

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

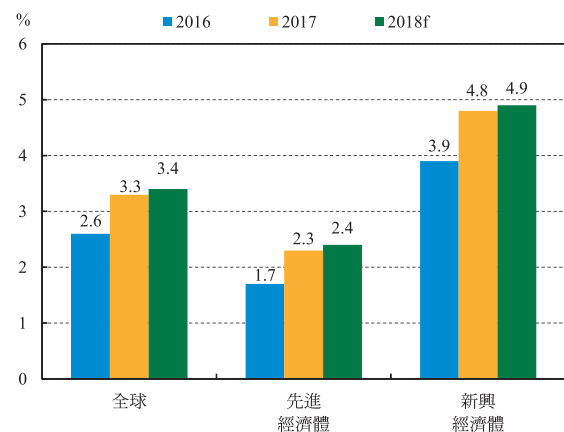
1. 2017年全球經濟復甦力道增強，預期2018年將加速成長

在全球投資及貿易成長帶動下，2017年先進及新興經濟體均穩健復甦，全球經濟成長率上升至3.3%(圖2-1)，為近5年來新高。先進經濟體中，美國因固定投資及個人消費成長，經濟成長力道增強；歐元區因消費者及企業信心走升，加上勞動市場及全球貿易持續改善，經濟成長率為近10年新高；日本在內需及資本支出增長帶動下，經濟成長穩健擴張。新興經濟體方面，因大宗商品價格及全球需求持續回穩，加上中國大陸經濟出現7年來首度加速成長，成長動能轉強。

展望2018年，IHS Markit預測¹⁰ 全球經濟成長率將續升至3.4%；其中，先進經濟體在美國稅改政策帶動下，經濟成長率預估將上升至2.4%；新興經濟體中，預期中國大陸經濟成長將放緩，惟其他新興經濟體因原物料價格回升而景氣轉好，整體經濟成長率可望提高至4.9%(圖2-1)。

全球景氣雖穩步復甦，惟IMF及IHS Markit指出¹¹，主要經濟體貨幣政策走向、貿易保護政策興起、中國大陸債務問題¹² 及地緣政治緊張等，恐為全球經濟帶來風險。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2018f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2018/5/15)。

¹⁰ 同註1。

¹¹ IMF (2018), *World Economic Outlook*, January; IMF (2018), *World Economic Outlook*, April; IHS Markit (2018), *Global Executive Summary*, May.

¹² IMF對中國大陸之2017年金融體系穩定評估報告指出，該國非金融部門債務快速成長，2016年該等債務為GDP之235%，且估計2022年將續升至295%。詳見IMF (2017), *IMF Country Report*, No. 17/358, December。

(1) 先進經濟體經濟成長增強

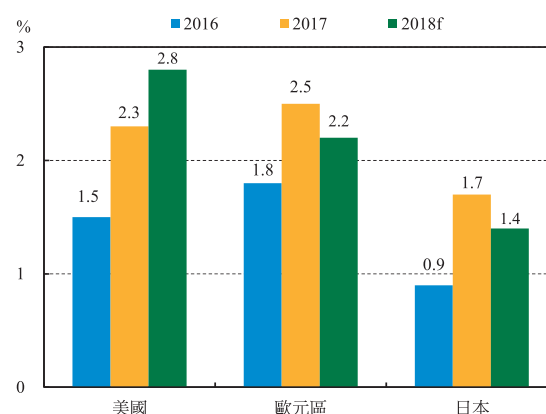
● 美國內需及投資續增，經濟基本面轉強

2017年美國非農業就業人口及薪資顯著回溫¹³，帶動民間消費成長，加上固定投資逐季增長，使經濟成長力道增強，全年經濟成長率為2.3%，高於2016年之1.5%。展望2018年，預期川普政府2017年底提出之稅改方案¹⁴可望帶動經濟動能，IHS Markit預測全年經濟成長率將續升至2.8%(圖2-2)。

2017年美國就業市場持續改善，失業率續降至4.4%，為近10年新低。IMF預測¹⁵ 2018年因經濟基本面仍強，失業率將續降至3.9%(圖2-3)。

財政方面，因稅改方案於2017年底通過，美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)預測¹⁶ 2018年美國個人及企業所得稅收入將減少，使財政赤字由2017年之6,650億美元增至2018年之8,040億美元，其對GDP比率由3.5%升至4.2%，而IMF預測2018年美國債務餘額對GDP比率亦將由2017年之107.8%增至

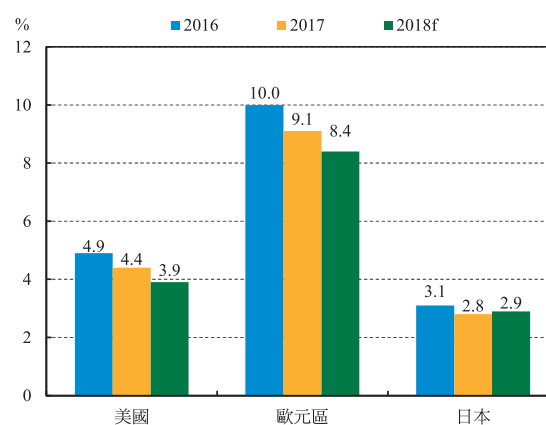
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2018f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2018/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2018f為IMF預測值。

資料來源：IHS Markit (2018/5/15)、IMF (2018/4)。

¹³ Bureau of Labor Statistics (2018), *Employment Situation Summary*, April.

¹⁴ 美國稅改將在未來十年減稅1.5兆美元，主要內容包括大幅降低企業稅(稅率由35%調至21%)，並對個人所得實施暫時性減稅(效期至2025年)。

¹⁵ 本節2018年各經濟體失業率均採IMF預測值，詳見IMF (2018), *World Economic Outlook*, April。

¹⁶ CBO (2018), *The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028*, April.

108%¹⁷ (圖2-4)。

● 歐元區經濟成長創近10年新高

2017年歐元區雖因英國提早選舉及西班牙加泰隆尼亞獨立公投等，導致政治及金融不確定性上升，惟影響未如預期顯著，加上勞動市場及全球經濟走強，經濟成長率提高至2.5%，創近10年新高，失業率

亦下降至9.1%。雖然歐元區多項經濟數據均好轉，惟2018年第1季受惡劣天候、流感及歐元升值不利出口等因素影響，經濟成長不如預期，IHS Markit預測2018年經濟成長率將降至2.2%(圖2-2)；失業率則可望持續改善，IMF預測2018年將續降至8.4%(圖2-3)。

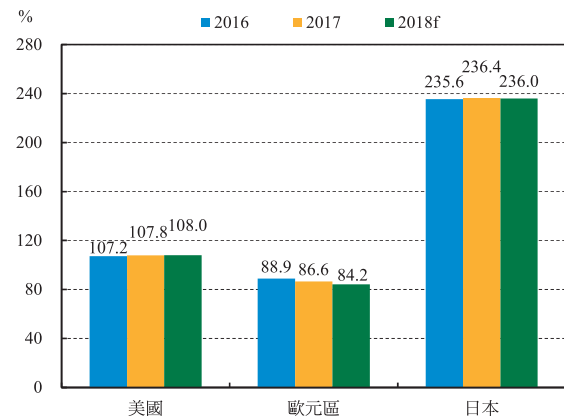
財政方面，歐元區在各國縮減赤字下，2017年財政赤字對GDP比率下降至1.5%，為10年來最低。2017年歐元區政府債務對GDP比率亦縮減至86.6%，IMF預測2018年將續降至84.2%(圖2-4)。

● 日本景氣穩健擴張

2017年日本實施規模28.1兆日圓之「實現對未來投資的經濟刺激政策」，加上2020年東京奧運帶來營建需求，使企業設備投資及內需成長，全年經濟成長率提升至1.7%(圖2-2)，且近8季均維持正成長，為泡沫經濟時期以來最長漲勢。IHS Markit預測2018年日本內需及民間投資將減緩，致全年經濟成長率回降至1.4%(圖2-2)。2017年日本失業率下滑至2.8%，IMF預測2018年將略升至2.9%(圖2-3)。

財政方面，2017年日本政府債務餘額對GDP比率略升至236.4%；2018年因政府預算中養老金及醫療保健支出等社會福利費用仍高達32.97兆日

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2018f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2018), *Fiscal Monitor*, April。

¹⁷ 本節2018年財政赤字及政府債務餘額相關資料，除美國財政赤字資料取自CBO (2018)外，其餘均採IMF預測值，詳見IMF (2018), *Fiscal Monitor*, April。

圖，IMF預測財政赤字改善有限，政府債務餘額對GDP比率僅略降至236%(圖2-4)。

(2) 亞洲經濟體成長增溫

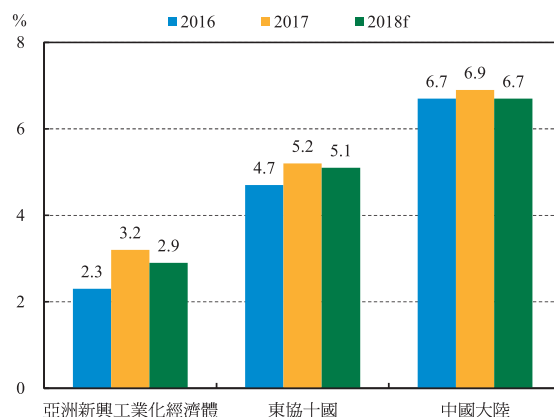
2017年在全球經濟穩步復甦使外部需求改善下，亞洲多數新興經濟體之經濟成長增溫。其中，以出口為導向之亞洲新興工業化經濟體，經濟成長率提高至3.2%；東協十國除菲律賓經濟成長略緩外，其餘國家均成長加速，整體經濟成長率上升至5.2%(圖2-5)，其中GDP成長率貢獻度第二大之馬來西亞受惠於電子產品出口暢旺帶動內需，經濟大幅增溫，而GDP占比最大之印尼雖實施寬鬆貨幣政策，但受到消費支出不振影響，經濟成長增幅反而不如預期。此外，中國大陸受惠於淨出口成長，經濟成長率上升至6.9%，為7年來首次加速成長(圖2-5)。

2018年全球經濟充滿不確定性，例如美中貿易角力及美國恐加速升息，均可能不利於新興經濟體經濟成長，IHS Markit預測亞洲新興工業化經濟體及東協十國經濟成長率將分別回降至2.9%及5.1%，中國大陸則因房市調控趨緊及金融監管趨嚴，將抑制工業生產投資，加上非金融部門債務過高及美中貿易衝突¹⁸等問題，預估經濟成長率將下滑至6.7%(圖2-5)。

2. 全球通膨緩步升溫

2017年上半年布蘭特原油(Brent crude oil)每桶價格一度走低至每桶50美元以下，下半年則因石油輸出國組織(OPEC)減產協議再展延至2018年底及部分會員國政治不穩定，帶動油價上揚；穀物、植物油及乳製品等食品價格大致呈小幅

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2018f為IHS Markit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：IHS Markit (2018/5/15)。

¹⁸ 2018年5月中旬美中貿易談判雖達成原則性共識，惟具體作法仍待進一步磋商。

震盪走勢¹⁹，金屬價格則上揚。在原油與大宗商品價格回升及糧食價格震盪下，2017年全球通膨緩步升溫，CPI年增率上揚至2.7%，其中先進經濟體上升至1.7%，主要係美國通膨回溫所致，新興經濟體則因巴西高通膨問題改善²⁰，CPI年增率下滑至3.7%(圖2-6)。

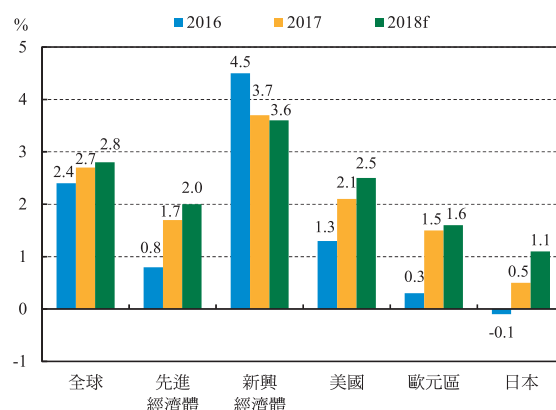
展望2018年，因減產協議已獲延長至年底，預期油價將上漲，加上全球經濟復甦，帶動原油等原物料需求，原物料價格可能走升，IHS Markit預測全球通膨將續升至2.8%，其中先進經濟體將上升至2.0%，新興經濟體則略降至3.6%(圖2-6)。

3. 先進經濟體貨幣政策朝正常化邁進，新興經濟體則走向不一

2017年以來先進與新興經濟體之貨幣政策持續分歧。其中，美國Fed考量就業市場成長力道增強，經濟溫和擴張，且通膨率逐漸接近2%長期目標，分別於2017年3月、6月、12月及2018年3月四度調升聯邦資金利率目標區間各1碼至1.5%~1.75%，並自2017年10月起逐步縮減資產負債表規模，朝資產負債表正常化邁進(圖2-7、表2-1)。

歐元區鑑於通膨仍低於目標，2017年未調整政策利率，惟於2017年4月及

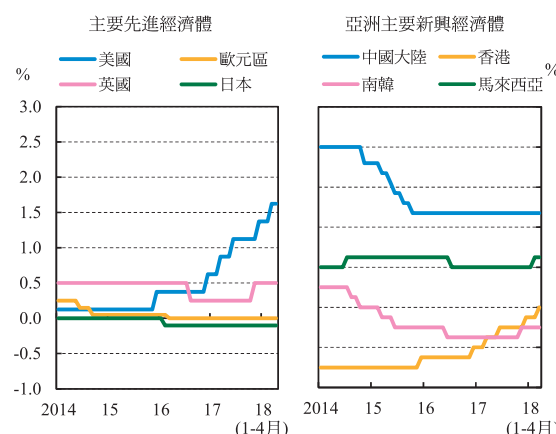
圖 2-6 全球消費者物價指數年增率



註：2018f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2018/5/15)。

圖 2-7 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，英國為官方利率，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)。

