貳、潛在影響金融部門之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟情勢

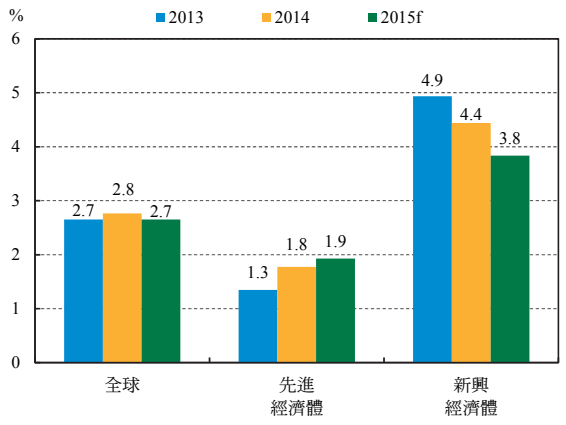
1. 全球經濟溫和復甦

2014年全球景氣持續溫和復甦，惟主要經濟體表現分歧，其中美國在民間消費及固定投資回穩帶動下，經濟穩健成長；歐元區儘管逐漸擺脫主權債務陰影，復甦力道依然疲弱；日本因調升消費稅打擊民間需求，經濟表現不佳；新興經濟體則受全球復甦步伐仍緩不利出口及部分經濟體內需疲弱影響，成長動能減弱。

2015年第1季，美國受氣候及強勢美元影響，經濟表現不如預期，歐元區及日本雖持續推動寬鬆貨幣政策，帶動景氣逐漸回溫，惟先進經濟體復甦力道依然不足，加以新興經濟體成長明顯放緩，IHS預測[12] 2015年全球經濟成長率將由2014年之2.8%略降至2.7%，其中先進經濟體經濟成長率僅略升至1.9%，新興經濟體則續降至3.8%(圖2-1)。

此外，國際油價自2014年6月底以來下跌逾40%，預期至2015年下半年始可望逐漸恢復供需均衡，使油價回穩。整體而言，低油價有利於全球經濟成長，且使美、歐、日等主要國家整體通膨率下滑，惟其對原油出口國(例如俄羅斯、委內瑞拉)之經濟將有不利衝擊(專欄1)。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2015f 為 IHS 預測值。
資料來源：IHS (2015/5/15)。

[12] 同註3。

(1) 先進經濟體經濟表現分歧

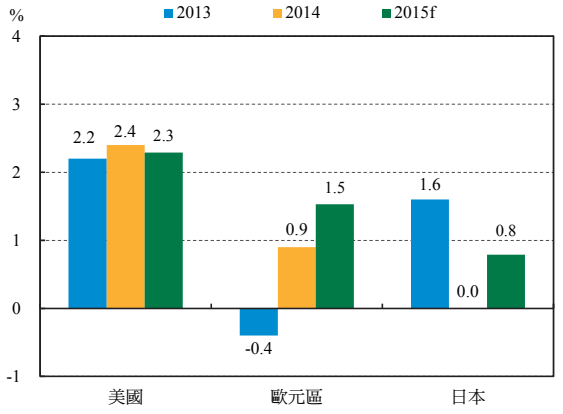
- 美國經濟穩健成長，就業市場持續改善

2014年美國經濟穩健成長，儘管第1季受異常氣候拖累，景氣意外萎縮，所幸第2季起，在天候因素消退後，民間消費再度回穩，加以製造業回流政策鼓勵固定投資，經濟重拾復甦動能，全年經濟成長率由2013年之2.2%上升至2.4%。2015年第1季，美國受嚴寒氣候及強勢美元影響，經濟表現不如預期，IHS預測2015年全年經濟成長率略降至2.3% (圖2-2)，成長力道放緩。

2014年美國就業市場持續改善，失業率由2013年之7.4%續降至6.2%，創6年新低。2015年以來，儘管美國經濟成長力道放緩，惟失業率仍逐漸下降。IHS預測2015年失業率將續降至5.4%(圖2-3)。

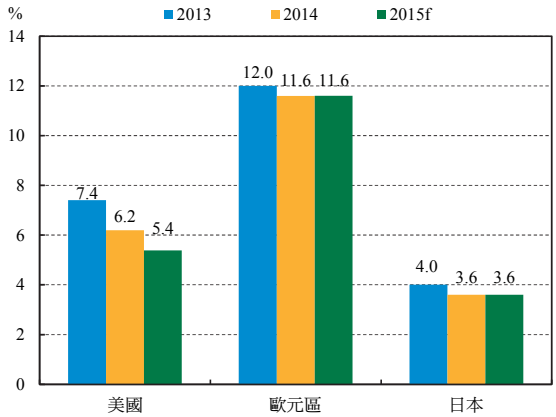
2014財政年度美國財政赤字縮減至4,833億美元，為2009年以來最低水準，儘管財政狀況持續改善，政府債務負擔依然沈重。為因應龐大醫療保險、社會保障及國債利息等財政支出，美國政府債務餘額不斷攀升，2014年底已逾18兆美元，對GDP之比率升抵104.8%。展望未來，由於美國人口結構日趨老化，醫療保障支出持續加重政府債務負擔，國際貨幣基金(International Monetary

圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2015f 為 IHS 預測值。
資料來源：各官方網站、IHS(2015/5/15)。

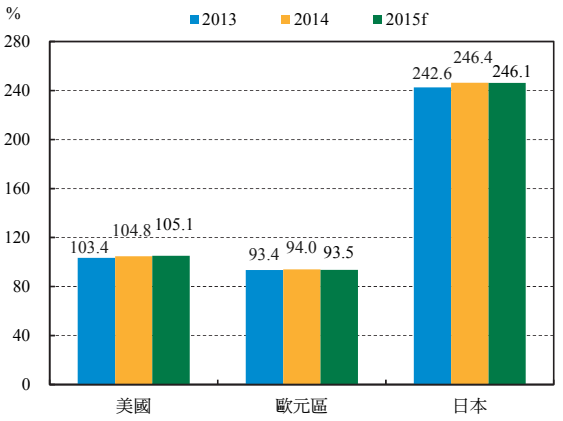
圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2015f 為 IHS 預測值。
資料來源：各官方網站、IHS (2015/5/15)。

Fund, IMF)估計2015年美國政府債務餘額對GDP比率將續升至105.1%[13](圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2015f為預測值。
資料來源：IMF (2015), *Fiscal Monitor*, April.

- 歐洲央行實施量化寬鬆政策，以提振景氣及物價

隨歐債危機逐漸舒緩，歐元區自2013年第2季起恢復成長，惟因失業率未獲有效改善，政府厲行撙節措施造成需求不振，帶來通貨緊縮陰影，以及對俄羅斯實施經濟制裁衝擊德、法等國經濟，歐元區復甦力道疲弱，2014年經濟成長率僅0.9%。為提振經濟成長及通膨，2015年1月22日歐洲央行宣布同年3月起實施1.14兆歐元之購債計畫，IHS預測2015年歐元區經濟成長率將續升至1.5% (圖2-2)。

歐元區失業率雖由2013年歷史高峰12.0%逐漸下滑，惟2014年仍高達11.6%，就業市場仍待改善。嚴重的青年失業問題未獲根本解決，希臘及西班牙青年失業率續逾50%。由於歐元區就業市場深陷結構性問題，儘管2015年在歐洲央行量化寬鬆措施激勵下，歐元區景氣可望逐漸回溫，IHS仍預測2015年失業率將持平於11.6%(圖2-3)

財政方面，在歐元區各國厲行撙節措施下，2014年財政赤字對GDP比率降至6年新低2.7%，西班牙及愛爾蘭亦陸續擺脫國際紓困計畫，惟因經濟復甦力道疲弱及希臘財政問題嚴峻，政府債務餘額對GDP比率續升至94.0%。隨歐元區景氣逐漸回溫，IMF預測2015年政府債務餘額對GDP比率將略降至93.5% (圖2-4)。

- 日本因調高消費稅率，致經濟表現受挫

儘管2014年日本加快實施5.5兆日圓之經濟刺激方案，惟因4月調高消費稅

[13] IMF (2015), *Fiscal Monitor*, April.

