

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

107.12.20

## 前 言

本(2018)年9月本行理事會議以來，美中貿易衝突持續升高與國際政經紛擾不斷，抑制全球貿易及經濟表現，影響我國輸出成長動能，經濟成長亦將放緩，內需仍在驅動經濟成長上扮演重要角色；由於國際油價可望回跌，加上國內物價持穩，通膨展望溫和。

近年電子支付雖快速發展，惟主要國家通貨發行額與電子支付同步成長。本行支持並樂見電子支付蓬勃發展，但現金支付仍不可或缺，本行會充分供應社會大眾正常之現金需求，確保經濟順暢運作。

另近期有報導指稱，台美利差擴大，導致外資淨匯出與國內壽險資金持續增加海外投資。實際上，造成兩者資金外移之原因不盡相同；且主要貨幣對美元避險成本雖同步走高，國內壽險業投資收益仍較去(2017)年增加。

美國總統川普大幅調整美國對外經貿政策，全球經濟、金融受到重大衝擊，爰分析其策略邏輯與做法。尤其台灣高度參與全球價值鏈，有必要深入瞭解其緣由、策略與影響。

此外，近來美國短期利率升幅大於長期利率，美債殖利率曲線漸趨平坦化，外界擔憂美國景氣即將衰退。惟 Fed 對殖利率曲線之研究有不同解讀，未來變化值得密切留意。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟成長之職責，須密切關注國內外經濟金融情勢與重大議題之發展。茲探討上述議題，彙集成冊，以供各界參考。

## 目 次

一、預期明年全球經濟成長趨緩與金融市場震盪	1
二、明年台灣經濟成長及通膨展望溫和	18
三、現金在支付系統中扮演的角色	33
四、本年以來外資匯出及壽險業海外投資增加之原因	43
五、川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響	50
六、美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵	67

# 一、預期明年全球經濟成長趨緩與金融市場震盪

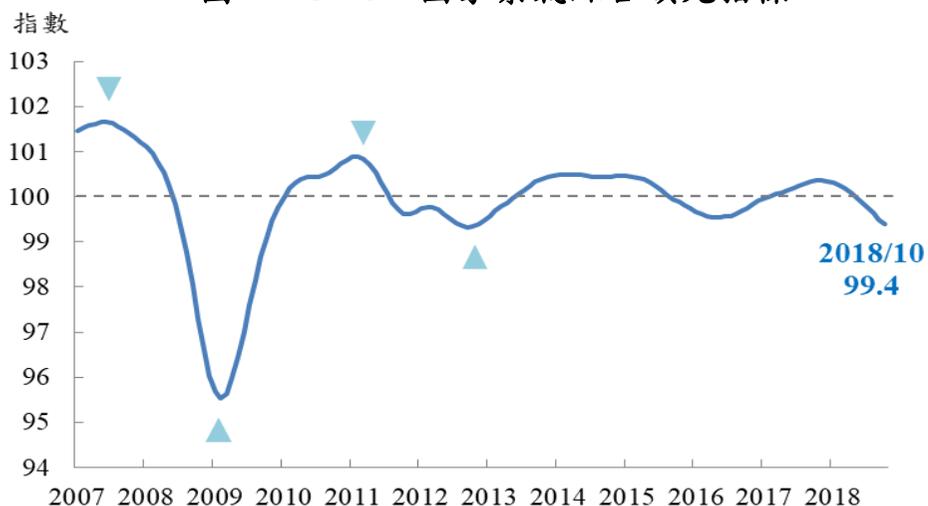
本(2018)年 9 月本行上一次理事會會議以來，美中貿易緊張情勢依舊及國際金融情勢趨緊等不利因素持續影響全球景氣及貿易，亦導致金融市場劇烈震盪。未來美中貿易政策不確定性、中國大陸經濟成長放緩、主要經濟體貨幣政策動向不確定，以及歐洲政經情勢紛擾等風險，均可能進一步衝擊未來展望。

## (一)全球景氣擴張力道趨緩，貿易動能減弱

### 1. 經濟領先指標下降，全球景氣恐趨緩

近期 **OECD 國家景氣綜合領先指標**(Composite Leading Indicator, CLI)及**全球製造業採購經理人指數**(PMI)均呈**向下走勢**(圖 1、圖 2)，顯示全球景氣擴張走緩。

圖 1 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：1. 本圖採 OECD-Total，包含 OECD 成員國中之美、日、英、德等 30 餘國。

2. 100 的水平線代表經濟活動的長期趨勢。三角形代表指標之轉折點，轉折點通常領先經濟活動之實際轉折點約 6~9 個月。

資料來源：OECD Monthly Economic Indicators Database (2018/12)

圖 2 全球製造業 PMI



註：1. 高於 50 表示採購經理人看好的比例較高，即製造業擴張；低於 50 則表示看壞的比例較高，即製造業緊縮。

2. 全球為 J.P. Morgan Global Manufacturing PMI，已開發市場為 Markit Developed Markets Manufacturing PMI，新興市場為 Markit Emerging Markets Manufacturing PMI。

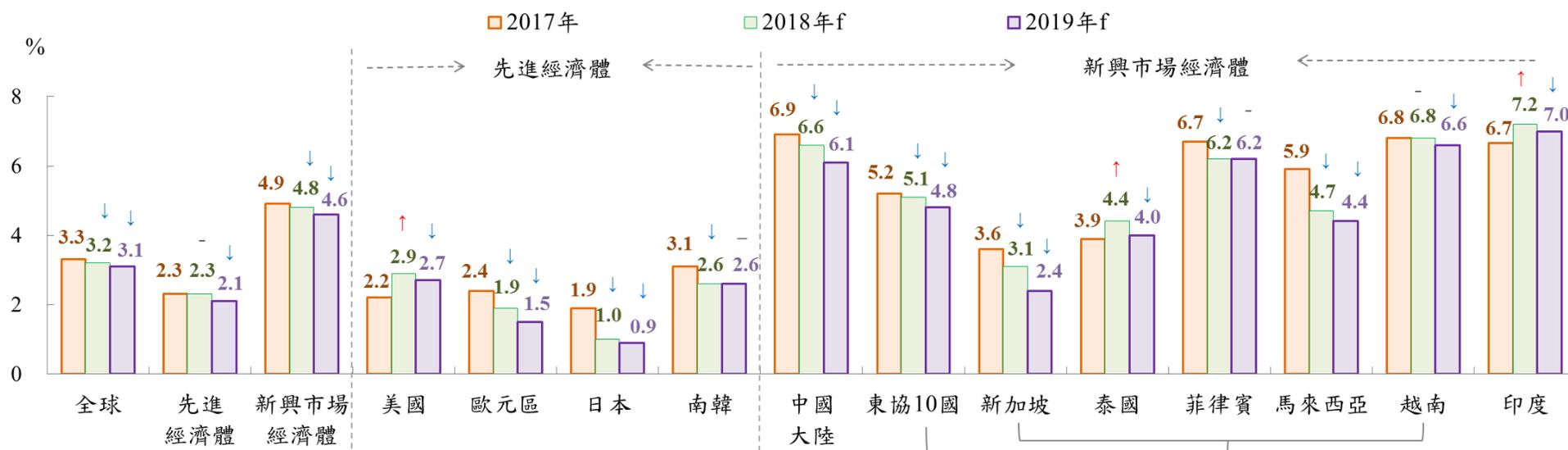
資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 2. 明年主要經濟體經濟成長率預測值多調降

本年先進經濟體中，預期除美國因內需強勁，經濟加速成長外，歐元區及日本成長皆放緩；新興市場經濟體景氣亦多較上(2017)年降溫，IHS Markit 預測全球經濟成長率由上年之 3.3% 略降至 3.2%(圖 3)。

明(2019)年在美中貿易衝突等不確定因素持續下，美、歐、日、中及東協景氣皆恐趨緩，全球經濟成長率預測值再降至 3.1%。

圖 3 IHS Markit 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



- 註：1. ↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。  
 2. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。  
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/11/15)

茲就與台灣經貿關係密切之經濟體，析述其經濟情況如下：

美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季民間消費大幅成長</b>，惟因<b>住宅投資及輸出表現疲弱</b>，<b>經濟成長率</b>(與上季比，換算成年率)降為<b>3.5%</b>，仍屬穩健成長；<b>全年經濟可望大幅成長2.9%</b>，高於上年之2.2%(圖3)。</li> <li>● <b>明年因加徵關稅措施與貿易摩擦之不確定性恐影響企業投資與貿易活動</b>，預期<b>經濟成長率</b>降至<b>2.7%</b>；<b>未來稅改與財政支出擴增之激勵效益可能漸減</b>，亦將影響經濟成長力道。</li> </ul>
歐元區	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季因全球貿易摩擦加劇及部分成員國政局動盪</b>影響經濟信心，德、法、義經濟皆走弱，<b>歐元區經濟成長率</b>降至<b>1.6%</b>，<b>全年</b>則可能由上年之2.4%降至<b>1.9%</b>(圖3)。</li> <li>● <b>明年因金融情況趨緊，且貿易保護主義不利出口、就業及投資</b>，其中<b>德國景氣深受全球貿易動能減弱影響</b>，預測<b>歐元區經濟成長率</b>恐續降至<b>1.5%</b>。若美國對汽車進口加徵重稅，將更不利德國經濟前景。</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季經濟成長率</b>(與上季比，換算成年率)<b>遽降至-2.5%</b>，主因受<b>豪雨、強颱及地震等侵襲</b>，<b>民間消費、輸出及企業設備投資</b>均呈<b>衰退</b>，預測<b>全年</b>成長率為<b>1.0%</b>，低於上年之1.9%(圖3)。</li> <li>● <b>明年因全球貿易情勢不確定性不利輸出及投資</b>成長，加上<b>10月消費稅稅率</b>將自8%再調高至<b>10%</b>，恐衝擊消費者信心，<b>經濟成長率</b>預測值續降至<b>0.9%</b>。</li> </ul>
南韓	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季經濟成長率</b>為<b>2.0%</b>，係2009年第3季以來最低水準，主因<b>美中貿易衝突加劇</b>，益以<b>政府加強管控房市</b>，導致<b>企業設備投資及營建投資</b>衰退幅度持續擴大，<b>全年</b>成長率預測值為<b>2.6%</b>，低於上年之3.1%(圖3)。</li> <li>● <b>明年全球貿易局勢不明</b>不利企業設備投資，加以<b>最低工資將續大幅調升10.9%</b>衝擊勞動市場，惟因仍有政府財政措施支撐，預測<b>經濟成長率</b>持平於<b>2.6%</b>。</li> </ul>

<p>中國大陸</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季經濟成長率降為6.5%</b>，係逾9年來最低，主因<b>消費成長下滑</b>，<b>淨輸出續呈負成長</b>所致，<b>全年經濟成長率預測值</b>則由上年之6.9%降至<b>6.6%</b>(圖3)。</li> <li>● <b>明年</b>因美國<b>加徵關稅對出口的負面影響漸次顯現</b>，以及落實<b>對外開放戰略</b>帶來<b>進口擴增效應</b>，貿易出超恐縮減，加以<b>房地產投資</b>恐因政府推出抑制房價對策而<b>趨疲弱</b>，製造業投資亦受污染防治政策趨嚴衝擊，恐造成<b>經濟成長率續降至6.1%</b>。</li> </ul>
<p>東協10國</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季</b>越南受惠製造業明顯成長，經濟加速成長6.9%；新加坡、泰國、菲律賓及馬來西亞則因<b>內需或出口成長放緩</b>，經濟成長率下滑，<b>全年東協10國經濟成長率預測值</b>由上年之5.2%降至<b>5.1%</b>(圖3)。</li> <li>● <b>中國大陸經濟放緩</b>不利東協10國出口、投資等經濟活動，<b>明年該區域經濟體之經濟成長率預測值</b>續降至<b>4.8%</b>。</li> </ul>
<p>印度</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本年<b>第3季</b>由於消費及投資成長下滑，<b>經濟成長率</b>由第2季之8.2%降至7.1%，<b>全年(財政年度)成長率預測值</b>由上年之6.7%<b>升至7.2%</b>(圖3)。</li> <li>● <b>明年國會大選後公共支出恐減少</b>，<b>經濟成長率預測值</b>降至<b>7.0%</b>。</li> </ul>

資料來源：整理自各經濟體官方網站、IHS Markit 及相關報導

### 3. 全球貿易展望趨悲觀

本年 11 月 **WTO 全球貿易展望指標**(World Trade Outlook Indicator, WTOI)降至 **2 年多來新低**，略低於平均趨勢，其中全球出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件及農業原物料貿易量等指標全面走緩，顯示本年第 4 季全球貿易成長恐放緩(圖 4)。

在全球貿易情勢緊張下，10 月 **IMF** 已分別調降今、明兩年全球貿易量成長率預測值 **0.9 及 0.7 個百分點至 4.2% 及 4.0%**<sup>1</sup>(圖 5)。此外，**聯合國**(UN)指出如果美中貿易緊張情勢持續升溫，預計明年亞太地區之出口量成長率將從本年之近 4%降至 **2.3%**<sup>2</sup>。

圖 4 WTO 全球貿易展望指標



註：1. WTOI 為全球商品貿易情勢之領先指標，係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指標。

2. 指數 100 為平均趨勢值，高於 100 代表未來 1 季之全球貿易量將擴張，低於 100 則代表將萎縮。

資料來源：World Trade Outlook Indicator News Archive, WTO

圖 5 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易；f 表示預測值。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2018/4/17)、IMF World Economic Outlook Database (2018/10/9)

<sup>1</sup> 參考 IMF (2018), “World Economic Outlook,” Oct. 9。

<sup>2</sup> 參考 United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific (2018), “Asia-Pacific Trade and Investment Report 2018,” Dec. 12。

## (二)大宗商品價格漲跌互見，全球通膨預期略升

### 1. 油價自高點重挫後趨穩

布蘭特原油現貨價格由 10 月初之高點每桶 86.07 美元重挫(圖 6)，10~11 月跌幅超過 3 成，主因：(1)美國對伊朗石油業制裁雖生效，惟給予部分國家可自伊朗購油之 6 個月豁免期；(2)美國原油產量及庫存增加；(3)石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯皆增產；(4)美中貿易衝突等恐降低全球經濟成長及油需。

12 月初以來，油價止跌回穩，主因：(1)G20 高峰會後，美中貿易衝突暫緩；(2)加拿大艾伯塔(Alberta)省減產<sup>3</sup>；(3)美國原油庫存轉降；(4)OPEC 與俄羅斯等產油國決議減產，以提振油價<sup>4</sup>。

雖然 OPEC 等國減產，惟預期美國油產仍將加速成長，加以美中貿易衝突及地緣政治風險猶存等因素，均將影響油價走勢，主要機構對今、明兩年油價預測值平均分別為每桶 72.1 美元及 69.6 美元(表 1)。

圖 6 布蘭特原油現貨價格

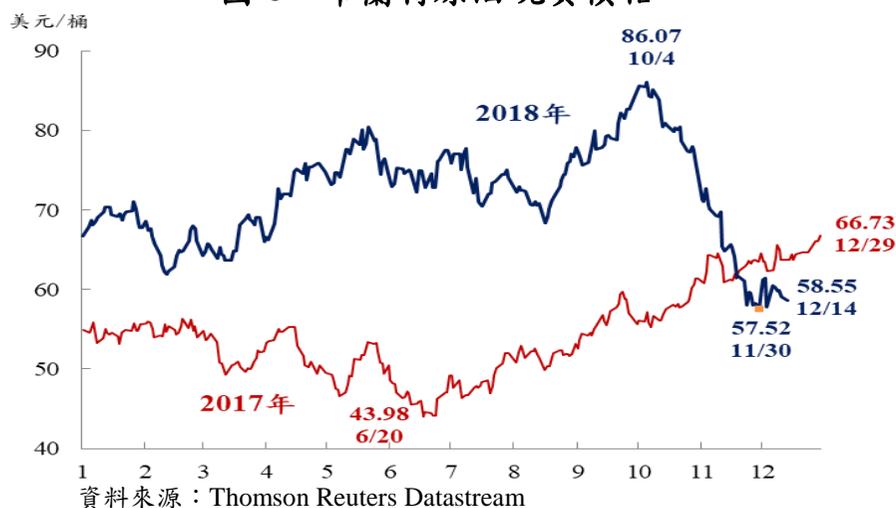


表 1 布蘭特原油價格預測值

預測機構	美元/桶		
	2017 年 實際值	2018 年 預測值	2019 年 預測值
IHS Markit (2018/11/15)	54.3	73.2	77.7
EIA (2018/12/11)		71.4	61.0
EIU (2018/12/12)		71.7	70.0
平均預測值		<b>72.1</b>	<b>69.6</b>

資料來源：Thomson Reuters Datastream、IHS Markit、美國能源資訊署 (EIA)、經濟學人智庫(EIU)

<sup>3</sup> 加拿大主要原油產地艾伯塔省自明年起減產 1 年，主因輸油管不足導致原油庫存囤積。

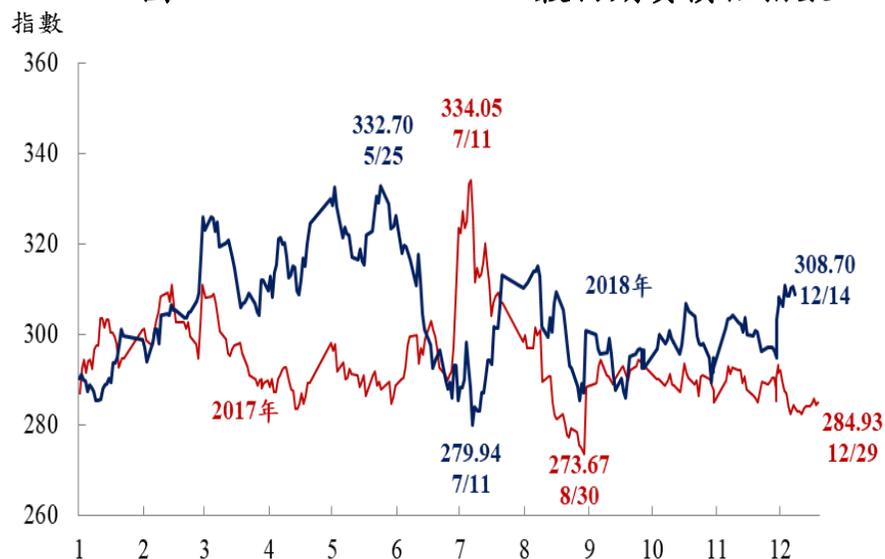
<sup>4</sup> 12 月 6 日因 OPEC 會議對減產幅度尚未達成協議，油價一度下跌，7 日達成協議，將自明年起每日減產 120 萬桶，為期 6 個月；另伊朗因石油業已遭美國制裁而不在減產之列，利比亞、委內瑞拉及奈及利亞亦豁免減產。市場擔憂本次減產能否發揮足夠效果，致油價仍於低檔徘徊。

## 2. 穀價震盪走高，基本金屬價格下滑

10月以來，穀物期貨價格隨美國農業部產量預估、美國及澳洲產區天候變化及美中貿易衝突演變等因素而於區間震盪，11月下旬後美國聯準會(Fed)主席偏鴿派言論致美元走弱、美中貿易衝突暫緩，穀物期貨價格走高(圖7)。

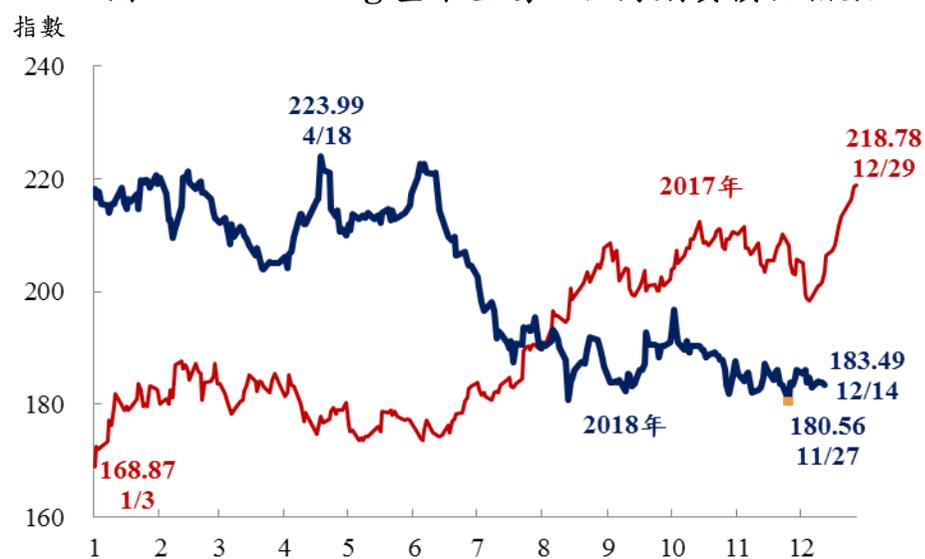
基本金屬方面，因市場憂心美中貿易衝突對中國大陸及全球經濟之影響，加以中國大陸製造業PMI下滑及廢銅進口減少，另明年鎳及錫等金屬亦可能供過於求，基本金屬期貨價格走跌，並於11月下旬觸及近1年半以來新低後，受美中貿易衝突暫緩、陸商華為(Huawei)事件，以及倫敦金屬交易所鋅庫存降至新低等因素影響，續於低檔震盪(圖8)。

圖7 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數



註：Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米期貨合約價格計算而得，凡距到期日6個月內之期貨合約，皆涵蓋在編製範圍。  
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖8 Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數



註：Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數(Bloomberg Base Metals 3-Month Price Commodity Index)係根據倫敦金屬交易所之鋁(權重45%)、銅(25%)、鋅(15%)、鉛(12%)、鎳(2%)及錫(1%)距到期日3個月期貨合約價格計算。

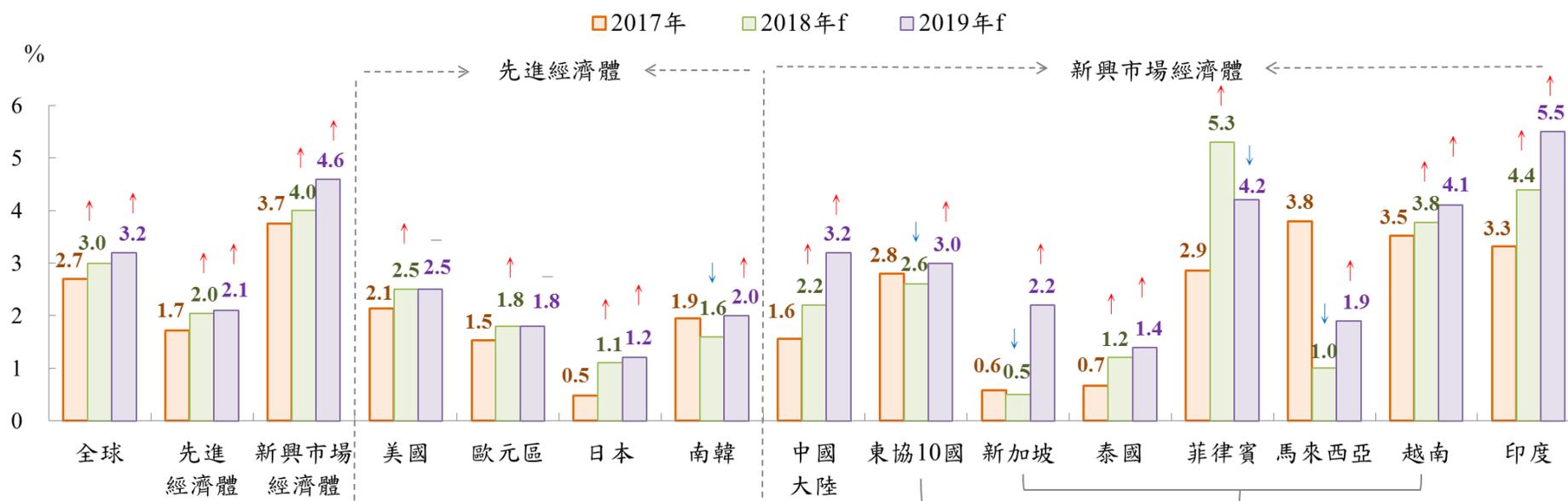
資料來源：Bloomberg

### 3. 全球通膨預期略升

由於全球經濟持續成長，且部分先進經濟體勞動市場趨緊，IHS Markit 預估本年全球通膨率由上年之 2.7% 升至 3.0%，明年續升至 3.2%(圖 9)。

主要經濟體中，本年美國、歐元區之通膨率預測值分別為 2.5%、1.8%，明年持平；日本及中國大陸本年分別為 1.1% 及 2.2%，明年則可能續升至 1.2% 及 3.2%。

圖 9 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值。

2. ↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。

3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/11/15)

### (三)主要先進經濟體貨幣政策正常化步調不一，部分新興市場經濟體調升政策利率

#### 1. 美國持續貨幣政策正常化路線，歐元區及日本仍維持寬鬆

##### □ 美國：Fed 繼 9 月底升息後，可能於 12 月再度升息

- 9 月貨幣政策會議將聯邦資金利率目標區間上調 0.25 個百分點至 2.00%~2.25%；11 月維持利率不變(圖 10)，惟會議議事錄摘要指出，**未來貨幣政策決策將依經濟數據而定**。12 月 14 日聯邦資金利率期貨顯示，12 月升息機率為 75.7%。
- Fed 主席 Powell 於 11 月中旬指出，美國經濟表現強勁，惟**未來恐面臨全球經濟成長減緩、財政激勵效果逐漸消退及先前升息遞延效應**等逆風因素，可能影響升息幅度與速度；續於 11 月底表示，**目前利率僅略低於中性水準**，相較 10 月初稱利率距中性水準仍遠之言論，市場解讀其**立場可能轉趨鴿派**。

##### □ 歐元區：歐洲央行(ECB)將於本年底結束購債計畫

- 12 月貨幣政策會議維持主要再融通操作(main refinancing operations)利率、邊際放款(marginal lending facility)利率及存款(deposit facility)利率於 0.00%、0.25% 及 -0.40% 不變(圖 10)，且至少到明年夏季。
- **資產購買計畫將於本年底結束**，而**到期債券之本金再投資將持續至 ECB 開始升息之後**。

##### □ 日本：日本央行(BoJ) 10 月維持寬鬆貨幣政策不變

- 10 月貨幣政策會議維持短期政策利率於 -0.10% 不變(圖 10)，另為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0% 左右，將持續執行購買公債計畫。
- 鑑於**明年消費稅率提高將使經濟及物價之不確定性增加**，BoJ 強調仍將**維持目前極低之長短期利率水準一段期間**。

##### □ 加拿大：加拿大央行於 10 月升息

- 因**經濟持續好轉**，調升政策利率 0.25 個百分點至 **1.75%**(圖 10)。

□ **南韓：南韓央行於 11 月升息**

- 鑑於**家庭債務惡化**及**與美國之利差持續擴大**，調升政策利率 0.25 個百分點至 **1.75%**(圖 10)。

□ **新加坡：新加坡貨幣管理局於 10 月小幅緊縮貨幣政策**

- 在實際產出保持小幅高於潛在產出，**核心通膨溫和**但**上行壓力持續**下，決議**小幅緊縮貨幣政策**，將**新加坡元名目有效匯率(S\$NEER)區間之斜率小幅調升**(即允許新加坡元**小幅升值**)。

