



財團法人凱達格蘭基金會 新台灣國策智庫通訊

第 113 期

2022 年 8 月

- 中國發動攻台武統戰爭可能性的探索 2
- 美中博弈下的中國環台軍演與因應 4
- 中共對台法律拒止戰之研析 6
- 近期國際經濟金融風險情勢分析 8

編者的話

陸軍退役少將胡瑞舟博士評析，關於中國是否、何時與如何發動攻台武統戰爭的觀點眾說紛紜，但無論未來情勢如何發展，台灣做為中美博弈棋子、大國誘餌或主要戰場，都將承受最大壓力與挫損。台灣還需警惕，台美每以理性決策思維推估北京決策動向，中國歷次對外用兵卻多非源自理性行動，抗美援朝戰爭如此，珍寶島戰爭亦是如此。關於中國發動攻台武統戰爭的可能性，各種評估雖然分別引用多元論據做出預測判斷，關鍵最終仍在中國是否相信自己能速戰速決成功武統台灣，而非各國各界是否相信他們能勝利達標。

國策研究院資深顧問陳文甲教授指出，俄烏戰爭正可給同是地緣政治博弈下的台灣引以為惕，所以台灣當以確立「透過實力才能得到和平」的戰略思維，並以「自助人助」之道因應台海局勢：在人助部分，需緊密台美戰略夥伴關係，協助台灣發展不對稱戰力，以具體落實「台灣關係法」之精神；在自助部分，台灣軍民應發揮「全島一命」的團結精神，並「以史為鑑」來嚴密檢視中國歷次聯合軍演的戰法、戰力與戰略意涵，審時度勢確立因應之軍事防衛戰略，賡續堅實有形與無形戰力，尤其更要強化中國情報工作力度，精確掌握中國對台軍事預警動態，杜絕與防患中國未來「武統台灣」於未然。

新台灣國策智庫兩岸研究小組「中共對台法律拒止戰之研析」圓桌論壇會議討論，北京武統台灣首先必然確立「內戰」原則，內戰不適用禁止使用武力原則；對方動武時其他國家可能受限內戰原則，不派兵不支持台海爭端，我們現在法律上要準備，不要陷入內戰關係或安全被動；台

灣不獨立會傷害台海自衛權利，但如獨立則馬上會讓友邦為難甚至戰爭危機，現實的國際壓力極大，友人也多不挺台灣獨立，要更主動思考如何主張我們的主權，台灣要加強籌建國際法的能量；北京武統台灣的選項，並不見得是「攻台」的全面戰爭，應從美國「台灣關係法」所稱的各種「非和平手段」加以考量，更要注意的是該法明確提及美國將「嚴重關切」。

7月25日新台灣國策智庫經濟小組「近期國際經濟金融風險情勢分析」會議，認為2022年下半年國內外重要政經及經濟金融情勢必須觀察（1）美國政經情勢、貨幣政策、金融市場及企業信用；（2）美國聯準會升息循環加速前進，注意通膨高峰及經濟衰退過後之聯準會政策趨勢反轉時間點；（3）避免投資與俄羅斯經貿及投資關係較密切之國家及區域；（4）美國11月期中大選，預估下半年可能針對能源、運輸、醫療三大面向提出降低經營及生活成本，亦有可能於近期宣布取消對中國之部分商品關稅；（5）關注歐盟天然氣短缺及限電效應將加速替代能源研發；（6）目前全球股市、匯市、利率市場仍處於動盪期，投資人第三季須維持審慎觀望，第四季可望趨穩；（7）下半年國內房地產市場價量均將縮減，觀望氣氛濃厚，市場議價空間變大；（8）安倍事件是否牽動新任日本央行總裁任命及貨幣政策調整，將是日圓走勢觀察重點，預計黑田現階段調整政策可能性及空間並不大；（9）聯準會加速升息進一步拉大台美利差，預估我國央行亦將適度跟進，縮小利差降低資金外流壓力，但升息幅度應較小；（10）外資是否大舉匯出還要看新台幣匯率及股市強弱。

中國發動攻台武統戰爭可能性的探索

胡瑞舟

陸軍退役少將

中國視台灣為其核心利益，並將實現完全統一列為達成中華民族偉大復興的必要條件，是中國共產黨矢志不渝的歷史任務。2022 年 8 月 10 日，中國公佈名為《台灣問題與新時代中國統一事業》的第三次對台政策白皮書，其中雖然表明會盡最大努力爭取和平統一，但也強調不承諾放棄使用武力。

