

## 貳、潛在影響金融體系之總體環境

### 一、國際經濟金融情勢

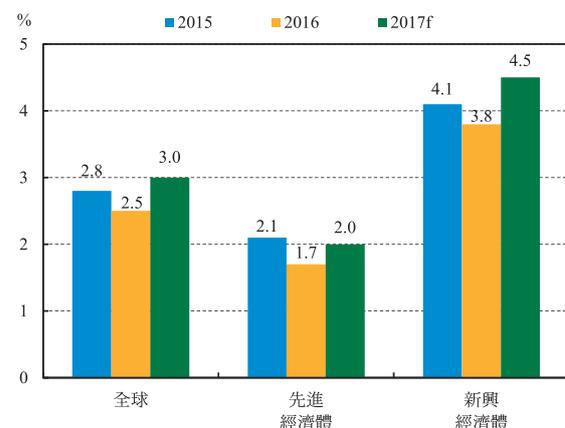
#### (一) 國際經濟情勢

##### 1. 2016年全球經濟成長走緩，惟將逐步回穩

在先進經濟體表現未如預期及新興經濟體成長放緩之影響下，2016年全球經濟成長率僅2.5%，為金融危機以來最低。先進經濟體中，美國受存貨減少、能源部門投資不振及出口疲弱等影響，經濟成長不如預期；歐元區雖有政治及金融風險上升等不利因素，經濟尚穩步復甦；日本持續實施寬鬆貨幣政策及財政刺激方案，惟民間消費不振，經濟成長有限。新興經濟體受中國大陸經濟放緩及部分拉丁美洲國家經濟衰退等影響，經濟成長持續減緩。

展望2017年，IHS Global Insight預測<sup>11</sup>全球經濟成長率將回升至3.0%，其中先進經濟體在美國經濟成長升溫之帶動下，經濟成長率將上升至2.0%；至於新興經濟體，雖然中國大陸經濟成長續緩影響整體表現，惟巴西、俄羅斯等國因原物料及石油價格回升而景氣好轉，經濟成長率可望提高至4.5%(圖2-1)。全球景氣雖逐漸回穩，惟美國政策走向不確定、中國大陸經濟成長減緩及地緣政治緊張等，恐為全球經濟帶來風險。此外，由於自由貿易快速發展帶動所得增加，惟亦伴隨著貧富差距擴大，以及近期貿易保護主義興起，引發政治及經濟政策不確定性，實值得關注(專欄1)。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2017f 為 IHS Global Insight 預測值。  
資料來源：IHS Global Insight (2017/5/15)。

<sup>11</sup> 同註1。

## (1) 先進經濟體經濟成長下滑

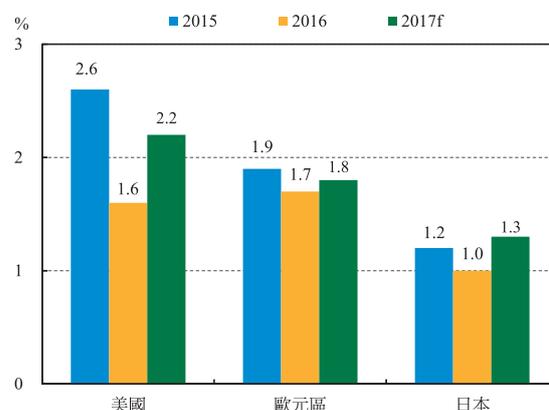
## ● 美國經濟成長放緩後逐漸回溫

2016年上半年，美國個人消費支出持續增長，惟存貨及能源部門投資減少，經濟成長不如預期，下半年在個人消費支出及民間投資增長之帶動下，經濟成長回溫；全年經濟成長率為1.6%，低於2015年之2.6%。鑑於川普政府預期提出擴張性財政政策，有助於帶動經濟動能，IHS Global Insight預測2017年經濟成長率將提升至2.2%(圖2-2)。

2016年美國就業市場持續改善，失業率續降至4.9%，為近9年新低。因就業市場復甦力道仍強，IMF預測<sup>12</sup>2017年失業率將續降至4.7%(圖2-3)。

財政方面，因醫療及社會福利支出大幅增加，2016年美國財政赤字上升至5,874億美元，其對GDP比率亦由上年2.4%提高至3.2%，為近7年來首度上升。由於川普政府可能擴大財政支出並減稅，加以美國升息後償債成本提升，IMF預估<sup>13</sup>2017年美國政府債務餘額對GDP比率將續升至108.3%(圖2-4)。

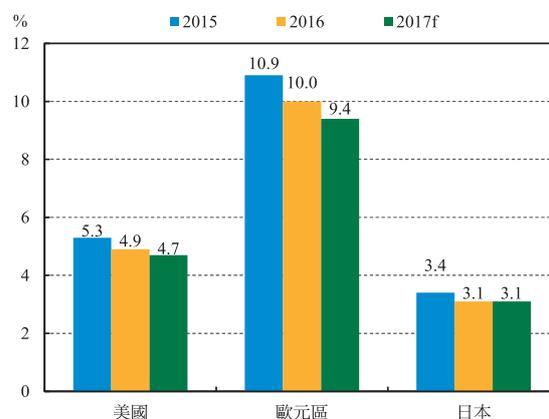
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2017f 為 IHS Global Insight 預測值。

資料來源：各官方網站、IHS Global Insight (2017/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2017f 為 IMF 預測值。

資料來源：各官方網站、IHS Global Insight (2017/5/15)、IMF (2017/4)。

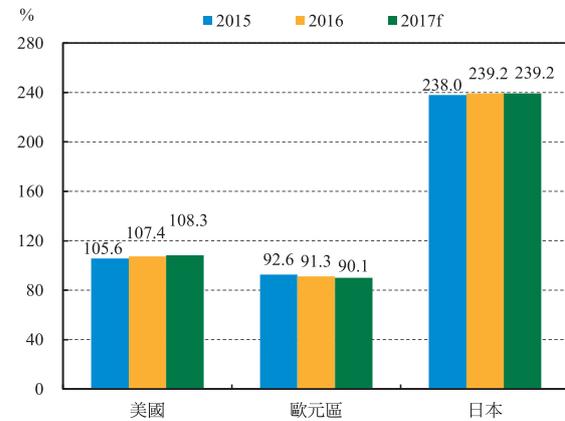
<sup>12</sup> 本節2017年失業率，均採IMF預測值，詳見IMF (2017), *World Economic Outlook*, April.

<sup>13</sup> 本節2017年政府債務餘額對GDP比率，均採IMF預測值，詳見IMF (2017), *Fiscal Monitor*, April.

### ● 歐元區經濟成長減緩

2016年受英國公投脫歐及義大利憲改公投等影響，歐元區政治及金融不確定性上升，所幸英國公投脫歐影響未如預期之大，歐元區經濟成長率僅略下滑至1.7%，失業率亦下降至10%。展望2017年，因法國大選結果出爐，歐元區政治風險降低，IHS Global Insight預測全年經濟成長率將回升至1.8%，失業率可望持續改善，IMF預測將降至9.4%(圖2-2、2-3)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2017f 為 IMF 預測值。

資料來源：IMF (2017), *Fiscal Monitor*, April。

財政方面，歐元區在各國縮減赤字下，2016年財政赤字對GDP比率下降至1.7%，為9年來新低，政府債務對GDP比率亦縮減至91.3%。由於歐元區經濟持續成長且利率續居低檔，IMF預測2017年政府債務餘額對GDP比率將小幅縮減至90.1%(圖2-4)。

### ● 日本經濟成長有限

為刺激經濟成長及達成通膨目標，2016年2月日本央行首次實施負利率政策，且4月政府調降企業稅率及延後實施第二階段提高消費稅率計畫，8月並通過規模28.1兆日圓之「實現對未來投資的經濟刺激政策」，內容包含擴大基礎建設投資及支援中小企業，惟由於民間消費及庫存投資不振，2016年經濟成長率回降至1%，成長有限(圖2-2)。

