

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：其他)

參加
**UBS Asset Management 舉辦之
「29th Reserve Management
Seminar」出國報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：吳京姿（四等專員）、黃馨儀（辦事員）

派赴國家：瑞士 Ermatingen

出國期間：112年6月17~25日

報告日期：112年9月20日

摘要

本報告主要介紹 UBS Asset Management 舉辦「29th Reserve Management Seminar」之核心議題，內容包括總體經濟趨勢與通膨走勢預測、黃金與固定收益投資、市場流動性、地緣政治風險及國家競爭力分析等議題。

近期通膨成因可分為「供給面通膨」及「需求面通膨」因素。供給面通膨因素隨著各國解封後，供應鏈恢復正常而緩解；惟 2020 年以來之需求面通膨因素，已由新冠肺炎疫情期間引起之商品類通膨，疫情後則移轉至服務類通膨。新冠肺炎疫情及俄烏戰爭似為原已存在的潛在通膨因素之催化劑，而潛在通膨因素除人口結構轉變及能源轉型等趨勢外，尚有去全球化（Deglobalization）及貿易保護主義等之興起，皆為影響未來通膨之中長期重要趨勢。

2008 年金融海嘯後所形成之長期低利率環境，使黃金被視為相對保值資產之一，發展中經濟體因而開始累積黃金儲備；另 2014 年歐美國家對佔領克里米亞的俄羅斯實施金融制裁，俄羅斯央行即開始大量購買黃金。另根據研究發現，發展中經濟體若同時被數個主要國家實施制裁，被制裁國家可能更積極增加其黃金儲備。

債券市場流動性在市場不確定性較高時，市場參與者之交易需求增加，價格波動度因而上升，導致流動性惡化。2022 年的債券市場流動性惡化，並非市場發生基本面變化，主要係這段期間市場波動較大所導致。惟仍應密切監控美國公債市場的流動性，將有助於控管債券投資之風險。

目錄

壹、 前言.....	7
貳、 全球總體經濟分析.....	8
一、 後疫情時代，影響通膨及經濟成長之趨勢探討.....	8
二、 全球經濟及通膨走勢短期因素回顧與預測.....	9
三、 影響通膨長期走勢之結構性因素.....	13
四、 地緣政治風險為左右未來全球經濟長期成長之重要因素.....	15
參、 全球央行黃金儲備趨勢與分析.....	23
一、 全球央行黃金儲備之現況分析.....	23
二、 配置黃金儲備之正反面考量.....	25
三、 全球央行黃金儲備之歷史增減變化.....	27
四、 影響各國黃金儲備於外匯存底占比之總體因素.....	28
五、 地緣政治及制裁風險對黃金儲備之影響.....	30
六、 影響未來黃金價格之可能因素.....	32
肆、 債券市場流動性分析.....	33
一、 流動性觀察指標.....	33
二、 市場流動性與價格波動度呈負的關聯性.....	36
三、 債券市場動盪亦伴隨高交易量.....	37
四、 小結.....	37
伍、 2023 年國家競爭力排名與分析.....	38

一、 2023 年 IMD 世界競爭力臺灣排名晉升至全球第 6 名	38
二、 國家關鍵競爭力	38
三、 未來須更重視「危機管理能力」	38
陸、 心得與建議	39
參考資料	41

圖目錄

圖 1 未來 5 年可能發生之通膨及經濟成長率組合及相應情境.....	8
圖 2 近年全球通膨率.....	10
圖 3 近年各時期之通膨成因.....	11
圖 4 高盛評估美國於未來 12 個月衰退機率低於 Bloomberg 調查結果.....	11
圖 5 高盛預估美國今明兩年經濟成長率.....	12
圖 6 高盛預估 2024 年上半年歐洲區消費者信心將轉強.....	12
圖 7 中國大陸面臨房市放緩及人口結構快速老化之風險.....	13
圖 8 全球貿易及 FDI 數據已逐漸反映去全球化趨勢.....	16
圖 9 美中貿易緊張局勢的時間軸.....	17
圖 10 近年地緣政治風險帶動企業對生產回流的興趣.....	18
圖 11 戰略部門及半導體產業之供應鏈調整較明顯.....	19
圖 12 FDI 流向開始重新配置.....	20
圖 13 地緣政治立場對 FDI 地區配置影響力日增.....	20
圖 14 發展中經濟體不論是在「戰略指數」或「地緣政治指數」皆落於脆弱性高的象限.....	21
圖 15 經濟分裂將使全球產出下降.....	22
圖 16 過去 20 年間全球 non-FDI 資產違約曝險額快速擴大.....	23
圖 17 全球央行 2023 年對未來 5 年外匯存底中黃金儲備占比之看法.....	24
圖 18 各國央行 2023 年第 1 季黃金淨買賣量（國家別）.....	25

圖 19 已開發經濟體及發展中經濟體持有黃金儲備之變化.....	27
圖 20 黃金之最大買方與賣方（2000 年至 2021 年底）.....	28
圖 21 當 GEPU 指數變動 1%，12 個月內黃金購買數量及黃金儲備占比之累積變動.....	30
圖 22 美國 OFAC 重要制裁國家之黃金儲備占比.....	31
圖 23 影響全體國家及發展中經濟體黃金儲備占比之個體因素.....	31
圖 24 FED funds rate 對於黃金價格與 10 年期 TIPS 相關性之變化.....	32
圖 25 美國公債買賣價差（2019 年 1 月至 2022 年 10 月）.....	34
圖 26 美國公債委託量深度（2019 年 1 月至 2022 年 10 月）.....	34
圖 27 美國公債價格影響程度（2019 年 1 月至 2022 年 10 月）.....	35
圖 28 五年期美國公債之價格影響程度與價格波動度的關係.....	36
圖 29 美林公債波動度指數（MOVE Index）與美國公債流動性指數.....	40

壹、前言

UBS 資產管理公司於瑞士舉辦為期一週之「29th Reserve Management Seminar」講座，邀請財經相關領域專家與學者分享最新國際經濟情勢看法，參加學員主要來自各國央行、主權基金及退休基金等。課程內容包括總體經濟趨勢與通膨走勢預測、黃金與固定收益投資、市場流動性、地緣政治風險及國家競爭力分析等議題，並討論相應之投資策略。

2020 年起發生許多市場重大事件，先是新冠肺炎疫情擴散，造成全球供應鏈混亂；接著 2022 年發生俄烏戰爭，帶動國際能源價格上漲，大幅扭轉以往通膨平穩的環境，使多數國家邁入 2008 年金融海嘯以來通膨最高之時期。如何控制通膨及避免經濟大幅衰退，係全球央行目前面對之嚴峻挑戰。

根據本次講座與會者之投票結果，選出 2023 年前 3 大風險來源，分別為：1.地緣政治風險升高（主要來自俄烏戰爭及美中衝突）、2.通膨持續可能導致長期利率高於預期，以及 3.未來可能步入經濟衰退。因此本文將探討後疫情時期通膨之可能成因，瞭解近期去全球化、氣候變遷、人口紅利消退、人工智慧工具興起及地緣政治變化等趨勢，分析其如何影響未來通膨預期及全球經濟走勢。

此外，根據世界黃金協會「2023 年全球央行黃金儲備調查」，約有 62%參與調查央行表示黃金占全體外匯準備資產之地位將提升，因此本文將進一步探討近期全球央行黃金儲備之趨勢。另觀察自 2020 年以來債券市場的變化，不僅價格之波動度增加，債券市場流動性亦大幅波動，本文也將分析債券市場流動性之關聯指標，以及其對債券投資風險之影響。

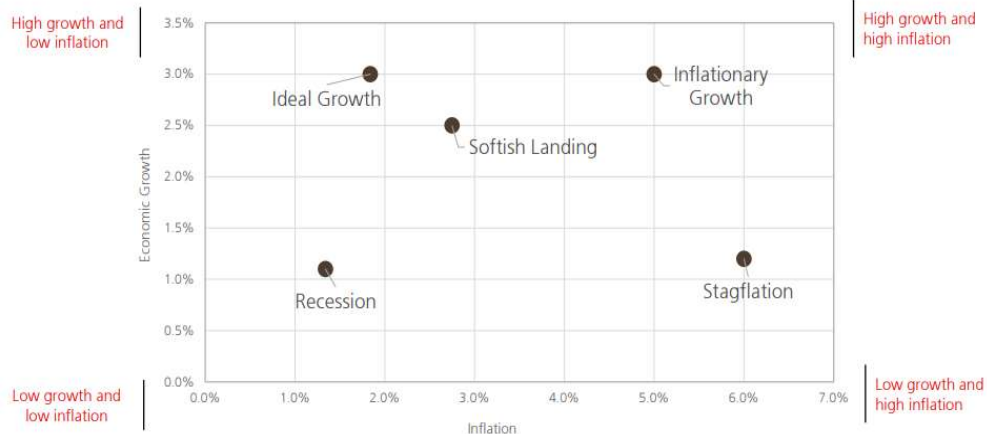
貳、 全球總體經濟分析

一、 後疫情時代，影響通膨及經濟成長之趨勢探討

在上一輪經濟循環中，通膨率持續低於 2%，一般認為係全球化、科技進步或亞馬遜效應等結構性因素形成遏制通膨壓力，特別是 1990 年代末及 2000 年代初，由科技業帶動的生產力成長對消費品價格施加下行壓力，使得美國聯準會當時得以在沒有通膨壓力的情況下，將利率維持在可使勞動市場處於歷史緊俏水準的程度，亦即低通膨、低利率及低波動的大溫和時期（Great Moderation）。

自 2020 年起，在新冠肺炎疫情及俄烏戰爭帶來的供給面衝擊下，通膨一改在上一輪經濟週期長期維持的低水準，以戲劇化的方式回歸，特別是聯準會自 2022 年中啟動升息循環並迅速提高基準利率，但就業市場仍持續緊俏並形成薪資成長壓力，令大眾擔憂高通膨時代是否已來臨？UBS 認為現在美國通膨高峰期已過，但通膨已難回到大溫和時期水準。

圖 1 未來 5 年可能發生之通膨及經濟成長率組合及相應情境



資料來源：UBS Asset Management

UBS 將未來 5 年可能發生之通膨及經濟成長率組合及相應情境彙整如圖 1，其認為較可能發生之情境為韌著陸¹（Softish Landing）或衰退

¹ 聯準會主席 Powell 曾在 2022 年 5 月提及韌著陸（Softish Landing）一詞。根據經濟學家 Nouriel Roubini 解釋，「韌著陸」係指央行達成通膨目標，但過程中卻把經濟推向短暫溫和的衰退；而「軟著陸（Soft Landing）」則指央行將通膨壓低到目標水準，並順利避開衰退。

(Recession)。此外，影響長期經濟成長率的最大不確定因素即為地緣政治風險引發的分裂，現階段該風險雖因美中貿易摩擦逐步升溫，惟目前尚不至於引發經濟衰退。

以下將先行檢視短期全球通膨成因及未來 12 個月內陷入經濟衰退之可能性，再探討可能影響通膨長期走勢之結構性因素，以及地緣政治風險對全球長期經濟成長的影響評估。

二、 全球經濟及通膨走勢短期因素回顧與預測

(一) 近期通膨成因回顧

根據 UBS 首席經濟學家 Paul Donovan 歸納 2020 年以來通膨成因，本波全球通膨壓力來源已由疫情期間之商品類，經濟重啟後移轉至服務類。

1. 供給面通膨

(1) 2020 年至 2021 年

新冠肺炎疫情爆發並對全球經濟活動造成重大衝擊，歐美等主要經濟體採需求面刺激，透過採取超寬鬆貨幣政策及大規模財政刺激措施因應，加以疫苗接種逐漸普及與各國陸續解封，進一步帶動需求升溫，但疫情反覆及供應鏈瓶頸問題持續導致供給面恢復速度不及需求面，且能源等大宗商品供需亦失衡，全球通膨率隨之走揚。

