

# 壹、經濟金融情況概述

# 壹、經濟金融情況概述

## 一、國際經濟金融情勢

2014年全球經濟溫和復甦，主要經濟體成長情勢不一，其中，美國經濟動能續強、英國強勁成長；歐元區雖擺脫衰退，惟復甦力道仍弱；日本受消費稅率調升影響，成長動能大幅下滑；中國大陸在結構轉型過程中，景氣續緩。

由於歐元區、日本及新興市場暨開發中經濟體成長不如預期，國際貨幣基金（IMF）多次下調2014年全球經濟成長率預測，2015年1月之預估值為3.3%，與2013年持平；其中先進經濟體為1.8%，高於2013年之1.3%；新興市場暨開發中經濟體為4.4%，低於2013年的4.7%。IMF執行長Lagarde指出，全球經濟可

能陷入成長持續低於長期平均水準的「新平庸」（New Mediocre）時期<sup>1</sup>。

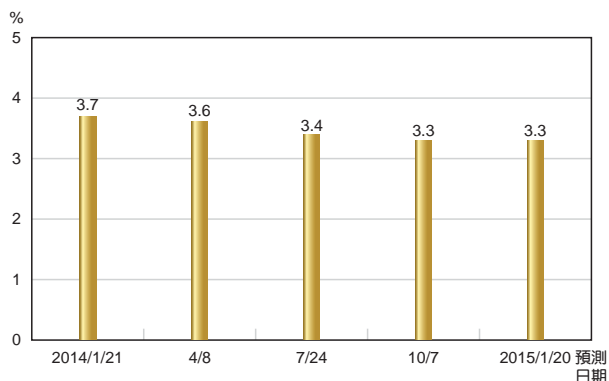
先進經濟體勞動市場持續好轉，2014年失業率由2013年之7.9%降至7.3%；其中，美國及英國明顯下降，日本及歐元區略有改善，惟歐元區失業率仍逾10%。

2014年全球通膨持續下滑，日本因調高消費稅率使通膨率大幅上揚，影響所及，先進經濟體消費者物價指數（CPI）年增率為1.4%，與2013年持平，其餘亞洲經濟體CPI年增率大抵較2013年為低。

在貿易量方面，因全球經濟成長仍緩，2014年全球貿易量成長率由2013年的3.4%降至3.1%。

貨幣政策方面，隨景氣改善，美國於2014年10月結束資產購買計畫（QE），惟仍維持低利率政策不變。歐元區則為提振景氣，兩度降息。日本因消費稅率調高影響內需，進一步擴大量質兼備寬鬆貨幣政策。中國大陸為刺激內需，採取定向調降存款準備率及全面降息措施。泰國及南韓亦先後降息；惟馬來西亞、菲律賓及印尼為控制通膨，年中以後陸續調升政策利率。

IMF 數次下調2014年全球經濟成長率預測值



資料來源：IMF。

<sup>1</sup> 參見 Lagarde, Christine (2014), "The Challenge Facing the Global Economy: New Momentum to Overcome a New Mediocre," Speech at Georgetown University, October 2.

金融方面，2014年主要股市在美國經濟轉佳，及主要國家採貨幣寬鬆政策激勵下，多以上漲作收。匯率方面，由於美國貨幣政策逐步正常化，歐元區及日本擴大寬鬆貨幣規模，加以多數亞洲經濟體之經濟成長減緩，影響所及，2014年日圓、歐元及多數亞洲國家貨幣對美元均呈貶值。

### （一）除日本外，主要先進經濟體景氣多增溫，通膨偏低

2014年美國就業市場逐步復甦，勞動資源利用不足情形緩解，聯準會（Fed）雖逐步縮減購債規模，並於10月結束資產購買計畫，惟貨幣政策仍維持寬鬆，支撐股價及房價續漲，消費支出增加，全年經濟成長率由2013年之2.2%升至2.4%。失業率由2013年之7.4%續降至6.2%。通膨表現溫和，CPI年增率由2013年之1.5%略升至1.6%。

日本第1季經濟大幅成長，主要係4月消費稅率由5%上調至8%所引發之提前消費效應所致。嗣後因消費稅率調高，衝擊民間消費，企業削減生產並降低庫存因應，第2、3季經濟轉為萎縮；至11月，因將原訂於2015年10月實施之第2階段消費稅率調高延後至2017年4月，消費信心始恢復，第4季經濟回穩，惟全年經濟成長率自2013年之1.6%降至0.0%。受消費稅率調升影響，全年CPI年增率由2013年之0.4%大幅升至2.7%。

歐元區經濟擺脫衰退，惟受俄羅斯與烏克蘭衝突影響，成長動能仍疲弱，2014年僅成長

0.9%；其中，德國之成長率由2013年之0.2%升至1.6%，法國則從2013年之0.8%降至0.2%。歐元區勞動市場改善緩慢，失業率由2013年之12.0%略降至11.6%；通膨率則由2013年之1.3%降至0.4%，面臨通縮風險。

英國在民間消費、政府消費及固定投資均呈擴張下，2014年經濟成長率由2013年的1.7%大幅升至2.8%，失業率則由7.6%降至6.2%，CPI年增率亦由2.6%降為1.5%。

### （二）多數亞洲經濟體經濟成長步伐放緩

2014年多數亞洲經濟體經濟成長放緩，主要因全球復甦步調仍緩影響出口，加以部分國家內需疲弱所致。其中，南韓出口減緩、內需不振，經濟成長逐季下滑，政府實施振興經濟方案及兩度降息刺激景氣，全年成長率自2013年的2.9%升為3.3%；香港由於占中行動導致旅遊業景氣不佳及內需不足，新加坡則因出口減緩導致製造業生產下滑及房市下修造成營建業疲軟，2014年經濟成長均下滑。東協國家中，印尼因大宗商品價格下跌衝擊出口，泰國之政局紛擾不安重創經濟活動，菲律賓則是政府支出及企業投資減緩，致三國成長率皆下滑，影響所及，2014年東協五國（印尼、泰國、馬來西亞、菲律賓及越南）之成長率由2013年之5.2%降至4.5%。中國大陸由於出口成長減緩，加以房市大幅下修，產能過剩行業去化產能不順，致消費及投資走弱，全年成長率由2013年的7.7%降至7.4%。

