

國際經濟金融情勢

一、概 述

本(2005)年以來，在國際原油價格攀高，以及美、加、澳、紐及部分亞洲國家陸續升息之影響下，全球經濟成長步調延續上(2004)年下半年以來走緩之趨勢。

本年第2季，美國因個人消費支出成長放緩，經濟成長率由上季之3.8%（與上季比，換算成年率）降至3.3%。歐元區由於家計部門消費支出力道疲軟，經濟成長率由上季之1.3%（與上年同季比）下滑至1.1%。日本亦受民間消費支出成長減緩影響，經濟成長率由上季之5.8%（與上季比，換算成年率）降至3.3%。亞洲新興國家除馬來西亞及印尼外，第2季經濟表現均較第1季為佳；至於中國大陸，雖加強宏觀調控，但在民間消費及出口成長帶動下，經濟成長率仍高達9.5%。

展望未來，國際貨幣基金(IMF)本年4月預測，今、明兩年全球經濟成長率分別為4.3%及4.4%（請參閱表1），低於上年之5.1%。環球透視預測機構(Global Insight Inc.) 8月公布的最新預測，將今、明兩年全球經濟成長預測值均由3.1%小幅上修至3.2%，惟均低於上年之4.0%。JP摩根大通銀行對於今、明兩年的最新預測值則分別為3.0%及3.1%。至於全球貿易量成長率，IMF

預測今、明兩年分別為7.4%及7.6%，亦均較上年之9.9%為低。

就物價情況來看，由於國際原油價格迭創新高及原物料行情維持高檔，主要國家的躉售物價指數(WPI)自上年下半年以來全面攀升，其中尤以製造業為發展重心、對進口能源依賴程度偏高的亞洲新興國家之漲幅較大。新加坡及泰國WPI年增率本年5月及7月分別高達7.7%及9.6%。消費者物價指數(CPI)方面，由於零售市場競爭激烈，原物料價格上漲不易轉嫁至消費者物價，影響所及，主要國家CPI漲幅仍相對和緩，惟印尼、菲律賓、泰國、馬來西亞等國CPI漲幅升高。IMF本年4月預測先進經濟體本年CPI年增率將維持在2.0%，與上年持平，明年略降為1.9%；而亞洲四小龍的CPI年增率則將由上年的2.4%略降至2.2%，明年略升為2.3%。惟環球透視預測機構8月公布的最新預測，將主要國家及部分新興國家本年及明年通膨預測上修。

就貨幣政策而言，為防範通膨復燃，部分主要工業先進國家採取升息措施，官方利率由歷史最低水準回升。上年6月以來，美國聯邦準備體系(Fed)結束2001年初以來為刺激景氣所採行的寬鬆貨幣政策，連續調

表 1 全球經濟成長展望

區域別或國別	2004	2005	2006
全球	5.1	4.3 (3.2)	4.4 (3.2)
先進經濟體	3.4	2.6	3.0
OECD 國家	3.4	2.6	2.8
主要先進經濟體(G7)	3.3	2.5	2.9
美國	4.2	3.6 (3.7)	3.6 (3.2)
日本	2.7	0.8 (1.3)	1.9 (1.3)
德國	1.6	0.8 (1.0)	1.9 (1.6)
英國	3.2	2.6 (1.9)	2.6 (2.2)
歐元區	2.0	1.6 (1.3)	2.3 (1.7)
四小龍	5.5	4.0	4.8
台灣	5.71	4.0 (3.8)	4.3 (3.6)
香港	8.2	4.0 (4.7)	4.0 (4.4)
新加坡	8.4	4.0 (4.1)	4.5 (4.5)
南韓	4.6	4.0 (3.8)	5.2 (6.2)
東協之四小虎	5.8	5.4	5.8
泰國	6.1	5.6 (4.5)	6.2 (4.9)
馬來西亞	7.1	6.0 (5.2)	6.2 (5.4)
菲律賓	6.1	4.7 (4.7)	4.5 (4.6)
印尼	5.1	5.5 (5.5)	6.0 (5.1)
中國大陸	9.5	8.5 (9.3)	8.0 (8.7)
印度	6.9	6.7 (6.6)	6.4 (6.4)
其他新興市場暨發展中國家	7.2	6.3	6.0

註：先進經濟體共 29 個經濟體，包括 G7、歐元區、澳、紐及亞洲新興工業經濟體等國；其他新興市場暨發展中國家，為先進經濟體以外國家共 146 國，包括中國大陸、東歐、中南美洲國家及俄羅斯等。

資料來源：預測值採用 IMF World Economic Outlook, April 2005；() 內資料係採用 Global Insight World Economic Outlook, August 2005；OECD 國家資料採用 OECD Economic Outlook No.77, May 2005。

升官方利率，本年 8 月 9 日宣布第十度升息，將聯邦資金利率目標調高至 3.50%，並重申審慎逐步移除寬鬆貨幣政策，同時亦將視經濟情況採取必要因應措施。伴隨美國升息，加拿大央行亦於上年 9 月、10 月升息後，本年 9 月 7 日第三度調高官方利率一碼至 2.75%。

澳洲與英國於前（2003）年底率先升息，以預防景氣過熱，惟英國於上年 8 月第五度升息，官方利率升抵 4.75% 後，房地產

景氣在升息效應逐步顯現下日漸降溫；英格蘭銀行鑑於英國經濟成長已見減緩，本年 8 月 4 日轉而調降官方利率 1 碼至 4.50%，以期刺激景氣。澳洲則繼前年底升息後，本年 3 月 2 日再度調高官方利率 1 碼至 5.50%。紐西蘭上年六度升息後，本年 3 月 10 日再度升息，官方利率升抵 6.75%，為已開發國家中之最高。

在亞洲國家方面，由於國際原油等重要農工原料價格持續攀高，且國內信用過度擴

張，通膨升溫，泰國自上年中迄今已七度升息；菲律賓則於4月7日調高官方利率1碼，為自2000年10月以來首次升息；印度央行於4月28日調高央行對商業銀行的隔夜存款利率1碼至5.0%。印尼於8月9日調高官方利率1碼後，為遏止印尼盾進一步貶值，復於8月16日及9月6日將官方利率共調升5碼至10%。中國大陸為進一步強化宏觀調控政策，上年10月29日起調高存放款基準利率，為1995年7月以來首度升息；另為抑制過熱的房地產市場，本年3月17日調高房貸利率；香港因採聯繫匯率制度跟隨美國十度

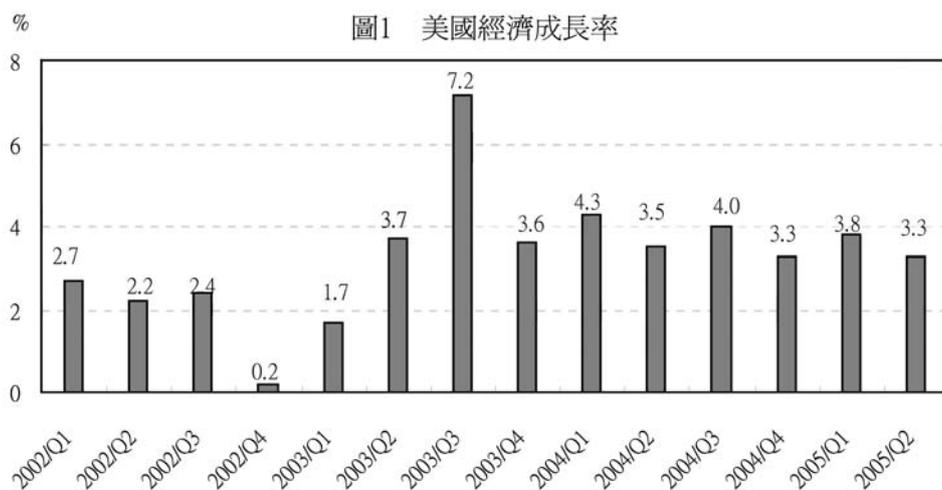
升息。

雖然各國紛紛調升官方利率，惟美國等國的長期市場利率並未跟隨上揚，反而呈現下滑走勢。至於其原因則有諸多探討，包括投資需求疲軟，長期資金供給相對過多，以及受金融全球化的影響，各國政府或企業的資金需求均可由全球豐沛的儲蓄來融通等等。本年7月以來美國長期利率隨景氣前景看好一度轉呈上揚走勢，惟在卡翠娜颶風重創美國墨西哥灣產油設施及港灣設備後，再度下挫。

