

## 貳、潛在影響金融部門之總體環境

### 一、國際經濟金融情勢

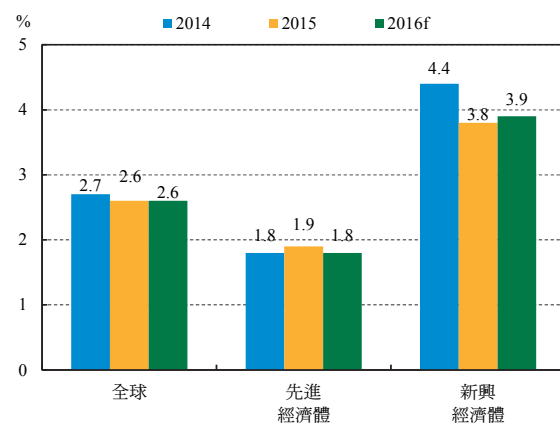
#### (一) 國際經濟情勢

##### 1. 全球經濟成長持續下修，前景充滿不確定性

2015年全球景氣復甦不如預期，國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)及IHS Global Insight均數度下修經濟成長。各主要先進經濟體表現分歧，其中美國在就業數據好轉帶動下，國內需求強勁，可支配所得增加，經濟逐步成長；歐元區雖暫時擺脫希臘債務危機，惟復甦力道依然疲弱；日本貨幣政策續呈寬鬆，惟薪資停滯不前，消費疲軟，經濟復甦不如預期。新興經濟體之經濟增長雖占全球增長之70%以上，惟在貨幣貶值、美國升息、中國大陸經濟放緩、大宗商品及原物料價格低迷等影響下，已連續五年下滑，成長動能逐年減弱。

2016年以來，美國勞動市場持續改善，惟強勢美元將打擊出口，經濟表現恐不如預期；歐元區及日本雖擴大寬鬆貨幣政策，惟復甦力道依然不足；新興經濟體中之中國大陸面臨結構性改革，成長續緩，恐影響其他亞洲經濟體；另巴西面臨嚴重財政危機，新興經濟體成長有限。IHS Global Insight預測<sup>11</sup>2016年全球經濟成長率與2015年相同，持平於2.6%，其中先進經濟體經濟成長率略降至1.8%，新興經濟體則略升至3.9%(圖2-1)。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2016f 為 IHS Global Insight 預測值。  
資料來源：IHS Global Insight (2016/4/15)。

<sup>11</sup> 同註1。

## (1) 先進經濟體經濟表現分歧

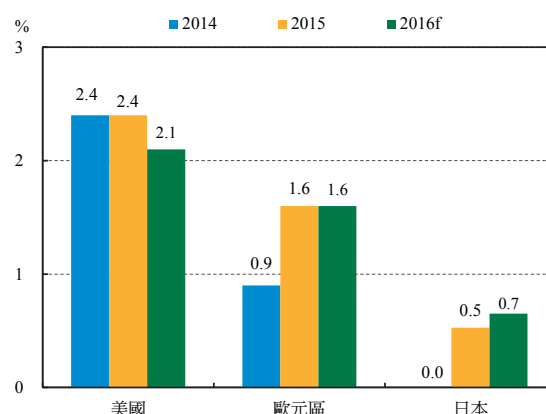
- 美國經濟穩健成長，房地產及就業市場持續改善

2015年第1季，美國受異常氣候及強勢美元影響，經濟成長不如預期，在氣候因素消退後，民間消費再度回溫，加以就業改善、房地產市場復甦及消費者支出大幅增加，經濟重拾動能，全年經濟成長率為2.4%，與2014年相同。雖然美國Fed於2015年12月升息，展現其對就業市場及經濟復甦的信心，惟因能源部門投資及出口前景不樂觀，IHS Global Insight預測2016年全年經濟成長率將降至2.1%(圖2-2)。

2015年美國就業市場持續改善，失業率由2014年之6.2%續降至5.3%，為近8年來新低，強勁的就業成長使民間消費增加，帶動經濟成長。由於就業市場仍然強勁，IHS Global Insight預測2016年失業率將續降至4.8%(圖2-3)。

2015年美國因薪資成長，個人稅收增加，財政赤字縮減至4,389億美元。儘管財政狀況持續改善，由於美國升息後償債成本提升，加以龐大的醫療及社會福利支出，IMF預估<sup>12</sup>美國政府債務負擔進一步惡化，2016年政府債務餘額對GDP比率將續升至107.5%(圖2-4)。

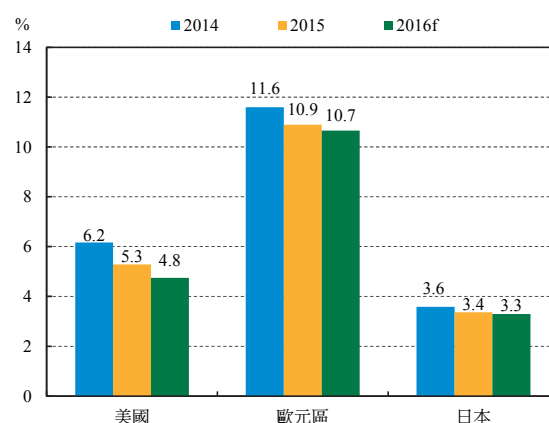
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2016f 為 IHS Global Insight 預測值。

資料來源：各官方網站、IHS Global Insight (2016/4/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2016f 為 IHS Global Insight 預測值。

資料來源：各官方網站、IHS Global Insight (2016/4/15)。

<sup>12</sup> IMF (2016), *Fiscal Monitor*, April.

- 歐元區經濟緩步復甦

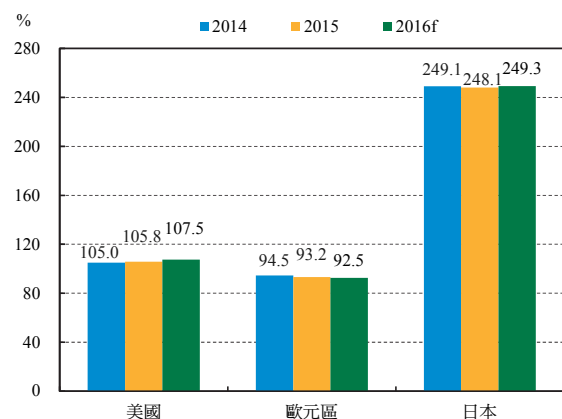
2015年歐元區暫時解除希臘因債務問題引起的脫歐危機，加上歐洲央行(ECB)擴大量化寬鬆政策規模，歐元區經濟成長率上升至1.6%，惟失業率仍達10.9%，且油價下滑導致通膨難達目標。2016年儘管有難民問題懸而未決及英國脫歐的不確定因素，在ECB進一步擴大寬鬆貨幣政策且採取負利率之激勵下，IHS Global Insight預測全年經濟成長率將持平於1.6%，失業率續降至10.7%(圖2-2、2-3)。

財政方面，歐元區各國在縮減赤字下，2015年財政赤字對GDP比率降至2%，為8年來新低，政府債務對GDP比率亦降至93.2%。隨歐元區經濟緩步復甦，IMF預測2016年政府債務餘額對GDP比率將續降至92.5% (圖2-4)。

- 日本因經濟成長不如預期且通膨難達目標，進一步實施負利率政策

2015年第1季日本出口穩定帶動成長，惟其後因全球經濟情勢不佳，且官方刺激政策效果未達預期，全年經濟成長率僅0.5%。因經濟成長不振且2%通膨目標難以達成，2016年2月日本央行首次實施負利率政策，將金融機構存放央行新增的超額準備利率調降至-0.1%<sup>13</sup>，加上日本政府宣布2016年4月調降企業稅率至29.97%，且第二階段提高消費稅率延後至2017年實施，以支撐企業獲利並鼓勵投資，IHS Global Insight預測2016年日本經濟成長率將微幅回溫至0.7%，失業率則略降至3.3%(圖2-2、2-3)。惟人口老化使社會福利支出增加，IMF預測2016年日本政府債務餘額對GDP比率將升至249.3%(圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2016f 為預測值。

