

## 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

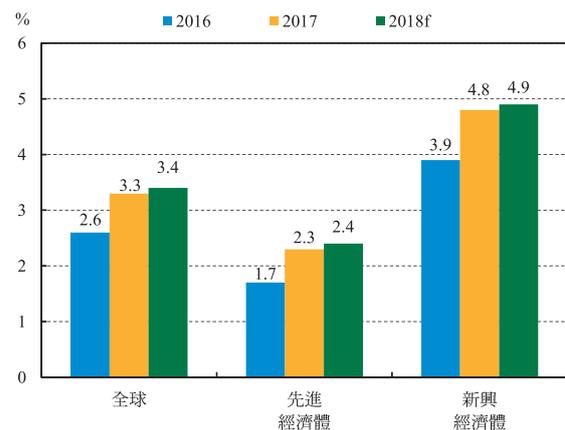
##### 1. 2017年全球經濟復甦力道增強，預期2018年將加速成長

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<sup>10</sup> 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<sup>11</sup>，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<sup>12</sup> 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)。

<sup>10</sup> 同註1。

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

<sup>12</sup> 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

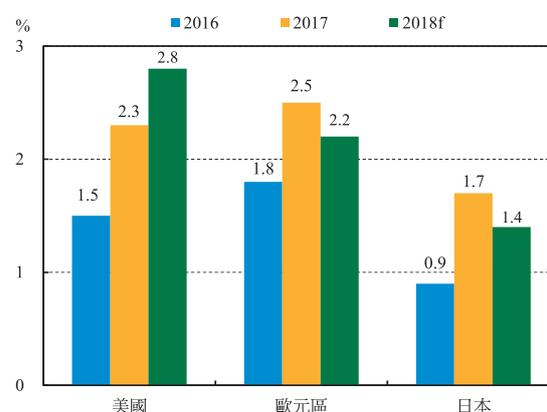
## ● 美國內需及投資續增，經濟基本面轉強

2017年美國非農業就業人口及薪資顯著回溫<sup>13</sup>，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<sup>14</sup>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<sup>15</sup> 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<sup>16</sup> 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

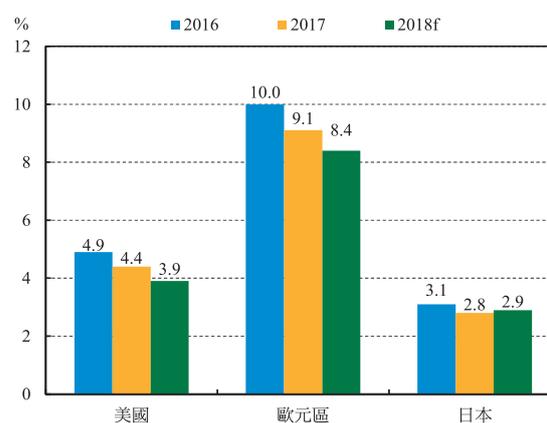
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



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)。

<sup>13</sup> Bureau of Labor Statistics (2018), *Employment Situation Summary*, April.

<sup>14</sup> 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)。

<sup>15</sup> 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。

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

108%<sup>17</sup> (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)。

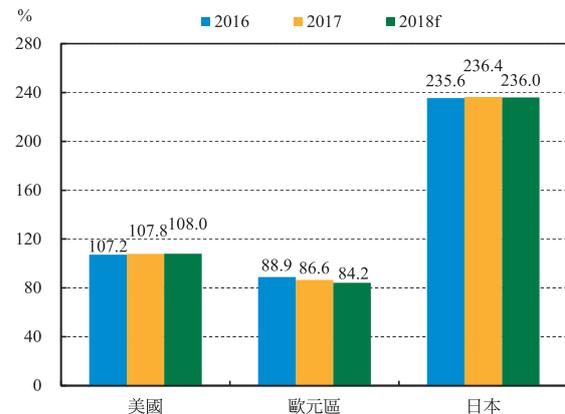
財政方面，歐元區在各國縮減赤字下，2017年財政赤字對GDP比率下降至1.5%，為10年來最低。2017年歐元區政府債務對GDP比率亦縮減至86.6%，IMF預測2018年將續降至84.2%(圖2-4)。

