

## 國際經濟金融情勢

### 一、概 述

上(2002)年第四季以來，美伊戰雲密佈導致國際原油價格攀升，全球股市普遍下挫，消費者信心不振，各經濟體景氣持續疲弱。美國經濟成長率由第三季之 4.0%降至第四季之 1.4%，日本亦由第三季之 3.1%降至第四季之 2.2%。歐元區國家則由第三季之 0.9%上升至 1.3%。至於亞洲新興經濟體的經濟則持續成長，惟成長幅度亦趨緩，其中中國大陸第

表 1 全球經濟展望

單位：%

區域別或國別	2001	2002	2003
全球	2.5	2.8 (1.8)	3.7 (2.6)
先進經濟體 (工業國家)	1.2	1.7	2.5
OECD 國家	1.0	1.5	2.2
主要工業國家(G7)	1.1	1.4	2.3
美國	0.3	2.4	2.6 (3.0)
日本	0.4	0.3	1.1 (1.1)
德國	0.6	0.2	2.0 (1.1)
英國	2.0	1.6	2.4 (2.6)
歐元區	1.4	0.8	2.3 (1.3)
亞洲新興工業經濟體(四小龍)	0.8	4.7	4.9
台灣	-2.18	3.54	4.0 (3.8)
香港	0.6	2.3	3.4 (3.2)
新加坡	-2.4	2.2	4.2 (4.0)
南韓	3.0	6.3 (5.9)	5.9 (5.6)
東協之四小虎	2.6	3.6	4.2
泰國	1.8	5.2	3.5 (4.3)
馬來西亞	0.4	4.2	5.3 (4.8)
菲律賓	3.4	4.6	3.8 (4.4)
印尼	3.3	3.7	4.5 (3.8)
中國大陸	7.3	8.0	7.2 (7.6)
轉型中國家	5.0	3.9	4.5
開發中國家	4.0	4.2	5.2

註：1.先進經濟體共 28 國包括 G7、歐盟、澳、紐及亞洲新興工業國家（其中工業國家共 23 國，不包括亞洲新興工業國及以色列）；轉型中國家共 28 國，包括中共、東歐及俄羅斯等原社會主義國家。

2.資料中粗體字表實際值，其餘為預測值。

資料來源：年預測值採用 IMF World Economic Outlook, September 2002；( )內資料係採用 Global Insight World Economic Outlook, February 2003；OECD 國家資料採用 OECD Economic Outlook, November 2002；我國預測值採用主計處最新公布數字。

四季之GDP年增率為8.1%，與第三季持平，表現仍居區內各經濟體之冠。

就上年全年而言，各經濟體經濟成長率普遍較前(2001)年為高，美國由0.3%上升為2.4%，中國大陸自7.3%升為8.0%；亞洲新興經濟體則均擺脫前年的低迷而呈現明顯的成長。惟日本則自0.4%略降為0.3%、歐元區自1.4%降為0.8%，英國自2.0%降為1.6%(表1)。

展望本(2003)年，儘管一般預期全球景氣將較上年為佳，惟受到美伊爭端影響，國際原油價格攀升、全球股市下挫、消費者信心不振，全球經濟在戰爭陰霾中不確定性升高。

受到中東情勢緊張的影響，全球投資資金紛紛自美元資產撤出並轉進商品市場避險，造成美元走貶，黃金與其他商品行情普遍上揚。倫敦黃金現貨市場價格自上年初的每英兩276.5美元一路走高，至本年2月上旬每英兩逾380美元，嗣後投資人獲利出脫，黃金價格回穩，至2月底回跌至每英兩約347

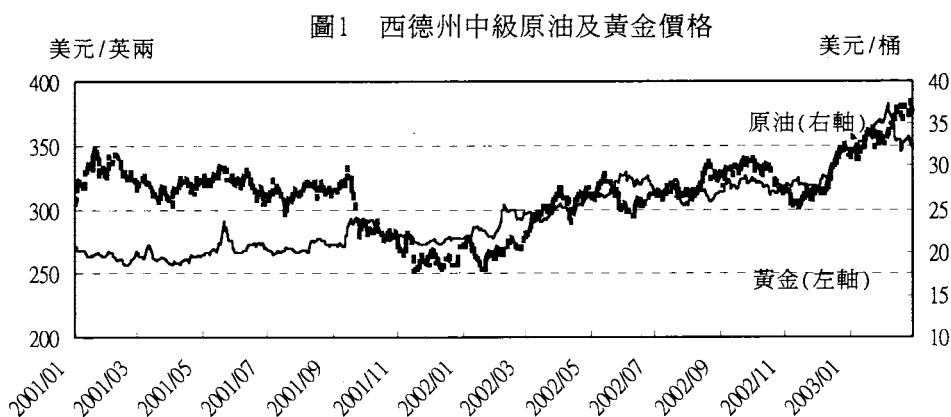
美元。

國際油價受到美伊戰爭問題之衝擊最大，自上年第三季以來油價即持續上漲，至本年2月底西德州中級原油每桶價格漲至36.8美元(圖1)。

國際商品行情部分，美國商品研究局期貨價格指數(CRB)及哥倫比亞大學工業原料價格指數(JOC)年增率於上年6月起均轉呈正數，第四季起明顯升高，本年2月底分別達28.6%與17.9%。

油價及國際商品價格揚升雖對整體物價水準造成壓力，但由於許多國家處於通貨緊縮的疑慮中，故物價上漲有限，並不致引發通貨膨脹。

在貨幣政策方面，主要國家持續維持寬鬆政策，美國於上年11月及英國和ECB於本年2、3月分別降息。受到美伊戰爭威脅的影響，全球經濟普遍面臨高度的不確定和成長瓶頸，近來許多國家的央行面臨是否調降利率的難題。



## 二、美 國

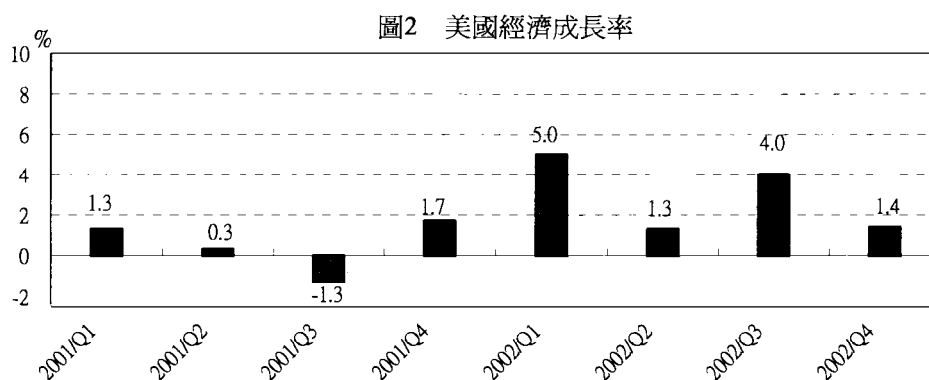
### (一) 第四季經濟表現差強人意，全年擴增 2.4%

美國商務部於本年 2 月底，將美國上年第四季之經濟成長率，由 0.7% 上修至 1.4%，但仍未及第三季之 4%（圖 2）。上年全年經濟成長率則從前年之 0.3% 擴增至 2.4%。

個人消費支出仍為推動美國第四季經濟成長的主要動能，但其成長速度已明顯減緩，與第三季的 4.2% 相較，第四季個人消費支出僅微幅成長 1.5%，其中又以耐久財的衰退幅度最大，第四季耐久財支出由上季之大幅成長 22.8% 轉為減少 8.5%。惟民間投資的成長率由上季之 3.6% 擴增至 6.2%，企業投資亦首度自 2000 年第四季以來的衰退轉為成長 2.5%。政府支出則受到美伊戰爭一觸即發的影響，第四季國防支出由上季之成長 6.9% 擴張至 11.4%，使得整體政府支出亦由上季之成長 2.9% 擴增至 4.9%。不過值得注意的是，受

到稅收大幅下滑的影響，逾四十個州面臨了二次大戰後最大的預算缺口，使得州政府支出成長由上季之 2.2% 下降至 1.6%。輸出雖於上年第二季出現 14.3% 的成長，至第四季因受到商品出口萎縮逾 11% 的影響，轉為衰退 4.4%。

根據美國聯邦準備體系(Fed)於本年 1 月中旬公布的褐皮書(Beige Book)顯示，美國整體經濟仍舊疲軟，傳統年底的銷售旺季並未帶動消費買氣，但是汽車銷售則受惠於業者的促銷活動而大幅攀升。同時，受到美國即將對伊拉克開戰的影響，生產國防設備及生化醫療用品的製造業景氣因而略呈好轉，但就製造業整體而言仍顯疲弱。工業生產指數年增率本年初以來雖持續衰退，但自 7 月起尚能維持正成長；迨入 11 月，工業生產年增率開始攀升，至本年 1 月工業生產較上年同期成長 2.0%。至於產能利用率的變動並不



大，除上年 12 月曾微幅下降至 75.2，本年 1 月復上升至 75.7；不過，目前產能利用率仍處於過去五年以來的低點。

勞動市場方面，上年以來美國失業率多維持在 5.8% 左右的高檔，12 月失業率更竄升至 6% 之高點，迨入本年 1 月，略降至 5.7%。以就業人數而言，建築業及服務業俱呈增加趨勢，惟製造業之就業人口仍逐月下降。儘管失業率居高不下，薪資成本仍呈上升，本年全年美國平均時薪上漲幅度達 2.7%。在每工時平均產出，亦即生產力的表現方面，由於單位勞動成本上升 4.8%，致第

四季美國非農業生產力衰退 0.2%，遠不及上季之成長 5.8%。

## (二) 能源價格攀升，CPI 年增率大幅上升

在物價方面，能源價格為影響美國上年物價走勢的主要因素；上年下半年以來，美國消費者物價指數 (CPI) 年增率在國際油價上漲之帶動下，大多維持在 1.5% 以上的水準。10 月復受美伊戰爭風險升高之拖累，致連續四個月上升之 CPI 年增率進一步擴增至 2.0%，迨入本年 1 月，由於能源價格指數上升 14.1%，致 CPI 年增率攀升至 2.6%。惟上年全年 CPI 年增率僅有 1.6%，仍低於前年之

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)		出口 年增率	進口 年增率	貿易 收支
				月增率	年增率	月增率	年增率	月增率	年增率			
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	億美元
2000	4.1	4.0	2.7	-	2.4	-	3.4	-	3.7	12.4	18.9	-4361
2001	1.2	4.8	-5.7	-	2.7	-	2.8	-	2	-6.8	-6.3	-4119
2002	2.4	5.8	1.5		2.3		1.6		-1.3	-4.9	2.0	-4701
2002/1		5.6	-4.6	0.20	2.6	0.2	1.10	0	-2.82	-15.28	-15.25	-325
2		5.6	-3.9	0.20	2.6	0.2	1.10	0.29	-2.75	-15.58	-8.47	-353
3	5.0	5.7	-3.0	0.10	2.4	0.3	1.40	0.8	-1.63	-12.97	-9.95	-353
4		5.9	-2.2	0.30	2.5	0.4	1.60	-0.14	-2.11	-8.02	-2	-390
5		5.8	-1.3	0.20	2.5	0.1	1.20	-0.43	-2.74	-8.23	2.49	-405
6	1.3	5.8	-0.3	0.10	2.3	0.2	1.10	0.14	-2.19	-3.95	2.94	-395
7		5.8	0.5	0.20	2.2	0.2	1.50	0	-1.14	0.53	4.05	-379
8		5.8	0.6	0.30	2.4	0.2	1.70	0	-1.49	-0.85	7.68	-411
9	4.0	5.7	1.2	0.20	2.3	0.2	1.60	0.29	-1.63	4.29	8.86	-402
10		5.8	1.0	0.10	2.2	0.2	2.00	0.72	0.65	1.66	5.92	-383
11		5.9	1.8	0.10	2	0.1	2.30	-0.29	0.94	3.29	13.28	-430
12	1.4	6	1.8	0.20	2	0.1	2.40	-0.14	1.23	1.12	20.11	-472
2003/1		5.7	2.0	0.10	1.9	0.3	2.60	1.58	2.83	-	-	-

資料來源：Thomson Financial Datastream.



2.8%。上年扣除能源及食物的核心 CPI 年增率大多維持在 2% 以上的水準，但本年 1 月之核心 CPI 年增率已略降為 1.9%。在生產者物價指數 (PPI) 年增率方面，自上年初以來 PPI 即呈逐月下滑之趨勢，迨至 10 月，在能源產品價格飆漲的帶動下，使得 PPI 年增率轉呈正成長 0.65%。本年以來尤其受到國際原油價格狂飆的影響，能源類成品價格指數上漲 17%，1 月之 PPI 年增率大幅躍升 2.8%，但扣除能源及食物之核心 PPI 則僅略為上升 0.5%。

### (三) 美伊情勢緊繃，經濟復甦潛在風險升高

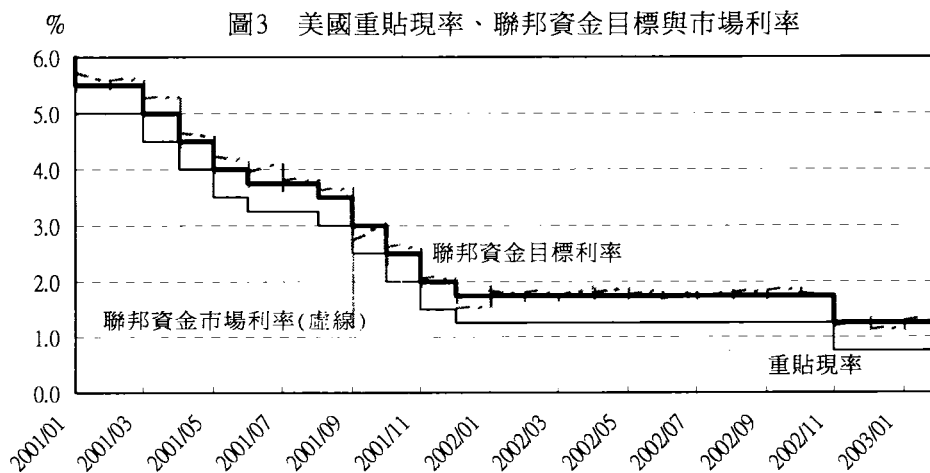
由於美國攻打伊拉克的授權決議案尚未獲得聯合國安理會通過，以及全球反戰聲浪日益升高，美伊戰爭遲未開戰，使得美國經濟體系面臨相當大的不確定性，消費者信心受到相當大的衝擊。復以金融市場表現不佳，就業情況亦無改善跡象，以及油價持續上漲，經濟諮商協會 (Conference Board) 公布的消費者信心指數雖於 11 月時由九年新低之 79.6 回升至 84.9，惟之後連續三個月再呈下降，迨入本年 2 月，消費者信心指數更由 1 月之 78.8 大幅滑落至 64。美國供應管理協會 (ISM) 製造業指數雖自上年 11 月以來連續四個月成長，本年 2 月 ISM 製造業指數亦達 50.5，惟其成長幅度已較 1 月之 53.9 略為減緩。由最近公布的經濟指標顯示，美國景氣受到不確定性變數大增的影響，復甦力道仍相當薄弱。

Fed 主席葛林斯班於本年 2 月向國會進行的例行性貨幣政策報告中，表示美國雖已步入景氣復甦期，但美伊戰爭已為美國經濟成長帶來相當大的變數，企業投資可能須待美伊戰爭情勢明朗後才會開始復甦；Fed 預測美國本年的經濟成長率將加速升至 3.25%~3.5%，雖優於上年之 2.4%，但仍不及 Fed 於上年中旬時所預估的 3.5%~4%。

### (四) 貨幣政策持續寬鬆，利率維持低檔

FOMC 在上年八次的例行性會議後，僅於 11 月 6 日調降聯邦資金利率目標及重貼現率各兩碼，目前聯邦資金利率為 1.25%，為自 1994 年開始公布目標以來之最低，自 2001 年初迄今，聯邦資金利率目標累計降息幅度已達 5.25 個百分點 (圖 3)。聯邦資金利率亦由上年初以來之 1.75% 附近走低至 1.16%。但本年以來，聯邦資金利率逐步走高，2 月底時已至 1.33%。在銀行業基本放款利率方面，由於基放利率向來係伴隨聯邦資金利率目標調整，因此自 11 月初以來，基放利率亦隨之走低至 4.25% 的水準 (圖 4)。本年 1 月 9 日 Fed 實施新貼現窗口制度，新制將以主要融通 (Primary Credit) 來替代以往低於市場利率的調節性融通 (Adjustment Credit)，並以次要融通 (Secondary Credit) 取代現行之延長性融通 (Extended Credit)。此新制並不會改變現行 FOMC 制定聯邦資金利率目標的操作方式。

利率雖然走低，但信用需求並未因而轉



強。根據 Fed 於本年 2 月公布的消費信用報告，上年以來消費信用成長率逐季遞減，第四季亦從第三季之成長 3.4% 轉為衰退 0.1%，上年全年的消費信用成長率亦僅有 3.3%，為自 1998 年以來之最低。以單月資料觀之，消費信用成長率於 10 月回升至 2.4% 後即轉而遞減，迨入 12 月，衰退幅度達 2.8%。另外，本年 1 月的銀行家授信調查報告結果亦顯示，

