

二、國際經濟金融情勢及展望—全球經濟穩健擴張，惟通膨升溫，金融市場波動擴大

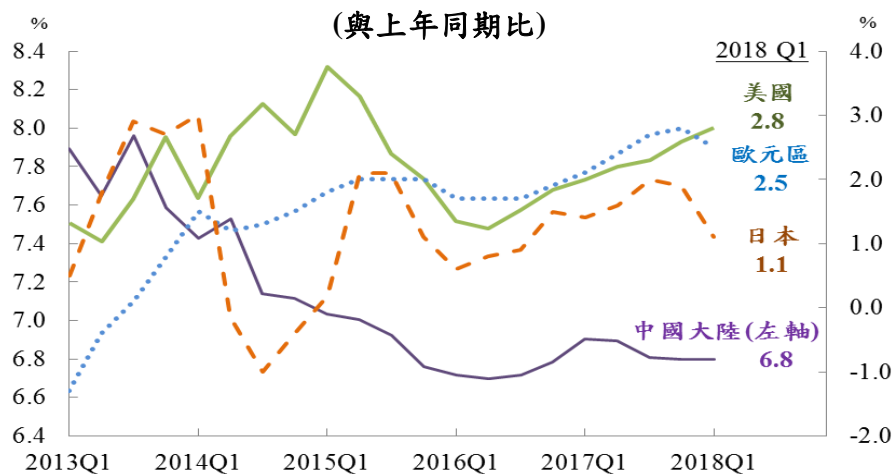
本(2018)年3月本行理事會會議以來，**全球景氣持續穩健擴張**，通膨升溫。市場預期美國聯準會(Fed)恐加速升息，致**美元走高**，**新興市場資金外流**、**股市下跌**、**貨幣貶值**。未來面臨金融脆弱性提高、債務持續增加及貿易摩擦等風險，全球金融市場波動可能擴大，不利經貿活動。

(一)近期全球經濟穩健成長，貿易展望趨緩；本年經濟表現可望與上年持平

1. 主要經濟體經濟表現不一，近期歐元區、日本 PMI 走勢略緩

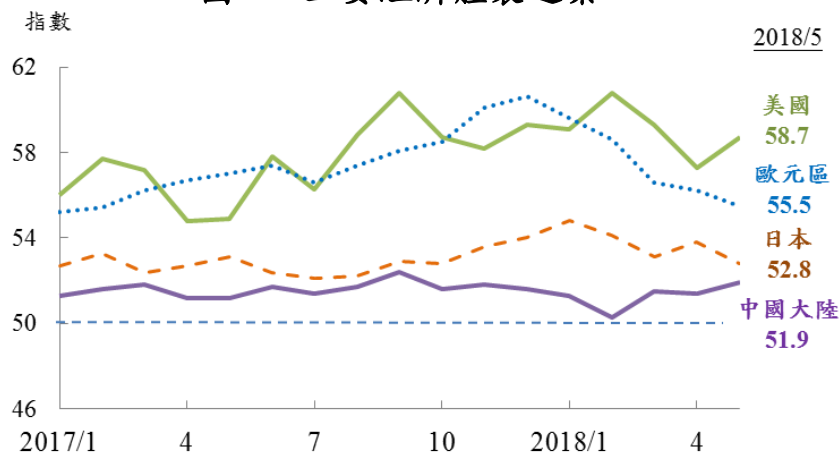
本年第1季**美國經濟持續穩健擴張**，**歐元區及日本成長放緩**，**中國大陸則持平**(圖1)，IHS Markit 預估全球經濟成長率為3.5%，與上(2017)年第4季持平，第2季將略降至3.3%。在國際油價大漲、貿易爭端升溫下，近期**歐元區**、**日本製造業採購經理人指數(PMI)**均自年初高點下滑，美國及中國大陸則略回升，惟均高於50之榮枯線，呈擴張趨勢(圖2)。

圖1 主要經濟體 GDP 成長率



資料來源：各經濟體官網

圖2 主要經濟體製造業 PMI



註：1. 高於50代表看好的比例較高，即製造業擴張；低於50則表示看壞的比例較高，即製造業緊縮。
2. 美國為ISM數據，歐元區及日本為IHS Markit數據，中國大陸為官方數據。

資料來源：Bloomberg

2. 近期全球貿易展望趨緩，未來貿易自由化受阻恐抑制全球貿易成長

WTO 預期全球電子零組件貿易持續暢旺，惟汽車生產及農業原物料貿易疲弱，將使第 2 季全球商品貿易成長略放緩，全球貿易展望指標(World Trade Outlook Indicator, WTOI)較第 1 季下降(表 1)。

本年 4 月 **IMF 指出**，全球經濟穩健擴張有助貿易活動，在尚未納入日漸升溫的貿易摩擦情境下，預測**本年全球貿易量成長率將由上年之 4.9%略增至 5.1%**(圖 3)。

6 月 **World Bank 則預測**本年全球貿易量成長率將由上年之 4.8%放緩至 4.3%(圖 3)，主要受**中國大陸與多數先進經濟體之資本支出可能減緩**影響；另**中期而言**，結構性因素如**全球價值鏈成長放緩及進一步貿易自由化之需求下滑**等，將持續**抑制全球貿易成長**。