二、美國經濟成長力道略緩，惟通膨上升，Fed 持續升息

本年第2季美國經濟成長率（與上季比，換算成年率）為3.3%，低於第1季之3.8%（圖1）。其中，個人消費支出成長率由上季之3.5%降至3.0%。固定投資成長率則由上季之7.0%升至9.5%，主要由設備及軟體投資成

長10.9%及住宅固定投資成長10.8%帶動。在輸出、入方面，第2季輸出成長率由第1季之7.5%上升至13.2%，而輸入成長率則由第1季之7.4%降至0.5%。另就本年1至6月累計商品進出口觀察（海關統計且未經季節調



整)，出口為 4,445.2 億美元，進口則為 7,933.3 億美元，貿易逆差達 3,488.1 億美元，較上年同期仍增加 545.5 億美元或 18.5%。綜合而言，美國上半年經濟成長尚稱穩健。

展望下半年，7 月工業生產指數年增率由 6 月之 3.7% 下滑至 3.1%（表 2），主要係因消費性耐久財生產衰退所致，但 8 月份成長率則與 7 月同；惟 7 月份供應管理學會(ISM) 製造業指數上升至 56.6%，顯示製造業部門持續擴張。在消費信心方面，根據美國密西

根大學消費者信心指數調查 (Consumer Sentiment Survey)，本年 7 月為 96.5，高於 6 月之 96。另一方面，美國經濟諮商協會 (Conference Board) 7 月之消費者信心指數 (Consumer Confidence Index) 則為 103.2，明顯低於 6 月之 106.2，顯示美國消費者對經濟前景的看法分歧。7 月 27 日公布的 Fed 褐皮書報告顯示，各地區的經濟活動續呈熱絡，零售銷售活動展現佳績，其他服務性產業的商業活動也持續成長，尤其房地產市場的表現仍十分強

表 2 美國重要經濟指標

年/月	經濟成長率	失業率	工業生產年增率	核心消費者物價指數 (1982-84=100)		消費者物價指數 (1982-84=100)		生產者物價指數 (1982=100)		貿易收支
	%	%	%	年增率	%	年增率	%	年增率	%	(百萬元)
2002	1.6	5.8	-0.3		2.4		1.6		-1.3	-468,264
2003	2.7	6.0	0.0		1.4		2.3		3.2	-532,352
2004	4.2	5.5	4.1		1.8		2.7		3.6	-650,811
2004/9	4.0	5.4	4.0		2.0		2.5		3.3	-56,461
10		5.5	4.5		2.0		3.2		4.5	-61,326
11		5.4	3.7		2.2		3.5		5.0	-65,106
12	3.3	5.4	4.4		2.2		3.3		4.2	-55,144
2005/1		5.2	4.1		2.3		3.0		4.1	-56,538
2		5.4	3.4		2.4		3.0		4.7	-54,343
3	3.8	5.2	3.9		2.3		3.1		5.0	-55,525
4		5.2	3.0		2.2		3.5		4.8	-58,971
5		5.1	2.6		2.2		2.8		3.5	-59,397
6	3.3	5.0	3.7		2.0		2.5		3.6	-63,806
7		5.0	3.1		2.1		3.2		4.6	-65,827
8		4.9	3.1		2.1		3.6		5.1	

資料來源：Thomson Datastream.

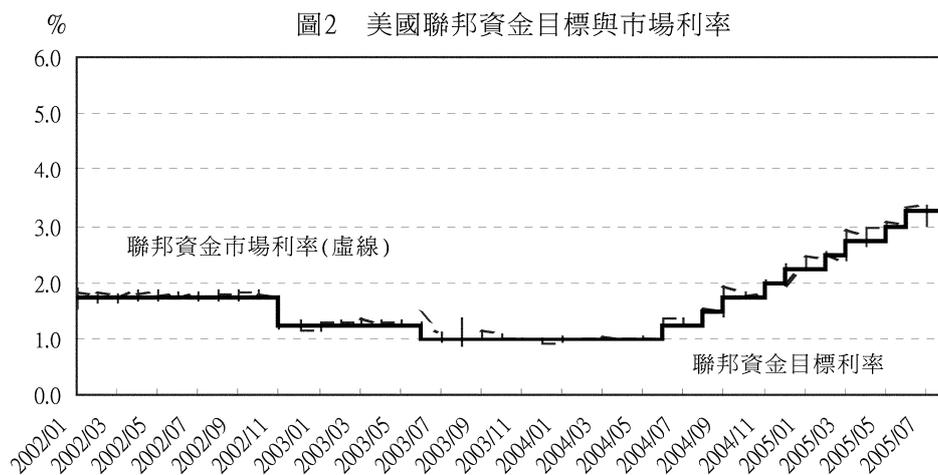
勁。此外，製造業部門亦呈現榮景。惟 8 月底卡翠娜颶風來襲，墨西哥灣災情慘重，下半年經濟成長將受影響。

物價方面，國際油價的波動為近年來左右美國物價走勢之重要因素之一。生產者物價指數（PPI）年增率由年初之 4.1% 上升至 3 月之 5.0% 後，漲幅逐漸縮小，至 6 月降為 3.6%，惟 7 月又回升至 4.6%，8 月再升至 5.1%，主要係因能源價格上漲所致。本年第 1 季消費者物價指數（CPI）年增率尚稱平穩，各月均維持在 3.0% 左右，第 2 季微降至 2.9%，7 月因油價高漲而上升至 3.2%，8 月再升至 3.6%；核心 CPI 年增率則維持平穩。

勞動市場方面，美國失業率自上年中以來均維持在 5.4% 左右，本年初以來呈下降趨勢，8 月更降至 2001 年 9 月以來之最低水準 4.9%，顯示勞動市場明顯改善。在勞動生產力方面，第 2 季非農業商業部門平均每工時產出較上年同期成長 2.3%，略低於第 1 季之

2.5%；製造業部門生產力年增率也由第 1 季之 5.5% 下降至 4.7%。在單位勞動成本方面，第 2 季非農業商業部門與製造業部門單位勞動成本分別較上年同期上升 4.3% 及 3.7%，均較第 1 季之 2.5% 及 1.4% 為高。

貨幣政策方面，本年 8 月 9 日美國聯邦公開市場委員會（FOMC）將聯邦資金利率目標調高 1 碼至 3.5%（圖 2），此乃自上年 6 月以來第十度升息。Fed 主席葛林斯班 7 月 20 日在美國國會的貨幣政策報告指出，雖然年初以來美國的經濟活動減緩且物價上升，但 6、7 月表現活絡，顯示美國經濟依舊紮實且通膨也在控制當中。即使如此，Fed 仍然將全年經濟成長率預測由年初的 3.75%~4%，調降至 3.5%。本年 8 月份 FOMC 的會議聲明也重申，將循序漸進移除寬鬆貨幣政策，同時亦將因應經濟情勢的變化而採行措施以貫徹穩定物價的職責。至於卡翠娜颶風災情是否會減緩 Fed 升息步調，各界看法不一。



