

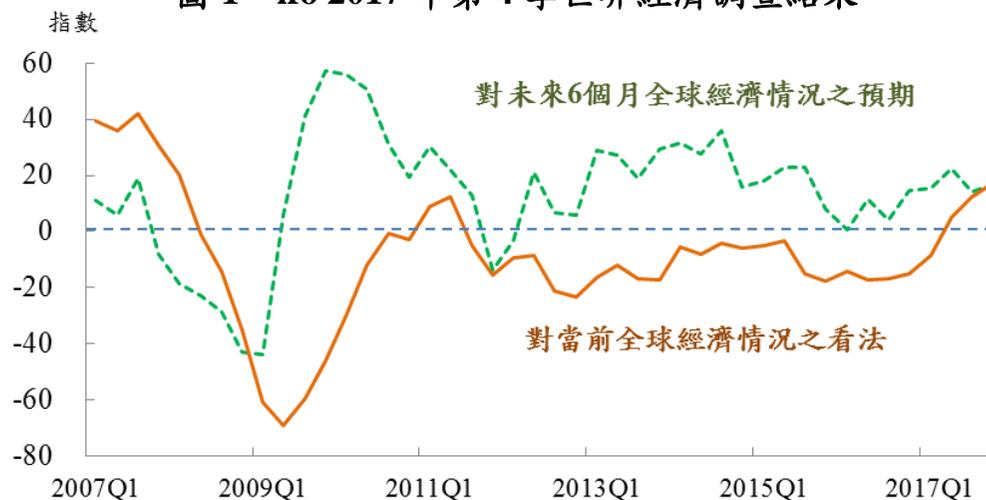
一、國際經濟金融情勢及展望－2018 年全球經濟可望持續穩健復甦

自本(2017)年 9 月本行理事會會議以來，全球景氣持續穩健擴張，近期主要研究機構對未來經濟展望樂觀，領先指標穩定上升，預期明(2018)年亦可望在製造業帶動下持續復甦。惟全球貿易成長在中國大陸需求減緩及基期較高下恐略緩，而主要經濟體仍面臨可能影響經濟前景之風險。茲分別說明如下。

(一)近期主要研究機構看好全球未來景氣，領先指標穩定上升

德國 ifo 經濟研究院本年第 4 季之世界經濟調查(World Economic Survey)¹顯示，全球多數經濟學家對目前及未來 6 個月之景氣皆持樂觀態度(圖 1)。

圖 1 ifo 2017 年第 4 季世界經濟調查結果



註：正值表示對全球經濟持正向看法，負值表示持負向看法，0 則表示持平。

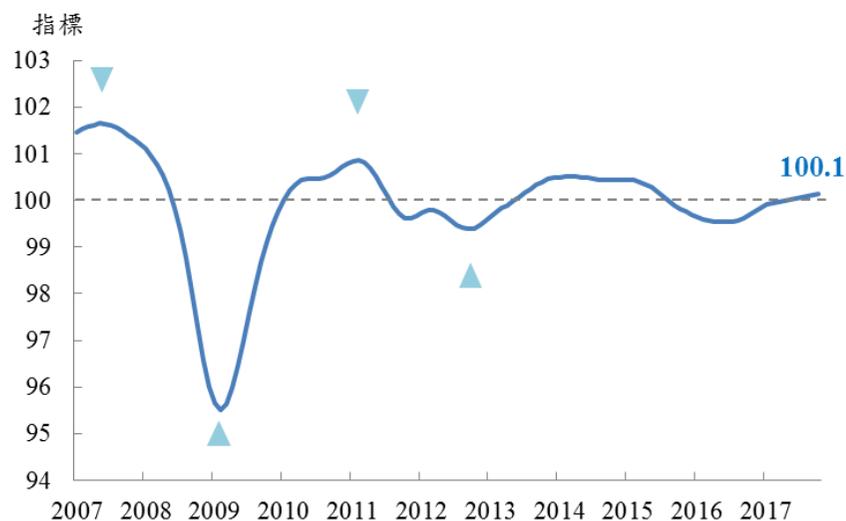
資料來源：ifo (2017), World Economic Survey, vol.16, No. 4, Nov.