(2) 2022 年至 2023 年

因 2022 年 2 月爆發俄烏戰爭，帶動國際能源價格上漲，加上中國大陸續採嚴格的防疫措施，使得供應鏈再度受阻，導致 2022 年第 3 季全球通膨率升至 2 次石油危機後新高點的 8.15%，聯準會等主要央行因而改採緊縮貨幣政策以抑制物價上漲，隨後全球經濟趨緩，供應鏈壓力緩解，全球通膨率遂隨商品類價格漲勢趨緩而逐步下降。



資料來源：IMF

2. 需求面通膨

除供給面因素外，有關新冠肺炎疫情所催生之需求面因素，可分為以下階段：

(1) 2020 年至 2022 年

新冠肺炎疫情期間，消費者囿於政府防疫措施及自主性減少人群接觸而無法外出消費，致餐飲業等服務類消費受到嚴重衝擊；但在政府補助以及遠距上班趨勢帶動下，消費者購買電視機及筆記型電腦等消費型耐久財之意願大增，加以線上購物發達，商品類消費需求較不受疫情影響，惟因全球供應鏈瓶頸使得商品供應延宕，進而造成供不應求，成為該期間拉抬通膨之主要因素。

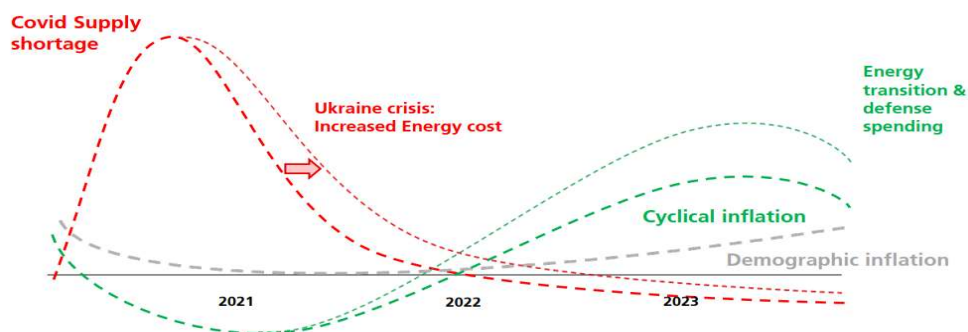
(2) 2022 年迄今

屬追求利潤導致的通膨(Profit-Led Inflation)。消費需求隨著疫情趨緩、經濟活動重啟而升溫，特別是疫情期間受壓抑的旅遊、娛樂及餐飲業等服務類需求，但疫情期間相關從業人員流失嚴重，且人員需耗時招聘及養成，勞動缺口無法即時回補，導致服務業缺工嚴重，勞工薪資因而上漲，因此目前全球通膨壓力來源已由商品類移轉至服務類消費。

此外，由於服務類需求強勁，零售商或服務業者開始透過提高價格轉嫁成本於消費者，並從中賺取更高的利潤(Greedflation)。但隨著政府

已開始介入制止物價哄抬行為，前述需求面通膨應屬暫時性因素，不致產生持續性影響²。

圖 3 近年各時期之通膨成因



資料來源：UBS Asset Management

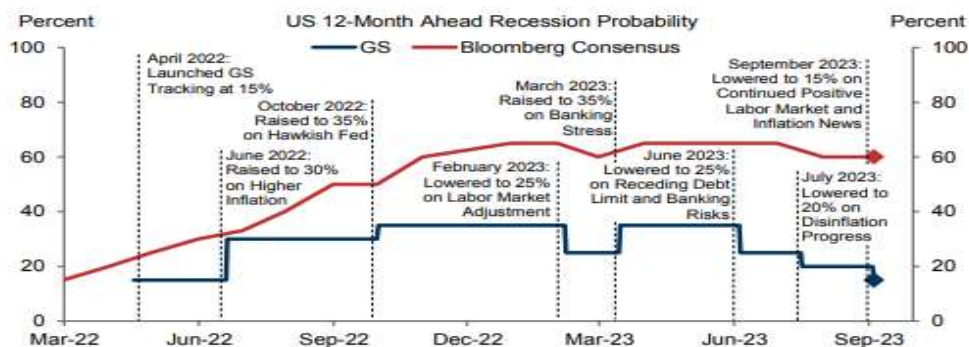
(二) 主要經濟體未來 12 個月內陷入經濟衰退之可能性

根據高盛 9 月份報告³，預計短期內大部分已開發經濟體及發展中經濟體走勢將為軟著陸（Soft Landing），較前述所提及的韌著陸樂觀。

1. 美國

高盛將美國於 12 個月內經濟陷入衰退之機率調降至 15%（圖 4），低於 Bloomberg 調查結果之 60% 衰退機率，主要原因有二：首先，預期 2024 年美國就業市場將保持穩健、薪資所得亦將持續增長，並對實質可支配所得形成支撐（圖 5）；其次，高盛並不認為緊縮貨幣政策與經濟衰退兩者存在必然的關係。

圖 4 高盛評估美國於未來 12 個月衰退機率低於 Bloomberg 調查結果

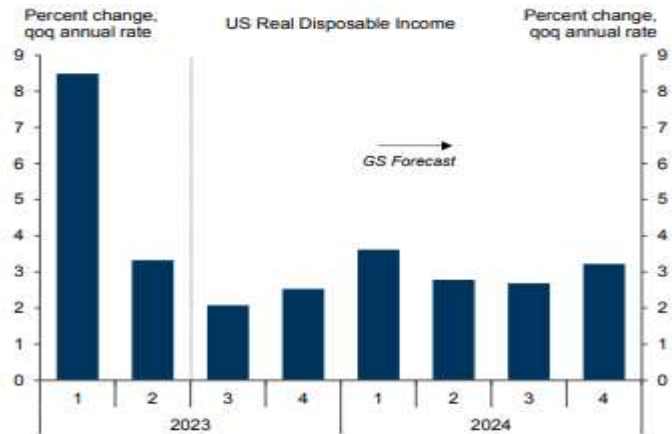


資料來源：Goldman Sachs

² Daniel, Will (2023), “America’s latest inflation wave is all about corporations ‘using excuses’ and ‘cover’ to increase profits, says top UBS economist”, Fortune, June 16.

³ Hatzius, Jan (2023), “Global Views: Soft Landing Summer,” *Goldman Sachs Economic Research*, Sep. 4.

圖 5 高盛預估美國今明兩年經濟成長率

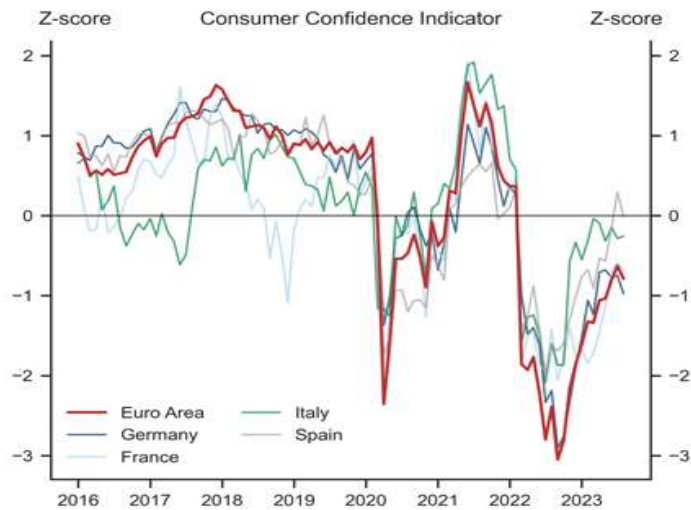


資料來源：Goldman Sachs

2. 歐洲

高盛⁴認為 2024 年上半年歐洲經濟成長可望回溫，主要係考量以下因素：製造業景氣應可在全球庫存週期帶動下轉強；預期實質家庭收入將受惠於通膨下降而增加，並提振消費者信心（圖 6）；預計緊縮貨幣政策對經濟的影響將在 2024 年上半年逐漸消退。

圖 6 高盛預估 2024 年上半年歐洲區消費者信心將轉強



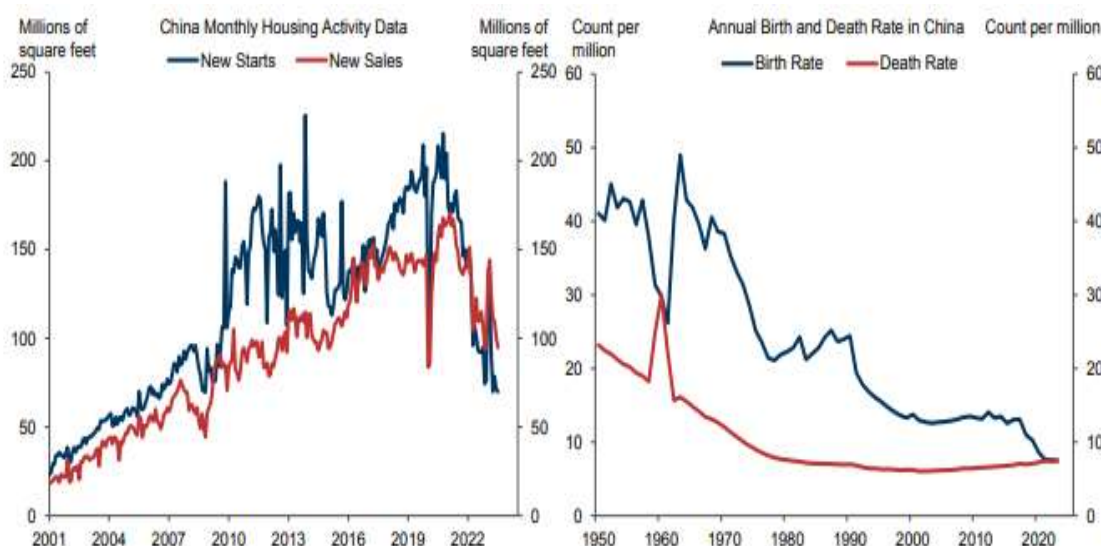
資料來源：Goldman Sachs

⁴ Stehn, Sven Jari (2023), "European Views: One for the Road," *Goldman Sachs Economic Research*, Aug. 31.

3. 中國大陸

中國大陸目前主要面臨兩大難題：房市放緩及人口結構快速老化（圖 7），在房市部分，高盛認為，中國大陸銀行仍具備吸收損失之能力，且官方亦仍維持「避免雷曼時刻發生」的承諾與態度，因此發生資本流動突然停止（Sudden Stop）的狀況發生機率仍低；然而在人口結構老化的部分，高盛提醒若中國大陸官方鼓勵民眾生育及改善人口結構之相關政策無效，人口結構可能存在走向日本化（Japanification）之風險。

圖 7 中國大陸面臨房市放緩及人口結構快速老化之風險



資料來源：Goldman Sachs

三、影響通膨長期走勢之結構性因素

隨著疫苗接種普及化使疫情受到控制、各國國界解封使得供應鏈恢復，前述事件對通膨的衝擊看似逐漸減緩，但新冠肺炎疫情對通膨的影響不僅限於拉抬消費者暫時性消費需求或供應鏈斷鏈，其亦可能對人口結構產生長期性的影響；同理，俄烏戰爭不僅導致暫時性的油價上漲，其亦促使綠能轉型的加速進行。簡言之，新冠肺炎疫情及俄烏戰爭可能成為原本早已存在的潛在通膨因素催化劑，而潛在通膨因素除前述之人口結構轉變、能源轉型

外，尚有去全球化（Deglobalization）及貿易保護主義興起等，皆為左右通膨中長期走勢的重要趨勢，茲分述如下：

(一) 人口紅利消退可能形成通膨上行壓力

當老年人口占比逐漸增加，意味著較低的產出以及較高的社會福利支出，在其他條件不變下，將導致通膨壓力上升。根據經濟學家 Charles Goodhart 及 Manoj Pradhan⁵研究指出，過去 10 年全球低通膨，主要仰賴中國大陸充足的勞動人口生產大量商品支撐，但隨著中國大陸人口紅利快速消退，預期全球通膨壓力將隨之上升。

(二) 氣候變遷與綠色經濟趨勢可能對通膨形成上行壓力

氣候變遷可能引發缺水及極端氣候等問題、降低農業和畜牧業的產出，恐將致糧食價格上漲並增加通膨壓力；此外，若消費者轉而購買太陽能板或電動汽車等更昂貴的綠色能源產品，因為新產品短期內不易反映在官方通膨統計資料上，惟若政府實施碳稅或迫使企業轉而使用成本較高的可再生能源，則企業成本上升可能會轉嫁至消費者價格並反映在通膨統計數據上，並引發綠色通膨（Greenflation）。

目前最廣泛引用的碳社會成本每噸約介於 50 美元到 200 美元之間，因此可作為碳費的定價參考，高盛⁶估計美國碳稅將呈線性上升，到 2030 年每噸約可達到 100 美元，大致符合 2050 年達到碳中和目標所需的進度。預計碳稅將使每年的名目通膨率上升 0.25%，核心通膨率上升 0.1%。

⁵ Goodhart, Charles, & Pradhan, Manoj (2020), “*The Great Demographic Reversal: Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival* (1st Ed.),” Palgrave Macmillan.