表 1 WTO 全球貿易展望指標

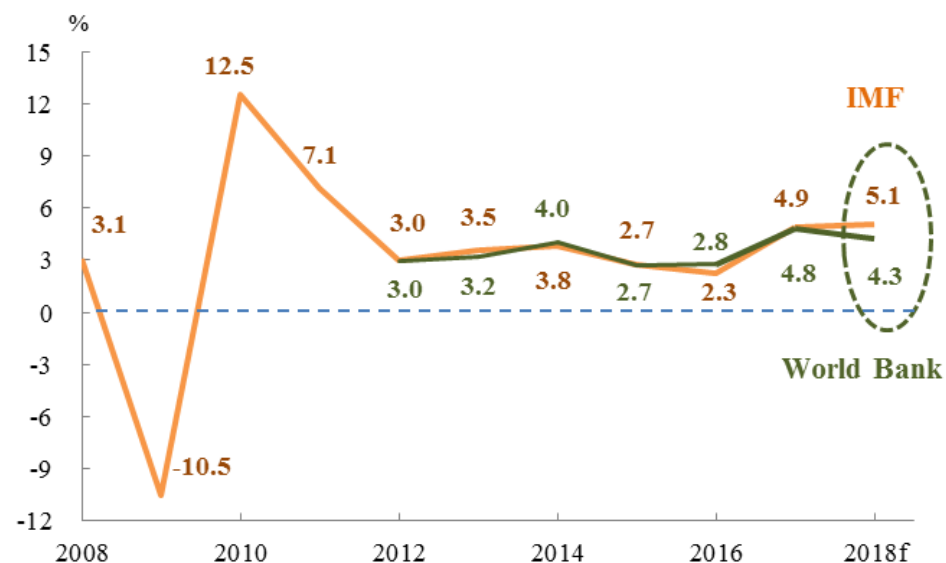
公布日期	指數
2017 年 2 月	102.0
2017 年 5 月	102.2
2017 年 8 月	102.6
2017 年 11 月	102.2
2018 年 2 月	102.3
2018 年 5 月	101.8

註：1. WTOI 為全球商品貿易情勢之領先指標，係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指標。

2. 指數 100 為平均趨勢值，高於 100 代表未來 1 季之全球貿易量將擴張，低於 100 則代表將萎縮。

資料來源：World Trade Outlook Indicator News Archive, WTO

圖 3 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易；f 表示預測值。

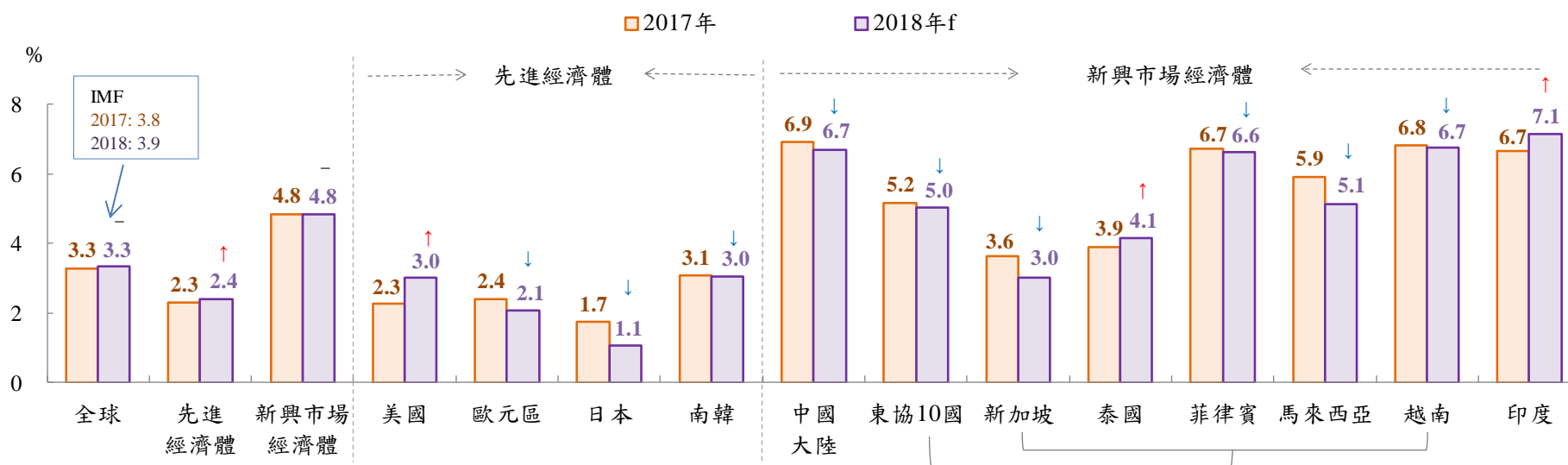
資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2018/4/17)、World Bank Global Economic Prospects (2018/6/5)

3. 本年全球景氣穩健擴張主要係由美國經濟加速成長所帶動

在美國減稅措施將激勵其經濟走強，並帶動全球景氣穩健擴張下，本年全球經濟可望成長 3.3%，與上年持平。

先進經濟體經濟成長率預測值由上年之 2.3% 升至 2.4%，除美國加速成長外，歐元區及日本成長則放緩；新興市場經濟體經濟成長率預測值為 4.8%，與上年相同，其中，中國大陸等經濟體成長速度略緩，印度成長力道則增強 (圖 4)。

圖 4 IHS Markit 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



註：1. IHS Markit 係以美元計價之名目 GDP 計算權重，IMF 則以國際比較計畫(International Comparison Program, ICP)發布的 2011 年調查版本之 PPP 計價之 GDP 計算權重；f 表示預測值。

2. ↑、↓及 - 分別表示較 2017 年上升、下降及持平。

3. 印度每年經濟成長率係財政年度(即當年年之 Q2 至次年之 Q1)數據。

4. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/6/15)、IMF World Economic Outlook Database (2018/4/17)

茲就與臺經貿關係密切經濟體之經濟情況分述如下：

<p>美國</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 1 季民間投資動能增強，輸出亦穩健成長，但因年初氣候嚴寒及上年底購物旺季後需求降低，致民間消費成長減緩，經濟成長率(與上季比，換算成年率)為2.2%，低於上年第 4 季之 2.9%；年增率為 2.8%，則高於上年第 4 季之 2.6%。 ● 本年在實施減稅措施並擴大政府支出、就業情況持續好轉及房地產市場表現穩健等有利因素下，消費支出及企業投資可望持續成長，預測本年經濟成長率為3.0%，高於上年之 2.3% (圖 4)。 ● 惟財政刺激經濟效果屬暫時性，且將導致財政赤字擴大，恐影響未來經濟成長。
<p>歐元區</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 1 季內需續強，但因全球貿易放緩、部分成員國勞動供給及產能受限，加以德國爆發嚴重流感，經濟較上年同期成長2.5%，低於上年第 4 季之 2.8%。 ● 本年經濟除持續受前述因素影響外，義大利疑歐派新內閣上任亦可能影響經濟信心，預測本年經濟成長率由上年之 2.4%降至 2.1% (圖 4)。
<p>日本</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 1 季因天候不佳，生鮮蔬果價格大漲導致民間消費成長停滯，加以輸出成長放緩，住宅投資續減，經濟成長率(與上季比，換算成年率)為-0.6%，低於上年第 4 季之成長 1.0%；年增率為 1.1%，亦低於上年第 4 季之 1.9%。 ● 明(2019)年 10 月消費稅將提高之提前購買效應可望帶動本年下半年消費，惟若主要貿易夥伴間之貿易摩擦加劇，恐影響投資意願及出口，預測本年經濟成長率為1.1%，低於上年之 1.7% (圖 4)。