¹ ifo 每季訪問逾 100 國、逾千位經濟學家，以渠等對該國當前及未來 6 個月之景氣看法，再依各國經濟規模加權，發布全球經濟氣候指數(World Economic Climate Indicator)。

近期 **OECD 國家景氣綜合領先指標**(Composite Leading Indicators, CLIs)逐月上升，已略超過 100(圖 2)，顯示 OECD 國家經濟活動已達長期趨勢。

全球製造業採購經理人指數(PMI)亦穩定上升，其中**美國、歐元區及日本製造業訂單增加**，並**增僱員工**以提升產能，帶動已開發市場製造業 PMI 明顯上揚(圖 3)。而**中國大陸部分企業為配合去產能政策及提升效率而縮減規模**，加以**環保政策趨嚴推升投入成本**，導致新興市場製造業 PMI 走勢較為平緩，惟仍高於 50 之榮枯線(圖 3)。

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



- 註：1. OECD 國家包含美國、英國、日本、德國、法國等 33 個主要國家。
2. 100 的水平線代表經濟活動的長期趨勢。三角形代表 CLIs 之轉折點，轉折點通常領先經濟活動之實際轉折點約 6~9 個月。

資料來源：OECD Monthly Economic Indicators Database (2017/12)

圖 3 全球製造業 PMI



- 註：1. 高於 50 表示採購經理人看好的比例較高，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. 全球為 J.P.Morgan Global Manufacturing PMI，已開發市場為 Markit Developed Markets Manufacturing PMI，新興市場為 Markit Emerging Markets Manufacturing PMI。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

(二) 本年全球貿易量成長率達近年來高點，明年恐略下滑

「貿易便捷化協定」(Trade Facilitation Agreement)生效、中國大陸財政擴張政策推升需求，及商品價格自低點回升，推升本年全球貿易量成長率至近年來高點。

明年因先進經濟體貨幣政策逐步正常化、中國大陸經濟成長放緩致需求下滑、北美自由貿易協定(NAFTA)重新談判、英國和歐盟間貿易協定未定、部分經濟體採貿易保護政策、地緣政治風險仍存及基期較高等因素，主要國際機構預測全球貿易量成長率恐低於本年(表 1、圖 4)。

表 1 主要國際機構對全球貿易量成長率之預測

國際機構	發布日期	2016	2017 ^f	2018 ^f
IMF	2017/10/10	2.4	4.2 ↑	4.0 ↓
OECD	2017/11/28	2.6	4.8 ↑	4.1 ↓

註：包含商品及服務貿易量；f 表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。

資料來源：IMF、OECD

圖 4 全球貿易量成長率



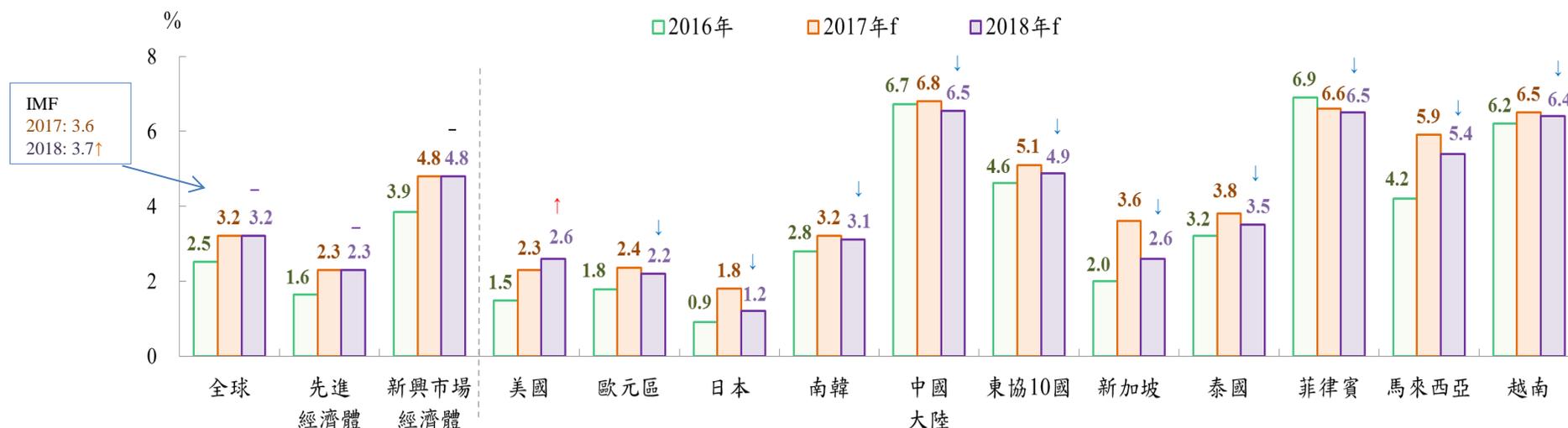
註：包含商品及服務貿易；f 表示預測值。

資料來源：OECD Economic Outlook 102 Database (2017/11)

