

一、國際經濟金融情勢及展望—全球經濟穩健復甦，通膨溫和，惟影響景氣之變數仍多

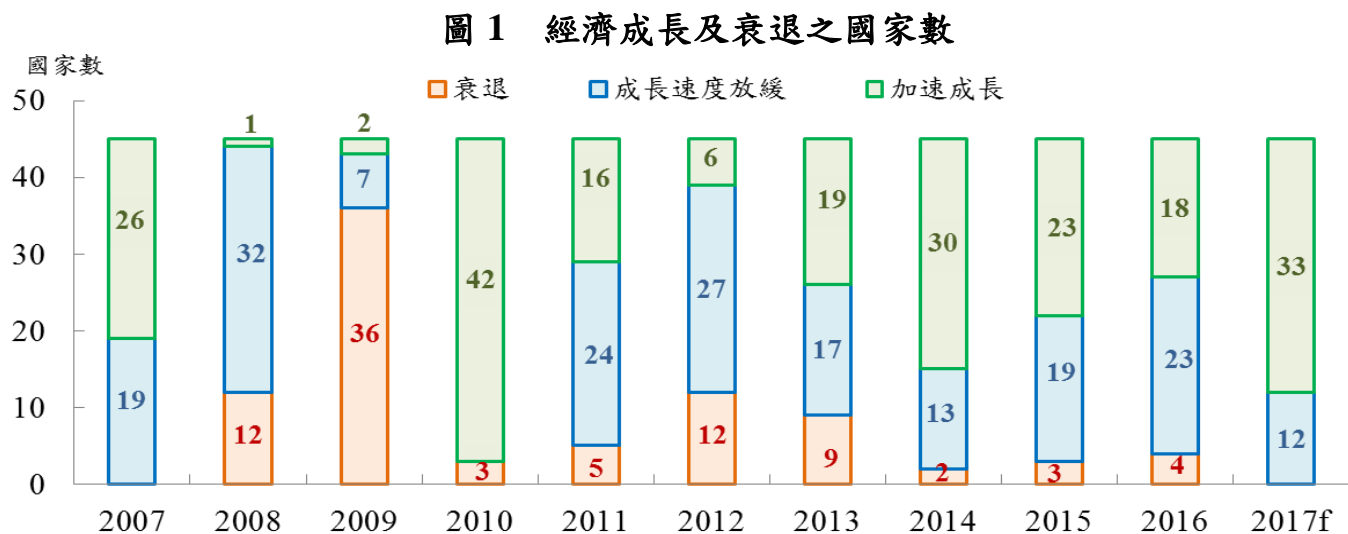
本(2017)年7月以來**主要經濟體經濟表現穩健**，國際商品價格止跌回升，然因上(2016)年下半年之基期較高，影響所及，**主要國家通膨溫和**。**主要央行**雖釋出貨幣政策將趨緊之訊息，**行動仍然審慎**。**主要國家政策不確定性、貿易保護主義威脅**，及**地緣政治衝突**，均為**影響國際經濟前景之風險**。

(一)全球經濟持續穩健復甦

由於全球貿易前景看好，主要經濟體失業率續降，消費者信心仍高，預期全球經濟將持續穩健復甦。

1. 上半年主要國家經濟皆成長

今年上半年**OECD 監測之全球 45 個國家**中，計有 33 國經濟較上年加速成長，12 國成長速度放緩，此係**2008 年全球金融危機後，首度 45 國經濟同步成長**(圖 1)。



註：f 代表預測值。

資料來源：OECD Economic Outlook No. 101 Database (2017/6)

2. 全球貿易成長力道增強

本年初以來，全球貿易強勁復甦，8月 **WTO 全球貿易展望指標**(World Trade Outlook Indicator, WTOI)持續上揚(表1)，預估**第3季全球商品貿易**將在出口訂單、國際空運量及貨櫃港口吞吐量表現強勁之帶動下**持續成長**；**本年全球商品及服務貿易量成長率**可望由上年之2.4%增加至**4.6%**(圖2)。

