

# 壹、經濟金融情況概述

# 壹、經濟金融情況概述

## 一、國際經濟金融情勢

受全球貿易成長下滑、投資疲弱之影響，2016年全球經濟欲振乏力。先進經濟體成長放緩，美國、日本及歐元區復甦力道均減弱。新興市場暨開發中經濟體景氣平疲，其中中國大陸成長續緩，惟大宗商品出口國受惠於原物料價格回穩，經濟逐漸改善。

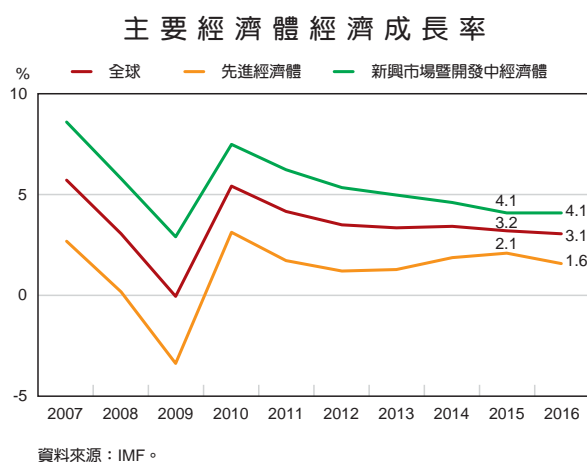
2017年1月國際貨幣基金（IMF）預估2016年全球經濟成長率自2015年的3.2%降至3.1%，為全球金融危機後之最低；其中先進經濟體自2.1%降至1.6%；新興市場暨開發中經濟體為4.1%，與2015年持平。

先進經濟體勞動市場持續好轉，2016年失業率由2015年之6.7%降至6.2%，其中美國、日本、

歐元區及英國均明顯下降，惟歐元區仍達10%。

由於原油等國際原物料價格自低點轉趨上揚，影響所及，2016年全球通膨漸趨穩定，惟仍處較低水準。先進經濟體消費者物價指數（CPI）年增率自2015年的0.3%升至0.7%；新興市場暨開發中經濟體CPI年增率則自2015年之4.7%略降至4.5%，主要係反映部分國家經濟趨穩，貨幣止貶回穩，致通膨明顯下降。

受先進經濟體需求不振、政策不確定性升高、中國大陸經濟轉型為由內需推動及供應鏈在地化，加上全球低成長環境助長貿易保護主義抬頭等因素影響，2016年全球貿易量成長率降為1.9%，為全球金融危機以來之最低，較2015年減少0.8個百分點，世界銀行（World Bank）指出<sup>1</sup>，其中0.6個百分點係來自政策不



<sup>1</sup> World Bank (2017), "Policy Uncertainty Weighs on World Trade," Feb. 21。

確定性上升。

貨幣政策方面，為提振景氣，2016年日本進一步採負利率政策；歐洲央行（ECB）亦持續寬鬆貨幣；英國則為因應公投脫歐之衝擊，將政策利率調降至歷史新低；另印尼、紐西蘭、印度、澳洲、南韓及馬來西亞等國均降息，中國大陸則調降金融機構人民幣存款準備率。然而，美國因下半年景氣逐漸回溫，聯準會（Fed）於年底調升聯邦資金利率目標。

金融方面，在美國經濟表現逐漸轉佳，及歐元區、日本寬鬆貨幣政策激勵下，2016年先進經濟體股市多上漲，惟部分新興市場經濟體受Fed升息預期升溫致資金外流影響，股價下跌。影響所及，美元走強，歐元及多數亞洲國家貨幣對美元貶值；英鎊因英國公投脫歐而大幅貶值；日圓則因避險需求增加而升值。

### （一）主要先進經濟體經濟成長減緩，通膨多回溫

2016年美國民間消費支出大幅成長，惟Fed升息預期升溫，致美元強勢，影響出口表現，加以企業投資支出疲弱，全年經濟僅成長1.6%，低於2015年的2.6%。惟勞動市場持續好轉，失業率由2015年之5.3%降至4.9%。在能源價格上漲帶動下，CPI年增率由2015年之0.1%大幅升至1.3%。

2016年日本雖將原延至2017年4月之第二輪消費稅率由8%調高至10%之時程，再度延後至2019年10月，然而因日圓升值影響出口及企業獲利，經濟成長率由2015年之1.2%降至

1.0%。失業率則自3.4%降至3.1%，為1994年以來最低。由於薪資成長放緩，民間消費不振，通縮壓力上升，CPI年增率再度陷於負值，由2015年之0.8%降至-0.1%。

歐元區雖持續寬鬆貨幣，加上歐元貶值激勵出口，惟恐攻陰影、英國公投脫歐及義大利修憲公投未通過等因素影響內需，致2016年經濟成長率由2015年的2.0%降至1.7%。主要成員國中，德國經濟成長率由1.7%升至1.9%，法國則由1.3%降至1.2%。歐元區勞動市場逐月好轉，失業率由2015年之10.9%降至10.0%；通膨率則由2015年之0.0%略升至0.2%，通縮風險稍減。

2016年6月英國通過脫歐公投後，第3、4季經濟在服務業表現強勁帶動下均成長2.0%，優於市場預期，公投脫歐尚未嚴重衝擊其經濟，全年成長率由2015年的2.2%小幅降至1.8%。失業率由5.4%降至4.9%，CPI年增率則由0.0%升為0.7%。

### （二）多數亞洲經濟體景氣平疲

2016年日本除外之亞洲經濟體經濟成長多放緩，主要因全球景氣疲軟及大宗商品價格低迷影響出口，加以部分國家內需疲弱所致。其中，中國大陸因產能過剩致內需擴增力道不足，加以進出口衰退，經濟成長率由2015年的6.9%降至6.7%，為1991年以來最低；香港則因內需仍緩且出口不振，經濟成長低於2015年。南韓雖部分企業罷工或重整及政治事件等影響投資及消費，惟在政府大力推動擴張公共

## 主要經濟體或地區經濟成長率

單位：%

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
全球	3.5	3.3	3.4	3.2	3.1
先進經濟體	1.2	1.2	1.9	2.1	1.6
新興市場暨開發中經濟體	5.3	5.0	4.6	4.1	4.1
美國	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6
日本	1.5	2.0	0.3	1.2	1.0
歐元區	-0.9	-0.3	1.2	2.0	1.7
德國	0.5	0.5	1.6	1.7	1.9
法國	0.2	0.6	0.6	1.3	1.2
英國	1.3	1.9	3.1	2.2	1.8
南韓	2.3	2.9	3.3	2.8	2.8
新加坡	3.9	5.0	3.6	1.9	2.0
香港	1.7	3.1	2.8	2.4	1.9
東協五國	6.2	5.1	4.6	4.8	4.8
印尼	6.0	5.6	5.0	4.9	5.0
泰國	7.2	2.7	0.9	2.9	3.2
馬來西亞	5.5	4.7	6.0	5.0	4.2
菲律賓	6.7	7.1	6.2	5.9	6.8
越南	5.0	5.4	6.0	6.7	6.2
中國大陸	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2017及 IMF World Economic Outlook, October 2016。

2. 各官方網站。

## 主要經濟體或地區失業率

單位：%

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
先進經濟體	8.0	7.9	7.3	6.7	6.2
美國	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9
日本	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1
歐元區	11.3	12.0	11.6	10.9	10.0
德國	6.8	6.9	6.7	6.4	6.1
法國	9.8	10.3	10.3	10.4	10.1
英國	8.0	7.6	6.2	5.4	4.9
南韓	3.2	3.1	3.5	3.6	3.7
新加坡	2.0	1.9	2.0	1.9	2.1
香港	3.3	3.4	3.3	3.3	3.4
印尼	6.1	6.2	5.9	6.2	5.6
泰國	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
馬來西亞	3.0	3.1	2.9	3.1	3.5
菲律賓	7.0	7.1	6.8	6.3	5.5
越南	2.0	2.2	2.1	2.3	2.3
中國大陸	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0

資料來源：1. IMF World Economic Outlook, October 2016。

2. 各官方網站。

## 主要經濟體或地區消費者物價年增率

單位：%

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
全球	4.1	3.7	3.2	2.8	2.9
先進經濟體	2.0	1.4	1.4	0.3	0.7
新興市場暨開發中經濟體	5.8	5.5	4.7	4.7	4.5
美國	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3
日本	0.0	0.4	2.7	0.8	-0.1
歐元區	2.5	1.4	0.4	0.0	0.2
德國	2.0	1.5	0.9	0.2	0.5
法國	2.0	0.9	0.5	0.0	0.2
英國	2.8	2.6	1.5	0.0	0.7
南韓	2.2	1.3	1.3	0.7	1.0
新加坡	4.6	2.4	1.0	-0.5	-0.5
香港	4.1	4.3	4.4	3.0	2.4
東協五國	3.8	4.6	4.6	3.3	2.5
印尼	4.0	6.4	6.4	6.4	3.5
泰國	3.0	2.2	1.9	-0.9	0.2
馬來西亞	1.7	2.1	3.1	2.1	2.1
菲律賓	3.2	2.9	4.2	1.4	1.8
越南	9.2	6.6	4.1	0.6	2.7
中國大陸	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2017 及 IMF World Economic Outlook, October 2016。  
2. 各官方網站。

