

## 國際經濟金融情勢

### 一、概 述

(一) 全球景氣復甦緩慢，各預測機構紛紛略見回升，惟經濟前景依然混沌不明；歐元區則因整體經濟缺乏彈性，內需不足，復甦下修景氣展望乏力；益以國際油價居高不下，以及通貨緊縮似有擴散趨勢等不利因素，全球景氣復甦本(2002)年第三季全球景氣復甦力道疲弱。儘管美國生產力持續成長，消費者信心

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 (1.6)	3.7 (2.7)
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	2.2 (2.4)	2.6 (3.0)
日本	0.3	-0.5 (-0.6)	1.1 (1.4)
德國	0.6	0.5 (0.3)	2.0 (1.1)
英國	2.0	1.7 (1.5)	2.4 (2.6)
歐元區	1.4	0.9 (0.8)	2.3 (1.6)
亞洲新興工業經濟體(四小龍)	0.8	4.7	4.9
台灣	-2.18	3.27 (3.3)	3.38 (4.2)
香港	0.6	1.5 (1.7)	3.4 (3.6)
新加坡	-2.0	3.6 (2.2)	4.2 (4.8)
南韓	3.0	6.3 (6.0)	5.9 (6.2)
東協之四小虎	2.6	3.6	4.2
泰國	1.8	3.5 (4.4)	3.5 (4.0)
馬來西亞	0.4	3.5 (3.8)	5.3 (5.6)
菲律賓	3.4	4.0 (4.0)	3.8 (4.6)
印尼	3.3	3.5 (3.4)	4.5 (4.2)
中國大陸	7.3	7.5 (7.9)	7.2 (7.8)
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, October 2002；( )內資料係採用 Global Insight World Economic Outlook, November 2002；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。

力道薄弱。美國經濟成長率自第二季之 1.3% 升至第三季之 4.0%，主要係消費者支出穩健成長所致，企業投資則依舊不振；歐元區國家則由第二季之 0.6% 略升至 0.8%，復甦力道未如預期；日本亦由第二季之 3.8% 下滑至 3.2%。

至於亞洲新興經濟體，則因內需回溫及出口順暢，經濟持續成長，其中中國大陸經濟成長率由第二季之 8.0% 升為第三季之 8.1%，表現仍居區內各經濟體之冠；南韓由 6.4% 降為 5.8%；新加坡則由 3.8% 略升為 3.9%。

因美、日、歐等先進經濟體景氣復甦力道疲弱，全球股、匯市震盪影響全球投資及消費者支出，以及美伊緊張情勢引發國際油價居高不下，近來國際主要預測機構普遍小幅調降本年及明（2003）年全球經濟成長率預估值。世界銀行於本月中旬發表最新的 2003 年全球經濟展望報告，將本年的全球經濟成長率預測值下修為 1.7%，明年則由原來的 3.6% 下調至 2.5%。環球透視公司（Global Insight Inc.，前身為 DRI-WEFA）本年 11 月將本年全球經濟成長率由 2.0% 調降為 1.6%，明年則由 3.4% 調降為 2.7%。JP 摩根大通銀行於本月初將本年全球經濟成長率預估值自 1.5% 略升為 1.7%，明年則由 2.7% 調降為 2.4%。國際貨幣基金（IMF）10 月公布的全球經濟展望報告，預估本年及明年的全球經濟成長率為 2.8% 及 3.7%。至於全球貿易量成

長率，IMF 及環球透視公司均預估本年為 2.1%，明年則分別升至 6.1% 及 5.7%。展望明年，全球景氣復甦仍端賴美國的表現，惟受到高油價與全球金融市場動盪的影響，儘管一般預期明年全球景氣將較本年為佳，惟復甦情況則並不樂觀。

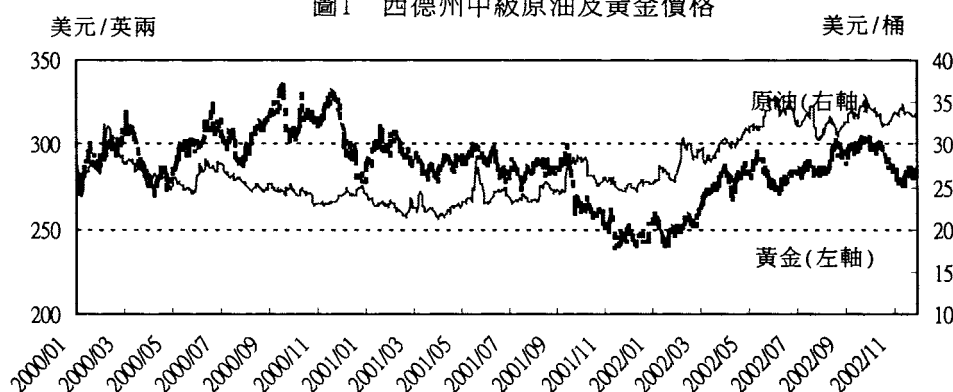
## （二）國際商品價格走揚，原油及黃金價格居高不下

本年以來受到中東情勢緊張，全球股市疲軟不振的影響，全球投資資金紛紛轉進商品市場避險，黃金與原油尤獲青睞，各種商品行情普遍上揚；尤其受國際美元走貶影響，倫敦黃金現貨市場價格自年初的每英兩 276.5 美元一路走高，至 6 月上旬曾達 328 美元之高點。之後隨國際美元及美伊情勢回穩而震盪回軟，至 10 月下旬每英兩約 312 美元；近期在美伊情勢再趨緊張及美元走貶下，再度盤堅，至 11 月底每英兩漲至 318 美元。

國際油價受到美伊情勢緊張及全球原油庫存下降影響攀升，西德州中級原油每桶價格自 5 月上旬的 25 美元左右上揚，至 8 月下旬已突破 30 美元大關，較年初上漲 50%。10 月上旬達 30.8 美元之後，由於美伊緊張情勢暫緩及全球景氣復甦遲緩等影響，國際油價回跌，至 11 月下旬約為 27 美元（圖 1）。

國際商品行情自本年初以來明顯回溫，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

圖1 西德州中級原油及黃金價格



於 6 月起轉呈正數，至 11 月底分別為 13.9% 與 23.9%。

根據 IMF 預估，本年先進經濟體的通貨膨脹率將由上年之 2.2% 降至 1.3%，明年則略回升至 1.8%，因此似無通膨之虞。

### (三) 主要國家利率政策漸由觀望轉為寬鬆

因美國經濟復甦不如預期，為進一步刺激景氣，防範通貨緊縮，美國聯邦準備當局 (Fed) 於本年 11 月 6 日將聯邦資金利率目標及重貼現率各調降二碼，分別降為 1.25% 及 0.75%，係繼上年十一度降息後，本年首度調降利率。Fed 在 11 月 6 日的會後新聞稿指出，貨幣政策傾向已由經濟衰退風險改為中性，顯示 Fed 在此次大幅降息後，短期內似無進一步調降利率的打算。

歐元區 M3 年增率近幾個月來持續在 7% 以上，遠超過歐洲央行 (ECB) 所設定的 4.5% 參考值，由於歐元區的通膨近來已稍獲緩和，加上經濟走弱的威脅升高，復受美國 Fed 於 11 月 6 日降息二碼的激勵，ECB 於 12 月

5 日宣布調降主要再融通操作最低投標利率、邊際貸放利率及存款利率各 0.5 個百分點，分別至 2.75%、3.75% 及 1.75%。此係繼上年 11 月降息後，一年多來的再度降息。英國方面，英格蘭銀行貨幣政策委員會則自上年 11 月起迄未調整利率，十四天期附買回利率維持 4.0%。

其他主要國家第三季以來的利率動向方面，瑞典央行於 11 月 15 日宣布調降其附買回操作利率一碼，至 4.0%，12 月 5 日再降一碼，至 3.75%；挪威央行於 7 月 4 日升息二碼後，12 月 12 日則宣布降息二碼，將其存款利率及隔夜貸放利率分別降至 6.5% 及 8.5%；瑞士央行則自本年 7 月調降三個月期 LIBOR 利率目標區二碼後，即維持於 0.25% 至 1.25%。

日本銀行 (Bank of Japan) 於本年 10 月 30 日進一步強化本年 2 月以來實施之定量寬鬆政策，以充分供應市場所需之流動性，金融機構在該行的活期存款帳戶餘額由原先之 10

兆至 15 兆日圓往上調升為 15 兆至 20 兆日圓；至於日銀購入長期公債挹注金融體系之額度則從每月 1 兆日圓擴增至 1.2 兆日圓。再者，日銀將延長票券的購入期間，由現行之 6 個月以內延長至一年以內。此外，為促使銀行業減少持股，避免銀行業因股價下跌造成損失，進一步影響其資本適足率之健全，以及延遲其處理不良債權之進度，日銀於 10 月 11 日宣布計畫投入 2 兆日圓收購銀行業持有之股票。至於日銀重貼現率則維持 0.1% 的水準不變。

亞洲新興經濟體方面，香港於 11 月 7 日伴隨美國 Fed 降息二碼，將貼現窗口基本利率調降為 2.75%；泰國央行於 11 月中旬調降十四天期附買回操作利率一碼，至 1.75%。其他國家除中國大陸與菲律賓於今年上半年調降官方利率，以及南韓因通膨壓力升高，於本年 5 月升息一碼之外，其他亞洲新興經濟體本年以來均維持利率政策不變。

#### （四）美元對主要通貨匯價持續貶值

本年以來，受美國企業獲利不佳及大型

企業相繼爆發財報虛飾問題，股市下挫，加以經濟復甦不如預期，以及 Fed 暫不升息，美元匯價自 3 月初開始走貶，至 7 月中旬，歐元突破 1 歐元兌 1 美元之心理關卡，達 2000 年 1 月以來之高點，日圓亦達本年以來之最高價位。之後美元雖一度轉強，惟因美國陸續公布之經濟數據顯示經濟復甦的不確定性升高，復以 11 月 Fed 再度降息，以及聯合國安理會通過決議要求伊拉克解除武裝，美伊緊張情勢升高，美元再度轉弱；迨至 11 月底，美元對主要通貨匯價中以對瑞士法郎匯價之貶幅最大，與上年底相較約貶值 11.9%；對歐元貶值 11.6%，對日圓貶值 7.4%，對英鎊貶值 7.1%。

美元對亞洲新興經濟體通貨匯價方面，除中國大陸積極干預維持人民幣匯價穩定、香港維持「通貨發行局」(currency board)制度及馬來西亞仍採固定匯率之外，美元對菲律賓披索呈小幅升值，對其餘亞洲國家貨幣則均呈貶值。

## 二、美 國

### （一）第三季經濟表現亮麗

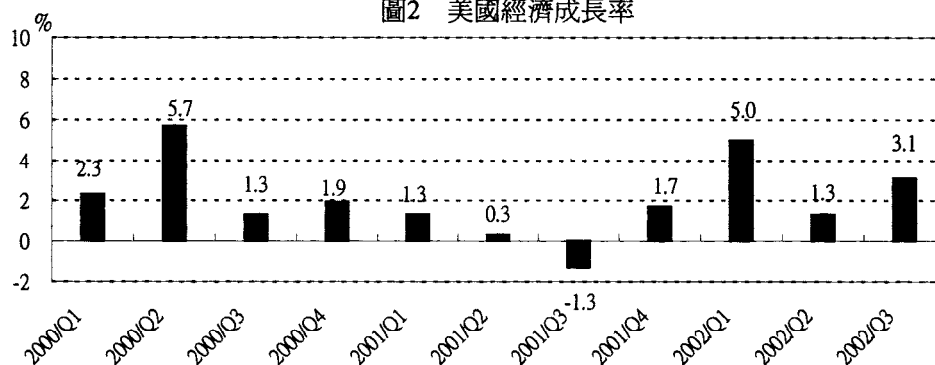
根據美國商務部的初步估計，本年第三季美國經濟成長率達 3.1%，優於上季之 1.3%（圖 2）。其中，個人消費支出成長 4.1%，為本年最高成長幅度，尤以耐久財消費成長 23.1% 最為顯著。不過值得擔心的是，民間投

資的成長率已自第一季的 18.2% 減緩為 3.1%，顯示企業的資本投資意願仍待提振。根據 J.P. Morgan Chase 銀行的預測，美國本年經濟成長率可能僅 2.3%

美國第三季經濟成長率的動能主要來自於個人消費支出、出口及州市政府支出的成



圖2 美國經濟成長率



長。其中，個人消費支出成長幅度由第二季之 1.8% 大幅增加至 4.1%，企業固定投資雖仍持續衰退，惟跌幅已較上季之衰退 2.4% 大幅縮小至僅衰退 0.7%。政府支出持續成長 4.3%，略低於第二季之 7.5%，不過，州政府支出卻由上季的衰退 1.7% 轉為成長 2.4%。輸出雖持續成長 3.3%，但已較第二季之成長 14.3% 大幅減緩。

根據美國聯邦準備當局(Fed)於 11 月底公布的褐皮書 (Beige Book) 顯示，美國整體經濟仍在緩慢擴張，但服務業及製造業之景氣則仍不振。企業投資仍未見明顯改善，且以往活絡的汽車銷售額亦全面下挫。工業生產指數年增率本年初以來雖持續衰退，惟至本年 7 月已轉為正成長，8、9、10 月均能維持 1.0% 左右的成長；迨入 11 月，工業生產年增率更擴增至 1.8%。

## (二) 美伊情勢緊崩，經濟復甦潛在風險升高

美國本年第三季經濟成長率雖較上季明顯擴增，不過最近公布的經濟指標，卻顯示

美國景氣仍未見穩定復甦。在工業生產方面，根據最近公布的相關數據顯示，美國景氣仍十分疲軟。美國供應管理協會 (ISM) 製造業指數已於 7 月重跌至 50.5，並在 9 月降至榮枯分界標準的 50 以下，10 月份 ISM 指數續下降至 48.5，顯示美國製造業景氣在連續成長 7 個月後已出現後繼乏力現象。景氣擴張力道薄弱，加上美國出兵伊拉克幾成定局，使得美國消費者信心重挫。本年 10 月初法國油輪在葉門海域爆炸，國際油價重上每桶 30 美元的高點，加上自 9 月 27 日起，美國與亞洲各國之貿易往來受到美西封港的影響，估計美國每天損失金額均達 20 億美元。經濟諮商協會 (Conference Board) 公布的 10 月份美國消費者信心指數不僅大舉由上月的 93.7 滑落至 79.4，更創下九年來之新低。

在勞動市場方面，本年以來美國失業率持續攀高，迄 11 月失業率更竄升至 6% 之高點。不少企業雖未裁員，但亦採諸如減薪等節省人事成本方式以因應疲弱之景氣。就業市場的持續疲弱，嚴重影響消費者信心的回

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 億美元
				月增率 %	年增率 %	月增率 %	年增率 %	月增率 %	年增率 %			
1999	4.1	4.2	3.7	-	2.1	-	2.7	-	1.8	2.0	12.4	-3288
2000	4.1	4.0	4.5	-	2.4	-	3.4	-	3.7	12.4	18.9	-4361
2001	1.2	4.8	-3.7	-	2.7	-	2.8	-	2	-6.5	-6.2	-4110
2001/8		4.9	-4.6	0.20	2.6	0.1	2.70	0.43	1.96	-11.73	-10.22	-331
9	1.7	5	-5.7	0.20	2.6	0.4	2.60	0.36	1.58	-16.53	-14.22	-345
10		5.4	-5.9	0.20	2.6	-0.3	2.10	-1.35	-0.29	-13.92	-13.38	-339
11		5.6	-5.9	0.40	2.7	-0.1	1.90	-0.65	-1.14	-14.7	-13.54	-332
12		5.8	-5.8	0.10	2.7	-0.1	1.50	-0.36	-1.71	-14.6	-17.07	-299
2002/1	5.0	5.6	-4.4	0.20	2.6	0.2	1.10	0	-2.75	-15.13	-15.22	-325
2		5.5	-3.8	0.30	2.5	0.2	1.10	0.22	-2.75	-15.44	-8.44	-353
3		5.7	-3.1	0.10	2.4	0.3	1.40	0.87	-1.69	-12.82	-9.92	-353
4	1.3	6	-2.3	0.30	2.5	0.5	1.60	-0.07	-2.04	-7.87	-1.97	-390
5		5.8	-1.5	0.20	2.5	0	1.20	-0.43	-2.67	-8.08	2.52	-404
6		5.9	0.1	0.10	2.3	0.1	1.10	0.14	-2.05	-3.38	3.41	-396
7		5.9	0.2	0.20	2.3	0.1	1.50	-0.22	-1.07			
8		5.7										

資料來源：Thomson Financial Datastream.