(三)明年全球經濟可望持續穩健成長

雖然明年全球貿易量成長率恐略下滑，惟預期**先進經濟體投資及消費將穩健成長**，帶動經濟溫和擴張；而**新興市場經濟體**則在**國際商品價格持穩及擴大基礎建設計畫**等利多因素**激勵**，巴西、俄羅斯及印度等國**景氣升溫**下，持續復甦，**全球經濟成長率可望與本年持平**(圖 5)。

圖 5 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—分別表示較前一年上升、下降及持平。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2017/12/15)、IMF (2017/10/10)

1. 美國：就業市場持續復甦，失業率續創新低，可望激勵民間消費，加以企業投資升溫，且稅改方案可望落實，預測明年經濟成長率由本年之 2.3% 升至 2.6%(圖 5)。

風險：稅改方案由參眾兩院公布最終協商版本後，期望於本年底前通過，雖可刺激短期之經濟成長，亦恐衍生財政穩定及貧富差距擴大等疑慮，對整體經濟成長之激勵效果仍具不確定性。貿易保護主義及美國優先政策，恐損害美國長久建立之全球主導地位，並阻礙全球貿易成長。

2. 歐元區：寬鬆貨幣政策及強勁內需持續帶動經濟成長，然因勞動生產力成長率仍低，加以歐元偏強影響出口，預測明年經濟成長率自本年之 2.4% 降至 2.2%(圖 5)。

風險：若歐洲央行(ECB)進一步縮減資產購買計畫，恐對經濟帶來負面影響。此外，西班牙自治區加泰隆尼亞獨立風波雖漸平息，然鼓舞如義大利等其他國家部分地區更積極爭取自治權；加以德國總理梅克爾若未成功籌組聯合政府以順利執政，均將影響歐元區穩定。

3. 日本：在企業獲利增加帶動設備投資需求，及 2020 年東京奧運之營建需求升溫下，內需可望持續復甦；惟外需受半導體需求及中國大陸經濟成長恐減緩影響，預測明年經濟成長率自本年之 1.8% 降至 1.2%(圖 5)。

風險：朝鮮半島軍事緊張情勢仍存，最大出口市場中國大陸之經濟減速，將持續衝擊日本出口，加以政府債務偏高及財政激勵措施效益可能漸減等，皆恐影響經濟前景。

4. 南韓：出口成長可望帶動企業擴增設備投資，加上政府再提出 3 兆韓元補助中小企業加薪方案，有利支撐民間消費，維持經濟成長動能，預測明年經濟成長率為 3.1%，略低於本年之 3.2%(圖 5)。

風險：朝鮮半島軍事緊張情勢為影響經濟之主要風險。

5. 中國大陸：房市調控趨緊衝擊房地產投資，地方融資監管趨嚴拖累基礎建設投資，加以去產能、強化環保監管及加速國有企業整合等改革抑制工業生產及投資，明年經濟成長率恐自本年之 6.8% 放緩至 6.5% (圖 5)。

風險：房市調控趨緊導致房地產銷售及投資減緩，金融及地方融資監管趨嚴恐造成信貸成長進一步放緩，增加經濟下行風險。

6. 東協 10 國：在消費支出及基礎建設計畫帶動下，明年經濟可望穩健成長 4.9%，其中與台灣貿易往來較密切之新加坡、泰國、菲律賓、馬來西亞及越南等國成長力道皆略緩(圖 5)。