中國對台統一慣常使用「以戰逼和，以武促統」兩手策略，不戰而屈人之兵固為上善之策，然而「戰略欺敵，先制奇襲，遠戰速勝，首戰決勝」的全面軍事攻台武統行動，更在落實加強相關戰備整備。尤其，台灣過去三十年來對大陸經濟依賴度逐漸攀升，卻對中華民族與統一認同日漸疏離；美台雖無正式邦交，華盛頓對「台灣牌」則是愛不釋手。中國強烈感受美國「以台制華」、台灣「親美抗中」形勢愈益明顯，近年來不僅「灰色地帶」行動如機艦擾台頻次強度看漲，海內外軍事安全專家更評估台海戰爭已經迫在眉睫。

《經濟學人》2021 年 5 月專題報導直指台灣是「全球最危險的地方」，美國眾議院議長裴洛西（Nancy Pelosi）2022 年 8 月上旬訪台和北京在事後發動的環島軍事演習，更讓兵兇戰危蓄積醞釀的硝煙味分外濃烈。

美國官方預判中國正加強對台動武的準備，印太司令部前後任司令就認為中國在 2027 年前或更早就可成功武統台灣。縱使俄烏戰爭對中國有警示作用，美國情報總監仍判斷北京軍事

侵台威脅已然逼近，中央情報局長更認為「對習近平和中國領導層而言，問題不在於他們是否使用武力奪取台灣，而是何時及如何動武」。

知名學者布蘭德斯（Hal Brands）與貝克利（Michael Bekley）同意美國官方觀點。他們指出，儘管俄烏戰爭對北京的軍事準備和經濟應變產生相當程度震撼作用，尤其台灣海峽平均寬度達 180 公里，一般普遍認為中國渡海兩棲登陸和空機降垂直登島能力不足，執意渡海強攻將遭受災難性戰損，進而危及習近平和中國共產黨的統治地位；但是，中國正面臨登峰強國症候群（peaking-power syndrome）- 崛起中強權國家對逼近的衰退心生恐懼因而變成更具有侵略性的傾向，徵諸歷史將觸發極度血腥的衝突，甚至讓烏克蘭戰爭黯然失色。中國正面臨深層經濟、人口與戰略問題，它會把握眼前仍有的機會試圖動用迅速增長的軍事力量來轉換現存秩序。史丹佛大學研究台海安全的新秀梅惠琳（Oriana Skylar Mastro）及美國前副助理國防部長寇比（Elbridge Colby），都持類似看法。

觀點迥異者不在少數，厄爾曼（Harlan Ullman）和史塔伏瑞迪斯（James Stavridis）可為代表。1996 年提出《震撼與威懾》（Shock and Awe）倡導快速掌控戰局的厄爾曼認為，中國武統攻台將是自諾曼第以來最大規模的兩棲登陸作戰。二戰期間美國備有堤岸行動（Operation Causeway）計畫運送 40 萬部隊應對駐防台灣的 3 萬日軍，

以此推估，共軍攻台需投送 20 - 120 萬兵力橫渡 100 英里寬的台灣海峽，厄爾曼強調這是中國最後才會尋求的選項。美國前北約盟軍最高司令官史塔伏瑞迪斯上將則指出，中美之間因裴洛西畢業旅行訪台而緊張空前，但基於（1）烏克蘭戰事將讓習近平停歇，思考他的將軍們的表現會否和俄軍同樣糟糕？更何況共軍 40 餘年來都未曾作戰；（2）台灣不確定的抗敵意志，寬闊的海峽、崇山峻嶺和茂密森林，都會使攻方障礙重重；（3）美歐等西方國家的經濟制裁，絕對可以在特別區塊讓中國真正痛到；（4）無論如何，習近平都要優先確保權位，不致因與美衝突影響大位；（5）中國政軍領導班子尚未完成與美國全面開戰的準備...等理由，中國近期、甚至幾年內都不太可能發動侵台戰爭。

綜而言之，關於中國是否、何時與如何發動攻台武統戰爭的觀點眾說紛紜，但無論未來情勢如何發展，台灣做為中美博弈棋子、大國誘餌或主要戰場，都將承受最大壓力與挫損。台灣還需警惕，台美每以理性決策思維推估北京決策動向，中國歷次對外用兵卻多非源自理性行動，抗美援朝戰爭如此，珍寶島戰爭亦是如此。關於中國發動攻台武統戰爭的可能性，各種評估雖然分別引用多元論據做出預測判斷，關鍵最終仍在中國是否相信自己能速戰速決成功武統台灣，而非各國各界是否相信他們能勝利達標。博弈理論大師謝林（Thomas Schelling）說得好：「真實的戰爭不像電影情節，不會有背景音樂提示緊張高潮時刻即將到臨」。

台海安全與危機管理，對中美而言是大國角

力的戰略擂台與核心利益，對台灣而言則是生死存亡絕續的關鍵鎖鑰。台灣除宜盱衡掌握大勢棋局，審慎運用智慧和能力嘗試在有限的戰略格局中爭取預防戰爭的轉圜空間，這要比任何時期都更為急要。BT

註釋

¹ 中國國務院台灣事務辦公室，《台灣問題與新時代中國統一事業》，2022 年 8 月 10 日。網址 http://www.gov.cn/zhengce/2022-08/10/content_5704839.htm 檢索日期 2022 年 8 月 18 日。

² Anonymous, "The Most Dangerous Place on Earth," *The Economist*, Vol. 439, Issue 9243, May 1st, 2021. P.7

³ Hal Brands & Michael Bekley, "The Coming War over Taiwan," *Wall Street Journal*, August 4, 2022.

