

貳、潛在影響金融部門之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟情勢

1. 全球景氣緩步復甦

2012年歐債危機持續蔓延，歐元區第四大經濟體西班牙之銀行業受房地產泡沫破滅拖累，財務陷入困境，希臘紓困亦一波三折，加以美國就業市場復甦緩慢，財政懸崖爭議衝擊市場信心，使前三季全球景氣低迷；其後在美國聯邦準備理事會(Fed)第三度擴大資產購買規模，歐洲中央銀行(ECB)推出直接貨幣交易(OMT)穩定市場信心，以及日本安倍新內閣將採更積極的振興經濟措施下，全球金融市場逐漸回穩，經濟亦漸趨好轉。

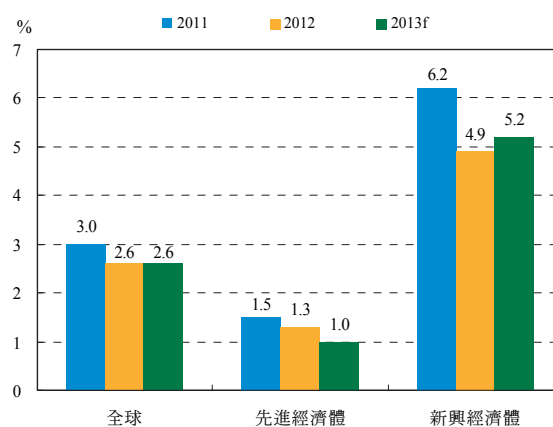
2013年，美國房市雖好轉，惟財政緊縮將有礙經濟成長，加以歐元區經濟恐持續衰退，全球經濟僅緩步復甦。Global Insight預測¹² 2013年全球國內生產毛額(GDP)成長率為2.6%，與2012年持平；其中先進經濟體復甦緩慢，2013年成長率為1.0%，低於2012年之1.3%；新興經濟體成長動能增強，成長率將由2012年之4.9%升至5.2%(圖2-1)。

(1) 先進經濟體面臨景氣疲軟、高失業及財政情勢嚴峻等問題

- 美國經濟溫和成長，就業市場改善

2012年美國在民間投資成長加速及政府支出下滑速度放緩之下，經濟成長率由2011年

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2013f 為 Global Insight 預測值。
資料來源：Global Insight (2013/4/15)。

¹² 同註1。

之1.8%升至2.2%。2013年初美國房市、就業等表現雖好轉，惟自動減支機制於3月啟動，影響廣及就業、民間消費及國防支出，將衝擊2013年經濟成長。Global Insight預測2013年美國經濟成長率為2.0%，略低於2012年(圖2-2)。

2012年美國失業率由2011年之8.9%降至8.1%，2013年初因房市復甦及能源部門蓬勃發展，3月失業率續降至7.6%之4年新低，惟主要係勞動參與率下滑使然。Global Insight預測2013年失業率將續降至7.7%(圖2-3)。

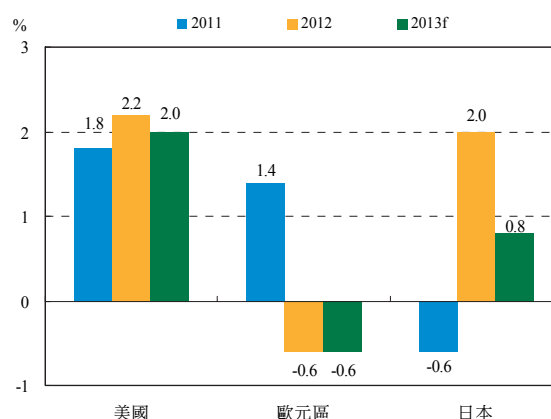
美國政府債務餘額相對GDP比重逐年增加，國際貨幣基金(International Monetary

Fund, IMF)估計2013年將續升為112%(圖2-4)。此外，美國2013年初面臨賦稅減免優惠到期及自動刪減支出同步執行之財政懸崖問題，雖因2013年1月2日通過新法案(American Taxpayer Relief Act of 2012)而縮小衝擊程度，惟自動減支已自3月正式啟動，除對美國經濟成長增添不確定因素外，也為全球經濟展望蒙上一層陰影(專欄1)。

• 歐元區GIIPS五國2013年進入償債高峰

2012年歐元區受歐債危機衝擊，經濟負成長0.6%。由於各國採行撙節政策，企業支出及民間消費持續疲弱，Global Insight預測2013年歐元區經濟

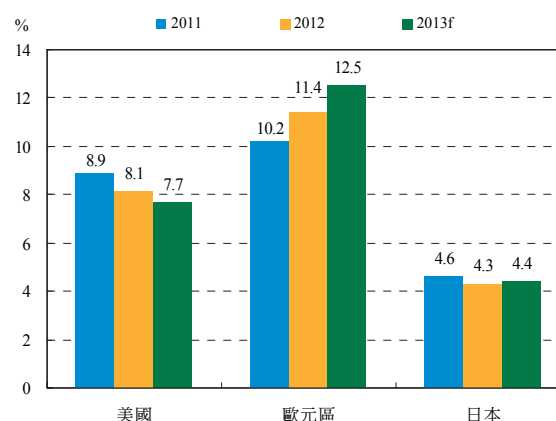
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2013f 為 Global Insight 預測值。

資料來源：各國官網、Global Insight (2013/4/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2013f 為 Global Insight 預測值。

資料來源：各國官網、Global Insight (2013/4/15)。

將持續衰退0.6%(圖2-2)。

2012年歐元區失業率達11.4%，創歷史新高，其中以青年失業問題最為嚴重，西班牙及希臘青年失業率均逾50%。Global Insight預測2013年歐元區失業率將續升至12.5%(圖2-3)。

歐元區政府債務餘額相對

GDP比重雖持續增加，惟在各國厲行財政撙節下，IMF預測2013年該比重將僅較2012年略增1個百分點(圖2-4)，惟2013及2014兩年希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙及西班牙(GIIPS)五國將進入償債高峰期。

• 日本安倍內閣提出振興經濟之三大主張

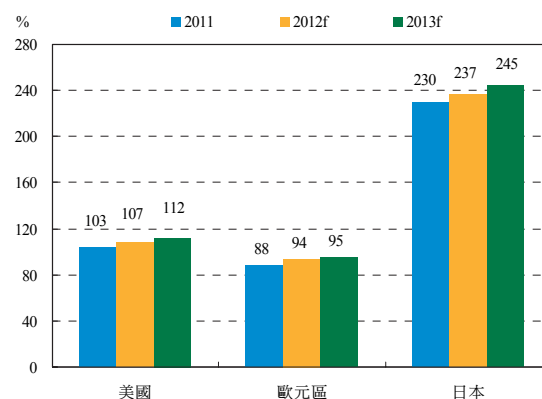
2012年日本因震災後重建需求及民間消費回溫，全年經濟成長率達2.0%。為因應震災資金需求，政府發行「復興債」，致2012年政府債務餘額相對GDP比重進一步攀升至237%(圖2-4)。2012年底安倍新內閣提出將採「寬鬆的貨幣政策」、「擴張性財政政策」及「吸引企業投資的成長戰略」，以打擊通貨緊縮，刺激經濟成長，影響所及，政府債務恐更形惡化。Global Insight預測2013年日本經濟成長率將降為0.8%(圖2-2)；失業率為4.4%，略高於2012年(圖2-3)。

(2) 亞洲新興經濟體景氣復甦步伐可望加快，東協十國失業率改善

受國外需求降溫之衝擊，2012年多數亞洲新興經濟體之經濟成長放緩，中國大陸之經濟成長率亦由2011年之9.3%降至7.8%。泰國受惠於水災後重建需求，菲律賓則在海外勞工匯回款支撐民間消費，以及政府擴大公共支出下，兩國2012年經濟成長率大幅提高，影響所及，東協十國2012年成長率由2011年之4.7%升至5.5%(圖2-5)。

預期2013年在全球經濟緩步復甦帶動下，Global Insight預測2013年亞洲

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比重



資料來源：IMF Fiscal Monitor Database, October 2012。

新興工業化經濟體成長率將由2012年之1.7%升至2.6%；東協十國亦將穩健成長，惟預測成長率為5.1%，略低於2012年之5.5%(圖2-5)；預測亞洲新興工業化經濟體失業率為3.6%，略高於2012年之3.4%，東協十國失業率則續降至4.5%(圖2-6)。