<p>南韓</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 1 季出口加速成長，企業投資及政府支出增加，經濟較上年同期成長 2.8%，與上年第 4 季持平。 ● 受政府抑制房價及刪減基礎建設預算，致營建投資減緩之影響，預測本年經濟成長率由上年之 3.1% 略降至 3.0%(圖 4)。
<p>中國大陸</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 1 季消費穩健成長及投資增速，惟淨輸出衰退幅度擴大，經濟較上年同期成長 6.8%，與上年第 4 季持平。 ● 隨政府持續去槓桿及金融監管趨嚴，房地產活動與基礎建設投資受限，加以美中貿易摩擦不確定性上升，預測本年經濟成長率由上年之 6.9% 略降至 6.7% (圖 4)。
<p>東協 10 國</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 與我國貿易往來密切之新加坡、越南、馬來西亞、菲律賓及泰國，本年第 1 季經濟大抵持續穩健成長，其中新加坡因製造業大幅擴張，經濟較上年同期成長 4.4%，泰國因商品出口及觀光業表現強勁、菲律賓受惠於政府支出大增，經濟分別較上年同期成長 4.8%、6.8%。 ● 主要經濟體漸轉為內向型政策(inward-looking policies)，可能削弱亞洲地區之出口及外人直接投資，本年東協經濟成長率預測值為 5.0%，低於上年之 5.2%，各成員國景氣相較上年多略緩(圖 4)。
<p>印度</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 上年實施稅改法案對企業之衝擊已逐漸消退，本年第 1 季在投資及消費需求強勁帶動下，經濟較上年同期大幅成長 7.7%，高於上年第 4 季之 7.0%。 ● 薪資成長及部分政府預算用以支持鄉村經濟，可望持續帶動消費，預測本年(財政年度)經濟成長率由上年之 6.7% 升至 7.1%(圖 4)。

(二)大宗商品價格上揚，主要經濟體通膨預期上揚

1. 國際油價漲至3年多來高點後回軟

本年4月以來，美、英、法等國聯合空襲敘利亞，美國退出伊朗核協議並恢復對伊朗實施經濟制裁，加以美國譴責委內瑞拉總統以舞弊行為勝選，而對委國石油業實施制裁，帶動油價上漲，5月22日布蘭特原油現貨價格漲至每桶80.42美元，創2014年11月以來新高(圖5)；嗣因沙烏地阿拉伯及俄羅斯考慮增產，市場預期減產協議可能將結束，復因美國持續增產，近期油價自高點下滑。

由於全球經濟展望樂觀帶動原油需求，加以地緣政治風險仍存，及全球原油庫存量下降，近來主要機構分別上修本年布蘭特原油價格預測值至平均每桶72.3美元，大幅高於上年之54.3美元(表2)。



資料來源：Thomson Reuters Datastream

表2 布蘭特原油價格預測值

預測機構	2017年 實際值	2018年 預測值	漲跌幅 (%)
EIU (2018/5/16)	54.3	72.0	32.6
EIA (2018/6/12)		71.1	30.9
IHS Markit (2018/6/15)		73.7	35.7
平均預測值		72.3	33.1

資料來源：美國能源資訊署(EIA)、IHS Markit、經濟學人智庫(EIU)

2. 穀物及基本金屬價格一度漲至近年高點

本年4月以來，美國、阿根廷、巴西及俄羅斯等產地乾旱，損及穀物產出，致穀物期貨價格走高，5月下旬曾漲至上年7月以來高點；嗣因預期本年印度與美國小麥產量尚充裕及巴西黃豆產量高，穀物期貨價格轉跌(圖6)。

另由於美國宣布制裁全球第二大鋁生產商俄羅斯鋁業聯合公司等企業，鋁供應恐減少，帶動基本金屬期貨價格在4月中旬漲至2013年3月以來新高，嗣因美國表示可能放寬制裁，基本金屬期貨價格回跌；6月初以來，位於智利之全球最大銅礦公司開始薪資談判，市場擔憂可能影響銅供給，基本金屬期貨價格再度上漲，嗣因該談判可望取得進展，且中國大陸經濟數據疲弱而回跌(圖7)。

圖6 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數



註：Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米期貨合約價格計算而得之指數，凡距到期日6個月內之期貨合約，皆涵蓋在指數編製範圍。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖7 Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數



註：Bloomberg 基本金屬3個月期貨價格指數(Bloomberg Base Metals 3-Month Price Commodity Index)係由倫敦金屬交易所之鋁(權重45%)、銅(權重25%)、鋅(權重15%)、鉛(權重12%)、鎳(權重2%)及錫(權重1%)距到期日3個月期貨合約價格計算而得。