資料來源：IMF (2016), *Fiscal Monitor*, April。

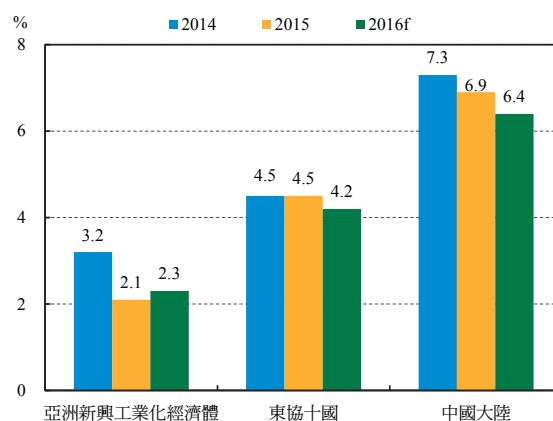
<sup>13</sup> 日本之負利率政策係調降銀行過剩資金存放日本央行之利率，由於日本2013年實施量化寬鬆後將貨幣政策目標從無擔保隔夜拆款目標利率改為基礎貨幣發行量，該利率並非日本央行之政策目標利率，惟此宣示增強日本央行貨幣寬鬆的決心。

## (2) 亞洲新興經濟體成長放緩

2015年受中國大陸經濟成長降溫致對大宗商品進口需求下降之影響，亞洲新興經濟體成長大幅放緩。其中，以出口為導向的亞洲新興工業化經濟體受全球貿易總量萎縮影響，經濟成長率由2014年之3.2%大幅下滑至2.1%；東協十國中，雖印尼受出口萎縮及大宗商品價格疲軟影響而經濟成長下滑，惟泰國從政治動盪中恢復，越南則受惠於低廉工資而製造業擴張，東協十國整體經濟成長率持平於4.5%。中國大陸受結構性調整、產能過剩、房市走緩及全球需求不振之影響，經濟成長率續降至6.9%，為25年來最低(圖2-5)。

展望2016年，IHS Global Insight預測亞洲新興工業化經濟體經濟成長率可望微幅回升至2.3%；東協十國受中國經濟成長減速及原物料價格大幅滑落影響，經濟成長率將下降至4.2%；中國大陸則仍存在產能、房屋供給過剩及政府債務過高等問題，經濟成長率續減緩至6.4%(圖2-5)。此外，IHS Global Insight預測2016年亞洲新興工業化經濟體及東協十國失業率將分別略降至3.4%及4.3%，惟中國大陸上升至4.2%(圖2-6)。

### 圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



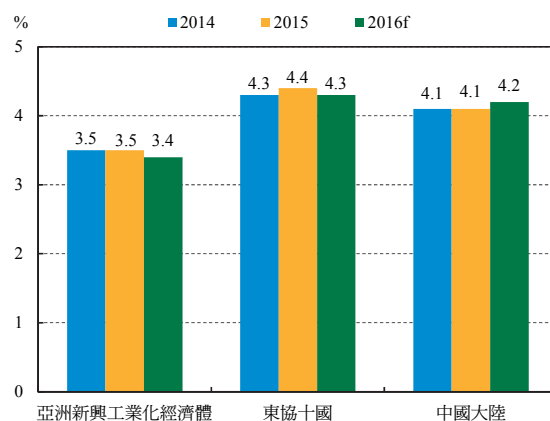
註：1.2016f 為 IHS Global Insight 預測值。

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：各官方網站、IHS Global Insight (2016/4/15)。

### 圖 2-6 亞洲新興經濟體失業率



註：1.2016f 為 IHS 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：各官方網站、IHS Global Insight (2016/4/15)。

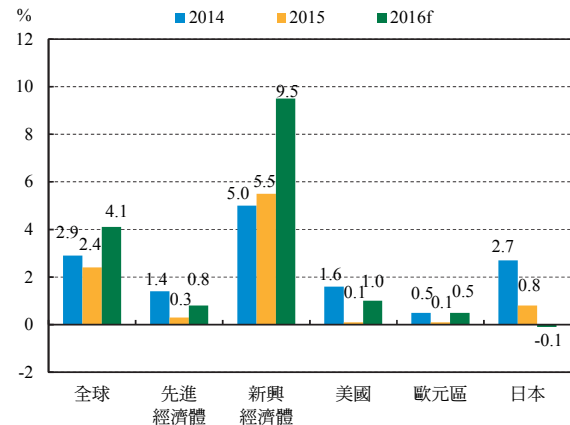
## 2. 全球通膨低緩

2015年國際原油受中國大陸等新興市場經濟增長放緩致需求大幅減少，以及美國頁岩油開採達產量新高，並解除長達40年的原油出口禁令等影響，價格進一步走低<sup>14</sup>。另2015年因全球出口需求不振且糧食供應充裕，加上美元升值，使國際穀物平均價格下降，植物油、乳製

品和肉類價格亦全面下挫。由於大宗商品及石油價格大幅下滑，使原油出口國(例如沙烏地阿拉伯、委內瑞拉及俄羅斯等)財政陷入困境，經濟成長放緩，並對美、日等先進國家通膨目標形成壓力，影響其貨幣政策。在油價及糧價走低下，2015年全球CPI年增率由2014年之2.9%下降至2.4%，先進經濟體由1.4%降至0.3%，核心通膨率則為1.6%<sup>15</sup>，低於通膨之目標水準。另一方面，新興經濟體則因巴西深陷財政困境，通膨問題嚴重，CPI年增率由2014年之5.0%上升至5.5%(圖2-7)。

2016年起，石油輸出國組織(OPEC)成員之凍產協議雖最終破局，惟因美國鑽油平台數持續減少及受伊拉克與奈及利亞地緣衝突影響，油價震盪上揚；穀物方面，因預期全球供應充足，庫存將高於上年，價格預料將持續下跌。在上述因素影響下，IHS Global Insight預測2016年先進經濟體CPI年增率僅微幅升至0.8%，全球CPI年增率則升至4.1%<sup>16</sup>(圖2-7)。

圖 2-7 全球消費者物價指數年增率



註：2016f 為 IHS Global Insight 預測值。

資料來源：各官方網站、IHS Global Insight (2016/4/15)。

<sup>14</sup> 布蘭特原油價格由2014年6月高點每桶110.95美元，大跌至2015年底每桶僅36.43美元。

<sup>15</sup> IMF (2016), *World Economic Outlook*, April.

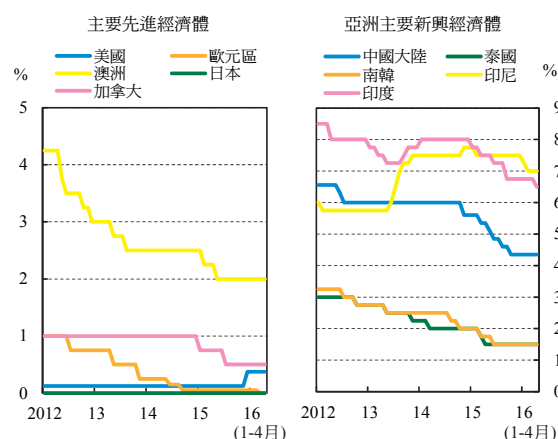
<sup>16</sup> 同註2。

### 3. 美國開始升息，歐元區及日本等多數經濟體續採寬鬆貨幣政策

2015年主要先進經濟體之貨幣政策出現分歧情形。美國因就業數據及經濟成長好轉，2015年12月Fed將聯邦資金利率目標區間調升1碼至0.25%-0.50%，惟2016年3月考量全球經濟及金融發展帶來之風險，未進一步升息。歐元區經濟雖略好轉，惟通膨持續低迷，ECB於2015年1月宣布擴大購買資產規模及範圍，12月延長購買計畫及調降隔夜存款利率，且2016年3月進一步降息。日本除原先量化寬鬆政策外，2016年2月實施負利率政策以刺激經濟；加拿大及澳洲為刺激經濟成長，亦調降政策利率。亞洲新興經濟體因全球需求不振影響國內經濟，多續採寬鬆貨幣政策，其中中國大陸多次調降存款準備金率及存貸利率(圖2-8、表2-1)。

