

## 國際經濟金融情勢

### 一、概 述

本（2004）年上半年，全球景氣在主要工業先進國家與亞洲新興國家經濟擴張的帶動下，延續上（2003）年下半年來強勁復甦之態勢；惟年中以後，受國際原油價格迭創歷史新高，中國大陸經濟降溫效果逐漸顯現，國際恐怖攻擊陰影持續存在等不利因素影響，除歐元區外，全球經濟成長步調趨緩。

本年第 2 季，美國因消費者支出疲軟，經濟成長率由上季的 4.5% 下滑至 2.8%（與上季比，換算成年率）。歐元區由於輸出、入加速成長，景氣持續增溫，經濟成長率由第 1 季的 1.3%（與上年同季比）進一步上揚至 2.0%。日本雖已連續 5 季呈現成長，惟復甦力道減緩，經濟成長率由上季的 6.4%（與上季比，換算成年率）大幅下滑至 1.3%。亞洲新興國家經濟則持續成長，其中以新加坡、香港及馬來西亞表現尤佳，經濟成長率分別達 12.5%、12.1% 及 8.0%。至於中國大陸，受宏觀調控影響，固定資產投資成長減緩，惟民間消費仍加速成長，經濟成長率仍達 9.6%，僅稍低於第 1 季的 9.8%，景氣存在過熱的風險。

儘管國際油價飆漲，全球利率走升，國際貨幣基金（IMF）於 9 月底公布的秋季「國

際經濟展望」報告，仍看好本年國際景氣，微幅調升全球經濟成長率預估值由 4 月的 4.6% 上修至 5.0%，為 4 年來新高，明（2005）年則由 4.4% 略降至 4.3%（請參閱表 1）。至於其他預測機構如環球透視預測機構（Global Insight Inc.）8 月公布的最新預測，亦將本年全球經濟成長率預估值由 3.9% 上修至 4.2%，對明年的預估由 3.4% 上修至 3.6%；並預估本年及明年全球貿易量成長率分別成長 7.9% 及 6.7%。JP 摩根大通銀行則預估本年及明年全球經濟成長率分別為 4.0% 及 3.4%。

就物價情況來看，反映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水準全面攀升，其中尤以製造業為發展重心、對進口能源依賴程度高的亞洲新興國家，漲幅較大。韓國、新加坡及泰國的躉售物價指數（WPI）年增率分別由年初的 3.8%、0.6% 及 2.8%，上升至近期的 7.0%、6.4% 及 7.3%。消費者物價方面，由於全球產能過剩、勞動市場仍然疲弱及市場競爭激烈，主要國家消費者物價指數（CPI）漲幅仍相對溫和，惟國際油價不斷竄升，已排擠了一般消費者的購物、旅遊支出，影響所及，消費活動明顯趨緩。未來伴隨全球景氣持續

表 1 全球經濟成長展望

單位：%

區域別或國別	2003	2004	2005
全球	3.9	5.0 (4.2)	4.3 (3.6)
先進經濟體	2.1	3.6	2.9
OECD 國家	2.2	3.4	3.3
主要先進經濟體(G7)	2.2	3.7	2.9
美國	3.1	4.3 (4.3)	3.5 (3.6)
日本	2.4	4.4 (4.7)	2.3 (2.7)
德國	-0.1	2.0 (1.3)	1.8 (1.9)
英國	2.2	3.4 (3.4)	2.5 (2.8)
歐元區	0.4	2.2 (1.8)	2.2 (2.2)
亞洲新興工業經濟體(四小龍)	3.0	5.5	4.0
台灣	3.31	5.6 (5.3)	4.1 (4.5)
香港	3.2	7.5 (5.8)	4.0 (4.8)
新加坡	1.1	8.8 (7.8)	4.4 (4.7)
南韓	3.1	4.6 (5.3)	4.0 (6.1)
東協之四小虎	5.1	5.5	5.4
泰國	6.7	6.2 (6.8)	6.4 (5.9)
馬來西亞	5.3	6.5 (6.8)	6.3 (5.3)
菲律賓	4.5	5.2 (4.9)	4.2 (4.6)
印尼	4.1	4.8 (4.7)	5.0 (5.0)
中國大陸	9.1	9.0 (8.6)	7.5 (7.2)
其他新興市場暨發展中國家	6.1	6.6	5.9

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, September 2004；( )內資料係採用 Global Insight World Economic Outlook, August 2004；OECD 國家資料採用 OECD Economic Outlook No.75, June 2004。

擴張，國際原油價格及原物料行情居高不下，通膨壓力恐逐步升高。

就貨幣政策而言，為防範通膨復燃，主要工業先進國家紛紛採取升息措施，促使官方利率由史上最低水準回升。本年 6 月美國聯邦準備體系 (Fed) 結束 2001 年初以來為刺激景氣而採行的寬鬆貨幣政策，調高聯邦資金利率目標一碼。8、9 月再二度升息，將聯邦資金利率目標調高至 1.75%，並重申審慎逐步移除寬鬆貨幣政策，同時亦將視經濟變化採取必要因應的立場。伴隨美國升息，加拿大亦於 9 月調高官方利率一碼至 2.25%，係 17 個月來首度升息。

較之美國，澳洲與英國早於上年 11 月率先升息，以預防景氣過熱。英國至今已升息 5 次，官方利率升抵 4.75%，利率水準為七大工業國家中最高。紐西蘭本年以來已五度升息，官方利率升抵 6.25%，為已開發國家最高，並暗示年底可能進一步升息。上述國家升息之主要理由，係為防範低利率引發房地產市場景氣過熱。其他歐洲國家，如瑞士、捷克及波蘭亦跟進升息。

由於國際能源及重要農工原料價格持續維持高檔，加以美國三度升息，影響所及，亞洲的香港、泰國亦分別升息。不過，韓國為擺脫消費持續不振的局面，於 8 月出人意

料地調降官方政策利率一碼，至 3.50% 的歷史最低水準。此一措施顯然與全球利率緩步

上揚的走勢背道而馳，凸顯韓國央行對國內需求疲軟的擔憂。

## 二、美國消費疲軟，經濟成長轉而趨緩

美國第 2 季經濟成長率由上季的 4.5% 下滑至 2.8%（與上季比，換算成年率）（圖 1），主要係消費者支出緊縮，由第 1 季之 4.1% 大幅下降至 1.6%，為 2001 年以來之最低增幅。不過民間投資則持續熱絡，由上季之成長 12.3% 進一步上升至 17.3%。其中，企業固定投資大幅擴張 12.1%，遠優於上季之 4.2%，主要係因設備及軟體投資成長 13.6% 及住宅固定投資成長 14.7% 所致。至於整體政府支出成長率為 2.4%，與上季之 2.5% 相當，不過政府國防支出成長率從第 1 季之 10.6% 大幅銳減至 1.9%。在進出口方面，由於出口持續下降，而進口續創新高，本年以來美國貿易逆差持續惡化，6 月份更創下 550 億美元的新高。7 月由於進口出現近 1 年來首見衰退，加以出口略有成長，使得貿易逆差微幅縮小至

501.5 億美元。

物價方面，今年上半年以來的美國物價情勢主要受到原油價格的左右，生產者物價指數(PPI)年增率於本年 5 月創 5.0% 的年度新高後回降，至 8 月為 3.4% (表 2)，主要歸因於生產者能源價格指數上漲率縮小。至於 CPI 年增率於 6 月升至 3.2% 的本年以來新高後回降，至 8 月為 2.7%。扣除食物與能源價格的核心 CPI 年增率則自 4 月起，大致維持在 1.8% 的水準。