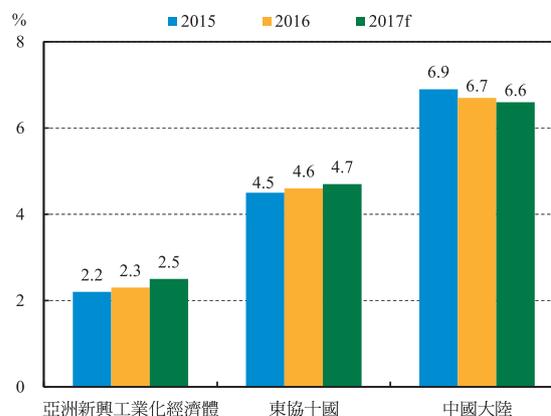
考量2017年經濟對策方案將逐步落實，IHS Global Insight預測日本全年經濟成長率將微幅上升至1.3%；另IMF預測日本失業率將持平於3.1%(圖2-2、2-3)。由於預期社會福利支出增加及經濟成長有限，2017年日本財政改善情況有限，IMF預測政府債務餘額對GDP比率將持平於239.2%(圖2-4)。

## (2) 亞洲新興經濟體之個別成長不一

2016年受中國大陸經濟成長續降及全球貿易量放緩等影響，亞洲新興經濟體經濟成長持平。其中，以出口為導向的亞洲新興工業化經濟體，經濟成長率僅微升至2.3%；東協十國經濟成長率亦略升至4.6%，主要係GDP占比最重之印尼受惠於政府擴張性經濟政策及寬鬆貨幣政策，經濟穩步成長，惟馬來西亞因全球貿易疲軟及石油價格下跌，經濟呈現衰退；中國大陸則受地方政府債務及供給面結構性改革等影響，經濟成長率續降至6.7%(圖2-5)。

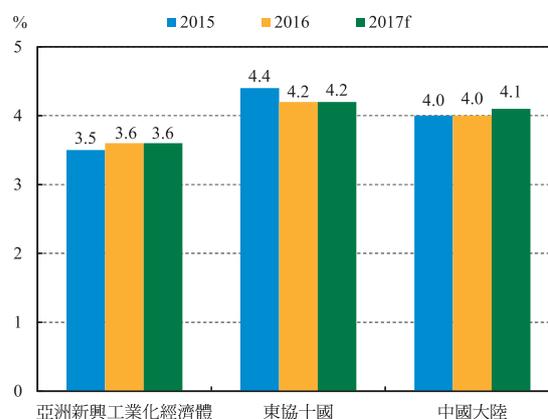
2017年因全球經濟回穩，外部需求增加，IHS Global Insight預測亞洲新興工業化經濟體及東協十國經濟成長率將升至2.5%及4.7%，中國大陸則面臨調結構<sup>14</sup>及美國新經貿政策等因素，經濟成長率將續降至6.6%(圖2-5)。此外，IHS Global Insight預測2017年亞洲新興工業化經濟體及東協十國失業率將分別持平於3.6%及4.2%，中國大陸則略升至4.1%(圖2-6)。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2017f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 (2017/5/15)。

圖 2-6 亞洲新興經濟體失業率



註：1. 2017f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 (2017/5/15)。

<sup>14</sup> 係指中國大陸為防範金融風險及維持可持續性之經濟成長，改變其經濟成長模式，從工業轉型至服務業，投資驅動轉型為消費帶動，以及出口導向轉型為國內消費。

## 2. 2016年全球通膨升溫

2016年原油價格由谷底緩步回升，至11月30日石油輸出國組織(OPEC)達成減產協議，漲幅更為明顯，12月底布蘭特原油(Brent oil)每桶價格漲破50美元至54.56美元。另由於中國大陸對工業金屬需求持續增加，且供給與存貨減少，金屬價格亦於2016年1月觸底反彈，穀物、植物油、乳製品、糖和肉類等價格則穩步回升<sup>15</sup>。在大宗商品、石油及

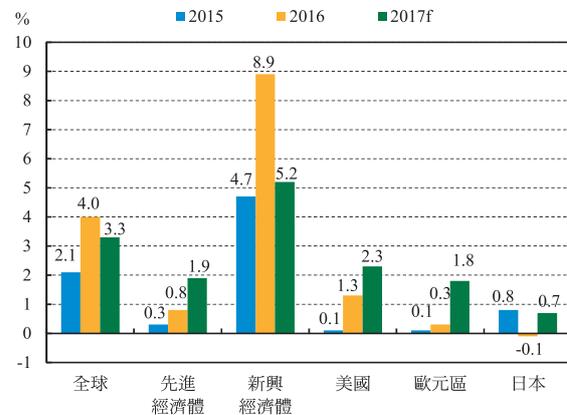
糧食價格均趨穩下，2016年全球通膨升溫，其中，先進經濟體CPI年增率小幅上升至0.8%，新興經濟體則因委內瑞拉財政問題嚴重致通膨居高不下<sup>16</sup>，CPI年增率明顯提高至8.9%，並推升全球CPI年增率上揚至4.0%(圖2-7)。

2017年初油價持續上漲，其後受美國頁岩油業者積極增加產量之影響，3月油價反轉下跌，惟仍高於年初水準；穀物則因出口供應量充足，3月價格略跌，仍高於去年同期水準。IHS Global Insight預測2017年全球通膨升幅減緩，先進經濟體通膨將持續回溫，CPI年增率續升至1.9%，惟新興經濟體因預期拉丁美洲及俄羅斯高通膨現象可望改善，CPI年增率回降至5.2%<sup>17</sup>(圖2-7)。

## 3. 美國逐步升息，歐元區及日本等多數經濟體則續採寬鬆貨幣政策

2016年以來主要先進經濟體之貨幣政策持續分歧。美國因勞動市場及經濟穩健成長，2016年12月及2017年3月美國Fed兩度調升聯邦資金利率目標區間各1碼至0.75%~1%，逐漸朝利率政策正常化邁進。歐元區鑑於通膨回升仍低於目標，2016年12月ECB宣布延長資產購買計畫至2017年12月，但自2017年4月起縮減資產購買規模，由每月800億歐元降至600億歐元。

圖 2-7 全球消費者物價指數年增率



註：2017f 為 IHS Global Insight 預測值。

資料來源：各官方網站、IHS Global Insight (2017/5/15)。

<sup>15</sup> 聯合國糧食及農業組織計算之食品價格指數由2016年1月底之149.3，2016年12月底上升至170.2。該指數係計算穀物、植物油、乳製品、糖和肉類等五個商品類別價格指數之加權平均數而得。

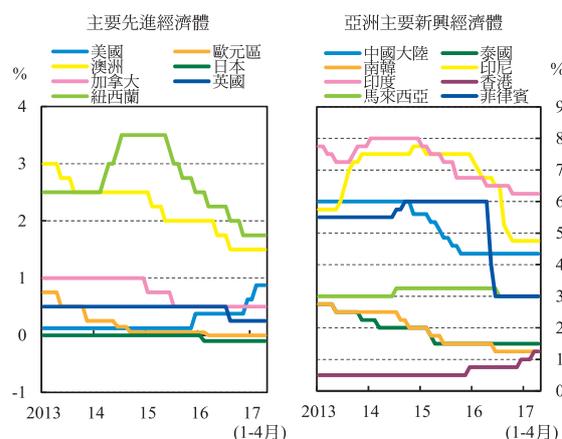
<sup>16</sup> 根據IHS Global Insight (2017/5/15)估計，委內瑞拉2016年通膨率高達558.1%。

<sup>17</sup> 同註2。

日本除持續採行量質兼備寬鬆貨幣政策(quantitative and qualitative easing, QQE)外，2016年2月進一步實施負利率政策以刺激經濟，且9月在原有架構外增設控制殖利率曲線目標，使貨幣政策之執行更具彈性<sup>18</sup>。英國為緩和公投脫歐之影響，2016年8月採取降息並擴大公債購買規模之措施。澳洲及紐西蘭為刺激經濟成長，亦於2016年中調降政策利率。