⁶ Hatzius, Jan, Phillips, Alec, Mericle, David, Hill, Spencer, Walker, Ronnie, Krupa, Tim, & Abecasis, Manuel, (2023), “Rethinking the Inflationary Effects of Deglobalization and the Green Transition,” *Goldman Sachs US Economic Analyst*, July 17.

(三) 去全球化對通膨之可能影響

整體而言，目前進行中的製造業回流某種程度上可能會帶來輕微的通膨壓力，因為美國政府補助企業在美國國內生產的成本；而多元化全球供應來源的壓力亦可能稍微增加通膨壓力。

高盛指出，若企業出於非經濟性考量而將生產線轉移至成本較高的國家，例如擔心疫情或地緣政治衝突等，則包括製造業回流（Reshoring）、近岸外包（Near-Shoring）及友岸外包（Friend-Shoring）等去全球化（Deglobalization）現象皆可能將產生通膨效應，此外，較高的關稅也將直接對消費者價格產生通膨效應；且貿易量減少導致的生產力下滑亦將間接增加通膨壓力。例如美國前總統川普執政時期對中國大陸進口商品徵收關稅，可能令一年內通膨率上升約 0.25%。

(四) 人工智慧工具的應用對通膨之可能影響

近期人工智慧工具的快速發展引發各界討論，其中亦包括對總體經濟以及通膨等面向的影響。根據高盛估算⁷，人工智慧工具的應用在未來 10 年將推升美國及其他主要經濟體之生產力年成長率 1.5%，堪比過去開始運用電力及電腦/網路科技的效果，惟該生產力提升帶來的總體經濟效果仍需視假設而定。

四、地緣政治風險為左右未來全球經濟長期成長之重要因素

近年來英國脫歐、美中貿易緊張以及俄烏戰爭等事件突顯地緣政治風險，已因各國政策逐漸升溫，全球化放緩（Slowbalization）現象漸趨明顯。UBS 認為，地緣政治風險已逐漸成為左右全球經濟走向的重要因素，更對金融市場產生極大的擾動，另 IMF 於「世界經濟展望」中⁸，針對地緣政治

⁷ Wilson, Dominic & Chang, Vickie (2023), "The Impact of Artificial Intelligence on Macro Markets," *Goldman Sachs*, July 20.

⁸ IMF (2023), "World Economic Outlook: A Rocky Recovery," Washington, DC, April.

風險如何影響外人直接投資（Foreign Direct Investment，下稱 FDI）提供進一步分析。

IMF 報告指出，全球化放緩的跡象最早始於 2008 年全球金融危機，當年 FDI 占全球 GDP 比重由歷史高點的 5.3%，2008 年僅有 3.7%，隨後則一路走跌，2018 年至 2022 年間平均為 1.3%，明顯不及 2000 年代的平均值 3.3%（圖 8）。

圖 8 全球貿易及 FDI 數據已逐漸反映去全球化趨勢

商品及服務貿易占 GDP 比重(%)

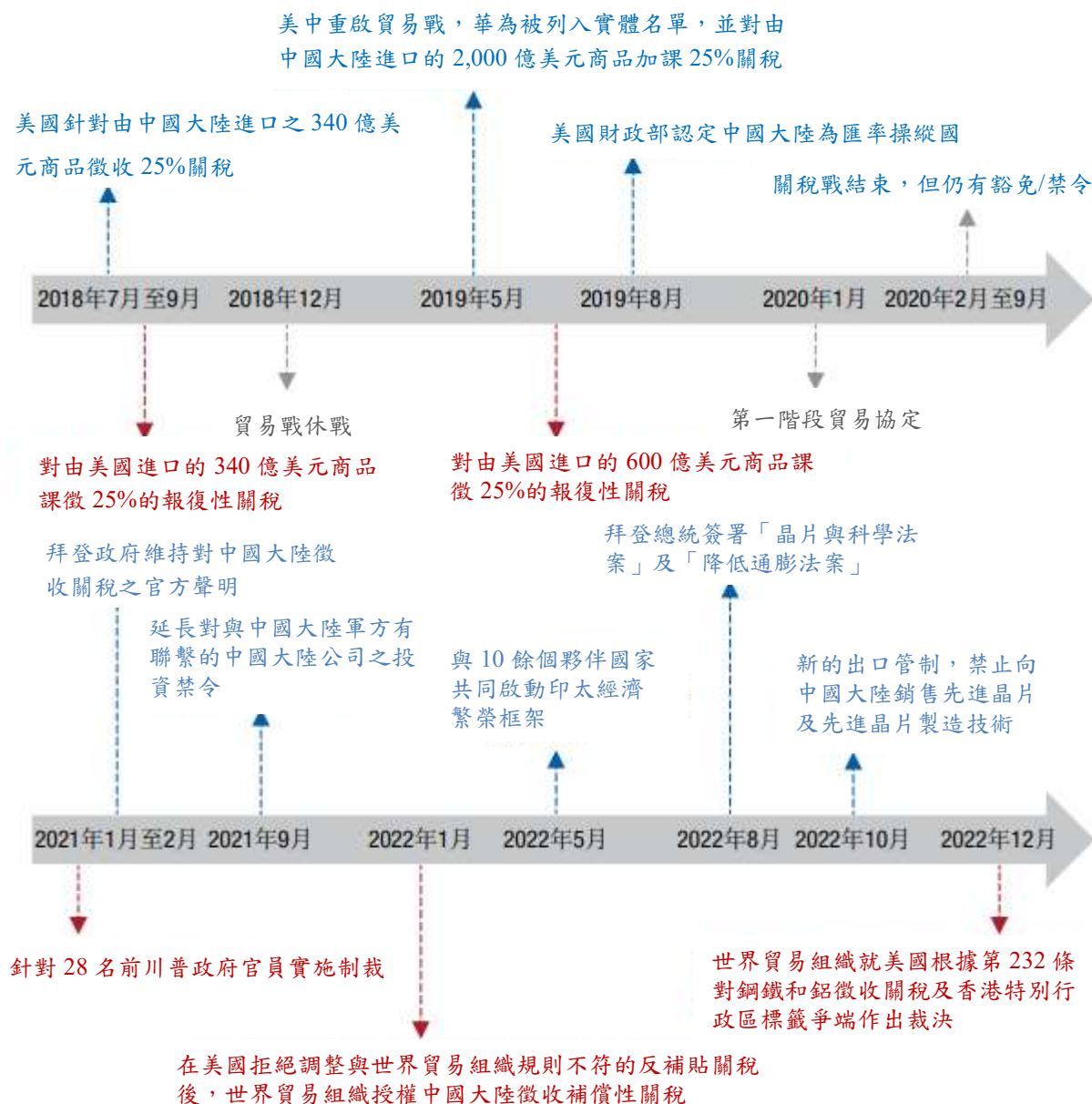
FDI 占 GDP 比重(%)



資料來源：IMF

同時可以發現，美中貿易摩擦更進一步加劇地緣政治風險，或許是影響 FDI 走緩的原因之一（圖 9）。

圖 9 美中貿易緊張局勢的時間軸



註：藍色字體表示美國政府採取的措施；紅色字體表示中國大陸政府採取之措施；

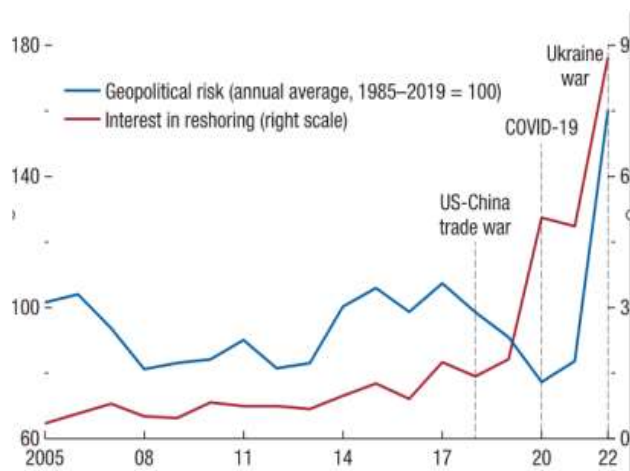
灰色字體表示雙方達到共識後之共同措施

資料來源：IMF

雖然並非單一因素導致全球化放緩，但在主要國家政府紛紛祭出的一系列政策，例如美國的「晶片與科學法案（CHIPS and Science Act, CHIPS Act）」及降低通膨法案（Inflation Reduction Act）、歐盟的「歐洲晶片法案（European Chips Act, ECA）」等之推波助瀾下，企業對於生產回流

(Reshoring)、近岸外包 (Near-Shoring) 及友岸外包 (Friend-Shoring) 的興趣顯著增加 (圖 10)，並透過生產及採購政策的調整，影響供應鏈網絡。

圖 10 近年地緣政治風險帶動企業對生產回流的興趣



資料來源：IMF

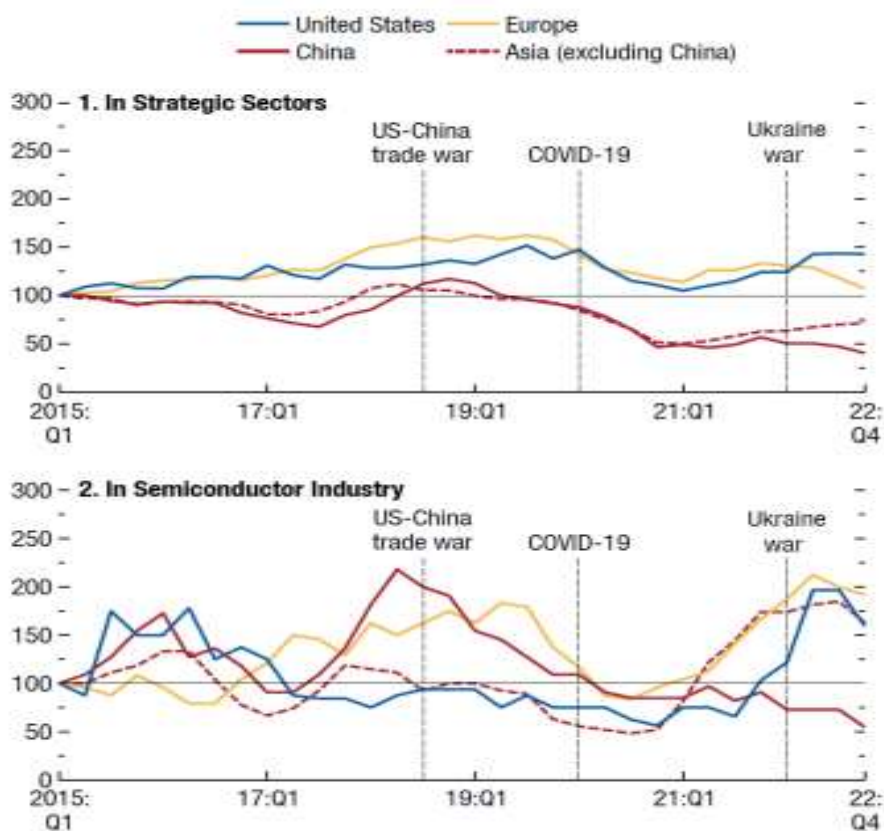
(一) 企業供應鏈調整，致 FDI 流向已開始重新分配

根據 IMF 報告，前述企業供應鏈調整已反映在以下兩個面向：

1. 首先是受到前述趨勢影響的產業主要集中在戰略部門及半導體產業，此結果也與高盛報告⁹一致，目前為止，大部分生產回流美國，且主要集中在受惠於晶片與科學法案及降低通膨法案等政府透過大量補貼以提供回流誘因的相關企業。由圖 11 可觀察到，不論是戰略部門或半導體產業，自美中貿易戰後，企業在中國大陸之 FDI 皆呈現下滑趨勢；除了在新冠肺炎疫情期間下滑外，歐洲及美國的 FDI 則大致呈走升趨勢。值得注意的是，半導體產業流向歐洲的 FDI 再度超越中國大陸，差距為 2015 年以來最大。

⁹ Hatzius, Jan, Phillips, Alec, Mericle, David, Hill, Spencer, Walker, Ronnie, Krupa, Tim, & Abecasis, Manuel, (2023), "Rethinking the Inflationary Effects of Deglobalization and the Green Transition," *Goldman Sachs US Economic Analyst*, July 17.

