

四、國際商品及金融情勢

(一) 油價大漲，穀價持平，金價走揚

2017年上半年，全球原油價格疲軟，主因市場持續擔憂美國、利比亞及奈及利亞增產，即使5月下旬石油輸出國組織（OPEC）及以俄羅斯為首之非OPEC產油國宣布延長減產協議至2018年3月底，惟未如市場預期進一步擴大減產，致6月20日布蘭特原油現貨一度跌至每桶43.98美元之年內最低價位。下半年伊拉克政府與庫德族衝突及沙烏地阿拉伯政局動盪等地緣政治風險再起，且減產協議再展延至2018年底，加以北海及利比亞油管相繼發生事故，美國原油庫存亦創2年多來新低，油價反彈回升，年底布蘭特原油現貨價格達每桶66.73美元，較2016年底大漲20.9%，並創2015年5月以來新高。

2017年主要穀物庫存大增，除7、8月間因美國及澳洲持續乾旱且穀物良率下降，致穀價一度上漲外，其餘期間大致平穩，年底Thomson Reuters 穀物期貨價格指數為284.9點，較2016年底略漲0.2%。

2017年初以來，黃金價格震盪走升，主因市場對Fed升息之預期變化、美國政府政策不確定性升高，加以美國空襲敘利亞、歐洲多國大選、北韓頻射導彈等地緣政治風險大增，致黃金避險需求升高，9月8日倫敦黃金現貨價格一度漲至每盎司1,346.25美元之年內最高。嗣因Fed開始縮減資產負債表規模及可能持續緊縮貨幣政策，金價震盪轉跌，年底為每盎司1,296.50美元，惟仍較2016年底上漲11.9%。

代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油等大宗商品價格波動，2017年底為193.9點，較2016年底小漲0.7%。

原油現貨價格、穀物及
R/J CRB 期貨價格指數走勢



註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源、軟性商品、穀物、工業用金屬、貴金屬及牲畜等六大類別，共19種商品期貨價格編製而成，常用於觀察全球商品價格走勢，其中以能源類商品權重19%最高。

資料來源：Thomson Reuters Datastream。

倫敦黃金現貨價格走勢



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

(二) 歐元及日圓對美元升值，亞洲國家貨幣多強勢

2017年初，因美國川普政府執政後，遲未提出明確之減稅及擴大財政政策，且敘利亞與朝鮮半島緊張情勢升高及歐洲民粹主義增溫，日圓避險需求上升，加以日本景氣好轉，致日圓對美元震盪走升，9月8日日圓升至1美元兌107.91日圓之年內高點。嗣後，在安倍首相贏得眾議院選舉，延續弱勢日圓政策，加以Fed維持漸進升息、美國稅改方案可望通過等因素影響下，日圓對美元轉貶，年底為1美元兌112.65日圓，惟仍較2016年底升值3.5%。

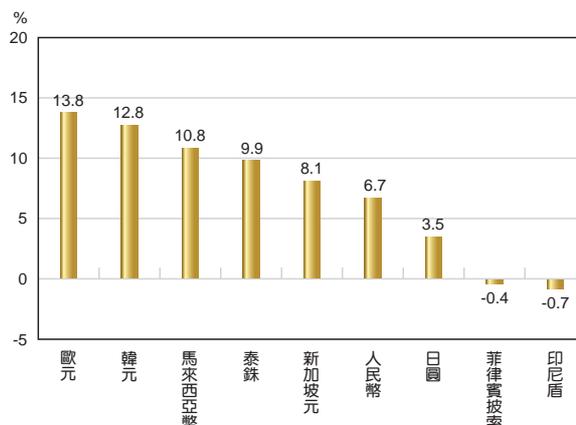
2017年初歐元區民粹主義升溫，政經不確定性增加，歐元對美元匯價於區間狹幅震盪。至5月馬克宏當選法國總統、9月德國眾議院選舉仍由親歐派梅克爾領導之政黨獲勝，民粹勢力減弱，加以歐元區經濟穩健成長，歐元對美元震盪走升，年底為1歐元兌1.2008美元，較2016年底大幅升值13.8%。

亞洲國家貨幣方面，由於亞洲景氣好轉，吸引資金回流，加以美國川普總統偏好弱勢美元，並以美國擁有龐大之貿易逆差為由，表示將加強推動公平貿易之各種措施，對象為對美國擁有龐大貿易順差之國家，其亞洲貿易對手國貨幣面臨升值壓力，2017年亞幣對美元多強勢，年底與2016年底比較，以韓元升值12.8%幅度較大，其次為馬來西亞幣之10.8%。