本國及外國銀行對於企業授信標準益趨嚴格，特別是中、小企業面臨嚴苛的貸款條件。惟企業貸款需求的疲軟情況已略為改善，在部分地區甚至出現強勁成長。整體而言，銀行業者認為美國未來經濟表現的不確定性，以及不同產業的特定問題，為影響其放款意願之重要因素。至於房貸利率方面，部分銀行表示已開始緊縮房貸授信標準，且

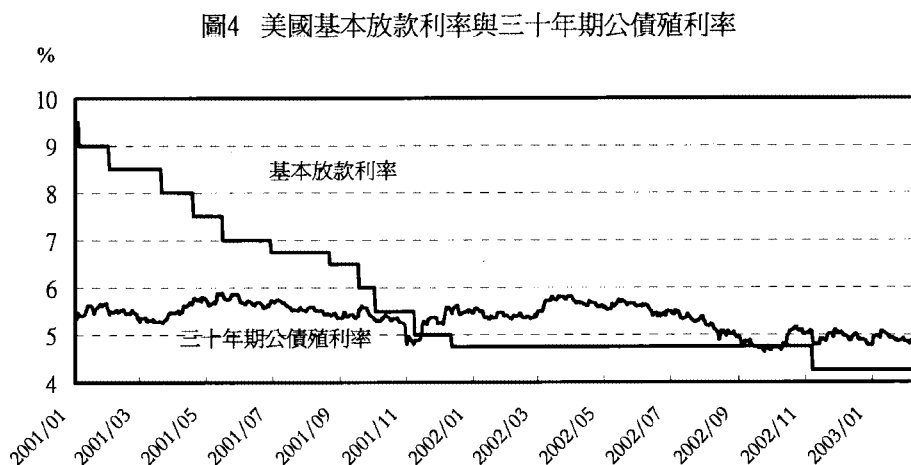
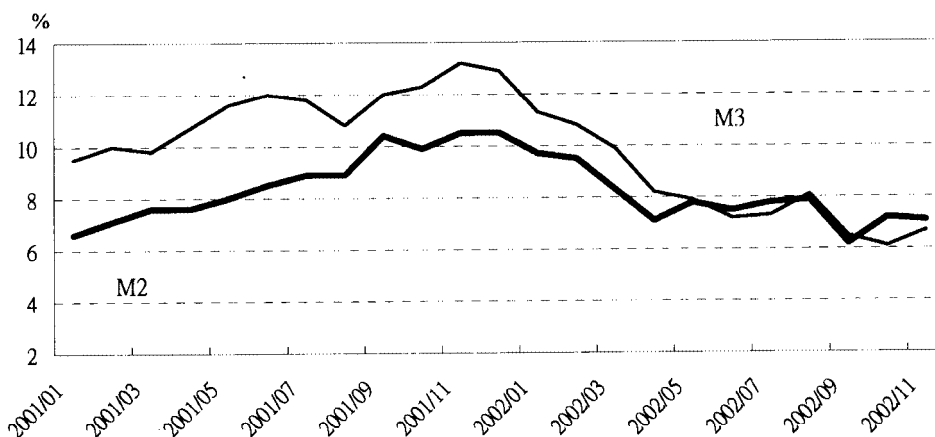


圖5 美國貨幣總計數M2及M3年增率



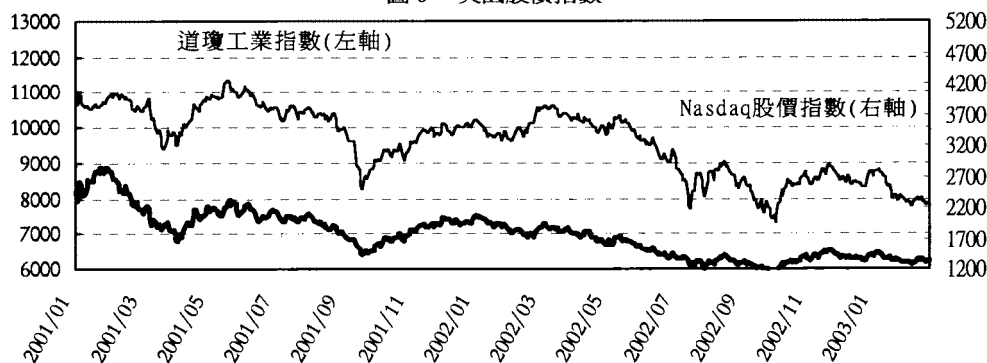
房貸需求亦同步走緩。

影響所及，M2年增率自上年初以來即逐月走低，10月雖略為上升至7.2%，惟之後仍持續下降，迨入本年1月，M2年增率為6.5%。同期間的M3年增率亦同呈下跌趨勢，至本年1月，M3年增率由上年初之11.3%降至6.3%（圖5）。

**（五）經濟展望及企業獲利不佳，阻礙美股反彈動能**

美國股市上年以來飽受企業獲利不佳及大型企業假帳醜聞的負面衝擊，投資者信心始終難以完全恢復，加上企業獲利未見起色，以及美伊戰爭等不確定因素，使得美國股市上年的走勢始終受到壓抑，呈現一路下挫的局面。迨至上年底，道瓊工業指數係以8,341.63點作收（圖6），與上年5月21日最高的11,337.92點的相較，計下挫26.4%。那斯達克指數亦自上年初的2,470.52點下挫

圖6 美國股價指數



至 1,335.51 點，跌幅達 45.9%。本年以來，美國股市受美伊戰爭陰影之影響，至 2 月底為止，多呈下挫走勢。

匯價方面，美元匯價自上年初以來受到經常帳赤字日益擴大、企業假帳風波持續蔓

延的影響，面臨龐大的貶值壓力，並於 7 月中旬時因美國股市重挫，致美元兌歐元、日圓匯價大幅貶值。至本年由於戰爭陰影美元續疲。美元對各國貨幣匯價走勢請參閱下述個別國家之章節。

### 三、日 本

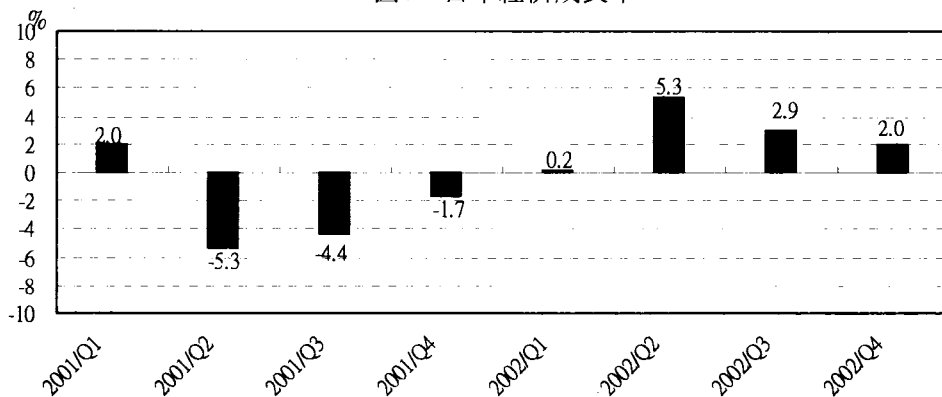
#### (一) 經濟復甦力道轉趨疲弱

上年第四季日本實質 GDP 續較上季成長 0.5%，換算年率為成長 2.0%（圖 7），雖已連續四季呈現成長，惟復甦力道轉趨疲弱。本季經濟成長之主因，係由於商品及勞務輸出，以及企業設備投資分別較上季成長 4.5% 及 1.0%，優於預期。惟占實質 GDP 六成之民間消費，由上季的成長 0.8% 下滑至 0.1%，顯示嚴峻的失業問題及薪資縮減持續打擊消費者心理。至於公共投資方面，受小泉首相採行緊縮型財政政策之影響，較上季減少 0.5%，連續三季呈現衰退。總計上年全年實質 GDP 僅較前年微幅成長 0.3%。至於本年

經濟展望，鑑於去年底公布之各項經濟及金融結構加速改革方案，以及追加預算、減稅等措施將陸續實施，益以全球經濟可望於年中以後逐漸復甦，日本政府預估本年實質 GDP 可望成長 0.6%。

工業生產方面，上年下半年起，受亞洲經濟復甦之激勵，一度恢復成長，迨入第四季，因半導體製造機器及一般機械生產出現停滯，各月工業生產指數較上年同期雖仍分別成長 5.5%、5.1% 及 6.4%，惟與上月比已連續三個月呈現減緩。總計上年工業生產指數較前年萎縮 1.5%，為十四年來之最低水準，其中汽車及鋼鐵增加，而營建機械及半導體

圖 7 日本經濟成長率



製造機器則大幅衰退（表3）。

## （二）亞洲區域貿易活絡帶動貿易順差持續擴增，惟失業率居高不下

對外貿易方面，受亞洲區域貿易活絡之激勵，汽車業及半導體、電子相關零件出口持續擴增，第四季各月出口金額年增率分別為14.1%、19.3%及15.2%；進口金額各月年增率分別為4.0%、10.4%及14.2%。影響所及，貿易順差為2兆5,754億日圓，較上季增

加5.3%，較上年同期則大幅成長59.7%。總計上年貿易順差為9兆9,306億日圓，較前年擴增51.3%，係四年來首度增加。貿易順差大幅擴增之主因，係對中國大陸出口較前年大幅擴增32.3%所致，而自中國大陸進口亦同步擴增，顯示日本與中國大陸之貿易依存關係日益密切。

就業市場方面，日本上年第四季失業率維持於5.4%的高檔，迨至本年1月，再度回

表3 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 %				
				2000	2.8	4.7			
2001	0.4	5.0	-7.7	-0.7	-0.8	0.3	-5.1	3.6	65,637
2002	0.3	5.4	-1.5	-0.9	-0.9	-2.0	6.4	-0.6	99,306
2002/1		5.3	-11.3	-1.4	-0.8	-2.7	-1.8	-9.3	1,837
2		5.3	-11.5	-1.6	-0.8	-2.6	-4.2	-2.6	7,853
3	0.2	5.2	-9.8	-1.2	-0.7	-2.5	-3.0	-12.6	12,660
4		5.2	-6.1	-1.1	-0.9	-2.3	1.7	-2.8	8,347
5		5.4	-2.0	-0.9	-0.8	-2.1	8.8	-5.5	6,182
6	5.3	5.4	-2.4	-0.7	-0.8	-2.1	7.1	-5.1	12,220
7		5.4	3.8	-0.8	-0.8	-2.0	8.9	0.8	7,496
8		5.5	1.8	-0.9	-0.9	-1.9	6.2	-2.7	6,417
9	2.9	5.4	5.2	-0.7	-0.7	-1.8	6.9	8.9	10,542
10		5.5	5.5	-0.9	-0.9	-1.4	14.1	4.0	8,929
11		5.3	5.1	-0.4	-0.8	-1.2	19.3	10.4	8,908
12	2.0	5.4	6.4	-0.3	-0.7	-1.2	15.2	14.2	7,917

資料來源：THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

升至二次大戰後最高水準之 5.5% (表 3)。失業人口達 357 萬人，較上年同期增加 13 萬人，其中又以中高年男性因公司破產或遭解僱而失業情況最為嚴重。

### (三) 消費者物價連續四年下跌，通貨緊縮問題未見改善

物價方面，日本自 1999 年起物價即不斷下滑。迨入上年，由於內需疲弱，民眾消費態度依舊保守，加以廉價商品大量輸入之影響，物價持續走低。迨至第四季，各月躉售物價指數較上年同期分別下跌 1.4%、1.2% 及 1.2%，其中尤以電器及 IT 相關產品的價格下跌最為明顯，總計上年躉售物價指數較前年下跌 2.0%；消費者物價指數年增率則分別下跌 0.9%、0.4% 及 0.3%，總計上年消費者物價指數較前年下跌 0.9%，為連續四年下跌。至於剔除生鮮食品之核心消費者物價指數亦較前年下跌 0.9%，係連續三年下跌，且跌幅為 1971 年以來最大 (表 3)。

### (四) 日銀擴大定量寬鬆貨幣政策

貨幣政策方面，本年以來，由於通貨緊縮問題未見改善，日銀仍維持 2001 年 3 月以來實施之定量寬鬆貨幣政策，以配合日本政府之各項改革方案。迨至 3 月 5 日，為配合日本郵政公社 (係由原屬政府部門之郵政事業廳重組成立之公營事業) 之正式營運，並向日銀提繳存款準備金，日銀宣布自 4 月 1 日將金融機構在該行的活期存款帳戶餘額目標由原先之 15~20 兆日圓往上調升至 17~22

兆日圓，以充分供應市場所需之流動性；至於日銀購入長期公債挹注金融體系之額度則維持每月 1.2 兆日圓。

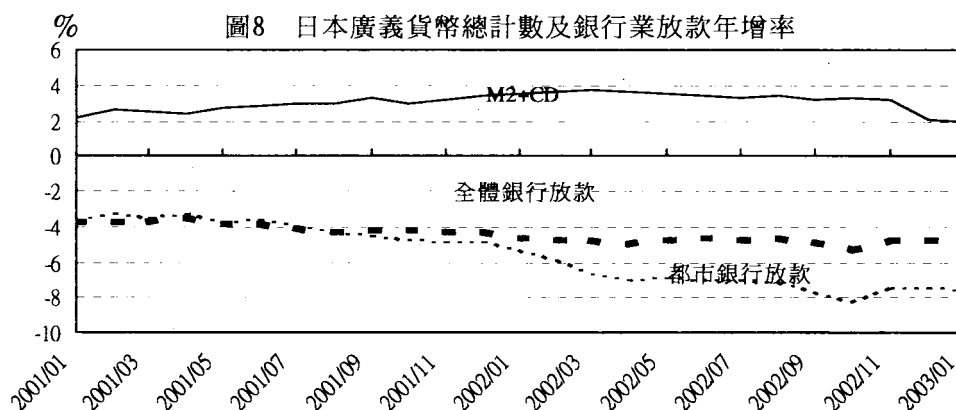
伴隨日銀擴大定量寬鬆貨幣政策，上年 4 月份貨幣基數平均餘額一度較上年同期大幅成長 36.3%，成長幅度創 1974 年 1 月來之新高。迨入第四季，貨幣基數成長趨於緩和，大致維持於 20% 左右，總計上年貨幣基數較前年大幅擴增 25.7%。惟由於銀行放款持續萎縮，加以企業資金需求低迷，日本的廣義貨幣總計數 (M2+CD) 成長仍持續呈現低迷走勢。10、11 及 12 月之 M2+CD 年增率僅分別小幅成長 3.3%、3.2% 及 2.1%，總計上年 M2+CD 僅較前年成長 3.3% (圖 8)。

利率方面，本年以來，隔夜拆款利率大致維持在 0.001~0.002% 附近；銀行業的短期基本放款利率自上年 3 月起即持續維持在 1.375% 之水準；長期基本放款利率 1 月為 1.65%；至於債券市場方面，由於股市不振、經濟復甦前景不佳，公債市場持續湧入資金，十年期公債殖利率由上年 2 月的 1.5%，逐月下跌至 12 月的 0.95%。

### (五) 日經股價指數頻創泡沫經濟崩潰以來之新低

上年下半年起，由於全球經濟前景不確定性升高，美國股市持續下挫，加以日本政府遲遲未能對日益嚴重的通貨緊縮提出有效對策，日經股價指數頻創泡沫經濟崩潰以來之新低。迨入第四季，日經股價指數在大型

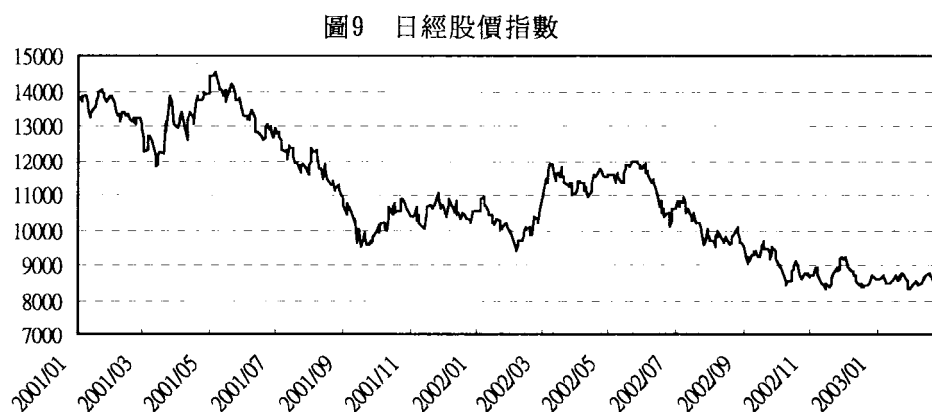




金融控股公司股票帶頭大跌之影響下，11月14日一度跌至8,303點之泡沫經濟崩潰後新低，逼近8,000點重要心理關卡。之後，日經股價指數因跌幅過深而反彈至12月底之8,578點，總計日經股價指數上年全年跌幅達18.6%。迨至本年，由於日本政府陸續公布之經濟數據顯示經濟復甦力道轉趨疲弱，會計年度將於三月底結束，為美化帳面而加重賣壓，益以中東及朝鮮半島等區域性政治風險升高，日經股價指數持續震盪走低，2月底以8,363點作收（圖9）。

