

## 貳、國內外經濟金融情勢

### 一、國際經濟金融情勢

2010年全球經濟復甦力道增強，惟各區域步調不一。新興及開發中經濟體成長強勁，尤以亞洲地區成長最速，惟經濟過熱風險正逐漸升高。先進經濟體二次衰退風險消退，惟復甦速度緩慢，且失業率居高不下，其中，歐元區部分經濟體受主權債務疑慮攀升及金融風險升高等交互影響，經濟成長減緩甚或出現下滑情形。中國大陸經濟成長快速，信用擴張及房價漲幅在採行貨幣緊縮政策及抑制房價高漲之總體審慎政策後，轉趨緩和，惟物價上漲壓力持續升高。

全球金融體系已有改善，惟依然脆弱。其中，先進經濟體因面臨經濟成長減緩及財政失衡問題，加上主權債務危機再起，引發歐元區融資市場壓力，金融體系依然脆弱；新興經濟體則因資本大幅流入，有信用擴張過速及資產泡沫化之疑慮，金融風險升高。

#### (一) 全球景氣復甦力道增強，惟各區域步調不一

2010年全球經濟復甦力道增強，其中上半年因製造業及全球貿易暢旺，帶動存貨及固定投資大幅增加，全球經濟明顯好轉；惟下半年起，因庫存回補效應消退，加上歐洲主權債務危機再起，使先進經濟體經濟下滑風險升高，全球經濟成長轉趨緩和。國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)估計，2010年全球經濟成長率由2009年之-0.5%勁升至5.0%<sup>11</sup>。展望未來，雖然各界擔心北非、中東地區政治動盪恐使原油供應不穩，惟隨著金融市場改善，新興與開發中經濟體經濟持續熱絡，以及先進經濟體經濟逐漸恢復信心，IMF預估2011年及2012年全球經濟持續增長，經濟成長率分別為4.4%及4.5%(圖2-1)。

各區域經濟復甦步調不一。新興及開發中經濟體受惠於國內需求持續強勁及全球貿易商品需求增加，2010年經濟成長力道強勁，IMF估計經濟成長率達

<sup>11</sup> 本節有關IMF對經濟成長率及物價指數年增率之估計與預測，除有特別註明外，均係2011年4月IMF發布「全球經濟展望(World Economic Outlook)」之資料。

7.3%，尤以亞洲地區成長9.5%最速。展望未來，隨著庫存回補效應消退，IMF預期新興及開發中經濟體2011年經濟成長力道將放緩回降至6.5%，2012年則持平(圖2-1)。

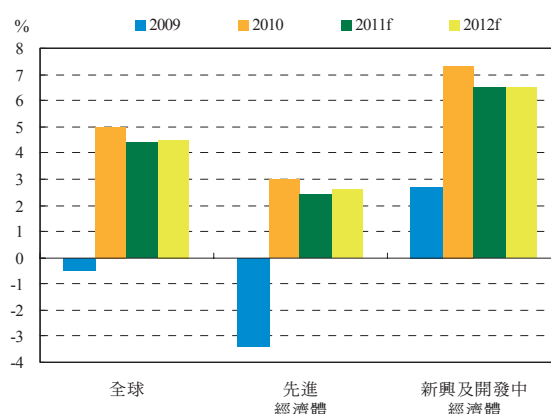
先進經濟體經濟持續復甦，惟速度較緩。其中，美國及日本因通過新財政方案刺激經濟成長動能，以及民間消費轉強力道優於預期，景氣觸底

回溫且緩步上升；惟日本2011年3月發生大地震，對該國總體經濟之影響雖然有限，但不確定性升高<sup>12</sup>。歐元區部分經濟體受政府財政惡化拖累，加以不動產市場疲弱不振，經濟成長減緩甚至出現下滑情形，幸賴德國強勁國內需求帶動經濟擴張，抵銷大部分不利影響。IMF估計，2010年先進經濟體經濟成長率由2009年之-3.4%回升至3.0%，遠低於新興及開發中經濟體，且預期2011年及2012年將分別溫和成長2.4%及2.6%(圖2-1)。

物價方面，2010年以來，隨著全球需求擴增、部分大宗物資供給趨緊及美元走貶，國際原油及原物料價格大幅上揚，加以全球氣候異常、天災頻傳及部分地區政局動盪，更推升農作物及能源價格居高不下，且預期物價上漲壓力將持續至2011年，2012年始轉趨緩和。部分新興及開發中經濟體因糧食價格上漲、信用快速成長與資產價格上漲，面臨景氣過熱壓力，IMF估計2010年消費者物價指數(CPI)年增率由2009年之5.2%升高至6.2%，且預期2011年續升為6.9%，通膨壓力增高，至2012年始回降至5.3%。先進經濟體因經濟成長腳步趨緩且通膨預期穩定，通膨壓力較輕，IMF估計2010年CPI年增率僅上升至1.6%，並預期2011年續升至2.2%後，2012年回降為1.7%(圖2-2)。