表 1 WTO 全球貿易展望指標

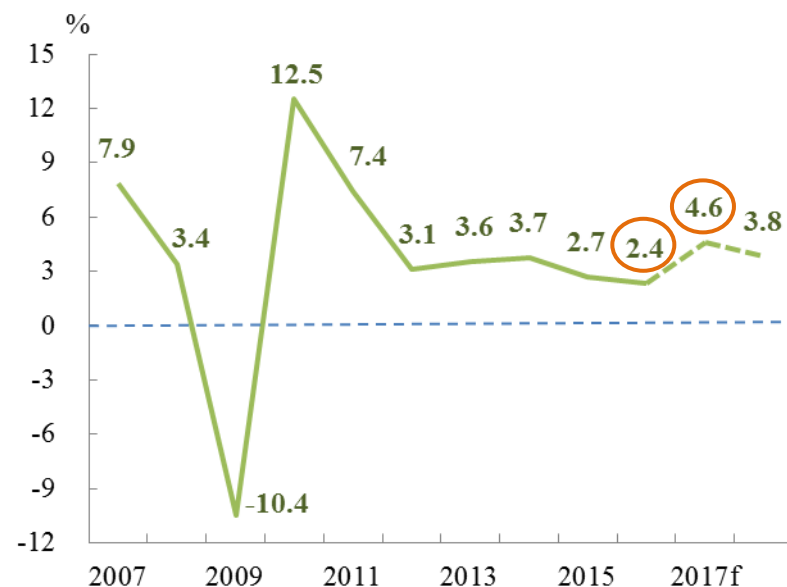
公布日期	指數
2016年7月	99.0
2016年11月	100.9
2017年2月	102.0
2017年5月	102.2
2017年8月	102.6

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：WTO

圖 2 全球貿易量成長率



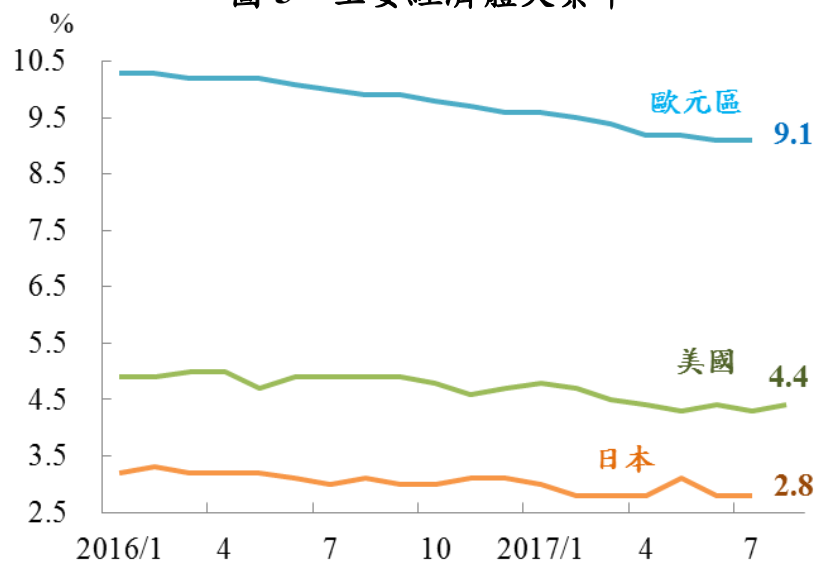
註：包含商品貿易及服務貿易；f代表預測值。

資料來源：OECD Economic Outlook No. 101 Database (2017/6)