#### （六）地緣政治風險升高促使日圓走強

日圓匯價方面，受日本經濟金融情勢劣拖累，上年2月日圓一度貶破1美元兌135日圓，創1998年10月以來之新低。之後，美國經濟復甦不如預期，加以日本政府推出多項激勵股市措施吸引外資，國際投資人的焦點轉向日本，7月中，日圓大幅回升至115日圓附近。由於日本政府憂慮日圓匯價過高將打擊疲弱的經濟復甦，頻頻介入匯市，10月下旬一度促使日圓回貶至1美元兌125日圓。之後，日圓大致在119日圓至125日圓





之間震盪。12 月底，日圓以 1 美元兌 118.7 日圓收盤，較前年底升值 10.4%。迨入本年，受中東及朝鮮半島等區域性政治風險升高影響，原油及黃金價格大幅上揚，國際資金持續由美元資產撤出，日圓延續上年底之漲

勢，1 月中旬升抵 117 日圓價位，之後雖因日本政府進場干預而一度回貶至 121 日圓附近，惟成效有限，日圓再度走強至 2 月底之 118.1 日圓（圖 10）。

#### 四、歐元區與英國

##### （一）歐元區及英國上年經濟成長力道持續走弱

歐元區上年第四季實質 GDP 年增率由第三季的 0.9% 上揚至 1.3%（圖 11），惟與上季比之變動率則由第三季的 0.4% 降至 0.2%。第四季經濟成長主要由消費支出所帶動，投資支出衰退幅度再呈縮小，對外貿易亦已出現疲態。全年成長率則由 1.4% 下滑至 0.8%。經濟欲振乏力的結果，造成企業紛紛裁員，致使歐元區失業率自上年初的 8.1% 一路攀高至上年底的 8.5%，總計上年全年之失業率自前年的 8.0% 上揚至 8.3%，本年 1 月更持續攀升至 8.6%，為近二年來的最高水準。

根據歐盟執委會商業及消費者調查

（European Commission Business and Consumer Surveys）顯示，上年底略有好轉跡象的零售貿易信心及工業信心指標於本年 1 月再度惡化，消費者信心指標本年 1 月則持續下滑至負 17，為六年以來之最低。歐盟執委會於上年 11 月的秋季經濟預測報告中將本年歐元區的經濟成長預測數下修為 1.8%，而 ECB 總裁杜森柏格在本年 3 月 6 日降息後復表示，地緣政治緊張和油價高漲將持續對歐元區經濟發展造成嚴重影響，因此將再下修對本年經濟成長的預測值。

歐元區最大經濟體德國經濟惡化的情況尤其嚴重，上年經濟成長率經初步估算僅為 0.2%，低於前年的 0.6%，創下九年來最低水

圖11 歐元區經濟成長率

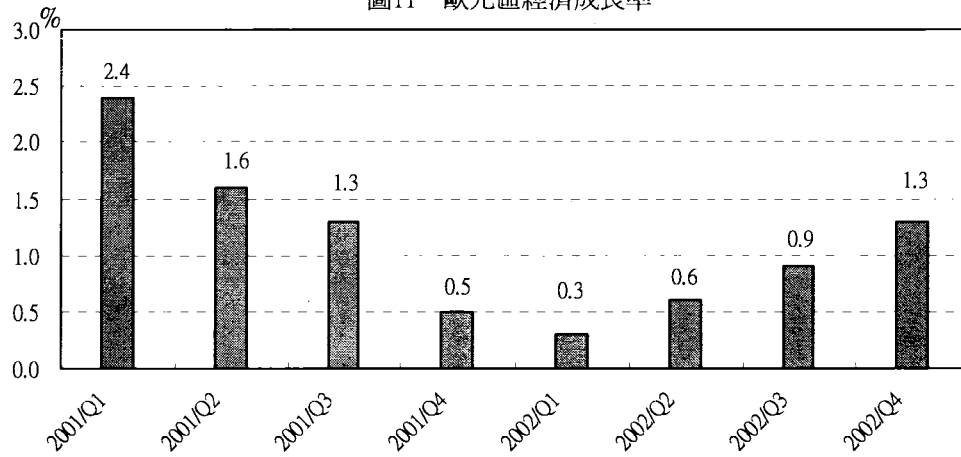


表4 歐元區重要經濟指標

年 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括營建業) 年增率%	調和消費者物價指 數 (HICP) 年增率 (1996=100) %	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (十億歐元)
1998	2.9	10.2	4.3	1.1	4.5	5.2	91.6
1999	2.7	9.4	1.9	1.1	4.5	9.1	54.7
2000	3.5	8.4	5.6	2.1	21.7	29.4	7.3
2001	1.4	8.0	0.5	2.4	4.5	0.4	48.2
2002	0.8	8.3	-0.8	2.2	1.5	-3.7	102.2
2002/2		8.1	-3.1	2.5	0.8	-5.7	6.9
3	0.3	8.2	-2.2	2.5	-1.3	-10.4	11.0
4		8.2	-0.8	2.3	8.0	2.3	4.5
5		8.2	-0.8	2.0	1.0	-6.7	8.8
6	0.6	8.3	-0.6	1.8	-1.3	-8.4	10.9
7		8.3	-0.1	2.0	1.8	-3.8	13.5
8		8.3	-1.5	2.1	-1.0	-6.8	9.9
9	0.9	8.4	-0.5	2.1	7.6	2.2	9.1
10		8.4	0.8	2.2	0.6	1.3	9.6
11		8.5	2.5	2.3	1.1	-2.6	9.6
12	1.3	8.5	-0.1	2.3	2.2	4.1	7.4
2003/1		8.6		2.2			

資料來源：ECB及EU。

準，景氣低迷加上結構改革障礙重重，致使其本年 2 月的失業率上升至 10.5%；此外，內需疲軟，物價走低，更是引發通貨緊縮的疑慮；雖然德國 Ifo 經濟研究機構所公布的商業信心指數本年 2 月自上月的 87.4 上升至 88.9，為連續第二個月上揚，然而是否為景氣復甦跡象，仍有待觀察。

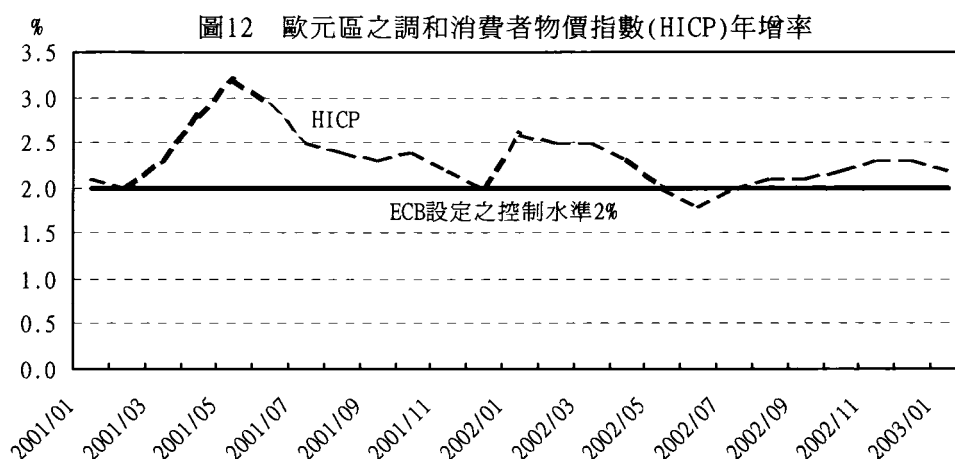
英國方面，上年第四季經濟成長率續由第三季的 2.0% 微幅上揚至 2.1%，與上季比之變動率則由第三季的 0.9% 下滑至 0.4%。全年的成長率則自前年的 2.0% 下跌至 1.6%，雖仍較大多數歐陸國家為佳，惟是英國自 1992 年以來經濟成長率最低的一年，主要歸因於製造業衰退，且服務業產出成長放緩所致。另一方面，工業生產衰退的情況第四季已稍獲改善，各月工業生產年增率分別衰退 1.2%、1.2% 及 1.3%。至於英國之失業率，上年下半年以來均維持在 3.1% 的低檔，總計上年全年之失業率為 3.1%，較前年的 3.2% 略為下滑。

英格蘭銀行於本年 2 月中將英國本年經濟成長預測數自上年 11 月預測的 3.1% 下修至 2.5%。

## （二）近來歐元區及英國的通膨略為回穩

歐元區之調和消費者物價指數（HICP）年增率自上年 6 月的 1.8% 低點逐步上揚，至年底已達 2.3% 的高點，全年的 HICP 年增率則為 2.2%，略低於前年的 2.4%；迨入本年，雖然能源價格持續飆漲，然而歐元大幅升值則壓抑通膨持續上揚，1 月的 HICP 自上年 12 月的 2.3% 微幅降至 2.2%（圖 12），係連續第六個月超過 ECB 所設定的 2.0% 控制目標。

英國方面，扣除抵押貸款利息後的零售物價指數（RPIX）年增率於上年 6 月下滑至 1.5% 的低點後，轉呈上揚走勢，總計全年 RPIX 年增率為 2.2%，略高於前年的 2.1%；本年 1 月，RPIX 年增率與上年 12 月持平同為 2.7%，雖較上年 11 月的 2.8% 高點略微回穩，惟仍高於 2.5% 的物價上漲率目標值，石油



及服飾類價格上揚是推升通膨的二十大原因。

### （三）英格蘭銀行及 ECB 先後降息一碼，長期市場利率持續下滑

有鑑於歐元區經濟停滯不前，加上通膨壓力可望緩和，爲了防範景氣陷入谷底，ECB 管理委員會（Governing Council）於本年 3 月 6 日的決策會議中，決定調降主要再融通操作之最低投標利率、邊際貸放利率及存款利率各 0.25 個百分點，調降後分別爲 2.5%、3.5%及 1.5%。這是 ECB 繼上年 12 月 6 日降息以來的再度降息行動。ECB 調降利率之主要考量因素大抵如下：

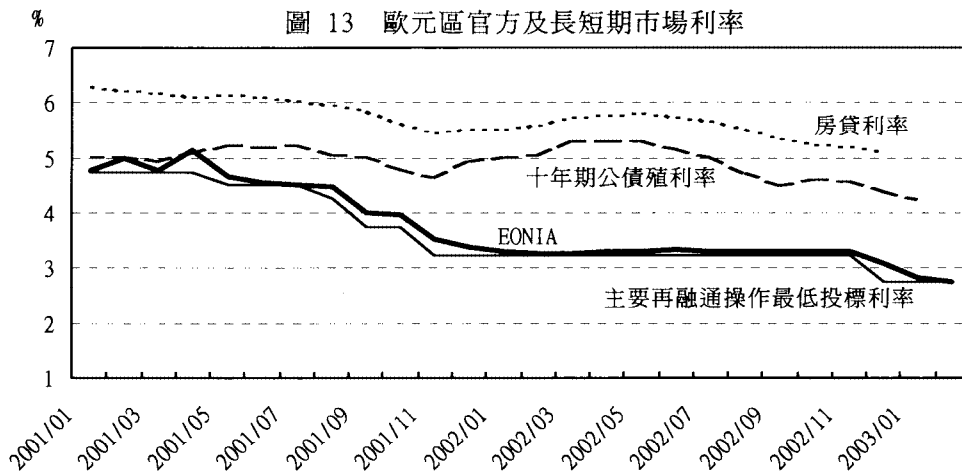
1. 過高的流動性因經濟疲軟，短期內尙不致對通膨帶來威脅：由於金融市場、經濟及地緣政治的不確定性升高，促使投資者紛將資產轉爲安全及流動性較高，且持有成本相對較低的 M3 組成份子，導致近幾個月來廣義貨幣 M3 的變動率仍居高不下（本年 1 月份 M3 年增率爲 7.3%），且遠高於 ECB 所設之 4.5% 參考值。雖然過高的流動性對中期的物價穩定是一項隱憂，惟在目前疲軟的經濟環境下，將過多流動性於近期轉化爲通膨壓力的風險微乎其微。

2. 通膨壓力可望緩和：上年底至本年初以來，雖然能源價格持續飆漲造成物價上漲隱憂，然而歐元強勁升值，加上景氣低迷將有助於進一步減輕通膨壓力。

上年歐元區銀行間歐元無擔保隔夜拆款利率（EONIA）之走勢大致略高於主要再融

通操作最低投標利率，全年 EONIA 的平均值爲 3.29%，低於前年的 4.39%，本年以降 EONIA 持續下滑，2 月維持在 2.76%；較長天期的銀行業零售市場利率自上年 6 月以降轉呈下滑走勢，12 月的房貸利率、一年以上企業貸款利率及二年期以上存款利率分別爲 5.10%、5.34%及 3.45%，全年的平均利率則分別爲 5.54%、5.71%及 3.85%，均較前年爲低；債券市場方面，歐元區十年期公債殖利率走勢自上年 4 月以降反轉下滑，全年平均值爲 4.92%，亦較前年爲低，本年 1 月維持在 4.27%（圖 13）。

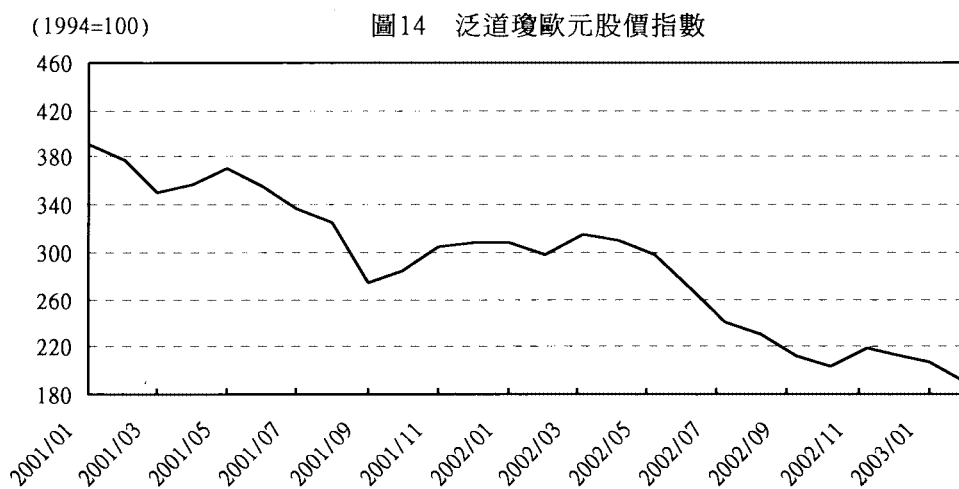
英國方面，英格蘭銀行貨幣政策委員會於本年 2 月 6 日的利率決策會議中決定降息一碼，將十四天期附買回利率自 4.00% 調降至 3.75%，爲 1955 年以來的最低水準，亦是英格蘭銀行十五個月以來的首次降息行動。儘管英國扣除抵押貸款利息後的零售物價指數年增率已連續三個月高於 2.5% 的目標，且房地產價格於過去二年來大幅飆漲，惟有鑑於近來製造業復甦力道不足，且近期愈來愈多數據顯示國內需求將持續疲弱，在經濟成長堪虞的情況下，迫使英格蘭銀行寬鬆銀根以爲因應。至於市場利率方面，上年以來，英國隔夜拆款市場利率大致在 4% 上下各一碼間小幅波動，本年 1 月維持在 3.91%；十年期政府債券利率上年以來緩步走高至 5 月的 5.29% 後轉呈下滑走勢，12 月維持於 4.57%，全年平均值爲 4.90%，低於前年的 4.94%。



**(四) 近期歐元區及英國股價持續下挫**

上年以來，代表全體歐元區股價指標的泛道瓊歐元股價指數 (Broad Dow Jones EURO STOXX Indices，簡稱 STOXXE) 自 4 月以來即因經濟前景不佳而回軟，6 月以降，復受美股因大企業爆發會計假帳醜聞而重挫之影響，STOXXE 滑落速度加速，10 月中旬 STOXXE 雖在企業財報較預期為佳及美股反

彈帶動下回穩，惟嗣後持續下探，至年底已跌至 213.6 點，總計全年的跌幅近 31%；本年以降，美伊危機加上企業獲利前景不明的負面因素持續侵蝕投資者信心，導致股價續挫，截至 2 月底收在 187.03 點 (圖 14)。就歐元區各主要會員國之股價觀之，上年走勢大致與 STOXXE 一致，德國法蘭克福 DAX 指數與法國巴黎證商公會四十種指數全年分





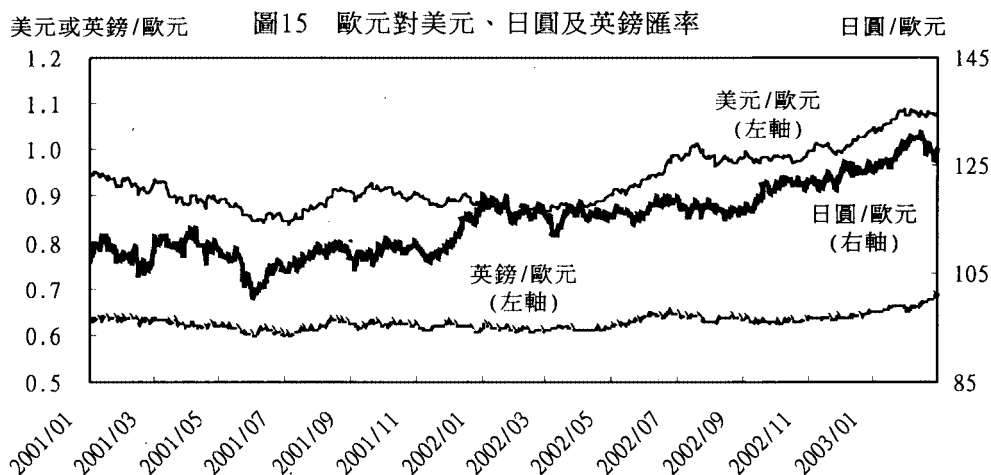
別大跌約 44% 及 34%，迨入本年亦持續走滑，2 月底分別以 2,547.05 點及 2,754.07 點作收。