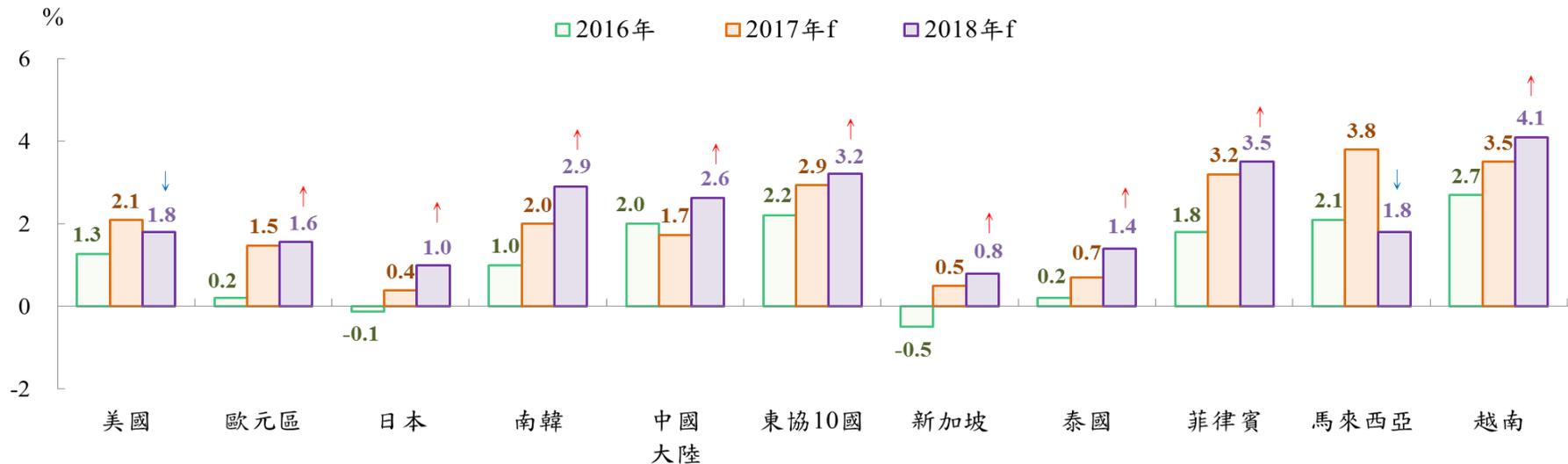
風險：先進經濟體貨幣政策正常化，可能造成資本流出；此外，與主要貿易夥伴中國大陸間之政治糾紛，以及中國大陸需求減緩，均恐影響貿易成長。

(四) 預期明年主要經濟體通膨仍溫和

雖然石油輸出國組織(OPEC)及參與減產之非 OPEC 產油國延長減產協議，全球油市供需正逐漸恢復平衡，預期明年國際油價將走升；惟電子商務快速發展、人口高齡化，加以主要經濟體勞動生產力成長停滯、部分勞工被迫從事非典型就業等因素，致薪資成長仍緩，抑制主要經濟體通膨率上揚幅度²，預測明年美國、歐元區及日本之通膨率均低於 2% (圖 6)。

² IMF (2017), "Seeking Sustainable Growth: Short-Term Recovery, Long-Term Challenges," *World Economic Outlook*, Oct. 10 ; Torry, Harriet and Laura Stevens (2017), "As the Fed Deliberates, Amazon Is Making Its Job More Difficult," *The Wall Street Journal*, Dec. 12。

圖 6 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—分別表示較前一年上升、下降及持平。

資料來源：各經濟體官方網站、IHS Markit (2017/12/15)

(五)先進經濟體貨幣政策逐步正常化，部分新興市場經濟體降息，多數經濟體維持貨幣政策不變

本年 10 月以來，英國、南韓及美國調升政策利率，部分新興市場經濟體降息以激勵景氣，多數經濟體仍維持寬鬆貨幣政策不變。

1. 先進經濟體貨幣政策逐步正常化

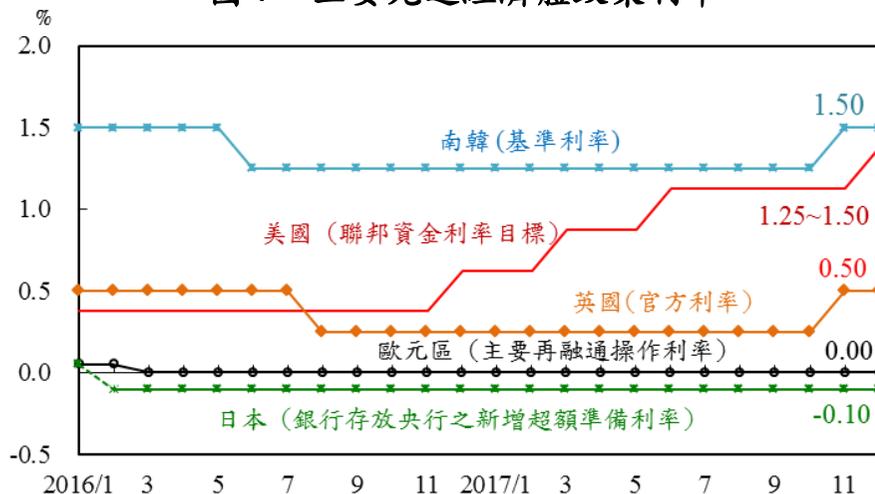
- (1) 歐元區經濟穩健擴張，通膨漸回溫，然尚未穩定於通膨目標(接近但低於 2%)，10 月 ECB 將購債計畫期限自本年 12 月底延長至明年 9 月底，惟每月購債金額自明年 1 月起由 600 億歐元降至 300 億歐元，短期內暫不考慮升息。
- (2) 英國失業率降至 42 年來低點，且通膨率已逾 2% 之目標，11 月英國央行(BOE)調升官方利率 1 碼至 0.50%(圖 7)。