支出方案下，經濟成長率為 2.8%，與 2015 年持平；新加坡因製造業成長擴增，經濟成長率自 2015 年的 1.9% 略升至 2.0%。

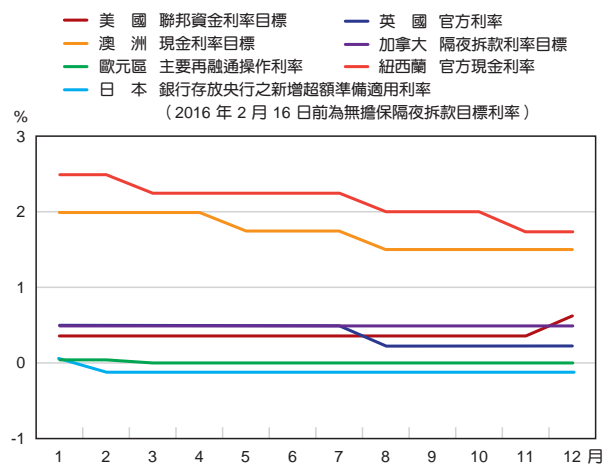
東協國家中，印尼因通膨降溫支撐民間消費及投資穩定成長，泰國及菲律賓則因公共建設投資及消費擴增等因素，經濟成長率皆高於 2015 年；而馬來西亞因投資疲弱及出口表現不佳，越南則因嚴重乾旱影響農業收成及礦業生產衰退，二國經濟成長力道減弱。綜計 2016 年東協五國（印尼、泰國、馬來西亞、菲律賓及越南）之成長率為 4.8%，與 2015 年持平。

### （三）美國升息，惟多數經濟體採寬鬆貨幣政策

美國 Fed 鑒於就業成長力道持續增強，且

通膨提升，於 2016 年 12 月調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點至 0.50%~0.75%，為繼 2015 年 12 月以來再度升息。ECB 則為支持經濟復甦，於 3 月宣布調降政策利率、擴大每月購

#### 2016 年主要先進經濟體之政策利率



註：美國及日本（2016 年 2 月 16 日前）之政策利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。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為短期政策利率 (short-term policy interest rate)。  
資料來源：各經濟體官網。

## 2016年主要經濟體之政策利率變動

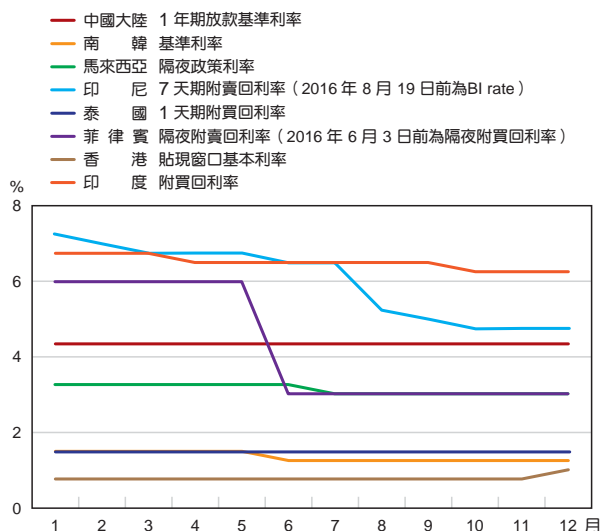
經濟體	2015/12/31 政策利率 水準值 (%)	2016/12/31 政策利率 水準值 (%)	升/降幅 (百分點)
美國	0.25-0.50	0.50-0.75	+0.25
加拿大	0.50	0.50	0.00
歐元區	0.05	0.00	-0.05
日本	0-0.10	-0.10	-
英國	0.50	0.25	-0.25
澳洲	2.00	1.50	-0.50
紐西蘭	2.50	1.75	-0.75
中國大陸	1.50 (存款)	1.50 (存款)	0.00
	4.35 (放款)	4.35 (放款)	0.00
南韓	1.50	1.25	-0.25
香港	0.75	1.00	+0.25
泰國	1.50	1.50	0.00
馬來西亞	3.25	3.00	-0.25
菲律賓	6.00	6.00(2016/6/2)	0.00
	3.00(2016/6/3)	3.00	0.00
印尼	7.50	6.50(2016/8/18)	-1.00
	5.25(2016/8/19)	4.75	-0.50
印度	6.75	6.25	-0.50

註：1.日本2015年12月31日及2016年12月31日政策利率分別為無擔保隔夜拆款目標利率及銀行存放央行之新增超額準備適用利率，致未計算升降幅。

2.菲律賓於2016年6月3日將政策利率由隔夜附買回利率改為隔夜附賣回利率；印尼於2016年8月19日將政策利率由基準利率（BI rate）改為7天期附賣回利率。

資料來源：各經濟體官網。

## 2016年亞洲新興經濟體之政策利率



註：印尼自2016年8月19日啟用利率走廊 (interest rate corridor, IRC) 架構，基準利率由 BI rate 改為 7 天期附賣回利率；菲律賓自2016年6月3日啟用利率走廊架構，政策利率由隔夜附買回利率改為隔夜附賣回利率。

資料來源：各經濟體官網。

債規模與範圍及推出「第二輪目標長期再融通操作」(TLTRO II)，擴大寬鬆貨幣；並於12月延長購債計畫實施期間，惟縮減每月購債金額。日本央行於2月開始實施負利率政策，對銀行存放央行之新增超額準備採行-0.1%之利率，再於9月增設控制殖利率曲線目標，透過購進長期公債以維持10年期公債殖利率於零水準附近。澳洲及紐西蘭為激勵景氣，數度調降政策利率。英國央行則為因應公投脫歐的不利衝擊，除降息外，並擴大購債規模。

另為提振經濟，2016年印尼、印度、南韓及馬來西亞等國家亦調降政策利率；中國大陸則於3月調降金融機構存款準備率。

## 2016 年主要經濟體貨幣政策重要相關事件

經濟體	月份	內容
美國	12月	Fed調升聯邦資金利率目標區間0.25個百分點至0.50%~0.75%。
歐元區	3月	ECB宣布降息及擴大量化寬鬆政策，包括： (1)調降主要再融通操作利率及邊際放款利率各0.05個百分點，分別至0.00%及0.25%，並調降存款利率0.1個百分點至-0.40%； (2)自2016年4月起，購債規模由每月600億歐元提高至800億歐元，並將歐元計價投資等級之歐元區企業債券納入購債範圍，實施期限維持至2017年3月底； (3)推出第二輪目標長期再融通操作（TLTRO II），自2016年6月起，每季執行1次共4次，每次到期期間為4年，利率採主要再融通操作利率； (4)銀行於2016年2月初至2018年1月底，若累積淨放款金額超過ECB所訂之門檻，最低可享與ECB存款利率相同之利率。
	12月	ECB將原定實施至2017年3月底之購債計畫延長9個月至2017年12月底，惟自2017年4月起每月購債金額由800億歐元降至600億歐元。
日本	2月	日本央行實施負利率政策，對銀行存放央行之新增超額準備採行-0.1%之利率（亦即收取0.1%之保管費）。
	4月	準備投資股市之資金，暫時存放「貨幣準備基金」（money reserve funds, MRFs）帳戶，以及依日本央行之特別貸款計畫借入資金等，均可免除適用-0.1%之超額準備利率而採0%利率。
	9月	日本央行調整貨幣政策架構，增設控制殖利率曲線目標，透過購進長期公債，促使10年期公債殖利率維持於零水準附近，並承諾擴大貨幣基數至核心CPI年增率回升，並持穩在2%目標以上。
英國	8月	英國央行調降官方利率0.25個百分點至0.25%，並增加公債購買規模600億英鎊至4,350億英鎊，以及購買100億英鎊公司債，另提供定期融資計畫（Term Funding Scheme）1,000億英鎊。
澳洲	5、8月	澳洲央行2度調降現金利率目標共0.5個百分點至1.50%。
紐西蘭	3、8、11月	紐西蘭央行3度調降官方現金利率共0.75個百分點至1.75%。
中國大陸	3月	中國人民銀行調降金融機構人民幣存款準備率0.5個百分點，大型金融機構及中小型金融機構分別調降至17.0%及13.5%。
南韓	6月	南韓央行調降基準利率0.25個百分點至1.25%。
香港	12月	香港金融管理局調升貼現窗口基本利率0.25個百分點至1.00%。
馬來西亞	7月	馬來西亞央行調降隔夜政策利率0.25個百分點至3.00%。
菲律賓	6月	菲律賓央行改以隔夜附賣回利率為政策利率，同時啟用利率走廊（interest-rate corridor, IRC）架構，將隔夜附賣回利率減0.5個百分點為隔夜存款利率，隔夜附賣回利率加0.5個百分點為隔夜放款利率（即隔夜附賣回利率）。
印尼	1、2、3、6、8、9、10月	印尼分別於1月、2月、3月及6月4度調降基準利率（BI rate）共1個百分點至6.50%。 自8月19日起改以7天期附賣回利率作為政策利率，同時啟用利率走廊架構，以7天期附賣回利率加0.75個百分點為放款工具利率，減0.75個百分點為存款工具利率。嗣於9月及10月2度調降7天期附賣回利率共0.5個百分點至4.75%。
印度	4、10月	印度央行2度調降附賣回利率共0.50個百分點至6.25%。

資料來源：各經濟體官網。

#### (四) 油價大漲，穀物價格持平，黃金價格先漲後跌

2016年初因美國原油產量維持高位，加以美國、歐盟及聯合國解除對伊朗原油銷售全球市場的制裁，1月20日布蘭特原油現貨價格一度跌至25.9美元之12年來新低。隨後以沙烏地阿拉伯為首的若干石油輸出國家組織（OPEC）會員國與俄羅斯達成原油限產共識，加以5月加拿大油田大火及奈及利亞主要產油區遭叛軍攻擊，油價節節上揚，至6月上旬每桶已突破50美元。後因美國鑽油平台數及原油產量轉增，加以奈及利亞及加拿大產能逐步恢復，全球原油供給增加，油價一度回軟。8月以來，油價隨著OPEC可望重啟限產協議之進展震盪，11月底OPEC終達成2009年來首次限產協議，12月中旬以俄羅斯為首之非OPEC會員國亦同意配合減產，油價急漲。年底布蘭特原油現貨價格為每桶55.21美元，較2015年底大漲51.6%。