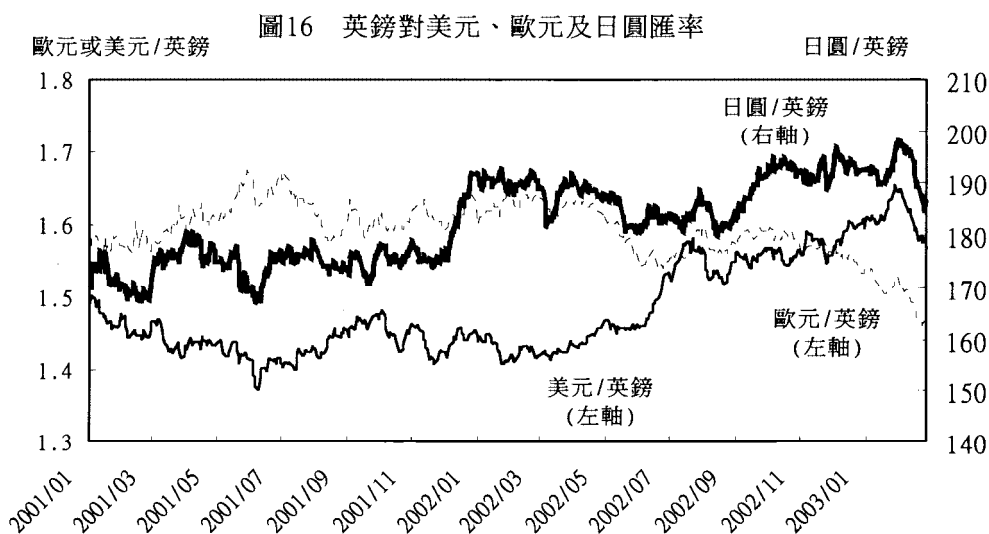
英國股市方面，上年初以來英國倫敦金融時報百種指數大抵在 5,100 至 5,300 點之區間來回盤整，5 月中旬以降則自 5,260 點左右逐漸回檔，之後受美國股市重挫及金融市場不確定等因素之影響跌勢加劇，8 月及 10 月雖曾一度反彈，惟後勢支撐無力再度下滑，至年底已跌至 3,940.4 點，總計全年的跌幅近 25%。本年以降，美伊戰事陰霾持續打擊市場信心，股價持續下挫，並在 1 月 27 日一度跌至 1995 年 10 月以來的新低 3,480.8 點，隨後則於 3,600 點至 3,700 點之間震盪徘徊，2 月底收在 3,655.6 點。

#### （五）歐元對主要貨幣匯價近期於高點盤整，英鎊則大幅貶值

上年由於美股下挫，導致投資美元資產的資金持續減少並轉向歐洲，歐元對美元匯價自上年 4 月以來即一路走揚，迨入下半年，

復受美國經濟復甦力道減弱及一連串大型企業會計舞弊案之影響，美元之貶值壓力益加沉重，嗣後由於投資人擔心美伊緊張情勢升高，因而大舉拋售美元，肇致歐元強勁升值，至年底已上揚到 1 歐元兌 1.0494 美元左右之價位，全年歐元對美元升值約 18%；迨入本年，由於美國經濟數據較預期差，加上美伊戰事懸宕未決，加重美元貶壓，歐元至 2 月底已升至 1 歐元兌 1.0778 美元左右之價位。歐元對日圓、英鎊亦相對強勢，上年全年對日圓、英鎊均約升值 7%。本年以來，歐元續強，至 2 月底歐元對日圓、英鎊匯價分別為 1 歐元兌 127.4 日圓及 0.6843 英鎊左右（圖 15）。另根據 ECB 公布之數據顯示，歐元區對其區外 26 個主要貿易對手國以貿易量加權的名目有效匯率（以 1 歐元兌 26 國通貨表示）指數（以 1999 年第一季為基期），上年全年係呈上揚走勢至年底的 100.4 點，本年 1 月則再升至 103.0 點。





上年英鎊亦對美元升值近 11%，迨入本年，英鎊仍持續走強，1 月 30 日並一度升至 1 英鎊兌 1.65508 美元的近二年新高，之後由於英格蘭銀行降息，市場解讀為英格蘭銀行

看淡英國經濟前景，復因英國首相布萊爾在伊拉克問題上保持強硬立場，導致英鎊反轉走貶，2 月底約維持在 1.5738 美元左右之價位，距 1 月的高點大幅回貶約 5%（圖 16）。

### 五、亞洲新興經濟體

受美伊戰爭陰影及美國、歐元區等先進國家經濟復甦走緩的影響，亞洲新興經濟體區內以出口為導向的國家上年第四季經濟成長率略遜於第三季，其中新加坡、馬來西亞及印尼分別降為 3.0%、5.6%及 3.8%；中國大陸出口持續擴增，第四季經濟成長率與第三季持平為 8.1%；至於南韓、香港及菲律賓則持續好轉，分別上升為 6.8%、5.0%及 5.8%。

物價方面，由於國際原油價格飆漲，亞洲各經濟體普遍存在的通貨緊縮問題因此略顯緩和。上年第四季以來，除香港、泰國與印尼降息之外，其他亞洲新興經濟體利率政

策均維持不變。

股價方面，受美股連動影響，及中東及朝鮮半島等區域性政治風險升高之下，亞洲新興經濟體的股價，自本年以來，延續上年底之跌勢，2 月底與前年底相較，除泰國股市上漲 18.9%外，南韓、新加坡及香港股市跌幅較深，分別為 17.0%、21.5%及 20.0%；菲律賓及馬來西亞則下跌 12.7%及 7.1%；中國大陸上海 A 股及 B 股亦分別下跌 7.7%及 26.7%。

匯價方面，除中國大陸採取干預措施維持人民幣匯率穩定、香港維持「通貨發行

局」制度及馬來西亞仍採行固定匯率制之外，亞洲其他新興經濟體通貨在美元走貶下，呈升值之勢，其中以印尼盾升值 17.1% 幅度最大，其次為韓元、星元及泰銖分別升值 10.0%、6.3%、及 3.4%，僅菲律賓披索貶值 5.4%。

### (一) 新加坡

#### 1. 第四季經濟成長率 3.0%，全年經濟成長 2.2%

由於美、日及歐元區的經濟復甦趨緩，使得新加坡之輸出及工業生產成長減緩，上年第四季經濟成長率自上季之 3.8% 降為 3.0% (圖 17)；惟與上季比換算成年率，則由上季之下挫 6.6% 轉呈成長 0.4%。上年全年經濟則由前年之衰退 2.4% 轉為成長 2.2%。上年經濟成長主要係整體需求較前年成長 2.0%，其中占星國經濟活動三分之一強的外需成長 4% 為主要動力，個人消費支出亦增加 0.9%。新加坡貿工部指出，由於近期美國經濟復甦不確定性增加，美伊戰爭情勢緊張影響全球景氣，以及全球電子產業依舊疲軟，因此對依

賴出口的新加坡影響深遠，新加坡政府仍維持上年 11 月對本年的經濟成長率預估值，在 2.0% 至 5.0% 之間。

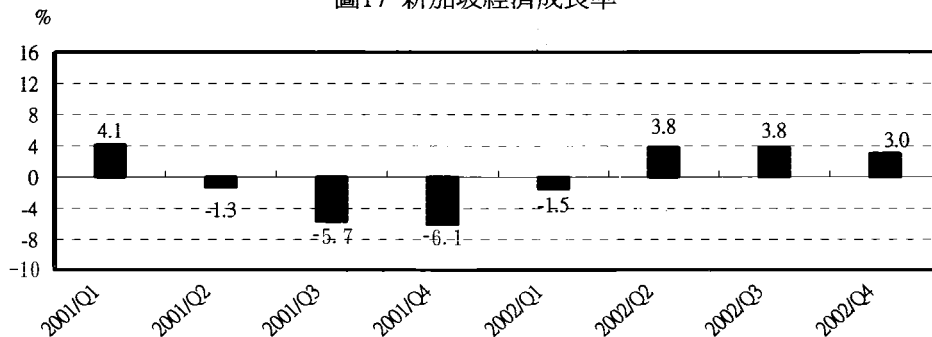
上年第四季新加坡製造業部門之產出年增率為 9.9%，較上季之 15.5% 大幅減緩；旅館餐飲業由衰退轉為成長；惟營建與金融服務業仍呈衰退。新加坡的工業生產年增率在連續 7 個月的正成長後於上年 11 月轉為衰退 1.1%，不過 12 月回升為成長 19.0%；全年的工業生產較上年成長 8.3%，擺脫前年的衰退陰影。

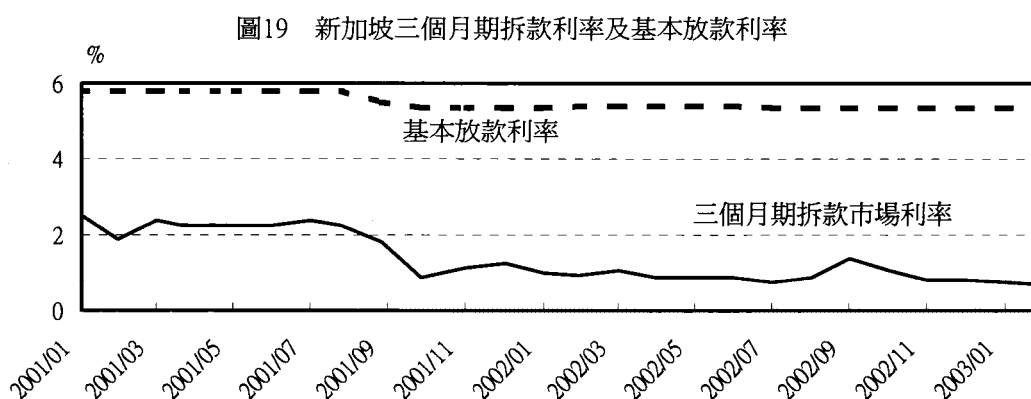
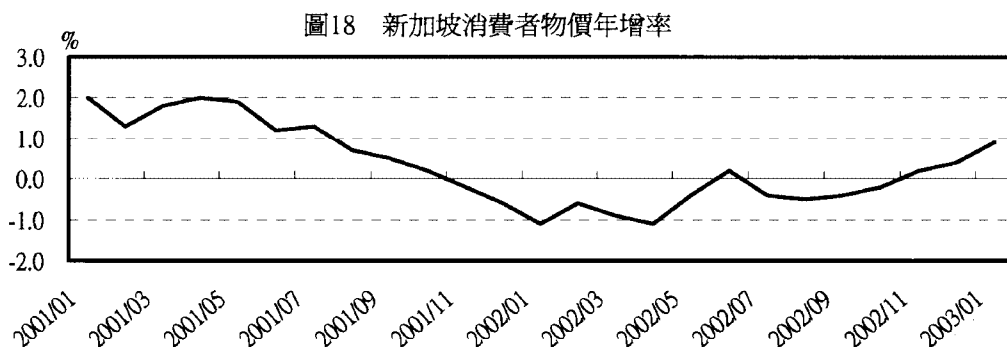
上年第四季新加坡的出口較上季增長 10.81 億星元，與上年同季比則成長 9.7%；進口則較上季減少 0.63 億星元，較上年同季成長 6.3%，致第四季的貿易順差自上季的 44.14 億星元擴增為 55.69 億星元。

#### 2. 失業率略減，通貨緊縮壓力減輕

新加坡上年第四季失業率由上季的 4.6% 下降至 4.2%，勞動市場就業人口自上季的驟減近一萬五千人大幅降低至二千七百人，主要是營建業人員就業人口持續縮減。新加坡

圖17 新加坡經濟成長率





消費者物價指數年增率自 2001 年 11 月起轉呈負成長，惟受到國際油價持續上漲及進口物價上揚的影響，自上年 11 月起轉呈正成長 0.2%，12 月續成長 0.4%；迨入本年 1 月，更大幅成長 0.9%，通貨緊縮壓力減輕（圖 18）。

### 3. 市場利率持續走低，星元漲升，股價下跌

新加坡長短期利率上年以來維持下跌走勢，其中三個月期銀行間拆款市場利率自前年底之 1.25% 持續走低至上年 7 月之 0.75%，嗣後反轉回升，至 9 月底升為 1.38% 後又告回跌；迨入本年繼續走低，2 月份自上月之 0.75% 下降為 0.69%。至於基本放款利率，上年 7 至本年 1 月維持在 5.35% 水準，2 月再降

至 5.33%（圖 19）。五年期政府公債殖利率上年初以來持續走低，自前年 12 月底之 3.42% 一路下滑，至本年 2 月降為 1.43%。

股市方面，新加坡海峽時報股價指數自上年 3 月之 1,800 點左右的高點開始走低，除 10 月因美股反彈而受帶動走升，11 月起受到全球股市不振的影響而再告下挫，至本年 2 月底收在 1,273.85 點（圖 20）。

匯價方面，上年以來國際美元持續走貶，星元相對走升，星元匯價自上年 3 月底之 1 美元兌 1.8439 星元的低檔攀升至 7 月中旬之 1.731 星元後回貶，9 月起再度反彈，迨至本年 2 月底為 1 美元兌 1.7346 星元（圖 21）。

圖20 新加坡海峽時報股價指數

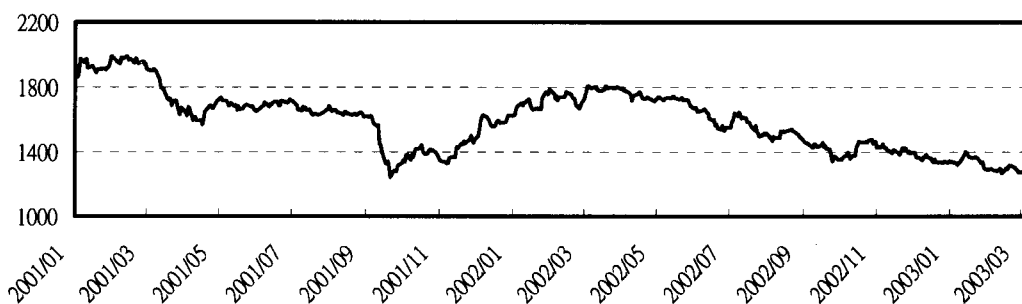


圖21 星元匯率



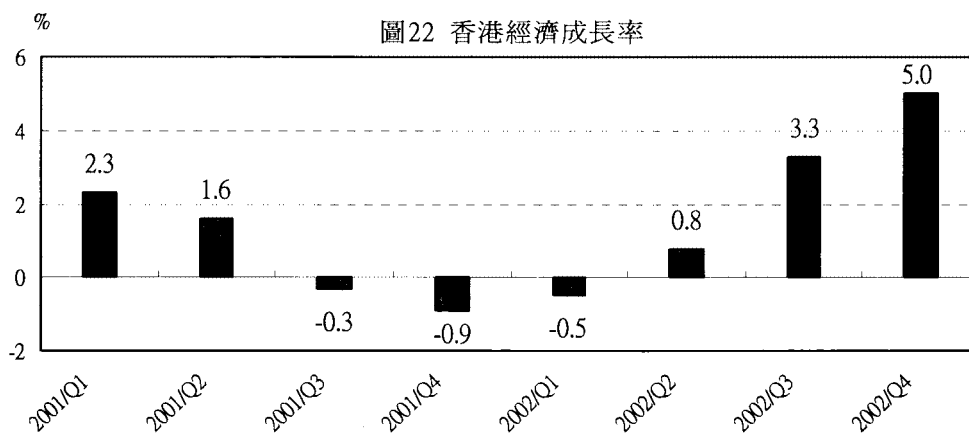
(二) 香港

1. 第四季經濟明顯回穩

香港經濟上年初因民間消費及投資不振而顯著放緩，嗣後由於對外貿易持續擴增，

加以整體投資回溫等有利因素，經濟呈現明顯復甦跡象，第四季經濟成長率由第三季的 3.3% 攀升至 5.0%，全年經濟成長率自 2001 年的 0.6% 攀升至 2.3% (圖 22)。港府表示，

圖22 香港經濟成長率



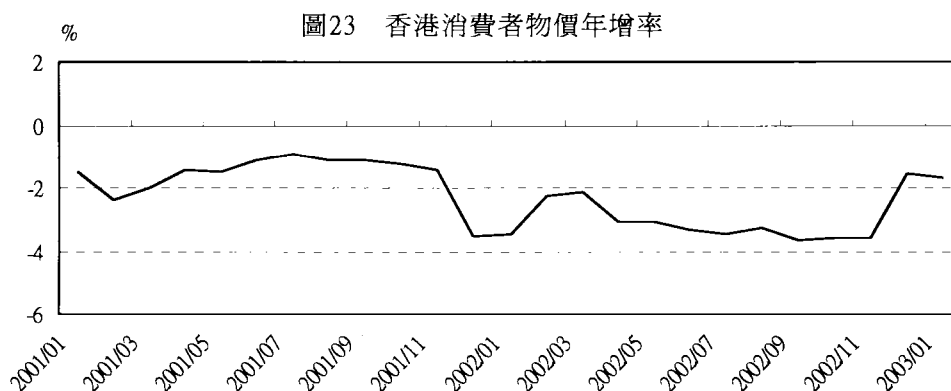
香港出口因受惠於弱勢美元而可望持續擴增，加以降息效果逐漸顯現，預期本年香港景氣將保持溫和復甦態勢，惟受制於經濟持續轉型及物價不斷下跌的影響，區內需求回升可能較預期緩慢，港府預估香港本年經濟成長率為 3.0%。