⁴ Harlan Ullman, "Why China will not Invade Taiwan," *The Hill*, August 15, 2022. Website at <https://thehill.com/opinion/international/3601841-why-china-will-not-invade-taiwan/>, 檢索日期 2022 年 8 月 20 日。

⁵ James Stavridis, "A US-CHINA War Over Taiwan Isn't Happening Anytime Soon," *Bloomberg.com*, August 10, 2022. Website at <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-08-09/a-us-china-war-over-taiwan-isn-t-happening-anytime-soon> 檢索日期 2022 年 8 月 18 日。

⁶ Thomas Schelling, "Preface," in Roberta Wohlstetter, *Pearl Harbor: Warning and Decision*, CA : Stanford University Press, 1962. P. viii.

美中博弈下的中國環台軍演與因應

陳文甲

國策研究院資深顧問

一、中國環台軍演企圖改變台海現狀

隨著 8 月 2 日美國眾議院議長裴洛西的訪台行程，引發台海局勢的動盪不安，中國認為此舉嚴重介入中國內政，且助長台獨氣焰，為維護國家領土主權，在裴洛西離台後翌日展開台灣周邊 6 個海空域（後續在東部海域再增加 1 個演習區域）實施軍演，期間至少發射 11 枚「東風 15」彈道飛彈與遠程多管火箭炮，另外出動機艦不斷逾越海峽中線，同時在台灣東部及西南部、南部海域實施海上聯合演習。

綜觀此次中國環台軍演，其軍力規模、兵器火力、對台距離等均遠遠超過 1996 年第三次台海危機，除顯現未來對台的軍事作為，並充分曝露中國的軍事與政治的四大企圖：第一是，派出戰機與飛彈越過台海中線來反制美台關係的提升；第二是，測試美日同盟對台灣「介入」的軍事動員能力與決心；第三是，透過戰機與飛彈跨越中線來落實台灣四周是「內海」的宣示；第四是，熟悉台灣周邊戰場與戰場經營。如此中國企圖以軍事手段來片面改變台海現狀，尤須吾人嚴正看待與因應者。

二、美中博弈在台海呈現鬥而不破的態勢

雖然中國此次在軍事上的大動作反應，但台海情勢並未走到兵戎相見地步，純粹是美中在台海議題上的戰略博弈，因此可以斷定短期內中國不會武力犯台，理由臚列如次：一則，按照中國「不打沒把握的仗」之用兵思維，當前美日同盟

具有完全制勝中國的政經與軍事實力，中國對美日同盟的介入與圍堵力有未逮，當然不會貿然犯台；二則，雖然當前無法在台海戰場取得優勢，但可以透過對台聯合軍演，演練與熟悉對台作戰手段，驗證其可行性與查找演習缺失，同時熟悉與經營台灣周邊海域與空域的戰場；三則，環台軍演最重要目的就是要以軍事行為「武嚇」台灣與美日同盟，嗣 8 月 10 日宣告完成「聯合軍事行動」後，除揚言持續進行「常態組織戰備警巡」外，同時發表「台灣問題與新時代中國統一事業白皮書」，並對國際社會進行政治宣示，企圖以「三戰」（輿論戰、心理戰、法律戰）造成「台灣是中國的一部分」、「台灣是中國內海」的國際事實，以行「文攻」；四則，習近平當務之急是確保 10 月中旬 20 大如期順利召開與連任，其政治上的重點乃在於「維穩」，所以習近平對美關係一定要保持「戰略克制」，緊抓美中博弈的勢頭只能「鬥而不破」，絕不會讓情勢擦槍走火而影響到習近平永久執政的「皇帝夢」；五則，美國拜登總統也想維持「鬥而不破」的基調，才能遂行與中國的「對抗中有對話、圍堵中有接觸」的博弈作為，以及遂行「該競爭時競爭，能合作時合作，必須對抗時就對抗」的戰略手段，以獲取國家最大利益與營造 11 月 8 日期中選舉的有利態勢。

三、美國高強度軍事動能壓制中國

（一）護航兼練兵

裴洛西訪台前，中國方面不斷對外放話，表示共軍必然有所反制動作，美國為防止意外發生，在裴洛西訪台過程中，美國海空軍的兵力集結於台灣周邊，確保裴洛西的人機安全；此外，美國也想藉此次機會對將來介入台海戰場進行實兵演練，也算是對台灣周邊戰場熟悉與經營。

