：此處新興市場數據係以 IMF 所定義新興市場經濟體加以計算。  
資料來源：Bloomberg

圖 13 亞洲主要新興市場經濟體外債對 GDP 比率\*



\*：台灣外債主要係反映國內銀行部門之境外廠商存款及其與外國銀行日常拆借金額。  
資料來源：Bloomberg、中央銀行

## 2. 體質較佳的新興市場經濟體目前金融情勢大致穩定

### (1) 多數亞洲新興市場經濟體幣值相對穩定

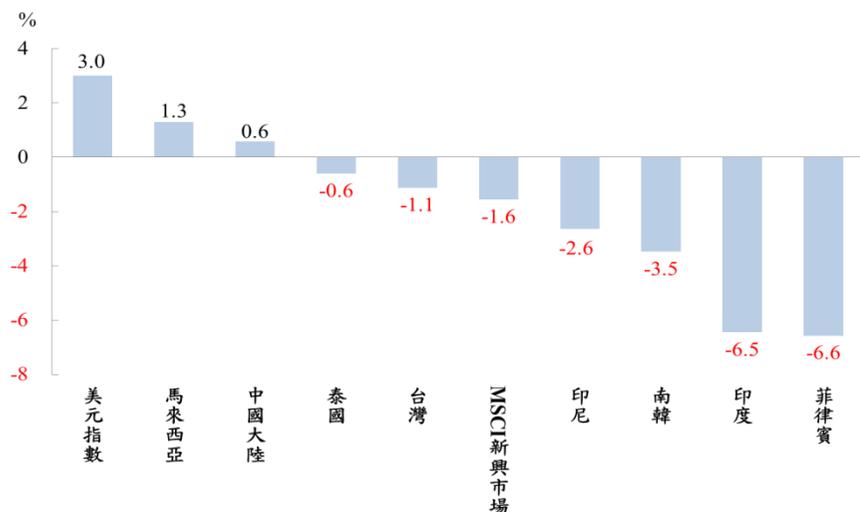
— 新興市場貨幣升貶，常被視為**國際投資人對該經濟體信心之最直接指標**。本年以來，美元指數攀升，新興市場貨幣面臨貶值壓力，惟**多數亞洲新興市場貨幣相對穩定**，僅**印尼盾、印度盧比與菲律賓披索**出現較大貶幅，分別為**2.6%、6.5%與6.6%**(圖 14)。

### (2) 多數亞洲新興市場經濟體外匯存底變動不大

— 新興市場經濟體外匯存底大幅增減可**間接反映當地跨境資金異常移動情形**。近期除了 2014 年美元曾出現多頭走勢及 2015 年中國大陸發生資本外逃，造成新興市場經濟體外匯存底流失外，**目前各經濟體外匯存底多高於 2008 年全球金融危機前水準**。

— 本年以來，**亞洲主要新興市場經濟體之外匯存底大致增加**，僅**印尼、中國大陸與菲律賓**等經濟體外匯存底略微下降，**降幅分別為 0.7%、0.9%與 3.4%**(圖 15)。