## 2. 部分新興市場經濟體調升政策利率

□ **中國大陸：中國人民銀行維持穩健中性貨幣政策，並採取措施解決民營企業融資與發債不易問題**

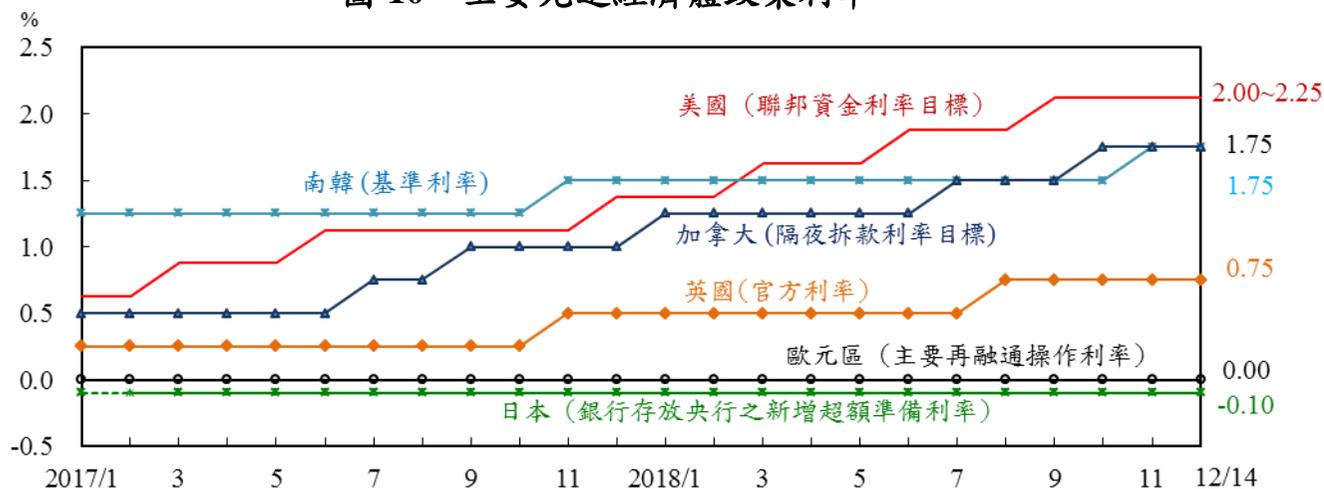
- 維持政策利率不變，並推出一系列措施，緩解民營企業因美中貿易衝突升溫及經濟下行壓力加大，致融資及發債不易之困境。例如 10 月**調降部分銀行人民幣存款準備率 1 個百分點**，釋出資金支持小微、民營及創新型企業融資及用於償還到期的「中期借貸便利」(MLF)；**增加再貸款與再貼現額度 1,500 億人民幣**，提供金融機構支援小微和民營企業中長期資金；**提供 100 億人民幣予中債信用增進公司**，透過發行債券融資支持工具<sup>5</sup>等方式，為民營企業發行債券提供支持。

□ **印尼、菲律賓、俄羅斯：印尼、菲律賓及俄羅斯央行調升政策利率**

- **印尼央行**為遏阻印尼盾貶值及抑制資金外流，於 9 月底及 11 月**調升政策利率**各 0.25 個百分點至 **6.00%**；**菲律賓央行**為抑制通膨升溫，亦於 9 月底及 11 月分別**調升政策利率** 0.5 個百分點及 0.25 個百分點至 **4.75%**(圖 11)；**俄羅斯央行**為抑制明年初開始加稅及美國恐擴大貿易制裁引發通膨上升之風險，**12 月調升政策利率 0.25 個百分點至 7.75%**。

<sup>5</sup> 投資人購買該工具係購買違約保險，一旦購入之民營企業債券違約，將由此機構賠償債券本息。

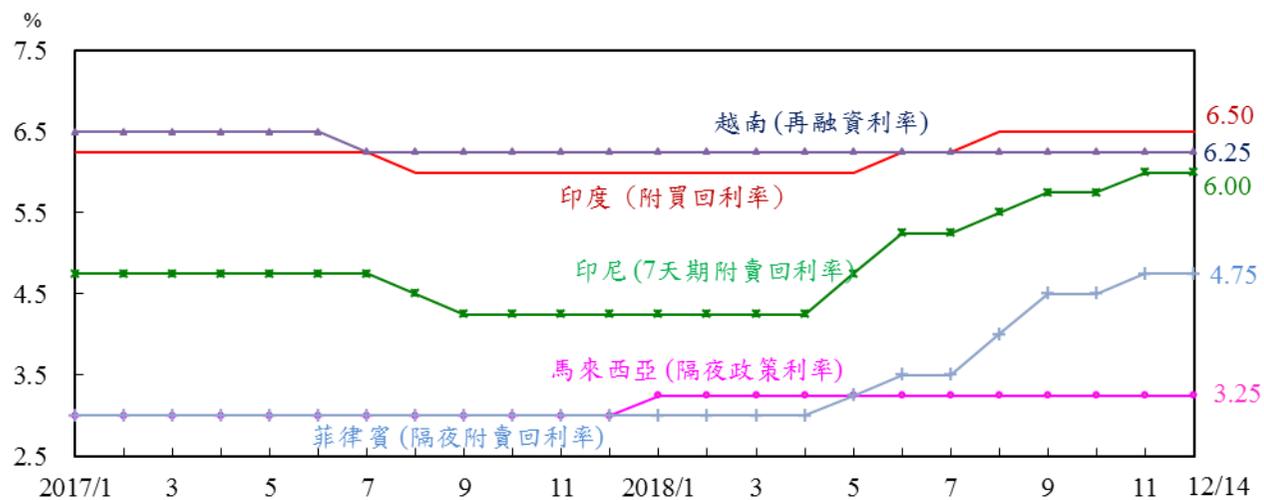
圖 10 主要先進經濟體政策利率



註：美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數繪製折線圖。

資料來源：各經濟體官方網站

圖 11 亞洲新興市場經濟體政策利率



資料來源：各經濟體官方網站

#### (四)近期國際金融市場劇烈波動

##### 1. 美元指數走高、美債殖利率先升後跌，主要國家公債殖利率下滑

10月以來，**美國就業數據表現良好**，**薪資成長加速**，加以英國脫歐談判受挫及義大利與歐盟因財政預算案陷僵局等不確定因素致英鎊與歐元走貶，11月中旬**美元指數攀升至本年高點**後盤整(圖 12)。美國**10年期公債殖利率**則分別於**10、11月初美國非農就業報告公布後升至逾3.2%**，11月中旬後，**Fed主席 Powell及副主席 Clarida等官員談話釋出偏鴿派訊息**，市場預期 Fed 將放緩升息速度，**美國10年期公債殖利率快速走低並跌破3%**(圖 12)。

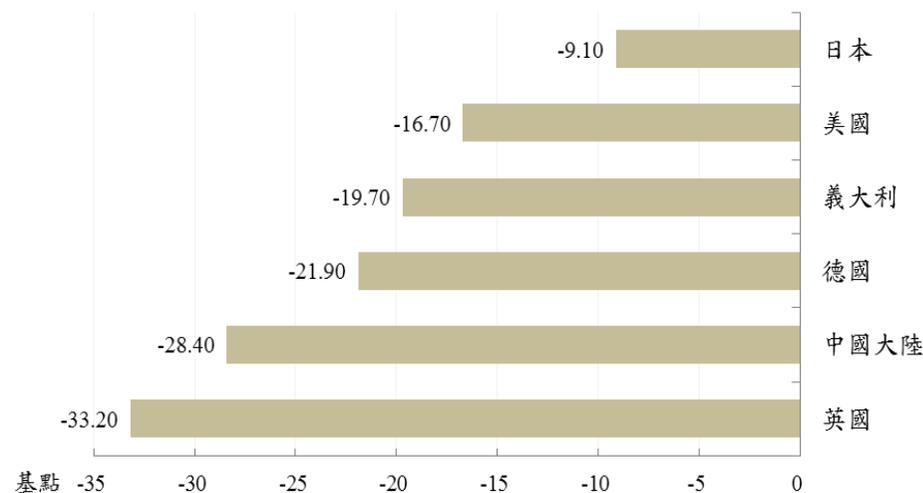
在全球景氣降溫、美中貿易爭端未解及**風險性金融商品價格大幅波動**下，主要國家**10年期公債殖利率**均較9月底**下滑**(圖 13)；其中**英國**受脫歐協議懸而未決影響，**下降逾33個基點(bp)**，降幅最大。

圖 12 美元指數、美債殖利率走勢  
(2018年1月1日至12月14日)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 13 全球主要國家10年期公債殖利率變動  
(2018年12月14日與9月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## 2. 恐慌指數攀升，全球股市大幅下修

10月以來，受美中貿易爭端升溫、美債殖利率走揚及IMF下修全球經濟預測等諸多利空因素影響<sup>6</sup>，美國高科技股連番重挫，帶動全球股市賣壓，恐慌指數(VIX)上揚，並持續位於近3年平均之上(圖14)。11月美股一度反彈，惟近期仍在擔憂美國景氣趨緩、美中貿易實質結構問題難解之疑慮下再度震盪走跌。

10月以來，新興市場股市伴隨歐美股市重挫而下跌，惟國際油價下跌，通膨壓力可望趨緩，近期新興市場股市多回穩，跌幅縮小(圖15)。

圖14 美國高科技股與恐慌指數走勢

(2018年1月1日至12月14日)



註：1. FANG+指數係由紐約證交所(NYSE)依Facebook、Amazon、Netflix、Google等10家高科技公司股價以相同權重編製。

2. VIX係1993年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對S&P 500指數期貨未來30天波動程度之預期。VIX愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖15 全球主要股價指數漲跌幅

(2018年12月14日與9月底比較)



註：新興市場取MSCI編製之新興市場指數。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

<sup>6</sup> 另Bloomberg於10月4日報導指稱，中國大陸植入惡意晶片於Amazon、Apple等企業之資訊設備，亦增添科技股賣壓。

## (五)全球經濟面臨之風險

美中貿易政策不確定性、中國大陸經濟成長放緩、主要經濟體貨幣政策動向不確定，以及歐洲政經情勢紛擾等因素均恐進一步衝擊未來全球經濟成長(圖 16)，宜密切關注相關情勢後續發展。

圖 16 影響全球經濟前景之風險

### 美中貿易政策不確定性

- 美國雖暫緩對中國大陸調升關稅，惟美中能否在 90 天內達成協議仍待觀察。
- 明年 2 月美國商務部將提出汽車進口對國家安全的影響報告，若美國因此對相關商品加徵關稅，負面衝擊恐更甚美中貿易衝突。

### 中國大陸經濟成長放緩

- 美國加徵關稅對貿易之負面影響逐漸顯現，製造業、房地產投資與消費均恐走弱。
- 中國大陸經濟成長放緩、金融市場不穩定，產生的外溢效應，影響全球經濟成長至鉅。

### 主要經濟體貨幣政策動向不確定

- Fed 持續縮減資產負債表，且升息步伐不確定性高；ECB 終止購債計畫，惟低利率至少維持至明年夏季；BoJ 實際購債規模低於宣示目標，惟強調將維持低利率水準一段期間。
- 先進經濟體貨幣政策寬鬆幅度縮減步調之不確定性仍高，恐導致國際資金快速移動，擴大外匯市場波動，影響經濟活動。

### 歐洲政經情勢紛擾

- 英國首相延後脫歐協議草案之國會表決，加深市場對無協議脫歐之擔憂。
- 義大利因財政預算與歐盟發生爭議；法國黃背心示威影響觀光及整體經濟。

## 1. 美中貿易政策不確定性

本年 12 月初 **G20 高峰會**，美中**同意於 90 天內(即明年 3 月 1 日前)**進行談判磋商，**美國暫緩進一步對中國大陸調升關稅措施**；惟若談判結果未如預期，恐將調升現行關稅，美國亦可能另對現行加稅清單外之**2,670 億美元中國大陸進口商品加徵關稅**。

近期**華為事件**，加以**美國、英國、澳洲等國陸續禁止或限制使用華為網路基礎設備產品**，對華為現有**供應鏈廠商營運帶來衝擊**。各國對中國大陸資安設備與科技發展的疑慮上升，增添未來美中貿易協商之難度。

另美國商務部於本年 5 月開始調查汽車進口對美國國家安全的影響，預計明年 2 月提出調查結果。**在美跨國企業表示，對加徵汽車相關商品進口關稅的擔憂更甚於美中貿易衝突**，其負面衝擊將抵銷美國減稅政策的正面效應，恐為明年最大的極端風險<sup>7</sup>。

## 2. 中國大陸經濟成長大幅放緩

近期**中國大陸**發布之多項數據顯示**經濟下行壓力擴大**。美中互加**關稅對貿易之負面影響逐漸顯現**；製造業投資因企業融資不易，房地產投資因**抑制房價上漲政策**，消費則因汽車銷售成長趨緩等因素，均恐走弱。

此外，整體**非金融部門債務大幅攀升**，民營企業債券違約頻創新高，加以銀行不良貸款率上升，恐進一步提高金融市場風險。

中國大陸為全球第 2 大經濟體，其經濟成長放緩或金融市場不穩定產生的**外溢效應**，**影響全球經濟成長及金融穩定甚鉅**。

---

<sup>7</sup> 參考 Zumbun, Josh (2018), “International Companies in U.S. See Automotive Tariffs as Biggest Threat, Survey Finds,” The Wall Street Journal, Nov. 14; Bhav, Aditya *et al.* (2018), “A Bueno Trade Deal? Ten Takeaways from the G20 Summit,” *Global Watch*, Dec. 3。

### 3. 主要經濟體貨幣政策動向不確定

美國 Fed 持續縮減資產負債表規模，主席 Powell 於 11 月底釋出偏鴿派言論後，各界預估之明年升息次數明顯分歧(表 2)，過去升息效應已使短期利率走高，近期 10 年期公債殖利率又下滑，導致長短期利差縮減至 2007 年以來最低(圖 17)；若利差進一步降至負數(殖利率曲線反轉)，銀行恐因擔憂經濟情勢惡化而提高信用審查標準、緊縮各項放款業務<sup>8</sup>，不利經濟發展。

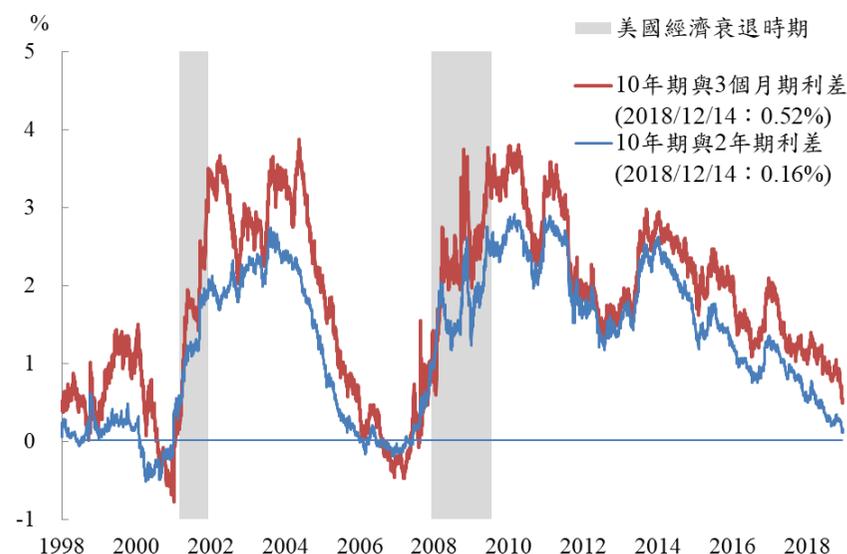
另 ECB 將於本年年底終止購債計畫，惟重申維持目前之低利率水準至少到明年夏季；BoJ 每年實際購債規模已低於宣示目標<sup>9</sup>，惟強調仍將維持低利率水準一段期間。美、歐、日等先進經濟體貨幣政策寬鬆幅度縮減步調之不確定性仍高，恐導致國際資金快速移動，擴大外匯市場波動，影響經濟活動。

表 2 預估 2019 年聯邦公開市場委員會(FOMC)升息次數

機構名稱 (預估日期)	預估2019年 升息次數	說明
J.P. Morgan (2018年12月14日)	4	失業率下降，通膨率上揚。
Goldman Sachs (2018年12月11日)	3	經濟成長仍高於潛在產出，惟近期金融情勢緊縮。未來 <b>升息機率預估將隨經濟數據、官員談話等事件</b> 每季進行調整。
Morgan Stanley (2018年12月10日)	2	經濟成長將低於潛在產出，預期 <b>明年9月後停止升息</b> 。
UBS (2018年12月11日)	2	經濟成長放緩，加以美中貿易談判不確性高，預期 <b>升息時程延後至明年6月及9月</b> 。
芝加哥期貨交易所 (2018年12月14日)	1	聯邦基金利率期貨(Fed Fund futures)價格所推估之隱含升息次數。

註：均假設本年 12 月 FOMC 會議升息 0.25 個百分點。  
資料來源：各機構相關報告及芝加哥期貨交易所 FedWatch Tool 網頁

圖 17 美國長短期公債殖利率利差



資料來源：Thomson Reuters Datastream

<sup>8</sup> 參考 Board of Governors of the Federal Reserve System (2018), “October 2018 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices,” Nov. 13。

<sup>9</sup> 市場稱作秘密縮減行動(stealth tapering)，參考 Ito, Takatoshi (2018), “The Bank of Japan’s Stealth Tapering,” *Long Read*, Project Syndicate, Nov. 16。

#### 4. 歐洲政經情勢紛擾

英國首相 May 因與歐盟達成之脫歐草案可能無法獲國會支持，決定延後國會之表決至明年1月中，並將與歐盟再度研商，惟歐盟態度亦強硬，脫歐進程陷困境，造成市場對無協議脫歐(no-deal Brexit)之擔憂升溫；歐洲法院則表示英國亦可單方面撤回脫歐案，未來發展不確定性仍高。

義大利因財政預算案與歐盟發生爭議，在義大利政府調降明年預算赤字後，仍待歐盟評估。而法國因民眾不滿總統 Macron 調漲燃油稅及取消富人稅等政策，引發黃背心示威抗爭，12月上旬 Macron 雖取消調漲燃油稅計畫，並同時公布明年將調升最低工資、加班費免稅等數項利多政策，仍難以平息群眾怒火，甚至出現希望總統下台的聲浪。歐洲政經情勢紛擾將對其經濟帶來負面影響。

## 二、明年台灣經濟成長及通膨展望溫和

明(2019)年全球貿易量與經濟成長率預估將放緩，益以智慧型手機需求趨飽和，恐影響輸出擴張力道。內需方面，受惠於政府將積極推動前瞻基礎建設，公共投資大幅上升；而離岸風電投資、都更等持續進行及半導體廠商續提升製程，民間投資將持續成長；另一方面，雖本(2018)年企業獲利續成長，有助明年現金股利發放，且明年基本工資調漲，惟受消費者信心疲弱及年金改革效應持續影響，預估民間消費成長與本年相當。

整體而言，明年輸出成長動能減弱，經濟成長驅動力續依賴內需，本行預測國內經濟成長率為 2.33%；另因國內需求溫和，加上菸稅調高效應消失，以及國際油價可望回跌，通膨展望溫和，CPI 年增率預測值為 1.05%。以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

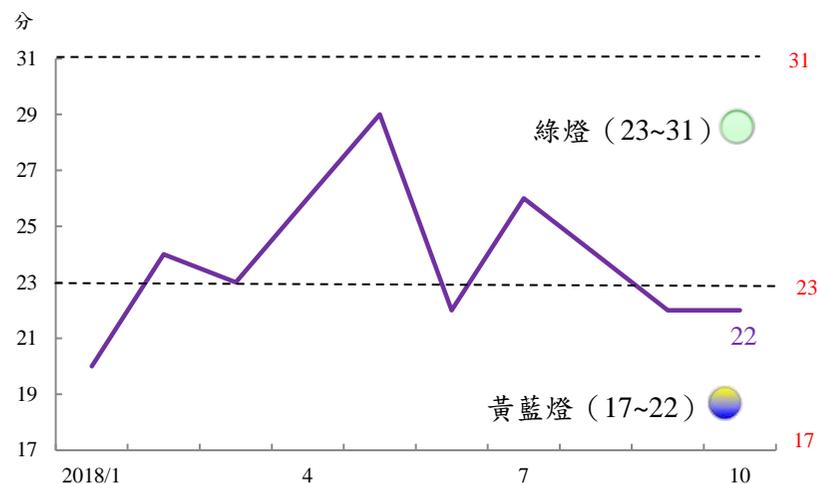
### (一)近期部分指標動能趨緩，本年第 4 季國內經濟表現不如預期

#### 1. 部分指標動能減弱，經濟成長率可能續趨緩

##### (1)景氣對策信號維持黃藍燈、同時指標續跌，近期經濟成長動能可能減弱

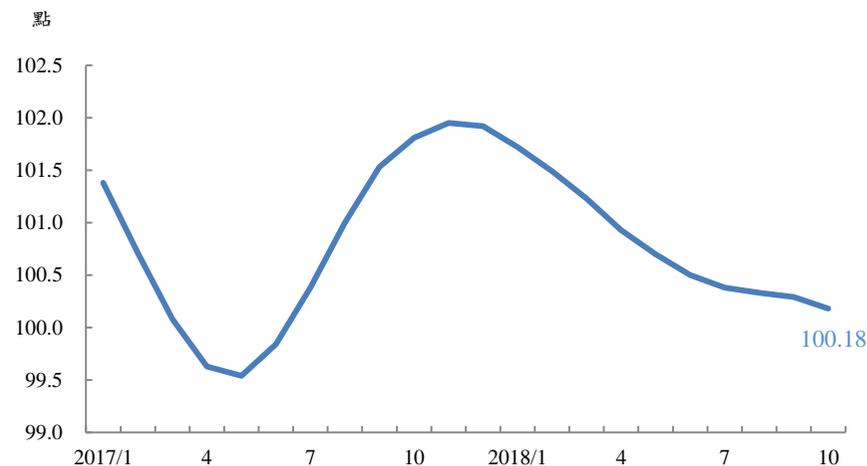
—本年 10 月景氣對策信號綜合判斷分數，連續第 2 個月呈現黃藍燈(圖 1)；景氣循環同時指標(不含趨勢)已連續 11 個月下滑(圖 2)，顯示當前景氣擴張力道減弱。

圖 1 景氣燈號及綜合判斷分數



資料來源：國家發展委員會

圖 2 景氣同時指標



註：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、非農業部門就業人數、實質海關出口值、實質機械及電機設備進口值等 7 項構成項目組成，可代表當時的景氣狀況。  
資料來源：國家發展委員會

— 本年第 4 季經濟成長預測為 2.07%，不如第 3 季之 2.27%，亦明顯不及上半年之 3.22%；全年國內經濟成長率為 2.68%，其中內需為驅動本年經濟成長之主力，而淨外需為負貢獻(表 1)。

表 1 本年台灣 GDP 及其各組成項目成長率與貢獻度預測值

	GDP	內需	民間消費	民間投資	政府支出		淨外需	輸出	(-) 輸入
					消費	投資*			
成長率(%)	2.68	3.31	2.19	2.90	2.95	5.71	-	3.45	4.70
貢獻度(百分點)	2.68	2.89**	1.16	0.48	0.41	0.21	-0.21	2.24	2.45

註：\* 包含政府及公營事業投資；

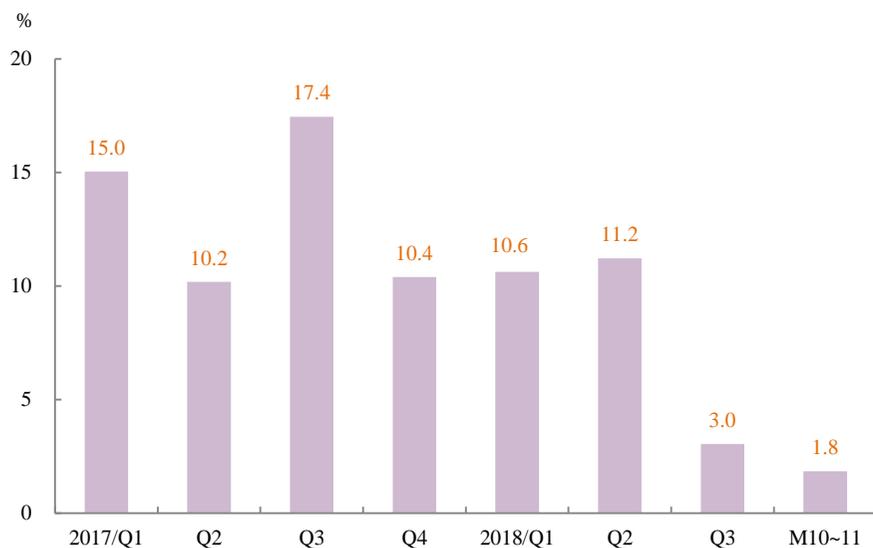
\*\*此處包含存貨變動。

資料來源：中央銀行

(2)美中貿易衝突不確定性及上(2017)年出口基期高，預期第 4 季輸出成長減緩

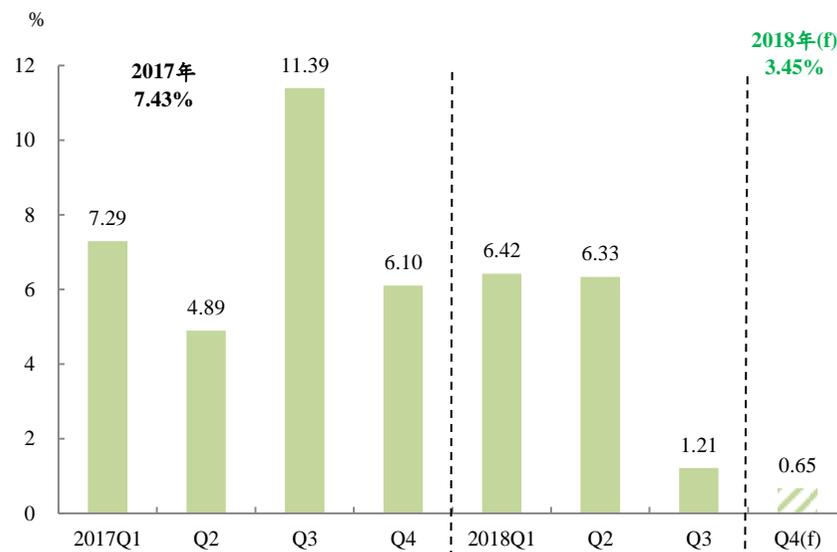
- 一 車用電子、物聯網、人工智慧等新興科技應用商機擴增，有利維持第 4 季出口動能。
- 一 惟美中貿易衝突影響全球經貿活動<sup>1</sup>，若干國際重要指標擴張力道偏弱<sup>2</sup>，以及智慧型手機買氣弱化，加以上年基期較高，本年 10~11 月出口年增率減緩(圖 3)，預測第 4 季及全年輸出成長率分別為 0.65%與 3.45%(圖 4)。

圖 3 商品出口年增率  
(以美元計價)



資料來源：財政部海關貿易統計

圖 4 輸出成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>1</sup> WTO 第 4 季全球貿易展望指標(WTOI)為 98.6，較上季減 1.7，連續 3 季下跌，且低於平均趨勢值 100，顯示全球商品貿易成長恐進一步放緩。

<sup>2</sup> 德國 ifo 第 4 季全球經濟氣候指標為-2.2 點，為 2016 年第 4 季以來新低，其中對於未來 6 個月預期指標為-15.7 點，較第 3 季減 5.1 點。

(3)近期消費者信心疲弱及年金改革效應持續影響，惟薪資成長及獎勵國旅有助維持民間消費動能

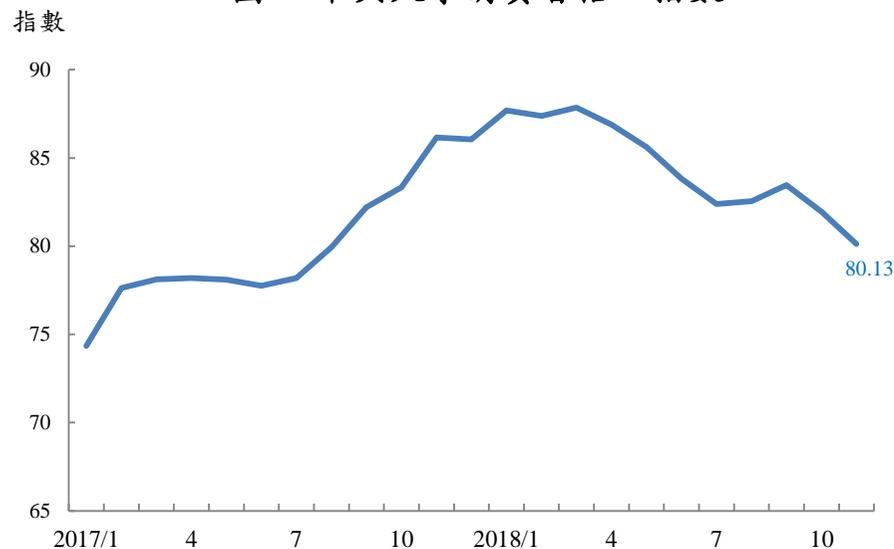
—近來全球經貿及金融市場動盪，**消費者信心持續走弱**(圖 5)，加以年金改革效應持續影響，消費動能受限。