## 主要經濟體或地區經濟成長率

單位：%

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
全球	5.4	4.1	3.4	3.3	3.3
先進經濟體	3.1	1.7	1.2	1.3	1.8
新興市場暨開發中經濟體	7.5	6.2	5.1	4.7	4.4
美國	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4
日本	4.7	-0.5	1.8	1.6	0.0
歐元區	2.0	1.7	-0.7	-0.4	0.9
德國	3.9	3.7	0.6	0.2	1.6
法國	1.9	2.1	0.2	0.8	0.2
英國	1.9	1.6	0.7	1.7	2.8
南韓	6.5	3.7	2.3	2.9	3.3
新加坡	15.2	6.1	2.5	4.4	2.9
香港	6.8	4.8	1.5	2.9	2.3
東協五國	6.9	4.7	6.2	5.2	4.5
印尼	6.2	6.5	6.3	5.7	5.1
泰國	7.8	0.1	6.5	2.9	0.7
馬來西亞	7.4	5.2	5.6	4.7	6.0
菲律賓	7.6	3.7	6.8	7.2	6.1
越南	6.4	6.2	5.3	5.4	6.0
中國大陸	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4

資料來源：IMF World Economic Outlook Update, January 2015；IMF World Economic Outlook, October 2014；各官方網站。

## (三) 多數經濟體續採寬鬆貨幣政策

主要先進經濟體方面，美國Fed自2014年起逐步縮減購債規模後，於10月結束資產購

買計畫，惟聯邦資金利率目標仍維持於0~0.25%不變；歐洲央行（ECB）為提振景氣，於6月及9月兩度調降政策利率共0.2個百分點至0.05%，並採行目標長期再融通操作

## 主要經濟體或地區失業率

單位：%

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
先進經濟體	8.3	7.9	8.0	7.9	7.3
美國	9.6	8.9	8.1	7.4	6.2
日本	5.1	4.6	4.3	4.0	3.6
歐元區	10.2	10.2	11.4	12.0	11.6
德國	7.7	7.0	6.8	6.9	6.7
法國	9.3	9.2	9.8	10.3	10.3
英國	7.9	8.1	8.0	7.6	6.2
南韓	3.7	3.4	3.2	3.1	3.5
新加坡	2.2	2.0	2.0	1.9	2.0
香港	4.3	3.4	3.3	3.4	3.2
印尼	7.1	6.6	6.1	6.2	5.9
泰國	1.0	0.7	0.7	0.7	0.8
馬來西亞	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9
菲律賓	7.4	7.0	7.0	7.1	6.8
越南	2.9	2.2	2.0	2.2	2.1
中國大陸	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1

資料來源：IMF World Economic Outlook, October 2014；各官方網站。

## 主要經濟體或地區消費者物價指數年增率

單位：%

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
全球	3.9	5.2	4.2	3.9	3.8
先進經濟體	1.5	2.7	2.0	1.4	1.4
新興市場暨開發中經濟體	5.9	7.3	6.1	5.9	5.4
美國	1.6	3.2	2.1	1.5	1.6
日本	-0.7	-0.3	0.0	0.4	2.7
歐元區	1.6	2.7	2.5	1.3	0.4
德國	1.1	2.1	2.0	1.5	0.9
法國	1.5	2.1	2.0	0.9	0.5
英國	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5
南韓	3.0	4.0	2.2	1.3	1.3
新加坡	2.8	5.2	4.6	2.4	1.0
香港	2.4	5.3	4.1	4.3	4.4
東協五國	4.5	5.8	3.8	4.6	4.6
印尼	5.1	5.3	4.0	6.4	6.4
泰國	3.3	3.8	3.0	2.2	1.9
馬來西亞	1.6	3.2	1.7	2.1	3.1
菲律賓	3.8	4.7	3.2	2.9	4.2
越南	9.2	18.6	9.2	6.6	4.1
中國大陸	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0

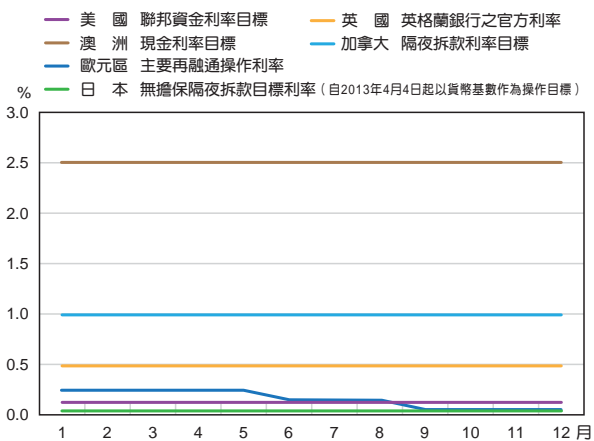
資料來源：IMF World Economic Outlook Update, January 2015；IMF World Economic Outlook, October 2014；各官方網站。

( Targeted Long-Term Refinancing Operations, TLTROs )，另收購擔保債券 (covered bond) 及資產擔保證券 (Asset Backed Security, ABS)。為激勵景氣，日本央行於10月擴大量質兼備寬鬆貨幣規模。英國央行則仍維持政策利率於0.5%及資產購買規模於3,750億英鎊不

變。

為減緩通膨壓力，馬來西亞、菲律賓及印尼於2014年中以後分別調升政策利率。惟南韓因內需疲弱，兩次調降政策利率，泰國亦降息提振因政治動盪而萎靡不振之經濟。中國大陸於4月及6月兩度調降特定金融機構之存款準

