

## 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、美國升息帶動全球利率走升及中國大陸加強宏觀調控等不利因素影響下，全球經濟成長步調延續上(2004)年下半年以來走緩之態勢。

本年第1季，美國個人消費支出及企業設備與軟體投資成長雖較上季放緩，但在輸出及營建投資大幅擴增之激勵下，經濟成長率與上年第4季持平，為3.8%（與上季比，換算成年率）。歐元區由於家計部門消費力道減弱，且投資轉呈衰退，經濟成長率由上年第4季之1.5%（與上年同季比）下滑至1.3%。日本則在民間消費及企業設備投資擴增之激勵下，景氣復甦，經濟成長率由上年第4季之0.2%（與上季比，換算成年率）躍升至4.9%，與上年同季比則成長1.3%，優於上年第4季之0.6%。亞洲新興國家第1季經濟成長步調趨緩；至於中國大陸，雖加強宏觀調控，但在民間消費及出口穩定成長帶動下，經濟成長率仍達9.4%。

展望本年，一般預期全球經濟擴張步伐減緩。國際貨幣基金(IMF)4月預估，今、明兩年的經濟成長率分別為4.3%及4.4%（請參閱表1），低於上年之5.1%。至於其他預測機構之預估值亦均較上年為低。環球透視

預測機構(Global Insight Inc.)及JP摩根大通銀行對於今、明兩年的最新預估值均為3.1%。至於全球貿易量成長率，IMF 預估今、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，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高的亞洲新興國家，漲幅較大。新加坡及泰國 WPI 年增率分別於本年3月及4月達9.8%及11.0%。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。IMF 預測先進經濟體本年 CPI 年增率將維持在上年的2.0%，而亞洲四小龍的 CPI 年增率則將由上年的2.4%略降至2.2%。

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。上年6月美國聯邦準備體系(Fed)結束2001年初以來為刺激景氣所採行的寬鬆貨幣政策，而連續升息。本年5月3日第八度升息，將聯邦資金利率目標調高至3.00%，並重申審慎逐步移

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 (3.1)	4.4 (3.1)
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	4.4	3.6 (3.4)	3.6 (2.9)
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	3.1	2.6 (2.4)	2.6 (2.4)
歐元區	2.0	1.6 (1.3)	2.3 (1.8)
四小龍	5.5	4.0	4.8
台灣	5.71	4.0 (3.8)	4.3 (3.6)
香港	8.1	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 (4.2)	5.2 (5.9)
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 (5.7)	6.2 (5.4)
菲律賓	6.1	4.7 (4.7)	4.5 (4.6)
印尼	5.1	5.5 (5.2)	6.0 (5.1)
中國大陸	9.5	8.5 (8.4)	8.0 (7.3)
印度	6.9	6.7 (6.6)	6.4 (6.3)
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, May 2005；OECD國家資料採用OECD Economic Outlook No.77, May 2005。

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。

較之美國，澳洲與英國早於前（2003）年底率先升息，以預防景氣過熱。英國於上年 8 月第五次升息，官方利率升抵 4.75%，此後在房地產景氣日漸降溫下，未繼續升息。紐西蘭上年共六度升息，本年 3 月 10 日再度升息，官方利率升抵 6.75%，為已開發國家最高。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%。

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五度升息；香港採聯繫匯率制度亦跟隨美國八度升息；菲律賓則於 4 月 7 日調高官方利率一碼，為自 2000 年 10 月以來首次升息。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。至於印度方面，由於國際油價高漲及國內經濟強勁成長導致通膨升溫，印度央行於本年 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%。

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。此一措施顯然與全球利率緩步上揚的走勢背道而馳，凸顯南韓央行對國內需求疲軟及出口減緩的憂慮。

雖然各國紛紛調升官方利率，不過，美國等國的長期市場利率並未跟隨上揚，反而

呈現下降走勢。至於其原因有諸多探討，包括通貨膨脹預期降低、在投資需求並不熱絡下，長期資金供給相對過多，以及受金融全球化的影響，各國政府或企業的资金需求均可由全球豐沛的儲蓄來融通等等。長期利率和短期利率走勢歧異的現象，及其對貨幣政策效果的影響，目前各國貨幣當局均在關切及研究中。

## 二、美國經濟續呈擴張，Fed 持續升息防範通膨

美國本年第 1 季個人消費支出及企業設備與軟體投資成長雖較上季放緩，但在輸出及營建投資大幅擴增之激勵下，經濟成長率為 3.8%（與上季比，換算成年率），與上年第 4 季相同（圖 1）。其中，個人消費支出成長率由上年第 4 季之 4.2% 降至 3.6%。民間固定投資中的非營建投資成長率亦由上年第 4 季之 14.5% 大幅滑落至 4.1%，且以企業設備與軟體投資成長率由 18.4% 降為 6.1%，降幅

最大，顯示美國企業因經濟前景不明，致投資決策趨於保守。但另一方面，營建投資成長率則由上年第 4 季的 3.4% 躍升至 11.5%，主要係因長期利率仍低，使得美國民眾對房地產的需求持續強勁所致。至於輸出、入方面，本年第 1 季輸出成長率由上年第 4 季之 3.2% 躍升至 8.9%，而輸入成長率則由上年第 4 季之 11.4% 略降至 9.6%，惟第 1 季經常帳逆差仍持續擴大。另就本年 1 至 4 月商品的

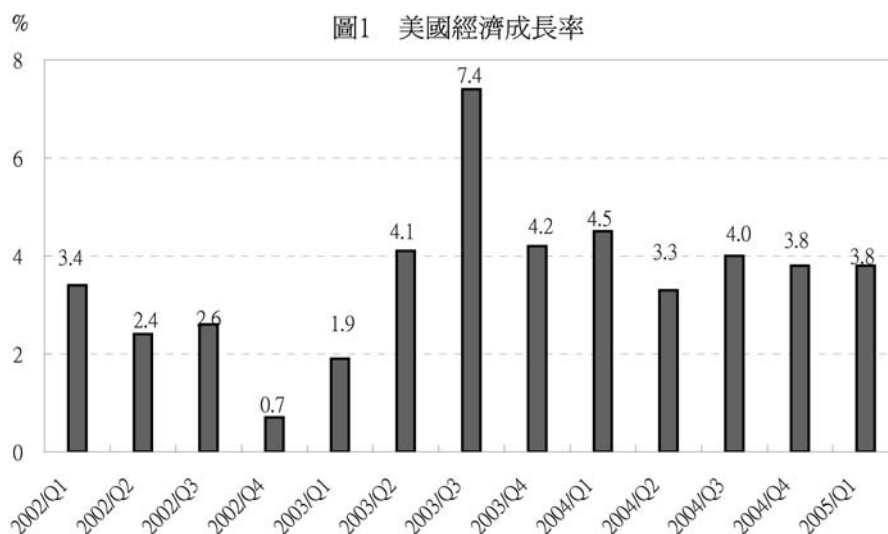


表2 美國重要經濟指標

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	%	(百萬美元)
2002	2.2	5.8	-0.3	2.4		1.6		-1.3		-468,264
2003	3.0	6.0	0.0	1.4		2.3		3.2		-532,352
2004	4.4	5.5	4.1	1.8		2.7		3.6		-650,811
2004/6	3.3	5.6	4.7	1.9		3.3		4.0		-58,910
7		5.5	4.8	1.8		3.0		3.9		-58,984
8		5.4	5.0	1.7		2.7		3.4		-59,646
9	4.0	5.4	3.9	2.0		2.5		3.3		-56,461
10		5.5	4.6	2.0		3.2		4.4		-61,326
11		5.4	3.8	2.2		3.5		5.3		-65,106
12	3.8	5.4	4.4	2.2		3.3		4.6		-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		4.9		-55,525
4		5.2	3.1	2.2		3.5		4.8		-58,859
5		5.1	2.7	2.2		2.8		3.5		

資料來源：Thomson Datastream.