2010年先進經濟體失業率仍居高不下。其中，美國2010年失業率高達9.6%，

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2011f及2012f為IMF預測值。

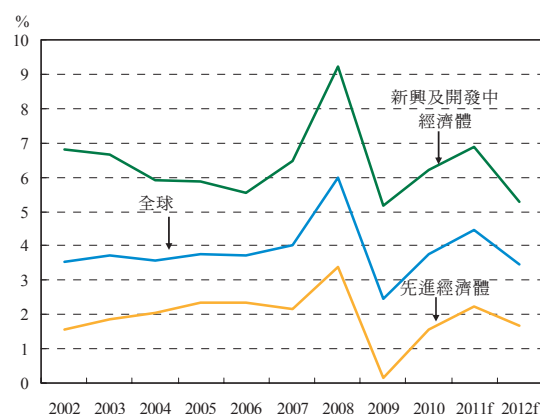
資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

<sup>12</sup> IMF考量日本大地震之可能影響，下調該國2011年經濟成長率預測值0.2個百分點至1.4%，2012年預測值則調升0.3個百分點至2.1%。另Global Insight初步預估，日本大地震對全球經濟成長之衝擊約0.1%至0.2%，且隔年將小幅回升。該機構2011年5月預測資料指出，日本2011年GDP成長率將下滑至0.05%，惟2012年可望因重建帶動而上揚至3.57%。

雖然2011年4月下滑至9.0%<sup>13</sup>，但就業市場仍然疲弱；英國因削減公共部門工作機會，2010年失業率持續攀升至7.88%；歐元區2010年平均失業率達9.98%，其中以荷蘭及奧地利勞工市場表現較為穩健，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等國失業率則持續攀高，尤以西班牙高達20.1%為最；日本受惠於經濟復甦，失業率在2010年6月到達高峰後緩步下滑。IMF預測，2011年及2012年主要先進經濟體失業率將逐漸小幅下滑(圖2-3)。

貨幣政策方面，2010年間多數主要先進經濟體基於通膨預期穩定且失業率持續走高，續採寬鬆貨幣政策<sup>14</sup>，以刺激國內景氣復甦，其中美國、英國及歐洲央行均維持政策利率不變<sup>15</sup>；日本央行為因應持續的通貨緊縮，以及日圓升值與股市疲軟，10月調降政策利率，再度重回零利率政策<sup>16</sup>；惟澳洲央行因通膨升溫疑慮，四度調升現金利率目標共4碼至4.75%。亞洲新興經濟體中，多數受經濟持續成長、通膨加速及信貸大幅擴增等因素影響，2010年間陸續調升其政策利率，例如中國大陸、馬來西亞及泰國等，香港及印尼則維持政策利率不變。2011年初，除中國大陸及泰國持續升息走勢外，印尼及歐洲央行鑑於物價上漲壓力增強，亦分別於2月及4月宣布調升政策利率各1碼(圖2-4)。

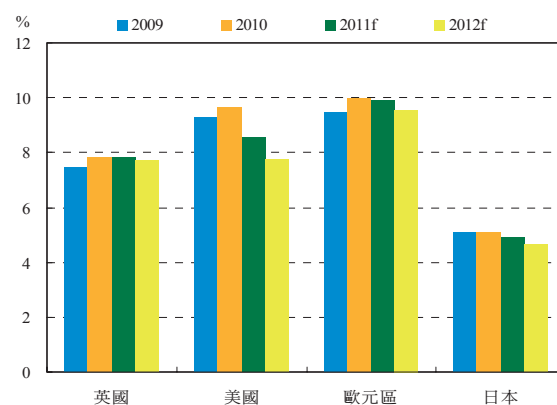
圖 2-2 全球消費者物價指數年增率



註：2011f 及 2012f 為 IMF 預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

圖 2-3 主要先進經濟體失業率



註：2011f 及 2012f 為 IMF 預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

<sup>13</sup> 美國勞工統計局2011年5月6日公布資料。

<sup>14</sup> 例如美國聯邦公開市場委員會(FOMC)於2010年11月啟動第二次量化寬鬆貨幣政策(QE2)，預計2011年6月底前買進6,000億美元之長期政府債券。

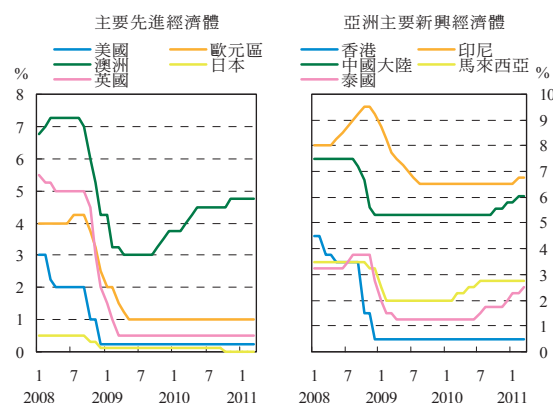
<sup>15</sup> 截至2011年3月，美國聯邦準備理事會維持聯邦資金利率目標於0%~0.25%；英格蘭銀行2009年間調降政策利率至0.5%之歷史新低後，迄今維持不變。