上年香港進、出口貿易呈現大幅擴增之勢，第四季進、出口年增率由第三季的 6.4% 及 8.5% 分別上升至 14.9% 及 15.6%；至本年 1 月，年增率達 21.4% 及 26.7%，是上年香港經濟轉呈復甦以來最高之月份年增率。出口成長持續擴張之主要原因為商品對外價格競爭力隨美元轉弱而增強。上年第四季香港貿易逆差為 113 億港幣，較上年同季減少 5 億港幣之逆差，全年貿易逆差 589 億港幣，較 2001 年逆差減少 283 億港幣；本年 1 月份，貿易收支轉呈 18 億港幣之順差。

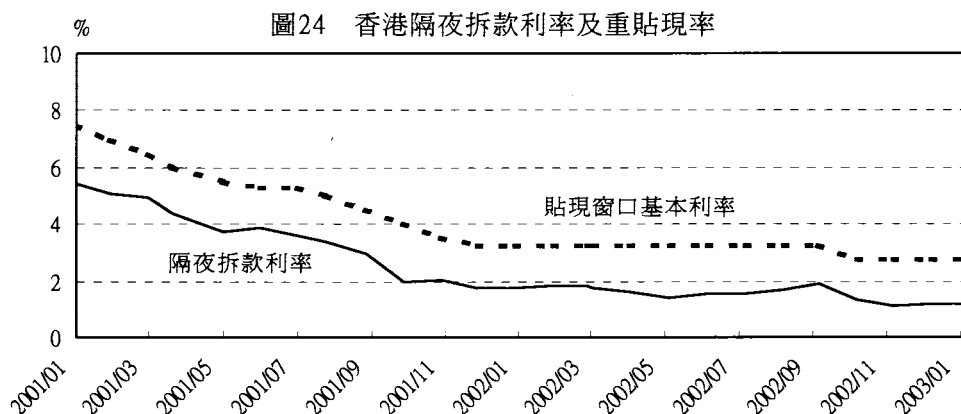
2. 失業率略見改善，物價下跌壓力仍在  
香港經季節性調整的失業率上年上半年持續上升至 7 月的 7.8%，嗣後由於總就業人口隨著經濟活動升溫而有所改善，失業率轉

趨下降至 11 月的 7.1%，12 月及本年 1 月則微幅上升至 7.2%。總計上年全年香港失業率平均為 7.3%，明顯高於 2001 年的 5.1%。港府表示，由於就業人數在最近數月的成長大於勞動人口的成長，使勞動市場情況得以改善，至於短期內失業率是否會再進一步下降，仍要視未來整體經濟表現而定。

香港消費者物價自上年第一季的下跌 2.6% 持續擴大至第三季之下跌 3.5%，至第四季由於上年比較基期之物價偏低，跌幅縮小至 2.9%，本年 1 月跌幅則縮小至 1.6%，為連續第 51 個月之物價下跌。總計上年全年香港綜合消費者物價指數較 2001 年下跌 3.0%，幾乎為 2001 年 1.6% 跌幅的二倍。上年綜合消費者物價跌幅擴大之主要原因係區內需求停滯及市場競爭加劇，促使零售商進一步降價及提供其他優惠服務，藉此促銷貨品及勞務，此外，房租及工資持續下降也是導致物價下跌原因之一。港府表示，上年香港房屋租金大幅下降，將反映於本年的消費者物價，加以香港與中國大陸經濟活動關係日益







緊密，生產要素價格均等化的過程會促使物價持續出現結構性下調的趨勢，惟國際原油價格近期的上漲及美元轉弱可望舒緩部份物價下跌的壓力。港府預估本年全年香港綜合消費者物價指數年增率將下跌 1.5%，跌幅小於 2002 年的 3.0%。

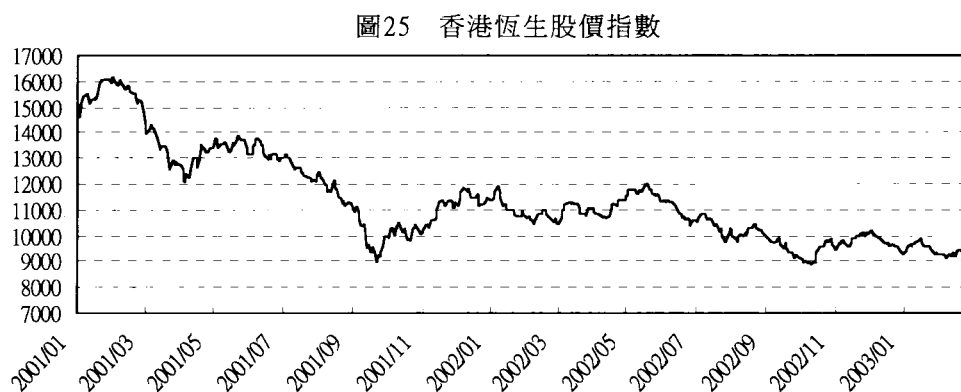
### 3. 伴隨 Fed 降息，利率走低

香港短期利率大致緊釘美元利率走勢。上年 11 月 6 日美國調降聯邦資金利率目標 2 碼至 1.25%，為維持聯繫匯率之運作，香港金融管理局隨後於 11 月 7 日調降貼現窗口基本利率 2 碼至 2.75%。主要商業銀行的最優惠貸款利率及各大銀行的平均儲蓄存款利率

亦分別由 5.13% 及 0.16% 降至 5.03% 及 0.07%，迨至 12 月，再分別降至 5.00% 及 0.03%。銀行隔夜拆款利率由 2001 年 12 月的 1.75%，降至上年 12 月的 1.16%，本年 1 月則微升至 1.18% (圖 24)。

### 4. 港股呈下跌走勢

香港恆生股價指數自上年第三季呈下跌走勢之後，10 月再持續向下探底，10 月 10 日跌至四年來的最低價位 8,859 點。嗣後由於美國降息及香港就業及產出情況趨於穩定，股價在 11 月反彈衝破 10,000 點，之後因伊拉克戰事危機升高及北韓因核子管制問題而出現緊張局勢，恆生股價指數再度回跌，年底



以 9,321 點收盤，較前年底的 11,397 下跌 18.2%。本年以來由於美伊兩國緊張關係持續拖延，市場不確定性升高，股價持續下跌，至 2 月底跌至 9,122 點（圖 25）。

### （三）中國大陸

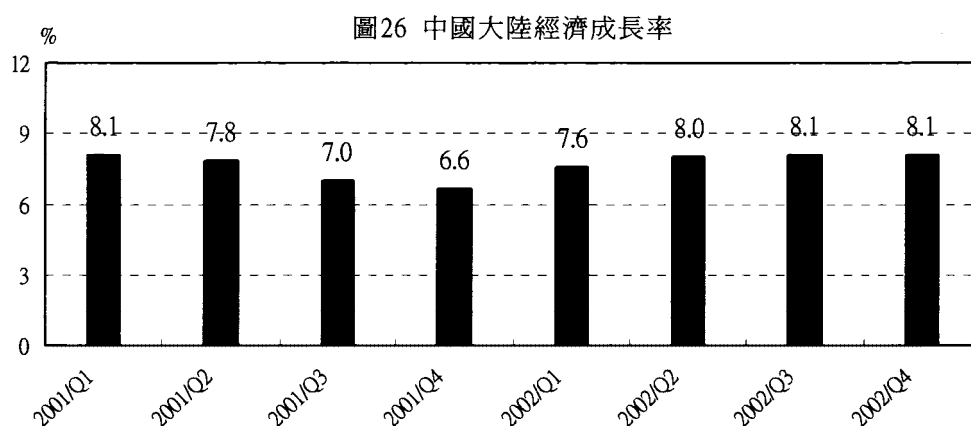
#### 1. 第四季經濟穩健擴張，對外貿易及工業生產擴增，惟失業率惡化

由於固定資本形成大幅成長及輸出擴增之激勵，加以消費平穩成長等有利因素，中國大陸繼上年第三季實質 GDP 年增率上揚至 8.1% 後，第四季仍繼續維持 8.1% 的高成長，全年經濟成長率達 8.0%，遠超過中共官方設定的 7% 成長目標，亦為全球主要經濟體中經濟表現最亮麗的區域（圖 26）。在工業生產方面，工業生產年增率由 1 月的 9.9% 逐月上揚至 12 月的 14.9%，本年 1 月亦達 14.8%。根據中國大陸中央經濟工作會議決定，本年中國大陸全年經濟成長率目標仍維持 7.0%。

對外貿易方面，由於外人直接投資增加，使加工出口大幅擴增，上年第四季中國

大陸出口年增率由第三季的 28.7% 勁升至 30.6%，而進口年增率亦由 29.9% 上升至 33.2%；迨至本年 1 月，出、進口年增率再分別攀升至 37.2% 及 63.5%。貿易順差則由上年第三季的 65.4 億美元擴大至第四季的 103.7 億美元；本年 1 月則轉為貿易逆差為 12.4 億美元。總計上年中國大陸進、出口年增率達 22.3% 及 21.8%，累計貿易順差達 304 億美元，較前年增加 78 億美元。

在經濟快速增長的同時，中國大陸面臨嚴重的失業問題，由於 1999 年高等學校擴大招生後的畢業生陸續就業，加以一批下崗職工協定陸續到期將使下崗職工離開企業走向社會等因素的影響，中國大陸失業問題壓力持續擴大。根據中共官方統計，1996 年以前城鎮登記失業率一直低於 3%，隨後逐年上升，去年底中國大陸城鎮登記失業率達 4.0%，較前年底高出 0.4 個百分點。中共官方遂將「新增就業」列為僅次於經濟成長的宏觀調控目標，並將本年城鎮登記失業率目



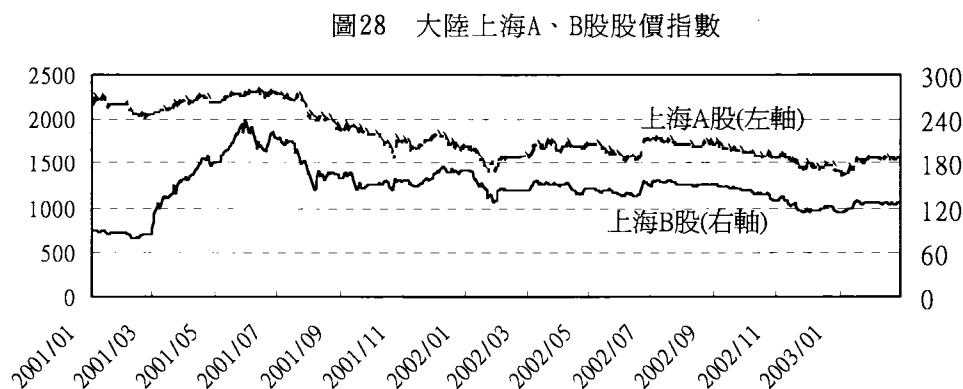
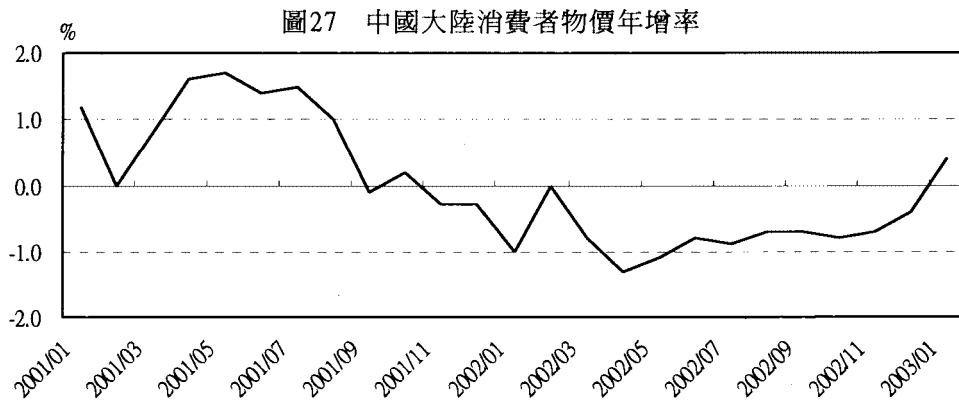
標調控在 4.5% 以內。

## 2. 物價跌幅減緩

雖然中國大陸居民消費者物價自前年 11 月以來已經連續 14 個月下降，惟隨景氣回升，物價降幅由上年 4 月的 1.3% 縮小到 12 月的 0.4%，至本年 1 月甚至轉呈物價上揚 0.4%。總計上年全國居民消費物價較前年下降 0.8%（圖 27）。雖然服務業價格上漲，但由於食品價格大幅下跌，加以衣著、家庭設備及個人用品、交通及通訊價格亦有不同程度的下跌，造成消費者物價持續下跌。根據中國大陸國家統計局預估，本年中國大陸消費者價格年增率為 1% 左右。

## 3. 深滬兩市 A、B 股股價走低

上年第四季由於全球景氣復甦疲軟、經濟前景不明，大陸深滬兩市之 A 股及 B 股股價均呈現持續下挫局面。雖然中共證監會於上年 11 月初曾採取暫停新股之發行及暫停審批增股發行等激勵股市的措施，並於 12 月 1 日准許合格的境外機構投資人得以投資大陸 A 股，但深滬兩市 A 股及 B 股仍持續下跌，至 12 月底上海 A、B 股股價指數分別以 1419.117 點及 114.535 點作收。本年初以來，由於跌深反彈，上海 A 股從 1,380.022 點，一路攀升 2 月底的 1580.530 點，漲幅達 14.5%（圖 28）。



#### 4. 人民幣匯率走勢穩定

上年9月開始，由於美元呈現貶值趨勢，1美元對人民幣匯率均普遍低於8.277人民幣，惟10月底以後至年底之期間，每日1美元兌人民幣匯率均高於8.277人民幣。至本年1月，由於市場預期外資將進入大陸股市，1美元兌人民幣兩度低於8.277人民幣，嗣後因中共官方堅定表示將維持人民幣匯率之穩定，2月起人民幣回貶，至2月底1美元兌人民幣匯率回到8.277以上（圖29）。

#### 5. 大陸當局核准外資投資A股

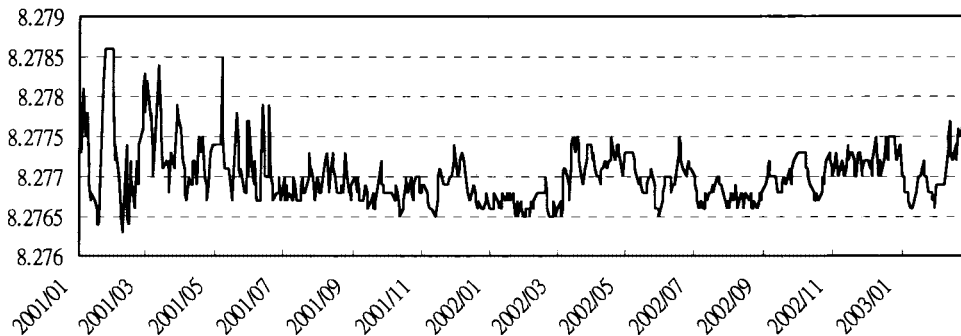
中國大陸國家外匯管理局決定自上年12月1日起實施「合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法」，允許合格的境外機構投資人（QFII）在大陸官方監控專用的外匯及股票帳戶之下，有限度的買賣A股。其中規定境外機構投資者投資額度以人民幣計價，單一境外的合格投資人申請的投資額度不得低於5,000萬美元的人民幣，亦不得高於8億美元的人民幣；在額度之有效期限內，若匯入本金不足而須申請補足額度者，匯出部

分本金後重新申請匯入本金額度者及申請提高額度者，均須按照簡易程序審批，以縮短審批時間。每個合格投資人只能開立一個人民幣特殊帳戶，對大額本金匯入實施報備制度。

又根據實行細則，每一合格境外投資人持有個別上市公司掛牌交易A股的數額，不得高於這家公司總股本的10%，若超過10%以上，證券交易所將會向其委託的證券商及託管人發出通知，要求該合格投資人自接到減持通知之日起的五個交易日內將有關股份出脫，以符合持股限定比例要求。而同一上市公司的掛牌交易A股當中，所有合格境外投資人持有的數額，不得超過公司總股本的20%，當所有投資者持有的A股，占公司總股本的16%，以及每增加2%時，交易所將在每日收盤後，在其網站公布合格境外投資人在該公司掛牌A股的持股情況。若所有合格投資人共同持有同一上市公司掛牌交易A股數額合計超過20%的上限，則交易所將按後買先賣的原則確定出脫順序，向其委託的證