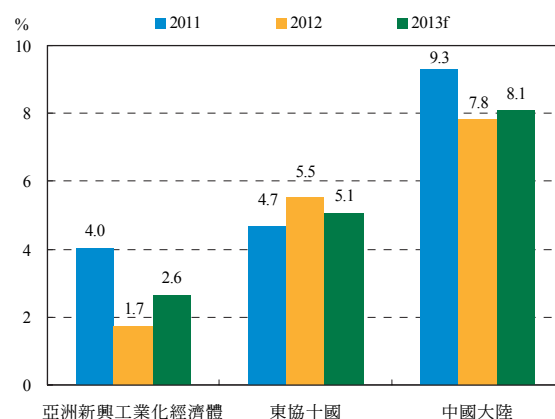
近來先進經濟體量化寬鬆之負面作用逐漸發酵，國際熱錢流入亞太地區，除導致亞洲貨幣面臨龐大升值壓力外，更可能造成資產和信貸泡沫。國際信評機構標準普爾(S&P)亦指出熱錢快速移動可能對亞洲經濟體造成衝擊¹³。

2. 全球通膨壓力持續減輕

雖然2012年第3季全球糧食與原油價格因氣候及地緣政治問題一度大漲，惟隨穀物產地氣候改善，且全球景氣仍疲軟，商品價格回穩，2012年全球通膨仍較2011年緩和，消費者物價指數(CPI)年增率由4%降至3.2%，先進及新興經濟體CPI年增率均較2011年為低(圖2-7)。

2013年初原油價格雖一度走高，惟後因中國大陸第1季經濟數據欠佳及歐元區經濟持續衰退而反轉下滑，加以國際穀物價格因產地天候改善而回穩，全

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



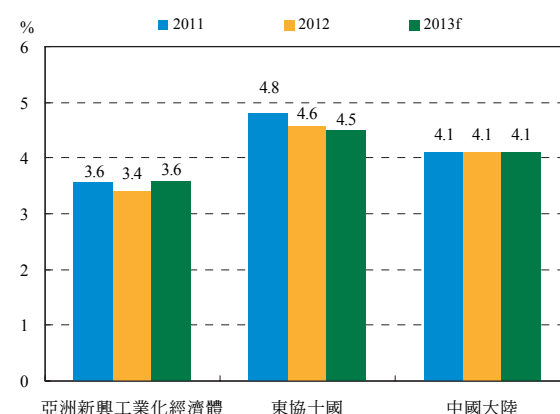
註：1. 2013f 為 Global Insight 預測值。

2. 亞洲新興工業化經濟體包括臺灣、香港、新加坡及南韓。

3. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：各國官網、Global Insight (亞洲新興工業化經濟體為 2013/2/22 預測值，東協十國及中國大陸為 2013/4/15 預測值)。

圖 2-6 亞洲新興經濟體失業率



註：1. 2013f 為 Global Insight 預測值。

2. 亞洲新興工業化經濟體包括臺灣、香港、新加坡及南韓。

3. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：各國官網、Global Insight (亞洲新興工業化經濟體為 2013/2/22 預測值，東協十國及中國大陸為 2013/4/15 預測值)。

¹³ Standard & Poor's (2013), *Economic Research: Global Credit Conditions Underpin Economic Growth Outlook in Asia Pacific*, March 13.

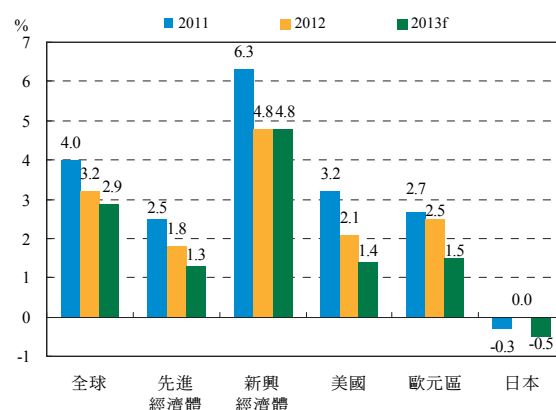
球能源價格仍平穩。Global Insight 預測2013年全球CPI年增率將續降至2.9%(圖2-7)。

3. 先進經濟體續採寬鬆貨幣政策，擴大資產購買規模

貨幣政策方面，多數先進經濟體利率已低，調降空間有限。面對全球景氣下滑，ECB於2012年7月降息¹⁴，澳洲央行2012年間亦四度降息；美國及日本央行則維持低利率政策不變(圖2-8)，並數度擴大資產購買規模(表2-1)。

亞洲新興經濟體為因應全球景氣持續走緩對國內經濟之衝擊，貨幣政策亦持續寬鬆，2012年以來多數國家持續調降政策利率(表2-1)。

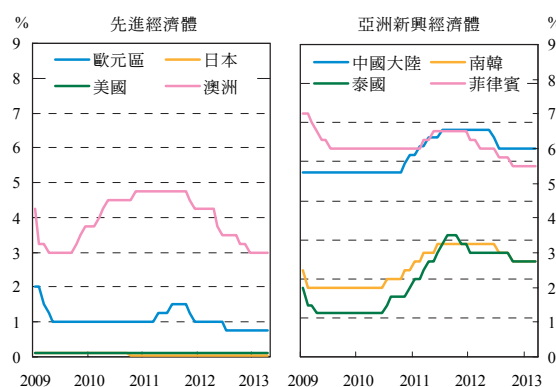
圖 2-7 全球物價指數年增率



註：2013f 為 Global Insight 預測值。

資料來源：各國官網、Global Insight (2013/4/15)。

圖 2-8 先進及亞洲新興經濟體政策利率



註：1.資料截至2013年4月。

2.歐元區政策利率為主要再融通操作利率，日本為無擔保隔夜拆款目標利率，美國為聯邦資金利率目標，澳洲為現金利率目標，中國大陸為1年期放款基準利率，南韓為基準利率，泰國為1天期附買回利率，菲律賓為附買回利率。

資料來源：各國央行網站。

¹⁴ 同註2。

表 2-1 近期先進及亞洲新興經濟體寬鬆貨幣相關事件

經濟體	年 / 月	內 容
美國	2012/9	美國聯邦公開市場委員會(FOMC)決議，每月將額外購買400億美元機構房貸擔保證券(Agency MBS)，直到就業市場前景明顯改善。
	2012/12	FOMC決議每月持續購買400億美元Agency MBS，並於2012年底「延長持有債券平均年期計畫」到期後，每月買入450億美元中、長期公債。此外，將持續以機構債(Agency Debt)及Agency MBS到期本金再投資於該市場，直到就業市場前景改善為止；並決議維持聯邦資金利率目標區間在0%~0.25%，且在失業率高於6.5%、1至2年通膨率不高於2.5%，以及長期通膨預期穩定下，將維持聯邦資金利率於現行水準。
歐元區	2012/7	ECB調降主要再融通操作利率1碼至0.75%。
日本	2012/2、4、9、10、12	日本央行五度擴大資產購買規模至101兆日圓。
	2013/1	日本央行將通膨目標由原先之1%提高至2%，2014年起將無限期每月買入13兆日圓資產，無擔保隔夜拆款目標利率則維持於0%~0.1%水準不變。
	2013/4	日本央行實施新的「量質兼備的貨幣寬鬆政策」(quantitative and qualitative monetary easing)，將金融市場調節操作目標，由無擔保隔夜拆款利率改為貨幣基數。2年內貨幣基數、長期公債及指數股票型基金(ETFs)之持有餘額，均將擴大為原規模的2倍，分別至270兆日圓、190兆日圓及3.5兆日圓；另不動產投資信託(J-REITs)之持有餘額，亦將增加600億日圓至0.17兆日圓。
澳洲	2012/5、6、10、12	澳洲央行四度降息至3.00%。
中國大陸	2012/6、7	中國人民銀行兩度調降金融機構1年期存放款基準利率至3.00%及6.00%。
南韓	2012/7、10	南韓央行兩度調降基準利率目標至2.75%。
泰國	2012/1、10	泰國央行兩度調降1天期附買回利率至2.75%。
印尼	2012/2	印尼央行調降存單利率1碼至5.75%。
菲律賓	2012/1、3、7、10	菲律賓央行四度調降附買回利率至5.50%。