三、歐元區經濟疲軟，通膨溫和，貨幣政策續採觀望立場

歐元區本年第 2 季經濟成長率（與上年同季比）為 1.1%（圖 3），略低於上季之 1.3%。以季變動率分析，第 2 季為 0.3%，亦低於上季之 0.4%；其中家計部門消費成長力道持續減弱，由上季成長 0.2% 轉呈衰退 0.1%，投資則由上季衰退 0.2% 轉為成長 0.2%，輸出、入亦由上季分別衰退 0.7% 與 1.4%，均轉為成長 2.1%。

以區內各國情況觀之，德國受家計部門消費支出不振影響，第 2 季實質 GDP 之季變動率由上季之 0.8% 下滑至 0% 的停滯狀態；若與上年同季比，實質成長率亦僅 0.6%，低於上季之 0.8%。法國第 2 季實質 GDP 較上季成長 0.1%，不及第 1 季之 0.4%，主要係因家計部門消費支出與企業固定資本形成均較上季衰退所致。值得注意的是，本年第 1 季經濟表現較差的義大利與荷蘭皆出現復甦跡

象；以季變動率觀之，已連續兩季衰退的義大利經濟第 2 季實質 GDP 成長 0.7%，荷蘭第 2 季實質 GDP 成長亦達 1.2%，擺脫上季衰退 0.8% 之頹勢。

勞動市場方面，歐元區失業率由本年以來的高點 8.8% 微幅下降至 7 月之 8.6%，惟 8 月失業率復走高至 8.9%（表 3）。受到歐元走軟之激勵，自上年 10 月以來持續下滑的歐元區經濟信心指數（Economic Sentiment Indicator），亦在本年 7 月止跌回升至 97.3。

歐洲中央銀行（ECB）在 8 月份月報中指出，歐元區第 2 季經濟成長走緩，但由於歐元匯價貶值有助推升歐元區出口，預期下半年歐元區經濟可望逐漸回升；惟 ECB 於 9 月 1 日仍將本年經濟成長率預測值由 1.4% 微幅下修至 1.3%。另根據歐盟本年 8 月 11 日的預測，在預期歐元匯價將持續走軟下，歐元

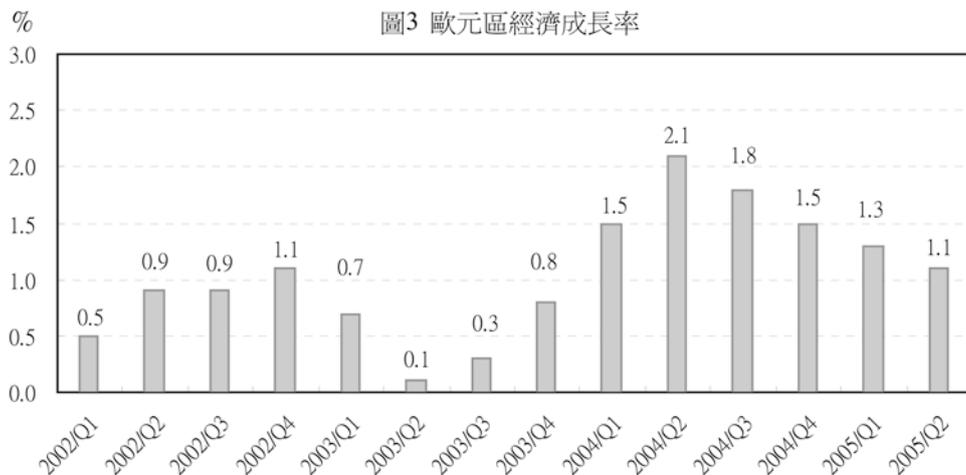


表3 歐元區重要經濟金融指標

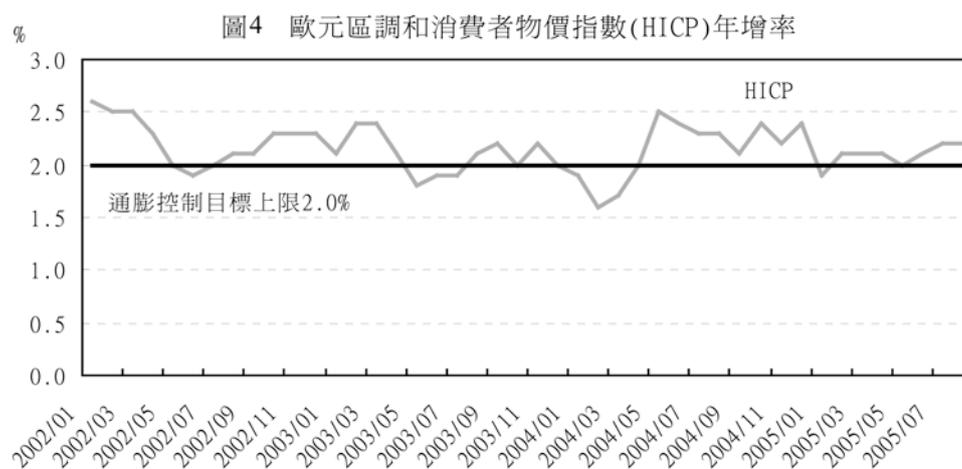
年 / 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營 建業)年增率 %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (十億歐元)	M3 年成長率 %	調和消費者物 價指數 (HICP) 年增率 (1996=100) %	主要再融通 操作之最低 投標利率 %
2002	0.9	8.2	-0.6	2.0	-3.0	99.0	7.1	2.2	2.75
2003	0.7	8.7	0.3	-2.2	0.5	69.8	7.0	2.1	2.00
2004	2.0	8.8	1.9	8.6	8.8	74.3	6.3	2.1	2.00
2004/9	1.8	8.9	3.5	6.4	14.4	2.4	5.8	2.1	2.00
10		8.9	1.3	3.1	7.3	5.6	6.0	2.4	2.00
11		8.8	0.9	14.6	18.4	2.8	6.2	2.2	2.00
12	1.5	8.8	1.2	9.6	11.6	5.4	6.6	2.4	2.00
2005/1		8.8	2.0	6.7	10.7	-1.4	6.6	1.9	2.00
2		8.8	0.7	3.9	8.5	3.4	6.5	2.1	2.00
3	1.3	8.8	0.3	0.7	7.6	4.2	6.7	2.1	2.00
4		8.8	1.2	4.9	10.6	2.0	6.9	2.1	2.00
5		8.7	0.1	7.1	12.9	2.7	7.3	2.0	2.00
6	1.1	8.7	0.5	6.7	9.3	6.5	7.7	2.1	2.00
7		8.6	0.4	3.6	10.5	7.2	7.9	2.2	2.00
8		8.9	3.5				7.9	2.2	2.00