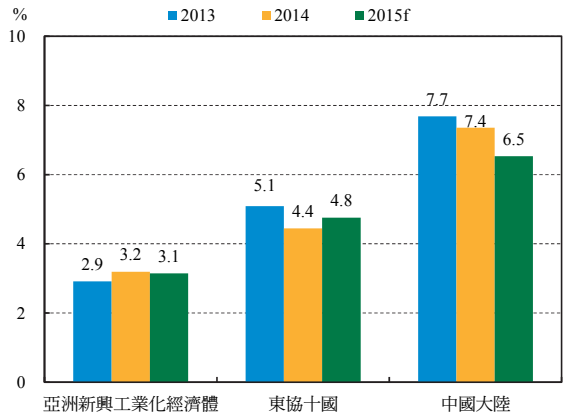
率，打擊民間耐久財消費及企業設備投資，第2季起景氣轉呈衰退，全年經濟成長率由2013年之1.6%滑落至0%。由於景氣陷入低迷且通貨緊縮預期增強，日本央行於2014年10月底擴大量質兼備寬鬆貨幣規模，日本政府並自2015年4月起分階段調降企業稅率3.29個百分點，以支撐企業獲利及提振投資；此外，鑑於消費稅率對消費信心之衝擊較預期深遠，安倍內閣延後提高第二階段消費稅率至2017年4月實施，並提出3.5兆日圓之緊急經濟對策，以增強民間消費力道。IHS預測2015年日本經濟成長率將回溫至0.8%，失業率持穩於3.6%(圖2-2、2-3)，IMF則預測隨日本景氣回升，2015年政府債務餘額對GDP比率將略降至246.1% (圖2-4)。

(2) 亞洲新興經濟體成長放緩

2014年多數亞洲新興經濟體成長放緩，其中，亞洲新興工業化經濟體出口減緩，所幸部分經濟體因油價下跌提振民間消費，整體經濟成長率由2013年之2.9%提升至3.2%。東協十國中，泰國政治動盪不安，印尼受國際原物料價格下滑衝擊，貿易條件惡化，經濟成長走弱，影響所及，東協十國經濟成長率由2013年之5.1%下降至4.4%。中國大陸持續調整經濟結構，在產能過剩及房價下跌衝擊消費及投資，以及國外需求降溫致出口減緩影響下，2014年經濟成長率續降至7.4%，為24年來最低水準(圖2-5)。

IHS預測2015年亞洲新興工業化經濟體經濟成長率將微幅降至3.1%；東協十國因菲律賓及越南經濟持續強勁成長，經濟成長率可望回升至4.8%；中國大陸則仍存在產能過剩及餘屋規模龐大等問題，成長率將走緩至6.5%(圖2-5)。IHS另預測2015年亞洲新興工業化經濟體失業率由2014年之3.5%略降至3.4%，東協十國與2014年同為4.4%，中

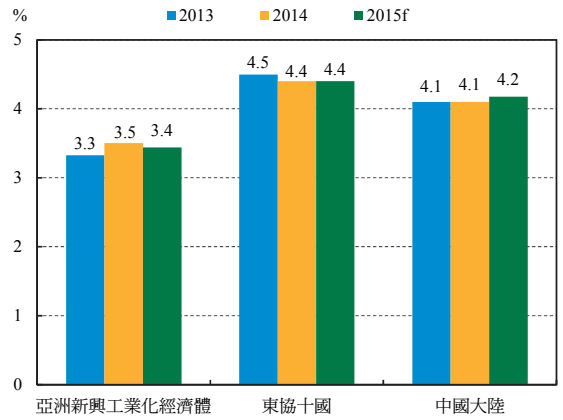
圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1.2015f為 IHS 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 (2015/5/15)。

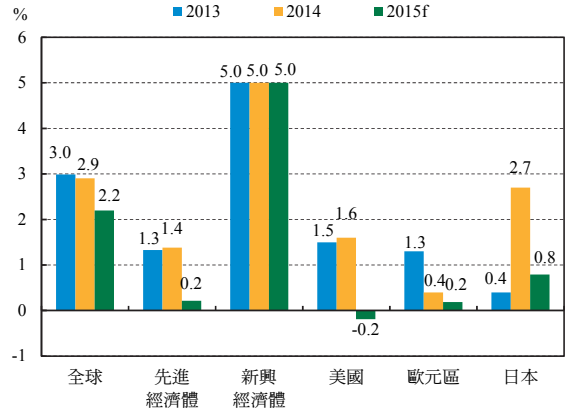
國大陸則由2014年之4.1%略升至4.2%(圖2-6)。

圖 2-6 亞洲新興經濟體失業率



註：1.2015f為 IHS 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 (2015/5/15)。

圖 2-7 全球消費者物價指數年增率



註：2015f 為 IHS 預測值。
資料來源：各官方網站、IHS (2015/5/15)。

2. 全球通膨持續下滑

2014年受全球原油供過於求及投機炒作影響，國際油價自6月中旬起持續下跌；穀物方面，年初因氣候不佳及烏克蘭情勢緊張影響農產品供給，國際穀物價格攀高，嗣後因氣候轉佳，黃豆、小麥、玉米等作物豐收，穀物價格轉呈下跌。影響所及，2014年全球消費者物價指數年增率由2013年之3.0%略降至2.9%，其中因日本調高消費稅率使通膨大幅走高，使先進經濟體CPI年增率由2013年之1.3%略升至1.4%，新興經濟體則持平為5%(圖2-7)。

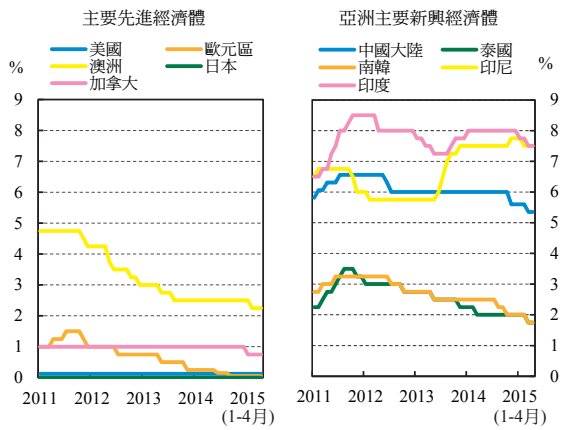
2015年初以來，國際油價因美國鑽油平台數縮減及中東情勢緊張而小幅反彈，惟國際機構仍普遍預測油價將維持低檔；穀物方面，受氣候好轉及耕種面積增加影響，國際穀物價格持續震盪走跌。IHS預測2015年全球CPI年增率將續降至2.2%，美國及歐元區均面臨通膨偏低問題(圖2-7)。

3. 多數經濟體續採寬鬆貨幣政策，惟美國已結束資產購買計畫

2014年以來，多數經濟體續採寬鬆貨幣政策。先進經濟體方面，美國因景氣復甦及就業市場改善，已於2014年10月底結束資產購買計畫，聯邦資金利率目標區間雖仍維持不變，惟未來一旦升息或停止債券到期本金再投資，其對新興經濟體之外溢影響，實值得關注(專欄2)；日本及歐元區則因景氣及通膨疲弱

不振，相繼擴大資產購買規模，加拿大及澳洲亦為刺激經濟成長，調降政策利率。亞洲新興經濟體為減緩全球景氣復甦動能不足對國內經濟之衝擊，以及防範主要經濟體採寬鬆貨幣政策之資金大舉流入，造成金融市場動盪，貨幣政策亦續呈寬鬆，多數經濟體持續調降政策利率(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，日本為無擔保隔夜拆款目標利率(2013 年 4 月 4 日起以貨幣基數為操作目標)，加拿大為隔夜拆款利率目標。

2.亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構 1 年期放款基準利率，泰國為 1 天期附買回利率，南韓為基準利率，印尼為基準利率目標，印度為附買回利率。