2015年起美國升息，惟歐元區、日本及中國大陸續採寬鬆貨幣政策之分歧現象，加劇國際資本流動，導致全球金融市場動盪激烈，且使新興市場償債壓力升高，影響全球金融穩定。此外，日本及歐洲央行因QE成效漸減，轉而採行負利率政策，期激勵經濟成長及推升通膨預期，惟效果並不顯著，加上市場對負利率政策可能產生的負面衝擊存有憂慮，導致全球金融市場不確定性及風險上升(專欄1)。

#### 圖 2-8 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：美國為聯邦資金利率目標，歐元區為主要再融通操作利率，澳洲為現金利率目標，日本為無擔保隔夜拆款目標利率(2013年4月4日起以貨幣基數為操作目標)，加拿大為隔夜拆款利率目標。  
2. 亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構1年期放款基準利率，泰國為1天期附買回利率，南韓為基準利率，印尼為基準利率目標，印度為附買回利率。  
3. 資料截至2016年4月15日。  
資料來源：各國或地區央行網站。

表 2-1 先進及亞洲新興經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	日期	內容
美國	2015/12	鑑於就業市場明顯好轉，FOMC宣布調升聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至0.25%-0.5%。
	2016/3	FOMC宣布維持聯邦資金利率目標區間0.25%-0.5%不變。
歐元區	2015/1	ECB宣布擴大資產購買計畫，自2015年3月至2016年9月，每月購債600億歐元，預計總規模將達1.14兆歐元。
	2015/12	ECB調降隔夜存款利率10個基點至-0.3%，每月購債規模維持600億歐元不變，惟購債範圍新增歐元區內以歐元計價的地方政府債，且實施期限由2016年9月延長至2017年3月。
	2016/3	ECB再調降隔夜存款利率10個基點至-0.4%，主要再融通操作利率由0.05%降至0%，邊際放款利率由0.3%降至0.25%，並增加每月購債規模至800億歐元，購債範圍新增以歐元計價非銀行發行之投資級債券。
日本	2015/12	日本央行公布QQE補充措施：加大ETF購買額度、日本不動產投資信託收購標的規模上限，及銀行向日本央行融通時提供擔保品範圍，並延長收購長期公債的平均剩餘到期年限。
	2016/2	日本央行對金融機構存放該行新增的超額準備適用-0.1%利率。
加拿大	2015/1、7	加拿大央行兩度調降隔夜拆款利率各1碼至0.5%。
澳洲	2015/2、5	澳洲央行兩度調降現金利率目標各1碼至2.0%。
南韓	2015/3、6	南韓央行兩度調降基準利率各1碼至1.5%。
	2015/12	南韓央行將2016~2018年的年度通膨目標由2013~2015年設定的2.5%-3.5%降至2%。
中國大陸	2015/2、4、6、8、10	中國人民銀行五度調降不同類金融機構之存款準備金率各2碼或4碼，並於10月取消存款利率浮動上限。
	2015/3、5、6、8、10	中國人民銀行五度調降金融機構1年期存款、放款基準利率各1碼至1.5%及4.35%。
	2016/3	中國人民銀行調降各類金融機構人民幣存款準備金率2碼。
泰國	2015/3、4	泰國央行兩度調降1天期附買回利率各1碼至1.5%。
印尼	2015/2、2016/1、2、3	印尼央行四度調降基準利率目標各1碼至6.75%。
印度	2015/1、3、6	印度央行三度調降附買回利率各1碼至7.25%。
	2015/9	印度央行調降附買回利率2碼至6.75%。
	2016/4	印度央行調降附買回利率1碼至6.5%。

註：本表資料截至2016年4月15日。

資料來源：各官方網站。

## (二) 國際金融情勢

### 1. 影響全球金融穩定之風險上升

2015年上半年，先進經濟體景氣回溫，全球金融穩定情勢多有改善，惟下半年起由於全球經濟成長前景不明、原油及商品價格持續下跌、中國經濟轉型

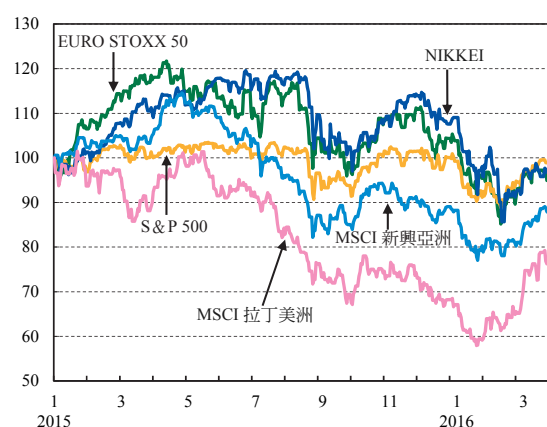
之不確定性上升及投資人對政府處理問題能力之信心下降，引發全球金融市場動盪加劇，金融穩定風險上升。

## 2. 先進經濟體之金融風險仍未消退

近年來先進經濟體採行多項金融監理改革，銀行業之資本及流動性水準已有提升，惟金融危機期間許多經濟體之銀行業逾放比率大幅上升，迄今未能有效降低，加上銀行經營模式之調整過程<sup>17</sup>緩慢，將持續影響銀行獲利及承受損失能力。其中，美國銀行業復甦速度較快，對風險較高之新興市場及能源業之暴險不大，所受衝擊預期有限，且獲利狀況較佳，逾放比率亦不高，風險尚在可控制範圍。歐洲銀行業仍無法有效降低金融危機產生之不良資產，且面臨經營模式轉變及大額訴訟賠償，影響其獲利及增強資本能力，而新監理規範要求銀行持有更多資本，許多銀行無力增資以符合規範，持續面臨挑戰。日本銀行業因應國內債券殖利率下降，減少持有日圓債券並增加國外投資以提高收益，惟亦使信用風險提高，加上市場擔心負利率政策將進一步侵蝕銀行獲利，已導致銀行股價大幅下跌。

2015年先進經濟體之股匯市震盪加劇。其中，上半年因景氣表現佳，先進經濟體之股市普遍呈現上揚局面，尤以日本及歐元區上漲幅度較大；第3季受中國大陸經濟走緩及美國升息預期等利空消息影響，美國、歐元區及日本股價同步重挫，第4季雖有回穩，惟2016年第1季再度震盪加劇(圖2-9)。匯市方面，美元因預期升息而逐步走強，惟歐元在ECB擴大貨幣寬鬆政策及採行負利率政策下，相對美元持續走貶；日圓在日本央行採行量質兼備寬鬆貨幣政策

圖 2-9 國際股價指數表現



註：1.2015年1月1日=100

2.EURO STOXX 50 為歐元區主要 12 個經濟體之 50 檔股票指數。

資料來源：Bloomberg。

<sup>17</sup> 全球金融危機之前，銀行業透過複雜且高風險之衍生性商品操作，進行證券化及各項創新，獲取高額利潤；金融危機之後，許多監理規範轉趨嚴格，限制銀行業務範圍及經營型態，例如美國 Volcker Rule 限制商業銀行從事自營業務，英國 Ring-fencing 政策將零售型銀行與批發型銀行隔離。



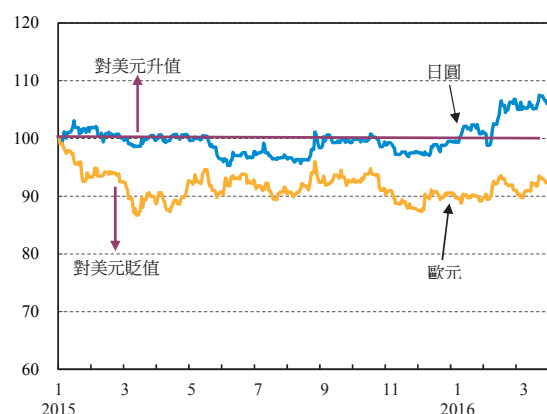
(QQE)下，相對美元持續維持低檔，2016年1月日本央行宣布負利率政策，短暫帶動日圓貶值，隨後因國際金融市場動盪，投資人避險資金湧入，日圓反而大幅升值(圖2-10)。