在勞動市場方面，上半年失業率多維持在 5.6% 的水準，8 月則降至 5.4%，為自 2001 年 10 月以來之最低。而且從年初至今，已新增近 170 萬個非農業就業機會，其中逾半數的新增工作機會係於 3 至 5 月間所增加，6、7 月間雖一度疲軟，8 月則再度回升，顯示就

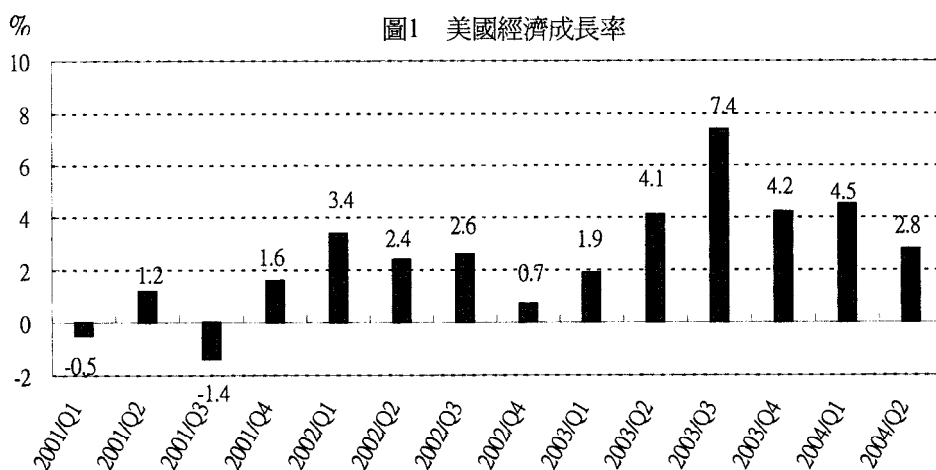


表 2 美國重要經濟指標

	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  (百萬元)
	%	%	%	年增率 %	年增率 %	年增率 %	
2001	0.5	4.8	-3.4	2.7	2.8	2	-411899
2002	2.2	5.8	-0.6	2.3	1.6	-1.3	-468264
2003	3.1	6.0	0.3	1.5	2.3	3.2	-532352
2003/7		6.2	-0.638	1.5	2.10	2.96	-43432
8		6.1	-0.57	1.3	2.20	3.54	-42866
9	8.2	6.1	0.15	1.2	2.30	3.45	-44164
10		6	0.67	1.3	2.00	3.43	-45128
11		5.9	1.53	1.1	1.80	3.44	-43376
12	4.1	5.7	2.27	1.1	1.80	4.02	-47501
2004/1		5.6	2.36	1.1	2.00	3.30	-48373
2		5.6	2.85	1.2	1.7	2.1	-48556
3		5.7	3.51	1.6	1.7	1.4	-44931
4	4.4	5.6	4.70	1.8	2.3	3.7	-51816
5		5.6	5.64	1.8	3.0	4.9	-50260
6		5.6	5.26	1.8	3.2	4.0	-57831
7	2.8	5.5	5.10	1.8	3.0	4.0	-53475
8		5.4	5.20	1.7	2.7	3.4	-

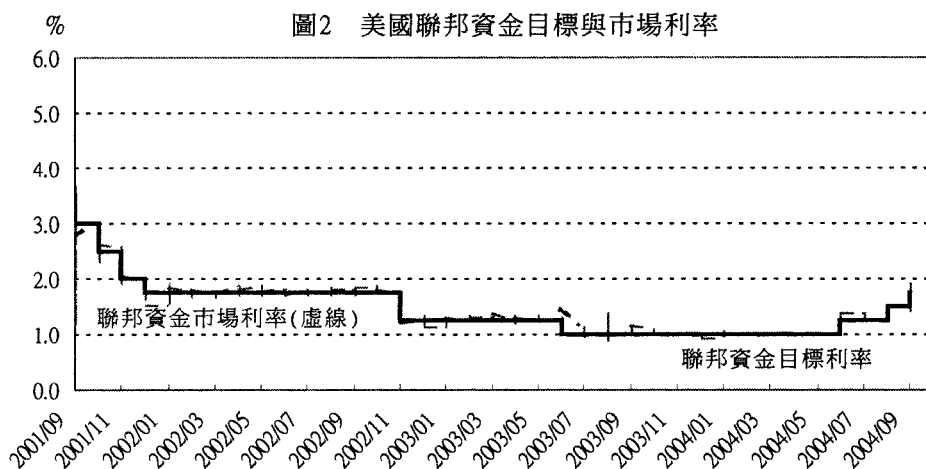
資料來源：Thomson Datastream.

業市場已出現回春的跡象。在勞動生產力方面，第 2 季非農業商業部門生產力年增率為 2.5%，不僅不及第 1 季之 3.7%，亦為 2002 年第 4 季以來之最低。而製造業部門生產力年增率亦由原先估計之 7.5% 下調至 6.9%。單位勞動成本年增率則由第 1 季之 -1.6% 轉為 1.8%。

經濟諮商協會（Conference Board）公布的消費者信心指數並未受高油價的衝擊，自本年第 2 季開始漸次增溫，7 月升至兩年來的新高 105.7，顯示美國的消費者對未來景氣仍具信心。8 月則受 7 月新增就業機會降至本年

新低影響，指數小幅挫跌至 98.2。製造業動能仍相當穩定，新訂單及生產皆持續增加，供應管理學會（ISM）製造業指數已連續成長 15 個月，8 月指數微幅下降至 59%。

9 月 8 日公布的 Fed 褐皮書報告顯示，雖然各地區的總體經濟表現穩定擴張，不過家計部門支出則相對疲軟，可歸因於部分地區的零售銷售及房地產市場表現轉弱。至於製造業部門在資本設備投資及耐久財採購的帶動下，持續呈現榮景。根據 Fed 的半年報預測，本年美國經濟成長率可達 4.5%~4.75%。



貨幣政策方面，鑑於景氣復甦，美國聯邦公開市場委員會（FOMC）決定逐步移除2001年初以來的寬鬆政策，而於6月30日將聯邦資金利率目標由原先之1.0%調高一碼至1.25%（圖2），8月10日及9月21日再各升息

一碼，目前聯邦資金利率目標為1.75%，主要融通利率為2.75%。FOMC指出，利率雖調升，但仍屬適當，足以支撐經濟活動繼續擴張；未來將維持緩步升息的立場，視經濟情勢調整貨幣政策。

### 三、歐元區輸出、入加速成長，帶動景氣持續增溫

歐元區第2季經濟成長率由第1季的1.3%（與上年同季比）上揚至2.0%（圖3）。與上季比較之變動率，則由上季的0.6%微幅下滑至0.5%，主要由輸出、入加速成長所帶動，而家計部門消費支出則依舊疲弱。歐元區最大經濟體德國，在出口需求強勁推動下，第2季的經濟已顯著改善，成長率為2.0%（與上年同季比）；而第二大經濟體法國，因國內需求熱絡，經濟表現亮麗，第2季GDP年增率高達3.0%（與上年同季比）。由於歐元區12個會員國的石油需求逾七成係仰賴進口，因此近期飆漲的油價如進一步上揚，且長期居高不下，恐將使溫和復甦的經

濟遭受衝擊。

雖然景氣持續增溫，整體歐元區失業情況尚難改善，7月失業率仍維持在9.0%的高點（表3）。物價方面，由於能源價格大幅上揚，歐元區的調和消費者物價指數（HICP）年增率截至7月已連續3個月超過歐洲中央銀行（ECB）設定的中期內低於但接近2%的控制目標上限，惟7月漲幅已見縮小，自6月的2.4%降至2.3%，初步估計8月仍為2.3%（圖4）。ECB有鑑於油價仍處高檔，加上全球經濟成長力道放緩，在9月初的貨幣政策會議中，仍將政策利率（主要再融通操作之最低投標利率）維持於2.0%的低點（圖