3.資料截至 2015 年 4 月 24 日。

資料來源：各國或地區央行網站。

表 2-1 先進及亞洲新興經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	日期	內容
美國	2014/1、3、4、6、7、9	Fed每次貨幣政策會議決議縮減購債規模100億美元。
	2014/10	Fed決議結束資產購買計畫。
歐元區	2014/6、9	ECB兩度調降主要再融通操作利率至0.05%。
	2014/9、12	ECB採行目標長期再融通操作(Target Long-Term Refinancing Operations, TLTROs)。
	2014/10、11	ECB收購擔保債券(covered bond)及資產擔保證券(Asset Backed Security, ABS)。
	2015/1	ECB宣布擴大資產購買計畫，自2015年3月至2016年9月，每月增加購債600億歐元，預計總規模將達1.14兆歐元。
日本	2014/10	日本央行擴大量質兼備寬鬆貨幣規模，每年增加80兆日圓之貨幣基數，並增購80兆日圓之長期公債(JGB)、3兆日圓之指數股票型基金(ETF)及900億日圓之不動產投資信託(J-REIT)。
加拿大	2015/1	加拿大央行宣布調降隔夜拆款利率目標1碼至0.75%。
澳洲	2015/2	澳洲央行宣布調降現金利率目標1碼至2.25%。
南韓	2014/8、10、2015/3	南韓央行三度調降基準利率各1碼至1.75%。
中國大陸	2014/4	中國人民銀行調降縣域農村商業銀行及農村合作銀行存款準備率各8碼及2碼至16%及14%。
	2014/6	中國人民銀行對符合審慎經營要求且對三農及小微企業貸款達一定比例之商業銀行，調降其存款準備率2碼(不包括4月已調降之銀行)。
	2014/9	中國人民銀行採用中期借款便利(Medium-term Lending Facility, MLF)，提供特定金融機構較長期限(一般為3個月)資金。
	2014/11、2015/3	中國人民銀行兩度調降金融機構1年期存款、貸款基準利率至2.5%及5.35%。
	2015/2	中國人民銀行調降大型及中小型金融機構存款準備率各2碼至19.5%及16%，對小微企業貸款達一定比例之城市商業銀行、非縣域農村商業銀行額外調降2碼，對中國農業發展銀行額外調降16碼。

經濟體	日期	內容
中國大陸	2015/4	中國人民銀行調降大型及中小型金融機構存款準備率各4碼至18.5%及15%，對符合條件之農村金融機構額外調降4碼，對中國農業發展銀行額外降低8碼，符合審慎經營要求且對三農及小微企業貸款達一定比例之國有及股份制商業銀行，其存款準備率可較同類金融機構低2碼。
泰國	2014/3、2015/3	泰國央行兩度調降1天期附買回利率各1碼至1.75%。
印尼	2014/11	印尼央行調升基準利率1碼至7.75%。
	2015/2	印尼央行調降基準利率1碼至7.5%。
印度	2015/1、3	印度央行兩度調降基準利率各1碼至7.5%。

註：1. 本表資料截至2015年4月24日。
2. 中國人民銀行另於2015年5月10日宣布進一步調降金融機構1年期存款、貸款基準利率1碼至2.25%及5.1%。
資料來源：各官方網站。

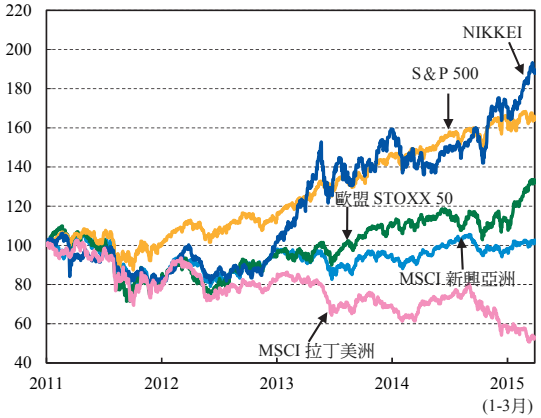
(二) 國際金融情勢

1. 總體經濟衝擊為全球金融市場帶來威脅

2014年主要先進經濟體持續實施寬鬆貨幣政策，加上財政政策緊縮壓力獲得緩解，抵銷部分新興經濟體經濟放緩之不利影響，支撐全球經濟緩步復甦。然而，長期之寬鬆貨幣政策及低利率環境，促使金融逐利行為盛行及信貸市場產生結構性變化，影響金融穩定的風險已由先進經濟體轉向新興經濟體，並由傳統銀行業轉向影子銀行體系，特別是資產管理業，造成市場風險及流動性風險上升。

依據IMF分析[14]，現行影響全球金融穩定之主要風險，包括：(1)持續的金融冒險逐利行為，扭曲資產價格；(2)石油及大宗商品出口國及企業，面臨資產價格下跌及信用風險上升之嚴重衝擊；(3)部分國家匯率快速貶值，使大額外幣借款企業之還款壓力大增，並引發大量資本由部分新興市場流出；(4)主要匯率波動幅度擴大，甚至高於全球金融危機時期，由於匯率巨幅波動可能益加常見，將提高市場風險與流動性風險。

圖 2-9 國際股價指數表現

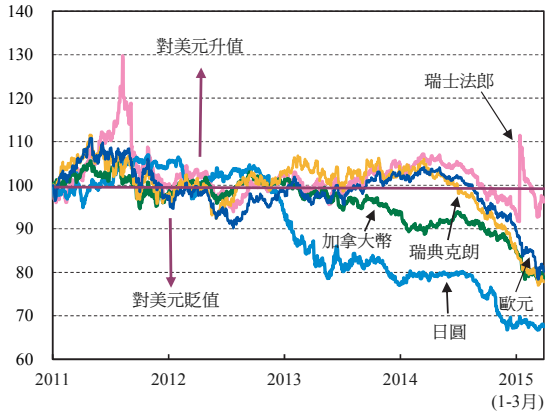


註：1.2011 年 1 月 1 日=100
2.歐盟 STOXX50 為歐元區主要 12 個經濟體之 50 檔股票指數。
資料來源：Bloomberg。

[14] IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, April.

2. 先進經濟體之金融市場仍未完全回穩

圖 2-10 各種通貨對美元之升貶趨勢



註：2011 年 1 月 1 日=100
資料來源：Bloomberg。

2014年美國Fed持續溫和縮減購債規模，其間美股(S&P 500)受國際利空消息影響一度下跌，惟其後受惠於國內企業財報表現優於預期，呈震盪走升且頻創新高(圖2-9)。此外，隨景氣逐漸復甦，美國於2014年10月底結束資產購買計畫，並維持低利率政策不變。然而，長期低利環境已促使國內投機型公司之借款快速成長，高殖利率公司債及槓桿貸款(leveraged loans)金額遽增，加以信用市場放寬貸放條件，亦導致信用風險增加。另共同基金與股票指數型基金(ETF)持有流動性較差之高殖利率公司債或槓桿貸款比重增加，一旦基金投資人大量贖回時，將面臨流動性壓力，對金融穩定有不利影響。

2014年初日本經常帳逆差創歷史新高，日經股價指數一度震盪盤整，其間在歐美股市帶動下，日股波動加劇；之後受政府退休投資基金(GPIF)決定大幅擴增國內股市配置比重，以及日本央行擴大寬鬆貨幣規模及延後實施第2階段調高消費稅率措施等激勵，日股反轉走升(圖2-9)。10月底日本央行擴大寬鬆貨幣規模，導致日圓急速走貶[15] (圖2-10)，恐加速資本外流，其外溢效果同時衝擊新興經濟體及先進經濟體。

為因應可能之通縮風險及經濟成長減緩，歐洲央行(ECB)續採目標長期再融通操作(Targeted Long-Term Refinancing Operations)，並於2015年1月宣布量化寬鬆政策，推出總額達1.14兆歐元之購債計畫，引發歐股上漲及歐元大幅貶值(圖2-9及圖2-10)，惟法國、義大利、葡萄牙、西班牙等部分國家之企業債務水準居高不下，對其經濟成長及金融穩定仍有不利影響。至於歐元區周邊國家，持續面臨政府債務高漲、失業率偏高、通縮風險升高且金融市場走向分歧(financial

[15] 2014年底日圓匯價為1美元兌119.62日圓，較上年底重貶12.24%。

fragmentation)[16] 等問題，尤其主張反撙節之希臘新政府2015年1月上台後，迄今仍無法與國際債權人重新達成紓困及償債協議，持續衝擊全球投資人信心。

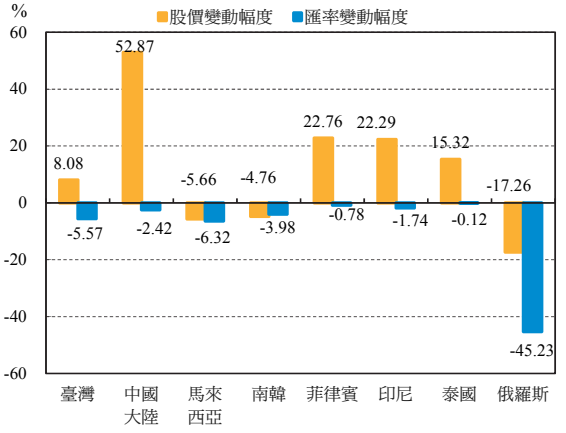
此外，部分歐洲國家央行無預警的貨幣政策措施，亦引發金融市場之大幅震盪。例如，瑞士央行2015年1月宣布棄守2011年實施之「1歐元兌1.20瑞士法郎」匯率下限政策，並調降存放央行活期存款利率0.5個百分點至-0.75%，立即造成瑞士法郎飆升及股市重挫[17]；2015年2月瑞典央行亦意外降息至負利率，並推出100億瑞典克朗(12億美元)之量化寬鬆貨幣政策，使瑞典克朗對美元匯價一度重挫至2009年4月以來新低[18] (圖2-10)。