### ● 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。

<sup>17</sup> 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。

圓，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

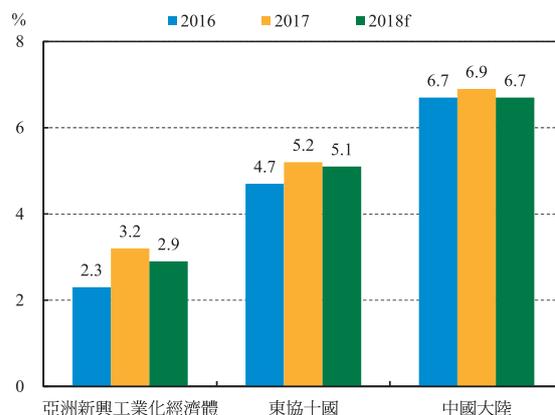
2017年在全球經濟穩步復甦使外部需求改善下，亞洲多數新興經濟體之經濟成長增溫。其中，以出口為導向之亞洲新興工業化經濟體，經濟成長率提高至3.2%；東協十國除菲律賓經濟成長略緩外，其餘國家均成長加速，整體經濟成長率上升至5.2%(圖2-5)，其中GDP成長率貢獻度第二大之馬來西亞受惠於電子產品出口暢旺帶動內需，經濟大幅增溫，而GDP占比最大之印尼雖實施寬鬆貨幣政策，但受到消費支出不振影響，經濟成長增幅反而不如預期。此外，中國大陸受惠於淨出口成長，經濟成長率上升至6.9%，為7年來首次加速成長(圖2-5)。

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<sup>18</sup>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)。

<sup>18</sup> 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<sup>19</sup>，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<sup>20</sup>，CPI年增率下滑至3.7%(圖2-6)。

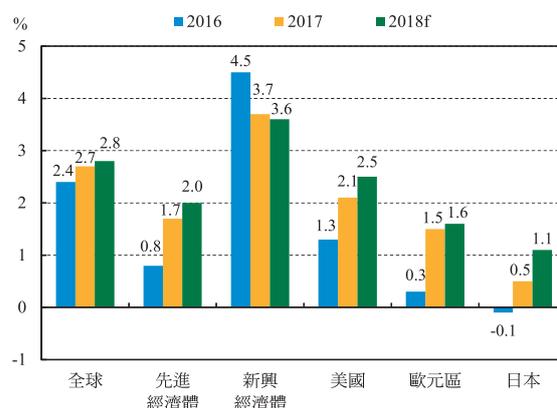
展望2018年，因減產協議已獲延長至年底，預期油價將上漲，加上全球經濟復甦，帶動原油等原物料需求，原物料價格可能走升，IHS Markit預測全球通膨將續升至2.8%，其中先進經濟體將上升至2.0%，新興經濟體則略降至3.6%(圖2-6)。

### 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

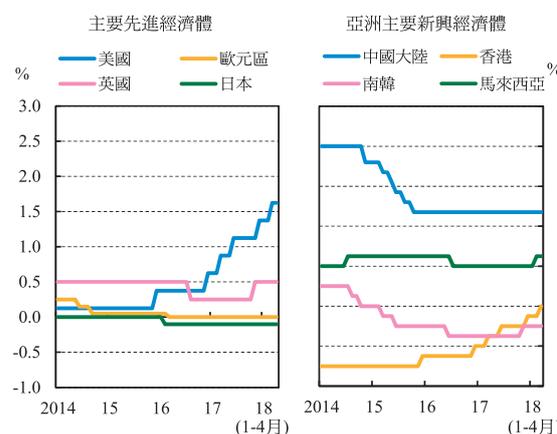
圖 2-6 全球消費者物價指數年增率



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。

<sup>19</sup> 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。

<sup>20</sup> 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<sup>21</sup>。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<sup>22</sup>。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"> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> <li>● 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。</li> </ul>
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。

<sup>21</sup> 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。

<sup>22</sup> 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<sup>23</sup>，已多次採取貿易保護措施<sup>24</sup>，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<sup>25</sup>，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<sup>26</sup>；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<sup>27</sup>，並引發貿易紛爭<sup>28</sup>。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<sup>29</sup>，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

<sup>23</sup> 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。

<sup>24</sup> 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。

<sup>25</sup> 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。

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

<sup>27</sup> 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。

<sup>28</sup> 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.