資料來源：Bloomberg

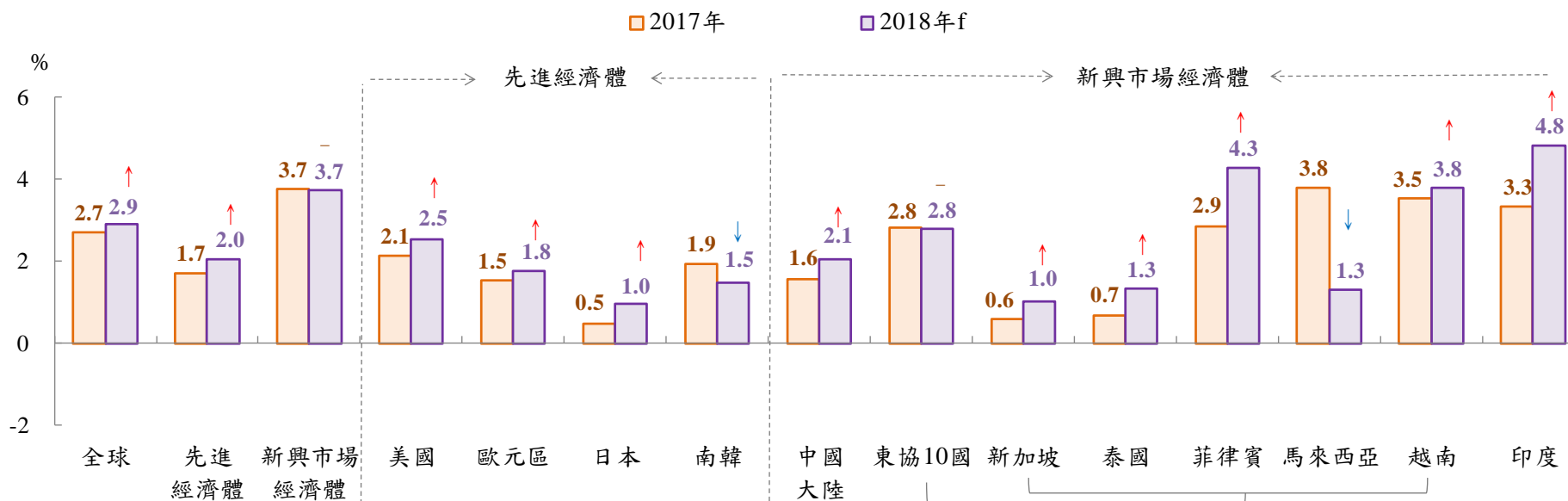
3. 多數經濟體通膨預期上揚

由於大宗商品價格上揚，加以全球經濟前景佳，本年全球通膨率預測值由上年之 2.7% 升至 2.9% (圖 8)。

先進經濟體中，美國、歐元區及日本可能分別因財政激勵政策、失業率續降及內需增強，本年通膨率均高於上年。新興市場經濟體中，中國大陸可能因食品及能源價格上揚，帶動本年通膨率高於上年。

目前全球薪資成長率仍緩，惟美國失業率已降至 18 年來新低、歐元區主要經濟體失業情況亦改善、日本則面臨勞動力短缺，主要先進國家勞動市場好轉，對通膨預期之影響待密切留意。

圖 8 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值。

2. ↑、↓及—分別表示較 2017 年上升、下降及持平。

3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2018/6/15)

(三)四大央行貨幣政策立場仍屬寬鬆，部分新興市場經濟體調升政策利率

1. Fed 升息 1 碼，歐洲央行將維持低利率至少到明年夏季，日本央行則維持超寬鬆貨幣政策不變

□ 美國：Fed 6 月升息 1 碼

- 由於勞動市場持續增強，經濟活動穩步升溫，企業固定投資強勁成長，且通膨數據已超過 2% 目標，**Fed** 宣布將聯邦資金利率目標區間調升 0.25 個百分點至 1.75%~2.00% (圖 9)，並自 7 月起，將每月資產縮減規模由 300 億美元提高至 400 億美元。
- 主席 **Powell** 於會後記者會表示，當前的貨幣政策立場仍屬寬鬆。

□ 歐元區：歐洲央行 6 月宣布將於本年底結束資產購買計畫，惟維持低利率至少到明年夏季

- **歐洲央行**(ECB)宣布將主要再融通操作(main refinancing operations)利率、邊際放款(marginal lending facility)利率及存款(deposit facility)利率分別維持於 0.00%、0.25% 及 -0.40% 不變，且至少到明年夏季。
- 本年 10 至 12 月之每月資產購買規模將由目前之 300 億歐元降至 150 億歐元，並於年底結束資產購買計畫，而到期債券之本金將持續再投資以維持流動性。

□ 日本：日本央行 6 月維持貨幣政策不變

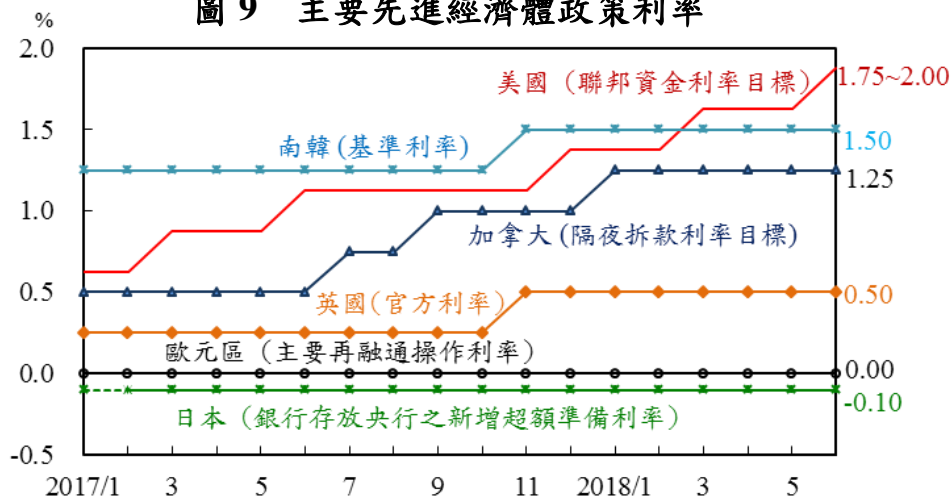
- 由於通膨疲弱，**日本央行**(BoJ)仍維持貨幣政策不變。
- 黑田總裁會後表示，日本勞動市場緊俏且產出缺口改善，惟長期通縮心態仍存，中、長期通膨預期未明顯上升，因此須耐心維持超寬鬆貨幣政策。

- 英國：英國央行於5月維持貨幣政策立場不變，並下修經濟成長與通膨預期。
- 新加坡：新加坡貨幣管理局4月在預期本年核心通膨上行壓力將持續下，小幅緊縮貨幣政策，將新加坡元名目有效匯率(S\$NEER)區間之斜率由零小幅調升(即小幅升值)。