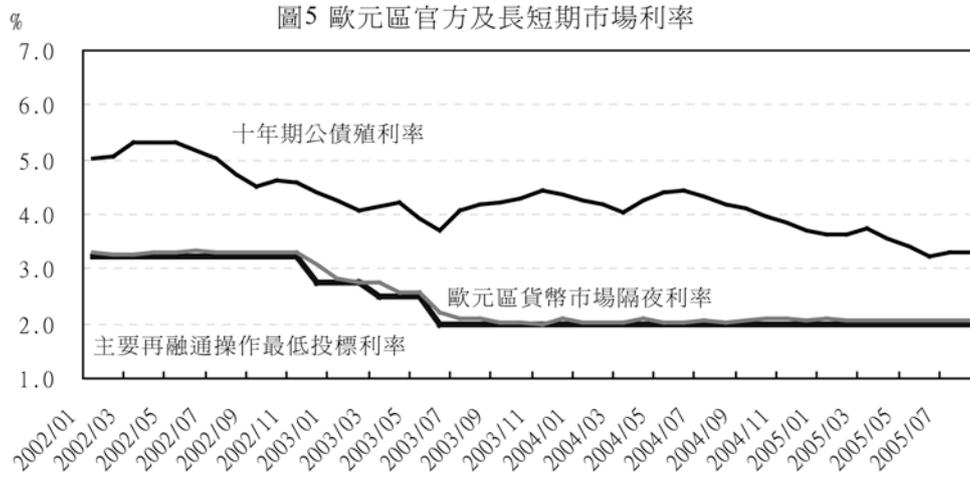
資料來源：ECB、EU 及 Thomson Datastream。

區第 3 季之 GDP 季增率將維持在 0.2%~0.6%，第 4 季可望提高至 0.4%~0.8%。展望未來，高油價與疲弱的消費者信心將成為左右歐元區景氣的重要因素。

物價方面，受油價高漲衝擊，年初以來

歐元區調和消費者物價指數 (HICP) 年增率維持在 1.9%與 2.1%之間 (圖 4)，7 及 8 月 HICP 年增率則上升至 2.2%；扣除食物與能源價格之核心 HICP 年增率，8 月小幅滑落至 1.3%。整體而言，ECB 認為歐元區內通膨壓





力尚屬溫和，景氣復甦動能仍待加強，因此，貨幣政策續採觀望。9月1日 ECB 貨幣政策會議決定，政策利率（主要再融通操作

之最低投標利率）仍維持在 2003 年 6 月以來的 2.0% 低點（圖 5）。

四、英國景氣漸緩，英格蘭銀行轉向降息

本年第 2 季英國經濟成長率（與上年同季比）由第 1 季之 2.1% 走緩至 1.7%（圖 6），為自 2002 年第 1 季以來之最低。就與上季比之季變動率分析，第 2 季英國經濟成

長率由第 1 季之 0.4% 微升為 0.5%，主要成長動能來自服務業產出成長 0.6%，製造業產出仍未見好轉，續衰退 0.3%，惟減幅已較第 1 季之衰退 0.9% 略為緩和；個人消費支出擴張

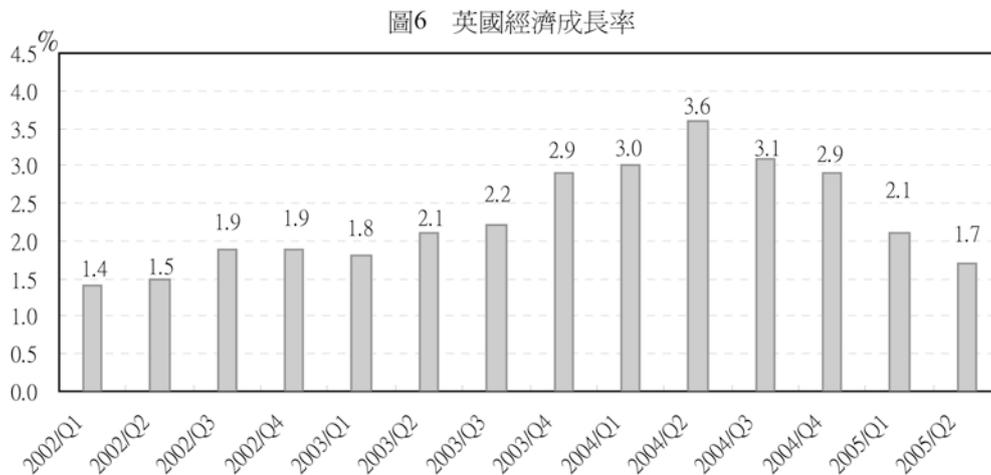


表4 英國重要經濟金融指標

年 / 月	經濟成長率 %	失業率* %	工業生產 年增率 %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (十億英鎊)	M0 年成長率 %	消費者物價 指數 (CPI) 年增率 (1995=100) %	英格蘭銀 行十四天 期附買回 利率 %
2002	1.8	5.0	-2.5	-1.6	-0.4	-40.9	8.0	1.3	4.00
2003	2.2	4.8	-0.2	0.7	3.6	-47.9	7.2	1.4	3.75
2004	3.1	4.7	0.4	0.6	6.1	-61.2	6.0	1.3	3.75
2004/9	3.1	4.7	0.1	7.3	5.9	-5.0	6.1	1.1	4.75
10		4.7	-1.7	1.9	6.6	-5.5	5.8	1.2	4.75
11		4.7	1.0	7.5	8.6	-5.2	5.2	1.5	4.75
12	2.9	4.7	0.6	6.1	6.2	-4.7	5.1	1.6	4.75
2005/1		4.8	-0.5	8.5	4.0	-5.4	6.2	1.6	4.75
2		4.7	-0.3	4.6	7.7	-5.3	5.9	1.6	4.75
3	2.1	4.7	-2.6	2.2	6.3	-5.4	6.5	1.9	4.75
4		4.7	-1.9	7.0	5.0	-5.2	3.4	1.9	4.75
5		4.8	-1.5	6.0	5.3	-5.1	4.3	1.9	4.75
6	1.7	4.7	-2.0	7.5	2.1	-4.5	3.8	2.0	4.75
7			-1.6				4.9	2.3	4.75
8							6.2	2.4	4.50

註*：當月失業率數值係為當月及前後月等三個月的失業率平均數。

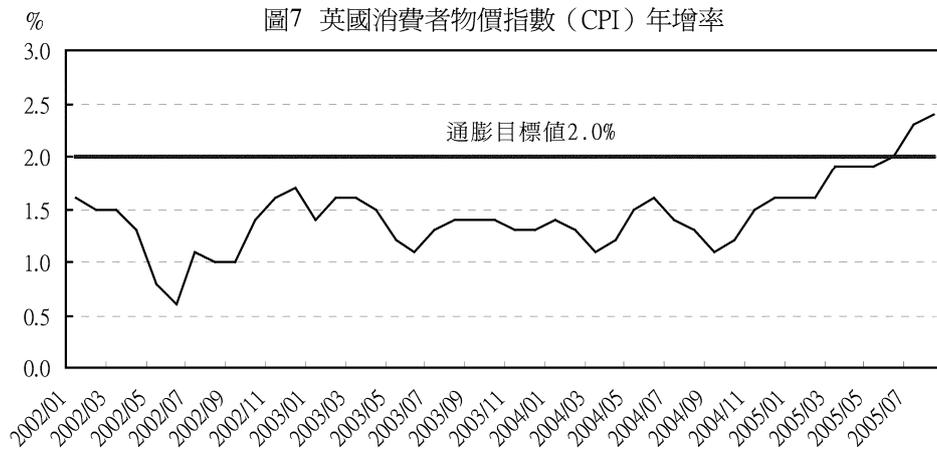
資料來源：National Statistics of UK 及 Thomson Datastream。

力道亦顯不足，僅成長 0.2%；出口則成長 5.6%。本年 7 月倫敦發生兩起恐怖攻擊事件，使復甦中之消費支出蒙上陰影。

由於英格蘭銀行自 2003 年 11 月連續 5 度升息，英國房地產市場日漸降溫，房價漲幅大幅縮小。根據英國主要房貸機構 Halifax 的資料顯示，本年房價漲幅持續下降，7 月房價相較上年同期的漲幅已縮小至 2.3%，為 1996 年 4 月以來之最低。勞動市場方面，本年 6 月失業率維持在 4.7% 低點（表 4），惟請領失業救濟金人數逐月上升。物價方面，由於國際原油價格飆升，運輸成本上升，加