3. 部分新興市場之金融風險上升

2014年石油與原物料價格下跌及通膨壓力緩解，使新興經濟體受益，且美元走強亦有助於提升新興經濟體之市場競爭力，惟部分石油及原物料出口國及外債居高不下之國家，因出口收入驟減及償債壓力升高，面臨較高之經濟及金融風險，例如俄羅斯、阿根廷、巴西等。其中，俄羅斯更遭受北約國家[19] 經濟制裁，該國股市大幅下挫，並引發貨幣危機，2014年盧布對美元貶值逾45% (圖2-11)。

此外，在主要經濟體續採寬鬆貨幣政策下，大額資本流入亞洲新興經濟體，激勵多數亞洲國家股市上漲，除韓國及馬來西亞[20] 等部分國家外，臺灣、菲律賓、印尼及泰國等股市均呈上揚走勢。匯市方面，2014年因美元走強及日圓大幅貶值之比價效

圖 2-11 歐亞洲新興經濟體股匯市變動幅度



註：本表比較 2013 年及 2014 年之歐洲及亞洲新興經濟體股匯市變動情形。
資料來源：Datastream、Bloomberg。

[16] ECB採寬鬆貨幣政策，將利率維持在歷史低檔，使核心歐元區經濟體企業得以低利率取得融資，惟周邊歐元區經濟體企業仍難以籌資。
[17] 2015年1月15日，瑞士央行宣布瑞士法郎與歐元脫鉤，瑞士法郎兌歐元匯率一度跳升41%至1.1741；股市盤中重挫10%，創下25年來單日最大跌幅。
[18] 2015年3月13日瑞典克朗匯價一度跌至1美元兌8.7136瑞典克朗。
[19] 此處係指北大西洋公約組織之主要國家如英國、美國、德國、法國及義大利等。
[20] 南韓因主要出口產業受日圓貶值衝擊，加上手機市場遭激烈競爭而股價不振，馬來西亞亦受到能源股價格重挫影響，兩國股市分別下跌4.76%及5.66%。

應，亞洲國家貨幣對美元多呈貶值，其中馬來西亞因國際原物料價格下跌衝擊其出口，對美元貶值幅度最大達6.32%；人民幣持續疲弱，全年對美元貶值幅度達2.42%(圖2-11)。

然而，有大額資本流入之新興經濟體，未來若美國升息或美元進一步升值，或因地緣政治風險上升，促使外國投資者減持資產大量匯出資金，將對其金融市場形成不小壓力。此外，部分新興經濟體尚面臨企業槓桿程度持續上升、貸款品質惡化及非銀行貸放快速成長等挑戰，亦將對其金融穩定構成威脅。

4. 國際組織呼籲各國採取措施，以促進全球金融穩定

依據IMF評估[21]，2014年全球金融風險出現結構性變化，從先進經濟體蔓延至新興經濟體，從傳統銀行轉移至影子銀行，風險類型由信用風險轉為市場流動性風險。鑑於市場波動度增加及金融風險上升，IMF[22] 及OECD[23] 等國際組織建議各國宜進一步採取防範措施以降低相關風險，主要政策建議如次：

(1) 各國應審酌降低可能威脅全球金融穩定之外溢效果，並減少對非傳統貨幣政策及寬鬆流動性之依賴，從而轉為以投資為導向之穩定成長。

(2) 監理機關應強化貨幣政策傳導機制及鼓勵信用有效配置，並妥善運用總體審慎工具，可避免過早調整利率，強化系統性重要金融機構之抗衝擊能力，並抑制資產價格及信用的順循環變化，以確保金融穩定。

(3) 為處理影子銀行產生的風險，決策者可採取下列措施：(i)強化影子銀行或銀行對影子銀行暴險的監理；(ii)處理造成影子銀行成長的根本原因；(iii)將公共安全網之保護擴及系統性重要影子銀行；(iv)設立影子銀行之清理或類似銀行存款保險機制。

(4) 隨跨國銀行縮減跨境貸款業務改由其子行承作當地貸款之經營模式趨增，政策制定者除須持續強化該等銀行承受風險能力外，亦須加強國際合作，以共同應對區域性或全球性衝擊。

---

[21] 同註14。
[22] IMF (2014), *Global Financial Stability Report*, October. IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, April.
[23] OECD (2014), *Economic Outlook*, NO. 96 November.

(5) 歐元區允宜鬆綁財政規範以提振疲弱不振之景氣，且應改善企業部門重整及銀行資產品質，惟監理機關應慎防銀行進一步去槓桿化後對國內授信之縮減，並避免將此不利效果外溢至其他經濟體。

(6) 新興經濟體應採更強而有力之總體審慎措施，以解決大量國際資金流入，致其信用成長快速且槓桿過度增加問題。此外，監理機關宜要求銀行進行外幣及原物料價格風險有關壓力測試，並嚴密監控企業之槓桿程度及外匯暴險情況。

(7) 因應資產管理業蓬勃發展和金融投資業務出現結構性變化，例如債券基金規模大幅擴增及資金運用於低流動性資產，各國監理機關應加強對資產管理業之監管措施，並重新檢視現有風險管理工具(例如流動性要求、費率和單位淨值規定等)之功能與妥適性。

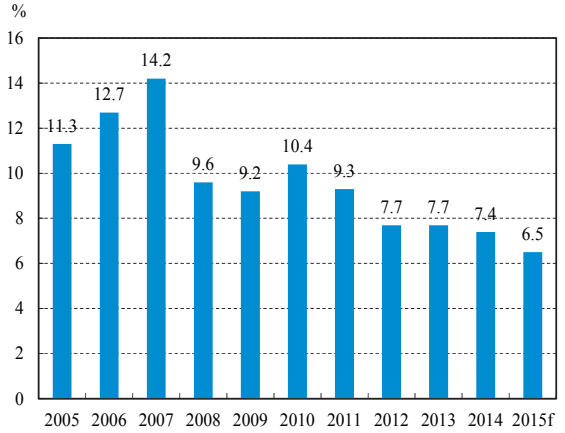
(三) 中國大陸經濟金融情勢

1. 經濟成長力道放緩

2014年中國大陸受製造業產能過剩及房地產市場疲弱影響，第1季成長率僅7.4%，第2季因推出微刺激方案[24]，成長率微幅回升至7.5%。下半年受房地產不景氣影響，第3季及第4季經濟成長率回降至7.3%，創近6年來單季新低。2014年全年經濟成長率由2013年之7.7%下滑至7.4%(圖2-12)，低於官方設定之7.5%成長目標。

展望未來，雖然油價下跌有利經濟成長，惟預期消費增速及投資成長將趨緩，中國大陸2015年3月人大及政協兩會將2015年經濟成長目標調降至7%，揭示中國經濟將邁入

圖 2-12 中國大陸經濟成長率



註：2015f 係 IHS 預測值。
資料來源：中國國家統計局、IHS (2015/5/15)。

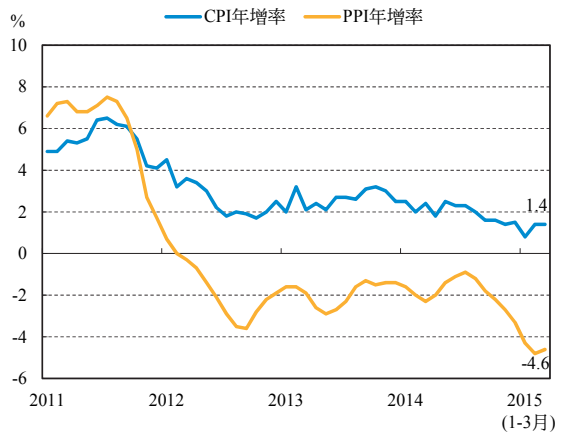
[24] 包括擴大小企業減稅、推動老舊社區改造、鐵路改革建設及調降農村金融機構存款準備率等。