—惟就業情勢改善，薪資成長逾 2%，有利支撐消費成長。

● 近月就業人數趨增，1~10 月平均失業率較上年同期下降，顯示**就業市場情勢穩定改善**(圖 6)。

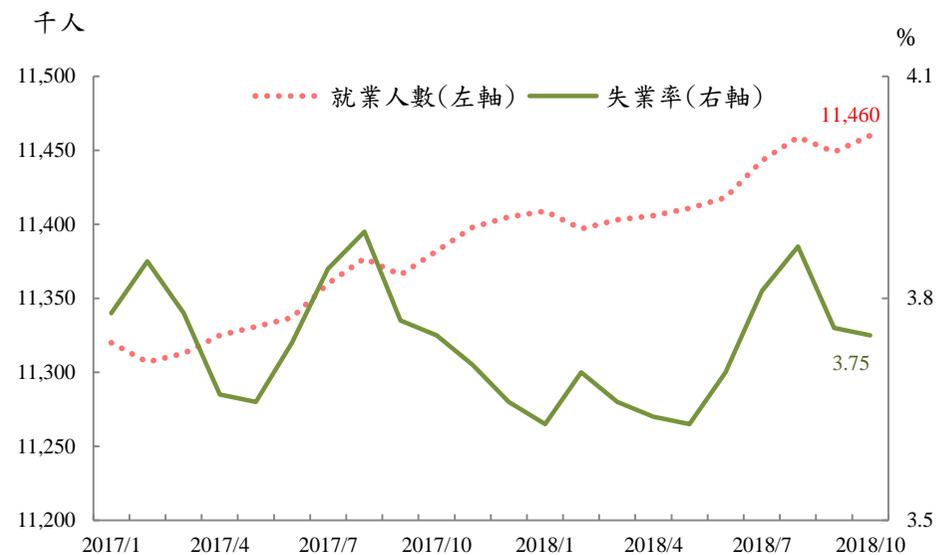
● 企業加薪積極及發放獎金，**名目經常性薪資與總薪資持續成長**(圖 7)。

圖 5 中央大學消費者信心指數



資料來源：中央大學台灣經濟發展研究中心

圖 6 就業人數及失業率

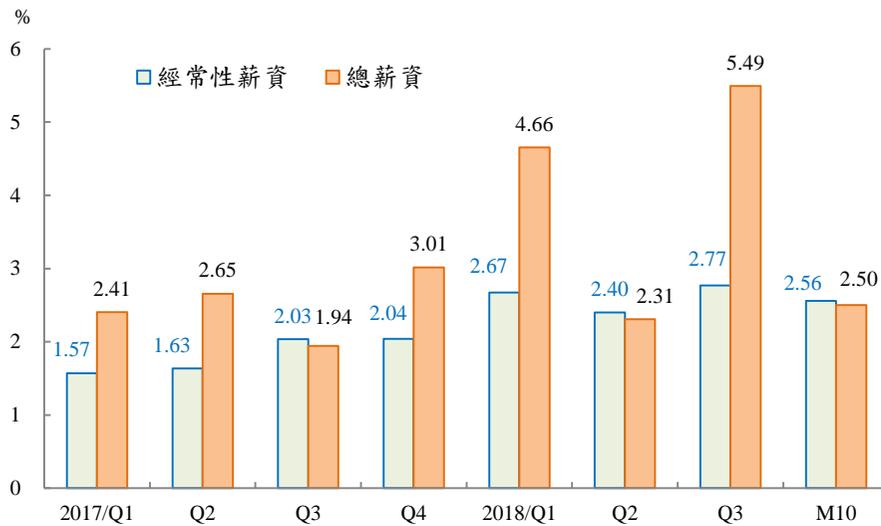


資料來源：主計總處

—10月薪資仍穩定成長，且政府推出年底前**國內旅遊獎勵方案**<sup>3</sup>，有助**維持第4季消費動能**(圖8)。

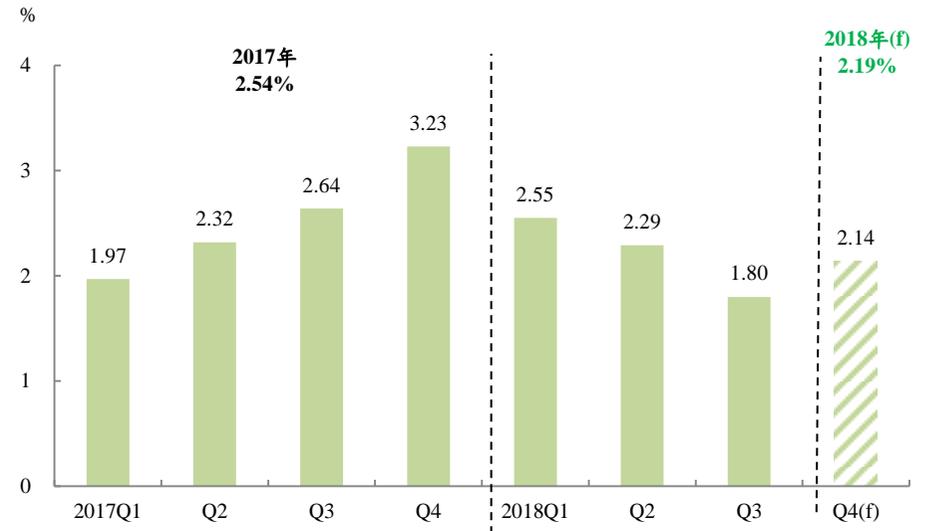
—預測本年第4季民間消費成長率為2.14%，全年則為2.19%。

圖7 名目每人經常性薪資及總薪資年增率



資料來源：主計總處

圖8 民間消費成長率



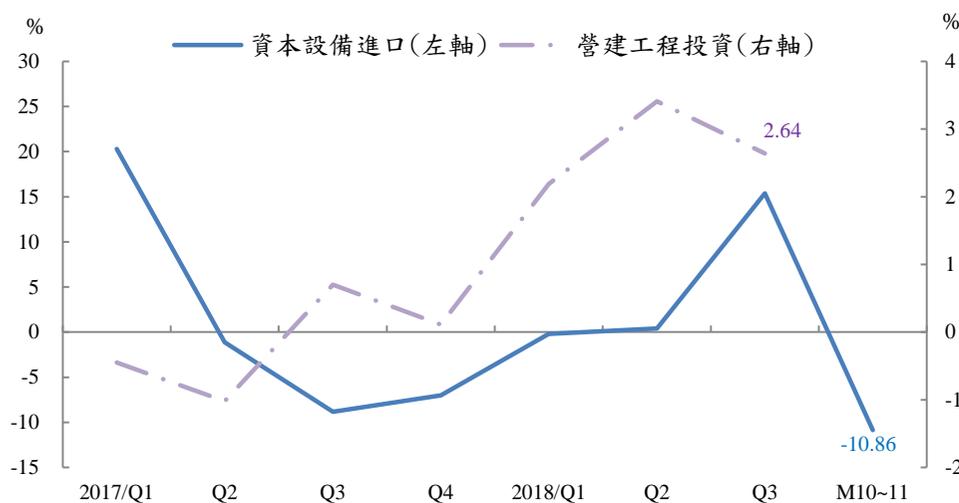
註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>3</sup> 交通部觀光局宣布自11月起至本年底推出「前進宜花東·高屏暖冬遊」國旅獎勵方案，預計挹注9,500萬元獎勵國人自由行及團體旅遊，振興花東及高屏地區觀光產業發展。

#### (4)營建工程投資續成長，民間投資動能可望擴增<sup>4</sup>

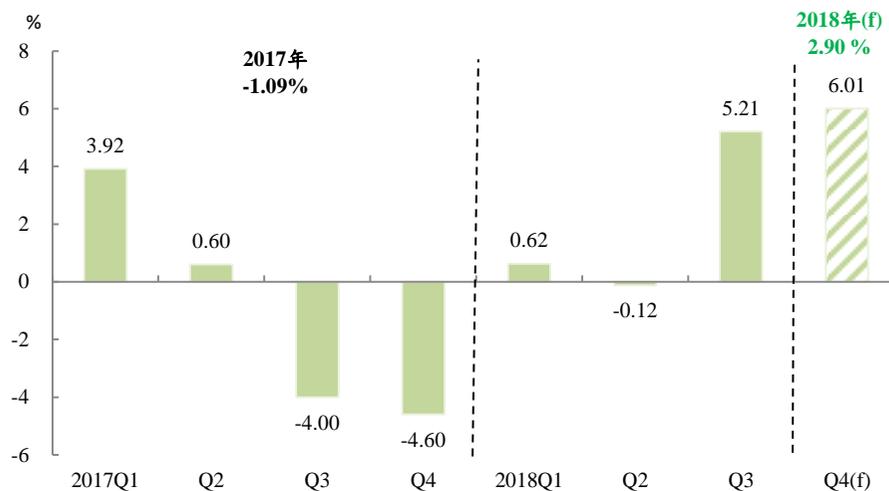
- 美中貿易衝突致不確定性增加，資本設備進口 10~11 月轉為負成長，恐影響第 4 季民間投資成長。
- 惟住宅類建築陸續興建，政府續興辦社會住宅、積極招商吸引民間參與公共建設<sup>5</sup>，及督促公共建設加速執行，營建工程投資可望穩定成長(圖 9)，加以離岸風電投資陸續進行，有利帶動營建業等相關產業投資。
- 基於前述因素，加以上年同期基期較低，預測本年第 4 季民間投資成長率略高於第 3 季，預測成長率為 6.01%，全年則為 2.90%(圖 10)。

圖 9 資本設備進口(美元計價)及營建工程投資年增率



資料來源：財政部海關貿易統計、主計總處

圖 10 民間投資成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>4</sup> 主計總處(2018/11/30)預估本年國民儲蓄減少，國內投資增加，超額儲蓄將由 2017 年的新台幣 2.62 兆元降至 2.15 兆元。

<sup>5</sup> 財政部資料統計，1~10 月民間參與公共建設簽約案件為 66 件，金額已達 1,342 億元，是上年同期的 2.2 倍。

## 2. 近期部分機構下修本年台灣經濟成長預測

由於美中貿易衝突致全球經貿不確定性升高，以及民間消費不如預期，國內景氣擴張動能減弱，部分國內外機構下調本年台灣經濟成長率，預測值介於 2.56% 至 2.79% 之間，平均為 2.65% (表 2)。

表 2 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (預測日期)	中經院 (10/19)	台經院 (11/12)	IHS Markit (11/15)	Morgan Stanley (11/26)	主計總處 (11/30)	中研院 (12/5)	Barclays (12/14)	JP Morgan (12/14)	BoA Merrill Lynch (12/17)	Goldman Sachs (12/17)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/11)
預測值	2.61 (↑0.13)	2.57 (↑0.08)	2.56 (↓0.18)	2.79 (↓0.11)	2.66 (↓0.03)	2.64 (↓0.01)	2.60 (↓0.20)	2.70 持平	2.70 持平	2.70 (↓0.10)	2.65	2.68 (↓0.05)

註：括弧內數值係與 9 月預測值比較之修正百分點(其中，中經院、台經院及中研院係與本年 7 月比較，而主計總處則與本年 8 月比較)。

## (二) 明年國內經濟展望轉趨溫和，內需續為驅動經濟成長的主力

### 1. 外需：預期明年全球貿易量、經濟成長動能及半導體需求成長均趨緩，恐抑制輸出擴增力道

- (1) 美中貿易衝突不確定性及新興市場經濟與金融風險仍存，加以甫公布的 10 月 OECD 全體國家景氣綜合領先指標持續低於長期平均值，明年全球貿易量及經濟成長動能預估將減弱<sup>6</sup>。
- (2) 全球智慧型手機市場漸趨飽和，半導體產值成長趨緩，恐抑制台灣相關供應鏈產品成長力道。
- (3) 製造業競爭加劇，中國大陸經濟再平衡及供應鏈在地化，不利台灣整體出口成長動能。
- (4) 基於前述因素，預測明年實質輸出成長率預測值為 2.95%。

<sup>6</sup> 11 月 OECD 預測 2019 年全球貿易量成長 3.7%，較本年底 0.2 個百分點；全球經濟成長 3.5%，較本年底 0.2 個百分點。

## 2. 內需：民間消費動能平穩、公私部門投資持續成長，政府消費微幅增加

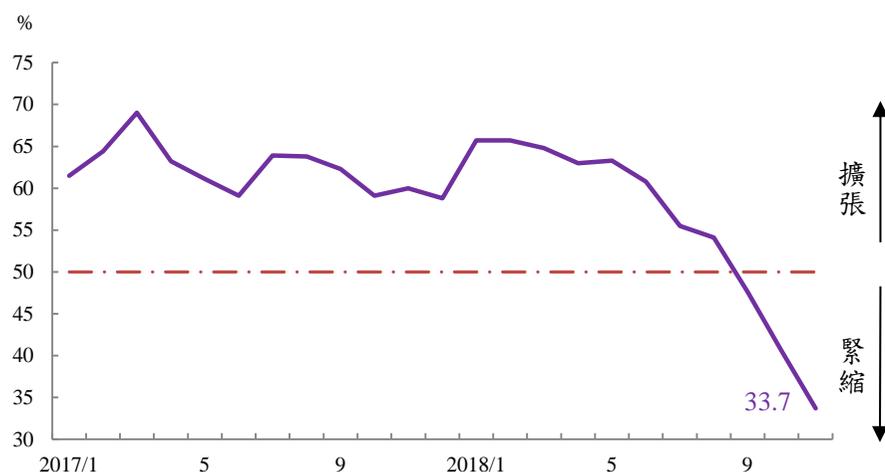
(1)預測明年民間消費成長與本年相當，成長率預測值為 2.20%。

- 全球經貿與金融**不確定性猶存**及**景氣擴張力道趨緩**，可能衝擊國內消費者信心；加以年金改革效應持續影響，恐限縮明年民間消費成長。
- 惟本年上市櫃公司**獲利續成長**，有助明年現金股利發放與員工薪資調整；加以明年元旦起基本工資**月薪及時薪調漲**<sup>7</sup>，均有助維持消費成長動能。

(2)民間投資持續成長，成長率預測為 3.98%。

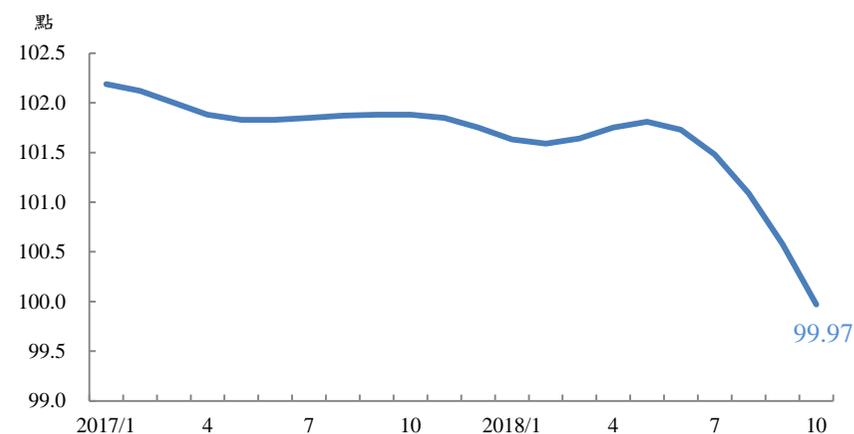
- 美中貿易衝突下，廠商對**景氣看法**已趨**審慎**，11月製造業 PMI「未來 6 個月景氣狀況指數」連續 3 個月呈緊縮態勢(圖 11)，加以**景氣領先指標持續下滑** (圖 12)，將不利未來民間投資擴增。

圖 11 製造業 PMI「未來 6 個月景氣狀況指數」



資料來源：國家發展委員會

圖 12 景氣領先指標



註：領先指標由外銷訂單指數、實質貨幣總計數 M1B、股價指數、工業及服務業受僱員工淨進入率、住宅、商辦及工業倉儲核發建照面積、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。因指標具領先景氣變動之性質，可預測未來景氣之變動。

資料來源：國家發展委員會

<sup>7</sup> 基本月薪由 22,000 元調高至 23,100 元，漲幅 5.0%；時薪則由 140 元調高至 150 元，漲幅 7.14%。

一惟政府**擴編科技預算**<sup>8</sup>、力推**產業創新計畫**與改善投資環境，有助**誘發民間投資動能**；益以推動**都市更新、危老屋重建**<sup>9</sup>及社會住宅陸續興建，有利營建工程投資成長。

一**半導體廠商維持製程領先**與擴充產能，投資機器設備及投入研發，加以其主要廠商本年資本支出計畫遞延至明年，以及**5G之發展與離岸風電**投資持續進行，可望**提升**相關供應鏈業者**投資意願**。

(3)受惠於政府積極**推動前瞻基礎建設投資**<sup>10</sup>，明年公共投資(含政府及公營事業)成長率達 10.94%<sup>11</sup>。

(4)**政府消費**因本年軍公教調薪 3%與軍品採購金額增加等因素墊高基期，明年僅**微幅增加**，成長率為 0.26%。

### 3. 經濟成長持續由內需驅動

一本行預測明年經濟成長 2.33%，其中**內需貢獻為 1.98 個百分點**，而淨外需貢獻為 0.35 個百分點(表 3)。

表 3 明年台灣 GDP 及其各組成項目成長率與貢獻度預測值

	GDP	內需	民間消費	民間投資	政府支出		淨外需	輸出	(-) 輸入
					消費	投資*			
成長率(%)	2.33	2.21	2.20	3.98	0.26	10.94	-	2.95	2.88
貢獻度(百分點)	2.33	1.98**	1.18	0.69	0.04	0.43	0.35	1.97	1.62

註：\* 包含政府及公營事業投資；

\*\*此處包含存貨變動。

資料來源：中央銀行

<sup>8</sup> 2019 年科技預算為新台幣 976 億元，加計前瞻特別預算科技類別 187 億元，總計 1,163 億元，比 2018 年科技預算法定預算數 1,106 億元成長 5.1%。

<sup>9</sup> 根據內政部都市更新發展計畫，2019 年都更重建核定件數為 120 件，較 2018 年增加 50 件，危老屋重建則為 300 件，較 2018 年增加 190 件。

<sup>10</sup> 前瞻基礎建設計畫第 2 期特別預算案 2019 年歲出 1,053 億元，年增 15.7%。

<sup>11</sup> 公私部門投資持續成長下，主計總處(2018/11/30)預估 2019 年超額儲蓄率由 2018 年的 11.84%降至 11.68%。

#### 4. 部分國內外機構下修明年台灣經濟成長率預測值

因**美中貿易衝突懸而未決**，預估全球**經濟動能**及**貿易活動趨緩**，部分國內外主要機構下修明年台灣經濟成長率，預測值介於 2.01% 至 2.58% 之間，平均值為 2.27% (表 4)。

表 4 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)	中經院 (10/19)	台經院 (11/12)	IHS Markit (11/15)	Morgan Stanley (11/26)	主計總處 (11/30)	中研院 (12/5)	Barclays (12/14)	JP Morgan (12/14)	BoA Merrill Lynch (12/17)	Goldman Sachs (12/17)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/11)
預測值	2.18 (↓0.05)	2.20 -	2.16 (↓0.21)	2.58 (↓0.02)	2.41 (↓0.14)	2.45 -	2.30 持平	2.10 (↓0.20)	2.01 (↓0.31)	2.30 (↓0.20)	2.27	2.33 (↓0.15)

註：括弧內數值係與 9 月預測值比較之修正百分點(其中，中經院、台經院及中研院係與本年 7 月比較，而主計總處則與本年 8 月比較)。

#### 5. 除美中貿易衝突外，影響明年台灣經濟表現之外部不確定因素仍多

- (1) 近期**部分國家限用華為產品**，可能影響台灣相關供應鏈(如網通產品及手機)業者出口與投資表現。
- (2) **中國大陸**經濟放緩及金融風險升高可能產生的**外溢效果**，將影響全球及台灣經濟成長表現。
- (3) 明年**美國**景氣擴張力道將趨緩，Fed **升息動向不確定性仍高**，可能影響全球股匯市波動。
- (4) 英國脫歐，法國黃背心事件等歐洲民粹主義抬頭，俄烏衝突，中東地區等**地緣政治風險**，恐影響明年全球經濟成長動能及金融市場穩定。

### (三)近月油價驟跌、菸稅遞延效應減退，通膨率減緩，明年 CPI 年增率可望低於本年

本年 10 月以來，由於國際油價大幅回跌，加以天候良好，**蔬菜盛產**，價格跌幅持續擴大，以及**菸稅**調高之遞延**效應減退**，通膨減緩。本行預測**第 4 季** CPI 年增率為 **0.56%**，係本年單季最低，**全年**為 **1.38%**，**核心** CPI 年增率則預測為 **1.21%**。

預期明年國際油價回跌，加以國內需求溫和，且**菸稅效應消退**，本行預測**明年 CPI**及**核心** CPI 年增率分別降為 **1.05%**、**0.93%**，通膨展望相當溫和。

#### 1. 原油供給過剩疑慮升溫，國際油價大幅回降

(1)**10 月 4 日布蘭特(Brent)原油價格曾升抵每桶 86.07 美元**之近 4 年來新高，之後，**大幅回降至 11 月 30 日的 57.52 美元**，創本年以來最低，主因：

- 美中貿易衝突等恐降低全球經濟成長率及原油需求；
- 美國原油庫存大增；
- **美國對伊朗實施經濟制裁，惟給予部分國家自伊朗購油之 6 個月豁免期**；
- 石油輸出國組織(OPEC)與俄羅斯等**產油國持續增產**。

惟 **12 月初以來**，由於**俄羅斯及沙烏地阿拉伯擬議減產**，加以美國原油庫存回降，油價**盤整回穩**(圖 13)。

(2)10 月以來，國際原油價格驟跌，近來主要機構**下修本年油價預測值**，惟平均值為每桶 **72.1 美元**，仍較上年大漲 **32.78%**；**明年**因全球經濟成長動能減緩恐降低原油需求，原油將超額供給，**油價可望回跌**(表 5)。

圖 13 布蘭特原油價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream

表 5 布蘭特原油價格預測值

美元/桶

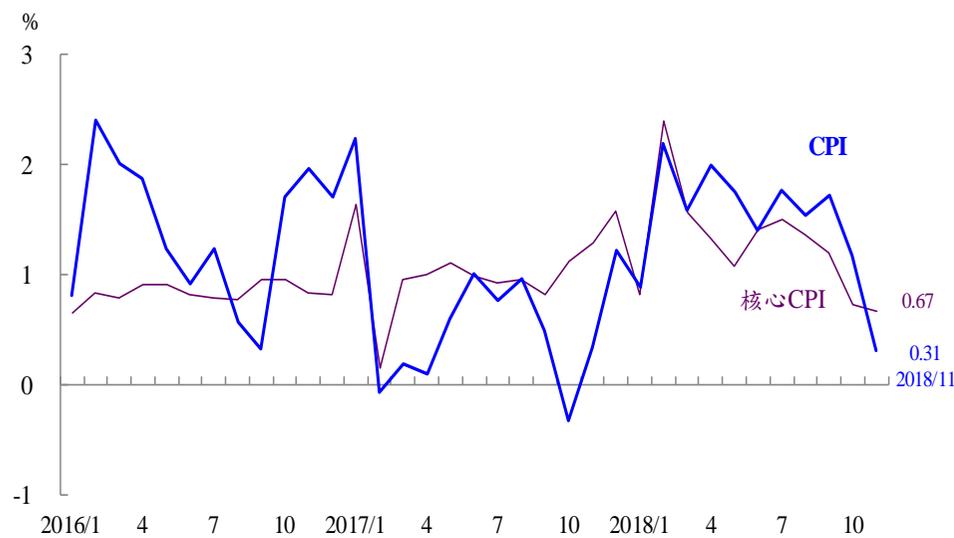
預測機構	預測日期	2017年 平均值	2018年 預測值	2019年 預測值
IHS Markit	2018/11/15 (2018/10/15)	54.3	73.2↓ (74.2)	77.7↓ (80.7)
美國能源資訊署(EIA)	2018/12/11 (2018/11/16)		71.4↓ (73.1)	61.0↓ (71.9)
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2018/12/12 (2018/11/14)		71.7↓ (73.2)	70.0↓ (75.5)
平均預測值			72.1↓ (73.5)	69.6↓ (76.0)

註：( ) 內為上次預測日期與預測值，↑、↓、- 分別表示較上次預測值上漲、下跌或持平。  
資料來源：上述各預測機構

## 2. 受國際油價大幅回跌及蔬菜價格跌幅擴大等影響，本年 10 月以來 CPI 年增率下滑

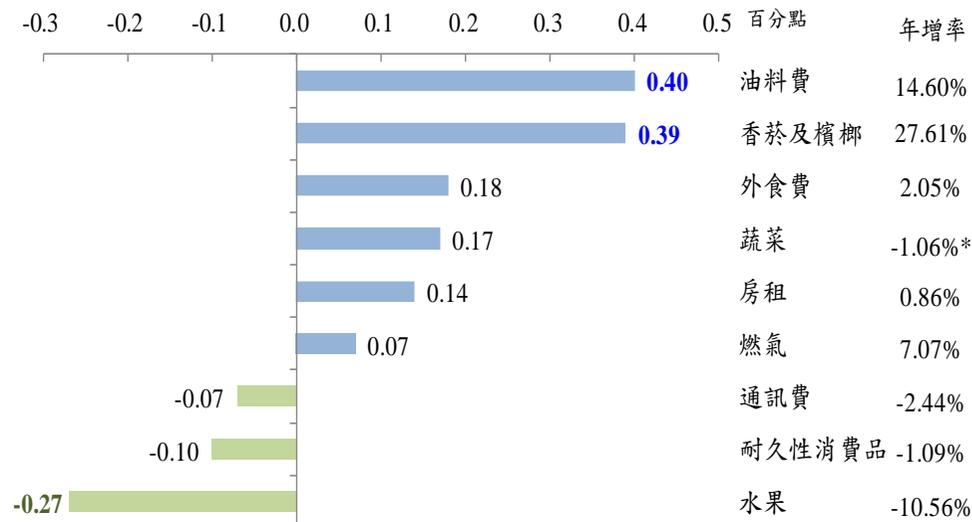
- (1) 本年 10 月以來，由於國際油價大幅回跌，加以**蔬菜盛產**，價格跌幅持續擴大，以及**菸稅**調高之遞延**效應減退**，10 月 **CPI** 年增率由 9 月之 1.72% 降為 **1.17%**，**11 月** 續降為 **0.31%**，漲幅係 2017 年 11 月以來最低；11 月不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率亦降至 **0.67%**，漲幅則為 2017 年 3 月以來最低(圖 14)。
- (2) **1 至 11 月** 平均 **CPI** 年增率為 **1.48%**，主因油料費、香菸及外食等價格上漲，惟水果、耐久性消費品價格及通訊費下跌，抵銷 **CPI** 部分漲幅(圖 15)；1 至 11 月平均**核心 CPI** 年增率則為 **1.28%**。

圖 14 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

圖 15 影響本年 1 至 11 月 CPI 年增率主要項目 (對 CPI 年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