<sup>29</sup> 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<sup>30</sup>，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<sup>31</sup>。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<sup>32</sup>。

## 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

<sup>30</sup> 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。

<sup>31</sup> ECB (2017), *Financial Stability Review*, November.

<sup>32</sup> BOJ (2017), *Financial System Report*, October.

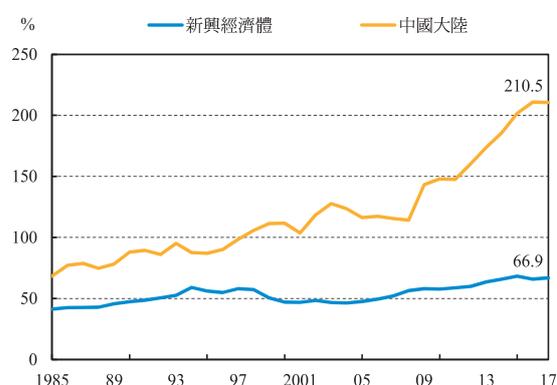
新興經濟體之企業及家庭部門債務過度擴張使償債負擔加重，若發生不利事件引發金融緊縮，將使其面臨償債壓力而導致違約率升高，影響金融機構及金融市場之穩定。

#### 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)。

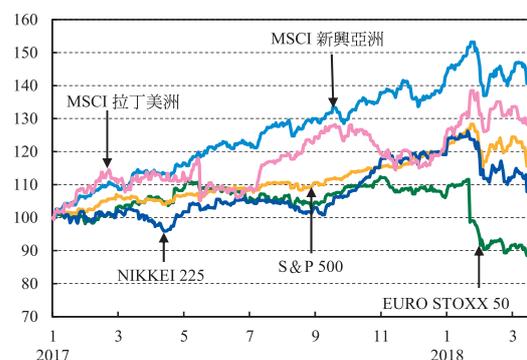
2017年前3季受Fed升息步調較緩及美國財政擴張政策延宕影響，美元大致呈偏弱走勢；相對地，歐元在歐元區經濟穩健復甦及市場預期ECB貨幣政策趨緊之激勵下，對美元匯率持續走升，日圓則隨美元走勢及地緣政治風險引發避險需求之變化而波動；第4季美元一度轉強，惟2018年第1季因外界憂慮美國稅改恐損及財政穩定，加上歐元區及新興經濟體穩健復甦吸引資金流入，美元指數再度下滑，歐元對美元回升，日圓亦因避險需求而震盪走升(圖2-10)。至於亞洲主要貨幣，2017年因經濟成長優於預期而吸引資金大量流入，對美元多呈升

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<sup>33</sup>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。