亞洲新興經濟體中，2016年多續採寬鬆貨幣政策以提振國內經濟。其中，印尼四度調降基準利率共4碼，並兩度調降7天期附賣回利率各1碼；印度兩度調降附買回利率各1碼；南韓及馬來西亞則分別調降政策利率1碼；菲律賓將其政策利率由隔夜附買回利率改為隔夜附賣回利率，並啟用利率走廊架構<sup>19</sup>；中國大陸雖未降息，惟2016年3月調降存款準備金率<sup>20</sup>；至於香港為維持聯繫匯率制度，於2016年12月及2017年3月兩度調升貼現窗口基本利率各1碼(圖2-8、表2-1)。

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，日本為銀行存放央行之新增超額準備適用利率(2016/2/16 前為無擔保隔夜拆款目標利率)，加拿大為隔夜拆款利率目標，英國為官方利率，紐西蘭為官方現金利率。

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，印尼在 2016 年 8 月 19 日前為基準利率，後改採 7 天附賣回利率，印度為附買回利率，香港為貼現窗口基本利率，馬來西亞為隔夜政策利率，菲律賓在 2016 年 6 月 3 日前為隔夜附買回利率，後改採隔夜附賣回利率。

3. 資料截至 2017 年 4 月 30 日。

資料來源：各國或地區央行網站。

<sup>18</sup> 在QQE架構下，日本央行每月以固定規模購債。該行增設控制殖利率曲線目標後，可彈性調整購債規模，透過購買長期公債，使10年期公債殖利率維持於0%附近之目標區，藉以提高貨幣政策執行之靈活性。自日本央行在原有QQE架構下增設控制殖利率曲線目標後，日本10年期公債殖利率由2016年9月底之-0.089%升至12月底之0.046%。

<sup>19</sup> 2016年6月菲律賓央行之貨幣政策操作啟用利率走廊制度，其以隔夜附賣回利率為政策利率且設定利率操作區間，以隔夜存款利率(政策利率減0.5個百分點)為區間下限，隔夜放款利率(隔夜放款利率加0.5個百分點)為區間上限，以指引短期市場利率貼近央行政策利率。

<sup>20</sup> 2017年2月3日中國人民銀行(以下簡稱中國人行)調升附買回和常備借貸便利(SLF)利率，惟該行強調其與緊縮貨幣政策無關。

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	2016/12、2017/3	鑑於就業市場持續好轉，FOMC兩度宣布調升聯邦資金利率目標區間各0.25個百分點至0.75%~1%。
歐元區	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。
	2016/12	ECB宣布延長每月購債計畫至2017年12月，並自2017年4月起減少每月購債規模至600億歐元。
英國	2016/8	為緩和公投脫歐衝擊，BoE調降官方利率1碼至0.25%之歷史低點，並增加公債購買規模600億英鎊至4,350億英鎊，以及購買100億英鎊公司債，另提供定期融資計畫(term funding scheme)1,000億英鎊。
日本	2016/2	日本央行對金融機構存放該行新增之超額準備適用-0.1%利率。
	2016/9	日本央行調整貨幣政策架構，除繼續採行量質兼備貨幣寬鬆(QQE)政策與負利率政策外，增設控制殖利率曲線目標。
澳洲	2016/5、8	澳洲央行兩度調降現金利率目標各1碼至1.5%。
紐西蘭	2016/3、8、11	紐西蘭央行三度調降官方現金利率共3碼至1.75%。
南韓	2016/6	南韓央行調降基準利率1碼至1.25%。
中國大陸	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。
香港	2016/12、2017/3	香港金融管理局兩度調升貼現窗口基本利率各1碼至1.25%。
馬來西亞	2016/7	馬來西亞央行調降隔夜政策利率1碼至3%。
菲律賓	2016/6	政策利率由隔夜附買回利率改為隔夜附賣回利率，同時啟用利率走廊架構。
印尼	2016/1、2、3、6	印尼央行四度調降基準利率目標共4碼至6.5%。
	2016/8	政策利率由基準利率改為7天期附賣回利率。
	2016/9、10	印尼央行兩度調降7天期附賣回利率各1碼至4.75%。
印度	2016/4、10	印度央行兩度調降附買回利率各1碼至6.25%。

註：本表資料截至2017年4月30日。  
資料來源：各官方網站。

## (二) 國際金融情勢

### 1. 2016年以來金融風險下降，惟低利率及政治、政策不確定性將帶來挑戰

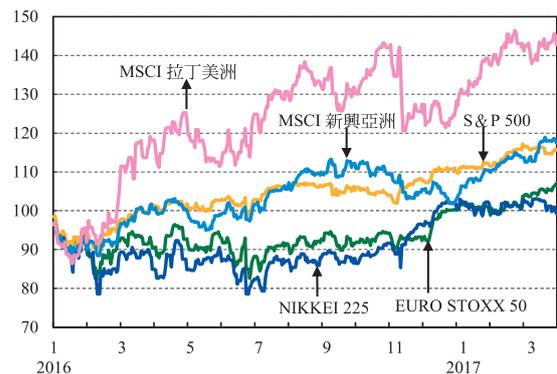
2016年以來，商品價格回穩及部分經濟體經濟情勢改善，加上長期利率逐漸回升有助於銀行及保險業改善利差及提升長期獲利能力，影響全球金融穩定之風險下降。然而，未來美國政策動向及國際保護主義興起造成經濟政策及政治不確定性，以及長期低成長與低利率對銀行業獲利能力及保險業與退休基金償付能力造成之不利影響，持續為全球金融市場帶來挑戰。

## 2.部分先進經濟體之銀行業獲利能力不佳，未來風險可能上升

2016年先進經濟體銀行業之財務體質普遍較金融危機前提升，惟部分經濟體(尤其歐洲及日本等)之銀行獲利能力不佳，將不利於其金融體系之穩定。美國銀行業復甦較快，獲利能力優於歐日等先進經濟體，風險相對較低，但川普政府主張鬆綁部分金融監理法規，未來法規調整方向及幅度，將影響銀行獲利及風險承擔能力；歐洲銀行業因持有大量不良資產，嚴重影響其獲利能力，其中義大利銀行業壞帳情形嚴重，一度導致歐洲股匯市大幅下跌，英國銀行業則因公投脫歐結果，前景不確定性升高<sup>21</sup>；日本銀行業因淨利差縮減加速侵蝕其獲利，降低累積資本之能力，此外近年日本銀行業積極海外拓點，美元短期融資增加，美元利率走升將提高其資金成本，影響獲利及提高外部籌資風險。

2016年第1季受多項利空衝擊，先進經濟體股市走跌且震盪激烈，第2季起美國因經濟穩健成長，股價回升並屢創新高，日本及歐元區因經濟成長疲弱，股市維持低檔，其中歐元區受銀行業風險升高及英國公投脫歐等利空消息影響，股市激烈震盪；第4季隨全球景氣回溫，其他主要先進經濟體之股市普遍上揚，且上漲局面延續至2017年第1季(圖2-9)。

圖 2-9 國際股價指數表現



註：1.2016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。

匯市方面，2016年前3季日圓因避險需求及日本央行未擴大寬鬆政策而大幅升值，6月英國受公投脫歐使經濟前景不確定性上升之影響，資金大幅流出，英鎊對美元匯率急貶<sup>22</sup>，歐元亦受牽累而走貶；11月因市場預期川普政府將擴大財政支出及減稅，加上12月Fed再度升息，美元走強，日圓、英鎊及歐元明顯

<sup>21</sup> IMF指出，英國脫歐可能為英國銀行業帶來諸多不確定性，包括：(1)英國銀行業將喪失單一牌照(passporting)權利，提高營運成本；(2)銀行業約6成內規係因應歐盟規範而訂，未來修訂將涉及法律、法令遵循、營運及資訊系統等廣泛層面；(3)冗長貿易協定談判將使消費及投資決策卻步，並抑制外國資金及人力流入，衝擊經濟發展。參見IMF(2016), *Global Financial Stability Report*, October.