(三) 全球主要股市大漲

2017年MSCI全球股價指數在全球景氣增

2017年國際主要通貨對美元升貶幅度



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

溫、商品價格回升、貨幣環境寬鬆及流動性充沛下，節節攀升，年底收在513.03點，較2016年底勁揚21.6%。

美股因美國經濟加速成長，就業強勁，企業財報表現亮眼，加以川普總統簽署稅改法案，頻創歷史新高。2017年底道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數分別收在24,719.22點及6,903.39點，較2016年底大漲25.1%及28.2%。

歐股方面，因歐元區經濟表現優於預期、ECB維持貨幣寬鬆，且荷、法、德大選均由親歐派勝出，民粹主義降溫，加以英國脫歐談判

MSCI 全球股價指數走勢



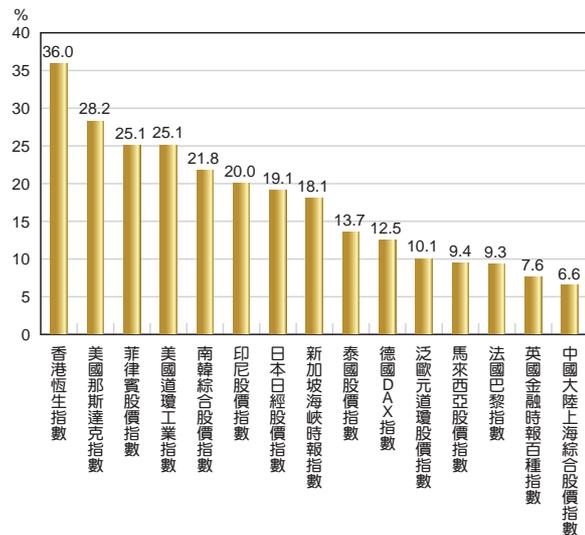
資料來源：Thomson Reuters Datastream。

取得進展，歐股震盪走高，2017年底泛歐元道瓊股價指數收在385.496點，較2016年底上漲10.1%。英國金融時報百種指數、德國DAX指數及法國CAC40指數分別較2016年底上漲7.6%、12.5%及9.3%。

日股方面，2017年初以來日經225股價指數大抵於18,300點至20,300點區間徘徊震盪，9月下旬後受日本企業盈餘成長，加以美股走揚激勵而攀升，年底日經225股價指數為22,764.94點，較2016年底勁升19.1%。

而亞洲經濟體亦因經濟成長力道轉強，企業獲利改善，多國復推動經濟改革有利經濟前景，吸引國際資金流入，加以美股上漲帶動，股市漲勢凌厲。年底與2016年底比較，以香港

2017年國際股價變動幅度



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

及菲律賓股市漲幅分別達36.0%及25.1%，表現最佳。

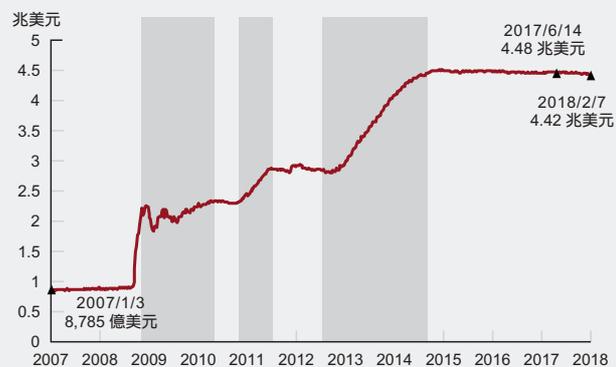
專題一

Fed 實施「資產負債表正常化計畫」之說明

一、Fed 實施 3 輪 QE，資產規模膨脹至近 4.5 兆美元

為因應2008年爆發之全球金融危機，美國聯準會（Fed）透過資產購買計畫（asset purchase programs），亦即量化寬鬆（quantitative easing, QE）措施，大規模購買中長期資產，挹注市場流動性。2008年至2014年間，共實施3輪QE，累計資產規模達3.98兆美元；隨著經濟逐漸復甦，遂自2013年12月起逐步縮減購債規模，並於2014年10月宣布結束資產購買計畫，惟持有債券之到期本金持續進行再投資。

Fed 資產規模



註：灰色陰影為實施量化寬鬆期間。

資料來源：Thomson Reuters Datastream。

至 2017 年 6 月 14 日 (Fed 首次於貨幣政策會議聲明提及可能實施資產負債表正常化計畫) 止, Fed 資產規模已自 2007 年初約 8,785 億美元, 膨脹至 4.48 兆美元, 其中以持有美國公債 2.46 兆美元 (55.1%) 及機構房貸擔保證券 (agency MBS) 1.78 兆美元 (39.8%) 為主。