資料來源：各國官方網站。

(二) 國際金融情勢

1. 國際金融市場有所改善

2012年國際金融市場持續受歐債危機影響。ECB於2011年12月及2012年2月兩度採行3年期之長期再融資操作(LTRO)，對銀行體系合計釋出約1兆歐元之低利資金，有助於降低第1季市場融資緊縮壓力，並使各資產市場短暫恢復穩定，全球主要股市多以正面回應(圖2-9)。

然而，2012年5月初希臘選舉後之政策不確定性，加上投資人對歐元區周邊國家(GIIPS)¹⁵之經濟成長及銀行健全性疑慮再起，衝擊投資信心，導致該等國家資本外流，公債殖利率再度回升，尤以希臘上升幅度最大(圖2-10)。ECB採行

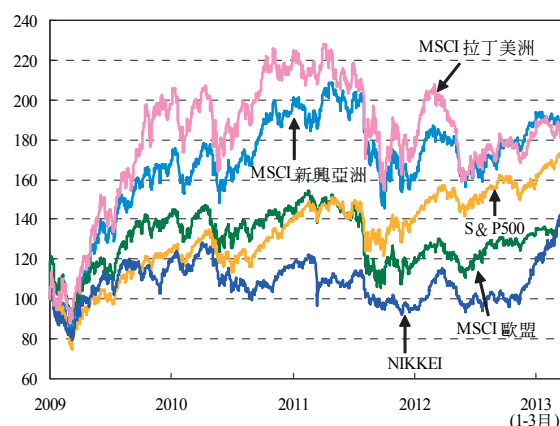
¹⁵ 同註3。

3年期LTRO雖有助於支撐對該等國家政府債券之需求，惟正面效果業已減弱，風險趨避(risk aversion)程度急劇擴大，資金流向安全性資產，導致美國、德國及瑞士公債殖利率大幅下滑。尋求安全港的資金亦大幅流入日本，使日本公債殖利率下降至歷史低點，日圓則持續升值(圖2-11)。由於風險趨避升高導致投資人對新興市場信心下降，市場對於新興市場是否有能力因應國內經濟轉弱，尤其在政策空間縮小及全球前景黯淡之情況下，疑慮日增。

第3季起，受希臘債務危機未除，以及西班牙地方政府財政惡化與銀行業壞帳率持續攀高之衝擊，經濟下滑風險仍高，ECB於7月將政策利率(主要再融通操作利率)由1.0%調降至0.75%之歷史低點¹⁶，另將隔夜存款利率由0.25%降至0%，以鼓勵銀行增加同業間拆放，並於9月宣布直接貨幣交易(OMT)計畫，在次級市場無限額購買1至3年期之歐元區主權債券¹⁷，以紓解歐洲金融危機惡化風險，加上10月歐元區永久性紓困機制－歐洲穩定機制(ESM)正式上路後，使歐洲深陷債務困境之GIIPS五國公債殖利率明顯下降(圖2-10)。

此外，2012年9月美國聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)鑑於第3季經濟雖溫和成長，惟就業成長緩慢且失業率仍處於高點，決

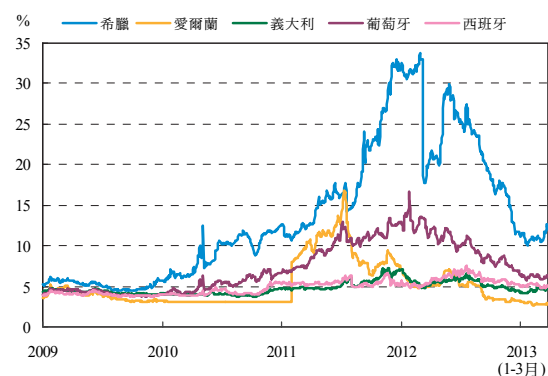
圖 2-9 國際股價指數表現



註：1.2009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。

圖 2-10 歐元區GIIPS政府債券殖利率



註：各國政府債券殖利率除愛爾蘭為5年期外，其餘為10年期資料。

資料來源：Bloomberg。

¹⁶ 同註2。

¹⁷ OMT收購目標將侷限於向EFSF/ESM提出紓困申請且遵守其設立之財政撙節與相關改革計畫國家之債券，ECB並放棄優先債權人地位，以降低債務陷入困境國家的舉債成本。

議維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%，並維持此一超低利率水準至2015年年中，另宣布將每月額外購買400億美元機構房貸擔保證券(通稱第三輪量化寬鬆措施或QE3)，且繼續採行延長持有債券平均年期之計畫至2012年底。

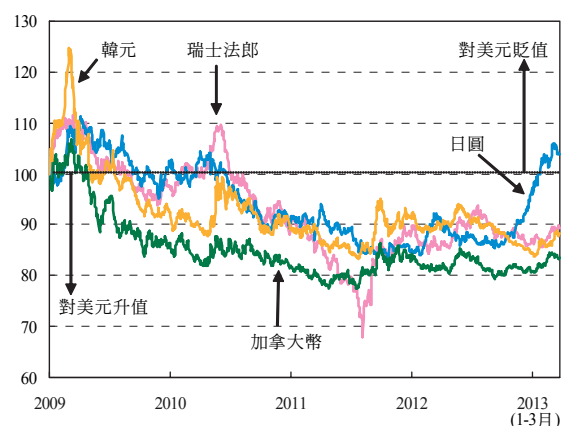
日本央行為防範經濟再次陷入衰退，並對抗通貨緊縮，亦於2012年9月、10月及12月連續擴增資產購買計

畫¹⁸ (Asset Purchase Program)規模至101兆日圓，以引導長期利率及各項風險溢酬(risk premiums)下滑。日本政府與央行並於2013年1月宣布將推動通膨目標制度，將通膨目標¹⁹由1%提高至2%，進一步強化貨幣寬鬆政策，導致日圓重貶及日本股市飆漲(圖2-11、2-9)，並對亞洲國家之匯率穩定產生一定程度之影響(專欄2)。

歐美主要國家及日本積極採行超低利率政策及非常規措施(包括資產購買)，對金融市場大量注資，致2013年第1季國際金融情勢顯著改善，資產價格上漲，全球主要股市明顯回升(圖2-9)。惟歐元區周邊國家主權債務相對於GDP比率尚高，其部分銀行仍面臨融資成本居高不下、資產品質惡化及獲利不佳等挑戰。

各國實施貨幣寬鬆政策不斷推升資產價格，可能有泡沫化疑慮，且利率長期維持在低檔，將增加面對利率上升的脆弱性及敏感性，各國央行在執行貨幣寬鬆政策之退場時，應審慎規劃退出機制並妥為因應，以降低對市場之衝擊。此外，新興經濟體受先進經濟體貨幣寬鬆政策之外溢(spill over)影響，使其資產價格波動風險提高，對金融穩定有不利影響。世界銀行2012年12月之「東亞與太平洋地區經濟半年報」²⁰，即建議東亞各國央行應密切監控資本流入動向，短期可採取資本管制以減少多餘的資本流入。

圖 2-11 主要通貨對美元之升貶趨勢



註：2009年1月1日=100。

資料來源：Bloomberg。

¹⁸ 日本央行於2010年10月首次宣布資產購買計畫額度35兆日圓，隨後陸續推動8次擴增資產購買規模達101兆日圓，可購買資產範圍包括日本政府債券、國庫券、商業本票、公司債及與利率連結之ETF等有價證券額度76兆日圓，另提供貸款額度25兆日圓。

¹⁹ 係指消費者物價指數(CPI)年增率。

²⁰ 同註4。

2. 國際金融改革已有進展，惟仍需持續推動並落實執行

2008年爆發金融危機及後續歐債危機，對國際金融體系及金融市場造成嚴重衝擊，各國金融監理機關及國際機構為因應該等危機，已陸續推動多項金融監理改革措施，旨在提高金融市場與金融機構透明度，降低複雜性及去槓桿化等，以降低金融機構風險，提高其復原力，進而提升金融體系安全性。