2. 中國人民銀行維持貨幣政策不變，部分新興市場經濟體升息以因應通膨升溫、貨幣貶值或資金大幅流出

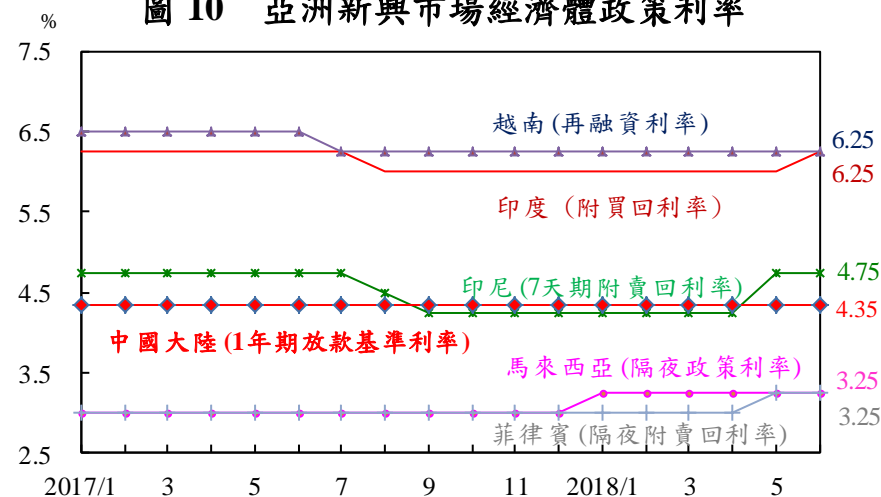
- 中國大陸：中國人民銀行持續維持政策利率不變，且6月亦未調升公開市場操作利率，可能係因去槓桿政策導致社會融資成長速度下滑，且經濟面臨下行壓力(圖10)。
- 菲律賓、印尼、印度：為抑制通膨及貨幣貶值壓力，5月以來菲律賓、印尼及印度央行分別升息0.25個百分點、0.50個百分點及0.25個百分點(圖10)。
- 阿根廷、土耳其：為緩和資金流出壓力，阿根廷央行自4月底8天內連續3次升息，政策利率從27.25%急拉至40%；土耳其央行於5月以來將政策利率由13.5%大幅調高至17.75%。

圖9 主要先進經濟體政策利率



註：美國之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數繪製折線圖。
資料來源：各經濟體官方網站

圖10 亞洲新興市場經濟體政策利率



資料來源：各經濟體官方網站

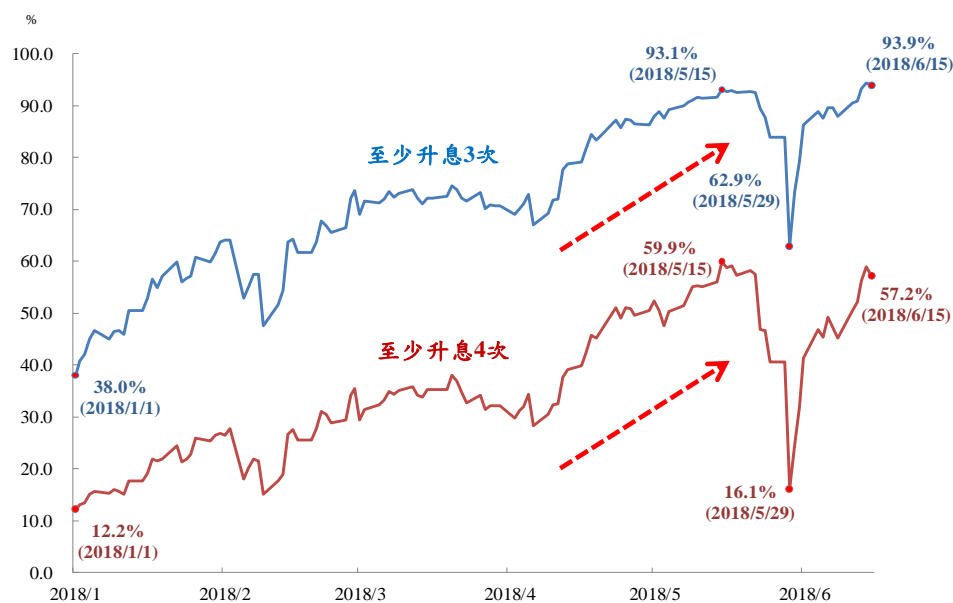
(四)美元走高，新興市場資金外流壓力上升，金融市場大幅波動

1. 美元指數升至本年高點，美國 10 年期公債殖利率升破 3.0%後略下滑

4 月以來由於美國經濟持續穩健成長，且通膨率已超過 2% 目標，市場預期 Fed 本年至少升息 4 次之機率大幅上升，嗣後雖受義大利與西班牙政治不確定性衝擊一度下滑，惟 6 月 Fed 再度升息，並上修本年經濟成長與通膨率預測，致全年至少升息 4 次之機率再度攀高至近 6 成(圖 11)。

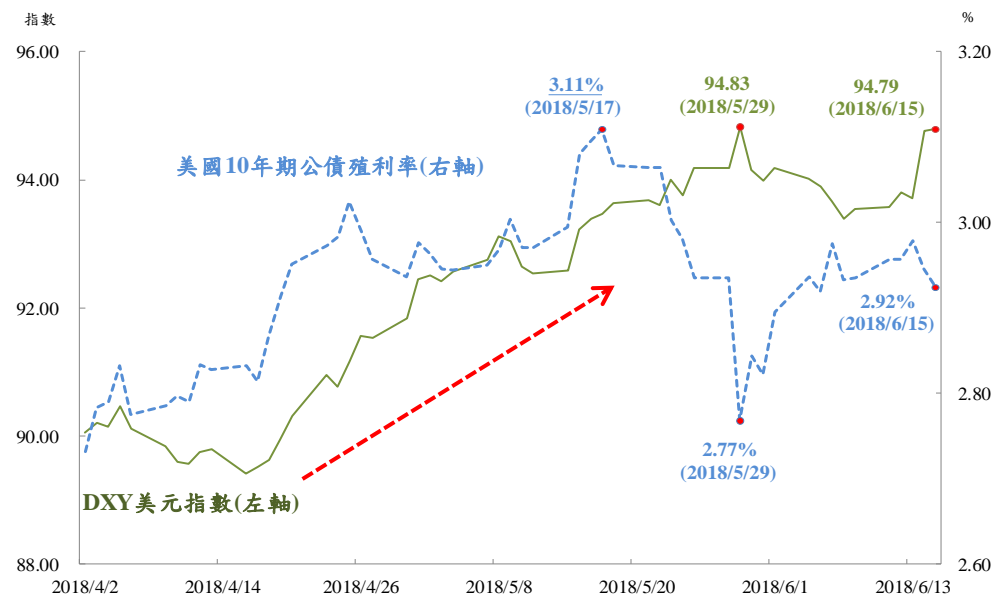
Fed 升息預期上升，帶動美元指數自 4 月以來即反轉走高；美國 10 年期公債殖利率亦呈上升趨勢，並於 5 月中旬突破 3.0%，嗣受義、西政治風險影響一度下滑後緩步回升。6 月中旬 Fed 升息且預期本年將再升息 2 碼，而 ECB 雖宣布年底結束購債，惟明確表示政策利率在明年夏季前將維持於目前歷史低點不變，國際資金流入美元資產，致歐元走貶，美元指數升至近本年高點，較 3 月底上揚 5.1%(圖 12)。

