

全球通膨與全球經濟走向 ～觀察2023年全球經濟之關注點～

2023.1.12

Mizuho Research & Technologies

調査本部

首席經濟分析師

太田智之

tomoyuki.ota@mizuho-rt.co.jp



One
Think
Tank

2022年是怎麼樣的一年？

2022年《時代》雜誌「年度風雲人物(Person of the Year)」



2021年《時代》雜誌

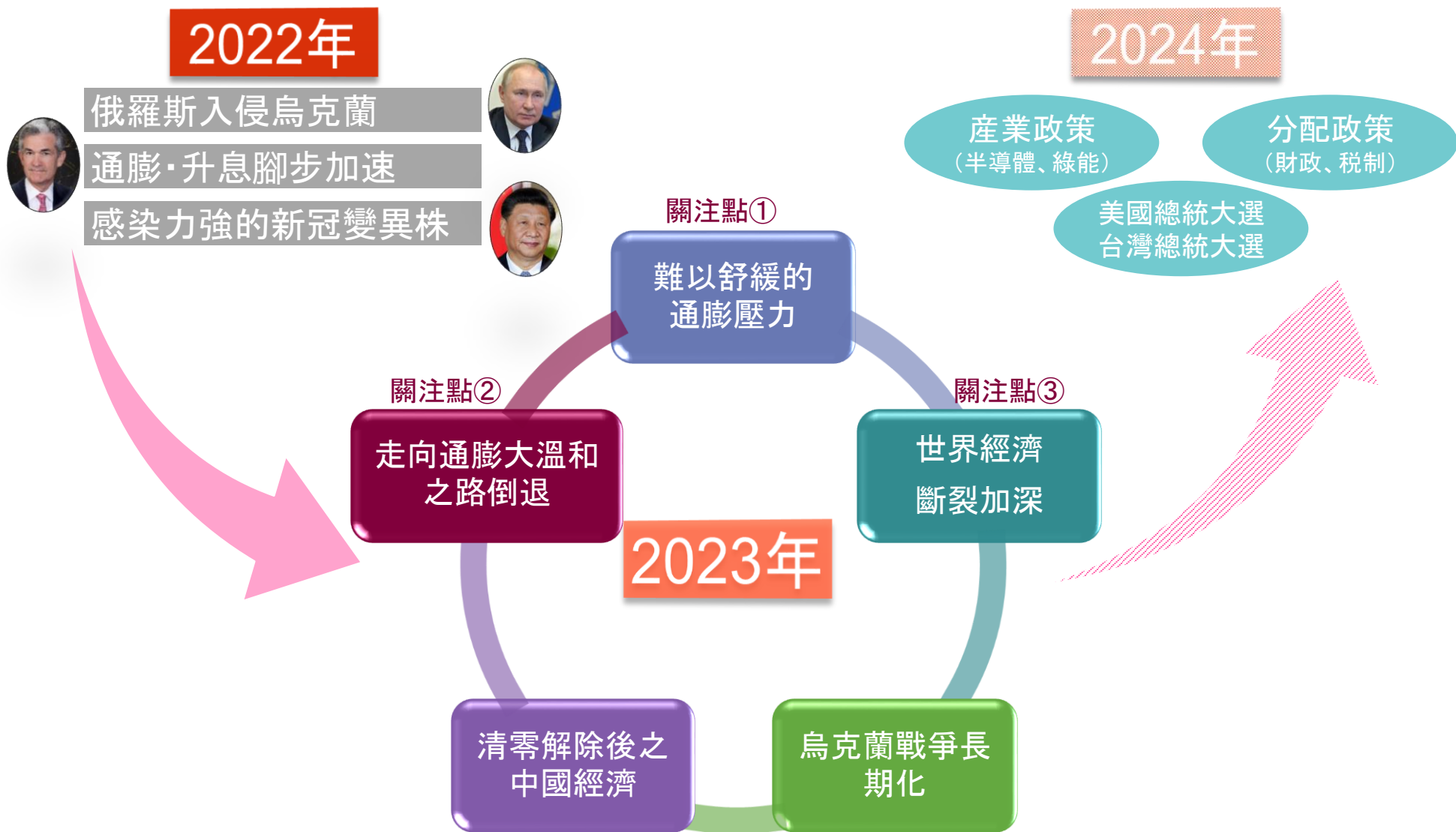


2020年《時代》雜誌



(出處)轉載自《時代》雜誌推特

2023年的世界觀：遮蔽世界經濟的五朵暗雲

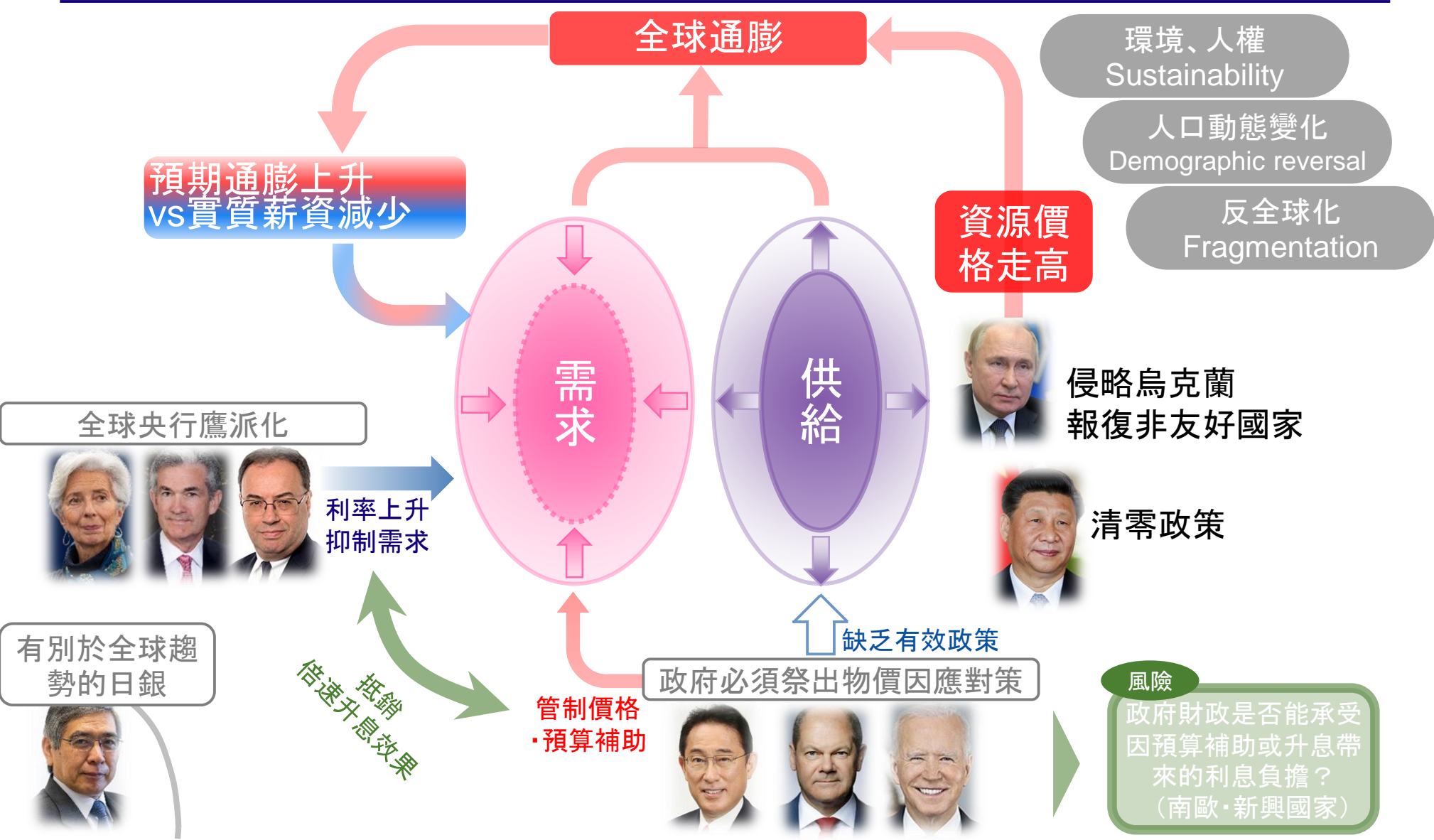


(參考) 2023年之首要風險

分類	風險	①浮出檯面的導火線及②其影響
通貨膨脹	美國	①薪資和物價的上昇螺旋使得高通膨持續, ②FRB持續升息, 美國景氣愈趨衰退, 新興國家資金流出 金融市場混亂
	歐洲	①勞動供需緊繃導致薪資上昇, 通膨因此加劇, ②ECB將政策利率提高至5%, 歐洲景氣衰退嚴重
	日本	①太晚認知到人手不足帶來的薪資上昇壓力, 發生薪資、物價上昇螺旋, ②長期利率驟升使得景氣 衰退, 引起金融系統不安
中國	清零政策	①清零政策解除後之過剩儲蓄形成助力, ②經濟以消費為中心, 出現過熱現象。以資源價格中心, 全球通膨壓力上昇
金融市場	系統性風險	①各國的升息、資產壓縮, ②違約增加、高風險商品造成資金流出、流動性降低等現象可能同時出現, 引發金融機構的連鎖倒閉
地緣政治 · 政策	烏克蘭情勢	①戰爭長期化使得西方各國對俄制裁、俄羅斯對烏克蘭之穀物供應鏈的攻擊更加激烈, ②全球糧食、 資源價格高漲
	台灣有事	①對美國干預台灣事務出現反彈, 中國占領台灣, ②以戰略物資為中心, 對中、台貿易驟減, 發生全球供給問題限制、景氣衰退
	美中脫鉤	①為迴避對國內景氣低迷之批判, 美中雙方提高對外強硬態度, ②脫鉤快速進展, 出現供應鏈混亂、通膨壓力上昇
	民粹主義抬頭	①為了尋求苦於通膨的國民支持, 民粹主義抬頭, ②財政擴張帶來通膨壓力上昇、金融市場混亂、停 止協助烏克蘭使得俄羅斯勢力擴大等
	綠能	①發表超乎預期的嚴格環境管制案, ②轉型風險提高, 閒置資產急增, 預期外的投資負擔增加導致 企業收益惡化、雇用不安蔓延

(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

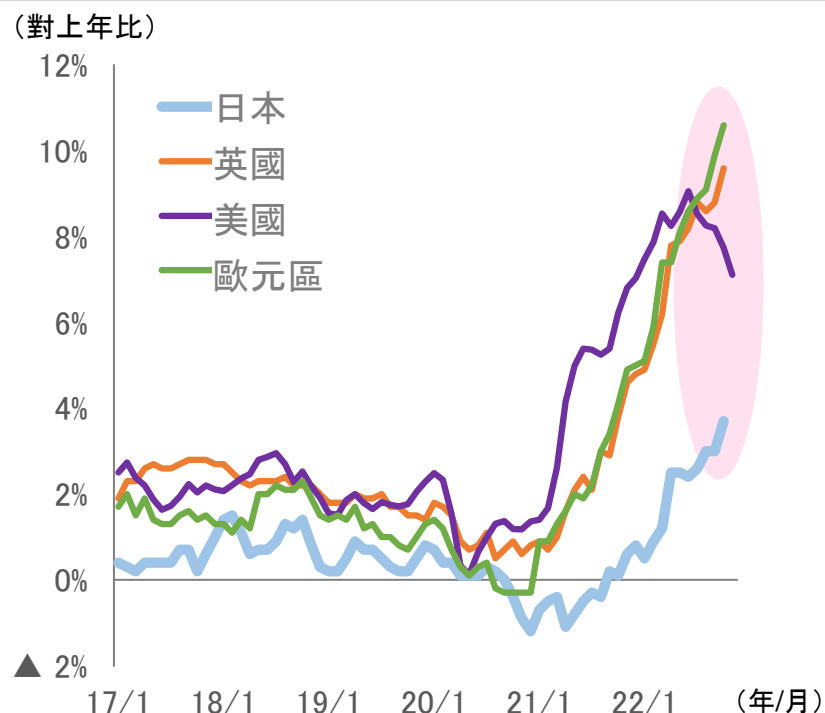
全球通膨相關圖：睽違40年之通膨何以發生？



受高通膨影響之歐美主要先進國家。金融政策以抑制通膨為重點

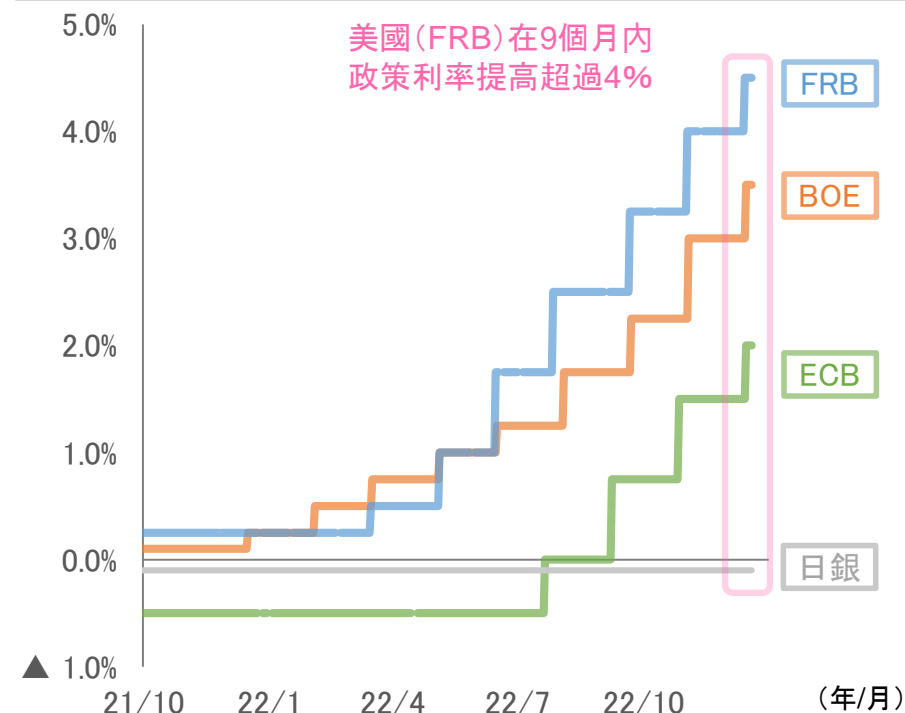
- 歐美主要先進國家受到相隔40年的高通膨影響
 - 美國消費者物價指數雖有走緩趨勢，但對上年比超過8%，物價上昇壓力仍高
 - 英國、歐元區不僅物價指數高，上昇幅度目前仍在持續擴大。尚未看到見頂徵兆
 - 相較於歐美主要先進國家，日本物價上昇壓力有限(對處於長期通縮下的國民或許難以承受……)
- 美、英、歐元區的央行調整方向為抑制通膨。持續快速升息。倍速升息成為國際標準

日、美、英、歐消費者物價指數上昇率



(出處)根據OECD資料，由Mizuho Research & Technologies製作

美、英、歐之政策利率



(出處)根據Refinitive資料，由Mizuho Research & Technologies製作

世界經濟展望一覽表

	(前年比、%)			(%Pt)	
	2021 曆年	2022 (展望)	2023	2022 (與10月預測之比較)	2023
世界實質GDP成長率	6.0	2.6	1.8	0.3	0.2
日美歐	5.3	2.4	▲ 0.6	0.2	0.1
美國	5.9	1.9	▲ 0.8	0.2	-
歐元圈	5.3	3.1	▲ 0.8	0.3	0.4
英國	7.4	4.3	▲ 0.9	0.1	▲ 0.6
日本	2.1	1.2	1.1	▲ 0.1	-
亞洲	7.1	4.2	4.5	-	-
中國	8.1	3.1	4.8	▲ 0.1	-
台灣	6.5	3.2	1.6	-	-
NIEs	5.5	2.3	1.7	▲ 0.1	0.1
ASEAN5	3.3	5.5	4.2	0.2	-
印度	8.3	7.1	5.5	-	0.2
澳洲	4.9	3.5	1.8	0.8	-
巴西	5.0	2.9	0.7	0.4	0.3
墨西哥	4.7	2.7	▲ 0.6	0.8	0.1
日本(年度)	2.5	1.4	1.0	▲ 0.1	0.1

世界經濟持續呈現停滯感強的狀況。2023年低於2%，全球不景氣

目前歐美經濟比預測狀況穩健。其中一個原因為歐元圈對能源不足的隱憂緩和。但通膨進展迅速再加上金融緊縮的影響，2023年勢必要面對景氣衰退的局面

突來的清零政策轉換引發混亂，2022年尾聲的中國經濟呈現低迷。另一方面，一般認為2023年春天有可能從新冠疫情中復甦。不動產市場因應政策出現觸底反彈，在2023年後半將緩慢回升

新冠疫情後的復甦態勢也暫告一段落。通膨居高不下，受外需惡化影響，成長率預計將趨緩

外需惡化促使經濟下行，但以服務為主，漸漸從疫情中恢復，抵銷了部分下滑的影響。財政也支撐經濟，維持正成長

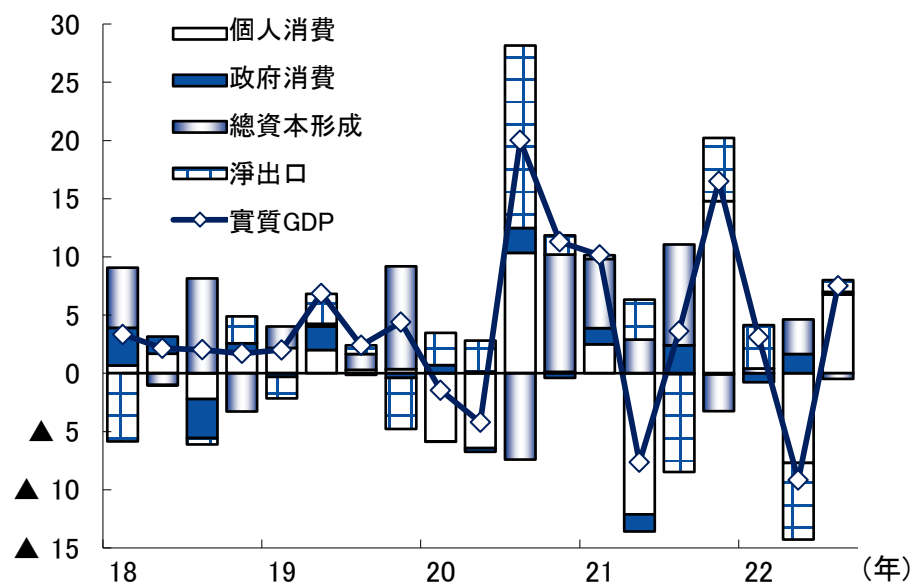
(注) 網點處為預測值世界實質GDP成長率係根據IMF之GDP佔比(PPP)計算
(出處) IMF、各國·地域統計資料，由Mizuho Research & Technologies製作