該等國際金融改革主要聚焦於：(1)提高法定資本水準與流動性緩衝，強化金融機構因應壓力能力；(2)限制存款機構之自營交易及投資行為，避免重演次級房貸金融風暴；(3)將零售銀行業務與投資銀行業務分離，對零售銀行要求較高之監理標準；以及(4)強化影子銀行及OTC衍生性商品交易之監理，避免非銀行機構及OTC市場影響金融穩定。表2-2就銀行業、金融市場及非銀行機構等面向，彙整相關金融監理改革之措施及時程，並以專欄3說明近期有較明確進展之影子銀行監理議題。

國際金融改革議程雖已有相當程度進展，惟根據IMF調查，金融體系過於複雜、銀行資產過於集中、國內銀行間連結密切及太大而不能倒等問題依然存在，有賴各國金融監理機關及國際機構持續推動並落實執行，以健全國際金融體系及金融市場發展。

表 2-2 主要金融監理改革措施及時程

主要改革	內容	時程
銀行業		
一、全球金融改革		
1. Basel III資本要求	● 變更資本定義。	2019年完成
	● 更適切評估風險。	2019年完成
	● 交易簿活動之增額風險資本計提。	2019年完成
	● 衍生性商品及附買回交易之交易對手暴險採較高資本計提。	2019年完成
	● 增提保留緩衝資本與抗循環緩衝資本。	2019年完成
	● 提高全球系統性重要金融機構(G-SIFIs)之資本計提。	2019年完成
	● 銀行對集中交易對手違約結算基金暴險之資本計提。	2019年完成
2. 全球系統性重要銀行(G-SIB)增提資本	● 系統性重要銀行應增提普通股資本。	2019年完成
3. Basel III流動性規定	● 流動性覆蓋比率：要求高品質流動資產足以支應30天資金流出。	2019年完成
	● 淨穩定資金比率：要求資產與負債到期日更密切搭配。	2018年完成

主要改革	內 容	時 程
4. Basel III槓桿比率	● 對第1類資本占資產(包括表內及表外資產，不考慮風險權數)比率設定下限(3%)。	2018年完成
5. FSB薪酬規範	● 董事會對薪酬政策之責任。	已實施
	● 薪酬應與風險及任職期間相當。	
	● 監理機關應監管薪酬政策。	
6. 公司治理	● 強調良好公司治理，包括銀行董事會之責任。	研議中
7. G-SIFIs倒閉清理	● 降低金融機構倒閉時需耗用公共資金之機會。	持續施行 ¹
二、國內金融改革		
1. 美國Volcker Rule (Dodd-Frank 法)	● 限制存款機構之交易活動及投資私募股權基金與避險基金。	Volcker Rule 草案已提出，尚未定案
2. 英國Vickers Report	● 「圈護」(ring-fencing)英國零售銀行，將零售銀行業務與投資銀行業務分離。要求圈護之零售銀行增加資本計提。	2019年完成
金融市場		
全球金融改革		
OTC衍生性商品	● 將衍生性商品交易標準化。	時程不一 ²
	● 透過集中交易對手機制(CCPs)，清算標準化衍生性商品交易。	
	● 在電子交易平臺進行標準化衍生性商品交易。	
	● 向衍生性商品交易資料庫(trade repository)申報衍生性商品交易資料。	
	● 對未集中清算之衍生性商品交易，規範較高資本計提與保證金要求。	
非銀行機構		
全球金融改革		
1. 影子銀行	● 監理影子銀行與評估風險。	2012年11月 FSB已提出強化監理影子銀行建議草案，預訂2013年9月定版。
	● 對沖基金註冊；改良證券化商品監理準則。	
	● 未來監理改革包括改良間接監理(indirect regulation)，藉由影子銀行與一般銀行之往來進行監理；對貨幣市場基金提高流動性與評價規範；對附買回交易與融券進行規範。	
2. 全球系統性重要保險公司(G-SIIs)	● 為終結太大不能倒問題，G-SIIs亦應納入規範。	國際保險監理官協會(IAIS) 預計2013年第2季提出辨識G-SIIs方法論。
其他改革措施		
信用評等	● 註冊與監理信評機構。監理方式包括信評準則、信評績效與原始資料透明化。	持續施行
	● 減少金融監理對信評之依賴，FSB要求其會員國應於2014年初完成相關法規之檢視。美國已自法規中移除參考信評結果之規範。	持續施行

註：1. 2013年6月以前，金融穩定委員會(FSB)訂定的清理策略與計畫將適用於2011年11月指定的所有G-SIFIs，並將於2013年下半年首次評估G-SIFIs清理程序之進展。

2. FSB於2013年4月G20會議提出OTC衍生性商品交易最近改革時程報告，並要求各會員國在同年9月高峰會前，具體確認衍生性商品交易改革之立法及報告交易資料庫規範之妥適性。

資料來源：IMF (2012), *Global Financial Stability Report-Restoring Confidence and Progressing on Reforms*, October; FSB (2013), *To G20 Ministers and Central Bank Governors- Progress of Financial Regulatory Reforms*, February。

(三) 中國大陸經濟金融情勢

1. 景氣緩步回升

2012年初以來，中國大陸因外需減弱，加上國內房市降溫衝擊內需，致第3季經濟成長率降至3年來新低之7.4%，且連續7季走緩。由於中國人民銀行自2012年2月起，多次降息及調降存款準備率之效應逐漸顯現，2012年第4季成長率回升至7.9%，全年經濟成長7.8%，雖為13年來新低，惟高於7.5%之官方目標。2013年第1季經濟成長率再降至7.7%，顯示景氣復甦仍存在不確定性。中國大陸積極進行經濟成長結構轉型，未來將以擴大內需，並推動城市化來支撐經濟成長，Global Insight預測2013經濟成長率將回升至8.1%(圖2-12)。

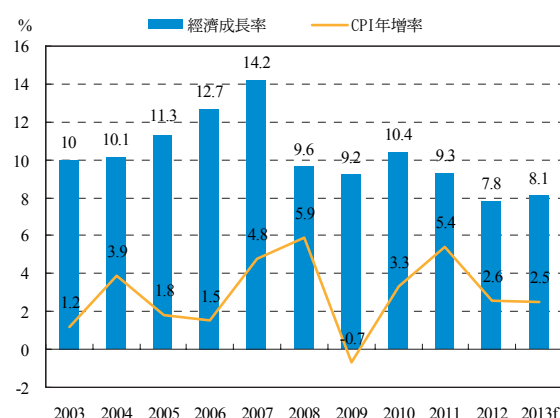
2. 食品類價格回軟，通膨壓力減輕

物價方面，因國際原物料價格回穩、國內食品類價格漲幅趨緩，加上非食品類價格走勢平穩，致2012年CPI年增率自2011年之5.4%下滑至2.6%，2013年2月受農曆春節及2012年基期較低等因素影響，升至3.2%，3月回跌至2.1%(圖2-13)。Global Insight預測2013年中國大陸全年CPI年增率將續降至2.5%(圖2-12)。

3. 銀行信用擴張轉強，貨幣政策趨於審慎

在景氣走緩，通膨壓力降低之下，中國人民銀行自2012年2月起兩次調降金融機構存款準備率共1.0個百分點，並兩度調降1年期存、

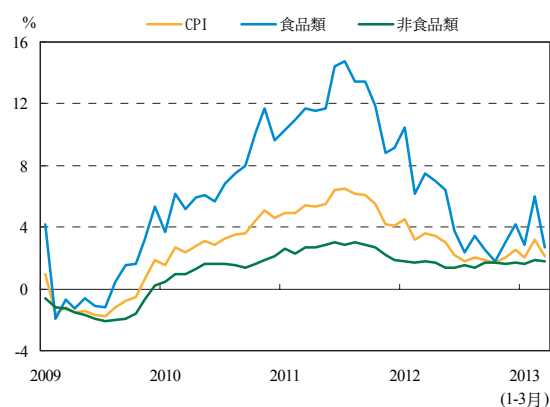
圖 2-12 中國大陸經濟成長率及CPI年增率



註：2013f 係 Global Insight 預測值。

資料來源：中國國家統計局、Global Insight (2013/4/15)。

圖 2-13 中國大陸食品與非食品類CPI年增率



資料來源：中國國家統計局。

放款基準利率分別至3.0%及6.0%，且自7月降息後，改以附買回操作方式²¹釋出資金，M2年增率及人民幣新增放款維持平穩走勢。迨至2013年1月，因市場資金漸趨寬裕，加以景氣復甦已趨明朗，M2年增率自2012年底之13.8%上升至15.9%，全體銀行新增放款達1.07兆人民幣，亦創3年來新高。