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，香港為貼現窗口基本利率，南韓為基準利率，馬來西亞為隔夜政策利率。

3. 資料截至2018年4月30日。

資料來源：各國/地區央行網站。

¹⁹ 聯合國糧食及農業組織計算之食品價格指數由2017年1月底174.6，年中上漲至179，年底則略降至169.3。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。

²⁰ 同註2。

2018年1月分別縮減資產購買規模200億歐元及300億歐元，致每月由800億歐元降至300億歐元²¹。日本因通膨水準仍低，2017年亦未調整利率，並維持控制殖利率曲線之目標²²。英國則因脫歐政策導致英鎊走貶，推高進口成本帶動通膨，為抑制通膨壓力，2017年11月調升官方利率1碼至0.5%，為近10年來首度升息(圖2-7、表2-1)。

2017年以來，亞洲新興經濟體之貨幣政策走向亦不一。其中，中國人民銀行(以下簡稱中國人行)雖未調整政策利率，但兩度定向調降存款準備率共6碼，以支持金融機構發展普惠金融業務及供銀行償還中國人行中期借貸便利之到期款；南韓及馬來西亞為避免美國升息造成之資金外流效益，加以國內經濟好轉，分別調升政策利率1碼；香港為維持聯繫匯率制度，配合美國升息步調四度調升貼現窗口基本利率各1碼(圖2-7、表2-1)。

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	2017/3、6、12、 2018/3	鑑於就業市場成長力道增強，經濟溫和擴張，且通膨率逐漸接近長期目標，Fed四度調升聯邦資金利率目標區間各1碼至1.5%~1.75%。
	2017/9、12、 2018/3	<ul style="list-style-type: none"> ● 2017年9月Fed宣布自同年10月起啟動縮減資產負債表計畫，每月分別縮減60億美元政府公債和40億美元機構債(agency debt)與機構房貸擔保證券(agency MBS)之再投資金額。 ● 2017年12月Fed宣布2018年1月起擴大前述兩項資產之每月縮減規模至120億美元及80億美元。 ● 2018年3月Fed宣布，4月起前述2項資產之每月縮減規模分別再擴大至180億及120億美元。
歐元區	2017/10	ECB宣布延長每月購債計畫至2018年9月，並自2018年1月起減少每月購債規模至300億歐元。
英國	2017/11	為抑制通膨壓力，BoE調升官方利率1碼至0.5%，並維持購債規模不變，為2007年以來首度升息。
中國大陸	2018/1、4	中國人民銀行1月定向調降存款準備率2碼，4月再宣布定向調降存款準備率4碼。
南韓	2017/11	南韓央行調升政策利率1碼至1.50%，係2011年6月以來首度升息。
香港	2017/3、6、12、 2018/3	香港金融管理局四度調升貼現窗口基本利率各1碼至2%。
馬來西亞	2018/2	馬來西亞央行調升隔夜政策利率1碼至3.25%。

註：資料截至2018年4月30日。
資料來源：各經濟體官方網站。

²¹ 近期多位ECB官員如德國央行總裁Jens Weidmann及荷蘭央行總裁Klaas Knot，紛紛表達宜儘速結束資產購買計畫之看法。

²² 日本央行(BOJ)總裁黑田東彥曾表示若通膨達到2%目標，考慮於2019年財政年度檢討量質兼備寬鬆貨幣政策(QQE)之退場方式。

4. 近期美國採行貿易保護措施，恐對全球經濟帶來不利衝擊

美國自川普政府上台以來，鑑於商品貿易長期逆差，且該等逆差相對GDP比重惡化情形未能有效改善²³，已多次採取貿易保護措施²⁴，以降低美國貿易失衡情況，近期措施則包括2018年3月核定對進口鋼鐵及鋁製品分別加徵25%及10%從價關稅，以保護美國傳統產業，以及2018年4月宣布依據301調查結果，將對中國大陸進口總值約500億美元，1,300個關稅項目加徵25%關稅，以抵制中國大陸侵犯智慧財產權及不公平技術轉移之做法。為進行反制，中國大陸財政部隨即公告將對美國商品採取相對應之加徵關稅措施²⁵，實施日期視美方加徵關稅實施情況而定。

美中兩國之懲罰性關稅措施雖陸續磋商中，惟外界擔憂美國重啟301條款恐造成骨牌效應，促使其他國家加入對中國大陸進行單邊制裁，架空WTO之紛爭解決機制²⁶；IMF及WTO亦警告，川普總統若採行貿易保護措施，恐造成美國及全球雙輸之結果²⁷，並引發貿易紛爭²⁸。另一方面，美國採取貿易保護措施恐對全球經濟產生不利衝擊，World Bank推估²⁹，若全球經濟體在WTO規範內，關稅由目前全球平均2.7%大幅提高至10.2%，則3年後全球實質所得將減少0.8%或6,340億美元，全球貿易亦將下降9%或2.61兆美元。

(二) 國際金融情勢

1. 全球金融業體質改善，惟金融市場風險上升

受惠於全球經濟穩定復甦，2017年全球銀行業體質多有提升，惟過去寬

²³ 美國商品貿易逆差對GDP比重由1992年之-1.5%擴大至2017年之-4.2%，累計貿易逆差達13.8兆美元。

²⁴ 例如2017年2月對中國大陸不銹鋼產品課徵64%-191%之懲罰性關稅，2017年4月對加拿大木材課徵20%反補貼關稅，2018年1月對加拿大印刷用紙課徵近10%之懲罰性關稅，2018年1月對太陽能電池與模組及洗衣機課徵高額關稅並實施洗衣機進口配額。

²⁵ 2018年4月4日中國大陸財政部宣布將對美國黃豆、棉花、汽車及化工品等106項總值500億美元商品，加徵25%關稅。

²⁶ Capri, Alex (2018), *As Trump Turns Up Heat on China over Trade and Intellectual Property, Will It Backfire?* Forbes, March.

²⁷ IMF表示，川普總統的貿易保護措施恐招致其他國家報復，將使美國及其他國家均深受其害。參見IMF (2018), *IMF Statement on Announced U.S. Import Tariffs*, IMF Press Release, March; Meredith, Sam (2018), *IMF's Lagarde Says Nobody Wins in a Trade War*, Reuters News, March。

²⁸ Miles, Tom (2018), *WTO Chief Make Rare Warning of Trade War over U.S. Tariff Plan*, Reuters News, March; WTO (2018), *Azevêdo Calls on Members to Avoid Triggering an Escalation in Trade Barriers*, Press Release, March.

²⁹ Kutlina-Dimitrova, Zornitsa, Csilla Lakatos (2017), *The Global Costs of Protectionism*, World Bank Policy Research Working Paper, December.

鬆貨幣政策導致過多資金競逐少數高收益資產，壓縮利差與波動度，使風險自銀行體系轉入金融市場，加以長期低利率環境，民間部門債務大幅攀升，中期金融脆弱性上升。此外，主要經濟體貨幣政策逐步正常化及貿易保護主義抬頭等，均加劇金融市場波動，恐進一步推升金融脆弱性。

2. 先進經濟體銀行業體質多提升

2017年多數先進經濟體之銀行業資本適足水準及流動性持續改善，經營體質多有提升。其中，美國銀行業2017年獲利普遍優於上年，且34家主要銀行均通過Fed壓力測試，為2009年以來首見。此外，2018年3月美國通過鬆綁金融監理法案³⁰，放寬對中小型銀行之監理要求，是否影響銀行健全性與獲利能力，有待進一步觀察。

2017年歐洲銀行業獲利能力亦小幅提升，主要因非利息收入增加與資產減損降低；ECB預期未來銀行業獲利將持續提升，但面臨核心業務收益成長受限、營業效率待改善與不良資產過高等問題³¹。相對地，日本銀行業2017年獲利未見好轉，主要因負利率政策、銀行家數過多及放款惡性競爭帶來之不利影響，未來獲利能否提升，將取決於日本景氣增溫情形與銀行業結構改革成效³²。

3. 新興經濟體持續面臨資金反轉流出及債務偏高之風險

新興經濟體因成長增溫，經濟風險下降，吸引追逐收益之國際資金大幅流入，IMF預估2017年流入新興經濟體之證券投資資金較前兩年倍增至3,000億美元。該等大額資金流入，壓縮新興經濟體之政府及企業債券殖利率，並推升資產價格及外債規模。未來若主要國家貨幣政策正常化步調超出預期，可能引發資金反轉流出，衝擊金融體系之穩定。

此外，新興經濟體因國際資金大幅流入致資金充沛，加上低利率鼓勵增加借款，導致非金融部門債務水準有攀升情形，尤以中國大陸最為顯著(圖2-8)。部分

³⁰ 2018年3月14日美國參議院通過Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act，將超大型銀行資本門檻自500億美元提高至2,500億美元，同時提升Fed對中型銀行監理裁量空間，並免除小型銀行放款業務反歧視措施之報告義務。

³¹ ECB (2017), *Financial Stability Review*, November.

³² BOJ (2017), *Financial System Report*, October.

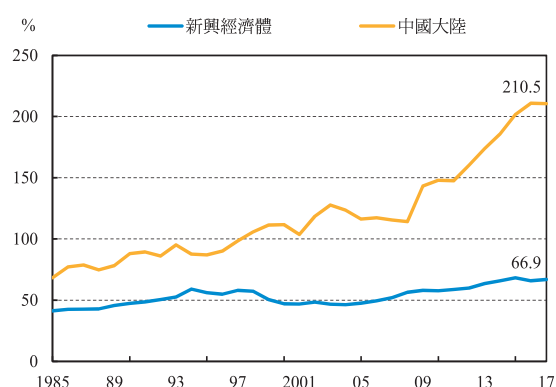
新興經濟體之企業及家庭部門債務過度擴張使償債負擔加重，若發生不利事件引發金融緊縮，將使其面臨償債壓力而導致違約率升高，影響金融機構及金融市場之穩定。

4. 全球金融市場波動下降，惟2018年加劇

2017年在投資人對美國減稅方案及金融法規鬆綁高度期待，以及美國企業財報表現亮眼之激勵下，美股屢創新高，並帶動全球股市穩步上漲。惟2018年2月初，因市場擔憂美國薪資成長加速恐帶動通膨攀升，促使Fed加速升息，加上減稅方案恐影響美國財政穩定，導致美國股市重挫，並引發全球股市大跌近10%，恐慌指數(VIX)一度上升至近2年半新高，其後股市雖逐漸回穩，惟波動明顯加劇。其中，2017年新興亞洲股市因國際資金持續流入，推升多數亞股漲勢，MSCI新興亞洲股價指數全年漲幅達4成，但2018年2月亦受美股重挫拖累而大幅回檔(圖2-9)。

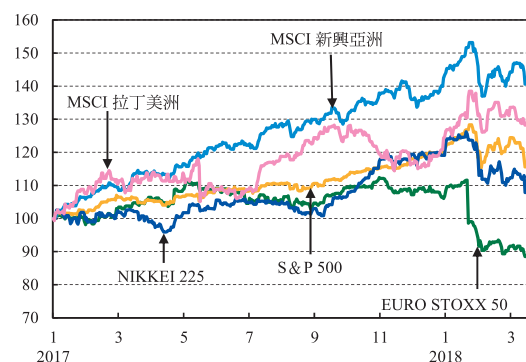
2017年前3季受Fed升息步調較緩及美國財政擴張政策延宕影響，美元大致呈偏弱走勢；相對地，歐元在歐元區經濟穩健復甦及市場預期ECB貨幣政策趨緊之激勵下，對美元匯率持續走升，日圓則隨美元走勢及地緣政治風險引發避險需求之變化而波動；第4季美元一度轉強，惟2018年第1季因外界憂慮美國稅改恐損及財政穩定，加上歐元區及新興經濟體穩健復甦吸引資金流入，美元指數再度下滑，歐元對美元回升，日圓亦因避險需求而震盪走升(圖2-10)。至於亞洲主要貨幣，2017年因經濟成長優於預期而吸引資金大量流入，對美元多呈升

圖 2-8 新興經濟體及中國大陸非金融部門債務對GDP比率



資料來源：IMF (2018), *Global Financial Stability Report*, April。

圖 2-9 國際股價指數表現



註：1. 2017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。

值走勢。

此外，近幾年低利率環境刺激投資人追求收益，帶動市場利差壓縮，造成債券市場之信用及市場風險貼水縮減與波動率持續下降，全球投資級與高收益債券收益率均明顯下滑(圖2-11)，並因發債成本下降，使政府及企業增加發債而提高財務槓桿，推升金融體系對市場風險之敏感性。

整體而言，2017年全球主要股債匯市之波動度明顯下降，但2018年初波動幅度明顯加劇，未來若主要央行貨幣政策趨緊、投資人擔憂資產價格過高可能出現修正，以及全球貿易紛爭或地緣政治衝突若加劇，均可能使資產價格大幅波動，影響全球金融市場之穩定(專欄1)。

5. IMF呼籲各國採取措施以降低金融脆弱性

鑑於全球金融脆弱度有上升趨勢，IMF建議³³各國應善用目前景氣轉好之機會，採取積極措施以解決中期金融脆弱性問題：

- (1) 主要國家央行貨幣政策正常化過程應與外界適當溝通及提供明確指引，以確保平順退場，降低市場波動性。
- (2) 先進經濟體銀行業體質雖多有提升，惟部分體質較弱銀行應持續強化資產負債表，以因應市場波動或經濟突然反轉之衝擊。

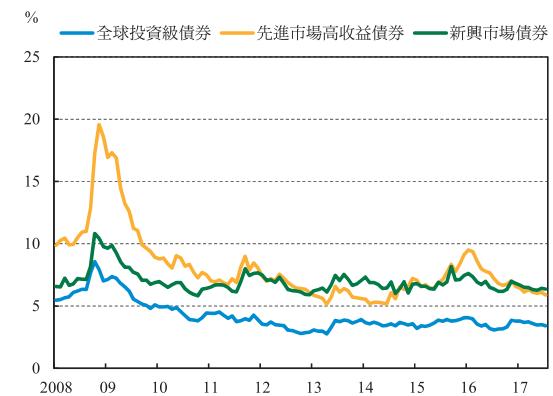
圖 2-10 歐元日圓對美元之升貶趨勢



註：美元指數係Fed編製，代表美元對26個主要貿易對手國貨幣之加權平均匯率，基期為1997年1月(=100)。

資料來源：Fed、Thomson Reuters Datastream。

圖 2-11 美元債券收益率



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

³³ IMF (2017), *Global Financial Stability Report*, October; IMF (2018), *Global Financial Stability Report*, April.