2022年台灣經濟大幅減速。帶動成長的出口低迷

- 2022年第三季實質GDP成長率對上季年率比+7.5%，從上一季的大幅負成長(同▲9.2%)之後出現反彈
 - 除了政府國內旅遊振興政策奏效之外，亦出現相較於上一季低迷後之反彈，個人消費帶來大幅正面貢獻
 - 另一方面，由於世界經濟減速和IT景況惡化影響，外需成長停滯，設備投資也疲軟下探
- 2022年全年成長率+3.2%，較前年(+6.5%)減速
 - 全球宅居生活需求告一段落，帶動成長的出口下滑。設備投資之擴大亦已到頂
 - 個人消費在2022年一進一退，止於與疫情前相當之水準

實質GDP成長率

(對上季年率、%)

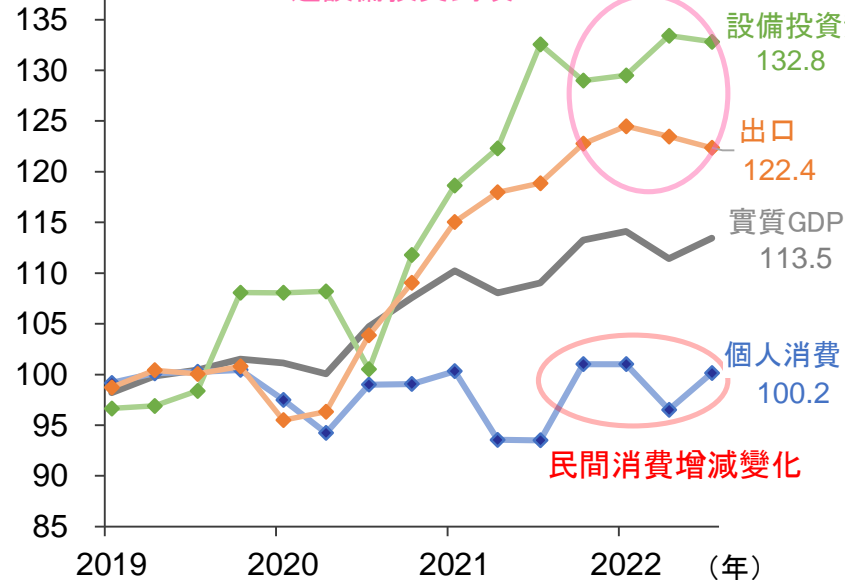


(出處)根據台灣行政院主計總處資料，由Mizuho Research & Technologies製作

實質GDP(2019年平均=100)

(2019年=100)

疫情特別需求告一段落，出口力道減緩衰退設備投資到頂



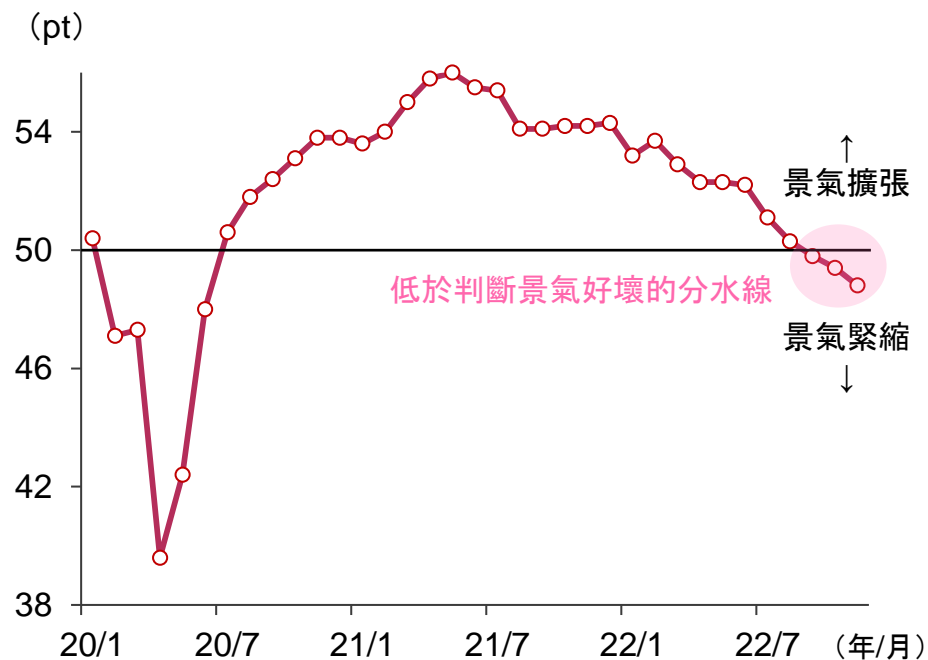
(注)以2019年各季平均值為100計算

(出處)根據台灣行政院主計總處資料，由Mizuho Research & Technologies製作

全球製造業循環轉換形成出口下壓

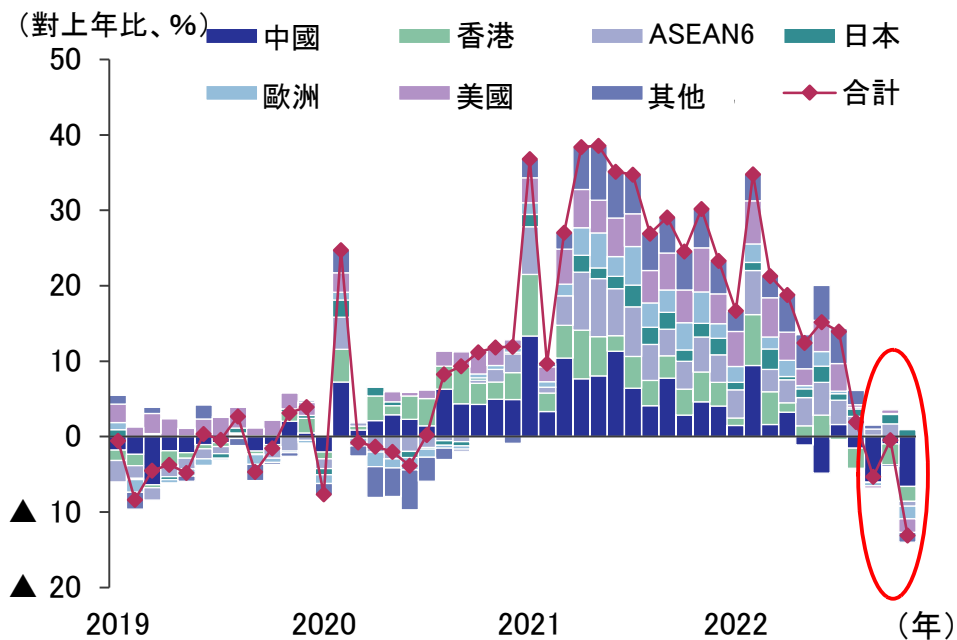
- 全球製造業循環在2022年秋天跌破榮枯線
 - 連續三個月低於景氣榮枯分水嶺50
- 受到疫情特別需求暫歇、世界經濟減速影響，出口出現負成長
 - 自2020年6月以後，出口金額首次低於前一年。11月出口對上年比▲13.1%，大幅減少
 - 出口國別中，因新冠肺炎感染擴大實施更嚴格防疫措施的中国，帶來最大的負面影響

全球製造業PMI



(出處)根據S&P Global資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

名目出口(美元計價)



(出處)根據台灣財政部資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

台灣製造業景氣惡化。設備投資腳步也放緩

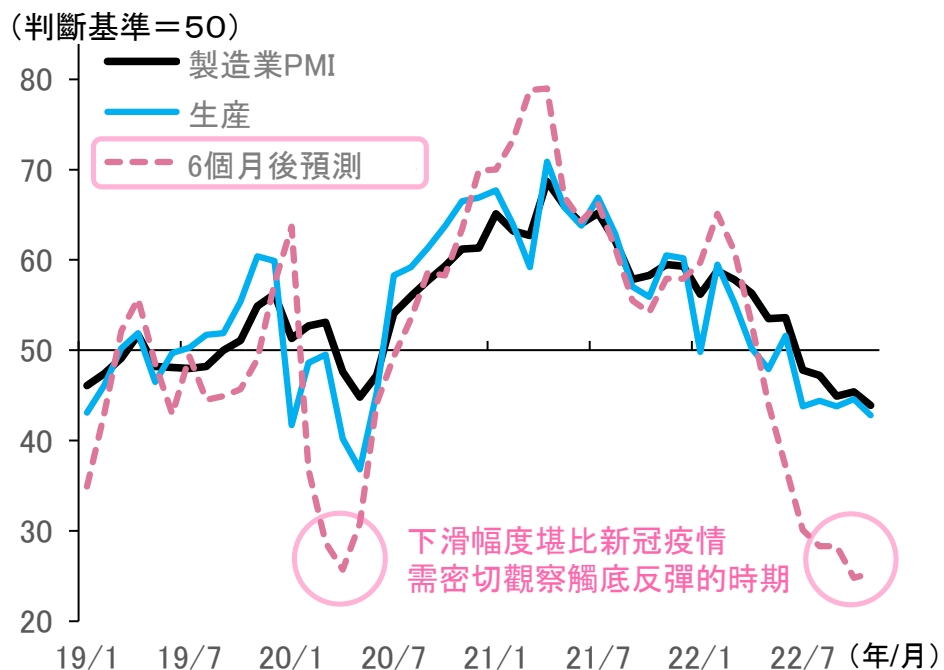
■ 製造業景氣惡化

- 11月製造業PMI為43.9，生產持續低迷，連續5個月低於判斷景氣好壞的50
- 由於世界經濟減速等原因，企業6個月後的景氣預測呈現低迷

■ 反映出企業對前景之不安，設備投資腳步也有放緩的趨勢

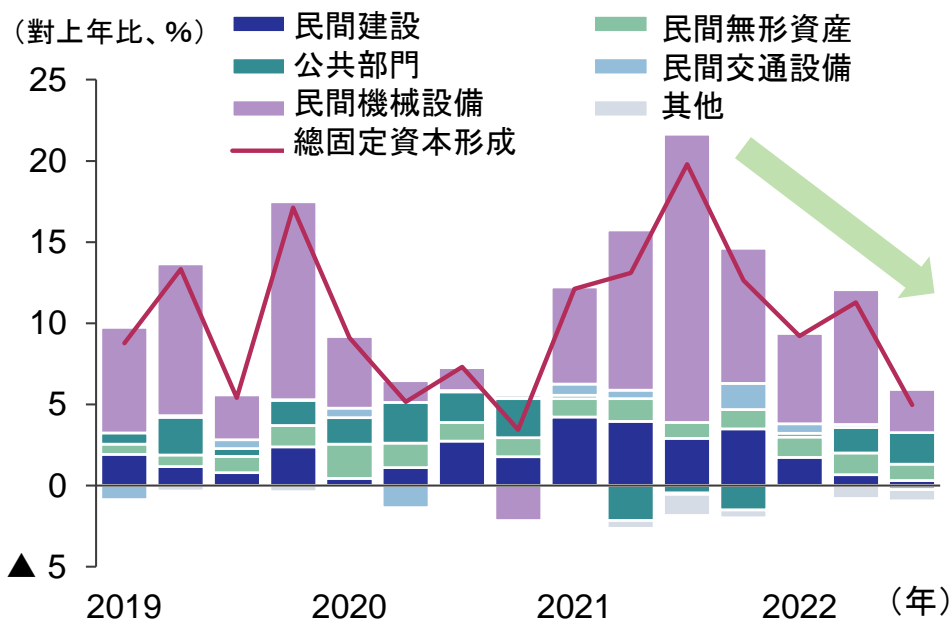
- 除了主力的電子領域外，持續偏高成長的民間建設部門也出現減速
- 除了相對於2021年大幅成長後出現的回落以外，企業因對前景的不安，也導致投資腳步放緩

台灣製造業PMI



(出處)根據中華經濟研究院資料，由Mizuho Research & Technologies製作

總固定資本形成



(出處)根據台灣行政院主計總處資料，由Mizuho Research & Technologies製作

2023年的半導體市場規模縮小。半導體庫存累積帶來減產壓力

- 2023年世界半導體市場反映景氣惡化之需求減少，預計市場規模將縮小
 - 調查機構預測2023年營業額為▲3%後半～▲5%
- 半導體庫存累積成為台灣半導體部門之減產壓力
 - **銷售存貨比特別在2022年下半年呈現大幅惡化。**由於需求減少，出貨低於前一年，使得惡化情況加速

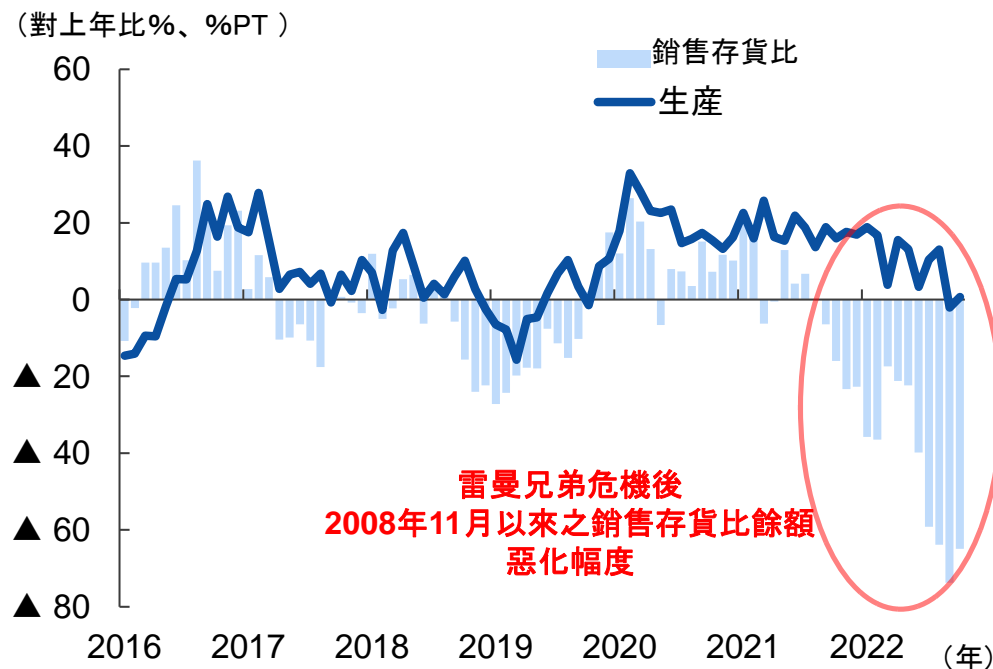
世界半導體營業額預測

發表來源 (發表時期)	2021年	2022年	2023年
IC Insights (2022年11月)	+25%	+3%	▲5%
WSTS (2022年11月)	+26.2%	+4.4%	▲4.1%
Gartner (2022年11月)	+26.3%	+4.0%	▲3.6%

(注) 名目數據

(出處) 根據世界半導體市場統計(WSTS)、Gartner、IC Insights資料，由Mizuho Research & Technologies製作

台灣半導體生產、銷售存貨比(銷售對上年比－存貨對上年比)

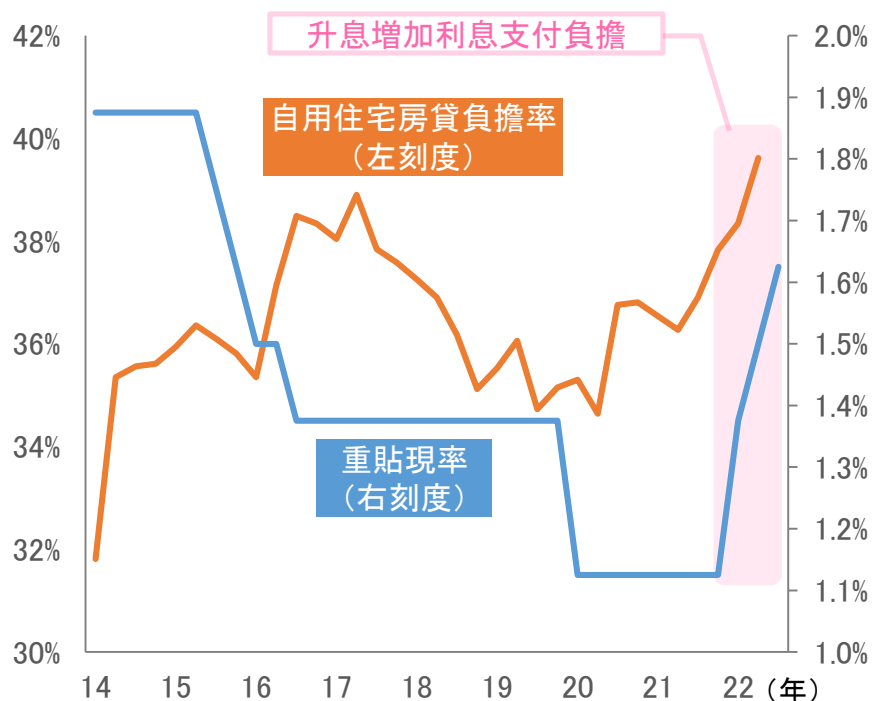


(出處) 根據台灣經濟部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

通膨、利率上昇成為消費阻力。不過也可期待報復性消費

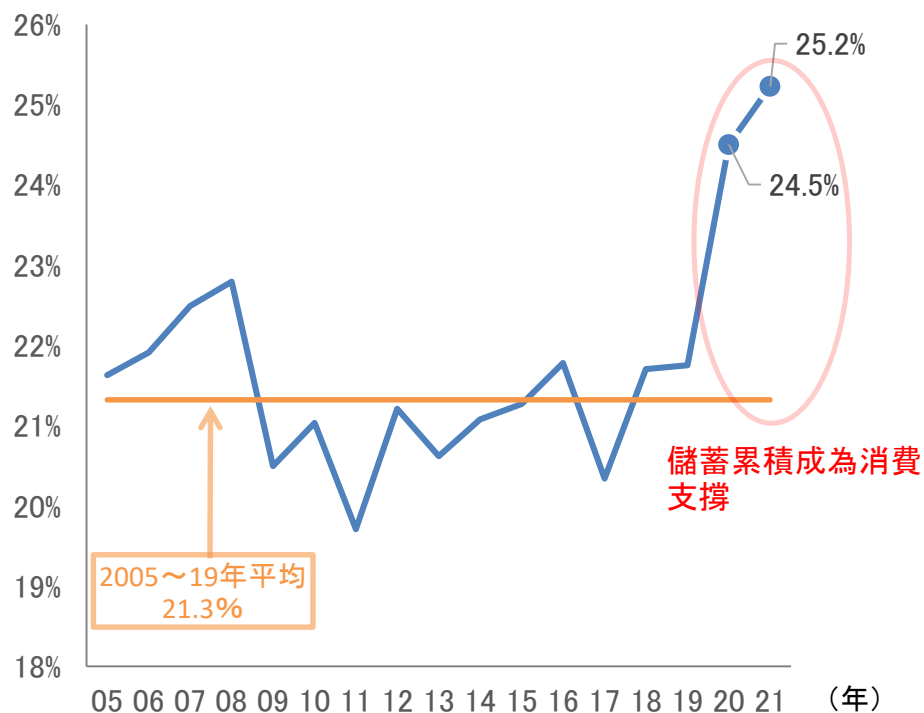
- 由於資源價格下跌，CPI上昇率有趨緩跡象，但**核心CPI依然居高不下**
 - 過去進口物價的上昇波及國內物價。反映通膨上昇，**家計單位對前景之消費心理惡化。成為抑制消費因素。**再加上**升息使得債務償還負擔增加**，也是令人憂心的材料
- 另一方面在新冠疫情中累積的**超額儲蓄有可能成為消費的支撐**
 - 疫情下之行動限制抑制了家計的消費支出。結果使得**家計儲蓄率上昇了3~4%**(=儲蓄累積)

