

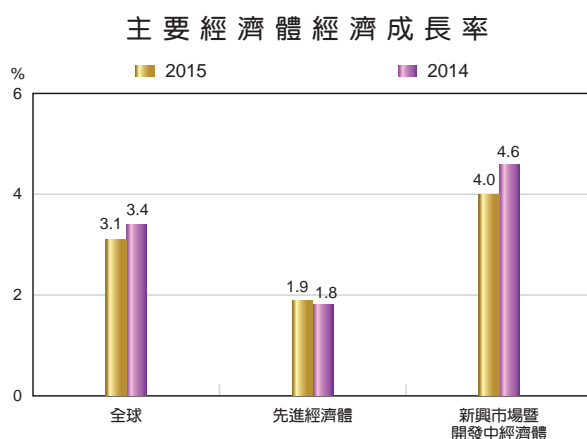
# 壹、經濟金融情況概述

# 壹、經濟金融情況概述

## 一、國際經濟金融情勢

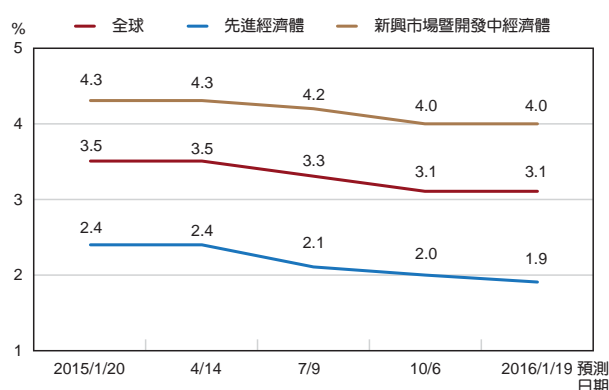
2015年全球經濟表現不如預期。美國經濟穩健擴張，歐元區成長力道續強，日本景氣增溫，帶動先進經濟體持續溫和復甦；惟中國大陸在結構轉型過程中，景氣續緩，加以新興市場之商品出口國因國際商品價格下跌，重創經濟，影響所及，新興市場暨開發中經濟體成長持續減速。

2015年內國際貨幣基金（IMF）多次下調該年全球經濟成長率預測。依據2016年1月之預測，2015年預估值為3.1%，低於2014年的3.4%；其中先進經濟體為1.9%，略高於2014年之1.8%；新興市場暨開發中經濟體為4.0%，遠低於2014年的4.6%。



資料來源：IMF。

IMF 數次下調2015年全球經濟成長率預測值



資料來源：IMF。

先進經濟體勞動市場持續好轉，2015年失業率由2014年之7.3%降至6.8%；其中，美國及英國明顯下降，日本略有改善，歐元區亦下滑，惟仍逾10%。

受原油及國際原物料價格下跌影響，2015年全球通膨持續下滑，先進經濟體消費者物價指數（CPI）年增率降至0.3%，遠低於2014年的1.4%，多數亞洲經濟體CPI年增率亦較2014年為低。

貿易量方面，受新興市場暨開發中經濟體成長減緩影響，2015年全球貿易量成長率由2014年的3.3%降至3.2%。

貨幣政策方面，隨美國景氣回升，聯準會（Fed）調升聯邦資金利率目標。而為提振景氣，歐洲央行（ECB）進一步擴大寬鬆貨幣，中國大陸則調降基準利率及存款準備率，加拿

大、印度、澳洲、印尼、南韓、泰國及紐西蘭等國亦先後降息。

金融方面，在美國經濟持續復甦，及歐元區、日本寬鬆貨幣政策激勵下，2015年先進經濟體股市多以上漲作收，惟新興經濟體受Fed升息預期影響，資金大幅外流，加以經濟轉弱，股價普遍下跌。影響所及，美元走強，日圓、歐元及多數亞洲國家貨幣對美元均貶值。

### （一）主要先進經濟體景氣溫和復甦，通膨偏低

2015年美國就業市場明顯好轉，失業率由2014年之6.2%明顯降至5.3%。房市亦進一步改善，且低油價持續帶動消費成長，經濟表現穩健；惟因Fed升息之預期致美元升值，影響出口表現，加以油價下滑衝擊能源產業發展，致全年經濟成長2.4%，與2014年持平，CPI年增率則由2014年之1.6%大幅降至0.1%。

2015年日本雖因2014年4月調高消費稅率對民間消費之不利影響仍在，惟日圓貶值使出口企業獲利增加，帶動企業擴大投資及增加僱用，並激勵赴日觀光旅遊人數大增，提升服務輸出，影響所及，經濟成長率由2014年之0.0%升至0.5%；失業率則由3.6%續降至3.4%。由於2014年消費稅率調高造成物價上升2個百分點之因素逐漸消退，通膨大幅回降，CPI年增率由2014年之2.7%滑落至0.8%。

歐元區受惠於量化寬鬆貨幣措施，加上低油價帶動消費及弱勢歐元激勵出口，2015年經濟成長率由2014年的0.9%升至1.6%；其中德

國由1.6%略升至1.7%，法國亦由0.2%升至1.2%。歐元區勞動市場逐月好轉，失業率由2014年之11.6%降至10.9%；通膨率則由2014年之0.4%降至0.0%，面臨通縮風險。

英國內需成長擴增，惟出口成長明顯減緩，2015年經濟成長率由2014年的2.9%降至2.3%，惟失業率由6.2%降至5.4%，CPI年增率則由1.5%降為0.0%。

### （二）多數亞洲經濟體經濟成長放緩

2015年日本除外之亞洲經濟體經濟成長多趨緩，主要因中國大陸經濟成長減速影響進口需求，加以部分國家內需疲弱所致。其中，南韓因中東呼吸道症候群（MERS）疫情抑制民間消費，加以出口衰退，經濟成長率自2014年的3.3%降至2.6%；香港內需趨緩且出口不振，新加坡出口減緩致製造業生產下滑，二者經濟成長均低於2014年。中國大陸受產能過剩、內需不足及外需減緩等循環性因素，加以經濟轉型緩慢及人口紅利消失等結構性因素影響，經濟成長率由2014年的7.3%降至6.9%，為1991年以來最低。

東協國家中，印尼及馬來西亞因大宗商品價格下跌衝擊出口，菲律賓則受出口減緩及政府支出不足影響，三國經濟成長率皆下滑；而泰國因政府支出擴增，越南則受惠於外人直接投資大增，二國經濟成長力道增強。綜計2015年東協五國（印尼、泰國、馬來西亞、菲律賓及越南）之成長率由2014年之4.6%略升至4.7%。