- (3) 債務過高之國家，其金融監理機關應採取總體審慎措施，以抑制非金融部門財務槓桿升高之風險。
- (4) 新興經濟體應善用目前有利之外部總體環境，建立充分外匯準備及監控企業外幣暴險，以因應資金可能反轉流出之風險。

(三) 中國大陸經濟金融情勢

1. 經濟成長加速為7年來首見

2017年中國大陸受外貿強勁回升之影響，全年經濟成長率由2016年之6.7%上升至6.9%(圖2-12)，高於預期，且為7年來首次加速成長。

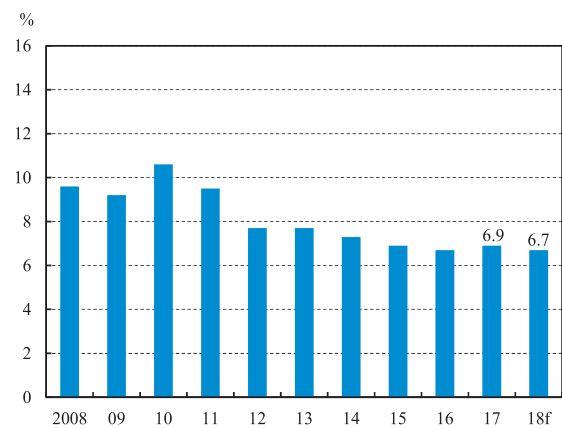
展望2018年，受貿易保護主義興起及地緣政治風險升溫影響，2018年3月中國大陸人大及政協兩會將2018年經濟成長目標設於6.5%，與2017年相同。由於中國大陸房市調控趨緊及金融監管趨嚴，加以債務過高及美中貿易衝突等因素，IHS Markit預測2018年經濟成長率略降至6.7%(圖2-12)。

2. 物價漲幅溫和，房價漲勢趨緩

受食品類價格下跌影響，2017年中國大陸CPI年增率為1.6%，低於上年之2%，物價漲幅溫和，2018年初受春節後食品價格上漲影響，3月CPI為2.1%(圖2-13)；IHS Markit預測2018年

中國大陸CPI年增率略升至1.7%。此外，受原油及鐵礦砂價格上漲影響，2017年中國大陸生產者物價指數(producer price index, PPI)年增率為6.3%，終止連5

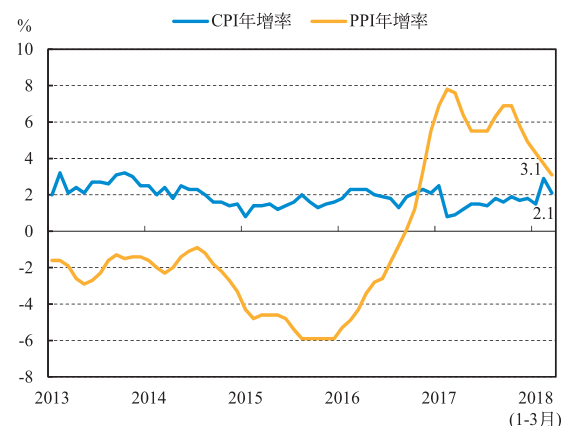
圖 2-12 中國大陸經濟成長率



註：2018f係IHS Markit預測值。

資料來源：中國國家統計局、IHS Markit (2018/5/15)。

圖 2-13 中國大陸通膨率



資料來源：中國國家統計局。

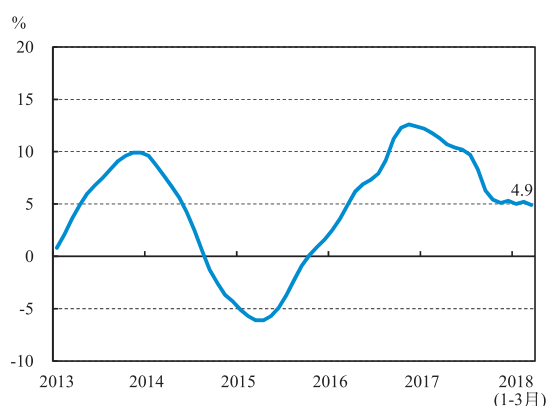
年下滑趨勢；2018年初受上年同期基期較高影響，3月PPI年增率縮減至3.1%(圖2-13)。

2017年中國大陸70大城市平均房價持續上漲，惟漲勢趨緩，係因中國大陸政府持續推行因城施策之調控措施³⁴，且加強對金融機構房貸業務之監督與檢查所致，12月平均房價年增率由上年同期之12.4%大幅下降為5.3%。2018年初中國大陸政府持續強化房市管控，例如要求銀行暫停對房地產開發商融資，嚴格限制資金流向房地產，3月房價年增率進一步下滑為4.9%(圖2-14)。

3. 持續採行穩健中性貨幣政策

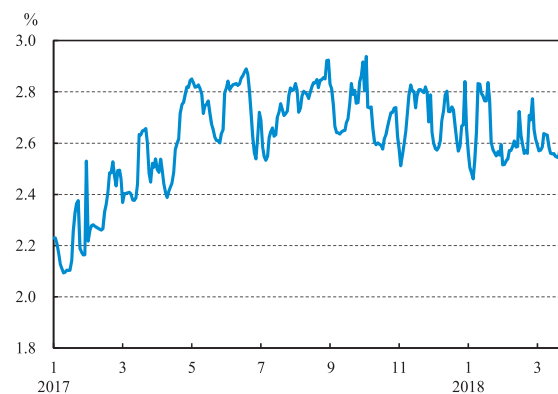
2017年為控制金融風險，中國人行持續採行穩健中性貨幣政策，維持政策利率不變，惟以抵押補充貸款³⁵、臨時流動性便利³⁶、逆回購操作³⁷、中期借貸便利³⁸及常備借貸便利³⁹等貨幣政策工具，保持流動性穩定。2018年初中國人行兩度定向調降存款準備率2碼及4碼，以支持金融機構發展普惠金融業務及供銀行償還中國人行中期借貸便利之到期款。此外，2017年受Fed升息及中國人行多次調高逆回購操作利率等影響，使上海銀行間隔夜拆款利率

圖 2-14 中國大陸70大城市平均房價年增率



資料來源：Thomson Reuters。

圖 2-15 上海銀行間隔夜拆款利率



資料來源：中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心。

³⁴ 針對房價大幅上漲城市採取限購、限貸、限售、限價或調升房貸利率政策，包括：(1)限制戶籍及非戶籍居民之購房數量與面積；(2)調升銀行房貸之自備款比率；(3)個人或法人於取得不動產權證未滿一定期間前，不得辦理轉讓；(4)對房價進行控制；(5)調升銀行首購房貸利率。

³⁵ 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。

³⁶ 中國人行對前幾大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。

³⁷ 中國人行透過逆回購操作釋出資金，所稱「逆回購」係以中國人行立場而言。相同操作方式，美國Fed及本行稱為附買回操作，係以交易對手立場而言。

³⁸ 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。

³⁹ 係指政策性銀行和全國性商業銀行透過抵押方式從中國人行獲得融資，期限為1-3個月。

震盪走升(圖2-15)。

4. 股市緩步上揚後回挫，人民幣匯率大幅走升

2017年6月受MSCI宣布自隔年6月起將陸股納入MSCI新興市場指數影響，加以國際股市上揚，上證指數多呈區間震盪向上走勢，12月底收在3,307點，較上年底上漲6.56%。2018年初受美股大跌影響，上證指數自2月6日起連續四個營業日共重挫10.26%，其後止跌回穩，3月底收在3,169點(圖2-16)。

圖 2-16 中國大陸上證指數



資料來源：Bloomberg。

圖 2-17 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

匯市方面，2017年前4個月人民幣對美元匯率走勢平穩。5月中國人行將匯率中間價報價模型納入逆周期調節因子⁴⁰，其後人民幣轉呈升值走勢，中國人行為減緩人民幣短期內過度升值之影響，於9月宣布將境內金融機構代客「遠期售匯」業務⁴¹所需計提之外匯風險準備金率⁴²

由20%降為0%，市場解讀係中國人行為減緩人民幣升值壓力所採取之措施，雖使人民幣短暫轉貶，惟因中國大陸貿易數據優於預期，市場認為人民幣仍將走升，使12月底人民幣對美元匯率收在6.512，全年升值6.72%。2018年1月初由於德法央行將人民幣納入外匯存底之貨幣組成及美元走弱等因素，使人民幣續升，3月底人民幣對美元匯率收在6.2733(圖2-17)。

⁴⁰ 在原有機制基礎上，新增「逆周期調節因子」，公式：中間價=收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化+逆周期調節因子，中國人行提供逆周期調節因子公式中之部分係數，以適度對沖市場情緒的順周期波動。

⁴¹ 對銀行來說，「遠期售匯」係指承諾在未來某一天，依照合約上幣別、匯率售出合約上約定的金額給客戶。

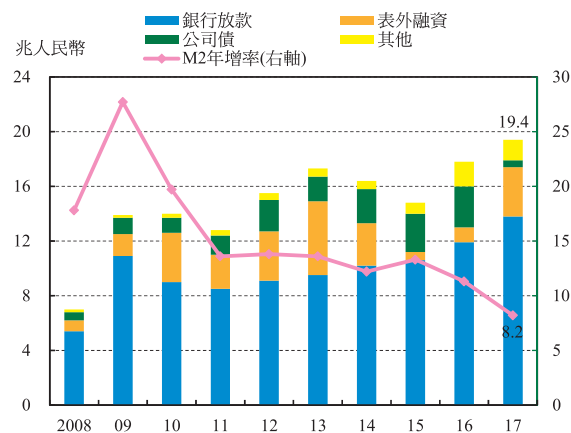
⁴² 中國人行於2015年10月要求代客遠期售匯業務的金融機構需繳納外匯風險準備金，準備金率為20%，並於1年後歸還且人行無需支付利息予金融機構，目的為防止資金外流及提高跨境套利成本以減緩人民幣對美元之貶值預期。

5. 社會融資規模增量上升，且銀行不良貸款餘額持續走高

由於中國大陸去槓桿及金融監管逐步加強，2017年M2年增率放緩至8.2%，低於12%之目標。2017年社會融資規模增加19.4兆人民幣(圖2-18)，以銀行放款增加最多，其次為委託貸款及信託貸款等表外融資；餘額年增率則由上年之12.8%略降為12.0%。

2017年底中國大陸商業銀行之不良貸款餘額持續走高至1.71兆人民幣，且不良貸款比率持平於1.74%之高點(圖2-19)。中國大陸政府於2016年推出市場化「債轉股」政策⁴³，並於2018年1月公布具體方案⁴⁴及支持各類企業實施「債轉股」，藉以減輕企業負擔及減少銀行之不良貸款餘額。

圖 2-18 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率

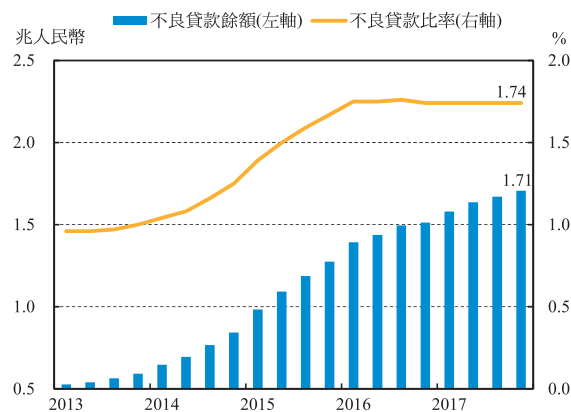


註：1. 表外融資包括委託貸款、信託貸款及未貼現銀行承兌匯票等表外項目。

2. 其他包括非金融企業境內股票融資等。

資料來源：中國人民銀行。

圖 2-19 中國大陸商業銀行不良貸款



資料來源：中國銀行業監督管理委員會。

⁴³ 「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。中國國務院於2016年發布「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。

⁴⁴ 中國大陸國家發展和改革委員會等七大部門委員聯合發布通知，允許納入債轉股的範圍，除銀行對企業貸款之債權外，尚可包括其他類型債權，如財務公司貸款債權、委託貸款債權等，但不包括民間借貸形成的債權。

6. 針對地方政府債務陸續到期，相繼推出因應措施

中國大陸地方政府累積之債務陸續到期，債務還本壓力升高，恐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，中國大陸政府再於2017年核准2.77兆人民幣之地方政府債務轉換計畫⁴⁵，並採取控管地方債務上限之措施⁴⁶及將地方債務之監管納入終身究責範圍⁴⁷，以降低地方政府債務之違約風險。

⁴⁵ 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。中國大陸政府已於2015年及2016年累計完成8.1兆人民幣之地方政府債務轉換計畫。