### 3. 新興經濟體之金融風險上升

全球經濟走緩、原油及原物料價格重挫、資產價格大幅修正等不利情勢，使新興經濟體之金融體系面臨考驗。近幾年許多新興經濟體之企業部門大幅舉債致財務槓桿攀高，惟獲利及償債能力因經濟走緩而轉弱，影響其再融資能力，加上美元走強使該等企業以美元計價債務負擔加重，違約風險上升。此外，油價及原物料價格重挫使產油及原物料出口國(例如俄羅斯、巴西及委內瑞拉等)財政赤字及外債問題日益嚴重，其能源相關企業之償債風險亦升高。雖然多數新興經濟體之銀行業持續獲利且資本維持適足，惟信用過度成長及借款人債務違約增加，恐影響信用市場並侵蝕銀行獲利及資本。

2015年上半年亞洲新興經濟體受惠於歐元區及日本持續量化寬鬆，股市多呈上揚走勢，惟下半年因中國經濟成長降溫衝擊出口，加上市場預期美國升息引發大量資金流出，導致亞洲國家股市多呈下跌。2015年多數亞洲新興經濟體之貨幣走貶，其中馬來西亞受國際原油價格下跌衝擊出口，貨幣大幅貶值達18.55%(圖2-11)。

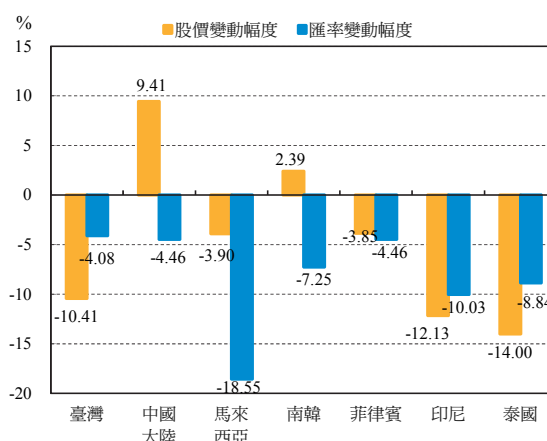
圖 2-10 各種通貨對美元之升貶趨勢



註：2015年1月1日=100

資料來源：Bloomberg。

圖 2-11 亞洲新興經濟體股匯市變動幅度



註：1.本表比較2014年及2015年之亞洲新興經濟體股匯市變動情形。

2.臺灣為上市股票指數，中國大陸為上海證券綜合指數，馬來西亞為吉隆坡綜合股價指數，南韓為KOSPI指數，菲律賓為PSEI指數，印尼為雅加達綜合股價指數，泰國為SET指數。

資料來源：Datastream、Bloomberg。

IMF指出<sup>18</sup>，新興經濟體在全球經濟下行風險升高之際，將面臨多項挑戰，包括：(1)中國和其他新興經濟體中大型企業之債務負擔增加且違約風險上升<sup>19</sup>，可能外溢影響其他經濟體，對全球金融體系造成不利影響；(2)貨幣貶值使企業外幣債務之違約率升高，且企業現金流量受原物料價格下跌而弱化；(3)部分銀行資產負債表尚未反映信用循環末期之資本惡化情形，且部分經濟體之銀行業逾放比率隨企業獲利下降及資產品質惡化而上升；(4)信用擴張導致銀行放款對存款比率攀升，且部份經濟體之銀行業已瀕臨流動性規範之法定上限，恐影響其貸放能力。

#### 4. 國際組織呼籲各國採取措施，以促進全球金融穩定

IMF估計<sup>20</sup>，若未採取適當因應政策，將使金融市場持續動盪及去槓桿化過程失序，恐使2021年全球經濟產出較基準水準下滑3.9%。為降低全球金融不穩定之風險，IMF<sup>21</sup>及OECD<sup>22</sup>等國際組織提出政策建議如次：

- (1) 隨先進經濟體貨幣政策走向分歧，各國應採取聯合行動，提供明確、一致的訊息溝通，以減少市場波動對經濟成長的干擾。此外，各國應重新檢討趨嚴的衍生性金融商品交易限制，以解決市場流動性降低問題。
- (2) 歐元區應加強銀行監理及銀行破產機制改革，必要時由政府注資或允許破產銀行停業，以促使銀行加速認列損失及降低逾放。
- (3) 新興經濟體應強化對銀行業之信用風險監管措施，包括提高外幣暴險資本計提及訂定暴險額度等，並進行結構性改革，例如透過法規鬆綁及租稅誘因提高外國直接投資比重，以取代波動性較大的短期資金。
- (4) 新興及開發中經濟體宜採行靈活的匯率制度，以緩衝不利貿易條件帶來之衝擊，必要時可擴大財政政策力道，以因應不利衝擊。

<sup>18</sup> IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, October; IMF (2016), *Global Financial Stability Report*, April.

<sup>19</sup> 依據IMF估計，中國大陸企業部門具潛在風險之貸款規模達1.3兆美元，約占商業銀行企業貸款總額之15.5%。假設損失率為60%，銀行潛在損失可能為7,560億美元，約占GDP之7%；假設損失率為45%，則銀行潛在損失可能為5,670億美元，約占GDP之5%。參見IMF (2016), *Global Financial Stability Report*, April.

<sup>20</sup> IMF (2016), *Global Financial Stability Report*, April.

<sup>21</sup> 同註18。

<sup>22</sup> OECD (2015), *Economic Outlook*, NO. 98, November.

- (5) 中國大陸之企業部門應適度去槓桿化，使信用管道更加暢通；監理機關應推動利率自由化、強化市場紀律、增加銀行吸收損失能力及加強監理規範，以降低過度競爭帶來之風險。

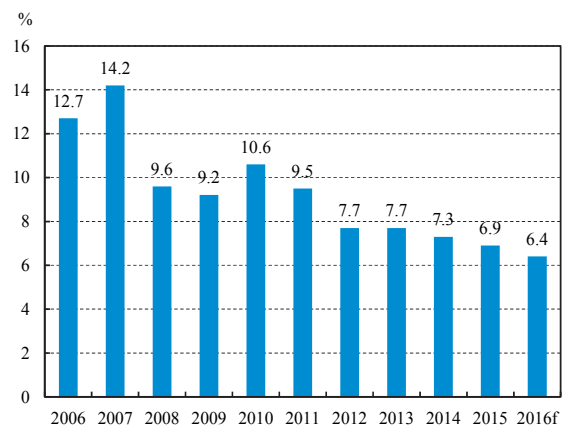
### (三) 中國大陸經濟金融情勢

#### 1. 經濟成長力道持續放緩

2015年中國大陸受全球經濟復甦力道不足、產能過剩及地方政府債務影響，全年經濟成長率由2014年之7.3%下滑至6.9%(圖2-12)，跌破官方設定7%之目標，並創1990年以來最低水準。

展望2016年，中國政府持續加強供給面結構性改革<sup>23</sup>，2016年3月人大及政協兩會將2016年經濟成長目標設於6.5%-7%，為官方首次採用成長區間調控法設定經濟成長目標，以利施政彈性，惟IHS Global Insight預期房地產衰退及產能過剩問題仍將延續，2016年經濟成長率將續降至6.4%(圖2-12)。

圖 2-12 中國大陸經濟成長率



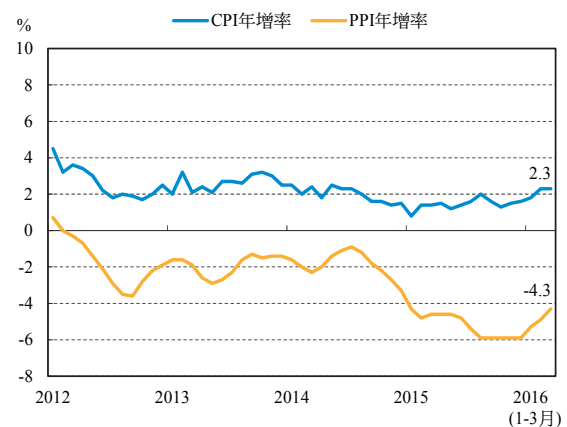
註：2016f 係 IHS Global Insight 預測值。

資料來源：中國國家統計局、IHS Global Insight (2016/4/15)。

#### 2. 物價走緩，房價止跌回升

2015年中國大陸受內需不足及原油價格走跌影響，CPI年增率僅1.4%，低於設定之3%調控目標；2016年初受寒冬及春節因素，使食物價格大幅上漲影響，3月CPI年增率回升至2.3%，IHS Global Insight預測2016年CPI年增率將上升至2.3%。