圖 11 戰略部門及半導體產業之供應鏈調整較明顯



資料來源：IMF

2. 其次則是 FDI 流向在區域間的重新配置，圖 12 為 FDI 來源地區及目的地區比較圖（2020 年第 2 季至 2022 年第 4 季與 2015 年第 1 季至 2020 年第 1 季之比較），可以觀察到亞洲地區及中國大陸不論是身為 FDI 的來源國或接收國，其占比相對其他地區皆有所下滑，儘管無法排除部分原因係受到新冠肺炎疫情期間之封控措施干擾所致；惟美國及歐洲經濟體等地區，FDI 並非全部呈下滑態勢，而是有增有減，且美國對中國大陸之直接投資降幅更高達 40.6%，降幅遠大於對其他地區之直接投資；同時，美國對歐洲發展中經濟體之直接投資卻有所提升，整體而言顯示出 FDI 流向已開始重新分配。

圖 12 FDI 流向開始重新配置

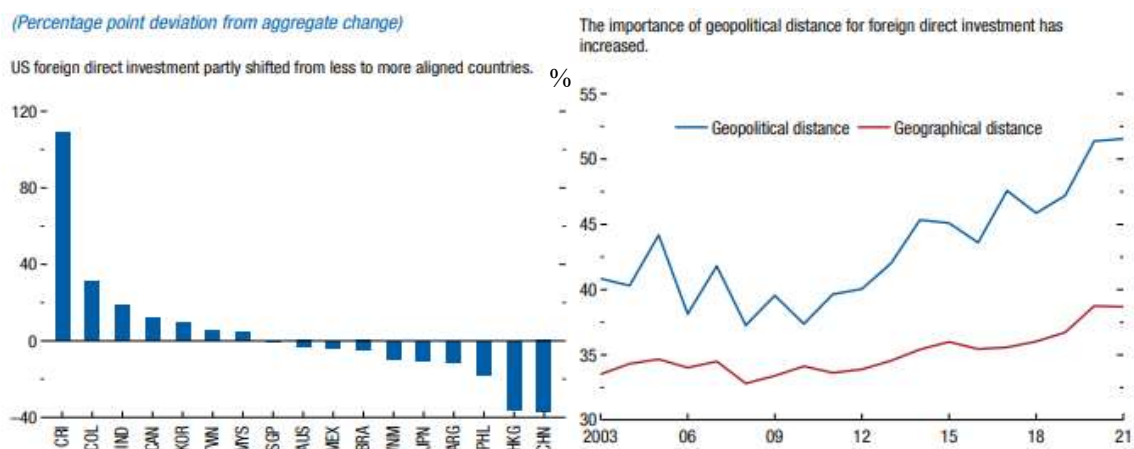
Source regions	Rest of the world	26.4	7.1	5.3	11.4	-3.7	-24.7	18.6
	China	-22.1	-6.9	-17.8	-31.3	-44.3		-31.9
	Asia excl. China	-3.2	-8.7	-11.7	-2.4	-23.7	-49.2	-4.4
	Emerging Europe	27.6	2.9	9.9	18.1	-22.3	13.9	-11.5
	Advanced Europe	7.5	-11.7	9.3	-0.9	-9.8	-19.7	8.6
	Americas excl. US	18.6	27.3	14.9	34.0	5.9	-13.3	27.6
	United States		9.2	0.6	19.4	2.3	-40.6	21.6
		United States	Americas excl. US	Advanced Europe	Emerging Europe	Asia excl. China	China	Rest of the world
		Destination regions						

資料來源：IMF

(二) 地緣政治立場對 FDI 地區配置影響力逐漸突顯

觀察同一期間美國對外直接投資之地區分布變化（圖 13 左側），可發現美國直接投資流向由原先政治立場差異較大的地區（例如中國大陸及越南）轉向政治立場較接近的地區（例如加拿大及南韓）。為了檢驗地緣政治是否影響 FDI 的投資決策，IMF 運用「立場點距離法」衡量國家間的地緣政治立場關係，並與地理距離遠近進行比較（圖 13 右側），可觀察到在過去 20 年間，相較於地理距離，地緣政治立場對 FDI 之影響力增加的幅度較大。

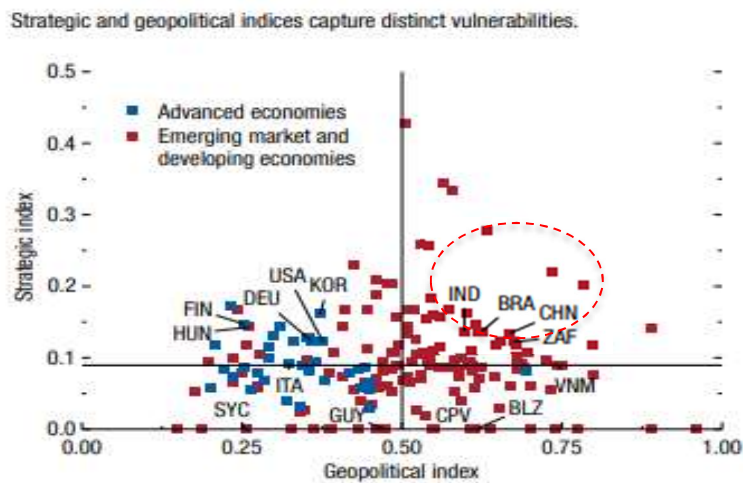
圖 13 地緣政治立場對 FDI 地區配置影響力日增



資料來源：IMF

在 FDI 區域移轉趨勢下，為衡量各接受國現在之直接投資存量可能受到影響的程度，IMF 另編製「地緣政治指數（反映來源國及接受國的地緣政治距離）」、「市場力量指數（接受國在接受 FDI 領域所擁有的市場力量）」以及「戰略指數（戰略性產業在 FDI 之比重）」等三個子指數，並組合為「脆弱性指數」。

圖 14 發展中經濟體不論是在「戰略指數」或「地緣政治指數」皆落於脆弱性高的象限



資料來源：IMF

3 個子指數中，「地緣政治指數」與「戰略指數」彼此相關性不高，由圖 14 可見，不論是發展中經濟體或已開發經濟體，在「戰略指數」重疊程度高；在「地緣政治指數」方面，已開發經濟體多落在脆弱性低的象限，而發展中經濟體則多落在脆弱性高的象限。

值得注意的是，包括中國大陸、印度及巴西等大型經濟體不論是在「戰略指數」或「地緣政治指數」皆落在脆弱性高的象限，反映出發展中經濟體在接受 FDI 方面較易受到地緣政治風險影響。

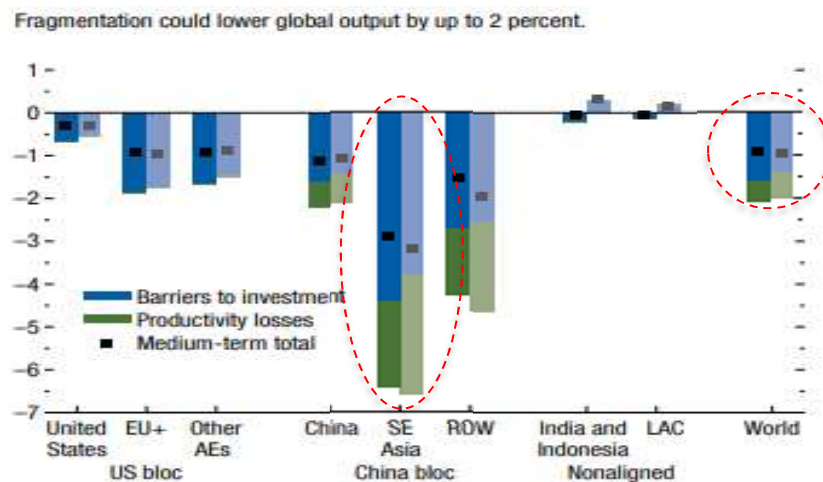
但在納入「市場力量指數」後，即可對地緣政治脆弱度產生抑制的效果，反映出與直覺相符之現象：若 FDI 接受國之特定產業在全球市場屬於主要參與者，則跨國企業將難以將直接投資自地緣政治距離較疏遠的國家撤離，同時該接受國亦可以透過生產回流策略，抵銷地緣政治風險帶來的脆弱性。

(三) 以美中為首之經濟脫鉤對全球經濟及金融資產曝險金額帶來之影響

1. 對全球經濟的影響

在研究地緣政治風險對個別經濟體之影響後，IMF 另模擬美中爭端後，全球分裂為以美國及中國大陸為首的兩大政治集團之情境，預計 5 年後，全球產出將較未分裂的情境下降約 1% 左右；長期而言，全球產出將下降 2%。由於 FDI 活動不僅影響資本流動，更對於各國企業之知識移轉及經濟成長有助益，特別是對發展中經濟體更是如此，因此以中國大陸為中心的政治集團將蒙受較大的損失（圖 15）。

圖 15 經濟分裂將使全球產出下降



資料來源：IMF

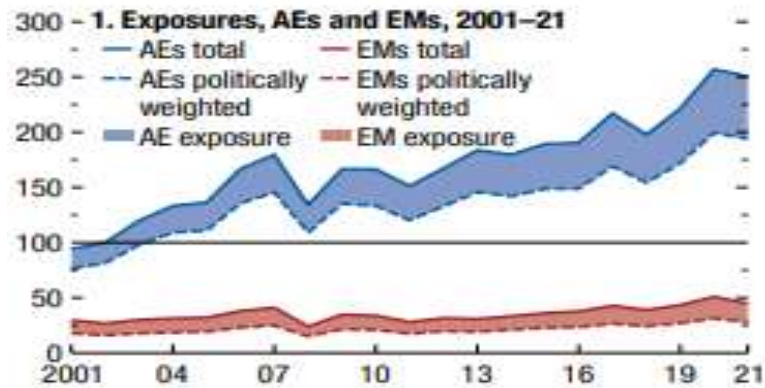
2. 對全球外人金融資產投資（下稱 non-FDI）資產違約曝險額之影響

由於全球金融往來日益密切，若前述以美中為中心之分裂情境發生，對全球金融市場之影響為何呢？IMF 針對 38 個國家（GDP 占全球 GDP 之 86%）在 2001 至 2021 年間所持有之雙邊證券投資及銀行資產量進行分析，得出各國 non-FDI 資產違約曝險額（來源國之資產量及接收國之負債量，即圖 16 之實線），並運用雙邊政治距離指數（0 表示政治距離最遠；1 表示政治距離最近）進行加權計算，得出政治立場加權之 non-FDI 資產違約曝險額，即圖 16 之虛線。

觀察圖 16，可發現 non-FDI 資產違約曝險額在過去 20 年間成長約一倍左右，特別是已開發經濟體之 non-FDI 資產違約曝險額（藍色實線），但依政治立場因素加權之 non-FDI 資產違約曝險額（藍色虛線）持續低於未加權之違約曝險額，兩者差距逐年擴大（藍色區塊），反映出該段期間已開發經濟體對政治立場疏遠的國家在金融市場往來之程度反而是上升的，顯示其 non-FDI 資產違約曝險額快速擴大；發展中經濟體亦然，惟幅度小於已開發經濟體。因此，倘政治緊張情勢加劇並引發全球分裂，可能引發全球資本大規模重新配置，並對金融市場產生衝擊，值得各國持續關注並審慎因應。