2016年上半年因產地天候不利穀物生長，

加以預期中國大陸及印度需求上升，國際穀物期貨價格震盪走揚。6月中旬後，美國中西部氣候轉佳，有利穀物生長，且因應先前價格上揚，種植面積擴增，穀物價格轉趨下跌，8月30日Thomson Reuters穀物期貨價格指數一度跌至近10年來之新低258.7點；之後，小幅回升且於小區間波動。年底Thomson Reuters穀物期貨價格指數為284.5點，與2015年底幾近持平。

國際黃金方面，2016年初因全球景氣疲弱疑慮上升，股市重挫，加以1月底日本央行推出負利率政策及3月ECB擴大寬鬆貨幣政策等，致金價快速走揚，至6月英國公投脫歐，金融市場動盪，黃金避險需求大增，進一步推升金價，7月6日漲至每盎司1,366.25美元的年內最高。嗣後受Fed升息未定及美國總統大選的政治不確定性影響，金價於區間波動；11月大選後，由於市場對美國經濟前景樂觀預期，加以12月中旬Fed升息，美元走強，不利避險性資產投資，金價大幅下跌。年底每盎司為1,159.10美元，惟仍較2015年底上漲9.1%。

布蘭特原油現貨價格、Thomson Reuters 穀物期貨價格指數及 RJ/CRB 期貨價格指數走勢圖



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

倫敦黃金現貨價格走勢圖



資料來源：Thomson Reuters Datastream。



伴隨能源及貴金屬等價格上揚，2016年底RJ/CRB期貨價格指數為192.5點，較2015年底上升9.3%。

#### (五) 歐元及英鎊對美元貶值，日圓先升後貶，亞洲國家貨幣多疲軟

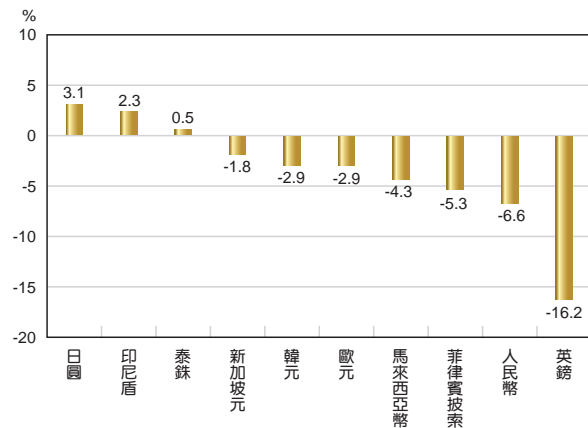
2016年初，雖然ECB採寬鬆貨幣措施對歐元造成貶值壓力，惟受美國經濟表現不如預期而暫緩升息影響，歐元兌美元匯價震盪走升，5月3日達1歐元兌1.152美元之全年最高。嗣因ECB維持貨幣寬鬆，加以英國公投脫歐，歐元轉貶，7月後大致位於1歐元兌1.10美元至1.13美元區間盤整；至10月中旬，因美國經濟數據轉佳，加以12月義大利修憲公投未過、ECB延長購債期間，以及Fed升息，歐元轉貶，年底為1歐元兌1.055美元，較2015年底貶值2.9%。

英鎊對美元匯率自年初以來大致維持在1英鎊兌1.38美元至1.48美元間小幅震盪；6月24日英國通過脫歐公投，英鎊對美元遽貶，加以9月後，市場預期Fed升息，英鎊進一步下挫，至年底為1英鎊兌1.236美元，較2015年底大貶16.2%。

2016年上半年，日本雖採負利率政策，惟因美國放緩升息步調，加以英國公投脫歐，致日圓避險需求上升，日圓對美元升值，至8月中旬一度突破100美元，較年初升值近20%；嗣後大致於1美元兌100日圓至106日圓間盤整。11月之後，因市場預期美國川普政府將擴大財政支出，加以12月Fed升息，國際美元走強，日圓快速走貶，年底為1美元兌116.64日圓，惟仍較2015年底升值3.1%。

人民幣方面，在中國大陸經濟表現不佳、

2016年國際主要通貨對美元升貶幅度



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

債務攀高、金融風險上升、企業對外投資規模持續擴大，以及家計部門對外匯資產配置需求增加，資金大量外流之情況下，4月以來人民幣對美元大抵呈貶值走勢，雖然官方陸續推出抑制資金外流措施，惟10月後市場預期Fed將升息，資金外流情況加劇，人民幣貶值速度加快，至年底為1美元兌6.9495人民幣，較2015年底貶值6.6%。

2016年初，先進經濟體經濟趨緩，資金流向亞洲國家，亞幣對美元多呈升值趨勢，4月以後，則隨美國升息預期強弱於區間震盪；至10月，市場預期美國可能於年底升息，亞洲國家資金外流，亞幣均走貶。年底與2015年底比較，以菲律賓披索貶值5.3%幅度較大，其次為馬來西亞幣貶值4.3%，印尼盾及泰銖則分別升值2.3%及0.5%。

#### (六) 先進經濟體股市多上漲，亞洲國家漲跌互見

2016年初，因經濟表現不佳，美國道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數跌至2月11日

的15,660.2點及4,266.8點之全年最低，嗣後隨油價回升及經濟數據轉佳，道瓊工業股價指數回升，並於17,500點至18,000點間震盪。7月以後，因就業市場表現良好，美股走揚，11月川普勝選後，市場看好美國經濟，美股頻創新高。年底道瓊工業股價指數及那斯達克股價指數分別收在19,762.6點及5,383.12點，較2015年底大漲13.4%及7.5%。

歐股方面，年初歐元區銀行業因ECB採負利率政策，獲利劇降，加以希臘脫歐疑慮再起，歐股下跌；3月之後，在ECB擴大寬鬆貨幣政策及義大利金融業不良債權問題暫獲解決之激勵下止跌回穩。6月下旬受英國公投脫歐影響，歐股一度大跌，在主要國家推出金融穩定措施及英國新任首相提出新政後回穩。12月後，ECB延長購債計畫期限激勵股價上漲，年底泛歐道瓊股價指數收在350.255點，較2015年底上漲1.5%。英國金融時報百種指數、德國DAX指數及法國巴黎指數分別較2015年底上漲14.4%、6.9%及4.9%。

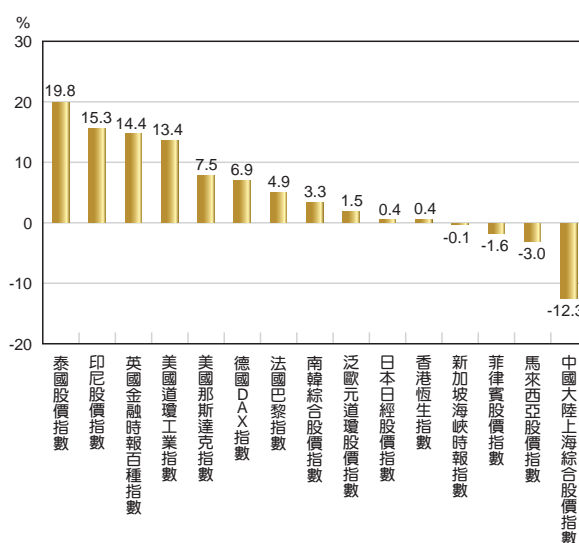
日股方面，年初雖因日本央行採負利率政策激勵股價上漲，惟2月之後市場對負利率政策效果存疑，日經股價指數一度跌破15,000點，嗣後跌深反彈，於15,500點至17,500點區間盤整；6月下旬英國公投脫歐後日圓大幅升值，指數再度跌破15,000點。7月安倍首相領導的自民黨執政聯盟獲得勝選，市場預期將推出激勵景氣之經濟對策，日股走揚，並於區間小幅整理；至11月之後，因市場預期美國將升

息，日圓轉貶，日股大漲，年底日經股價指數為19,114.37點，惟僅較2015年底上漲0.4%。

中國大陸股市年初因二度觸發熔断機制及人民幣重貶而大跌，嗣因官方進場護盤、暫停熔断機制，以及中國人民銀行調降金融機構存款準備率，方止跌回穩。惟4月起，受債市違約案增加影響，股價震盪走跌，6月後方反彈回穩，於區間震盪；10月以降，因官方對房市採行限購限貸措施，資金流向股市，激勵股價上漲，惟12月政府對保險業投資股票限制趨嚴，股市轉跌。年底上海綜合股價指數為3,103.64點，較2015年底大跌12.3%。

其餘亞洲經濟體上半年因外資流入，股市多呈上揚走勢，僅馬來西亞股市因銀行類股重挫而大幅下跌；7月至10月亞股普遍走揚或於高點盤整，菲律賓股市則受國內政治風險上升

2016年國際股價變動幅度



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

影響而持續下跌；至11月因 Fed 升息預期大增，致資金外流，亞股轉跌。年底與2015年底比較，泰國及印尼股市分別大漲 19.8%及

15.3%，漲幅最大，其他如香港、新加坡、菲律賓及馬來西亞股市則漲跌互見且幅度較小。

## 專題一

### 英國公投脫離歐盟之背景及發展

#### 一、英國脫歐公投之源起

英國於 1973 年加入「歐洲共同體」(European Community, EC)，1993 年 EC 之 12 個成員國依「馬斯垂克條約」(Treaty of Maastrich) 成立「歐洲聯盟」(European Union，以下簡稱歐盟，現有 28 個成員國)。英國對歐盟其他成員國支持朝政治一體化邁進之態度，始終持疑。近年來，因歐盟之開放政策，數百萬移民大量湧入英國，排擠工作機會及占用社會資源，加上敘利亞難民危機及歐債問題，使英國人民對歐盟不滿情緒逐漸高漲。