進出口觀察(海關統計且未經季節調整)，出口為 2,904.3 億美元，而進口則為 5,157.3 億美元，貿易逆差達 2,252.7 億美元，較上年同期仍增加 385.7 億美元或 20.7%。

工業生產方面，因紡織及汽車等業生產衰退，本年 5 月工業生產指數年增率由年初之 4.1% 降至 2.7% (表 2)。供應管理學會 (ISM) 製造業指數由 1 月之 56.4% 持續下降至 4 月之 51.4%，惟仍維持在 50% 以上水準，顯示雖然製造業部門仍持續擴張，但速度減

緩，逐漸走向持平局面。

物價方面，國際油價的波動為左右近年來美國物價情勢之重要因素。生產者物價指數(PPI)年增率由年初之 4.1% 上升至 3 月之 4.9%，之後漲幅逐漸縮小，至 5 月為 3.5%；核心 PPI 年增率則十分平穩，除 2 月為 2.8% 外，其餘各月均為 2.6%。本年第 1 季各月 CPI 年增率維持在 3.0% 左右，惟 4 月受油價高漲影響而增至 3.5%，5 月則因油價下跌而回降至 2.8%。核心 CPI (不含食物及能源之 CPI)

年增率第 1 季維持在 2.3%至 2.4%左右，4、5 月則微降至 2.2%。

勞動市場方面，美國失業率自上年中以來即維持在 5.4%左右，本年 5 月降至 5.1%，為自 2001 年 9 月以來最低水準。然而 5 月新增非農業部門就業機會僅 7 萬 8 千人，遠低於 4 月之 27 萬 4 千人，顯示就業增加的力道減弱，勞動市場前景仍欠明朗。在勞動生產力方面，第 1 季非農業商業部門平均每工時產出較上年同期成長 2.5%，低於上年第 4 季之 2.8%；製造業部門生產力年增率則由上年第 4 季之 5.2%略升至 5.5%。在單位產出勞動成本方面，第 1 季非農業商業部門與製造業部門分別較上年同期成長 2.5%及 1.4%，均分別較上年第 4 季之 1.4%與-0.5%為高。

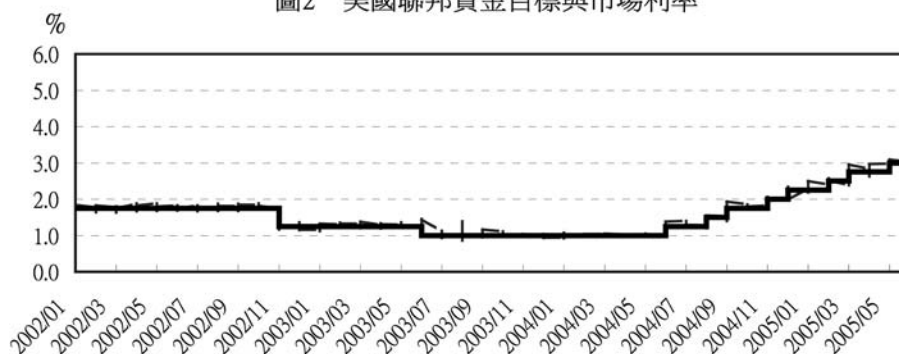
在消費者信心方面，根據美國密西根大學消費者信心指數(Consumer Sentiment Survey)調查，5 月指數為 86.9，為連續第 5 個月下降，也是 2003 年 4 月以來的最低點。但另

一方面，美國經濟諮商協會 (Conference Board) 5 月之消費者信心指數(Consumer Confidence Index)為 103.1，較 4 月之 97.5 為高，不同的調查結果顯示美國消費者對經濟前景的看法不一。本年第 1 季消費貸款年增率達 4.7%，但 4 月則僅成長 0.7%，顯示消費者對於耐久品的支出意願降低。

6 月 15 日公布的 Fed 褐皮書報告顯示，各地區的經濟活動仍續呈擴張。各地區的零售銷售活動的調查顯示結果好壞不一，但其他服務性產業的商業活動則保持良好，房地產市場的表現仍十分強勁。製造業部門仍呈現榮景，且勞動市場情況亦佳。

貨幣政策方面，美國聯邦公開市場委員會 (FOMC) 自上年 6 月以來連續升息。本年 5 月 3 日第八度調高聯邦資金利率目標一碼至 3.00% (圖 2)。Fed 主席葛林斯班 6 月 9 日在美國國會經濟委員會聯席會議(Joint Economic Committee)作證時表示，本年美國

圖2 美國聯邦資金目標與市場利率



經濟表現仍十分良好且通貨膨脹在控制中，並重申本年5月份FOMC的會議聲明，表示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採行措施以貫徹穩定物價的職責。

雖然Fed自上年6月至本年5月的升息幅度已達200個基本點，惟美國長期利率反呈走低趨勢。其中長期指標利率—10年期政

府公債殖利率，自上年6月起呈現不升反降的走勢，月平均殖利率由4.73%降至本年5月為4.14%；30年固定房貸利率亦由6.29%降至5.72%。由於長期利率偏低，促使營建業與房地產市場交易蓬勃，房價持續攀升，但葛氏在國會證詞中表示，雖然若干地方性市場出現房價偏高的現象，但全國性泡沫危機發生的可能性並不高。