圖 16 過去 20 年間全球 non-FDI 資產違約曝險額快速擴大

占該國 GDP 百分比



資料來源：IMF

參、全球央行黃金儲備趨勢與分析

一、全球央行黃金儲備之現況分析

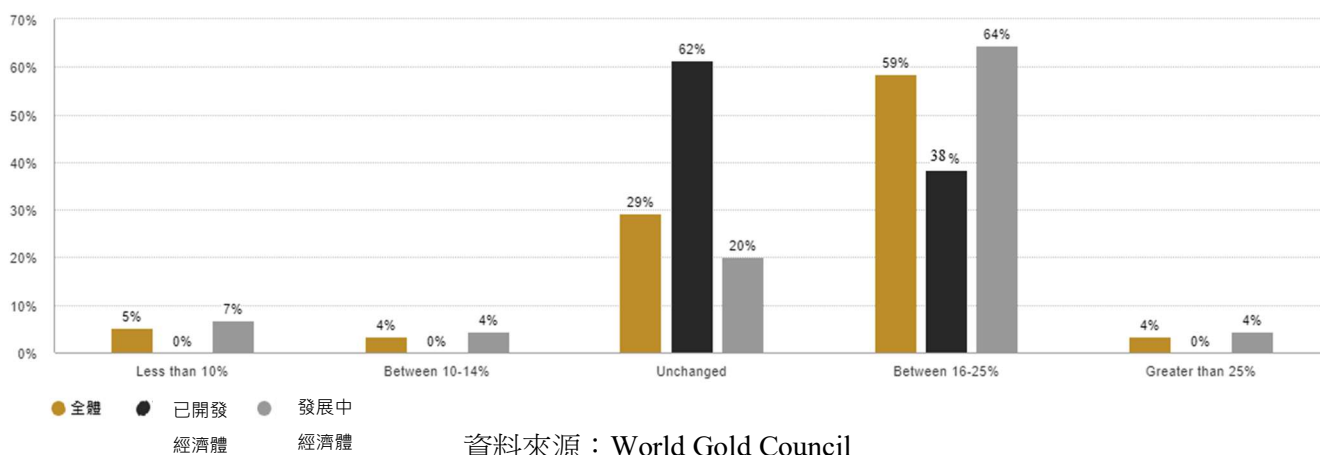
(一) 各國央行對黃金儲備之需求上升

根據世界黃金協會(World Gold Council)2023 年 5 月 30 日公布之「2023 年全球央行黃金儲備調查」(2023 Central Bank Gold Reserves Survey, 參加調查央行共 57 家, 其中已開發經濟體之央行為 13 家, 發展中經濟體之央行為 44 家), 2023 年約有 62% 參與調查央行表示黃金占全體外匯準備資產

之地位將提升，相較於 2022 年僅 46%參與調查銀行同意此看法，此調查結果顯示似有更多央行有意增持黃金儲備。

其中又以發展中經濟體較有意願增加外匯存底中黃金之比例，相較於已開發經濟體央行中僅 38%表示未來 5 年可能增加 16%至 25%黃金占外匯存底之比例，其餘 62%表示未來仍維持目前黃金占比，發展中經濟體則有 64%央行表示將增加 16%至 25%黃金占外匯存底之比例，僅 20%表示將維持不變（圖 17）。

圖 17 全球央行 2023 年對未來 5 年外匯存底中黃金儲備占比之看法

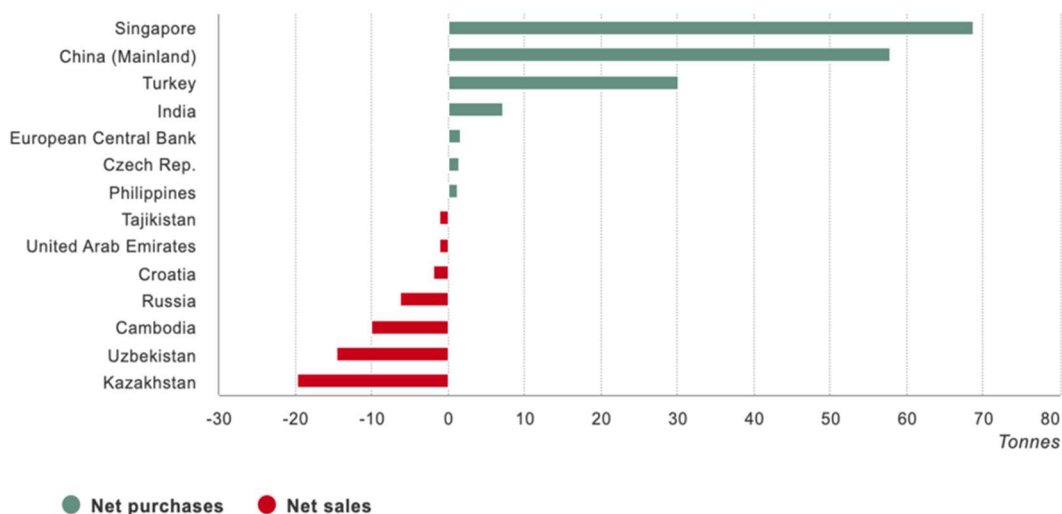


(二) 各國央行近期購買黃金之情形

自 2022 年第 3 季起，各國央行持續增加購買黃金。根據世界黃金協會統計，2022 年全球央行購買黃金數量為創新紀錄之 1,136 噸，而 2023 年第 1 季亦購買 228.4 噸黃金，較 2022 年同期之 82.7 噸，增加 176%。

2023 年第 1 季以新加坡增持最多黃金，淨購買 69 噸黃金，使其黃金儲備餘額達 222 噸，較 2022 年底之餘額增加 45%；其次為中國大陸，2023 年第 1 季增持 58 噸黃金，自 2022 年 11 月起中國大陸已增持 120 噸黃金，致黃金儲備餘額於 2023 年第 1 季底達 2,068 噸(占全球央行黃金儲備之 4%)；土耳其增持 30 噸黃金再次之，致黃金儲備餘額達 572 噸；印度央行增持 7 噸黃金，致黃金儲備餘額達 795 噸（約當金額占其外匯存底之 34%）（圖 18）。

圖 18 各國央行 2023 年第 1 季黃金淨買賣量（國家別）



資料來源：IMF IFS, Respective central banks, World Gold Council.

俄羅斯央行自 2022 年 1 月底暫停公布其黃金增減數據，惟已於近期公布 2022 年至 2023 年第 1 季之黃金購買資料，數據顯示俄羅斯央行於 2022 年全年增持 34 噸黃金，惟 2023 年第 1 季則減持 6 噸黃金，目前仍持有 2,327 噸黃金，約當金額占其外匯存底之 25%。

(三) 2023 年各國央行淨買入黃金趨勢可能減緩

2023 年第 2 季起各國央行淨買入黃金趨勢可能減緩，係因土耳其將成為今年最大的黃金賣方。主要係里拉匯率於 2023 年 5 月該國總統選舉期間嚴重貶值，民眾擔憂未來購買力隨著里拉貶值而下降，爰增加購買金條作為儲蓄標的，土耳其央行也釋出更多黃金儲備以滿足民眾對黃金之需求，將抵銷全球其他央行淨買入黃金之力道。

二、配置黃金儲備之正反面考量

(一) 增加黃金儲備之考量

世界黃金協會的 Kurtulu 歸納出下列各國央行可能增持黃金之動機：

1. 根據歷史經驗，黃金可規避部分系統風險之影響，爰長期以來係各國央行多元化資產配置標的之一。

2. 國家外匯存底持續增長，因而增持黃金。
3. 因 2008 年後形成之長期低（或負）利率環境，黃金被視為相對保值資產之一。
4. 部分蘊藏黃金礦產國家有意支持國內黃金購買計畫。
5. 出於地緣政治或國家戰略考量，將部分外匯準備資產轉換為黃金儲備。

(二) 降低黃金儲備之考量

1. 相對報酬較差

對抗通膨及金融市場波動方面，將外匯存底配置於其他金融資產，長期而言能提供比黃金更高之報酬與保值效果¹⁰。

2. 儲藏成本及交易成本高

有關黃金之運輸、倉儲及保管成本皆高昂，因此將黃金運用於交易情境也相對昂貴。

3. 無固定收益

黃金不會產生利息。只能透過交換交易（SWAP，與交易對手約定於即期與遠期交割日，相互交換黃金及約定之貨幣）產生交換的報酬。

4. 若存放黃金於境外，可能有無法自由提領黃金之風險

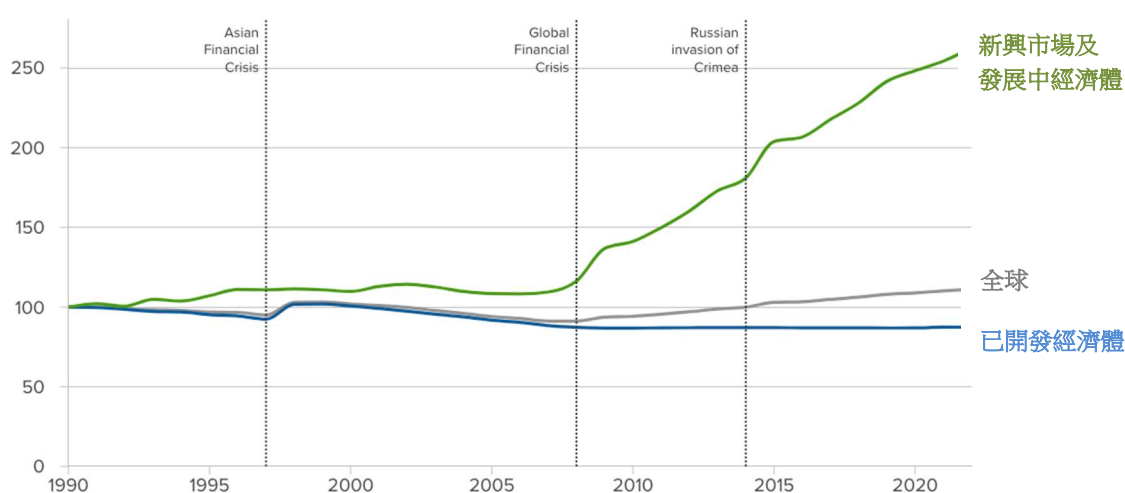
若非將黃金儲藏於國內，參與黃金交易之銀行及各國央行通常會選擇將實體黃金存放於英格蘭銀行、紐約聯邦儲備銀行，或是主要黃金交易所指定之保管處所，但存放於上述地點仍有無法自由提領黃金之風險。例如委內瑞拉 2018 年總統大選結果發生爭議，致其存放英格蘭銀行之黃金儲備曾被英國暫停提領。惟若將黃金皆儲藏於國內，其可使用之交易情境亦受限制。

¹⁰ Economist (2022), "Why Gold Has Lost Some of its Investment Allure," *Economist*, January 8. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/01/08/why-gold-has-lost-some-of-its-investment-allure>

三、 全球央行黃金儲備之歷史增減變化

根據 IMF 統計，已開發經濟體於 1990 年至 2007 年間減持約五分之一之黃金儲備，發展中經濟體於此段期間也未明顯增加購買黃金，惟 2008 年發生金融海嘯後，發展中經濟體開始大量累積黃金儲備；另 2014 年因俄羅斯佔領克里米亞，歐美國家對俄羅斯實施金融制裁，此導致俄羅斯央行也加入大量購買黃金之行列（圖 19）。