## 主要經濟體或地區經濟成長率

單位：%

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
全球	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1
先進經濟體	1.7	1.2	1.1	1.8	1.9
新興市場暨開發中經濟體	6.3	5.2	5.0	4.6	4.0
美國	1.6	2.2	1.5	2.4	2.4
日本	-0.5	1.7	1.4	0.0	0.5
歐元區	1.6	-0.9	-0.3	0.9	1.6
德國	3.7	0.4	0.3	1.6	1.7
法國	2.1	0.2	0.7	0.2	1.2
英國	2.0	1.2	2.2	2.9	2.3
南韓	3.7	2.3	2.9	3.3	2.6
新加坡	6.2	3.7	4.7	3.3	2.0
香港	4.8	1.7	3.1	2.6	2.4
東協五國	4.7	6.2	5.1	4.6	4.7
印尼	6.5	6.3	5.7	5.0	4.8
泰國	0.8	7.2	2.7	0.8	2.8
馬來西亞	5.3	5.5	4.7	6.0	5.0
菲律賓	3.6	6.8	7.2	6.1	5.8
越南	5.9	5.0	5.4	6.0	6.7
中國大陸	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2016 及 IMF World Economic Outlook, October 2015。

2. 各官方網站。

## 主要經濟體或地區失業率

單位：%

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
先進經濟體	8.0	8.0	7.9	7.3	6.8
美國	8.9	8.1	7.4	6.2	5.3
日本	4.6	4.3	4.0	3.6	3.4
歐元區	10.1	11.3	12.0	11.6	10.9
德國	7.0	6.8	6.9	6.7	6.4
法國	9.2	9.8	10.3	10.3	10.4
英國	8.1	8.0	7.6	6.2	5.4
南韓	3.4	3.2	3.1	3.5	3.6
新加坡	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9
香港	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3
印尼	6.6	6.1	6.2	5.9	6.2
泰國	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
馬來西亞	3.1	3.0	3.1	2.9	3.2
菲律賓	7.0	7.0	7.1	6.8	6.3
越南	2.2	2.0	2.2	2.1	2.3
中國大陸	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1

資料來源：1. IMF World Economic Outlook, October 2015。

2. 各官方網站。

## 主要經濟體或地區消費者物價年增率

單位：%

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
全球	5.2	4.2	3.9	3.5	3.3
先進經濟體	2.7	2.0	1.4	1.4	0.3
新興市場暨開發中經濟體	7.3	6.0	5.8	5.1	5.6
美國	3.2	2.1	1.5	1.6	0.1
日本	-0.3	0.0	0.4	2.7	0.8
歐元區	2.7	2.5	1.4	0.4	0.0
德國	2.1	2.0	1.5	0.9	0.2
法國	2.1	2.0	0.9	0.5	0.0
英國	4.5	2.8	2.6	1.5	0.0
南韓	4.0	2.2	1.3	1.3	0.7
新加坡	5.2	4.6	2.4	1.0	-0.5
香港	5.3	4.1	4.3	4.4	3.0
東協五國	5.8	3.8	4.6	4.6	3.7
印尼	5.3	4.0	6.4	6.4	6.4
泰國	3.8	3.0	2.2	1.9	-0.9
馬來西亞	3.2	1.7	2.1	3.1	2.1
菲律賓	4.7	3.2	2.9	4.2	1.4
越南	18.6	9.2	6.6	4.1	0.6
中國大陸	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4

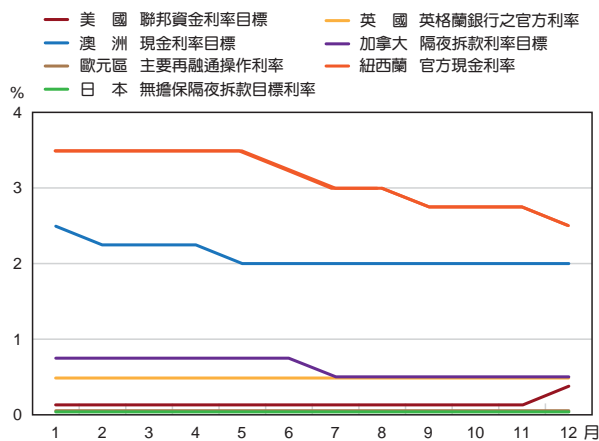
資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2016 及 IMF World Economic Outlook, October 2015。  
2. 各官方網站。

### (三) 美國升息，惟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 鑒於就業市場明顯好轉，並對通膨將於中期升至 2% 具信心，於 2015 年 12 月調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點至 0.25%~0.50%，為 2006 年 6

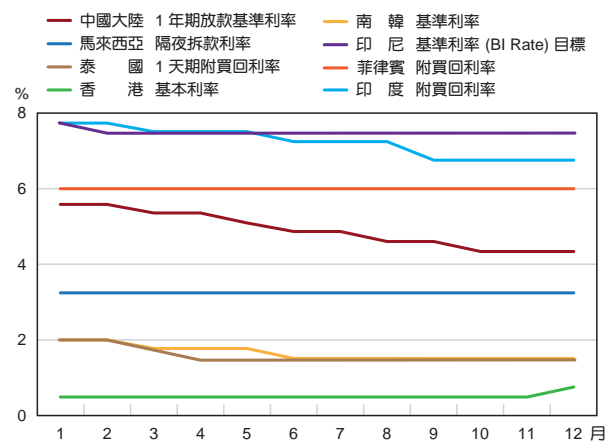
月以來首度升息。為激勵景氣，ECB 於 2015 年 1 月宣布採量化寬鬆措施，12 月再將存款利率由 -0.2% 調降至 -0.3%，並擴大購債範圍，延長購債實施期限半年至 2017 年 3 月；日本央行則維持每年增加貨幣基數 80 兆日圓之操作目標不變，惟 12 月提出「量質兼備寬鬆 (QQE)」政

2015 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：各經濟體官網。

2015 年亞洲經濟體之政策利率



資料來源：各經濟體官網。

## 主要經濟體之政策利率變動

經濟體	2014/12/31 政策利率 水準值 (%)	2015/12/31 政策利率 水準值 (%)	升/降幅 (百分點)
美國	0-0.25	0.25-0.50	+0.25
加拿大	1.00	0.50	-0.50
歐元區	0.05	0.05	-
英國	0.50	0.50	-
日本	0-0.10	0-0.10	-
澳洲	2.50	2.00	-0.50
紐西蘭	3.50	2.50	-1.00
中國大陸	2.75 (存款) 5.60 (放款)	1.50 (存款) 4.35 (放款)	-1.25 -1.25
香港	0.50	0.75	+0.25
南韓	2.00	1.50	-0.50
泰國	2.00	1.50	-0.50
馬來西亞	3.25	3.25	-
菲律賓	6.00	6.00	-
印尼	7.75	7.50	-0.25
印度	8.00	6.75	-1.25