以銀行調升部分金融服務手續費，致通膨升溫，CPI 年增率於 6 月攀升至通膨目標之 2% 水準（圖 7），8 月 CPI 年增率更躍升至 2.4%，為 1997 年以來之最高。而生產者物價指數(PPI)年增率自年初以來一路走高，5、6 月轉呈下降，7 月 PPI 年增率再回升為 3.0%；惟扣除能源、食物、菸酒後的核心 PPI 年增率僅 2.2%，為本年以來最低水準。

貨幣政策方面，鑒於景氣漸緩，英格蘭銀行貨幣政策委員會於本年 8 月 4 日宣布調降該行 14 天期附買回利率（repo rate），由 4.75% 降至 4.50%，以期激勵景氣（圖 8）。



五、日本經濟連續三季正成長，惟尚未擺脫通貨緊縮陰影

日本第 2 季實質 GDP 較上季成長 0.8%，換算年率為成長 3.3%（圖 9），已連續 3 季呈現成長，惟較上季之成長 5.8% 為低。本季輸出由上季衰退 0.1% 轉為成長 2.9%，企業設備投資成長由上季之 3.1% 增加為 3.6%，惟民間消費由上季之成長 1.2% 下滑至 0.6%。至於公共投資方面，則續較上季減少 1.3%，且連

續五季呈現衰退。日銀總裁福井俊彥表示日本經濟已擺脫震盪期，朝穩定復甦的方向邁進；IMF 於 8 月上旬亦將日本本年經濟成長率預測值由原先之 0.8% 上修為 1.8%。

日本第 2 季工業生產較第 1 季衰退 0.4%；因運輸設備、機械及電機等產品生產衰退，7 月工業生產續較上月衰退 1.1%，較

上年同期亦衰退 2.3% (表 5)。日本央行認為此為短暫調整現象，並未影響日本經濟整體復甦的趨勢，未來成長關鍵為 IT 產業景氣能否持續改善。

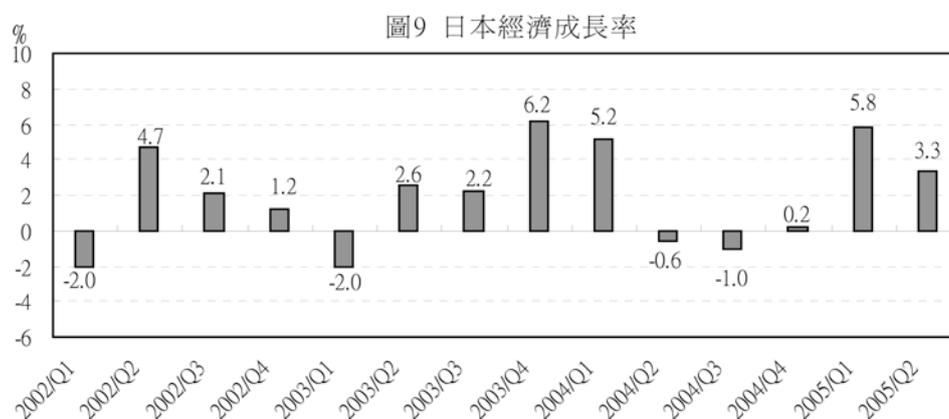


表 5 日本重要經濟指標

年/月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2000=100)		企業物價指數 (2000=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2002	-0.3	5.4	-1.2	-0.9	-0.8	-2.1	6.4	-0.4	98,814
2003	1.4	5.2	3.2	-0.3	-0.2	-0.8	4.7	5.1	101,863
2004	2.7	4.7	5.5	0.0	-0.2	1.2	12.1	10.9	119,533
2004/8		4.8	9.6	-0.2	-0.2	1.7	10.5	18.6	5,729
9	-1.0	4.6	4.1	0.0	0.0	1.9	12.1	12.5	12,132
10		4.6	-0.9	0.5	-0.1	2.1	11.7	12.7	11,541
11		4.6	4.4	0.8	-0.2	2.1	13.4	28.1	5,973
12	0.2	4.5	1.9	0.2	-0.2	1.9	8.8	11.1	11,332
2005/1		4.5	2.0	-0.1	-0.3	1.4	3.2	11.4	1,939
2		4.7	1.0	-0.3	-0.4	1.3	1.7	11.4	10,897
3	5.8	4.5	1.3	-0.2	-0.3	1.4	6.1	7.7	11,188
4		4.4	0.3	0.0	-0.2	1.9	7.8	12.8	9,580
5		4.4	0.3	0.2	0.0	1.8	1.4	18.7	2,928
6	3.3	4.2	0.2	-0.5	-0.2	1.4	3.6	11.1	8,685
7		4.4	-2.3	-0.3	-0.2	1.5	4.3	11.7	8,703

由於景氣呈現復甦跡象，就業情況漸獲改善，日本 6 月的失業率由前五個月平均之 4.5% 下滑至 4.2%，為 1998 年 12 月以來新低，7 月回升至 4.4%。物價方面，受國際油價上漲影響，企業物價指數年增率自上年 3 月以來持續呈現正成長，本年 7 月為 1.5%；CPI 年增率雖於上年第 4 季一度由負轉正，惟本年以來再度轉負，7 月為 -0.3%，主因稻米價格下跌所致。剔除生鮮食品的核心 CPI 年增率仍持續下跌，至 7 月為 -0.2%，顯示日本尚未擺脫通貨緊縮陰影。

為提振企業信心和鼓勵消費支出，日本央行繼續維持利率近乎零之寬鬆貨幣政策。惟在 8 月 9 日的貨幣政策會議上，仍持續 5 月 20 日起實施的新措施，即當流動性需求降低，日本央行可將注入金融體系的資金暫時低於準備金活期帳戶餘額目標下限，該目標區間仍維持在「30~35 兆日圓」不變。雖然部分市場分析師認為這是日本金融體系改善後，日本央行對實施逾四年的定量寬鬆政策之結束宣告。不過日本央行總裁強調，這並不表示日本央行在貨幣政策上有所轉變。

六、中國大陸經濟持續快速成長，通膨壓力未除

中國大陸第 2 季經濟成長率在民間消費及出口持續成長帶動下，連續三季成長 9.5%（圖 10）。固定資產投資隨宏觀調控效應持續發酵，年增率由上年第 1 季 43.5% 之高峰逐步下滑至本年 7 月之 27.7%。雖然本年 7 月工業生產指數年增率已由年初之 20.9% 放緩

為 16.1%，但本年前 7 月已簽約之外資投資金額仍成長 19%，高於原先預期，復以 M2 年增率亦自本年 4 月的 14.1% 逐月攀升至 7 月之 16.3%，顯示中國大陸景氣持續熱絡。