圖 2-13 中國大陸物價指數年增率



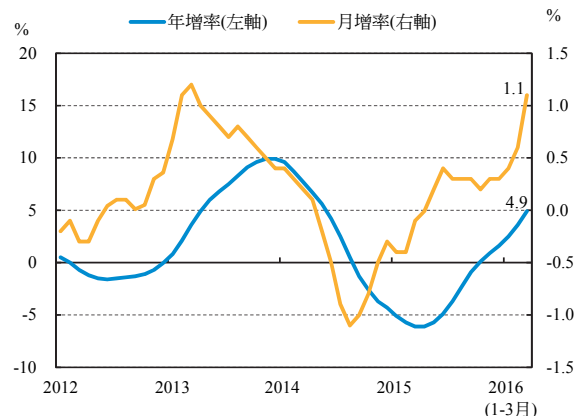
資料來源：中國國家統計局。

<sup>23</sup> 係指從供給與生產端著手，調整經濟結構，使供給面各要素實現最適配置，以促進經濟成長。

此外，2015年生產品價格指數(Producer Price Index, PPI)受產能過剩及原物料價格下跌之雙重影響，年增率為-5.2%，惟2016年3月PPI跌幅已縮小至-4.3%(圖2-13)。

2015年第1季中國大陸70大城市平均房價持續下跌，惟5月起因多項房市鬆綁措施<sup>24</sup>激勵，房價止跌回升，至12月房價年增率達1.6%，為全年最高(圖2-14)。2016年初大量資金流入房市，導致一線及部分二線城市房價大漲，惟三、四線城市仍存在庫存去化問題，出現分歧現象，中國大陸政府將加強調控以穩定一、二線城市房價，並對三、四線房市持續推出寬鬆政策以加速去庫存。

圖 2-14 中國大陸70大城市平均房價上漲率



資料來源：Thomson Reuters。

### 3. 續採寬鬆貨幣政策，以維持穩增長及調結構之平衡

為引導融資成本下降以確保經濟穩步成長，2015年中國人民銀行持續採取多項寬鬆貨幣政策，例如4度全面降準、5度針對農業及小微企業推出定向降準措施，且輔以定向寬鬆方式釋出資金，包括多次調降附買回操作<sup>25</sup>利率，以及採行中期借貸便利<sup>26</sup>、抵押補充貸款<sup>27</sup>及短期流動性調節工具等貨幣政策工具，並5度分別調降存款及貸款基準利率至1.5%及4.35%。此外，為實現利率自由化目標，中國人民銀行2015年10月全面取消存款利率浮動上限<sup>28</sup>。

2016年初因中國大陸經濟持續放緩及大量資本流出，中國人民銀行3月全面調降各類金融機構存款準備率2碼，以保持金融體系流動性充裕。在寬鬆貨幣政

<sup>24</sup> 包括2015年3月降低二套房貸首付款比率，以及縮短二手房營業稅免徵期限；9月鬆綁首套首付款比率，由現行30%調降至25%。

<sup>25</sup> 美國Fed及本行透過附買回操作釋出資金，所稱「附買回」係以交易對手立場而言。相同操作方式，中國大陸稱逆回購操作，係以中國人民銀行立場而言。

<sup>26</sup> 係指以設定利率及質押方式向特定金融機構釋出資金，期限一般為三個月。

<sup>27</sup> 係指商業銀行透過抵押資產之方式從央行獲得融資，合格抵押品可能包括高信用評等的債券類資產及優質信貸資產等。

<sup>28</sup> 中國人行分別於2015年3月、5月將人民幣存款利率上限由基準利率的1.2倍依序擴大至1.3倍及1.5倍；8月取消一年期以上(不含一年期)定期存款利率上限；10月全面取消存款利率上限。

策下，上海銀行間隔夜拆款利率除春節期間外，大致平穩(圖2-15)。

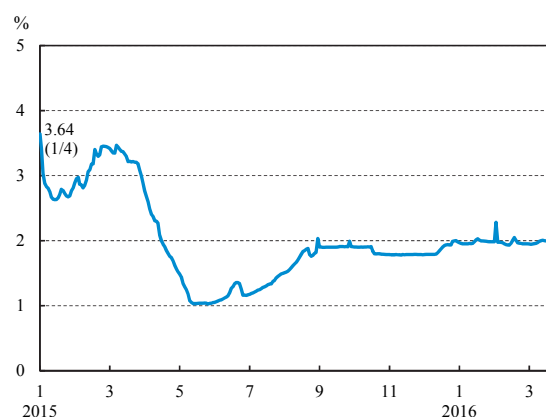
#### 4. 股匯市波動劇烈

2015年初受人民銀行降息降準、一帶一路及預期陸股納入MSCI<sup>29</sup>等影響，上證指數大幅走高，6月中達5,166點(圖2-16)，漲幅達60%；其後因缺乏基本面支撐、政府加大去槓桿力道及國際利空因素，股市出現恐慌性賣壓而快速下跌，至第4季始逐漸回穩，12月底指數收在3,539點，較2014年底上漲9.4%。

2016年初因股市熔斷機制<sup>30</sup>觸發停市，再度引起市場恐慌，上證指數連日大跌，最低至2,655點，3月底僅小幅回升至3,004點。

匯市方面，2015年第1季人民幣對美元匯率一度走貶後回穩，惟8月11日中國人民銀行採行人民幣中間價報價機制改革，人民幣對美元匯率大貶至6.3231，11月復因IMF宣布人民幣將納入特別提款權(SDR)通貨籃，市場預期中國人民銀行維持人民幣穩定動力恐下降，更擴大人民幣貶勢，12月底人民幣對美元匯率收在6.4936，全年貶值4.5%。2016年初受資金外流與人民幣貶值預期交互影響，人民幣一度呈急劇貶值走勢，其後在中國人民銀行大幅拉升香港銀行間同業拆款利率(HIBOR)以

圖 2-15 上海銀行間隔夜拆款利率



資料來源：中國全國銀行間同業拆借中心。

圖 2-16 中國大陸上證指數



資料來源：Bloomberg。

<sup>29</sup> 又稱明晟指數，由摩根士丹利資本國際公司所編製，指數類型包括產業、國家、地區等，範圍涵蓋全球，為歐美基金經理人對全球股票市場投資的重要參考指數。

<sup>30</sup> 為防止投資人恐慌性拋售，並為市場提供冷靜期以緩衝股市波動，中國證券監督管理委員會(簡稱中國證監會)自2016年1月起實施股市熔斷機制，以滬深300指數為基準，當指數跌破5%時暫停交易15分鐘，隨後繼續交易；若尾盤(14:45至15:00)指數跌破5%或全天任何時間跌破7%，將暫停交易至收市。該機制實施4日即因投資人信心不足及磁吸效應加劇市場波動，兩度觸發停市，中國證監會隨後宣布暫停適用。

提高人民幣做空成本等措施，人民幣始逐漸回穩(圖2-17)。

此外，中國大陸政府為推動人民幣國際化，並配合資本帳逐步開放，2015年起對境內之外匯市場推動多項改革，例如人民幣匯率中間價報價機制改革、開放境外央行類機構及進一步引入合格境外主體及公布中國外匯交易中心(CFETS)人民幣匯率指數等重要措施(專欄2)，其對中國大陸及全球金融市場之影響，應密切關注。