人民幣/美元

圖29 人民幣匯率



券公司及託管人發出通知，並在五個交易日內處理。

#### (四) 南韓

##### 1. 海外需求強勁成長帶動經濟持續成長

上年第四季南韓實質 GDP 年增率由上季之成長 5.8% 升至 6.8% (圖 30)。從生產面來看，水電瓦斯業、製造業、服務業及營建業分別成長 14.0%、8.8%、8.6% 及 6.3%，惟農林漁業則衰退 6.3%；從需求面來看，商品勞務輸出及固定資本形成分別強勁成長 24.2% 及 6.8%，至於近年來持續帶動經濟復甦之民間消費則續較上季趨緩，成長 4.3%。總計上年全年南韓實質 GDP 年增率為 6.3%，主因在於民間消費、輸出及機器設備投資均顯著成長。

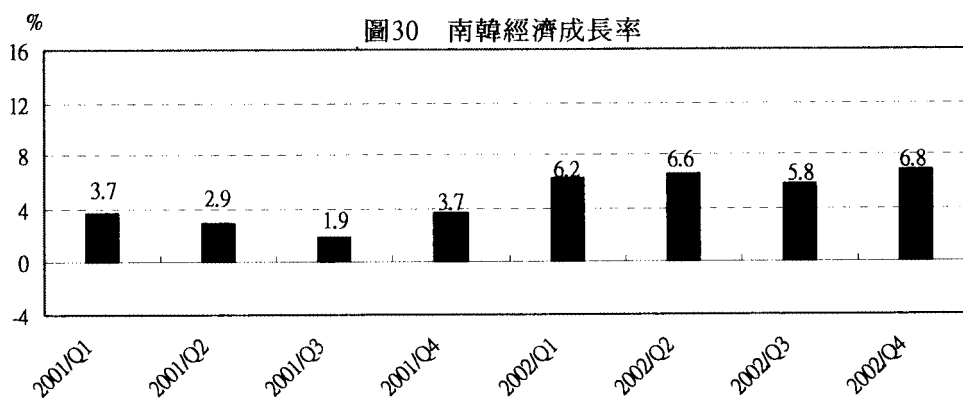
工業生產方面，海外市場對半導體、無線通訊器材及汽車需求攀升，上年第四季工業生產持續擴增，工業生產指數年增率各月分別為 11.7%、6.9% 及 9.8%，總計全年成長 7.3%。

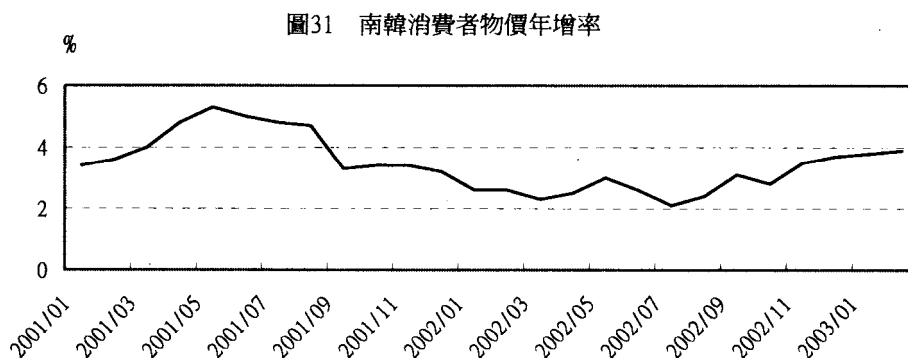
對外貿易方面，受主力出口產品 IT 相關製品、汽車等出口暢旺之激勵，加以對中國大陸出口急速擴增，上年第四季南韓出口金額年增率較上年同期大幅成長 25.1%；進口則受原油及原材料成本增加之影響同步成長 23.2%，影響所及，貿易順差為 31.7 億美元。總計上年全年貿易順差為 108.0 億美元，較前年增加 15.6%。

##### 2. 失業率再度攀升，通膨壓力仍大

就業方面，上年南韓失業率持續下降，由第一季之 3.6%，逐季降至第三季之 2.7%，迨入第四季回升至 2.8%，總計上年全年失業率為 3.0%，係亞洲金融危機以來之最低水準。惟至本年 1 月，失業率因剛出校門之大學畢業生求職困難而攀升至上年 3 月之水準 3.5%。

物價方面，受國際油價飆漲及農畜水產品價格持續上揚之影響，本年第四季南韓 CPI 年增率持續上揚，各月分別上漲 2.8%、3.5% 及 3.7%；至於剔除農產物與石油類之核心





CPI則分別為 3.0%、3.1%及 3.1%。迨入本年 1 月，CPI 續升至 3.8%；核心 CPI 則維持 3.1% (圖 31)。

### 3. 南韓央行利率政策暫持觀望

上年 5 月，南韓央行鑑於經濟明顯復甦，及通膨逐漸升溫，一度調升隔夜拆款利率目標一碼至 4.25% (圖 32)，此係 2000 年 10 月以來首次的升息。之後，因經濟情勢及股市不佳，利率政策持續維持觀望。迨入本年，通膨壓力持續升溫，惟消費與投資心理萎縮，加以美伊戰爭風險及北韓核武問題等不確定因素升高，2 月底南韓央行利率政策仍暫持觀望。同時，基於經濟成長漸趨疲軟，

南韓央行將本年 GDP 成長預估值由原先之 5.7% 下修至 5.5%。

### 4. 地緣政治風險升高，股、匯價同步下挫

股價方面，上年南韓股市在經濟、金融改革頗具績效，以及外資看好韓股後市而大舉買進等有利因素之激勵下，KOSPI 指數 4 月 18 日升抵兩年來之新高 937.61 點。之後，受美股重挫，全球經濟不確定性升高，加以中東及朝鮮半島等區域性政治風險升高之影響，韓股震盪走低，12 月底 KOSPI 指數以 627.55 點作收，較前年底下滑 9.5%。迨入本年，KOSPI 指數延續上年之跌勢，2 月 25 日

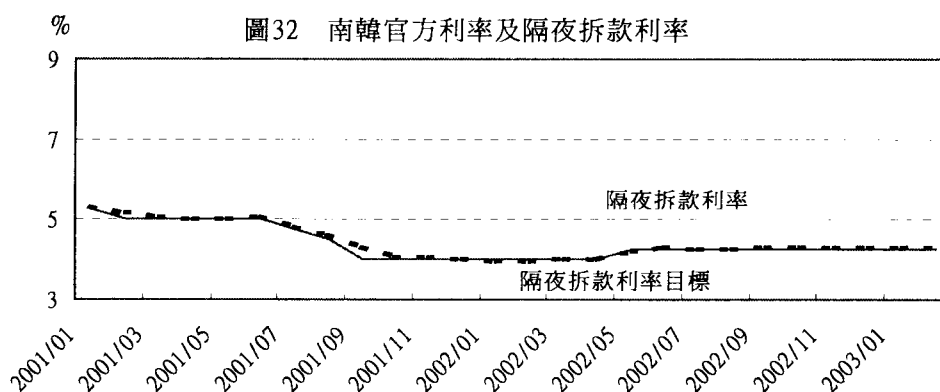
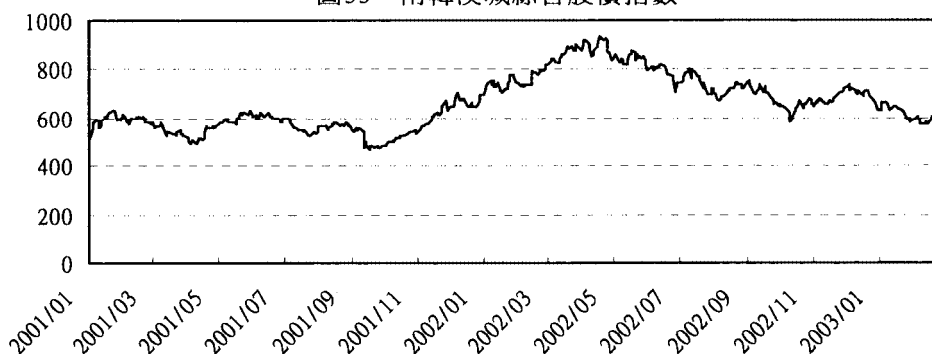


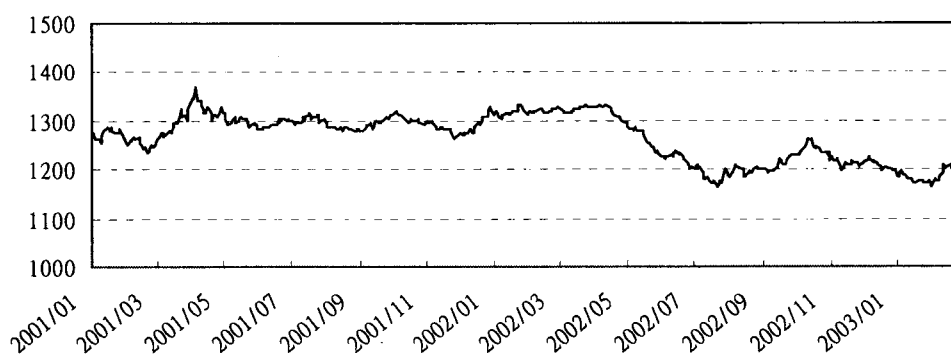


圖33 南韓漢城綜合股價指數



韓元/美元

圖34 韓元匯率



受北韓試射飛彈影響，收盤重挫 3.9%，跌破 600 點重要關卡。迨至 2 月底，進一步跌至 575.43 點（圖 33）。

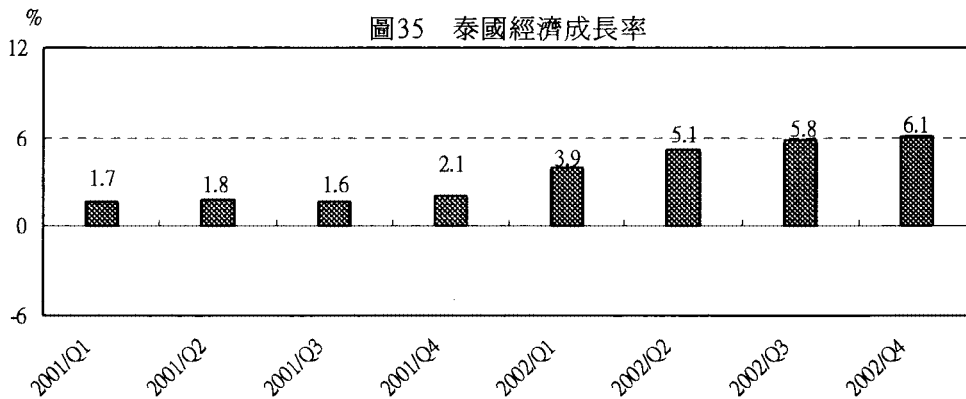
匯價方面，上年初，伴隨日圓持續重貶，韓元一度貶至 1,330 韓元兌 1 美元；4 月中旬，伴隨經濟強勁復甦，加以股市大漲，韓元轉而快速升值，雖然南韓政府再三揚言將干預匯市以阻止韓元過度升值，惟成效有限，7 月下旬升抵 1,150 韓元兌 1 美元；迨入 10 月，受股市重挫，以及日圓走貶等不利因素影響，11 日一度貶至 1,260 韓元兌 1 美元，為 5 月下旬以來之最低水準。之後，伴隨股

市回升及日圓走強，韓元轉呈升值走勢，12 月底升抵 1,186 韓元兌 1 美元，較前年底升值 10.7%。迨入本年，受美伊戰事風險升高，美元持續走弱，韓元進一步走強至 1 月下旬之 1,160 韓元兌 1 美元。之後，在朝鮮半島核武危機籠罩下，韓元回貶，2 月底以 1,194 韓元兌 1 美元收盤（圖 34）。

#### （五）泰國

1. 上年第四季經濟成長率達 6.1%，消費者物價揚升

上年第四季泰國經濟成長率在強勁的消費與出口帶動下，由第三季之 5.8% 擴增至



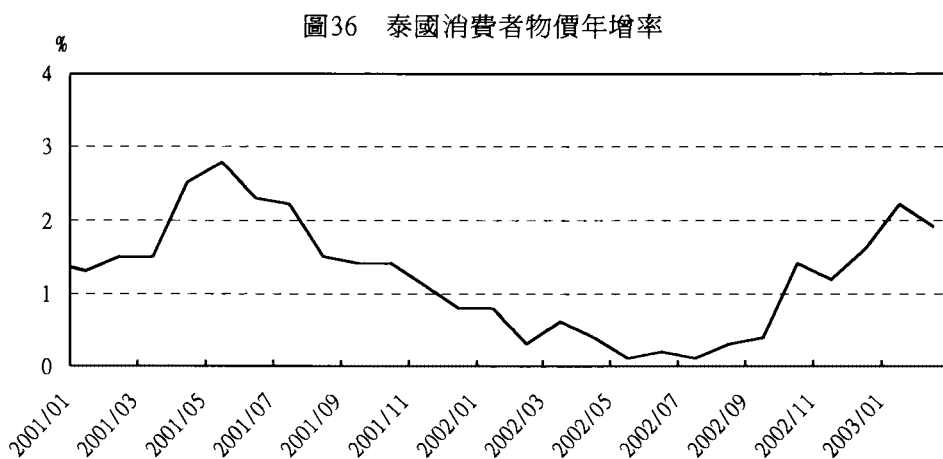
6.1% (圖 35)，全年則成長 5.2%。泰國國家經濟暨社會發展局預估泰國本年經濟成長率將達 4~5%。

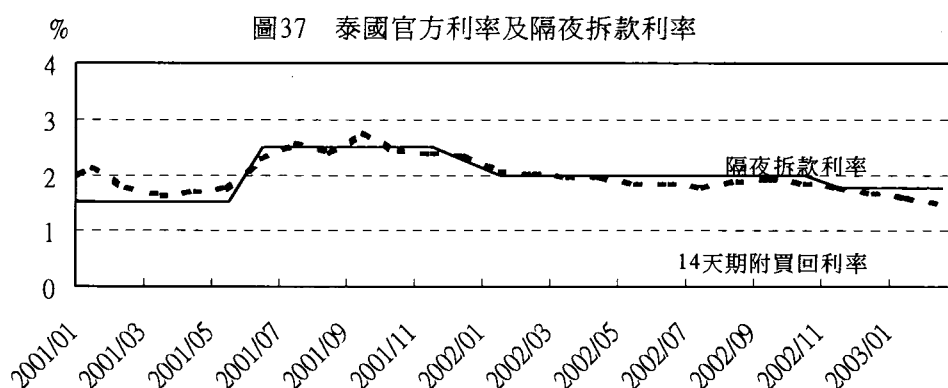
上年第四季泰國製造業生產指數年增率為 11.4%，全年則維持在 7.7%，高於前年之 2.2%。迨入本年 1 月則續升為 13.1%。對外貿易方面，上年第四季泰國出、進口年增率由第三季各成長 10.8%、10% 提高為 14.4%、14.8%；迨入本年 1 月，泰國出、進口年增率分別成長 25.7% 及 18.2%，總計

上年全年累計的貿易順差約達 45.9 億美元。

物價方面，泰國諸多經濟指標皆已出現復甦跡象，通貨緊縮壓力大獲紓解。上 10 月起受水災與國際石油價格上揚等成本面因素之衝擊，國內食物及能源價格高漲，第四季消費者物價年增率由第三季之 0.3% 跳升至 1.4% (圖 36)；核心消費者物價 (扣除食物與能源價格) 則為 0.2%，迨入本年 1 月 CPI、核心 CPI 則分別為 2.2%、0.4%。

2. 十四天期附買回利率維持不變





上年 11 月 19 日泰國央行貨幣政策委員會 (MPC) 召開特別會議，並於會後宣布，鑑於通貨膨脹率仍低，為支撐經濟成長、因應外部環境的不穩定，決定採行寬鬆性貨幣政策，調降十四天期附買回利率一碼至 1.75 % ；同時，日終流動性窗口利率亦調降 0.25 個百分點至 3.25%。

本年 1 月 20 日 MPC 決議內容認為，雖然上年 12 月 CPI 反應油價高漲而上升至 1.6 % ，惟核心 CPI 僅微幅上升 0.3 % ，MPC 預計未來八週核心 CPI 將維持在目標區間 0~3.5 % 之內，並預期世界經濟將於下半年復甦，決定維持十四天期附買回利率於 1.75 % 不變。此外，為反應美國與伊拉克戰事之不確定性對泰國經濟之影響，MPC 將會持續監控後續的發展；另外，3 月 3 日召開之會議內容為，儘管外部環境充滿不確定，泰國經濟仍將持續復甦，維持十四天期附買回利率於 1.75 % 不變。