<sup>16</sup> 日本央行於2010年10月調降無擔保隔夜拆款目標利率，由0.1%降至0%~0.1%。

財政政策方面，深受財政問題困擾之先進經濟體，2010年受惠於經濟復甦使財政收入增加，加上金融援助行動逐漸退場與縮減政府花費使財政支出減少，財政赤字狀況多較上年改善，惟IMF預估2011年該等財政改革步調將放緩，且各國互異。其中，美國及日本再推出新一波財政激勵措施，且日本更面臨地震災後重建問題，均延緩其財政改革步伐；相反地，主要歐洲國家大致續採財政赤字縮減措施，例如德國及法國之財政刺激措施陸續退場，西班牙及英國大幅削減政府支出，希臘、愛爾蘭及葡萄牙亦持續進行大規模財政縮減計畫等(圖2-5)。至於新興經濟體，雖然2009年主要新興經濟體(例如巴西、中國大陸、印度)因擴張政府支出而有財政惡化情形，惟2010年部分新興經濟體(例如俄羅斯、沙烏地阿拉伯及土耳其)受惠於原物料價格上漲及延後資本支出計畫，IMF預估新興經濟體整體財政狀況將有所改善，且政府債務水準大致持平。

綜合IMF、經濟合作發展組織(Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD)及亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)近期對全球經濟發展之研究報告<sup>17</sup>，全球經濟前景仍面臨數項不利變數，包括：(1)主權債務危機可能由歐元區周邊國家擴散至核心國家；(2)主要先進經濟體在擬定中期財政整頓

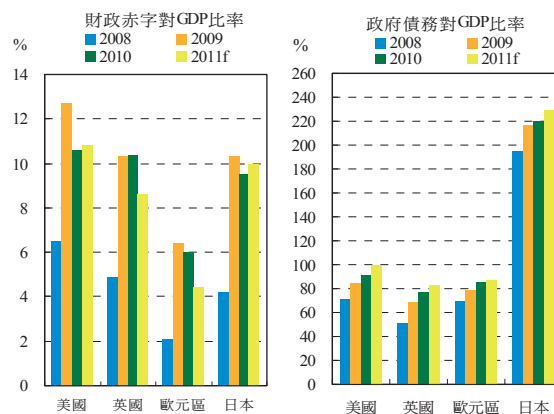
圖 2-4 主要經濟體政策利率



- 註：1. 主要先進經濟體：澳洲為現金利率目標，美國為聯邦資金利率目標，英國為官方利率，歐元區為主要再融通操作利率，日本為無擔保隔夜拆款利率目標。  
2. 亞洲主要新興經濟體：香港為貼現窗口基本利率，中國大陸為金融機構一年期放款基準利率，泰國為一天附買回利率，印尼為印尼央行利率目標，馬來西亞為隔夜拆款政策利率。  
3. 資料截至 2011 年 3 月底。

資料來源：各國或地區央行網站。

圖 2-5 主要先進經濟體財政赤字及政府債務狀況



- 註：2011f 為 IMF 預測值。  
資料來源：IMF。

<sup>17</sup> IMF, "World Economic Outlook," October 2010 and April 2011; IMF, "World Economic Outlook Update," January 2011; OECD, "Economic Outlook," Volume 2010/2, November 2010; ADB, "Asia Economic Monitor," December 2010.



計畫方面缺乏進展；(3)原物料價格高漲使通膨壓力增溫；(4)新興經濟體在有利出口貿易條件及大量國際資本流入之下，引發經濟過熱、通膨升溫、資產價格泡沫化之疑慮；(5)全球經常帳失衡，貿易保護主義抬頭，以及各國干預匯率引發外匯市場動盪。

為確保全球經濟穩健復甦，IMF認為需就全球失衡問題採取解決措施，包括：(1)先進經濟體應加速重建金融體系以恢復信用供給，並以適當速度執行財政整頓計畫，改革金融法規與監理制度，且提升經濟成長潛力，以恢復內部平衡；(2)新興經濟體應同時採取財政整頓與升息措施，並採用總體審慎工具，包括必要時採行資本移動管理措施，從而促進外部平衡。此外，OECD亦建議：(1)經濟政策應與財政整頓計畫配合，並隨景氣復甦步伐適度調整政策利率，且持續推動金融改革；(2)執行結構性改革，以提高財政整頓效率，改善就業市場，並降低全球失衡對儲蓄及投資之衝擊。