### 5. 社會融資規模增量略減，惟銀行不良貸款比率持續走高

2015年在中國人民銀行擴大金融對實體經濟支持下，年底廣義貨幣供給M2年增率為13.3%，高於12%之目標。此外，2015年底社會融資規模增加15.4兆人民幣，餘額年增率由上年之14.3%下滑至12.4%，主要係中國大陸積極推動去槓桿化及加強影子銀行體系之監管，導致表外融資明顯萎縮所致(圖2-18)。

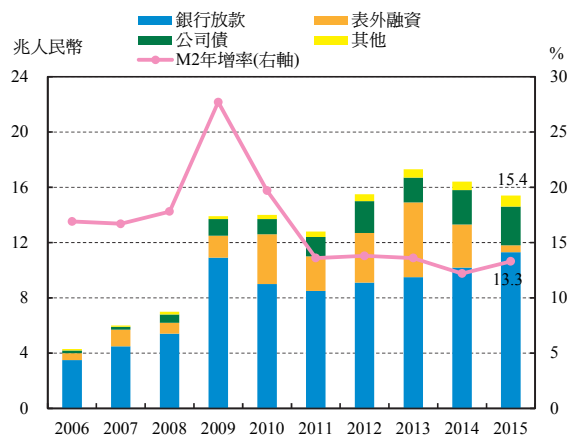
中國大陸銀行放款雖連續4年擴增，惟受經濟成長減緩影響，商業銀行不良貸款比率由2014年底1.25%上升至2015年底1.67%(圖2-19)。由於中國大陸政府續採去產能並清理不良企

圖 2-17 人民幣對美元之匯率趨勢



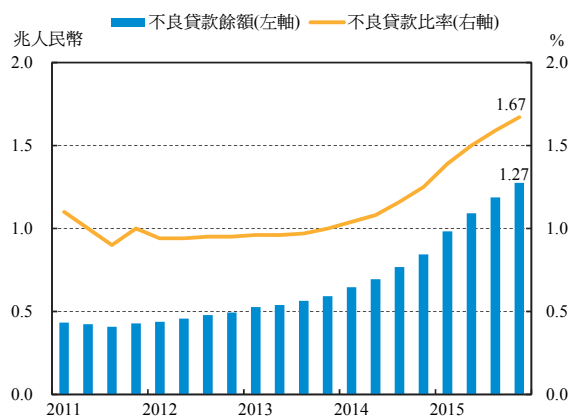
資料來源：本行外匯局。

圖 2-18 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



資料來源：中國人民銀行。

圖 2-19 中國大陸商業銀行不良貸款餘額及比率



資料來源：中國銀行業監督管理委員會。

業<sup>31</sup>，不良貸款比率恐持續走高。

## 6. 針對地方政府債務陸續到期，相繼推出因應措施

鑑於地方政府累積之龐大債務自2015年起陸續到期<sup>32</sup>，加上經濟成長減緩，地方政府債務還本壓力增大，成為影響金融穩定之壓力來源。為協助解決地方政府債務到期問題，中國大陸政府核准合計3.2兆人民幣之地方政府債務轉換計畫<sup>33</sup>，且提高全國社保基金投資地方政府債券之額度，並採取控管地方債務上限之措施<sup>34</sup>，以降低地方政府債務之違約風險。

<sup>31</sup> 係指無法繼續正常經營、應破產卻又靠借貸或政府資助而沒有破產的企業。中國大陸政府將其明確定義為連續3個財務會計年度持續虧損的企業。

<sup>32</sup> 依據中國審計署2013年6月底公布資料，地方政府整體債務約2.78兆人民幣於2015年到期，1.52兆人民幣將於2016年到期。

<sup>33</sup> 中國國務院分別於2015年3月、6月各核准1兆人民幣、8月核准1.2兆人民幣之地方政府債務轉換計畫，將部分融資平台債務轉換為期限較長、利率較低之地方政府債券。

<sup>34</sup> 中國大陸十二屆全國人大常委會2015年8月通過2015年地方政府債務限額案，2015年地方政府債務限額為人民幣16兆元，地方政府在限額內須提出當地債務限額報經批准，並在限額內舉借和償還債務。

## 專欄1：主要經濟體貨幣政策分歧之影響

自全球金融危機以來，全球主要央行先後降息及採行量化寬鬆(QE)等貨幣政策，以因應經濟成長趨緩及通膨預期持續走低等問題；惟隨著2015年12月美國聯準會(Fed)正式啟動利率正常化，歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)及中國人民銀行卻持續擴大寬鬆政策，其中ECB及BoJ甚至採行負利率政策，凸顯全球主要經濟體貨幣政策出現嚴重分歧。本專欄探討近期主要經濟體貨幣政策分歧下，對國際金融市場之影響。

### 一、近3年全球主要央行貨幣政策概況<sup>1</sup>

#### (一) Fed已啟動利率正常化

為使利率逐步回歸正常水準，Fed自2014年11月起停止資產購買，其後因市場不確定因素消除且就業市場改善，進一步於2015年12月啟動升息，將聯邦資金利率(federal funds rate)上調一碼至0.25%-0.50%區間。另聯邦公開市場委員會(FOMC)部分成員的經濟預測顯示，2016年仍可能再升息兩碼<sup>2</sup>。

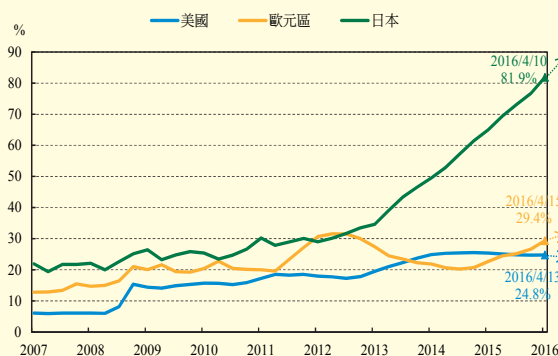
#### (二) ECB進一步擴大寬鬆措施

2014年6月ECB啟動負利率政策<sup>3</sup>，並於2015年1月宣布採行QE政策，同年12月再延長QE之到期期限<sup>4</sup>。2016年3月10日ECB再宣布新一波寬鬆措施，除進一步降息(超額準備金利率由-0.3%再降至-0.4%)及增加QE規模(每月購買資產金額自600億增至800億歐元)；並推出新一輪的目標長期再融通操作(TLTRO II)<sup>5</sup>，預估最大可釋出約1.5-1.7兆歐元。

#### (三) BoJ實施負利率政策

BoJ自2013年4月起一再擴大量質兼備寬鬆政策(QQE)的規模<sup>6</sup>，至2016年4月中(圖A1-1)，BoJ資產規模相對GDP之比重已高達81.9%，遠高於Fed(24.8%)及ECB(29.4%)。為儘快推升通膨回到2%的目標，2016年1月29日BoJ更宣布對銀行超額準備金超過基礎餘額(Basic balance)及總體新增餘額(Macro add-on)部分，採行負利率政策<sup>7</sup>。

圖A1-1 G3央行資產規模相對GDP比重



註：1.資產負債表規模之基準日，Fed、ECB及BoJ分別為2016年4月13日、4月15日及4月10日。

2.虛線表示預估值。

資料來源：Bloomberg。



#### (四) 中國人民銀行宣布降息及降準，並啟動人民幣匯率改革

中國人民銀行於2016年2月29日宣布調降存款準備率0.5個百分點<sup>8</sup>；自2015年初以來，該行已降息5次(共1.25%)並降準5次(共3%)<sup>9</sup>。另中國人民銀行自2014年陸續推動重大人民幣匯率改革，其中以2015年8月人民幣兌美元中間價報價改革影響最為深遠。

### 二、主要經濟體貨幣政策分歧對全球金融市場之影響

#### (一) 美國利率正常化，導致新興市場償債壓力升高

過去美國Fed之QE政策，壓低美元匯價，推升全球資產及商品價格，並使新興市場之貸款大幅增加。新興市場債務總額由2004年底約4兆美元，大幅成長至2014年底的18兆美元，尤其自2008年Fed實施QE以來，增加幅度最為明顯<sup>10</sup>。Fed在2014年10月底結束QE，並自2015年底啟動升息循環，造成美元開始走強<sup>11</sup>，商品價格下滑，新興市場貨幣走貶壓力日增。其中，原物料出口國因國際收支惡化及經濟萎縮，貨幣貶值壓力更大，而面臨更大的償還本息壓力<sup>12</sup>；另各國能源產業的企業營收及償債能力亦出現惡化，導致其債券之信用違約交換(CDS)價格持續攀升。