<sup>22</sup> 2016年6月24日1英鎊兌美元收在1.3679，較前日之1.4877貶幅達8.1%。

趨貶，至2017年第1季略為回升(圖2-10)。

### 3. 新興經濟體受全球政策不確定性影響，金融風險仍高

2016年以來，新興經濟體受惠於商品價格回穩及部分經濟體經濟情勢改善，企業槓桿程度下滑，短期金融風險下降。然而，部分經濟體之企業槓桿程度仍處於較高水準(圖2-11)，且主要先進經濟體政治及經濟政策不確定性可能外溢影響新興經濟體，整體金融風險仍高。

此外，2016年第2季至第3季國際短期資金大幅流入新興經濟體，由於該等資金易受主要經濟體央行政策及投資人情緒之影響，當政策或市場情緒發生轉變引發資金反轉大幅流出<sup>23</sup>，將可能觸發失序的去槓桿化過程，導致企業融資成本上升及獲利下降，進而使銀行問題放款增加，影響銀行體系之健全性，尤其是銀行業放款損失準備提列不足之經濟體，將是雪上加霜。此外，中國大陸之信用快速擴充，銀行業資產規模不斷擴大<sup>24</sup>，且許多金融機構過度仰賴短期大額融資造成資產負債錯配，信用及流動性風險不低。

2016年由於主要先進經濟體持續寬鬆貨幣政策，加上部分新興經濟體(例如泰國、印度及印尼等)推出政策改革與基礎建設計畫，基本面逐漸好轉，國際資金持續流入，新興經濟體之股市普遍上漲(圖2-9)，其中亞洲新興經濟體中，泰

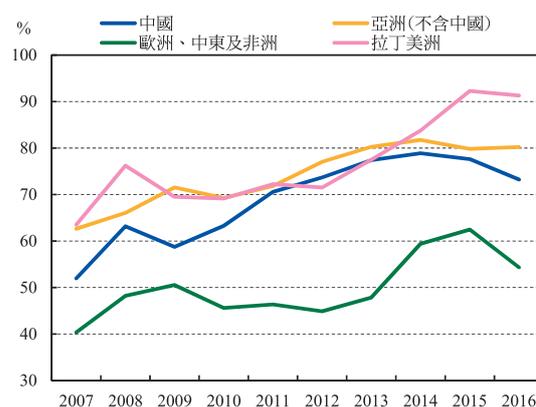
圖 2-10 主要通貨對美元之升貶趨勢



註：2016年1月1日=100

資料來源：Bloomberg。

圖 2-11 新興經濟體企業槓桿比率



註：槓桿比率=負債/權益

資料來源：IMF(2017), *Global Financial Stability Report*, April

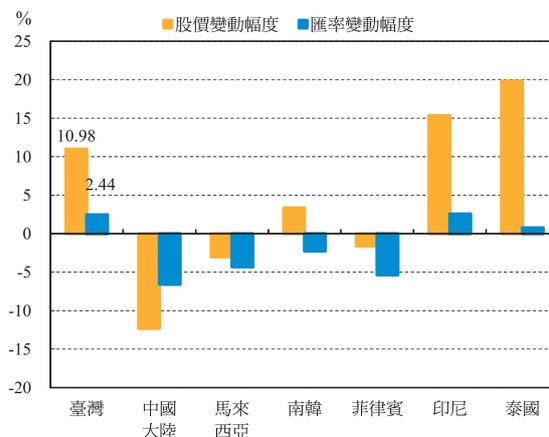
<sup>23</sup> 2016年第3季，新興經濟體資金(權益及債權投資)流入計573億美元，第四季受美國升息影響，資金反轉流出計257億美元。參見IMF(2017), *Global Financial Stability Report*, April。

<sup>24</sup> 2016年底中國大陸銀行業之資產規模相對GDP比率為307.34%，較2015年底之286.02%提高。參見IMF(2017), *Global Financial Stability Report*, April。

國、印尼及我國之漲幅均逾10%(圖2-12)。

2016年前3季由於美國延遲升息，國際資金為尋求更高報酬而湧入新興經濟體，其中亞洲新興經濟體之貨幣對美元普遍升值，至第4季美國升息後轉而趨貶。亞洲新興經濟體中，菲律賓因國內政治風險升高，引發資金撤離，貨幣大貶5.37%，人民幣受外匯制度改革及國內經濟成長放緩等影響，全年對美元貶值幅度亦達6.56%(圖2-12)。

圖 2-12 亞洲新興經濟體股匯市變動



註：1.本表為 2016 年股匯市變動情形。

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。

#### 4. IMF呼籲各國採取措施，以促進全球金融穩定

鑑於負利率等貨幣政策效果有其侷限性，且長期低利率環境不利於金融機構發展，IMF建議<sup>25</sup>除總體經濟與總體審慎政策外，應採行下列措施，以促進金融市場與實體經濟間之良性循環：

- (1) 各國應審慎調整監理規範，避免因放寬監理標準而導致金融風險上升，且避免單方退出國際監理協議而引發各國競相降低監理標準。
- (2) 部分先進經濟體之銀行業應盡速降低不良放款，並調整過時的營運模式，以確保在低利率及低成長環境下維持獲利。
- (3) 新興市場經濟體應致力於有序的完成去槓桿化，並積極監控與改善企業槓桿或外匯暴險過高之脆弱度，以維護金融穩定。
- (4) 中國大陸應盡速採取完整配套措施，以解決企業債務水準過高及部分金融機構財務脆弱問題，並抑制信用過度成長及調整銀行間融資結構，以減輕整體金融體系之壓力。

<sup>25</sup> IMF(2016), *Global Financial Stability Report*, October; IMF(2017), *Global Financial Stability Report*, April。

### (三) 中國大陸經濟金融情勢

#### 1. 經濟成長力道持續放緩

2016年中國大陸受全球經濟成長放緩、供給面結構性改革及地方政府債務影響，全年經濟成長率由2015年之6.9%下滑至6.7%(圖2-13)，續創1990年以來最低水準。

展望2017年，在川普施政不確定及英國脫歐等國際政治風險影響之下，2017年3月中國大陸人大及政協兩會將2017年經濟成長目標設於

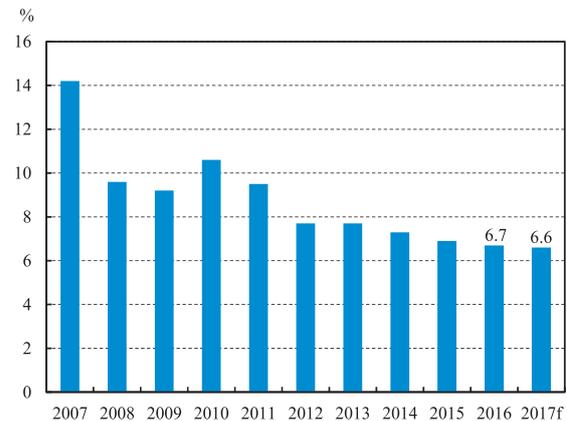
6.5%，低於上年6.5%至7%的區間目標。IHS Global Insight則預期受調結構及美國新經貿政策等影響，2017年中國大陸經濟成長率將續降至6.6%(圖2-13)。

此外，中國大陸處於調結構及再平衡過程，其轉型過程產生之外溢效應，將透過貿易及金融傳遞管道擴及全球，尤以亞洲經濟體所受衝擊更為明顯。鑑於我國與中國大陸經濟、金融連結緊密，中國大陸經濟再平衡及金融風險之外溢效果，值得密切關注(專欄2)。

#### 2. 物價走緩，房價呈上漲走勢

因食品類價格平穩，2016年中國大陸CPI年增率為2.0%，低於設定之3%調控目標，2017年初受春節後食品價格明顯走跌影響，3月CPI下滑至0.9%；IHS Global Insight預測2017年中國大陸CPI年增率將上升至2.1%。此外，受去庫存及調結構等因素影響，中國大陸生產者物價指數(producer price index, PPI)長期呈現負成長，至2016年9月因煤炭、鋼鐵等大宗商品價格上漲，PPI年增率回升至0.1%，結束連續54個月負成長，加上受原油價格回升及人民幣貶值之輸入性通膨壓力，漲幅逐月擴大，12月PPI年增率上升至5.5%，2016年全年年增率則為-1.4%；2017年3月PPI年增率更擴大至7.6%(圖2-14)。