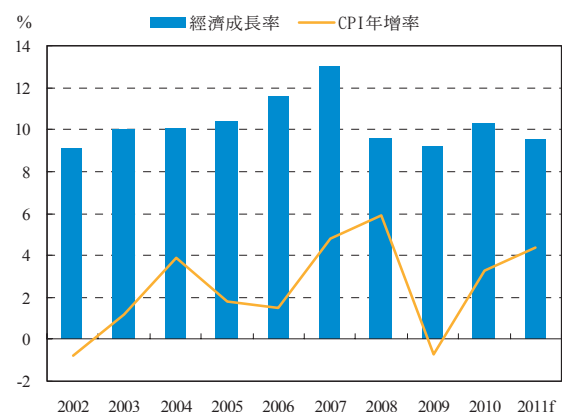
## (二) 中國大陸經濟成長快速，通膨壓力增溫，惟信用擴張放緩

### 1. 經濟成長快速，物價上漲壓力增大

中國大陸在擴大內需等振興經濟方案帶動下，民間消費與固定資產投資持續成長，2010年第1季經濟成長率由上年第4季之11.4%續升至11.9%。鑑於信用擴張過速及房市過熱，大陸國務院調整宏觀調控政策，中國人民銀行亦逐步緊縮貨幣，復以出口受全球經濟復甦趨緩影響而縮減，使經濟情勢自第2季開始降溫，成長率回落至10.3%，第3季續降至9.6%後趨穩，惟全年經濟成長率仍高達10.3%，Global Insight預測2011年略降至9.3%<sup>18</sup> (圖2-6)。

物價方面，由於消費需求升溫，食品價格上揚，2010年CPI年增

圖2-6 大陸經濟成長率及CPI年增率



註：2011f 係 Global Insight 2011 年 4 月預測值。

資料來源：中國國家統計局、Thomson Datastream 及 Global Insight。

<sup>18</sup> Global Insight 2011年4月預測值。

率呈上揚趨勢，5月首度超越官方設定之3.0%目標達3.1%。其後，因東北等主要農產地發生水災，助漲糧食價格，大陸國務院乃於8月間宣布採行7項穩定農產品價格措施<sup>19</sup>，惟CPI漲幅仍逐月擴大，11月達年度高峰5.1%，創28個月來新高。為抑制物價漲勢，國務院11月進一步宣布採行16項穩定物價措施<sup>20</sup>，中國銀行業監督管理委員會(簡稱中國銀監會)並要求商業銀行嚴查信貸資金挪用於農產品炒作、囤積、哄抬物價等違規行為。2010年中國大陸CPI平均年增率達3.3%，較上年之-0.7%大幅上揚。2011年3月CPI年增率續創新高達5.4%，且Global Insight預測2011年CPI平均年增率為4.5%<sup>21</sup>，物價上漲壓力持續上升(圖2-6)。

## 2. 貨幣政策趨緊，銀行信用及房價成長放緩

2009年間，中國大陸因採寬鬆貨幣政策，造成信用擴增過速，銀行承作人民幣放款年增率及M2年增率分別於6月及11月創歷史新高，達34.4%及29.7%。由於大量新貸資金流入房市，大陸地區70大城市平均房價年增率於2010年4月上升至12.8%，創近5年新高，房市有過熱現象。為紓解房市泡沫化及物價上漲壓力，2010年間，中國人民銀行六度調高金融機構存款準備率共3個百分點，兩度調升1年期存、放款利率分別至2.75%及5.81%，並多次進行公開市場操作，積極收縮市場流動性，大陸國務院等官方機構亦陸續實施抑制房價高漲措施(表2-1)。實施結果，12月人民幣放款年增率及M2年增率分別降至19.9%及19.7%，70大城市平均房價年增率亦下滑至6.4%(圖2-7及2-8)，銀行信用及房價成長均趨緩。

2011年初以來，由於物價上漲壓力升高，中國人民銀行持續調高存款準備率及調升存放款利率以緊縮貨幣<sup>22</sup>，國務院辦公廳亦進一步實施調控房地產市

<sup>19</sup> 大陸國務院2010年8月27日公布「國務院關於進一步促進蔬菜生產保障市場供應和價格基本穩定的通知」，7項穩定農產品價格措施包括：(1)強化「菜籃子」市長負責制；(2)加強蔬菜主要產地基礎建設；(3)改善蔬菜運送設備；(4)落實「綠色通道」政策；(5)改善蔬菜產銷關係；(6)強化蔬菜產銷資訊監控、預警與公布系統；以及(7)確保奶、蛋、魚、肉等農產品之生產與供應。

<sup>20</sup> 大陸國務院2010年11月19日公布「國務院關於穩定消費價格總水平保障群眾基本生活的通知」，16項穩定物價措施包括：(1)加強發展農業生產；(2)穩定供應農業副產品；(3)降低農業副產品運送成本；(4)確保肥料之生產供應；(5)確保煤、電、油、氣等能源之供應；(6)提供價格臨時補貼；(7)建立與物價連動之社會救助和生活保障標準；(8)落實規範收費之各項規定；(9)積極妥適推動價格改革；(10)規範農產品經營與精緻加工之市場秩序；(11)加強農產品期貨和電子交易市場監管；(12)健全價格監管法規；(13)加強價格監督檢查和反價格壟斷執法；(14)完善價格資訊發布制度；(15)切實落實「米袋子」省長負責制和「菜籃子」市長負責制；以及(16)建立跨部門市場價格調控之聯席會議制度。