圖 11 Fed 本年底前升息之機率



資料來源：Bloomberg

圖 12 美國 10 年期公債殖利率與美元指數變動



資料來源：Thomson Reuters Datastream

2. 新興市場資金外流壓力上升，股、匯價多下跌

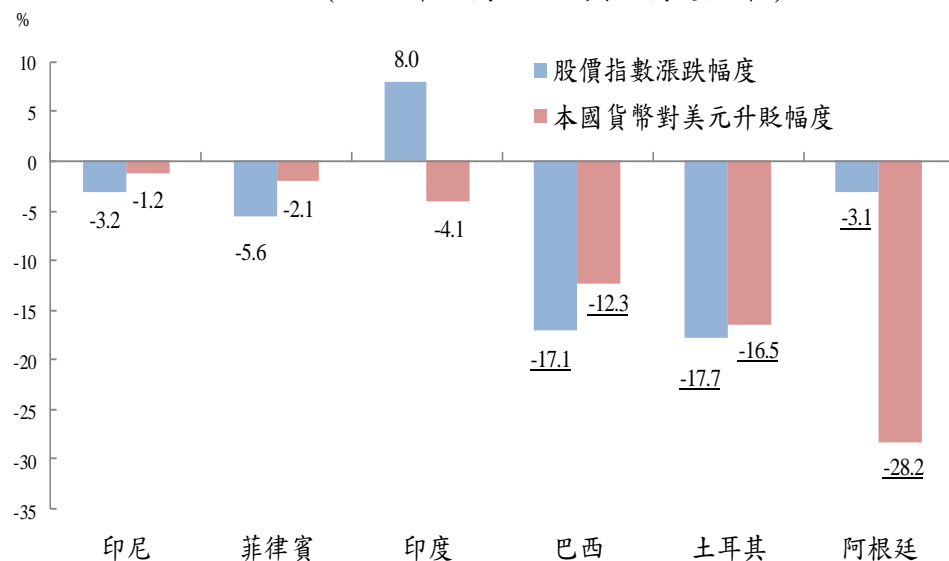
4月下旬以來，美國利率、匯率快速走升，致部分國際資金撤出新興市場¹，阿根廷、土耳其及巴西等國貨幣面臨大幅貶值壓力，股市亦重挫(圖 13)，阿根廷嗣與 IMF 達成 500 億美元融資紓困協議，金融市場波動情勢略回穩。

委內瑞拉則因國內經濟政策失當，致貨幣巨幅貶值，自去年底之 1 美元兌 10 委內瑞拉幣，跌至 5 月底之 1 美元兌 80,000 委內瑞拉幣。

近期貨幣大幅貶值者均為經常帳逆差國，且外債偏高；其中，土耳其及阿根廷之經常帳逆差相對 GDP 比率均約達 5%，且外債相對 GDP 比率均逾 35%(圖 14)。

圖 13 新興市場經濟體股、匯市表現

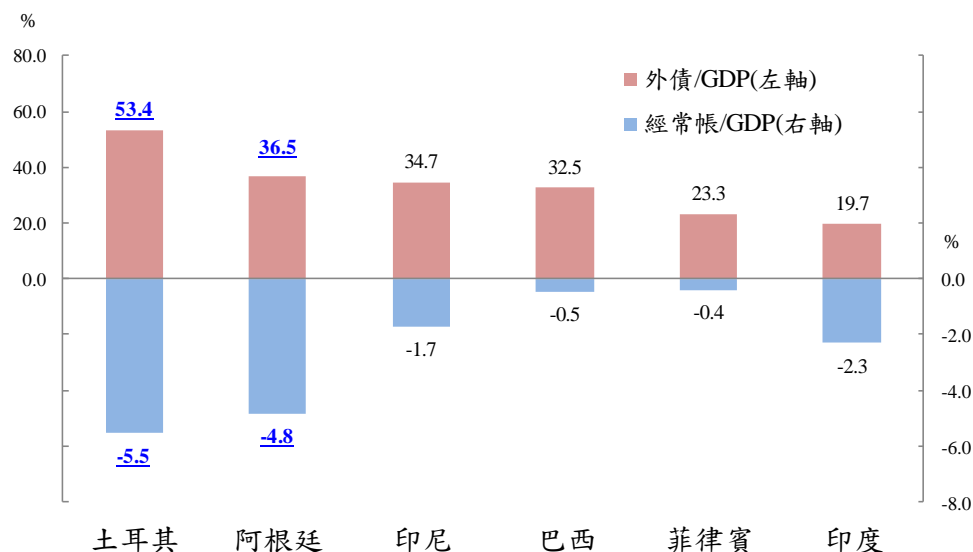
(2018 年 6 月 15 日與 3 月底比較)



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 14 新興市場經濟體經常帳與外債餘額相對 GDP 比率

(2017 年)



資料來源：Bloomberg

¹ 據 Institute of International Finance 估計，本年 5 月外國投資人自新興市場股、債市撤出約 123 億美元，為 2016 年 11 月以來最高金額；詳見 Wheatley, Jonathon (2018), "Emerging Markets Suffer Biggest Portfolio Outflows in 18 Months," *Financial Times*, Jun. 5。

(五)未來可能影響經濟前景之風險

當前**全球經濟**持續穩健擴張，惟**未來仍面臨金融脆弱性提高、債務持續攀升、貿易摩擦加劇及地緣政治等風險**(圖 15)。上述**風險相互連動**，任一項實現均可能觸發其他風險，對經濟之影響不容小覷；另外，**主要經濟體貨幣政策及財政政策再度擴張之空間有限**，各國應密切關注相關情勢發展。