\*：因按年變更權數結構或蔬果細項為每月變動權數，致本月各期比較之各類指數對總指數之影響方向及幅度不必然與漲跌之方向一致。

### 3. 預期油價回跌、輸入性通膨壓力降溫，加以菸稅效應消失，明年 CPI 年增率將低於本年，通膨展望溫和

(1) 國際原油等原物料行情走高，推升國內進口物價，致本年 6、7 月不論美元或新台幣計價之進口物價指數年增率均達 10% 以上。近月，隨國際油價大幅回降，進口物價年增率明顯減緩，11 月美元計價之進口物價指數年增率為 2.83%，係 2016 年 11 月以來最低，以新台幣計價之進口物價指數年增率為 5.36%，則係本年 5 月以來最低。影響所及，躉售物價指數(WPI)年增率回降至 3.25%(圖 16)，亦係本年 5 月以來最低，**輸入性通膨壓力降溫**。

圖 16 WPI 與進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

- (2)展望 12 月，由於國際油價走低，加以蔬菜正值冬季盛產期，價格續跌，以及部分服飾年終降價促銷，預期 **CPI 續降**；本行預測 **第 4 季** CPI 年增率 **降至 0.56%**，係本年單季最低；**全年**則為 **1.38%**，**核心** CPI 年增率為 **1.21%**(表 6)。
- (3)雖本年天候良好，蔬果盛產價跌，比較基期較低，明年蔬果等食物類價格上漲壓力較大，加以基本工資調升，將帶動薪資上揚；惟 **國內需求溫和**，加上 **菸稅調高效應消失**，益以 **國際油價可望回跌**，**輸入性通膨壓力降溫**，本行預測 **明年** CPI 及核心 CPI 年增率分別 **降為 1.05%、0.93%**，**通膨展望相當溫和**(表 6)。
- (4)主要預測機構預測台灣本年 CPI 年增率介於 1.43%~1.65%，平均值為 1.54%；**明年**則介於 0.96%~1.46%，平均值為 1.21%(表 7)。

表 6 本行對 CPI 及核心 CPI 年增率之預測值

單位：%

	2018 年					2019 年
	第 1 季	第 2 季	第 3 季	第 4 季 (預測值)	全年 (預測值)	全年 (預測值)
CPI 年增率	1.55	1.72	1.67	<b>0.56</b>	<b>1.38</b>	<b>1.05</b>
核心 CPI 年增率	1.59	1.27	1.36	<b>0.63</b>	<b>1.21</b>	<b>0.93</b>

資料來源：主計總處、中央銀行(預測值)

表 7 主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率之預測值

單位：%

預測機構 (預測日期)	元大寶華 (2018/9/26)	中經院 (2018/10/19)	台經院 (2018/11/12)	IHS Markit (2018/11/15)	主計總處 (2018/11/30)	中研院 (2018/12/5)	Goldman Sachs (2018/12/17)	BoA Merrill Lynch (2018/12/17)	平均值 (不含 央行)	央行 (2018/12/11)
2018 年	1.59	1.65	1.60	1.54	<b>1.43</b>	1.49	1.50	1.50	1.54	1.38
2019 年	1.15	1.46	1.40	1.44	<b>0.96</b>	1.08	1.10	1.10	1.21	1.05

### 三、現金在支付系統中扮演的角色

電子支付相較於實體現金，具有提升支付效率、處理成本較低、有利防制洗錢等優勢，因此，近年電子支付快速發展，並掀起「無現金社會」的議題。惟實際觀察國際**主要國家通貨發行額**(含鈔券及硬幣)，多數**呈現與電子支付同步成長的趨勢**，我國亦然，顯示**現金將消失的報導似被過分誇大**；愈來愈多國家央行及相關研究指出，現金仍具有無法取代的優勢及存在的必要，唯有**兼容並蓄現金與多元電子支付工具，方可建立完備的支付生態體系**。

本行支持並樂見我國電子支付蓬勃發展，惟**現金對於實體經濟活動不可或缺**，與民眾日常生活息息相關，因此，**只要社會大眾有使用現金的正常需求，本行就會充分供應**，以確保經濟維持正常運作。

本文擬簡單引介現金在支付系統中的角色，對於近日有關本行明(2019)年 10 元硬幣的預算編列情形，引發外界的諸多誤解，之前本行除已立即發布新聞稿澄清外，在此亦一併再加以說明。

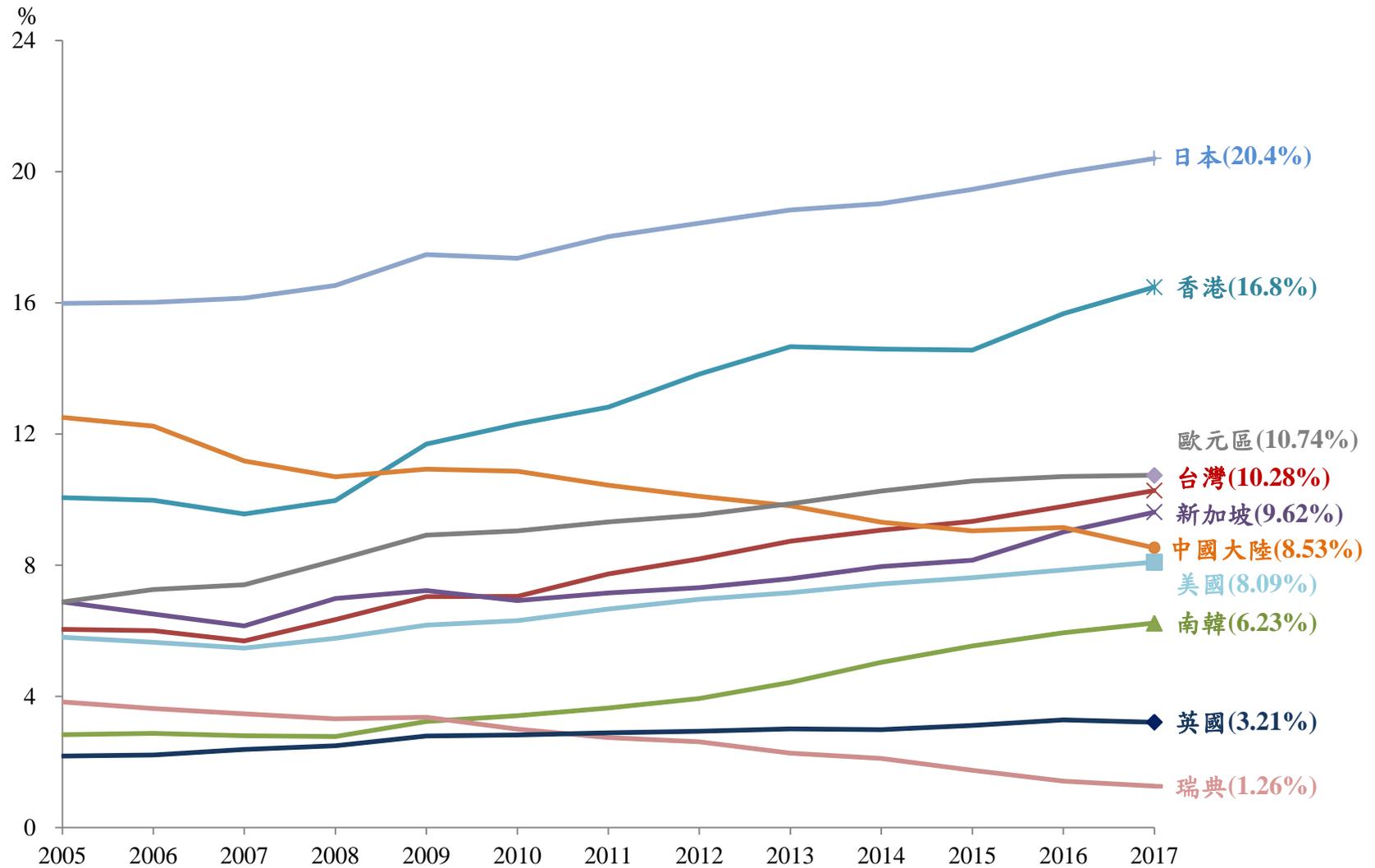
#### (一)多數國家民眾對現金需求仍持續成長

1. 近 10 餘年間國際大多數國家(經濟體)通貨發行額俱呈成長趨勢，且其年增率高於名目 GDP 成長率，以致通貨發行額對 GDP 比率持續上升，台灣亦然(圖 1)；顯示**在電子支付蓬勃發展下，現金仍是重要的支付工具**。
2. 上(2017)年主要國家(經濟體)的**通貨發行額對 GDP 比率**，僅瑞典低於 2%，多數國家介於 5%~20%，日本則高達 20.4%；舊金山聯邦準備銀行研究指出，2006~2016 年期間，全球 42 個經濟體(不含台灣、中國大陸)中，僅瑞典、挪威等 2 國通貨發行額增加速度低於 GDP 成長率<sup>1</sup>。其實，如圖 1 所示，中國大陸近年因行動支付盛行，部分取代現金的交易用途，通貨發行額對 GDP 比率亦呈下降趨勢。
3. 由此可知，各國現金需求差異甚大，受到當地民眾及商家使用習慣、支付市場發展及文化等多重複雜因素影響；鑑於瑞典的人口密度低，配送現金不易，且電子支付工具由少數幾家銀行主導，致現金需求逐年降低，與我國情況大不相同。

---

<sup>1</sup> Williams, John and Claire Wang (2017), "Reports of the Death of Cash are Greatly Exaggerated," San Francisco Fed Blog, Nov. 20。

圖 1 主要國家(經濟體)通貨發行餘額對名目 GDP 比率



資料來源：Aremos、Thomson Reuters Datastream 及央行資料庫

## (二)現金的優勢及存在的必要性

瑞典一向被視為無現金社會的先驅，然而，瑞典央行卻點出數項無現金社會的風險，甚至敦促國會立法保障瑞典央行對支付系統的控制權，並確保現金被大眾接受；瑞典最新的民調亦顯示，近7成民眾希望保有現金這個支付選項，僅有25%的民眾想要完全的無現金社會<sup>2</sup>，可見現金仍有存在的必要性。

### 1. 現金獨具的優勢

#### (1)全球金融危機後的低利率水準，突顯出現金係無風險的價值儲藏工具

—根據國際清算銀行(BIS)研究<sup>3</sup>指出，自全球金融危機以來，大多數先進經濟體對現金需求持續攀升，似乎主要係由價值儲藏(store-of-value)動機所驅動，而非為滿足支付需求，此趨勢除反映持有現金的機會成本下降之外，亦顯示2008年後全球金融危機造成民眾對銀行體系失去信心，讓更多民眾增持現金以作為安全的價值儲藏工具。

—英國央行(BoE)的調查研究<sup>4</sup>亦指出，該國使用現金的交易比重雖自2006年的60%，降至2016年的40%，惟現金需求仍日益成長，顯示現金需求係受到交易媒介以外的因素推升。

#### (2)現金有法償效力<sup>5</sup>，交易成本低、可立即清算且普及度高，在小額交易具優勢

—對小型零售業者而言，現金係最安全、快速、便利的支付工具，且無需負擔額外的交易手續費或加裝終端機具，使現金在小額交易仍具優勢；使用者亦可直接以現金進行點對點(P2P)的資金移轉。

—根據經濟部最近發布的調查報告<sup>6</sup>顯示，我國消費者在商品零售業的支付以現金為最大宗，在超級市場及便利商店等零售業，更有近8成係採現金支付方式，顯示小額消費仍以現金為主。

---

<sup>2</sup> Crouch, David (2018), “Being cash-free puts us at risk of attack: Swedes turn against cashlessness,” The Guardian, Apr. 3; Billner, Amanda (2018), “‘No Cash’ Signs Everywhere Has Sweden Worried It’s Gone Too Far,” Bloomberg, Feb. 18.

<sup>3</sup> Bech, Morten, Umar Faruqui, Frederik Ougaard and Cristina Picillo(2018), “Payments are a-changin’ but cash still rules,” BIS: Quarterly Review, Mar.11.

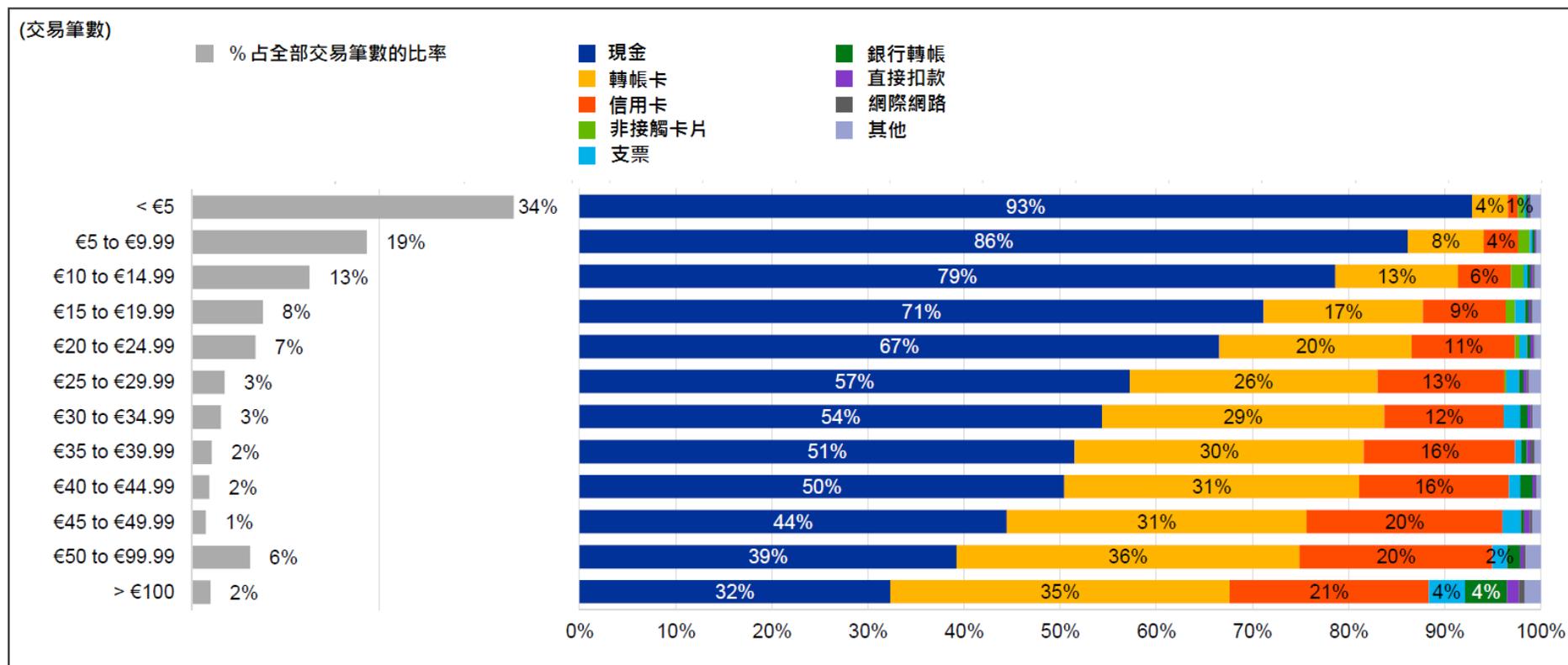
<sup>4</sup> Bank of England (2018), “How do we know how much money to print?” KnowledgeBank, fourth quarter.

<sup>5</sup> 新台幣的法償效力係指在法律上具有強制清償債務的效力，除當事人另有約定外，債務人以法償貨幣給付，債權人如拒絕收受，應負受領遲延之責。

<sup>6</sup> 經濟部統計處(2018)，「批發、零售及餐飲業經營實況調查報告」，10月。

—歐洲央行(ECB)針對歐元區「家計單位的現金使用情形」進行調查<sup>7</sup>，研究結果顯示，不管是以交易筆數抑或金額而言，**現金都是最主要的支付工具**，占比分別高達79%及54%，且**金額愈小者付現的比率愈高**(圖2)。

圖2 歐元區主要支付工具的市場占比—依交易金額區分



資料來源：ECB

(3)現金的匿名性**可保障交易隱私**，惟近年部分國家為防制洗錢，陸續針對現金交易及出入境攜帶金額訂定上限。

(4)現金**有利民眾進行預算規劃**，可避免過度消費而背負債務。

<sup>7</sup> Currency News (2017), “ECB Study: Cash Remains Dominant Throughout the Eurozone,” *Currency News*, Volume 15, No.12, pp.6-7, Dec.; Henk Esselink and Lola Hernández (2017), “The Use of Cash by Households in the Euro Area,” *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 201, Nov.。該研究係於2015年11月至2016年7月期間，透過3次的線上調查、電訪及面談，向17個會員國中的6萬5千名受訪者收集的13萬筆交易資料進行分析。

## 2. 無現金社會的風險

(1)非現金支付有其侷限性，除須**仰賴電子化設備外**，亦可能對老年人、視障人士、難民，以及低識字民眾等**弱勢族群造成使用上的困難，進而擴大社會階層差異**<sup>8</sup>。

(2)**電子通訊設備一旦發生故障或電力中斷，非現金支付將面臨停擺**

—**南韓**第二大電信公司於本(2018)年 11 月 24 日發生火災，導致首爾發生大規模的手機通訊與網路功能癱瘓，**首爾市的 ATM、商店內的非現金支付系統停擺**，造成市內小型商家的業績少了 30%~50%；無法接受信用卡及轉帳卡(debit card)支付所造成的損失金額，高達 3,170 億韓元(約 2.8 億美元)<sup>9</sup>。

—瑞典電信設備公司 Ericsson 於本年 12 月 6 日設備軟體發生異常，造成**日本**第三大電信公司軟體銀行(SoftBank)及**英國**第二大電信公司 O2 的用戶**無法使用非現金支付**，電子票證上的 QR Code 條碼也無法辨識，**總共導致 11 國的民眾受到影響**。

—**日本北海道**於本年 9 月 6 日發生大地震而導致電力中斷，部分商店無法收受電子支付工具，造成**災民無法順利進行購物結帳**，家居生活受到影響。

(3)非現金支付若**遭駭客入侵，恐造成使用者資產被盜刷或竊取**，中國大陸曾有民眾因遺失手機，導致支付軟體的密碼被竄改而遭受損失；且使用者的消費資訊恐在不知情的情況下被洩漏，或遭惡意利用。

(4)若**非現金支付系統集中在少數幾家民營機構**，將有被**壟斷及面臨倒閉的風險**，不僅難以建立安全有效率的支付系統，亦可能導致**使用者利益遭到剝削**。

### (三)主要國家央行對現金支付的態度

面對無現金社會的議題，許多國家央行除**呼籲現金仍有存在的必要外**，亦透過**協議或立法來確保現金的地位**。此外，在通貨發行額逐年下降的瑞典，瑞典央行則展開**發行央行數位通貨(CBDC)的可行性研究**。

<sup>8</sup> McCart, Melissa (2018) “The Problem With Cashless Restaurants,” *Eater*, Feb. 15.

<sup>9</sup> Jung, Hae-myung (2018), “Telecom Firms Vow Collaboration in Emergency,” *The Korea Times*, Nov. 26.

## 1. 現金仍有存在的必要，透過協議或立法來確保現金的地位

### (1) 若干央行皆認為，現金應繼續正常運作<sup>10</sup>

- 芬蘭央行曾發新聞稿表明現金應繼續正常運作的立場。
- 瑞典央行總裁 Stefan Ingves 指出，現金服務是顧客對銀行的合理期望，應確保現金不會從瑞典消失<sup>11</sup>。
- 丹麥央行指出，雖然現金作為支付工具的使用情況將繼續減少，然而，丹麥並未邁向無現金社會，想要握持現金的丹麥人，未來依然擁有選擇現金的自由。
- 荷蘭央行全國支付論壇指出，即使消費者減少使用現金支付，現金支付仍須正常運作，以確保支付系統的可及性(accessibility)及穩定性。
- 中國人民銀行透過新聞稿指出，拒收現金的行為將損害人民幣的法定貨幣地位，讓消費者無法自由選擇支付方式；任何商家或個人若有拒收現金等違法行為，應限期改正，否則將予以查處。

### (2) 透過協議或立法，確保現金的地位

- 丹麥「支付服務暨電子貨幣法」(Payment Services and Electronic Money Act)第 56 條規定，配有雇員、接受電子支付工具的實體商店，不得拒收現金。但收受現金的義務，不適用於遠距交易，包括線上交易，以及沒有雇員的自助服務環境，例如沒有雇員的加油站。
- 挪威「金融契約暨金融轉讓法」(Act on Financial Contracts and Financial Assignments)第 38 條規定，在所有情況下，消費者有權以法定貨幣支付受款人。
- 瑞典雖無法律保障現金的地位，但瑞典央行日前敦促國會修法，確保現金不會自瑞典消失。
- 荷蘭央行現金部門主管 Coen Voormeulen 希望，銀行、零售商家與利益團體之間，能夠就現金支付達成協議，

<sup>10</sup> Scholten, Bram (2017), “Decline Management: the Case of Cash,” presented at Deutsche Bundesbank International Cash Conference in Mainau Island, Apr. 25-27.

<sup>11</sup> King, Rachael (2018), “Riksbank Says All Banks Should Be “Obligated” to Continue Cash Services,,” *Central Banking*, Oct. 22.

**讓現金普遍被接受**。否則，就須依循北歐國家的作法，**透過立法來確保現金支付的地位**<sup>12</sup>。

## 2. 瑞典央行因應未來的無現金化社會，已展開發行央行數位通貨的可行性研究<sup>13</sup>

(1) 隨著更多的消費者轉向使用電子支付，未來瑞典的實體鈔券，可能被邊緣化而難作為支付工具；目前瑞典數位支付市場高度集中於民間部門，**政府若無所作為，恐讓民間部門完全掌握支付市場，不利國家金融穩定安全**。

(2) 為確保支付系統的安全及效率，瑞典央行預計於明年啟動電子克朗(e-krona)的測試計畫(pilot project)，2021年後展開小規模試驗。瑞典央行強調，最終**若決定發行電子克朗**，亦不會取代現金，而是作為**現金的補充、增加整體支付系統的穩定性、競爭力與金融包容性**。

### (四) 本行對現金支付的立場

#### 1. 配合政府政策持續推動多元支付環境，惟現金支付仍不可或缺，本行將充分供應正常經濟活動所需

(1) 民眾如對非現金支付有需求，本行**樂見減少現金使用的發展**；惟只要社會大眾有**使用現金的需求**，本行就會**充分提供**維持經濟正常運作。

(2) 本行配合政府政策，持續**推動多元支付環境**，惟考慮**數位落差(digital divide)**問題，或**遭遇重大事件**導致通訊中斷時，**現金仍是重要的支付工具**。

(3) 在可預見的未來，**現金支付仍不可或缺**，商家亦不得拒收現金<sup>14</sup>。

#### 2. 為便利民眾日常生活所需，本行本於職責將充分供應各面額硬幣

(1) 本行持續推動硬幣再流通計畫，讓硬幣動起來！

<sup>12</sup> International News (2018), “DNB Is Worried about Declining Cash Usage,” *International News*, Oct. 29.

<sup>13</sup> Sveriges Riskbank (2018), “The Riksbank’s E-krona Project: Report 2” Sveriges Riskbank, Oct. 26.

<sup>14</sup> 楊金龍(2018)，「虛擬貨幣與數位經濟：央行在數位時代的角色」，出席國立政治大學「金融科技生態系」高峰論壇之演講詞，8月7日；中央銀行(2018)，「數位金流與虛擬通貨－央行在數位時代的角色」，9月27日央行理監事會後記者會參考資料，9月27日。

- 本行自 2014 年 7 月 11 日起，即推動「硬幣增值電子票證」計畫，持卡人在全台 4 大超商門市，只要充值滿 100 元以上，均可以硬幣辦理悠遊卡充值；台北捷運各站櫃台及部分自動售票機亦提供「悠遊卡硬幣充值服務」<sup>15</sup>。
- 上年 10 月本行擴大「硬幣再流通」計畫<sup>16</sup>，民眾可將家中閒置的硬幣整理出來，除持往金融機構存放外，亦可透過超商、捷運站自動充值機，或是義美、全聯、頂好等連鎖商店，儲值在悠遊卡、愛金卡、一卡通及有錢卡等電子票證中(表 1)；此外，其他如星巴克、丹堤、怡客、摩斯漢堡、麥當勞等商家，也接受消費者將硬幣充值於其所發行的儲值卡。

表 1 央行官網的硬幣充值資訊

電子票證	充值地點	金額
悠遊卡	台北及高雄捷運車站	不限金額
	四大超商(7-11、全家、萊爾富、OK)、義美	
	全聯、頂好超市	限 100 元的倍數
一卡通	台北及高雄捷運車站	不限金額
	四大超商(7-11、全家、萊爾富、OK)	
	全聯	限 100 元的倍數
happycash	台北及高雄捷運車站	不限金額
	全家、萊爾富、OK	
icash	台北及高雄捷運車站	不限金額
	7-11	

資料來源：央行官網(<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/8122011331971.pdf>)

<sup>15</sup> 中央銀行(2014)，「嚴副總裁於『悠遊卡零錢充值服務啟用記者會』中致詞」，中央銀行新聞稿，7月11日。

<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=44514&ctNode=784&mp=20>

<sup>16</sup> 中央銀行(2017)，「敬請各界繼續支持本行推動之硬幣再流通計畫」，中央銀行新聞稿，10月31日。

<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=62297&ctNode=784&mp=20>

(2)悠遊卡零錢加值服務，對民眾而言，有**善用家中窖藏貨幣**的誘因，而活化個人資金使用，並**有助於硬幣能持續在市面流通**；對超商而言，不必再到銀行提領硬幣，節省人力及時間，又可開發來店新客源；對本行而言，可**減少向國外採購原料、增加鑄幣等相關成本**，擲節國庫開支。「悠遊卡零錢加值服務」活動，正是「全民愛地球」的具體實踐，可謂一舉數得，利己利人。

(3)在本行持續推動硬幣再流通之下，截至本年 11 月底，台北大眾捷運公司累計各面額硬幣加值數量達 3.55 億枚，成效良好。

(4)近來，外界十分關心 10 元硬幣的發行情形，茲就本行明年 10 元硬幣的預算編列情形，再簡單說明如下<sup>17</sup>：

—本行每年均編列鑄幣預算，生產各面額硬幣供全民使用，以便利民眾交易，活絡經濟。明年生產 10 元硬幣的預算編列也是如此規劃。

—明年 10 元硬幣鑄造預算數 2.2 億枚係參考 2017 年實際 10 元新幣發出量 2.57 億枚，**本行近年積極推動閒置硬幣再活化計畫效果**，及**考量政府推動行動支付等因素預估編列**。本行將視明年市場實際需求等因素，彈性調整該年度實際發行量。

—本行**鑄造 10 元硬幣係供社會大眾使用**，而**提供民眾使用在投幣式機具的比重僅占全國各行業使用量的一部分而已**。

—目前**政府正積極推動電子支付及行動支付**，本行亦督導財金公司配合推動；但社會仍有使用現金的需要，特別是小額的交易，因此，**本行會持續提供現金，以滿足社會大眾的需求**。

---

<sup>17</sup>中央銀行(2018)，「有關本行 108 年度 10 元幣預算編列之說明」，中央銀行新聞稿，12 月 9 日。  
<https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=75862&ctNode=302&mp=1>

## (五)結論

1. 民眾使用非現金支付比重增加中，但**現金將消失的報導被過分誇大**，**現金支付仍扮演重要角色**。
2. **沒有現金存在的支付系統**，恐讓老年人、視障人士等**弱勢族群面臨困難**，進一步擴大社會階層差異；此外，**非現金支付面臨駭客入侵及系統故障的風險**，一旦遇到上述這些情況，**支付系統恐面臨停擺**，或發生**盜刷、竊取**等事件。
3. 鑑於現金在可預見的未來仍不可或缺，國際間若干央行皆認為，**應透過協議或立法來確保現金的地位**；此外，為因應無現金化社會的可能發展，**央行應對 CBDC 進行相關研究**，瑞典央行即是一例。
4. 雖然硬幣平均使用年限長，但由於鑄造成本較高，且大都被囤積在民眾家中，**本行將持續推動硬幣再流通計畫**，**鼓勵民眾將閒置硬幣於市面再流通**。
5. **本行配合政府政策持續推動多元支付環境**，**實現普惠金融的目標**；惟現金支付仍不可或缺，而**商家亦不得拒收現金**。