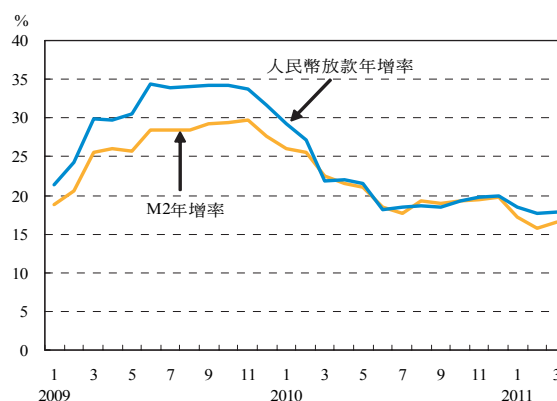
<sup>21</sup> Global Insight 2011年4月預測值。

<sup>22</sup> 2011年1至4月間，中國人民銀行再行調高金融機構存款準備率共1.5個百分點，調升1年期存、放款利率分別至3.25%及6.31%。

場措施(表2-1)，3月人民幣放款年增率及M2年增率分別續降至17.9%及16.6%(圖2-7)，房價上漲之城市數目亦逐漸縮減<sup>23</sup>。惟房價調整對不動產業及銀行放款品質之衝擊，值得關注。

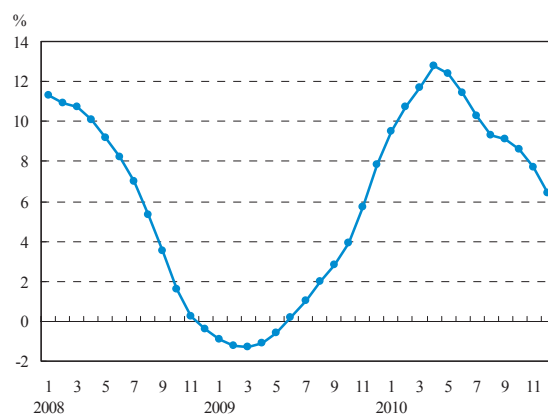
此外，金融危機期間中國大陸實施之振興經濟方案中，固定資產投資為經濟成長之主要動力，因此大陸各級政府無不投注大量資源增加對基礎建設之投資，其中，地方政府囿於財政收支預算及法令對銀行借款及發債之限制，乃藉由成立地方政府融資平台公司(簡稱融資平台公司)進行籌資<sup>24</sup>。部分銀行因融資平台公司具有地方政府提供之隱性保證<sup>25</sup>，無論額度審核或利率決定均相對寬鬆，導致近2年間融資平台公司之家數與舉債規模均急遽增加，引發對地方政府財政體質及融資平台公司償債能力之疑慮，促使大陸國務院等官方機構於2010年中起，積極清查處理融資平台公司債務<sup>26</sup>，期降低財政風險及健全銀行經營體質。

圖2-7 大陸M2及人民幣放款年增率



資料來源：中國人民銀行。

圖2-8 中國大陸70大城市平均房價年增率



註：自2011年起，中國國家統計局不再公布本資料。

資料來源：中國國家統計局。

<sup>23</sup> 自2011年起，中國國家統計局不再公布70大城市平均房價年增率，僅公布個別城市之房價指數。2011年第1季70大城市房屋(包括新建及二手屋)價格多數持續上漲，惟上漲城市數目逐月縮減；其中，1月有8成以上城市房價上漲，2月及3月分別降至7成及6成。

<sup>24</sup> 地方政府融資平台公司係指地方政府以財政撥款或提供土地或股權等方式設立之獨立法人公司。

<sup>25</sup> 部分地方政府就地方融資平台公司之債務提供保證或清償承諾，若該等貸款不具自償性，恐將損及地方政府財政體質。

<sup>26</sup> 2010年6月10日大陸國務院公布「國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知」，主要採行措施包括：(1)依貸款性質及償債來源適當分類、評估及清理融資平台貸款；(2)依功能及營運狀況分類及清理既存融資平台公司；(3)強化融資平台公司之貸款管理及金融機構對融資平台公司之授信管理；以及(4)嚴禁地方政府對融資平台公司提供擔保。2010年7月30日中國財政部、中國國家發展改革委員會、中國人民銀行及中國銀監會共同公布「關於貫徹『國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知』相關事項的通知」，就前揭措施訂定細部執行規則。