（二）反制中國軍力

據悉裴洛西專機前往台灣的全程，美國首先由海面上雷根號航母在菲律賓外海接應護航，嗣專機進入台灣北部領空之後，再由沖繩美軍 8 架 F-15 戰鬥機接手安全保衛工作，展現以海上及空中軍力優勢來阻絕中國可能的襲擾；尤其在過程中，中國部署殲-16D 電戰機和 055 型飛彈驅逐艦等機艦，試圖追蹤裴洛西專機，但被雷根號航母電子干擾，以致無法偵測其行蹤，顯示美國在電子戰的實力完全制勝中國，並暴露中國在電磁戰上的弱點，以及多年來經營複雜電磁環境下的作戰建設仍是一場空。

（三）介入台灣有事

從這一次美軍海空軌跡及中國實施軍演的區域來看，不難看出未來台海一旦有事，美、中、日、台等四方在聯合應急作戰態勢，將會呈現台灣主要針對西面犯台共軍，而美日同盟將會聯合印太盟邦在台灣南、北、東等三端實施「源頭打擊」，牽制中國對台作戰兵力，形成有利的「口袋戰術」局勢，協助台灣有效阻擋中國犯台兵力。此外，確定當前的印太戰略架構下，美日必然積極介入台海有事的態度，且按照其作戰模式，必然採取先發制人，減緩中國第一擊的能量，形成有利作戰態勢；同時檢視美國對此次中國環台軍演的因應作為，如同 1996 年第三次台海危機時派出「獨立號」及「尼米茲號」兩個航母戰鬥群馳援台海般，此次也部署「雷根號」和「林肯號」航母打擊群到沖繩東南海域進行「雙航母演訓」，並計畫在台灣周邊海域「常態化」佈署航母打擊群，充分展現一定會介入台海有事的態度與決心。

四、自助人助以因應台海局勢

從這次裴洛西訪台後，引發中國展開台灣四周的大規模聯合軍演，接續 8 月 15 日美國聯邦參議院外交委員會亞太小組主席馬基率領參眾議員團訪台，共軍東部戰區隨即於當天下午宣佈在台灣周邊海空域組織多軍兵種聯合戰備警巡和實戰化演練，可見中國刻正持續以軍事行為來改變台海現狀。惟究當前美中博弈及軍事實力看來，台海一旦有事，美日必定會「積極介入」，而中國要反制「美國介入」無能也無力，加上台灣有堅實的防禦能力等因素，所以中國目前暫不會有貿然攻台的實質作為，充其量只會如同 1996 年第三次台海危機一般，大張旗鼓上演「軍演大戲」，藉以威脅美國與恫嚇台灣。只是未來一旦美中雙方軍力逆轉時，中國為了「統一祖國的春秋大夢」，必定會以「武力併吞台灣」，這是台灣必須注意與因應的。

所以台灣面對中國的軍事實力大增，未來的威脅有增無減，且中國有可能師法俄羅斯去年底先以演習之名在俄烏邊境行增兵之實，嗣後於 2 月 24 日再以「迅雷不及掩耳」之勢直搗烏克蘭本土；相同的，中國也企圖在台灣周邊軍演使之成為常態化，然後「攻其不備」入侵台灣本島。因此俄烏戰爭正可給同是地緣政治博弈下的台灣引以為惕，所以台灣當以確立「透過實力才能得到和平」的戰略思維，並以「自助人助」之道因應台海局勢：在人助部分，需緊密台美戰略夥伴關係，協助台灣發展不對稱戰力，以具體落實「台灣關係法」之精神；在自助部分，台灣軍民應發揮「全島一命」的團結精神，並「以史為鑑」來嚴密檢視中國歷次聯合軍演的戰法、戰力與戰略意涵，審時度勢確立因應之軍事防衛戰略，賡續堅實有形與無形戰力，尤其更要強化中國情報工作力度，精確掌握中國對台軍事預警動態，杜絕與防患中國未來「武統台灣」於未然。BT

中共對台法律拒止戰之研析

編按：本文是新台灣國策智庫 2022 年 7 月 18 日召開兩岸研究小組圓桌論壇會議「中共對台法律拒止戰之研析」之紀錄摘要。

今年六月北京開始加速台海論述，全面大規模發言推動法理論證，海洋法和非戰綱要並非完全針對台灣，但未來將對兩岸及台海關係基準造成影響；北京似乎從俄烏戰爭獲得啟示，加強法律特別是國際法面向的佈局，試圖利用法律上立足的地位，建立法律拒止的戰略主動；中國慣常以法律做為工具，進行宣傳戰的作用比較大，可視為國際現實主義的作法，對其內部以及幹部也不講道理、法律；中國 2012 年開始法律動作很多，對岸如果要動武當然不會自稱武統，會巧立名目避開國際法，以建立戰爭合法性、正當性；中共法律的重要意義在教育他們的官兵，所以有內部宣傳也有對台對外目的，他們認知國際法是工具性的，立法就是工具性的預告要動手；中共宣稱南海管轄權，現在將南海手法搬來台灣；自 2022 年六月北京開始台海論述，全面大規模發言對外進行法理論證，因為俄烏戰爭對於北京攻台的劇本與藍圖起到了極大的衝擊，未來中共可能會加強在「武統台灣」正當性和合法性的形塑，以取得「道德」上的制高點，特別是強化「內戰」思維、突顯「內政」關係、正當武統台灣論述，作為北京開啟戰端時阻卻其他國家「介入」、「制裁」的法理基礎。