3. 短期市場利率持續走低，銀行放款呈

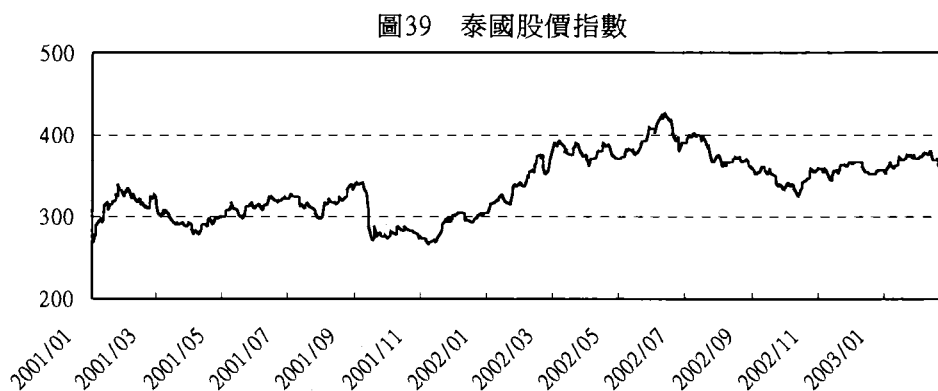
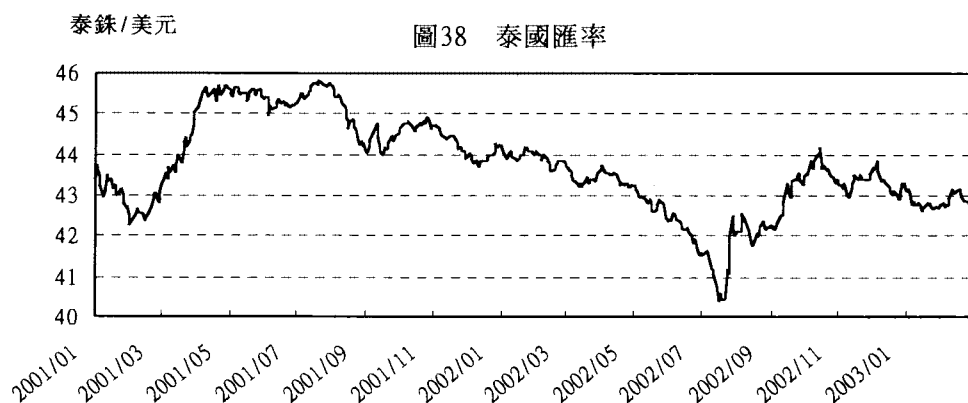
現正成長

上年底伴隨泰國央行指標利率的調降，泰國隔夜拆款利率逐步下滑至年底之 1.67 % (圖 37)，本年初因新年假期過後資金返回金融體系，隔夜拆款利率續跌至 2 月底之 1.49 % ，此創亞洲金融危機後之最低紀錄。

泰國逾期放款情況已有改善，上年 11 月以前全體金融機構逾放比率維持在 10% 左右，持續創亞洲金融危機以來新低。泰國商業銀行放款年增率自 1998 年底以來由於企業轉向債券市場融資的反中介現象呈現持續萎縮，在泰國政府持續打銷呆帳轉移不良債權給資產管理公司，以及因景氣復甦特別是製造業、商業及營建業部門的擴張使得銀行放款萎縮問題漸獲改善之影響下，上年 9 月銀行放款年增率首度轉為正成長，上年底已成長 7.5 % ，迨入本年 1 月則成長 8.4%。

4. 受美伊關係緊張影響，泰銖匯價升值，股價則緩升

上年 7 月中旬國內經濟復甦帶動下，泰



銖匯價升值至 40.4 泰銖兌 1 美元，且創 21 個月來之新高，之後，因外資出脫獲利股票致資本流出及進口所需美元遽增，加上公共部門償還外債，致泰銖一路下滑至 10 月中旬之 44 泰銖兌 1 美元，之後，在美伊及北韓緊張情勢導致美元走軟之激勵下，泰銖緩步回升至 2 月底的 42.7 泰銖兌 1 美元（圖 38）。

股價方面，上年伴隨泰國央行降息及泰國政府的作多，泰國 SET 股價指數強勁彈升至 6 月 13 日之 426.45 高點，之後受全球科技股下跌以及投資人獲利回吐之影響，SET 指數轉呈震盪下跌至 10 月中旬之 328.29 點；本

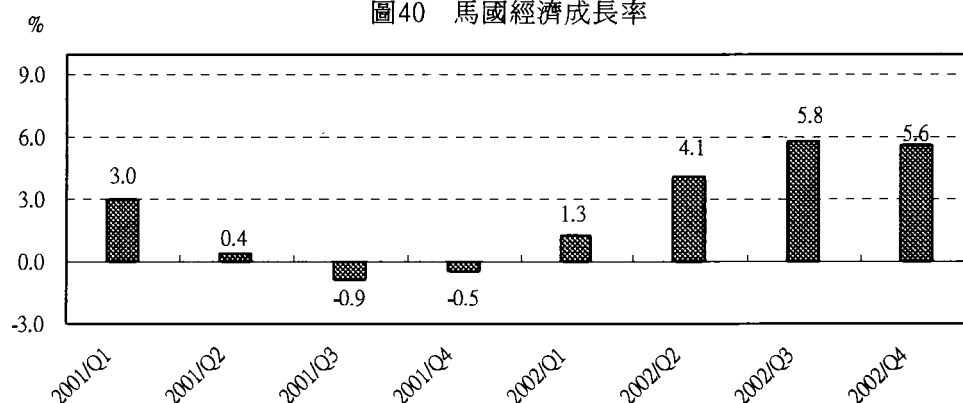
年以來在泰國政府減稅方案刺激經濟成長的樂觀預期帶動下，股價一度走高，惟之後市場擔憂美伊戰爭將造成油價攀升將影響經濟成長，SET 股價漲勢受阻，迨至 2 月底以 361.32 點作收（圖 39）。

#### （六）馬來西亞

1. 上年第四季經濟成長達 5.6%，全年則達 4.2%

上年第四季馬來西亞在強勁的國內需求及區域貿易成長之帶動下，經濟成長率達 5.6%（圖 40），由於下半年經濟成長加速，導致全年經濟成長達 4.2%。以產業別分析，

圖40 馬國經濟成長率



第四季製造業、服務業及礦業部門各成長 5.8%、4.9% 及 9.5%。馬國央行對其經濟前景保持樂觀，預估本年之經濟成長率可望高達 6%，惟鑑於中東戰事的不確定性，經濟學者預期央行將下修為 5%。

馬國工業生產由上年第二季始轉為復甦，第四季在製造業帶動下工業生產指數年增率達 7.3%，全年則由前年衰退 4.1% 轉為成長 4.2%。對外貿易方面，上年 7 月起已達雙位數成長，第四季則分別成長 9.8%、9.1%，迨至本年 1 月則分別成長 11.3%、4.6%；貿易順差也持續擴增，上年全年貿易

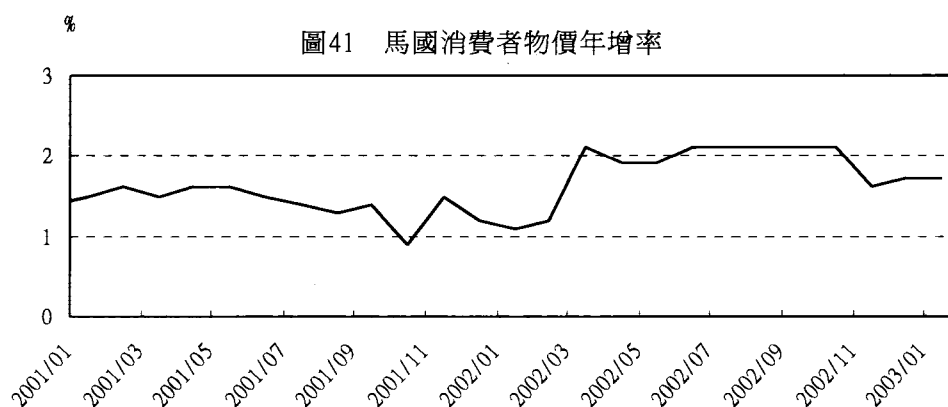
順差為 509.4 億馬幣。

物價方面，上年第四季消費者物價年增率由第三季之 2.1% 降至 1.8%，物價下跌主因為上年 10 月底調降零售石油價格及香菸銷售稅所致，全年 CPI 為 1.8%，迨入本年 1 月 CPI 則維持於 1.7%（圖 41）。

2. 馬幣匯價與美元波動一致，外匯存底持續回升

馬國自 1998 年 9 月 1 日起實施固定匯率制，上年第四季，伴隨美元走弱，馬幣對主要貨幣亦呈貶值，馬國政府認為在強調貿易額基礎下，馬幣應保持在合理價位；在全球

圖41 馬國消費者物價年增率



外匯市場與金融環境波動劇烈之環境中，與美元固定匯率將可持續帶來穩定商機。有鑑於此，與美元固定匯率是符合馬國穩定國家經濟、低通膨率、貿易持續盈餘、提高外匯準備、降低外債以及穩定資本的金融環境。

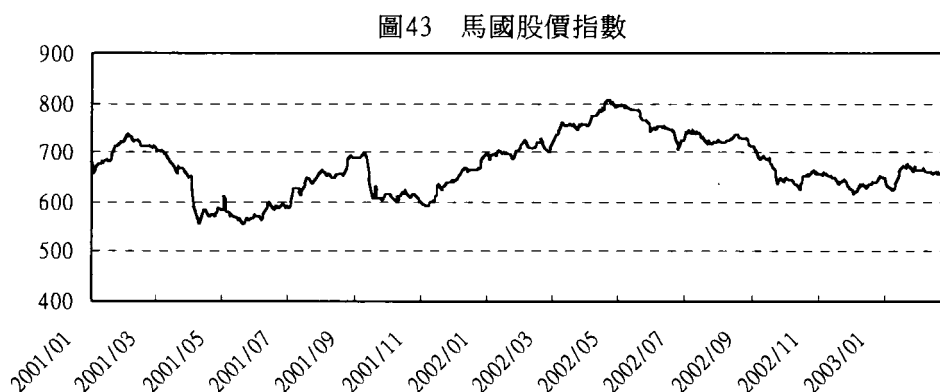
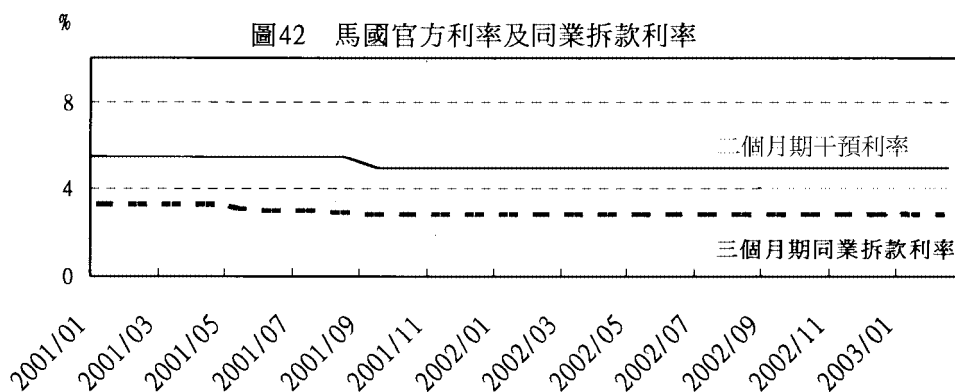
近期在貿易順差及外人直接投資穩定之成長下，馬國外匯存底持續攀升至本年 2 月底之 348 億美元，此足以支應馬國 5.4 個月左右的進口所需，以及相當於馬國短期外債的 4.3 倍，惟仍低於政府所認定應足夠用來支撐十個月進口之標準。此外，外債問題已較上季改善，去年底馬國外債總額為 488 億美元，

約占 GNP 之 56%，其中短期外債約占總外債之 17% 及外匯存底之 24%。

### 3. 貨幣政策持續維持中性

上年以來馬國央行係採取中性貨幣政策，將三個月期干預利率維持於 5%，商業銀行及金融公司的基本放款利率上限亦分別維持於 6.42% 及 7.46%。此外，因馬國銀行體系流動性充裕，銀行間市場利率水準偏低，具指標性的三個月期同業拆款利率上年全年均維持在 2.87~2.88%，迨入本年 1 月則為 2.86%（圖 42）。

### 4. 近期股價震盪走低





股市方面，上年 4 月底在景氣好轉、企業獲利回升之帶動下，吉隆坡股價指數大幅上揚，突破 800 點關卡，創下 20 個月來之新高，惟 5 月起，受美國經濟疲弱、及美國企業假帳等利空因素影響，股價轉為下跌，10

月在印尼峇里島爆炸事件、美伊戰事的不確定因素等衝擊，股價進一步下跌至 12 月初的 616 點，迨至本年 2 月底以 646.8 點作收（圖 43）。

## 六、其他新興經濟體

### (一) 拉丁美洲

上年第四季拉丁美洲地區經濟持續復甦。墨西哥、巴西及阿根廷等三個主要拉丁美洲國家中，墨西哥第四季景氣較上季微幅擴張；巴西景氣擴張力道持續增強；至於阿根廷經濟衰退幅度持續縮小。至於上年全年之經濟表現，除阿根廷續呈衰退外，墨西哥由前年之衰退轉呈正成長，巴西則呈小幅擴張。

本年 1 月 24 日，IMF 理事會通過規模達

67.8 億美元之對阿根廷金援措施，世界銀行及美洲開發銀行亦相繼提供阿根廷貸款，可望有效緩和阿根廷無力償債之危機。

#### 1、墨西哥（主要經濟金融指標參見表 5）

##### (1) 景氣復甦力道薄弱

上年第四季墨西哥因美國經濟復甦遲緩，對美出口依然疲弱，復以國內需求尚未明顯回溫，致經濟成長率僅由第三季之 1.8% 微幅擴增至 1.9%；上年全年經濟成長率雖由

表 5 墨西哥主要經濟金融指標

項 目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	4.9	3.8	6.9	-0.3	0.9	4.0	1.9(2002/Q4)
工礦業生產(%)	6.6	3.8	6.5	0.0	...	...	0.0(2002/1-12)
CPI 年增率(%)	15.9	16.6	9.5	6.4	5.0	3.7	5.7(2002/12)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	-4.2	-2.9	-3.1	-2.9	-2.2	...	-2.2(2002)
外匯存底(億美元)	318	307	336	408	461	...	498(2003/2)
披索兌美元匯率	9.13	9.56	9.46	9.34	9.66	...	11.02(2003/2/28)
CETES28 日得票利率(%)	31.20	16.25	17.59	7.35	7.56	...	9.30(2003/2/25)
股價指數(I.P.C)	5,016	7,130	5,652	6,372	6,127	...	5,927(2003/2/28)
外債餘額(億美元)	1,519	1,619	1,493	...	...	...	1,507(2001/6)

註：2003 年之實質 GDP 成長率及 CPI 年增率均為預測值。

資料來源：IMF, 「World Economic Outlook」, Sep. 2002；野村總合研究所, 「新興市場經濟月報」, Mar. 2003；路透社。

前年之負 0.3%轉呈 0.9%之正成長，惟景氣復甦力道依然薄弱。

此外，墨西哥上年經常帳逆差因原油出口值擴增等因素而獲得改善；上年經常帳餘額占 GDP 比率由前年之-2.9%縮小為-2.2%。

### (2)通膨率居高不下，墨國央行升息

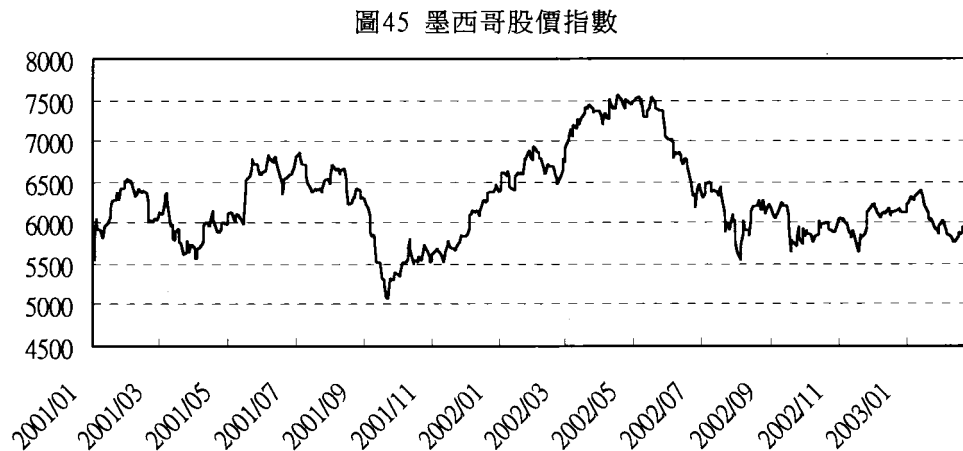
受公共費率調高及墨西哥披索匯價持續走貶之影響，墨西哥上年 12 月份之通膨率由 11 月份之 5.4%進一步攀升至 5.7%，遠高於前年同期之 4.4%及墨國央行 4.5%之通膨目標，墨國央行乃於本年 1 月 28 日將 CETES28

日得標利率由上年底之 7.56%調高至 9.08%，藉以抑制通膨壓力。

### (3)股匯市雙雙下挫

墨西哥披索自上年 4 月起，因朝野政黨對立升高、景氣明顯放緩，以及巴西債務危機而由上年最高點 4 月 5 日之 9.00 披索兌 1 美元一路走貶。本年以來，儘管墨國央行於 1 月 28 日升息，惟受美伊戰事一觸即發及美國景氣降溫等不利因素之衝擊，披索兌美元匯價持續走貶至 2 月底之 11.02 披索兌 1 美元 (圖 44)。

股市方面，I.P.C 指數自上年最高點 4 月



17日之7,574點一路滑落至8月5日之5,534點後，因跌幅過深，一度反彈至本年1月15日之6,399點，之後因國內外情勢不佳而再度回跌至2月底之5,927點(圖45)。

## 2. 巴西(主要經濟金融指標參見表6)

### (1) 景氣持續復甦，惟通膨壓力增強

上年第四季巴西在出口及農業產值持續擴增之帶動下，經濟成長率由第三季之2.4%進一步攀升至3.4%，上年全年經濟成長率亦由前年之1.4%小幅擴增至1.5%。另一方面，