復。不過，每工時平均產出，亦即生產力的表現方面，美國非農業第三季生產力仍大幅成長 5.1%，優於上季之 1.7%。

Fed 主席葛林斯班於 11 月 13 日在國會經濟委員會作證時強調，Fed 日前大幅降息兩碼的決定，應有助於美國經濟步出疲弱陰霾。惟美國經濟在過去一年中雖表現無比的韌性，不過，股市下挫及對伊拉克用兵的隱憂仍是當前經濟潛在的風險。

### (三) 能源價格攀升，CPI 明顯上升

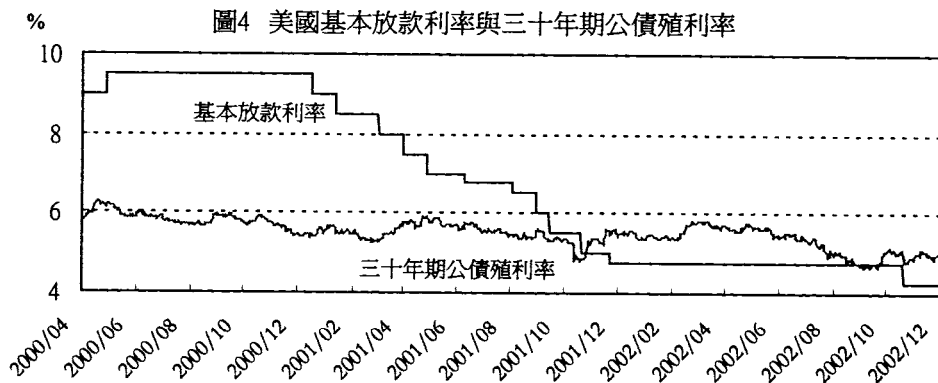
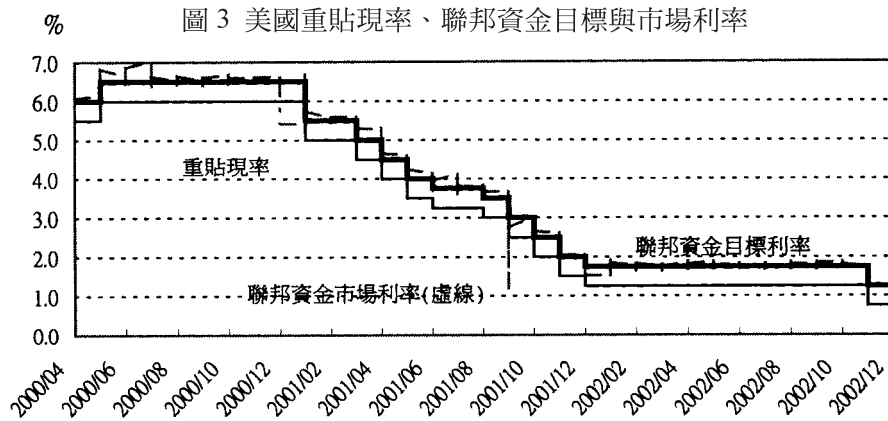
在物價方面，能源價格為影響美國本年物價走勢的主要因素；本年下半年以來，美國消費者物價指數（CPI）年增率在國際油價

上漲因素之帶動，大多維持在 1.5% 以上的水準。10 月復受到美伊戰爭風險升高，致已連續四月上升之能源成本進一步擴增 1.9% 的影響，CPI 年增率達 2%。但扣除能源及食物的核心 CPI，則維持在 2.2% 的水準。在生產者物價指數（PPI）年增率方面，7 月以來受到國際油價上升的影響，自年初以來的低迷情況已明顯改變，迨至 10 月，由於能源產品價格飆漲 4.2%，使得 PPI 年增率亦升高至 0.6%。

本年以來 PPI 雖已上升 2.0%，但扣除能源及食物之核心 PPI 則僅略為上升 0.2%。

### (四) 貨幣政策轉趨寬鬆，利率持續走低

儘管美國經濟復甦步伐不如預期，Fed 主



席葛林斯班仍盛讚美國生產力的勁升，並對美國經濟未來穩健復甦持正面看法。

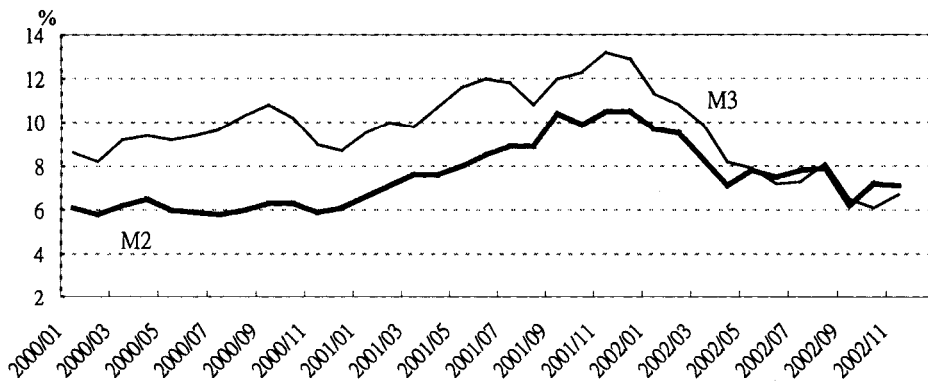
FOMC 自本年前六次的例行性會議後，均未調整聯邦資金利率目標及重貼現率，不過，鑑於美國近期所公布的經濟指標，顯示出地緣政治情勢的持續緊張已使得不確定性風險升高，FOMC 乃於本年 11 月 6 日會議中，無異議通過將聯邦資金利率目標及重貼現率各調降 2 碼，分別為 1.25% 及 0.75%；前者為自 1994 年開始公佈目標以來之最低，而後者則為自 1950 年以來的最低；自上 (2001) 年初迄今，聯邦資金利率目標及重

貼現率累計降息幅度均已達 5.25 個百分點 (圖 3)。不過，在 11 月 6 日的會後新聞稿中，FOMC 貨幣政策傾向，已由偏向經濟衰退風險改為中性，顯示 FOMC 在此次大幅度降息後，短期內似無進一步再調降的打算。

11 月 6 日 FOMC 降息二碼後，聯邦資金利率亦由本年以來 1.75% 附近之水準走低至 1.26%。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)。

(五) 銀行放款條件未見改善，貨幣總計數

圖5 美國貨幣總計數M2及M3年增率



### 持續走緩

據 Fed 公布的消費信用報告，本年以來消費信用成長率逐季遞減，本年第三季僅成長 3.5%，低於上季之 4.5%；以單月資料觀之，消費信用成長率雖於 9 月回升至 3.3%，但 10 月恐將降至 1% 的低點。另外，10 月的銀行家授信調查報告結果亦顯示，不僅企業借款需求減少，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。至於房貸利率方面，受到 Fed 多次降息的帶動，美國長期抵押貸款固定利率連續下降，為 1971 年自有此項紀錄以來之最低水準。

貨幣總計數方面，M2 年增率自本年 8 月底的 7.9% 開始逐步走低至 11 月之 7.1%；同期間，M3 年增率則於本年 8 月上升至 8.1%，惟之後則呈下降趨勢，至 11 月 M3 年增率降至 6.7%（圖 5）。

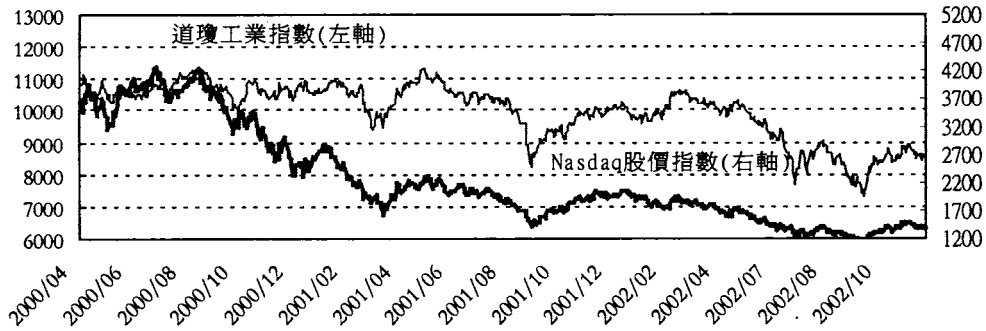
### （六）經濟展望及企業獲利不佳，阻礙美股反彈動能

自本年初以來，美國股市即受困於企業

獲利不佳及大型企業會計假帳醜聞的負面衝擊，投資者信心始終難以完全恢復；根據美國國會審計署（GAO）的資料指出，自 1997 年初至本年上半年止，美國上市公司因會計問題而重新公布財報，致美國股市市值約流失 1,000 億美元。雖然美國企業第三季財報多數符合預期，不過，企業資本支出成長率仍持續減緩，顯示企業獲利改善的基本面因素並不穩定。10 月 9 日道瓊工業指數與那斯達克指數亦分別創下近五年和六年的新低記錄，而跌至 7286.27 點與 1114.1 點。迨至 11 月 30 日，道瓊工業指數係以 8896.09 點作收（圖 6），與本年最高點相較，計下挫 16.3%。那斯達克指數亦自年初的 1,950.4 點下挫至 1478.78 點，跌幅達 24.2%。

匯價方面，美元匯價自本年初以來即面臨龐大的貶值壓力。日圓兌美元匯價受到日本財務省財務官黑田東彥暗示將讓日圓繼續貶值，以及日本金融廳延期公布中間報告的影響，一度於 10 月 22 日時，跌破自本年 6

圖 6 美國股價指數



月以來最低之 125 日圓的關卡，11 月初復因美國 Fed 大幅降息兩碼而歐洲央行並不跟進降息之影響，再加上聯合國安理會通過強硬決議要求伊拉克解除武裝，使得美元拋售壓力大增，強勢地位受到質疑，美元兌歐元價

位持續下跌，迨至 11 月底，歐元兌美元匯價已由年初 1 歐元兌 0.9036 美元走高至 1 歐元兌 0.9997 美元，日圓兌美元匯價則由年初之 132.15 日圓走高至 122.55 日圓兌 1 美元。

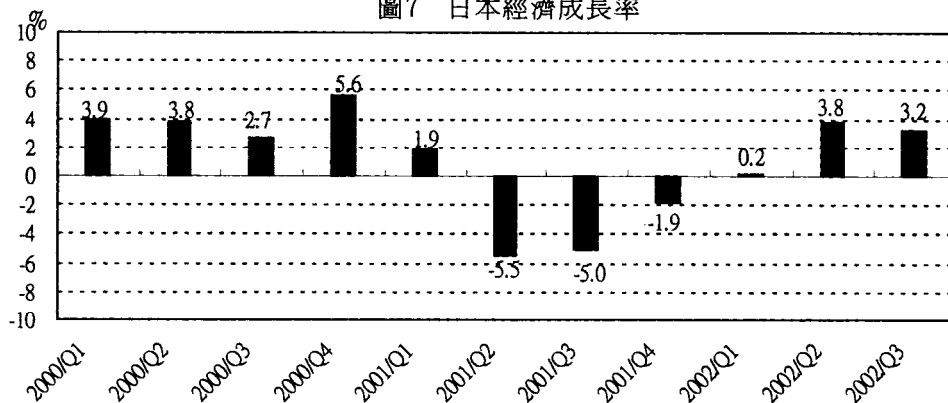
### 三、日 本

#### (一) 實質 GDP 連續三季成長，惟復甦力道依舊薄弱

本年第三季日本的實質 GDP 續較上季成長 0.8%，換算年率為成長 3.2% (圖 7)，是連續第三季呈現成長。本季經濟成長之主因，係拜約占日本實質 GDP 六成之民間消費

較上季擴增 0.8%，高於預期之賜。惟年初以來強勁成長之商品勞務輸出，受全球景氣減速之影響，僅微增 0.5%，為經濟持續復甦投下變數。至於企業設備投資方面，上年下半年來即持續不振，本季續較上季減少 0.9%；公共投資方面，受小泉首相實施緊縮型財政

圖 7 日本經濟成長率





政策之影響，續較上季減少 1.6%，已連續第三季呈現衰退。鑑於本年前三季經濟表現優於預期，日本政府將本年度之經濟成長率預測值由年初預估之 0%，小幅向上修正至 0.2%。惟近來受美國經濟成長趨緩，及日本股市持續大幅下跌等不利因素之影響，肇致年初以來帶動經濟成長之輸出及生產轉而停滯不前。日本政府公布之「11 月份經濟報告」，本年來首度調降對經濟前景的看法。

為一舉解決持續三年之久的通貨緊縮現象，以及促使銀行加速處理不良債權，強化金融體系，日本政府乃於 10 月 30 日再度推出「因應通貨緊縮總合對策」及「金融再生方案」。其主要內容包括：責成銀行儘快處理不良債權，並將依存款保險法對資本額不足銀行挹注公共資金；官民共同出資成立「產業再生機構」，促進產業重整，並協助欲進行重整之企業等。為緩和上述對策對雇用及中小企業融資產生之負面影響，日本政府並於 11 月 21 日公布實施規模 1.5 兆日圓之追加預算以強化雇用保險及支援中小企業融資等社會安全網。另外，亦將投入 1.5 兆日圓追加預算促進都市之再開發。

工業生產方面，日本工業生產在亞洲經濟復甦之帶動下，年初以來即緩步復甦，其中又以汽車及 IT 相關產業增幅最大。迨入第三季，工業生產指數年增率已由原先的負成長轉呈正成長，各月分別為 3.8%、1.8% 及 5.2%，迨至 10 月，更進一步擴增至 5.3%（表

3）。

## （二）貿易順差成長幅度放緩，失業率仍居高不下

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、電子相關零件出口大幅擴增，第三季各月出口金額年增率分別為 8.9%、6.2% 及 6.9%；進口金額各月年增率分別為 0.8%、-2.7% 及 8.9%，影響所及，貿易順差為 2 兆 4,459 億日圓，雖仍較上年同期大幅成長 38.2%，惟較第二季衰退 8.6%。迨至 10 月，出口金額年增率續上升為 14.1%，尤以對中國大陸出口約成長 47% 最為顯著（目前中國大陸已占日本出口市場的 10%）；進口金額則成長 4.0%，貿易順差為 8,937 億日圓。

就業市場方面，日本第三季失業率維持於 5.4% 的高檔（表 3），而失業人口達 365 萬人，較上年同期增加 8 萬人，為連續第十八個月增加，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。根據厚生勞動省之統計顯示，9 月份的求職求才比率水準為 0.55，顯示每一百名求職者僅有五十五個工作機會。

## （三）消費者物價連續三年下跌，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。迨入本年，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。第三季各月躉售物價指

表 3 日本重要經濟指標

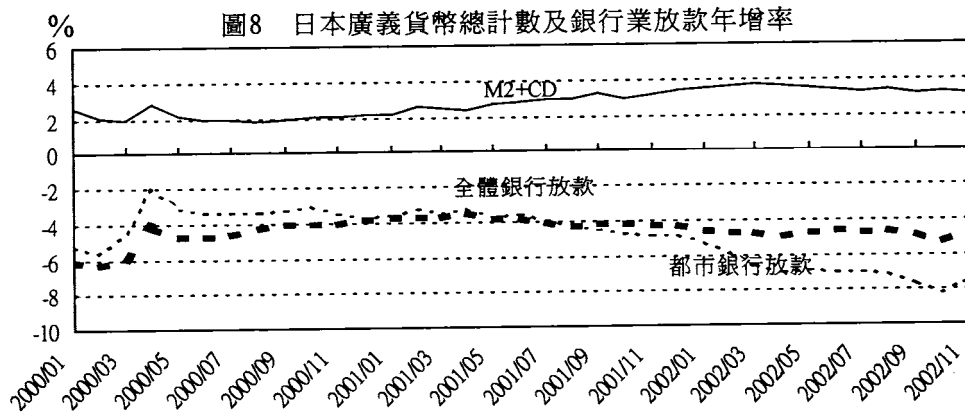
年 月	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 (2000=100)		躉售物價指數 (1995=100)	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易 收支 億日圓
				總合 年增率 %	剔除生鮮食品 年增率 %	年增率 %			
1999	0.7	4.7	0.8	-0.3	0.0	-3.4	-6.1	-3.8	122,795
2000	2.8	4.7	5.9	-0.7	-0.4	-0.1	8.6	16.0	107,418
2001	0.3	5.0	-7.7	-0.7	-0.8	0.3	-5.2	3.6	65,637
2001/11		5.4	-13.0	-1.0	-0.8	-0.8	-9.2	-7.9	4,922
12	-1.9	5.5	-15.3	-1.2	-0.9	-0.8	-14.5	-13.4	6,594
2002/1		5.3	-11.3	-1.4	-0.8	-0.6	-1.8	-9.3	1,837
2		5.3	-11.5	-1.6	-0.8	-0.2	-4.2	-2.6	7,853
3	0.2	5.2	-9.8	-1.2	-0.7	-1.0	-3.0	-12.6	12,660
4		5.2	-6.1	-1.1	-0.9	-0.7	1.7	-2.8	8,347
5		5.4	-2.0	-0.9	-0.8	-0.9	8.8	-5.5	6,182
6	3.8	5.4	-2.4	-0.7	-0.8	-1.1	7.1	-5.1	12,220
7		5.4	3.8	-0.8	-0.8	-2.2	8.9	0.8	7,496
8		5.5	1.8	-0.9	-0.9	-1.3	6.2	-2.7	6,417
9	3.2	5.4	5.2	-0.7	-0.7	-0.4	6.9	8.9	10,546
10		5.5	5.3	-0.9	-0.9	0.3	14.1	4.0	8,937