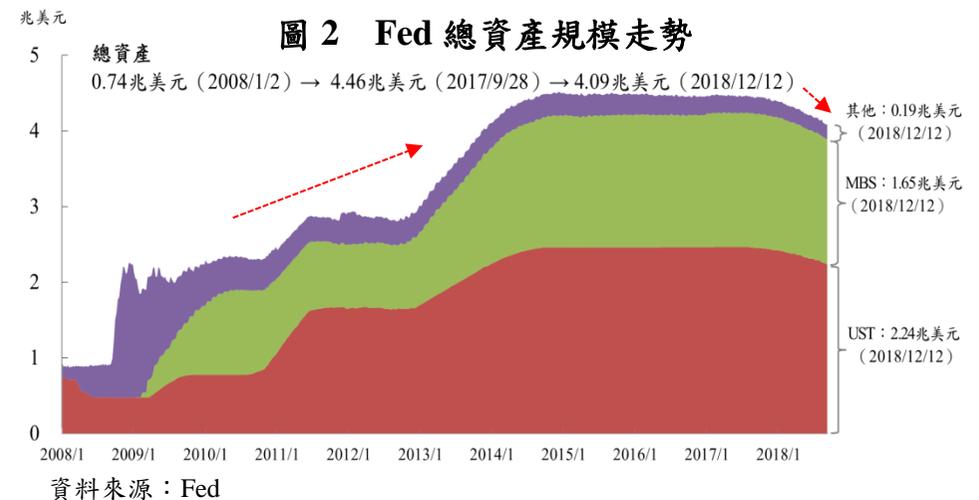
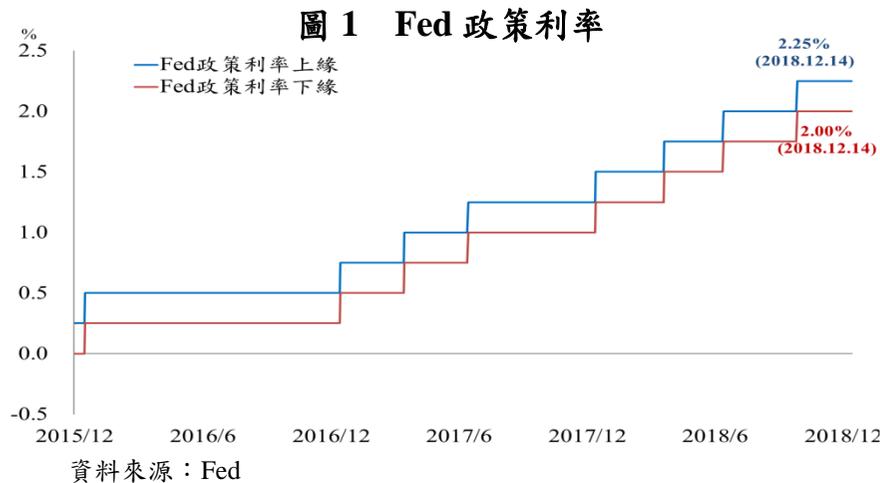
#### 四、本年以來外資匯出及壽險業海外投資增加之原因

上(2017)年以來，Fed 啟動縮表並加快升息步調，致美元資金報酬率升高，過去因其實施 QE 而流入他國的資金明顯回流美國。本(2018)年在美國經濟強勁、台股發放高現金股利，及近期台股受到全球股市修正等因素影響下，國內外資呈現淨匯出；另因國人理財多元化及資產配置全球化之需求與壽險公司資產負債期限錯配(maturity mismatch)，致壽險資金續增海外投資。

本文從美國貨幣政策正常化之現況切入，進而分析本年我國外資匯出較多與壽險資金持續增加國外投資之原因，最後說明匯率避險成本除反映兩貨幣間資金利率差異外，市場對外匯的供需情況亦是重要因素，供各界參考。

##### (一)2017 年 Fed 啟動縮表且升息頻率提高，美國貨幣政策加速正常化<sup>1</sup>

1. 隨著美國經濟復甦，且通膨逐漸回升至政策目標 2%，使 Fed 不僅於 2014 年 10 月底結束 QE，並於 2015 年 12 月啟動升息循環，迄今(2018/12/17)共升息 8 碼，政策利率目標區間由 0~0.25% 升至 2~2.25%(圖 1)。
2. 另該行於上年 10 月啟動縮表，使其資產負債表規模由高峰時約 4.46 兆美元縮減至目前(2018/12/12)約 4.09 兆美元，減少約 3,600 億美元(圖 2)。



<sup>1</sup> 根據 2014 年 9 月 Fed 官網指出，其貨幣政策正常化主要包含：(1)退出量化寬鬆(QE)政策(即逐步降低 Fed 持有債券部位)；(2)調高政策利率，以脫離零利率底限(Zero Lower Bound)。

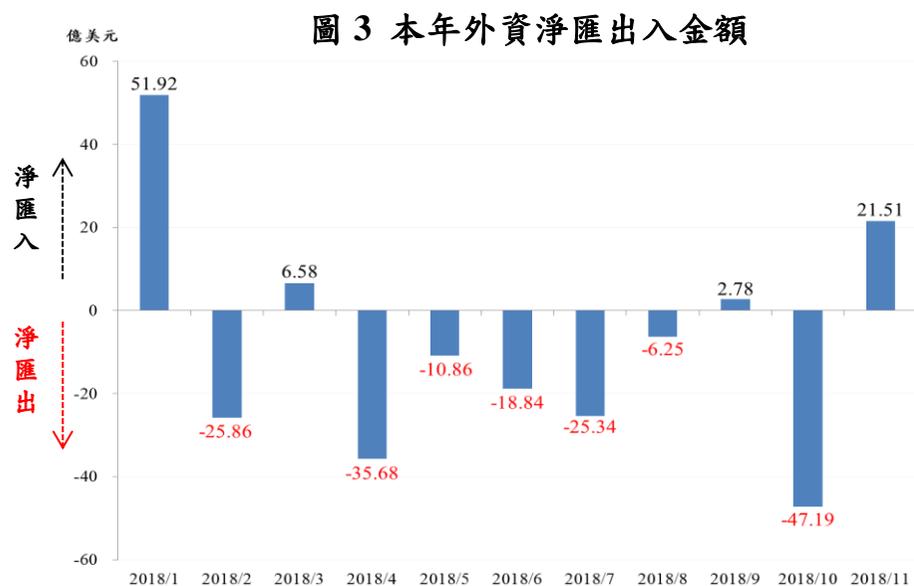
## (二)本年外資匯出較多與壽險業增加國外投資之原因不盡相同

據金管會統計，台灣本年 1~10 月外資淨匯出約 108.74 億美元，其中 10 月匯出金額較多(圖 3)；就壽險業從事國外投資部分，本年 1~10 月淨增加約 1.77 兆元新台幣(圖 4)。台灣本年外資淨匯出金額較高與壽險資金續增海外投資，兩者成因並不相同。

### 1. 本年外資匯出較多，主要受到美國經濟相對強勁、台股發放高現金股利與近期台股受到全球股市修正等因素所影響

#### (1)美國經濟相對強勁且美元被視為資金安全停泊港，吸引本年追求較高報酬與避險的國際資金

- 本年美國經濟表現較其他經濟體佳，且 Fed 持續進行貨幣政策正常化，推升美國公債殖利率，美元固定收益商品之收益率隨之上揚，吸引國外投資人增持該類商品。
- 由於本年美中貿易衝突等國際政經不確定性因素較多，促使投資人轉持美元資產，尋找資金安全停泊港。



資料來源：金管會

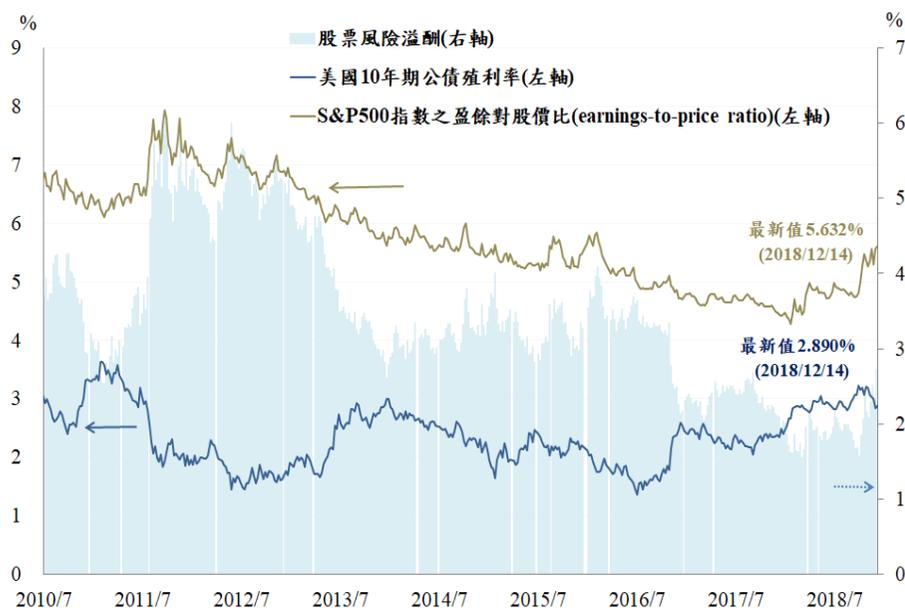


資料來源：金管會

## (2)近期美國公債殖利率上揚，致美股明顯回檔，引發全球股市修正，台股亦受波及

- 受到 Fed 持續進行貨幣政策正常化等因素影響，本年美國公債殖利率走升，造成估值偏高的美股，其**股票風險溢酬縮小**，以致美股自本年 10 月以來明顯回檔(圖 5)，引發全球股市修正，部分新興市場受到較大的衝擊。
- 全球股市下跌導致**外資賣超亞洲主要股市**，台灣面臨類似情況(圖 6)。
- 本年美國 10 年期公債殖利率曾高達 3.2% 以上，使得**台股現金殖利率與美國 10 年期公債利率差距縮小**(圖 7)，此亦降低台股對外資的吸引力。

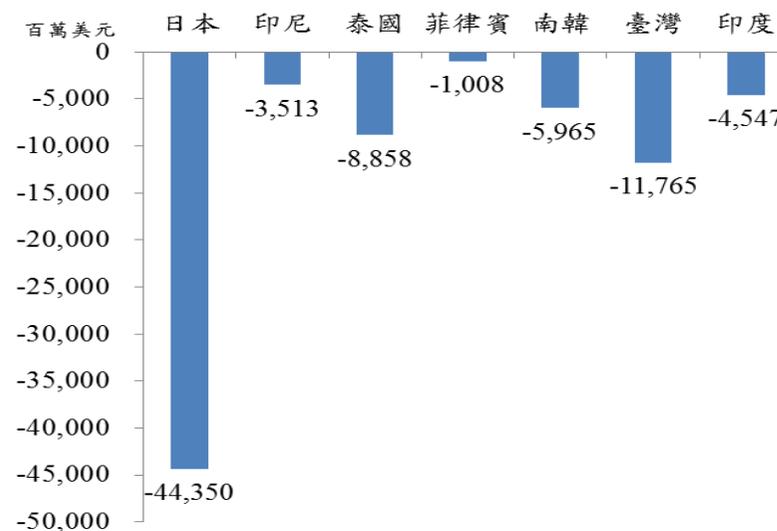
圖 5 S&P500 指數之股票風險溢酬\*



\*：美股自 2009 年 3 月以來累計漲幅已逾 300%，不但使盈餘對股價比(每股盈餘除以每股股價)走低，其股票風險溢酬(盈餘對股價比減去公債殖利率，不考慮資本利得)亦因該國公債殖利率走高而續跌。

資料來源：Bloomberg

圖 6 本年外資買賣超亞股\*  
(2018/1/1~2018/12/14)\*\*



\*：近 5 年外資分別累計淨買超台股 215.01 億美元及淨買超韓股 148.86 億美元

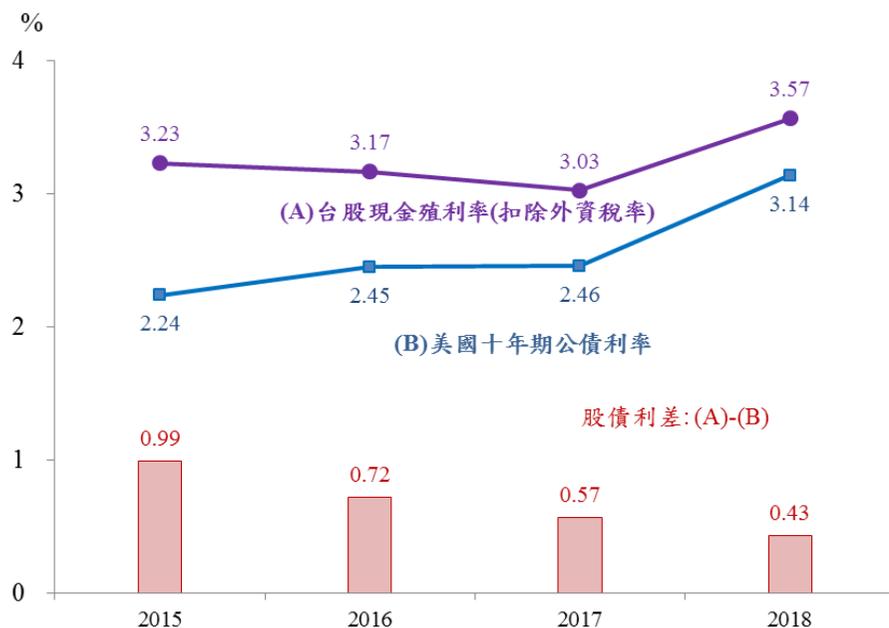
\*\*：日本及印度資料分別統計至 2018/12/7 及 2018/12/13。

資料來源：Bloomberg

### (3)台股發放高現金股利，致外資擴大匯出金額

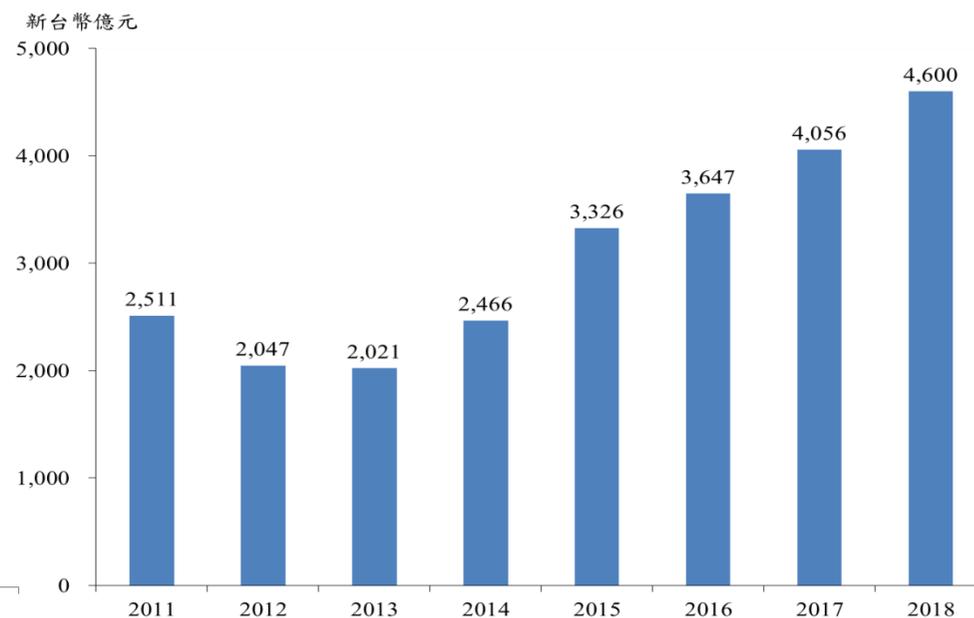
— 本年台股估計發放股利達**新台幣 1.44 兆元**，年增率約 11.8%，推估其中外資證券投資獲配現金股利約**新台幣 4,600 億元**，較上年增加，致外資在配發股利後的匯出金額亦隨之增加(圖 8)。

圖 7 台股現金殖利率與美國 10 年期公債利差\*



\*：台股現金股息外資稅率 2018 年之前為 20%，現在調升至 21%。  
資料來源：Bloomberg 及美國財政部，年底值，2018 年為 11 月 1 日資料。

圖 8 近年外資證券投資獲配現金股利金額(稅前)\*



\*：上述年度係指盈餘發放年度、非財報年度。2018 年數字為估計值。  
資料來源：中央銀行

## 2. 我國壽險資金持續增加國外投資，多反映國人理財多元化及資產配置全球化之需求與壽險公司資產負債期限錯配問題

### (1) 國人理財多元化及資產配置全球化之需求

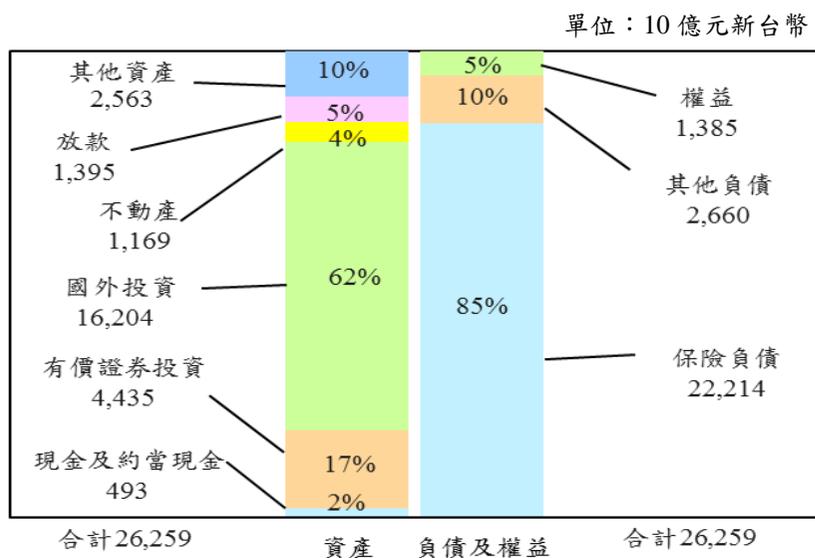
— 隨著國人財富持續增加，理財方式更加多元化，同時資產配置亦更趨全球化，如**近年國人增加購買期限較長及具節稅效果之各式保單(含外幣保單)**，以致近年壽險公司保費收入不斷增加，因而必須運用部分資金投資海外金融商品。

### (2) 壽險公司資產負債期限錯配問題

— 以 2017 年為例，壽險業負債面的保險負債**平均存續期間約 20 至 25 年**，而資產面的投資**平均存續期間約 8 至 10 年**(圖 9)。

— 受上述影響，壽險業對長期投資需求大，惟國內公債發行規模小，且平均剩餘年限不及 10 年，無法因應其投資所需，**造成壽險業大幅增加國外投資**，2018 年 10 月底已達約 **16 兆元新台幣**。

圖 9 我國壽險業資產負債結構\*



\*：資料基準日 2017 年底。

資料來源：中央銀行

### (三)匯率避險成本除反映兩貨幣間利率差異外，市場對外匯的供需情況亦是重要因素

由於本年 Fed 持續進行縮表並加快升息速度，致美元利率相對其他貨幣明顯上揚，另國際政經不確定性亦提高市場對美元需求，使其資金成本上升；前述兩者綜合效果導致主要貨幣對美元避險成本攀高。儘管本年壽險業匯率避險成本增加，惟其獲利仍優於上年。展望未來，壽險業新增保費收入與到期再投資資金，將可投入較高利率產品，有助提升壽險業投資收益率。

#### 1. 本年美元利率上揚，致主要貨幣對美元避險成本同步走高，加以金融市場動盪，進一步推升匯率避險成本

(1)美國景氣持續復甦且接近充分就業，促使 Fed 加速推動貨幣政策正常化，帶動美國利率走升，導致新台幣匯率避險成本提高，歐元與日圓等主要貨幣亦面臨相同情形，且其避險成本甚至高於新台幣。

(2)上述避險成本攀升，亦反映本年國際政經局勢面臨高度不確定性(如美中貿易衝突、英國脫歐僵局、義大利預算問題、部分新興市場國家金融混亂等)，引發市場對美元需求增加，導致其資金成本上揚。

一以近期日圓對美元避險成本為例，美日兩國利差所反映之理論成本為 2.5%(年化)，惟日本投資人大量投資美元固定收益商品，對匯率避險需求大，致使實際成本較理論成本多 0.64 個百分點，達 3.14%(圖 10)。

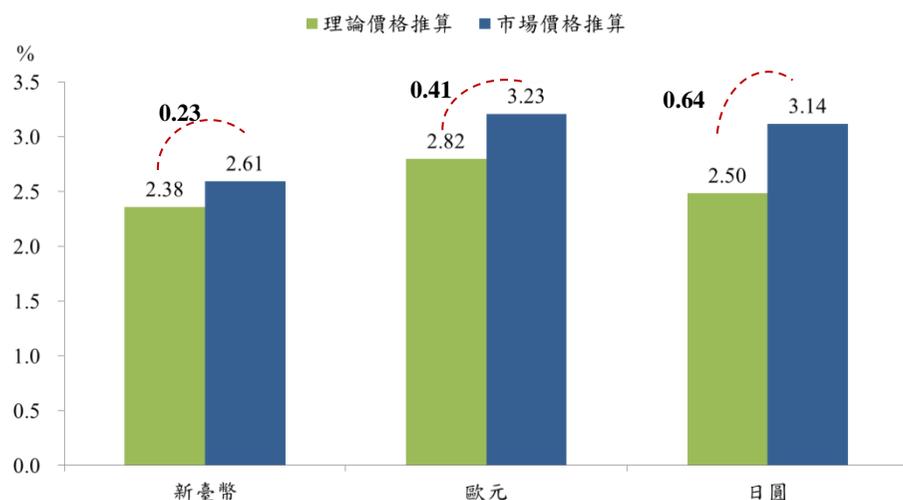
#### 2. 壽險業為穩健經營，其海外投資通常會有一定比率進行匯率避險，惟即使本年相關避險成本增加，其獲利仍優於上年

(1)壽險業進行海外投資，為避免匯率變動造成其淨值過度波動，通常會有一定比率進行匯率避險，而隨著近年我國壽險業國外投資規模成長，且避險成本提高，整體匯率避險支出隨之增加。

(2)目前美元利率走高，隨著壽險公司新保費收入與到期再投資資金，逐步投入較高利率產品，將有助提升壽險業投資收益率。

(3)本年以來，新台幣匯率避險成本雖上揚，惟根據金管會資料顯示，在證券投資收益增加與會計原則變動下，壽險業本年前 10 月累計稅前淨利為新台幣 1,174 億元(圖 11)，仍較去年同期增加 4.7%。

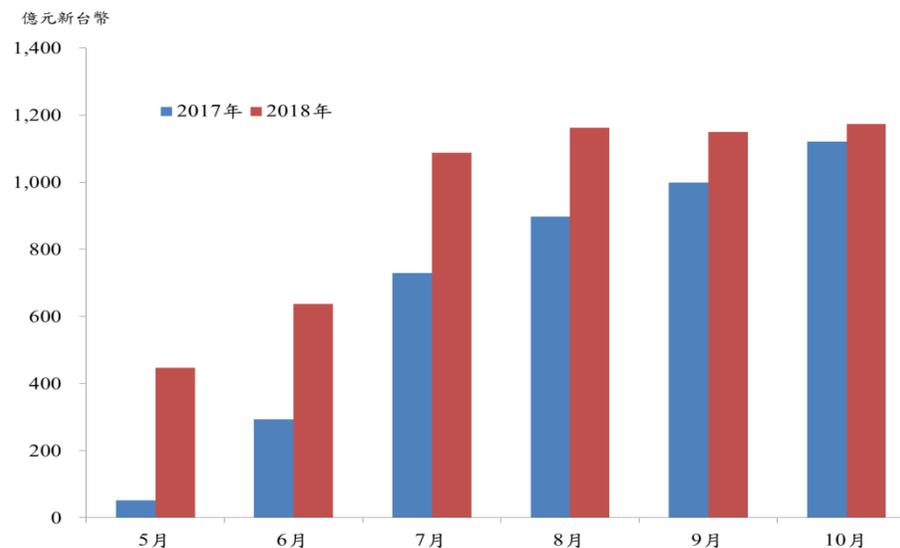
圖 10 新台幣、歐元與日圓對美元之避險成本\*



\*：此處避險成本係以 3 個月期換匯點計算其年化成本，理論價格僅反映兩貨幣間利差，故其與市場價格之差距可視為市場對外匯供需情形。

資料來源：Bloomberg (此係採用 2018 年 9 月 27 日之資料)

圖 11 近兩年我國壽險業累計稅前利益



資料來源：金管會

#### (四) 結論

部分媒體報導，本年外資明顯匯出台灣與國內壽險資金持續增加海外投資，是台美利差擴大所致，事實上，造成兩者資金移動的原因並不盡相同。本年外資匯出金額較大，主要反映美國經濟持續強勁、台股發放高額現金股利與台股受到全球股市修正等因素。另我國壽險業資金增加國外投資，則多反映我國民眾理財多元化及金融資產配置全球化之需求，與壽險業資產負債長期存在期限錯配的問題。

匯率避險成本除反映兩貨幣間利率差異因素外，市場對外匯供需消長亦是重要因素。本年美元利率上揚與美元需求增加，均導致主要貨幣對美元避險成本同步走高。影響所及，壽險業匯率避險成本提高，惟其本年獲利仍優於去年，且隨著壽險業新保費收入與到期再投資資金，將投入較高利率的金融產品，有助提升壽險業投資收益率。

## 五、川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響

長久以來，美國被視為全球貿易自由化的重要推手，惟自 2017 年 1 月川普總統上任後，為落實「**美國優先**」(America First)與「**使美國再次偉大**」(Make America Great Again)的競選口號，除積極要求貿易對手國縮減對美貿易出超外，亦**大幅修正以往美國對外經貿的政策方向**(詳見附件 1「2017~2018 年美國重大貿易政策與他國回應」)，且誓言鞏固美國在世界政經強權地位。川普總統秉持「**保護將會帶來偉大的繁榮和力量**」(Protection will lead to great prosperity and strength)之信念，採行各項保護美國產業措施，阻擋他國藉由不公平手段拓展經濟版圖。

本文從川普總統調整美國對外經貿政策之緣由切入，進而分析其策略邏輯與作法，最後扼要探討美國新經貿政策對全球產業與經濟之可能影響，供各界參考。

### (一) 川普總統就任後，大幅調整美國對外經貿政策之緣由

川普政府重塑美國對外經貿政策，主要基於**該國商品貿易持續呈現鉅額入超**，不利美國經濟長期發展，且在當前多邊貿易協定架構下，**有損美國談判優勢**，而全球化進程僅讓特定族群受惠，**導致美國「鐵鏽帶」<sup>1</sup>形成**，加上中國大陸崛起被美國視為是倚靠**不公平的貿易措施與產業政策**，才得以在國際政經上抗衡美國。

#### 1. 美國商品貿易長期呈現入超，引發部分國內人士擔憂美國民眾過度借貸與製造業空洞化

(1) 川普政府認為，長久以來，美國商品貿易持續入超(圖 1)，而**簽署多邊貿易協定亦未能改善此現象**，且**美國企業紛紛至國外投資**，故歸咎主因為**其他國家(如中國大陸)未遵守國際貿易公平規範**，及其以政府力量扶持產業發展。