圖 19 已開發經濟體及發展中經濟體持有黃金儲備之變化



資料來源：IMF, International Financial Statistics，以 1990 年黃金儲備數量為 100 表示。

自 1999 年以來，全球央行黃金儲備總量增加約 7%，主要係來自發展中經濟體，其持有黃金總量增加 130%。其中最大買方為俄羅斯、中國大陸、土耳其及印度，而最大賣方為瑞士、法國、荷蘭等歐洲國家（圖 20）。惟以黃金占外匯存底比例的變化而言，淨賣出黃金不一定導致黃金占外匯存底之比例減少（例如葡萄牙的黃金占比反而上升），一方面可能係該國外匯存底總金額下降，另一方面則可能係因過去 20 年來黃金價格成長近 6 倍。

圖 20 黃金之最大買方與賣方（2000 年至 2021 年底）

	百萬盎司	淨增減	占外匯存底變化
最大買方			
俄羅斯	60.7	28%	-10%
中國	49.9	23%	1%
土耳其	17.4	8%	31%
印度	12.7	6%	-2%
哈薩克	11.1	5%	42%
烏茲別克	10.0	5%	21%
最大賣方			
瑞士	-49.8	-34%	-34%
法國	-18.9	-13%	17%
IMF	-13.0	-9%	(無資料)
荷蘭	-11.9	-8%	7%
英國	-10.6	-7%	-4%
歐洲央行	-7.8	-5%	19%
備註：歐元區	-56.4	-38%	21%

資料來源：IMF, International Financial Statistics

此外，2000 年至 2021 年底這段期間，俄羅斯及中國大陸之淨買入黃金數量占全體淨買入數量之 51%。尤其自 2008 年以來，俄羅斯央行為進行資產之多元化，持續積極購買黃金。中國大陸雖然也投入大量資金購入黃金，惟仍維持小於 5% 的外匯存底金額投入黃金。

四、 影響各國黃金儲備於外匯存底占比之總體因素

根據 IMF 於 2023 年 1 月發表之研究¹¹，影響各國央行調整黃金儲備於外匯存底占比之總體因素如下：

¹¹ Arslanalp, S., Eichengreen, B., and Simpson-Bell, C. (2023), "Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?", IMF Working Paper, January 2023.

(一) **資產配置慣性 (Inertia)**

相較配置於其他幣別之金融資產，各國央行較不常調整投資組合中黃金占比。此因素不論是在已開發經濟體或發展中經濟體都具統計顯著意義。

(二) **黃金之報酬率 (Return on Gold)**

無論以倫敦黃金交易市場之年報酬率代表黃金歷史報酬率，或是以黃金報酬率相較於美國政策利率之差異來衡量，皆具統計顯示意義，代表黃金的投資報酬率影響各國央行配置黃金儲備之決策。

(三) **黃金基差 (Gold Basis)**

係以黃金期貨價格與即期價格之差異來衡量。當基差較高時，即黃金期貨價格高於即期價格，代表市場較願意支付儲藏補償及風險溢價給黃金持有者。反之，當基差較低（或負值）時，黃金持有者可立即出售黃金以獲得溢價報酬。

黃金基差與各國央行持有黃金之比例具統計顯著之正向關聯性，代表較高之黃金基差能提升各國央行持有黃金之意願。

(四) **美國政策利率 (U.S. Policy Rate)**

係以影子聯邦基準利率 (Wu-Xia shadow federal funds rate) 來觀察其對各國央行持有黃金意願之影響。此因素對已開發經濟體及發展中經濟體皆為統計顯著之負向關聯性，代表當美元利率較低時，可能提升黃金儲備於外匯存底之占比。

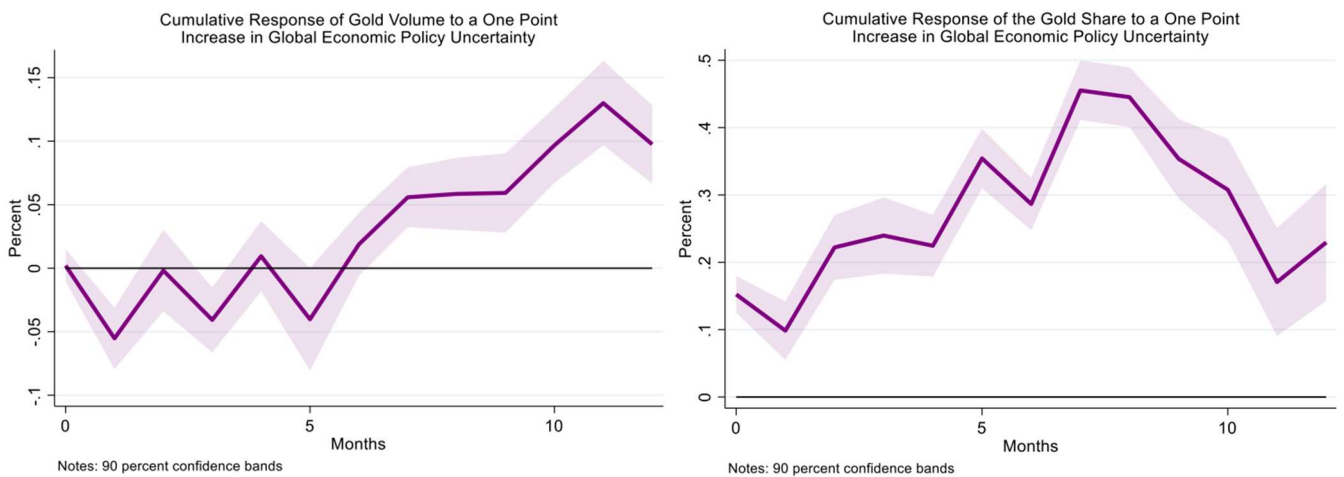
(五) **美元對一籃子貨幣的波動度 (Dollar Volatility Against a Basket of Currencies)**

係以貿易加權美元指數之月標準差來衡量，並區分已開發經濟體與發展中經濟體所使用之加權美元指數波動度。統計結果顯示，美元指數波動度之增加，對已開發經濟體黃金儲備占比的上升具較顯著之影響。

(六) 全球經濟政策不確定性 (Global Economic Policy Uncertainty)

當全球經濟政策不確定性指數 (Global Economic Policy Uncertainty index, GEPU) 增加 1% 後，起初對各國央行持有黃金之比例影響不大，當衝擊發生數個月後，才使各國央行增加購買黃金，例如衝擊後約 5 個月始觀察到各國央行購買黃金數量之增加 (圖 21 左側)，以及衝擊後約 7 個月使黃金儲備占比之增加達到高峰 (圖 21 右側)。推測係因各國央行需要一段時間討論或評估是否需要增持黃金以因應經濟不確定性。

圖 21 當 GEPU 指數變動 1%，12 個月內黃金購買數量及黃金儲備占比之累積變動



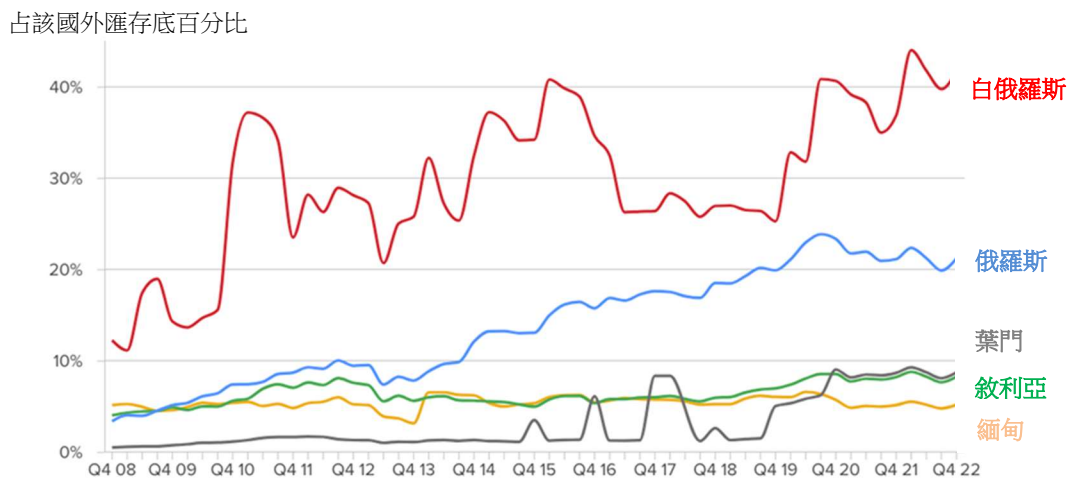
資料來源：IMF, International Financial Statistics

五、地緣政治及制裁風險對黃金儲備之影響

部分地緣政治風險較高之國家試圖透過增加黃金儲備以降低制裁風險。黃金被認為具有幾項規避制裁風險之優勢，例如匿名性高、低追蹤性（例如將黃金混入合金），以及可隱匿部分外匯資產至非西方金融中心儲藏等。

其中透過黃金儲備降低制裁風險之代表為俄羅斯，自 2021 年該國即宣佈將所有黃金儲藏於境內，並透過杜拜等非西方的金融中心交易黃金以規避制裁。雖然黃金之運輸及儲藏成本高，作為交易的媒介限制仍多，但其他被制裁國家已開始仿效俄羅斯，增加黃金於其外匯存底中的比重 (圖 22)。

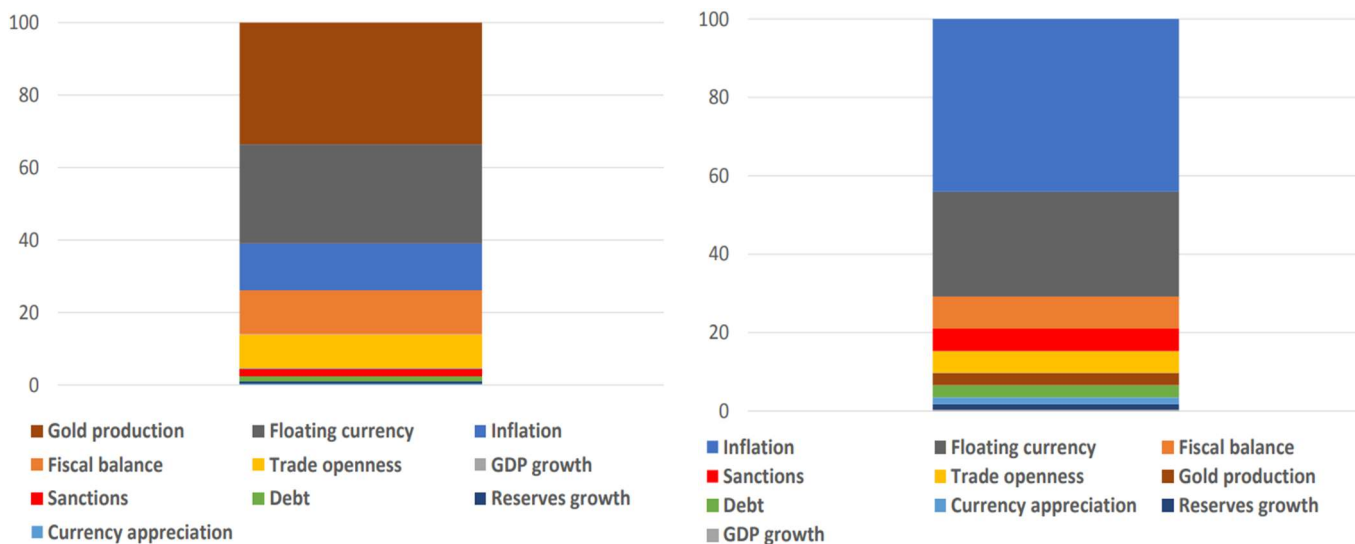
圖 22 美國 OFAC 重要制裁國家之黃金儲備占比



資料來源：World Gold Council

根據 IMF 研究，影響各國央行黃金儲備占比之個體國家因素（圖 23 左側），解釋力最高之因素依序為境內黃金產量（34%）、浮動匯率制度（27%）及國內通膨情形（13%）。雖在全體樣本中，制裁風險之影響力不及前者（2%），惟在發展中經濟體樣本中（圖 23 右側），制裁風險之解釋力則來到 6%。