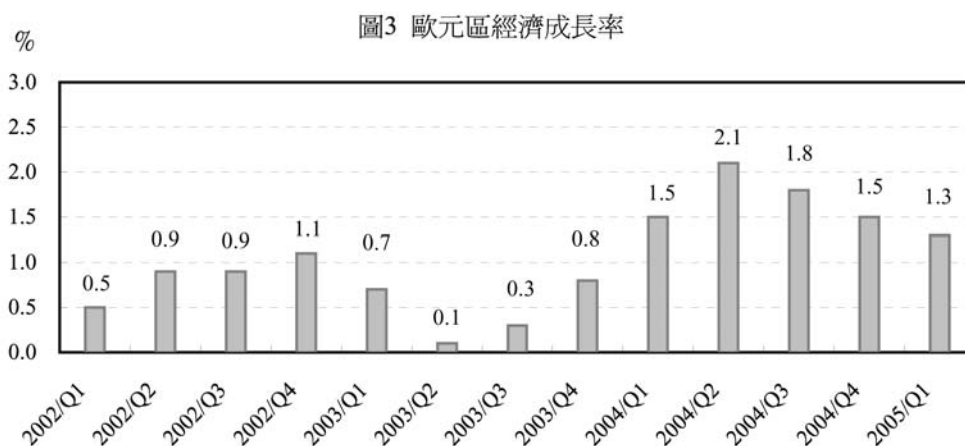
### 三、內需不振，歐元區經濟再現隱憂，貨幣政策不變

歐元區本年第1季之經濟成長率（與上年同季比）為1.3%，略低於上季之1.5%（圖3）；而與上季比較之變動率則為0.5%，優於上季之0.2%。其中，家計部門消費力道減弱，季變動率由上季之0.6%下滑至0.3%，且投資更由上季之成長0.8%轉為衰退0.7%。出口由上季之成長0.3%微幅走緩至0.2%，但進口大幅滑落，由上季之成長0.9%轉為衰退1.1%。

以區域內主要國家觀之，德國第1季實

質GDP較上季成長1%，為過去四年來最大增幅，惟若與上年同季相比，則實質成長率為0%。法國第1季實質GDP較上季成長0.2%，不及上年第4季之0.7%，主要係因政府支出及出口均較上季衰退所致。另一大經濟體義大利的經濟表現亦不理想，以季變動率觀之，實質GDP繼上年第4季衰退0.4%後，本年第1季仍衰退0.5%。

勞動市場方面，由於內需持續不振，失業率未見改善跡象。本年以來歐元區失業率



仍維持在 8.9%的高檔（表 3），失業人口亦持續上升，顯示自上年下半年以來略見改善的勞動市場復甦動力減弱。其中，德、法兩國的失業率仍居高不下。法國 5 月底公投反對歐盟憲法，凸顯民眾不滿法國經濟成長乏力及失業率居高不下之心聲。為防失業情況持續惡化，新上任總理德維爾班(Dominique de Villepin)乃宣布將以改善勞動市場為首要施政目標，預計 2006 年將以 45 億歐元的經費

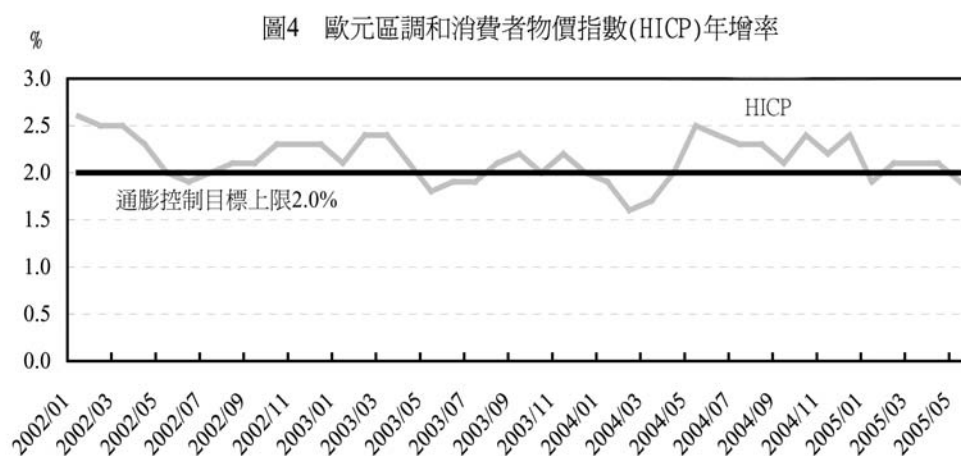
來促進就業。

歐元區經濟信心指數（Economic Sentiment Indicator）自上年 10 月起即持續下滑，惟至本年 5 月，下滑幅度已縮小至 0.4%，歐元區經濟可望趨於穩定。展望未來，國際油價漲勢及勞動市場的疲軟仍為歐元區景氣復甦的隱憂，而歐元近來走軟趨勢或有助於強化歐元區出口競爭力。5 月下旬，法、荷兩國相繼公投否決歐盟憲法的結果，使得歐盟整

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
2004/5		8.8	3.6	9.1	6.0	7.2	5.2		
6	2.1	8.8	3.6	16.2	15.4	8.8	5.2	2.4	2.00
7		8.8	2.4	8.1	9.4	12.8	5.4	2.3	2.00
8		8.8	1.9	12.7	20.7	2.4	5.6	2.3	2.00
9	1.8	8.8	3.5	6.4	14.4	2.3	5.8	2.1	2.00
10		8.8	1.3	3.1	7.4	5.6	6.0	2.4	2.00
11		8.7	0.9	14.6	18.4	2.8	6.2	2.2	2.00
12	1.5	8.9	1.2	9.4	11.3	5.4	6.4	2.4	2.00
2005/1		8.8	2.3	6.8	11.2	-1.7	6.6	1.9	2.00
2		8.8	0.7	4.3	8.8	3.6	6.6	2.1	2.00
3	1.3	8.9	0.3	-0.1	6.7	4.2	6.6	2.1	2.00
4		8.9	0.9					2.1	2.00

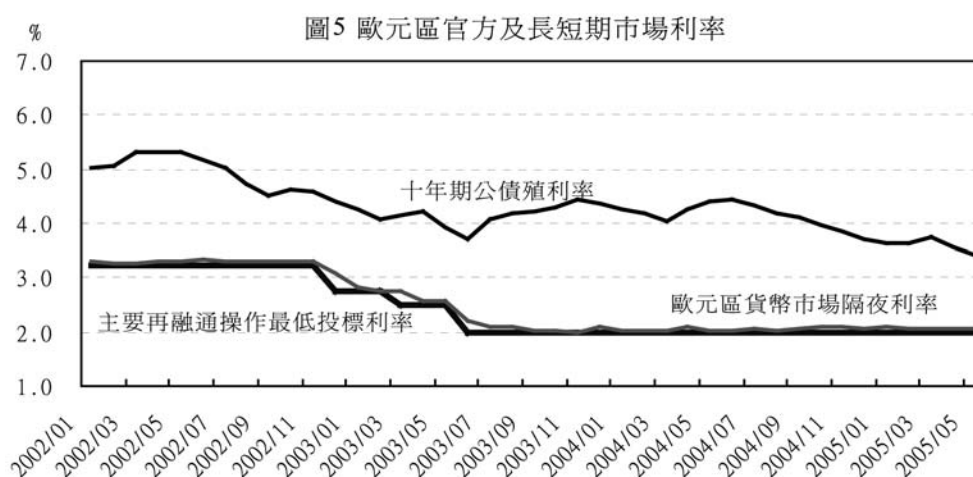
資料來源：ECB、EU 及 Thomson Datastream。



合的不確定性升高，而義大利社會福利部部長公開倡議棄歐元回復里拉的談話，雖不致引發歐元貨幣聯盟的解體，惟亦顯示民眾對於歐元區長期經濟改革成效不彰的反彈。根據歐盟本年6月1日公布的預測，歐元區第2季的GDP季增率由原先之0.2%~0.6%下修0.1個百分點至0.1%~0.5%；而第3季之GDP季增率則維持在0.2%~0.6%。而歐洲中央銀行(ECB)亦將本年經濟成長率預估值由