圖 2-13 中國大陸經濟成長率



註：2017f 係 IHS Global Insight 預測值。

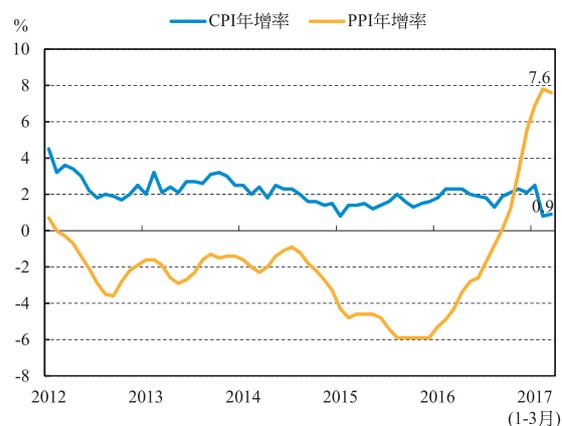
資料來源：中國國家統計局、IHS Global Insight (2017/5/15)。

2016年因寬鬆貨幣政策及股市在低檔區間震盪，大量資金流入房市，導致一、二線城市房價大漲，惟三、四線城市仍存在去庫存壓力，中國大陸政府乃於9月起陸續推出因城施策之調控政策<sup>26</sup>，使70大城市平均房價月增率從9月底之高點2.1%大幅下滑，12月底降至0.3%，惟年增率仍高達12.4%。2017年初房價仍呈上漲局面，且上漲趨勢蔓延至部分三、四線城市，3月起中國大陸政府亦針對重點三、四線城市提出因城施策之調控措施，以緩和房價過度上漲，2017年3月房價月增率為0.6%，年增率則為11.3%(圖2-15)。

### 3. 持續採行審慎貨幣政策

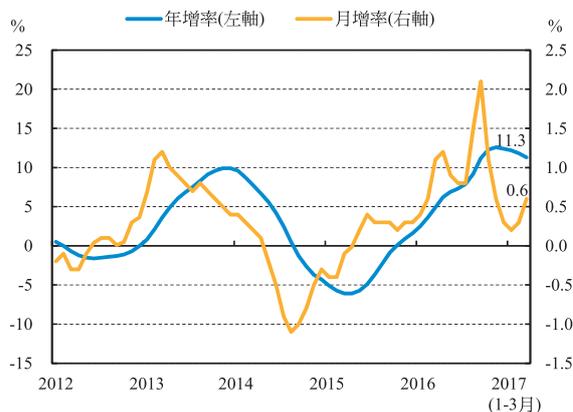
2016年中國大陸為引導融資成本下降以確保經濟穩步成長，中國人民銀行(以下簡稱中國人行)於3月全面調降各類金融機構存款準備率2碼，並輔以定向寬鬆方式釋出資金，例如採行中期借貸便利<sup>27</sup>及抵押補充貸款<sup>28</sup>等貨幣政策工具。2017年初因人民幣持續走貶、資本外流嚴重及防範房地產泡沫之可能性，中國人行採取審慎貨幣政策，例如2次調高附買回操作利率<sup>29</sup>，以及調高中期借貸便利及常備借貸便利<sup>30</sup>利率等，以穩定利差及匯差。

圖 2-14 中國大陸通膨率



資料來源：中國國家統計局。

圖 2-15 中國大陸70大城市平均房價上漲率



註：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、Thomson Reuters。

<sup>26</sup> 同註3。

<sup>27</sup> 中國人行以設定利率及質押方式向特定金融機構釋出資金。

<sup>28</sup> 係指商業銀行透過抵押資產之方式從中國人行獲得融資，合格抵押品包括高信用評等的債券類資產及優質信貸資產等。

<sup>29</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，中國人行稱為逆回購操作，係以中國人行立場而言。

<sup>30</sup> 係指政策性銀行和全國性商業銀行透過抵押之方式從中國人行獲得融資，期限為1-3個月。

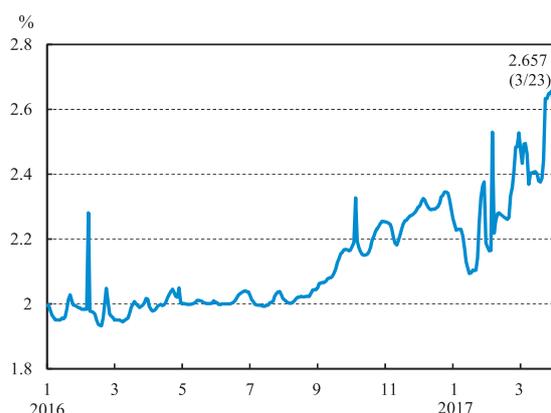
此外，2016年9月起上海銀行間隔夜拆款利率逐漸走升，至2017年初受審慎貨幣政策、總體審慎評估(macro prudential assessment, MPA)之考核範圍<sup>31</sup>擴大及春節期間資金偏緊等影響，呈現大幅波動。為穩定市場利率，2017年1月中國人行透過臨時流動性便利(temporary liquidity facilities, TLF)<sup>32</sup>，滿足市場臨時性流動性需求，惟3月受美國Fed升息影響，隔夜拆款利率再度上升至1年來高點(圖2-16)。

#### 4. 股市低檔區間震盪，匯市則波動劇烈

2016年初受熔斷機制<sup>33</sup>及人民幣匯率貶值引發資金外流影響，上證指數大幅走跌，其後雖逐漸回穩，惟受中國大陸經濟成長走緩等因素影響，上證指數呈現低檔震盪走勢，其後雖有預期陸股將納入MSCI及12月5日正式開通「深港通」等利多消息，惟市場仍對中國大陸經濟存有隱憂，12月底上證指數收在3,104點，較2015年底下跌12.3%(圖2-17)。

匯市方面，2016年第1季因中國人行調節外匯市場以打擊投機套利，以及美國Fed升息預期降溫，人民幣對美元匯率呈回穩走勢，惟6月受英國脫歐影響再度轉貶；下半年，人民幣雖於10月正式納入特別提款權(SDR)通貨籃，惟市場預

圖 2-16 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 2-17 中國大陸上證指數



資料來源：Bloomberg。

<sup>31</sup> MPA係指中國人行於季末考核金融機構之資本與槓桿水準、資產負債情況、流動性、利率定價行為、資產品質、外債風險及信貸政策等7個層面，並根據考核結果適用差別之存款準備率。中國人行於2017年第1季首度將表外理財納入總體審慎評估之考核範圍，可能導致資金緊縮效應。

<sup>32</sup> 中國人行對前幾家季節性資金需求較高之大型商業銀行提供臨時流動性支持。

<sup>33</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。

期中國人行維持人民幣穩定動能恐下降，且美國Fed可能加快升息步伐等因素，使人民幣貶值壓力擴增，加上資金外流與人民幣貶值預期交互影響，擴大人民幣貶勢，12月底人民幣對美元匯率收在6.9495，全年貶值6.56%(圖2-18)。

2017年1月初人民幣對美元最低貶至6.9557，其後因中國人行大幅拉升香港銀行間隔夜拆款利率(Hibor)以提高人民幣做空成本，且該行在強力管制資本流出下加速拋匯，以及川普表示美元過於強勢導致美中貿易嚴重失衡，一度推升人民幣對美元匯率至6.8342<sup>34</sup>，惟2月中國大陸貿易帳出現逆差及美國Fed將漸進升息，人民幣匯率仍有貶值壓力。

## 5. 社會融資規模增量上升，且銀行不良貸款比率持續走高

2016年由於人民幣貶值，資本持續外流，致中國大陸廣義貨幣供給M2年增率為11.3%，低於13%之目標，中國人行並下修2017年M2年增率目標至12%。惟2016年社會融資規模增加17.8兆人民幣(圖2-19)，餘額年增率由上年之12.4%上升至12.8%，主要係經濟成長走緩，實體經濟資金需求減弱，使資金流向房地產市場，房貸業務成長快速，以及委託貸款與信託貸款等表外融資規模增加較多所致。