圖3 歐元區經濟成長率

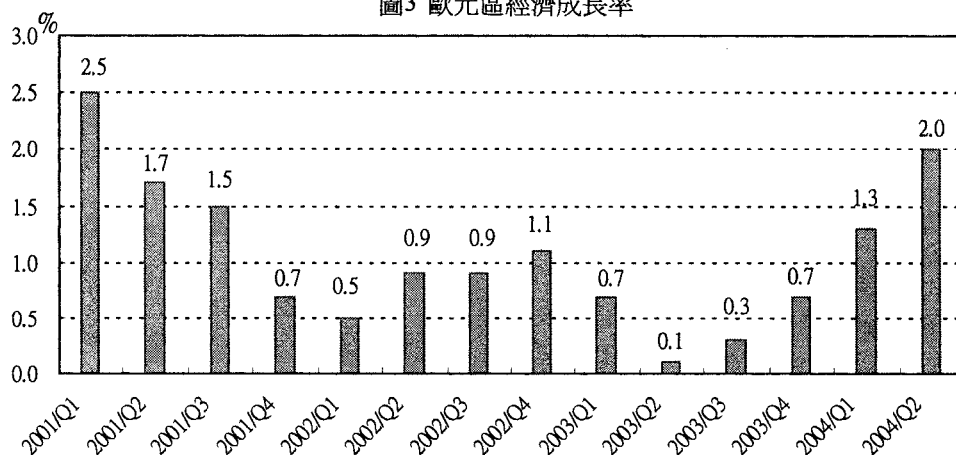
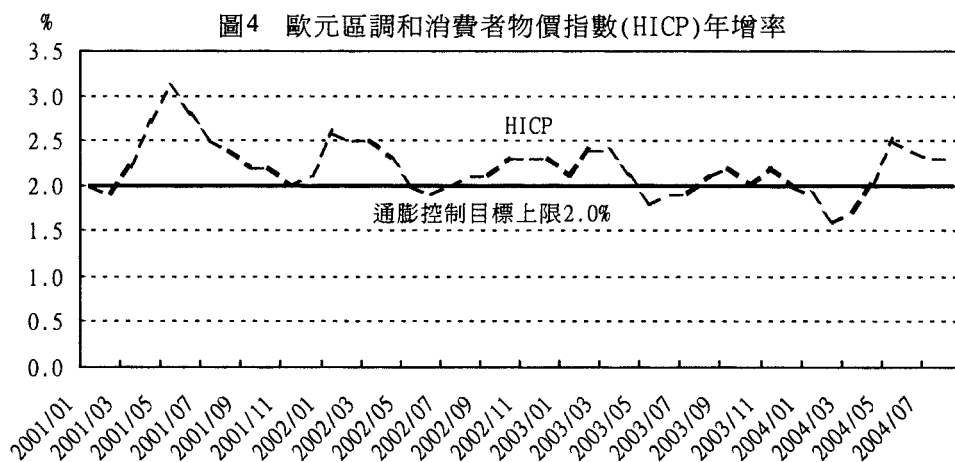


表3 歐元區重要經濟金融指標

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 %
2001	1.6	8.0	0.4	6.1	-0.9	49.7	7.8	2.3	3.25
2002	0.9	8.5	-0.5	2.1	-2.7	98.9	6.8	2.2	2.75
2003	0.4	8.9	0.3	-2.6	-0.2	72.1	7.0	2.1	2.00
2003/8		8.9	-0.4	-6.0	-5.3	7.5	8.5	2.1	2.00
9	0.3	8.9	-0.9	1.5	2.2	8.7	7.7	2.2	2.00
10		8.9	1.1	-1.5	-1.1	9.2	8.1	2.0	2.00
11		8.9	0.8	-5.2	-1.8	5.7	7.6	2.2	2.00
12	0.7	8.9	2.1	4.9	5.8	6.6	7.0	2.0	2.00
2004/1		8.9	0.6	-2.7	-6.6	1.7	6.7	1.9	2.00
2		8.9	0.9	3.1	0.9	6.8	6.4	1.6	2.00
3	1.3	8.9	1.7	13.2	5.3	10.7	6.0	1.7	2.00
4		9.0	1.5	10.3	5.3	7.1	5.4	2.0	2.00
5		9.0	3.6	8.9	5.5	7.6	4.8	2.5	2.00
6	2.0	9.0	3.1	15.9	15.2	9.0	5.3	2.4	2.00
7		9.0	2.2	7.0	8.5	12.6	5.5	2.3	2.00
8								2.3	2.00

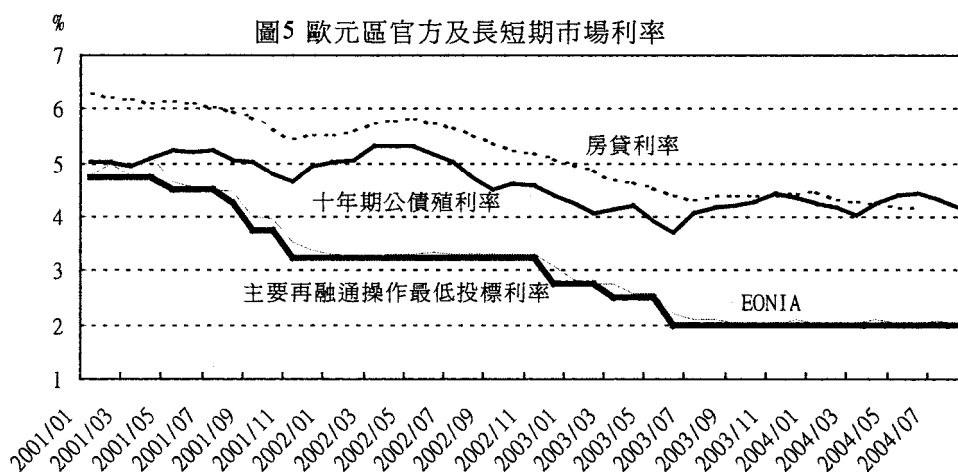
資料來源：ECB、EU 及 Thomson Datastream。



5)，並認為儘管油價上漲等因素依然對歐元區經濟前景帶來風險，惟對經濟成長動能持樂觀態度，同時將歐元區本年經濟成長率預測值由原先預估的 1.7%上修至 1.9%。

爲了維持歐元幣值穩定，歐盟於「穩定暨成長協定」(Stability and Growth Pact)中要求會員國每年的預算赤字對 GDP 的比率不得高於 3%，僅在經濟面臨嚴重衰退之際(定義爲 GDP 年成長率達負 2%)方可豁免，否

則即須受到相當於該國 GDP 0.5%的罰款。近幾年來歐元區經濟疲弱，政府稅收減少、失業保險及社會福利支出增加，造成財政惡化，然而爲了達到財政平衡，政府必須緊縮預算，限制了利用赤字財政激勵景氣的運作空間，以致拖延景氣復甦的時間。對此，歐盟財長會議曾於上年 11 月決議對連續違反「穩定暨成長協定」規定的德國及法國不予懲罰，惟這項決議於本年 7 月遭歐洲法院判



決為無效。有鑑於歐元區本年將有一半國家面臨赤字超過上限的問題，尤其德、法等大國將連續 3 年超過上限，歐盟執委會為提振歐元區景氣，於 9 月 3 日發表一項改革性決