2015 年 5 月，時任英國首相之 David Cameron 欲落實 2013 年競選期間為吸引選票並平息黨內紛爭，提出若保守黨勝選將舉行脫離歐盟（以下簡稱脫歐）公投的承諾，開始推動脫歐公投議案，並決定於 2016 年 6 月 23 日舉行脫歐公投。

#### 二、英國脫歐之利弊觀點

支持脫歐之人士認為，英國若離開歐盟，其貿易、財政、立法及金融自由度將能有更佳發展；留歐派則指出，脫歐恐使英國貿易成本上升，且有損投資成長、金融地位與政治穩定性。

#### 英國脫歐之利弊

英國脫歐之利	英國脫歐之弊
貿易自由度提高：可與歐盟重新協商新合作關係，無須受歐盟法規約束。	貿易成本上升、規模縮減：可能危及與主要貿易夥伴之關係，且面臨高關稅壁壘與服務移動限制。
可運用經費增加：無須再貢獻歐盟預算，經費可用於科學研究與新興產業。	外人投資減少：失去與歐盟連結將使外資進駐興趣大減，大企業亦可能撤離。
金融自由度提高：歐盟法規較為繁複，脫歐意味倫敦金融業將更具彈性，有助提高競爭力。	金融地位滑落：倫敦國際金融中心地位恐遭取代，他國在英國部署之金融業恐進行調整。
移民政策自由度增加：不須配合歐盟移民政策，可自由規範移民條件及制度。	勞動力下滑：加重移民控管，恐造成勞動力挹注不足，不利經濟成長。
取得法規自主權：重獲對勞動、醫療保健及國家安全等法規自主權。	政治不穩：親歐的蘇格蘭恐藉機爭取獨立*，導致英國分裂。

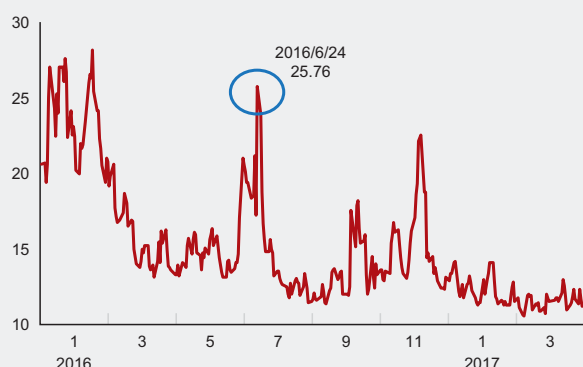
註\*：蘇格蘭議會已於 2017 年 3 月 28 日表決通過，授權首席大臣 Nicola Sturgeon 遊說英國政府，正式協商舉行脫離英國之第 2 次獨立公投的時間，Sturgeon 將爭取英國政府同意其於未來 2 年內舉行獨立公投。

資料來源：主要參考 The Economist (2015), "A Background Guide to 'Brexit' from the European Union," Oct. 19; IMF (2016), "Country Report-United Kingdom: Selected Issues," Jun. 17; HM Treasury (2016), "HM Treasury Analysis: The Long-Term Economic Impact of EU Membership and the Alternatives," Apr.

### 三、公投結果脫歐派勝出，一度引發金融市場動盪

2016年6月23日英國脫歐公投結果由脫歐派以51.9%的得票率意外勝出，之後Cameron辭去首相職位，國際金融市場短暫劇烈震盪，全球股市大跌，恐慌指數高漲，英鎊重挫；資金轉進安全性資產，造成主要國家公債殖利率走低。嗣後在主要國家央行宣布聯手因應，且全球仍維持寬鬆貨幣環境下，市場恐慌情緒迅速回穩；惟英

#### 恐慌指數 (VIX)



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：CBOE。

#### 英鎊對美元



資料來源：Thomson Reuters Datastream。

鎊對美元至2017年1月16日已跌至約1英鎊兌1.2065美元，逾31年新低。

### 四、公投脫歐後英國經濟持穩，惟未來不確定性大增

英國央行(BoE)為緩和公投脫歐衝擊英國經濟，於2016年8月4日調降政策利率0.25個百分點至0.25%之歷史新低，亦為7年來首度降息，並提高公債購買規模600億英鎊至4,350億英鎊，另將購買100億英鎊的公司債。

公投脫歐後，2016年下半年英國經濟表現優於市場預期，消費者支出強勁，第3、4季國內生產毛額(GDP)年增率均為2.0%，全年則成長1.8%，在全球7大工業國中表現優異。BoE總裁Mark Carney表示，BoE的應變措施有效降低風險。BoE並於2017年2月貨幣政策會議調升2017~2019年之經濟成長預測值，惟亦指出，過快脫離歐盟仍可能導致商業不動產價格疲軟、持續性經常帳逆差，以及英鎊匯價失序下跌等風險大幅提高，未來經濟展望仍有變數。

### 五、英國脫歐後與歐盟建立合作關係之可能模式

英國須根據「里斯本條約」(Treaty of Lisbon)第50條規定，向歐盟理事會(European Council)告知脫歐意向，以啟動脫歐程序，進行為期2年之談判協商。未來與歐盟之關係，依緊密程度由高至低，可能有以下幾種選擇模式<sup>1</sup>：

(一) 參與歐洲經濟區(European Economic Area, EEA)：挪威模式

該模式仍可取得進入歐洲單一市場之權利，

<sup>1</sup> The Economist (2016), "Beyond the Fringe," June 11。

惟須完全遵守歐盟法規，且允許人員自由移動。原則上商品出口至歐盟可維持零關稅，亦允許在歐盟提供金融服務。在該模式下，仍須繳交預算給歐盟（如挪威每人所繳預算約為英國每人所繳之 80%~90%），但無法參與許多歐盟對外貿易協定，並喪失制定歐盟法規及其他決議之表決權。

## (二) 參與歐洲自由貿易聯盟 (European Free Trade Association, EFTA)：瑞士模式

該模式透過與歐盟建立條約以進入歐洲單一市場，允許人員自由移動，可免除特定商品關稅及配額限制，惟未開放金融服務業，且須另行協商自由貿易協定 (FTA)。此外須遵循歐盟法規

並貢獻預算（瑞士接受申根協議、每人所繳預算約為英國每人所繳之半），且無投票權。

## (三) 與歐盟建立關稅同盟：土耳其模式

該模式在歐盟境內採共同關稅、同一商業政策，但和其他國家另行簽署關稅協定。雖可免除內部關稅壁壘，惟僅涵蓋特定部門，未包括服務業，且亦須遵守歐盟產品市場規範。

## (四) 與歐盟簽訂 FTA：加拿大模式

出口商品至歐盟可維持零關稅，惟可能須遵守共同標準與法規，且不包含所有商品，若欲於歐盟從事金融服務，須事先獲得許可；但仍保有

### 英國與歐盟關係之可能模式

		進入單一市場，從事貨物及服務貿易									
		對歐盟法規制定表決權	免關稅貿易	關稅同盟與對外貿易	企業經營的公平競爭環境	更緊密的聯盟關係	司法及內政	人員的自由移動	開放邊境的申根區	貢獻歐盟預算	歐元區成員
標準的歐盟會員資格		●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
英國的歐盟會員資格現況		●	●	●	●	-	○	●	-	○	-
挪威（非歐盟會員的EEA）		-	○	-	○	-	○	●	●	○	-
雙邊協議	瑞士	-	○	-	○	-	○	●	●	○	-
	土耳其	-	○	○	○	-	-	○	-	-	-
	加拿大	-	○	-	○	-	-	-	-	-	-
WTO會員		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

關係最為緊密	●
部分關係、自願、特別協議	○
沒有關係	-

資料來源：Cabinet Office (2016), "Alternatives to Membership: Possible Models for the United Kingdom outside the European Union," March。

若干獨立性，如可限制人員移動、不須貢獻歐盟預算等。

#### (五) 遵循世界貿易組織 (WTO) 規範

該模式可自由制定法規，限制人員移動，且無須貢獻歐盟預算，惟須遵守 WTO 對關稅稅率之規定，與歐盟之貿易條件和其他未與歐盟簽署優惠貿易協議之國家相同，且須重新與 WTO 中已與歐盟簽署 FTA 之成員國重新談判，商品與服務貿易障礙將提高，長期可能產生非關稅壁壘，對服務貿易傷害尤深。

六、英國已於 2017 年 3 月底啟動脫歐程序，  
脫歐談判之進程及結果將影響英國及全球經濟前景

2017 年 1 月初英國首相 Theresa May 指出，英國擬徹底脫離歐盟，退出歐洲單一市場，將與歐盟重新談判貿易及關稅協定。1 月下旬，英國政府發布「脫歐白皮書」，提出與歐盟達成廣泛自由貿易協定等 12 項優先談判目標，並已於 3 月 29 日啟動脫歐程序，預期未來與歐盟之談判過程將繁複艱困；而主張留歐的蘇格蘭則準備於 2 年內再度舉行脫離英國之第二次獨立公投，係為英國面臨之另一項考驗。未來英國與歐盟之談判發展與結果，及其衍生之政治、社會變化，將持續影響英國、歐盟及全球經濟發展。

## 專題二

### 中國大陸經濟再平衡之外溢效果

金融危機之後，全球經濟疲弱，中國大陸由投資、出口帶動 2 位數的經濟成長無以為繼，因此，2011 年起中國大陸進行由投資、出口轉型為消費導向，以及工業轉服務業的經濟「再平衡」(rebalance) 結構改革。