圖 23 影響全體國家及發展中經濟體黃金儲備占比之個體因素



資料來源：IMF，係以 Hüttner and Sunder (2011)方法拆解各因素對模型的R²解釋力。

另外，相較於被單一國家制裁，發展中經濟體若同時被四大貨幣國（美國、歐盟、英國及日本）實施制裁，被制裁國家將更積極增加其黃金儲備，甚至制裁實施前兩年即有增加黃金儲備的數量或占比之跡象。

六、 影響未來黃金價格之可能因素

根據 UBS 外匯與貴金屬分析師 Elena Amoruso 分析，近期黃金價格可能受到以下因素之影響：

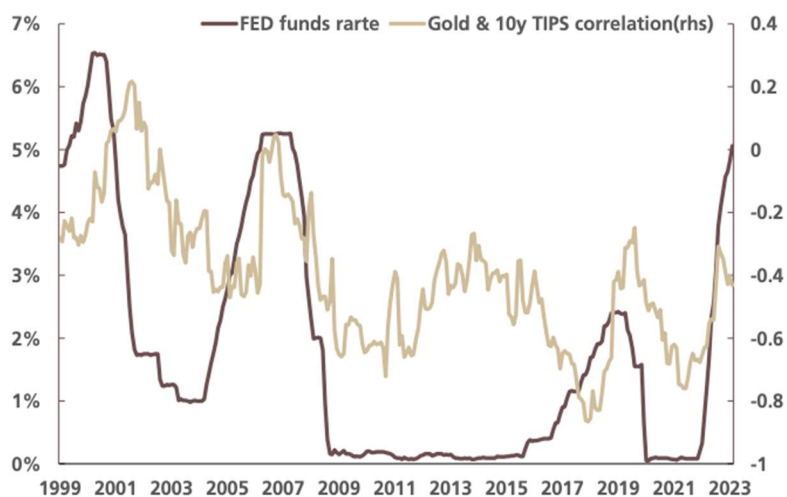
(一) 基本面因素

1. 全球央行正在進行戰略性多元化資產配置。
2. 退休基金等機構投資者增加黃金部位。
3. 中國大陸與印度於 2023 年第 1 季之黃金零售需求有升溫之趨勢。

(二) 技術面因素：黃金價格與利率變動之關係

有關黃金價格與利率變動之間的關係，觀察過去一段時間，在聯邦基準利率達到頂點後，黃金與 10 年期 TIPS 之關係可能轉為負值更大的負相關性（圖 24），推測美國聯準會升息階段若近尾聲時，黃金價格可能具進一步上升的空間。

圖 24 FED funds rate 對於黃金價格與 10 年期 TIPS 相關性之變化



資料來源：Bloomberg, UBS

肆、 債券市場流動性分析

美國債券市場曾於 2020 年 3 月時受新冠肺炎疫情影響，美國聯準會快速降息，致流動性顯著惡化，2022 年也觀察到債券市場流動性與歷史平均水準相比較差之情形。美國紐約聯邦準備銀行的 Michael Fleming 及 Claire Nelson 於 2022 年 11 月發表專論「How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022？」指出債券市場流動性在市場不確定性較高時，市場參與者之交易需求增加，價格波動度因而上升，導致流動性惡化。該文分析重點如下：

一、 流動性觀察指標

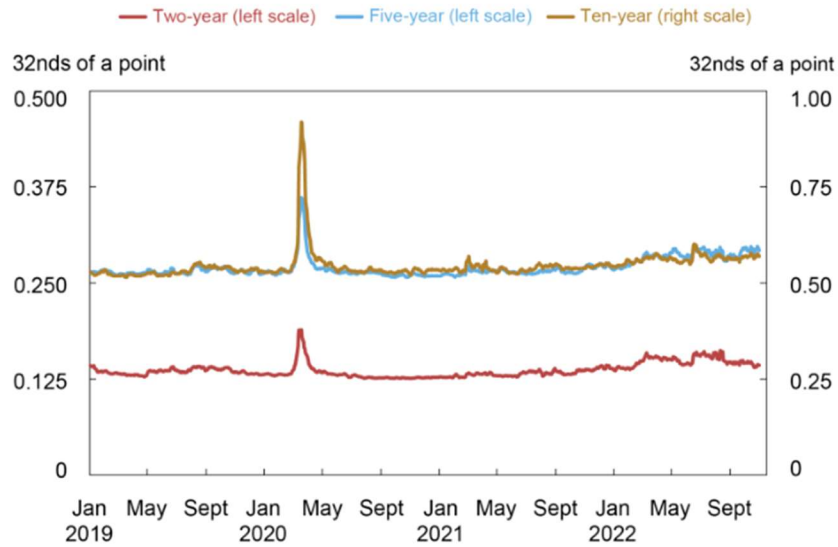
流動性係指迅速將資產轉換為現金（或將現金轉換為資產）所需付出之成本。該文以常見之流動性指標衡量 2 年期、5 年期及 10 年期美國公債之流動性，交易數據來源為 BrokerTec 交易平台，因該平台交易量約涵蓋所有電子經紀商交易量之 80%。且為避免 2018 年下半年因美國公債的報價單位從 1/4 改為 1/8，可能導致數據前後不連貫，將研究區間限縮為 2019 年 1 月至 2022 年 10 月。

該文中所使用的 3 種常用流動性指標如下：

(一) 買賣價差 (Bid-Ask Spread)

係買方最高出價與賣方最低出價之差距。如圖 25 所示，2022 年債券市場買賣價差有擴大情形，例如相較於這段期間之平均水準，2 年期公債買賣價差於 2022 年有擴大趨勢，惟買賣價差仍遠低於 2020 年 3 月新冠肺炎疫情干擾期間之情形。

圖 25 美國公債買賣價差 (2019 年 1 月至 2022 年 10 月)

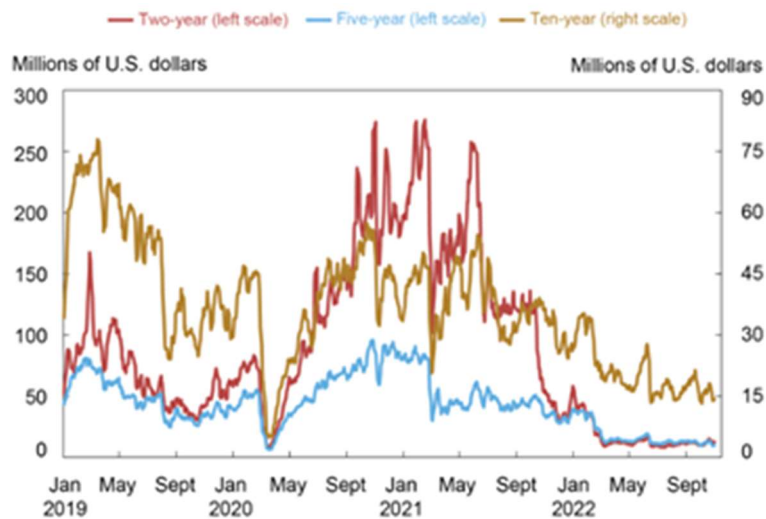


資料來源：Michael Fleming and Claire Nelson, “How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?”

(二) 委託量深度 (Order Book Depth)

係以最佳買價或賣價之平均可供出售或購買的證券數量衡量，該數量越高代表流動性越佳。觀察此段期間之委託量深度，2022 年債市流動性普遍較差，但不同年期公債之委託量深度亦存在差異。

圖 26 美國公債委託量深度 (2019 年 1 月至 2022 年 10 月)



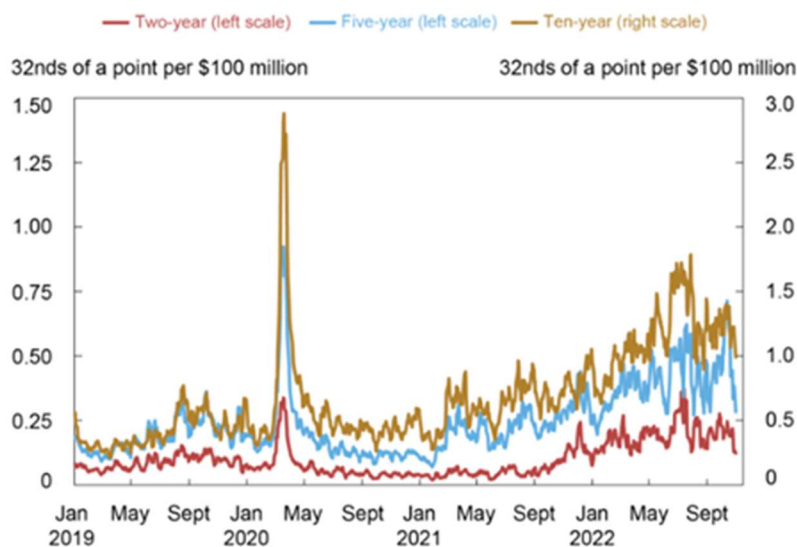
資料來源：Michael Fleming and Claire Nelson, “How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?”

2 年期公債委託量深度於 2022 年降至 2020 年 3 月之水準；5 年期公債委託量深度於 2022 年雖有降低，仍維持比 2020 年 3 月時稍高水準，而 10 年期公債的委託量深度則明顯優於 2020 年 3 月（圖 26）。

(三) 價格影響程度 (Price Impact)

價格影響程度以淨委託成交量衡量（即買方委託成交量減去賣方委託成交量），並與每分鐘價格變動之幅度取迴歸係數，則較高的價格影響程度代表流動性降低。2022 年的價格影響程度顯示流動性明顯惡化，其中 2 年期公債的價格影響程度比 2020 年 3 月更顯著上升，惟於 2022 年 6 月底至 7 月時達到最高峰後，10 月起即開始下降，顯示市場流動性已有好轉（圖 27）。

圖 27 美國公債價格影響程度（2019 年 1 月至 2022 年 10 月）



資料來源：Michael Fleming and Claire Nelson, “How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?”

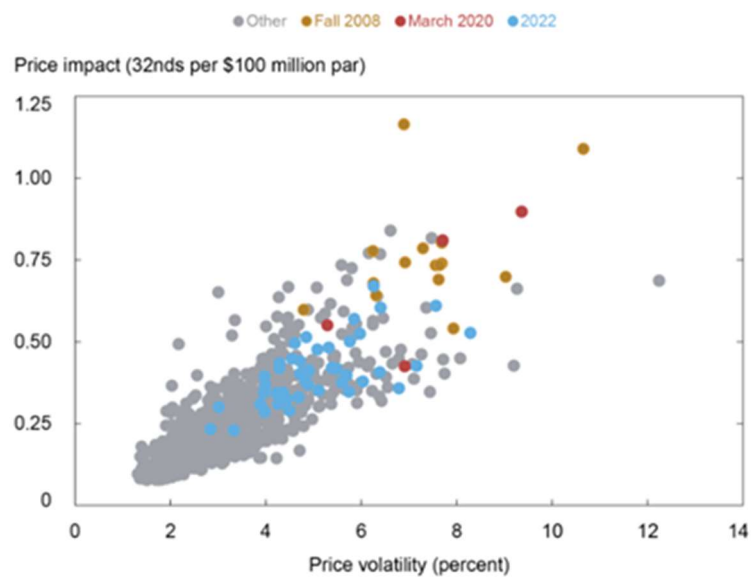
資料以每分鐘價格變動對每分鐘淨委託成交量（買方委託成交量減去賣方委託成交量）取迴歸係數，再以每日迴歸係數之 5 日移動平均值畫圖。價格影響度以每 1 億美元淨委託成交量計算，每 1 point 價格變動等於票面價值的百分之一（以 1/32 為單位）。

若將時間拉到更久以前觀察其價格影響程度，可見 2022 年之 2 年期公債流動性水準與 2007 年至 2009 年的金融海嘯期間相當。

二、市場流動性與價格波動度呈負的關聯性

2022 年聯準會啟動升息後，數據顯示 2022 年債券價格波動度高於歷史平均水準，其中以 2 年期公債之價格波動度尤其高，反映出市場認為貨幣政策後續走向之不確定性升高，流動性指標亦顯示買賣價差擴大、委託量深度變差（因委託者避免價格波動度變大，可能使部位風險暴增），以及價格影響程度上升，因此市場流動性與價格波動度通常為負相關。

圖 28 五年期美國公債之價格影響程度與價格波動度的關係



資料來源：Michael Fleming and Claire Nelson, “How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?”