我們可以感受到中國已啟動所謂「法理拒止」之對台新型作為，中方以法律拒止對抗西方國家，以子之矛、攻子之盾，對西方國家困擾或限制；從北京近期不斷宣稱「沒有海峽中線」、「台灣海峽非國際水域」，又實施「軍隊非戰爭行為軍事行動（綱要）」（非戰綱要），又揚言「制定兩岸統一後的法律安排」，推出各種台海國內

化、內水化手段，又試圖建立損人利己的規則，南海人造島就是新事件新規則，2015 年中方 M503 畫線議題，就在企圖改變台海中線，實際上本來就有此國籍航線只是未啟用，中方後來受到國際壓力未實施；中共在建立區域習慣法，並非單純不遵守，或事後否認問題，而是建立其解釋權的走向。

所謂國際水域（International Waters）本質上是指自由航行，航行自由原意是確保自由開放的海上貿易交通線，航行自由行動（FONOP）則是美國以維護航行自由和規則秩序為名，挑戰他國對主權的過度主張，包括沿海國在專屬經濟區限制與資源無關的公海自由；北京本次大動作「台灣海峽非國際水域」顯示，中共依此在「法律拒止」可能會有哪些行動？中國的專屬經濟區與大陸架法第 14 條，提到的「歷史性權利」是否可能會適用台海；「中華人民共和國專屬經濟區享航行、飛越自由，需以遵守國際法和中華人民共和國法律法規為前提」，是否訂定法律並限制「非必要且有特殊目的的航行自由」；是否會以海警法、海上交通安全法中，有關中國「管轄海域」內外國船艦的條文，干預美艦及外國在台海的行動；是否片面宣告台灣的領海基線，正式納入一中原則下的管轄海域；是否可能界定台灣海峽為「領海海峽（territorial strait）」等。

北京武統台灣首先必然確立「內戰」原則，主張台海問題是 1949 年國共內戰的延續，並不是國際法意義上的戰爭，內戰不適用禁止使用武力原則；對方動武時其他國家可能受限內戰原則，不派兵不支持台海爭端，我們現在法律上要

準備，不要陷入內戰關係或安全被動；台灣現況是不完全被繼承國家，等於是變態的內戰關係之延續，無異承認兩國內戰狀態，應促使無邦交國家接受中華人民共和國並未擁有台灣；台灣不獨立會傷害台海自衛權利，但如獨立則馬上會讓友邦為難甚至戰爭危機，現實的國際壓力極大，友人也多不挺台灣獨立，要更主動思考如何主張我們的主權；兩岸關係不是國際關係，特殊關係對應特殊行動，2131 號不干涉原則，台灣關係法已經確立特殊關係，要解開這連環套的約束，台灣要加強籌建國際法的能量；北京武統台灣的選項，並不見得是「攻台」的全面戰爭，應從美國「台灣關係法」所稱的各種「非和平手段」加以考量，更要注意的是該法明確提及美國將「嚴重關切」。

中國在六月剛實施的「軍隊非戰爭軍事行動綱要」，是在限制解放軍行動，不見得是在授權解放軍；2000 年以後救災成了武警責任，救災責任重要但解放軍不想負責，反恐也不是解放軍責任，巴基斯坦發生恐怖事件，巴國不配合中共，解放軍樂得置身事外，聯合國維和部隊也不是解放軍的專屬，被動配合外交需要的成分大；戰爭動武並不是非戰爭軍事行動綱要的主要目的；非戰爭軍事行動綱要或台海國際水域問題，平時的作用大於戰時，實際上中國也不可能守法；美國

自由航行問題，中國完全處於被動，負面形象一直存在，台海問題成為對美法律戰的攻勢作為，其首要目的還是在針對台灣，強化主從關係與話語權，對美方的用意則是以國際法反制美活動，拒斥美國海上交通線、區域安全、國際規則的主張。