- (3)南韓央行鑒於經濟穩健成長，通膨率逐漸接近 2%之目標，11 月調升基準利率 1 碼至 1.50%(圖 7)，係 2011 年 6 月以來首度升息。
- (4)美國 Fed 因就業市場持續增強，企業固定投資續增，經濟活動穩步上升，預期中期通膨率將穩定於 2%目標，12 月調升聯邦資金利率目標區間 1 碼，至 1.25%~1.50%(圖 7)，並自明年 1 月起，將每月資產縮減規模由 100 億美元提高至 200 億美元。主席 Yellen 表示，未來仍將維持漸進升息之步調。
- (5)日本經濟溫和改善，惟通膨率仍低於 2%之目標，日本央行於 10 月調降今、明兩年之通膨預測值，並再度宣示將持續寬鬆，以維持經濟成長並推升通膨。

2. 部分新興市場經濟體降息

10 月以來，巴西及俄羅斯因通膨壓力緩和，且政策利率相對較高仍有降息空間，為激勵景氣陸續降息(圖 8)。

圖 7 主要先進經濟體政策利率



註：日本自 2016 年 2 月 16 日起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 8 新興市場經濟體政策利率



註：印尼自 2016 年 8 月 19 日起啟用利率走廊架構，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

(六)主要貨幣匯率狹幅震盪，股市再創新高

本年 10 月以來，美元指數先升後跌，近期略回穩，歐元及日圓對美元則於區間波動，全球股市續攀高。

1. 近期美元指數止跌回穩，歐元及日圓對美元狹幅波動

(1)美元：10 月以來，**Fed 主席 Yellen 表示支持逐步升息**，加以國會順利通過預算案並公布稅改草案，美元指數持續走高，嗣因**川普總統恐陷通俄門調查及稅改案未定**而轉跌。12 月初美國參議院通過稅改法案，加以國會批准過渡性支出法案，**政府停擺危機暫除**，美元指數止跌回穩(圖 9)。



(2)歐元：雖然歐元區經濟強勁成長，惟 10 月以來發生**西班牙自治區公投獨立事件**、**ECB 延長購債期間**並表示短期內不考慮升息，加以**德國總理梅克爾籌組聯合政府受阻**，歐元對美元走貶，**11 月以來**因美國稅改案未定，及**德國、義大利**公布之**第 3 季經濟成長數字亮麗**而**止貶回升**，12 月則因**國際美元走強**而轉貶(圖 9)。

(3)日圓：10月中旬以來，日本央行持續寬鬆貨幣政策，加以民調顯示日本首相安倍領導之自民黨可望於10月下旬眾議院選舉獲勝，且選舉結果自民黨取得過半席次，預期弱勢日圓將延續，日圓對美元貶值，11月因美國稅改案未定及朝鮮半島緊張情勢升溫推升日圓避險需求而走升，12月以來則轉貶(圖9)。

2. 恐慌指數回穩，全球股市持續攀高

美國通俄門調查進一步展開，致11月中旬恐慌指數(VIX)一度上揚，惟之後回落並於相對低點徘徊。MSCI全球股價指數則因主要經濟體景氣溫和擴張，且美國稅改方案可望通過而再創新高(圖10)；惟OECD、ECB等國際機構警告，相較於經濟成長，目前資產價格之增速過快，急遽下調之可能性很大，全球有面臨金融震盪之風險³。

圖10 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

³ OECD (2017), "OECD Economic Outlook," Nov. 28 ; ECB (2017), "Economic Growth Is Supporting Financial Stability but Markets Are Vulnerable to A Sudden Increase in Volatility," Nov. 29。