1.6%下修至1.4%。

物價方面，歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率於本年1月曾降至1.9% (圖4)，惟隨後因油價攀高等影響而回升，至5月為2.0%。鑑於經濟成長力道不足，加以通膨情勢溫和，ECB貨幣政策續採觀望立場，6月2日的貨幣政策會議決定，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、英國通膨預期升高，惟景氣不確定性增加，貨幣政策持續觀望

本年第 1 季英國經濟成長率（與上年同季比）由上年第 4 季之 2.9% 走緩至 2.7%（圖 6）；與上季比較之變動率，則由上年第 4 季之 0.7% 降至 0.5%，GDP 擴張之主要動能來自服務業成長 0.8%，惟製造業產出則衰退 0.7%。至於需求面，個人消費支出擴張力道仍顯不足，僅成長 0.3%，雖優於上年第 4 季之 0.2%，惟仍不及上年第 2 季及第 3 季之 0.8% 及 0.7%；出口則衰退 1.0%。英格蘭銀行已於 5 月 11 日將本年經濟成長率預估值由 2.7% 下修至 2.6%。

受英格蘭銀行五度升息影響，英國房地產市場日漸降溫，房屋價格漲幅大幅縮小。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，5 月房價較上年同期

上漲 5.7%，為四年來之最低漲幅。而英國勞動市場依然緊俏，本年 1 至 3 月的失業率維持在 4.7% 的低點（表 4）。物價方面，受部分公共事業費率與銀行服務費調漲之影響，通膨升溫，本年 4 月 CPI 年增率由年初之 1.6% 上升至 1.9%，惟仍低於 2% 的通膨目標（圖 7）。而生產者物價指數年增率亦由年初之 2.6% 逐步走高至 4 月之 3.2%。

貨幣政策方面，5 月份的通膨報告顯示，雖然通膨預期升高，惟因消費支出成長力道不足，英格蘭銀行貨幣政策委員對利率政策仍持觀望態度，於本年 6 月 9 日的利率決策會議中，決議將該行 14 天期附買回利率維持在上年 8 月 5 日以來之 4.75% 的水準（圖 8）。

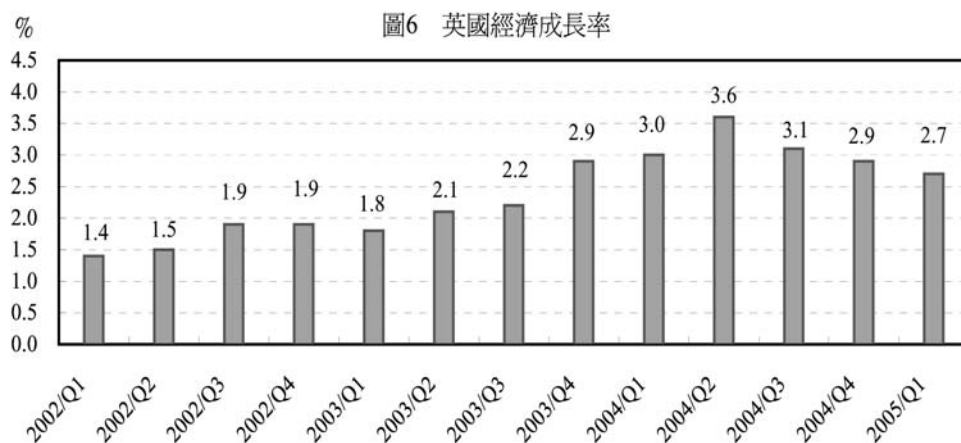
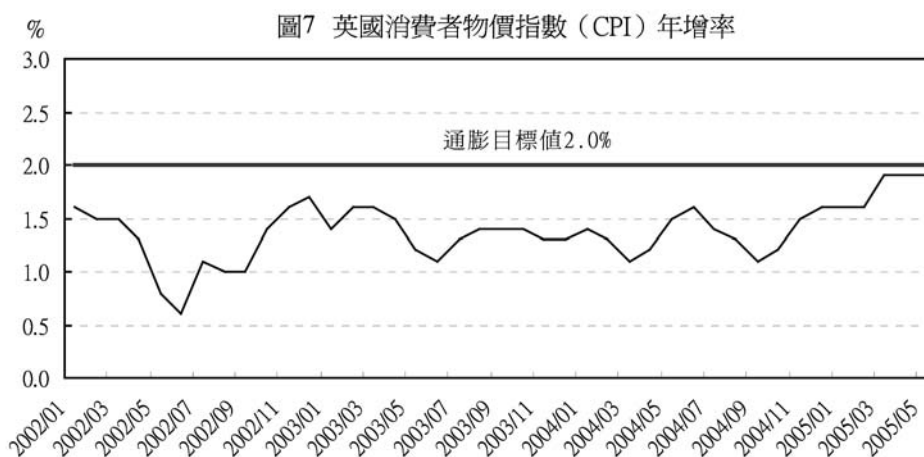


表4 英國重要經濟金融指標

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	-61.22	6.0	1.3	3.75
2004/5		4.8	2.1	-0.6	3.3	-5.0	4.7	1.5	4.25
6	3.6	4.8	1.5	12.3	7.3	-5.2	7.0	1.6	4.50
7		4.7	0.8	-2.6	8.2	-5.4	5.6	1.4	4.50
8		4.6	0.0	-2.8	10.2	-5.5	4.8	1.3	4.75
9	3.1	4.7	-0.4	7.0	5.5	-5.0	6.1	1.1	4.75
10		4.7	-1.5	1.6	6.3	-5.5	5.8	1.2	4.75
11		4.7	-0.1	7.0	8.3	-5.2	5.2	1.5	4.75
12	2.9	4.7	0.2	5.0	5.2	-4.7	5.1	1.6	4.75
2005/1		4.8	-0.2	6.4	3.2	-5.5	6.2	1.6	4.75
2		4.7	-0.3	3.9	7.3	-5.4	5.9	1.6	4.75
3	2.7	4.7	-1.8	-0.3	3.9	-5.4	6.5	1.9	4.75
4							3.4	1.9	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。