此外，由於各國貨幣對美元多呈貶值，導致人民幣有效匯率偏高，且在調整經濟結構及加速人民幣國際化等政策下，中國人民銀行持續降息、降準並進行匯改，人民幣因而出現較大幅度貶值<sup>13</sup> (圖A1-2)，一度使金融市場不確定性大幅攀升，並間接影響新興市場貨幣的走勢，導致全球股市、債市及匯市的波動明顯擴大。

#### (二) 主要經濟體貨幣政策不確定性，加劇國際資本移動

主要經濟體貨幣政策的分歧及不確定性，加劇國際資本流動，造成全球金融市場動盪。尤其大國的貨幣政策透過資本移動及市場的財務槓桿操作，常形成全球性的金融循環，並干擾到其他國家的經濟活動及金融市場，尤其是經濟規模較小的經濟體，所受到的衝擊與壓力更大。

匯率價格波動過大，金融市場不確定性高，加上企業償債前景不明，均不利企業投資計畫之進行；同時，此類不確定性因素亦使消費者信心及消費趨於保守，經濟動能因而下降，進一步又使金融市場承受更大壓力而下跌。

圖A1-2 人民幣對美元走勢圖



資料來源：Bloomberg。

### (三) 負利率等非傳統貨幣政策效果尚待觀察，恐造成若干潛在衝擊

就匯價、通膨預期、股市等面向觀察，歐、日負利率政策之效果並不顯著，加上市場擔憂負利率政策將侵蝕金融業獲利，不利於金融業健全經營及銀行中介功能，且目前市場傾向將負利率政策解讀為央行面臨「政策疲乏」(policy exhaustion)，更加不利市場信心。此外，負利率政策可能引發多項負面影響，包括：(1)促進投資成效有限；(2)弱化銀行中介功能，降低公債市場流動性，導致公債價格大幅波動；(3)以財富效果帶動有效需求，效果尚待觀察，且有危及金融穩定之風險；以及(4)藉由負利率政策壓低本國匯價，或將引發全球貨幣競貶，亦導致全球外匯市場波動大幅增加等。就個別國家而言，負利率政策或為提振經濟活動的可行選項，但就全球角度而言，各國輸出需求不振實為以鄰為壑<sup>14</sup>。

## 三、政策建議

### (一) BIS及WTO呼籲決策者應正視當前全球的經濟社會情勢

國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)報告<sup>15</sup>指出，央行的QE及零利率政策，已讓貧富不均更加惡化；倘若央行長期間採行負利率政策，對個人及機構的消費及投資行為將產生極大的不確定性。世界貿易組織(WTO)報告<sup>16</sup>指出，2015年全球貿易量成長率下修至2.8%，遠低於過去20年間平均值(5%)，部分係反映新興市場經濟體成長放緩及Fed啟動升息帶來的金融不穩定。

### (二) IMF認為財政措施及結構性改革係解決問題的重要關鍵

當前經濟問題在於有效需求不足，過度倚賴貨幣政策以提振國內需求的效果有限，加以負利率政策有其極限及潛在副作用，國際貨幣基金(IMF)建議各國決策者除貨幣政策外，應搭配財政政策及從事結構型改革，方能提高實質及潛在產出<sup>17</sup>。

### (三) G20呼籲各國應跨國合作，以減少政策的外溢效應

鑑於全球貨幣政策分歧，導致金融市場動盪，2016年2月底G20公報強調「匯率的過度波動和無序調整會影響經濟和金融的穩定，並重申避免競爭性貶值和以競爭性目的來調整匯率的承諾」<sup>18</sup>。貨幣政策仍需財政措施及結構性改革之全力配合，方能解決有效需求不足的問題，且他國政策之外溢效應，亦會減損本國政策之效力；因此，國內及跨國間各項政策協調，對全球經濟穩健成長及金融市場穩定，至關重要。

註：1. 截至2016年4月8日。

2. 經濟預測(Summary of Economic Projection, 簡稱SEP)係FOMC於每年3、6、9及12月召開會議後，公布與會成員對未來3年及中長期的重要經濟數據預測，其中包含點圖(dot plot)，即與會成員預期2016~2018年底適當的聯邦資金利率水準，並提供各年底聯邦資金利率水準預測值的中位數，供外界參考。

3. ECB於2014年6月5日將銀行存放在該行的超額準備金利率(deposit facility rate)降至-0.1%；2014年9月4日及2015年12月3日進一步將該利率分別降至-0.2%及-0.3%。

4. ECB 於2015年3月啟動每月購買600億歐元債券計畫，直到2016年9月底為止(預計購買1.14兆歐元)，但於2015年12月宣布延長至2017年3月底，預計規模將達1.5兆歐元。
5. TLTRO II之英文全名為Targeted Long-Term Refinancing Operation II，自2016年6月開始實施，一共4輪的操作，期限為4年，且銀行承作TLTRO II所支付之利率將根據其放款情況而定，最差為0%，最佳可為-0.4%(即ECB補貼銀行)，以鼓勵銀行增加放款。
6. 為達成目標通脹2%，2013年4月4日BoJ宣布QQE，預計每年貨幣基數將增加60-70兆日圓(包含每年增購50兆日圓日本公債)；2014年10月31日擴大QQE，預計每年貨幣基數將增加80兆日圓(包含每年增購80兆日圓日本公債)。
7. BoJ將超額準備金分為三層次(3 tier)：(1)基礎餘額(Basic balance)，係2015年12個月超額準備平均數(約210兆日圓)，適用利率為+0.1%；(2)總體附加餘額(Macro add-on)，約40兆日圓(包含法定準備9兆日圓及支援貸款成長方案31兆日圓)，適用利率為+0.0%；(3)政策利率餘額(Policy rate balance)，係指超出前兩項之部分，適用利率為-0.1%。
8. 自2016年3月1日起生效，以中國四大行(即工商、農業、建設及中國銀行)為例，渠等適用之存款準備率由17.0%降至16.5%。
9. 中國人民銀行行長周小川於2016年2月26日出席G20財長及央行行長會議首度指出，該行貨幣政策是處於「穩健略偏寬鬆」狀態。
10. 根據IMF統計，2014年底新興市場18兆美元債務中，銀行貸款及公司債分別約15兆美元及3兆美元；3兆美元公司債中，以美元計價債券約1.1兆美元。參見Lahart, Justin (2016), *Emerging-Market Debt: How Big a Threat Is It?*, Wall Street Journal, February 15；IMF (2015), *Corporate Leverage in Emerging Markets—A Concern?*, Global Financial Stability Report, Chapter 3, October.
11. 2014年6月30日至2016年3月31日之間，美元指數升值18.6%。
12. 另BIS指出，2014年底美國境外非銀行業之美元貸款高達9.5兆元，亦將因美元全面走強，導致其償債成本上揚。參見BIS (2015), *85th Annual Report*, June 28.
13. 自2015年8月11日起，人民幣兌美元中間價參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，導致該期間在岸(CNY)及離岸人民幣(CNH)分別貶值3.0%及3.9%；2015年12月28日至2016年1月7日，人民幣中間價連續8日貶值，累計貶幅達1.4%，導致在岸及離岸人民幣分別貶值1.8%及2.1%。
14. Carney, Mark (2016), *Redeeming an Unforgiving World*, 8th Annual Institute of International Finance G20 conference, Shanghai, Friday 26.
15. Domanski, Dietrich et al. (2016), *Wealth Inequality and Monetary Policy*, BIS Quarterly Review, March 2016；Bech, Morten et al. (2016), *How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?*, BIS Quarterly Review, March 2016.
16. 各國匯率的極度不穩定，造成全球貿易難以成長。參見WTO (2015), *Falling Import Demand, Lower Commodity Prices Push Down Trade Growth Prospects*, WTO Press Release, September 30.
17. IMF (2016), *World Economic Outlook: Too Slow for Too Long*, April.
18. G20 (2016), *Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting Communiqué*, Shanghai, February 27.