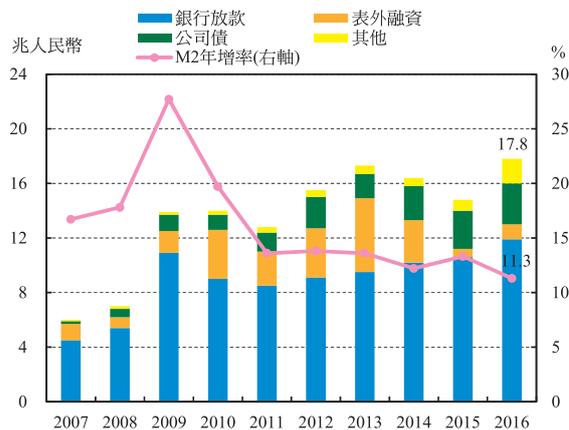
受經濟成長減緩影響，中國大陸商業銀行之不良貸款比率由2015年底1.67%

圖 2-18 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

圖 2-19 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



註：1.表外融資包括委託貸款、信託貸款及未貼現銀行承兌匯票等表外項目。

2.其他包括非金融企業境內股票融資等。

資料來源：中國人行。

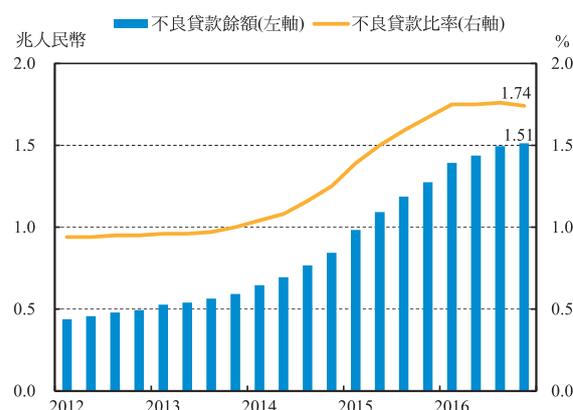
<sup>34</sup> 2017年1月18日人民幣對美元匯率。

上升至2016年底1.74%(圖2-20)。由於中國大陸政府續採去產能並清理不良企業<sup>35</sup>，不良貸款比率恐持續走升，為降低不利衝擊，中國大陸政府於2016年10月推出市場化「債轉股」政策<sup>36</sup>，以減輕企業負擔及減少銀行之不良貸款餘額。

## 6. 針對地方政府債務陸續到期，相繼推出因應措施

隨中國大陸經濟成長減緩，地方政府債務還本壓力升高<sup>37</sup>，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，中國大陸政府繼2015年核准3.2兆人民幣之地方政府債務轉換計畫<sup>38</sup>後，2016年再核准4.9兆人民幣，並採取控管地方債務上限之措施<sup>39</sup>，以降低地方政府債務之違約風險。

圖 2-20 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。

<sup>35</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>36</sup> 中國國務院發布「關於積極穩妥降低企業槓桿率的意見」，其債轉股的債權、價格及實施機構皆由市場自主協定，銀行不得直接將債權轉為股權，同時禁止不良企業參與及地方政府干預具體事務等。其中，債轉股係指企業積欠銀行之債務可轉為金融資產管理公司的股份，還本付息轉變為按股分紅。

<sup>37</sup> 依據中國審計署2013年6月底公布資料，地方政府整體債務中約1.52兆人民幣將於2016年到期，1.08兆人民幣將於2017年到期。

<sup>38</sup> 係指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>39</sup> 中國大陸十二屆全國人大常委會將2016年及2017年地方政府債務上限分別提高至17.18兆人民幣及18.8兆人民幣，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：貿易保護主義之問題

1980年代以來，在全球化之快速發展下，自由貿易盛行，創造了高度整合的全球經貿體系，帶給全球數十億人口更好的經濟願景，並驅動活躍的經濟成長。然而，全球化過程中，亦衍生出貧富差距擴大等諸多問題，導致近年貿易保護主義(Protectionism)興起。本專欄彙整自由貿易發展帶來的效益與問題，以及近期貿易保護主義興起引發的政治及經濟政策不確定性對全球經濟金融穩定的威脅。

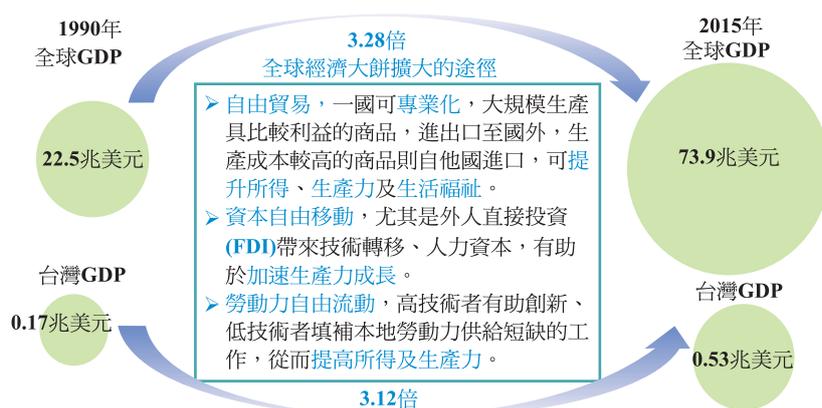
### 一、自由貿易快速發展帶動所得增加，惟亦伴隨著貧富差距擴大

#### (一) 自由貿易提升參與國的生產力及經濟效率，帶動整體所得躍升

自由貿易的主要概念，係指一國可專業化、大規模生產具比較利益的商品，並出口至國外；至於生產成本較高的商品，則自他國進口。在專業分工、交換的運作模式下，自由貿易透過移除關稅障礙及非關稅障礙、擴大市場、資源配置效率、新知識傳遞等管道，提升所有參與貿易國的生產力及整體經濟效率。

在自由貿易蓬勃發展下，全球商品出口額從1990年3.5兆美元，成長至2015年16.5兆美元，貿易飛速成長促使全球GDP從1990年22.5兆美元，擴增至2015年73.9兆美元(圖A1-1)。

圖 A1-1 自由貿易將全球經濟大餅做大



資料來源：World Bank。

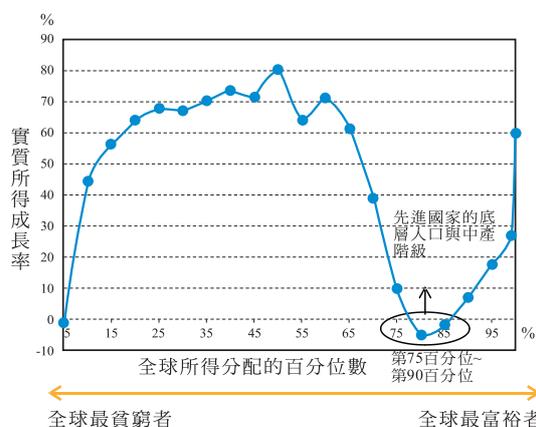
伴隨自由貿易的迅速發展，全球所得、生產力及生活福祉均大幅躍升。香港、南韓、新加坡及臺灣等亞洲國家受惠於全球貿易之發展，由中等所得階段躍升至高所得階段，全球數億民眾亦因自由貿易而脫離貧困。此外，中國大陸及印度等新興市場經濟體亦拜全球化之賜，出現大量中產階級<sup>1</sup>。

### (一) 貿易全球化快速發展，伴隨著貧富差距擴大、薪資成長停滯等問題<sup>2,3</sup>

貿易全球化雖拉近中低度發展國家與先進國家之間的人均所得差距，但全球貿易及技術進步之發展，帶來大量勞動力加入全球經濟、貿易改變勞雇關係本質、高階技術勞動力需求增加、生產外包帶走中階技術工作機會等轉變，導致許多國家國內所得分配不均擴大。