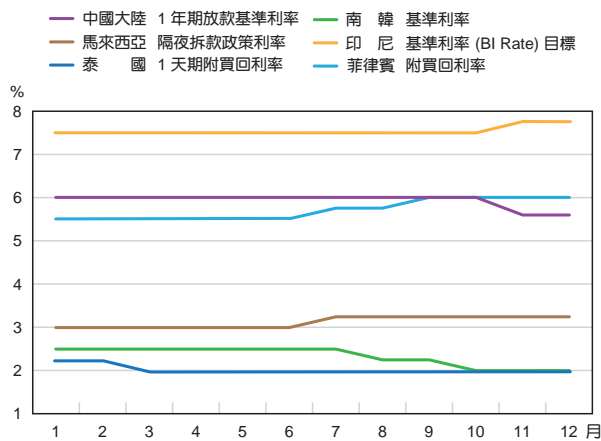
2014 年主要先進經濟體之政策利率



註：美國及日本之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

資料來源：各官方網站。

2014 年亞洲經濟體之政策利率



資料來源：各官方網站。

## 主要經濟體之政策利率變動

	2013/12/31 政策利率 水準值 (%)	2014/12/31 政策利率 水準值 (%)	升/降幅 (百分點)
美國	0-0.25	0-0.25	-
加拿大	1.00	1.00	-
歐元區	0.25	0.05	-0.20
英國	0.50	0.50	-
日本	0-0.10	0-0.10	-
澳洲	2.50	2.50	-
中國大陸	3.00 (存款)	2.75 (存款)	-0.25
	6.00 (放款)	5.60 (放款)	-0.40
南韓	2.50	2.00	-0.50
泰國	2.25	2.00	-0.25
馬來西亞	3.00	3.25	+0.25
菲律賓	5.50	6.00	+0.50
印尼	7.50	7.75	+0.25

資料來源：各官方網站。

## 2014年主要經濟體貨幣政策重要相關措施

	月份	內容
美國	1、3、4、6、7、9月	Fed於每次貨幣政策會議宣布縮減購債規模100億美元。
	10月	Fed決議結束資產購買計畫。
歐元區	6、9月	ECB兩度調降主要再融通操作利率各0.1個百分點至0.05%。
	9、12月	ECB採行目標長期再融通操作 (Targeted Long-Term Refinancing Operations, TLTROs)。
	10、11月	ECB收購擔保債券 (covered bond) 及資產擔保證券 (Asset Backed Security, ABS)。
日本	10月	日本央行擴大質兼備寬鬆貨幣規模，每年增加80兆日圓之貨幣基數，並增購80兆日圓之長期公債 (JGB)、3兆日圓之指數股票型基金 (ETF)，及900億日圓之不動產投資信託 (J-REIT)。
中國大陸	4月	中國人民銀行各調降縣域農村商業銀行及縣域農村合作銀行存款準備率2個百分點及0.5個百分點，分別至16.0%及14.0%。
	6月	中國人民銀行對符合審慎經營要求且對「三農」及小微企業貸款達一定比例之商業銀行，調降其存款準備率0.5個百分點 (但不包括4月已調降之銀行)。
	11月	中國人民銀行調降金融機構1年期放款基準利率0.4個百分點至5.60%及1年期存款基準利率0.25個百分點至2.75%，其他各期限存、放款基準利率亦相應調整；存款基準利率浮動區間之上限由1.1倍調升為1.2倍。
南韓	8、10月	南韓央行兩度調降基準利率各0.25個百分點至2.00%。
泰國	3月	泰國央行調降1天期附買回利率0.25個百分點至2.00%。
馬來西亞	7月	馬來西亞央行調升隔夜拆款政策利率0.25個百分點至3.25%。
菲律賓	7、9月	菲律賓央行兩度調升附買回利率各0.25個百分點至6.00%。
印尼	11月	印尼央行調升基準利率 (BI rate) 目標0.25個百分點至7.75%。

資料來源：各官方網站。

備率，至11月則進一步調降金融機構存放款基準利率，並調升存款基準利率浮動區間上限。

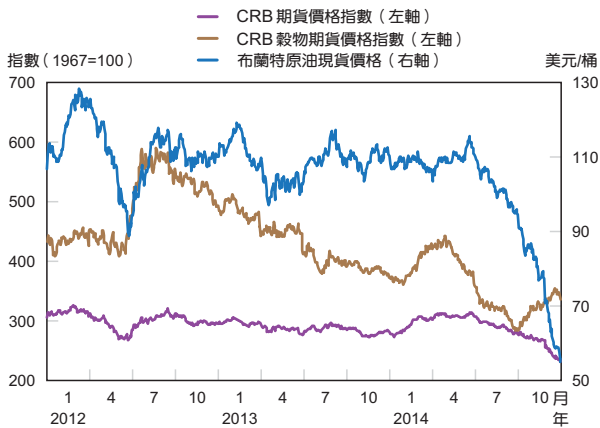
#### (四) 原油價格重挫，穀物價格下滑，黃金價格大抵持平

2014年上半年，受中東情勢不穩影響，布

蘭特原油現貨價格大抵於每桶103~115美元間震盪；7月以後，中東情勢趨穩，加以歐元區及中國大陸經濟表現不如預期，原油需求疲弱，油價一路走低；至11月底，因石油輸出國家組織 (OPEC) 決議不減產，加以北美頁岩

油等非 OPEC 國家之原油供給持續增加，油價跌幅加劇，12月31日布蘭特原油價格降至每桶 54.76 美元，較 2013 年底重挫 50.3%。

布蘭特原油現貨、CRB 穀物  
及 CRB 期貨價格指數



資料來源：Datastream。

國際穀物方面，2014年初以來，北美、黑海地區及巴西等產地天候不佳影響收成，加以市場擔憂烏克蘭緊張情勢恐影響其小麥、玉米等出口，4月29日 Thomson Reuter/Jefferies CRB 穀物期貨價格指數攀高至年內最高之 441.64 點。嗣後因氣候轉佳，穀物豐收，全球穀物庫存創 15 年來新高，9月30日指數跌至 283.05 點。然隨需求增加，加以天候影響農作收成與播種，指數止跌回升，年底為 335.99 點，惟仍較 2013 年底下跌 9.9%。