---

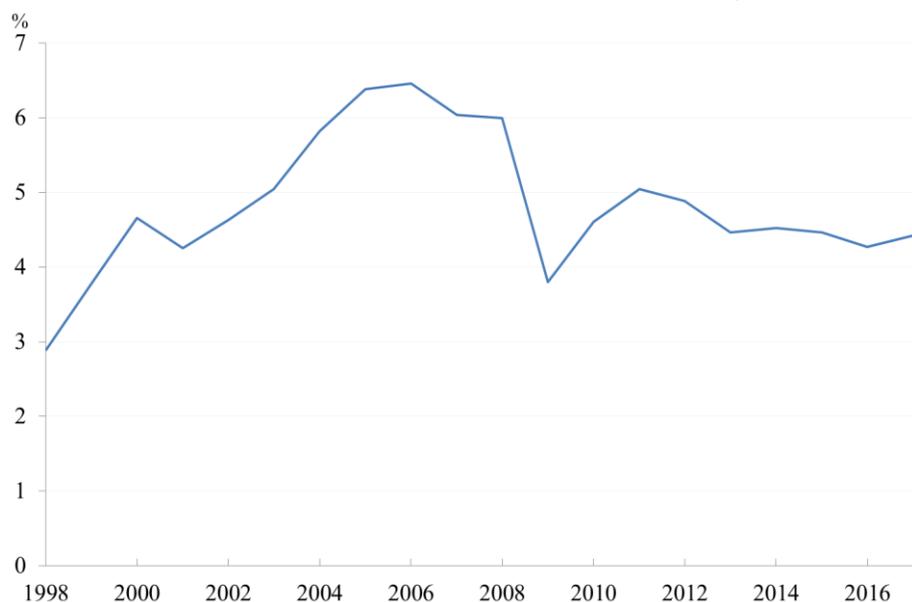
<sup>1</sup> 係指美國傳統工業重鎮，如今因工廠搬遷、工作機會外移，已由過去經濟重鎮的「鋼鐵帶(Steel Belt)」轉變為充滿藍領階級的「鐵鏽帶(Rust Belt)」。其涵蓋範圍為美國東部的**紐約州、賓州**，至**西維吉尼亞州**，再延伸至五大湖區的**俄亥俄州、印第安納州、密西根州、伊利諾州到威斯康辛州**等共 8 州。

—多位知名經濟學家則指出<sup>2</sup>，**美元作為國際主要貨幣**，享有過度的特權，欲解決美國龐大的商品貿易入超問題(圖 1)，其**根本之道在於減少消費及增加儲蓄**。

(2)惟川普政府卻認為，解決美國商品貿易入超與國內產業空洞化等問題的方式，是**迫使對美貿易出超國增購美國商品**(圖 2)，**打破既有全球產業供應鏈，推動製造業回流美國**。

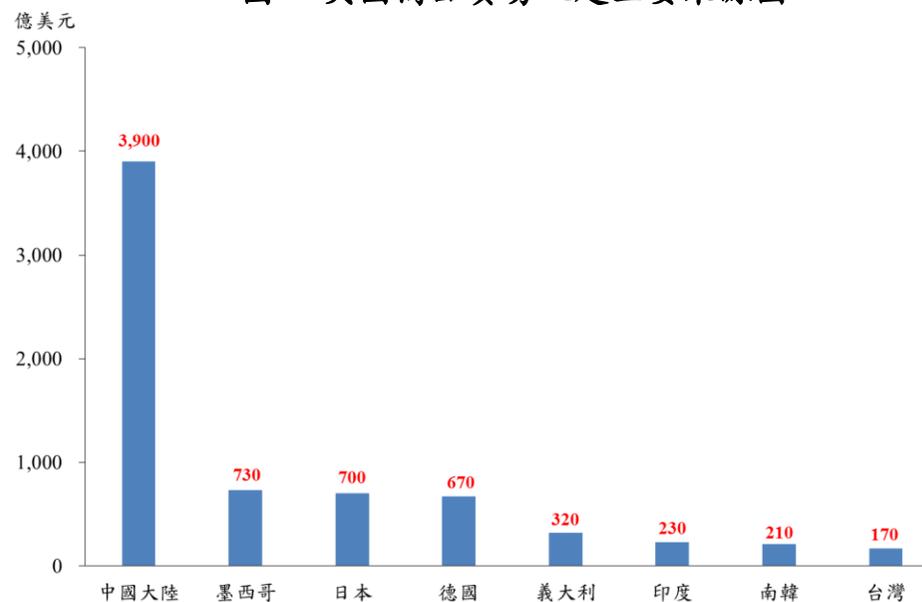
—對此，美國將中國大陸列為首要目標，美方反制中方作法類似 1980 年代美國「**痛擊日本**」(Japan-bashing)思維<sup>3</sup>，以改善美國對其貿易入超。

圖 1 美國商品貿易入超對 GDP 比率



資料來源：IMF

圖 2 美國商品貿易入超主要來源國\*



\*：統計期間為 2017 年 7 月至 2018 年 6 月

資料來源：2018 年 10 月美國財政部匯率政策報告

<sup>2</sup> Stiglitz, Joseph E.(2018), “The US is at Risk of Losing a Trade War with China,” *Project Syndicate*, Jul.30; Roach, Stephen (2017), “Donald Trump Is Suffering from Trade Deficit Disorder,” *Financial Times*, Mar. 7.

<sup>3</sup> 例如，1985 年 9 月 22 日美國、日本、英國、法國及西德簽署「廣場協議」(Plaza Accord)，迫使日圓對美元大幅升值，以改善美國對日本商品貿易入超的情形。

## 2. 近年國際間所倡議的多邊貿易協議架構，弱化美國位居全球最大消費國的談判優勢<sup>4</sup>

- (1) 川普執政團隊指出，為確保美國勞工與企業獲得公平待遇與最佳利益，**雙邊貿易談判是最佳手段。多邊貿易協議架構會弱化美國的談判能力，且該類協議較容易受到其他國家要求的影響，使得美國被迫妥協。**
- (2) 川普總統認為，身為全球最大消費經濟體的美國，可**利用關稅手段**，將他國帶往**一對一的雙邊貿易談判桌**，其有自信能以雙邊談判迫使貿易夥伴大幅讓步，且其他經濟體無法趁機進行擴大與整合，排擠美國。
- (3) 外界指出，川普執政團隊欲擁有最大談判空間來保護汽車、鋼鐵等關鍵產業，而**雙邊貿易談判比多邊談判方式更能達到保護特定產業的目標。**

---

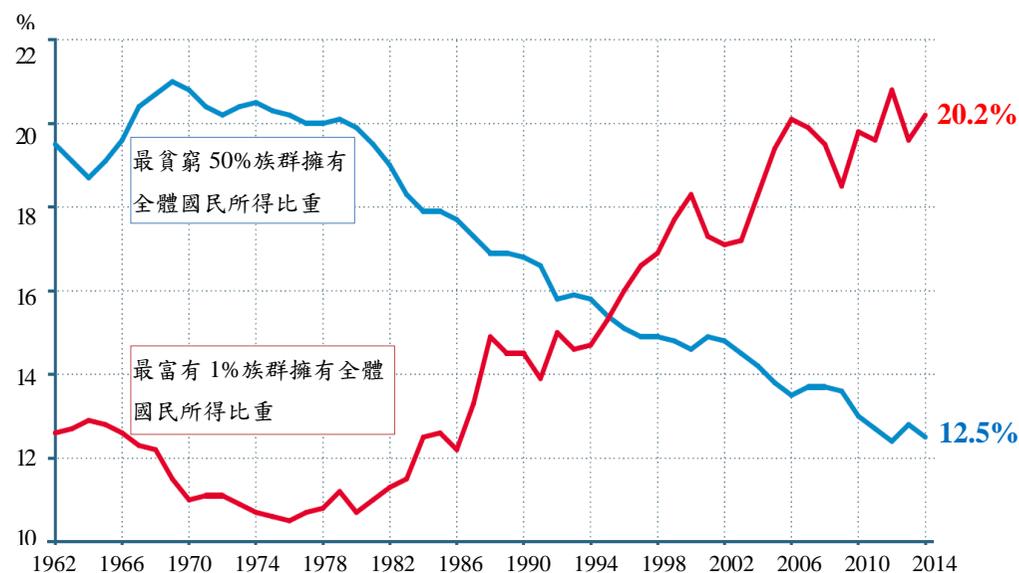
<sup>4</sup> Mauldin, William (2017), “Trump’s Big Gamble: Luring Countries Into One-on-One Trade Deals,” *The Wall Street Journal*, Jan. 27; Varas, Jacqueline (2017), “Assessing Bilateral And Multilateral Trade Agreements,” Feb. 14; Kaczynski, Andrew (2018), “White House Press Secretary Sean Spicer was once an Advocate for NAFTA,” Apr. 27.

### 3. 全球化浪潮加劇美國所得分配不均，川普總統保護主義政見吸引「鐵鏽帶」選民

(1) 近期研究報告指出<sup>5</sup>，在所有先進國家中，美國貧富差距現象最為嚴重，2014年美國最富有1%族群擁有全體國民所得的20.2%，遠高於最貧窮50%族群的12.5%(圖3)，且差距持續擴大。該報告指出，造成近年所得分配不均惡化之原因包含全球化、科技進步、及各國的經濟政策與社會制度等因素。

(2) 對於全球化導致美國貧富差距惡化現象，川普總統在競選時即鼓吹貿易保護政策<sup>6</sup>，此舉有效吸引「鐵鏽帶」龐大的藍領階級選民，最後協助川普總統入主白宮。

圖3 美國最富有1%及最貧窮50%族群擁有全體國民所得比重



資料來源：World Inequality Lab

<sup>5</sup> Blanchet, Thomas et al. (2018), "World Inequality Report 2018," World Inequality Lab.

<sup>6</sup> 貿易保護政策包括，重談北美自由貿易協定(NAFTA)，或退出協定；宣布退出跨太平洋夥伴協定(TPP)；指示財政部將中國大陸列為匯率操縱國；指示商務部和美國貿易代表署，蒐集會衝擊美國工人的不公平貿易措施，並援引國內及國際法予以立即終止；透過設立關稅，阻止企業為了解雇美國工人，將總部遷至海外，再將產品運回美國。

#### 4. 川普政府抨擊中國大陸的崛起是建立在不公平的貿易措施與產業政策，且日漸威脅美國的強權地位

(1) 川普總統認為，中國大陸長期透過**不公平的貿易手段**，大幅增加該國商品出口(圖 4)，**奪取美國出口市場**。

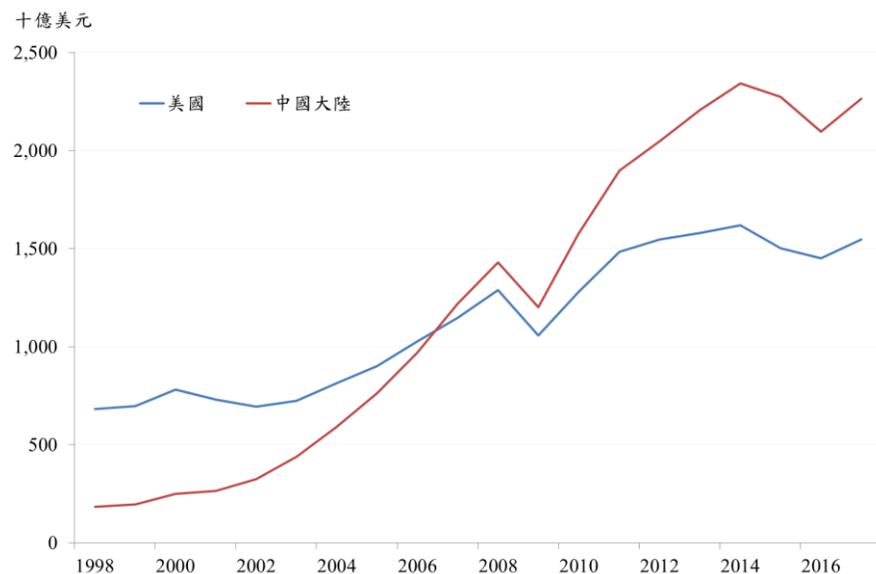
— 美方批評中方的不公平貿易手段包括：**刻意引導人民幣貶值**，使中國大陸出口品具價格競爭力；**阻礙外國商品進入中國大陸市場**，如高進口關稅與限制對進口品需求；**補貼中國大陸出口企業**，含出口退稅等措施。

(2) 川普政府亦無法接受中國大陸以**國家資本主義制定產業發展政策**，使其**經濟實力快速追趕美國**(圖 5)。

— 美方點名中方的侵略性產業政策包括：**強迫技術移轉**、**竊取智慧財產權**、**限制外資進入中國大陸市場**、**不尊重國際規範**、**補貼「中國製造 2025」相關產業**等。

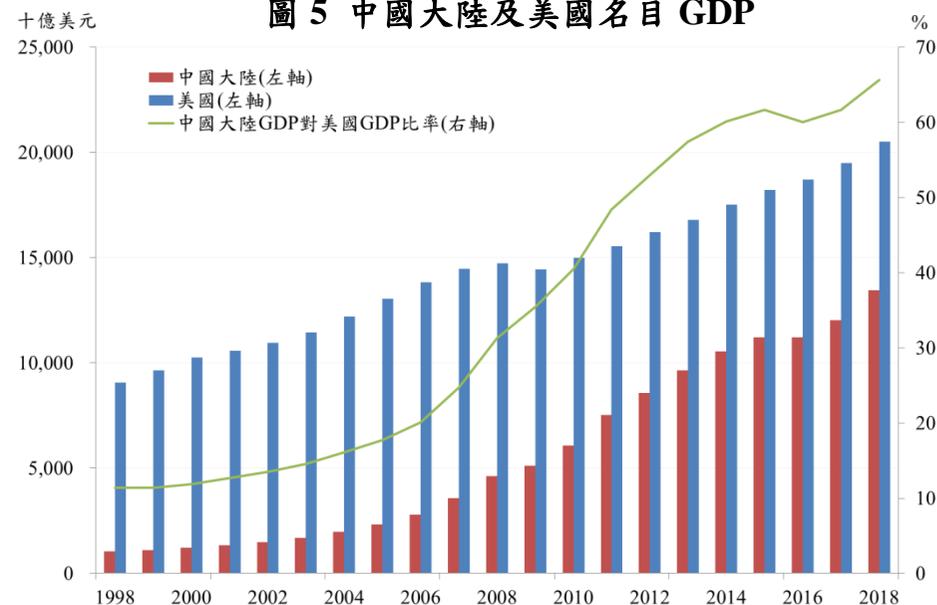
(3) 另 2014 年中國大陸提出「**一帶一路**」倡議，拉攏數十國參與，主張強化參與國間的基礎建設、貿易與投資連結，**企圖改變以美國為首的全球政經運作規則**，川普政府則提出「**印太戰略**」加以抗衡。

圖 4 中國大陸及美國商品出口貿易金額



資料來源：WTO

圖 5 中國大陸及美國名目 GDP



資料來源：IMF

## (二)現階段川普政府對外經貿談判之策略分析

川普總統不滿既有貿易協定損害美國利益，上任後旋即**退出多邊貿易架構的跨太平洋夥伴協定(TPP)**，改以**雙邊談判方式**與南韓、墨西哥及加拿大重新協商原有貿易協定。此外，美國另以**國家安全或保護智慧財產權為由**，對進口商品加徵關稅、制訂更嚴格的法規，以保障本國產業利益；其同時**指責 WTO 解決貿易爭端的功能已失靈**。另川普政府透過**美國財政部匯率政策報告**，及未來擬在新的貿易協定附帶**匯率條款與非市場經濟國家條款**，防堵中國大陸現行的經濟發展模式，以鞏固美方在全球經濟及科技的領導地位。

### 1. 退出多邊談判架構，改採雙邊協商方式，迫使個別貿易對手國與美國重新談判，使美國取得更佳的談判條件

— 川普總統上台後，隨即退出多邊貿易談判，並迫使南韓、墨西哥與加拿大先後與美方簽署新版貿易協定(表 1)；影響所及，原與美方意見存在較大分歧的歐盟、日本也對美方適度讓步，間接使得中國大陸面臨來自美國更大壓力。

表 1 川普政府迫使韓、墨、加、歐等重談貿易協定<sup>7</sup>

貿易協定	談判手段
<b>KORUS FTA</b> (美韓自由貿易協定)	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 川普總統以給予南韓鋼鋁關稅的永久豁免權為誘因，要求其重談貿易協定。</li> <li>— 川普總統指出，KORUS FTA 是歷史里程碑，過去數十年來美國政府欲修訂貿易協定只是紙上談兵，而我們是第 1 個付諸實現的政府。</li> </ul>
<b>USMCA</b> (美墨加貿易協定)	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 退出 NAFTA，且以給予加、墨兩國鋼鋁關稅豁免權為由，要求重談貿易協定。</li> <li>— 美方先向對美依賴較深的墨西哥著手，先達成雙邊協議後轉而施壓加拿大，從而突破僵局，在預定時間內達成 3 方協議，且於本年 11 月 30 日正式簽署。</li> </ul>
<b>TTIP(跨大西洋貿易及投資夥伴協議)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 透過威脅調高歐洲汽車進口關稅，要求歐盟限制鋼鋁出口數量，以換取該類商品永久關稅豁免等方式。</li> <li>— 本年 7 月 25 日，歐盟委員會主席 Jean-Claude Juncker 與川普總統達成協議，雙方將共同努力降低關稅與解決貿易爭端，使 TTIP 重啟談判露出曙光，另藉此拉攏歐洲以制約中國大陸。</li> </ul>

<sup>7</sup> The White House (2018), "Remarks by President Trump and President Moon of the Republic of Korea at U.S.-Korea Free Trade Agreement Signing Ceremony," Sep. 24; The White House (2018), "Remarks by President Trump and President Juncker of the European Commission in Joint Press Statements," Jul. 25。

2. 以國家安全或保護智慧財產權為由，除對進口商品加徵關稅外，亦禁止高科技產品出口及外人投資美國重要產業，以維護本國產業地位

(1) 透過 201、232 與 301 等條款對進口商品加徵關稅

— 自美國總統川普上任後，多次直接動用**無須經國會同意**的相關**貿易防衛條款**，以關稅與非關稅等制裁措施打擊貿易對手國，進而取得重新談判機會(表 2)。

表 2 川普總統迄今就貿易爭端所援引之主要法律

法源	條款主要目的	川普政府的施行日期與內容
《1974 年貿易法》 201 條款	特定商品進口數量激增，威脅或損害美國國內產業時，可對該產品採行防衛措施。	— 本年 1 月 22 日，針對 <b>太陽能面板與洗衣機課徵防衛性關稅</b> (safeguard tariffs)。
《1962 年貿易擴張法》 232 條款	美國政府可就特定產品之進口是否影響美國國家安全，進行調查與認定。倘認定對美國國家安全造成威脅，總統具有對該產品進口採取調整措施之裁量權，可能採取之措施包括提高關稅、設定配額或採取其他非貿易措施。	— 本年 3 月 1 日宣布，針對 <b>進口鋼鐵與鋁製品分別加徵 25% 與 10% 關稅</b> 稅率，並於 3 月 23 日開始生效。 — 本年 5 月 23 日，對進口汽車零組件啟動調查。
《1974 年貿易法》 301 條款	美國政府在貿易夥伴採取不公平貿易行為時，可實施報復措施，且總統有權簽署行政命令決定因應措施，責成美國貿易代表署，對貿易對手國課徵關稅或採行限制措施等。	— 本年 4 月 3 日與 9 月 17 日分別公布對 <b>500 億美元與 2,000 億美元</b> 中國大陸進口商品加徵 25% 與 10% 關稅清單；其中， <b>2,000 億美元</b> 進口商品關稅稅率將視談判結果，於明年 3 月 1 日考慮是否提高至 25%。 — 另考慮對 2,670 億美元中國大陸進口商品加徵關稅。

## (2) 制訂更嚴格的規範，以防範美國高端科技外流並圍堵「中國製造 2025」

— 美國對於中國大陸透過「中國製造 2025」補貼企業、強迫外商技術移轉，並指控其竊取他國高端技術等行為，除**啟動 301 條款提高關稅**外，亦頻頻**祭出相關防堵措施**(表 3)。

表 3 本年以來川普政府對中方高科技發展之反制措施

反制措施	事件內容 <sup>8</sup>
發布示警報告	— 本年 11 月， <b>美中經濟與安全審查委員會</b> (US-China Economic and Security Review Commission, <b>USCC</b> ) 向美國國會提交年度報告，建議國會應要求相關部會留意 <b>中國大陸製造商與服務供應商在美國 5G 發展上所存在的國安問題</b> 。
打擊中方重點企業	— 本年 4 月 16 日與 10 月 31 日，美國商務部分別對中國大陸通訊設備製造商 <b>中興通訊</b> ，以及半導體廠商 <b>福建晉華</b> 發布 <b>禁售令</b> ，禁止美國企業銷售其關鍵零組件。 — 本年 7 月 13 日，中興通訊與美國政府達成和解，繳交 10 億美元罰款與 4 億美元託管保證金，暫獲解禁。 — 本年 12 月 1 日，加拿大應美國要求逮捕 <b>華為</b> 財務長孟晚舟，指控華為違反美方對伊朗的出口管制 <sup>9</sup> 。
要求政府機關禁止採購資安疑慮產品	— 本年 8 月 13 日，經川普總統簽署的美國 2019 財政年度「 <b>國防授權法</b> 」(National Defense Authorization Act, <b>NDAA</b> )， <b>明確禁止美國政府採購中興及華為等中國大陸企業所生產的科技產品</b> 。
管制關鍵技術與產品出口	— 美國商務部計畫於近期提案， <b>管制影響美國國家安全的高科技產品或技術</b> (如人工智慧或機器人等) <b>之出口</b> ，以保護美國在相關領域的領先優勢。
尋求其他國家組成抵制中方聯盟	— 美國政府正遊說日本、德國等重要盟國，減少使用中國大陸公司(如:華為)生產的科技產品，目前 <b>日本、澳洲及紐西蘭</b> 已禁止使用華為公司的 5G 相關設備 <sup>10</sup> 。

<sup>8</sup> 彙整自各媒體及參考 U.S.-China Economic and Security Review Commission (2018), “2018 Report to Congress,” Nov. 14。

<sup>9</sup> Wingrove, Josh et al.(2018), “China Outraged at Canada’s Arrest of Huawei CFO on U.S. Request,” *Bloomberg*, Dec. 6.

<sup>10</sup> Lucas, Louise and Kynge, James (2018), “Huawei Continues Global Push Despite Setbacks in West,” *Financial Times*, Dec.16.

### 3. 抨擊 WTO 的貿易爭端解決機制，打破 G20 反對貿易保護主義的長久立場

- (1) 本年 11 月 21 日美方代表於 WTO 會議中**指責中國大陸利用 WTO 推行非市場化政策**，扭曲全球貿易，並導致大量產能過剩；前述會議同意針對有關**美國加徵鋼鋁關稅、各國報復性關稅舉措及智財權保護**等投訴展開調查，並成立爭端解決機構調查小組(表 4)。
- (2) 為強化 WTO 貿易爭端解決機制，本年 11 月 26 日歐盟及其他 11 個 WTO 會員國發布聯合聲明，提出補救貿易爭端解決機制的相關改革措施<sup>11</sup>；另本年 12 月 1 日 **G20 峰會**聯合聲明亦**支持改善 WTO 功能**的相關改革<sup>12</sup>。
- (3) 本年 12 月 1 日 G20 會議公報**未明確提及反對貿易保護主義的承諾**，改採較溫和用詞來確保公平貿易，此顯示自全球金融危機以來，G20 會員國堅定反對貿易保護主義的立場似有所鬆動<sup>13</sup>。

表 4 WTO 爭端解決機構調查小組

投訴議題	投訴國	被投訴國	小組數
美國加徵鋼鋁關稅	歐盟、中國大陸、加拿大、墨西哥、挪威、俄羅斯、土耳其	美國	7
各國對美國採報復性關稅	美國	中國大陸、加拿大、墨西哥*、歐盟*	3*
智財權保護	美國	中國大陸	1

\*：歐盟與墨西哥由同一組處理。

資料來源：WTO

<sup>11</sup> 此處 11 個 WTO 會員國為澳洲、加拿大、中國大陸、愛爾蘭、印度、南韓、墨西哥、紐西蘭、挪威、新加坡以及瑞士。相關改革包含：(1)為即將離任的上訴機構成員制定新規，使其可以繼續完成正在進行中的上訴程序；(2)除非涉及爭端的各方同意，否則應按照 WTO 規則，確保申訴程序須在 90 天內完成；(3)釐清可上訴的法律問題不包括國內法規；(4)上訴機構僅須解決必要的爭議；(5)加強上訴機構獨立性、公正性和提高效率，包括上訴機構之成員任期延長為 6 至 8 年，全職成員人數由 7 人增加至 9 人；當有上訴機構成員即將離任，遞補新成員的遴選過程將自動啟動(參見 European Commission(2018), “WTO Reform: EU Proposes Way Forward on the Functioning of the Appellate Body,” *Press release*, Nov.26)。

<sup>12</sup> G20(2018), “G20 Leaders’ Declaration Building Consensus for Fair and Sustainable Development,” Dec.1.

<sup>13</sup> Politi, James, Benedict Mander and Andres Schipani (2018), “Divided G20 Vows to Overhaul Global Trade,” *The Financial Times*, Dec. 2.

#### 4. 透過美國財政部半年度匯率報告影響主要貿易對手國匯率與外貿政策

— 本年 10 月美方匯率報告將**中國大陸對美鉅額商品貿易順差**與**人民幣貶值**列為關注焦點，同時建議經常帳順差國應致力降低該國經常帳順差(表 5)。

表 5 美方藉由本年 10 月匯率報告向中國大陸等主要貿易對手國提出示警

報告重點	內容
抨擊中國大陸外貿與匯率政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 美方批評中國大陸長期刻意壓低人民幣匯率，且採取<b>不公平與非互惠</b>的貿易手段，以利該國擴大貿易順差。</li> <li>— 對近期人民幣貶值表達嚴重關切，強調將<b>密切觀察未來 6 個月人民幣走勢</b>。</li> </ul>
擬加強匯率操縱審查力道	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 美方將密切觀察中國大陸等主要貿易對手國是否進行「<b>僅阻升不阻貶</b>」的<b>不對稱干預</b>。</li> <li>— 因中國大陸目前僅符合 1 項檢視標準，美方<b>似有意擴大</b>研判貿易對手國是否操縱匯率的<b>觀察指標</b>。</li> </ul>

#### 5. 在重新簽署的貿易協定中，新增匯率條款與非市場經濟國家條款，圍堵中國大陸等國家

— 近年**匯率議題**已成為美國對外貿易談判的重點之一，至於**非市場經濟國家條款**則賦予美國事前審查貿易對手國洽簽其他貿易協定之權力，兩者皆被視為圍堵中國大陸的利器(表 6)。

表 6 美國新貿易協定擬納入匯率條款與非市場經濟國家條款

擬新增條款	說明
匯率條款	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 先前 TPP 談判時即以<b>共同聲明方式</b>要求各國實質匯率水準反映該國經濟基本面，並<b>揭露外匯干預資訊</b>。</li> <li>— 新版 KORUS FTA 以<b>備忘錄</b>形式，要求避免匯率競貶並維持匯率變動的透明度。</li> <li>— USMCA <b>文本</b>納入「<b>禁止競爭性匯率貶值</b>，以取得不公平競爭優勢，與持續遵循相關資訊透明度」條款；本年 10 月美國匯率報告提及，<b>美方考慮將類似作法運用在未來貿易談判上</b>。</li> </ul>
非市場經濟國家條款	<ul style="list-style-type: none"> <li>— USMCA 中的非市場經濟國家條款賦予美國在加、墨兩國與非市場經濟國家談判貿易協定時，擁有<b>事前審查</b>貿易協定內容，<b>及可因此主張退出 USMCA 的權力</b>。</li> <li>— 美方亦表示，未來與他國協商貿易協定時將比照辦理，此被外界解讀為美方貿易夥伴須在美中之間選邊站。</li> </ul>

### (三)美國新經貿政策對全球產業與經濟之影響

川普政府以「**購買美國商品、僱用美國人**」(Buy American and Hire American)之口號，持續推動**製造業回流**美國，並點名電子業及汽車業(如蘋果電腦、通用汽車)等知名大廠應響應其新政策<sup>14</sup>。惟電子、汽車等國際企業擔憂，長期建立的**全球供應鏈恐將重組**，另主要國際機構則指出，**近期美中貿易衝突已對全球經濟造成負面影響**。

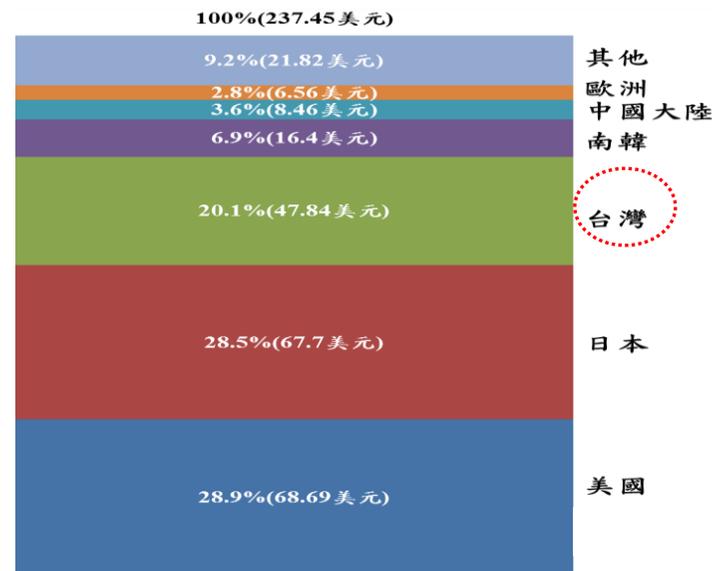
#### 1. 電子、汽車等高度仰賴全球分工體系之業者，憂心全球供應鏈將面臨干擾與重組風險

(1)電子業供應鏈由多國企業參與，並以中國大陸為最終組裝地，若排除中國大陸，不僅生產成本增加，供應鏈重組亦曠日廢時。

—據統計<sup>15</sup>，儘管目前美國進口**筆記型電腦與手機**分別有**93%**與**80%**來自中國大陸，惟其僅為最終組裝地，**零組件多來自其他亞洲國家**。以**iPhone 手機**為例，其售價分配反映多國廠商參與此產品供應鏈之緊密程度(圖 6)<sup>16</sup>。

—另有研究指出<sup>17</sup>，隨中國大陸**科技產品**出口增加，**亞洲其他國家出口成長與中國大陸出口成長之相關性亦不斷攀高**。例如台灣及南韓**電子產品出口至中國大陸金額**約占其對中國大陸總出口的一半。

圖 6 各國在 iPhone 7 生產鏈中所獲得之金額與比率



資料來源: Dedrick, Jason et al.(2018)

<sup>14</sup> Coppola, Gabrielle (2018), "Trump Urges Ford and Apple to Bring Jobs Home. They Probably Won't," Bloomberg, Sep. 9; Sink, Justin, Toluse Olorunnipa (2018), "Trump Says He's Pushing GM to Get 'Back' Into Ohio After Job Cuts," Bloomberg, Nov. 27.