議，計劃依各會員國經濟實際情況放寬「穩定暨成長協定」的限制，以增加執行該協定的靈活度，這項提議將交由歐盟財長會議討論後送歐盟各國同意。

#### 四、英國消費支出強勁，帶動經濟持續熱絡

英國經濟成長力道持續增強，第 2 季經濟成長率由第 1 季的 3.4%（與上年同季比）進一步升至 3.7%（圖 6），為 4 年來的最高水準，主要是由強勁的消費支出所帶動。英格蘭銀行表示，儘管近期國際油價飆升，但因英國生產的石油可以自給自足，因此並未對英國經濟造成嚴重衝擊。

經濟持續強勁擴張，致使英國勞動市場緊俏，本年 5 至 7 月的失業率仍維持在 4.7% 的低點（表 4）。7 月的 CPI 年增率受家具及食物等價格下滑之影響，由 6 月的 1.6% 降至 1.4%，仍低於 2% 的通膨目標（圖 7）。英格蘭銀行於 8 月公布的通膨報告中指出，通膨

率在近期回落，惟來自供給面的壓力逐步上揚，預期兩年後將升至 2% 目標值附近。

為了避免經濟過熱引發通膨增溫，英格蘭銀行繼上年 11 月及本年 2 月、5 月、6 月升息後，於 8 月 5 日第五度將該行 14 天期附買回利率調升一碼至 4.75%（圖 8），期能控制強勁的消費者借貸及過熱的房市。此次升息進一步擴大其與美國、日本及歐元區官方利率的差距。

近年來英國家計部門債務總額節節升高，引發各界高度關切，目前家計部門債務總額已突破 1 兆英鎊，較 10 年前成長逾倍，主要是因低利率激勵房市，加上信用卡業務

圖6 英國經濟成長率

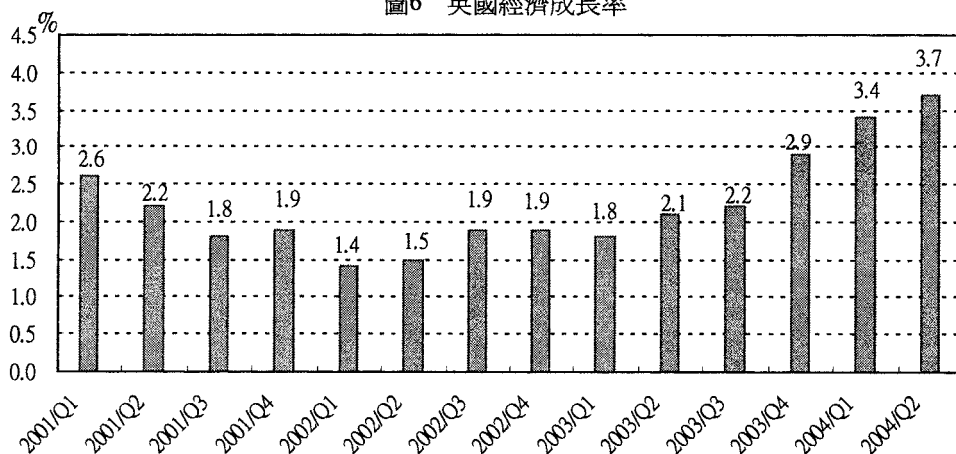




表4 英國重要經濟金融指標

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 %
2001	2.1	5.2	-1.6	0.6	2.3	-38.7	7.1	1.2	4.00
2002	1.6	5.0	-2.5	-1.6	-0.4	-40.9	8.0	1.3	4.00
2003	2.2	4.8	-0.1	0.4	3.4	-47.9	7.2	1.4	3.75
2003/8		5.0	-0.5	7.4	0.5	-3.1	7.9	1.4	3.50
9	2.2	5.0	-0.4	-0.2	7.2	-4.8	7.8	1.4	3.50
10		4.9	1.4	4.5	5.6	-4.4	7.3	1.4	3.50
11		4.9	0.2	5.6	4.6	-4.8	8.0	1.3	3.75
12	2.9	4.8	-0.2	8.7	9.5	-4.4	7.0	1.3	3.75
2004/1		4.8	0.4	-9.9	5.1	-6.2	8.0	1.4	3.75
2		4.7	-0.7	-0.8	0.3	-4.4	6.8	1.3	4.00
3	3.4	4.8	0.2	0.2	1.4	-4.5	7.1	1.1	4.00
4		4.8	1.3	-14.2	5.5	-5.2	5.7	1.2	4.00
5		4.8	1.5	-4.3	1.1	-5.0	4.7	1.5	4.25
6	3.7	4.7	0.9	6.4	3.0	-5.1	7.0	1.6	4.50
7			0.1				5.6	1.4	4.50
8							4.8		4.75

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。

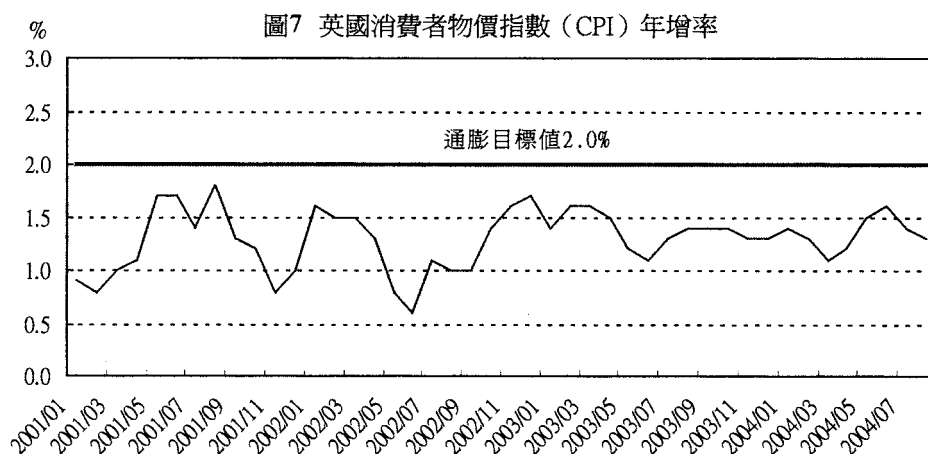
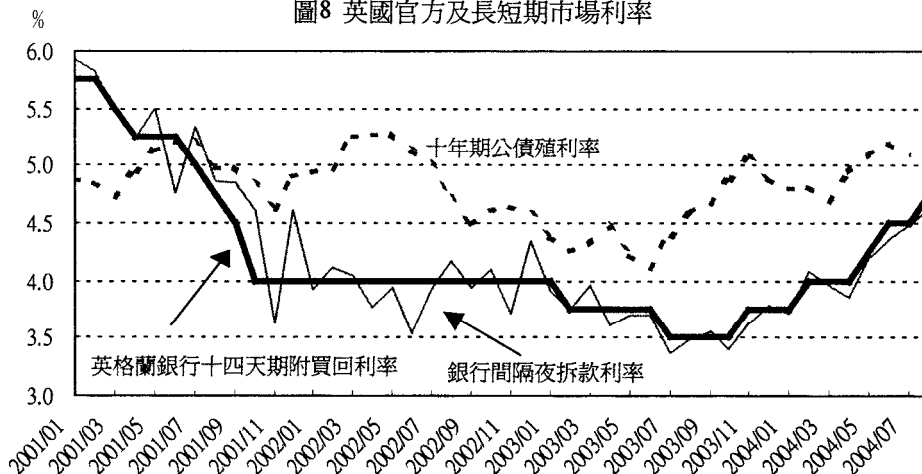