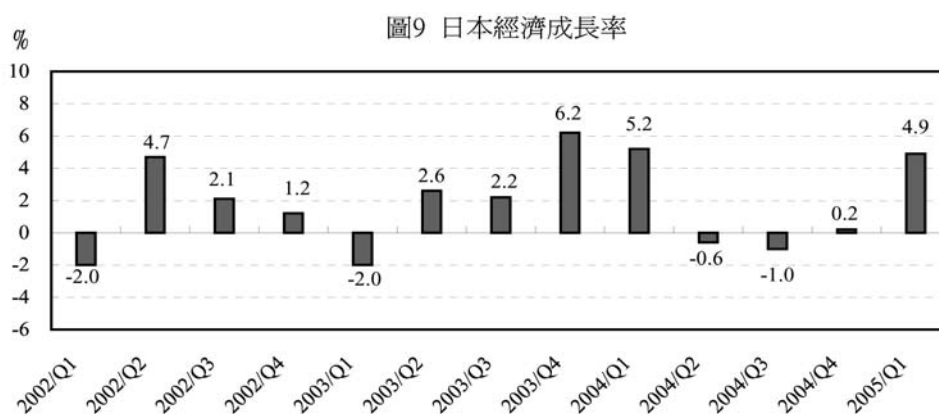


### 五、日本經濟轉強，惟尚未擺脫通貨緊縮陰影

日本第 1 季經濟成長率由上年第 4 季之 0.2%（與上季比，換算成年率）彈升至 4.9%（圖 9），主要是因為薪資上揚激勵民間消費支出較上季成長 1.1%，民間企業設備投資亦成長 2.4%所致；惟商品及服務出口則衰退 0.4%。日本出口約占國內生產總值十分之一，對亞洲地區的出口則約占其出口總額之半，因此日本經濟要步上穩健復甦的軌道，

除了內需增溫外，仍有待全球特別是亞洲地區恢復強勁需求。於日本公布第 1 季經濟成長率後，IMF 5 月下旬表示，將把日本本年經濟成長率由原先預估的 0.8% 上修至 1.5%。

日本第 1 季工業生產較上年第 4 季成長 1.7%，4 月的工業生產則較上月成長 1.9%，主要是由汽車、平面顯示器與個人電腦等產品成長所帶動，惟較上年同期僅小幅成長



0.3% (表 5)。日本經濟產業省根據調查結果預測，5月的工業生產將較4月衰退，工業生產前景仍待進一步觀察。

由於景氣呈現復甦跡象，就業情況伴隨改善，日本4月的失業率由第1季之4.6%下滑至4.4%，為1998年12月以來之最低。物價方面，日本通貨緊縮的情況雖一度於上年第4季改善，消費者物價轉為上漲，惟本年以來再度下跌，4月的CPI年增率則由上月之-0.2%小幅回升至0%，其中汽車相關費用雖因油價上漲而上揚，惟個人電腦及家電用

品等耐久財價格則仍呈下跌。剔除生鮮食品的核心CPI年增率仍持續呈負數，至4月為-0.2%，顯示日本短期內尚難擺脫通貨緊縮陰影。

為了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，然而在5月20日的貨幣政策會議上，決定允許日本央行於流動性需求降低的情況下，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，惟仍將該目標區間維持在「30~35兆日圓」不變。雖然部分市

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) 年增率 %	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 %				
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
2004/5		4.6	3.8	-0.5	-0.3	0.9	10.0	5.0	9,361
6	-0.6	4.6	9.1	0.0	-0.1	1.5	19.4	15.5	11,406
7		4.9	6.2	-0.1	-0.2	1.7	14.3	8.4	11,286
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	1,963
2		4.7	1.0	-0.3	-0.4	1.3	1.7	11.4	10,897
3	4.9	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	9,594

資料來源：Thomson Datastream 及日本政府機構。

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、中國大陸景氣維持強勁擴張，通膨壓力仍在

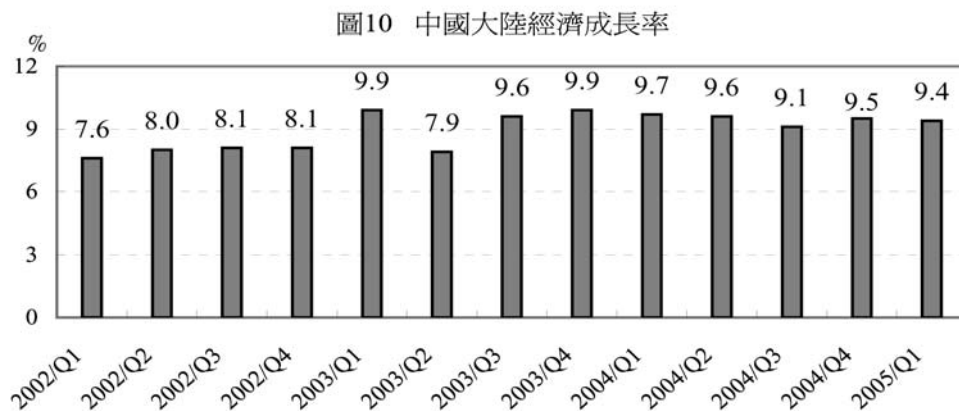
中國大陸本年第 1 季在民間消費及出口顯著成長之帶動下，景氣持續強勁擴張，經濟成長率達 9.4%，略低於上年第 4 季之 9.5%（圖 10）。本年 5 月工業生產指數年增率亦達 16.6%，高於第 1 季之 14.5%，顯示景氣過熱現象未見減弱。不過，受上年 4 月起陸續採行一連串緊縮措施之影響，固定資產投資年增率自上年第 1 季創下 43% 的新高紀錄後逐步下降，至本年第 1 季為 22.8%。M2 年增率亦自上年 4 月的 19.1% 下降至本年 4 月的 14.1%。

物價方面，CPI 年增率自上年 7、8 月之 5.3% 高點下降，至本年 5 月為 1.8%（圖 11），創下 18 個月來新低，其中糧食價格為二年來首度下跌，惟水、電及燃料價格仍呈上漲。雖然 CPI 逐漸回落，但 5 月工業品出

廠價格仍較上年同期上漲 5.9%，顯示大陸通膨壓力仍在。至於房地產價格方面，本年第 1 季以上海為首之房地產價格仍大幅上揚，中國人民銀行為抑制過熱的房地產市場，於 3 月 17 日調升商業銀行個人房貸利率，以五年期以上為例，由 5.31% 調高至 5.51%。此外，對房地產價格上漲過快城市或地區，個人住宅貸款頭期款成數由現行房價總數的 20% 提高至 30%。另中國建設部亦自本年 6 月起，推出一系列穩定房價措施，受此影響，上海房市已出現降溫現象。

根據中國國務院本年 4 月 25 日公布本年全年經濟成長率預測值由原先之 8.0% 調高為 8.9%，顯示中國經濟仍處擴張局面。

近年來中國金融體系中長期放款比重節節升高（特別是基礎建設的中長期貸款成長較





快)，其占全部放款的比率由 2000 年底之 24%，逐年攀升至 2004 年底之 40%，金融體系之流動性風險上升。中國人民銀行在本年 5 月 26 日公布之第 1 季貨幣政策執行報告中指出，人民銀行將建立商業銀行存放款期限狀況監測體系，要求存放比率偏高的商業銀行限期改善，否則將限制其中長期放款。

另為紓緩人民幣升值壓力，近期中國陸續採行多項放寬外匯管制措施，例如自本年 5 月 18 日起，中國外匯市場增加 8 種外幣交易，藉此為人民幣採取更具彈性的匯率制度作準備。儘管國際間對人民幣升值一再施壓，惟中國政府對此仍三緘其口。