圖 15 影響經濟前景之風險

金融脆弱性提高

- 主要經濟體**貨幣政策正常化**，恐使**金融情勢緊縮速度較預期快**，不利負債程度偏高之經濟體。
- 美國實施具期限性的減稅政策，可能使 Fed 加速升息。

全球債務持續增加

- 先進經濟體政府債務自全球金融危機後**攀升**，新興市場經濟體債務亦持續增加。
- 政府債務水準偏高，將使**經濟承受之負面衝擊影響加劇**。

主要經濟體 貿易摩擦加劇

- 美國實施擴張性財政政策恐擴大**貿易逆差**，全球貿易失衡現象難在短期內修復。
- 若**貿易摩擦加劇**，將殃及全球供應鏈，對**新興市場暨開發中經濟體之影響更甚於先進經濟體**。

地緣政治風險 及氣候變遷

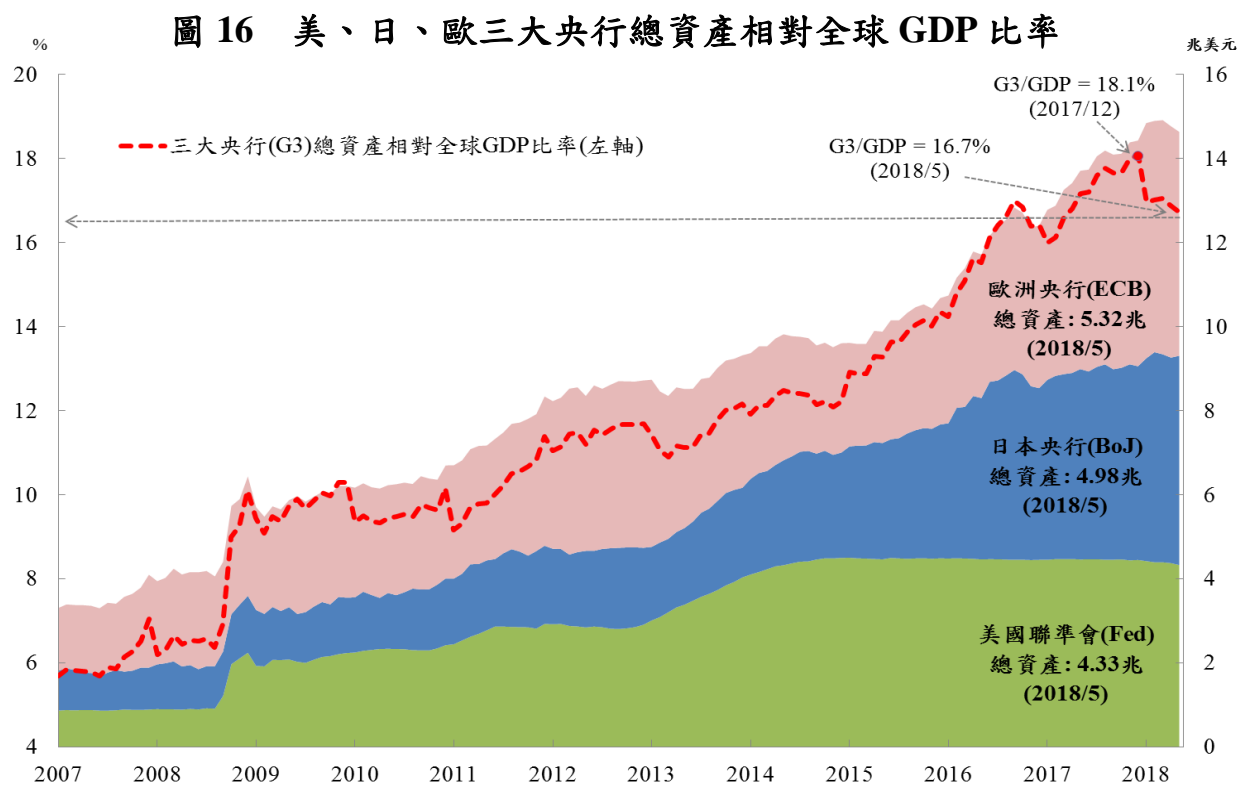
- **地緣緊張情勢、政治不確定性升高**，易觸發投資人恐慌情緒，威脅全球經濟成長。
- **極端氣候**造成經濟損失，且增加移民之流動，衝擊**全球經濟發展**。

參考資料：IMF (2018), “Cyclical Upswing, Structural Change,” *World Economic Outlook*, Apr. 17；IMF (2018), “Capitalizing on Good Times,” *Fiscal Monitor*, Apr. 18；OECD (2018), “OECD Economic Outlook,” May 30；World Bank (2018), “Global Economic Prospects,” Jun. 5

1. 全球金融脆弱性提高

2008 年全球金融危機後主要央行釋出大量流動性，致金融脆弱性持續累積，近年**主要經濟體貨幣政策趨向正常化**，流動性已開始下降(圖 16)，將擴大**債券期限溢酬及推升債務成本**，另若物價大幅上漲，恐使全球流動性趨緊**情形加劇**，金融資產價格下跌，衝擊債務偏高之新興市場經濟體。

美國在經濟成長率高於潛在產出成長率下，實施具期限性之減稅政策，可能使 Fed 加速升息引發金融情勢大幅緊縮，**若與美國減稅措施到期引發之需求疲軟現象同時出現**，恐產生更大幅度之外溢衝擊²。