「新常態」階段。IHS預測2015年經濟成長率將續降至6.5%(圖2-12)。

2. 物價走緩，房市呈下修走勢

因內需不足及國際原物料價格走跌，2014年中國大陸CPI年增率僅為2.0%，低於設定之3.5%調控目標；2015年1月CPI年增率續降至0.8%，創5年來新低，3月略回升至1.4%，IHS預測2015年CPI年增率將降至1.4%。此外，2014年生產者物價指數(Producer Price Index, PPI)持續受產能過剩及內需不足之雙重影響，年增率為-1.9%；2015年3月PPI跌幅擴大為-4.6%，已連續37個月負成長(圖2-13)。

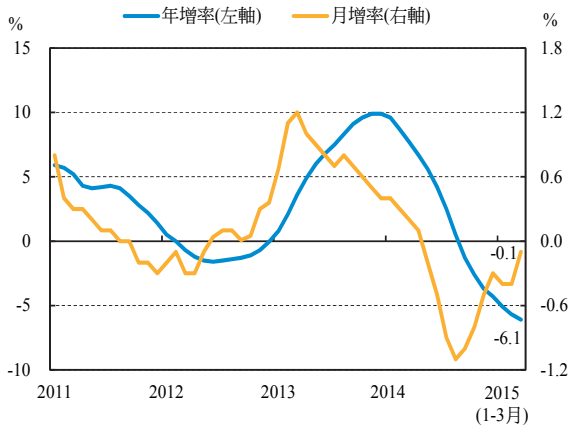
圖 2-13 中國大陸通膨率



資料來源：中國國家統計局。

受房地產調控措施及投資信心不足影響，2014年房地產銷售額下降7.8%；70大城市平均房價自2014年5月起轉趨下跌，且跌幅逐月擴大。9月起，為避免房地產價格下跌拖累經濟成長，部分二線城市陸續鬆綁限購禁令，中國人民銀行並於9月底放寬住房貸款限制[25]，房價跌幅轉趨縮小，12月底70大城市平均房價月增率縮減至-0.3%，惟年增率續降至-4.3%。2015年初房價仍呈下跌局面，房市持續低迷(圖2-14)，因此中國大陸政府進一步於2015年3月底推出多項房市鬆綁措施，包括降低二套房貸的首付款比率、縮短二手房營業稅免徵期限等優惠，以穩定房價及推動經濟成長。

圖 2-14 中國大陸70大城市平均房價上漲率



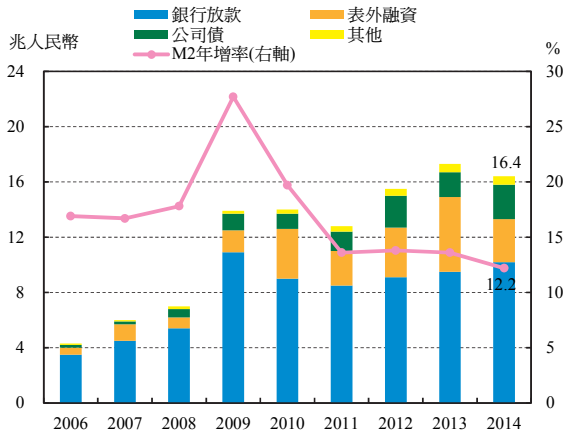
註：2011 年起之數據係 Thomson Reuters 依中國國家統計局公布之數據推算。
資料來源：中國國家統計局、Thomson Reuters。

[25] 放寬限制內容包括對於已擁有1間住房並已結清相關房貸的家庭，再次申請購屋貸款，銀行業可執行相同於首購住房者的貸款政策，貸款最低首付款比例為30%，貸款利率下限為貸款基準利率的0.7倍。

3. 社會融資規模略減，惟銀行不良貸款比率走高

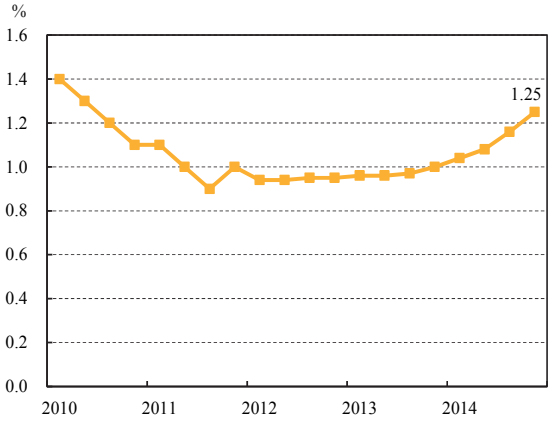
2014年第1季廣義貨幣供給M2年增率平均為12.9%，第2季隨著中國人民銀行擴大金融對實體經濟的支持，6月底年增率擴增至14.7%，惟年底回降至12.2%，略低於全年13%之目標[26]。此外，全體社會融資規模[27]亦由2013年之歷史高點17.3兆人民幣轉趨縮減，2014年為16.4兆人民幣，主要係中國大陸加強監管影子銀行體系[28]及金融機構去槓桿化等影響，導致信託及委託貸款等表外融資減少所致(圖2-15)；其中，銀行放款雖連續3年擴增，惟不良貸款比率因經濟增速放緩及結構調整等因素，由2013年底1.00%逐漸走高，2014年底上升至1.25%(圖2-16)。

圖 2-15 中國大陸全體社會融資規模及M2年增率



資料來源：中國人民銀行。

圖 2-16 中國大陸商業銀行不良貸款比率



資料來源：中國銀行業監督管理委員會。

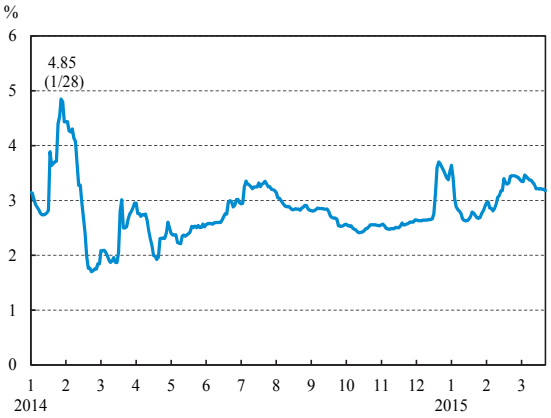
4. 針對地方政府債務陸續到期，相繼推出因應措施

根據中國審計署公布資料，2013年6月底地方政府整體債務約17.9兆人民幣，其中2.78兆人民幣將於2015年到期。由於經濟成長減緩，地方政府債務還本壓力增大，為強化國家財政及地方債務透明度，並藉由風險重訂價使地方政府債務負擔得以降低，中國大陸於2015年1月實施新預算法，將地方政府債務納入管理，並透過下列方式處理地方政府債務問題：(1)允許地方政府直接發行債

[26] 中國人民銀行將2015年M2增長目標調降至12%。
[27] 同註5。
[28] 根據中國國務院2013年107號文，影子銀行包括：(1)未持有金融執照，完全不受監管之信用中介機構，包括新型網路金融公司、協力廠商理財機構等；(2)未持有金融執照，存在監管不足之信用中介機構，包括融資性擔保公司、小額貸款公司等；(3)持有金融執照，但存在監管不足或規避監管之業務，包括貨幣市場基金、資產證券化、部分理財業務等。

券；(2)以借新還舊方式為既有債務進行再融資；(3)平衡地方政府支出與收入；(4)給予地方政府更多稅收彈性，除發行債券外，允許地方政府以開徵房屋稅作為擴充財源之工具。

圖 2-17 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。

此外，中國國務院於2015年3月核准1兆人民幣之地方政府債務轉換計畫，將部分融資平台債務轉換為期限較長、利率較低之地方政府債券，並於4月初決議提高全國社保基金投資地方政府債券之額度，以協助解決地方政府債務到期問題。