3. 本年主要經濟體勞動市場改善，消費者信心仍高

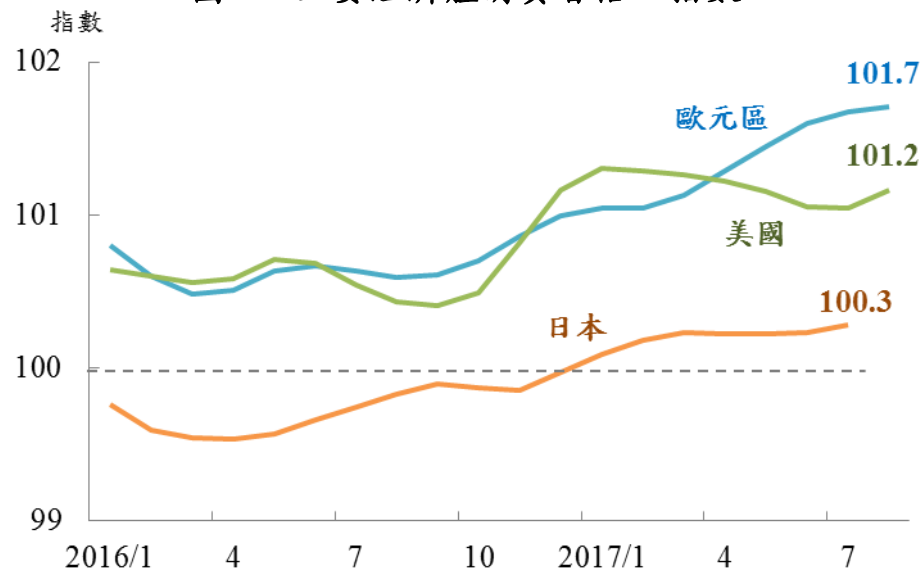
- (1)美國：就業持續復甦，8月非農就業新增15.6萬人，失業率為4.4%(圖3)，接近16年以來低點。近期則因政策不確定性因素影響，消費者信心指數自本年初之高點下滑(圖4)，惟仍高於長期平均值。
- (2)歐元區：7月失業率持續降至9.1%(圖3)，為2009年3月以來最低，加以大選之政治風險降低有助提振民間消費，消費者信心指數持續攀升(圖4)，8月達2001年5月以來新高。
- (3)日本：7月失業率為2.8%(圖3)，係1994年6月以來低點，且求才求職比(job-to-applicant ratio)升至1.52倍，為1974年以來新高。勞動市場改善提振民間消費信心，近月消費者信心指數續高於長期平均值(圖4)。