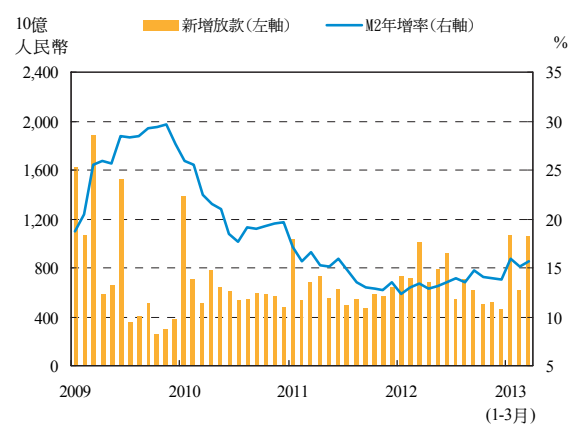
2013年2月19日中國人民銀行首度以附賣回操作方式²²收縮市場資金，2月M2年增率及新增放款雙雙下滑，惟3月均再度回升，2月及3月M2年增率分別為15.2%及15.7%，均高於2013年全年13%目標(圖2-14)。

4. 房市升溫及影子銀行體系蓬勃發展

2013年1月中國大陸70大城市平均房價年增率0.8%，為10個月來首度正成長，月增率則連續7個月正成長。為因應房市升溫，2013年2月起中國大陸陸續公布包括出售自有住房課徵20%個人所得稅、提高第2戶住房放款之自備款比例與放款利率等房價調控措施，惟短期效果有限，2月及3月70大城市平均房價年增率仍分別升至2.1%及3.6%(圖2-15)。

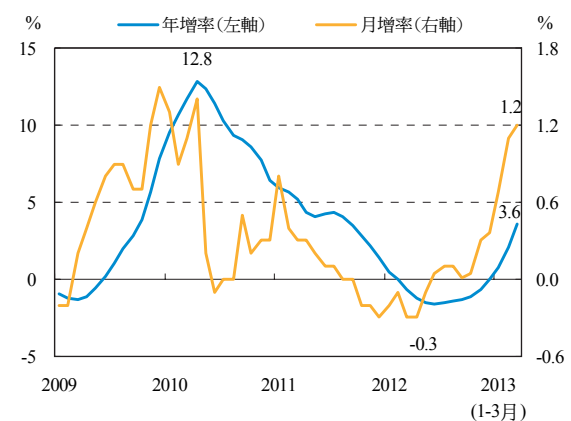
由於中國大陸長期以來實施利率與信用分配管制，加上大型商業銀行壟斷多數信貸業務，金融中介功能不足，導致影子銀行體系²³之業

圖 2-14 中國大陸M2年增率及新增放款



資料來源：中國人民銀行。

圖 2-15 中國大陸70大城市平均房價上漲率



註：2011年起之數據係 Thomson Reuters 依中國國家統計局公布之數據推算。

資料來源：中國國家統計局及 Thomson Reuters。

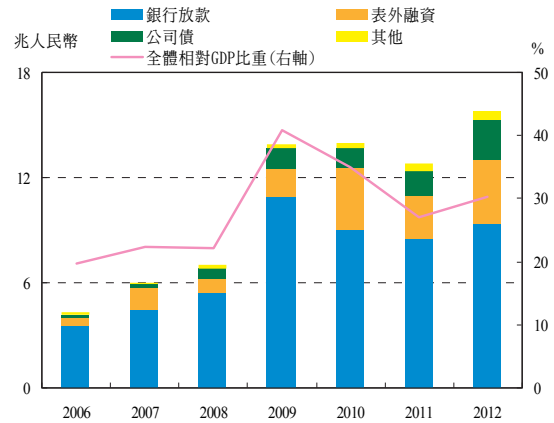
²¹ 同註5。

²² 中國人民銀行稱為正回購操作。

²³ 中國大陸之影子銀行體系，包括：(1)當鋪、擔保公司、小額貸款公司等非銀行機構；(2)私募股權基金；(3)委託貸款、信託貸款、個人理財等銀行財富管理業務；以及(4)資產證券化及衍生性商品等金融創新業務等。本項定義係參考IMF (2011), *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, Country Report No. 11/321, November, 以及張大成(2011)「中國影子銀行風險積聚」, 台灣銀行家雜誌2011年12月號。

務應運而生。全體社會融資規模中，代表影子銀行業務一部分之表外融資規模近年逐漸擴大(圖2-16)，顯見影子銀行業務相當活躍。2011年溫州民間借貸危機暴露此問題之嚴重性。影子銀行最大風險在於過高之槓桿倍數，在未有完備之監理機制下，一旦經濟出現波動時，將嚴重衝擊金融體系。

圖 2-16 中國大陸全體社會融資規模



資料來源：中國人民銀行。

專欄1：美國財政懸崖對全球經濟金融之影響

一、財政懸崖之緣由

財政懸崖泛指美國的稅賦減免優惠到期與自動刪減政府支出兩大措施會於2013年初同步執行，由於其涵蓋範圍廣，將帶給美國經濟相當大的負面衝擊，故聯邦準備理事會主席柏南克以「財政懸崖」稱之。

稅賦減免優惠到期，主要是針對前後任總統小布希與歐巴馬所分別調降之所得稅與薪資稅(幅度各為4.6%與2%)，以及最低稅負制能否依通膨率進行調整。而自動刪減政府開支則是因美國民主、共和兩黨遲遲無法通過長期減赤方案，故依據2011年8月所通過之預算控制法案(Budget Control Act of 2011)，政府支出刪減機制將會自動啟動(Sequestration)，並預定從2013至2022財政年度共刪減約1.2兆美元的聯邦政府支出，其中國防與非國防部分大致各占一半。

雖然減稅到期與自動減支可立即有效改善美國的財政沈痾，但是聯邦準備理事會及多個經濟機構皆表示，削減財政赤字力道過猛將傷害復甦中的美國經濟。2012年11月美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)報告即指出，財政懸崖發生(總金額約6,070億美元，占GDP 3.8%)將使美國經濟成長率下降2.2個百分點，就業人口增加數將減少270萬人。以史為鏡，1969年美國總統詹森以提高所得稅率方式，扭轉了高達2.9% GDP的美國財政赤字，當時甚至還出現財政盈餘，然而，美國在該年第4季則立即陷入經濟衰退。

但是美國若不著手刪減財政赤字，其債務上限將被迫不斷調升，以應付節節攀高的債務餘額，最後造成政府債務的可續性受到質疑。截至2012年12月31日，美國聯邦政府總債務餘額為16.433兆美元，已超過法定債務上限之16.394兆美元。CBO警告，若美國政府不進行大規模改革，未來10年美國財政赤字共將增加9.975兆美元。另外，前述CBO報告亦顯示，在沒有提出任何減赤替代方案下阻止財政懸崖的發生，將使得大眾所持有美國公債餘額占GDP比重在2022年時額外增加31.2%，屆時，市場投資人對美國公債恐將望而卻步。回想2011年8月5日信評機構標準普爾(S&P)把美國主權債信評等從AAA調降至AA+，此舉已透露出金融市場不再對美國債務問題毫無保留地包容。

對於美國政府目前陷入短期財政懸崖與中長期健全財政的兩難抉擇中，聯邦準備理事會主席柏南克則是建議，平衡預算的節奏應是短期漸進執行，以避免傷害復甦中美國經濟，等到景氣回溫，則可擴大規模以謀求長期財政穩定。另外，他也表示，不論是採取增稅或減支措施，政策制定者都應設法提高誘因而來促進經濟成長。