二、Fed 自 2017 年 10 月開始執行資產負債表正常化

2017 年 6 月 14 日聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議聲明指出, 若經濟發展符合預期, 期望於該年開始執行資產負債表正常化, 逐步降低資產規模, 並公布「政策正常化原則與計畫補充說明」, 規劃債券到期本金只有超過上限的部分才能再投資, 開始上限設定為每月 100 億美元; 之後每 3 個月調高 100 億美元, 至每月上限達 500 億美元後, 維持於該水準, 直至持有之債券部位僅為有效執行貨幣政策所需為止。

2017 年 9 月, FOMC 宣布自 10 月啟動資產負債表正常化, 依「政策正常化原則與計畫補充說明」內容, 開始每月分別縮減 60 億美元政府

公債和 40 億美元的機構債及房貸擔保證券之再投資金額, 12 月再宣布自 2018 年 1 月起, 每月縮減金額分別提高至 120 億及 80 億美元。

三、預期 Fed 資產負債表正常化後規模將較金融危機前大

預估 Fed 資產負債表正常化後之規模, 就負債面而言, 須考量準備金需求及非準備金 (non-reserve) 負債。FOMC 預期, Fed 逐漸降低持有債券部位將使準備金明顯下降, 惟仍將高於金融危機前之水準¹; 而非準備金負債由 2007 年初之約 8,300 億美元已增至逾 2 兆美元, 未來隨美國經濟持續擴張, 應會進一步增加, 或將使長期資產負債表基本規模擴大²。因此, 預期未來 Fed 資產負債表正常化後, 規模仍將較金融危機前大。

New York Fed 依據不同長期準備金及平均負債水準之假設, 預估 Fed 實施資產負債表正常化期間約為 2.25 年至 5.75 年, 結束後資產負債表之規模約在 2.4 兆至 3.5 兆美元之間³。2018 年初接任 Fed 主席之 Powell 曾於 2017 年 11 月底表示, Fed 縮減資產規模的程序可能持續三或四年

Fed 啟動「資產負債表正常化」之每月再投資縮減上限

單位：億美元

啟動縮減再投資	第1~3個月	第4~6個月	第7~9個月	第10~12個月	第13個月 (含以後)
政府公債每月上限	60	120	180	240	300
機構債及房貸擔保證券每月上限	40	80	120	160	200
合計	100	200	300	400	500

註：未來到期本金只有超過上限 (caps) 的部分才能再投資。
資料來源：Federal Reserve (2017), "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans," Jun. 14。

¹ Federal Reserve (2017), "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans," Jun. 14。

² Elio, Suzanne (2017), "What Might the Fed's Balance Sheet Look Like in the Future?" *The Official Medium Channel of the Federal Reserve Bank of New York*, Jun. 3。

³ 假設長期準備金約在 4 千億美元至 1 兆美元之間, 參見 Federal Reserve Bank of New York (2017), "Projections for the SOMA Portfolio and Net Income," July。

時間，最終資產負債表規模可能縮減至 2.5 兆至 3 兆美元⁴。

四、Fed 縮減資產規模之可能影響

Fed 縮減資產規模係尚處初步執行階段，各

界持續關注其後續影響。主要機構預估可能造成之重要影響包括：產生約當調升聯邦資金利率之效果、推升美國 10 年期公債殖利率，以及降低新興市場之資本流入規模。

Fed 實施資產負債表正常化之可能影響

可能影響	發表機構	說明
約當調升聯邦資金利率之效果	Kansas City Fed	Fed若在2年內縮減資產6,750億美元，效果即等同聯邦資金利率調高0.25個百分點。
推升美國10年期公債殖利率	Fed	隨Fed資產組合到期年限縮短，並逐步減少再投資規模，將使Fed先前實施QE對美國10年期公債殖利率之壓抑效果逐漸消退，可能進一步推升10年期公債殖利率。
減少新興市場資本流入規模	IMF	預期Fed縮減資產規模，將導致未來2年新興市場的資本流入金額減少550億美元，且為影響新興市場資本流動之最主要因素。

資料來源：Davig, Troy and A. Lee Smith (2017), "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments," *Macroeconomic Research from the Federal Reserve Bank of Kansas City*, May 10; Bonis, Brian, Jane Ihrig and Min Wei (2017), "Projected Evolution of the SOMA Portfolio and the 10-year Treasury Term Premium Effect," *FEDS Notes*, Sep.22; Koepke, Robin (2017), "Fed Tightening May Squeeze Portfolio Flows to Emerging Markets," *IMFBlog*, Dec. 14。

⁴ Dye, Jessica (2017), "Powell Sees Fed Balance Sheet Shrinking to \$2.5tn - \$3tn", *Financial Times*, Nov. 28。