資料來源：各官方網站。

策之補充措施。澳洲、加拿大及紐西蘭則因國際原物料價格下跌衝擊經濟，陸續調降政策利率。英國央行則維持政策利率於0.5%及資產購買規模於3,750億英鎊不變。

為提振景氣，印度、南韓、泰國及印尼均

降息。中國大陸則因經濟持續走緩及資金大量流出，5次調降存放款基準利率、4次全面調降金融機構存款準備率，並多次定向調降特定金融機構存款準備率。香港因採聯繫匯率制度，跟隨Fed調升政策利率。

## 2015年主要經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	月份	內容
美國	12月	Fed調升聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至0.25%-0.5%。
歐元區	1月	ECB自2015年3月起，至少持續至2016年9月，每月購債600億歐元，總規模預計達1.14兆歐元。購債標的包含次級市場流通之投資等級之各會員國政府公債、機構債、跨國組織債及私部門發行之債券；債券存續期間介於2至30年。
	12月	ECB調降存款利率0.1個百分點至-0.3%。
瑞士	1月	瑞士央行取消1歐兌1.20瑞郎匯率下限規定，並調降活期存款利率0.5個百分點至-0.75%。
加拿大	1、7月	加拿大央行2度調降隔夜拆款利率目標共0.5個百分點至0.50%。
澳洲	2、5月	澳洲央行2度調降現金利率目標共0.5個百分點至2.00%。
紐西蘭	6、7、9、12月	紐西蘭央行4度調降官方現金利率共1個百分點至2.50%。
日本	12月	日本央行QQE政策之補充措施： (1)自2016年4月起，指數股票型基金(ETF)每年3兆日圓之收購金額擴增至3.3兆日圓； (2)自2016年1月起收購長期公債(JGB)剩餘期限，由7-10年延長至7-12年； (3)收購不動產投資信託(J-REIT)規模上限，由發行總量的5%上調至10%； (4)擴大銀行向日本央行融通時提供擔保品之範圍。
中國大陸	2、4、8、10月	中國人民銀行4度全面調降各類存款金融機構人民幣存款準備率共2.5個百分點，調降後大型銀行存款準備率為17.5%，中小型銀行存款準備率為14.0%。

經濟體	月 份	內 容
中國大陸	2、4、6、8、10月	中國人民銀行5度額外調降對小微企業、三農或重大水利工程建設等放款達一定標準之下列金融機構的存款準備率： (1)2月對城市商業銀行、非縣域農村商業銀行調降0.5個百分點，對中國農業發展銀行調降4個百分點； (2)4月對農村信用社、村鎮銀行等農村金融機構調降1個百分點；農村合作銀行降至與農村信用社相同水準；中國農業發展銀行調降2個百分點；國有銀行和股份制商業銀行，可較其他同類機構低0.5個百分點； (3)6月對城市商業銀行及非縣域農村商業銀行調降0.5個百分點；對國有大型商業銀行、股份制商業銀行、外資銀行調降0.5個百分點；對財務公司調降3個百分點； (4)8月對縣域農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社和村鎮銀行等農村金融機構調降0.5個百分點；對金融租賃公司、汽車金融公司調降3個百分點； (5)10月對金融機構調降0.5個百分點。
	2、5、6、8、10月	中國人民銀行5度調降金融機構1年期存、放款基準利率各1.25個百分點，分別至1.50%及4.35%，其他各期限存、放款基準利率亦相應調整。
香 港	12月	香港金融管理局調升基本利率0.25個百分點至0.75%。
南 韓	3、6月	南韓央行2度調降基準利率共0.5個百分點至1.50%。
新 加 坡	1、10月	新加坡金融管理局2度放緩新元名目有效匯率之升值速度。
泰 國	3、4月	泰國央行2度調降1天期附買回利率共0.5個百分點至1.50%。
印 尼	2月	印尼央行調降基準利率（BI rate）目標0.25個百分點至7.50%。
印 度	1、3、6、9月	印度央行4度調降附買回利率共1.25個百分點至6.75%。

資料來源：各經濟體官網。

## 專題一

### Fed 自 2006 年以來首度升息之背景說明

#### 一、2008 年起以非傳統寬鬆措施因應嚴重經濟衰退

2001 年以來的低利率環境使美國房地產市場及相關證券化商品蓬勃發展，2004 年升息循環啓動後則導致房貸證券化市場崩跌，金融流動性嚴重緊縮及經濟大幅衰退，進而引發 2008 年全球金融危機。

為因應危機，美國聯準會（Fed）於 2008 年

12 月底將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，遂透過資產購買計畫（asset purchase programs）之非傳統貨幣工具，即一般所稱量化寬鬆（quantitative easing, QE）措施，挹注市場大量流動性，期望透過影響通膨預期、財富效果、信用及匯率等管道激勵經濟成長。2008 年 11 月至 2014 年 10 月，Fed 共實施 3 輪 QE，購買資產規模累計達 3.98 兆美元。

#### Fed 資產購買計畫實施時間及規模

方案	QE1	QE2	QE3	總計
實施期間	2008/11至 2010/3	2010/11至 2011/6	2012/9至 2014/10	
購買規模	1.75兆美元	6,000億美元	1.63兆美元	3.98兆美元

資料來源：Fed。

## 二、量化寬鬆措施實施後經濟情勢逐漸回穩

QE 實施以來，美國金融情勢回穩，就業市場逐步改善，並帶動長期利率下跌、美元貶值，激勵股價與房價上揚，提振經濟成長與就業。

Fed 於第三輪 QE 推出後，2012 年 12 月宣布採用失業率及通膨為主的量化前瞻指引，設定在失業率高於 6.5%，1 至 2 年通膨率不超過 2.5%，以及長期通膨預期穩定之情形下，將維持聯邦資金利率不變。美國失業率於 2013 年 12 月已接近前瞻指引的 6.5% 門檻，通膨則表現溫和。

## 三、Fed 結束資產購買計畫，2015 年底調升聯邦資金利率 0.25 個百分點

2013 年年中，Fed 首次透露可能降低資產購買規模之訊息，引發或將提早升息之疑慮，一度造成全球金融市場震盪。2013 年 12 月起，Fed 於每次貨幣決策會議以減少 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，全球金融動盪始逐漸平緩。2014 年 10 月，Fed 宣布結束資產購買計畫，惟為支持就業發展及物價穩定，未調升利率水準。

2014 年，美國非農就業新增人數創 1999 年以來新高，2015 年亦維持平均每月新增 20 萬人以上之水準。失業率則於 2015 年 10 月降至 5%，較金融危機之高峯值 10% 縮減一半。房市亦於 2015 年進一步好轉，其中新屋開工及營建許可數均創下 2007 年以來新高。多項數據顯示美國經濟活動持續溫和擴張，雖然通膨表現低緩<sup>1</sup>，惟 Fed 預期在能源價格下滑之暫時性影響消退，