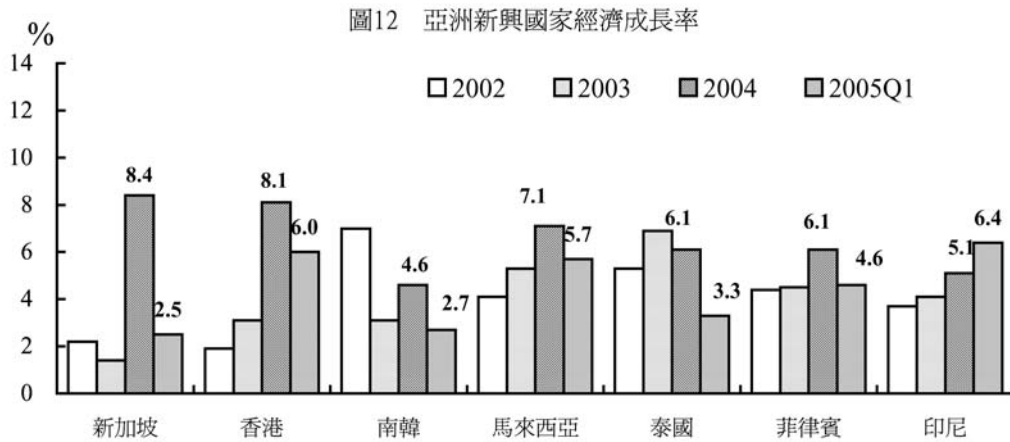
#### 七、亞洲新興國家經濟擴張趨緩

本年以來，亞洲新興國家受油價攀升及出口放緩等影響，經濟成長動能減弱，其中尤以新加坡及泰國最為明顯(圖 12)。

香港經濟繼上年強勁成長 8.1%後，本年第 1 季經濟成長率在區內消費、投資及出口貿易穩健擴增之帶動下雖仍達 6.0%，但成長動能已較前減弱。伴隨景氣持續好轉，各業對勞工需求普遍增加，失業率自 2003 年下半年起，由 8.7%的高點逐月下降至本年 4 月之 5.9%。在物價方面，雖因原油價格高漲及美元疲軟，通膨潛在壓力一度升高，惟因過去

二年大量資本支出所帶來的整體生產力提升，有效紓緩通膨壓力，本年第 1 季 CPI 年增率僅 0.4%，4 月則略升至 0.5%。

另外，香港金融管理局為消弭因預期人民幣升值所引發之大量熱錢湧入而使港幣走高之預期心理，於本年 5 月 18 日宣布強化現行聯繫匯率制度之措施，由原來之 1 美元兌 7.80 港幣，放寬為 1 美元兌 7.75 至 7.85 港幣區間波動，係自 1983 年 10 月香港實施聯繫匯率制度以來，首度容許匯率有較大的波動區間。



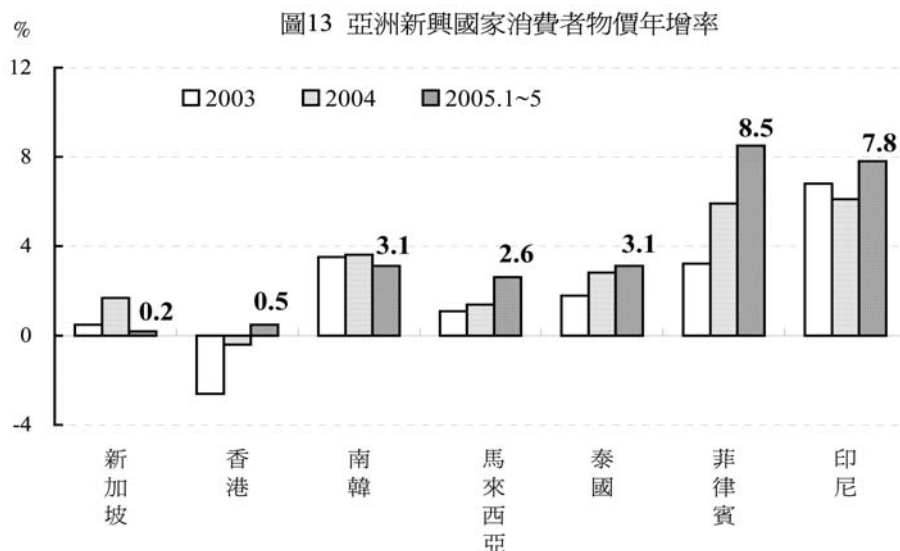
南韓第 1 季經濟成長率在出口成長減緩下，由上年第 4 季的 3.3% 下滑至 2.7%，為 2003 年第 3 季以來首度低於 3%。其中民間消費支出轉強，成長率為 1.4%；而營建投資雖減少 2.9%，惟拜機器及設備投資增加 3.1% 之賜，整體固定投資由上季的負成長轉為正成長 0.1%；商品及服務出口成長率則減緩為 7.4%。南韓民間消費支出雖溫和復甦，惟仍不足以抵銷出口受韓元升值衝擊之影響，因此南韓央行於本年 6 月 9 日的貨幣政策會議上，連續第七個月將隔夜拆款利率目標維持在上年 11 月調降後之 3.25% 歷史低點不變，以期能刺激國內消費支出和投資，促進經濟成長。南韓央行並表示，南韓經濟可望在內需帶動下，於本年下半年全面復甦。

新加坡因國內需求、出口及製造業成長趨緩，本年第 1 季經濟成長率由上年第 4 季之 6.5% 大幅滑落至 2.5%。新加坡貿工部並將本年全年經濟成長率預估值由 3.0%~5.0% 下

調至 2.5%~4.5%。泰國則陸續受到海嘯影響觀光旅遊業、油價上揚及製造業出口下滑的影響，本年第 1 季經濟成長率由上年第 4 季之 5.3% 下滑至 3.3%，創下三年來的新低。泰國政府並將本年全年經濟成長率預估值由 5.25%~6.25% 下修為 4.5%~5.5%。菲律賓受乾旱、政府財政緊縮措施、油價居高不下等影響，第 1 季經濟成長率由上年第 4 季之 5.4% 下滑至 4.6%。

至於採行固定匯率的馬來西亞，出口仍呈兩位數成長，且國內需求亦穩健成長，第 1 季經濟成長率為 5.7%，與上年第 4 季之 5.8% 大致持平。產油國印尼受惠於投資與出口大幅擴增，第 1 季經濟成長率達 6.4%，雖略低於上年第 4 季之 6.7%，惟成長仍屬強勁。

至於物價方面，亞洲新興國家物價受國際原油價格高漲之影響，各國 WPI 年增率明顯上揚，其中新加坡於本年 3 月達 9.8%，泰



國則於本年4月達11.0%；CPI年增率則相對和緩(圖13)，本年4月新加坡及泰國之CPI年增率分別為0.4%與3.6%。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月升息後，6月9日再度調高官方利率(14天期附買回利率)一碼至2.50%。菲律賓亦於本年4月7日調高官方利率一碼，將