政策利率(重貼現率)自用住宅房貸負擔率



(出處)根據CEIC、Refinitiv資料，由Mizuho Research & Technologies製作

家計儲蓄率



(出處)根據CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

各界經濟,主要受到外需減緩的影響之下,2023年經濟成長也將放緩

- 台灣行政院、央行及民間智庫皆預測**2023年成長將減速為+2%後半**
 - 各機構看法一致,皆認為(升息帶來的)海外經濟減速形成外需下壓,為未來之風險
 - 設備投資以半導體和再生能源投資為支撐(政府),但亦存在對於企業景氣惡化以及庫存狀況之擔憂(央行)
- Mizuho Research & Technologies預測2023年成長率為+1.6%。與其他機構相比屬更趨審慎之預測
 - 審慎看待2023年歐美經濟和半導體市況,對台灣經濟成長率預測偏低

台灣經濟成長率預測(2023年)

發表機構	成長率展望	意見
台灣行政院	+2.7 (11月)	世界經濟減速成為外需阻力,但邊境管制放寬、先進半導體和風力發電相關設備投資等,支撐經濟成長
台灣央行	+2.5 (12月)	除了世界經濟大幅減速和貿易縮小,拖緩外需之外,企業景氣惡化和高水位庫存恐抑制民間投資
中華經濟研究院	+2.7 (12月)	烏克蘭戰爭、美國升息、美中科技戰等,持續為不確定因素
Mizuho Research & Technologies	+1.6 (12月)	反映金融緊縮帶來的歐美經濟減速和半導體市況惡化,未來外需預計將會減速

(注)(括號內)為各機構發表預測值之時間

(出處)根據台灣行政院主計總處、台灣央行、中華經濟研究院資料,由Mizuho Research & Technologies製作

(參考) 因放寬邊境管制，訪台旅行人數逐漸回復

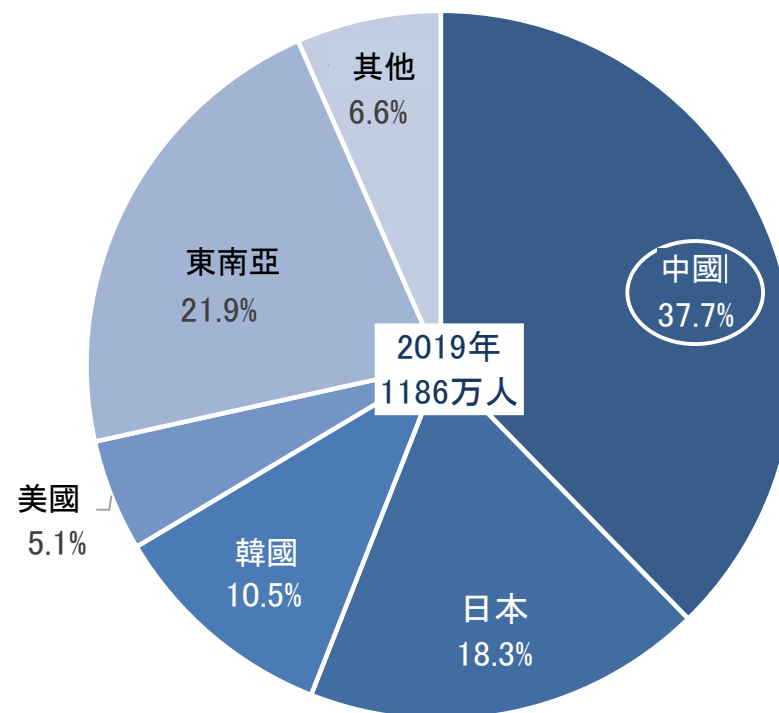
- 從徹底抑制疫情，轉換到兼顧經濟(與疫情共存)之方針。22年3月起，陸續放寬邊境管制
- 12月廢除入境人數上限。訪台旅行人數可望回復
 - 疫情前佔訪台旅行人數將近4成之中國，自12月起實質解除清零。站在喚起國內需求的觀點，對於放寬國外旅行管制 **暫時仍持慎重態度，不過一旦放寬，將有助於推升訪台旅行人數之回復**

政府放寬入境管制

時期	放寬管制之主要內容
22年 3月	<ul style="list-style-type: none"> 重新接受非台灣籍商務旅客 縮短入境後居家隔離期間14日→10日
5月	<ul style="list-style-type: none"> 縮短入境後居家隔離期間10日→7日
6月	<ul style="list-style-type: none"> 縮短入境後居家隔離期間7日→3日
7月	<ul style="list-style-type: none"> 提高入境人數上限每週2.5萬人→4萬人(8月提高為5萬人、9月提高為6萬人) 免除台灣籍和轉機旅客搭機前2天內的陰性證明(8月擴大到所有入境者)
9月	<ul style="list-style-type: none"> 日美等部份國家入境時免簽
10月	<ul style="list-style-type: none"> 廢止入境後之居家隔離 解除海外至台灣、台灣至海外之團體旅遊限制 提高入境人數上限6萬人→15萬人
12月	<ul style="list-style-type: none"> 廢除入境人數上限規定

(出處)根據各種報導，由Mizuho Research & Technologies製作

2019年訪台旅行人數國、地區別佔比



(注)中國包含港澳

(出處)根據UNWTO資料，由Mizuho Research & Technologies製作

中央經濟工作會議中指示以「與疫情共存」為前提，強化各項對策

- 中央經濟工作會議於12/15～16舉行，決定2023年之經濟營運方針。指示應以「與疫情共存」為前提，強化相關對策。維持擴張性財政政策，企圖恢復受到清零影響之經濟
 - 2023年的經濟政策依然強調「穩字當頭」，延續積極的財政政策以及穩健的貨幣政策
 - 防疫對策中並未提及「動態清零」。不動產政策以協助資金調度等維持整體業界之穩定為主軸
 - 中國社會科學院預測2023年的成長率為+5.1%。針對政府目標做出「5%以上」之建言

中央經濟工作會議所決定之2023年經濟營運方針

項目	概要
現狀認知	(中國經濟) 需求收縮、供給衝擊、預期轉弱等「三重壓力」依然未減
基本方針	推動質的穩步提升，統籌擴大內需和供給結構性改革。 以 穩定 為優先， 力圖經濟成長、就業、物價穩定 ，保持經濟運行在合理區間
財政政策	積極的財政政策。保持必要的財政支出強度，優化組合赤字、專項債、貼息等工具 ，保障財政可持續和地方政府債債務風險可控。
貨幣政策	穩健的金融政策。保持合理充裕的流動性 ，確保廣義貨幣供給額和社會融資規模能與名目GDP維持一致的成長速度，加強支持小微型企業、科技創新、綠能發展。
防疫對策	統籌疫情防控和經濟社會發展。因時因勢優化疫情防控措施，認真落實疫情防控新階段各項舉措， 保障民眾就醫用藥需求，強化長者與基礎性疾病患者的防疫以避免重症。順利渡過流行期，確保平穩轉段和社會秩序穩定
不動產市場	確保房地產市場平穩發展，落實確保交屋。滿足行業合理融資需求，推動行業重組併購。支持剛性和改善性住房需求。堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位。推動房地產業向新發展模式平穩過渡。防止形成區域性、系統性金融風險

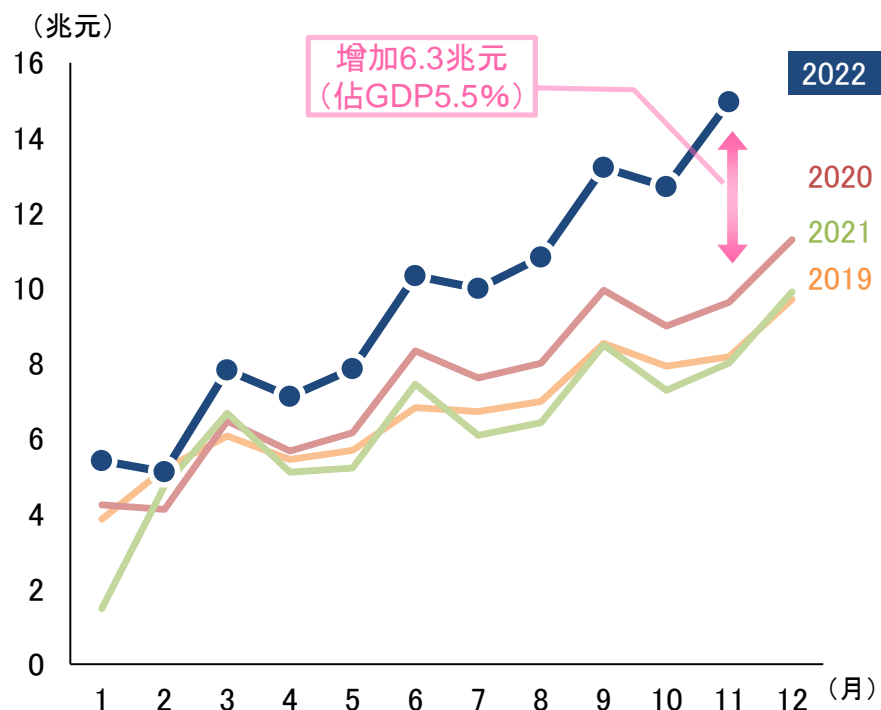
(出處)根據新華社資料，由Mizuho Research & Technologies製作

清零政策退場後，過剩儲蓄抵銷了消費支出的疲軟。

另一方面，必須注意醫療體系之脆弱

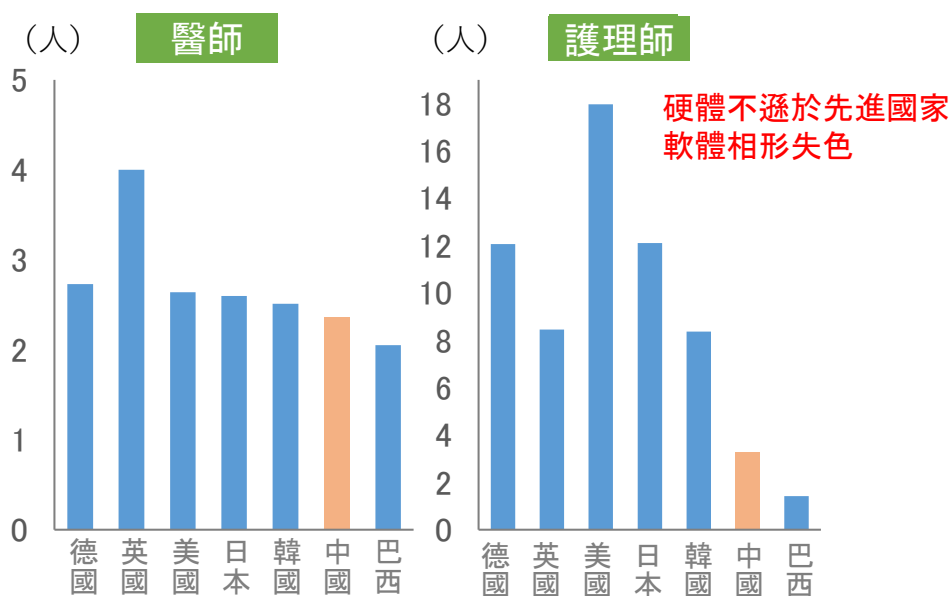
- 自2022年初以來，家戶存款與往年相比有所上升。**有助於清零解除後之消費回復**
 - 由於清零政策前景不明，導致儲蓄意願上升、存款水位升高
- 另一方面，清零政策退場後，因感染擴大導致醫療體制緊繃之隱憂依然存在
 - 每1,000人口之病床數雖然不遜於主要先進國家，但醫師或護理師等軟體層面則相形失色
 - 疫情擴大時如何在醫療緊繃狀態下強化防疫措施，亦存在著回歸實質清零事態之風險

家計儲蓄新增金額(年初以來累計)



(出處)根據中國人民銀行、CEIC資料，由Mizuho Research & Technologies製作

主要國家每千人口醫師數與護理人員數比



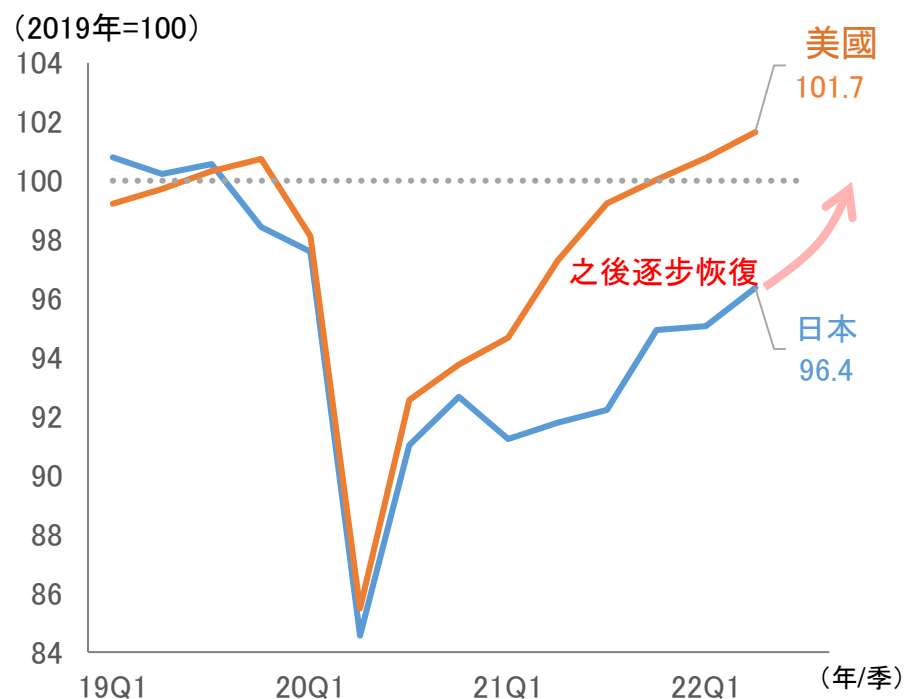
(注)美國護理師人數係指持有護理師執照者人數，其他為實際值勤中之護理師人數
截止2020年(僅美國為截止2019年數據)

(出處)根據ECD，由Mizuho Research & Technologies製作

逆風下意外穩健之日本經濟。人際型服務回溫，成為經濟支撐力道

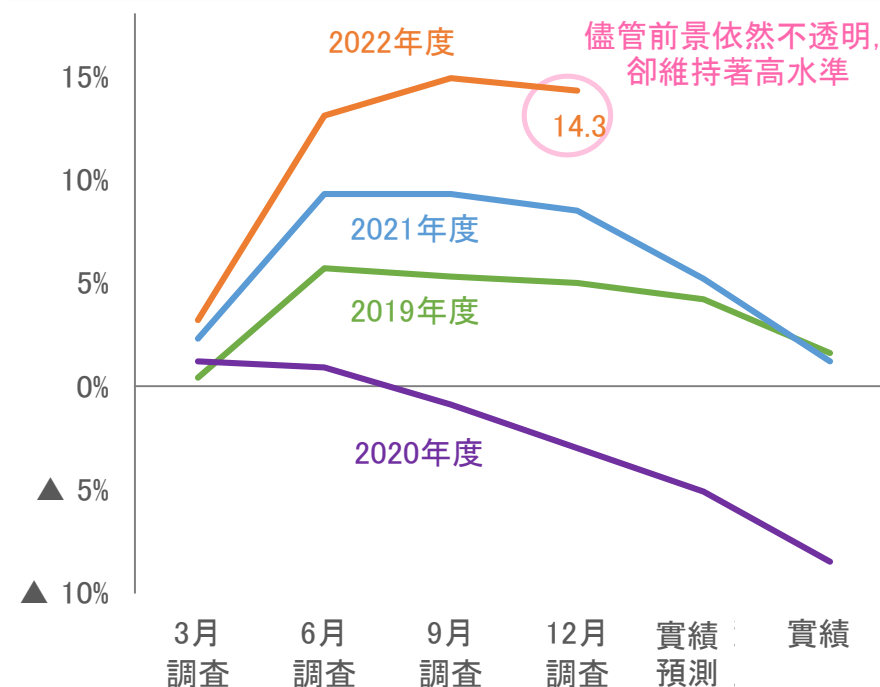
- **放寬經濟活動限制的好處逐見漸顯現。**支撐日本經濟
 - 較早決定與疫情共存的美國，飲食和旅行等服務消費帶動經濟復甦
- 2022年度的設備投資計畫(所有規模・所有產業) **對上年度比+14.3%，維持高水準**
 - 除了製造業維持高水準計畫外，住宿、飲食以及對個人服務、運輸・郵務等均有成長。省力化・數位化投資帶動成長。除了疫情趨緩投資反彈回升之外，也浮現需求可望復甦的跡象