資料來源：THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

數分別下跌 2.2%、1.3%及 0.4%，其中尤以 IT 相關產品的價格下跌最為明顯；消費者物價指數年增率則分別下跌 0.8%、0.9%及 0.7%，以教育娛樂及家具等耐久財下跌最為明顯。迨至 10 月，躉售物價指數轉呈微幅成長 0.3%；消費者物價指數則續跌 0.9%，係連續第三十八個月呈現下跌。至於 10 月份剔除生鮮食品後之核心消費者物價指數亦下跌 0.9%，是連續第三十七個月的下跌（表 3）。

#### （四）配合日本政府實施「金融再生方案」，日銀擴大定量寬鬆政策

貨幣政策方面，為緩和「金融再生方案」對金融體系及企業信用之衝擊，日銀於 10 月 30 日進一步強化本年 2 月以來實施之定量寬鬆政策，以充分供應市場所需之流動性，金融機構在該行的活期存款帳戶餘額由原先之 10~15 兆日圓往上調升至 15~20 兆日圓，以充分供應金融市場所需的流動性；至於日銀購入長期公債挹注金融體系之額度則從每月 1 兆日圓擴增至 1.2 兆日圓。再者，日銀將延長票券的購入期間，由現行之六個月以內延長至一年以內。



另外，為促使銀行業減少持股，避免銀行業因股價下跌造成損失，進一步影響其資本適足率之健全，以及延緩銀行業處理不良債權進度，日銀決定直接向銀行業收購股票。10月11日日銀公布「購入銀行持股基本政策綱領」，計劃投入2兆日圓收購股票，而實施期間將至2003年9月底（視情況需要可能延長一年）。按照該購股計畫，購買標的必須是信用評等BBB-以上的企業，以市價買進，每家銀行購股的金額上限為5,000億日圓，購入後將至少持有至2007年9月。

日銀擴大定量寬鬆政策，促使強力貨幣（又稱貨幣基數）於4月份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，之後持續維持於20%以上之高水準。惟由於銀行放款持續萎縮（圖8），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。本年7、8及9月之M2+CD年增率僅分別小幅成長3.3%、3.4%及3.2%。迨至10月，續成

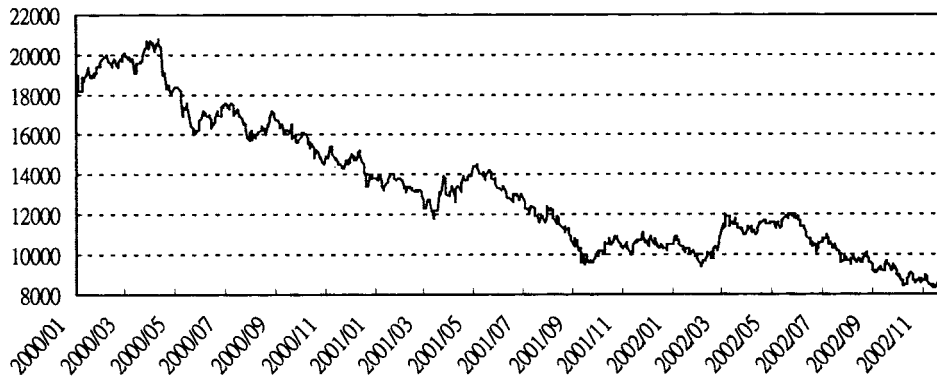
長3.3%（圖8）。

利率方面，年初以來，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持續維持在1.375%；長期基本放款利率則由年初的2.0%，逐月上升至3月的2.3%，之後反轉降至10月的1.70%；至於債券市場方面，由於股市不振、經濟復甦仍有疑慮，公債市場持續湧入資金，十年期公債殖利率由2月的1.5%，逐月下跌至9月的1.13%。

#### （五）日經股價頻創泡沫經濟崩潰以來之新低

本年初以來，日經股價指數在銀行類股帶頭大跌之影響下，股價跌跌不休，2月6日日經股價指數跌至1983年12月14日以來的新低9,420點後，2月底因日本政府規範對股市放空交易措施奏效，日經股價指數回升至萬點以上；3月上旬，伴隨美股大漲，日本股市曾回升至12,000點附近。迨入第二季，因美國股市回跌，加以全球經濟前景不確定性

圖9 日經股價指數



逐漸升高，日經股價指數反轉震盪走跌，6月底已跌至萬點附近。之後，雖一度跌深反彈，惟7月24日日經股價指數在依賴美國市場最深的電機類股帶頭大跌之下，再度失守萬點關卡而一路下滑。11月14日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，一度跌至8,303點之泡沫經濟崩潰後新低。迨至11月底，日經股價指數因跌幅過深，買氣回籠而回升至9,215點（圖9）。

#### （六）日圓呈區間震盪

日圓匯價方面，本年初以來，日圓延續

上年跌勢持續走貶，2月初一度貶破1美元兌135日圓，創1998年10月以來之新低。嗣因安隆事件影響投資人投資美股及持有美元意願，加上日本推出多項激勵股市措施吸引外資，致日圓回升至3月7日的1美元兌127日圓。5月中旬起，由於國際投資人的焦點轉向日本股市，且預期日本經濟即將觸底反彈，因此日圓進一步呈現強勢，5月底日圓升至1美元兌124日圓附近。7月中旬，日圓已升抵1美元兌115日圓附近。迨入9月下旬，由於日本政府遲遲未能對通貨緊縮提出具體

圖10 美元對日圓匯率



對策，日股持續大跌，導致日圓迅速走貶，10月中已貶至1美元兌125日圓價位。之後，因美國陸續公布之經濟數據顯示經濟復甦的不確定性升高，美國聯準會再度調降利率，加以美伊戰爭開打疑慮，日圓反轉回升，11

月上旬一度重新站上1美元兌119日圓。惟之後因日本股市屢創低點，加以日本政府官員頻頻發言指出日圓匯價過高將打擊疲弱的經濟復甦，促使日圓回貶。迨至11月底，日圓匯價又貶回1美元兌122日圓附近（圖10）。

#### 四、歐元區與英國

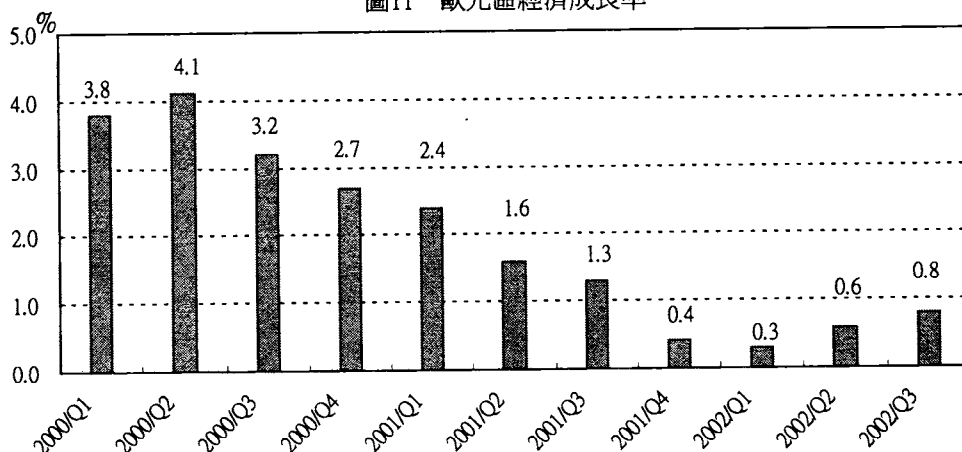
##### （一）歐元區第三季經濟復甦力道不如預期，英國則維持穩定成長

歐元區本年第三季實質GDP年增率由第二季的0.6%小幅上揚至0.8%（圖11），與上季比較之變動率則與第二季持平，同為0.3%。第三季經濟成長主要是由消費支出及對外貿易所帶動，投資支出則仍持續疲軟，惟衰退幅度已呈縮小。歐元區經濟欲振乏力的結果，造成企業紛紛裁員，致使歐元區的失業率自本年以來一路攀高，迨至10月已上揚至本年新高點的8.4%。根據歐盟執委會商業及消費者調查（European Commission Busi-

ness and Consumer Surveys）顯示，9至11月的零售貿易信心及工業信心指標惡化程度已略為好轉，惟消費者信心指標11月份則降至五年多來最低點的負14。

歐元區最大經濟體德國經濟惡化的情況尤其嚴重，第三季經濟較上年同期僅成長0.9%，11月份失業率則高達9.7%，由於內需疲軟，物價走低（本年下半年，消費者物價年增率大抵介於1%.3%間之低檔），引發通貨緊縮之疑慮；另根據德國Ifo經濟研究機構所公布的商業信心指數，截至11月底已連續第六個月下跌，諸多數據顯示德國經濟情勢

圖11 歐元區經濟成長率





並不樂觀，不利於歐元區的復甦前景。

歐盟執委會於本年 11 月 13 日發表的秋季經濟預測報告中指出，由於全球經濟復甦失衡，造成歐元區經濟疲軟，因此將該區今明兩年的經濟成長預測值由原先的 1.4% 及 2.9%，分別下修至 0.8% 及 1.8%。由於不確定性升高，造成投資持續萎縮，民間消費降低，國際貿易活動無法如預期回升，是造成該區經濟持續疲弱的主要原因。歐盟執委會

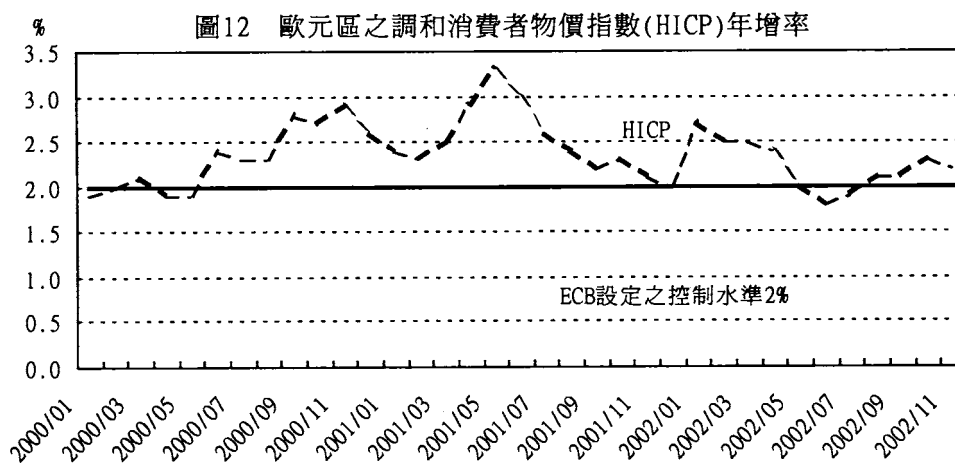
並警告，如果美伊爆發戰爭，進而導致國際油價飆漲，則歐元區經濟成長將進一步下滑。歐盟於本年 12 月則進一步預估，歐元區明年第一季 GDP 季增率將介於負 0.2% 與 0.2% 之間。

英國方面，本年第三季經濟成長率由第二季的 1.3% 上揚至 1.8%，與上季比之變動率則由第二季的 0.6% 微幅上揚至 0.8%。第三季經濟成長主要係由服務業所帶動，而製造業

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)
1997	2.3	10.9	4.2	1.6	13.5	14.1	87.6
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	2.3	21.7	29.4	7.3
2001	1.4	8.0	0.5	2.5	4.2	0.2	48.5
2001/11		8.0	-3.5	2.1	-6.3	-14.1	7.1
12	0.4	8.1	-3.9	2.0	-5.6	-16.4	8.8
2002/1		8.1	-2.7	2.7	-0.4	-8.5	1.0
2		8.1	-2.9	2.5	0.8	-5.7	6.9
3	0.3	8.1	-2.2	2.5	-1.3	-10.4	11.0
4		8.1	-0.7	2.4	7.9	2.3	4.5
5		8.2	-0.8	2.0	0.9	-6.8	8.8
6	0.6	8.3	-0.6	1.8	-1.3	-8.5	11.0
7		8.3	-0.1	1.9	1.6	-5.0	14.3
8		8.3	-1.5	2.1	-1.0	-6.9	10.0
9	0.8	8.3	-0.7	2.1	7.9	1.4	9.5
10		8.4		2.3			
11				2.2			

資料來源：ECB 及 EU。



在連跌六季後亦止跌回升。另一方面，第三季工業生產衰退情況獲得改善，7、8、9各月分別衰退2.5%、3.5%及2.5%。至於英國失業率，本年2及3月已滑落至二十六年來低點的3.1%，之後雖一度小幅上揚至3.2%，惟至10月已再連續四個月回落至3.1%的低點。歐盟執委會於11月13日發表的秋季經濟預測報告，將英國今明兩年的經濟成長預測值自2.0%及3.0%，分別下修至1.6%及2.5%。

### (二) 近來歐元區通膨已稍獲緩和，英國通膨增溫

歐元區之調和消費者物價指數(HICP)年增率自本年1月的2.7%逐步下滑至6月的1.8%低點後，7月以降轉而上揚至10月的2.3%高點，近期由於經濟疲軟、歐元走強、薪資及油價走勢緩和，壓抑通膨持續上揚，11月的HICP年增率已小幅下滑至2.2%，惟仍高於ECB所設定的2%控制目標(圖12)。

英國方面，迄至本年6月，扣除抵押貸款利息後的零售物價指數(RPIX)年增率一度跌至1.5%的歷史低點，7月以降RPIX年增率回升至10月的2.3%，惟仍低於2.5%的物價上漲率目標值，居住類價格上漲及汽車相關支出增加是推升10月通膨的二大原因。

### (三) ECB 降息二碼，英格蘭銀行之利率政策暫持觀望，長期市場利率呈下滑走勢

由於歐元區的通膨近來已稍獲緩和，加上經濟走弱的威脅升高，復受美國FOMC於本年11月6日調降利率二碼的激勵，ECB管理委員會(Governing Council)於本年12月5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0.5個百分點，調降後分別為2.75%、3.75%及1.75%。這是繼ECB上年11月9日降息一年多以來，首度降息。ECB調降利率之主要考量因素大抵如下：

1. 過高流動性尚不致對潛在通膨帶來立即威脅：近幾個月來廣義貨幣供給 M3 的變動雖仍居高不下（8 至 10 月份的三個月平均 M3 年增率為 7.1%，與 7 至 9 月份的平均值持平），遠高於 ECB 所設之 4.5% 參考值，主要可歸因於金融市場不確定性升高，促使投資者將資產轉為屬於 M3 且流動性較高的組成份子。即使市場上的流動性較維持長期且無通膨的經濟成長所需為高，然而在目前的經濟環境下，將過多流動性於近期內轉化為通膨壓力的風險微乎其微。

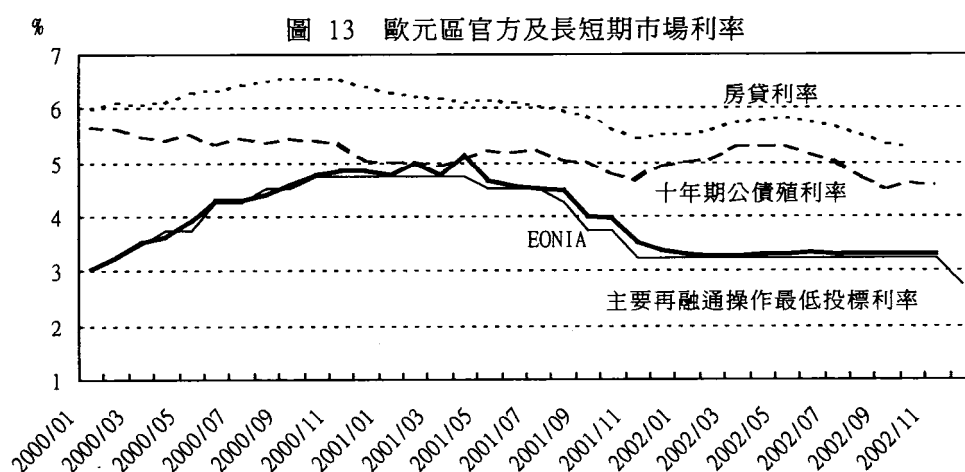
2. 通膨已稍獲緩和：歐元區 11 月的調和消費者物價年增率，已自 10 月的 2.3% 降至 2.2%，經濟活動趨緩及歐元匯率走強將抑制通膨升高的風險。