圖8 英國官方及長短期市場利率



蓬勃發展，帶動家計部門的房貸債務及信用卡債務快速累積。信用卡債務成長速度最快，10年內約增加5倍；2000年以後，則以房貸債務成長最為強勁，平均年增率約13%，而信用卡債務在此期間增幅放緩，上年的年增率降至10%。儘管英格蘭銀行自上年11月以來已升息1.25個百分點，房市依舊

熱絡，直至近期房價升幅始出現放緩的跡象。根據英國主要房貸機構Halifax的統計，截至7月，房價的3個月移動平均年增率仍升至22.1%，但與6月比較則上揚1.3%，已低於6個月的平均升幅2.0%。IMF警告英國應慎防房地產泡沫破滅對英國經濟可能造成之衝擊。

五、日本經濟復甦力道減緩，通貨緊縮壓力仍在

日本本年第二季經濟成長率由上季的6.4%（與上季比，換算成年率）大幅下滑至

1.3%（圖9），雖已連續五季呈現成長，惟復甦力道已呈現減緩之趨勢。本季輸出、企

圖9 日本經濟成長率

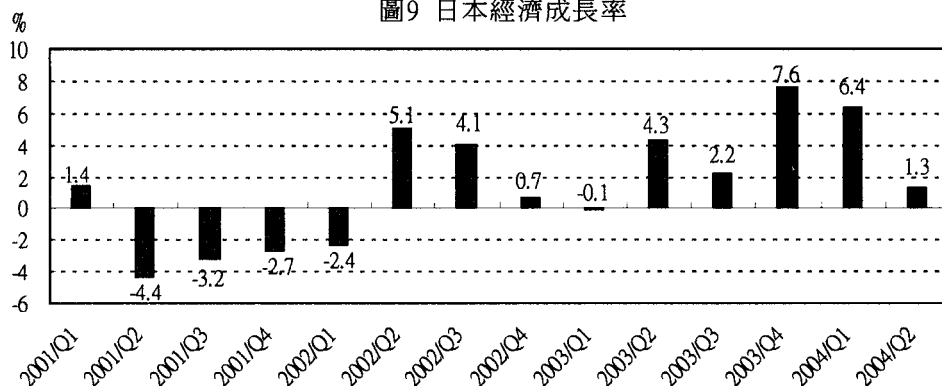


表 5 日本重要經濟指標

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)		躉售物價指數 (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 %			
2001	0.4	5.0	-6.8	-0.7	-0.8	-2.3	-5.2	3.6	65,637
2002	-0.3	5.4	-1.2	-0.9	-0.9	-2.1	6.4	-0.4	98,814
2003	2.4	5.2	3.2	-0.3	-0.3	-0.8	4.7	5.1	101,863
2003/8		5.1	-1.3	-0.3	-0.1	-0.7	6.4	3.6	7,785
9	2.2	5.1	4.0	-0.2	-0.1	-0.6	9.2	10.7	10,978
10		5.2	3.9	0.0	0.1	-0.5	5.4	1.9	10,696
11		5.1	2.8	-0.5	-0.1	-0.5	-2.0	-5.1	9,899
12	7.6	4.9	5.8	-0.4	0.0	-0.2	8.5	1.7	11,221
2004/1		5.0	5.3	-0.3	-0.1	-0.1	11.3	0.8	5,004
2		5.0	6.7	0.0	0.0	0.0	10.3	-0.9	14,016
3	6.4	4.7	8.3	-0.1	-0.1	0.2	13.2	12.3	11,233
4		4.7	8.7	-0.4	-0.2	0.6	10.8	6.6	10,762
5		4.6	4.6	-0.5	0.0	0.9	9.8	5.0	9,310
6	1.3	4.6	8.9	0.0	-0.1	1.4	19.4	15.5	11,432
7		4.9	5.9	-0.1	-0.2	1.6	14.3	8.3	11,347

資料來源：Thomson Datastream

業設備投資及民間消費分別較上季成長 3.5%、1.2%及 0.6%；公共投資方面，則續較上季減少 7.0%，已連續 9 季呈現衰退。

工業生產方面，本年第 2 季受一般機械及電子零組件等產品生產擴增之激勵，工業生產指數年增率達 7.4%的高水準，7 月則降為 5.9%（表 5）。

日銀公布的第 1 季及第 2 季短觀報告均顯示，包括大型製造業、非製造業，乃至中小企業，對日本的經濟發展現況及前景皆表樂觀。此外，本年以來日本失業率亦由上年

初 5.5%的高峰下降至 5%以下。日本政府鑑於景氣復甦已由企業部門擴散至家計部門，近期上修本會計年度的經濟成長率至 3.5%，較原預估之 1.8%倍增。

物價方面，日本的通貨緊縮問題已見改善，但仍未完全脫離。本年第 2 季企業物價指數（CGPI）年增率平均為 1.0%（表 5），為 3 年多來首見正成長，8 月更升至 1.7%，其中尤以鋼鐵、非鐵金屬及石油等產品價格的上揚最為明顯；CPI 年增率本年第 2 季平均為-0.3%，係連續 5 年多下跌，惟跌幅略有

改善。7月CPI年增率為-0.1%（表5），仍以個人電腦及家電等產品價格的下跌最為明顯；至於剔除生鮮食品之核心CPI年增率則為-0.2%。

在貨幣政策方面，為避免利率上升及原

油價格高漲可能造成景氣下滑的風險並擺脫通貨緊縮，日本銀行目前仍採行「量化寬鬆」政策，維持貨幣政策操作目標金融機構在該行的活期存款帳戶餘額30~35兆日圓。

## 六、中國大陸宏觀調控已見成效，惟通膨壓力升高

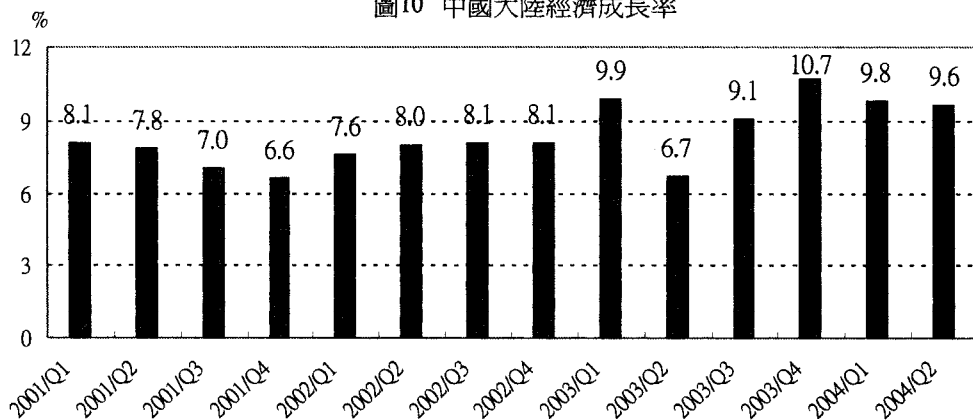
中國大陸第2季雖受宏觀調控影響，固定資產投資成長轉趨減緩，惟民間消費增速加快，加以上年第2季比較基期偏低，經濟成長率達9.6%，僅稍低於第1季的9.8%，綜計上半年經濟成長率為9.7%（圖10），高於官方設定的經濟成長目標值7%，顯示整體經濟成長仍在加速中，景氣仍有過熱的風險。