圖3 主要經濟體失業率



資料來源：各經濟體官方網站

圖4 主要經濟體消費者信心指數



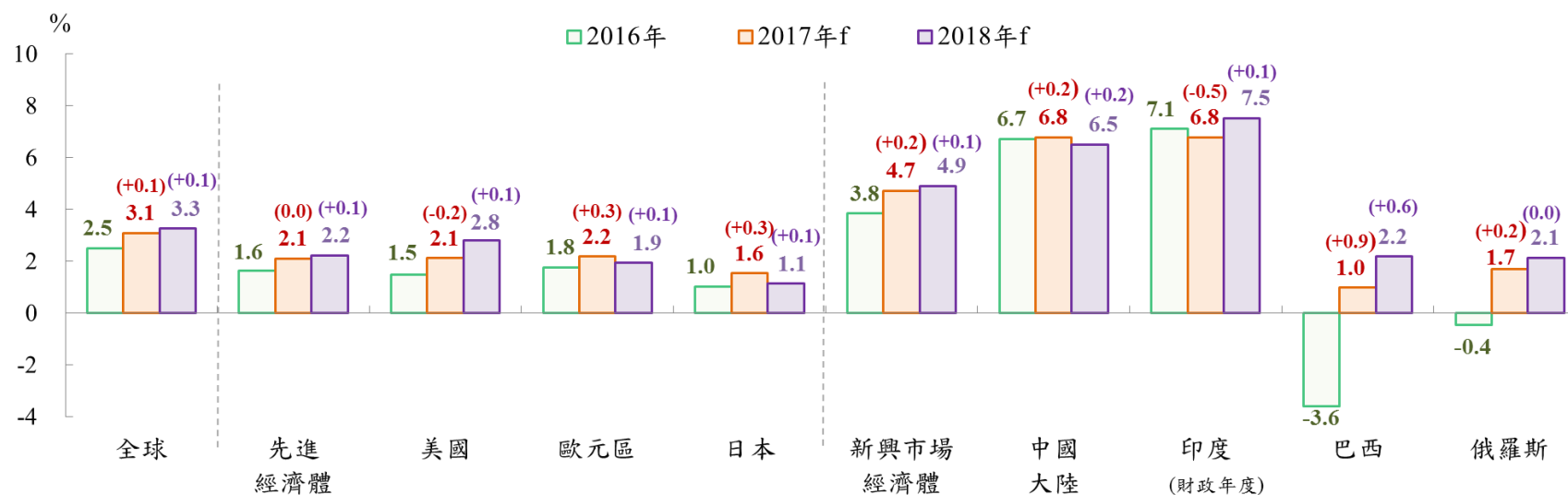
註：100 為長期平均值。

資料來源：OECD Monthly Economic Indicators Database (2017/9)

4. 主要經濟體本年經濟成長率預測值多較 6 月上調

- (1)美國：下半年消費動能可望因就業市場持續復甦獲得支撐，加以企業投資回溫，全年經濟可望穩健成長 2.1%(圖 5)，惟因稅改及基礎建設等財政激勵政策延宕，預測值較 6 月略降。明年則因財政擴張政策可望啟動，預測經濟成長將加速至 2.8%。
- (2)歐元區：下半年因大選之政治風險降低有利商業前景，加以貨幣政策仍寬鬆，整體經濟信心指數(Economic Sentiment Index)增至逾 10 年來高點，全年成長可望達 2.2%(圖 5)，優於 6 月之預測。惟明年恐因強勢歐元影響出口，預測經濟成長略降至 1.9%。

圖 5 IHS Markit 對全球及主要經濟體經濟成長率之預測



註：1. f 為預測值。

2. 括弧內數字為 IHS Markit 本年 9 月預測值相較 6 月預測值之變動。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2017/9/15)

- (3)日本：第3季外銷訂單持續成長，企業獲利提升，以及籌備2020年東京奧運將帶動資本支出增加，益以寬鬆之財政及貨幣政策，本年經濟可望成長1.6%(圖5)，較6月預測值上調。然明年全球貿易放緩恐影響外需，預測經濟成長降至1.1%。
- (4)中國大陸：下半年在金融去槓桿及監管趨嚴下，企業融資將更形困難¹，加以經濟轉型及房市調控政策致房地產投資放緩，經濟成長恐下滑，惟本年全年成長率仍可望達6.8%(圖5)，較6月預測值上修，明年則降至6.5%。
- (5)印度：7月起實施之稅制改革將增進其課稅系統透明化，長期有助企業降低成本並提升效率，惟適應期將對經濟產生暫時性衝擊，預期全年經濟成長6.8%，較6月預測值下調(圖5)。明年稅制改革之成效逐漸顯現，可望帶動經濟成長加速至7.5%。
- (6)巴西及俄羅斯：由於國際商品價格回穩，本年經濟均可望由上年之衰退轉為成長(圖5)，且較6月之預測上調。明年亦將加速成長。

(二)本年全球通膨率較6月之預測下調，主要經濟體通膨仍低於央行之通膨目標

國際商品價格走勢主要受國際原油價格影響。國際油價自6月下旬之本年低點反轉回升，主因全球最大原油出口國沙烏地阿拉伯宣布限制其原油出口，加以8月石油輸出國組織(OPEC)油產下降，且9月國際能源總署(IEA)上修本年原油需求預測，9月中旬布蘭特原油現貨價格已漲至年初以來之高點。