3. 擴張財政無空間，提振景氣端賴寬鬆貨幣一途：由於經濟疲軟，法國、德國、義大利及葡萄牙等國本年的財政赤字預期將超出歐盟「穩定暨成長協定」（Stability and Gro-

wth Pact）要求各會員國每年財政赤字占 GDP 比率不得高於 3% 的上限。在財政政策運作受限的情況下，為了提振景氣，迫使 ECB 只得進一步寬鬆貨幣政策。

ECB 總裁杜森柏格在本次降息後發表聲明表示，歐元區經濟已受到當前經濟環境不確定性的威脅，油價走勢、金融市場低迷、戰爭威脅以及全球經濟疲弱都嚴重影響市場信心，且難以預測這些不確定因素何時會消失。

近期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，11 月 EONIA 的平均值為 3.30%；而本年 6 月以降，較長天期的銀行業零售市場利率轉呈下滑走勢，10 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為 5.28%、5.59% 及 3.57%。債券市場方面，歐元區十年期公債殖利率走勢自本年 4 月以降反轉下滑，迨至 11 月則維持在 4.59%（圖 13）。



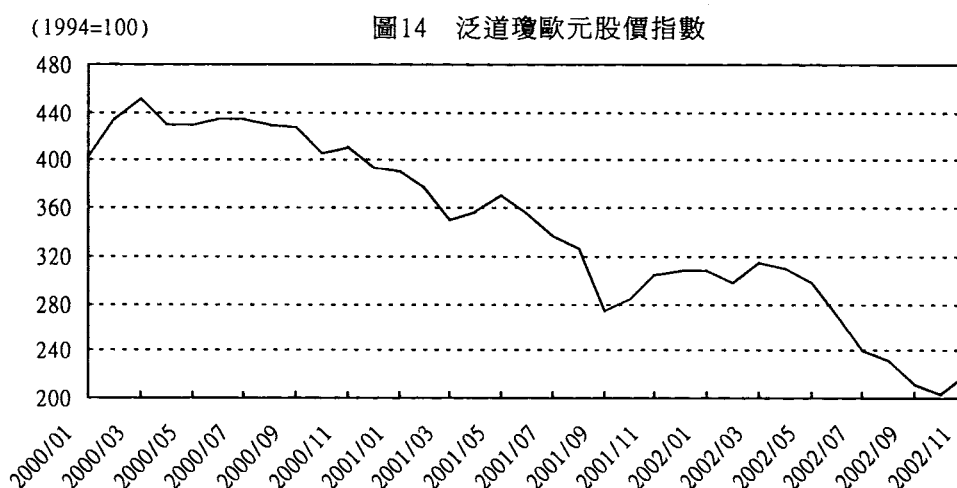
英國方面，英格蘭銀行貨幣政策委員會於本年 12 月 5 日的利率決策會議中決定維持十四天期附買回利率於 4.0% 不變，此是連續第十三個月將此利率維持在三十八年來的谷底。英國的製造業復甦力道不足，且扣除抵押貸款利息後的零售物價指數年增率自本年 2 月至 10 月均維持低於 2.5% 的目標，然而因低利率、低失業率及外來移民增加推升房地產需求，造成英國房地產價格不斷飆漲，一旦降息可能導致房地產價格與房貸金額持續上揚，加上消費需求強勁，均是未來推升通膨的隱憂，且英國本年第三季 GDP 仍維持穩定成長水準，這些因素均促使英格蘭銀行的利率政策暫持觀望。至於市場利率方面，本年以來，英國隔夜拆款市場利率大致在 4% 上下各一碼間小幅波動，11 月維持在 3.72%；十年期政府債券利率本年以來緩步走高至 5 月的 5.29% 後轉呈下滑走勢，10 月維持於

4.61%。

#### (四) 近期歐元區及英國股價近期跌深反彈

本年以來，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) 呈現上下盤整格局，迨入 4 月，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 9 日 STOXXE 一度跌至本年低點的 184.74 點，與上年底之 314.52 點相較重挫逾 41%，嗣後在企業財報較預期為佳及美股反彈帶動下回穩，11 月底收在 229.02 點 (圖 14)。就歐元區各主要會員國之股價觀之，走勢大致與 STOXXE 一致，截至本年 11 月底止，德國法蘭克福 DAX 指數與法國巴黎證商公會四十種指數分別以 3,320.32 點及 3,326.65 點作收。

英國股市方面，本年初以來英國倫敦金

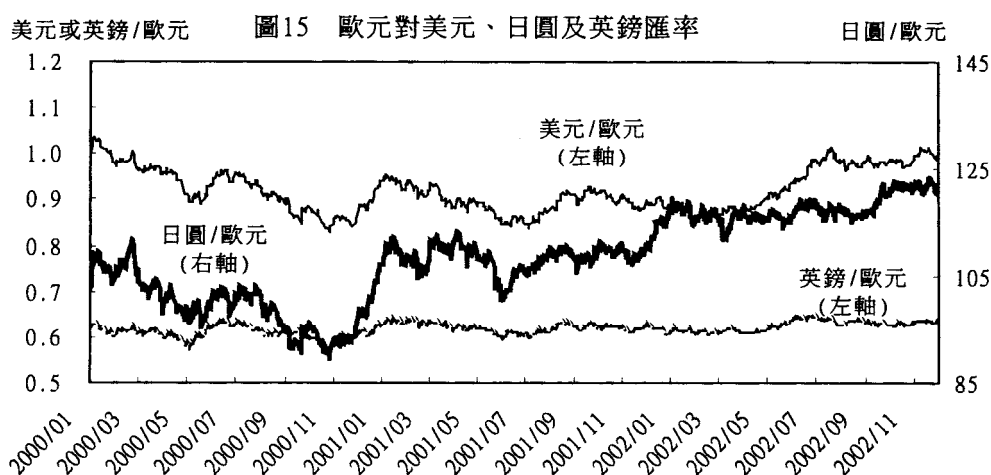


融時報百種指數大抵在 5,100 至 5,300 點之區間來回盤整，5 月中旬以降則自 5,260 點左右逐步下滑，之後受美國股市重挫及金融市場不確定等因素之影響跌勢加劇，7 月下旬至 8 月下旬雖一度反彈，惟後勢支撐無力再度下滑，至 9 月 24 日已跌至本年之新低 3,671.1 點，與上年底的 5,242.4 點相較，跌幅近 30%，隨後則伴隨美股反彈而上揚，11 月底收抵 4,169.4 點。

#### (五) 近期歐元與英鎊對主要貨幣匯價處於高點盤整

本年以來，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，歐元對美元匯價因而一路走揚；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，美元貶值壓力益加重，歐元自年初的 1 歐元兌 0.89 美元左右之價位一路攀升至 7 月 19 日的 1.0146 美元，為 2000 年 1 月以來的高點，隨後則小幅回貶並呈盤

整，迨入 11 月，由於美國 FOMC 大幅降息二碼，歐美利差擴大，加上投資人擔心美國經濟疲弱超乎預期及美伊緊張情勢升高，因而大舉拋售美元，肇致歐元強勁升值，並數度逼近 7 月之高點，11 月底維持在 1 歐元兌 0.9948 美元之價位；歐元對日圓匯價方面，本年 2 月以來日圓因受日本股市上揚、資金大舉回流的激勵，對美元表現堅挺，歐元相對於日圓亦呈疲軟，4 月以降，歐元對美元大幅升值，歐元對日圓的匯價則大抵持穩於 115 至 118 日圓間之價位，9 月下旬以來，由於日本銀行下修日本經濟展望，加上日本對疲弱的經濟未提出具體因應對策，導致日圓疲軟，歐元走強，11 月底歐元維持於 1 歐元兌 121.872 日圓之價位；至於歐元對英鎊匯價，本年初以來歐元對英鎊大抵持穩，5 月以降則呈升值走勢，直至 6 月下旬方反轉而小幅回貶，之後呈盤整格局，11 月底維持在 1 歐元兌 0.6393 英鎊（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），本年以來大抵呈上揚走勢，11 月已達 99.3 點。

英鎊對美元匯價方面，本年 4 月以降，隨著美元對主要通貨大幅貶值，英鎊伴隨上揚，7 月 25 日一度升至 1 英鎊兌 1.5835 美元的高點，隨後英鎊回軟，8 月下旬一度貶至 1 英鎊兌 1.5200 美元左右之價位，迨入 9 月，受預期英國下半年經濟表現將優於美國，加以美西封港、美伊情勢緊張、及美國降息二碼，造成英鎊與美元利差擴大等不利美元的不確定因素之影響，英鎊匯價回穩，至 11 月 12 日一度升至 1 英鎊兌 1.5896 美元的本年新高點，截至 11 月底維持在 1 英鎊兌 1.5574 美元之價位。英鎊對日圓匯價方面，本年初以來除曾在 3 月中旬一度下探 182 日圓之低點外，大抵維持在 1 英鎊兌 190 日圓左右之高

點，4 月以來，因日圓對美元強勁升值，英鎊相對走軟，6 月初並觸及 180 日圓左右的低點，之後呈上下盤整走勢，迨入 9 月下旬，由於日本經濟前景不樂觀，日圓呈貶值走勢，英鎊相對走強，10 及 11 月英鎊一度觸及 194 日圓之本年高點，11 月底則維持在 1 英鎊兌 189.82 日圓左右之價位。至於英鎊對歐元匯價，本年初以來大抵在 1 英鎊兌 1.60 至 1.64 歐元之間波動，迨入 5 月，由於英國工黨政府積極推動英鎊加速進入歐元區之計畫，市場認為目前英鎊對歐元匯率似呈高估，預期英國政府勢將引導英鎊對歐元貶值至最適之加入匯率，益以歐元對美元持續堅挺，英鎊兌歐元因而走貶，至 6 月 24 日已貶至 1 英鎊兌 1.5389 歐元的低點，隨後則小幅回升，並大抵在 1.56 至 1.60 歐元之區間波動，11 月底維持在 1 英鎊兌 1.5642 歐元左右之價位（圖 16）。

（六）中東歐十國將於 2004 年加入歐盟，屆



### 時歐盟將擴增為二十五國

愛爾蘭在本年 10 月針對「尼斯條約」進行第二次全民公投，並一反上次之反對轉而支持歐盟東向擴張，歐盟遂於本年 12 月 12 至 13 日於哥本哈根舉行的高峰會上，同意於 2004 年 5 月起接納捷克、匈牙利、波蘭、斯洛伐克、斯洛維尼亞、愛沙尼亞、立陶宛、拉脫維亞、馬爾他和塞浦路斯等十國加入成為歐盟的一員；而國民所得較低的保加利亞和羅馬尼亞二國則可望於 2007 年加入；此外，由於土耳其人權記錄不佳，歐盟將待 2004 年檢討其人權狀況，如獲通過將自 2005 年起與土國談判入會事宜。此係歐盟成立四十五年來最大規模的組織擴展計畫。

歐盟一旦東擴，人口將增加約 7,500 萬人而達 4.5 億人，屆時將高於美國的 2.8 億人口，並凌駕北美自由貿易區（NAFTA），成為全球人口最多的經濟區；其境內生產毛額（GDP）將增加約 4,000 億美元而至 9 兆美元，僅略低於美國的 10 兆美元。目前這些欲加入的中東歐國家的貿易規範及關稅與歐盟各會員國不一致，且實施農業補助政策，未來加入歐盟後，關稅水準及貿易規範將調整至和歐盟一致的水準，而農業補貼政策也將

逐漸走入歷史，此外，中東歐低廉工資和地價，則具有吸引外商投資的優勢。

### （七）瑞典政府將於 2003 年 9 月舉行有關引入歐元的公投

歐盟三個尚未加入歐元的國家之一瑞典，計劃將於明年 9 月 14 日舉行有關引入歐元的公投，而瑞典國會經過政黨協商後，於本年 12 月中旬宣布公投內容將定為「您認為瑞典應該引入歐元為其通貨嗎？（Do you think that Sweden should introduce the euro as its currency?）」，雖然此種問法引起不主張採行歐元者的反對，惟七個政黨中，包括執政的社會民主黨之四個政黨已同意此種問法。而根據本年 11 月 29 日公布的意見調查結果，反對採行歐元者認為瑞典經濟成長較歐元區十二個會員國高，失業率則遠低於歐元區；再者，瑞典尚維持財政盈餘，而歐元區數個大會員國則呈現赤字。根據最近的民調顯示，890 萬瑞典人民約有 43% 支持加入歐元，另 43% 反對加入，其餘則尚未決定。此外，民調亦顯示上述簡短的問法，較可能吸引贊成票。瑞典一旦於 9 月 14 日公投通過採行歐元，可能於 2006 年 1 月 1 日起即開始付諸實施。

## 五、亞洲新興經濟體

由於民間消費擴張及出口暢旺，亞洲新興經濟體本年第三季的經濟持續成長。其中，香港、新加坡、印尼及馬來西亞分別成

長 3.3%、3.9%、3.9% 及 5.6%；中國大陸略升為 8.1%；南韓及菲律賓則略遜於第二季，分別成長 5.8% 及 3.8%。展望未來，因美國經

濟前景混沌不明、中東緊張情勢未減導致國際油價居高不下等多項不確定風險，恐將影響亞洲新興經濟體之復甦力道。

貨幣政策方面，香港於本年 11 月 7 日伴隨美國 Fed 降息二碼，將貼現窗口基本利率調降為 2.75%；泰國央行於 11 月中旬調降十四天期附買回利率一碼至 1.75%。其他國家除中國大陸與菲律賓於今年上半年調降官方利率，以及南韓因通膨壓力升高，於本年 5 月上旬升息一碼之外，其他亞洲新興經濟體本年以來均維持利率政策不變。

股價方面，本年初以來，亞洲新興經濟體的股價除香港及新加坡外，在經濟復甦腳步趨穩，以及國際投資人撤出美國股市轉而增加亞洲股市投資之激勵下，大幅揚升。其中，又以印尼及泰國股市表現最為耀眼；第二季，受美國股市持續下挫的影響，全球投資人資金自股市撤離轉入債市與黃金市場避險，亞洲股市亦難倖免；迨入第三季，亞洲股市仍延續上季之跌勢，迨入 10 月受印尼峇里島爆炸事件衝擊跌幅一度擴大，之後受美股上揚之帶動始止跌回升，11 月底與去年底比較，除泰國及南韓分別上漲 20.1%及 4.5%之外，印尼、馬來西亞、菲律賓、香港及新加坡分別下跌 0.4%、9.6%、10.3%、11.6%及 14.3%。至於中國大陸上海 A 股及 B 股，則分別下跌 12.4%及 30.8%。

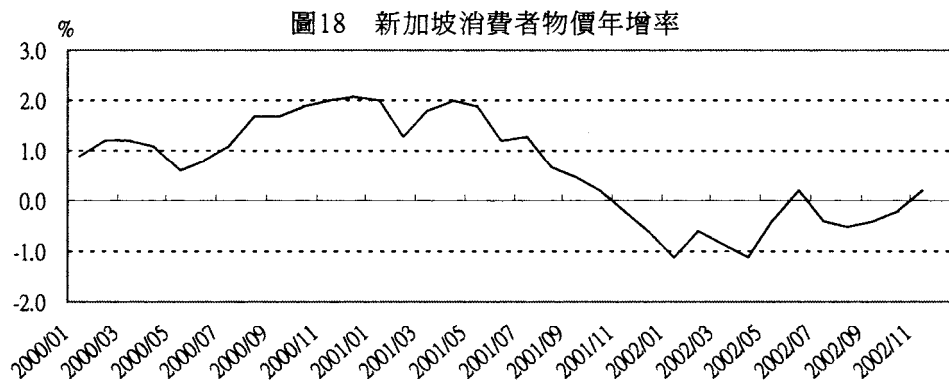
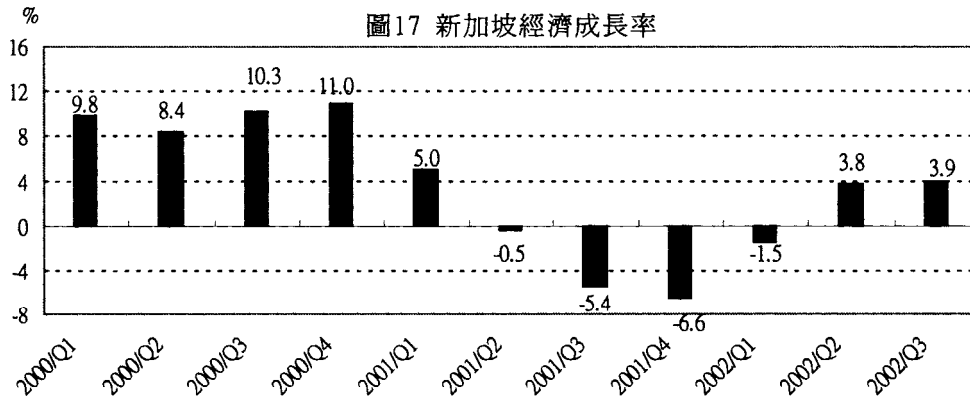
匯價方面，除中國大陸採取干預措施維持人民幣匯率穩定、香港維持「通貨發行