以及就業市場進一步改善下，通膨中期仍可望升至 2% 之長期目標，遂於 2015 年 12 月 16 日宣布將聯邦資金利率目標區間上調 0.25 個百分點至 0.25%~0.5%，為自 2006 年以來首度升息。

## 四、貨幣政策維持寬鬆，未來政策走向仍具不確定性

Fed 結束資產購買計畫後，升息預期即已逐漸升高，帶動美元對主要貨幣升值，新興市場資本大幅外流，加上中國大陸經濟結構調整致成長放緩，油價續跌拖累原油出口國財政與貿易，以及歐、日擴大寬鬆貨幣等外溢效應，國際金融市場劇烈波動，影響全球經濟前景。美元強勢亦削弱美國企業的價格競爭力，同時壓抑通膨，使 Fed 達成通膨目標之困難度提高，低油價則影響美國能源產業之財務及營運，若全球經濟下行風險持續上升，甚至可能拖累美國經濟成長。

2016 年初以來，中國大陸及歐洲股市暴跌，日本央行宣布實施負利率政策，加上 Fed 主席 Yellen 於 2 月時指出，美元走強及借貸成本上升不利經濟前景，引發全球股市及匯市劇烈震盪，金融風險上升。3 月 16 日聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議公布之 2016 年聯邦資金利率預測中位數由 2015 年 12 月會議的 1.375% 降至 0.875%，致市場預期升息步伐可能減緩。3 月 25 日之聯邦資金利率期貨 (Fed funds futures) 顯示市場預測 2016 年底前升息機率為 73%，未來美國貨幣政策走向將隨經濟金融情勢發展變化，仍具高度不確定性。

<sup>1</sup> 2015 年 1~11 月消費者物價指數 (CPI) 年增率平均值為 0.1%，個人消費支出 (PCE) 指數年增率則為 0.3%。



## 專題二

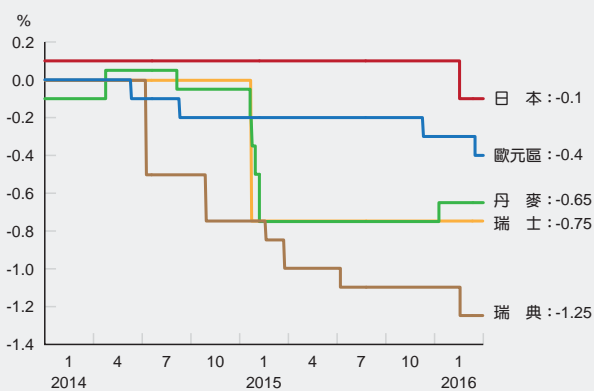
央行實施負利率政策現況<sup>1</sup>

## 一、ECB 開啓新一輪負利率政策

2014 年上半年，歐元區面臨低成長、低通膨及強勢歐元等三重壓力，歐洲中央銀行（ECB）在量化寬鬆（QE）成效漸減下，為求提振經濟及推高通膨預期，於 2014 年 6 月 11 日將銀行存放於 ECB 之隔夜存款利率由 0% 降至 -0.1%。惟實施後成效未如預期，ECB 遂於 2014 年 9 月、2015 年 12 月及 2016 年 3 月三度擴大負利率幅度。

另歐洲之瑞典、丹麥及瑞士等小型經濟體之央行則面臨鄰近歐元區寬鬆貨幣政策之外溢效應衝擊，為避免資本流入致本國幣匯價劇升，亦被迫採行負利率政策因應。日本央行則為防範國際油價大跌導致通縮心理復燃，亦於 2016 年 1 月 29 日宣布自 2 月 16 日起對銀行新增之超額準備實施 -0.1% 之利率，成為亞洲第一個採行負利率政策之央行。

銀行業存放於央行  
之存款或超額準備利率



資料來源：各經濟體官方網站。

## 二、負利率政策效果尚不明顯

央行採行負利率政策之用意主要在於使銀行存放於央行之超額準備不但無法收到利息，反而須支付保管費，藉此提高銀行放款及民間消費與投資的意願，並推高通膨預期。惟實施後，歐元區及日本銀行信貸成長不明顯，通膨預期亦未能提振。瑞典、丹麥及瑞士等小型經濟體貨幣對美元則多呈貶值，符合採行此一政策工具之初衷。

## 三、負利率政策可能引發之負面衝擊

原期望負利率政策為實體經濟帶來正面作用之效果不彰，卻可能引發以下負面效應。

## (一) 對消費者支出可能產生負面效果

民眾可能因儲蓄收益減少，消費態度轉趨保守，致消費支出減少，企業投資下滑。

## (二) 公債市場流動性降低，公債價格大幅波動

銀行為避免其超額準備被央行收取利息，而不願出售所持有公債，致公債市場供需失衡，公債價格大幅波動。

## (三) 弱化銀行中介功能，不利金融機構健全經營

若企業借款需求低，銀行因放款不易，將不積極吸收存款及拓展放款，致銀行中介功能下降，且若銀行對負利率政策所增加之成本難以轉嫁，將損及其獲利；而仰賴固定收益債券之退休基金、壽險公司等金融機構，亦面臨投資收益率下滑、營運風險提高之困境。

<sup>1</sup> 相關議題請參閱 2016 年 3 月 24 日日本行理監事會後記者會參考資料「主要國家負利率政策實施現況及其影響」。

(四) 以財富效果帶動有效需求，可能危及金融穩定

負利率政策主要透過資產價格上漲的財富效果 (wealth effect) 傳遞，但在市場利率過低，甚或出現負值下，投資人為尋求高報酬率，可能進而追逐高風險之股票等資產，增加資產價格泡沫化及金融動盪風險。

(五) 過度使用貨幣政策，致忽略財政政策及結構性改革的重要性

2008年全球金融危機以來，先進經濟體即過

度仰賴包括QE及負利率等非傳統寬鬆貨幣政策，致忽略應致力採行財政政策與結構性改革來提升生產力與提高勞動力。

(六) 大國負利率政策對小國經濟產生負面外溢效應

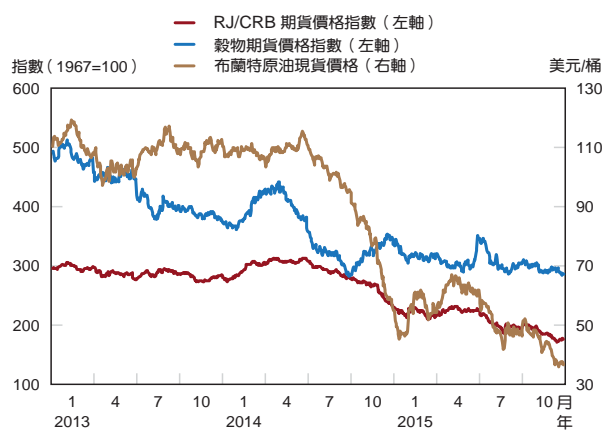
大國採行負利率政策造成資本外移及匯率變動，波及他國，形成全球金融循環 (global financial cycle)，干擾他國金融市場，連帶影響其經濟活動，對小型開放經濟體之負面衝擊尤大。