新冠疫情下日美服務消費之變遷



(出處) 根據內閣府、美商業部資料，由Mizuho Research & Technologies製作

設備投資計畫(含軟體・研究開發，不含土地投資金額)



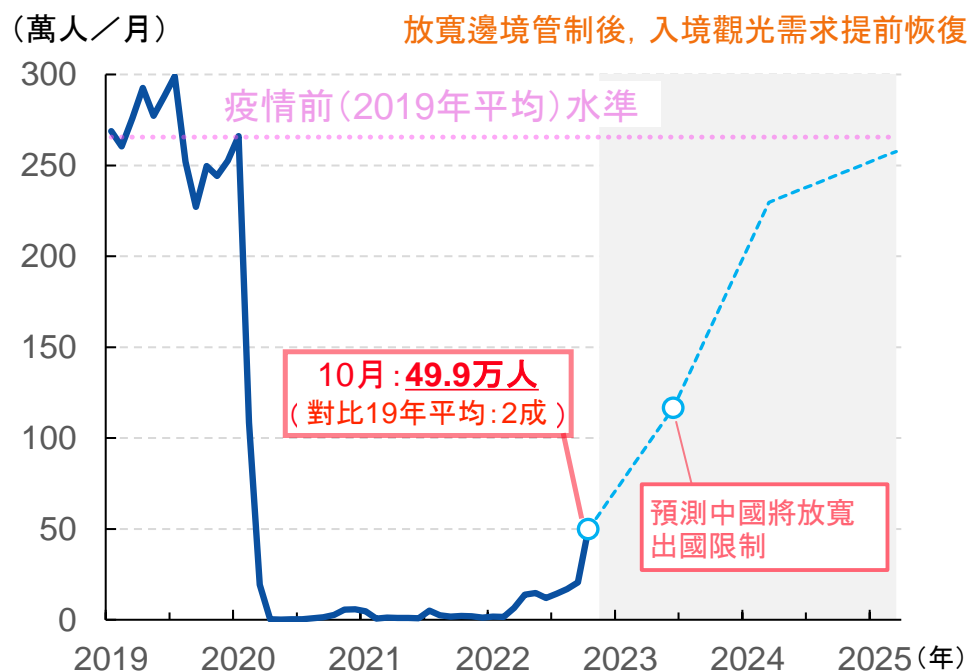
(注) 設備投資計畫(含軟體、研究開發，不含土地投資金額)

(出處) 跟日本銀行「全國企業短期經濟觀測調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

政府放寬邊境管制。訪日外國觀光客提前回流，成為日本經濟回溫的原因

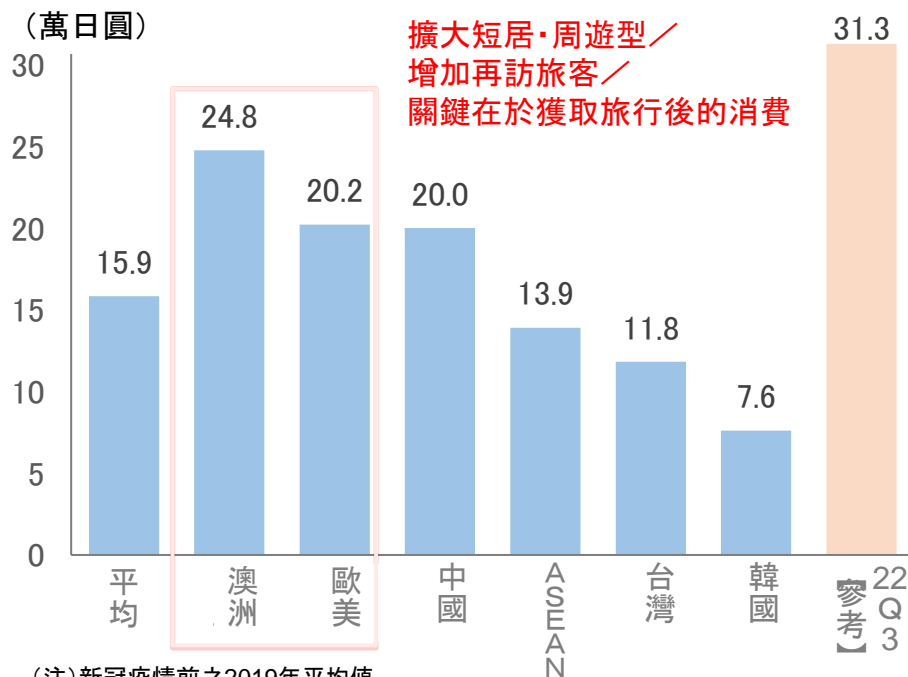
- 政府於10月大幅放寬邊境管制。入境觀光需求提前恢復
 - 除日幣貶值之外，放寬邊境管制時有許多以歐美為主之富裕層來訪，亦為推升經濟的要因。訪日觀光客的回升，使GDP在2022年度有 $+0.2\%$ 、2023年度有 $+0.1\%$ 的成長
- 歐美因景氣衰退和商務需求之結構變化，暫難恢復到疫情前的水準
 - 訪日外國觀光客回流因受出差需求減少等影響，2023年底約為疫情前8成。預計於2024年底恢復到疫情前水準
 - 為提升訪日旅客對經濟成長之促進，關鍵在於①提高單價(長期停留)及②擴大旅行後消費(EC商務)

訪日外國觀光客人數展望



(出處)根據日本政府觀光局(JNTO)資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

國籍別赴日觀光外國人每人消費支出金額



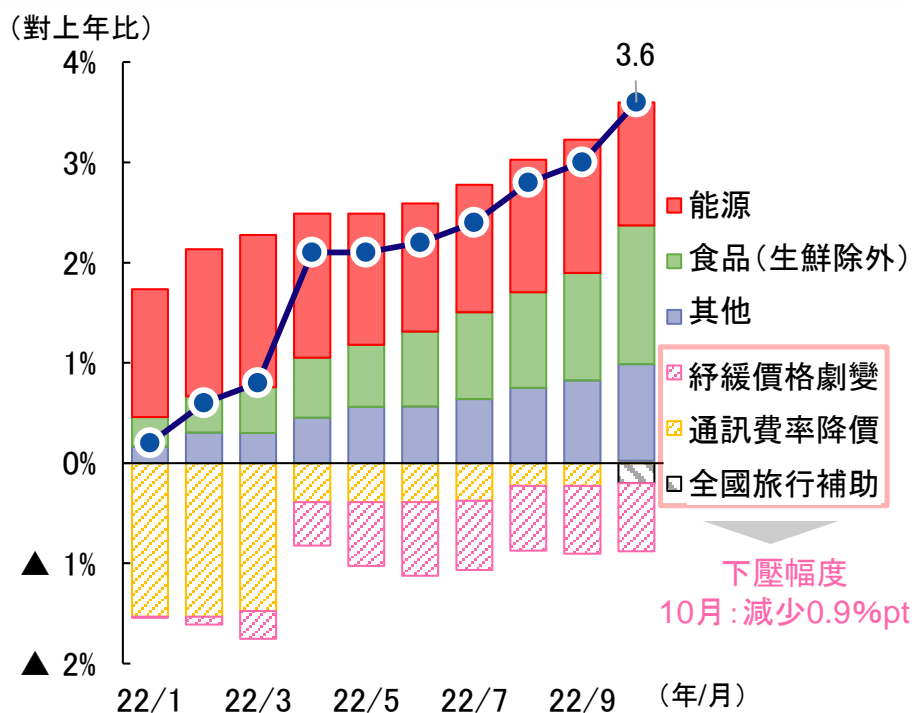
(注)新冠疫情影响前之2019年平均

(出處)根據國土交通省資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

日本的消費者物價亦為相隔40年之水準。到年底可能達4%

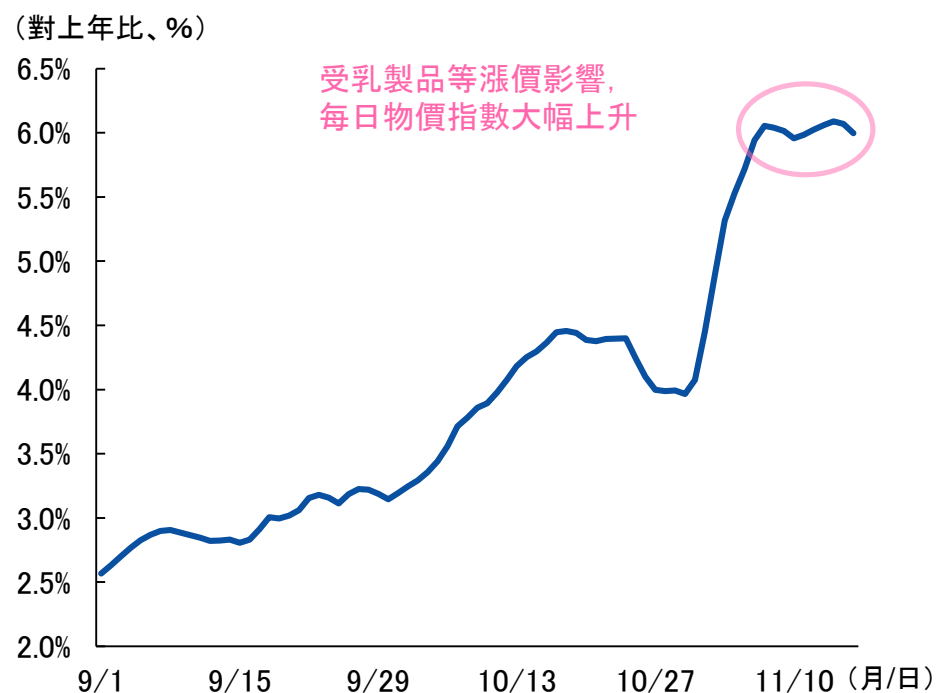
- 10月的全國核心CPI對上年比為+3.6%(9月之對上年比+3.0%)，成長加速。為相隔40年之通膨水準
 - 不含特殊因素(緩衝物價劇烈波動的補貼等)之核心CPI為對上年比+4.5%(9月之對上年比+3.9%)，約為4%至5%的中間水準
- **11月之每日物價指數對上年比達到+6%水準**
 - 除了漸漸受到10月食品同時漲價之影響以外，11月起乳製品(牛乳、乳飲料、優酪乳)銷售價格調整亦為推升物價的因素。食品漲幅漸高，到**年底之前CPI成長率有可能擴大到接近4%**

核心CPI之貢獻度分解



(出處)根據總務省「消費者物價指數」資料,由Mizuho Research & Technologies製作

每日物價指數(對上年比、7天移動平均)

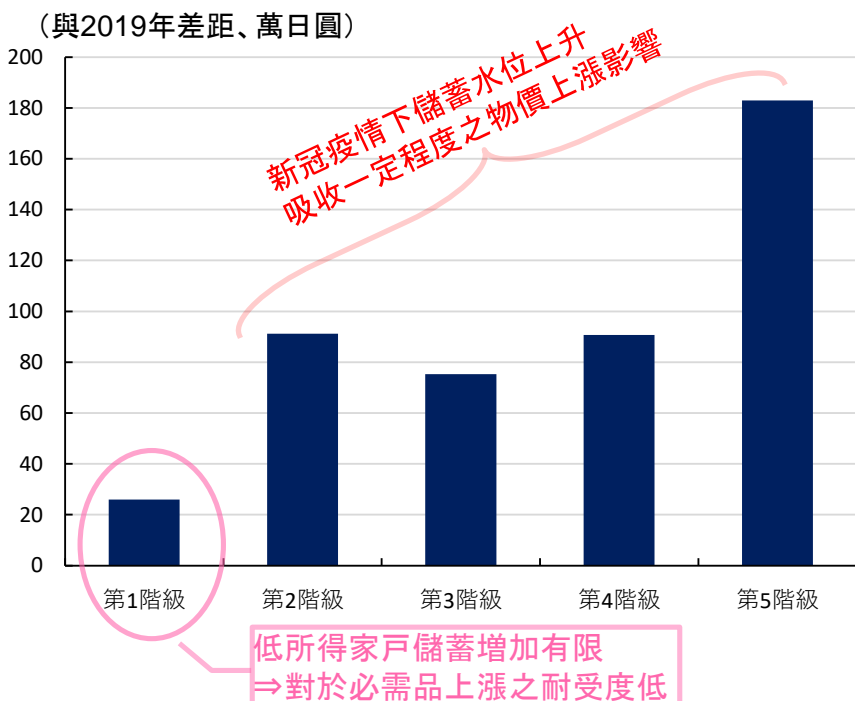


(出處)根據Nowcast股份有限公司「日經CPI Now」資料,由Mizuho Research & Technologies製作

低收入族群以外的超額儲蓄成為緩衝材料。整體經濟政策亦紓緩物價上漲的影響

- 新冠疫情下累積的儲蓄(相較於新冠疫情前約增加了40兆日圓之儲蓄)成為消費資金來源, 抵消了物價上漲的影響
 - 以高所得層(第5階級)為主, 在新冠疫情下抑制消費, 使得存款增加。抑制物價上漲的影響, 成為個人消費之支撐
- 政府擬定整體經濟政策。財政支出39.0兆日圓(其中透過修正預算確保了國費29.6兆日圓)、事業規模達71.6兆日圓
 - 2022~23年度顯現了7兆日圓左右的經濟效果, 2022年度推升了GDP+0.1%、2023年度推升GDP+1.1%
 - 能源價格抑制效果減少了平均每戶4.5萬日圓的負擔。**至2023年9月, 將消費者物價降低1.2%Pt**

家計存款額(2021年相較於2019年之增加部分)



(注) 兩人以上之就業家戶。第1階級為低所得、第5階級為高所得家戶

(出處) 根據總務省「家計調查」資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

整體經濟政策之概要

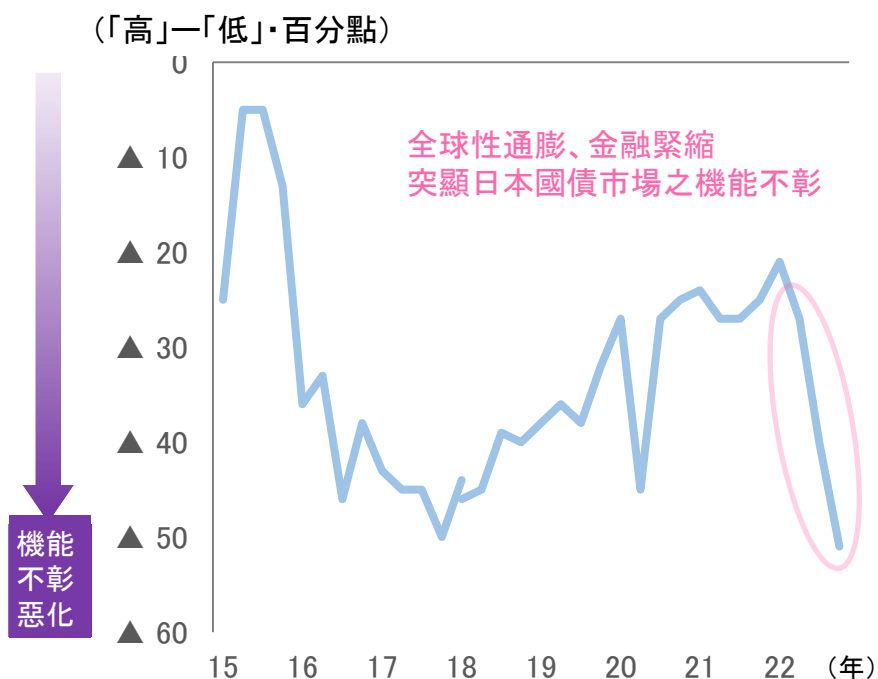
用途	財政支出	事業規模
因應物價上漲、薪資調漲 紓緩能源價格劇烈波動措施 中堅中小企業薪資調漲支援	12.2兆日圓	37.5兆日圓
運用日幣貶值, 回復、強化「賺錢能力」 半導體技術開發 擴大中小企業等之出口	4.8兆日圓	8.9兆日圓
加速「新資本主義」 強化對人投資・促進科學技術/創新 支援新創	6.7兆日圓	9.8兆日圓
確保國民的安全與安心 強化防疫對策・國土強韌化・經濟安全保障	10.6兆日圓	10.7兆日圓
未雨綢繆	4.7兆日圓	4.7兆日圓
共計	39.0兆日圓	71.6兆日圓

(出處) 根據內閣府資料等, 由Mizuho Research & Technologies製作

日本銀行一反市場預期，決定擴大長期利率變動幅度

- 在12月貨幣政策決定會議(12/19、20)上，決定將長期利率變動幅度從既有的 $\pm 0.25\%$ 擴大為 $\pm 0.5\%$
 - 同時公布大幅增加國債買入金額(從每月7.3兆日圓到9兆日圓左右)、更有彈性的靈活購債計畫
 - 實施10年國債的每營業日固定利率購買操作以及各年限之機動買入等，強調持續進行寬鬆政策的態度
- 出乎意料的決定，背景來自國債市場嚴重機能不彰
 - 全球性通膨、金融緊縮之下，日本債券市場的機能不全更加鮮明。搭配變動幅度擴大、短期區間利率上昇的結果，「扭曲」依然殘存 \Rightarrow 更進一步修正觀測之可能