局」制度及馬來西亞仍採行固定匯率制之外，本年初，亞洲其他新興經濟體通貨對美元匯價，除韓元一度伴隨日圓走弱而小幅貶值外，大抵因經濟基本面轉佳，外國投資機構看好亞洲股市資金大舉流入，致擺脫上年底之貶勢轉趨升值；第二季，在日圓強勁升值之帶動下，亞洲其他新興經濟體通貨對美元匯價加速揚升；迨入第三季，受日圓反轉走貶之影響，亞洲其他新興經濟體通貨對美元匯價亦轉呈下跌，11 月底與去年底比較，除港幣、人民幣及馬幣外，其他新興經濟體之通貨對美元大致呈現升值，其中以印尼盾升值 15.8%幅度最大，其次為韓元、星元及泰銖分別升值 9.8%、4.6%、及 1.7%，僅菲律賓披索貶值 3.7%。

### （一）新加坡

#### 1. 第三季經濟成長率 3.9%，官方下修本年經濟成長預測

由於美國經濟復甦的不確定性升高，連帶使得新加坡輸出成長減緩，新加坡本年第三季經濟成長率較上年同期成長 3.9%，較上季之成長 3.8%略升（圖 17）；惟與上季比換算成年率，則由上季之成長 13.4%轉呈衰退 10.1%。本季經濟成長主要係整體需求較上年同期成長 5.9%，其中占星國經濟活動三分之一強的外需成長 11%，惟個人消費支出減少 0.5%。新加坡貿工部指出，由於近期美國經濟復甦動能萎縮，復以美伊戰爭情勢緊張影響全球景氣，以及全球電子產業復甦前景不



明，對依賴出口的新加坡影響深遠，因此於11月將本年經濟成長率預估值由原先的3%至4%下修至2.0%至2.5%，並預估明年的經濟成長率約在2.0%至5.0%之間。

本年第二季新加坡製造業部門之產出，其年增率繼上季大幅成長13.3%後再度成長14.8%，主要是因上年經濟衰退，基期較低；其中化學工業產出穩定增長40%及電子業成長15%；惟建築、旅館餐飲與金融服務業仍呈衰退。迨入10月，新加坡的工業生產年增率由上月之10.4%上升至11.8%，已連續7月為正成長。

本年第三季新加坡的出口較上季增長13.23億星元，與上年同季比則成長11.4%；

進口則較上季減少2.59億星元，較上年同季成長5.3%，致第三季的貿易順差自上季的28.38億星元擴增為44.20億星元。

## 2. 失業率勁揚，通貨緊縮壓力略減

新加坡本年第三季的失業率由上季的4.1%攀升至4.8%，為1980年代中期以來的最高水準；勞動市場的就業人口第三季驟減近一萬五千人，係連續第五季縮減，較上季減少八千二百餘人增加，主要是營建業減少八千人。新加坡消費者物價指數年增率於上年十一月起轉呈負成長後，本年僅6月成長0.2%，其餘月份均為負數；11月的消費者物價指數年增率自上月的下跌0.2%轉呈上升0.2%，通貨緊縮壓力略減（圖18）。

圖19 新加坡三個月期拆款利率及基本放款利率

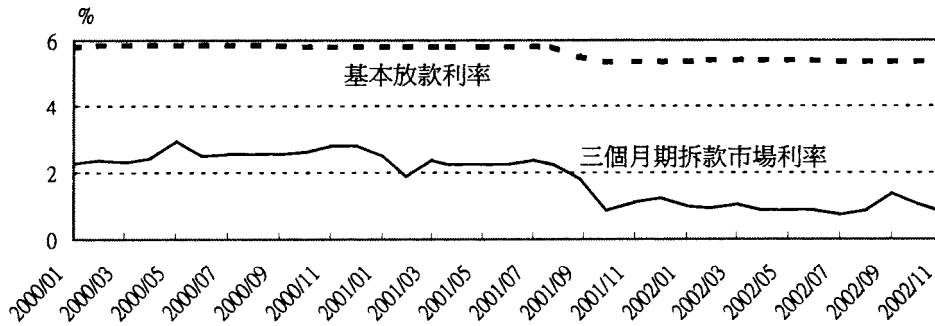
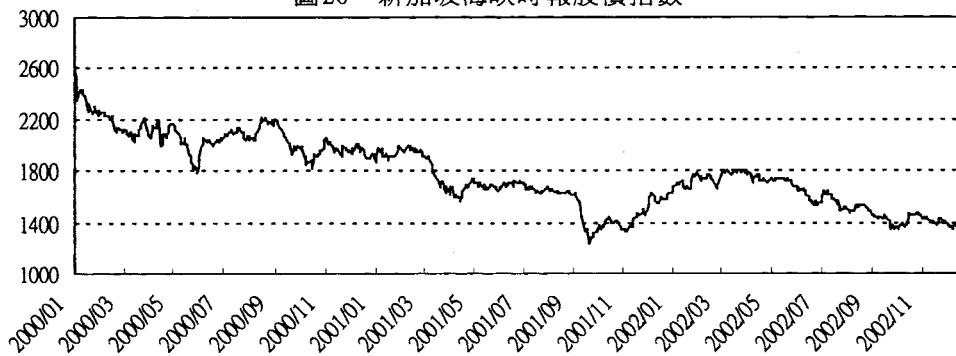


圖20 新加坡海峽時報股價指數



3. 市場利率持續走低，星元漲升，股價下跌

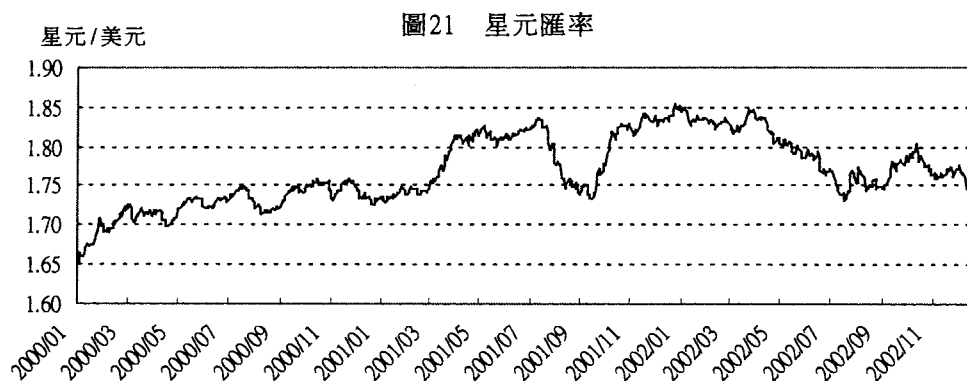
新加坡長短期利率本年以來維持下跌走勢，其中三個月期銀行間拆款市場利率自上年底之 1.25% 持續走低至 7 月底之 0.75%，8、9 月略為上升，9 月底升為 1.38%，嗣後又告回跌，11 月再降至 0.81%；至於基本放款利率，7 至 11 月維持在 5.35% 水準，較 2 至 6 月的 5.40% 略降（圖 19）。五年期政府公債殖利率本年初以來持續走低，自上年 12 月底之 3.42% 一路下滑至 11 月之 1.89%。

股市方面，本年以來，新加坡海峽時報

股價指數大致與美股的走勢一致，除 1 至 3 月受到美股的反彈而一度上漲至 3 月底之 1,800 點左右的高點，嗣後因美股持續下挫，大盤反轉直下，至 9 月底跌至 1,352.30 的低點；10 月因美股反彈，新加坡股市亦隨之上揚，惟 11 月受到公布的經濟數據不佳而再告下挫，至 11 月底收在 1,391.53 點（圖 20）。

匯價方面，本年以來國際美元持續走貶，星元相對走高，星元匯價自 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，在 1 美元兌 1.80 至 1.75 星元間震盪，迄至 11 月底





為 1 美元兌 1.7663 星元（圖 21）。

## （二）香港

### 1. 第三季經濟明顯回穩

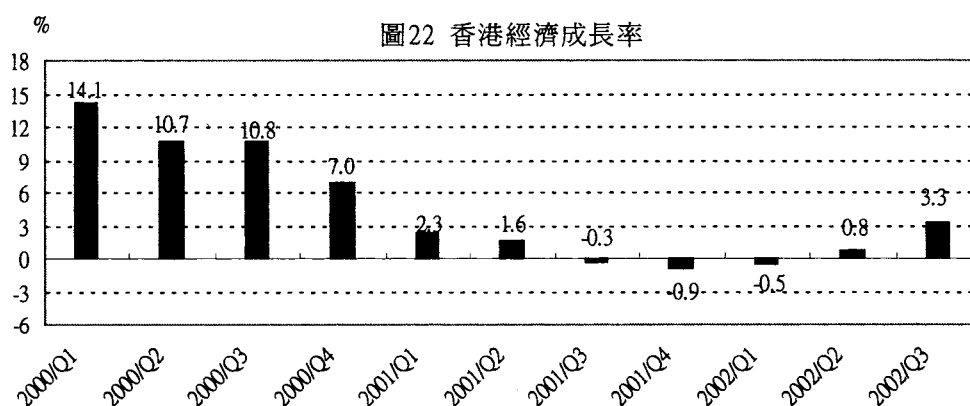
香港自本年第二季經濟恢復溫和成長後，第三季因受惠於輸出的大幅增長，實質 GDP 年增率升至 3.3%，遠高於第二季的 0.8%（圖 22）。雖然香港的輸出與輸入大幅成長，惟民間消費、固定資本形成持續不振。港府表示，儘管美國及歐盟經濟短期增長前景轉為黯淡，但中國大陸經濟穩定增長，加上區內貿易大幅回升，應將持續帶動香港商品及勞務輸出之熱絡。港府預估香港本年經濟成

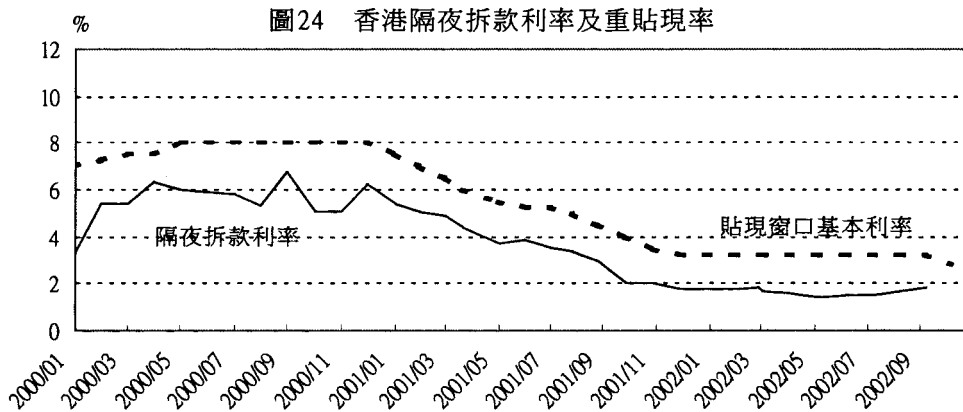
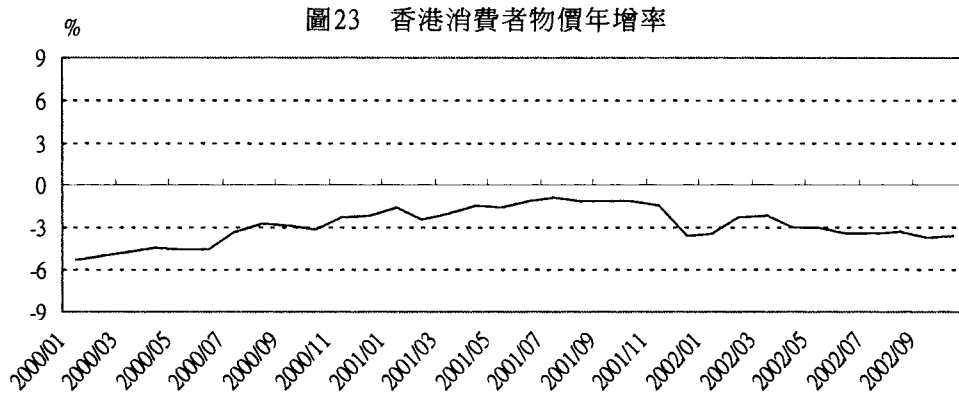
長率為 2.0%，高於本年 8 月預估的 1.5%。

本年香港進、出口貿易呈現明顯擴增之勢，第三季香港進、出口年增率由第二季的 2.0% 及 2.9% 上升至 6.4% 及 8.5%；10 月之年增率達 13.4% 及 12.9%，是本年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近期轉弱而增強，總計本年第三季香港貿易逆差為 112 億港幣，較上年同季減少 16 億港幣；10 月份，貿易逆差為 28 億港幣。

### 2. 失業率略見改善，物價跌幅擴大

香港勞動市場近期隨整體經濟活動升溫





而有所改善。在經季節性調整的失業率連續四季攀升至本年第二季的 7.7% 之後，第三季始降至 7.4%，至 10 月再下降至 7.2%。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，仍然要視整體經濟表現。

本年第三季，香港整體消費者物價已連續四年的下跌，尤其過去一年來之跌幅持續擴大。與上年同期比，綜合消費者物價指數繼本年第二季下跌 3.2% 後，第三季跌幅擴大至 3.5%，10 月再下跌 3.6%，本年前三季合計，綜合消費物價指數下跌 3.1%，約為上年

1.6% 跌幅的兩倍。消費者物價跌幅擴大之主要原因係需求停滯及市場競爭加劇，促使零售商進一步減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，由於工資及租金持續放緩，以及因全球需求持續走緩，進口價格下跌，因此香港物價在短期內仍將持續下降，預估本年全年綜合消費者物價指數年增率將由 8 月份預測的下跌 2.8% 下調至下跌 3%。

### 3. 伴隨 Fed 降息，利率走低

由於本年前三季美國聯邦資金利率目標維持不變，致香港金融管理局的貼現窗口基

本利率維持於 3.25% 不變。主要商業銀行的最優惠貸款利率維持在 5.13% 的水平，各大銀行的平均儲蓄存款利率亦無變動，維持在 0.16% 的水平。迨至 11 月 6 日，美國聯邦資金利率目標調降 0.5 個百分點至 1.25%，香港金融管理局隨即在隔日將基本利率調降同一幅度至 2.75%，各主要銀行亦均調降最優惠利率 0.125 個百分點至 5.0%，而其儲蓄存款利率則調降至 0.01% 的歷史低點（圖 24）。

#### 4. 港股呈先跌後漲走勢

香港恆生股價指數於本年 6 月中旬小幅反彈後，第三季股價大致呈下跌走勢。受美股走勢疲弱之影響，以及企業表現欠佳等因

素之拖累，恆生指數在接近 7 月底時跌破 10,000 點，在 8 月仍徘徊於該水準。嗣後受美伊爆發戰事的可能性升高，加上美國企業接連傳出不利消息及美國經濟數據欠佳等，恆生指數於 9 月急速下跌，至 10 月 10 日已跌至 8,859 點，且創一年來的最低，之後再度反彈至 11 月底的 10,148 點（圖 25）。