央行對商業銀行的隔夜貸款利率由9%調升至9.25%，隔夜存款利率則由6.75%調升至7%，為自2000年10月以來首次升息。香港則自上年7月以來，跟隨美國八度升息。印尼持續採取緊縮性貨幣政策。新加坡亦重申維持匯率緩步升值政策以紓解日益升高的通膨壓力。

#### 八、美元轉強，歐元、日圓中貶

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日圓之新高後，雙雙轉呈貶勢。支撐美元轉強的主要因素是美國的利差優勢與相對較佳的經濟表現。美國Fed自上年中以來已連續八度調升利率，相對於ECB與日本央行之持續觀望，美國與歐元區及日本的利差持續擴大。此外，美國經常帳逆差居高不下這項不利於美

元的因素，亦因美國4月份貿易赤字增加幅度低於預期，暫時獲得緩解；再者，美國Fed主席葛林斯班於6月9日在國會作證時表示，美國經濟基礎相當穩固，潛在通膨亦在控制中，重申將維持循序漸進的升息步調，粉碎市場認為Fed將暫停升息的疑慮。而歐元區經濟疲弱不振，加上5月底以來法國及荷蘭先後公投否決歐盟憲法，引發投資人對歐洲政治及貨幣整合前景的疑慮，導致歐元跌勢



加劇。至 6 月 21 日，歐元對美元匯價下滑至 1 歐元兌 1.2178 美元（圖 14），日圓對美元匯價則收在 1 美元兌 108.19 日圓（圖 15），與去年底比較，歐元及日圓分別貶值約 10.1% 及 5.3%。

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，加上南韓央行宣布將多元化運用外匯存底，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，且亞洲新興國家經濟成長動能趨緩，

導致這些國家的貨幣走勢轉為疲軟。韓元自 3 月下旬在南韓政府暗示可能拋售韓元、縮減韓元升幅以刺激出口的消息影響下，走勢益趨平緩。6 月 21 日與去年底比較，韓元、菲律賓披索對美元分別小幅升值 2.7%、0.9%；泰銖近期則因泰國經常帳數據惡化，跌勢加劇，對美元貶值 6.1%；印尼盾對美元亦貶值 3.9%。此外，各界均將關切焦點放在人民幣何時升值上，中國大陸在面對美國、日本和歐洲國家頻頻施壓下，可望加速匯率制度改革步伐，對此，中國大陸人民銀行行長周小川於 6 月中表示，該行將採漸進方式改革匯率機制。

圖 14 歐元對美元匯率

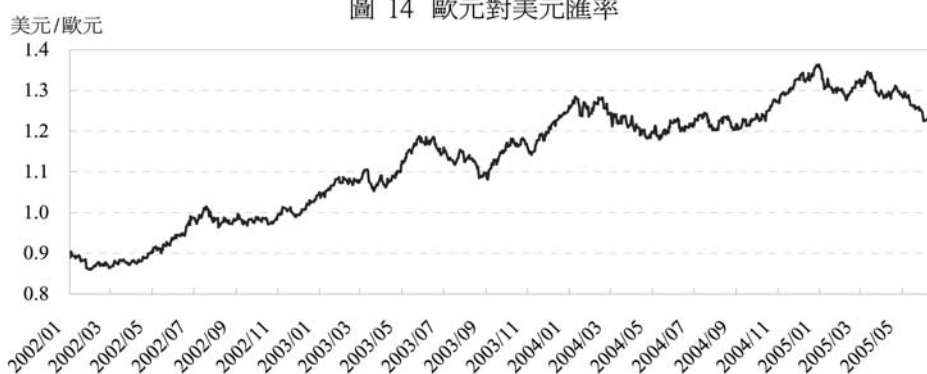
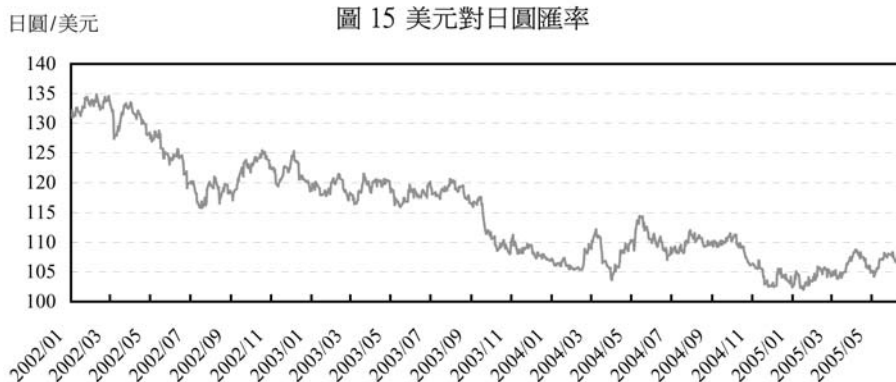


圖 15 美元對日圓匯率



### 九、國際股市震盪趨堅

本年初全球股市因國際原油價格居高不下、通膨及利率看升之疑慮下，呈現盤整走勢。4月上旬，油價大幅攀升，加上美國高科技產業財報欠佳、中國大陸與日本關係緊繃，以及對沖基金（hedge funds）投資債券慘賠，引發美國及亞洲股市重挫。4月下旬起，伴隨美國股市跌深反彈，復以亞洲貨幣普遍回升，熱錢大量流入，股市止跌回升；

其中以印尼及南韓股市之漲幅最大。6月21日與去年底比較，印尼及南韓分別上漲13.3%及10.5%，其次為泛歐指數上升8.7%、菲律賓上漲7.2%、新加坡上漲6.3%，日經股價指數持平；上海A股、香港及馬來西亞則分別下跌13.0%、1.8%及1.2%，美國道瓊股價指數與那斯達克股價指數亦分別下跌1.7%及3.9%（圖16、17、18、19）。