(四) 油價跌至 7 年新低，穀物價格低檔盤整，黃金價格震盪走跌

2015年初，受美國等非石油輸出國家組織 (OPEC) 產油國原油產量擴增及 OPEC 為維持市占率不減產之影響，油價大跌。2月因美國原油鑽油平台數大幅縮減，油價一度反彈，嗣後因美國原油庫存攀升及美元指數上升而回軟。4月以來，葉門等地緣衝突不斷，布蘭特原油現貨價格持續上漲至5月6日每桶66.76美元之年內最高；隨後因美國原油庫存攀升及產量回增，加上OPEC未達成減產協議，油價跌至12月21日每桶35.80美元之7年來新低，年底每桶為36.43美元，較2014年底重挫33.5%。

國際穀物方面，2015年初因產地天候有利種植，全球穀物供給充足，國際穀物期貨價格於低點震盪。6月中旬雖因美國中西部暴雨，影響小麥收成與延遲黃豆種植，加以市場擔憂聖嬰現象再現，衝擊穀物供應，國際穀物期貨價格一度反彈；惟7月中旬以後，氣候干擾因素減弱，加上需求疲弱，全球穀物庫存攀高，

布蘭特原油現貨價格、Thomson Reuters 穀物期貨價格指數及 RJ/CRB 期貨價格指數走勢圖



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

價格再度下跌。12月31日 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數為284.61點，較2014年底下滑15.3%。

國際黃金方面，2015年初，因ECB擴大化寬鬆貨幣政策，以及中國大陸春節需求較強，倫敦黃金現貨價格走揚，至1月22日達每盎司1,295.75美元之全年最高；嗣後市場轉向關注Fed升息動向，致金價下跌至每盎司1,200美元左右後持續盤整。7月初，中國人民銀行揭露該行黃金儲備量遠低於市場預期，引發

拋金潮，加上Fed升息態度轉趨明確，金價進而下跌；雖然8月人民幣貶值推升金價，惟之後Fed升息預期升高，11月後金價再度下滑，至12月16日Fed決議升息翌日驟跌至每盎司1,049.40美元，為2009年11月以來新低，年底每盎司為1,062.25美元，較2014年底下跌11.4%。

在國際油價重挫，穀物等農產品及黃金等貴金屬價格下跌下，2015年底Thomson Reuters/Jefferies CRB期貨價格指數為176.14點，較2014年底大跌23.4%。

倫敦黃金現貨價格



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

#### (五) 歐元對美元大幅貶值，日圓持平，亞洲國家貨幣普遍弱勢

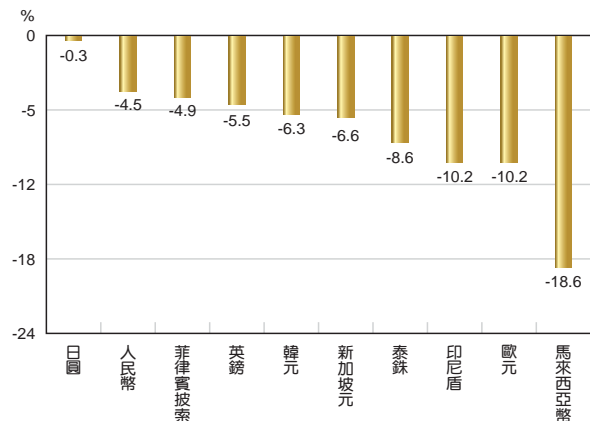
2015年初，受ECB擴大QE影響，歐元持續走貶至3月13日1歐元兌1.052美元之全年最低點；嗣因市場預期Fed可能延後升息及希臘脫歐疑慮減輕，歐元走升；5月以來，大致於1歐元兌1.10美元至1.15美元之間盤整。10月中旬後，因美國就業數據好轉及預期ECB擴大

量化寬鬆措施，歐元轉貶；至12月3日ECB決策僅延長QE實施期間，歐元止貶回升，年底為1歐元兌1.086美元，仍較2014年底重貶10.2%。

1至4月日圓匯價約在1美元兌119日圓上下盤整，嗣後因日本央行不排除進一步擴大寬鬆政策，日圓走貶至6月5日的1美元兌125.65日圓之年內最低，嗣後小幅盤整。至8月中旬，人民幣貶值，日圓因避險需求升溫而轉強，8月24日升至1美元兌118.74日圓之年內最高。10月中旬，Fed升息態勢漸趨明朗，日圓走貶，至12月18日日本央行並未擴大貨幣寬鬆規模後方回穩。年底為1美元兌120.295日圓，仍較2014年底略貶0.3%。

人民幣匯價於年初至8月大抵維持在1美元兌6.2人民幣左右。由於中國大陸經濟放緩，人民幣貶值壓力漸增，為使人民幣匯率更趨近由市場決定，8月11日中國人民銀行宣布匯率中間價報價機制改革<sup>1</sup>，並引導人民幣貶值，當天下調人民幣對美元之中間價1.82%，為

2015年國際主要通貨對美元升貶幅度



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

<sup>1</sup> 調整中國大陸外匯交易中心每日開盤中間價產生方式，由做市商（是指經過中國大陸國家外匯管理局核准，在銀行間外匯市場進行人民幣與外幣交易時，承擔向市場會員持續提供買、賣價格義務，透過自身的買賣行為，為市場提供流動性的銀行間外匯市場成員）在每日銀行間外匯市場開盤前，參考前一日銀行間外匯市場收盤匯率，及綜合考慮外匯供求情況，以及國際主要貨幣匯率變化，向中國大陸外匯交易中心提供中間價報價，以貼近市場價格。

2005年7月匯率制度改革以來單日最大貶幅，8月11至13日連續3日內人民幣對美元共貶值3.0%，之後止貶回穩。至11月底IMF決定將人民幣納入特別提款權（SDR）通貨籃後，市場預期中國人民銀行之前維持人民幣匯率穩定動力恐下降，致資金持續外流，人民幣再度走貶；12月11日中國人民銀行發布人民幣對一籃通貨之匯率指數，引發市場臆測人民幣將由釘

住美元改為參考一籃通貨，人民幣續貶。年底為1美元兌6.4930人民幣，較2014年底貶值4.5%。

受美國升息預期、國際原物料價格大跌及人民幣貶值等因素影響，多數亞洲國家貨幣對美元貶值。2015年底與2014年底比較，以馬來西亞幣重貶18.6%幅度最深，印尼盾貶值10.2%次之，泰銖亦貶值8.6%。