表 2-1 2010年及2011年第1季中國大陸抑制房價高漲措施

日期	發布機關	措施主要內容
2010.1.7	國務院辦公廳	房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率不得低於40%。
2010.4.17	國務院	1. 首次購屋頭期款比率不得低於30%。 2. 提高房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率下限至50%，且利率不得低於中國人民銀行放款基準利率之1.1倍。 3. 房價上漲過快地區之銀行，得暫停辦理購買第三間房屋放款。 4. 對無法提供1年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明的非本地居民，銀行得暫停相關住宅放款。
2010.5.25	中國財政部	1. 加強對土地增值稅之稽徵作業。 2. 提高土地增值稅預徵率。 3. 規範土地增值稅核定徵收率不得低於5%，並嚴禁以核定為主之稽徵方式。
2010.9.29	中國人民銀行 中國銀監會	1. 暫停辦理購買第三間房屋放款。 2. 暫停對無法提供1年以上當地納稅證明或社會保險繳納證明的非本地居民，辦理購屋放款。 3. 重申首次購屋頭期款比率不得低於30%，房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率不得低於50%，且利率不得低於中國人民銀行放款基準利率1.1倍之規定。
2010.9.29	中國財政部	自2010年10月1日起，出售房屋並在1年內重新購屋者，不再減免個人所得稅。
2010.11.4	中國住房和城鄉 建設部 國家外匯管理局	1. 境外個人限購一間自用住宅。 2. 在境內設立分支機構或代表處之境外機構，僅能在註冊城市購買辦公用之非住宅房屋。
2011.1.26	國務院辦公廳	1. 調整營業稅政策，對個人購買房屋未滿5年再行出售者，統一按其銷售收入全額課稅。 2. 提高房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率下限至60%，重申利率不得低於中國人民銀行放款基準利率之1.1倍。中國人民銀行各分支機構並可根據地方政府目標，提高前揭頭期款及利率下限。 3. 超過兩年仍未取得建照之房屋用地，立即收回土地使用權，並處以罰款；房地產開發建設投資未達25%(不含土地款)者，不得轉讓土地及開發項目。 4. 直轄市等大城市及房價過高或上漲過快城市，應訂定住房限購措施，對已擁有2間房屋之本地居民、擁有1間房屋之非本地居民及無法提供當地納稅證明或社會保險繳納證明之非本地居民，暫停向其售屋。

資料來源：本行金檢處整理。

### (三) 全球金融體系已有改善，惟依然脆弱

受惠於經濟好轉、流動性充沛及投資人風險偏好提高，2010年全球金融市場表現轉佳，全球股價普遍上揚，且銀行資本狀況逐漸改善。2010年10月IMF下修全球銀行與金融危機有關之應轉銷呆帳及提列準備金額至2.2兆美元(圖2-9)，其中約四分之三已實際轉銷或提列，尚餘5,500億美元待進一步處理。

儘管危及全球穩定之風險漸減，惟全球金融體系依然脆弱，雙軌式全球復甦(two-track global recovery)<sup>27</sup>持續對各國政策形成挑戰。其中，先進經濟體之經濟成

<sup>27</sup> 亦即先進經濟體成長緩慢，而新興經濟體成長快速。



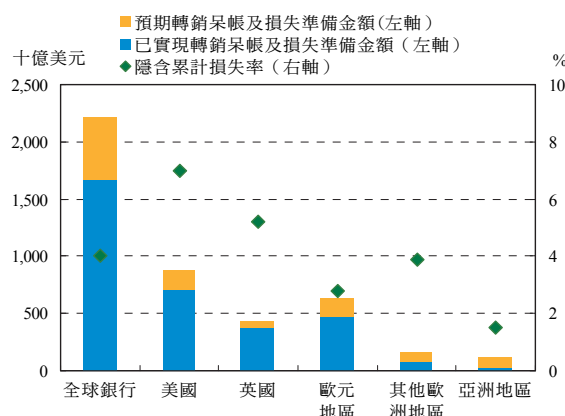
長減緩及財政失衡問題，引發市場對其主權債務能否持續之疑慮；政府債信與銀行部門暴險間之交互影響，使歐元區融資市場壓力再起，政府與銀行融資成本大增；益以家庭部門債務負擔加重，銀行部門信用風險升高。新興經濟體則因經濟強勁成長及先進經濟體採行寬鬆貨幣政策，吸引資金大幅流入，推升金融市場槓桿比率，恐有資產市場泡沫化之虞，且通膨壓力升高。

### 1. 先進經濟體金融體系依然脆弱

2010年第2季，歐元地區金融體系一度因希臘主權債務問題而出現動盪，在歐盟與IMF提供援助及希臘宣布財政改善計畫後，逐漸回穩，惟11月因市場對愛爾蘭政府財政及銀行體系疑慮加深，危機再起(專欄1)。歐元區主權債務風險惡化且擴散影響其他經濟體及銀行體系，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等五國(簡稱PIIGS)政府債券殖利率間之相關性，隨金融緊張情勢升高而急遽增加，其政府債券信用違約交換(credit default swap, CDS)利差亦顯著上升，且波及法國與德國(圖2-10)。部分歐元區銀行之股票與債券出現強大賣壓，且許多銀行面臨融資成本升高、融資期限縮短，甚至無法取得融資之困境。融資壓力加上銀行部門體質不佳，導致歐元區金融體系相當脆弱，極易受到市場波動之衝擊。