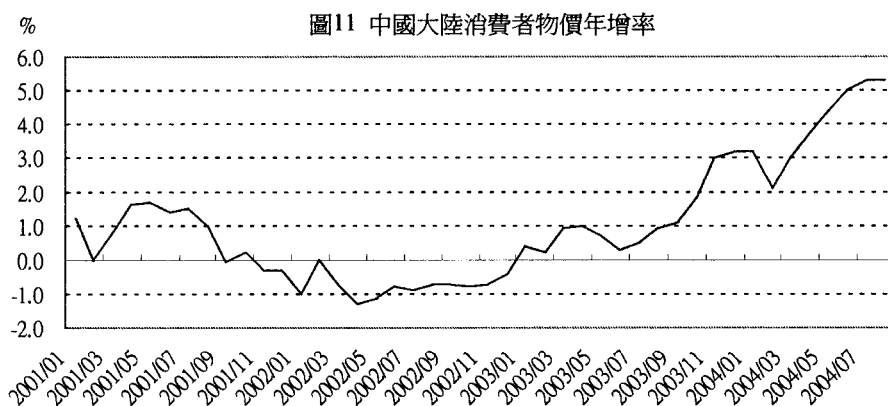
中國大陸自本年4月起採行限制土地使用相關規定，並緊縮部分投資過熱部門的銀行信貸等宏觀調控措施，影響所及，固定資產投資年增率在第1季創下43%的新高紀錄後逐月下降，本年1至7月平均年增率降至31.1%；貨幣總計數M2年增率自4月的

19.1%逐月降至8月的13.6%；8月金融機構人民幣及外幣放款餘額年增率亦自2月的21.3%降至14.1%。

本年以來由於食物類及居住類價格大幅攀升，中國大陸CPI年增率呈現快速上升趨勢，至8月達5.3%，是1997年2月以來最高，遠高於宏觀調控3%目標，累計1至8月平均年增率達4.0%（圖11）。由於本年初中國大陸各地政府非理性的大幅投資，造成對鋼鐵、水泥及電解鋁等投資活動快速升溫，電力及鐵路運輸吃緊，另一方面也造成對煤、電、油、運輸的供應緊張，進而推動其工業原料及農工產品價格上升，加以金融機構

圖10 中國大陸經濟成長率





對房地產放款增速下降及房地產開發投資增幅放緩等，造成房地產供需失衡而價格大幅上揚，中國大陸通貨膨脹的壓力快速升高。

儘管中國大陸第 2 季經濟仍呈現高度成

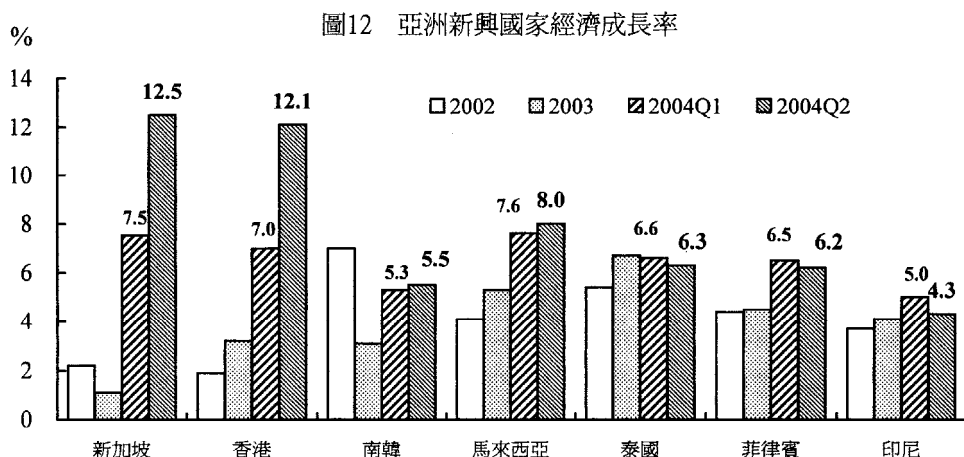
長，物價持續上漲，惟本年 5 月以後官方除強調持續推動原有的宏觀調控措施及推動投資體制改革之外，並未進一步採行更積極的緊縮措施。

### 七、亞洲新興國家經濟持續復甦

本年第 2 季，亞洲新興國家在全球景氣持續擴張的帶動下，延續上季景氣活絡之趨勢，其中以新加坡及馬來西亞的表現最為突出，除受惠於出口強勁之外，比較基期受上年 SARS 重創而偏低亦是原因之一（圖

12）。至於南韓、泰國及印尼，則仍處於溫和擴張的局面。

香港第 2 季經濟表現延續上季全面復甦態勢，區內消費、投資及出口貿易均明顯擴增，加以上年比較基期偏低，經濟成長率達



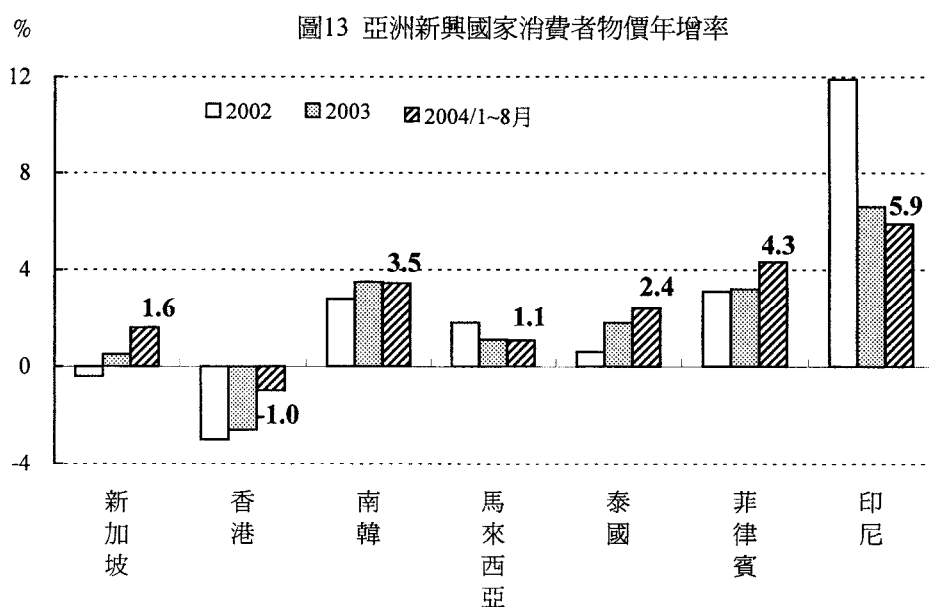
12.1%，高於第 1 季的 7.0%，是 4 年來最高的一季。隨著景氣轉好，各業對勞工需求普遍增加，失業率持續下降至 7 月的 6.9%，是 29 個月以來的最低。由於消費需求擴增及進口價格上漲，零售商紛紛減少商品價格折扣，甚至調高部分消費品價格，7 月的綜合消費者物價指數年增率為 0.9%，是自 1998 年 11 月以來首次呈現上升情勢，顯示香港正逐步擺脫通貨緊縮的困擾。

南韓第 2 季經濟成長率由上季之 5.3% 略升至 5.5%。本季經濟成長之主因係輸出強勁擴張 27.2%，加以機器設備投資自上年第 2 季衰退以來首度轉呈成長 6.2%，惟民間消費則持續不振。鑑於民間消費支出復甦緩慢，加上擔憂高油價及資訊產業降溫可能不利經濟成長，南韓央行於 8 月宣布將隔夜拆款利率目標調降 1 碼至 3.50% 的歷史最低水準。

第 2 季新加坡及馬來西亞的各經濟部門齊步擴張，工業生產成長強勁，電子產業表現尤佳，經濟成長率分別高達 12.5% 及 8%。其中新加坡因自年初以來觀光客回流，商業信心恢復，經濟已明顯自谷底翻升，且上半年表現優於預期，新加坡政府乃將本年的經濟成長率預估值從 5.5~7.5% 大幅上修至 8.9~9.0%。