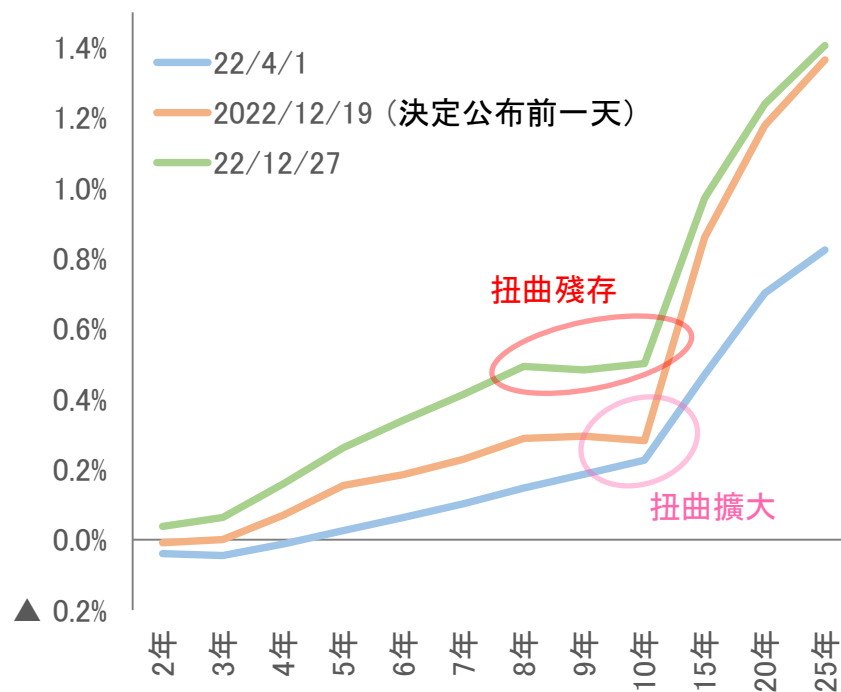
關於債券市場機能之現狀判斷



(注)國債買賣公開市場操作對象中，配合調查者、大型機構投資人

(出處)根據日本銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

年限別國債利率(殖利率曲線)之變化



(出處)根據財務省資料，由Mizuho Research & Technologies製作

分歧的專家意見

SMBC日興証券, 森田長太郎	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年7月廢除負利率 ➤ 本次的政策修正應視為某種政治意圖之預兆
瑞穗証券, 丹治倫敦	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 總裁更迭後之共同聲明變更中, 同時宣布廢除負利率(2023年6月) ➤ 表現解除負利率&維持10年利率區間之方向的同時, 避免利率急遽上昇, 符合政府的方向
法國巴黎銀行, 河野龍太郎	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年6月左右擴大10年利率區間幅度(上下0.75%) ➤ 2023年12月左右再次擴大10年利率區間幅度, 相當於實質廢除。廢除負利率之門檻高
德意志銀行, 小山賢太郎	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年第三季廢除YCC為最有可能發生的情況。加速提升薪資為前提 ➤ YCC廢除後廢除負利率
高盛証券, 馬場直彦	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 站在「強化YCC持續性」之觀點, 廢除負利率的可能性提高 ➤ 10年利率區間擴大有可能使得10年利率目標名存實亡, 可能性低
法國興業銀行, 劔埼仁	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 刪除「儘早」字樣、讓2%目標之幅度更加靈活, 微幅修正共同聲明 ➤ 配合共同聲明之變更, 雖變更聲明文, 但依然維持YCC
美國銀行, Izumi Devalier	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 下次修正同時廢除負利率和YCC ➤ 時期由於景氣預測之不確定性, 可能延至2024年下半年
JPMorgan, 藤田亞矢子	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2023年中不會出現日銀承認之金融緊縮 ➤ 在新總裁帶領下透過政策檢討及政策協定之修正, 摸索政策正常化之可能
前財務官、榊原英資	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 日銀可能在2023年1月實施金融緊縮, 震驚市場

(出處)根據各公司報告及報導等, 由瑞穗銀行製作

前景受到政治、經濟、市場動向所左右。預計於2024年春天解除負利率・YCC

- 貨幣政策框架的變更係深入考量政治、經濟、市場三條件而決定(各因素相互影響)
- 2023因為經濟和市場因素尚無法解除。預計將在可達成3個條件的「2024年春季」解除
 - 2023年下半年降息議題成為焦點。貨幣政策框架變更有帶來日圓過度升值的風險
 - 2024年春鬥(春季集體協商)時若可確認物價、薪資動向穩定, 即使未達到2%, 也會解除負利率・YCC
- 目前仍以「政治」影響最強。無論經濟、市場如何變化, 在2023年內僅考慮政治因素就解除之風險同時存在

本次(2022年12月決定會議)政策修正之背景

2023年以後政策修正之可能性

1. 政治

- 過度貨幣寬鬆之副作用、對財政規律鬆弛之警戒
- 企圖迴避重新檢視政策協定之壓力

靈活解讀物價目標

- 在新總裁體制下, 即使未達2%, 只要物價在1%左右穩定持續上升, 便容許解除YCC/負利率(依然存在期待)

2. 經濟

- 歐美經濟前景雖不透明, 卻比預期表現穩健
- 日本經濟也漸漸出現鮮明的回溫局面

歐美經濟從惡化到復甦

- 進入2023年後, 由於全球經濟減速, 從升息局面轉換至升息結束、降息模式
- 確認同年秋天以後世界景氣回昇

3. 市場

- 債券市場機能不彰
- 促進政策變更之動向, 以及伴隨而來的匯率、利率等不穩定

日幣升值暫歇、股市走高(風險偏好)

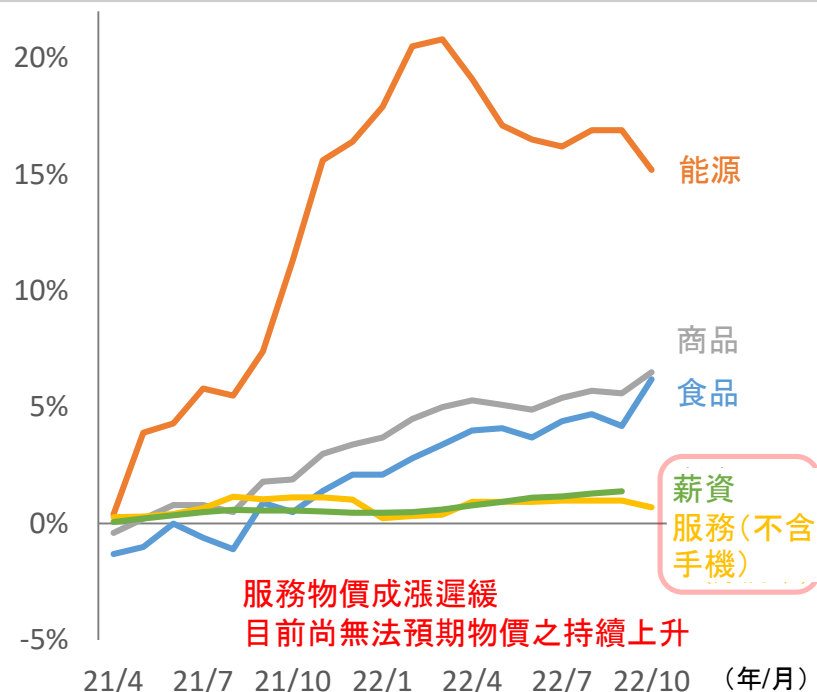
- 至2023年中左右, 日幣升值、股市下跌情形持續發生。長期利率承受下壓
- 重新出現緊縮可能或為2024年春天?

(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

是否能達到持續2%物價目標，關鍵掌握於一般勞工之薪資調漲

- 日本消費者物價上升主因為能源和食品之上漲
 - 服務價格成長緩慢。其背景為薪資成長遲緩。物價持續上升的前提為薪資調漲
- 產業工會以物價上漲為背景，將明年春鬥要求提高為5%（基本薪資調漲部分3%）。經團連鑒於物價上漲，支持調漲
 - 悖於經團連的支持，預計2023年春鬥的薪資調漲率將會低於要求，預期為+2.6%（基本薪資調漲部分0.8%左右）
 - 除了交易條件惡化導致收益下滑之外，海外經濟前景不明可能使企業對調漲薪資態度更加審慎
 - 假如達到2.6%、將成為1998年（2.66%）以來的高水準，但相對於3%的基本薪資調漲要求仍有一段距離

不同費用項目之消費者物價指數增減率及薪資



(出處)根據厚生勞動省「每月勤勞統計調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

產業工會要求及春鬥薪資調漲率(相當於基本薪資調漲之部分)



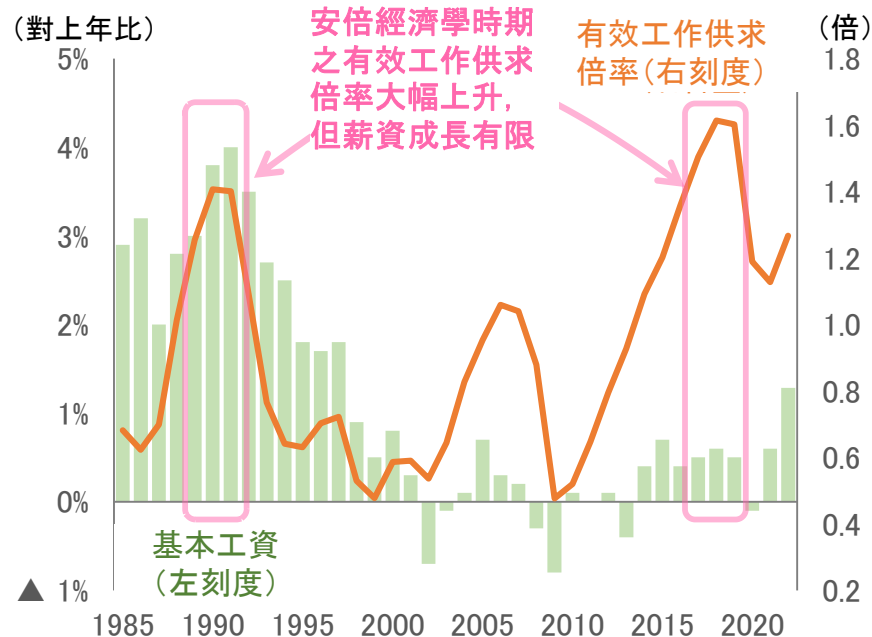
(注) 1. 2023年的春鬥薪資調漲率係Mizuho Research & Technologies之預測值
2. 1991年~1995年的定期加薪部分(相當於維持薪資曲線)1.9%，假設2022年、2023年皆為1.8%，試算基本薪資調漲部分

(出處)根據厚生勞動省「薪資狀況等綜合調查概要」、「民間主要企業春季薪資調漲要求協議狀況」、各種報導，由Mizuho Research & Technologies製作

在預期成長率低迷的情況下，持續提升薪資的難度很高

- 短期間考量物價上漲和人手不足，會出現一定程度的薪資調漲動態，**但持續性調漲必須增加附加價值作為資金來源**
 - 事實上在安倍經濟學時期**有效工作供求倍率(=人手不足感)雖創下史上最高紀錄，但基本工資成長停滯於0.5%左右**。其中一個原因是難以預測未來成長的狀況下，企業對於直接導致固定費用增加的薪資調漲持審慎態度
 - 儘管考量到物價上漲，但不抱有成長期待下，名目薪資2~3%的上升門檻極高
 - 再加上2023年後半預計將受到資源價格下降、日幣升值影響，物價上升壓力暫告一段落，也將影響2024年的春鬥結果

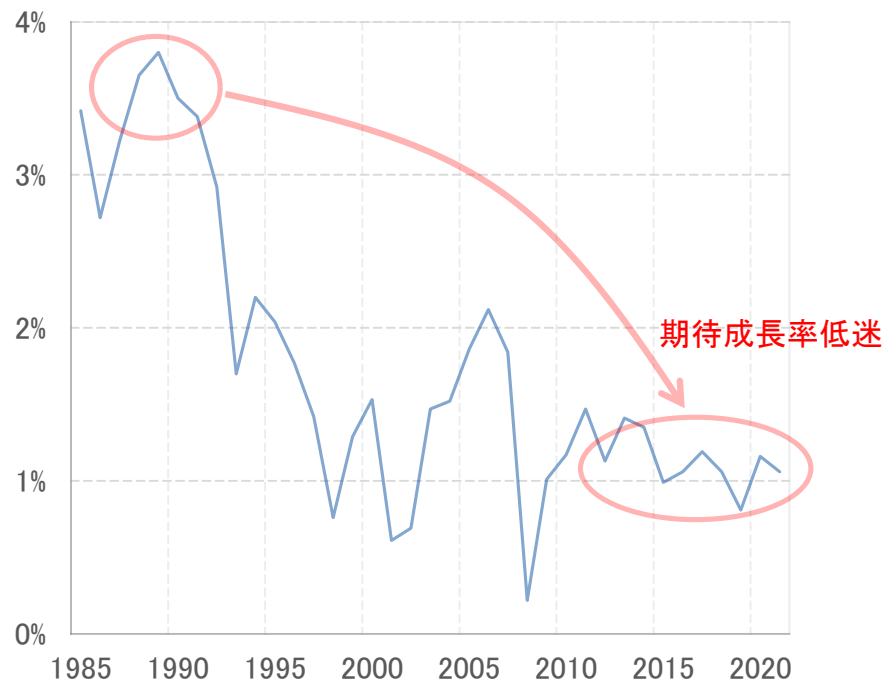
基本工資增減率與有效工作供求倍率之長期時序變化



(注) 1993年之前數據包含計時工作。以員工30人以上之法人為對象

(出處) 根據厚生勞動省「每月勤勞統計調查」、「一般職業紹介狀況」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

企業之期待成長率(今後3年之成長率預測)



(出處) 根據內閣府「企業行動相關問卷調查」資料，由Mizuho Research & Technologies製作

通膨率居高不下之隱憂。央行鷹派態度長期化之風險

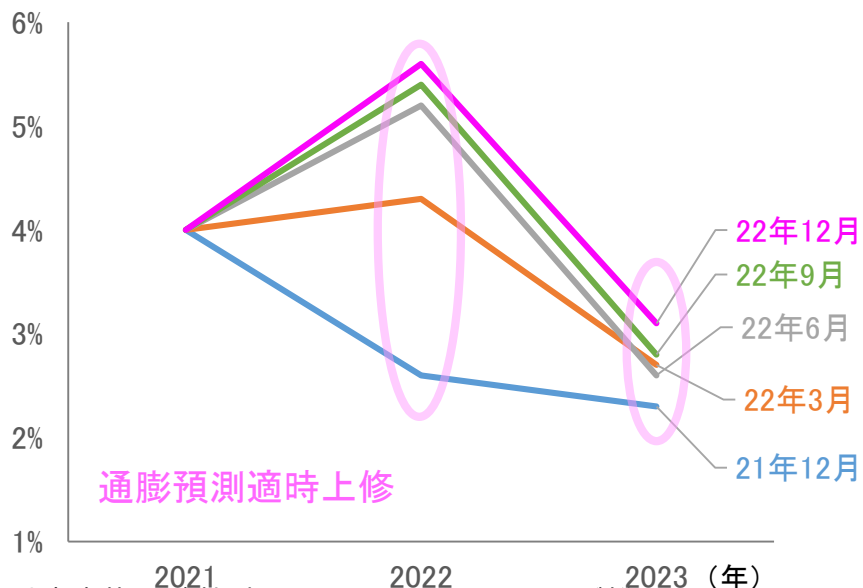


(出處)FRB



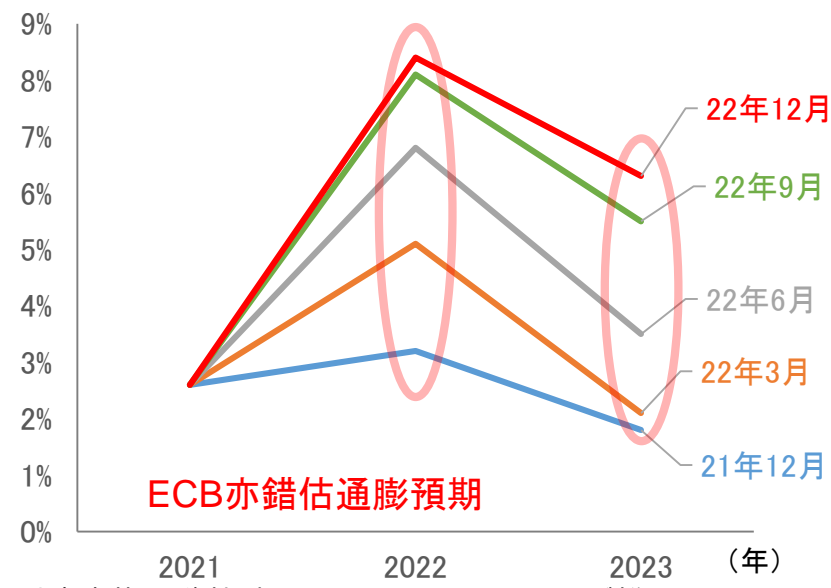
(出處)歐洲議會、歐州中央銀行

FRB的物價展望變化



(出處)根據FRB資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

ECB的物價展望變化

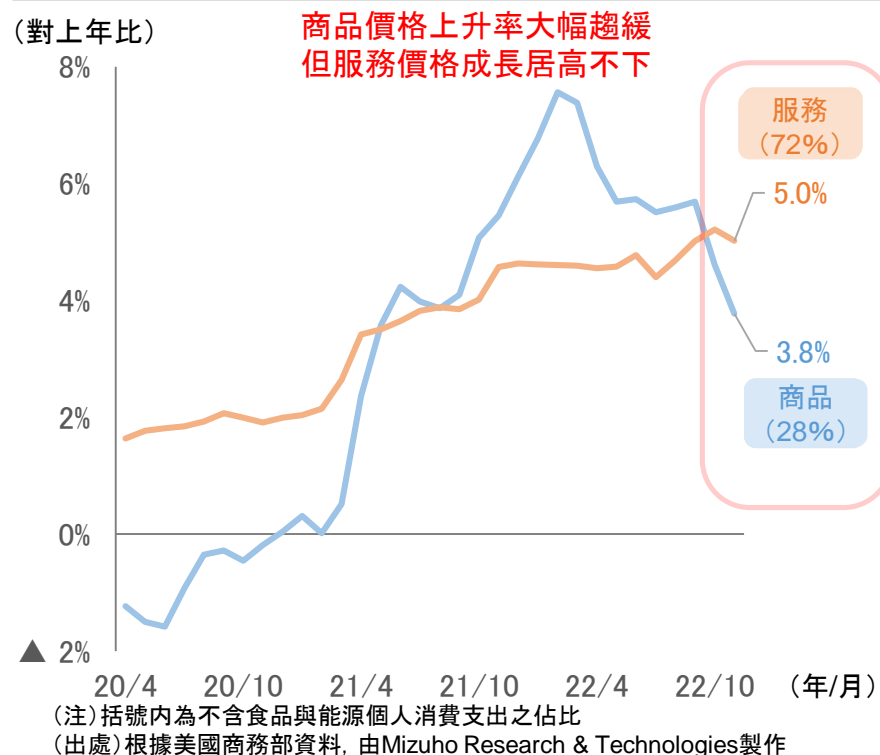


(出處)根據ECB資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

對過熱勞動市場難以消除的警戒感

- 扣除食品、能源價格後,FRB重視的10月核心個人消費支出平減指數對上年比+4.7%, 增幅明顯減緩
 - 雖然主因為商品價格之增幅趨緩、但另一方面, 服務價格成長居高不下。服務佔消費七成, 可見物價上升壓力之強勁
- 勞動市場緊繃導致薪資上升壓力持續存在
 - 雖已見頂, 但招募人數依然有1,000萬人,遠超過了求職者數
 - 紓緩勞動供需之路漫長, FRB擔憂薪資上升可能會使企業進一步轉嫁至商品售價上, 陷入通膨螺旋性的惡性循環