### （三）中國大陸

#### 1. 第三季經濟穩健擴張，對外貿易及工業生產擴增

由於固定資本形成大幅成長及輸出擴增之激勵，中國大陸繼本年第二季實質 GDP 年增率上揚至 8% 後，第三季再度升至 8.1%（圖

圖 25 香港恆生股價指數

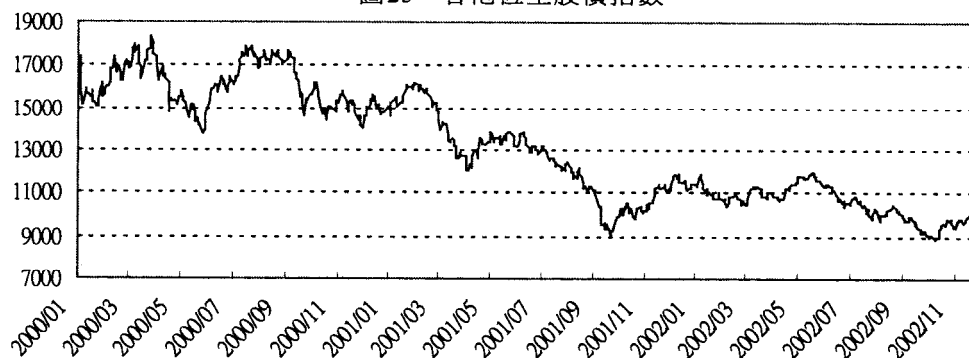
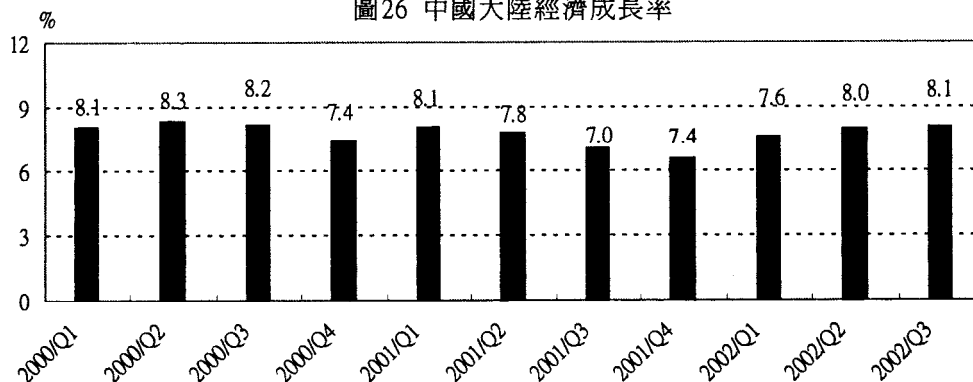
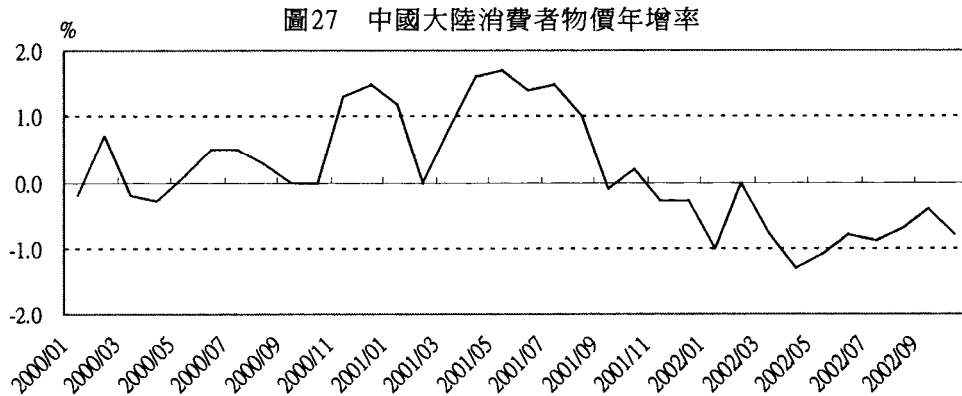


圖 26 中國大陸經濟成長率





26)，其中以工業為主的第二級產業產值成長率達 10%最為突出。至於工業生產方面，工業生產年增率由 1 月的 9.9%逐月上揚至 10 月的 14.2%。根據中國大陸國家統計局之預估，美國經濟於本年下半年放緩，因此中國大陸本年全年經濟成長可能隨之小幅回落，預估本年經濟成長率為 7.8%，高於本年初訂定的經濟成長目標值 7%。

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，本年第三季中國大陸出口年增率由第二季的 17.8%勁升至 28.7%，而進口年增率亦由 15.2%上升至 29.3%；迨至 10 月，出、進口年增率再分別攀升至 31.5%及 33.4%。貿易順差則由第二季的 61.2 億美元擴大至第三季的 65.4 億美元；10 月之貿易順差為 47.5 億美元。

2. 第三季消費者物價跌幅較第二季緩和  
本年第三季中國大陸消費者物價持續下跌，年增率平均為負 0.7%，跌幅較第二季的 1.1%為低，10 月份跌幅為 0.8%（圖 27）。雖然服務業價格上漲，但由於消費品價格持

續大幅下跌，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負 0.5%左右。

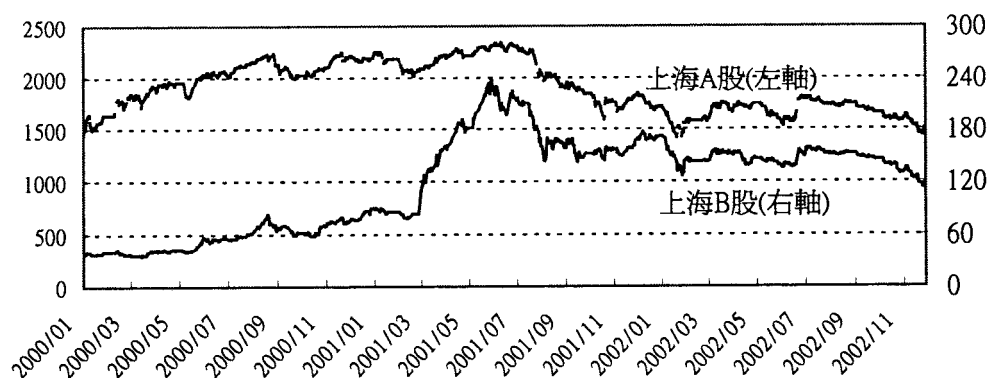
### 3. 深滬兩市 A、B 股股價走低

本年第三季以後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 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 股等利多措施刺激股市，但深滬兩市 A 股及 B 股仍持續下跌。至 11 月底上海 A、B 股股價指數分別以 1499.36 點及 118.75 點作收（圖 28）。

### 4. 人民幣匯率走勢穩定

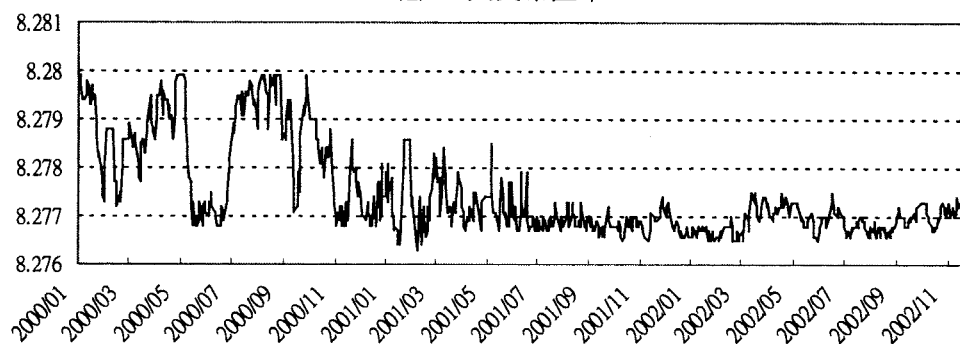
本年以來，人民幣對美元匯率維持在 1 美元兌 8.277 人民幣上下 0.001 人民幣區間內穩定波動。至 8 月以後，由於美元呈現貶值趨勢，1 美元對人民幣匯率均普遍低於 8.277 人民幣，惟 10 月底以後至 11 月底之間，每日 1 美元兌人民幣匯率均高於 8.277 人民幣。

圖28 大陸上海A、B股股價指數



人民幣/美元

圖29 人民幣匯率



由於中國大陸工資低廉，產品對外競爭力強，已經對各國經濟構成威脅，近期美日等國亦頻頻施壓，希望人民幣升值。中共人民銀行行長戴相龍表示，雖然中國大陸外匯儲備不斷上升，但基於中國大陸金融業體質薄弱，防範金融風險仍屬重要，因此人民幣匯率應維持穩定，而現行匯率已處於合理水準（圖 29）。

#### 5.核准外資投資中國大陸 A 股

中國大陸國家外匯管理局決定自本年 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，匯入本金不足而須申請補足額度者，匯出部份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平倉，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平倉順序，向其委託的證券商公司及託管人發出通知，並在五個交易日內處理。

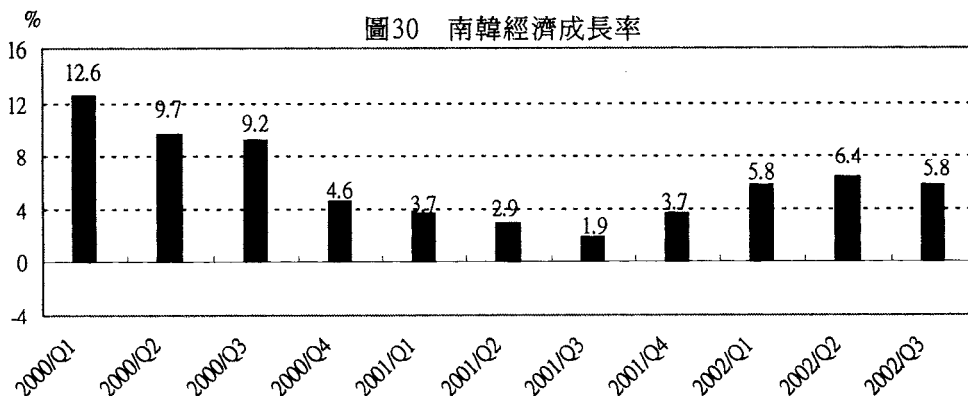
#### (四) 南韓

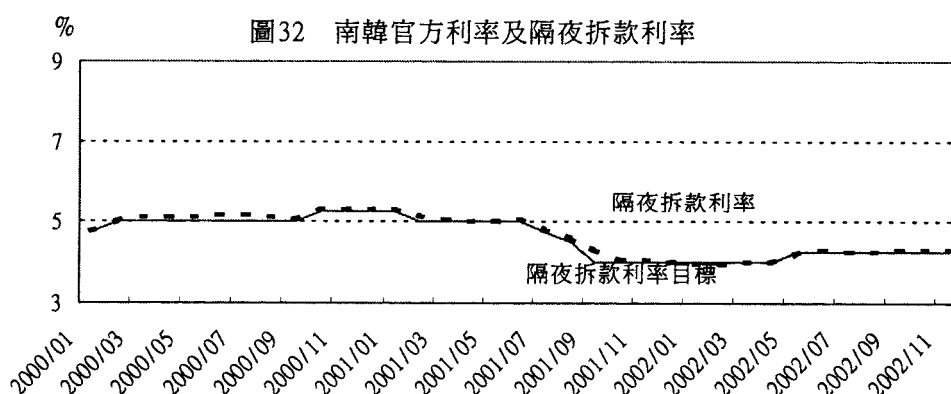
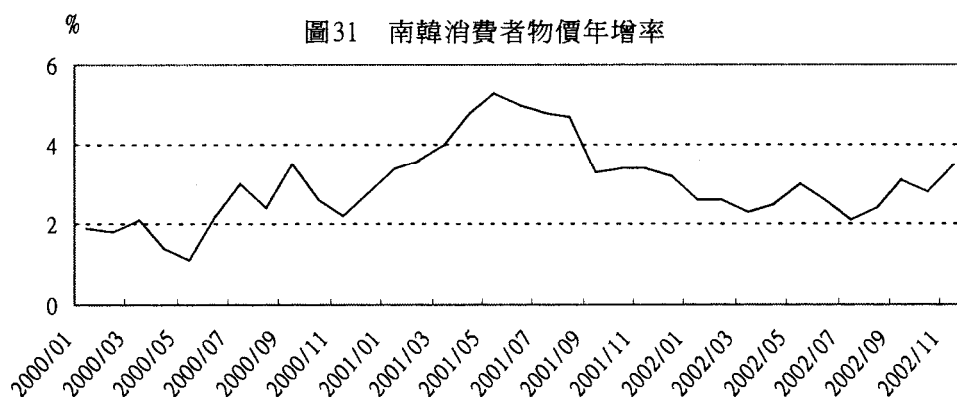
1. 第三季經濟成長因內需成長停滯而放緩

本年第三季南韓實質 GDP 年增率在內需成長出現停滯之情況下，由上季之成長 6.4% 略降至 5.8% (圖 30)。從生產面來看，服務業、水電瓦斯業及製造業分別成長 9.0%、7.3% 及 6.7%，農林漁業及營建業則衰退 4.5 及 2.9%；從需求面來看，商品勞務輸出及機器設備投資分別強勁成長 18.3% 及 7.7%，至於近年來持續帶動經濟復甦之民間消費及營建投資則較上季趨緩，分別成長 6.1% 及衰退 3.8%。

工業生產方面，本年第三季工業生產持續擴增，工業生產指數年增率各月分別為 8.7%、8.5% 及 3.4%；迨至 10 月，工業生產指數年增率擴大至 8.9%。

對外貿易方面，受主力出口產品汽車、行動電話及半導體出口暢旺，加以對中國大陸出口急速擴增之帶動下，本年第三季南韓出口金額年增率較上年同期大幅成長 16.6%，進口亦成長 13.5%，影響所及，貿易順差為 27.3 億美元。迨至 10 月，出口進一步擴增，





出口金額較上年同期大幅成長 25.9%；進口亦同步增加 20.6%。

## 2. 失業率持續改善，惟通膨壓力仍大

就業方面，本年以來南韓失業率持續下降，由第一季之 3.6%，降至第三季之 2.7%；迨至 10 月，失業率進一步降至 2.6%，係 1997 年 11 月以來之最低水準。惟就雇用結構觀之，日薪雇用制勞工增加率仍超過長期雇用制勞工增加率。

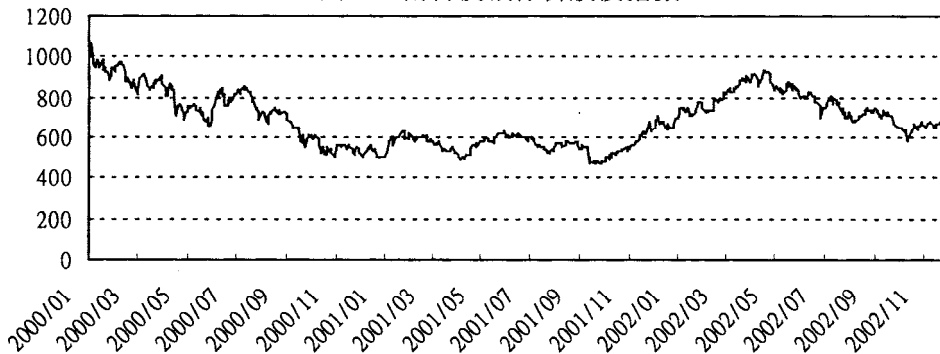
物價方面，本年第三季南韓 CPI 年增率 7 月及 8 月分別為 2.1% 及 2.4%，迨入 9 月，受颱風農畜產品價格大幅上揚之影響，一度升至 3.1%。迨至 10 月，略降至 2.8% (圖

31)。惟由於油品價格不斷攀升、工業產品、房價及服務費用持續上漲，未來通膨壓力仍大。

## 3、南韓央行一度調升利率，近期利率政策暫持觀望

鑑於經濟明顯復甦，以及通膨逐漸升溫，南韓央行於本年 5 月 7 日調升隔夜拆款利率目標一碼至 4.25% (圖 32)，係 2000 年 10 月以來首次的升息行動。迨入第三季，由於房價與油價大幅上漲，工資上漲率亦達二位數，加以韓元轉而走弱，南韓央行再度調升利率壓力日增。惟南韓央行總裁朴昇表示，近期南韓股市狀況惡化，對維持政策利