物價方面，CPI 年增率自上年 7、8 月之 7 年來高點 5.3%，下滑至本年 6 月之近 2 年

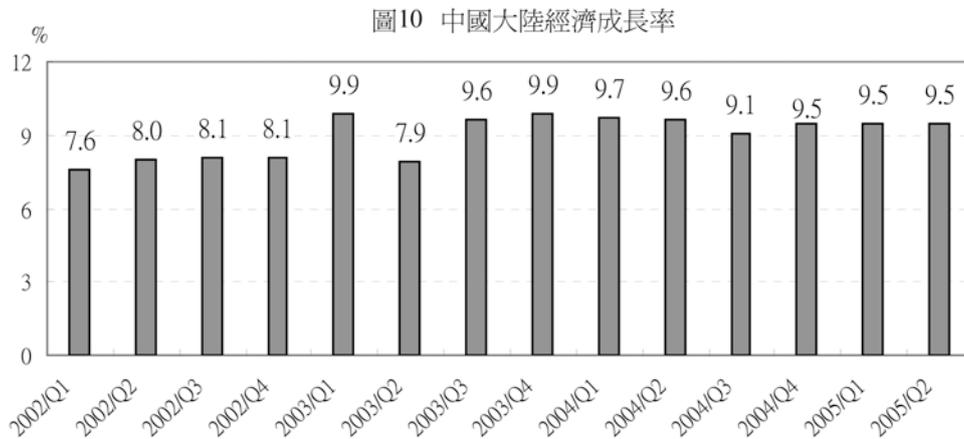


圖11 中國大陸消費者物價年增率



來新低 1.6% 後，7 月微升至 1.8%（圖 11）。雖然 CPI 漲幅溫和，但今年上半年工業品出廠價格仍較上年同期上漲 5.6%，加上原材料、燃料價格等亦上漲 9.9%，顯示通膨壓力仍在。至於房地產價格方面，根據中國人民銀行於本年 8 月 15 日公布之「2004 年中國房地產金融報告」，上年上海等地區出現區域性房地產過熱現象。為此，人民銀行於本年 3 月 17 日調升商業銀行個人房貸利率及調高房價上漲過速地區的個人住宅貸款頭期款成數，並加強管控及防範房地產之金融風險。影響所及，7 月以來，大陸房市已逐漸降溫，建房及裝修材料價格，以及租房價格之漲幅

均大幅趨緩。

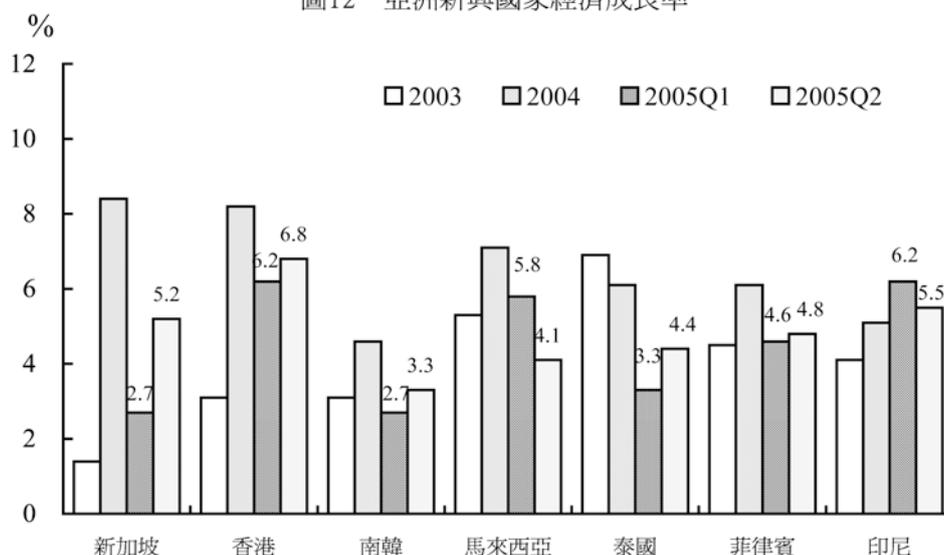
此外，有鑑於國內景氣過熱，產能過剩，復以國際壓力日增，中國人民銀行於 7 月 21 日宣布將人民幣兌美元匯率由原先之 1 美元兌 8.28 人民幣，調升至 1 美元兌 8.11 人民幣，升值 2.0%，並採行多項匯率機制改革措施，結束 10 年來人民幣固定匯率制度，邁向管理浮動匯率制度。另為紓解人民幣進一步升值壓力及企業避險需求，人民銀行自 8 月起，陸續採行一連串外匯開放及放寬措施，例如放寬人民幣在資本帳及經常帳上之兌換限制、擴大開放遠期外匯及人民幣與外幣的換匯業務等。

七、亞洲新興國家經濟持續擴張，普遍續採緊縮性貨幣政策

本年第 2 季，亞洲新興國家雖受油價攀升及全球經濟成長步調趨緩等不利影響，但部分國家在內需強勁的帶動下，經濟持續擴張。除馬來西亞及印尼外，其他各國第 2 季經濟表現均較第 1 季為佳（圖 12）。

香港第 2 季因消費、投資及出口貿易持續熱絡，實質經濟成長率由上季之 6.2% 上升至 6.8%。隨景氣穩健擴張，就業狀況明顯改善，失業率自 2003 年 7 月之 8.7% 高點，逐步下降至本年 7 月之 5.7%。在物價方面，由

圖12 亞洲新興國家經濟成長率



於國際原油價格持續攀升，復以消費需求強勁，通膨壓力增加，CPI 年增率自本年前六個月平均之 0.6% 升至 7 月之 1.3%。

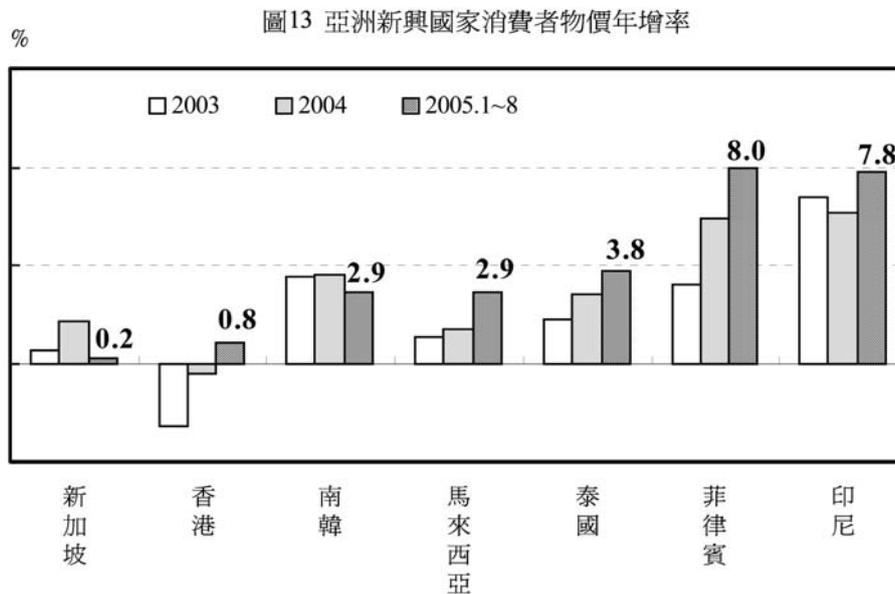
南韓第 2 季輸出成長率由上季之 7.4% 放緩至 5.1%，惟在民間消費支出及營建投資擴增帶動下，經濟成長率由上季之 2.7% 升至 3.3%。由於南韓出口受韓元升值衝擊，益以不動產價格漲勢歇息，且長期利率走揚，南韓央行貨幣政策會議決定將隔夜拆款利率目標維持在上年 11 月調降後之 3.25% 歷史低點，期能促進經濟成長。南韓央行並表示，上半年受國際油價上漲之影響，南韓經濟成長率僅達 3.0%，低於預測值之 3.4%，但下半年可望在內需帶動下加速成長，全年經濟成長率預測值則由 4.0% 下修至 3.8%。

新加坡受惠於生物醫藥製造業與服務業的強勁成長，本年第 2 季經濟成長率由第 1

季之 2.7% 大幅揚升至 5.2%。新加坡貿工部並將本年全年經濟成長率預測值由 2.5%~4.5% 上調至 3.5%~4.5%。

菲律賓第 2 季經濟成長率由上季之 4.6% 略升至 4.8%，成長之主要動能來自消費支出，惟本年第 1 季以來油價高漲、出口疲弱及農業生產不振等不利因素仍持續發酵中。