國際黃金方面，2014年初，因中國大陸及印度實體黃金需求大增，加以烏克蘭危機推升黃金避險需求，致金價走揚，3月14日升至每盎司 1,385.0 美元之年內最高點；之後隨地緣政治情勢變化，大抵於 1,240~1,340 美元區間波

動。7月以來，因美元強勢、Fed 結束資產購買計畫，金價走跌，11月5日跌至每盎司 1,142.0 美元之年內最低點。嗣因俄羅斯央行大幅購買黃金、中國大陸需求增加及希臘政局不穩等因素，推升金價回穩，年底為每盎司 1,199.3 美元，較 2013 年底略跌 0.2%。

倫敦黃金現貨價格



資料來源：Datastream。

在國際油價重挫，穀物等農產品及黃金等貴金屬價格下滑下，2014 年底 Thomson Reuters/Jefferies CRB 期貨價格指數為 229.96 點，較 2013 年底大跌 17.9%。

#### (五) 歐元、日圓對美元大幅貶值，亞洲國家貨幣普遍疲軟

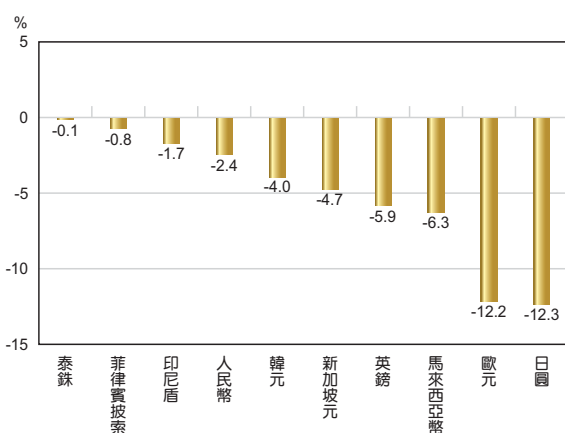
2014年初歐元區經濟數據優於預期，激勵歐元對美元匯率持穩於 1 歐元兌 1.35~1.39 美元區間；5月以後，歐元區通縮風險升高，加以 ECB 兩度降息，影響所及，歐元走貶。10月初美國經濟表現不如預期，致歐元一度小幅回升，嗣後因 Fed 結束資產購買計畫，且 ECB 表示不排除再度擴大寬鬆貨幣措施，歐元再呈貶



勢，11月下旬雖略回穩，惟至12月中旬，因希臘政局不穩，歐元續貶，年底為1歐元兌1.210美元，較2013年底大貶12.2%。

日圓匯價在1至8月大致介於1美元兌101~105日圓區間，主要是因為烏克蘭危機與中東地緣政治風險升高，日圓避險需求增加。8月後，隨中東地區衝突趨緩及美國經濟表現亮眼，日圓大幅走貶，9月下旬貶至1美元兌109日圓左右之價位。10月初，日圓雖因美國經濟表現不如預期，一度回升，惟10月底日本央行擴大寬鬆貨幣規模，致日圓急速走貶，年底為1美元兌119.895日圓，較2013年底重貶12.3%。

2014年國際主要通貨對美元升貶幅度



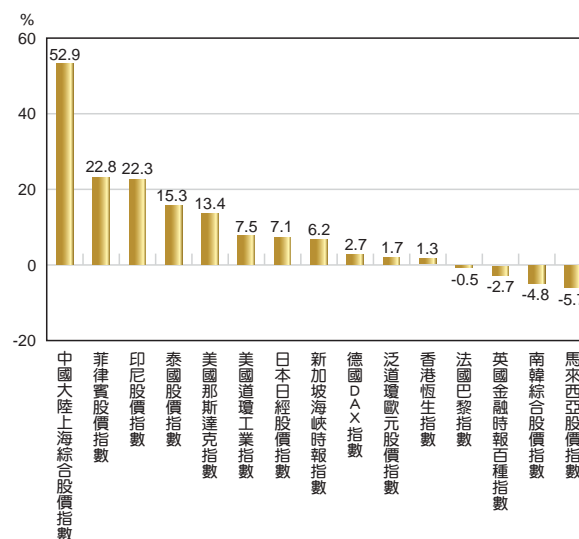
資料來源：Datastream。

受Fed縮減購債規模、ECB進一步實施寬鬆貨幣政策、國際美元走強，及日圓疲弱影響，2014年多數亞洲國家貨幣對美元貶值。其中，馬來西亞因國際原物料價格下跌衝擊其出口，致馬來西亞幣對美元貶值6.3%；新加坡元、韓元及人民幣亦分別對美元貶值4.7%、4.0%及2.4%。

## (六) 主要經濟體股市震盪走高

2014年美國、歐元區及日本等先進經濟體之股市震盪走高。年初美股因美國氣候嚴寒，經濟表現不如預期，美股一度下跌；2月中旬至7月中旬，則隨製造業持續擴張，Fed貨幣政策立場仍偏向寬鬆而走升；7月下旬，受葡萄牙銀行債務危機、馬航遭誤擊事件、歐美對俄羅斯經濟制裁，以及阿根廷債務違約疑慮等不利因素衝擊，美股下跌，8月中旬後方止跌回穩。10月初，伊波拉疫情擴大，美股再度重挫，惟中旬後，美國企業財報表現優於預期，激勵道瓊工業指數頻創新高，至年底為17,823.07點，較2013年底上漲7.5%，那斯達克股價指數則收在4,736.05點，大漲13.4%。

2014年國際股價變動幅度



資料來源：Datastream。

2014年上半年，受歐元區經濟走出衰退之激勵，歐股緩步走揚。7月中旬後，因經濟展望不佳而下跌，嗣後ECB降息激勵歐股止跌回



穩；直至10月初再因伊波拉疫情擴大之衝擊而重挫，惟中旬後ECB啟動資產購買計畫，歐股止跌回升，代表全體歐元區股價標的泛歐道瓊股價指數（簡稱 STOXXE）年底為 319.673 點，較2013年底小漲1.7%。德國 DAX 指數、法國巴黎指數，及英國金融時報百種指數分別以9,805.55點、4,272.75點及6,566.09點作收，較2013年底分別上漲2.7%、下跌0.5%及下跌2.7%。