#### 一、中國大陸經濟再平衡簡介

##### (一) 外部再平衡 (external balance)

全球復甦遲緩且需求疲軟，中國大陸出口衰退，貿易順差縮減，2016 年經常帳餘額相對 GDP 比率已降至約 1.9%，經濟動能由外需轉由內需帶動。

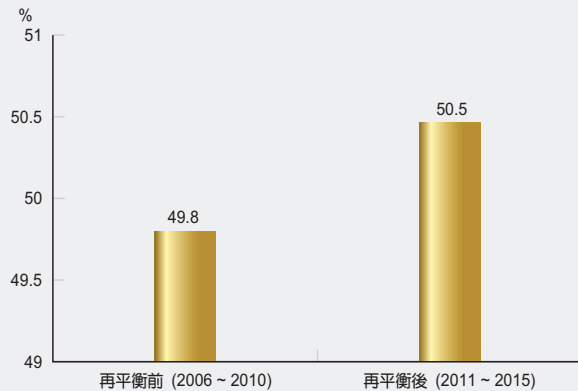
##### (二) 內部再平衡 (internal balance)

中國大陸由投資轉為消費驅動及工業轉服務業之經濟成長策略，主要在促進製造業升級與供應鏈在地化，改善投資效率，以提升薪資成長，並擴大國內消費。2011 年以來，中國大陸消費占 GDP 比重持續上升，且由於消費市場擴大，促進服務部門等非貿易財發展，服務業產值占 GDP 比重已超過工業，成為經濟結構主體。

#### 二、中國大陸經濟再平衡之外溢效果

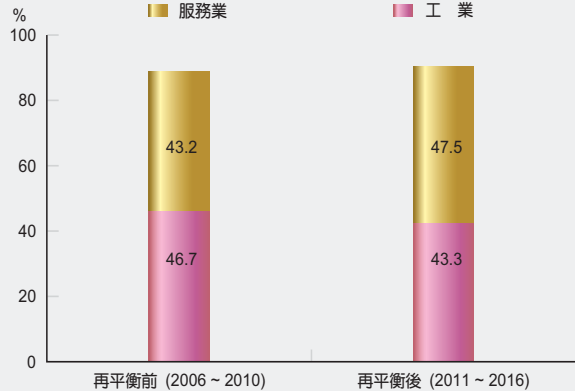
中國大陸經濟規模已為全球第二，僅次於美國，預估 2016 年 GDP 占全球比重約 15%，且 2016 年中國大陸仍為全球第 1 大商品出口國與第 2 大進口國，預估出進口之全球比重分別可達 13% 與 10%。中國大陸經濟再平衡之下，經濟成

中國大陸經濟再平衡前後  
消費占 GDP 比重



資料來源：Datastream。

中國大陸經濟再平衡前後工業  
及服務業占 GDP 比重



資料來源：Datastream。

長走緩，透過貿易、大宗商品價格等多重管道影響全球及區域經濟成長。

中國大陸經濟再平衡過程中，進口需求縮減<sup>1</sup>，衝擊新興市場商品出口國，例如，2015 年中國大陸自馬來西亞、印尼、巴西與澳洲的進口分別衰退 4.2%、18.8%、14.5%與 24.6%。中國大陸進口縮減，削弱部分大宗商品需求及價格，對商品出口國經濟影響大。

亞洲因生產價值鏈與中國大陸鏈結深，受經濟再平衡衝擊大，例如，2015 年中國大陸自南韓、台灣、日本與東協的進口分別衰退 8.2%、5.5%、12.2%與 6.6%。其中，台灣與南韓對中國大陸貿易依存度高，且出口至中國大陸用於投資及其出口需求的附加價值顯著高於用於消費，所

受負面衝擊大於其他亞太經濟體。

中國大陸以政策扶持高科技戰略產業<sup>2</sup>，製造業競爭力提升<sup>3</sup>。上述製造業產品不僅在中國大陸市場取代台灣、南韓製品，更將在全球市場與台灣、南韓產品的競爭加劇。

### 三、結論

2011 年以來，中國大陸加速經濟再平衡，經濟動能由外需轉型為內需，由投資、出口轉型為消費導向，以及改以服務業為經濟主體，可透過貿易管道對全球造成巨大的外溢效應。台灣與中國大陸生產及貿易關係密切，須加速產品升級及分散出口市場，以因應中國大陸經濟轉型與製造業升級之衝擊。

<sup>1</sup> 2015 年與 2016 年中國大陸進口分別衰退 14.1%與 5.5%。

<sup>2</sup> 2014 年中國大陸透過由政府主導的「國家集成電路產業投資基金」積極對外合作或併購，發展本土半導體產業並形成聚落，帶動電子製造業技術升級。

<sup>3</sup> 根據勤業眾信《2016 全球製造業競爭力指標》，中國大陸為 2010、2013 與 2016 年全球最具競爭力的製造業國家。

### 專題三

## 川普總統經貿新政對美國及全球經濟的可能影響

2017年1月20日川普就任美國總統，因美國為全球最大經濟體<sup>1</sup>，其競選政見若逐步落實為政策，不僅會對美國經濟帶來重大變化，亦將影響全球經濟及金融市場。本文簡介川普總統擬推動之重要經貿政策（如擴張性財政政策及貿易保護政策等）內涵及其對美國及全球經濟的可能影響，供各界參考。

### 一、經貿新政強調「美國優先」及「保護主義」的重要性

川普總統指出<sup>2</sup>，未來施政將遵循「購買美國商品」（buy American）及「僱用美國人」（hire American）兩大原則，並強調保護將會帶來偉大的繁榮和力量（Protection will lead to great prosperity and strength）。

### 二、目前進行之經貿新政

川普團隊提倡擴張性財政政策（含減稅與稅制改革）、推動國內經濟振興方案、縮減美國貿易逆差及推行雙邊貿易協定談判，目標使美國實質GDP年成長率達到4%，未來10年創造2,500萬個工作機會<sup>3</sup>。

### 三、川普經貿新政對美國經濟的可能影響

#### （一）推升通膨，惟對經濟的影響仍未定

1. 美國採行擴張性財政政策，將提高總需求，刺激經濟成長，並推升通膨。2017年3月聯邦公開市場委員會（FOMC）會議記錄顯示，與會成員認為擴張性財政政策係未來渠等上修預測經濟及通膨的可能因素<sup>4</sup>。
2. 貿易保護政策不利供給面（供應鏈）及經濟成長，且將推升通膨。根據IMF模型估計<sup>5</sup>，若美國提高進口商品關稅10個百分點，將使美元立即升值8%，導致未來2年美國資本支出因出口需求減緩而下降2%，GDP亦將減少0.7%。

#### （二）利率將上升

1. 隨著美國經濟改善，未來勞動市場一旦接近充分就業，擴張性財政政策，將使利率上揚。
2. 擴張性財政政策將造成財政赤字，亦可能壓縮貨幣政策發揮的空間，迫使Fed實施緊縮性貨幣政策<sup>6</sup>。

#### （三）政府財政惡化

租稅政策中心（Tax Policy Center）預估<sup>7</sup>，

<sup>1</sup> 據世界銀行（World Bank）統計，2015年美國GDP占全球比重為24.4%。美國不僅是全球重要的消費市場，同時也是全球第2大貿易國、第2大出口國及最大進口國。

<sup>2</sup> Trump, Donald (2017), "The Inaugural Address," *The White House Speeches and Remarks*, Jan. 20。

<sup>3</sup> 參考白宮官網 <https://www.whitehouse.gov/>、川普政權交接網站 <https://www.greatagain.gov/>。

<sup>4</sup> 惟與會成員強調，美國財政政策施行的時機、規模以及對經濟活動的影響等是當前主要的不確定性來源；另具投票權委員（members）持續認為，美國財政政策及其他政策變動的效果具有高度不確定性（參見 Federal Reserve (2017), "Minutes of the Federal Open Market Committee, March 14-15, 2017," Apr. 5）。

<sup>5</sup> 此處假設美國關稅不會影響外國人持有美國資產的意願（參見 Obstfeld, Maurice (2016), "Tariffs Do More Harm Than Good at Home," *iMF direct-The IMF Blog*, Sep. 8；Anderson, Derek et al. (2013), "Getting to Know GIMF: The Simulation Properties of the Global Integrated Monetary and Fiscal Model," *IMF Working Paper WP/13/55*, Feb.；Edgerton, Jesse and Michael Feroli (2017), "US: Trade Policy Presents Lingering Risks," *JP Morgan Economic Research*, Mar. 17）。

<sup>6</sup> Wolf, Martin (2016), "The Economic Consequences of Mr. Trump," *Financial Times*, Nov. 10。

<sup>7</sup> 租稅政策中心（Tax Policy Center）係由 Brookings Institution 及 Urban Institute 合資設立，主要目的在於研究當前及長期租稅政策議題（參見 Nunns, Jim (2016), "An Analysis of Donald Trump's Revised Tax Plan," *Tax Policy Center Research*, Oct. 18）。



考量川普總統的減稅提案及其總體經濟效果，會使稅收減少及利息支出增加，未來 10 年聯邦債務將增加 7 兆美元（其中 1 兆美元係新增利息支出），相對 GDP 比率約 25.7%。

#### 四、川普經貿新政對全球經濟的可能外溢效果

##### （一）擴張性財政政策或將間接帶動全球經濟成長

1. 儘管川普政府的擴張性財政政策實際方案尚未確定，惟 OECD 指出<sup>8</sup>，川普政府擴張財政支出的效果，將提升 2017~2018 年美國的經濟成長率，並使全球其他地區受益。
2. 2017 年 1 月 IMF 調高 2017 及 2018 年先進經濟體實質 GDP 成長率<sup>9</sup>，部分即反映美國可能推出擴張性財政政策，帶動需求增加，惟強調