北京法律戰的目的不只是法律，還在利用法律語言不斷爭取話語權；因為內戰的兩方之一並不是國際法意義上的國家，強制行動即使包括使用武力，就不是國際法意義上的戰爭，所以北京勢必意圖延續國共內戰的關係，如此衝突中台灣是就叛亂團體或是內戰團體，雖然還是要看合法政府與其他國家承認與否，可以確定的是北京勢必強調，內戰狀態中的中央政府有權採取必要的一切手段，包括軍事手段來維護主權領土完整，並無義務對任何外國或圖謀分裂中國者作出不使用武力的承諾。我們面對涉及 PRC 與 ROC 的關係問題時，不完全繼承的國家或政府也是選項之一，比叛亂團體或交戰團體有利；我國跟國際政治及國際法脫節了，例如台灣本來跟國際紅十字會有關係，但是近年來雙方聯繫中斷掉了；雖然國際上並不強調武裝衝突法，但是一旦有事時，如何適用法律很重要，台灣面對的可能是內戰的困境，沒有國際衝突法的保護，此時則可適用習慣人道法。BT

近期國際經濟金融風險情勢分析

編輯部

編按：本文是新台灣國策智庫 2022 年 7 月 25 日召開經濟研究小組圓桌論壇會議「近期國際經濟金融風險情勢分析」之紀錄摘要。

目前持續高通膨壓力，使得民間消費意願下降及企業獲利動能趨緩，實為地緣政治、經濟供需面及資金面傳導等諸多因素造成；先前新冠病毒疫情所引發資金環境全面寬鬆、解封需求大增、貨運成本大漲、企業零組件供應鏈和勞動力短缺、財政紓困擴張政策及市場預期心理引發通膨，加上後續俄烏戰爭進一步造成國際原物料大漲並影響全球貿易動能，由於俄國限制天然氣供應引發國際原油及原物料、農產品價格大漲，成本推動全球通膨壓力進一步升高。

經濟數據表現要看通膨、就業及消費三大數據為關鍵。美股高通膨、聯準會強力升息及經濟衰退疑慮三大利空發生劇烈修正後近期反彈，歐洲央行宣布升息 2 碼，美元指數回跌，科技股回穩；6 月歐元區 CPI 年增率高達 8.6%，較 5 月上揚 0.5%，創下 1997 年有統計數據以來的高點，德國 8.2%，義大利 8.5%，西班牙 10%，歐元區主要國家通膨問題嚴重，歐洲央行不得不採取較激進的緊縮措施，7 月恐直接升息 2 碼終結十年超寬鬆政策，加上俄烏戰爭對歐洲經濟衝擊最大，經濟衰退勢所難免。

美國 6 月 CPI 高達 9.1% 超乎市場預期，但核心 CPI 有趨緩走勢，白宮罕見出來喊話穩定市場，稱「6 月已是過去式」暗示通膨高峰已過，7 月原油及原物料大幅回檔，高通膨開始有機會開始緩和；占比最大的房屋含房租漲幅則還在擴大，使得近期通膨減緩幅度，短期可能有限，預

計今年第三季為觀察重點；美國三大通膨預期指標，(1) 未來 5 年之 5 年期預期通膨率，FED 最重視的通膨預期指標；(2) 美債平衡通膨率 BEI (Break even Inflation Rates)，市場最常用預測通膨工具；(3) 密大預期通膨率消費者預期指標；近期都有下降趨勢。

2022 年下半年美國仍為主要經濟金融風險情勢分析的重點。美國 2022 年第一季受到疫情、戰爭、通膨影響國際市場需求，出口大幅衰退，第一季 GDP 季增年率 (SAAR) 修正值 (second estimate) 為衰退 1.5%，經濟表現呈現負成長遠不如先前市場預期，也使得市場對停滯性通膨預期的疑慮升溫；鮑爾 6 月於參院聽證會首度表明有經濟衰退的可能性，亞特蘭大聯邦準備銀行的 GDPNow 預測模型顯示，美國第 2 季 GDP 將衰退 2.1%，加上第 1 季衰退 1.6%，美國經濟已符合衰退的「技術性定義」；連續兩季經濟萎縮即符合經濟衰退的技術性定義，但根據美國國家經濟研究局 (National Bureau of Economic Research NBER) 的定義，經濟衰退代表「經濟活動顯著下滑且蔓延至整個經濟體，且情況持續數月以上。」因此在正式宣布經濟衰退前，必須是經濟活動出現深度、廣泛且持久的衰退。目前觀察重點是加速升息壓制通膨過程當中，讓經濟軟著陸的難度增加，聯準會難以兼顧恐需付出政策代價，而引發金融風險連鎖效應恐為較大隱憂，聯準會最新公布的金融穩定半年報告已現端倪。如升息過快過猛恐傷及企業獲利，信用利差擴大，

股市市值大幅蒸發，然而最嚴重的恐怕是造成金融市場大幅波動，以及交易量大幅萎縮二大風險，嚴重影響金融市場流動性，對市場動能衝擊過大恐波及金融體系穩定，恐非聯準會所樂見。