泰國第 2 季經濟成長率由第 1 季之 3.3% 升至 4.4%，主因乾旱對農業影響減輕，旅遊人數上升，以及出口改善帶動工業產值增加；惟受國際油價高漲影響，泰國央行仍將本年全年經濟成長率預測值由 4.5%~5.5% 下調至 3.5%~4.5%。高油價推升進口成本，泰國貿易赤字於本年 6 月創下九年來新高。為刺激景氣，泰國政府宣布振興經濟計畫，以減輕油價高漲的衝擊。



馬來西亞受內需減緩衝擊，第 2 季經濟成長率由第 1 季之 5.8% 放緩至 4.1%。印尼第 2 季經濟成長率則由上季之 6.2% 降至 5.5%。印尼雖為石油輸出國家組織（OPEC）成員，但石油產量無法滿足國內需求，且油價補貼措施已導致財政惡化。因此，印尼政府於近期推動節約能源措施以減輕國際油價高漲衝擊，惟此舉可能抑制其經濟成長。

物價方面，受國際原油價格高漲影響，亞洲新興國家 WPI 年增率明顯上揚，其中新加坡 4 月曾升至 11.9%，泰國則於 7 月達 9.6%；CPI 年增率方面，印尼、菲律賓、泰國、馬來西亞 CPI 年增率走高，近期均已超過 3%（圖 13）。

為進一步防範通膨威脅，泰國央行繼上年 8、10、12 月及本年 3 月、6 月、7 月升息

後，9 月 7 日第七度調高官方利率（14 天期附買回利率）二碼至 3.25%。菲律賓亦於本年 4 月 7 日調高官方利率一碼。印尼於 8 月 9 日調高官方利率 1 碼後，為遏止印尼盾進一步貶值，復於 8 月 16 日及 9 月 6 日分別將官方利率調升 3 碼及 2 碼至 10.0%。香港則自上年 7 月以來，跟隨美國十度升息。新加坡則重申維持匯率緩步升值政策以紓解日益升高的通膨壓力。此外，馬來西亞央行於本年 7 月 21 日跟隨中國人民銀行的腳步，改採管理浮動匯率機制，馬幣對美元的升值將有助於抑制通膨壓力。

至於南韓，為擺脫消費持續不振與減輕家計部門沉重的債務負擔，於上年 8 月及 11 月二度降息，官方利率降至 3.25% 的歷史新低後，本年以來未再調整。

八、美元轉強，歐元、日圓回貶

在國際匯市方面，歐元及日圓對美元匯價分別於去年底及本年 1 月中旬升抵 1 歐元兌 1.3639 美元及 1 美元兌 102.03 日圓新高後，轉呈貶勢。支撐美元走強的主要因素是美國的利差優勢與相對較佳的經濟表現。至 9 月 16 日歐元對美元匯價下滑至 1 歐元兌 1.2172 美元（圖 14），日圓對美元匯價則收在 1 美元兌 111.485 日圓（圖 15），與上年

10.23%。

在亞洲新興國家方面，本年初由於市場對人民幣升值的預期，加上南韓央行宣布外匯存底之運用將趨於多元化，被市場解讀為將降低持有美元資產部位，造成美元對亞洲新興國家貨幣貶值，並使得這些國家的貨幣成為市場預期升值的焦點，國際熱錢紛紛湧入，帶動其匯價走揚。惟之後由於美元在國際市場轉強，且國際油價上漲，亞洲新興國

圖 14 歐元對美元匯率

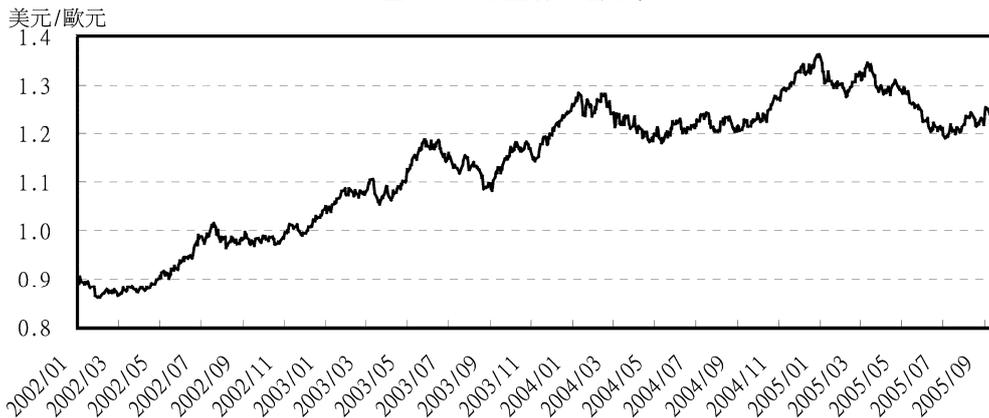


圖 15 美元對日圓匯率



家經濟成長動能趨緩，導致亞洲貨幣走勢轉疲。此外，中國大陸於7月21日宣布調整人民幣釘住美元，改採一籃貨幣制度，人民幣升值2.1%。馬來西亞也緊隨著宣布馬幣與美元脫鉤，改採管理浮動制。但由於人民幣升值幅度不大，亞洲貨幣在人民幣升值不到一

週內紛紛回貶。9月16日與去年底比較，韓元、馬幣對美元分別小幅升值0.46%及0.81%，菲律賓披索則持平；泰銖近期則因泰國經常帳數據惡化，跌勢加劇，對美元貶值5.29%；印尼盾因印尼政府提供油價補助導致財政惡化，亦對美元貶值達8.63%。

九、國際股市普遍回升

今年上半年，全球股市受國際原油價格高漲、利率揚升，加上美國高科技產業財報欠佳、對沖基金（hedge funds）投資債券慘賠等影響，普遍呈震盪盤整走勢。下半年因美國消費支出及製造業景氣轉強，以及人民幣升值，熱錢大量湧入亞洲股市，復以歐元大幅貶值帶動歐洲股市外銷類股上揚，致全球股市普遍回升，其中以韓國及歐元區股市之漲幅最大。8月下旬以來，即使國際油價漲勢再起，但除美國股市受其影響較大外，其

餘各國股市尚稱穩定。9月16日與去年底比較，美國道瓊股價指數及那斯達克股價指數分別下跌1.3%及0.7%，泛歐指數及日經股價指數則分別上升15.9%及12.8%。至於亞洲其他股市，韓國上漲31.1%，其次依序為新加坡、泰國、印尼、香港、菲律賓及馬來西亞，分別上漲11.6%、6.0%、5.7%、5.3%、4.8及1.6%，而上海A股則下跌4.2%（圖16、17、18、19）。