商品、服務別之核心個人消費支出平減指數



40年前的苦澀記憶再次襲來。名為通膨的怪物



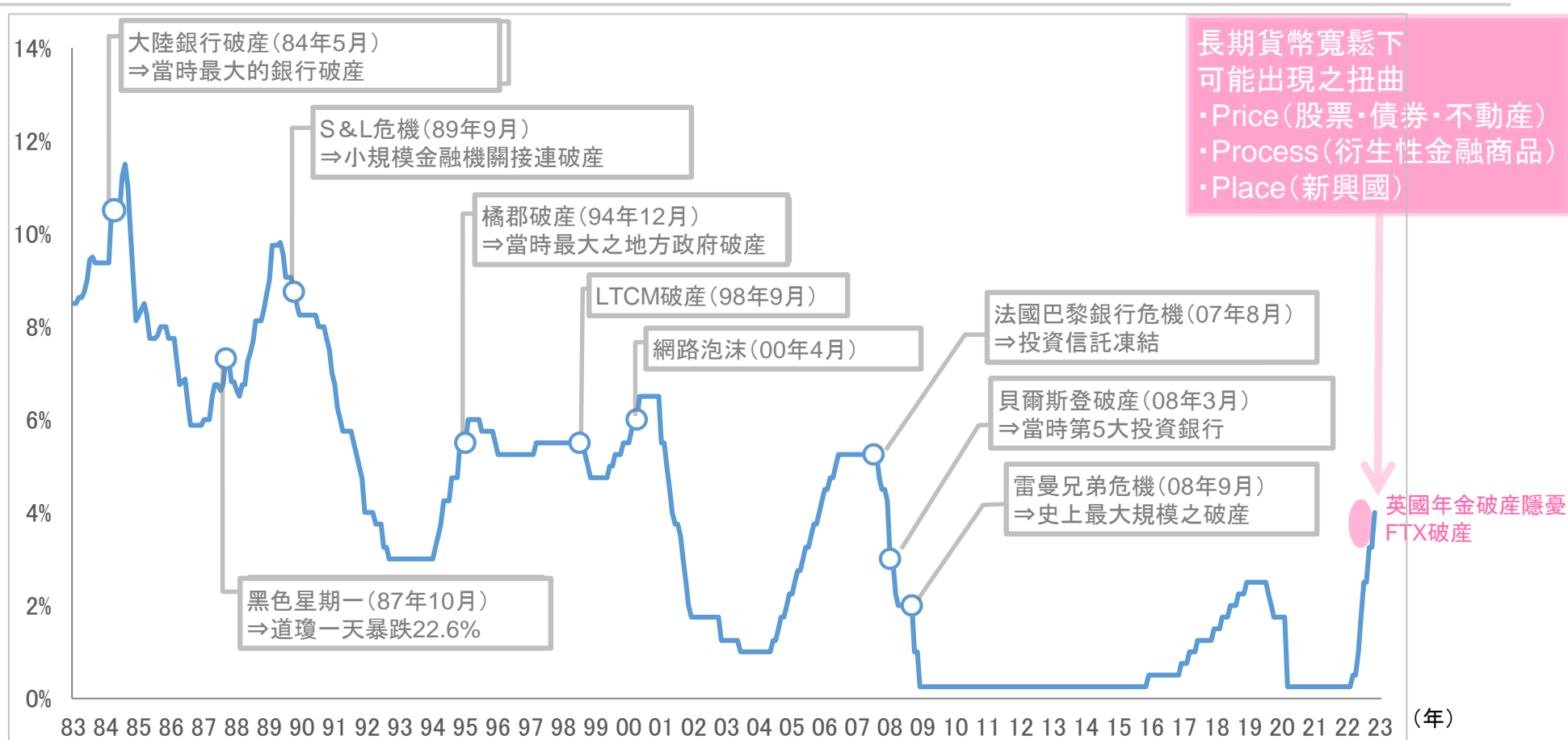
(出處) GIS Report Sep.25 2021

歷史不會重現，但可能會出現類似軌跡？從金融危機的歷史觀察美元升息之影響

■ 回顧過往，**金融危機往往發生在升息巔峰前後**

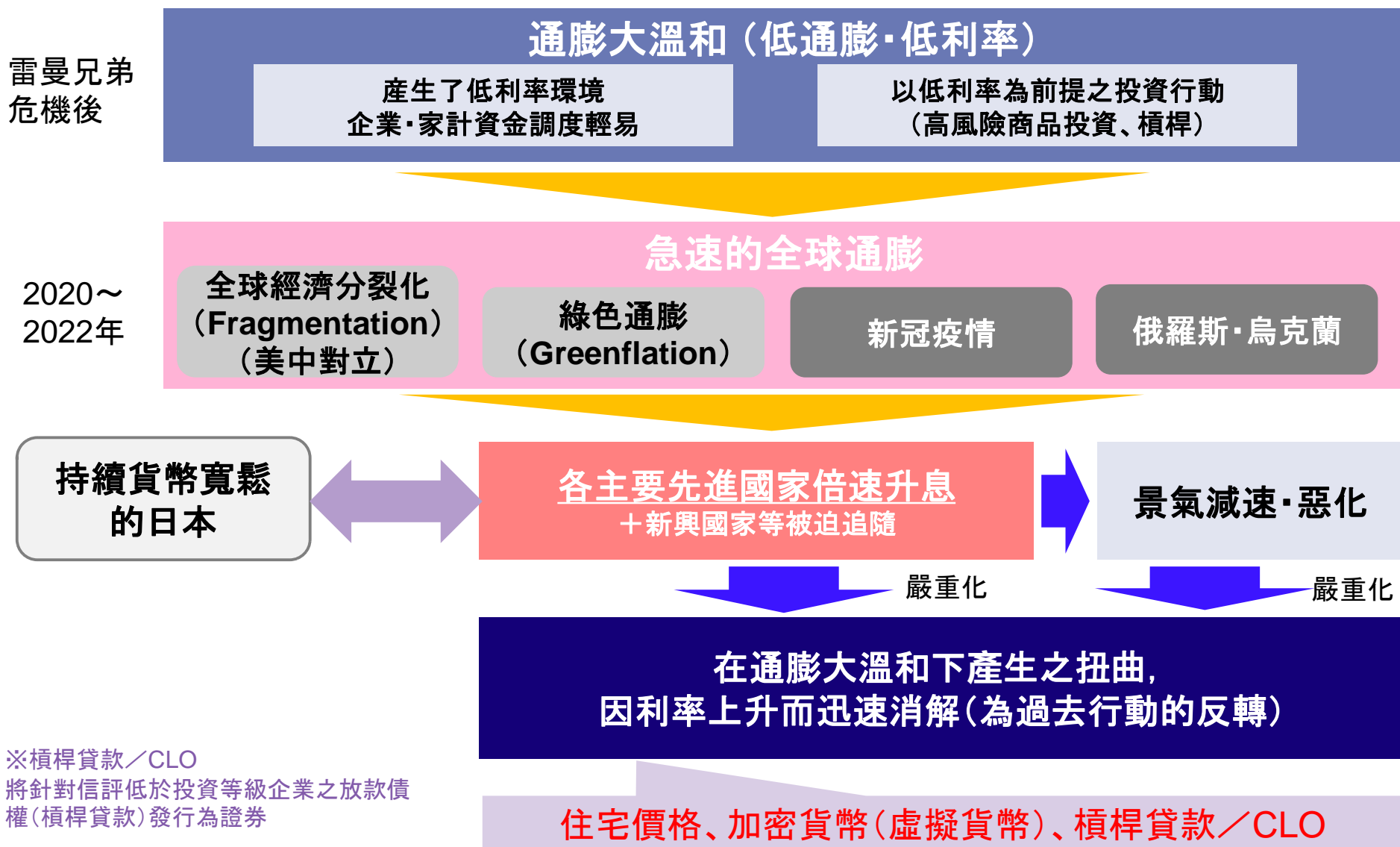
— 雷曼兄弟危機之後，由於銀行加強管制，降低了系統風險的可能，但卻也**引發因長期低利率導致的新危機隱憂**

FF利率與過去之金融危機



(出處)根據各種報導，由Mizuho Research & Technologies製作

憂心的背景為通膨大溫和時期下累積之經濟、金融的扭曲



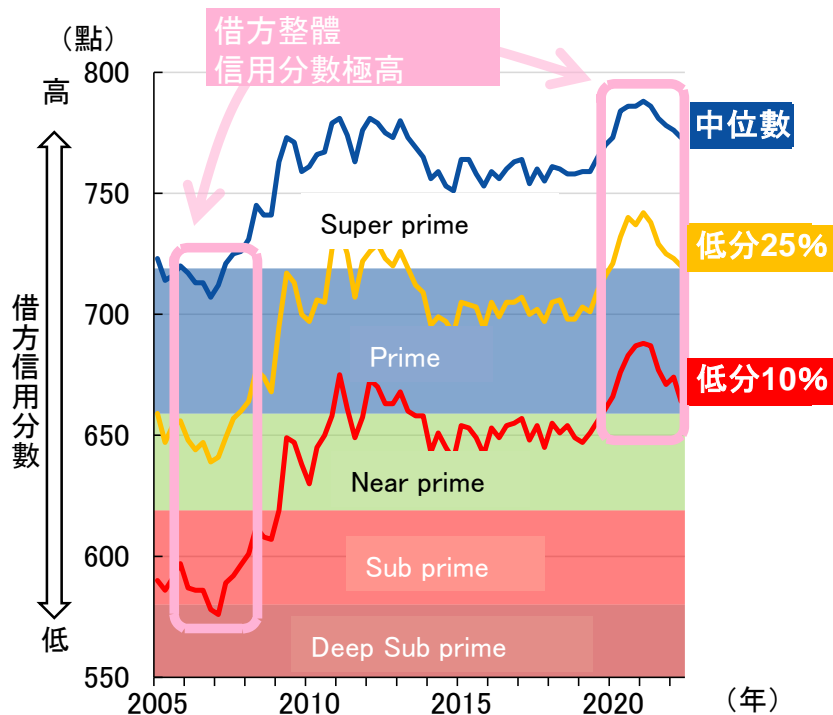
※槓桿貸款 / CLO
將針對信評低於投資等級企業之放款債權 (槓桿貸款) 發行為證券

(出處) 由Mizuho Research & Technologies製作

利率上升帶來家計違約增加的可能低。火種可能在歐洲？

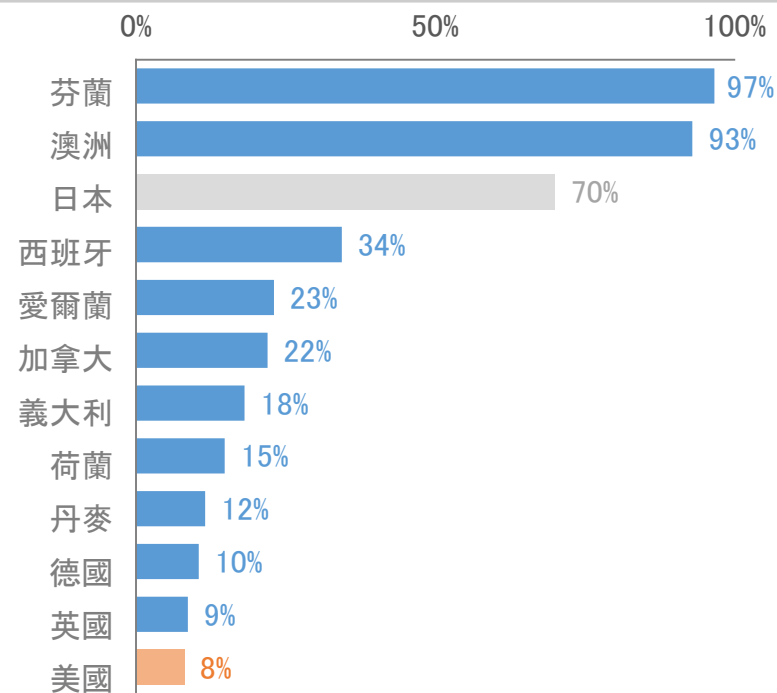
- 由於低利率和住宅價格上升，美國家計的自用住宅貸款激增(2019年Q1:0.4兆美元⇒2021年Q2:1.2兆美元)
- 自用住宅貸款金額雖來到高水位，但貸款人之信用力也極高(=未見浮濫放款跡象)
 - 自用住宅房貸借方之信用分數，即使在低分10%也維持在Near prime的上限~Prime之間，體質健全
 - 再加上勞動市場良好，從現金流方面來看，因利率上升造成美國家計違約大幅增加的風險極小
 - 以固定利率為中心，針對既有借款之利率上升的影響也極為有限。反而是變動利率比例高的澳洲或北歐較需憂心

自用住宅房貸借方之信用度(信用分數)分布



(出處)根據紐約聯邦儲備銀行資料，由Mizuho Research & Technologies製作

自用住宅房貸(新增放款)中浮動利率型之佔比



(注)美國為ARM(指數型房貸)貸款比例

(出處)根據EMF、Corelogic、ratehub、國土交通省資料，由Mizuho Research & Technologies製作

加密貨幣業界發生連鎖破產，但目前對金融系統、實體經濟影響有限

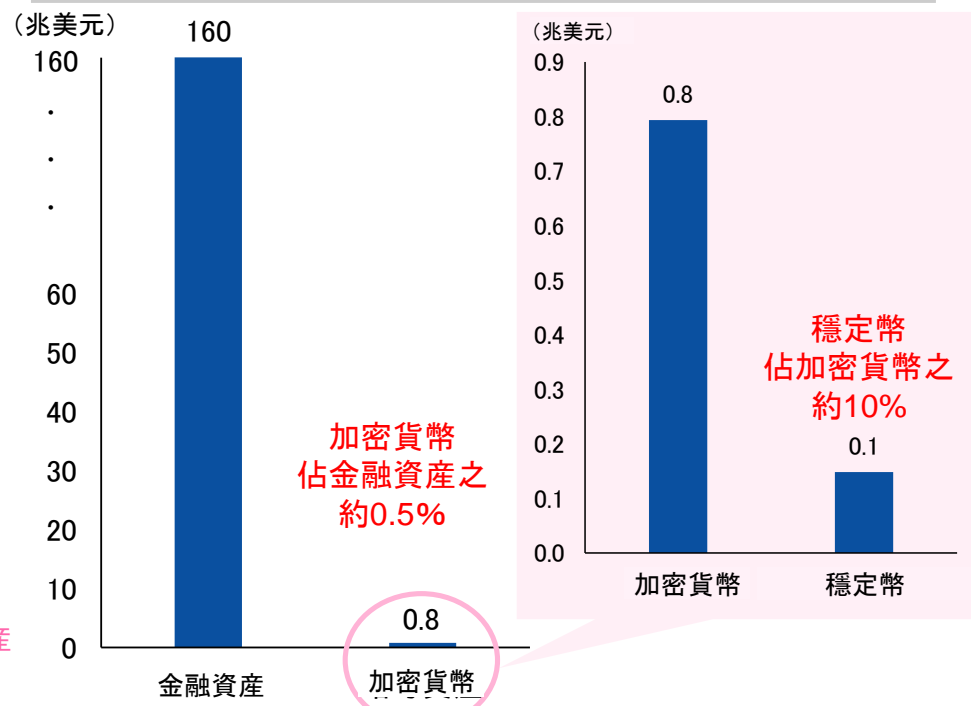
- 部分運用資產集中於加密貨幣的企業，產生容易連鎖破產的狀況
 - FTX中雖有部份VC·退休基金，但僅為分散投資的極小部份。一般認為對加密貨幣之外的行業影響有限
- 從市場整體規模來看，加密貨幣在金融資產中之佔比約為0.5% (約0.8兆美元)。穩定幣約0.1兆美元，佔比更小。目前對金融系統、實體經濟之影響有限

加密貨幣業界的破產案例

	企業名·貨幣名	業態
22年5月	TerraUSD	穩定幣
7月	三箭資本 (Three Arrows Capital)	加密貨幣基金
	Voyager Digital	加密貨幣融資
11月	FTX交易	加密貨幣交易所

投資
融資
資金支援·挪用顧客資產

金融資產中之加密貨幣、穩定幣



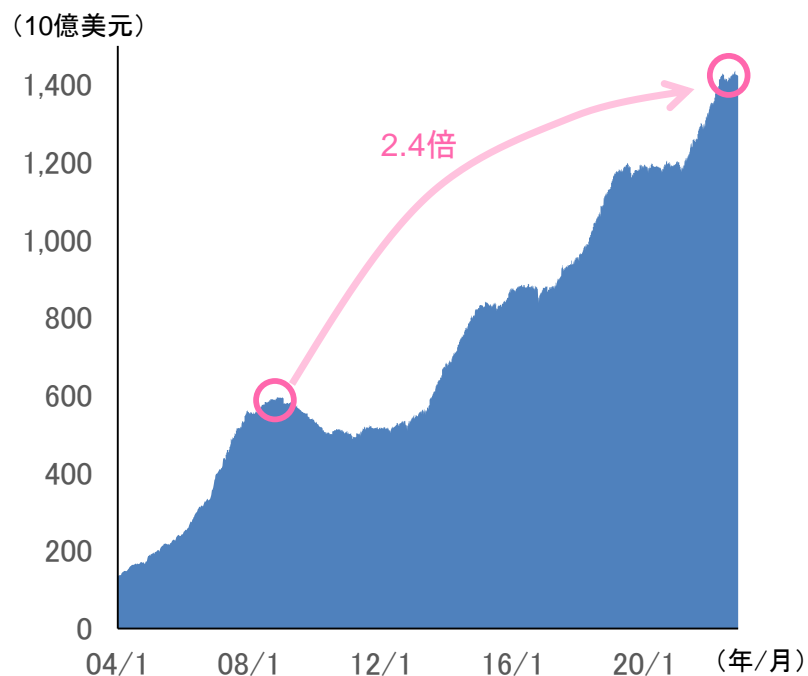
(出處)根據各公司報導，由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據COINMETRIX、FRB資料，由Mizuho Research & Technologies製作