因巴西里耳兌美元匯價走弱，上年全年消費者物價年增率由前年6.8%攀升至8.5%，通膨潛在壓力上升，巴西央行遂自上年10月起至本年2月底止共六次調升其政策利率(SELIC)，由上年9月底之18%大幅調升至26.32%。

### (2) 新政府成立，金融市場回穩

本年1月1日，巴西新任總統Lula就任，並宣示將遵守2000年制定之財政責任法，避免中央與地方財政對立，並計劃實施

表6 巴西主要經濟金融指標

項 目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	0.1	0.8	4.4	1.4	1.5	3.0	3.4(2002/Q4)
工業生產(%)	-2.1	-0.6	6.5	1.4	2.4	...	2.4(2002/1-12)
CPI 年增率(%)	3.2	4.9	7.0	6.8	8.5	4.3	12.5(2002/12)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	-4.5	-4.4	-4.2	-4.6	-1.7	...	-1.7(2002)
外匯存底(億美元)	446	365	330	359	378	...	385(2003/2)
里耳兌美元匯率	1.16	1.82	1.83	2.35	2.92	...	3.57(2003/2/28)
政策利率(SELIC)(%)	28.96	19.04	15.84	19.05	24.90	...	26.32(2003/2/24)
股價指數(BOVESPA)	6,784	17,092	15,259	13,578	11,269	...	10,281(2003/2/28)
外債餘額(億美元)	2,416	2,415	2,362	2,261	...	...	2,253(2002/11)

註：2003年之實質GDP成長率及CPI年增率均為預測值。

資料來源：IMF, 「World Economic Outlook」, Sep. 2002；野村總合研究所「新興市場經濟月報」, Mar. 2003；路透社。

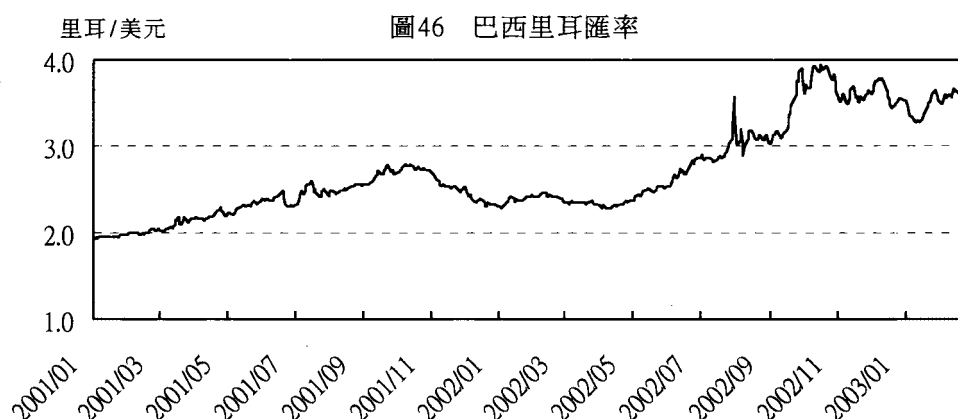
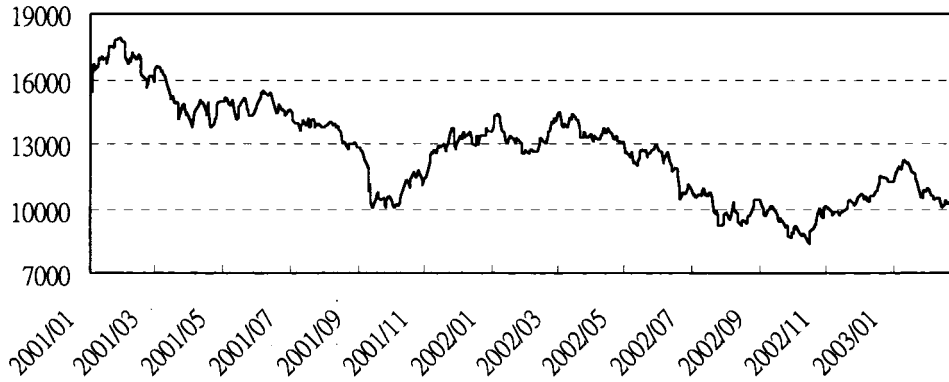


圖47 巴西股價指數



年金改革。金融市場對此報以正面回應，巴西里耳兌美元匯價由去年底之 3.54 里耳兌 1 美元攀升至本年 1 月 14 日之 3.26 里耳兌 1 美元，BOVESPA 股價指數亦一路回升至本年 1 月 10 日之 12,243 點。外幣計價長期公債與美國 30 年期公債殖利率之差距亦由原先之 1,460 個基本點縮小至 1,290 個基本點；此外，民間

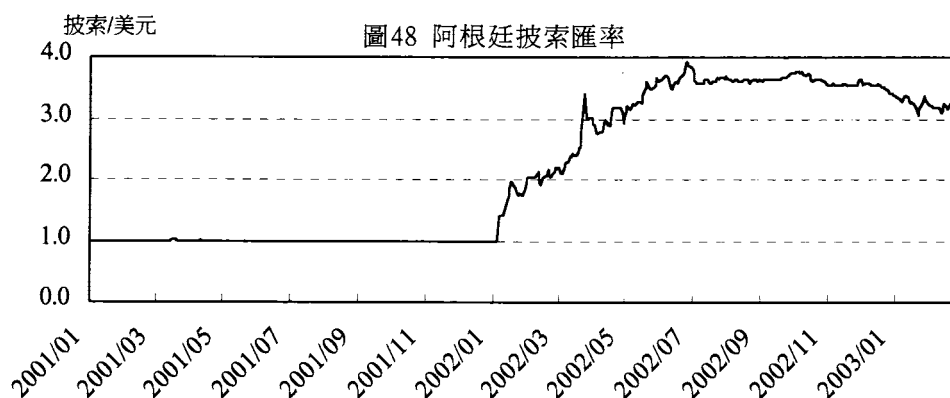
企業自上年下半年起暫停發行之外債，亦自上年 12 月起由最大之民營銀行 Bradesco 開始發行近 2 億美元之外債，另有 5 家銀行陸續跟進，總計 6 家銀行共發行約 9 億美元之外債。惟受美伊情勢影響，2 月間匯率及股市均略回軟，迨至 2 月底匯率回貶至 3.57 里耳兌 1 美元(圖 46)，股價亦回跌至 10,281 點(圖

表 7 阿根廷主要經濟金融指標

項 目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	3.9	-3.4	-0.8	-4.4	-10.9	1.0	-3.6(2002/Q4)
工礦業生產(%)	2.1	-6.5	-0.3	-7.6	-10.7	...	-10.7(2002/1-12)
CPI 年增率(%)	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	29.0	48.0	41.0(2002/12)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	-4.9	-4.2	-3.1	-1.7	...	...	8.5(2002/Q1-Q3)
外匯存底(億美元)	249	264	251	145	105	...	103(2003/2)
披索兌美元匯率	1.00	1.00	1.00	1.00	...	...	3.86(2003/2/28)
銀行間三月期拆款利率(%)	11.2	14.1	15.5	117.1	85	...	18.5(2003/2/25)
股價指數(MERVAL)	430.1	550.5	416.8	525.0	...	...	593.8(2003/2/28)
外債餘額(億美元)	1,419	1,453	1,463	1,402	...	...	1,319(2002/9)

註:2003 年之實質 GDP 成長率及 CPI 年增率均為預測值。

資料來源: IMF, 「World Economic Outlook」, Sep. 2002; 野村綜合研究所, 「新興市場經濟月報」, Mar. 2003; 路透社。



47)。

### 3. 阿根廷(主要經濟金融指標參見表 7)

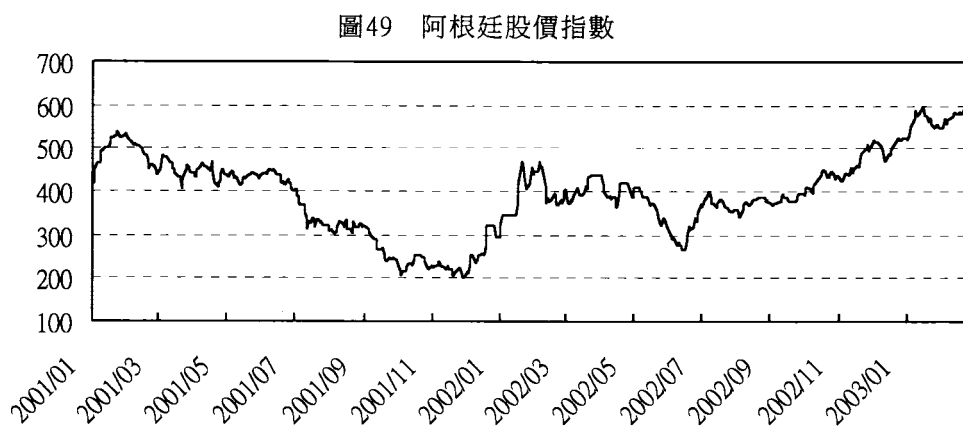
#### (1) 經濟衰退轉趨緩和

受前年阿根廷金融危機之衝擊，上年 2 月 11 日阿根廷放棄「通貨發行局」制度改採浮動匯率制度，披索兌美元匯價開始大幅走弱，復以下半年起國際油價上揚(阿國為石油淨輸出國)，出口大幅成長，工礦業生產指數年增率自上年 10 月以來連續四個月擴增，致上年第四季經濟成長率由第三季之衰退 10.1% 縮小至衰退 3.6%，至於上年全年經濟成長率雖由前年之衰退 4.4% 擴大至衰退 10.9%，惟

衰退幅度已較原先預期之衰退 16.0% 大幅縮小，顯示經濟衰退轉趨緩和。

#### (2) IMF 通過對阿根廷之金援措施

本年 1 月 24 日，IMF 理事會通過總額 67.8 億美元之對阿根廷金援措施，其內容主要有二：一、新增預約信用貸款(Standby Credit)額度為 29.8 億美元(此係上年延至本年 8 月底應償還 IMF 之借款)，貸款期限為至本年 8 月 31 日為止；二、本年 1 至 8 月即將到期之其他 IMF 借款 38 億美元則同意給予延後 1 年償還。繼 IMF 之後，世界銀行及美洲開發銀行亦相繼於 1 月 28 日及 2 月 5 日分別



宣布提供阿根廷 6 億美元及 15 億美元之借款。

### (3) 股匯價雙雙攀升

伴隨阿根廷景氣之逐漸觸底，上年 6 月下旬起，披索匯價開始止跌回穩，阿根廷披索由上年以來最低點 6 月 25 日之 3.86 披索兌 1 美元一路震盪走高至本年 2 月底之 3.20 披索兌 1 美元(圖 48)。

股市方面，上年下半年起因披索匯價貶勢趨緩，益以股價跌幅過深，買氣回升，股價指數由本年以來最低點 6 月 14 日之 268 點，一路攀升至本年 2 月底之 594 點(圖 49)。

## (二) 俄羅斯及東歐

### 1. 俄羅斯(主要經濟金融指標參見表 8)

#### (1) 景氣維持穩健擴張

受民間投資及出口成長減緩，貿易順差明顯縮小之影響，俄羅斯上年景氣呈現降

溫，工礦業生產指數年增率由前年之 4.9% 降至 3.7%；惟在個人消費持續挺升之支撐下，景氣尚能維持穩健擴張，上年全年經濟成長率由前年之 5.0% 降至 4.3%。

#### (2) 國際債信評等機構相繼調高俄羅斯主權債信評等

上年 12 月 5 日及 12 月 17 日，S&P 公司及 Moody's 公司相繼將俄羅斯外幣計價長期公債之債信評等由原先之 BB- 及 Ba3 分別調高至 BB 及 Ba2，投資展望均為「穩定」。其調高之原因可歸納為：Putin 政府執政兩年多以來，對於財政稅制之改革、各種制度之建立均有顯著之進展；此外，因經常帳順差、財政收支賸餘與外匯存底明顯擴增，益以短期債務比率下降，致俄羅斯政府之償債能力顯著改善。

然而 S&P 公司及 Moody's 公司對俄羅斯

表 8 俄羅斯主要經濟指標

項 目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	-4.9	5.4	9.0	5.0	4.3	4.9	4.3(2002/Q3)
工礦業生產(%)	-5.2	8.1	8.6	4.9	3.7	...	3.7(2002/1-12)
CPI 年增率(%)	27.8	85.7	20.2	21.5	16.5	11.0	15.0(2002/12)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	0.2	12.8	18.5	11.3	...	...	8.5(2002/1-9)
外匯存底(黃金除外, 億美元)	78	85	243	325	441	...	411(2002/12)
盧布兌美元匯率(平均)	9.7	24.6	28.2	29.2	...	...	(2003/2/28)
重貼現率(%)	60.0	55.0	25.0	25.0	21.0	...	21.0(2002/7)
股價指數(RTS)	59	175	141	260	...	...	(2003/2/28)
外債餘額(億美元)	1,543	1,580	1,614	1,509	...	...	1,497(2002/9)

註：2003 年之實質 GDP 成長率及 CPI 年增率均為預測值。

資料來源：IMF, 「World Economic Outlook」, Sep. 2002；野村總合研究所, 「新興市場經濟月報」, Feb. 2003。



圖 50 俄羅斯股價指數

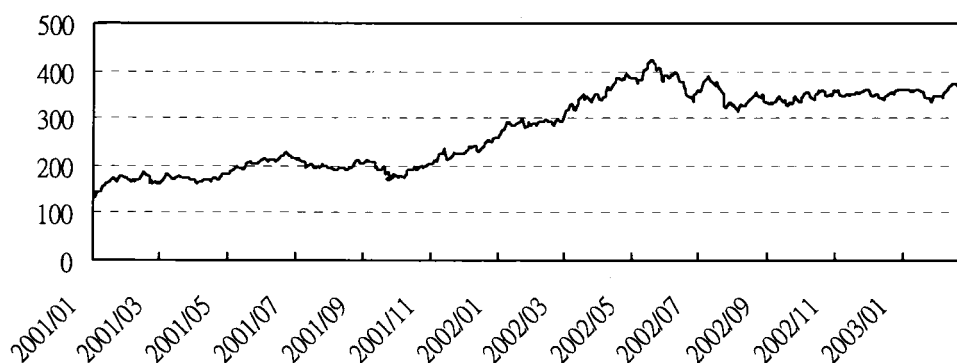
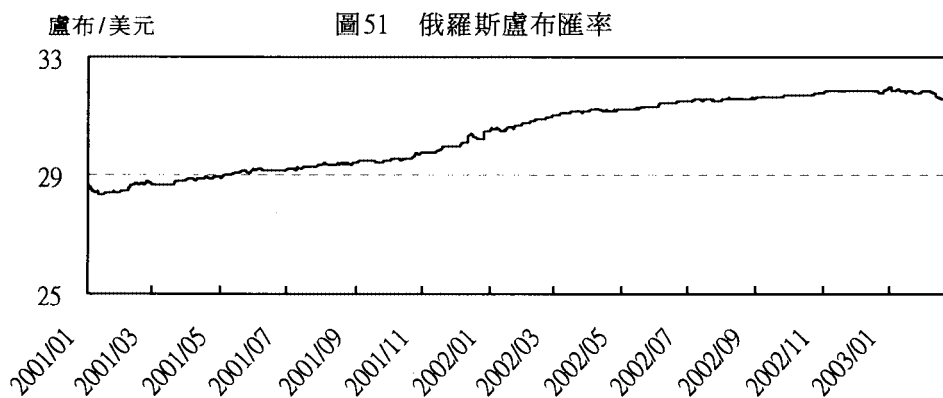


圖 51 俄羅斯盧布匯率



經濟結構仍存有以下四點疑慮：第一、償債金額占財政支出之比率仍高於 1998 年金融危機發生前之水準；第二、歲入主要來自價格波動大之原油及瓦斯，致歲入之穩定性不高；第三、國營企業重整有待加強；第四、行政手續之簡化仍待加強。

### (3) 股匯市雙雙挺升

上年 8 月中旬起，俄羅斯股市因跌幅已深，買盤湧現，復以俄羅斯經濟穩健成長，RTS 股價指數由 8 月 6 日之低點 314 點開始一路震盪走高，迨至本年 2 月底，以 383 點

作收(圖 50)。

匯市方面，在俄羅斯政府刻意藉盧布貶值來刺激出口之前提下，盧布兌美元匯價自上年初起即一路走貶至本年低點 1 月 2 日之 32 盧布兌 1 美元，之後呈技術性反彈，迨至 2 月底以 31.6 盧布兌 1 美元作收(圖 51)。

### 2. 東歐國家

上年東歐各國受美國及歐盟各國景氣復甦遲緩，以及本身國內其他因素之影響，經濟成長普遍放緩。波蘭、捷克及匈牙利等三個主要國家中，波蘭上年在國營企業工資調

漲，個人消費擴大之帶動下，上年全年經濟成長率由前年之 1.0% 小幅擴增至 1.3%；捷克則因上年 8 月受洪水侵襲，製造業、旅遊及保險業受到嚴重衝擊，致上年全年經濟成長

預期將由前年之 3.3% 降為 2.7%；至於匈牙利因實質工資上漲率明顯擴增，個人消費穩健成長，致上年全年經濟成長率預期僅由前年之 3.8% 小幅降至 3.5%。