<sup>15</sup> Curran, Enda, Yan Zhang (2018), "Trump's Total Tariff Threat Spells Shock for Asia's Supply Chain," Bloomberg, Nov. 30.

<sup>16</sup> Dedrick, Jason et al.(2018), "We Estimate China Only Makes \$8.46 from An iPhone – and That's Why Trump's Trade War Is Futile," *The Conversation*, Jul.7.

<sup>17</sup> Kwon, Goohoon et al.(2018), "Asia Tech Cycle from a Macro Perspective," *Goldman Sachs Economics Research*, Nov. 28.

—儘管美中貿易衝突，已使目前台、韓科技大廠如**鴻海、台達電與 SK 海力士**等紛紛傳出準備將生產基地移出中國大陸的訊息<sup>18</sup>，惟供應鏈重組不僅增加廠商成本，亦恐曠日費時；有研究機構估計<sup>19</sup>，晶片供應鏈重組至少需要**2年**，且由於**先進製程對廠房、設備等建置之要求相當高**，實際重建恐需更多時間。

(2)北美汽車業透過 NAFTA，發揮美加墨 3 國比較利益，提升其國際競爭力，惟 USMCA 恐有損現有緊密汽車業供應鏈的既有優勢。

—自 1994 年 NAFTA 生效後，美、墨、加 3 國所形成的北美汽車業供應鏈更加緊密，如由美國負責提供重要汽車零組件給加、墨兩國生產<sup>20</sup>。

—受益於 NAFTA，美國消費者可以較低廉的價格購買新車；自 NAFTA 上路以來，**美國整體消費者物價指數(CPI)上升 86%**，惟**新車價格指數僅增加 7%**<sup>21</sup>。

—鑑於 USMCA 提高北美汽車零組件自製率與提高汽車組裝工人最低時薪，預估現行在北美產銷的汽車中，有**高達 40%恐難完全符合新規範**，故企業勢必被迫調整，而調整後增加的成本可能全部或部分轉嫁給消費者，甚或有將廠房遷離北美之虞，相關產業勞工反而可能受害<sup>22</sup>。

---

<sup>18</sup> Mason, Jeff(2018), “Trump Lauds Taiwan's Foxconn, Threatens Harley on Wisconsin Trip,” *Reuters*, Jun. 29; Park, Ju-min, Makiko Yamazaki (2018), “Asian Firms Shuffle Production Around the Region as China Tariffs Hit,” *Reuters*, Sep. 23.

<sup>19</sup> Kwon, Goohoon et al.(2018), “Asia Tech Cycle from A Macro Perspective,” *Goldman Sachs Economics Research*, Nov. 28.

<sup>20</sup> 如 Chevrolet 的 Trax，在墨西哥組裝的北美零組件比率高達 67%，而在南韓組裝的北美零組件比率僅 4%(參見 Dzikcek, Kristin et al.(2017), “NAFTA Briefing: Trade Benefits to The Automotive Industry and Potential Consequences of Withdrawal from The Agreement,” *Center for Automotive Research*, Jan)。

<sup>21</sup> Dzikcek, Kristin et al.(2018), “NAFTA Briefing: Review of Current NAFTA Proposals and Potential Impacts on The North American Automotive Industry,” *Center for Automotive Research*, Apr.

<sup>22</sup> Alanis, Daniel et al.(2018), “Preparing for North America’s New Auto Trade Rules,” *Boston Consulting Group*, Nov. 1.

## 2. IMF、OECD 等國際機構指出，近期美中貿易衝突已波及今、明兩年全球貿易量與實質 GDP 成長率

— 本年 10 月 IMF 及 11 月 OECD 所發布之經濟展望報告均下修全球 GDP 與貿易量成長率(表 7)，兩國際機構皆指出**全球貿易衝突將削弱消費與投資信心**，不利全球經濟穩健擴張。

表 7 IMF 與 OECD 對全球 GDP 與貿易量成長率預估值

	IMF	OECD*
全球 GDP 成長率	– 2018、2019 年均由本年 7 月預估值 3.9% <b>下修至 3.7%</b>	– 2018 年 <b>維持 3.7%</b> ；2019 年則由本年 9 月預估值 3.7% <b>下修至 3.5%</b>
全球貿易量成長率	– 2018、2019 年分別由本年 7 月預估值 4.8% 與 4.5% <b>下修至 4.2% 與 4.0%</b>	– 2018、2019 年分別由本年 6 月預估值 4.7% 與 4.5% <b>下修至 3.9% 與 3.7%</b>

\*：本年 9 月 OECD 公布之經濟展望報告未提供貿易量成長率，此處係採用本年 6 月報告之數據與最新數據比較。

資料來源：IMF、OECD

#### (四)結論

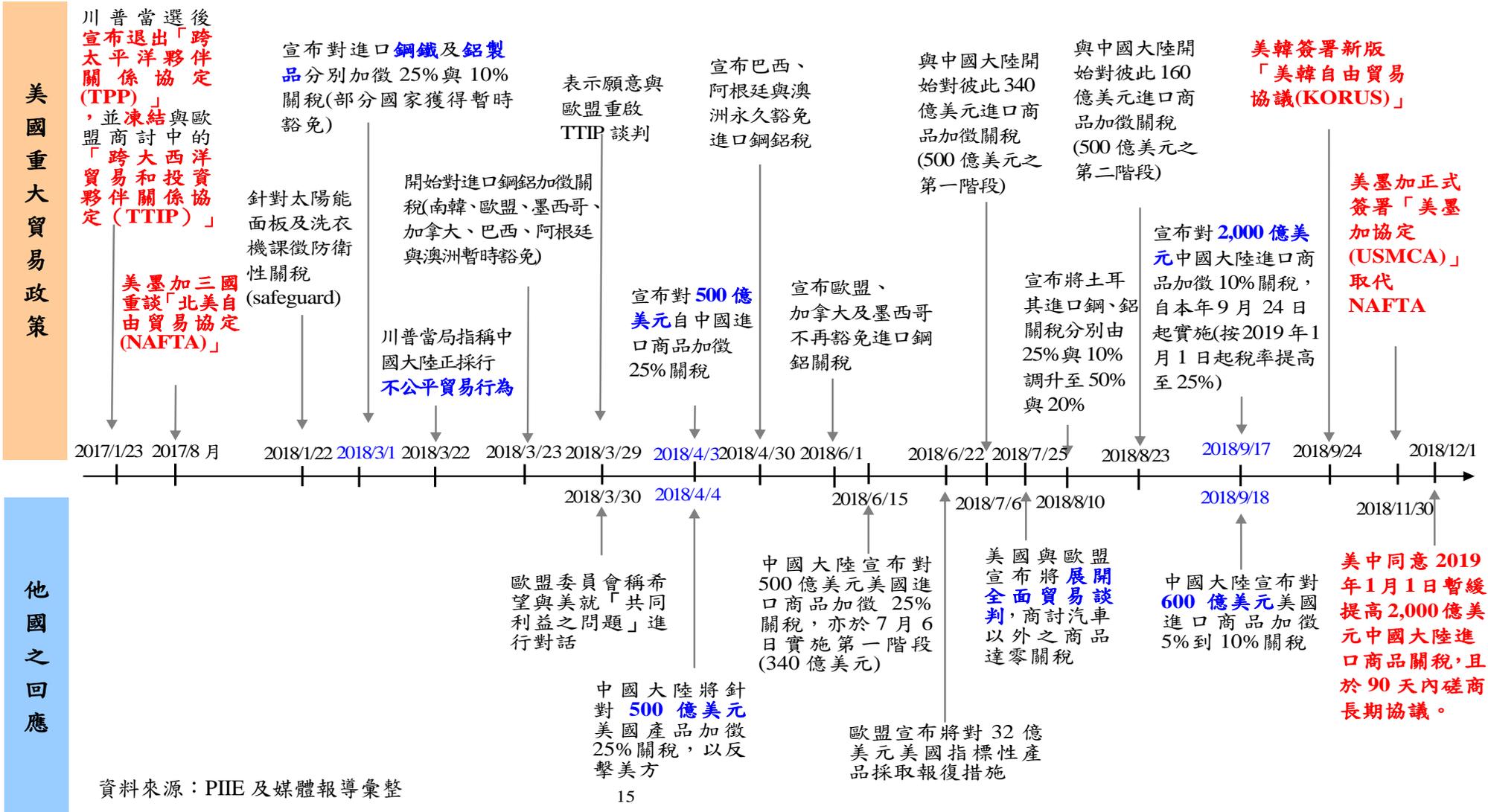
川普總統主張，要扭轉美國商品貿易長期入超的情況，並爭取「鐵鏽帶」選民支持，美國必須大幅度調整過去對外經貿政策，放棄過去多邊貿易談判架構，改為雙邊方式，以更嚴格規範，鞏固本國產業優勢地位，並且懲罰中國大陸的不公平競爭手段。

觀察川普政府迄今對外經貿政策所展現的策略邏輯，除對進口商品加徵關稅、禁止高科技產品出口及外人投資國內重要產業外，並藉由可能退出既有貿易協定，迫使貿易對手國與美國重新談判，以利其各個擊破；另透過美國財政部匯率政策報告及未來擬在新的貿易協定中，增列匯率條款與非市場經濟國家條款，圍堵中國大陸等特定國家。

前述作法可能衍生全球電子、汽車等產業供應鏈面臨重組風險，增加全球經濟下行風險，故IMF、OECD等國際機構陸續對今、明兩年全球經濟提出示警。此外，川普政府大肆批評WTO貿易爭端解決機制效力不彰，及破壞G20向來反對貿易保護主義的立場，皆為全球貿易秩序帶來更多不確定性。

展望未來，川普政府將如何進行後續對外經貿談判，應可留意近期數項重大事件之發展，如川普總統與中國大陸領導人習近平於G20會面後之美中關係，美國與歐、日等傳統盟國的合作關係有無改變，本年11月美國期中選舉結果對川普政府經貿政策之後續影響，以及美國是否將擴大對匯率操縱國之認定標準。倘若美國擴大對中國大陸電子資通訊終端產品進口加徵關稅，及管制美國高科技輸出，台灣因高度參與全球價值鏈，將受到波及。

# 附件 1 2017~2018 年美國重大貿易政策與他國回應



附件 2 新舊版美韓 KORUS FTA 之比較及美墨加貿易協定(USMCA)與北美自由貿易協議(NAFTA)之比較

(1) 新舊版美韓 KORUS FTA 之比較

項目	新版	舊版
生效日期	本(2018)年9月24日正式簽署，最快 <b>2019年起生效</b>	2010年12月12日簽署， <b>2012年3月</b> 生效
汽車關稅	美國對南韓進口卡車加徵 25% 關稅期限，延長至 <b>2041年(即延長 20年)</b>	美國於 2020 年底前可對南韓進口卡車加徵 25% 關稅
汽車配額及增加美國汽車出口條款	<ol style="list-style-type: none"> <li>將<b>符合美國安全標準</b>的美國汽車每年輸韓配額提高 1 倍，每家美國車廠每年出口配額調高至 <b>5 萬輛</b></li> <li>美國汽油引擎車輛出口至南韓而接受廢氣排放檢驗時，<b>可使用符合美國標準的相同檢驗方式</b></li> <li>為符合美國汽車保修需求，可使用<b>符合美國標準</b>所製造的汽車零組件</li> <li>南韓確保未來在設定汽車排放碳目標時，會<b>將美國法規相關規範納入考量</b></li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>符合<b>南韓安全標準</b>的美國汽車每年輸韓配額:每家美國車廠每年出口配額為 2.5 萬輛</li> <li>美國汽油引擎車輛出口至南韓而接受廢氣排放檢驗時，<b>須符合南韓檢驗標準</b></li> <li>汽車零組件之製造<b>須符合南韓標準</b></li> <li>南韓依據國內法設定汽車排放碳目標</li> </ol>
鋼鐵關稅及配額	<ol style="list-style-type: none"> <li>南韓鋼鐵出口至美國永久豁免美國進口關稅</li> <li>設定每年南韓外銷美國鋼鐵配額為 <b>2015 至 2017 年之平均值的 70%(約 268 萬噸)</b></li> </ol>	無
匯率條款	<b>無新增匯率條款</b> ，但以備忘錄形式納入 <b>貨幣附帶協議(非主協議條款)</b> ，規定為促進貿易和投資公平競爭環境，雙方將盡力 <b>避免匯率競貶</b> 並維持 <b>匯率變動的透明度</b>	無新增匯率條款

## (2) 美墨加貿易協定(USMCA)與北美自由貿易協議(NAFTA)之比較

項目	美墨加貿易協定(USMCA)	北美自由貿易協定(NAFTA)
名稱	United States-Mexico-Canada Agreement	North America Free Trade Agreement
生效日期	2018年11月30日正式簽署， <b>2020年起生效</b>	1992年8月12日簽署， <b>1994年起生效</b>
日落條款	最長效期 <b>16年</b> ，惟 <b>每6年三方</b> 可決定是否更新協定，故實際效期並不確定	無日落條款
汽車製造與關稅	1. 北美自製率由62.5%提高至 <b>75%</b> 2. 加拿大輸美汽車豁免關稅配額調高至 <b>260萬輛</b>	1. 北美自製率62.5% 2. 加拿大輸美汽車豁免關稅配額為 <b>200萬輛</b>
匯率條款	<b>新增禁止各國人為壓低本國匯率取得競爭優勢之規定</b>	無
非市場經濟國家(NME)條款	1. 任何一國與NME展開自由貿易談判 <b>前須通知</b> 其他二國，且其他二國可 <b>事先審查協議內容</b> 2. 會員國與NME新協議生效，其他二國可 <b>選擇是否終止三邊協議</b> 並轉為雙邊協議	無
勞工薪資	<b>享有免關稅的汽車，至少40%的零組件須由時薪高於16美元的勞工生產(2023年以前)</b>	無相關規定
協商機制	保留貿易爭端(如 <b>反傾銷稅</b> 及 <b>平衡稅</b> )解決機制，及關稅檢討仲裁機制	第19章規定貿易爭端(如 <b>反傾銷稅</b> 及 <b>平衡稅</b> )解決機制，及關稅檢討仲裁機制
藥物專利權及智慧財產權	1. 提供 <b>藥物專利權至少10年</b> 的保障 2. 智慧財產權保護期限延長至作者過世後70年	1. 加墨兩國的專利保護年限分別為8年及5年 2. <b>智慧財產權</b> 保護期限為作者過世後50年
勞工條件	勞工標準較高，墨西哥工會將更有實力	勞工標準較低，墨西哥工會力量薄弱
乳製品	加國同意對美國開放約 <b>3.5%</b> 國內乳品市場	加國不准美國乳製品進入市場

## 六、美國公債殖利率曲線平坦化之經濟意涵

美國公債殖利率曲線之走勢變動向來被視為觀察該國景氣循環的重要指標之一，如自 1955 年以來，美國曾發生 9 次經濟衰退，公債殖利率曲線皆在衰退前 2 年內轉為負斜率。惟近期 Fed 研究多認為，受到人口老化及本次金融危機後主要央行實施量化寬鬆(QE)等結構性因素的影響，未來即使該曲線出現負斜率，不必然代表之後經濟將衰退。

近年美國短期公債殖利率，因 Fed 持續升息與短期公債供給量大增而顯著上揚。而美國長期公債殖利率則因市場預期該國經濟動能減緩、潛在經濟成長率走低、美國銀行業被要求增持安全性資產、國外資金湧入投資收益較高的美國金融商品、及美中貿易衝突等國際政經不確定性因素，導致其升幅明顯低於短期公債，使美國公債殖利率曲線漸趨平坦化，引發各界擔憂美國景氣是否將步入衰退。

以下本文謹先簡介美國公債殖利率曲線，並整理歷史上其出現負斜率之情形，與 Fed 近三任主席及該機構研究報告對其是否能預示經濟衰退的看法，最後探討造成本(2018)年美國公債殖利率曲線平坦化之主因，及其對未來美國經濟之意涵，供外界參考。

### (一)美國公債殖利率曲線之簡介

#### 1. 公債殖利率曲線之定義

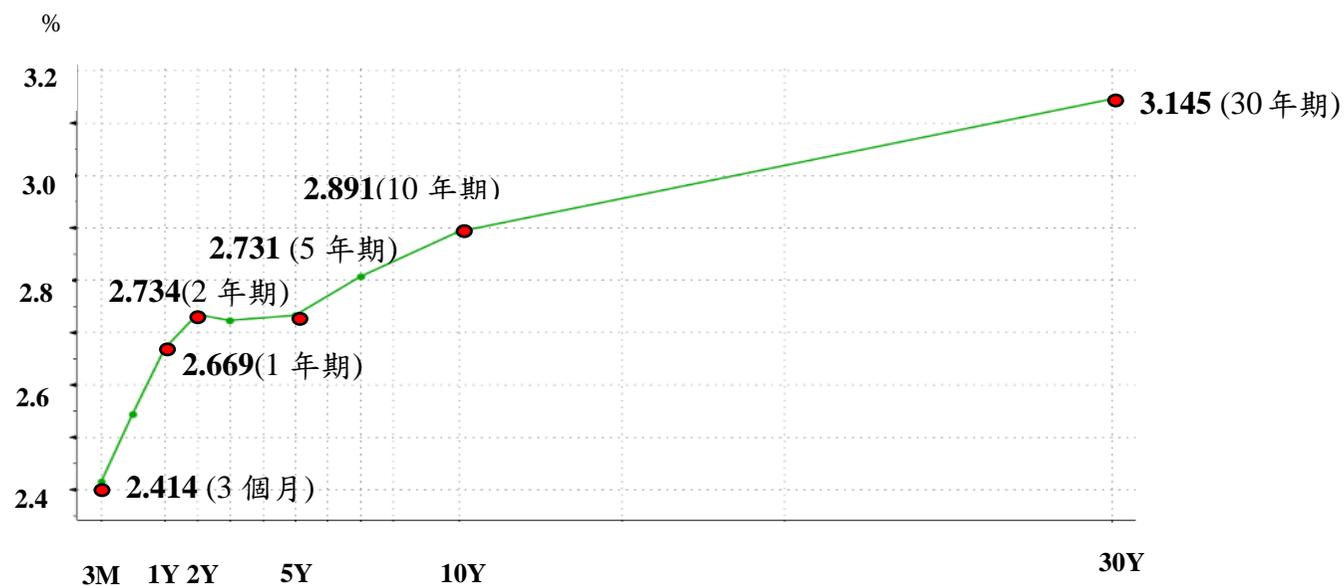
##### (1)債券殖利率

- 係指投資人從買入債券且持有至到期日為止的投資報酬率，又可稱為「到期殖利率」(yield to maturity, YTM)。
- 一般而言，長期債券殖利率等於當時短期利率及該債券存續期間內所有未來短期利率之平均值。

## (2)殖利率曲線斜率的各種衡量方式

—以**美國公債**為例，以**橫軸**代表債券的**到期期限**、**縱軸**代表債券**殖利率**，將**各年期**美國政府債券(3個月與1、2、5、10及30年等期間)之**殖利率**所連接畫成的曲線，稱為殖利率曲線(圖1)。

圖1 美國公債殖利率曲線 (2018/12/14)



資料來源：Bloomberg

—殖利率曲線斜率衡量方式除 10 年期與 2 年期公債之名目利差外，尚有其他指標，整理如表 1。

表 1 衡量美國公債殖利率曲線斜率的主要方式

衡量工具	說明	目前數值(2018/12/14)
10年期與2年期公債之名目利差	10年期與2年期之公債名目殖利率之差距	2.891%-2.734% =15.7個基點(上(2017)年底為52.2個基點)
10年期與2年期公債之預期利差 <sup>1</sup>	10年期與2年期之公債預期殖利率之差距。公債預期殖利率係指名目利率減去期限溢酬 <sup>2</sup> 之利率。	3.506%-3.145% =36.1個基點(上年底為68.6個基點)
10年期公債與3個月國庫券之名目利差 <sup>3</sup>	10年期公債與3個月國庫券名目殖利率之差距	2.891% -2.414% =47.7個基點(上年底為103.0個基點)
10年期公債預期殖利率與3個月國庫券之利差 <sup>4</sup>	10年期公債預期殖利率與3個月國庫券名目利率之差距。	3.506% -2.414% =109.2個基點(上年底為163.7個基點)
6季後遠期利率(3個月)與3個月國庫券之名目利差 <sup>5</sup>	美國公債殖利率曲線所隱含的6季後3個月國庫券之遠期利率與3個月國庫券利率，兩者之差距。	2.801% (遠期)-2.414% (3個月) =38.7基點(上年底為64.0基點)

資料來源：Bloomberg

<sup>1</sup> Englander, Steve (2018), "FX positioning and The Fed Yield Curve," *Standard Chartered Global Research*, Jul. 23.

<sup>2</sup> 期限溢酬(term premium)係指，補償購買較長期債券的投資人所承擔較高風險之風險溢酬(risk premium)。

<sup>3</sup> Bauer, Michael D. and Thomas M. Mertens (2018), "Information in the Yield Curve about Future Recessions," *FRBSF Economic Letter*, Aug. 27.

<sup>4</sup> 同註 3。

<sup>5</sup> Engstrom, Eric and Steven Sharpe1 (2018), "The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror," *Federal Reserve FEDS Notes*, Jul.