槓桿貸款在低利率的背景下增加。景氣惡化帶來呆帳擴大的風險

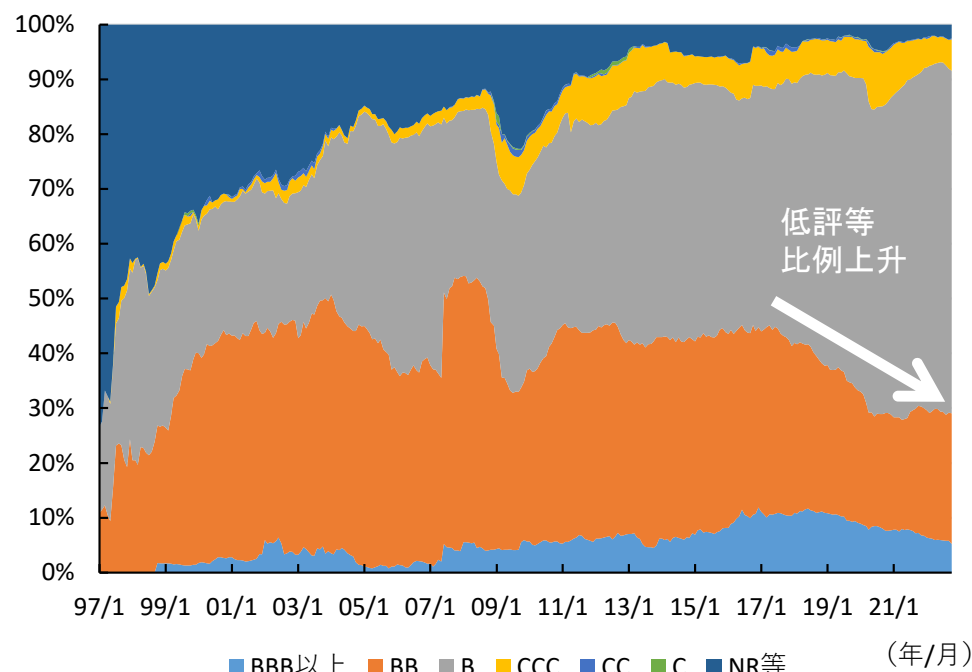
- 槓桿貸款餘額為1.4兆美元，新冠疫情災難之後增加了兩成
 - 與雷曼兄弟危機時相比(2008年9月)，規模為當時的2.4倍。由於多數槓桿貸款皆為浮動利率，除了在利率上升趨勢下(2015年12月~)投資人風險偏好提高外，在新冠疫情貨幣寬鬆局面之下，低評等企業的資金調度需求也拉高了貸款件數(投資人因投資運用困難，願意提供資金以換取較高的投資報酬率)
- 杠桿貸款評級在2017年後B級以下件數增加。目前佔比超過7成

美國槓桿貸款餘額變化



(注) 餘額係指Morningstar LSTA US Leveraged Loan指數對象貸款之餘額
(出處) 根據Pitchbook LCD資料，由Mizuho Research & Technologies製作

美國槓桿貸款評等比例

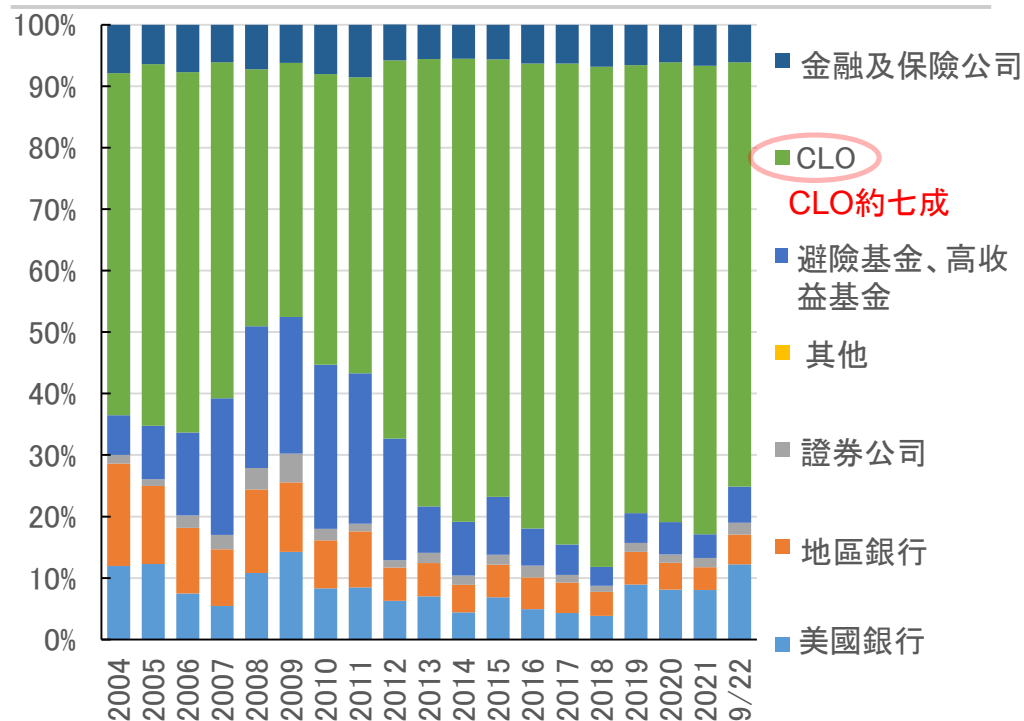


(出處) 根據Pitchbook LCD資料，由Mizuho Research & Technologies製作

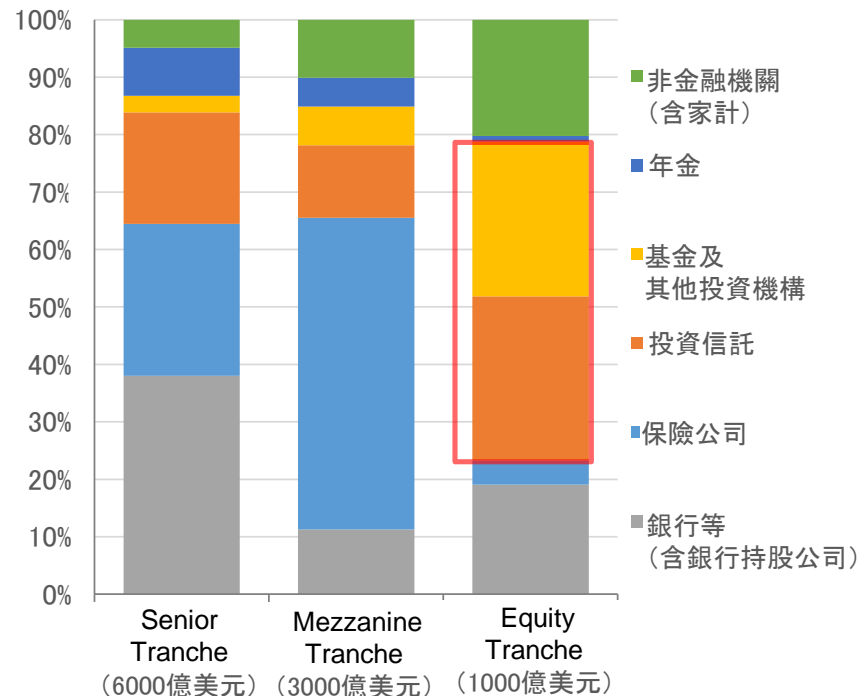
證券化後的商品,風險傳播途徑變得難以察覺。讓人想起次貸危機。

- 槓桿貸款七成皆為證券化商品,由投資人持有
- 銀行機構以持有CLO中的Senior債為主。高風險證券由投信、基金及其他投資機構持有
 - CLO餘額約1兆美元。SeniorTranche、Mezzanine Tranche、Equity Tranche各約為6,000億美元、3,000億美元、1,000億美元左右
 - Equity Tranche有半數為投信或基金持有。銀行僅為兩成,但Equity Tranche若發生違約損失時,擔心Commitment line有可能會被執行。FRB推估槓桿貸款·CLO等之Commitment line限額最高為2,500億美元

槓桿貸款初級市場之投資人



美國CLO初級市場市場之投資人



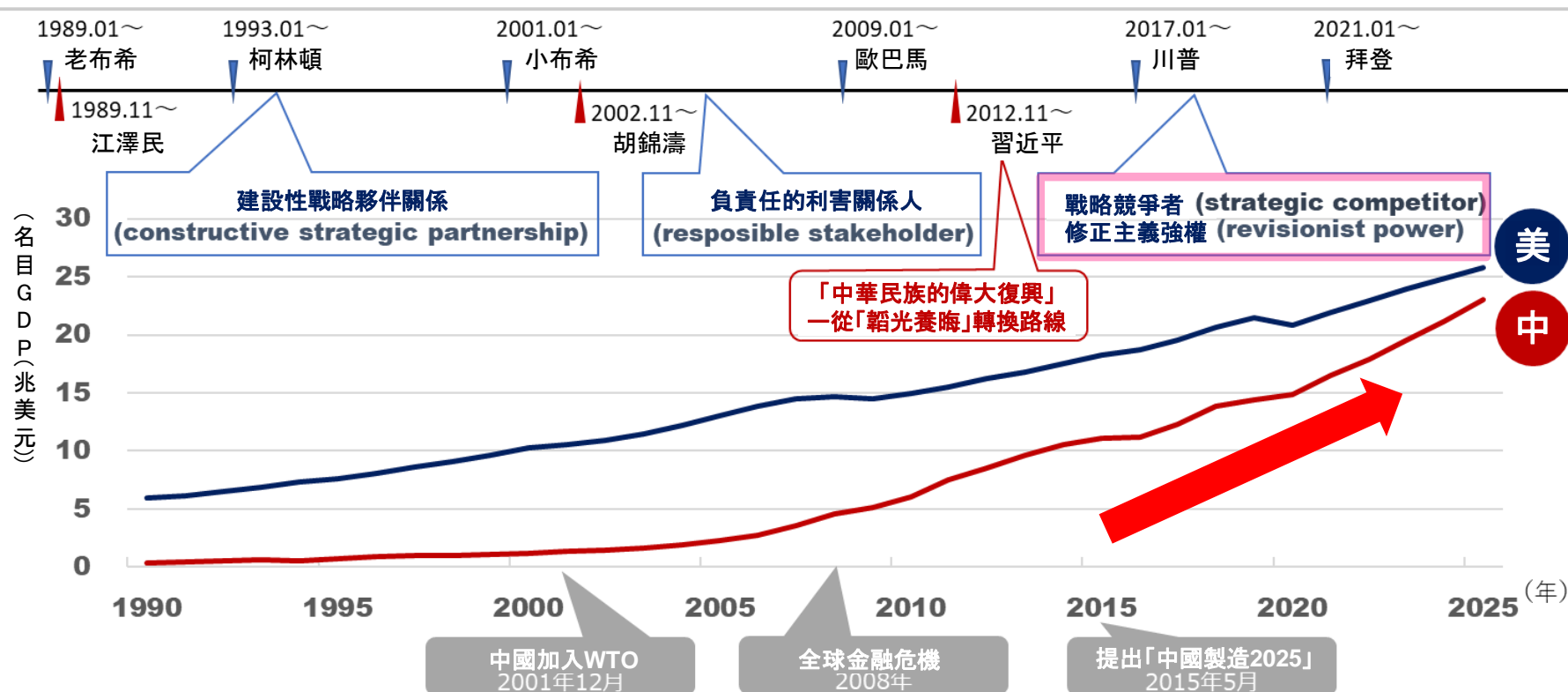
(出處)根據Pitchbook LCD資料,由Mizuho Research & Technologies製作

(出處)根據FRB資料,由Mizuho Research & Technologies製作

從川普沿襲至拜登的「中國威脅論認知」

- 拜登政權將中國定位為「戰略的競爭者」，持續中國威脅論的認知
 - 中國為「21世紀最大地緣政治考驗 (the biggest geopolitical test)」，「唯一具有經濟、外交、軍事和科技力量，且嚴重挑戰穩定開放國際體系的國家」(布林肯國務卿)
 - 「經濟安全保障等於國家安全保障」這項認知與川普政權相同，但川普政權的懲罰性關稅為「守勢」，拜登政權認為需要讓美國強大的「攻勢」，著力於技術管制、研發投資、資訊基礎建設之建置等

美國的對中認知

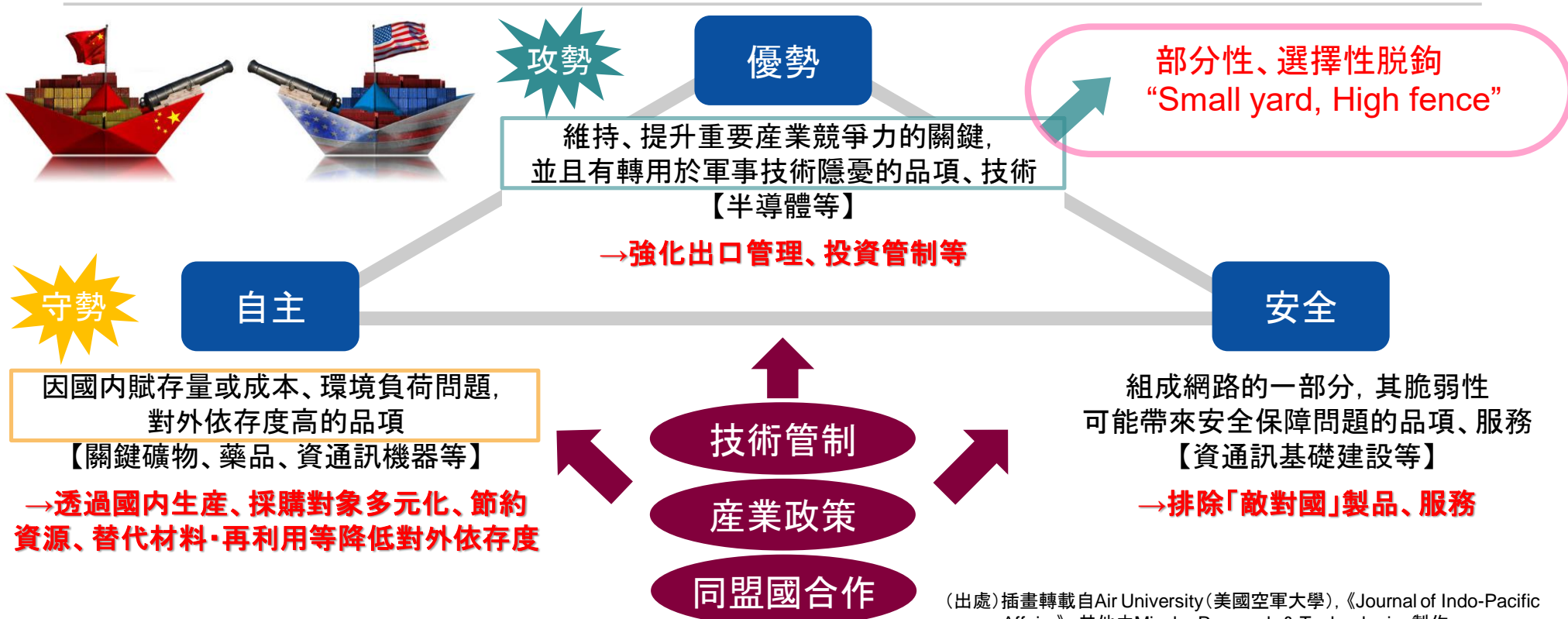


(注) 2019年以後為IMF之預測值。(出處) 根據IMF "World Economic Outlook Database, October 2020" 資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

確保美國「優勢」，不能缺少台灣的半導體製造技術

- 組成經濟安全保障之三大主軸：「優勢」、「自立」、「安全」
 - 拜登政權之方針為統合運用「優勢」、「自主」、「安全」相關政策，以強化經濟安全保障
 - 與中國的競爭中，即使犧牲一定程度的短期經濟合理性，也以中長期強化經濟安全保障為優先
 - 導入嚴格管制，同時透過國內投資和與同盟國、夥伴國之合作，達到效果最大化、成本最小化，以圖防止「漁翁得利」

拜登政權強化經濟安全保障之措施



(出處) 插畫轉載自Air University(美國空軍大學),《Journal of Indo-Pacific Affairs》。其他由Mizuho Research & Technologies製作

對「台灣有事」的警戒升高。美國強力干預帶來的不確定性

- 俄羅斯入侵烏克蘭讓世界再次認知，**威權主義國家「靠武力改變現狀」，無論蓋然性如何，始終是一個風險**
 - 透過烏克蘭情勢可明顯了解，除了紛爭造成的直接影響外，**制裁和對抗措施的交鋒亦會擴大影響**
 - 另一方面，中國認為台灣問題屬於內政。以鎮壓人權為由介入，而非侵害主權。軍事作戰難度高
 - 台灣有事蓋然性的主要變數為中國內政（經濟狀況、政權基礎之強弱）、台灣政治狀況（獨立的動向）、美國政權態度（對中戰略、台灣政策、對外干預的態度）。留意**今後至2027年會改變這些項目的政治事件**

俄羅斯入侵烏克蘭與台灣有事之類似點、相異點

類似點

- ◆ 俄羅斯看待烏克蘭
 - 烏克蘭在歷史上屬於俄羅斯的一部份
 - 反對烏克蘭親近西方國家
 - ◆ 中國看待台灣
 - 台灣為中國領土不可分割的一部分
 - 反對台灣外交空間的擴大（建立外交關係、參加國際組織）
- ◆ 中俄皆為威權主義國家
 - ◆ （俄烏/中台）軍事差異大
 - ◆ （烏、台）與西方國家並非同盟關係

相異點

- ◆ 中國認為**烏克蘭為主權國家，台灣為中國不可分割的一部份、屬於內政問題**
- ◆ 俄羅斯以**保護區域內居民為藉口**，入侵烏克蘭，中國**對維持現狀意願高的台灣難以採用相同手法**。反而應擔心對美國等干涉維吾爾、香港、西藏問題之波及
- ◆ 軍事作戰的難易度（**台灣為島嶼**）
- ◆ **對美國而言之戰略重要性**（干預程度＝信賴問題、半導體）

2024年1月台灣總統大選

2024年11月美國總統大選

2027年秋 中共全國黨代會

（出處）由Mizuho Research & Technologies製作

美政府列出重要四領域、2409品項為確保供給網強韌的對象

■ 美國商務部公布重要四領域中憂心供給斷絕之品項的暫定清單

- **①關鍵礦物:271項、②能源:644項、③ICT:387項、④公共衛生:1107項, 共計2409項**(HS六位數代碼中有1059項符合)
- 抗生素等藥品用原材料甚至有些100%依存中國。這些品項**不僅美國, G7對中國依存度亦極高**

警戒品項中, 中國依存度高之前20品項(美國)