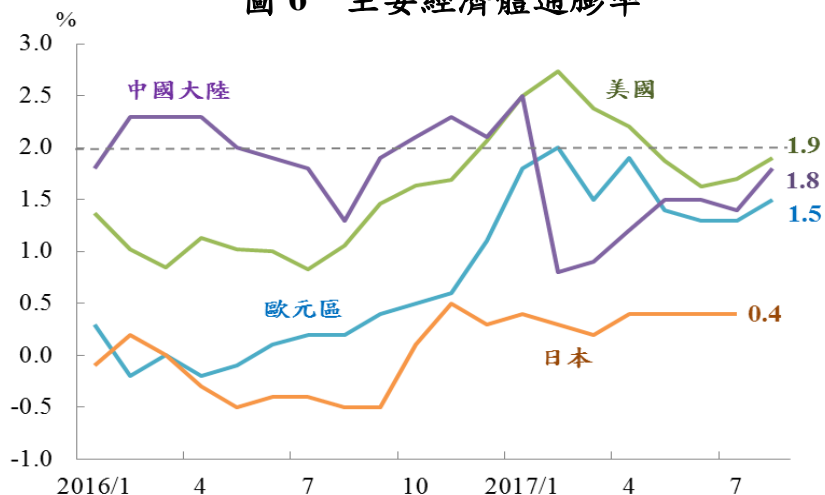
國際商品價格雖亦自6月下旬之低點回升，惟因上年下半年之基期較高，加以薪資成長仍緩、全球化效應及電子商務蓬勃發展抑制零售價格等因素影響²，主要經濟體近期通膨溫和(圖6)。7月日本CPI年增率為0.4%，8月美、

¹ Yung, Chester (2017), "Deleveraging Is Raising Chinese Financing Costs," *WSJ Pro*, Aug. 15。

² Jones, Claire (2017), "Central Banks Warned on Risk from Low Inflation," *Financial Times*, Jun. 25; Harrison, David (2017), "Unemployment's Steady Fall Could Signal Trouble - or A Broader Structural Shift," *The Wall Street Journal*, Aug. 27; Mersch, Yves (2017), "Central Banking in Times of Technological Progress," *European Central Bank*, Jul. 24。

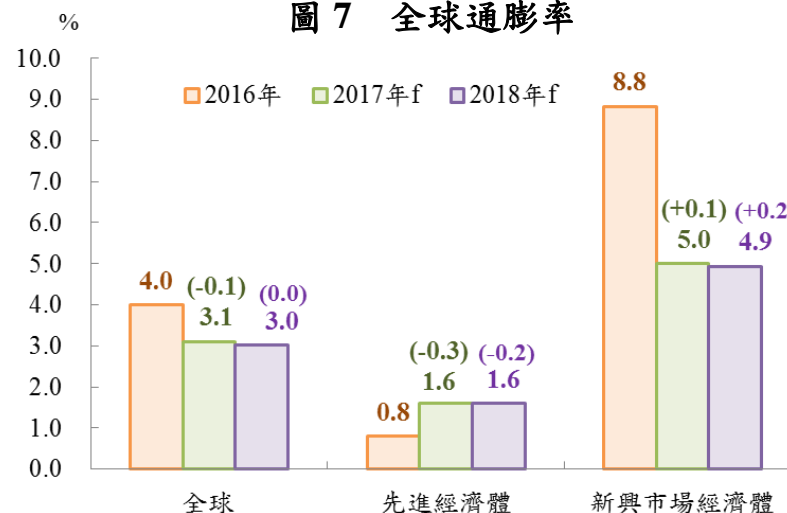
中 CPI 年增率及歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率分別為 1.9%、1.8%及 1.5%。本年**先進經濟體之通膨率預測值為 1.6%**(圖 7)，低於多數經濟體之 2%通膨目標；部分新興市場經濟體則因幣值回升及政府政策調控，**高通膨現象可望大為緩解**；**全球通膨率預測值為 3.1%**，低於上年，且較 6 月調降，明年復降至 3.0%。