⁴⁶ 中國大陸十二屆全國人大常委會將2017年地方政府債務上限提高至18.8兆人民幣，地方政府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。

⁴⁷ 2017年7月第5次全國金融工作會議針對地方政府債務問題，提出嚴控債務增量措施，並對地方官員終身究責，追溯審查責任，以避免地方官員浮濫舉債。

專欄1：2017年全球主要股債匯市波動度降低之原因分析

2017年受市場流動性充裕、全球經濟持續增溫、投資人風險偏好仍高及地緣政治衝突和緩等因素影響，美股恐慌指數(VIX)¹、美銀美林編製債券市場波動度指數(MOVE)及摩根大通編製外匯市場波動度指數(JPMVXGL)等代表主要資產類別之價格波動度指標屢創近年新低(圖A1-1)。Fed前主席Janet Yellen曾指出，低波動度可能誘使投資人承擔更多風險，如增加槓桿或延長投資期限等，後續恐對金融穩定構成威脅²。

2018年初隨著全球經濟同步擴張與通膨回升，Fed、ECB及BOJ三大央行陸續釋出進一步縮減寬鬆貨幣政策的訊息，美國債券殖利率率先上揚並趨動美股走跌，致主要資產價格波動度攀升。未來當市場流動性因主要央行貨幣政策立場偏鷹而下降，投資人恐擔憂偏高的資產評價是否面臨修正壓力，加以美國總統川普若擴大全球貿易爭端，或地緣政治衝突加劇，都將不利金融穩定，使資產價格大幅波動。本專欄探討2017年主要資產價格波動度走低之可能原因，並提出2018年須密切關注可能影響金融穩定的重要風險因素。

一、2017年金融市場波動度降低之可能原因

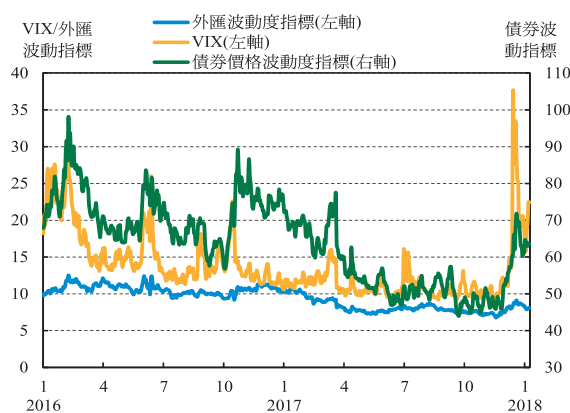
(一) 三大央行貨幣政策仍屬寬鬆

2017年底Fed、ECB及BOJ資產規模分別高達4.45兆美元、5.38兆美元及4.63兆美元³(圖A1-2)；三者合計總資產規模相對全球GDP比率由2007年1月底之5.68%上升至2017年12月底之18.23%，顯示三大央行藉由資產購買計畫持續向市場挹注流動性，壓低融資成本，使投資人願意較長期持有風險性資產，有助降低資產價格波動度。

(二) 總體經濟波動度低，致投資人風險胃納量增加

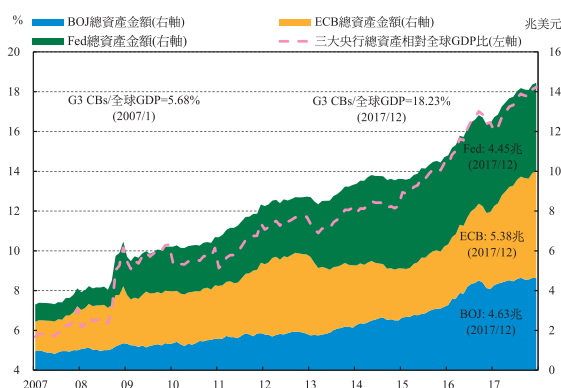
總體經濟波動度下降亦可能是資產價格波動度降低的因素之一。以美國為例，

圖A1-1 主要資產價格波動度指數走勢



資料來源：Bloomberg。

圖A1-2 三大央行總資產規模



註：G3 CBs代表Fed、ECB及BOJ之總資產規模。

資料來源：Bloomberg。

1992至2017年間，VIX指數與其總體經濟波動度及通脹走勢皆相當類似，且自全球金融危機過後，上述數據皆呈下滑趨勢(圖A1-3及圖A1-4)，顯示總體經濟風險降低有助投資者對於已偏高的股、債市價格保持信心，並使資產價格波動度維持在相對低點。ECB研究⁴亦指出，由於資產價格變動與總體經濟表現密切相關，故2017年金融市場波動度低可能係總體經濟環境變得更穩定所致。

(三) 三大央行前瞻指引成功引導市場預期，降低市場不確定性

2017年Fed共升息3碼，惟市場反應平淡，可能係反映前瞻指引(forward guidance)成功引導市場預期所致。根據聯邦資金利率期貨推算，2017年初市場預期當年Fed升息次數約為3次，與該年FOMC會議公布之經濟預估(summary of economic projections)預測的升息3次非常接近。2017年ECB與BOJ 持續執行量化寬鬆，新增購債規模分別為7,540億歐元及57.8兆日圓左右，顯示歐、日央行貨幣政策仍偏寬鬆，與市場預期相符，有效降低市場不確定性。

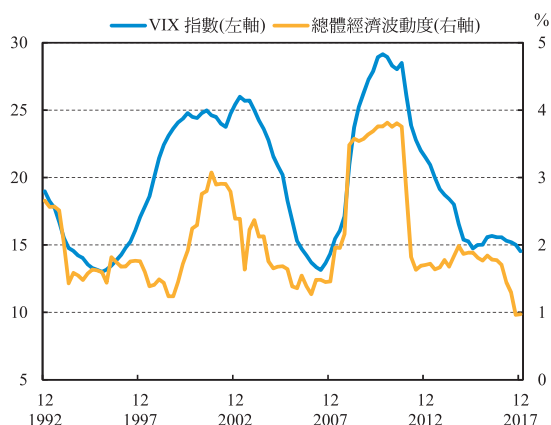
(四) 投資人對民粹主義蔓延之擔憂獲得舒緩

2017年荷蘭與法國選舉結果均由溫和派候選人勝出，有助於緩解市場對民粹主義蔓延的憂慮。另德國大選結束後，梅克爾領導的政黨籌組大聯合政府雖歷經一些波折，惟市場解讀其談判終將達成協議，對金融市場的影響亦屬溫和，歐元區政治風險擔憂程度尚不致升高。

(五) 資產價值上揚時，價格波動度多下降

由歷史經驗可知，當資產價值上揚時，價格波動度多呈下降趨勢，反之亦然。觀

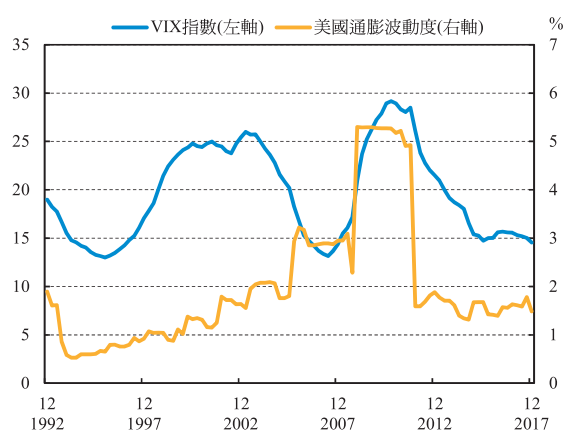
圖A1-3 美國總經波動度與VIX指數走勢



註：美國總經波動度代理變數係採美國GDP季增年率，再取三年移動標準差而得。VIX指數係採用季平均資料，再取三年移動平均值。

資料來源：Bloomberg。

圖A1-4 美國通膨波動度與VIX指數走勢



註：美國通膨波動度代理變數係採美國季調headline CPI年化季增率，再取三年移動標準差而得。VIX指數係採用季平均資料，再取三年移動平均值。

資料來源：Bloomberg、Bureau of Labor Statistics。

察美國S&P500指數及恐慌指數(VIX)歷史走勢(圖A1-5)，可發現兩者呈負相關。當股價走跌時，通常意味著企業經營狀況較差，而較差的企業營運表現則通常與風險上揚相關，並反映在較高的金融市場波動度；相反地，股價走高隱含著企業經營狀況穩定或看好，故金融市場波動度通常偏低⁴。

二、未來觀察重點

(一) 資產估值是否偏高

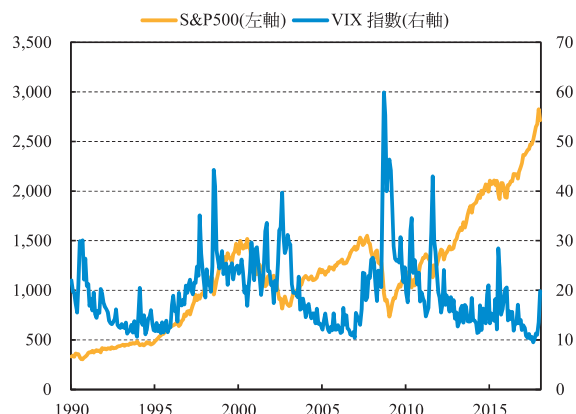
目前美國S&P500指數較全球金融危機前高點高出約74%，MSCI開發市場指數亦高出26%，市場對資產估值是否過高的疑慮逐漸增加。以S&P500指數為例，2018年2月1日其Shiller景氣循環調整後本益比(cyclically adjusted price to earnings, CAPE)⁵一度達34.08，高於2007年高點27.55，顯示當前股價水準相對偏高(圖A1-6)。此外，2018年2月1日美股總市值相對美國GDP比率為161.8%，創下歷史新高，其2007年高點僅為132.2%。

(二) 三大央行是否加速緊縮貨幣政策

隨著美國經濟活動持續增溫，加以近期美國國會通過擴大基礎建設方案，Fed主席Jerome Powell於2018年2月貨幣政策聽證會上指出，美國經濟展望已轉強，使市場預期2018年Fed升息至少3次及至少4次機率大幅上升(圖A1-7)。另

鑑於歐元區經濟復甦，多位ECB官員表達應於2018年9月底結束QE購債方案。2018年3月2日BOJ總裁黑田東彥意外提出考慮QE購債方案於2019財政年度退場，造成市場預期

圖A1-5 美國S&P500與VIX指數走勢



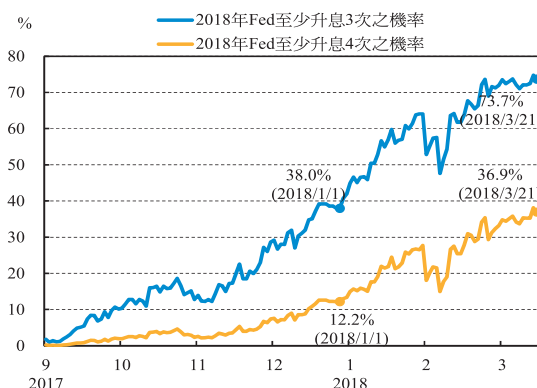
資料來源：Bloomberg。

圖A1-6 美國S&P500之CAPE走勢



資料來源：<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>。

圖A1-7 市場預期2018年Fed升息機率



資料來源：Bloomberg。

ECB與BOJ政策立場恐皆提前轉為鷹派，引發不安情緒。

(三) 全球貿易爭端與地緣政治風險是否擴大

中東地區地緣政治持續動盪，歐洲則有英國脫歐等不確定性事件，北韓核武潛在威脅仍左右朝鮮半島局勢。此外，2018年3月川普總統核定對美國進口鋼鐵及鋁製品分別加徵25%、10%從價關稅⁶，以保護美國產業。針對美國貿易保護措施，歐洲央行擔心此舉將傷害歐盟與美國的關係⁷，中國大陸則表示，若出口受到美國限制措施影響，將採取反制行動⁸，全球貿易保護主義似有擴散趨勢，恐將影響經貿活動。IMF、WTO及International Chamber of Commerce等國際重要組織皆評論川普總統若採行貿易保護措施，恐將導致美國及全球雙輸。

三、結語

2017年主要資產價格波動度維持在相對低點，可能原因包括市場認為主要央行仍將維持寬鬆貨幣政策、全球經濟同步成長、歐洲政治不確定性下降，以及三大央行前瞻指引成功引導市場預期等。此外，Fed研究人員曾以2000年1月至2017年8月期間資料進行研究，發現「海外(美國以外)市場有利的經濟及金融情勢」、「海外經濟衰退機率下降」及「美國寬鬆貨幣政策」為解釋2017年全球風險性資產價格波動度低的關鍵變數，顯示2017年全球風險性資產低波動度確有其經濟基本面因素支撐⁹。

惟2018年初以來，主要金融資產估值可能偏高、主要央行有加速緊縮貨幣政策之虞，投資者擔憂貿易保護主義升溫可能衝擊全球經濟，致市場波動加劇。若金融市場大幅修正，將損及經濟成長及市場信心，新興經濟體亦可能在先進經濟體升息下，債務成本攀升，資金加速流出並對其經濟穩定帶來不利影響，應密切留意。

註：1. VIX指數係美國芝加哥選擇權交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)於1993年推出的指數(按2003年修訂)，衡量投資者對S&P 500指數未來30天波動程度之預期(亦即未來30天隱含波動率)。VIX為目前金融市場用來衡量投資者心理的指標，指數愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，亦反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

2. Yellen, Janet (2018), *Transcript of Chair Yellen's Press Conference*, Chair Yellen's Press Conference, June.

3. 以2017年12月29日匯價計算而得。

4. Anderson, Magnus et al.(2017), *Higher Future Financial Market Volatility: Potential Triggers and Amplifiers*, ECB Financial Stability Review November 2017-Special Features.