金融市場風險升高。目前美國 10 年期與 2 年期公債殖利率曲線已呈平坦，若對照過去幾次歷史經驗包括 1989 年、2000 年、2006 年、2019 年發生殖利率曲線倒掛現象後，之後發生經濟衰退伴隨降息的機率升高；若倒掛現象持續一段時間，短期利率預期將大幅下跌，因此市場對聯準會政策預期可能將有所轉變。由於企業信用市場比股市對於經濟衰退更加敏感，美國企業信用風險利差大幅上升已反應經濟衰退可能性增加，企業獲利將呈現趨緩甚至衰退；比特幣大跌，全球資金寬鬆狂潮將接近尾聲，對避險資產的需求將大於高風險資產的需求，企業信用風險升高。

中國國家統計局最新發布上半年中國經濟成長率 2.5%，但第 2 季大幅減緩至 0.4% 遠不如第 1 季的 4.8%，也不如市場預估的 1.2% 創 2020 年第一季新冠病毒疫情爆發以來最小增幅，「清零政策」對經濟的衝擊頗大，中國 2022 年經濟成長目標 5.5% 面臨很大挑戰 IMF 最新預測僅 4.4%，法人預估亦僅 4.7%；第一產業農林牧漁表現較佳，第二產業製造業及第三產業商業金融不動產服務業表現受影響較大；必須關注人民幣走勢是否隨下半年經濟情勢回溫而貶勢趨緩。解封之後股市回溫人民幣走貶，6 月財新製造業 PMI 回升至 51.7 創 2021 年 6 月新高，官方版 50.2 同樣重回榮枯線上，其中生產和新訂單分項指數均重回擴張區間，固定資產投資狀況回穩，而服務業 PMI 也大幅回升至 54.5 的擴張區間；觀察第三季 PMI 是否持續好轉，有助下半年股市表現，疫後復甦的消費類產業以及政策支持及成長動能看好的電動車、機器人、高端製造、新能源等產業為投資表現觀察重點。

中國貨幣政策及金融市場以平穩為原則，5

月人行下調首購屋抵押貸款利率下限 20 個 bps，五年期貸款市場報價利率(LPR)15 個 bps 至 4.45% 為提振經濟及房市重要政策觀察訊號；M1 M2 年增率負值持續擴大顯示企業投資仍保守；6 月貿易順差大增，顯示解封後出口動能上升，但進口需求也疲軟，主要是鐵礦石原物料建材進口大減，顯示房地產建築業仍低迷；6 月 CPI 年增率 2.5% 創下近 23 個月新高，爛尾樓及河南村鎮銀行事件引發金融體系緊張；中共 20 大會議前，股市匯市及貨幣政策，預計官方均將維持以平穩為原則，下半年財政擴張政策亦將出爐。

股市方面 2022 年下半年經濟展望趨於保守，市場避險氛圍升高，美國長天期公債殖利率緩漲，加上聯準會升息預期強烈帶動短天期公債殖利率，長短天期公債殖利率有持續倒掛的風險，疫後電子產品消費降溫，半導體市場需求減弱，美國科技股投資風險仍高，但近期大幅修正跌幅已深蘊釀觸底反彈但仍應保守看待。比較台美日韓的股市總市值 GDP，台股有略為偏高；比較台美中的股市本益比來看，台股本益比僅有 10.8 倍，上市櫃公司 2021 年現金股利高達 2.35 兆元，台股現金殖利率高達 4.2%，但因美元過於強勢，亞洲貨幣貶值壓力大，預估國際資金回流仍保守觀望，須注意價格波動風險及匯率風險。

資金及債務條件方面，美國房貸利率短期大幅上升，銀行住宅貸款違約率有升高趨勢，近期需特別注意房貸風險；觀察美國企業向銀行申請貸款淨需求比例，快速升息導致中大型企業銀行貸款淨需求下降，但小型企業仍在上升當中。美國房貸利率短期大幅上升，銀行住宅貸款違約率有升高趨勢，近期需特別注意房貸風險；觀察美國企業向銀行申請貸款淨需求比例，快速升息導致中大型企業銀行貸款淨需求下降，但小型企業仍在上升當中。觀察美國企業債務違約情形目前仍穩定，此外根據聯準會統計 Q1 美國企業銀行貸款違約率僅 1.06%，低於市場預期，仍在歷史

偏低水準區間，顯示企業違約風險仍低；美國投機等級公司債收益率大幅上揚，但若槓桿繼續升高風險將會加劇，高收益債券市場是近期值得關注的風險；今年下半年半年須持續追蹤企業債務、貸款違約率、信用風險利差、企業評等調降比率、各級公司債價格及收益率變化、商業住宅貸款違約率、一般住宅貸款違約率等相關指標變化。