二、對全球經濟金融之影響

如果美國財政懸崖發生，其將會透過貿易與信心兩條主要途徑，影響全球經濟與金融。依據國際貨幣基金2012年Spillover Report，當財政懸崖每拉低美國總產出1%，對依賴美國出口較深的幾個先進國家與中國大陸，會因出口成長萎縮承受1/4左右的GDP減損(圖A1-1)。至於在信心途徑上傳導，財政懸崖可能會造成全球金融市場的高度不安，主要因美國是儲備貨幣發行者與全球金融產業的龍頭，而用美元計價的資產更是難以計數。如果投資人出現信心恐慌，資產價格勢必滑落，這也意味著家計財富隨之縮水，進而影響消費支出；同時，金融市場功能受損造成企業籌資困難，不利投資擴產，最後全球經濟又將再度承受另一次打擊。

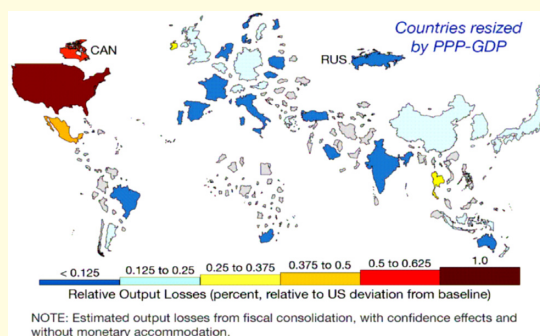
另外，世界銀行經濟學家Theo Janse van Rensburg在2012年9月發表的文章亦指出，以美國對全球經濟之重要性，一旦財政懸崖發生將造成美國總產出下降，全球貿易量因而減少1.5%。影響所及，高所得國家的GDP平均約會下降1%，而開發中國家則是0.6%。同時，對於想藉由增加出口成長走出經濟衰退的歐元區國家而言，此衝擊對它們的經濟更是雪上加霜。

對我國而言，目前美國是我國第二大出口國，占總出口金額的11%，若加計透過其他國家間接出口到美國的貿易額，則再增加約8%，估計實際出口比重可達19%。由此可知，美國經濟榮枯，對我國實體經濟具有重大影響力。另外，美國財政懸崖的變化因涉及美國經濟前景與該國公債發行，這將牽動美元匯率與利率走勢，對我國以美元資產為主之國外投資，會有明顯衝擊。

三、財政懸崖之最新發展

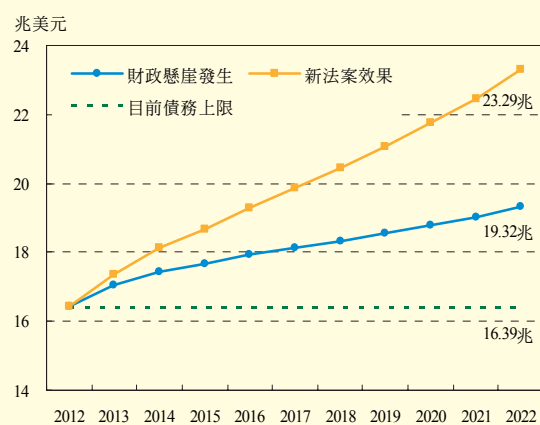
2013年1月2日美國藉由新法案(American Taxpayer Relief Act of 2012)的通過，增稅幅度減少、自動減支亦得以暫緩，縮小了財政懸崖所帶來的衝擊。根據CBO

圖 A1-1 IMF模擬美國財政懸崖對其它國家經濟之影響



資料來源：IMF (2012), *Spillover Report*。

圖 A1-2 「財政懸崖發生」與「新法案效果」對美國聯邦政府債務餘額之影響



註：依據 CBO 之 H.R.8, American Taxpayer Relief Act of 2012 資料予以推估。

資料來源：CBO。

預估，在新法案下美國2013年財政赤字僅縮減2,774億美元，約占財政懸崖原先預估縮減數6,070億美元的45%；另外，2013至2022年美國財政赤字將累計增加3.97兆美元，比原先財政懸崖發生之預估值2.89兆美元約多138%。換言之，未來美國財政赤字仍將持續增加，造成債務餘額不斷成長，因此債務上限必須一再調高(圖A1-2)。

避開嚴重的財政懸崖之後，美國民主、共和兩黨接下來將面對如何提高債務上限、解決自動減支及通過持續決議(continuing resolution)三大財政爭議。美國聯邦債務餘額於2012年底已觸及債務上限16.394兆美元，目前除靠著財政部約2,000億美元非常規措施的支持外，國會也通過暫時取消「債務上限」議案，讓聯邦政府足以應付其開支至5月18日午夜。在自動減支方面，由於兩黨無法於3月1日前達成協議，因此目前該機制已正式啟動，並預計在2013財政年度結束前須刪減850億美元的政府支出。所幸兩黨有意在解決3月27日到期的持續決議之際，以附加條件方式，順道對今年自動減支的部分追加預算，以降低其對美國經濟的衝擊。

2013年初所通過的新法案讓美國得以避開全面性的財政懸崖，但自動減支卻因民主、共和兩黨各自的堅持而必須啟動，這除了增加美國今年經濟成長的不確定性外，也為全球經濟展望蒙上一層陰影。根據CBO的最新預測，啟動自動減支機制將使美國2013年經濟成長下降0.625%，就業人口少增75萬，因此預估美國2013年經濟成長率僅達1.4%。由於美國經濟規模占全球經濟規模約21.6%，若其經濟不能穩定成長，將損及全球經濟展望。

專欄2：日本近期推動日圓貶值之成因與影響

2012年12月26日安倍晉三再次接任日本首相後，積極採取寬鬆的財政及貨幣政策，試圖結束長期以來通貨緊縮困境，並重振日本經濟；伴隨各項政策逐步實施，日圓亦由強轉弱。本文探討導致近期日圓貶值之主因，以及日圓貶值對亞洲及我國經濟金融之影響。

一、全球金融危機期間，日圓被投資者視為避險天堂而持續升值

2008年以來，受全球金融危機及歐債危機影響，歐美經濟疲弱，日圓成為投資者的避險天堂，以致日圓不斷升值。

二、安倍之經濟政策主張及內外環境之變化，促使日圓由強轉弱

安倍上任後強勢落實經濟政策主張，加上美歐經濟漸趨穩定，日本商品貿易持續逆差，以及國際投資人大舉放空日圓，日圓開始由強轉弱。

(一) 安倍之經濟政策主張有助日圓弱勢

安倍提出「寬鬆的貨幣政策」、「擴張性財政政策」及「吸引企業投資的成長戰略」等三大主張，一般稱之為安倍經濟學(Abenomics)。目前已實施之項目如下：

1. 擴大財政支出：提出規模達20.2兆日圓(約2,270億美元)的緊急經濟對策，其中10.3兆日圓(約1,150億美元)為擴大政府支出。
2. 寬鬆貨幣政策：日本央行新任總裁黑田東彥於2013年4月4日上任後首次的貨幣政策會議，宣布為儘早於2年內達成2%之通膨目標，實施新的「量質兼備的貨幣寬鬆政策」(quantitative and qualitative monetary easing)，將金融市場調節操作目標，由無擔保隔夜拆款利率改為貨幣基數。2年內貨幣基數、長期公債及指數股票型基金(ETFs)之持有餘額，均將擴大為原規模的2倍，分別至270兆日圓、190兆日圓及3.5兆日圓；另不動產投資信託(J-REITs)之持有餘額亦將增加600億日圓至0.17兆日圓。

擴大量化寬鬆促使長期利率下降，2013年4月4日日本10年期公債殖利率一度降至歷史新低水準0.32%左右。國際投資人自2012年11月起相繼放空日圓，另借日圓投資較高利率國家貨幣之利差交易再度興起，亦引發日圓持續走貶。

(二) 歐美經濟漸趨穩定，促使美元走強日圓走弱

美國經濟自2012年9月即出現回升徵兆，近期多項重要經濟指標(房地產價格與失業率等)持續好轉。歐元區亦在歐洲中央銀行(ECB) 2012年9月6日宣布直接貨幣交易(OMT)措施後，經濟金融情勢漸趨穩定，金融市場出現回補美元及歐元之投資部位。