日股方面，年初日本經常帳逆差創歷史新高，日經股價指數自2013年底之高點下滑至2月初的14,000點左右。嗣後在14,000~15,000點區間震盪盤整。5月下旬起，在歐美股市勁揚帶動下，漲至9月下旬的16,000點左右，10月上旬則隨歐美股市重挫而回跌；之後受政府退

休投資基金（GPIF）決定大幅擴增國內股市配置比重，加以日本央行擴大寬鬆貨幣規模及第2階段調高消費稅率延後實施等激勵，日股反轉走升，年底日經股價指數為17,450.77點，較2013年底上漲7.1%。

中國大陸股市受惠於中國人民銀行降息等寬鬆貨幣政策，以及11月啟動「滬港通」等利多消息激勵，2014年上海綜合股價指數大漲52.9%；菲律賓、印尼及泰國股市則分別上揚22.8%、22.3%及15.3%。南韓因汽車等主要出口產業受日圓貶值衝擊，加上手機市場遭激烈競爭，股價不振，馬來西亞亦受到能源股價格重挫影響，2014年兩國股市分別下跌4.8%及5.7%。

## 專題一

## 日本央行實施量質兼備寬鬆貨幣政策之背景與效果

## 一、量質兼備寬鬆貨幣政策之背景及內容

2012年12月26日安倍晉三就任日本首相，誓言結束長期以來的通縮困境，振興經濟。日本央行（Bank of Japan, BoJ）總裁黑田東彥隨即於2013年4月4日就任後之首次貨幣政策會議宣布實施量質兼備寬鬆貨幣（Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE）政策，主要內容為擴大貨幣基數、買入長期公債及指數股票型基金等風險性資產（詳下表），以期降低長期利率，支撐資產價格，於2年內達成核心消費者物價指數（CPI）年增率2%之物價穩定目標，進而激勵民間投資及消費。

2014年10月31日，BoJ因當年4月消費稅率由5%調高至8%，造成國內需求不振，加以原油價格大跌，導致通縮預期復燃之風險升高，進而宣布擴大QQE政策規模（詳下表）。而截至2014年底，BoJ資產規模已達300兆日圓，相較於QQE實施前2013年3月底之164兆日圓，膨脹約83%。

## 二、QQE 政策實施至今之效果

QQE政策實施至2014年底，產生之主要效果如下：

## （一）通膨率上升

BoJ期望藉由訂定通膨目標，來拉高通膨預期。2013年核心CPI年增率升至0.4%，為5年來首度上揚，2014年續升至2.6%，惟若扣除調高消費稅率3個百分點之影響（估約2個百分點）後，僅為0.6%，離2%之目標尚遠。

## （二）日圓大幅貶至7年來新低，股價大漲

2008年全球金融危機期間，日圓被視為避險天堂，加上2011年311東北震災，海外資金大量匯回，日圓一度升抵1美元兌75.3日圓之高點。QQE政策實施後，日圓對美元大幅回貶，2014年底為1美元兌119.6日圓，較2012年底貶幅高達28%，同期間日經股價指數大漲68%。10年期公債殖利率亦頻創歷史新低，2015年1月已降至0.3%左右。

## 兩次QQE 政策之時程與規模

單位：日圓

目標/資產		2013.4.4公布	2014.10.31公布	兩次金額之變動
貨幣基數	每年增加	60~70兆	80兆	增加10~20兆
長期公債（JGB）	每年增購	50兆	80兆	增加30兆
指數股票型基金（ETF）	每年增購	1兆	3兆	增加2兆
不動產投資信託（J-REIT）	每年增購	300億	900億	增加600億
商業本票（CP）	持有餘額	2.2兆	2.2兆	0
公司債	持有餘額	3.2兆	3.2兆	0

資料來源：BoJ。

### (三) 勞動市場改善

就業情勢轉佳，失業率自 2009 年 7 月之 5.5% 降至 2014 年 12 月之 3.4%，求才求職比亦創 22 年新高。

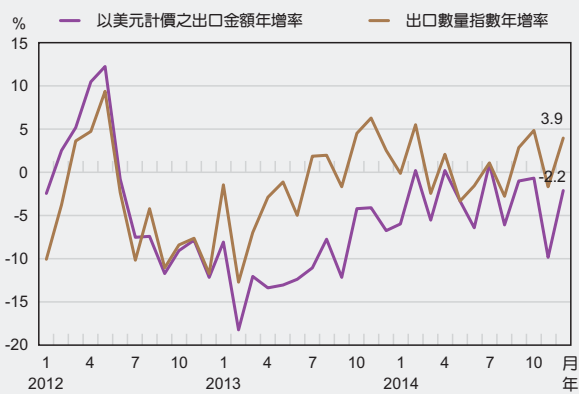
## 三、QQE 政策之不利影響

實施 QQE 政策雖有上述之效果，惟亦帶來以下不利之影響：

### (一) 日圓貶值激勵出口效果不大，且傷害內需

全球需求放緩，加以產業加速外移，致日圓貶值對日本出口之助益有限，以美元計價之出口金額年增率仍為負成長，出口數量指數年增率亦未見大幅成長（見下圖）。而且，部分內需型之中小企業因價格轉嫁不易，經營陷入困境。另弱勢日圓造成包括能源之進口商品價格遽增，致商品貿易逆差頻創歷史新高，不利民間消費，進而傷害經濟。

日本出口金額及數量指數年增率



### (二) 實質薪資下滑不利民間消費

名目薪資雖隨著勞動市場改善而略增，惟仍低於通膨率，導致實質薪資自 2013 年 7 月至

2014 年 12 月均呈下滑走勢，嚴重影響民間消費意願。

### (三) 債務貨幣化之疑慮

BoJ 每年購債金額（80 兆日圓）約為日本每年財政赤字（40 兆日圓）的 2 倍，引發債務貨幣化（monetization of debt）之疑慮。

### (四) 扭曲市場機制

截至 2014 年 9 月底，BoJ 持有政府公債餘額約 233 兆日圓，占公債市場規模達 22.9%；持有股票餘額約 7 兆日圓，占股市市價總額（約 480 兆日圓）亦達 1.5%，嚴重扭曲市場機制。