泰國在上年大步跳脫亞洲金融風暴的陰霾，經濟表現亮麗，成長率達 6.7%，但本年以來受禽流感侵襲、政治問題及高油價影響，成長步伐放緩，第 2 季經濟成長率降為 6.3%，泰國政府已將本年經濟成長率預估值由 6~7% 調降至 6~6.5%。

第 2 季菲律賓及印尼的經濟成長率較上季略減，分別為 6.2% 及 4.3%。其中，菲律賓因財政赤字持續累積，政府債務高達 GDP 的



120%，菲國總統艾若育發表聲明承認政府財政陷入危機，長期而言，將成為經濟成長的障礙。

本年初以來，亞洲新興國家物價受國際原油價格高漲之影響，各國 CPI 年增率明顯上揚（圖 13），惟各國多仍維持低且穩定的官方利率，促使短期利率接近歷史的低水準。其中，泰國央行於 8 月率先調升官方利率（14 天期附買回利率）一碼至 1.50%，係

2001 年 6 月以來首度升息。為紓緩日益升溫的通膨壓力，菲律賓、新加坡及印尼亦採取非利率的緊縮性貨幣政策，菲律賓央行於 2 月提高金融機構的流動準備比率 2 個百分點至 10%；新加坡貨幣管理局於 4 月中允許星幣之匯率政策由「不升值」轉為「溫和漸進升值」；印尼央行自 7 月 1 日起提高銀行的存款準備率等。

#### 八、升息預期支撐美元走勢

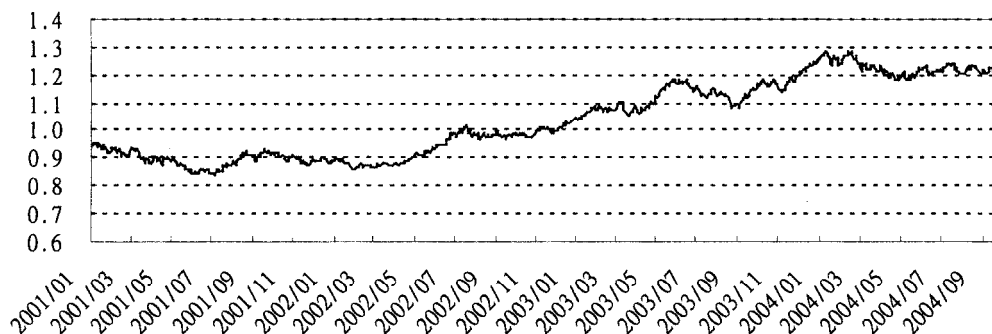
國際匯市方面，本年初美元在美國雙赤字壓力持續擴大的陰影下，延續上年以來之弱勢，歐元對美元匯價於 2 月中旬曾創下近 1 歐元兌 1.30 美元的歷史高峰（圖 14）。之後，市場預期美國升息，推升美元匯價，7 月底歐元回貶至 1.20 美元左右。之後，伴隨美國陸續公布的經濟指標顯示經濟有走緩跡象，加以貿易赤字持續惡化，使得美元再度走弱。近來 Fed 主席葛林斯班一再表示美國景氣展望仍樂觀，且國際油價小幅回檔，美元再度

轉而趨堅，至 9 月 21 日為 1.22 美元，與上年底相較貶值 3.08%。

日圓方面，因日本經濟復甦展望樂觀，日圓對美元匯價自 5 月底 1 美元兌 115 日圓的低點逐步回升（圖 15），6 月下旬曾抵 107 日圓左右。7 月起由於日本股市向下盤整，外資匯入轉呈保守，加以油價上升等不確定因素，日圓對美元再度走軟，大致在 110 日圓上下波動。8 月下旬，由於亞洲各國股市出現反彈走勢，帶動日圓微幅走高，至 9 月 21 日

美元/歐元

圖 14 歐元對美元匯率





為 109.95 日圓，較去年底貶值 2.36%。

至於亞洲新興國家貨幣對美元匯價波動幅度穩定，9 月 21 日與去年底相較，除泰國與印尼盾受區域動亂及選舉等政治因素影響

致貶值幅度較大外，其餘國家貨幣對美元之貶值幅度多維持在 3% 以內；僅韓元對美元匯價在出口強勁成長、股市熱絡的帶動下升值約 4%。

### 九、國際股市震盪盤整

本年以來，全球股市受主要國家景氣復甦及國際原油價格影響，呈現歐美股市領先反應，而亞洲股市緊跟在後的輪動情勢。第 1 季歐美股市率先感受景氣復甦趨緩而回檔，惟新興市場和亞洲市場表現依舊出色；4 月起受美國可能升息、中國大陸採取一連串宏觀調控的經濟降溫措施，加上油價高漲、恐怖攻擊等不利因素衝擊，全球股市呈現全面下跌趨勢，至 5 月中旬始止跌回穩。7 月初受國際油價大幅攀升影響，歐美股市及亞洲的日本及南韓轉呈下跌趨勢，泰、馬、菲、印等四小虎股市隨即自 7 月中起轉趨下跌，僅新加坡及香港因第 2 季內需轉強，股價持續上

揚。8 月中旬以後由於國際油價回軟，在歐美股市上漲帶動之下，全球股市同聲上漲。9 月 21 日與去年底比較，美國道瓊股價小幅下跌 2.0%，那斯達克股價下跌 4.1%，泛歐股價及日經股價分別小幅上升 1.8% 及 3.8%（圖 16、17、18、19），亞洲的菲律賓、新加坡及馬來西亞漲幅較大，分別為 19.3%、13.2% 及 9.0%，南韓及香港漲幅則不到 6%，泰國股價因政治情勢不穩及禽流感疫情影響，跌幅高達 14.5%。至於中國大陸股市，自 4 月起受宏觀調控及市場籌碼不斷增加等不利因素影響，股價疲軟，9 月 21 日上海 A 股為 1,520 點，較去年底跌 3.15%。