	代碼	品項	領域	對中國依存率
1	290372	三氟二氯乙烷	公共衛生	100.0
2	291020	環氧丙烷	公共衛生	100.0
3	291616	百蟎克(ISO)	公共衛生	100.0
4	293060	2-(N,N-二乙胺基)乙硫醇	公共衛生	100.0
5	293214	蔗糖素	公共衛生	100.0
6	293080	得滅克(ISO)、四氯丹(ISO)及達馬松(ISO)	公共衛生	99.9
7	291462	輔酵素Q10(泛癸利酮(INN))	公共衛生	99.5
8	292112	2-(N,N-二甲胺基)氯乙烷鹽酸鹽	公共衛生	99.4
9	290377	其他, 僅與氟及氯全鹵化者	公共衛生	98.7
10	281640	鋨或鋇之氧化物、氫氧化物及過氧化物	關鍵礦物	96.3
11	284169	亞錳酸鹽、錳酸鹽及其他過錳酸鹽	關鍵礦物	95.8
12	293626	維生素B12及其衍生物	公共衛生	95.4
13	852713	不需外接電源之無線電廣播接收機	ICT	95.2
14	294140	-氯絲菌素及其衍生物;其鹽類	公共衛生	93.3
15	852719	不需外接電源之無線電廣播接收機	ICT	93.3
16	847130	攜帶式自動資料處理機	ICT	92.7
17	810194	鎢, 包括僅經燒結而成之條及桿	關鍵礦物	92.4
18	293625	維生素B6及其衍生物	公共衛生	91.0
19	253020	硫鎂礬、瀉利鹽(天然硫酸鎂)	關鍵礦物	90.3
20	294130	四環素及其其他衍生物;其鹽類	公共衛生	90.1

(出處)根據COMTRADE資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

警戒品項中, 中國依存度高之前20品項(G7)

	代碼	品項	領域	對中國依存率
1	300341	其他醫藥製劑, 含有生物鹼或其衍生物者	公共衛生	97.3
2	290372	三氟二氯乙烷	公共衛生	96.6
3	291462	輔酵素Q10(泛癸利酮(INN))	公共衛生	95.3
4	300342	含有假麻黃鹼(INN)或其鹽類者	公共衛生	93.4
5	293080	得滅克(ISO)、四氯丹(ISO)及達馬松(ISO)	公共衛生	92.3
6	281640	鋨或鋇之氧化物、氫氧化物及過氧化物	關鍵礦物	89.3
7	290377	其他, 僅與氟及氯全鹵化者	公共衛生	87.6
8	290435	其他全氟辛烷磺酸鹽	公共衛生	86.7
9	292024	亞磷酸三乙酯	公共衛生	86.6
10	810194	鎢, 包括僅經燒結而成之條及桿	關鍵礦物	85.2
11	847130	攜帶式自動資料處理機	ICT	85.1
12	852713	不需外接電源之無線電廣播接收機	ICT	83.0
13	290433	全氟辛烷磺酸鎂	公共衛生	82.0
14	294140	氯絲菌素及其衍生物;其鹽類	公共衛生	81.8
15	293214	蔗糖素	公共衛生	81.7
16	852719	不需外接電源之無線電廣播接收機	ICT	81.1
17	810430	鎂銻片、車屑及粒	關鍵礦物	79.8
18	293626	維生素B12及其衍生物	公共衛生	78.9
19	293354	其他丙二醯縮脈(巴比妥酸)之衍生物;其鹽類	公共衛生	76.1
20	293625	維生素B6及其衍生物	公共衛生	75.6

(出處)根據COMTRADE資料, 由Mizuho Research & Technologies製作

漸趨白熱化之先進技術攻防。半導體相關領域為目前之主戰場

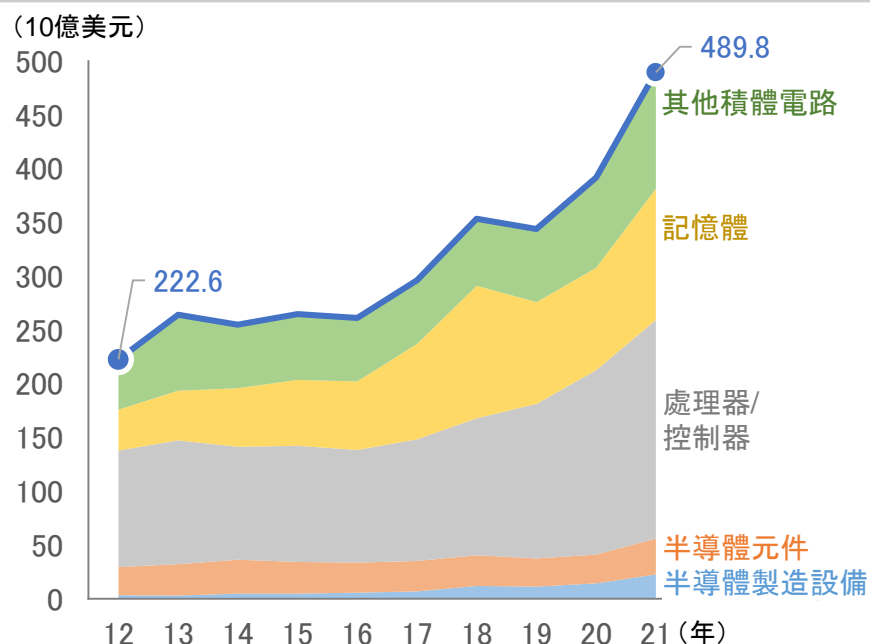
■ 拜登政權強化半導體技術相關之對中出口管制

- 針對先進半導體或半導體製造設備對中出口導入許可制度。包含在美國以外製造之產品，使用美國製造技術者，原則上不允許出口

■ 2021年中國半導體相關進口金額為4898億美元，佔進口總額之18%。過去10年來進口金額增加一倍

- 處理器/控制器的進口金額僅次於原油。中間隔著鐵礦石後，緊接著是記憶體、其他積體電路
- 半導體製造設備日美歐有八成市佔。積體電路若加上韓國、台灣，影響極大

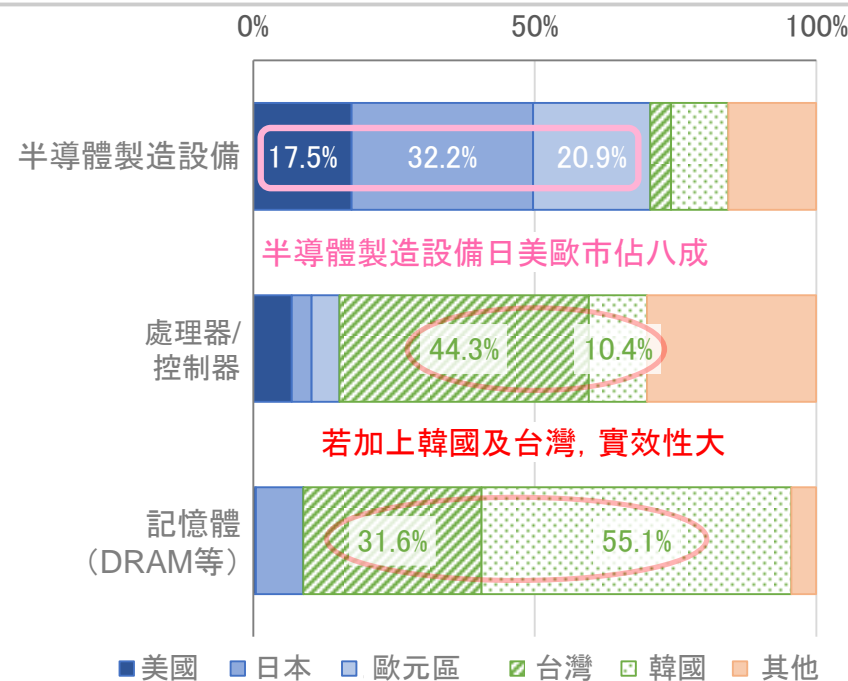
中國半導體相關進口金額變化及細項



(注) HS代碼分類848610、848620、854110、854121、854129、854130、854140、854150、854160、854190、854231、854232、854233、854239、854290依照種類別總計

(出處) 根據Comtrade資料，由Mizuho Research & Technologies製作

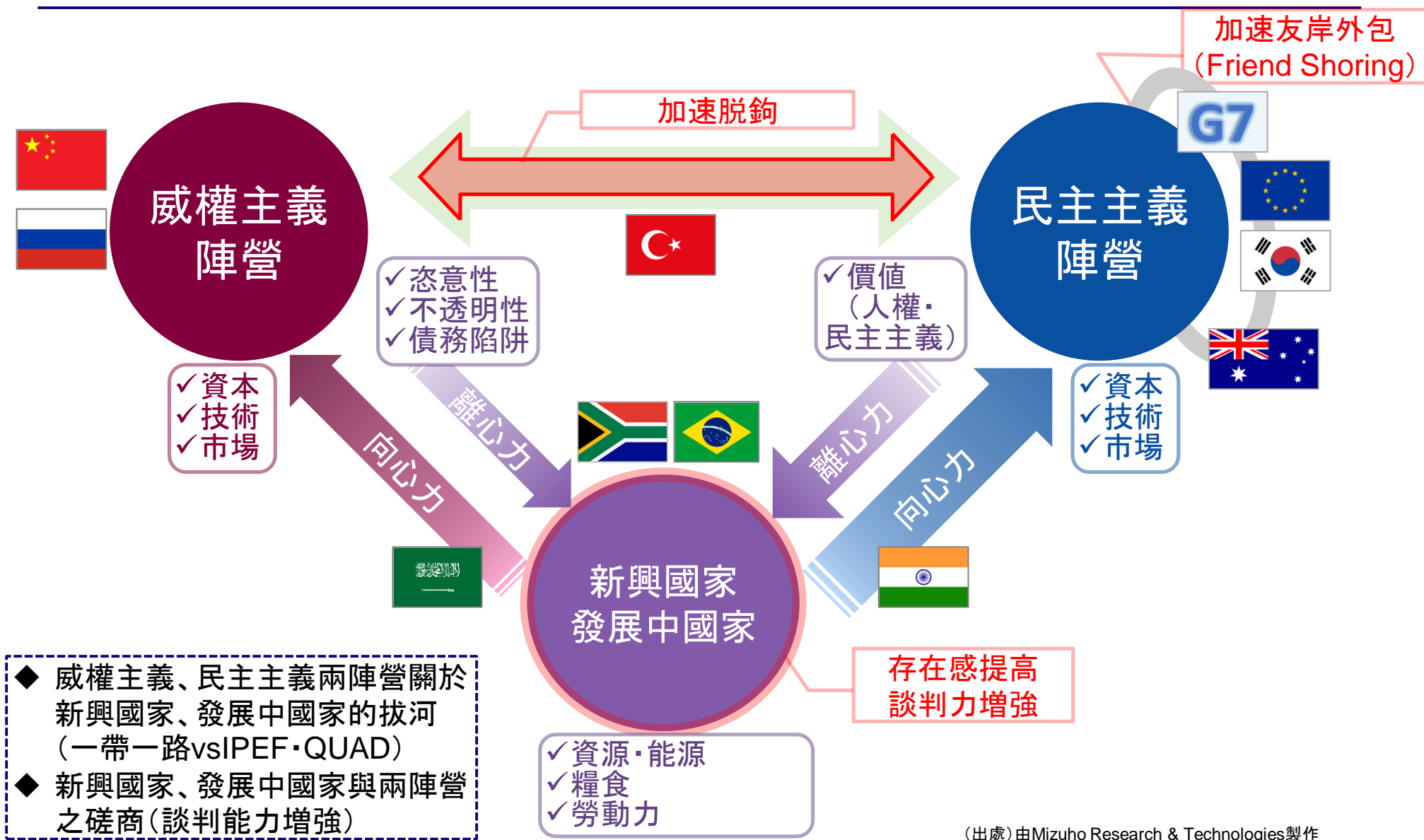
中國半導體相關進口國、地區之比例



(注) 2021年實績

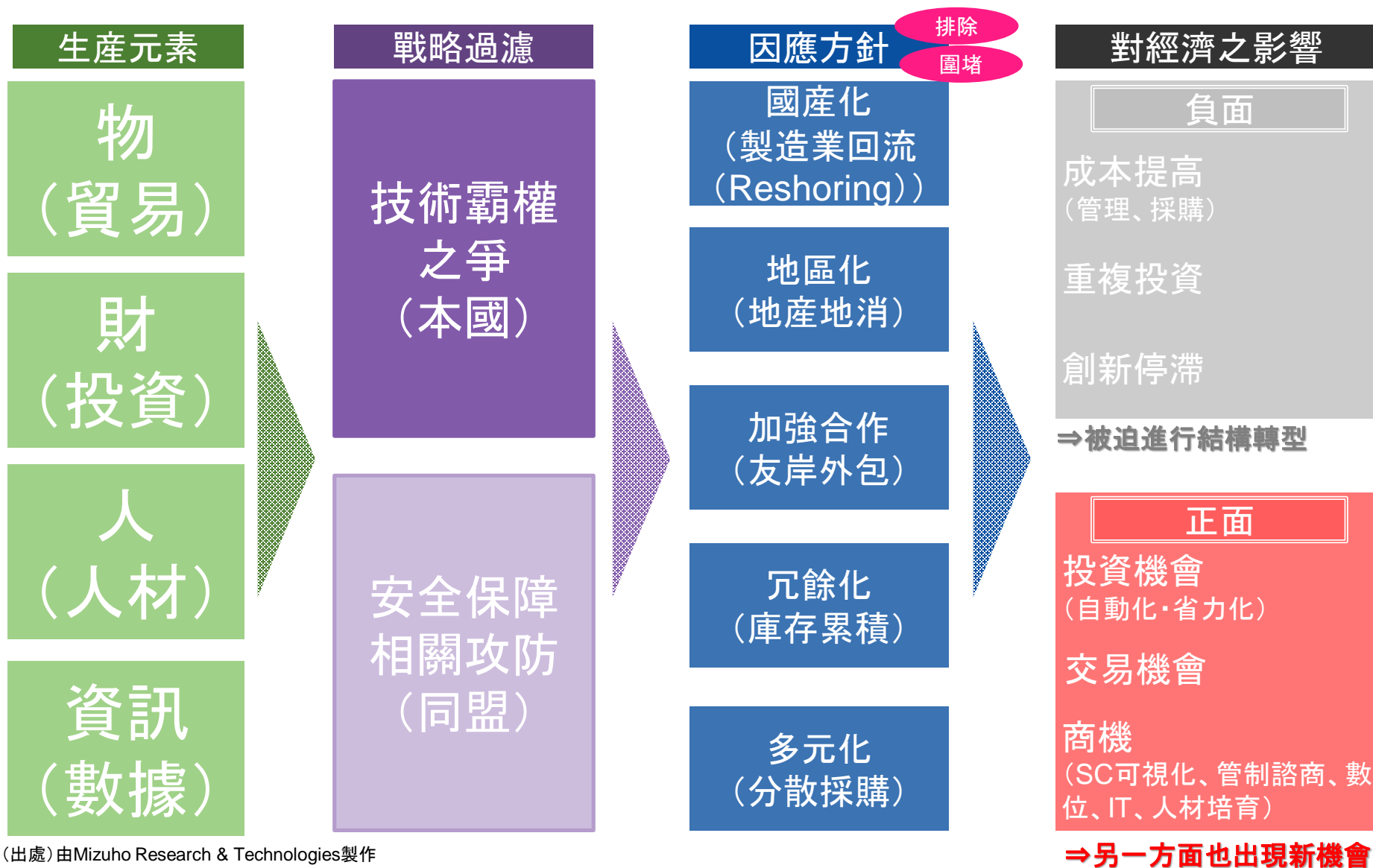
(出處) 根據Comtrade資料，由Mizuho Research & Technologies製作

關於主導權之「拔河」和「磋商」～框架視狀況而變



(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

美中對立帶來的風險與機會



前提分崩瓦解。無法預測的不確定世界，必須具備的設計思考

設定目的型手法
(重視因果)

要達到目的應該怎麼做？

某程度可預測的範圍



(目的)
市場／機會

挑選最適合的方法



(方法)
技術・資訊・經驗

(出處)根據Wikipedia、LIBERSHOT等資料,
由Mizuho Research & Technologies製作

問題解決型手法
(講求實效)

運用方法可以獲得什麼效果？

無法預測的不確定範圍



運用方法來設計結果



無意識下習慣的行動偏誤



迴避極端 偏誤

有多種選項時，
排除極端、挑選
正中央之選項

欠缺邏輯



維持現狀 偏誤

認為目前擁有的
物品及自己
身處狀況具備
極大價值，對新
行動感到躊躇
不前

對因應變化
感到躊躇



投射 偏誤

目前自己的情
感或身處狀況，
會對未來預測
產生大幅影響

一廂情願



確證 偏誤

只收集能證明
自己選擇之正
確性的資訊，對
於不利資訊視
而不見，或者扭
曲為自己偏好的
解釋

逃避不安

(出處)由Mizuho Research & Technologies製作

什麼是失敗和成功的分水嶺？

2017年5月
146年的歷史落幕



(圖片) Wikimedia Commons
U.S. Navy photo by Mass Communication Specialist 2nd Class Todd Frantom

在世界300多個都市
一年吸引超過1000萬觀眾到場

CIRQUE DU SOLEIL®



(圖片) whoALSE from Melbourne, Australia – ALS_0974Uploaded by Ekabhishek, CC BY 2.0,
<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=8762578>

應切忌過度悲觀。逆風時請想起這兩句名言



*When one door of happiness closed, another opens;
but often we look so long at the closed door
that we don't see the one which has been opened for us.*

Helen Keller

當一扇幸福的門關上，另一扇幸福的門會應聲開啟，
但我們卻只關注關閉的門，忘了注意到已經開啟的幸福之門。

海倫·凱勒

(圖片)美加州大學舊金山分校(UCSF)圖書館



*“You cannot change others or the past.
You can change yourself and the future.”*

Eric Berne

你無法改變他人跟過去，
但可以改變自己跟未來。

艾瑞克·伯恩

(圖片)美國加州大學舊金山分校(UCSF)圖書館

本資料僅以提供資訊為目的，非用以招募投資。本資料基於敝公司判斷足以信賴且正確之各方數據而製作，但敝公司並不保證其正確性及可信度。運用本資料時還請貴公司自行判斷。此外，本資料所載之內容有可能在無預告之下進行變更。敝公司僅以無償方式提供本資料。若不希望接收敝公司無償資訊之提供，還請來信告知。