美國金融體系已有改善，惟仍存在局部弱點，包括：(1)銀行體系須募集更

圖2-9 IMF估計全球銀行資產損失情形

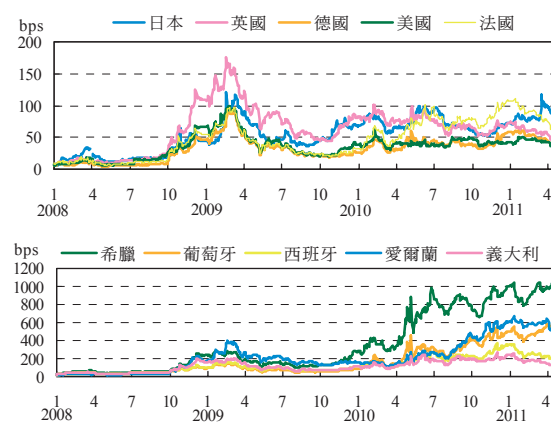


註：1.已實現轉銷呆帳及損失準備金額為2007年第2季至2010年第2季資料；預期轉銷呆帳及損失準備金額為預估2010年第3季至第4季資料。

2.其他歐洲地區包括丹麥、挪威、冰島、瑞典及瑞士等國銀行；亞洲地區包括澳洲、香港、日本、紐西蘭及新加坡等國或地區之銀行。

資料來源：IMF, “Global Financial Stability Report,” October 2010.

圖2-10 先進經濟體政府債券CDS利差



註：CDS 採五年期證券。

資料來源：Bloomberg。

多資本，以因應持續去槓桿化及美國金融監理改革之影響；(2)不動產市場依然疲弱，且眾多法拍查封案件阻礙信用供給及房貸市場正常運作；(3)市場關注之風險重點，已由民營機構轉移到政府部門財政狀況，以及政府部門如何因應沈重之財務負擔。日本則面臨銀行業資本水準偏低且獲利能力欠佳問題，加以股市不振更加重銀行資本與獲利之壓力，銀行體系亦有受政府債務融資能力轉弱波及之虞，而2011年3月大地震造成嚴重人員傷亡與財產毀損，對日本銀行業更是雪上加霜。

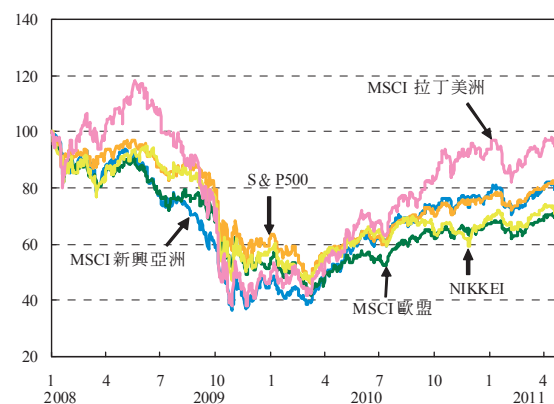
鑑於過去幾年之政府緊急援助措施已逐漸退場，低利率政策效果亦逐漸降低，財政刺激措施則面臨更多政治責難，IMF認為貨幣及財政援助政策將只有短期性效果，長期而言仍應進行結構性改革，包括有高額外債之國家(例如歐元區國家、美國、日本等)，應進一步採行中期且具可信度之財政整頓計畫及更佳之公共債務管理，而修復金融體系之國際金融監理改革工作，亦應持續進行<sup>28</sup>。

## 2. 新興經濟體受大額資本流入影響，金融風險升高

部分新興經濟體在經濟基本面相對健全及具高成長潛力，以及先進經濟體利率水準偏低之下，吸引全球資本大幅流入，尤以亞洲及拉丁美洲新興經濟體為最。依據IMF統計，金融危機時期一度減緩之國際資本移動，2010年因機構投資人資產重配置、套利交易及匯價升值預期而再度興起，其中流入新興經濟體之國際資本淨額約達其GDP之4%。

大量資本湧入部分新興經濟體，推升股價上漲。2010年以來新興市場股價指數普遍上揚，尤以拉丁美洲及亞洲部分經濟體表現較為突出(圖2-11)。資本流入亦引發新興經濟體信用大幅擴增，非金融民間部門債務對GDP比率明顯攀高，其中巴西、智利、中國大陸、印度及

圖2-11 國際股價指數表現



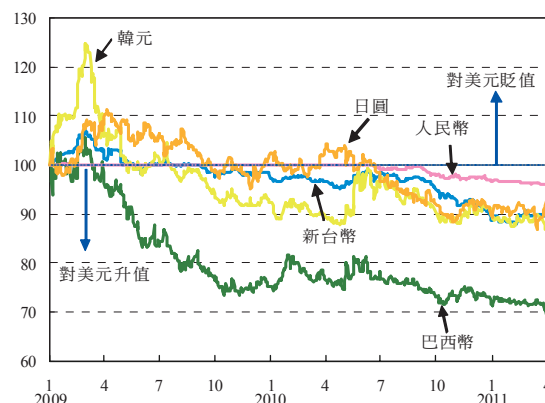
註：1.2008年1月1日=100。

2.MSCI 歐盟指數包括歐洲經濟暨貨幣聯盟國家及英國。  
資料來源：Bloomberg。

<sup>28</sup> IMF, "Global Financial Stability Report," April 2011.