圖33 南韓漢城綜合股價指數



率有決定性影響，截至 11 月底南韓央行利率政策仍暫持觀望。

#### 4. 股、匯價同步下挫

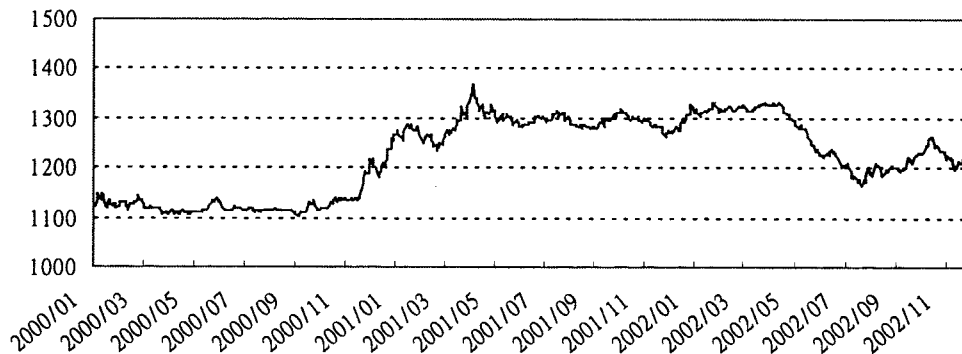
股價方面，本年初以來，南韓股市在經濟、金融改革頗具績效，以及外資看好韓股後市而大舉買進等有利因素之激勵下，KOSPI 指數由上年底的 693.70 點一路攀升，迨入 4 月 18 日，進一步升抵兩年來之新高 937.61 點；之後，受美股回跌，加以投資人憂心韓元升值過速影響經濟復甦而拋售韓股等影響，KOSPI 指數反轉盤跌；7 月，KOSPI 指數一度伴隨美國半導體相關類股反彈而上揚。之後，全球經濟不確定性升高，影響所

及，韓股再度震盪走低；迨入 10 月，受美、日股市重挫，以及國內消費放緩等不利因素影響，10 日 KOSPI 指數一度跌破 600 點重要心理關卡至 584.04 點，創上年 11 月中旬以來之低點，之後伴隨美股反彈而回升，迨至 11 月底已漲至 724.80 點（圖 33）。

匯價方面，本年初以來，伴隨日圓持續重貶，1 月下旬韓元一度貶至 1,330 韓元兌 1 美元；之後，韓元大致呈震盪走貶趨勢；4 月中旬，伴隨經濟基本面之強勁復甦，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 月底韓元已升抵 1,155 韓元兌

韓元/美元

圖34 韓元匯率



1 美元附近。之後，韓元轉而震盪走貶；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，迨至 11 月底已升抵 1,207 韓元兌 1 美元（圖 34）。

**(五) 泰國**

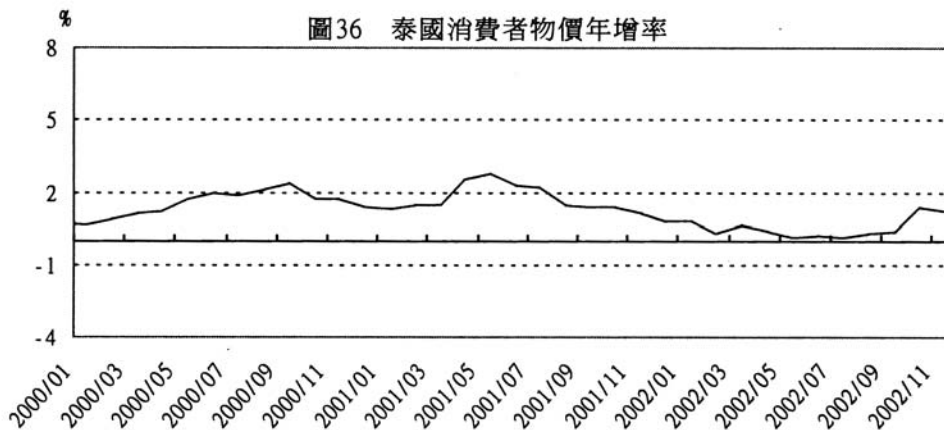
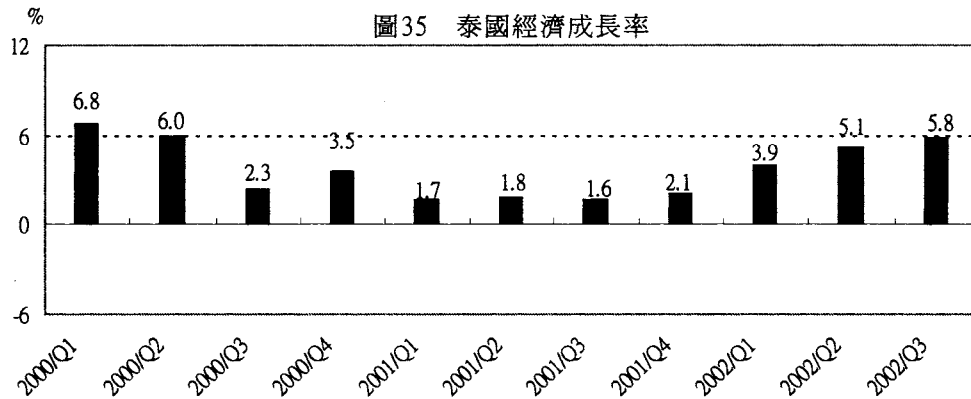
1. 第三季經濟成長率達 5.8%，消費者物價揚升

本年第三季泰國經濟成長率由第二季之 5.1% 擴增至 5.8%（圖 35），主因在於國內外需求均顯著成長，尤其以私人投資及輸出分別成長 18.7% 及 14.7% 貢獻最大。由於泰

國景氣穩健擴張，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 4.9%。

本年第一、二、三季泰國製造業生產指數年增率各為 4.4%、6% 及 9%，迨入 10 月則為 8.9%。對外貿易方面，本年第三季泰國出、進口年增率由第二季各成長 4.8%、4.6% 續成長 10.8%、9.9%；迨入 10 月，泰國出、進口年增率分別成長 18% 及 14.7%，總計本年 1~10 月累計的貿易順差約達 35.9 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。本年第三季消費者物價年增率及核心消費者物價



(扣除食物與能源價格)年增率均為 0.3% (圖 36)；10 月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，CPI 跳升至 1.4%，迨入 11 月略跌至 1.2%，核心 CPI 於 10~11 月皆維持 0.2%。泰國央行預估本年泰國 CPI 年增率為 0.6~0.7%。

### 2. 調降十四天期附買回利率一碼

本年以來泰國經濟成長持續復甦，惟受國際經濟情勢仍不穩定以及美國聯準會於 11 月初調降利率二碼之影響，泰國央行貨幣政策委員會於 11 月 19 日召開特別會議，並於會後宣布，鑑於通貨膨脹仍低，為支撐明年的經濟成長，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 (end-of day liquidity window) 利率亦調降 0.25 個百分點至 3.25%。這是繼本年初調降利率一碼以來第二次降息。

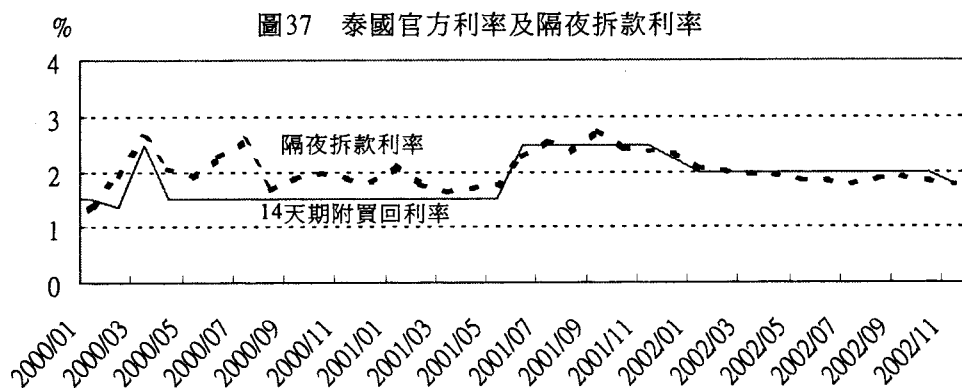
### 3. 短期市場利率走低，銀行放款已轉為正成長

伴隨泰國央行指標利率的調降，泰國隔夜拆款利率由年初之 2.04% 逐步下滑至 11 月底之 1.75% (圖 37)，創下 18 個月以來之新低。

泰國逾期放款情況已有改善，本年 1 至 10 月全體金融機構逾放比率維持在 10.1~10.7% 左右，持續創亞洲金融危機以來新低，惟 S & P 信評機構認為泰國壞帳處理進度緩慢，雖調升泰國展望至「正向」，惟暫未調升其主權評等。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，在泰國政府努力打銷呆帳轉移不良債權給資產管理公司，加上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已有改善，9 月銀行放款年增率首度轉為成長，迨入 10 月則成長 3.7%。

### 4. 泰銖匯價回跌，股價亦轉呈滑落

本年初以來，泰銖匯價持續升值，5 月因國際美元走軟以及國內經濟復甦，持續走高至 7 月中旬之 41.5 泰銖兌 1 美元，且創 21 個





泰銖/美元

圖38 泰國匯率

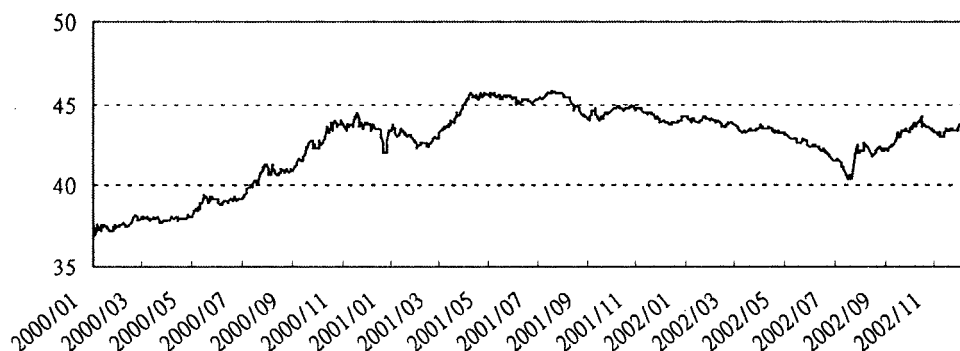
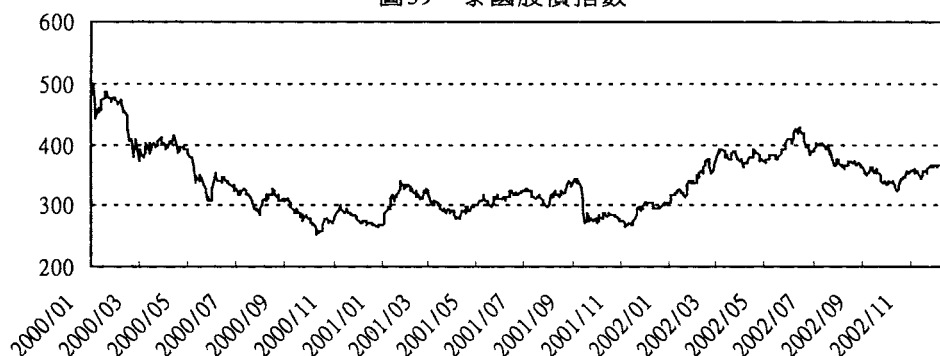


圖39 泰國股價指數



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 11 月底之 43.5 泰銖兌 1 美元（圖 38）。

股價方面，本年初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。迨入 5 月續因市場預期經濟復甦以及國內企業獲利增加，SET 指數由年初之 303.85 點持續走高至 6 月 13 日 426.45 之高點，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，迨至 11 月底，以 364.9 點作收（圖 39）。

#### （六）馬來西亞

1. 第三季經濟成長達 5.6%，物價持穩

本年第三季馬來西亞經濟成長率在強勁輸出及內需之帶動下，由第二季之 3.9% 擴增至 5.6%（圖 40），以產業別分析，第二季製造業、服務業及農業部門各成長 7.3%、3.4% 及 5.4%。伴隨全球景氣之逐步復甦，馬國央行預估，本年馬國之經濟成長率可望高於 3.5%。

馬國工業生產由年初之衰退轉為復甦，第三季在電子及製造業帶動下，工業生產指數年增率已由第二季之 4.6% 增加至 7.3%，迨入 10 月則為 6.4%。對外貿易方面，本年初馬國出、進口年增率仍呈衰退，3 月起始轉

圖40 馬國經濟成長率

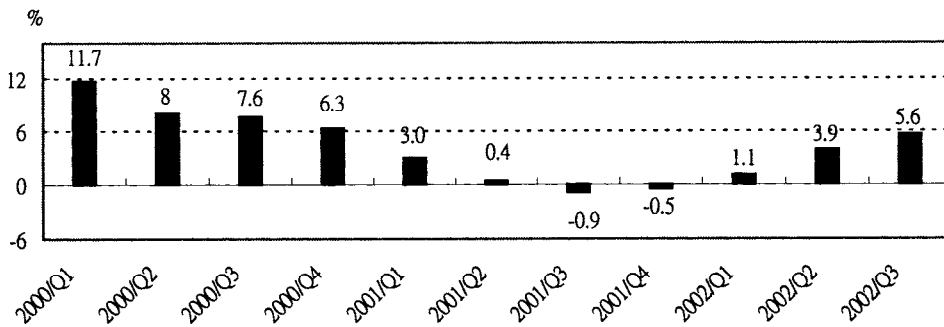
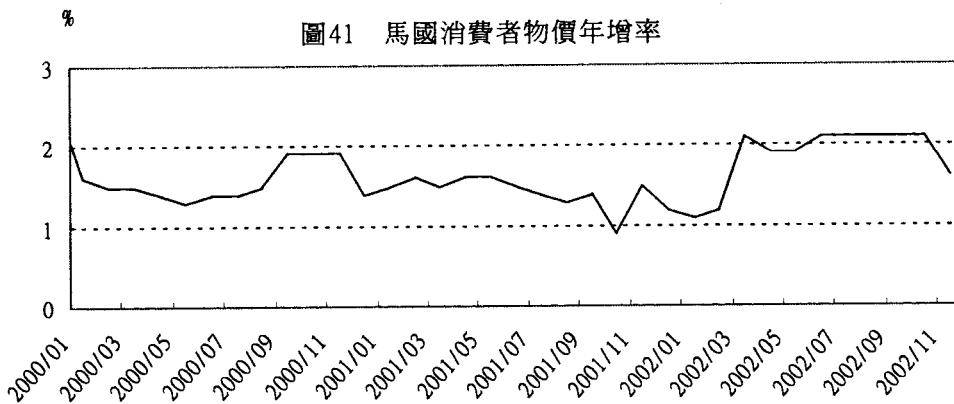


圖41 馬國消費者物價年增率



為正成長，7月起更達雙位數成長，第三季分別成長 14%、20%，迨至 10 月則分別成長 10.8%、11%；貿易順差也持續擴增，本年 1 至 10 月貿易順差為 408.4 億馬幣。物價方面，本年初馬國消費者物價年增率大致持穩於 1% 左右，3 月起由於運輸與通訊費用調高，使得 CPI 年增率跳升至 2.1%，4~11 月則維持於 1.6~2.1% 之間（圖 41）。總計本年前 11 個月 CPI 為 1.9%，主要因運輸與通訊、飲料、醫藥與保健類指數上升所致。

- 馬幣匯價適合貿易與投資，外匯存底則持續回升  
馬國自 1998 年 9 月 1 日起實施固定匯率

制度，本年伴隨美元對主要貨幣匯價的波動性增大，本年 11 月底與去年底比較，馬幣對主要貨幣皆呈貶值，惟第三季較第二季對主要貨幣（除英鎊外）則呈現升值狀況，馬國政府認為倘若主要的出口競爭者如中國大陸、泰國、菲律賓的匯價未出現過大的波動時，馬幣就不致面對匯價調整之壓力，只有在對主要貨幣升貶幅度超出 20~30%，方須修正固定匯率制度，惟目前固定匯率制度有利於營造穩定的商機、貿易及投資之經濟環境。

近期在淨出口盈餘與外資持續流入之挹注下，馬國外匯存底已由上年 5 月底最低點

之 260 億美元回升至本年 11 月 30 日之 344 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 5.2 倍，惟尚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，至第三季馬國外債總額為 470 億美元，約占 GNP 之 54.5%，其中短期外債約占總外債之 14.4%。