### (五) 影響財富效果之重分配

QQE 政策大幅推升股價，對未持有股票者不利，致所得分配不均惡化，影響經濟成長及社會安定。

### (六) 外溢效果干擾國際金融市場穩定

日圓貶值帶動亞洲貨幣競貶，其中尤以韓元匯率之波動幅度較大，影響國際金融市場穩定。

## 四、BoJ 採行 QQE 政策可能面臨之風險

兩次的 QQE 政策使 BoJ 的資產規模迅速擴張，相對 GDP 比率已接近 60%，未來退場恐引發金融市場大幅波動的風險。BoJ 擴大買入長期公債，並將平均到期年限由 7 年延長至 7~10 年，除將增加退場難度外，且未來利率若反轉上揚，將加重 BoJ 對超額準備付息之負擔；另 BoJ 增購指數股票型基金，已成為日本股市第三大持有者，若股價大幅波動，亦將影響其財務之健全性。

## 專題二

## 美國量化寬鬆措施實施原因及影響

## 一、實施量化寬鬆措施之背景

美國因 2001 年至 2003 年間聯準會 (Fed) 密集降息，房地產市場蓬勃發展，加以金融創新及科技進步，金融機構大量推出與次級房貸相關之證券化金融商品。惟隨 2004 年利率調升後，房價下跌，房貸違約率攀升，至 2007 年初，多家次級房貸業者宣告破產或遭收購，房貸證券化市場隨之崩跌，金融市場流動性嚴重緊縮。2008 年，投資銀行雷曼兄弟宣告破產，引發全球金融危機及 1933 年經濟大蕭條以來僅見的嚴重經濟衰退。

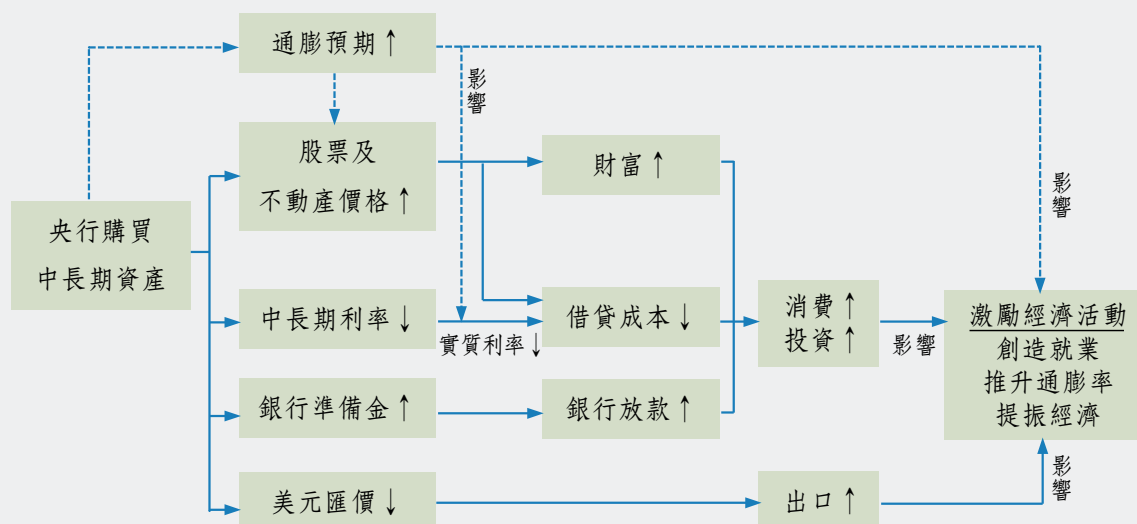
為提供流動性，以因應金融危機，Fed 自 2007 年中以後開始降息，並推出多項融通機制，2008 年 12 月底聯邦資金利率目標降至

0~0.25%，惟經濟仍衰退且失業率持續上升。由於短期利率已降至接近零，Fed 遂另採非傳統貨幣工具，透過一系列的資產購買計畫 (asset purchase programs)，大規模購買中長期資產，並設定購買目標，亦即一般所稱量化寬鬆 (quantitative easing, QE) 措施，注入大量流動性，影響中長期利率，並透過通膨預期、財富效果、信用及匯率等管道激勵經濟成長 (詳下圖)。

## 二、量化寬鬆措施之規模

Fed 分別於 2008 年 11 月、2010 年 11 月及 2012 年 9 月起，實施共 3 輪 QE，購買資產規模累計達 3.98 兆美元 (詳下頁表)，2014 年底 Fed 之資產規模亦隨之膨脹至 4.5 兆美元，約為 2006 年底的 5 倍。

Fed 量化寬鬆措施傳遞管道



## Fed 資產購買計畫實施時間及規模

方案	QE1	QE2	QE3
實施期間	2008/11至2010/3	2010/11至2011/6	2012/9至2014/10
購買債券種類	1. 機構債 (Agency Debt) 2. 機構房貸擔保證券 (Agency MBS) 3. 政府公債	政府公債	1. 機構房貸擔保證券 2. 政府公債
資產購買規模	1.75兆美元	6,000億美元	1.63兆美元

資料來源：Fed。

### 三、效果及影響

QE 實施以來，美國金融情勢回穩，資產價格上升，就業市場逐步改善，經濟呈現溫和成長，惟寬鬆流動性環境亦使資產價格泡沫疑慮浮現，且所產生之外溢效應 (spillover effect)，亦導致新興市場面臨鉅額資本流入，貨幣升值及資產價格上升壓力。