川普政策及外溢效果具有高度不確定性。

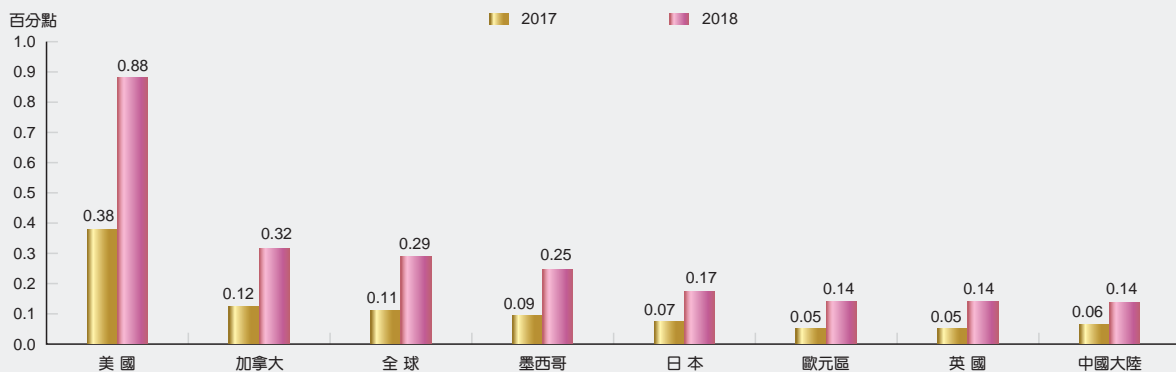
##### （二）貿易保護政策對美出超國經濟影響程度不一

1. 各國受到川普貿易保護政策衝擊的程度，取決於各國出口至美國的規模及其相對各國 GDP 的比率，且該比率越大，受到影響程度將越大<sup>10</sup>。
2. 部分人士認為，倘若川普對中國大陸課徵懲罰性關稅，恐拉低中國大陸經濟，進一步拖累對該市場倚賴高的日本、南韓、台灣等經濟體<sup>11</sup>。惟 2017 年 4 月 6 至 7 日中、美雙方領導人舉行首次高峰會，並同意縮減雙方貿易失衡問題<sup>12</sup>。

##### （三）美元升值將使新興市場美元債務及外債承受更大壓力

1. 依國際清算銀行（BIS）估計<sup>13</sup>，截至 2016 年第 3 季，新興市場非銀行部門之美元債務約達 3.6 兆美元，且其外債相對 GDP 之比率約為 13%。

美國財政激勵措施對各經濟體 GDP 成長率之影響



註：相較於基礎情境（美國未採行財政激勵措施），各經濟體 GDP 成長率的增幅。  
資料來源：OECD(2016), "OECD Economic Outlook," Nov.28。

<sup>8</sup> 2017 年 3 月 OECD 預估美國 2017~2018 年實質 GDP 成長率分別為 2.4% 及 2.8%（參見 OECD (2017), "Will Risks Derail the Modest Recovery? Financial Vulnerabilities and Policy Risks," *Interim Economic Outlook*, Mar. 7; Hannon, Paul (2016), "OECD Says Trump's Policies Could Lift Global Growth," *Wall Street Journal*, Nov. 28; Giles, Chris (2016), "Donald Trump's Infrastructure Plans Win Backing from OECD," *Financial Times*, Nov. 28)。

<sup>9</sup> IMF 分別上調 2017~2018 年先進經濟體實質 GDP 成長率 0.1 個百分點及 0.2 個百分點至 1.9% 及 2.0%；另上調 2017~2018 年美國實質 GDP 成長率 0.1 個百分點及 0.4 個百分點至 2.3% 及 2.5%（參見 IMF (2017), "A Shifting Global Economic Landscape," *World Economic Outlook Update*, Jan. 16)。

<sup>10</sup> 如 2015 年美國前 3 大進口國分別為中國大陸 (21.5%)、墨西哥 (13.2%) 及加拿大 (13.2%)，惟若考量其規模相對各該國 GDP 的比率，前 3 名則為墨西哥 (25.8%)、加拿大 (19.0%) 及中國大陸 (4.3%)（參見 2016 年 12 月 22 日「央行理監事會後記者會參考資料」）。

<sup>11</sup> 華爾街日報引述大和證券估計，倘若美國對中國大陸商品課徵 15% 的關稅，中國大陸經濟成長率將下降 1 個百分點（參見 Lyons, John (2016), "Donald Trump's China Trade Stance Could Harm Japan, South Korea," *Wall Street Journal*, Nov.13)。

<sup>12</sup> 美、中同意將於 100 日內處理雙方貿易失衡的議題（參見 Mitchell, Tom and Shawn Donnan (2017), "China Offers Concessions to Avert Trade War with US," *Wall Street Journal*, Apr.10)。

<sup>13</sup> Borio, Claudio et al. (2017), "Beyond Swings in Risk Appetite," *BIS Quarterly Review*, Mar.。

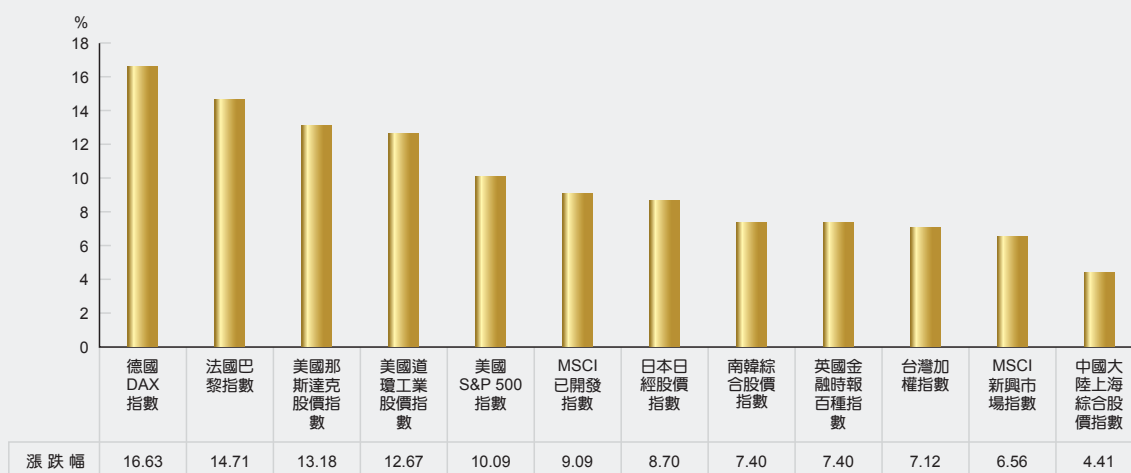
2. 據國際金融協會 (IIF) 統計，2016 年前 11 個月新興市場資本外流金額高達 4,481 億美元，僅略低於 2015 年前 11 個月之 4,530 億美元<sup>14</sup>。美元走強，將增加新興市場企業之償債壓力，並使新興市場金融風險攀升，加速資本外流。

#### (四) 金融市場對川普勝選的反應

#### 1. 國際股市普遍上揚

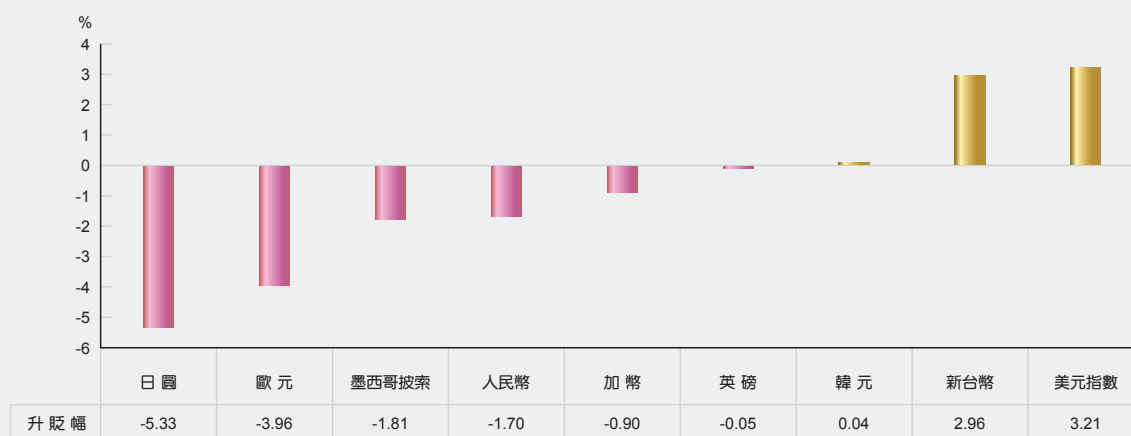
2017 年 3 月川普政府因廢止歐記健保 (ObamaCare) 面臨重大挫敗<sup>15</sup>，故對外宣稱擴張性財政政策將是未來重點，市場解讀川普團隊或將擱置較具爭議性貿易保護政策，帶動其他國家股市上漲。

川普當選迄今國際股市變動  
(2016/11/8 ~ 2017/4/7)



資料來源：Bloomberg。

川普當選迄今主要貨幣對美元升貶幅  
(2016/11/8 ~ 2017/4/7)



註：正數表示對美元升值，負數表示對美元貶值。  
資料來源：Bloomberg。

<sup>14</sup> 2015 年全年新興市場資本外流金額為 5,506 億美元 (參見 IIF (2017), "IIF Capital Flows Tracker," *Institute of International Finance*, Jan. 3)。

<sup>15</sup> Timiraos, Nick and Richard Rubin (2017), "Republicans Turn Eyes to Tax Overhaul After Health-Care Bill Falls Short," *Wall Street Journal*, Mar. 24。