圖16 美國道瓊股價指數

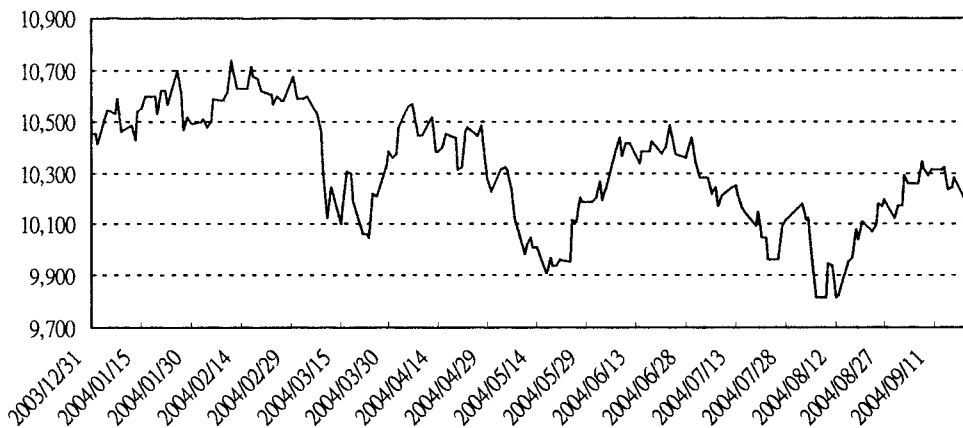


圖17 美國NASDAQ股價指數

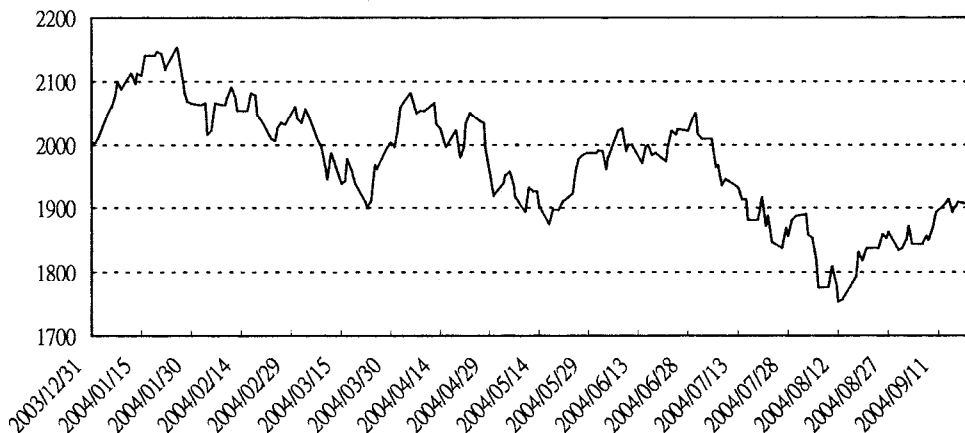


圖18 德國DAX股價指數

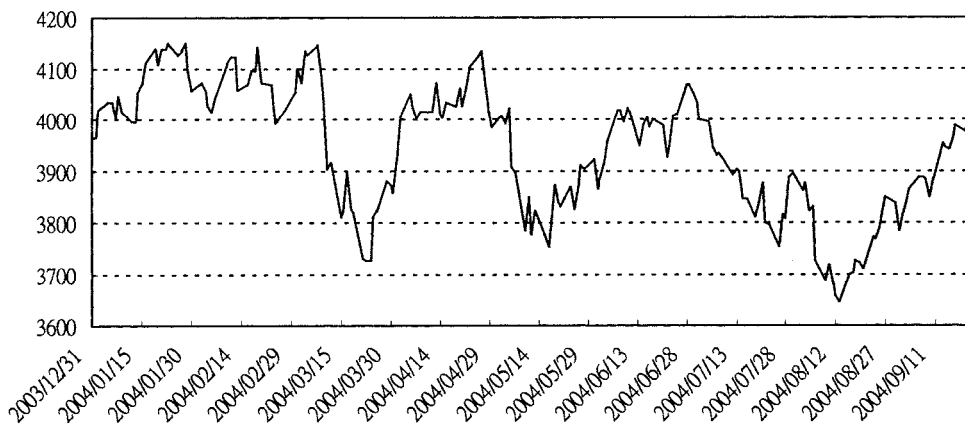
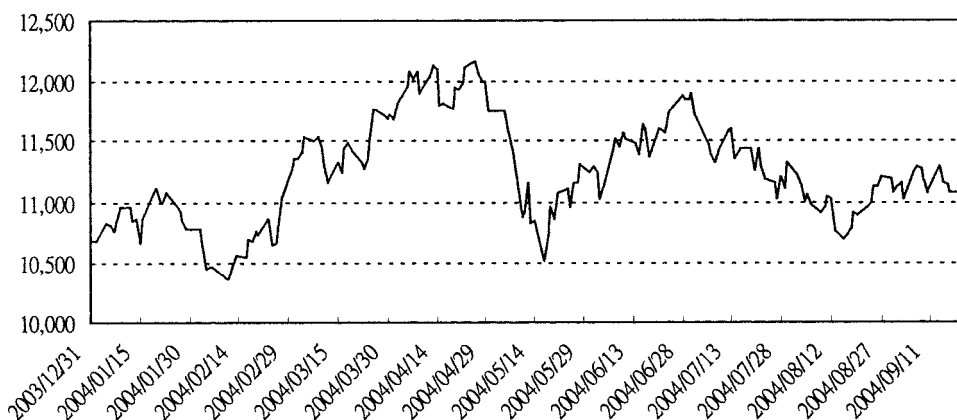


圖19 日本N225股價指數



十、國際商品行情維持高檔，油價一度逼近 50 美元

國際原物料價格自上年下半年以來在中國大陸強勁需求的帶動下不斷飆升，尤其以基本金屬如鋼、鐵、錫及銅等價格為最。本年 3、4 月間，美國哥倫比亞大學工業原料價格指數(JOC)攀抵歷史新高，美國商品研究局期貨價格指數(CRB)亦升抵 1980 年以來之高峰。4 月下旬，在中國大陸加強採取宏觀調控措施後，原物料價格一度回落，惟 7 月起再度伴隨著原油及基本金屬等原物料價格攀

升，至 8 月底 CRB 及 JOC 年增率分別為 13.46%及 23.28%。

油價方面，本年以來，全球經濟擴張帶動石油需求上揚，產油國政治局勢不穩引發原油供應短缺之疑慮，加以投機資金炒作及恐怖攻擊活動頻傳等因素，美國西德州中級原油現貨價格由年初之每桶 32.6 美元持續走揚，至 6 月 1 日飆漲至每桶 42.4 美元。之後，石油輸出國家組織(OPEC)決定增產，油價一

圖20 西德州中級原油及黃金價格



度回落。7月下旬，在俄羅斯最大石油出口商尤科斯（Yukos）可能停產之衝擊下，國際油價扶搖直上，8月中旬一度逼近 50 美元之後，回檔盤整，至 9 月 20 日為每桶 46.35 美元（圖 20）。

至於黃金現貨，本年 4 月初一度飆升至

每英兩逾 427 美元的高峰，之後，因美元走堅而回跌，5 月中旬跌破 375 美元，創 6 個月來最低價。年中金價持續受油價高漲、中東政治情勢及美元波動影響，大致在 400 美元上下波動，至 9 月 20 日為 404 美元（圖 20）。

### 十一、未來影響全球經濟前景之變數

本年以來全球經濟景氣雖持續擴張，但卻受許多不確定因素的干擾，包括（1）國際油價如持續維持高檔，將帶動物價與利率持續上揚，恐削弱全球經濟成長動力；（2）中國大陸宏觀調控政策能否如預期「軟著陸」，攸關亞洲區域內經濟的持續成長；（3）美國經濟在升息後是否能如預期成長，國際恐怖攻擊活動是否再起等。

其中，關於油價對全球經濟的影響，國際貨幣基金（IMF）總經理拉托（Rato）於 9 月初指出，每桶油價上漲 5 美元將削減全球經濟成長率 0.3 個百分點，並推升通貨膨脹率 0.25 至 0.75 個百分點。雖然全球經濟成長將受影響，但成長趨緩情形將較預期溫和。另據 OPEC 指出，受尤科斯、伊拉克與委內瑞拉等多重因素影響，目前油價的風險溢價高達每桶 16 美元，惟一旦市場對石油中斷疑慮

紓緩，油價可望於 2005 年回落至每桶 30 美元的價位。

至於中國大陸宏觀調控政策的發展，由於以行政手段調控經濟較易引起硬著陸的危險，一般預料，近期中國大陸不會再採取以行政手段干預經濟的措施，而改採以經濟手段來解決經濟過熱問題，因此市場普遍預期官方可能將調升利率。中國大陸官方表示，由於比較基期因素與貨幣政策傳遞機制時間因素，宏觀調控措施對中國大陸經濟成長及物價的影響將在下半年以後才會逐漸顯現，預計第 3 季經濟成長率可能略為減緩，物價漲勢亦至第 4 季才有可能趨緩。未來，中國大陸官方是否調整利率或採行進一步的緊縮措施，需視其近期公布的經濟數據是否符合官方預期而定。