### 專題三

## SDR 簡介

### 一、SDR 之創設

特別提款權（Special Drawing Right, SDR）係國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）於1969年所創設的一種用於補充會員國官方準備的國際準備資產，用以彌補隨著國際經濟金融之發展，黃金與美元準備資產之不足。SDR創始之初，1單位SDR等於0.888671公克純金，當時相當於1美元；後因浮動匯率制度盛行，自1974年起，SDR價值改以一籃貨幣組成之標準籃（standard basket）方式計算，而人民幣將自2016年10月1日起，繼美元、歐元、英鎊及日圓後，納入該通貨籃。

### 二、SDR 之規模及功能

IMF根據會員國之認繳攤額（quotas）<sup>1</sup>，按比例無償分配SDR，作為會員國之國際準備資產。至2015年12月底，IMF共計分配予會員國

2,041億SDR。

SDR並非貨幣，也不是對IMF的債權，而是對會員國之可自由使用貨幣的潛在求償權。會員國可自願以SDR換取可自由使用之貨幣，或將SDR售予IMF指定之會員國，換取可自由使用之貨幣，以支應國際收支逆差，或償付債款或利息。除作為會員國之國際準備資產外，由於SDR價值較穩定，IMF或其他國際組織亦以之作為記帳單位。

### 三、人民幣將納入SDR通貨籃

IMF每5年審查SDR通貨籃貨幣之種類及權重，以確保SDR能反映各貨幣在全球貿易和金融體系之相對重要性。2015年11月IMF例行審查結果，人民幣符合「輸出貿易規模」及「貨幣可自由使用」標準，自2016年10月1日起，納入SDR通貨籃。

<sup>1</sup> IMF的資金主要來自會員國的認繳攤額，各會員國的認繳額基本上由各該國相對其他會員國的經濟規模決定。IMF則定期（通常為每5年）對各會員國攤額作全盤檢討，有必要時得調整之。會員國的攤額決定了該國投票權的大小，以及獲得融資的多寡。

## IMF 對納入 SDR 通貨籃貨幣之審查標準

## 輸出貿易規模

1. 輸出貿易規模須為位居全球重要地位者。
2. 衡量標準：  
商品及服務輸出5年平均價值占全球商品及服務輸出總金額5年平均價值之比重。

## 貨幣可自由使用

1. 衡量標準：  
貨幣廣泛用於國際交易之支付，以及外匯市場交易之主要貨幣。
2. 參考指標：  
- 該貨幣占全球外匯存底之比重；  
- 以該貨幣計價之國際債務規模；  
- 該貨幣在國際外匯市場之交易規模；  
- 其他額外指標作為補充。

## 四、SDR 通貨籃各幣別之權重及 SDR 之價值

IMF 根據通貨籃內各貨幣發行國之貿易指標及綜合金融指標<sup>2</sup>，加權計算 1 單位 SDR 各組成貨幣之權重，美元、歐元、人民幣、日圓及英鎊之新權重依序為 41.73%、30.93%、10.92%、8.33%及 8.09%。

SDR 通貨籃組成貨幣確定後，IMF 依據各

幣別之權重及匯率波動程度，重新計算 1 單位 SDR 所包含之各組成貨幣之單位數（2011 年~2016 年 9 月 30 日 1 單位 SDR 包含 0.6600 美元、0.4230 歐元、12.1000 日圓及 0.1110 英鎊）<sup>3</sup>，再依每日之市場匯率計算 SDR 之價值。IMF 全球資訊網則逐日公布 1 單位 SDR 之等值美元，2015 年 12 月 31 日 1 單位 SDR 等於 1.38573 美元。

## 五、SDR 之國際地位仍難超越美元

SDR 創設後，由於浮動匯率制度興起及國際資本市場蓬勃發展，各國政府較易自市場取得主要國際貨幣計價之民間資本，對 SDR 之需求不如以往。學者專家認為，人民幣納入 SDR 通貨籃之象徵意義大於實質意義，惟可促使中國大陸加速推動金融改革步調。2015 年底美元在 SDR 的權重雖僅占 41.9%，而作為全球外匯存底之占比高達 64.0%，短期內美元仍將維持主要國際準備貨幣之地位。

SDR 通貨籃各組成貨幣權重（%）

	2001年 ~2005年	2006年 ~2010年	2011年~ 2016年9月30日	2016年10月1日~2021年
美元	45	44	41.9	41.73
歐元	29	34	37.4	30.93
人民幣	-	-	-	10.92
日圓	15	11	9.4	8.33
英鎊	11	11	11.3	8.09

資料來源：IMF。

<sup>2</sup> 貿易指標為輸出金額（權重 50%）；綜合金融指標（權重 50%）包括：以該幣別作為外匯存底占比（權重 16.67%）、以該幣別計價之國際債務占比（權重 16.67%）及該幣別之外匯交易量占比（權重 16.67%）等 3 項。

<sup>3</sup> IMF 將於 2016 年 10 月 1 日前數週公布 2016 年 10 月 1 日~2021 年 1 單位 SDR 各組成貨幣之單位數。

## (六) 先進經濟體股市多呈上漲，亞洲國家普遍下跌

2015年初以來，美國經濟穩健復甦，帶動美股上揚趨勢，道瓊股價指數及那斯達克股價指數分別於3月2日及7月20日達18,288.6點及5,218.86點之全年最高；8月中旬後，因人民幣貶值，陸股重挫，加上Fed升息預期，8月25日道瓊股價指數一度跌至15,666.44點之全年最低；10月中旬起，在美國消費者信心、房市及就業情勢陸續好轉下，美股反彈回升。年底道瓊股價指數為17,425.03點，較2014年底小跌2.2%；那斯達克股價指數則收在5,007.41點，上漲5.7%。

歐股方面，1月下旬ECB宣布擴大QE，加以2月下旬希臘與歐盟達成紓困貸款協議，激勵歐股攀高，4月13日泛道瓊歐元股價指數漲至392.354點之全年最高點後，因希臘脫歐疑慮再起，轉呈跌勢；10月初，歐元區景氣升溫，激勵歐股再度上揚，惟12月3日ECB僅延長量化寬鬆期限，未擴大購債規模，歐股回跌，年底泛道瓊歐元股價指數為345.16點，較2014年底上漲8.0%。德國DAX指數及法國巴黎指數分別以10,743.01點及4,637.06點作收，較2014年底分別上漲9.6%及8.5%，而英國金融時報百種指數則以6,242.32點作收，下跌4.9%。