## 2. 影響美國公債殖利率曲線斜率變化之原因

- (1) **經濟週期**：當市場參與者對美國景氣循環之**預期出現變化**，其**資產配置會相應作出調整**，長短期利率因而變動。
- (2) **避險商品**：美國公債被投資人視為全球安全性資產之一，當**國際政經情勢出現動盪**，投資人**增購美國中長期公債**，**壓低美國中長期公債殖利率**(價格上漲)。
- (3) **債券供需**：美國政府因債務增加(減少)，而擴大(降低)**較長期公債發行量**，在**需求不變**的情形下，**較長期公債殖利率易上揚**(下滑)。

## 3. 美國公債殖利率曲線的型態及意涵

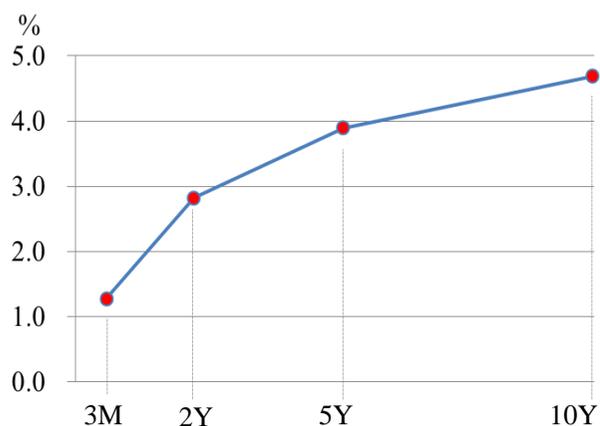
以 2008 年美國次貸風暴前之最近一次的經濟循環及當時 Fed 升息循環為例，美國公債殖利率曲線在**經濟成長階段維持正斜率**(如 2004 年 6 月)，在**經濟成熟階段逐漸平坦**(如 2006 年 6 月)，當**即將邁入經濟衰退階段則轉為負斜率**，亦稱為**反轉**(如 2006 年 11 月)(圖 2)。

圖 2 美國公債殖利率曲線之三種型態

正斜率：經濟成長階段

(2004 年 6 月)

GDP 成長率 2.3%、政策利率 1%

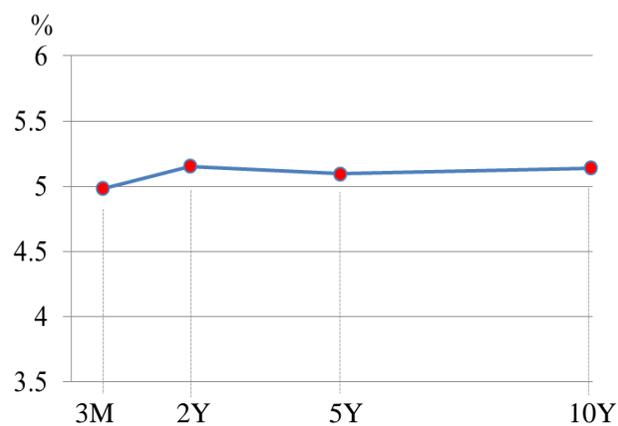


資料來源：Bloomberg

平坦：經濟成熟階段

(2006 年 6 月)

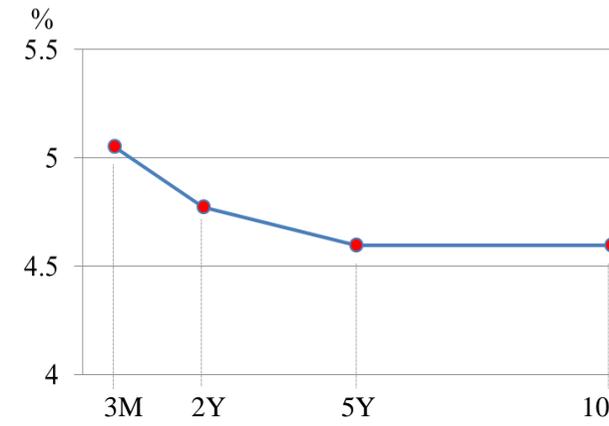
GDP 成長率 1.2%、政策利率 5.25%



負斜率：經濟衰退階段

(2006 年 11 月)

GDP 成長率 0.4%、政策利率 5.25%



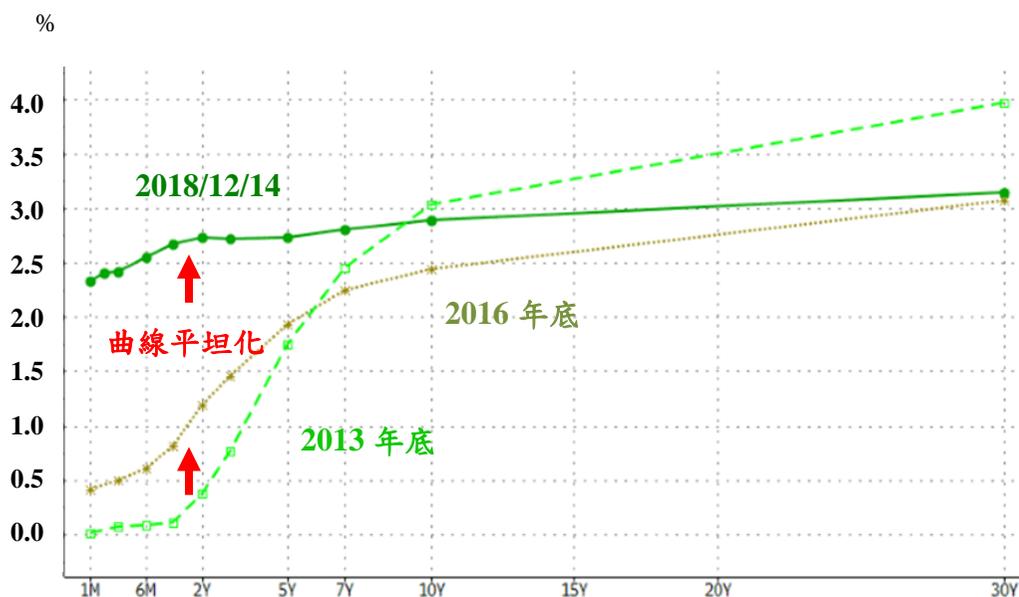
(二)本年以來美國短期利率升幅大於長期利率，致殖利率曲線持續平坦化，部分人士預測將出現負斜率

1. 觀察美國公債殖利率曲線自 2013 年底迄今變化，因短期利率大幅上揚，同期間長期利率略微下降，致公債殖利率曲線趨向平坦化，本年該曲線斜率進一步下降，且近日 3、5 年期公債殖利率已低於 2 年期(圖 3)。

(1)自 2013 年底至 2016 年底止，Fed 共升息 2 碼(即 50 個基點)，同期間美國 2 年期公債殖利率上升 81 個基點至 1.190%，反觀 10 年期殖利率下降 58 個基點至 2.445%，使得殖利率曲線變平坦(表 2 第 2 欄：利差縮小 139(=81-(-58))個基點)(表 2)。

(2)自 2016 年底迄今，Fed 共升息 6 碼(即 150 個基點)，同期間美國 2 年期與 10 年期公債殖利率分別升至 2.734% 與 2.891%；以致殖利率曲線更加平坦(表 2 第 3 欄：利差再縮小 110(=154-45)個基點)(表 2)。

圖 3 美國公債殖利率曲線變動



資料來源：Bloomberg

表 2 美國政策利率與 2、10 年期公債殖利率變化

單位：%

時點 利率	2013 年底	2016 年底	2018 年 12 月 14 日
政策利率	0.125	0.625	2.125
區間中值		(↑50 個基點)*	(↑150 個基點)
2 年期	0.380	1.190	2.734
		(↑81 個基點)	(↑154 個基點)
10 年期	3.028	2.445	2.891
		(↓58 個基點)	(↑45 個基點)
2 年期與 10 年期利差	265 個基點	126 個基點	16 個基點
		(↓139 個基點)	(↓110 個基點)

\*：括號內數據為當期與前期之差異。

(3)自 **2013 年底** 以來，美國 10 年期與 2 年期公債利差**持續收斂**，由 2013 年底的 **265 個基點** 縮小至 2016 年底的 **126 個基點**，本年 12 月 11 日再收窄至 **12 個基點**，**創 2007 年以來最低水準**，目前(2018/12/14)為 16 個基點(圖 4)。

2. 由於美國 10 年期與 2 年期公債**利差不斷縮小**，部分人士<sup>6</sup>**預期美國公債殖利率曲線將再次出現負斜率**，並將其視為美國經濟恐陷入衰退之警訊，故呼籲 **Fed 應放慢升息步調**，甚至暫緩升息。

圖 4 美國 10 年期與 2 年期公債利差



資料來源：Bloomberg

<sup>6</sup> Atlanta 聯邦準備銀行總裁 Raphael Bostic、Dallas 聯邦準備銀行總裁 Robert Kaplan、St. Louis 聯邦準備銀行總裁 James Bullard 與 Minneapolis 聯邦準備銀行總裁 Neel Kashkari 等皆持類似看法。

**(三)過去美國經濟步入衰退前，美國公債殖利率曲線皆曾發生負斜率，反映投資者預期景氣將達高峰**

1. 1980 年代以來，美國發生過 **5 次景氣衰退**<sup>7</sup>，美國公債殖利率曲線皆曾於事前出現負斜率(圖 5)，主要成因為：

- (1) Fed 於景氣成熟階段，**為避免通膨失控**，採**連續升息**方式導致**短期利率升幅大於**長期利率升幅。
- (2) 同時因市場參與者**開始預期經濟榮景不易維持**，逐步減碼股票等風險性資產、**增持長期公債等固定收益產品**，使得長期公債殖利率不易攀升。

**圖 5 1980 年後美國公債殖利率曲線斜率與經濟衰退時期**



<sup>7</sup> 按自 1955 年以來，美國公債殖利率曲線曾明顯出現過 10 次負斜率情形，其中 9 次在其轉為負斜率後的 2 年內美國經濟陷入衰退，僅有 1 次例外發生於 1960 代中期，當時美國經濟僅放緩而未衰退(參見 Baue, Michael and Thomas Mertens (2018), “Economic Forecasts with the Yield Curve,” *FRBSF Economic Letter*, Mar. 5)。

## 2. 近三任 Fed 主席與 Fed 研究報告持大致相同的看法，認為當前殖利率曲線平坦化不代表著美國經濟衰退即將來臨

(1) Fed 前任主席 Janet Yellen、Ben Bernanke 與 Fed 現任主席 Jerome Powell 皆曾表示，當前殖利率曲線平坦化之經濟與金融背景與過去不同，若短期內殖利率曲線出現負斜率，並不意味著美國景氣將會立即步入衰退(表 3)。

表 3 近三任 Fed 主席對於殖利率曲線平坦化之看法

發言人	日期	主要內容
Fed 前任主席 Janet Yellen <sup>8</sup>	2017/12	— 由於期限溢酬已下降至接近零，此意味著殖利率曲線斜率將較歷史上更加平坦，故倘若 Fed 進一步升息時，將可看見負斜率的殖利率曲線。另殖利率曲線斜率變動係反映經濟週期的變化，而非殖利率曲線出現負斜率會造成經濟衰退。
Fed 現任主席 Jerome Powell <sup>9</sup>	2018/3	— 以往美國公債殖利率曲線發生負斜率主要是當時通膨明顯攀升，使 Fed 必須加快升息，導致短期利率高於長期利率，由於融資成本大幅上揚使得經濟活動減少，因此景氣易出現衰退。 — 目前美國通膨無加速現象、且經濟動能佳，短期內景氣衰退機率不高，惟可留意公債殖利率曲線(特別是較長期公債殖利率)變化所反映的市場預期。
	2018/9	— 未來一兩年經濟衰退的風險並不高，因為殖利率曲線(平坦化)只是參考指標之一；而觀察殖利率曲線的目的在於，衡量貨幣政策是否過於緊縮。
Fed 前任主席 Ben Bernanke <sup>10</sup>	2018/7	— 歷史上，殖利率曲線出現負斜率是經濟衰退的良好預警指標，惟當前嚴格的金融監理制度(要求銀行增持中長期美國公債等安全性資產)，與其他主要央行實施 QE 政策等因素已使得負斜率殖利率曲線預示經濟衰退的效果大減。另現階段美國經濟仍強健，景氣沒有立即的衰退風險。

<sup>8</sup> Burns, Dan (2017), "Flat U.S. Yield Curve Not Signaling Recession Risk: Yellen," *Reuters*, Dec. 14.

<sup>9</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (2018), "Transcript of Chairman Powell's Press Conference," Mar. 21; The Bond Buyer (2018), "Powell Doesn't See High Recession Risk Though Eyeing Yield Curve," Sep. 28.

<sup>10</sup> Tett, Gillian and Joe Rennison (2018), "Bernanke Warns Against Reading Wrong Yield Curve Signal," *Financial Times*, Jul. 18.

(2)近期 Fed 研究報告亦指出(表4)，美國公債殖利率曲線**平坦化並非意味其將立即轉為負斜率**，且**10年期與2年期公債利差並非最佳的經濟衰退預測指標**；其他較佳的預測指標多指出，**短期內美國經濟衰退機率不高**<sup>11</sup>；另人口老化與 Fed 實施 QE 等**結構性因素**，**降低殖利率曲線斜率預測景氣衰退之能力**，故 Fed 建議宜綜觀多項指標以有效研判經濟走勢。

表4 近期有關殖利率曲線議題之 Fed 研究報告

論點	主要內容
殖利率曲線平坦化，不代表其即將反轉，惟一旦發生，須留意經濟下行的可能風險 <sup>12</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 根據歷史資料，專業預測者難以準確預測殖利率曲線是否會反轉。</li> <li>— 殖利率曲線平坦化不意味經濟衰退即將來臨，殖利率曲線反轉才是經濟衰退的示警訊號，另造成目前殖利率曲線平坦化現象的原因，恐與以往情況不盡相同。</li> </ul>
10年期與2年期公債利差並非最佳的經濟衰退預測指標；較佳的預測指標多指出，近期經濟衰退機率不高 <sup>13</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 10年期公債與3個月國庫券利差較其他衡量殖利率曲線斜率方式更佳，目前該利差(約50bp)與負值仍存在一段距離；另曲線反轉與經濟衰退不存在因果關係。該預測模型顯示，近期美國經濟衰退機率不高。</li> <li>— 6季後3個月遠期利率與3個月國庫券皆為短期利率，較不受期限溢酬因素干擾，故兩者利差亦較10年期與2年期公債利差更適宜做為經濟衰退之預測指標；目前其未出現反轉跡象。</li> <li>— 殖利率曲線斜率的變化反映期限溢酬(隱含對風險的趨避程度)與預期利率(隱含對經濟成長的預期)之總合變動。早期殖利率曲線斜率變動多來自預期利率的上升或下降，且當時期限溢酬為正值，故有不錯的預警功能。惟近年其平坦化主要是受到零利率底限及QE政策影響，造成期限溢酬大幅下降甚至轉為負值，因此殖利率曲線反轉對景氣衰退的示警效果恐不若以往。</li> </ul>

<sup>11</sup> 近期 Cleveland Fed 及 New York Fed 之模型估計，未來1年美國發生經濟衰退之機率分別約 20.3% 及 15.8%(參見 Federal Reserve Bank of Cleveland (2018), “Yield Curve and Predicted GDP Growth, November 2018,” Nov. 29 ; Federal Reserve Bank of New York (2018), “Probability of U.S. Recession Charts,” Dec.6)。

<sup>12</sup> Lunsford, Kurt G. (2018), “Can Yield Curve Inversions Be Predicted?,” *Economic Commentary*, Cleveland Fed Economic, Jul. 16 ; Johansson, Peter and Andrew Meldrum (2018), “Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve,” *Federal Reserve, FEDS Notes*, Mar. 1 ; Baue, Michael and Thomas Mertens (2018), “Economic Forecasts with the Yield Curve,” *FRBSF Economic Letter*, Mar. 5.

<sup>13</sup> Engstrom, Eric and Steven Sharpe (2018), “The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror,” *Federal Reserve, FEDS Notes*, Jul. ; Michael D. Bauer and Thomas M. Mertens (2018), “Information in the Yield Curve about Future Recessions,” *FRBSF Economic Letter*, Aug. 27 ; Johansson, Peter, and Andrew Meldrum (2018), “Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve,” *Federal Reserve, FEDS Notes*, Mar. 1 ; Benzoni, Luca, Olena Chyruk, and David Kelley (2018), “Why Does the Yield-Curve Slope Predict Recessions?” *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*, Sep. 28.

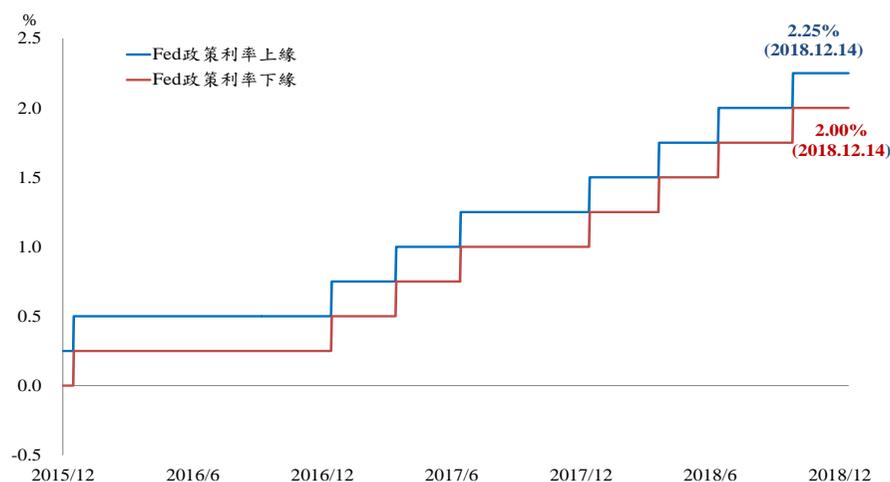
論點	主要內容
結構性因素降低殖利率曲線反轉預測經濟衰退的能力 <sup>14</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 人口老化、QE 等結構性因素造成長期公債殖利率偏低，降低殖利率曲線反轉對經濟衰退之預測能力。</li> <li>— 預測景氣榮枯宜透過多重指標加以判定，而非僅倚賴少數指標，如殖利率曲線斜率<sup>15</sup>。</li> </ul>

3. 當前美國公債殖利率曲線持續平坦化顯示，短期利率升幅大於長期利率升幅，主要反映下列因素：

(1) 影響短期利率明顯上揚的因素

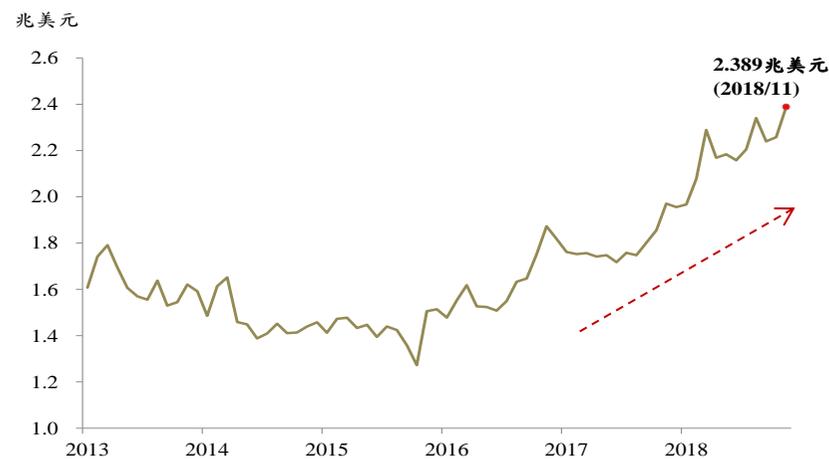
- Fed 持續調升政策利率，帶動美債短期利率走高(圖 6)：美國勞動市場處於充分就業，且通膨接近 2% 目標值，致 Fed 近兩年升息幅度高於 2015~2016 年，推升美國短期公債殖利率。
- 美國短期公債供給量大增，而需求未能同步成長(圖 7)：上(2017)年底美國國會通過 1.5 兆美元減稅方案，並於本年初通過 3,000 億美元擴大聯邦政府支出措施，美國財政部因而增發國庫券以支應政府赤字，短期利率面臨上揚壓力。

圖 6 Fed 政策利率



資料來源：Bloomberg

圖 7 美國國庫券(短期公債)流通在外金額



資料來源：Bloomberg

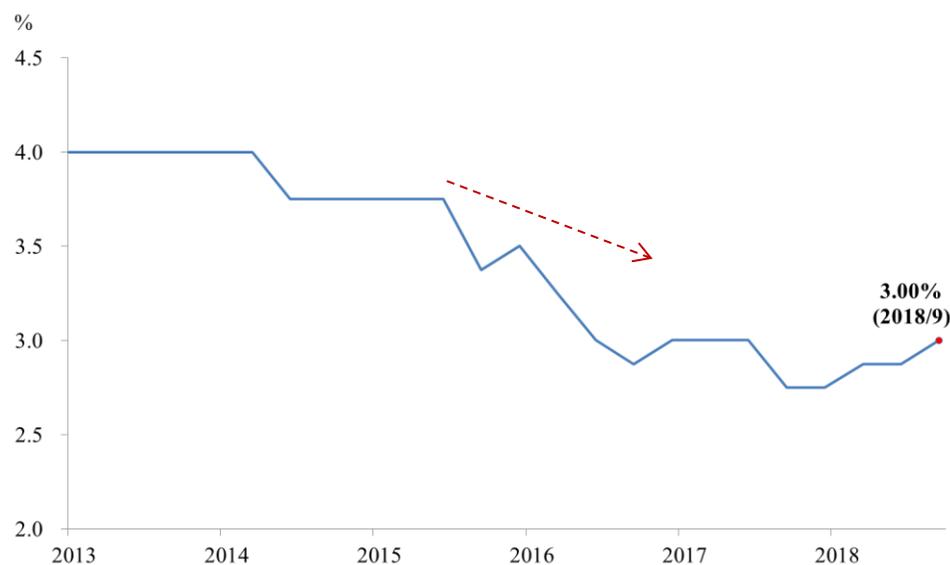
<sup>14</sup> Christensen, Jens H.E. (2018), "The Slope of the Yield Curve and the Near-Term Outlook," *FRBSF Economic Letter*, Oct. 15; Kliesen, Kevin (2018), "Recession Signals: The Yield Curve vs. Unemployment Rate Troughs," *St. Louis Fed Economic Economic Synopses*, Jun. 1.

<sup>15</sup> Kliesen, Kevin (2018), "Recession Signals: The Yield Curve vs. Unemployment Rate Troughs," *St. Louis Fed Economic Economic Synopses*, Jun. 1.

## (2) 影響長期利率升幅較小的因素

- **川普政府的財政刺激效果似將遞減，美國短期經濟動能恐會放緩：**隨著前述擴張性財政政策的振興經濟效果逐漸消退，且受到美中貿易衝突影響，IMF 與 OECD 皆預測美國 GDP 成長率已於本年達到高點，明(2019)年起將開始下滑，使得美債長期利率承壓。
- **美國潛在經濟成長率呈現下跌趨勢：**美國正面臨人口老化、勞動參與率不易回升及勞動生產力下降等結構性問題，致其潛在經濟成長率下跌<sup>16</sup>，**Fed 因而持續下調中長期利率預測值**(目前預測值為 3.00%)(圖 8)，**使長期利率不易上揚。**
- **美國銀行業須增持安全性資產，以符合新監理規範：**2008 年美國次貸風暴後，美國金融監理法規趨嚴，當地銀行業被要求提高安全性資產比重，因而增加對美國中、長期公債需求。

圖 8 美國 FOMC 成員歷年對中長期政策利率預測值(中位數)

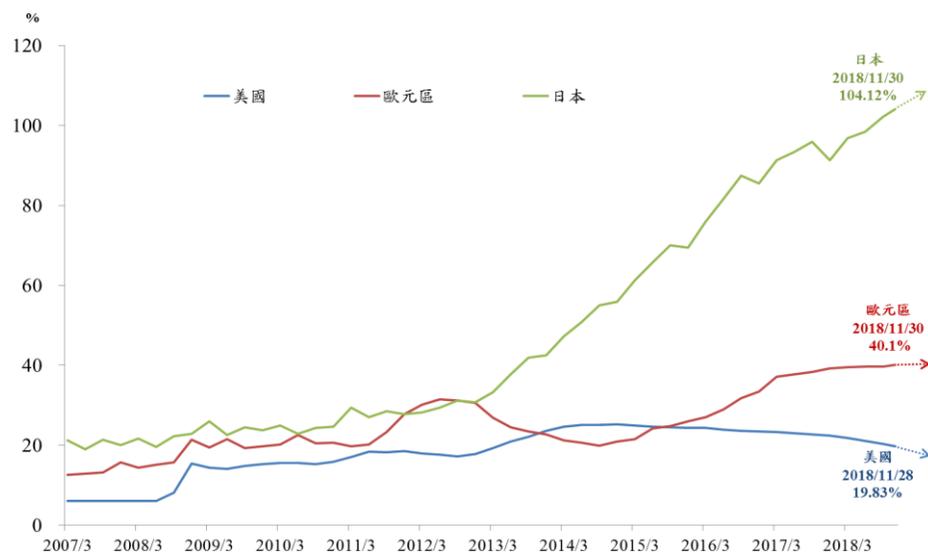


資料來源：Bloomberg

<sup>16</sup> 根據美國國會預算辦公室(Congress Budget Office, CBO)預估，美國實質 GDP 年增率由 2018 年的 3.0%，降至 2023 年的 1.6%及 2028 年的 1.8%(參見 CBO (2018), “An Update to the Economic Outlook: 2018 to 2028,” Aug. 13)。

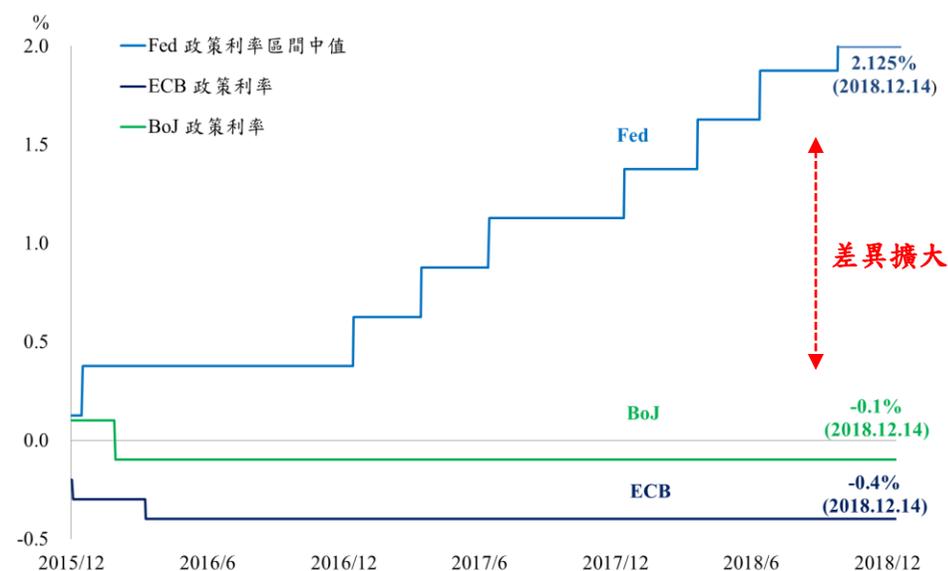
- **歐日央行貨幣政策立場相對 Fed 寬鬆，吸引國外資金流向收益率較高的美國金融商品**：雖然 ECB 已決定於本年底結束資產購買計畫，惟 BoJ 仍持續執行 QQE 政策(圖 9)，且目前歐元區與日本政策利率仍為**負值**(圖 10)，致歐、日兩地資金流向美國**尋求較高收益金融產品(searching for yield)**，進而壓低美國中長期公債殖利率。
- **美中貿易衝突等國際政經不確定性，促使投資人增持美債等安全性資產**：本年美國貿易保護主義升溫、英國脫歐協議過程波折不斷、義大利疑歐派政黨組閣且欲擴大財政赤字、部分新興市場出現金融動盪等國際政經事件，皆造成投資人風險意識提高，轉而增持安全性資產如美國中長期公債，抑制美國中長期公債殖利率攀升力道。

圖 9 三大央行資產負債表相對 GDP 比率\*



\*：虛線表示預估值；美國、歐元區、日本 GDP 更新至 2018Q3  
資料來源：Bloomberg

圖 10 三大央行政策利率



資料來源：Bloomberg

#### (四)未來若美國公債殖利率曲線出現負斜率，且持續時間過長，恐增加美國景氣衰退風險，亦不利金融穩定

##### 1. 美國景氣衰退之疑慮

- (1)根據本年9月Fed經濟估測，2018~2021年美國**實質GDP成長率將逐步走低**，且**失業率再降空間有限**；惟為避免經濟過熱，Fed仍將**緩步調高政策利率**(2020年底Fed預測中位數為3.375%，2021年維持不變，目前為2.125%，圖11)。
- (2)在**長期利率不易上揚且Fed持續升息(短期利率將隨之走高)**的情況下，美國公債殖利率曲線**進一步平坦化的機率將攀升**，甚至出現負斜率，如**殖利率曲線維持負斜率期間過長**，恐**增加美國景氣衰退的風險**。
- (3)美國杜克大學公布全球財務長經濟展望訪查結果(Duke University/CFO Global Business Outlook survey)<sup>17</sup>顯示，**逾80%**受訪者認為，美國經濟將於**2020年底**陷入衰退。另華爾街日報調查結果<sup>18</sup>，亦有**逾50%**受訪者預期前述相同情境。

圖 11 Fed 對美國經濟成長率、失業率與政策利率之最新預測值(2018年9月經濟估測)



<sup>17</sup> Nunn, Sharon (2018), "Many U.S. Financial Officers Think a Recession Will Hit Next Year," *The Wall Street Journal*, Dec.12.

<sup>18</sup> Torry, Harriet (2018), "Economists See U.S.-China Trade War as Biggest Threat in 2019," *The Wall Street Journal*, Dec.13.

## 2. 金融市場動盪之隱憂

- (1) 若愈多市場參與者預期美國景氣將達高峰，因而降低風險性資產持有比重，轉向投資安全性資產如美國中、長期公債，勢必使其殖利率面臨下跌壓力，並增加金融資產重估價風險，恐加劇金融市場波動度。
- (2) Fed 發布的調查結果與研究報告<sup>19</sup>指出，如殖利率曲線出現負斜率，銀行將考慮緊縮放款條件，且小型銀行相對大型銀行易蒙受損失，兩者皆不利信貸市場正常運作。

### (五) 結論

近期 10 年期與 2 年期公債利差創下 2007 年以來新低，引發各界擔憂美國景氣是否會隨著其公債殖利率曲線平坦化而步入衰退。惟近三任 Fed 主席與 Fed 研究報告多認為，美國公債殖利率曲線趨平不必然就會反轉，即使反轉也不意味美國經濟將衰退，且其他較佳的殖利率曲線斜率衡量方式多顯示，短期內該國經濟衰退機率不高。此外，Fed 強調造成當前美國公債殖利率曲線平坦化的原因，恐與以往情況不盡相同，如人口老化與 Fed 實施 QE 等結構性因素已使得該曲線斜率預測景氣衰退之能力降低，故往後宜綜合考量多項指標，以有效研判美國經濟走勢。

目前多家研究機構表示，隨著美國擴張性財政政策的振興經濟效果逐漸消退，且受到美中貿易衝突影響，美國 GDP 成長率或將於本年達到高點後放緩。依 Fed 經濟估測，2020 年恐為美國景氣高峰，故長期利率升幅將有限，屆時殖利率曲線可能更加平坦，甚至出現負斜率，如持續時間過長，將增加美國景氣衰退風險，且不利金融穩定，仍須密切留意。

---

<sup>19</sup> Kurtzman, Robert, Jared Berry(2018), “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices,” *Federal Reserve*, Nov. 13; Kapisos, Pavel, Alex Musatov(2018), “Smaller Banks Less Able to Withstand Flattening Yield Curve,” *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Letter*, Jun.