圖16 美國道瓊股價指數

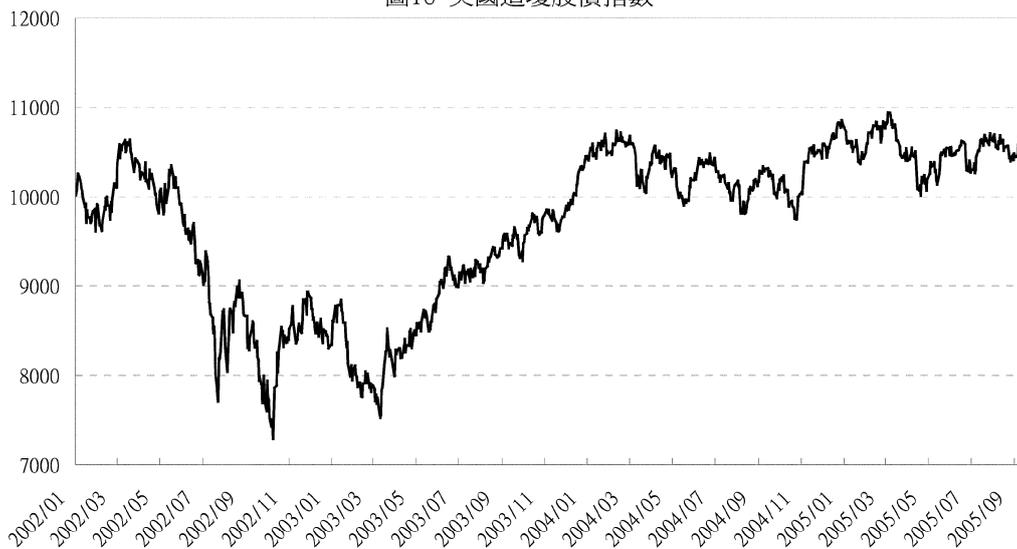


圖17 美國NASDAQ股價指數



圖18 德國DAX股價指數

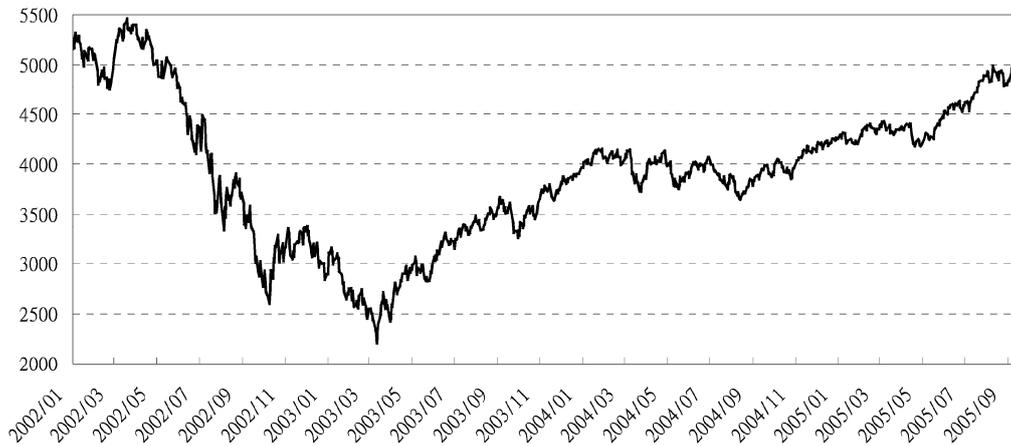
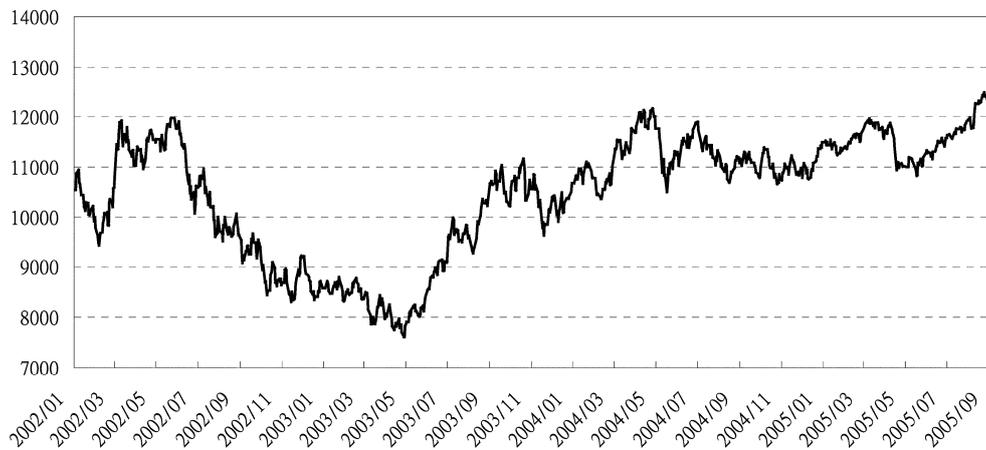


圖19 日本N225股價指數



十、國際商品價格仍居高檔

美國商品研究局期貨指數（CRB）及美國哥倫比亞大學工業商品價格指數（JOC）於本年3月創下歷史新高後，因全球景氣減緩，國際商品需求減弱，CRB與JOC回軟。6月以來，由於國際油價與黃金價格持續上漲，且中國大陸與美國經濟表現仍佳，各種原物料商品的需求激增，而銅、穀類等則因供給短缺與產地遭逢大旱而生產不足，加以因卡翠娜颶風造成美國東南部災情慘重，棉花與大豆等商品價格隨之上揚，帶動國際原物料價格水漲船高，至本年9月16日，CRB與JOC指數分別為315.39與119.96，較上年底分別漲11.1%及7.6%。

油價方面，本年以來，受北半球天候嚴寒及預期石油輸出國家組織（OPEC）未來可能減產等不利因素影響，國際油價持續上揚，其間雖一度回挫，但自5月20日以後，

因美國用油需求上升，進入夏季用油高峰期，以及隨後美國原油庫存減少、美國煉油廠事故、中東情勢不穩，以及颶風侵襲墨西哥灣煉油設施等利空消息的影響，國際油價不斷攀升，美國西德州中級原油於8月30日創69.81元歷史新高後，因國際能源總署（IEA）協調美、日等國釋出儲備原油，回降至9月16日之每桶63.04美元的價位，較上年底的43.46美元上漲45.1%（圖20）。

國際黃金方面，本年6月因法國與荷蘭公民投票相繼否決歐洲憲法，歐元後勢看弱，復因市場普遍認為通貨膨脹壓力減輕，金價下跌，一度跌至7月18日每盎司418.4美元低點後，受美元貶值與國際油價上升的影響，黃金保值避險需求增加，金價再度上升，至9月16日價格為457.2美元左右，較上年底之435.6美元上升5.0%（圖20）。



十一、影響全球經濟前景之變數

由於本年 7 月人民幣對美元升值幅度不大，對中國大陸經濟之影響應屬有限，且外界普遍認為人民幣匯率機制改革，有助於未來匯率調整的靈活性與市場性，強化未來亞洲各國採取更具彈性之匯率制度，符合美國、七大工業國（G7）及國際貨幣基金（IMF）等國際機構期望，惟因人民幣升值幅度低於市場預期，且未公開一籃貨幣的種類及權重，市場預期與官方的管理浮動匯率區間勢必出現落差，將使人民銀行持續干預匯率。因此，預期未來中國大陸官方對人民幣匯價的態度及美國財政部 10 月就匯率操縱問題對國會的報告，均將牽動人民幣與全球匯市的發展。

此外，國際油價亦為影響全球經濟前景之重要變數，8 月中旬 IEA 將俄羅斯等非

OPEC 產油國每日供給量預測值調降 20.5 萬桶。儘管原油價格迭創新高，但非 OPEC 國家產量未能達到預期，加以美國墨西哥灣煉油設施因颶風嚴重受創，加重 OPEC 供油壓力，目前 OPEC 國家幾已動用全部產能。IEA 表示，高油價並未完全抑制需求的成長，本年全球石油消費量仍將增加 2%。IEA 首席經濟學家 Faith Birol 更指出，若本年平均油價達 50 美元，全球經濟成長率將減少 0.8 個百分點。

展望未來，在發展中國家對原油的需求仍強，而原油供給趨緊的不穩定情況下，若發生地緣政治不穩、北半球冬季嚴寒或美元貶值之預期等不利因素，恐將引起油價進一步走揚，並衝擊全球經濟成長。