## 專欄2：近期中國大陸外匯市場制度之重大改革

為推動人民幣國際化，並配合資本帳逐步開放，2015年中國大陸針對中國大陸境內外匯市場，推動人民幣匯率中間價<sup>1</sup>形成機制改革、開放境外央行類機構，並進一步引入合格境外主體<sup>2</sup>進入中國大陸銀行間外匯市場、延長外匯交易時間，以及公布中國外匯交易中心(CFETS)人民幣匯率指數等重要措施。

### 一、人民幣匯率中間價報價改革

2015年8月11日中國人民銀行發布聲明，為增強人民幣兌美元匯率中間價的市場化程度和基準性，決定改善人民幣兌美元匯率中間價之報價方式。自該日起，造市商(market maker)在每日銀行間外匯市場開盤前，除參考前一日銀行間外匯市場收盤匯率外，並綜合考慮外匯供需情況及國際主要貨幣匯率變化，向中國外匯交易中心提供中間價報價。

### 二、開放境外央行類機構進入中國大陸銀行間外匯市場

中國人民銀行於2015年9月允許境外央行(貨幣當局)和其他官方儲備管理機構、國際金融組織、主權財富基金(以下統稱境外央行類機構)參與中國大陸銀行間外匯市場交易。境外央行類機構可透過中國人民銀行代理、中國大陸銀行間外匯市場會員代理或直接成為中國大陸銀行間外匯市場境外會員等三種途徑，進入中國大陸銀行間外匯市場，且可從中自主選擇一種或多種途徑進入，進行即期、遠期、換匯(SWAP)和選擇權等各種外匯交易，交易可採詢價和撮合方式進行，且無額度限制。境外央行類機構已陸續於2015年11月25日及2016年1月12日在中國外匯交易中心完成備案<sup>3</sup>，正式進入中國大陸銀行間外匯市場。

### 三、延長外匯交易時間，並進一步引入合格境外主體

2015年12月中國人民銀行宣布以下措施：

#### (一) 延長外匯交易時間

自2016年1月4日起，中國大陸銀行間外匯市場交易時間延長至北京時間23:30，人民幣匯率中間價及浮動幅度、造市商報價等市場管理制度之適用時間，亦相應延長。此外，中國外匯交易中心對外公布北京時間16:30之人民幣兌美元即期詢價成交價，作為當日收盤價。

#### (二) 進一步引入合格境外主體

符合一定條件之人民幣購售業務境外參加行，經向中國外匯交易中心申請成為銀行間外匯市場會員後，可以進入中國大陸銀行間外匯市場進行交易<sup>4</sup>。人民幣購售業務包括即期、遠期、換匯和選擇權交易。

#### 四、中國外匯交易中心公布CFETS人民幣匯率指數

2015年12月11日中國外匯交易中心正式發布<sup>5</sup>CFETS人民幣匯率指數、BIS人民幣匯率指數<sup>6</sup>及特別提款權(Special Drawing Right, SDR)一籃子貨幣的人民幣匯率指數<sup>7</sup>等三種人民幣匯率指數供外界參考，以利市場從不同角度觀察人民幣有效匯率的變化。

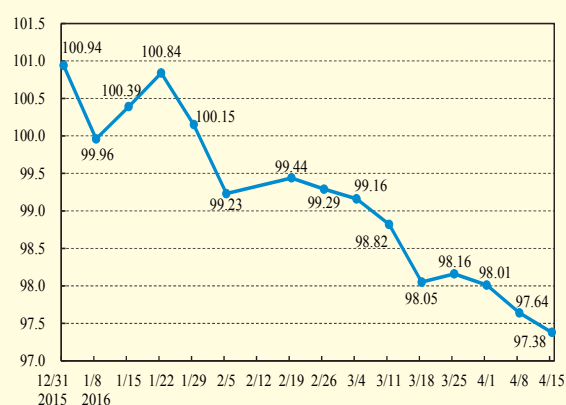
其中，CFETS人民幣匯率指數係由人民幣相對13國主要貿易對手的貨幣匯價所組成<sup>8</sup>，主要以各國與中國大陸的貿易(經再出口比重的調整)重要性作為其加權比重，各貨幣之權重如表A2-1。中國外匯交易中心公布CFETS人民幣匯率指數之用意，在於引導市場改變過去主要關注人民幣兌美元雙邊匯率的習慣，逐漸把參考一籃子貨幣計算的有效匯率作為人民幣匯率水準的主要參考。

依據中國外匯交易中心發布資料，2016年4月15日CFETS人民幣匯率指數<sup>9</sup>為97.38，較去年底貶值3.53%，亦較2014年底貶值2.62%(圖A2-1)。同日，BIS及SDR一籃子貨幣的人民幣匯率指數分別為98.41及97.42，分別較2014年底貶值1.59%及貶值2.58%。

表A2-1 CFETS人民幣匯率指數權重

幣別	權重
美元/人民幣	0.2640
歐元/人民幣	0.2139
日圓/人民幣	0.1468
港幣/人民幣	0.0655
英鎊/人民幣	0.0386
澳幣/人民幣	0.0627
紐幣/人民幣	0.0065
星幣/人民幣	0.0382
瑞士法郎/人民幣	0.0151
加幣/人民幣	0.0253
馬幣/人民幣	0.0467
盧布/人民幣	0.0436
泰銖/人民幣	0.0333

圖A2-1 CFETS人民幣匯率指數走勢



註：本資料每週公布，2016/2/12 因農曆新年未公布資料。  
資料來源：Bloomberg。

註：1. 人民幣匯率中間價係指中國外匯交易中心根據中國人民銀行授權，每日計算和發布人民幣對美元等主要貨幣匯率中間價，人民幣對美元的交易價可在當日中間價上下2%的幅度內浮動。人民幣對美元匯率中間價的形成方式，係中國外匯交易中心於每日銀行間外匯市場開盤前向外匯市場造市商詢價，外匯市場造市商參考前一日銀行間外匯市場收盤匯率，綜合考慮外匯供需情況及國際主要貨幣匯率變化進行報價，中國外匯交易中心將全部造市商報價作為人民幣對美元匯率中間價的計算樣本，去除最高和最低報價後，其餘加權平均得到當日人民幣對美元匯率中間價，權重由中國外匯交易中心根據報價方在銀行間外匯市場的交易量及報價情況等指標綜合決定。

- 合格境外主體，係指人民幣購售業務規模較大、有國際影響力和地域代表性的境外參加行。
- 2015年11月25日完成備案者，包括香港HKMA、澳洲央行、匈牙利央行、國際復興開發銀行、國際開發協會、世界銀行信託基金及新加坡政府投資公司；2016年1月12日完成備案者，包括印度央行、南韓央行、新加坡MAS、印尼央行、泰國央行、國際清算銀行及國際金融公司。
- 首批人民幣購售業務境外參加行包括中國工商銀行(亞洲)、招商銀行香港分行、中國信託商業銀行、臺北富邦商業銀行、渣打銀行(香港)和花旗銀行香港分行，已在中國外匯交易中心完成備案，並於2016年5月20日正式進入中國大陸銀

行間外匯市場。

5. 從國際經驗看，匯率指數由貨幣當局發布者，例如美國Fed、歐洲ECB、英國BoE等，均發布本國貨幣的匯率指數；也有由仲介機構發布者，例如洲際交易所(ICE)發布之美元指數，已經成為國際市場的重要參考指標。
6. BIS人民幣匯率指數係依據BIS有效匯率權重，由40種貨幣所編製之人民幣匯率指數。
7. 特別提款權人民幣匯率指數係依據SDR權重，由4種貨幣(美元、歐元、英鎊及日圓)所編製之人民幣匯率指數。
8. CFETS人民幣匯率指數未納入韓元、新臺幣及印度盧比，中國外匯交易中心亦未公布該等貨幣之官方匯價。
9. CFETS人民幣匯率指數以2014年12月31日為基期設為100。