圖 6 主要經濟體通膨率



資料來源：各經濟體官方網站

圖 7 全球通膨率



註：括弧內數字為 IHS Markit 本年 9 月預測值相較 6 月預測值之變動。

資料來源：IHS Markit (2017/9/15)

(三)主要經濟體央行釋出貨幣政策趨緊訊息，惟行動審慎，部分新興市場經濟體降息

7 月以來，除加拿大央行升息 2 次外，美國聯準會(Fed)及歐洲央行(ECB)因通膨溫和，尚未進行貨幣政策趨緊之具體行動。部分新興市場經濟體央行降息以激勵景氣，其餘則多維持貨幣寬鬆。

1. 主要經濟體貨幣政策出現趨緊訊息

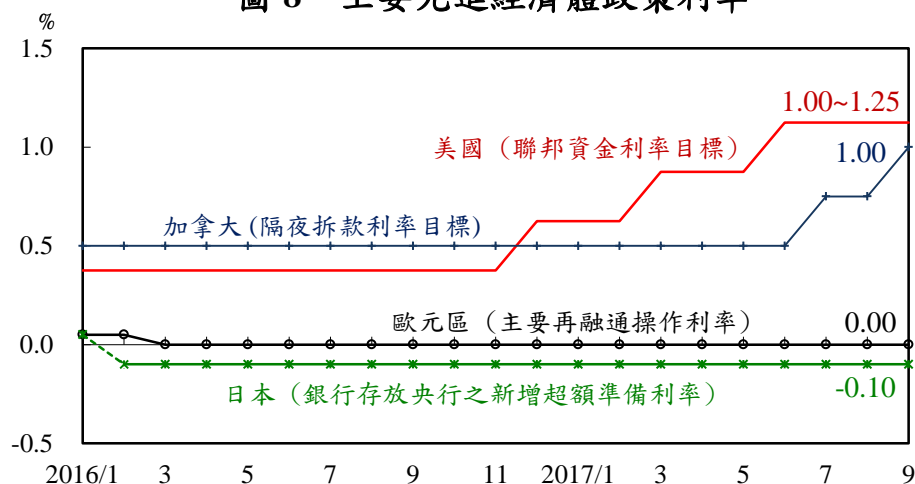
(1)**加拿大經濟成長加速**，加拿大央行預期**通膨將持續增溫**，且消費、就業及薪資成長有助持續帶動景氣，加以**房市有過熱隱憂**，於 7 月及 9 月各調升政策利率 **0.25 個百分點至 1.00%**(圖 8)。

- (2) 本年 3 月及 6 月 Fed 兩度升息後，於 7 月政策會議表示若經濟發展符合預期，期望相對較快(relatedly soon)開始執行資產負債表正常化。然而與會官員對通膨展望看法分歧，且就業復甦力道趨於溫和，本年進一步升息之不確定性仍高，9 月 15 日聯邦資金利率期貨(Fed funds futures)顯示，年底前升息機率約 46.7%。
- (3) 歐元區經濟穩健擴張，9 月 ECB 總裁 Draghi 表示可能於 10 月就量化寬鬆(QE)動向做出決定。惟因通膨仍未達目標水準，且若歐元升值過快恐妨礙經濟復甦，ECB 之行動仍保持謹慎。
- (4) 日本公債殖利率受美國 6 月升息影響而上揚，日本央行因而於 7 月提高每日購債上限，並宣示將持續寬鬆以穩定市場預期。