5. 有別於傳統本益比(每股股價除以每股盈餘)，Shiller景氣循環調整後本益比為每股股價除以通膨調整後每股盈餘(此處每股盈餘係指10年移動平均數)。

6. 美國於2018年4月30日宣布，原則上暫時豁免澳洲、阿根廷、巴西的關稅；另將歐盟、加拿大及墨西哥等國家是否繼續享有關稅豁免的決定時間點延至2018年6月1日；南韓則已獲得永久性豁免。參見Lawder, David(2018), *Trump delays metal tariffs on Canada, EU, Mexico, exempts some others*, Reuters, Apr. 30。

7. Hannon, Paul and Fairless, Tom (2018), *Draghi Criticizes Proposed U.S. Tariffs as ECB Signals Tighter Policy*, The Wall Street Journal, March.

8. Ma, Wayne (2018), *China 'Strongly Opposed' to Trump's Steel, Aluminum Tariffs*, The Wall Street Journal, March.

9. Londono, Juan M. and Beth Anne Wilson (2018), *Understanding Global Volatility*, IFDP Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January.

二、國內總體環境

(一) 國內經濟及財政情勢

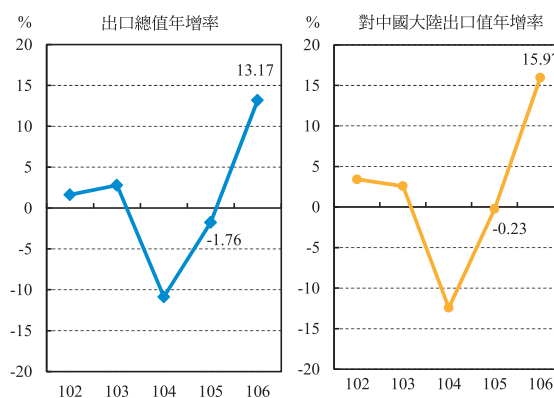
由於出口顯著提升及民間消費溫和成長，106年國內經濟穩健復甦，物價漲幅溫和；國際收支維持順差且外匯存底充裕，短期償債能力佳；外債規模雖略增，但償付外債能力仍強；政府財政赤字預算回升，債務未償餘額持平，政府債務水準維持於可控制範圍。

1. 出口顯著提升，經濟穩健復甦

受惠於全球經濟復甦、半導體與機械需求增加及政府積極推動新南向政策⁴⁸等，106年我國貿易出口大幅成長，全年出口成長率攀升至13.17%，其中對中國大陸(含香港)出口成長率更高達15.97%(圖2-20)。由於出口大幅增長，加上就業情勢改善帶動民間消費成長，106年我國經濟成長率提升至2.89%，明顯高於上年之1.41%(圖2-21)。

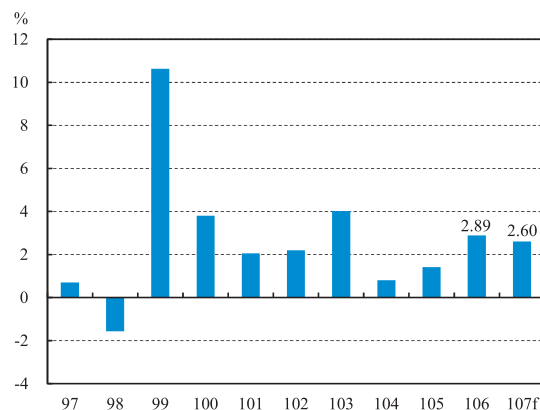
展望107年，全球經濟持續穩健擴張，有利維繫我國出口動能，加以政府推動前瞻基礎建設及軍公教調薪等多項措施，民間投資及消費可望成長並支撐國內經濟，惟全球貿易保護主義興起及地緣政治風險等不確定性恐限縮部分成長動能，可能減緩我國經濟成長力道，主計總處預測全年經濟成長率將略降至

圖 2-20 出口年增率



資料來源：財政部。

圖 2-21 經濟成長率



註：107f為行政院主計總處107/5/25預測數。

資料來源：行政院主計總處。

⁴⁸ 106年我國對新南向18國出口674億美元，較上年成長13.4%，其中主要出口國馬來西亞、泰國、菲律賓、越南及新加坡，分別較上年成長32.7%、16.6%、10.8%、10%及9.1%。

2.60%⁴⁹ (圖2-21)。此外，美中貿易紛爭問題可能對我國經濟造成衝擊⁵⁰，其影響程度則需視美中未來貿易談判進展而定，宜密切關注後續影響。

2. 物價漲幅溫和

受國際原油等原物料價格波動及新臺幣對美元匯率升值之影響，

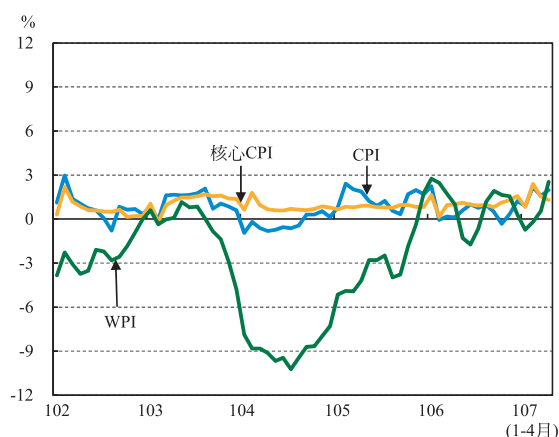
106年躉售物價指數(wholesale price index, WPI)由1月全年最高之2.75%，逐月下滑至6月最低點-1.74%，其後反轉回升，12月為0.31%(圖2-22)；全年平均WPI年增率為0.90%，高於上年之-2.98%。主計總處預測107年WPI年增率將上升至2.42%⁵¹。

消費者物價方面，106年初受農曆春節落於不同月份及天候不穩等季節性因素影響，1月CPI年增率最高達2.24%，其後下滑回穩，10月雖一度因食物類價格下跌而降至-0.33%，惟12月回升至1.22%；全年平均CPI年增率為0.62%，低於上年之1.39%，物價漲幅溫和，主因新臺幣對美元升值減輕輸入性通膨，加以蔬果價格因比較基期較高而下跌，抵銷大部分漲幅。106年不含蔬果及能源之核心CPI年增率亦漲幅和緩，全年平均為1.04%，略高於上年之0.84%(圖2-22)。107年雖然預期國際原物料價格趨漲，加以基本工資及軍公教薪資調升，惟國內有效需求溫和，產出缺口仍為負，通膨展望尚屬溫和穩定，本行預測全年CPI年增率略升為1.27%⁵²。

3. 經常帳維持順差，外匯存底充裕

106年我國進出口額均較上年增加，且出口增額大於進口，致商品貿易順差增加，全年經常帳順差擴張至829億美元，較上年增加101億美元或13.88%，

圖 2-22 物價指數年增率



資料來源：行政院主計總處。

⁴⁹ 同註3。

⁵⁰ 依據經濟部107年4月4日新聞稿，就美國公布對中國大陸301條款調查產品關稅建議清單之說明，該部評估對我國電子產品之衝擊較同年3月底之預估為小，且機械產品方面，預估影響亦為有限。

⁵¹ 同註3。

⁵² 同註4。

相當於全年GDP之14.47%⁵³；金融帳因保險公司擴增國外投資而持續流出，雖然銀行部門自國外聯行引進資金及外資增持台股抵銷部分流出，全年金融帳淨資產增額(淨流出)仍高達659億美元(圖2-23)。106年因經常帳順差增幅較大，全年國際收支順差擴張至125億美元，較上年增加16.92%。

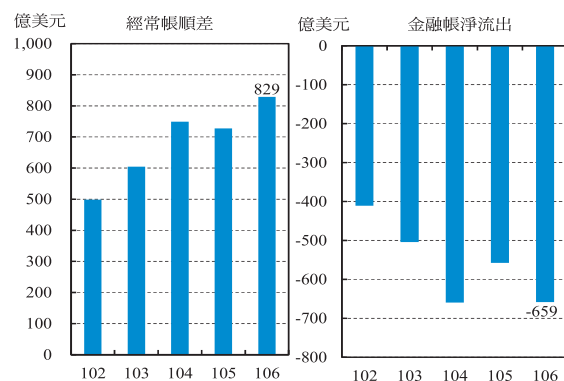
106年因外匯存底投資收益持續累積，年底外匯存底成長至4,515億美元，較去年底增加3.98%；107年4月底外匯存底續增至4,571億美元。

4. 外債規模略增，但償付外債能力仍佳

106年我國外債餘額⁵⁴於第2季明顯回降，其後逐季回升，年底餘額為1,819億美元，較去年底增加5.63%，主要係銀行部門對外短期債務擴增所致，外債餘額相當於全年GDP之31.76%(圖2-24)。我國外債規模雖略增，但償付外債能力仍佳⁵⁵。

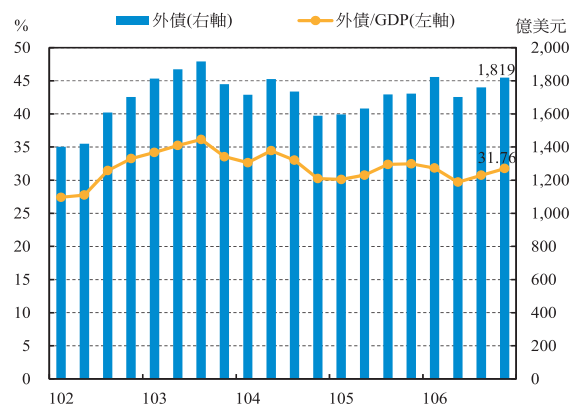
106年底外匯存底相對於短期外債之倍數，因短期外債增幅較大而

圖 2-23 經常帳順差及金融帳淨流出



資料來源：本行經研處。

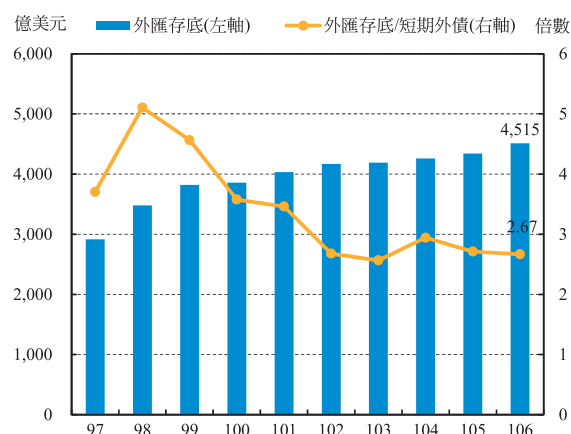
圖 2-24 外債償付相關比率



註：本圖為各季外債餘額相對於全年GDP之比率。

資料來源：本行外匯局、行政院主計總處。

圖 2-25 短期外債償付能力



資料來源：本行外匯局。

⁵³ 國際間一般認為經常帳逆差相對於GDP比率之風險臨界水準為3%，比率若大於3%且較前一年上揚超過5個百分點，風險較高。

⁵⁴ 依據本行外匯局外債統計資料定義，對外債務係指我國公共部門與民間部門對外債務之合計數，包括超過1年之長期債務及1年(含)以下短期債務。其中，公共部門對外債務係指公共部門有義務直接負擔償還或為付款保證者(自93年12月起本資料含本行與國際金融機構承做附買回交易產生之國外負債餘額)；民間部門對外債務則指未經公共部門付款保證之民間部門債務。

⁵⁵ 國際間一般認為外債相對於GDP之比率低於50%時，較無風險。

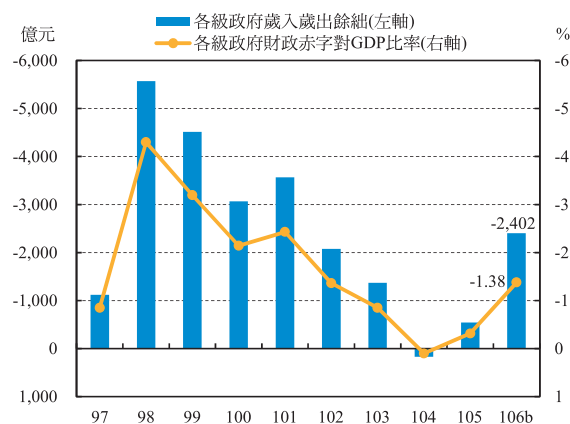
下降至2.67倍，惟仍高於國際較無風險標準⁵⁶，顯示我國外匯存底償付短期外債之能力尚佳(圖2-25)。

5. 政府財政赤字預算回升，但債務未償餘額持平

我國政府自103年起推動財政健全措施，在稅制調整效益顯現，以及經濟復甦使歲入優於預期之下，財政收支明顯改善，惟106年政府因應經濟情勢推動前瞻基礎建設、科技發展、產業創新等多項計畫，各級政府擴增歲出規模，致財政赤字預算回升至2,402億元，相當於全年GDP之1.38%⁵⁷ (圖2-26)。

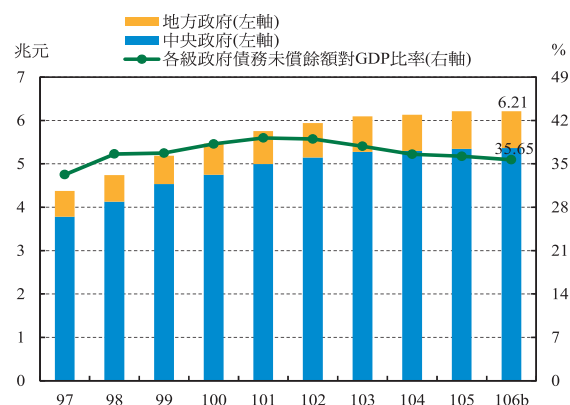
106年底各級政府債務未償餘額⁵⁸ 持平於6.21兆元⁵⁹，相對於全年GDP比率因GDP成長而略降至35.65% (圖2-27)，債務水準維持於可控制範圍⁶⁰。為健全國家財政，107年財政部將持續多元籌措財源、改善稅制及強化債務控管，以維護財政紀律。