以先進國家為例，1988至2008年間，最富家庭之實質所得成長20%-60%，中低所得家庭之所得則幾無成長，甚或減少(圖A1-2)。

圖A1-2 全球各所得級距的實質所得成長率



註：橫軸為全球所得分配的百分位數，亦即將全球所得劃分為100等份，由低所得者排列至高所得者。

資料來源：Milanovic, Branko (2012)。

## 二、近期貿易保護主義興起，引發政治及經濟政策不確定性

### (一) 全球貿易帶動經濟成長之果實未能均分，導致反全球化、貿易保護主義之浪潮四起

由於貿易全球化帶來之經濟效益未能均分，以及2008年全球金融危機及其後之經濟大衰退(Great Recession)激化貧富差距擴大、社會階層流動變緩、青年對未來感到失落等問題，加上危機後多年，先進經濟體遲遲無法突破低成長陷阱(low-growth trap)，低迷的經濟讓受全球化衝擊的民眾更備感挫折。

在貿易全球化中受損的民眾對一向宣揚全球化好處之既存體制，喪失信任與信心，因此轉以行動來表達不滿及反全球化之訴求，這些行動讓2016年變成國際政治動盪的一年，英國公投決定脫離歐盟，主打貿易保護政策的川普(Donald Trump)當選美國總統，以及歐陸及其他國家選民思變等，皆是對全球化不滿的宣洩。

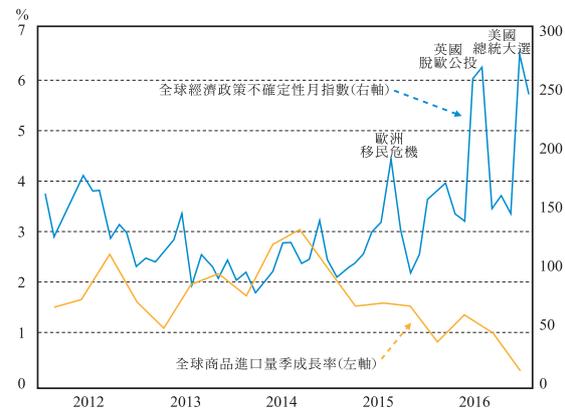
### (二) 保護主義浪潮讓國際經濟政治情勢充滿不確定性，不利於全球經濟與金融穩定

川普勝選帶來與金融傳染(financial contagion)相似的民粹主義傳染(populist contagion)<sup>4</sup>，尤其傳染至歐洲國家，例如已舉行修憲公投但告失敗的義大利，2017年進行重大選舉的法國及德國等<sup>5</sup>，如倒向反全球化陣營，將讓全球經濟前景面臨更大的不確定性。

近期國際政經局勢的不確定性，已反映在對全球經濟及金融市場之影響。ECB執行理事Peter Praet援引相關文獻指出<sup>6</sup>，短期內不確定性升高導致經濟活動低迷。BIS貨幣經濟部門主管Claudio Borio亦指出<sup>7</sup>，高度的政治不確定性主導近期金融市場波動的力量。

世界銀行(World Bank)研究指出<sup>8</sup>，經濟政策不確定性與全球貿易成長率間存在負向關係(圖A1-3)，不確定性每增加1%，全球商品及服務貿易成長率將下跌0.02%。2015年11月至2016年10月間，經濟政策不確定性指數飆升30%，其意味著與2015年相較，2016年全球貿易成長率下降0.8個百分點，其中0.6個百分點係因不確定性所致。

圖A1-3 全球商品進口量成長率與經濟政策不確定性指數



OECD亦示警<sup>9</sup>，經濟政策不確定性 資料來源：World Bank。

升高恐不利於經濟表現。OECD指出，全球貿易政策之未來走勢充滿不確定性，推升經濟政策不確定性指數；主要貿易地區一旦增加貿易障礙，恐損及貿易及經濟成長。

### 三、結語

我國為小型開放經濟體，與全球經濟整合之程度甚深，過去積極參與全球貿易，更協助我國躍升為高所得國家。貿易保護主義浪潮的未來動向，不僅牽動國際政治及全球經濟金融情勢，亦對我國經濟前景及金融穩定有著重大意涵，我國須密切注意國際政經情勢之發展，並做好應變準備。

註：1. Obstfeld, Maurice (2016), *Get on Track with Trade*, IMF: Finance and Development, December.

2. Obstfeld (2016)；The Economist (2016), *Shooting an Elephant*, The Economist, September 17.

3. Milanovic, Branko (2012), *Global Income Inequality by the Numbers: in History and Now*, World Bank:Policy Research Working Paper, November.

4. James, Harold (2016), *Containing the Populist Contagion*, Project Syndicate, November 24.

5. 2017年5月7日法國總統大選結果出爐，中間派、親歐盟、支持全球化的馬克洪(Emmanuel Macron)，以66%的得票勝出，大幅領先極右派、主打反歐盟、反全球化等民粹主義政策的雷朋(Jean-Marie Le Pen)；惟此次大選投票率不高，而極右派的得票率則創新高。

6. Praet, Peter (2017), *Creating Stability in an Uncertain World*, Speech at the Conference “Brexit and the Implications for Financial Services”, February 23.

7. BIS (2017), *International Banking and Financial Market Developments*, BIS Quarterly Review, March 6.

8. Constantinescu, Cristina, Aaditya Mattoo and Michele Ruta (2017), *Trade Developments in 2016: Policy Uncertainty Weighs on World Trade*, World Bank: Global Trade Watch, February 21.

9. OECD (2017), *Will Risks Derail the Modest Recovery? Financial Vulnerabilities and Policy Risks*, OECD: Interim Economic Outlook, March 7.

## 專欄2：中國大陸經濟再平衡、金融風險及其外溢效果

長期以來，中國大陸由投資、出口帶動經濟高速成長。2011年以來實施「十二五規劃」及其後「十三五規劃」，希冀加速經濟再平衡，以達到經濟結構轉型之目標。由於全球經濟成長遲緩，中國大陸外需與國內投資疲弱，加上資本外流及房價大幅上漲，使金融風險升高。本文爰分析中國大陸之經濟再平衡及金融風險現況，並探討其引發之外溢效果。

### 一、經濟再平衡概況

中國大陸經濟進入新常態(new normal)，須經濟再平衡以促進可持續之成長<sup>1</sup>。經濟再平衡包含4個面向：

#### (一) 外部(external)再平衡

由於外需疲軟，2014年至2015年間人民幣實質有效匯率升值<sup>2</sup>，出口持續衰退，貿易出超縮減，經常帳順差相對GDP比率由2007年9.9%降至2016年1.8%，經濟動能由外需轉為內需帶動。

#### (二) 內部(internal)再平衡

從供給面與需求面分析內部再平衡情形：

1. 供給面：2015年以來，產業結構延續十二五規劃，工業、製造業(第二級產業)<sup>3</sup>成長持續<sup>4</sup>，占GDP比重持續下降，而服務業(第三級產業)比重持續上升，經濟結構已從工業轉型至服務業。
2. 需求面：由於薪資持續成長，帶動消費擴張，2015年中國大陸消費對經濟成長貢獻率達2/3，已由投資驅動轉型為消費帶動之成長模式。

#### (三) 環境(environmental)再平衡

經濟成長減緩及產業結構轉型，使中國大陸二氧化碳排放量與其對GDP之密集度皆下降，預期經濟結構持續改變將降低GDP對碳排放的依賴，藉由減少排碳及創造環境友善(environment-friendly)之產出，促進製造業升級。

#### (四) 所得分配(income distributional)再平衡

在經濟由工業導向轉型成服務業導向下，隨服務業發展帶動相關勞動需求增加，有助推升勞動所得與家庭收入，所得不均情況已略有改善，惟中國大陸仍是全球所得不均較嚴重的國家之一<sup>5</sup>。

## 二、經濟再平衡之外溢效果

### (一) 中國大陸經濟再平衡影響甚大

中國大陸為全球第3大經濟體(僅次於歐元區及美國)，雖邁入經濟轉型時期，惟仍續驅動全球經濟成長。2015年中國大陸對全球經濟成長貢獻率約達1/3。

### (二) 中國大陸貿易緊縮外溢效應擴及全球，亞洲經濟體所受衝擊更為明顯

臺灣及南韓因全球價值鏈發展，與中國大陸之貿易連結緊密，且對中國大陸投資活動參與程度高。中國大陸經濟成長與臺、韓出口相關係數高(圖A2-1)，若中國大陸經濟成長下滑，估計臺、韓GDP受衝擊程度較其他亞洲經濟體嚴重<sup>6</sup>。