本圖顯示最新發行 5 年期公債的價格影響程度與價格波動度之關係，資料期間為 2005 年 1 月 2 日至 2022 年 10 月 28 日，特定期間定義如下：

2008 年秋季：2008 年 9 月 21 日至 2009 年 1 月 3 日之期間。

2020 年 3 月：2020 年 3 月 1 日至 3 月 28 日之期間。

2022 年：2022 年 1 月 2 日至 10 月 29 日之期間。

評估價格波動度高的情況下，其市場流動性是否正常，則觀察 5 年期美國公債的價格影響程度與價格波動度之間的關係（圖 28），2022 年的數據（藍點）與過去多數期間（灰點）之相關性大致相符，代表就 2022 年當時的價格波動度來看，5 年期公債之流動性未有異常。10 年期公債之相關性數據也與 5 年期公債大致相符，惟數據顯示在 2022 年的價格波動水準下，

2 年期公債的價格影響程度略高於預期，類似的情形亦發生於 2008 年秋季的金融海嘯期間，以及受新冠肺炎疫情影響最深的 2020 年 3 月。

三、 債券市場動盪亦伴隨高交易量

雖然債券市場出現價格波動大及流動性不足等問題，2022 年的債券交易量仍保持穩定。觀察過去美國公債市場發生流動性變差之時期，例如長期資本管理公司（LTCM）造成債市動盪、2007~2009 年間之金融海嘯，以及 2020 年 3 月美國聯準會的大幅降息，流動性不足經常伴隨高交易量之情形。係因市場高度不確定性通常引起高價格波動度及市場流動性不足，但也伴隨著市場參與者較高交易需求。

四、 小結

Michael Fleming 及 Claire Nelson 於文中總結 2022 年的債券市場流動性惡化，並非因市場發生基本面變化，主要係這段期間市場波動較大所導致。雖然債券市場流動性表現與價格波動度相符，惟仍應採取謹慎態度，畢竟自 2020 年 3 月以來，美國公債未償還餘額持續增加，市場是否具處理大量資金干擾市場之能力尚待檢驗。若持續太久低於正常水準之市場流動性，一旦發生流動性衝擊，將對債券價格產生比平常更大的影響，可能引發異常交易量、價格波動及市場流動性之負面循環。因此密切監控美國公債市場的流動性，並持續改善市場韌性仍屬重要課題。

另 UBS Global Markets Knowledge Network 的 Simon Penn 表示，目前最擔憂之情境係各國央行啟動量化緊縮計畫，若大量債券湧入市場拋售，可能導致債券市場流動性突然惡化。

伍、 2023 年國家競爭力排名與分析

一、 2023 年 IMD 世界競爭力臺灣排名晉升至全球第 6 名

根據瑞士洛桑學院（IMD）於本年 6 月 20 日公布「2023 年 IMD 世界競爭力年報」（IMD World Competitiveness Yearbook），臺灣於 64 個受評比國家中排名第 6 名，較前一年之第 7 名前進 1 名。IMD 主任 Arturo Bris 指出臺灣排名名列前茅之原因，主要係來自半導體產業。惟隨著美中關係緊張及俄烏戰爭之影響，臺灣的地緣政治風險上升，各國開始爭奪先進半導體技術，將更考驗決策者領導國家之能力。

二、 國家關鍵競爭力

2023 年國家競爭力之關鍵成功因素包括：

- (一) **小型經濟體**：有能力進入或鄰近大市場之小型經濟體。
- (二) **未來趨勢之掌握**：可持續性、數位轉型和經濟繁榮為關鍵趨勢。
- (三) **制度發展**：歐洲未來仍將持續扮演主導制度發展的角色。
- (四) **政府政策**：加強投資於教育及基礎建設，尤其致力降低所得不均等社會問題。

三、 未來須更重視「危機管理能力」

有關面臨通膨壓力、經濟衰退疑慮及地緣政治風險等不確定因素，如何提升國家競爭力，IMD 國家競爭力中心主任 Arturo Bris 指出，近來風險事件已經從黑天鵝及灰犀牛，轉變為「紅犀牛」，亦即隨時可能直接衝擊而來的危機，爰企業家及政治領袖均須具備「危機管理」能力，與過去相比應更關注於短期策略，並時常保持危機感，尤其領導者應勇於對未來做出重大賭注。

陸、心得與建議

一、持續關注歐美升息對金融業及中小企業營運之影響

歐美等主要央行持續升息以打擊通膨，不僅讓金融業資產負債期限錯配風險增加，更令全球經濟存在進入衰退的可能性，且台灣為高度依賴國際貿易的小型經濟體，屆時可能將受到波及，爰似可持續關注相關經濟情勢，並針對中小型業者預擬資金融通計畫；此外，在金融市場波動度增加的情況下，宜持續關注國內金融業對外投資狀況及曝險策略，並督導其在追求投資收益的同時，兼顧經營穩健性。

二、宜關注全球央行黃金儲備之累積趨勢

根據各國央行黃金淨買賣數據，除了發展中經濟體持續購買黃金作為儲備資產，也有部份已開發經濟體，例如新加坡，於 2023 年第 1 季開始有增持黃金之跡象，宜持續觀察並探討已開發經濟體及發展中經濟體累積黃金儲備之趨勢及個別動機，例如是否係著眼於黃金將增值、分散資產配置或為經濟衰退避險，抑或是因應地緣政治風險而降低美元資產占比等。

三、綠色金融將是未來值得關注的投資趨勢

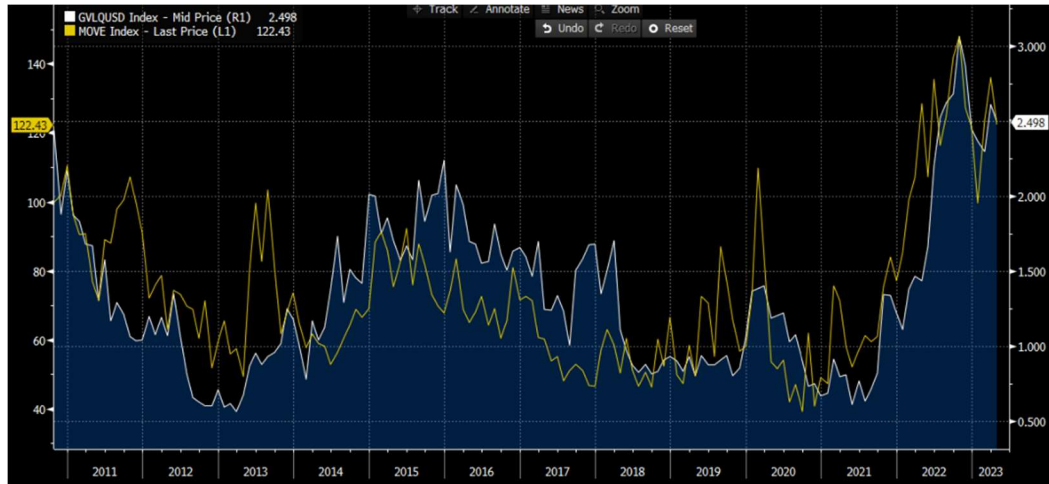
能源永續發展是近年來相當受歡迎的概念，但目前綠色金融相關商品尚未成為各國央行主要投資標的。2022 年迄今之俄烏戰爭導致能源價格大幅上漲，令歐洲國家更加積極尋找替代能源，進一步推升該議題之迫切性。但持續發展更豐富的綠色金融商品，並提升投資人將其納入資產配置組合意願，仍將是未來的重要課題，宜持續追蹤。

四、透過價格波動度與流動性指標的關聯性判斷債券市場流動性

自 2022 年聯準會啟動升息至今，目前債券市場波動度仍高於歷史平均水準，代表市場依然存在較高不確定性。雖然高波動度不一定伴隨流動性不

足，惟仍應持續關注市場流動性之變化趨勢，以及波動度與流動性指標之間的關聯，將有助於控管債券投資之風險。

圖 29 美林公債波動度指數（MOVE Index）與美國公債流動性指數



資料來源：Bloomberg

有關如何評估波動度與流動性指標之間的關聯，市場波動度除可應用歷史實際波動度，美林公債波動度指數（MOVE Index）則是較為前瞻之波動度指數，用以衡量目前債券期權市場預期或隱含之波動度；而觀查市場流動性的指標除可應用上述提到之買賣價差、委託量深度及價格影響程度等指標，彭博另有編製「美國公債流動性指數」（US Government Securities Liquidity Index，彭博代號 GVLQUSD），數值越高代表市場流動性越差，可作為債券市場流動性之初步觀察。

以圖 29 為例，透過 MOVE index 可得知債券市場波動度於 2023 年第二季時仍遠高於新冠肺炎疫情前之水準，同時美國公債流動性指數也顯示流動性較過去歷史水準為差，似代表當時的流動性與價格波動度屬高度負相關之關係，惟仍須參考其他流動性指標加以確認。

參考資料

1. Hatzius, Jan, Phillips, Alec, Mericle, David, Hill, Spencer, Walker, Ronnie, Krupa, Tim, & Abecasis, Manuel, (2023), “Rethinking the Inflationary Effects of Deglobalization and the Green Transition,” Goldman Sachs US Economic Analyst, July 17.
2. Sor, Jennifer (2023), “‘Dr. Doom’ Nouriel Roubini Says the World Economy Is Headed for a ‘Tropical Storm’ that Will Cause Significant Financial Damage,” Markets Insider, June 28.
3. Robb, Greg (2023), “Fed’s Powell Says a ‘Softish Landing’ for U.S. Economy Is Plausible,” Market Watch, May 17.
4. Daniel, Will (2023), “America’s Latest Inflation Wave Is All About Corporations ‘Using Excuses’ and ‘Cover’ to Increase Profits, Says Top UBS Economist”, Fortune, June 16.
5. Stehn, Sven Jari (2023), “European Views: One for the Road,” Goldman Sachs Economic Research, August 31.
6. Goodhart, Charles, & Pradhan, Manoj (2020), “The Great Demographic Reversal: Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival (1st Ed.),” Palgrave Macmillan.
7. Hatzius, Jan (2023), “Global Views: Soft Landing Summer,” Goldman Sachs Economic Research, September 4.
8. Wilson, Dominic & Chang, Vickie (2023), “The Impact of Artificial Intelligence on Macro Markets,” Goldman Sachs, July 20.
9. Feroli, Michael (2023), “US: AI and Interest Rates,” J.P. Morgan North America Economic Research, July 13.
10. IMF (2023), “World Economic Outlook: A Rocky Recovery,” Washington, DC, April.

11. Arslanalp, S., Eichengreen, B., and Simpson-Bell, C. (2023), “Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?”, IMF Working Paper, January 2023.
12. Economist (2022), “Why Gold Has Lost Some of its Investment Allure,” Economist, January 8.
13. Fleming, Michael, & Nelson, Claire (2022), “How Liquid Has the Treasury Market Been in 2022?”, Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, November 15.
14. Meng, Phillip (2023), “Why Emerging Markets Are Stocking Up on Gold”, Atlantic Council GeoEconomics Center’s Econographics, April 26.
15. Kurtulus Taskale Diamondopoulos (2023), “Central Bank Gold Demand Trends/Operations.”, World Gold Council, June 20.
16. Castelli, Massimiliano (2023), “Reserve Management Trends”, UBS Asset Management, June 19.
17. Davies, Jonathan (2023), “Global Economic and Financial Outlook --The Asset Management Perspective,” UBS Asset Management, June 19.
18. Penn, Simon (2023), “Should We Be Worried About Liquidity?”, UBS Asset Management, June 20.
19. Amoruso, Elena (2023), “The Outlook for Gold”, UBS Asset Management, June 20.
20. Bris, Arturo (2023), “The Era of Ignorance”, IMD World Competitiveness Center, June 19.
21. Pradhan, Manoj (2023), “Inflation in the Next Cycle Is As Dangerous Than Inflation Today”, Talking Heads Macroeconomics, June 21.