圖 2-26 財政赤字規模



註：1. 各級政府包括中央政府及地方政府。
2. 中央政府106b為決算數，地方政府為預算數。
資料來源：財政部、行政院主計總處。

圖 2-27 政府債務規模



註：1. 各級政府債務未償餘額係指1年以上非自償性債務餘額，不包含外債。
2. 中央政府106b為初估決算數，地方政府為決算數。
資料來源：財政部統計處及國庫署、行政院主計總處。

⁵⁶ 國際間一般認為外匯存底相對於短期外債之倍數高於1倍時，較無風險。

⁵⁷ 同註5。

⁵⁸ 各級政府債務未償餘額，係指1年以上非自償性債務餘額。

⁵⁹ 106年底各級政府債務未償餘額6.21兆元，其中中央政府為5.36兆元，地方政府為0.85兆元。截至107年4月底各級政府舉借之1年以上非自償性公共債務餘額實際數為6.14兆元，其中中央政府、直轄市、縣(市)及鄉(鎮、市)分別為5.39兆元、0.6兆元、0.15兆元及3億元，各占前3年度名目GDP平均數之31.47%、3.47%、0.89%及0.002%，尚未超過「公共債務法」規定上限(中央政府、直轄市、縣(市)及鄉(鎮、市)分別不得超過40.6%、7.65%、1.63%及0.12%)。

⁶⁰ 同註6。

(二) 企業部門⁶¹

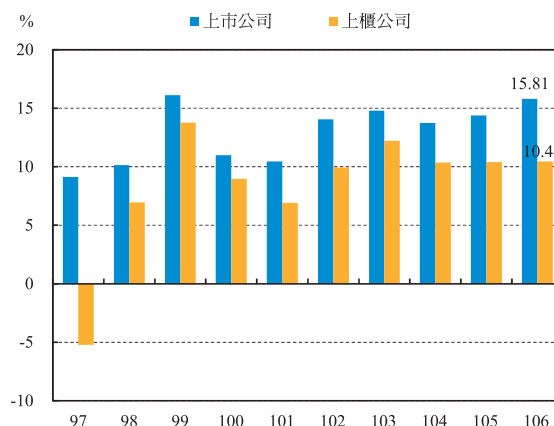
106年上市及上櫃公司獲利能力提升，財務槓桿程度升高，短期償債能力維持適當水準；年底金融機構對企業部門放款之逾放比率小幅上升，但仍居低點，信用品質尚佳，惟未來企業營運展望仍面臨挑戰。

1. 獲利能力提升

受惠於全球經濟穩定復甦，我國出口持續擴張，106年上市公司平均ROE由上年14.38%大幅攀升至15.81%，上櫃公司則由10.39%略升至10.44%(圖2-28)，獲利能力提升，主要因半導體需求強勁且先進製程銷售比重上升、國際油價上漲推升石化產品價格及貿易加速成長帶動航運需求回升，激勵半導體業、塑膠業及航運業獲利成長所致。

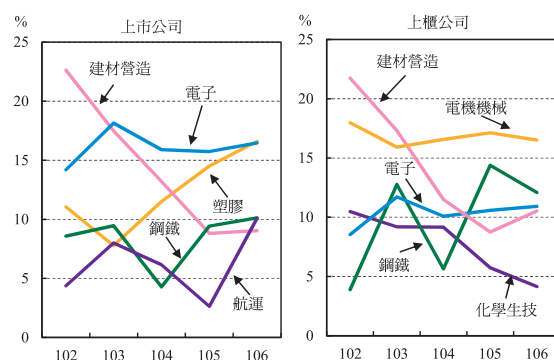
106年上市公司主要產業之ROE均呈上升；上櫃公司中，除建材營造業及資產市占率逾6成之電子業上升外，其他主要產業之ROE均呈現衰退(圖2-29)。

圖 2-28 企業部門ROE



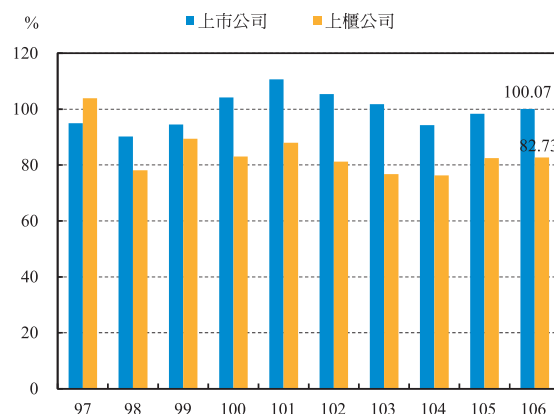
註：ROE=稅前息前淨利/平均權益
資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-29 上市及上櫃公司主要產業ROE



資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-30 企業部門槓桿比率



註：槓桿比率=負債總額/權益總額
資料來源：台灣經濟新報公司。

⁶¹ 企業部門分析對象包括非金融產業之上市及上櫃公司，採合併財務資料(無子公司者為個別財務資料)，100年(含)以前資料依ROC GAAP編製，101年起依IFRSs編製，由於相關會計處理與表達方式多有變動，進行趨勢分析時宜審慎解讀。

2. 財務槓桿程度略升

106年底上市公司平均槓桿比率由上年底之98.33%續升至100.07%，上櫃公司亦由上年底之82.52%升至82.73%(圖2-30)，財務槓桿程度略升，主要係上市櫃公司應付帳款與應付票據隨營收成長而增加，以及因應營運需求增加銀行借款所致。

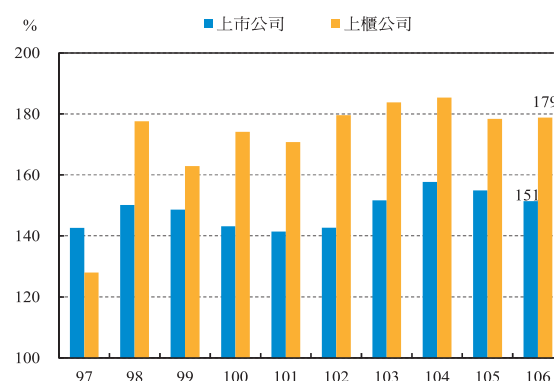
3. 上市櫃公司短期償債能力尚維持適當水準

106年底上市公司流動比率因流動負債增幅較大而降至151%，惟利息保障倍數上升至13.6倍，短期償債能力尚佳；同期間上櫃公司流動比率及利息保障倍數分別上升至179%及12.88倍，短期償債能力提升(圖2-31、2-32)。整體而言，106年上市櫃公司之流動性資產仍足以因應短期債務負擔，且營業獲利支應利息能力強健，短期償債能力尚維持適當水準。

4. 對企業部門放款⁶²之信用品質尚佳

106年金融機構受部分企業授信戶發生逾期影響，對企業部門放款之逾期比率由上年底之0.32%小幅上升至0.39%，惟仍居低點(圖2-33)，整體信用品質尚佳。

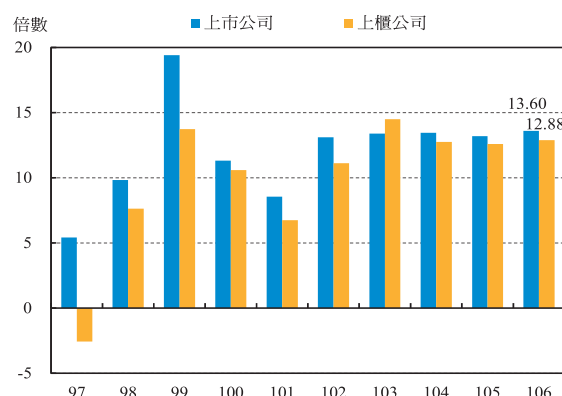
圖 2-31 企業部門流動比率



註：流動比率=流動資產/流動負債

資料來源：台灣經濟新報公司。

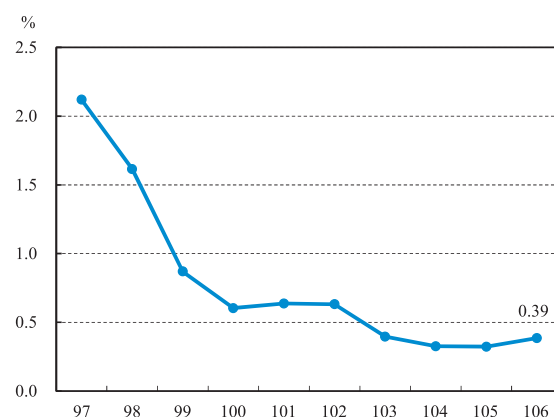
圖 2-32 企業部門利息保障倍數



註：利息保障倍數=稅前息前淨利/利息費用

資料來源：台灣經濟新報公司。

圖 2-33 金融機構對企業部門之逾放比率



資料來源：金融聯合徵信中心。

⁶² 採用金融聯合徵信中心所統計各金融機構對全體企業之放款，惟不包含本國銀行海外分行資料。

5. 企業投資可望回升，惟營運展望仍面臨挑戰

主計總處預估在政府推動前瞻基礎建設等因素帶動下，107年民間投資實質年增率可望回升至4.61%(圖2-34)，有助於提升企業未來獲利成長動能，惟受中國大陸產業供應鏈在地化、全球貿易保護主義興起及全球地緣政治風險等因素影響，我國企業之未來營運仍面臨挑戰。

(三) 家庭部門

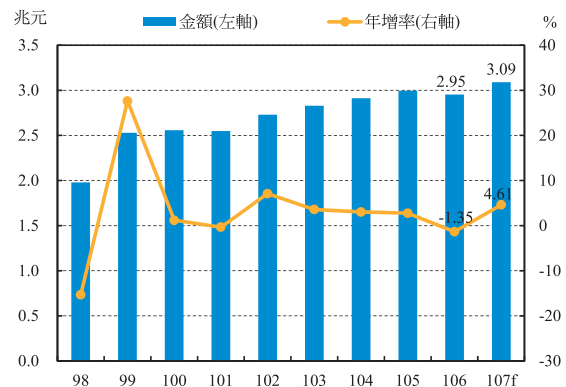
106年家庭部門借款餘額持續成長，整體債務負擔略增，惟金融機構對家庭部門放款之信用品質仍佳，且失業率下降及經常性薪資成長，有助於其維持穩健之償債能力。

1. 家庭部門借款餘額續增

106年底家庭部門借款餘額成長至15兆元，相當於全年GDP之86.07%(圖2-35)，其借款用途以購置不動產占63.56%為主，週轉金借款⁶³占33.80%次之，其他借款所占比重不大(圖2-36)。

106年底家庭部門借款餘額年增率由上年之2.97%上升至4.77%，主要係週轉

圖 2-34 民間投資

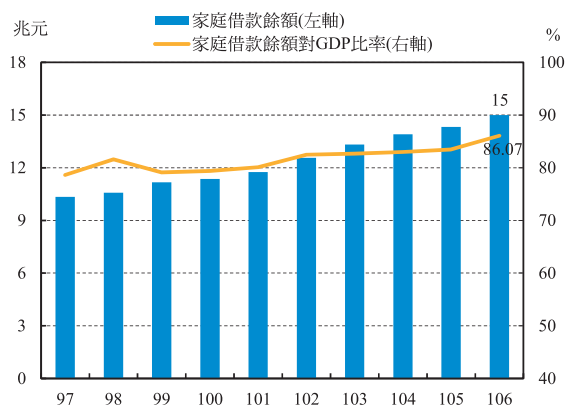


註：1. 民間投資金額及年增率為實質資料。

2. 107f為行政院主計總處107/5/25預測數。

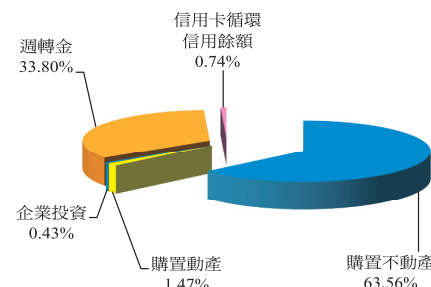
資料來源：行政院主計總處。

圖 2-35 家庭部門借款餘額及相對GDP比率



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心、行政院主計總處。

圖 2-36 家庭部門借款用途別



註：資料基準日為106年底。

資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心。

⁶³ 週轉金借款包括現金卡放款餘額。

金借款增加較多所致。與其他國家比較，我國家庭部門之借款成長及借款餘額相對於GDP之比率均低於南韓及澳洲，惟高於美國與日本(圖2-37)。

2. 家庭部門債務負擔略增

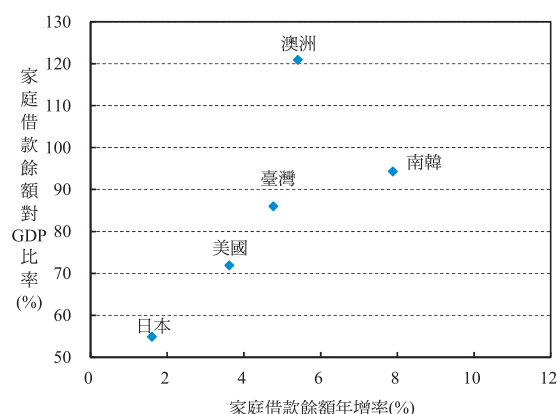
106年家庭部門因借款餘額增幅大於可支配所得，借款餘額相對可支配所得總額⁶⁴之倍數由上年之1.39倍略升至1.42倍，債務負擔增加；且借款期限較短之週轉金借款增加較多，致家庭部門借款還本付息金額⁶⁵對可支配所得總額比率亦由47.16%上升至48.34%(圖2-38)，短期償債壓力略增，惟近年來國內放款利率續處低檔，且失業率下降，以及工業及服務業受僱員工經常性薪資提高(圖2-39)，應有助於家庭部門維持穩健之償債能力。