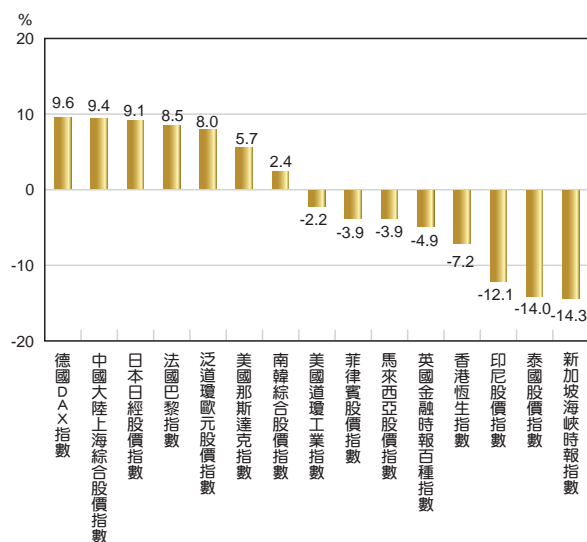
日股方面，1月下旬起，因大型出口企業財報表現優異及投資人預期企業獲利可期，日股反彈走高，日經股價指數4月22日突破20,000點心理關卡後，於高檔整理；8月下旬以後，隨國際股市下滑而回跌至9月29日的16,930.84點之年內最低。10月起，因預期美國

升息，有利日圓維持弱勢，助益大型出口企業及觀光業，12月初股價再度升抵20,000點，年底收在19,033.71點，較2014年底上漲9.1%。

中國大陸股市方面，2月至6月初受惠於中國人民銀行3度降息及降準等寬鬆政策，以及推出「一帶一路」方案，股市價量齊揚，上海綜合股價指數於6月12日升至5,166.35點之全年最高；嗣後因經濟基本面不佳，加以官方緊縮融資融券，股價重挫，至8月26日跌至2,927.29點之全年最低。10月下旬，中國人民銀行進一步寬鬆貨幣，加上官方公布「十三五規劃建議」經濟藍圖，激勵股價反彈。年底上海綜合股價指數為3,539.18點，較2014年底上漲9.4%。

其餘亞洲經濟體股市年初隨歐美股市上揚而走升，惟第2季起因各經濟體經濟表現普遍不如預期，加上美國升息預期升高，致外資撤離，股價多呈下跌。年底與2014年底比較，僅南韓小漲2.4%；新加坡、泰國及印尼跌幅較大，依序分別達14.3%、14.0%及12.1%。

### 2015年國際股價變動幅度



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

## 二、國內經濟情勢

104 年全球景氣復甦緩慢，加以原油等商品價格走低，我國對外貿易成長動能減弱，經濟成長率大幅滑落至 0.75%；國際收支則表現穩健。物價方面，因油料費、燃氣及電價反映國際能源價格大跌，全年消費者物價（CPI）平均下跌 0.31%。104 年政府稅收顯著成長，且受惠於行動寬頻業務（4G）第 2 波釋照收入，致中央政府收支短絀大幅縮減為 110 億元。勞動市場情勢方面，隨景氣降溫，失業率自 6 月起緩升，惟全年平均 3.78%，仍為 90 年以來最低；非農業部門每人每月實質薪資增幅 2.83%，則為近 5 年來最高。

茲就 104 年經濟成長、國際收支、物價、政府收支，以及就業與薪資情況，簡要說明如下：

### （一）經濟成長減緩

104 年第 1 季民間消費穩健成長，加以三角貿易毛利擴增帶動輸出成長，致經濟成長 4.04%，為全年最高。惟第 2 季起，因中國大陸需求趨緩及科技景氣下滑等循環性因素，加以台灣本身結構性因素影響，輸出轉為衰退，經濟成長率遽降，第 3 季及第 4 季更轉呈負成長，全年經濟成長率為 0.75%，低於 103 年之 3.92%。

就國內生產毛額的支出面言，由於民間消費成長減緩，加以政府消費、公營事業與政府投資均呈衰退，致國內需求成長僅及 1.57%，

對經濟成長率的貢獻為 1.41 個百分點，國外淨需求則轉為負貢獻 0.67 個百分點。

就生產面而言，104 年除服務業微幅成長，對經濟成長率貢獻 0.24 個百分點外，農林漁牧業與工業均轉呈負成長，對經濟成長率分呈負貢獻 0.06 個百分點及 0.32 個百分點。

### （二）國際收支穩健

104 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 150.11 億美元，較 103 年增加 19.96 億美元，續呈穩健。

經常帳方面，由於進、出口均轉呈衰退，且進口減額大於出口減額，致商品貿易順差增為 533.41 億美元；服務順差降為 94.06 億美元，主因旅行支出及支付國外貿易佣金增加；所得順差增為 167.91 億美元，主因支付非居民直接投資所得減少；經常移轉逆差則增為 33.73 億美元。綜上合計，經常帳順差增加 19.4%，達 761.65 億美元，占名目國內生產毛額（GDP）比重由 103 年之 12.0% 升為 14.5%。

104 年金融帳淨流出 680.41 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增為 565.35 億美元，主要係保險公司投資國外證券增加；非居民證券投資轉呈淨流出 11.81 億美元，主要係外資減持國內債券。對外直接投資淨流出增為 147.73 億美元，中國大陸仍為首要投資地區；來台直接投資則淨流入 24.15 億美元。其他投資呈淨流入 32.83 億美元，主因民間部門收回國外存款。

### （三）物價平穩

104年因國際大宗商品價格續跌，以新台幣計價之進口物價較103年下跌12.93%，加以3C消費性電子製品報價走低，以及電價調降，致躉售物價指數（WPI）下跌8.84%，為歷年最大跌幅。

在CPI方面，雖然蔬菜、肉類及外食費等食物類價格上揚，惟油料費、燃氣及電價反映國際能源價格大跌，加以國內需求不振，致CPI下跌0.31%，為近6年來首見；剔除蔬果及能源之CPI（即核心CPI）則溫和上漲0.79%，略低於103年之1.26%。

### （四）政府收支短絀大減

104年中央政府收入較103年增加1,589億元，支出僅增加428億元，收支相抵後之政府短絀降為110億元，較103年大幅減少1,161億元。

收入方面，由於企業103年獲利擴增，推升所得稅稅收，致104年稅課收入較103年成長9.1%，占總收入近8成；規費及罰款收入則因行動寬頻業務（4G）第2波釋照收入繳庫，較103年鉅增43.7%；惟營業盈餘及事業收入則較103年略減1.4%。

104年中央政府支出增加，主因社會福利支出與教育科學文化支出分別擴增280億元與151億元。社會福利支出續居首位，且占總支出比重升為23.2%，主因政府補列應負擔健保總經費法定下限差額及撥補國民年金中央應負擔款項不足數；教育科學文化支出則因增撥國家科學技術發展基金，占總支出比重升為