2013 年中，Fed 首次透露可能降低資產購買規模，引發或將提早升息之疑慮，並一度造成全

球金融市場震盪，尤其部分亞洲新興經濟體因資金急劇外流，面臨貨幣大幅貶值壓力。嗣後，Fed 於 2013 年 12 月起，於每次貨幣決策會議決議以減少 100 億美元之溫和速度縮減購債規模，並重申仍將維持寬鬆貨幣政策一段時間，新興市場貨幣匯價始回穩。2014 年 10 月 Fed 宣布結束資產購買計畫，後續之貨幣政策正常化及調升政策利率，可能再度影響全球資本流動，仍將為全球關注之重點議題。

## 二、國內經濟情勢

103年全球景氣溫和復甦，國內經濟成長率由上年之2.23%升為3.74%。全年經常帳順差及金融帳淨流出續創歷年最高，國際收支綜合餘額順差130.15億美元，表現穩健。物價方面，受天候及仔豬疫情等供給面因素影響，食物類價格上揚，惟因油料費反映下半年國際油價大跌，以及消費性電子產品持續降價，抵消部分漲幅，致全年消費者物價（CPI）年增率由上年之0.79%升為1.20%，漲幅平穩。隨景氣回溫，103年政府稅收顯著成長，惟因規費收入大減，致中央政府收支短絀增為1,277億元。勞動市場情勢持續改善，就業人數續增，失業率下降，103年平均為3.96%，為97年以來最低；實質薪資增加2.36%，增幅則為近4年來最高。

茲就103年經濟成長、國際收支、物價、政府收支與就業情況分別說明如次：

### （一）經濟穩定成長

103年前3季，全球景氣溫和復甦，我國電子、機械及基本金屬等出口成長動能增強，加以半導體廠商與航空業者持續擴充資本支出，帶動民間消費與民間投資成長升溫，經濟成長率逐季上升，至第3季為4.32%。惟隨食安問題發酵，第4季民間消費成長略緩，民間投資亦因比較基期偏高，成長減緩，經濟成長率回降為3.35%。全年經濟成長率為3.74%，

居四小龍之首。

就國內生產毛額的支出面言，由於民間與政府消費增溫、民間投資穩定成長，致國內需求成長3.37%，對經濟成長率的貢獻為3.07個百分點，國外淨需求貢獻為0.67個百分點，分別高於上年之1.86個百分點及0.37個百分點。

就生產面而言，103年工業與服務業成長率均高於上年，對經濟成長率之貢獻分別為1.88個百分點及1.53個百分點。農林漁牧業對經濟成長率之貢獻為0.06個百分點，仍極有限。

### （二）國際收支穩健

103年經常帳順差與金融帳淨流出同創歷年新高，國際收支綜合餘額順差由上年之113.18億美元增為130.15億美元，維持穩健。

經常帳方面，由於出口增額大於進口增額，商品貿易順差增為414.88億美元；服務順差增為111.64億美元，主因旅行收入及三角貿易淨收入增加；所得順差為154.72億美元，主因銀行部門利息收入與對外直接投資所得增加；經常移轉逆差則減為27.89億美元。綜上合計，經常帳順差增加18.2%，達653.35億美元，占名目國內生產毛額（GDP）比重由上年之10.8%升為12.3%。

金融帳方面，103年淨流出增為530.46億美元，主要係證券投資淨流出為歷年最大，其中居民對外證券投資淨流出571.05億美元，主要係保險公司投資國外證券增加；非居民證券

投資淨流入128.95億美元，主要係外資投資國內股票增加。對外直接投資淨流出125.97億美元，中國大陸仍為首要投資地區。其他投資轉呈淨流入6.39億美元，主要係民間部門收回國外存款。

### （三）物價溫和上漲

103年國際原物料需求疲軟，價格走低，以新台幣計價之進口物價較上年下跌2.10%，致躉售物價指數（WPI）下跌0.57%。

在CPI方面，受天候及仔豬下痢疫情等供給面因素影響，肉類等食物類價格上揚，惟油料費反映國際油價大跌，以及3C消費性電子產品降價促銷，抵消部分漲幅，CPI上漲1.20%，高於上年之0.79%；剔除蔬果及能源之CPI（即核心CPI）上漲1.26%，亦高於上年之0.66%。

### （四）政府收支短絀增加

103年因中央政府收入較上年減少42億元，高於支出撙減19億元，致政府收支短絀由上年之1,254億元略增為1,277億元。

由於景氣回溫，企業獲利擴增，103年稅課收入較上年成長10.3%，占總收入近8成；惟營業盈餘及事業收入與財產收入均較上年減少；且上年有第4代行動寬頻業務（4G）釋照收入，比較基期較高，致規費及罰款收入較上年大幅縮減57.6%。

103年中央政府支出減少，主因社會福利

支出減少。各項支出占總支出之比重，以社會福利支出占22.2%仍居首位。教育科學文化支出、國防支出及經濟發展支出等主要支出所占比重則分別升為19.7%、15.7%及14.5%。

收支相抵後，政府收支短絀略增，惟因債務還本縮減為640億元，致融資需求降為1,917億元。103年底中央政府1年以上非自償性債務未償餘額升抵5兆3,739億元之新高，相對前3年度名目GDP平均數之比率為36.5%，仍在公共債務法之40.6%債限內。

### （五）失業率續降，薪資增幅為近4年最高

103年失業率大致呈現下降走勢，至12月為3.79%，係96年3月以來新低，全年平均3.96%，為97年以來最低。

就業方面，全年平均就業人數為1,107.9萬人，較上年增加11.2萬人或1.02%，以服務業部門增加6.8萬人或1.06%最多，工業部門增加3.9萬人或0.98%。

非農業部門（工業與服務業部門）每人每月平均薪資為47,300元，較上年增加3.58%，經常性薪資為38,208元，增加1.81%；以消費者物價指數平減後之實質薪資增加2.36%，實質經常性薪資則增加0.61%，增幅均為近4年來最高。工業及製造業的勞動生產力指數分別較上年增加3.81%與4.12%，因生產增幅高於總薪資增幅，單位產出勞動成本分別減少1.09%與1.40%。