3. 對家庭部門放款⁶⁶之信用品質尚佳

106年底金融機構對家庭部門整體及購置不動產借款之逾放比率分別為0.27%及0.23%，雖較上年底略升0.02及0.04個百分點，但尚居低點，家庭部門借款之信用品質仍未明顯惡化，宜持續密切關注(圖2-40)。

近年來，全球家庭部門債務攀升問題受到關注，我國家庭部門債務負擔

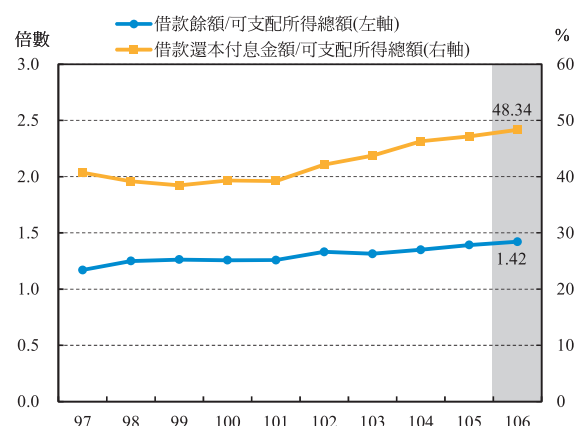
圖 2-37 家庭部門借款程度之跨國比較



註：資料基準日為2017年底。

資料來源：美國Fed、日本央行、南韓央行、澳洲統計局、IMF、行政院主計總處、金融聯合徵信中心、本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-38 家庭部門債務負擔及償債能力



註：標示陰影處之可支配所得總額資料係推估值。

資料來源：本行金檢處、本行經研處編「中華民國金融統計月報」、金融聯合徵信中心、行政院主計總處。

⁶⁴ 家庭部門可支配所得總額=家庭淨可支配所得+租金支出+利息支出。106年家庭部門可支配所得總額，係以家庭部門可支配所得總額及國民可支配所得之歷史資料為參數值，以線性插補法進行推估。

⁶⁵ 家庭部門每年還本付息金額，係採推估剩餘還款年數及五大銀行新承做放款利率進行估計。

⁶⁶ 採用金融聯合徵信中心所統計各金融機構對個人之放款，惟不包含本國銀行海外分行資料。

雖不低，但因家庭儲蓄率及淨資產相對GDP比率高，財務體質尚屬穩健，且在銀行借款違約率低，尚不致對整體經濟金融產生重大風險(專欄2)。

(四) 不動產市場

106年房市買賣交易量回穩，房價盤整；銀行承做購置住宅貸款與建築貸款穩定成長，房貸利率續處低檔。

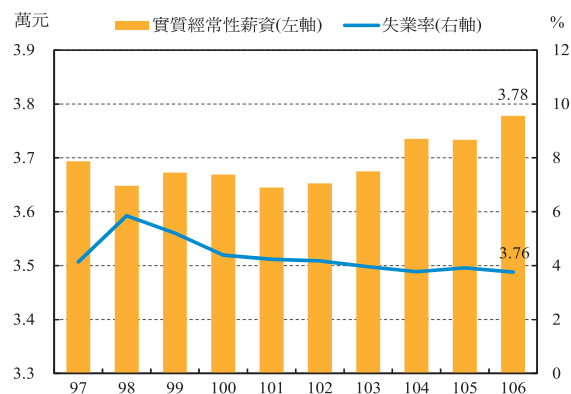
107年第1季，房市交易持續成長。

1. 不動產交易量回穩

106年第1季全國建物買賣移轉棟數雖較上季減少，惟較上年同期劇增38.29%，主因105年初實施房地合一實價課稅，基期較低，加以自住需求回增，以及新屋交屋增加所致；第2季起，房市交易持穩，增幅逐季縮小，第4季轉為負成長0.79%(圖2-41)。

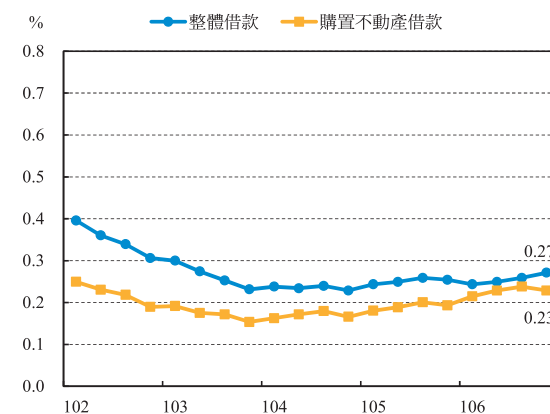
106年建物所有權移轉棟數為40.6萬棟，較上年增加7.17%。其中，買賣移轉(占66%)由105年之24.5萬棟低點回增為26.6萬棟，增加8.43%；贈與移轉(占11%)則因高資產客戶搶在贈與稅新制⁶⁷實施前提早贈與，亦較上年增加3.06%(圖2-42)。

圖 2-39 失業率及經常性薪資



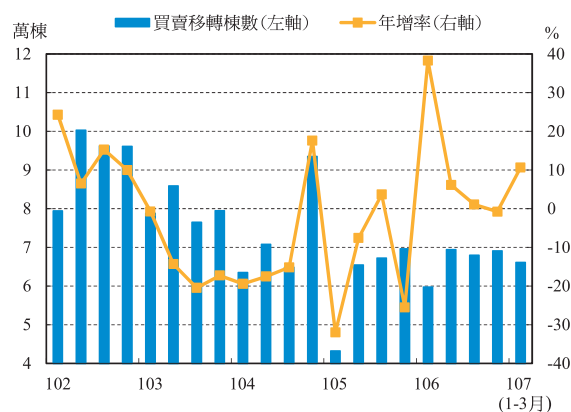
資料來源：行政院主計總處、勞動部。

圖 2-40 金融機構對家庭部門之逾放比率



資料來源：金融聯合徵信中心。

圖 2-41 全國建物所有權買賣移轉棟數



資料來源：內政部「內政統計月報」。

⁶⁷ 遺產及贈與稅新制於106年5月12日實施，由單一稅率10%調整為三級累進稅率，分別為10%、15%及20%。

107年第1季全國建物買賣移轉棟數年增率為10.63%，主要因房市買氣回溫與新成屋交屋續增所致。4月雖因買氣轉趨觀望與新屋交屋潮暫歇，全國建物買賣移轉棟數轉呈年減3.30%，惟1至4月仍成長7.15%。

2. 不動產價格盤整

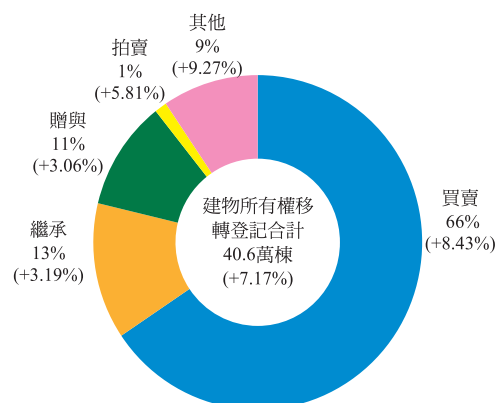
隨房市交易回溫，住宅價格指數⁶⁸自106年第1季起逐季緩升，至第4季年增率為1.49%，較104年第1季高點僅微跌0.10% (圖2-43)。

106年以來，成屋市場之信義房價指數呈狹幅盤整(圖2-43)，107年第1季指數大致回到104年第4季水準。新推案市場因銷售略見起色，國泰房價指數自106年第1季起緩升至第4季，107年第1季則略回降，主要因雙北市新推案價格均較上季下跌所致(圖2-43)。

3. 民眾購屋負擔居高

因實價登錄建物買賣案件之新屋占比漸增，中位數總價升高，106年第2季全國房屋貸款負擔率升抵38.90%之高點，其後因新屋占比持續減少，第4季降為37.58%(圖2-44)，較上年同期略減0.76個百分點；全國房價所得比亦於106年第2季升抵9.46倍之高點後緩降至第4季之9.16倍(圖2-44)，較105年同期減少0.16倍。六都中，臺南市購屋負擔最輕，臺北市之貸款負擔率及房價所得比分別為

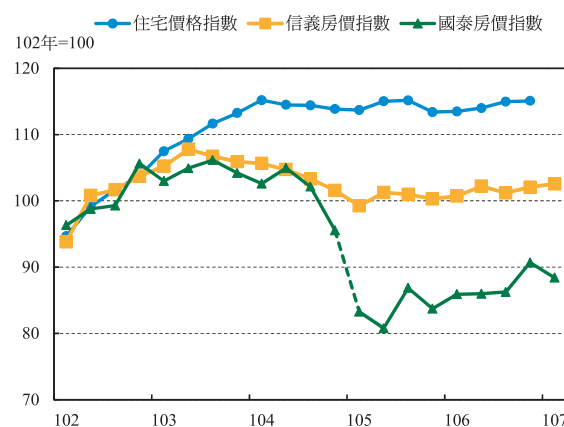
圖 2-42 106年建物所有權移轉棟數與年增率



註：括號內數字為與105年比較之變動率。

資料來源：內政部「內政統計月報」。

圖 2-43 房價指數



註：1. 住宅價格指數係不動產交易實價查詢服務網之住宅交易價格資料，國泰房價指數係新推案市場之市調資料，信義房價指數則為業者仲介成交之成屋價格資料，三者均採特徵價格法編製指數。

2. 國泰房價指數自105年第1季起，調整可能成交價模型，並以104年第4季為銜接點，回溯修正資料；107年第1季修正模型參數，並自106年1月起，重新計算各季開價、成交價及指數。

3. 為利比較，各指數均轉換為同一基期(102年=100)。

資料來源：內政部「不動產資訊平台」、國泰房地產指數季報、信義不動產評論季報。

⁶⁸ 依內政部營建署編製之住宅價格指數106年第4季為115.07。

61.52%及14.99倍(圖2-44)，購屋負擔最沉重。

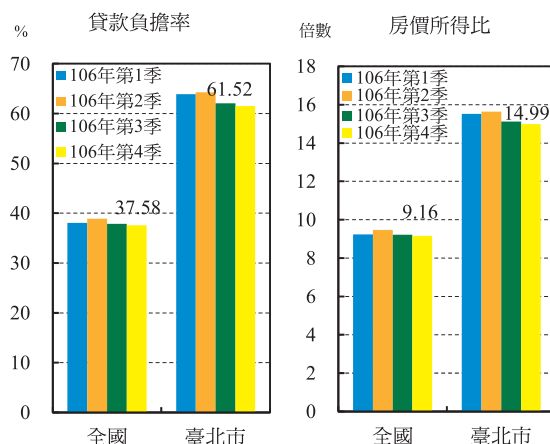
4. 核發建照與開工面積擴增，新建餘屋壓力仍在

106年隨房市回溫，業者恢復住宅推案，以及企業展店與擴廠需求增加，全年核發建造執照總樓地板面積較上年增加13.91%(圖2-45)，其中住宅用面積增加14.98%。107年第1季總樓地板面積續成長22.54%，其中住宅用成長36.44%。

106年核發建築物開工執照總樓地板面積較上年增加11.56%(圖2-45)，其中住宅用增加7.79%；107年第1季總樓地板面積續較上年同期增加6.81%，其中住宅用劇增28.32%，主要因業者投資信心回升，加以社會住宅與工商建築陸續動工興建所致。

由於104年下半年至106年初業者減量推案，106年核發使用執照樓地板面積續較上年縮減3.90%，惟減幅縮小(圖2-45)，其中住宅用面積減少12.38%；107年第1季總樓地板面積年增8.89%，其中住宅用較上年同期增加7.35%，主要係新成屋交屋增加所致。

圖 2-44 房屋貸款負擔率與房價所得比

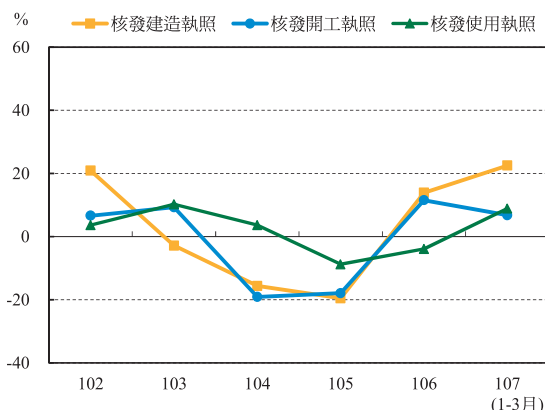


註：1. 房貸負擔率=中位數房屋貸款月攤還額/家戶月可支配所得中位數

2. 房價所得比=中位數房屋總價/家戶年可支配所得中位數

資料來源：內政部營建署「房價負擔能力指標統計」。

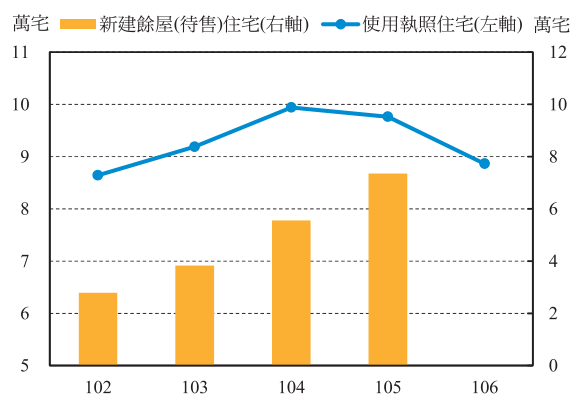
圖 2-45 核發建造、開工及使用執照面積年增率



註：107年資料係第1季年增率。

資料來源：內政部「內政統計月報」。

圖 2-46 新建餘屋及核發使用執照住宅數



註：新建餘屋(待售)住宅係利用地籍、房屋稅籍與臺電用電資料，篩選屋齡5年內仍維持第1次登記且有銷售可能之住宅。目前資料僅公布至105年第4季。

資料來源：內政部「內政統計月報」、不動產資訊平台。

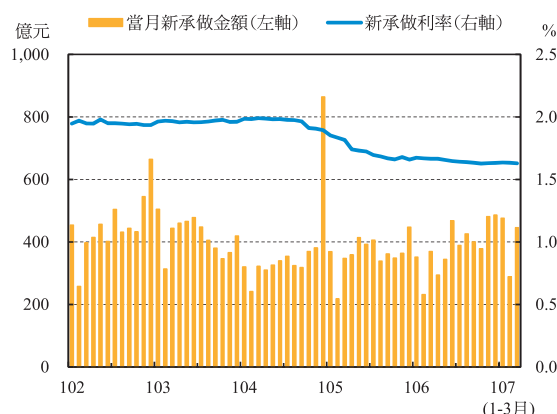
根據內政部統計，105年底新建餘屋(待售)住宅升達7.4萬宅，較104年底約增加1.8萬餘宅或32.3%。106年核發使用執照釋出8.9萬住宅，較上年減少0.9萬宅或9.20%(圖2-46)，加以建商積極促銷，有助降低新建餘屋壓力。惟隨業者恢復大量推案，在購屋自住需求未大幅擴增下，新建餘屋壓力仍在。