(三) 日本商品貿易逆差持續擴大，加重日圓貶勢

2011年第2季起，日本商品貿易連續7季出現逆差(圖A2-1)，係1985年以來持續時間最長的一次，加以日本經濟成長疲弱，均加重日圓貶勢。造成日本商品貿易逆差擴大之主要因素為：

1. 短期因素：全球經濟減速、震災後日本關閉核電廠，致進口能源大增。
2. 長期因素：企業生產據點外移、汽車與電機等主力產品競爭力下滑，以及降低核電需求等結構性改變。

三、G7與G20對日圓貶值持容忍態度，惟盼日本口頭干預有所節制 (verbal discipline)

2013年2月舉行之G7與G20高峰會及4月G20財長及央行總裁會議，並未嚴厲批評日圓貶值，僅於會後聲明表達以下觀點：

1. 各國匯率應反映其經濟基本面，並讓市場決定其價格水準。
2. 各國財政與貨幣政策應以國內經濟成長與物價穩定為目標，不應追求以競爭力為目的之匯率水準。
3. 日圓貶值係解決經濟衰退與通貨緊縮之副產品，而非政策工具。

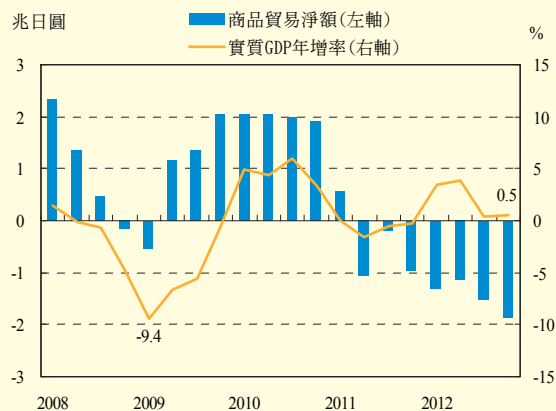
G20達成默契，希望各國財政官員發表有關特定匯率水準之看法應謹慎以對，意味各國匯率政策將化明為暗。由於日圓續弱是日本政府既定經濟政策下之結果，可預期未來日本政府口頭干預匯率將有所節制。

四、日圓貶值有助於日本出口競爭力，惟恐影響亞洲新興經濟體匯率穩定

(一) 日圓走貶有助於日本出口競爭力

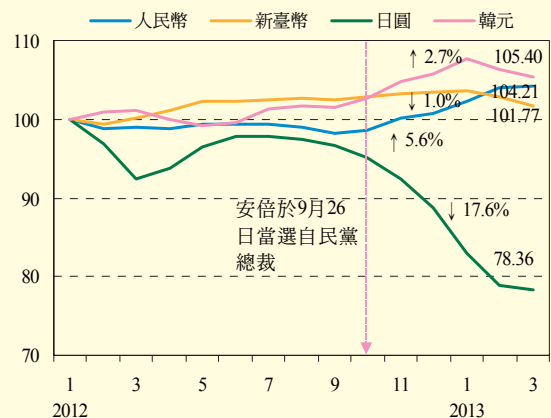
2012年10月至2013年3月，日圓實質有效匯率下降17.6%(圖A2-2)，將提升日本出

圖 A2-1 日本商品貿易淨額與實質GDP年增率之變化



資料來源：日本財務省與內閣府。

圖A2-2 亞洲主要國家實質有效匯率之變化



註：1. 2012年1月=100。

2. ↑與↓分別代表貨幣升值與貶值。升貶百分比係指2013年3月相對於2012年10月之升貶幅度。

資料來源：BIS effective exchange rate, broad indices。

口價格之相對優勢，有助於其出口競爭力。2013年1月日本因有機化合物與汽車零件出口增加，整體出口年增率達6.4%，為8個月以來首見正成長。其後，因對中國大陸及歐盟出口衰退，3月出口年增率降為1.1%。

(二) 因出口結構相似，日圓貶值恐衝擊南韓經濟

亞洲主要經濟體之出口貿易相似度以日、韓為最，南韓受日圓貶值衝擊恐將最大，尤其在造船、鋼鐵與汽車業等產業，日、韓競爭將更為激烈。G20會後，南韓央行表示「希望日本不要刻意弱化日圓」，且「將密切監視日本措施對南韓經濟的衝擊」。

(三) 日圓貶值恐影響亞洲國家之匯率穩定

日圓貶值，東南亞國家可望受惠於日本出口擴增所帶動之原物料、中間產品等需求，其中泰國受惠於日系汽車產業供應鏈，經濟成長樂觀。惟為顧及出口競爭力，若日圓波動過於劇烈，恐促使各國採取穩定外匯之措施。

五、對我國經濟金融之影響

(一) 國際熱錢大量進出匯市，影響新臺幣匯率穩定

隨國際熱錢轉向亞洲，2012年第4季外資匯入我國淨額增加，造成新臺幣升值壓力。

(二) 日圓貶值短期可縮減我國對日本之貿易淨支出，並有助降低生產成本

日本為我國之最大進口國，第4大出口國，我國對日本貿易長期呈現鉅額逆差。2012年我國自日本進口金額(約476億美元)遠大於對日本出口金額(約189億美元)，以日圓計價的進口比重又大於出口比重，因此當日圓對美元貶值，短期內換算為美元的進口減額大於出口減額，對日貿易逆差可望縮減。化學品及機械為我國對日本貿易逆差之最大類別，受惠於日圓貶值的效益將較高。

(三) 日客來臺購買力減低，國人赴日本旅行購買力增加

日圓貶值，恐減少日本旅客來臺誘因與消費力。相對地，國人赴日旅行因購買力上升，人次可望增加。

(四) 日圓貶值恐衝擊日商來臺投資意願，但有利於我國企業購買日本技術

日本企業為降低成本及分散風險，積極對臺投資，加以產業聚落及兩岸關係和緩，近年日本對臺投資穩定增加。近期日圓相對新臺幣貶值，恐衝擊其來臺投資意願。惟企業長期投資著眼於未來投資收益，匯率升貶並非唯一參考指標。日圓貶值亦相對提升新臺幣購買力，有利於我國企業對日本直接投資或購買技術。

(五) 自日本進口成本可望下降，惟對物價影響或將有限

日圓貶值有助於降低進口成本，惟我國自日本進口商品主要為出口引申性需求之關鍵零組件、資本設備等。因此，對國內物價直接影響或將有限。再者，商品價格調整具向下僵固性，短期內消費品伴隨日圓貶值降價幅度恐不大。惟若日圓持續貶值，廠商即可能面臨較大的降價壓力。

專欄3：國際間加強監理影子銀行體系的新發展

自1980年代中期起，影子銀行體系¹快速發展，改變金融體系信用中介功能之面貌。根據金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)估計，2011年底全球影子銀行體系之資產規模已達67兆美元，占全球金融體系之25%，相當於銀行業資產規模之一半。影子銀行提供之金融中介功能，雖使資金供需之媒合更具效率，降低實質經濟活動之資金成本，惟因多數具有高槓桿之財務結構特性，易於金融市場波動時產生流動性問題，並透過與銀行體系間之緊密關連，擴散引發系統性危機，不利於金融穩定。因此，如何強化對影子銀行體系之監理，成為近來國際金融改革之重要議題。

一、國際對強化監理影子銀行體系之建議

2010年11月G20領袖高峰會責成FSB與其他準則制訂機構合作，就強化影子銀行體系之監理提出建議。FSB依據G20要求，2012年11月提出「強化影子銀行體系監督(oversight)與規範(regulation)報告」，預計於2013年9月定稿，主要建議如下：

(一) 影子銀行體系之監督

在監督影子銀行體系方面，FSB提出三個步驟，以充分瞭解影子銀行體系之完整面貌，以及其對金融體系可能帶來之風險。

步驟1：審視及描繪出影子銀行體系之全貌

主管機關可依據資金流量統計資料，輔以貨幣統計及銀行監理資料，審視及描繪出非銀行信用中介活動之現況與趨勢，以及其與銀行體系或實質經濟間之關連性。

步驟2：辨識影子銀行體系帶來之系統性風險及監理套利問題

瞭解影子銀行體系全貌後，主管機關應聚焦於具有系統性風險之個別影子銀行及信用中介供應鏈，包括定期評估其到期日轉換、流動性轉換、信用風險移轉及高槓桿操作程度等，並應掌握金融體系之重要創新與演變，以降低監理套利之機會。