## 2. 國際匯市：除新台幣及韓元外，主要貨幣對美元貶值

川普當選迄今，美元指數升值 3.21%。主要貨幣僅新台幣及韓元分別對美元升值 2.96%及 0.04%，其餘則多呈貶值，其中日圓貶幅達 5.33%，主要反映美、日利差擴大。

## 3. 國際債市：英國公債除外，其餘公債殖利率全面彈升

市場預期川普的擴張性財政政策（減稅及基礎建設支出）將導致未來通膨上揚及財政惡化<sup>16</sup>，川普當選迄今，10 年期美債殖利率約上升 53 個基點，並帶動其他主要市場公債殖利率上升。

4. 前述金融市場變動主要先行反映川普總統擴張性財政政策的效果，惟川普經貿政策具有高度不確定性，經貿政策之調整均可能造成金融市場波動。例如，近期川普總統接受華爾街日報專訪時表示，美元走強主要反映其經貿政策，但渠希望「弱勢美元」；另渠曾於競選期間多次抨擊 Fed 低利率政策，目前卻轉向支持 Fed

維持低利率<sup>17</sup>。

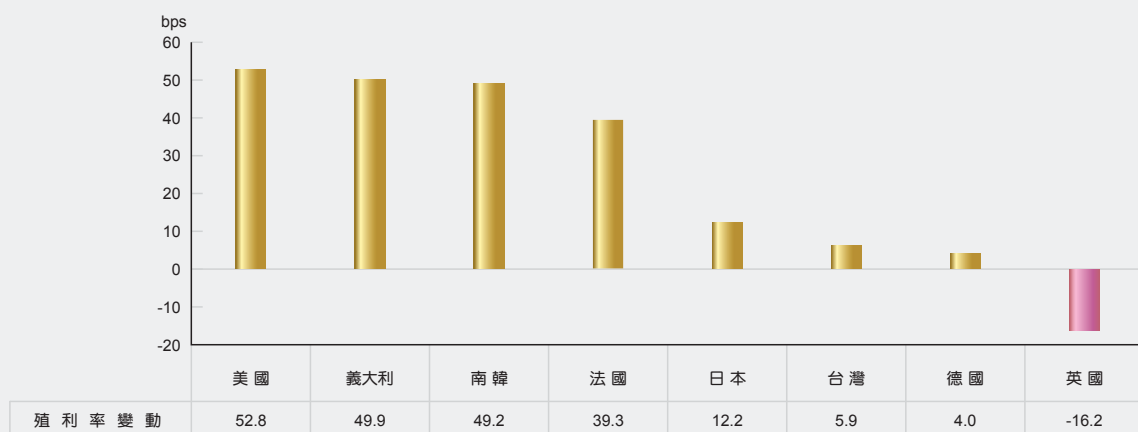
## 五、小結

短期而言，OECD 及 IMF 均指出，川普政府擴張性財政政策的效果，將提升 2017 及 2018 年美國經濟成長率，並使得全球其他地區受益。另目前因美國經濟逐漸接近「充分就業」，擴張性財政政策亦將推升物價及利率水準。

惟中長期而言，如川普政府落實貿易保護等政見，特別是對中國大陸課徵懲罰性關稅，恐將為美國及全球經濟帶來深遠的負面衝擊。值得注意的是，自 2017 年 4 月川習會後，中、美貿易緊張略見緩和。

自川普當選美國總統以來，金融市場已提前反映擴張性財政政策可能帶來的影響，如帶動美國經濟動能回升及通膨上揚，使美債殖利率水準上揚，美元持續走強，美股亦持續走高。未來國際資本如持續回流美國，並進一步導致美元過於強勢，或將衝擊部分背負較高美元債務之新興經

川普當選迄今各國 10 年期公債殖利率變動  
(2016/11/8 ~ 2017/4/7)



資料來源：Bloomberg。

<sup>16</sup> 根據牛津經濟研究院報告，在川普總統的政策下，美國財政赤字相對 GDP 比率將較基礎情境上升 1.0~1.5 個百分點（參見 Daco, Gregory (2016), "Trump vs Clinton: Polarization & Uncertainty," *Oxford Economics Research Briefing*, Sep. 19)。

<sup>17</sup> Baker, Gerard, Carol Lee and Michael Bender (2017), "Trump Says Dollar 'Getting Too Strong,' Won't Label China a Currency Manipulator," *Wall Street Journal*, Apr. 12。

濟體的金融穩定。

鑑於川普經貿政策的實際內容尚未出爐，政策前景不確定性高，未來美國及全球的經濟展望

及金融市場走勢，仍將取決於川普經貿新政的落實程度，值得密切觀察。

### 川普政府擴張性財政政策（含稅制改革）及貿易保護政策之重點

政策項目	主要內容
擴張性財政政策（稅制改革）	<ol style="list-style-type: none"> <li>10年減稅規模約4.4兆美元。 <ul style="list-style-type: none"> <li>調降個人所得稅：最高邊際稅率由39.6%降至33%。</li> <li>調降公司營利所得稅：稅率由35%降至20~25%。</li> <li>針對企業未匯回的國外利潤：於匯回美國時，課徵一次性的10%稅負。</li> </ul> </li> <li>個人所得稅所得級距（brackets）由7級簡化為3級。</li> </ol>
振興國內經濟方案	<ol style="list-style-type: none"> <li>鼓勵基礎建設投資：未來10年投資規模為1兆美元。 <ul style="list-style-type: none"> <li>為鼓勵民間部門參與，每1,000億美元投資，約享有140億美元的租稅扣抵（tax credit）<sup>18</sup>。</li> <li>要求具備優先順位之基礎建設能儘快完成環境審查及取得核准。</li> </ul> </li> <li>啟動美國優先能源計畫。 <ul style="list-style-type: none"> <li>加速推動「基石XL」輸油管計畫，以及「達科他輸油管」計畫。</li> <li>解除頁岩油、石油及天然氣等能源蘊藏（經濟估值達50兆美元以上）的生產限制。</li> </ul> </li> </ol>
貿易保護政策	<ol style="list-style-type: none"> <li>貿易協定談判從「多邊」轉為「雙邊」。 <ul style="list-style-type: none"> <li>退出跨太平洋夥伴協定（TPP）談判。</li> <li>重談北美自由貿易協定（NAFTA）。</li> </ul> </li> <li>改善鉅額商品貿易赤字 <ul style="list-style-type: none"> <li>川普總統要求美國商務部長及美國貿易代表等於2017年6月底前提出重大貿易逆差檢討報告。</li> <li>前述報告內容須界定2016年對美鉅額商品出超國名單，並評估美國對該國商品貿易入超的主要原因。</li> </ul> </li> <li>針對中國大陸的出口補貼與其他不公平的優勢採行平衡稅措施。</li> <li>研擬對中國大陸及墨西哥分別課徵懲罰性關稅。</li> <li>研擬對所有進口商品課徵進口稅。</li> <li>共和黨議員研擬邊境調整稅，以達「抑制進口」及「鼓勵出口」之成效<sup>19</sup>（惟各界評估邊境調整稅通過機率不高）。</li> </ol>

資料來源：白宮官網 <https://www.whitehouse.gov/>、川普政權交接網站 <https://www.greatagain.gov/>。

<sup>18</sup> Ross, Wilbur and Peter Navarro (2016), "Trump Versus Clinton On Infrastructure," Oct. 27。

<sup>19</sup> 「抑制進口」係指當美國公司將國外生產之產品運回國內銷售（如蘋果將 iPhone 運回美國銷售），其盈餘仍須於當年度繳稅，且進口成本不能列為稅基之減項（即稅基增加）；「鼓勵出口」係指當美國公司將國產品外銷（如波音出售飛機給其他國家），則國外銷貨之營收將無須繳稅（參閱 106 年 3 月 23 日「央行理監事會後記者會參考資料」）。

## 二、國內經濟情勢

105年我國內需穩定成長，下半年外需亦隨國際景氣逐漸好轉，經濟成長率由104年之0.72%升為1.50%；國際收支穩健，綜合餘額順差106.63億美元。受天候影響，食物類價格高漲，惟因油料費及燃氣等價格反映國際能源成本調降，全年消費者物價（CPI）平均上漲1.40%。105年政府稅收創歷年新高，惟因社福支出顯著增加，致政府收支短絀增為450億元。勞動市場方面，全年平均失業率為3.92%，為97年以來次低。

茲就105年經濟成長、國際收支、物價、政府收支，以及就業與薪資情況，簡要說明如次：

### （一）經濟溫和成長

105年第1季民間消費穩健成長，惟因房市景氣平疲影響民間投資成長，加以全球景氣疲弱不利輸出，致經濟成長率為-0.23%。第2季起，隨國際經濟回穩，半導體需求漸增，輸出恢復成長；加以半導體廠商及航空業者擴充資本支出，帶動民間投資，經濟成長率逐季上升，第4季為2.88%，係全年最高；全年則為1.50%，高於104年之0.72%。

就國內生產毛額的支出面言，由於民間消費穩定成長，政府消費轉正成長，加以公營事業與政府投資成長改善，致國內需求穩健成長2.16%，對經濟成長率的貢獻為1.89個百分

點；國外淨需求則為負貢獻0.38個百分點。

就生產面而言，105年工業轉呈成長2.04%，服務業亦續成長1.33%，對經濟成長率之貢獻分別為0.73個百分點及0.83個百分點；農林漁牧業雖續負成長，惟減幅縮小，對經濟成長率負貢獻0.12個百分點。

### （二）國際收支穩健

105年經常帳順差709.38億美元，金融帳淨資產增加650.37億美元，國際收支綜合餘額順差由104年之150.11億美元降為106.63億美元，續呈穩健<sup>2</sup>。