### (三) 中國大陸進口需求縮減，影響商品出口國之經濟發展

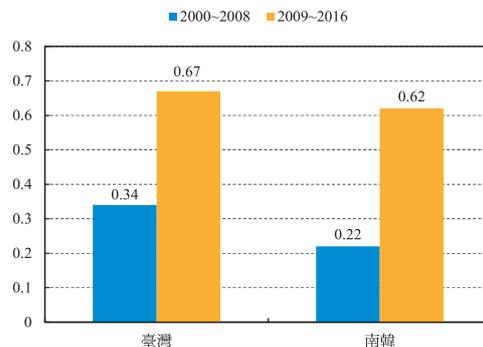
中國大陸為多項大宗商品的主要進口國，其經濟轉型過程造成大宗商品進口需求縮減，削弱部分大宗商品需求及價格。對商品出口國而言，大宗商品價格下滑較出口量減少之衝擊更為嚴重，中國大陸經濟再平衡使全球商品價格下滑，對商品淨出口國之經濟發展影響較大。

## 三、債務快速累積，金融風險升溫

### (一) 金融脆弱性升高

中國大陸債務累積速度快速，債務相對GDP比率在主要國家中雖非最高，

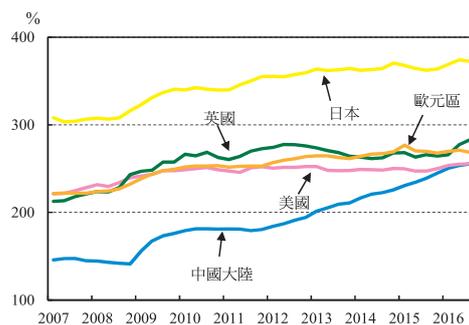
圖A2-1 臺灣、南韓出口年增率與中國大陸GDP成長率之相關性



註：2016年資料僅至第2季。

資料來源：本行經研處依據 IHS Global Insight 資料計算。

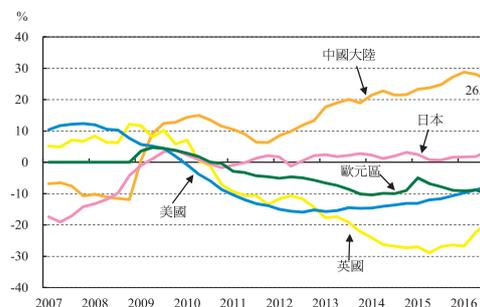
圖A2-2 非金融部門債務占GDP比率



註：截至2016年9月底。

資料來源：BIS 資料庫。

圖A2-3 民間非金融部門信用/GDP缺口



註：1.民間非金融部門信用/GDP之缺口，係指民間非金融部門信用/GDP的實際值與長期趨勢之偏離程度。

2.截至2016年9月底。

資料來源：BIS 資料庫。

惟上升速度最快(圖A2-2)。根據BIS早期預警指標，當民間非金融部門信用相對GDP比率偏離長期趨勢之缺口高於10個百分點以上時，代表金融市場可能過熱，中國大陸2016年9月底該項缺口高達26.3%，顯示其金融脆弱性升高(圖A2-3)。

## (二) 資產價格有高估之虞

由於過多的民間儲蓄欲尋求高報酬資產，加以信用擴張及投資人提高財務槓桿操作，使近期中國大陸房價攀升，資產價格恐有高估之疑慮，其中房價漲勢已由一、二線城市蔓延至三線以下城市(圖A2-4)。

## (三) 企業違約風險上揚與資本外流壓力大

中國大陸企業信用貼水因違約風險上揚而走高。為紓緩企業償債壓力，中國人行自2014年下半年起採行多次降息降準措施，惟寬鬆貨幣政策引發資本外流壓力，中國大陸當局加強實施各項資本管制措施，可能影響人民幣國際化進程。

## 四、金融風險之外溢效果

### (一) 中國大陸透過金融傳遞管道，逐漸提高其對亞太區域影響力

近年中國大陸與亞洲地區貿易關係與金融聯結緊密，致亞洲股、匯市與中國大陸金融市場波動之相關程度高<sup>7</sup>。2016年1月初，人民幣中間價劇貶，加以股市熔斷機制設計不當，使中國大陸股價短暫崩跌，短期間恐慌情緒蔓延全球，引發亞太區域主要股市劇烈震盪。

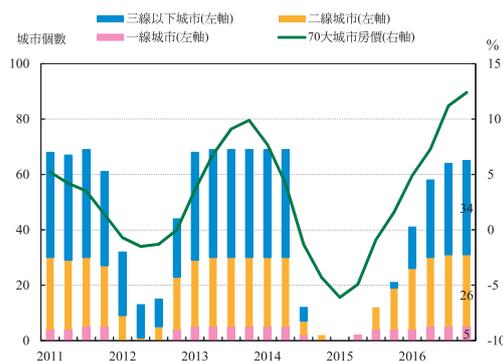
### (二) 在承平時期的，中國大陸對亞洲股市之影響力與美國相當

依據BIS研究報告<sup>8</sup>，亞洲股市對來自美國及中國大陸股市之衝擊有正向反應，證實跨國間股市有正向之外溢效果，其中美國及中國大陸金融市場對其他亞洲市場影響之傳遞速度極快。在危機時期，美國對亞洲地區股市的影響相對較強；但於承平時期，中國大陸對該區股市的影響力已與美國相當。中國大陸對區域貿易夥伴之影響力升高，未來其股價與匯率波動產生之金融外溢效果恐擴大。

## 五、結語

2011年以來，中國大陸加速經濟再平衡，最終或將有利於中國長期經濟發展，並有益

圖A2-4 中國大陸房地產價格年增率及房價上漲或持平城市



資料來源：Thomson Reuter, Datastream。

於全球經濟成長，惟短期透過貿易管道造成巨大的外溢效應，衝擊與其生產及貿易活動密切的國家。中國大陸經濟再平衡之下，製造業升級且供應鏈在地化，我國須密切觀察其外溢效果，並加速提升技術及分散出口，以因應中國大陸製造業升級帶來之可能衝擊。

此外，鑑於我國與中國大陸金融連結緊密，金管會自2014年起已陸續採取多項強化監理措施，要求本國銀行審慎評估海外授信政策，加強對中國大陸暴險之控管及風險承擔能力，惟近年來中國大陸經濟成長遲緩且金融市場波動仍劇，金融風險升溫，本國銀行應密切注意其經濟金融情勢之變化，並審慎監控對中國大陸暴險。

- 註：1. IMF (2016), *2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China*, IMF Country Report, No. 16/270, August.
2. 根據IMF所計算External Balance Assessment (EBA)實質有效匯率指數，2015年的平均數與2014年相較，人民幣實質有效匯率升值約10%。
3. 傳統上產業分為三級，第一級為農、礦、漁業，第二級為工業、製造業，第三級為服務業。
4. 工業生產中，產能過剩之上游產業(水泥、鋼鐵、玻璃)漸轉向消費品製造業(汽車、電腦、家電)。
5. Wildau, Gabriel and Tom Mitchell (2016), *China Income Inequality among World's Worst*, Financial Times, January 14.
6. 同註1。
7. IMF (2016), *The People's Republic of China: Selected Issues*, August; Chang, Shu, Dong He, Jinyue Dong and Honglin Wang (2016), *Regional Pull vs Global Push Factors: China and US Influence on Asia-Pacific Financial Markets*, BIS Working Papers, No 579 ; Bloomberg (2016), *How China Is Reshaping Market Correlations in Asia*, September 14.
8. Chang, Shu, Dong He, Jinyue Dong and Honglin Wang (2016), *Regional Pull vs Global Push Factors: China and US Influence on Asia-Pacific Financial Markets*, BIS Working Papers, No 579.