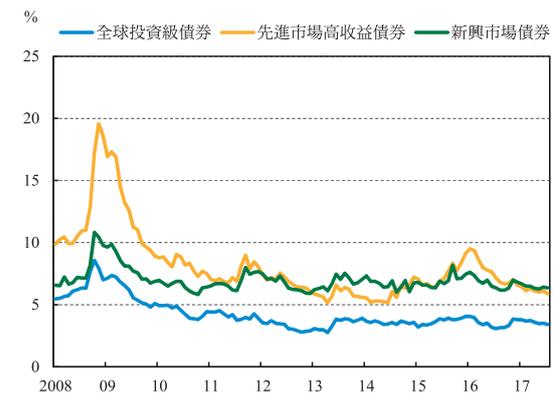
圖 2-10 歐元日圓對美元之升貶趨勢



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。

<sup>33</sup> 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。

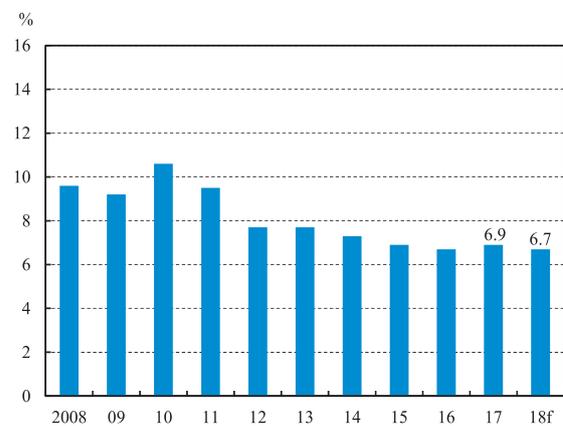
展望2018年，受貿易保護主義興起及地緣政治風險升溫影響，2018年3月中國大陸人大及政協兩會將2018年經濟成長目標設於6.5%，與2017年相同。由於中國大陸房市調控趨緊及金融監管趨嚴，加以債務過高及美中貿易衝突等因素，IHS Markit預測2018年經濟成長率略降至6.7%(圖2-12)。

#### 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

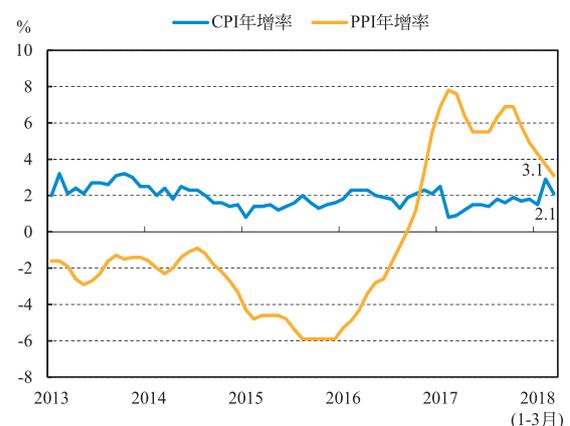
圖 2-12 中國大陸經濟成長率



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。

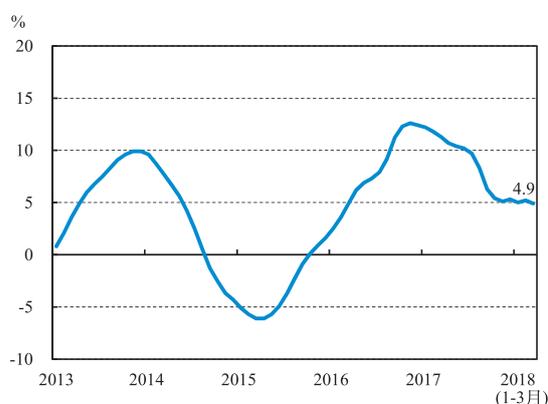
年下滑趨勢；2018年初受上年同期基期較高影響，3月PPI年增率縮減至3.1%(圖2-13)。

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<sup>34</sup>，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

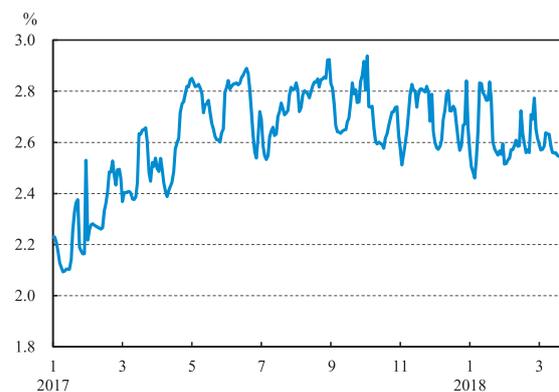
2017年為控制金融風險，中國人行持續採行穩健中性貨幣政策，維持政策利率不變，惟以抵押補充貸款<sup>35</sup>、臨時流動性便利<sup>36</sup>、逆回購操作<sup>37</sup>、中期借貸便利<sup>38</sup>及常備借貸便利<sup>39</sup>等貨幣政策工具，保持流動性穩定。2018年初中國人行兩度定向調降存款準備率2碼及4碼，以支持金融機構發展普惠金融業務及供銀行償還中國人行中期借貸便利之到期款。此外，2017年受Fed升息及中國人行多次調高逆回購操作利率等影響，使上海銀行間隔夜拆款利率