2. 部分新興市場經濟體採取降息措施以激勵景氣

7 月以來，越南、印度、印尼及巴西等新興市場經濟體則因通膨仍低，且政策利率相對較高仍有降息空間，陸續降息以激勵景氣(圖 9)。

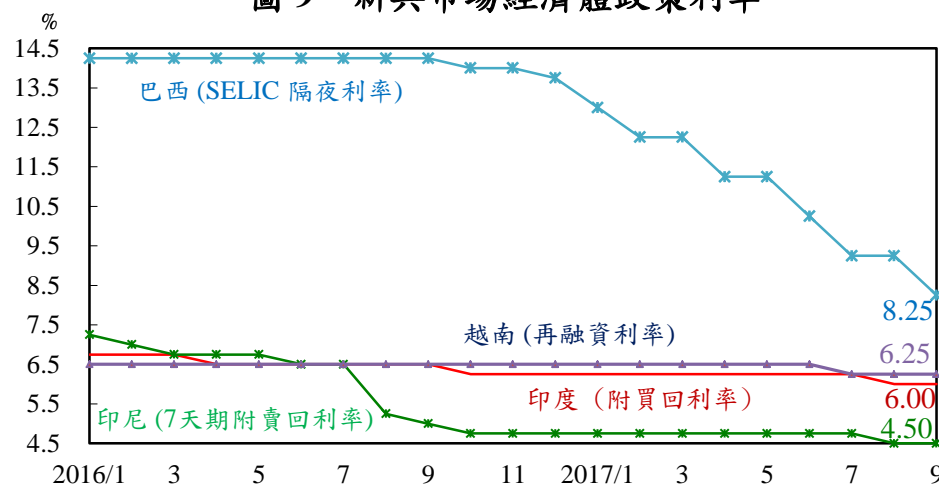
圖 8 主要先進經濟體政策利率



註：日本自 2016 年 2 月 16 日開始以銀行存放央行之新增超額準備利率作為短期政策利率，此前為無擔保隔夜拆款目標利率。

資料來源：各經濟體官方網站

圖 9 新興市場經濟體政策利率



註：印尼自 2016 年 8 月 19 日啟用利率走廊架構，基準利率由 BI Rate 改為 7 天期附賣回利率。

資料來源：各經濟體官方網站

(四)美元疲弱，全球股市頻創新高

本年以來，美元指數受美國政局影響而持續下滑；全球股市則因景氣好轉，資金寬鬆，持續走高。

1. 美元指數下滑，歐元、日圓對美元走升

- (1)美元：年初美國經濟數據一度偏弱，且川普總統續表達偏好弱勢美元，加以財政擴張政策延宕，及歐、日經濟復甦較預期強勁，美元指數自年初以來即節節下滑，9月上旬一度跌至逾2年來低點(圖10)。
- (2)歐元：由於歐元區經濟穩健復甦，6月後市場臆測ECB可能再度縮減購債規模，歐元對美元持續走升(圖10)，9月中旬較去年底升值近13%。
- (3)日圓：年初以來，日圓大抵伴隨Fed貨幣政策走向、美國經貿政策不確定性、地緣政治風險所造成之避險需求變化而升貶。7月以來美元持續走弱，日圓避險需求上升，9月中旬日圓對美元維持於本年高點附近(圖10)。

圖10 主要貨幣走勢



註：美元指數係由Fed編製，代表美元對26個主要貿易對手國貨幣之加權平均匯率。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

2. 恐慌指數自近期高點回落，全球股市高點震盪

7月以來，北韓核試驗及導彈試射造成朝鮮半島情勢緊張，加以中印邊境紛爭、歐洲恐攻事件及美國內政紛擾，導致恐慌指數(VIX)一度攀升至本年來高點，惟近期已見回落(圖 11)。

MSCI 全球股價指數雖受主要國家政策不確定及地緣政治風險等因素影響而波動，但在全球景氣增溫、貨幣環境寬鬆、流動性充沛下，頻創新高。

圖 11 恐慌指數(VIX)及 MSCI 全球股價指數



註：VIX 係 1993 年美國芝加哥選擇權交易所(CBOE)推出，用以衡量投資人對 S&P 500 指數期貨未來 30 天波動程度之預期。VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，也同時反映其心理不安程度愈高，故又稱為恐慌指數。