韓國等國比率已接近15年來最高水準。此外，大量資本流入使得信用較差之企業容易透過發行債券以取得融資，亦導致投資人持有資產之信用品質下降。然而，一旦先進經濟體利率未預期地上升、新興市場經濟前景轉劣或投資人風險偏好改變，將引發資本逆轉大幅流出，不利金融穩定。

圖2-12 各種通貨對美元之升貶趨勢



註：2009年1月1日=100。

資料來源：Bloomberg。

大量資本流入亦加劇新興經濟體貨幣升值壓力，例如新台幣、人民幣、巴西幣Real、韓元等均面臨該等問題(圖2-12)。為防杜國際資本湧入影響匯率波動，危及金融市場與物價穩定，部分新興經濟體之政府陸續採行不同資本移動管理措施，以抑制短期國際資本流入(專欄2)。此外，為遏制投機性需求干擾國內金融資產價格，部分央行或金融監理機關例如我國、南韓、新加坡及香港等，亦就金融機構不動產相關貸款業務採取選擇性信用管制。

有關新興經濟體因應大額資本流入之可行措施，IMF建議<sup>29</sup>除採行總體經濟政策(例如調整匯價、累積外匯存底及緊縮財政政策)外，並可輔以總體審慎政策，例如規定更嚴格之貸放成數及限制融資來源組合等，以降低景氣過熱及金融失衡風險；若前述措施均無法有效降低風險，最後可考慮採行資本移動管理措施。此外，IMF認為越來越多跡象顯示此波資本流入新興經濟體係全球資產配置之結構性改變，新興經濟體尚應採取強化當地金融市場深度，以提升其吸納資本流入能力之因應政策，包括簡化公司債發程序、排除證券發行障礙及改善監理法規與金融基礎設施等。

#### (四) 國際金融監理改革有重要進展

2010年以來，國際金融監理改革已有明確進展。巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)於2010年12月發布資本與流動性改革內容

<sup>29</sup> IMF, "Global Financial Stability Report," April 2011.

(簡稱Basel III)，其中強化個別銀行健全性之個體審慎監理法規，例如提高銀行資本品質及資本水準、擴大風險性資產涵蓋範圍、增訂槓桿比率及增訂最低流動性標準等，已訂定明確規範，待落實於各國監理法規；至於確保金融體系整體穩定之總體審慎監理政策，例如針對順循環問題訂定資本緩衝規定，以及針對系統風險及相互關連性增提附加資本或嚴格限制大額暴險等，對各國而言仍是相當新的議題，實施時將面臨不小挑戰。有關Basel III內容，以及系統風險與總體審慎監理之意涵，請參見專欄3與專欄4。

此外，有關辨識系統重要性金融機構及衡量其系統風險貢獻度(contribution)之準則，用於降低系統風險之總體審慎監理政策，以及建立有效之跨國問題銀行處理機制(cross-border bank resolution)等，均尚在研擬或討論中，且待進一步推動。然而，為強化對系統風險之監控，歐美國家已紛紛成立系統風險專責監督機關，包括：(1)歐盟設立一個主要由各會員國央行總裁組成之「歐洲系統風險委員會」(European Systemic Risk Board, ESRB)，負責辨識、評估及監控影響金融穩定風險之總體審慎監理，並建立系統風險之預警機制，必要時建議採取因應措施，以弭平各種風險，該委員會已自2011年1月開始運作；(2)美國依據2010年7月發布之「Dodd-Frank華爾街改革與消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，成立由各金融監理機關首長組成之「金融穩定監督委員會」(Financial Stability Oversight Council, FSOC)，以監督並處理大型金融機構、金融商品及金融活動所引發之系統風險；(3)英國亦於英格蘭銀行內新設「金融政策委員會」(Financial Policy Committee, FPC)，負責監控可能威脅金融穩定之總體經濟及金融問題，並採行總體審慎監理工具。此股金融監理制度改革之國際潮流，值得我國注意。

## 二、國內經濟金融情勢

民國99年我國經濟成長強勁，且物價維持平穩；經常帳持續順差且外匯存底充裕，短期償債能力堅強；外債規模擴大但增幅趨緩，外債償付能力仍佳；政府財政赤字縮減，惟政府債務餘額攀升。