資料來源：Thomson Reuters Datastream

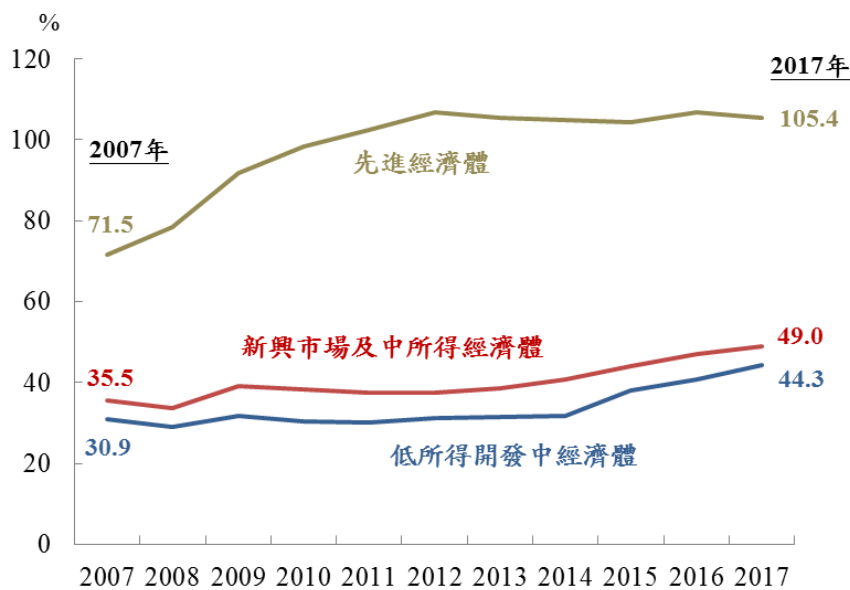
² IMF (2018), "Cyclical Upswing, Structural Change," *World Economic Outlook*, Apr. 17.

2. 全球債務持續增加

2016 年全球債務總額達 164 兆美元之歷史新高，約為全球 GDP 之 225%，主要係因**全球金融危機後**政府債務大增，其中**先進經濟體政府債務相對 GDP 比率大幅攀升**，新興市場與低所得經濟體政府債務亦持續累積(圖 17)；先進經濟體中以**日本、義大利與美國之政府債務比率較高**，且美國在推行減稅及擴張財政支出下，未來該比率將持續上升；新興市場經濟體中，**預估中國大陸之政府債務比率將持續增加**³ (圖 18)。

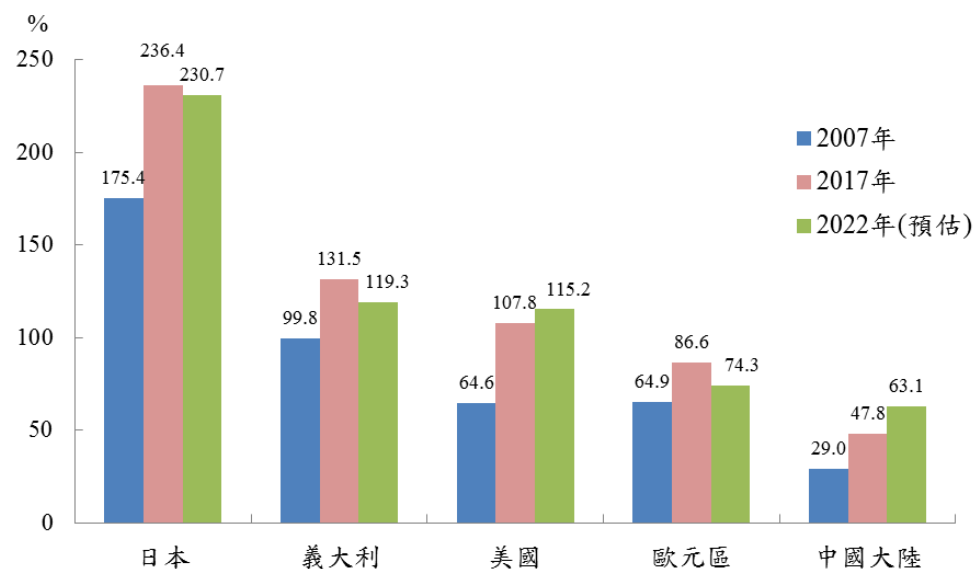
在此情況下，一旦全球金融情勢緊縮或投資人避險情緒升溫，各經濟體**債務到期時於金融市場融資能力將面臨考驗**，若未來經濟再度面臨逆風，亦將**不利政府推行反景氣循環之激勵政策**。

圖 17 全球政府債務相對 GDP 比率



資料來源：IMF Fiscal Monitor Database (2018/4/6)

圖 18 主要經濟體政府債務相對 GDP 比率



資料來源：IMF Fiscal Monitor Database (2018/4/6)

³ IMF (2018), "Capitalizing on Good Times," *Fiscal Monitor*, Apr. 18。

3. 主要經濟體貿易摩擦加劇

美國實施擴張效果強大的財政政策恐使進口增加，進一步擴大貿易逆差，全球貿易失衡現象恐難在短期內修復，加以對科技變革及全球化的擔憂加劇，可能導致各國加速轉向內向型政策，不利對外貿易及投資。

目前全球進出口貿易相對全球 GDP 比率持續上升，顯示全球經濟相互連結程度較過去高，若主要經濟體貿易摩擦加劇⁴，貿易成本的上升透過全球價值鏈分攤至各國，將損及市場信心、殃及全球供應鏈結構、減緩新科技散播，降低全球生產力與投資，嚴重阻礙全球經濟擴張，且對新興市場暨開發中經濟體之影響更甚於先進經濟體⁵。

4. 地緣政治風險及氣候變遷

美國空襲敘利亞，並恢復對伊朗實施經濟制裁，致國際油價大幅上漲；另義大利自 3 月大選後陷入組閣僵局，一度使全球金融市場恐慌情緒攀升，疑歐派新內閣上任，恐影響未來歐洲情勢發展，地緣關係緊張與政治風險持續威脅全球經濟成長。

此外，本年初歐、美、日酷寒氣候影響經濟活動，全球高溫、旱澇等災害事件頻傳，極端氣候造成經濟損失及增加移民之流動，恐衝擊全球經濟發展。

⁴ 本年 6 月 15 日美國宣布將對價值約 500 億美元之中國大陸進口商品加徵 25% 關稅，中國大陸隨即回應將對價值約 500 億美元之美國進口商品加徵關稅；歐盟成員國亦決議對美國威士忌酒及摩托車等商品加徵 25% 關稅，以反制美國對歐洲鋼、鋁商品分別加徵 25%、10% 關稅。

⁵ IMF (2018), "Cyclical Upswing, Structural Change," *World Economic Outlook*, Apr. 17; OECD (2018), "OECD Economic Outlook," May 30; World Bank (2018), "Global Economic Prospects," Jun. 5。