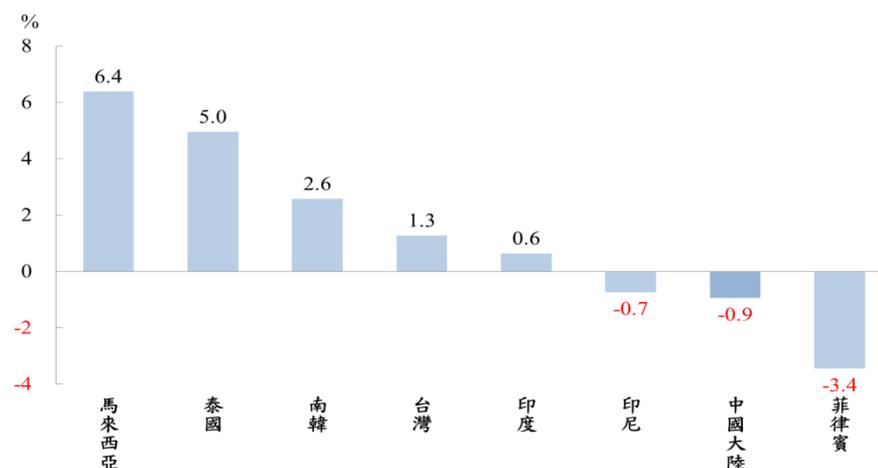
圖 14 本年亞洲主要新興市場經濟體貨幣升貶值情形\*



\*：MSCI 新興市場貨幣指數係 2018/6/18 與上年底比較；美元指數及其餘貨幣係 2018/6/19 台北時間下午 4 時 30 分與上年底比較。

資料來源：Bloomberg、中央銀行

圖 15 本年亞洲主要新興市場經濟體外匯存底變化\*



\*：本年 5 月底(最新資料)與上年底比較。

資料來源：Bloomberg

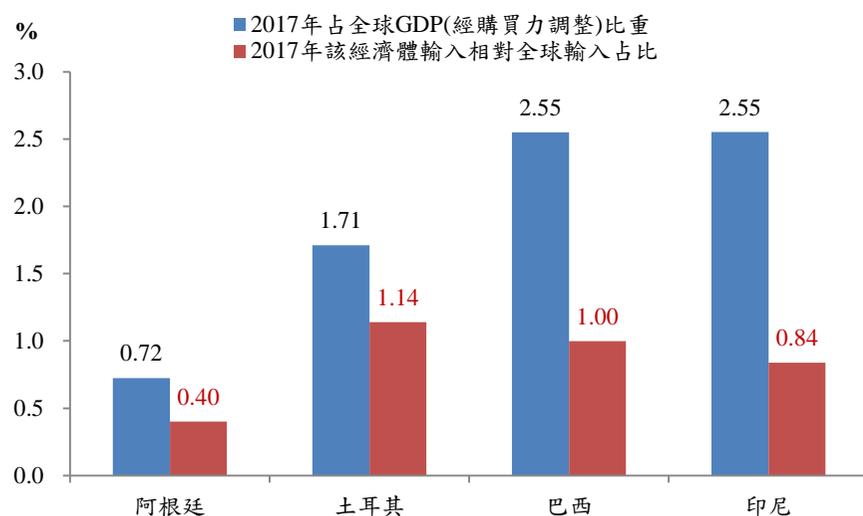
#### (四)全球景氣持續復甦，近期部份新興市場金融動盪尚無明顯傳染效應

1.目前受衝擊之新興市場經濟體，其經濟規模相對不大、對外聯結程度較低，對全球經濟衝擊力道應不大

(1)由於阿根廷、土耳其、巴西及印尼之 GDP 相對全球 GDP 比重<sup>4</sup>僅分別為 0.72%、1.71%、2.55%及 2.55%，合計約 7.53%，經濟規模相對不大(圖 16)；此外阿根廷、土耳其、巴西及印尼之全球貿易金額比重<sup>5</sup>，僅分別為 0.4%、1.14%、1.0%及 0.84%，合計約 3.38%，故直接影響全球經濟程度應不大(圖 16)。

(2)以股市市值為例，截至上年底阿根廷、土耳其、巴西及印尼之全球股市市值占比分別為 0.13%、0.28%、1.10%及 0.63%，合計約 2.14%，顯示占全球金融市場比重低，另本年迄今，前述經濟體股市市值合計占比則下降至 1.78%(圖 17)。