5. 採取寬鬆貨幣政策，以維持穩增長及調結構之平衡

為加強金融對實體經濟之支持，引導融資成本下降，以確保經濟穩步增長，2014年中國人民銀行採取多項寬鬆貨幣政策，包括2014年4月及6月陸續針對農業及小微企業推出定向降準措施[29]，其後改採定向寬鬆方式釋出資金，包括多次調降附買回操作[30]利率，以及採行中期借貸便利[31] (Medium-term Lending Facility, MLF)及短期流動性調節工具(Short-term Liquidity Operations, SLO)等貨幣政策工具，並於11月採不對稱降息[32]，分別調降金融機構1年期存款及貸款基準利率至2.75%及5.6%，為2012年7月以來首度降息。2015年第1季經濟成長趨緩，中國人民銀行於2015年3月續降存款及貸款基準利率至2.5%及5.35%，並分別於2015年2月及4月全面調降各類存款類金融機構存款準備率，以確保中國經濟穩健成長。在寬鬆貨幣政策下，上海銀行間隔夜拆款利率除於春節期間因資金需求上升而有走高現象外，大致呈小幅區間震盪(圖2-17)。

[29] 中國人民銀行2014年4月25日起，調降縣域農村商業銀行及農村合作銀行存款準備率各8碼及2碼，分別至16%及14%；6月16日再對三農和小微企業貸款達到一定比例的商業銀行，調降人民幣存款準備率0.5個百分點。

[30] 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，中國人民銀行稱為逆回購操作，係以中國人民銀行立場而言。

[31] 人行以設定利率及質押方式向特定金融機構釋出資金。期限一般為三個月。

[32] 係指存款與放款利率雖同步降低，惟利差改變。2014年11月人行調降存款利率0.25個百分點，放款利率調降0.4個百分點。

專欄1：近期國際油價下跌原因及對全球與臺灣經濟之影響

國際油價自2014年6月底以來下跌逾40%，除反映需求成長趨緩外，美國頁岩油與加拿大砂岩油供給加速成長，實為市場供過於求的關鍵因素，並與美國貨幣政策轉向致美元升值及原油期貨投機炒作等金融面因素有關。依據美國能源資訊署(Energy Information Administration, EIA)及國際能源總署(International Energy Agency, IEA)分析，2015年上半年國際原油供給仍大於需求，但下半年供需可望逐漸恢復均衡，使油價回穩。本專欄探討近期國際油價下跌之原因，以及其對全球與臺灣經濟之影響。

一、近期國際油價下跌原因及展望

(一) 近期國際油價下跌，主要因供給過剩及美元走強

布蘭特原油(Brent oil)價格從2014年6月19日高點每桶115.06美元，下跌至2015年1月13日46.59美元低點，跌幅約60%；近期略有止跌跡象，4月17日收在63.72美元。西德州中級原油(WTI)亦呈現類似走勢(圖A1-1)。

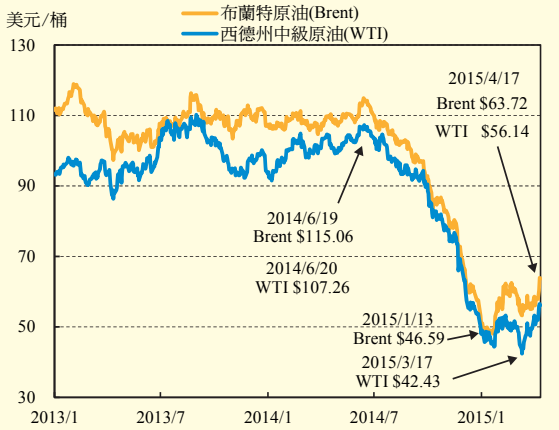
美國聯準會主席Yellen於2015年2月24日國會聽證表示，本波油價重挫主要來自供給面因素[1]，IMF亦持類似看法[2]。此外，BIS研究報告指出[3]，商品期貨交易與石油供需失衡，同為拖累油價大跌的因素。茲彙整本波油價下跌之可能原因如下：

1. 供給成長加速及需求減緩：EIA資料顯示，近3年全球供給量增加，主要來自美國頁岩油與加拿大砂岩油的供給增加。另經濟學人指出[4]，全球經濟疲軟、節能產品增加及替代能源崛起，導致原油需求成長趨緩。

2. 美國貨幣政策轉向：近半年來，多數以美元計價的大宗商品，價格均明顯走跌，與美國貨幣政策走向(本年可能升息)帶動美元升值有關[5]。

3. 期貨投機炒作：OPEC認為[6]，原油供給僅小幅增加，不至於使油價大跌，故油價暴跌主因可能與投機炒作有關。沙烏地阿拉伯石油部長則強調，投機客及誤導性資訊的散布，為油價下跌的重要因素。IMF亦指出[7]，金融投機是肇致油價波動的重要因素之一。

圖A1-1 原油期貨價格走勢



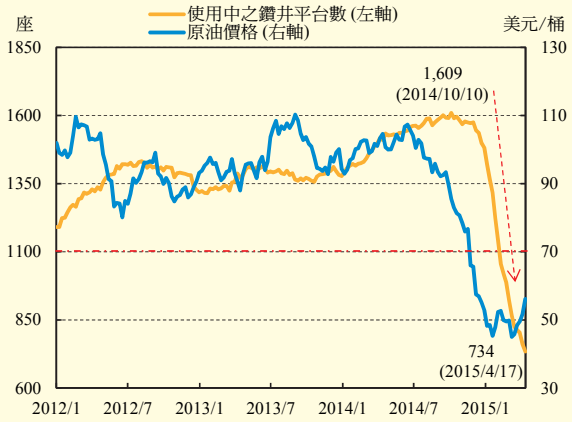
資料來源：Bloomberg。

(二) 原油市場展望

1. 低油價已使美國頁岩油投資放緩，有利原油供需平衡

美國頁岩油鑽井平台創下連續19週下滑，鑽井平台使用數量已自2014年10月10日的1,609座，下滑至2015年4月17日的734座，創2010年11月底以來最低紀錄(圖A1-2)。EIA經濟學家亦指出，由於油價下跌，本年美國頁岩油業者的投資額將銳減[8]。

圖A1-2 美國使用中鑽井平台數與WTI油價

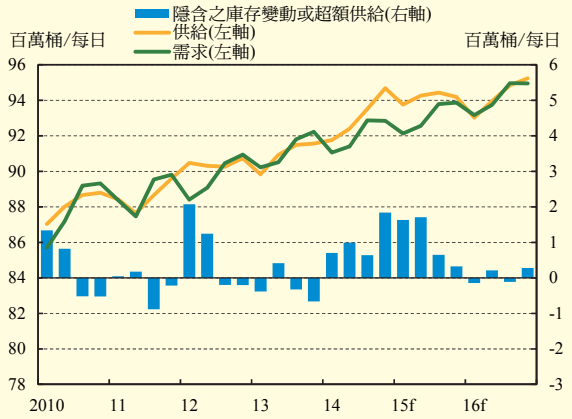


資料來源：Bloomberg。

2. 美國頁岩油業者對國際油價的訂價權增強

前聯準會主席Alan Greenspan表示[9]，儘管自1970年代石油禁運後，OPEC掌握原油的訂價權，惟近幾年頁岩油業者受惠於鑽油科技的突破，已取代OPEC成為更有效率的市場穩定者(more effective market stabilizer)。儘管本次OPEC欲透過價格戰使高生產成本者退出市場，目前已略見成效，頁岩油業者的新投資已有減緩跡象，惟因頁岩油業者的變動成本比重不高且產能調節具高度彈性，即使以油價每桶40美元而言，短期內，多數生產者仍不會退出市場。

圖A1-3 EIA能源市場展望報告



資料來源：EIA。

頁岩油的擴產已使原油市場轉為競爭市場，頁岩油業者取代OPEC成為生產調節者(swing producer)，市場普遍認為此代表如果油價走揚，因低油價而退場的頁岩油業者將重新投入生產而壓抑油價。油價已不易再見到每桶100美元之數字。

3. 2015年下半年，國際原油供需可望逐漸恢復平衡

依據EIA預測[10]，2015年上半年的超額供給將達每日170萬桶，惟下半年因低油價使北美的產量增速大幅減緩，加以全球需求成長，至2016年第1季，原油市場供需可望恢復平衡(圖A1-3)。值得一提的是，2015年4月2日伊朗與六大強權[11]針對限制核武談判達成初步共識，倘若未來伊朗所受經濟制裁獲得解除，其原油重回全球市場

將顯著影響全球原油供需及價格預測，並使EIA原本預估的2016年油價恐因此下修5~15美元[12]。

此外，儘管油價在回升前可能還會進一步下跌，但已有原油產區因油價重挫而減產，因此IEA下修非OPEC產油國的每日產量，另受惠於低油價，上修全球每日需求量[13]；2015年第2季超額供給將接近每日150萬桶，但下半年供給過剩問題將大幅改善，供需逐漸恢復平衡。