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。

<sup>34</sup> 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。

<sup>35</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>36</sup> 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。

<sup>37</sup> 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。

<sup>38</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>39</sup> 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<sup>40</sup>，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<sup>41</sup>所需計提之外匯風險準備金率<sup>42</sup>

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)。

<sup>40</sup> 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。

<sup>41</sup> 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。

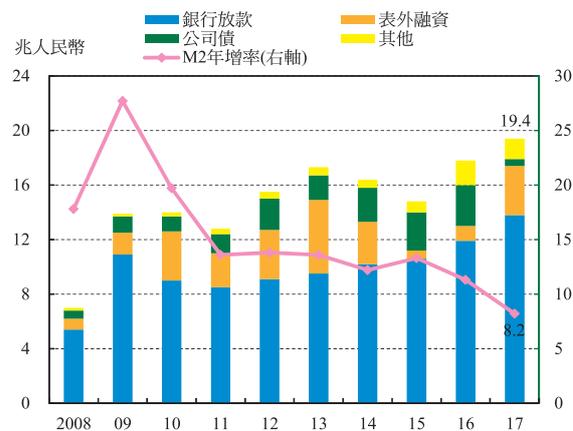
<sup>42</sup> 中國人行於2015年10月要求代客遠期售匯業務的金融機構需繳納外匯風險準備金，準備金率為20%，並於1年後歸還且人行無需支付利息予金融機構，目的為防止資金外流及提高跨境套利成本以減緩人民幣對美元之貶值預期。

## 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<sup>43</sup>，並於2018年1月公布具體方案<sup>44</sup>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

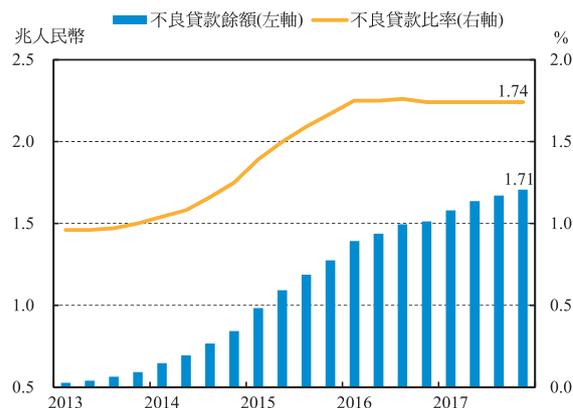


註：1. 表外融資包括委託貸款、信託貸款及未貼現銀行承兌匯票等表外項目。

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。

<sup>43</sup> 「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。

<sup>44</sup> 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<sup>45</sup>，並採取控管地方債務上限之措施<sup>46</sup>及將地方債務之監管納入終身究責範圍<sup>47</sup>，以降低地方政府債務之違約風險。

<sup>45</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。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。

<sup>46</sup> 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。

<sup>47</sup> 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)<sup>1</sup>、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<sup>2</sup>。

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<sup>3</sup>(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

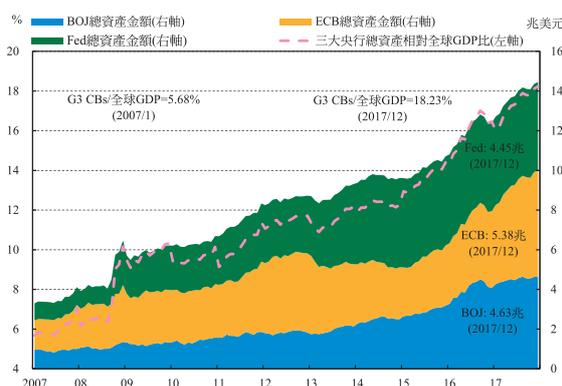
總體經濟波動度下降亦可能是資產價格波動度降低的因素之一。以美國為例，

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<sup>4</sup>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。