圖 16 受衝擊之新興市場經濟體 GDP 比重及全球貿易比重



註：1. 各國 GDP 占比=該國經購買力調整後之 GDP/全球經購買力調整後之 GDP

2. 此處輸入係商品輸入及服務貿易輸入之總和

資料來源：Bloomberg

圖 17 受衝擊之新興市場經濟體股市之全球市值占比



資料來源：Bloomberg

<sup>4</sup> 採 IMF 計算經購買力調整後之 GDP。

<sup>5</sup> 採 WTO 統計商品輸入及服務輸入，各國輸入金額=商品輸入金額+服務輸入金額，各國輸入比重則為其輸入金額除以全球輸入金額。

## 2. 先進經濟體汲取 2008 年全球金融危機與 2010 年歐債危機的教訓，已著手強化金融穩定機制

(1)以美國及歐元區為例，自 2008 年迄今已分別採行**支持資產價格與流動性**、**強化金融監理**等措施，例如實施金融機構壓力測試，前述措施已強化其金融穩定性(表 2)。

(2)另先進經濟體等亦陸續推動 **Basel III** 規範，如強化**資本適足性**、**新增抗景氣循環資本緩衝**等，以強化**銀行部門承受風險**之能力(表 2)，有助增加先進經濟體等因應外部金融衝擊的能力。

表 2 全球金融危機後，美歐採行之新金融穩定機制

政策目標	美國	歐元區
支持資產價格與流動性	Fed 依據 Federal Reserve Act 第 14 節規定，進行公開市場操作(包含必要時採行 QE)	ECB 必要時可實施 QE、 <b>設立歐洲穩定機制(ESM)<sup>6</sup></b> 及 <b>直接貨幣交易(OMT)<sup>7</sup></b> 均獲得歐洲法庭(ECJ)認可與其法定職責相符
強化金融監理	— 年度壓力測試 — 加強 <b>系統重要性金融機構監管(SIFIs)<sup>8</sup></b> — 推動 <b>陶德—法蘭克法案 (Dodd-Frank Act)<sup>9</sup></b>	— 年度壓力測試 — 籌組歐元區銀行同盟，包含 <b>單一監理機制(SSM)<sup>10</sup></b> 及 <b>單一重整機制(SRM)<sup>11</sup></b>
強化銀行部門承受風險之能力	推行 Basel III，包含：(1)強化 <b>資本適足性</b> (例如更嚴格的最低資本要求)；(2)新增 <b>財務槓桿限制與流動性要求</b> ；(3)新增 <b>抗景氣循環資本緩衝</b> ；(4)新增 <b>總體審慎監理措施</b> ；(5)強化 <b>風險揭露</b> 與市場紀律。	

資料來源：Fed、ECB、BIS

<sup>6</sup> ESM(European Stability Mechanism)為歐元區常設紓困基金，由歐元區會員主導，規模達 7,020 億歐元(800 億資本及 6,220 億的承諾資本)，在會員國發生債務危機時，以比市場低的利率提供資金及擔保服務給會員國；另 ESM 可在次級市場購買主權債券，並且在會員國發生重大問題前，為各國提供金援計畫。

<sup>7</sup> ECB 於 2012 年 9 月宣示創設 OMT(Outright Monetary Transactions)，在特定條件下，可無上限購買接受紓困國家公債，惟迄今尚未動用此機制。

<sup>8</sup> SIFI(Systemically Important Financial Institution)係指銀行、保險公司或其他金融機構違約時，將引發金融危機。

<sup>9</sup> 美國川普政府擬放寬「陶德—法蘭克法案」，惟多數學者與主管當局(包括 Fed 前主席 Janet Yellen、前副主席 Stanley Fischer、ECB 總裁 Mario Draghi 及 IMF 執行長 Christine Lagarde 等)大抵認為，金融管制改革仍有其重要性，可避免金融業重蹈覆轍。

<sup>10</sup> SSM(Single Supervisory Mechanism)係由 **ECB 扮演獨立的金融監理機構**，負責金融監理、實地查核及調查等，並與該區各國金融主管機構合作，確保歐洲銀行監理具有有效性及一致性。

<sup>11</sup> SRM(Single Resolution Mechanism)適用於受單一監理機制(SSM)管理的銀行，藉由**金融重整委員會**(single resolution board)或**金融重建基金**(single resolution fund)處理該區倒閉或接近倒閉的銀行，並確保處理過程不會傷害實體經濟或造成金融不穩定。