4. EIA預測2016年油價將緩步上揚

依據EIA及經濟學人智庫(Economist Intelligence Unit, EIU)預測，由於2015年上半年超額供給問題嚴重，因此油價低點或將落於第1、2季之間(布蘭特油價約每桶40~50美元)，下半年隨供需恢復平衡，油價可望逐漸回升；2015年全年均價約在50~60美元區間。預估2016年油價將緩步上揚，布蘭特油價約每桶70~75美元，西德州油價約每桶65~71美元。

二、低油價有利於全球經濟，惟原油進口國及出口國所受影響不同

根據IMF研究報告指出[14]，本波油價下跌50%，將使2015年全球GDP成長率提高0.3%~0.7%(表A1-1)。對通膨影響方面，倘若油價下跌造成美、歐及日本等主要國家整體通膨率下滑1個百分點，核心通膨將下滑0.2個百分點。

此外，世界銀行(World Bank)2015年1月「全球經濟展望報告」指出，當國際油價下跌30%，中期將提高全球GDP成長率約0.5個百分點；整體而言，油價下跌對原油進口國(例如印度、中國大陸等)有利，但不利原油出口國(例如俄羅斯、委內瑞拉等)(表A1-2)。

表 A1-1 本波油價下跌對全球、美國及中國大陸GDP之影響

單位：%

年度	全球GDP	美國GDP	中國大陸GDP
2015	+0.3 ~ +0.7	+0.2 ~ +0.5	+0.4 ~ +0.7
2016	+0.4 ~ +0.8	+0.3 ~ +0.6	+0.5 ~ +0.9

資料來源：IMF。

表 A1-2 國際油價下跌對全球經濟之影響

項目	油價跌幅	說　　明
全球經濟	30%	中期將提高全球GDP 0.5個百分點
石油進口國	10%	隔年其GDP成長0.1~0.5個百分點，且其財政與金融帳將顯著改善
石油出口國	10%	隔年其GDP減少0.8~2.5個百分點，且其財政壓力將顯著升高

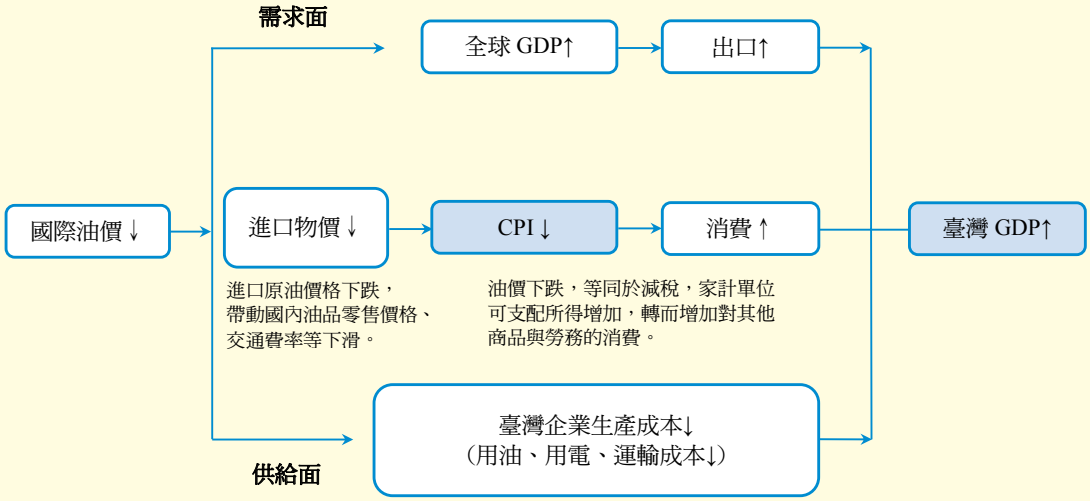
資料來源：World Bank。

三、臺灣經濟可望因國際油價下跌而受惠

就需求面而言，因國際油價下跌有利全球GDP，將間接增加臺灣整體出口[15]，並帶動投資；另進口原油價格下跌，帶動國內油品零售價格下滑[16]，等同於減稅，使得家庭部門可支配所得增加。就供給面而言，國際油價下跌，使得臺灣企業用油、用電及運輸成本下滑，間接使生產成本下滑，故有利增加生產(圖A1-4)。綜言之，臺灣可望因國際油價下跌而受惠。

根據梁啟源(2009)[17]及楊達鑫(2013)研究[18]結論推估，當國內油價下跌10%，估計臺灣GDP將增加0.10~0.24個百分點。另根據本行經濟研究處估算，國際油價下跌20%，反映至國內油品零售價格約跌10%，在國內油品零售價格跌10%且持續1年假設下，估計對CPI年增率之直接影響為-0.35個百分點，間接影響為-0.15個百分點，合計為下降0.50個百分點。

圖 A1-4 國際油價下跌對臺灣經濟的影響管道



資料來源：本行經研處。

註：1. Yellen, Janet (2015), *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking*, Housing, and Urban Affairs, Feb. 24.
2. Arezki, Rabah and Blanchard, Olivier (2014), *Seven Questions About The Recent Oil Price Slump*, iMFdirect, International Monetary Fund, Dec. 22.
3. BIS (2015), *Global liquidity: selected indicators*, Feb. 7.
4. Economist News (2014), *Oil Spill*, Economist, Dec. 15.
5. Frankel, Jeffrey (2014), *Why Are Commodity Prices Falling*? Project Syndicate, Dec. 15.；美元指數自2014年6月底迄本年4月17日約上揚22.1%。
6. Reuters News (2014), *OPEC Chief Defends Policy, Says Group to Try to Ride Out Price Fall*, Reuters, Dec. 14.
7. Beidas-Strom et al. (2014), *Oil Price Volatility and the Role of Speculation*, IMF Working Paper, No. 14/218, Dec. 18.
8. Resnick-Ault, Jessica(2015), *U.S. 2016 Oil Output Growth Seen Slowest in 5 Years-EIA*, Reuters, Jan. 14.
9. Greenspan, Alan (2015), *OPEC Has Ceded to the US Its Power over Oil Price*, Financial Times, Feb. 19.
10. US Energy Information Administration (2015), *Short-Term Energy Outlook*, Apr. 7.
11. 六大強權係指美國、英國、法國、德國、中國大陸及俄羅斯。
12. EIA預估伊朗目前至少持有3,000萬桶的石油庫存，其相信伊朗有能力在2016年底前將每日原油產量增加70萬桶。
13. 假設OPEC原油生產量維持在每日3,000萬桶。International Energy Agency (2015), *Oil Market Report for April*, Apr. 13.

14. 同註2。
15. 根據IMF估計，本波油價下跌50%，將使2015年全球GDP成長率提高0.3至0.7個百分點。儘管國際油價下跌，不利臺灣油品與石化相關產品外銷(約占總出口比重2成)，惟臺灣出口以電子、資通訊產品為主(約占4成)，故整體而言可望受惠於全球GDP上揚。
16. 臺灣為原油進口國，2014年原油進口占總進口比重約12%；2015年1~2月布蘭特原油價格較上年同期下跌51.49%，國內油料費下跌28.81%，使CPI年增率下降1.08個百分點，CPI年增率降為-0.56%。
17. 根據梁啟源(2009)研究，國內油價下跌20.6%，臺灣GDP將增加0.49個百分點，詳梁啟源(2009)，「能源價格波動對國內物價與經濟活動的影響」，中央銀行季刊，第三十一卷第一期，頁9-34。若依線性等比例換算，國內油價下跌10%，臺灣GDP將增加0.24個百分點。
18. 楊達鑫(2013)研究發現，國內油價上漲10%，2013年GDP將減少0.10~0.195個百分點，詳楊達鑫(2013)，「國內油價機制調整對經濟影響之研析」，國發會經濟研究年刊，第14期，頁67-79。若假設該模型模擬效果具有對稱性，則國內油價下跌10%，臺灣GDP將增加0.10~0.195個百分點。

專欄2：美國量化寬鬆貨幣政策退場對新興市場之影響

雷曼兄弟公司於2008年9月15日宣告破產，引發金融危機波及全球，美國金融體系受創嚴重，美國聯準會(Fed)旋即陸續採取3輪量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)政策，雖使美國公債殖利率下滑、股價上漲及房價明顯回升，惟其外溢效應(spillover effect)，已導致新興市場因鉅額資本流入，面臨貨幣升值、資產泡沫及通膨壓力。2013 年Fed高層曾多次釋放QE退場有關之訊息，新興市場股、匯市立即受到明顯影響。