日本央行傾向促貶日圓，但近期這波重貶雖然讓當地汽車業、電子業等出口主力受惠，但實際上對提振日本貿易順差效果並不佳。日央行要確定目前所達標的 2% 通膨是「好的通膨」，而且要能維持一段時間，持續帶動消費、工資，才會考慮縮小寬鬆幅度，但也只是從「超級寬鬆」減少一些；日本央行還是會持續維持寬鬆立場，主要的考量是利率環境，欲長期壓低利率維持景氣、壓低企業債務及政府債務的態度很明顯；日本央行何時會改變政策態度有 4 大關鍵考量（1）企業出口成長幅度有無擴大；（2）國境解封後觀光旅遊能否帶動民間消費翻揚大漲；（3）勞工薪資有無上漲；（4）輸入性通膨是由地緣政治因素還是日圓貶值造成。日圓在與美國貨幣政策差異愈來愈大的影響下，完全抵銷日圓避險性質的特性大幅貶值至 139 日圓兌 1 美元。若日本央行仍觀望、未採取動作，後續日圓貶勢將持續，可能重回 1998 年的 146 日圓兌 1 美元價位，甚至不排除看見 1990 年的 158 日圓兌 1 美元價位，若引發亞幣競貶則需防範金融危機產生。

歐洲經濟趨緩且通膨嚴峻，加上超強美元，歐洲央行及英國央行雖然決議改採緊縮貨幣政策及加速升息，但仍然難挽歐元、英鎊頹勢；歐元兌美元匯率在近 20 年來首次跌破平價，來到 0.9998 美元的低點，創下 2002 年 12 月以來的新低，歐元、英鎊持續重挫，歐洲央行決議升息 2 碼歐元隨之反彈，但因歐元區債務及經濟危機再起，歐元表現仍持續偏弱勢。此波美元強勢升

值，以日圓貶勢最大，其次為英鎊、紐幣、韓元、歐元及新台幣；亞洲及新興市場貨幣普遍大幅貶值，對出口的效益還待觀察，但外債較高國家金融風險已大幅升高，2022 年下半年必須留意亞洲市場的金融風險、國家風險、流動性風險及信用風險。

自 2020 年初 COVID-19 疫情肆虐全球，重創全球金融市場以及實體經濟，國際三大央行大舉寬鬆釋放流動性，此舉使三大央行資產負債表快速膨脹，資產負債表規模同創歷史新高；從 2020 年初美歐日央行聯手寬鬆貨幣已釋放高達 10.47 兆美元的新資金入市，增幅達 84.2%，大幅超越金融海嘯時期，其中聯準會 113.2%、歐洲央行 110.3%、日本央行 28.2% 均創下歷史新高，擴張幅度相當驚人；而此數字甚至超過全球新興市場股債市總規模的 8.8 兆美元，疫情期間此波龐大資金潮進擊新興市場國家，美歐大舉升息的資金外逃風險加乘效應不可小覷。

2022 年下半年國內外重要政經及經濟金融情勢：（1）美國政經情勢、貨幣政策、金融市場及企業信用仍為市場焦點；（2）美國聯準會升息循環加速前進，注意通膨高峰及經濟衰退過後之聯準會政策趨勢反轉時間點；（3）避免投資與俄羅斯經貿及投資關係較密切，及通膨嚴重或具有大量外幣計價債務之國家及區域；（4）美國 11 月期中大選，預估高通膨將為民意走向重大變數，拜登政府下半年可能針對能源、運輸、醫療三大面向提出降低經營及生活成本，以及鼓勵企業投資意願對策，亦有可能解決政策分歧於近期宣布取消對中國之部分商品關稅；（5）關注國際防止俄烏戰線擴大至北約，瑞典、芬蘭加入北約僵局有解，歐盟天然氣短缺及限電效應將加速替代能源研發；（6）目前全球股市、匯市、利率市場仍處於動盪期，投資人第三季須維持審慎觀望，第四季可望趨穩；（7）下半年國內房地產市場價量均將縮減，觀望氣氛濃厚，市場議價空間

變大；(8) 安倍事件是否牽動新任日本央行總裁任命及貨幣政策調整，將是日圓走勢觀察重點，預計黑田現階段調整政策可能性及空間並不大；(9) 目前國內 CPI 及核心 CPI 已連續四個月上揚創下 14 年來新高，加上聯準會加速升息進一步拉大台美利差，預估我國央行亦將適度跟

進，縮小利差降低資金外流壓力，但升息幅度應較小；(10) 外資是否大舉匯出還要看新台幣匯率及股市強弱，若 1、出口可以穩住；2、美元高點回檔；3、亞幣反彈力道回升（日圓為觀察重點）；4、台股大修正後價值浮現反彈，則外資有可能還會轉為匯入。BT



財團法人凱達格蘭基金會
新台灣國策智庫通訊

發行人：陳亭妃

總編輯：李明峻

副總編輯：張人傑、陳致中

執行編輯：林彥宏、蘇世岳