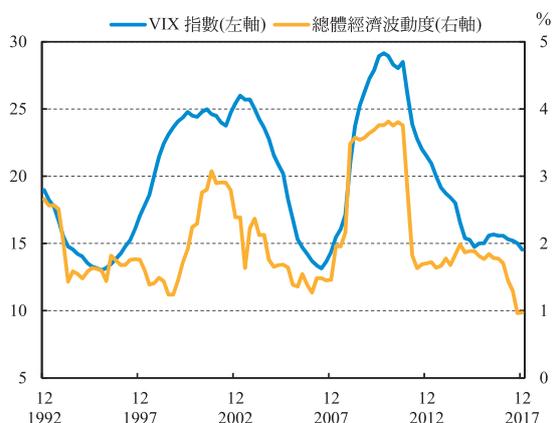
### (四) 投資人對民粹主義蔓延之擔憂獲得舒緩

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

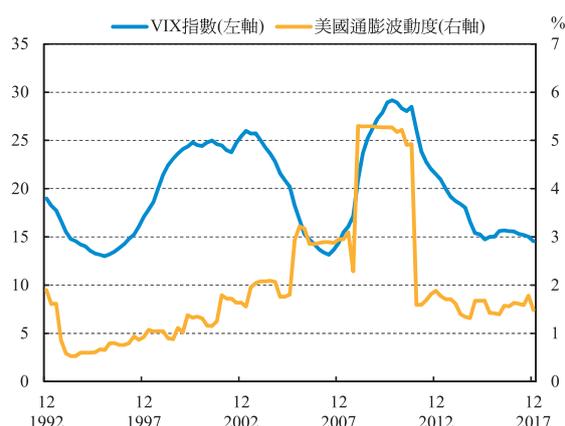
圖A1-3 美國總經波動度與VIX指數走勢



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<sup>4</sup>。

## 二、未來觀察重點

### (一) 資產估值是否偏高

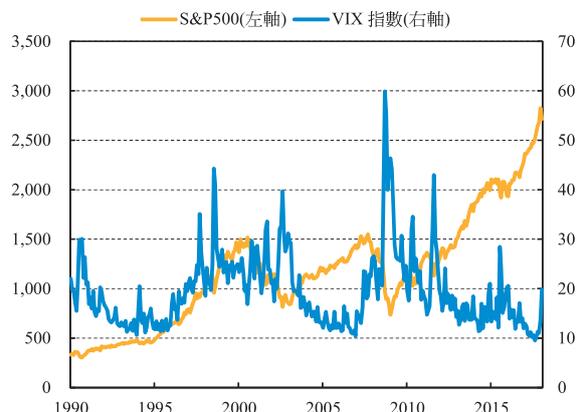
目前美國S&P500指數較全球金融危機前高點高出約74%，MSCI開發市場指數亦高出26%，市場對資產估值是否過高的疑慮逐漸增加。以S&P500指數為例，2018年2月1日其Shiller景氣循環調整後本益比(cyclically adjusted price to earnings, CAPE)<sup>5</sup>一度達34.08，高於2007年高點27.55，顯示當前股價水準相對偏高(圖A1-6)。此外，2018年2月1日美股總市值相對美國GDP比率為161.8%，創下歷史新高，其2007年高點僅為132.2%。

### (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



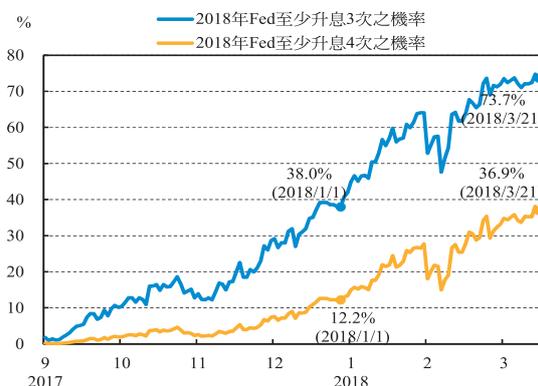
資料來源：Bloomberg。

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<sup>6</sup>，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<sup>7</sup>，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<sup>8</sup>，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<sup>9</sup>。

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.