步驟3：深入評估系統性風險及監理套利之可能衝擊

辨識出具系統性風險或監理套利問題之影子銀行活動後，主管機關應深入分析當該等機構、市場或工具發生倒閉或運作失靈時，對整體金融體系可能產生之衝擊。評估時，尤應重視影子銀行體系之規模、獲利狀況及與銀行體系之關連性。

(二) 影子銀行體系之監理法規

在影子銀行體系之監理法規方面，FSB提出五個需優先監理之影子銀行面向及對應之11項建議，並提請國際準則制訂機構針對前述建議，研訂相關準則及細部措施。

1. 降低銀行與影子銀行間之外溢效果

為確保銀行支援之所有影子銀行，均合併納入銀行申報監理機關資料，並強化銀行對影子銀行暴險之限制與資本計提規定，巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)刻正研擬有關銀行申報資料合併範疇及大額暴險規範，並修訂銀行對基金投資(尤其對沖基金)之資本計提規定，按基金投資策略及槓桿程度訂定不同風險權數。此外，BCBS亦將持續落實新巴塞爾資本協定第二支柱有關隱含支援之要求，以確保銀行給予影子銀行之隱含支援均已納入合併監理範疇。

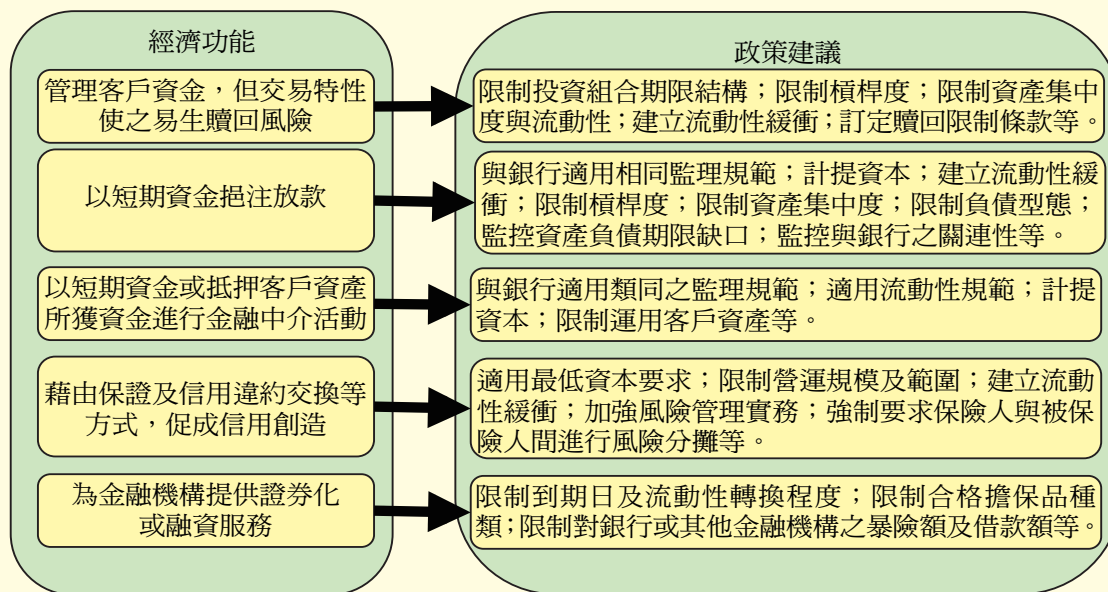
2. 降低貨幣市場基金(Money Market Funds, MMF)大量贖回之風險

2012年10月國際證券管理機構組織(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)發布「對貨幣市場基金之政策建議」報告，以強化對MMF之監理，主要建議包括：(1)訂定MMF投資標的與風險規範；(2)MMF若採攤銷後成本法評價，該等評價應經第三方複核；(3)訂定MMF流動性資產比重，並要求定期執行壓力測試及擬定危機因應措施；(4)採固定單位淨值之MMF應儘可能轉換為變動單位淨值，並遵循嚴格監理規範；(5)MMF應強化內部信用風險評估能力，避免機械式倚賴外部信用評等；(6)要求MMF對外文件載明不保本之特性及危機時採用之評價方式與措施；以及(7)訂定MMF附買回交易規範等。

3. 評估與降低其他影子銀行引發之系統性風險

針對MMF以外其他可能引發系統性風險之影子銀行，FSB建議應根據其提供之經濟功能，適用不同監理法規。經分析此類影子銀行之經營模式，FSB提出五種影子銀行之經濟功能及主管機關可採用之政策建議(圖A3-1)。

圖 A3-1 對其他影子銀行之政策建議架構



4. 評估與導正資產證券化誘因，以避免金融體系槓桿過高

2012年11月IOSCO發布「全球證券化法規之發展」報告，提出防範證券化不當誘因造成金融體系槓桿過高之多項建議，包括：(1)證券化創始機構應保留一定比率風險；(2)以標準化表格揭露證券化資訊，並對投資人增加揭露資訊；以及(3)改善證券化商品之資本計提、會計處理及各國法規差異性等未來可努力方向。

5. 避免借券及附買回等擔保融資交易於危機時加重資金緊俏情況

為強化借券及附買回市場之監理規範，FSB提出多項政策建議，主要包括：(1)修訂監理報表，以取得擔保融資交易之完整資訊；(2)設置交易資料庫(trade repositories)；(3)訂定金融機構借券及附買回交易之揭露準則；(4)改善基金經理人對投資人之報告準則；(5)訂定最低折扣率規定；(6)訂定現金擔保品再投資之準則；(7)訂定有關再抵押(re-hypothecation)客戶資產資訊揭露、資金應用限制及流動性要求等規範；(8)強化擔保品評價及管理準則；(9)評估借券及附買回市場採用集中結算機制之成本效益；(10)修訂借券及附買回交易之破產法規定，並評估設立附買回交易清理機關(Repo Resolution Authorities)之可行性。

6. 其他

其他有關強化影子銀行監理法規之建議，尚包括要求影子銀行增加申報或揭露資料、要求金融機構提高放款貸放標準及避免信用評等機構助長影子銀行活動等，鑑於許多國家均已進行相關改革，FSB僅負責監督各國改革執行情形，並協助其與國際標準接軌。

二、國際強化監理影子銀行對我國之啟示

為瞭解我國影子銀行規模，本行參酌FSB建議，檢視資金流量統計中銀行、保險及退休基金以外之「其他」類金融機構²，經評估具有圖A3-1所述影子銀行經濟功能者，包括證券金融公司、票券金融公司、固定收益型共同基金、貨幣市場型共同基金、不動產證券化型共同基金、民間融資與租賃業及資產證券化信託機構等7類；該等機構除民間融資與租賃業屬經濟部管轄外，均已納入金管會之監理範疇。

相較於歐美國家，我國金融體系仍以銀行為主，影子銀行規模不大，惟鑑於我國有關影子銀行與銀行業間相互關連性之監理資料仍嫌不足，固定收益型及貨幣市場型共同基金在市況重挫時可能有投資人大量贖回之風險，以及民間融資與租賃業未納入監理範疇，我國似可參酌FSB等國際準則制訂機構所提建議，強化相關資料蒐集及監督作業。

註：1. 根據FSB之定義，影子銀行體系係指在一般銀行體系以外，提供信用中介功能之機構或活動。

2. 我國資金流量統計之「其他」金融機構，包括信託投資公司、證券金融公司、票券金融公司、共同基金、證券及期貨業、金融控股公司、其他金融中介業及金融輔助業(包括金融投資業、民間融資與租賃業、信用卡業、投資顧問業等)。

參考文獻：

1. 本行經濟研究處(2012)，「影子銀行的監理架構與問題」，12月，未出版。
2. 潘雅慧(2012)，「影子銀行體系之運作與金融監理」，本行金融業務檢查處，7月，未出版。
3. FSB (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, October.
4. FSB (2012), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations*, November.
5. FSB (2012), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, November.
6. FSB (2012), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, November.
7. FSB (2012), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, November.
8. IOSCO (2012), *Policy Recommendations for Money Market Fund*, October.
9. IOSCO (2012), *Global Developments in Securitisation Regulation*, November.