### 三、國內金融情勢

103 年國內經濟溫和成長、通膨壓力無虞。在國際經濟情勢不確定的情況下，本行為維持整體經濟金融及物價穩定，仍維持適度寬鬆政策，各項政策利率維持不變，市場存、放款利率亦大致穩定。由於景氣持續擴張，貨幣機構放款大致呈穩定成長，惟投資則成長減緩，另受外資淨流入增加影響，日平均 M2 年增率呈現上升走勢。由於市場資金充沛，貨幣市場利率大多下滑；資本市場受美國 QE 退場影響，10 年期公債平均殖利率則呈上揚。至於新台幣匯率，受 QE 退場，美元走強，及日本央行擴大貨幣寬鬆政策，日圓大貶，帶動亞洲貨幣走貶之影響，大抵於區間震盪後走貶。股票市場雖受國際地緣政治風險升高，及國內發生空難、氣爆與食安問題等負面因素之影響，惟在景氣回溫、企業獲利增加及外資大幅買超之支撐下，股價震盪走高。

#### （一）準備貨幣年增率下滑、貨幣總計數年增率上揚

103 年準備貨幣全年平均年增率由上年之 7.18% 下滑至 6.94%，主要係因國人部分資金轉向外匯存款，例如，收益較高的人民幣存款，及 QE 退場後，需求增強的美元存款，以致金融機構準備金增加幅度較上年縮小。在廣義貨幣總計數方面，由於外資淨匯入增加，日

平均 M2 全年平均年增率由上年之 4.78% 上升為 5.66%，仍落在貨幣成長目標區（2.5% 至 6.5%）內。至於狹義貨幣總計數 M1B 全年平均年增率亦由上年之 7.27% 升至 7.96%。

#### （二）放款與投資穩定成長

受景氣回溫及股市交投熱絡影響，民間部門資金需求增強，銀行放款成長增加，103 年年底全體貨幣機構放款與投資年增率由上年底的 4.59%，上揚至 5.20%；全年平均年增率，則因投資成長趨緩，由上年的 5.60% 降為 103 年的 4.96%。若包括人壽保險公司之放款與投資，並加計全體貨幣機構轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，則 103 年年底全體非金融部門取得資金總額年增率為 4.13%，低於上年底之 4.78%。

#### （三）貨幣機構資產品質穩健

雖然全球金融市場具高度不確定性，惟我國金融機構暴險有限，資產品質尚稱穩健，103 年底貨幣機構逾放比率由上年底之 0.41% 劇降至 0.27%。由於利息收入穩定成長，103 年稅前盈餘較上年增加，資產報酬率與權益報酬率均較上年成長，分別由 0.58% 及 10.04% 升為 0.66% 及 11.23%。

#### （四）存、放款加權平均利率微幅下滑

鑑於全球景氣仍具不確定性，加以國內通

膨壓力無虞，為維持物價與總體經濟穩定，本行各項貼放利率維持不變，本國銀行存、放款利率亦大多持穩，103 年底五大銀行 1 年期定存與放款基準牌告利率大致維持上年底之水準；五大銀行新承做放款加權平均利率微幅下滑，主要係因政府及公營事業之新增借款利率較低，分別導致資本支出及週轉金貸款加權平均利率下降所致。

103 年本國銀行存、放款加權平均利率呈微幅下滑，其中存款加權平均利率受股市交易活絡致活期性存款比重上升之影響，全年平均利率微幅下滑；放款加權平均利率主要受低利地方政府借款及聯貸案增加影響，致小幅走低。

#### （五）貨幣市場利率大多下滑、10 年期公債殖利率上升

由於國內景氣溫和復甦，在物價持穩之情況下，本行持續透過公開市場操作，調節市場資金，維持適度寬鬆局面，金融業隔夜拆款加權平均利率低檔持穩。票券市場方面，由於市場資金普呈寬鬆，短期利率相對低廉，103 年各天期票券平均利率大多較上年下滑。

債券市場方面，因美國逐步縮減購債規模，加上地緣政治動盪導致美債避險需求增加，國內 10 年期公債殖利率隨美國公債殖利率走跌，6 月起則反轉上揚，惟至 10 月底，受 FED 宣布結束購債、歐洲及日本央行擴大

量化寬鬆及國際油價重挫等影響，殖利率再呈走低；整體而言，103 年 10 年期公債殖利率仍較上年為高。政府發債成本雖增加，致部分公債標售發生截標情況，然發行量仍較上年增加。在公司債發行方面，公營事業因台電及中油等發債籌資而呈增加，而民營企業則因上年度企業預期升息在即，紛紛搶發公司債，如中鋼、台積電等，致 103 年發行反較上年大幅減少。

#### （六）新台幣兌美元匯率區間震盪後走貶

103 年初，受美國就業數據優於預期，及 Fed 縮減購債規模之影響，國際美元走強，新台幣對美元於 3 月 21 日貶至 30.652 元波段低點。嗣後，因外資持續淨匯入，新台幣於 7 月 2 日升值至全年最高的 29.905 元。惟 10 月因 Fed 結束購債計畫，及日本央行擴大貨幣寬鬆政策，致日圓大貶，帶動亞洲貨幣走貶，加以美國經濟穩健復甦及國際油價大幅下跌等因素，導致國際美元走強，新台幣於 12 月 24 日貶至 31.815 元全年最低點。若與上年底比較，103 年底新台幣對美元貶值 5.57%，以全年平均計算，則較上年貶值 1.97%。

#### （七）股價指數先走升、後震盪

國內股價於 103 年初期大致延續 102 年底之多頭漲勢，惟受春節期間國際股市重挫影

響，於節後交易首日 2 月 5 日跌至全年最低點 8,264 點；嗣後，在全球景氣回溫、企業獲利增加，以及外資買超等因素帶動下，逐步走升，於 7 月 15 日達全年最高點 9,569 點；其後又因國際地緣政治風險升高，及國內接連發

生氣爆與食安等問題，致股價指數呈震盪走勢。全年平均股價指數為 8,992 點，較上年平均之 8,093 點上升 11.11%；日平均成交值為 883 億元，較上年增加 14.68%。