20.0%，續居次位；國防支出及經濟發展支出所占比重則分別為16.1%及13.6%。

收支相抵後，因政府收支短絀大幅減少，且債務還本僅略增，致融資需求降為770億元。104年底中央政府1年以上非自償性債務未償餘額升抵5兆3,024億元之新高，相對前3年度名目GDP平均數之比率則降為34.6%，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5年最高

104年5月失業率曾緩降至3.62%，係90年2月以來新低；惟反映景氣走緩，6月起失業率緩升，至12月為3.87%，全年平均為3.78%，仍為90年以來最低。

就業方面，全年平均就業人數為1,119.8萬人，較103年增加11.9萬人或1.08%，就行業別言，服務業部門增加8.3萬人或1.26%最多，工業部門則增加3.1萬人或0.76%。以各月就業人數年增率觀察，自3月起逐月下降，迥異於103年大致呈現走升之趨勢。

非農業部門（工業與服務業部門）每人每月平均薪資為48,490元，較103年增加2.52%；經常性薪資為38,716元，增加1.33%。以消費者物價指數平減後之實質薪資增加2.83%，增幅為近5年來最高；實質經常性薪資亦增加1.64%，係近16年來最高增幅。工業及製造業的勞動生產力指數分別較103年減1.29%與0.91%；因受僱者總薪資增加，而生產減少，工業及製造業的單位產出勞動成本分別增加6.61%與6.22%。



### 三、國內金融情勢

受全球景氣復甦趨緩影響，國內經濟成長疲弱，本行於9月25日及12月18日兩度調降貼放利率，市場存、放款利率因而呈現下降。由於景氣不振，貨幣機構放款與投資成長減緩，惟因資金淨匯入及外匯存款增加，致日平均M2年增率呈現上升走勢。由於市場資金充沛，貨幣市場利率普呈下降；資本市場受國內經濟成長趨緩及股市下跌影響，台債避險需求提高，10年期公債平均殖利率亦趨於下跌。至於新台幣匯率，上半年因市場預期美國升息時程不定而呈現震盪，下半年則因中國人民銀行於8月中旬下調人民幣對美元中間價，帶動亞洲貨幣走貶之影響，大抵於區間震盪後走貶。股票市場雖受各國紛紛調降利率及歐洲央行實施寬鬆貨幣政策之激勵，惟在全球經濟表現不佳、外資於下半年大多賣超及國際股災蔓延之衝擊下，股價震盪走低。

#### （一）準備貨幣年增率下滑、貨幣總計數M2年增率上升

104年準備貨幣全年平均年增率由上年之6.94%下滑至5.79%，主要係因資金需求疲軟，銀行放款成長趨緩，以及活期性存款成長減少所致。在廣義貨幣總計數方面，由於資金呈現淨匯入與外匯存款增加，日平均M2全年平均年增率由上年之5.66%上升為6.34%，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全年平均年增率則由上年之7.96%降至6.10%，主要因交易性貨幣需求隨景氣與股市交易趨緩而減少所致。

#### （二）放款與投資成長下降

受出口疲弱，景氣不振影響，民間部門資金需求轉弱，銀行放款成長減少，104年底全體貨幣機構放款與投資年增率由上年底的5.20%下降至4.61%；全年平均年增率則由上年的4.96%降為104年的4.66%。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104年底全體非金融部門取得資金總額年增率為2.54%，低於去年底之4.14%。

#### （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，104年底貨幣機構逾放比率由去年底之0.27%下降至0.25%。此外，雖然利息收入與手續費收入穩定成長，惟因有價證券評價利益下降，投資收益減少，致104年稅前盈餘較上年減少，資產報酬率與權益報酬率分別由上年之0.68%及11.80%降為0.65%及10.84%。

#### （四）存、放款加權平均利率微幅下滑

本行於下半年兩度調降貼放利率，致各銀行存放款牌告利率皆呈現下降趨勢，104年底五大銀行1年期定存與放款基準牌告利率均較

上年底為低；至於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，導致週轉金貸款加權平均利率下降所致。

若以存、放款金額加權計算，104年本國銀行存款及放款加權平均利率呈微幅下滑，其中，存款加權平均利率受本行兩度降息及新台幣資金的定期性存款比重下降影響，全年平均利率微幅下滑；放款加權平均利率因部分行庫承做地方政府及公營事業低利貸款增加，致微幅走低。

#### (五) 貨幣市場利率及 10 年期公債殖利率普呈下跌

本行持續透過公開市場操作，維持貨幣寬鬆局面，並兩度降息，金融業隔夜拆款加權平均利率於第 3 季開始轉呈下降。票券市場方面，由於民間部門資金需求不強，加上市場資金寬鬆，104年各天期票券平均利率亦普呈下降趨勢。

債券市場方面，受國內經濟成長趨緩及股市下跌影響，台債避險需求提高，國內 10 年期指標公債殖利率趨於下跌。9 月 24 日以後，由於國內景氣持續不佳及本行兩度降息，致殖利率持續下跌。因政府稅收增加及接近發債上限，公債發行量較上年減少。在公司債發行方面，受上年企業預期升息，積極搶發公司債，墊高基期影響，104 年公司債發行規模較上年縮減。

#### (六) 新台幣兌美元匯率區間震盪後走貶

104 年初美國經濟情勢穩健成長，國際美元走強，惟瑞士央行於 1 月中放棄歐元兌瑞士法郎匯率下限政策，使得避險資金流入包括台灣在內之亞洲新興國家，新台幣對美元呈現區間震盪。之後，美國第 1 季經濟成長表現不佳，市場預期升息時點可能延後，致美元走弱，新台幣於 5 月 22 日升值至全年最高的 30.541 元。8 月中旬中國人民銀行下調人民幣對美元中間價，帶動亞洲貨幣走貶，加以台灣出口持續衰退及本行降息，新台幣對美元於 9 月 25 日貶至全年最低的 33.292 元，爾後呈現區間盤整態勢。若與上年底比較，104 年底新台幣對美元貶值 4.08%，以全年平均計算，亦較上年貶值 4.80%。

#### (七) 股價指數先升後跌、再震盪

104 年初以來，在各國紛紛調降利率及歐洲央行實施寬鬆貨幣政策激勵下，台股隨國際主要股市走升，於 4 月 27 日走高至 9,973 點，當日盤中一度突破萬點；隨後受到全球經濟表現不佳、外資大多賣超及國際及大陸股災蔓延等利空衝擊，台股接連下挫，至 8 月 24 日創當年新低 7,410 點；爾後因國安基金護盤及國際主要股市止跌回穩，台股呈震盪走勢，至 12 月 31 日為 8,338 點，較上年底下跌 10.41%。至於全年平均股價指數為 8,959 點，較上年平均下降 0.37%；日平均成交值為 828 億元，較上年減少 6.28%。