由於美國經濟及就業數據逐漸好轉，Fed已於2014年1月起陸續縮減每月債券購買規模，並於同年10月底結束資產購買計畫，未來若Fed升息或停止債券到期本金再投資，對新興市場之影響不容小覷。

一、美國QE之內涵及效果

(一) QE之內涵

Fed分別於2008年11月、2010年11月及2012年9月實施3輪QE，購買資產規模累計達3.98兆美元(表A2-1)，導致2014年底Fed資產規模膨脹至4.5兆美元，約為2006年底的5倍。Fed採取一系列資產購買計畫，購入中長期資產，挹注市場大量流動性，壓低中長期利率，並透過通膨預期、財富效果、信用及匯率等管道激勵經濟成長。

表 A2-1 Fed資產購買計畫實施時程及規模

方案	QE1	QE2	QE3
實施期間	2008/11至2010/3	2010/11至2011/6	2012/9至2014/10
購買債券種類	1. 機構債(Agency Debt) 2. 機構房貸擔保證券(Agency MBS) 3. 政府公債	政府公債	1. 機構房貸擔保證券(Agency MBS) 2. 政府公債
資產購買規模	1.75兆美元	0.60兆美元	1.63兆美元

資料來源：Fed。

(二) QE之效果

QE實施以來，美國金融情勢逐漸回穩，資產價格上升，就業市場逐步改善，經濟呈現溫和成長，惟寬鬆流動性環境亦使資產價格泡沫疑慮浮現，且所產生之外溢效應亦導致新興市場面臨鉅額資本流入、貨幣升值及資產價格上升之壓力。

二、2013年Fed釋出QE可能退場之訊息，曾對新興市場造成不小影響

從美國實施QE1到QE3，造成大量資金流入新興市場，使新興經濟體貨幣升值，並推升股市；若美國QE退場，亦可能造成新興經濟體股、匯市反向走勢及波動加劇。因此，

Fed政策訊息之經常變動，常造成外資頻繁進出各國，對全球金融市場造成重大影響。

(一) Fed前主席於國會聽證會演說

Fed前主席柏南克(Bernanke)2013年5月22日於國會聽證會上首度釋出縮減QE3購債規模(tapering)訊息，亞洲新興市場立即受到明顯衝擊，外資以股市大幅淨賣超回應(表A2-2)，股、匯市亦多呈現反轉走勢(圖A2-1)。

(二) Fed前主席於美國國家經濟研究局演說

Fed前主席柏南克2013年7月10日於美國國家經濟研究局(National Bureau of Economic Research, NBER)演說後指出，逐漸縮減QE規模將視經濟情況調整，緩和市場不安，外資對亞洲金融市場之股市轉多呈淨買超(表A2-2)。

(三) Fed分行總裁發言

2013年8月6~8日有3家Fed分行總裁表示，支持當年底開始逐漸縮減QE規模，外資對亞洲金融市場之股市多轉為淨賣超(表A2-2)。

表 A2-2 美國貨幣政策不確定性造成外資頻繁進出亞洲國家股市

單位：億美元

期間 / 國家	2013/1/2至5/22 追逐風險 (risk on)		5/22至7/10 規避風險 (risk off)		7/11至8/5 追逐風險 (risk on)		8/6至8/21 規避風險 (risk off)	
	淨買賣超	股價變動	淨買賣超	股價變動	淨買賣超	股價變動	淨買賣超	股價變動
臺灣	51.03	9.08%	-53.34	-4.61%	31.69	1.58%	-16.30	-3.76%
南韓	-43.45	-0.16%	-43.59	-8.51%	17.52	5.05%	5.24	-2.54%
印度	144.86	3.18%	-9.69	-3.83%	-10.17	-0.58%	-4.28	-6.65%
印尼	25.67	20.65%	-30.34	-14.00%	4.03	3.62%	-5.67	-9.10%
泰國	-1.45	17.19%	-25.19	-14.89%	0.82	2.59%	-8.95	-4.86%
菲律賓	15.90	27.05%	-0.89	-14.58%	2.09	3.20%	-0.95	0.25%

註：1. risk on/risk off意指市場投資人因風險趨避程度下降/上升，而增持/減持風險性資產。
2. 股價變動為各國主要股價指數於當期之變化，依彭博資訊簡稱分別為：臺灣(TWSE)、南韓(KOSPI)、印度(SENSEX)、印尼(JCI)、泰國(SET)及菲律賓(PSEi)。
3. 追逐/規避風險時期，係反映Fed重要官員對外談話所釋放出之訊息造成市場投資人降低/提高風險趨避程度，進而買/賣風險性資產。上述重要訊息釋出時點包括：(1)柏南克2013.5.22於美國國會聽證會釋出縮減QE規模訊息；(2)柏南克2013.7.10於NBER演說後之說明，緩和市場對QE退場之疑慮；(3)2013.8.6~8.8期間有3家Fed分行總裁表達支持年底開始逐漸縮減QE規模。

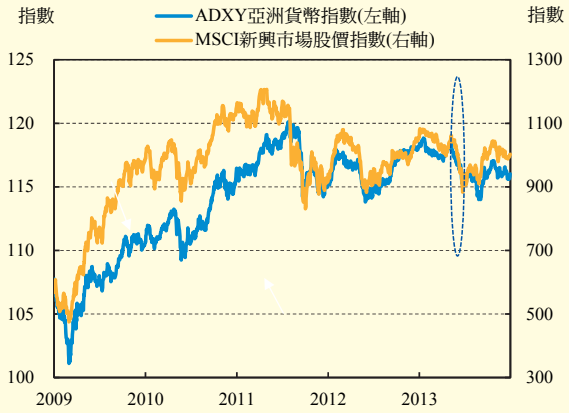
資料來源：本行整理。

三、美國QE退場對新興市場之影響

由於全球資金充沛，Fed於2014年10月底結束資產購買計畫，對國際經濟金融之影響尚不大。未來若美國經濟及就業數據持續好轉，Fed可能升息或停止債券到期本金再投資，全球資金將回流美國，對新興市場股、匯市之衝擊不低，惟歐洲央行(ECB)擴大QE規模[1]效果

發酵，以及其他主要國家央行續採寬鬆貨幣政策，應可緩和Fed升息之衝擊。

圖A2-1 亞洲貨幣指數與新興市場股價指數走勢



資料來源：Bloomberg、本行整理。

(一) QE退場衝擊新興市場

短期國際資本移動已經成為決定新興市場匯率及股價走勢的重要因素，惟外資常受到市場特定訊息影響，因而集體同為買方或賣方，快速進行轉換交易行為。這種因訊息不對稱與訊息不完全而出現的群聚行為，經常造成短期資金大量頻繁進出，使匯率及股市過度反應，偏離基本面。其中，美國貨幣政策訊息及走向，更是影響國際短期資本移動的重要關鍵因素。

QE退場對部分體質脆弱之新興經濟體影響較大，因市場資金可能從新興經濟體流出，導致其國內借款利率上揚、信用緊縮及資產價格下跌，引發金融市場動盪，相關不利影響並可能由金融體系傳導至實體經濟，使其經濟基本面惡化。

(二) QE退場對臺灣影響較小

相對於其他新興市場，由於臺灣經常帳持續呈現順差，加以外匯存底厚實，且金融體系之流動性相對充足，以及外債有限，資本外流的壓力相對較輕。因此，臺灣受美國QE退場的影響相對較小。例如2014年2月美國Fed針對15個新興經濟體(包含臺灣)之匯價升貶值與經濟脆弱性的研究指出[2]，經濟脆弱性愈高的新興經濟體，其匯價貶值愈嚴重，其中臺灣之經濟脆弱性最低，匯價相對穩定，面對QE縮減衝擊，其韌性明顯較佳。由於臺灣經濟基本面健全，未來Fed如開始升息，預期所受衝擊仍屬有限。

註：1. 歐洲央行於2015年1 月22 日宣布擴大資產購買計畫，自2015年3 月至2016 年9 月，每月增加購債600 億歐元，總規模將達1.14 兆歐元。

2. Fed 於2014年2月11日提交國會「貨幣政策報告書」(Monetary Policy Report)中，針對15個新興經濟體之匯價升貶值與經濟脆弱性進行分析。