經常帳方面，雖105年下半年起國內外需求逐漸回溫，惟全年出、進口仍呈衰退，且因出口減額大於進口減額，致商品貿易順差減為694.10億美元；服務逆差增為109.64億美元，主因旅行及貨運收入減少，且旅行與航空客運支出增加；初次所得順差減為156.49億美元，主因支付非居民證券投資所得增加；二次所得逆差則減為31.57億美元。全年經常帳順差相對名目國內生產毛額（GDP）比率由104年之14.3%降為13.4%。

金融帳方面，證券投資淨資產增加784.19億美元，其中，居民對外證券投資淨增加810.62億美元，主要係保險公司投資國外債券增加；非居民證券投資淨增加26.43億美元，主要係外資增持台股。直接投資淨資產增加95.10億美元，其中，對外直接投資淨增加

<sup>2</sup> 自105年第1季起，我國國際收支改按國際貨幣基金（IMF）「第六版國際收支與國際投資部位手冊」（BPM6）的基礎編製。有關改版說明，詳見中央銀行季刊第38卷第3期（105年9月）「第六版國際收支統計之變革-兼述我國改版前後之差異」。

178.43億美元，中國大陸仍為首要投資地區；非居民來台直接投資淨增加83.33億美元。對外直接投資或非居民來台直接投資均為歷年最大，主因企業進行跨國購併與股份交換。其他投資淨資產減少206.64億美元，則係因銀行收受非居民存款及自國外引進資金增加，國外負債增額較大。

### （三）物價溫和上漲

105年因全球經濟和緩，國際原油等原料價格低檔震盪，以新台幣計價之進口物價較104年下跌3.08%，加上電子產品及光學器材等報價走低，以及電價調降，致躉售物價指數（WPI）下跌2.99%，惟跌幅較104年大幅縮減。

受寒害及颱風豪雨等天候因素影響，蔬果及外食等食物類價格上漲，惟油料費及燃氣等價格反映國際能源成本調降，抵銷部分漲幅，CPI上漲1.40%，仍為近4年來最大漲幅；剔除蔬果及能源之CPI（即核心CPI）則溫和上漲0.84%，略高於104年之0.79%。

### （四）政府收支短絀增加

105年中央政府收入較104年增加99億元，支出亦增加448億元，收支相抵後，政府短絀為450億元，較104年短絀增加349億元。

收入方面，由於104年起兩稅合一制度調整，股利可扣抵稅額減半，加以企業獲利成長，推升所得稅收入，致105年稅課收入較104年成長4.7%，稅課收入占總收入約8成；營業

盈餘及事業收入則較104年略減2.5%；規費及罰款收入亦因104年行動寬頻業務（4G）第2波釋照收入墊高基期，而大幅縮減29.2%。

105年中央政府支出增加，主因社會福利支出與經濟發展支出分別擴增207億元與81億元。社會福利支出續居首位，且占總支出比重升為23.7%，主因政府撥補應負擔健保法定下限差額及國民年金中央應負擔款項不足數；教育科學文化支出占總支出比重為19.7%，續居次位；國防支出及經濟發展支出所占比重則分別為15.9%及13.7%。

收支相抵後，因政府收支短絀與債務還本增加，致融資需求增為1,180億元。105年底中央政府1年以上非自償性債務未償餘額升抵5兆3,447億元之新高，惟相對前3年度名目GDP平均數之比率降為33.3%，仍在公共債務法之40.6%債限內。

### （五）失業率先升後降，薪資增幅減緩

105年初因景氣復甦緩慢，失業率緩升至8月之4.08%，係103年9月以來新高；嗣隨景氣好轉，失業率回降，至12月為3.79%，全年平均為3.92%，略高於104年之3.78%，惟仍係97年以來次低。

就業方面，105年平均就業人數為1,126.7萬人，較104年增加6.9萬人或0.62%。以服務業部門增加5.8萬人或0.88%最多，工業部門則增加8千人或0.21%。

非農業部門（工業與服務業部門）每人每月平均薪資為48,790元，較104年增加0.62%；

經常性薪資為 39,238 元，增加 1.35%；非經常性薪資則減少 2.27%，主要係 104 年廠商獲利下降，105 年減少發放年終及績效獎金所致。以消費者物價指數平減後之實質薪資減少 0.77%；實質經常性及非經常性薪資則分別減

少 0.05%及 3.63%。工業及製造業的勞動生產力指數分別較 104 年增加 5.42%與 5.74%；單位產出勞動成本則因受僱者總薪資增幅低於生產增幅，分別減少 0.52%與 0.71%。

### 三、國內金融情勢

105年上半年受本行於3月25日及7月1日兩度調降貼放利率影響，市場存、放款利率反映下降。雖然下半年景氣回溫，銀行放款成長增加，惟因投資轉趨保守，成長趨緩，貨幣機構放款與投資成長減少，日平均M2年增率隨之呈現下滑走勢。由於市場資金充沛及國內經濟成長緩慢，1至8月貨幣市場利率及10年期公債市場利率普遍下降，後因景氣回穩，本行停止降息，利率轉呈上升。至於新台幣匯率延續上年貶勢後，受日本央行採行負利率政策、英國脫歐，以及美國大選及Fed升息等因素影響，全年新台幣對美元大抵先貶後升，再震盪走貶。股票市場雖受美國Fed升息疑慮等因素影響，上半年股價震盪走跌，惟在外資買超、國際股市走升，以及下半年國內景氣回溫等利多激勵下，股價趨升。

#### (一) 準備貨幣年增率上升、貨幣總計數M2年增率下滑

105年準備貨幣全年平均年增率由上年之5.79%上升為5.92%，主要係因活期性存款成長較高所致。在廣義貨幣總計數方面，由於放款與投資成長減緩，日平均M2全年平均年增率由上年之6.34%下滑至4.51%，落在貨幣成長目標區（2.5%至6.5%）內。至於狹義貨幣總計數M1B全年平均年增率則由上年之6.10%升至6.33%，主要因銀行活期性存款成長增加所致。

#### (二) 放款與投資成長下降

受下半年景氣回溫影響，民間部門資金需求轉強，銀行放款成長增加，惟因受國際金融市場不確定因素增加，投資轉趨保守，105年底全體貨幣機構放款與投資年增率由上年底的4.61%下降至3.88%；全年平均年增率亦由上年的4.66%降為105年的4.12%。若包括人壽保險公司之放款與投資，並加計全體貨幣機構轉列之催收款及轉銷呆帳金額，以及直接金融，則105年底全體非金融部門取得資金總額年增率為2.56%，接近上年底之2.54%。

#### (三) 貨幣機構資產品質略見下滑

由於資產略為下滑，105年底貨幣機構逾期放款比率由上年底之0.25%上升至0.28%。此外，受放款呆帳費用增加影響，105年稅前盈餘較上年減少，資產報酬率與權益報酬率分別由上年之0.65%及10.84%降為0.59%及9.13%。

#### (四) 存、放款加權平均利率下滑

由於本行兩度調降貼放利率，各銀行存放款牌告利率皆呈下降趨勢，105年底五大銀行一年期定存與放款基準牌告利率均較上年底為低。至於五大銀行新承做放款加權平均利率亦呈下滑，主要係因政府及公營事業之新增借款利率較低，導致週轉金貸款加權平均利率下降所致。

若以存、放款金額加權計算，105年本國



銀行存款及放款加權平均利率均呈下滑。其中，存款加權平均利率受本行降息及新台幣定期性存款比重下降影響，全年平均利率下滑；放款加權平均利率因本行降息及部分行庫承做政府低利貸款增加，致平均利率亦走低。

#### (五) 貨幣市場利率及10年期公債殖利率先跌後升

本行持續透過公開市場操作，維持貨幣寬鬆局面，並兩度降息，致金融業隔夜拆款加權平均利率呈下滑走勢。票券市場方面，由於民間部門資金需求不強，市場資金寬鬆，1至8月各天期票券平均利率普呈下降；後因景氣回穩，利率轉呈上升。

債券市場方面，受景氣復甦緩慢及本行降息影響，1至8月台債避險需求提高，10年期指標公債殖利率趨於下跌；後因國內景氣回穩及Fed升息，利率轉呈上升。至於公債發行量則因政府稅收增加及接近發債上限，公債發行量較上年減少。在公司債發行方面，105年公司債發行規模較上年增加，主要因企業預期利率已處於低檔，以發行新債償還利率較高之舊債。

#### (六) 新台幣對美元匯率先貶後升，再震盪走貶

105年初新台幣對美元延續上年貶勢，至

1月21日貶至全年最低的33.838元。嗣因日本央行採行負利率政策，國際資金流入亞洲新興市場，新台幣對美元匯率轉呈升值。6月底，因英國脫歐，Fed對升息更趨於謹慎，新台幣對美元匯率進一步走升，8月10日升至全年最高點31.225元。之後，因美國大選高度不確定性，致國際美元震盪，新台幣對美元匯率則於31.240至31.820區間徘徊。11月初，川普當選美國總統後，市場預期將擴大財政支出，國際美元走強，加以12月中Fed升息，新台幣對美元因而持續走貶。若與去年底比較，105年底新台幣對美元升值2.44%，以全年平均計算，則較上年貶值1.30%。

#### (七) 股價指數先升後跌、再震盪走升

105年初以來，因外資買超，台股隨國際主要股市走升，於3月21日升至8,813點；隨後受到市場對美國Fed升息疑慮再起、國內景氣表現不如預期等因素影響，台股震盪走跌至5月13日之8,054點。嗣後，雖受英國脫歐、川普當選美國總統等衝擊，惟隨國內景氣回溫、外資買超、國際股市走升及美股迭創新高等利多因素激勵下，台股呈震盪走升，至12月30日為9,254點，較去年底上漲10.99%。至於全年平均股價指數為8,763點，則較上年平均下降2.19%；日平均成交值為687億元，較上年減少16.94%。