5. 住宅貸款與建築貸款穩定成長，房貸利率續降

隨房市買氣回溫，106年五大銀行⁶⁹新承做購屋貸款金額合計4,614億元，較上年增加5.90%；107年第1季新承做金額則年增27.16%。106年新承做購屋貸款利率下滑，10月降至1.627%低點後略回升，惟仍處低檔，107年3月為1.628%(圖2-47)。

106年以來，全體銀行⁷⁰購置住宅與房屋修繕貸款合計餘額維持穩定成長，107年3月底年增率為4.23%。建築貸款餘額則自105年12月底轉呈正成長後，增幅逐漸擴大，106年12月底年增率升抵5.46%後略回降，107年3月底為4.48%(圖2-48)。

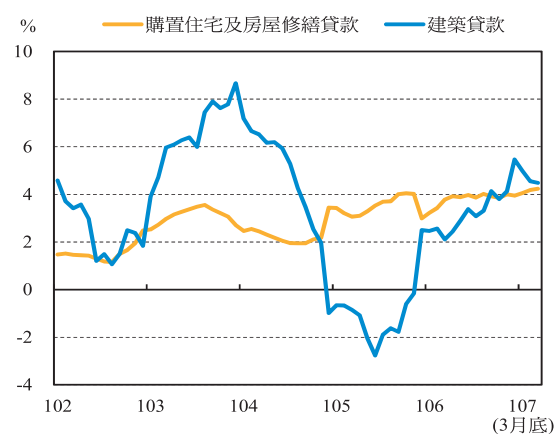
圖 2-47 新承做房貸金額及利率



註：本圖係本國五大銀行新承做資料。

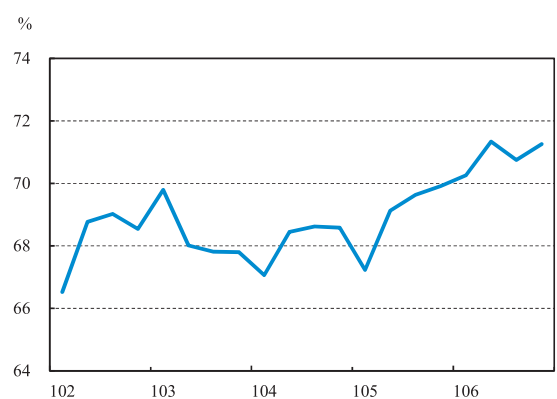
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-48 住宅放款及建築貸款年增率



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 2-49 新承做購置住宅貸款平均成數



註：本圖係全體金融機構新承做購置住宅貸款之平均貸款成數。

資料來源：金融聯合徵信中心。

⁶⁹ 五大銀行係指臺銀、合庫銀、一銀、華銀及土銀。

⁷⁰ 包括本國銀行、外國及大陸地區銀行在臺分行。

6. 銀行房貸業務採自主管理

本行105年3月解除高價住宅以外之各項不動產貸款規範，回歸金融機構自主控管相關授信風險。106年銀行新承做購置住宅貸款之平均貸放成數為70.90%，略高於105年之68.97%(圖2-49)，高價住宅貸款平均貸款成數為57.22%，與105年相當。

專欄2：我國家庭部門債務與償債能力分析

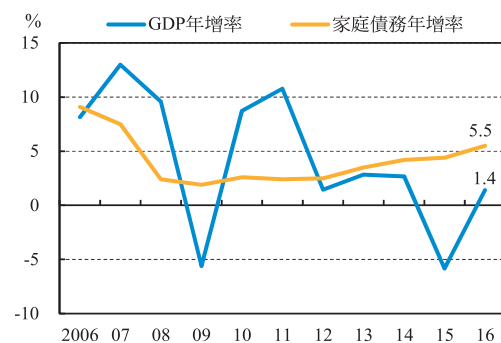
近期部分國家的央行針對全球家庭部門債務攀升問題提出示警¹，國際間亦關注家庭部門債務持續攀升可能帶來經濟及金融風險。我國家庭部門債務相對GDP比率²雖不低，但增幅較其他亞洲鄰國平緩，且家庭部門向銀行借款違約率低，並因儲蓄率及家庭淨資產相對GDP比率高，財務體質尚屬穩健，家庭部門債務尚不致對整體經濟金融產生重大風險。

一、近期全球家庭部門債務攀升問題受到關注

全球金融危機後，低利率環境及房價上揚，導致家庭部門債務大幅成長，2016年全球家庭部門債務年增率達5.5%，遠高於同期全球GDP年增率之1.4%(圖A2-1)。平均而言，先進經濟體家庭部門債務對GDP比率遠高於新興經濟體³。

2008年至2016年全球家庭部門債務平均年增率達3.3%，較全球GDP之2.9%為高，且自2012年起前者增幅均大於後者(圖A2-1)，導致家庭部門債務對GDP比率持續上升。

圖A2-1 全球家庭部門債務與GDP比較



註：GDP年增率係指名目資料。

資料來源：Allianz Global Wealth Report 2017、IMF。

二、家庭部門債務過度攀升不利經濟成長及金融穩定，惟健全金融制度可降低不利影響

家庭部門若預期未來所得增加，可能提高債務，運用於擴增消費、教育支出或非金融資產投資，則有利長期經濟成長；但若家庭部門對未來所得增加過於樂觀，可能造成過度舉債⁴，一旦經濟發生重大負面衝擊，可能無力償還債務，進而縮減消費或投資，損及經濟成長，且因家庭部門債務違約增加，使銀行逾放比率升高，可能引發銀行去槓桿而造成抵押品價值進一步下跌，危及金融穩定。

IMF認為⁵，家庭部門債務水準上升至一定程度後，該債務水準增加對經濟成長與金融穩定之不利影響會因各國特性及制度而異，若金融制度健全(如完善的金融法規與金融監理制度及重視金融消費者保護等)，仍可降低家庭部門債務擴增帶來的風險。

三、我國家庭部門債務及償債能力分析

(一) 債務比重雖高，惟長期走勢相對亞洲鄰國平穩

我國家庭置產觀念濃厚，且中小企業主以個人名義借款情況普遍，益以銀行業發

展蓬勃，致家庭部門債務相對GDP比率高，與歐美等先進經濟體相當。近10年臺灣家庭部門債務對GDP比率大致維持在78%至86%之間，雖高於南韓⁶以外之亞洲鄰國，惟近年來馬來西亞、泰國及中國大陸等該比率快速攀升，我國則走勢相對平穩⁷(圖A2-2)。

(二) 借款主要為購置不動產，且近年成長趨緩

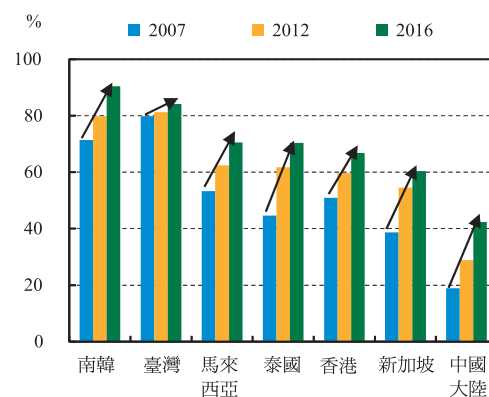
2017年底我國家庭部門借款餘額擴增至15兆元，其中以購置不動產比重逾6成最高，惟近年來比重持續下降，主要係不動產市場降溫影響購屋貸款成長，家庭部門債務餘額年增率自2013年高點6.77%降至2017年之4.77%(圖A2-3)。

(三) 淨資產相對GDP比率高，財務體質尚稱穩健

我國家庭部門儲蓄率高，近10年平均為21.25%，遠高於德、美、日等主要國家⁸，還款資金來源餘裕，且家庭部門淨資產龐大，約占GDP之8.5倍，亦遠高於英、美、南韓及新加坡等國(圖A2-4)，顯示我國家庭部門財務體質尚稱穩健。

我國家庭部門在銀行之不動產借款比重高達6成，多有十足擔保，且週轉金借款亦多提供抵押品為擔保，銀行授信風險尚在可控制範圍。2017年底，家庭部門在金融機構借款之逾放比率僅0.27%，信用品質尚佳。此外，近年我國失業率及放款利率續處相對低點，均有助家庭部門維持穩健的償債能力。

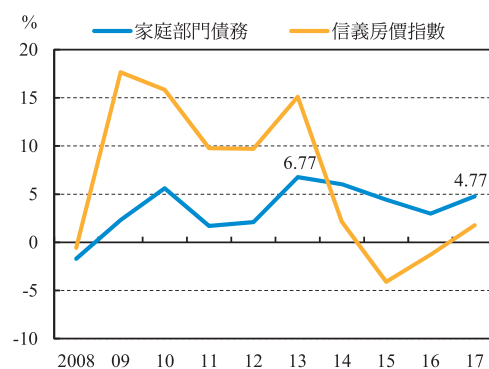
圖 A2-2 臺灣與亞洲主要鄰國之家庭部門債務對GDP比率



註：本圖按2016年各國比率由高至低排序。

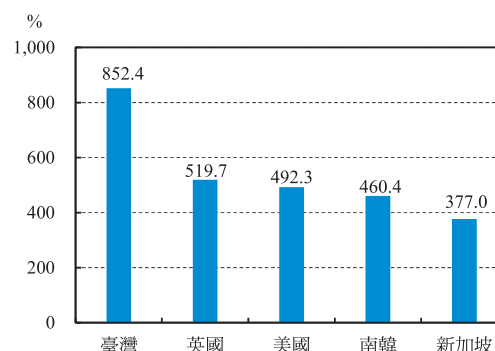
資料來源：本行經研處編「資金流量統計」、BIS。

圖 A2-3 家庭部門借款及房價指數年增率



資料來源：本行金檢處、信義不動產評論季報。

圖 A2-4 各國家家庭部門淨資產對GDP比率



註：1. 含家庭及非營利團體之淨資產。

2. 係2016年資料。

資料來源：各國官方網站。

四、結語

- (一) 國內金融體制穩健，家庭部門債務對GDP比重雖高，惟家庭部門向銀行借款違約率仍低，且因儲蓄率高，家庭部門資產遠高於債務，財務體質佳，尚不致對整體經濟金融產生重大風險。
- (二) 近年房市逐漸回歸基本面，但因家庭部門在銀行之不動產借款比重高達6成，銀行應持續監控不動產授信之信用風險，適時檢討不動產授信政策妥為因應。
- (三) 隨著主要國家貨幣政策逐漸走向正常化，可能推升國內利率，加重家庭部門償債壓力。銀行應密切關注國際經濟金融情勢變化，並適時提醒借款人留意未來利率變動對償債能力之影響，以避免對金融體系造成不利影響。

註：1. 2017年以來，澳洲、加拿大、英國、南非及智利等國家央行均先後提出示警。

2. 家庭部門債務相對GDP比率上升，代表每1元產出用來償還家庭部門債務的金額增加，表示家庭債務負擔加重。

3. 根據IMF (2017), *Global Financial Stability Report*, October, 2016年先進經濟體及新興經濟體之家庭部門債務對GDP比率分別為63.9%與21.0%。

4. 例如家庭部門依過去經驗判斷，當房價持續上揚，預期房屋淨值將持續成長，遂於房市熱絡時多會增加借款。

5. IMF (2017), *Global Financial Stability Report*, October.

6. 南韓家庭部門債務對GDP比率逐年創高，主要係因南韓政府為挽救低迷的經濟成長率，推動政策鼓勵民眾購屋貸款，以維持不動產市場景氣，致家庭部門債務快速攀升。

7. 德國安聯集團首席經濟學家Michael Heise表示，過去幾年臺灣家庭部門負債比率相當穩定，是很好的現象。參見Focus Taiwan News Channel (2017), *Taiwan's Private Wealth per Person Ranked 5th Highest Globally*, September。

8. 家庭部門儲蓄率係指家庭儲蓄占家庭可支配所得比率，臺灣為2007至2016年平均。根據OECD資料，各國近10年之平均家庭部門儲蓄率，臺灣僅次於中國大陸(2006至2015年平均37.37%)、遠高於德國(2007至2016年平均9.72%)、美國(2007至2016年平均5.68%)及日本(2006至2015年平均2.26%)。