圖16 美國道瓊股價指數

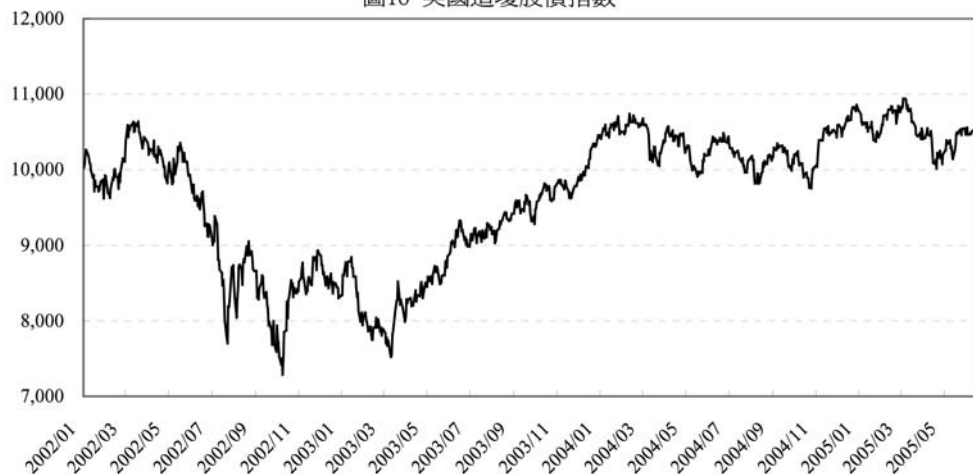


圖17 美國NASDAQ股價指數

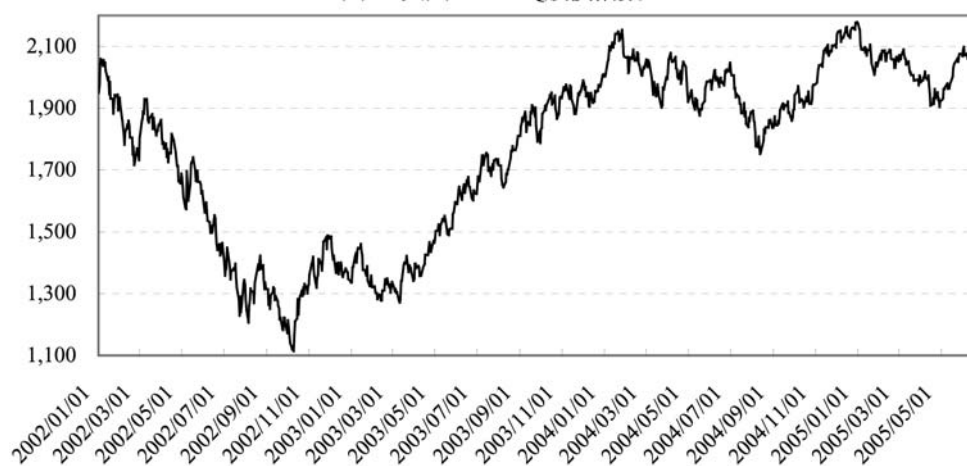


圖18 德國DAX股價指數

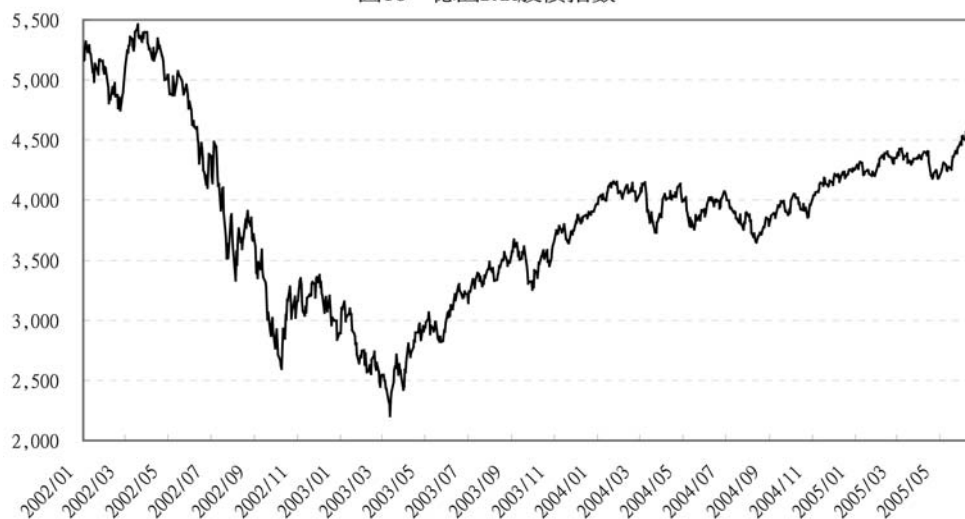


圖19 日本N225股價指數



十、國際商品價格高檔震盪，原油價格頻創新高

近年來全球經濟持續擴張，對國際原物料之需求強勁，國際原物料價格漲勢強勁，頻創新高紀錄。美國商品研究局期貨價格指數(CRB)於本年3月16日攀升至322.42點，為1980年11月以來的新高水準；美國哥倫

比亞大學工業商品價格指數(JOC)亦於本年3月22日創歷史新高117.17點。嗣後因全球景氣減緩，國際商品需求減弱，CRB與JOC回軟，至6月21日分別為311.03與108.56的水準，較去年底分別上升9.56%與下降



2.65%。

油價方面，上年12月上旬美國西德州中級原油每桶價格曾回落至41美元左右，至上年年底為43.5美元。本年初以來，儘管美國原油庫存增加，惟受到北半球天候嚴寒及預期石油輸出國家組織（OPEC）可能減產等不利因素影響，國際油價攀升；美國西德州中級原油價格於4月1日上漲至每桶57.3美元的新高。其後由於全球石油產量增加，且美國、歐洲與中國大陸對石油的需求皆見減緩，國際油價呈現下滑趨勢，至5月20日美國西德州中級原油價格為每桶46.8美元。之後，因美國原油庫存下降及OPEC成員對是否維持原油生產速度的意見不一，加上6月17日美、英、德為安全問題關閉駐奈及利亞使館，市場擔心供油不足，國際油價再度攀

升，並屢創歷史新高峰，至6月21日美國西德州中級原油價格為每桶58.9美元，較上年年底上漲35.40%（圖20）。

至於國際黃金價格，上年12月初倫敦黃金現貨價格曾漲抵16年來新高之每盎司454美元，之後因美元轉呈升值而回軟，至本年2月8日為411.10美元；隨後則受油價走高帶動貴金屬行情上揚影響，再呈上漲走勢，至3月11日為443.7美元。嗣受美元對歐元持續升值及其他貴金屬價格下跌等因素影響，國際金市賣壓湧現，金價回軟，至5月底為414.45美元。6月以降，因油價走高，通膨疑慮昇高，黃金保值避險的需求增加，金價再度上升，至6月21日為435.2美元，較去年底之435.6美元微跌0.09%（圖20）。

#### 十一、未來影響全球經濟前景之變數

根據經濟學人（EIU）於5月發布的全球經濟展望報告指出，隨全球利率走高，全球經濟活力降低，財政政策的刺激效果減弱，

全球貿易的成長速度減緩，因此，預估本年的經濟擴張步伐將較上年減緩。此外，諸多因素將可能使全球經濟成長趨緩的情勢更為

惡化，例如美國巨額的經常帳赤字終將使美元成爲弱勢貨幣，因而對世界各國的出口商形成壓力。同時，人民幣匯率幅度是否放寬或重估幣值仍是影響未來全球經濟走勢的重要變數。再者，高漲的油價也將拖累石油進口國的經濟表現。

IMF 總經理拉托（de Rato）於 6 月上旬

再度強調美國居高不下的雙赤字問題，主張解決美國雙赤字問題須採取數項措施，其中包括歐元區及日本持續推動結構改革以刺激內需、美國加強財政紀律，以及中國大陸與其他亞洲新興國家則採行較具彈性的匯率政策與制度等。