### 3. 台灣國際收支健全且政府外債極低，加上新台幣匯率維持動態穩定，承受國際資本移動能力佳

- (1)我國經常帳持續順差，且自 2008 年以來呈現上揚走勢，另本年 5 月底外匯存底約 4,573 億美元，顯示我國國際收支健全及外匯存底充沛(表 3)。
- (2)截至本年 3 月底我國政府外債僅約 2 億美元；自 2008 年以來貨幣機構存款及放款與投資均呈現正成長，顯示我國金融體系流動性充足。
- (3)承上，加以新台幣匯率維持動態穩定，故我國承受資金外流的能力相對較佳，對新台幣匯率之衝擊亦相對有限。

表 3 台灣金融體質穩健，承受國際資本移動能力佳\*

年	經常帳餘額	外匯存底	公共外債餘額	貨幣機構存款		貨幣機構放款與投資	
	(億美元)	(億美元)	(億美元)	期末餘額 (新台幣億元)	年增率 (%)	期末餘額 (新台幣億元)	年增率 (%)
2008	248	2,917	15	278,702	6.98	213,315	3.42
2009	407	3,482	59	294,486	5.66	214,823	0.71
2010	368	3,820	80	310,063	5.29	228,037	6.15
2011	379	3,855	45	323,022	4.18	241,729	6.00
2012	432	4,032	33	333,004	3.09	255,488	5.69
2013	499	4,168	23	350,624	5.29	267,206	4.59
2014	604	4,190	19	371,339	5.91	281,106	5.20
2015	749	4,260	11	393,558	5.98	294,063	4.61
2016	728	4,342	11	407,174	3.46	305,492	3.89
<b>2017</b>	<b>829</b>	4,515	3	420,940	3.38	320,227	4.82
<b>2018</b>	<b>-</b>	<b>4,573</b>	<b>2</b>	<b>426,546</b>	<b>3.35</b>	<b>327,477</b>	<b>5.03</b>

\*：2018 年外匯存底及公共外債資料係分別截至 2018 年 5 月及 3 月底；2018 年貨幣機構存款、貨幣機構放款與投資係截至 2018 年 4 月底，其年增率係與上年同期比較。  
資料來源：中央銀行金融統計月報

## (五)小結

歐美日先進經濟體之貨幣政策透過跨境資本移動、融資槓桿、信用創造及資產價格等管道形成**全球性金融循環**，致新興市場經濟體受到其**貨幣政策外溢效應波及**，惟有**藉由總體審慎等措施**才能抑制國內信用過度成長等相關衍生問題。全球金融危機主要央行採行之非傳統貨幣政策，造成金融市場流動性四溢，部分新興市場經濟體因負債大幅攀升，不利金融穩定。

本年以來，美元利率與匯率雙升，**對體質欠佳之新興市場經濟體形成莫大壓力**，當地金融市場多已出現動盪，迫使其政府提出各項安定措施，例如：**阿根廷向 IMF 尋求 500 億美元的備用融資、巴西擴大國內外匯市場換匯額度、土耳其及印尼與印度央行接連調升政策利率**等，冀望恢復投資人信心、減少資本外流。

過去曾受金融危機衝擊之新興市場經濟體，特別是在亞洲地區，其經濟結構多已改善。此外，相對其他新興市場經濟體，**台灣國際收支健全、經常帳持續順差、外匯存底充沛、我國政府外債極低**，配合**新台幣匯率維持動態穩定**，承受國際資本流動的能力佳。

綜合上述，在未來全球景氣如各界所預期**持續復甦**下，加上全球金融危機教訓敦促**先進經濟體強化國內與跨國間之金融穩定機制**，**近期部份新興市場金融動盪尚無明顯的傳染效應**，惟**全球流動性逐漸減少**，加以**美中貿易摩擦加劇**，是否引發國際資金撤出新興市場經濟體及其後續影響，宜密切觀察。