資料來源：Thomson Reuters Datastream、CBOE

(五)主要國家政策不確定性及地緣政治衝突等為影響經濟前景之主要風險

美國稅改等重大政策時程延宕、英國脫歐談判難達共識，貿易保護主義升溫，及各區域之地緣政治衝突等，皆為全球經濟面臨之潛在風險(表 2)。

表 2 影響未來經濟前景之主要風險

主要國家政策不確定性	貿易保護主義	地緣政治衝突及氣候變遷
<ul style="list-style-type: none">□ 美國稅改及基礎建設計畫延宕。□ 英國與歐盟之脫歐談判未就關鍵議題達成共識，未來雙方貿易合作模式未定。□ 主要央行貨幣政策趨緊，Fed 人事異動。	<ul style="list-style-type: none">□ 印度宣布對中國大陸商品開徵反傾銷稅。□ 美國根據「貿易法」301 條款，對中國大陸智慧財產權相關領域啟動調查。□ 北美自由貿易協定(NAFTA)正重新展開談判，美韓自由貿易協定(FTA)亦恐重談。	<ul style="list-style-type: none">□ 北韓核試驗及導彈試射，朝鮮半島緊張情勢升高。□ 歐洲恐攻頻傳。□ 極端氣候造成災損。

1. 主要國家政策不確定性之風險

美國政府稅改及擴大基礎建設計畫之推動時程一再延宕，恐影響經濟復甦力道；Fed 副主席 Fischer 辭職，且多位理事待補，未來人事異動可能影響美國貨幣及金融監管等政策立場。另英國與歐盟之脫歐談判中，針對公民權利、英國應支付歐盟費用及愛爾蘭邊界劃分等關鍵議題，尚未達成共識，且歐盟堅持談妥上述議題後，方能商討合作協定；雙方貿易政策未定，恐影響國際企業投資及僱用決策。而未來 Fed 及 ECB 等主要央行貨幣政策將趨緊，亦

恐導致**金融市場波動**。

2. 貿易保護主義之風險

本年8月初，**印度**表示將對**93種**自中國大陸進口之商品開徵反傾銷稅；8月下旬**美國**宣布將根據「貿易法」**301條款**，對中國大陸在涉及技術轉讓、智慧財產權及創新等領域啟動貿易調查。此外，美國、加拿大及墨西哥正對北美自由貿易協定(NAFTA)重新展開談判，美國亦期望與南韓重談已簽訂**5年**之美韓自由貿易協定(FTA)。各國貿易壁壘升高，若互相報復，恐引發貿易戰，造成全球貿易萎縮。

3. 全球地緣政治衝突及氣候變遷之風險

近期全球地緣政治衝突升溫，**北韓**進行核試驗與多次試射導彈，**美國**則制裁與北韓具貿易往來的**中國大陸及俄羅斯企業**，另**聯合國安理會**亦通過包括禁止各國增僱北韓勞工與進口北韓紡織品，及減少供應北韓石油等對北韓之制裁案。**朝鮮半島**緊張態勢若進一步惡化，恐牽連亞太地區其他經濟體。另8月以來**西班牙、比利時及英國**之恐攻事件，恐影響歐洲之消費及旅遊產業等。

世界銀行(World Bank)則表示，極端氣候造成之乾旱、颶風及水患等**天災**，不僅損及農作物收成，導致生產中斷，更威脅人身安全，造成全球每年經濟損失達**5,200億美元**及**2,600萬人口**陷入貧窮，影響全球經濟活動³。

³ World Bank (2016), "Breaking the Link Between Extreme Weather And Extreme Poverty," Nov. 14; United Nations (2017), "Climate Change Threatens Agricultural Trade in Pacific Rim Economies, UN Agency Warns," Aug. 25.