### 3. 貨幣政策持續維持中性

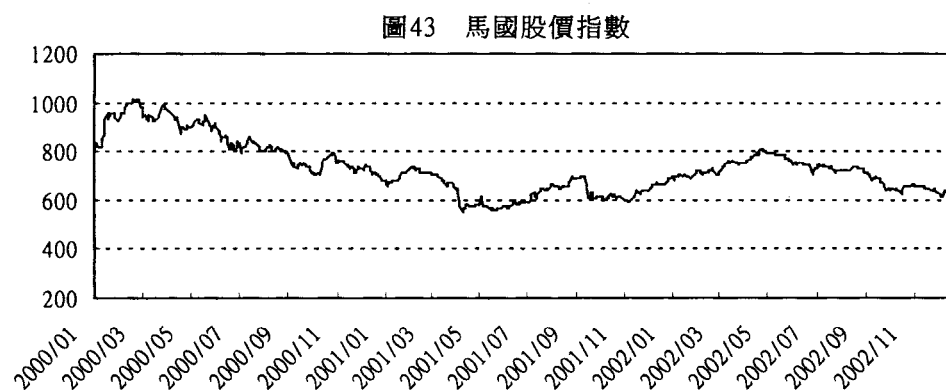
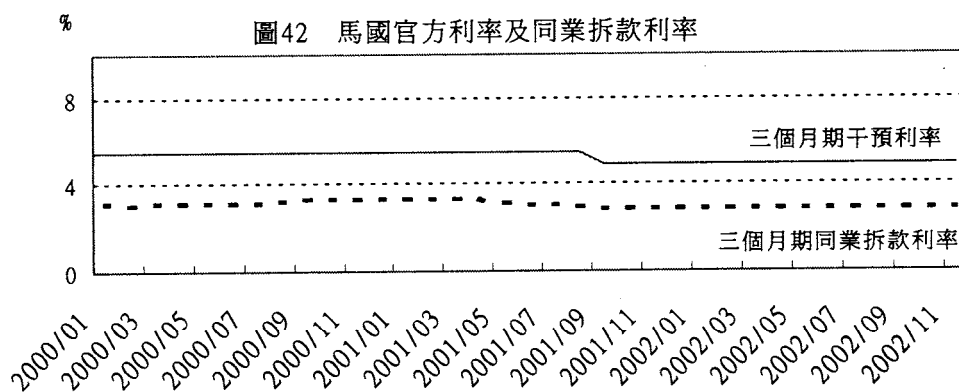
本年以來馬國央行係採取中性貨幣政策，將三個月期干預利率維持於 5%，商業銀行及金融公司的基本放款利率上限亦分別維持於 6.42% 及 7.46%。此外，因馬國銀行體系流動性充裕，銀行間市場利率水準偏低，具

指標性的三個月期同業拆款利率本年以來至 11 月均維持在 2.88%（圖 42）。

1998 年 6 月馬國政府設立資產管理公司（Danaharta），截至本年 9 月底已收購約 525 億馬幣不良資產，預計回收率達 57%，由於已核准重整或處分的不良債權達 99.9%，Danaharta 預計將於 2005 年功成身退，資本基金公司（Danamodol）（為馬國央行之子機構）透過發行政府保證債券籌資對銀行挹注資本，至 2002 年 10 月底發行餘額達 21 億馬幣，亦預計在 2003 年停止操作。

### 4. 近期股價持續下跌

股市方面，本年第一季在預期景氣好轉、企業獲利回升之帶動下，吉隆坡股價指



數延續去年底之漲勢，至 4 月底已由年初之 696.09 點突破 800 點關卡，且創 20 個月來之新高。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 月復受印尼峇里島爆炸事件後，外資擔心馬國將會成為恐怖份子的下一個目標而卻步，股價進一步下跌，迨至 11 月底以 629.22 點作收（圖 43）。

#### 5. 國際貨幣基金（IMF）支持馬國的固定匯率制度

馬來西亞自亞洲金融危機後實施的固定匯率制度，已證明奏效，IMF 指馬國的經濟已邁入復甦階段，IMF 與馬來西亞評估機構

（RAM）基本上都支持馬國釘住美元的政策，並認可馬幣對美元匯率定於 3.8 是處於合理水準。IMF 對馬國的評估報告表示，儘管部分政策與 IMF 的建議相左，惟馬國政府決定將馬幣釘住美元，以及對資本移動設限以因應亞洲金融風暴，業已收到相當大的成效，拜出口激勵，馬國今年 GDP 可望高達 3.5%。「馬國加強經濟基本面，支撐釘住美元匯價政策，成為穩定制約(stability anchor)的力量。」但對於馬國是否應繼續維持資本管制以及結束馬國固定匯率政策，IMF 官員的看法分歧，部分支持馬國繼續推行此政策，有些則認為馬國應採取更彈性的匯率政策。

## 六、其他新興經濟體

### （一）拉丁美洲

本年第三季，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，墨西哥第二季景氣由連續三季之衰退轉呈擴張後，第三季再度放緩；巴西則景氣復甦力道轉強；至於阿根廷經濟衰退幅度持續縮小，景氣加速觸底。

本年 10 月 15 日，阿根廷政府宣布無力償還世界銀行 10.55 億美元之債務，並只象徵性地支付 7,920 萬美元之利息，加以截至本年 11 月底，阿根廷外匯存底已降至 98 億美元，距最低水位 90 億美元不遠，一時之間南美洲債務危機之疑慮再現，所幸阿根廷與 IMF 近一年時間之貸款協商於本年 12 月下旬終獲

IMF 之具體回應，IMF 同意將先提供阿國一筆緊急貸款，以協助其償還已到期或即將到期之貸款。至於進一步之貸款協商將延至明年阿國總統大選後再進行。

#### 1. 墨西哥（主要經濟金融指標參見表 5）

##### （1）景氣復甦步伐趨緩

墨西哥經濟自本年第二季起雖呈現觸底回升跡象，惟因美國經濟持續低迷，對美出口明顯萎縮，加上國內需求轉弱，致景氣復甦步伐放緩。本年第三季經濟成長率由上季之 2.1% 減緩至 1.8%。8 月份工礦業生產指數年增率由上月之 1.9% 減緩至 0.7%，而 1 至 9 月份工礦業生產指數年增率亦轉為衰退 0.4%。

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	1.5	4.0	1.8(2002/Q3)
工礦業生產(%)	6.6	3.8	6.5	-3.5	...	...	-0.4(2002/1-9)
CPI 年增率(%)	15.9	16.6	9.5	6.4	4.8	3.7	4.9(2002/10)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	-4.2	-2.9	-3.1	-2.9	...	...	-1.9(2002/Q2)
外匯存底(億美元)	318	307	336	408	...	...	449(2002/11)
披索兌美元匯率	9.13	9.56	9.46	9.34	...	...	10.15(2002/11/30)
CETES28 日得標利率(%)	31.20	16.25	17.59	7.35	...	...	6.81(2002/11/26)
股價指數(I. P. C)	5,016	7,130	5,652	6,372	...	...	6,157(2002/11/30)
外債餘額(億美元)	1,519	1,619	1,493	...	...	...	1,507(2001/6)

註：2002 年及 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」, Dec. 2002；路透社。

(2) 拜國際油價走揚之賜，財政收支續獲改善

墨西哥政府於本年 11 月 5 日向國會提出 2003 年度之預算草案，其中財政赤字占 GDP 比率之目標由本年度之 0.65% 降至 0.5%，財政收支續獲改善，此主要係拜國際油價自本年第二季起開始走揚，致占墨國歲入三分之一強之石油相關產品收入大幅擴增所賜。此外，墨國政府為因應本年初起油價低迷所造成之歲入減少，乃大量提撥石油穩定基金來

補貼歲入之不足，致該基金餘額由年初之 80 億披索大幅降至 9 月底之 7 億披索。

(3) 政經情勢未明，股匯市呈巨幅震盪

本年 4 月起，受朝野政黨對立升高、景氣明顯放緩，以及巴西債務危機之影響，披索由本年最高點 4 月 5 日之 9.00 披索兌 1 美元，一路走低至 9 月 24 日之 10.29 披索兌 1 美元，之後因投資人調整投資部位及墨國央行升息，促使披索一度回升至 10 月 23 日之 9.94 披索兌 1 美元，惟因政經情勢仍未明朗，





致披索再度重挫至本年最低點 11 月 11 日之 10.33 披索兌 1 美元後，呈巨幅震盪走勢，迨至 11 月底，披索回升至 10.15 披索兌 1 美元(圖 44)。

股市方面，I.P.C 指數自本年最高點 4 月 17 日之 7,574 點一路滑落至本年以來最低點 8 月 5 日之 5,534 點，跌幅近 27%，之後因跌幅過深，震盪走高至 11 月底之 6,157 點(圖 45)。

2. 巴西(主要經濟金融指標參見表 6)

(1) 景氣復甦力道轉強

拜國際商品價格上揚，以及巴西里耳匯價走弱之賜，出口大幅成長，致本年第三季巴西經濟成長率由上季之 0.9% 攀升至 2.4%，其中工礦業生產指數在出口及消費復甦之帶動下，年增率由上季之 1.9% 升至 3.2%，出口年增率亦由上季之衰退 13.1% 轉呈成長 19.6%，10 月份進一步擴增 29.4%，顯示景氣正加速復甦中。

(2) 新政府之經濟政策備受矚目

本年 10 月 27 日，巴西左派候選人 Lula

圖 45 墨西哥股價指數

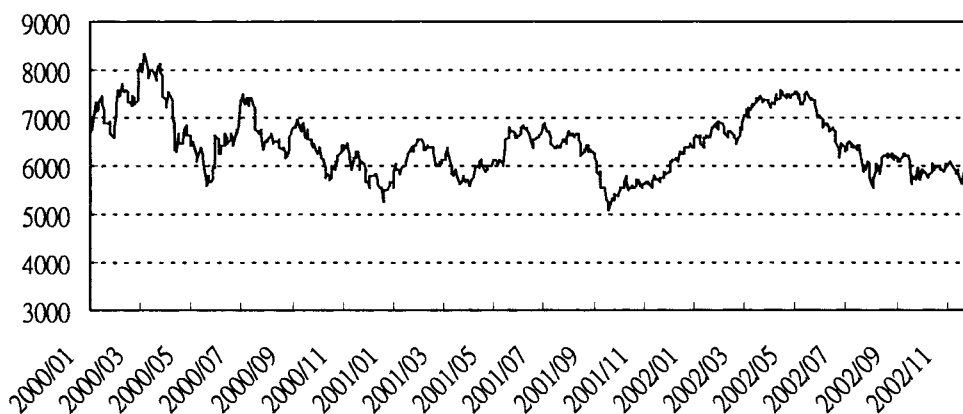
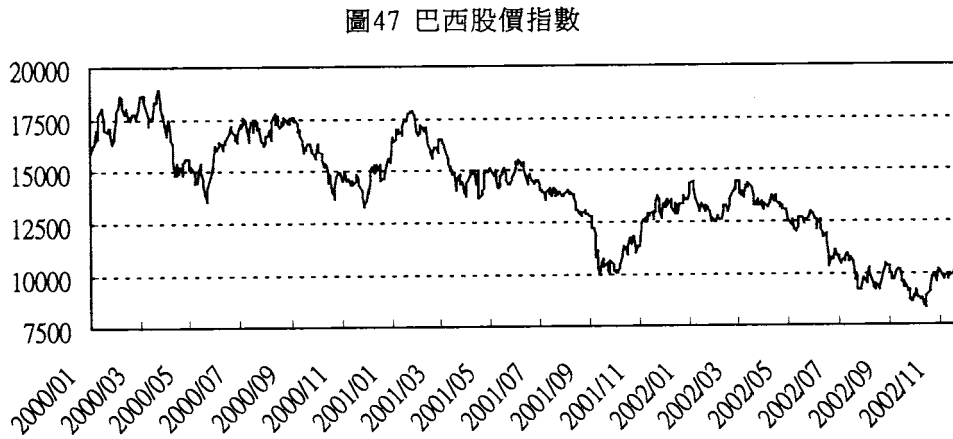
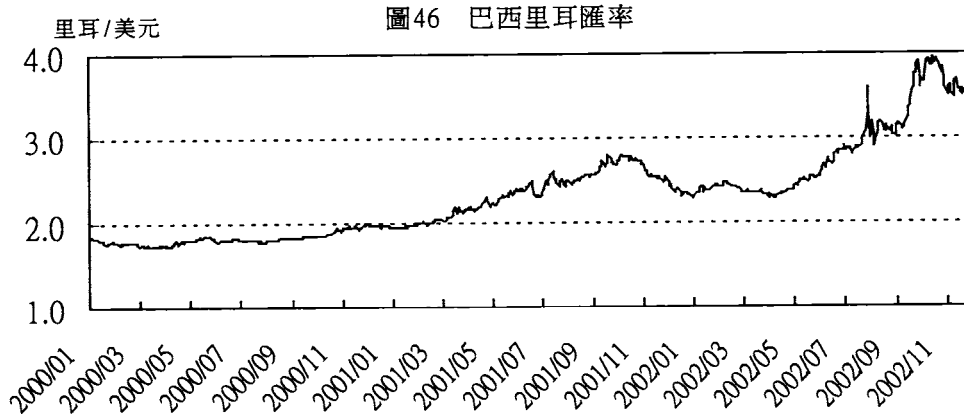


表 6 巴西主要經濟金融指標

項 目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	0.1	0.8	4.4	1.5	1.5	3.0	2.4(2002/Q3)
工礦業生產(%)	-2.1	-0.6	6.5	1.4	...	...	3.2(2002/Q3)
CPI 年增率(%)	3.2	4.9	7.0	6.8	6.5	4.3	8.5(2002/10)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	-4.5	-4.4	-4.2	-4.6	...	...	...
外匯存底(億美元)	446	365	330	359	...	...	356(2002/11)
里耳兌美元匯率	1.16	1.82	1.83	2.35	...	...	3.65(2002/11/30)
政策利率(SELIC)(%)	28.96	19.04	15.84	19.05	...	...	21.90(2002/11/25)
股價指數(BOVESPA)	6,784	17,092	15,259	13,578	...	...	10,509(2002/11/30)
外債餘額(億美元)	2,416	2,415	2,362	2,261	...	...	2,300(2002/8)

註：2002 年及 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」, Dec. 2002；路透社。



當選巴西總統，惟因鄰國阿根廷尚未擺脫金融危機，因此巴西在新政府產生後，未來之經濟動向備受矚目。本年以來，巴西里耳兌美元匯價一路走低，跌幅近四成，外債負擔加重，巴西政府債務占 GDP 比率由 2000 年底之 49.4% 上升至本年 8 月底之 58.3%。

針對巴西之金融困境，IMF 於本年 8 月間宣布提供巴西 300 億美元之貸款，惟其條件為巴西明年之財政盈餘目標須至少達到 GDP 之 3.75%，因此巴西新政府勢必緊縮財政支出予以因應，惟 Lula 為兌現其選舉中將大幅擴大就業機會之承諾，可能進一步擴大

財政支出，而無法符合 IMF 之要求，因此巴西新政府可能要求 IMF 重新檢討融資條件。據此，未來巴西新政府之財經政策將備受矚目。

### (3) 股匯市連袂反彈

本年 4 月中旬起，受通膨潛在壓力升高及政局不穩之拖累，巴西里耳兌美元匯價自本年以來最高點 4 月 10 日之 2.27 里耳兌 1 美元一路走貶至本年以來最低之 10 月 16 日之 3.95 里耳兌 1 美元，跌幅超過四成；之後因總統大選結束，政局回穩，巴西里耳開始彈升至 11 月底之 3.65 里耳兌 1 美元(圖 46)。

至於股市，BOVESPA 股價指數由本年以來最高點 3 月 4 日之 14,471 點一路滑落至本年以來最低點 10 月 16 日之 8,371 點後，反彈回升至 11 月底之 10,509 點(圖 47)。

### 3. 阿根廷(主要經濟金融指標參見表 7)

#### (1) 景氣持續探底，惟復甦力道薄弱

本年第三季阿根廷工礦業生產指數年增率由上季之下跌 16.1%縮小至下跌 8.8%，而經濟成長率由上季之衰退 13.6%縮小至衰退 10.1%，顯示景氣持續探底。第三季經濟衰幅縮小之原因主要來自國內需求疲弱，進口大幅萎縮，致貿易順差明顯擴增所致；惟阿根廷國內外需求持續疲弱，將使其景氣復甦力道薄弱。

#### (2) IMF 同意提供阿根廷緊急貸款

本年 10 月 15 日，阿根廷宣布無力償還世界銀行 10.55 億美元之債務(其中貸款 8.05

億美元，世銀保證債券 2.5 億美元)，但象徵性地支付 7,920 萬美之利息。另一方面，截至本年 11 月底，阿根廷外匯存底已降至 98 億美元，距最低水位之 90 億美元不遠，因此阿根廷此次無法履行對國際機構之債務，不禁令市場擔心南美洲債務危機恐將再度爆發，所幸阿根廷與 IMF 近一年時間之貸款協商於本年 12 月下旬終獲 IMF 之具體回應，IMF 同意將先提供阿國一筆緊急貸款，以協助其償還已到期或即將到期之貸款。至於進一步之貸款協商將延至明年總統大選後再進行。

#### (3) 匯價止跌回穩，股價大幅攀升

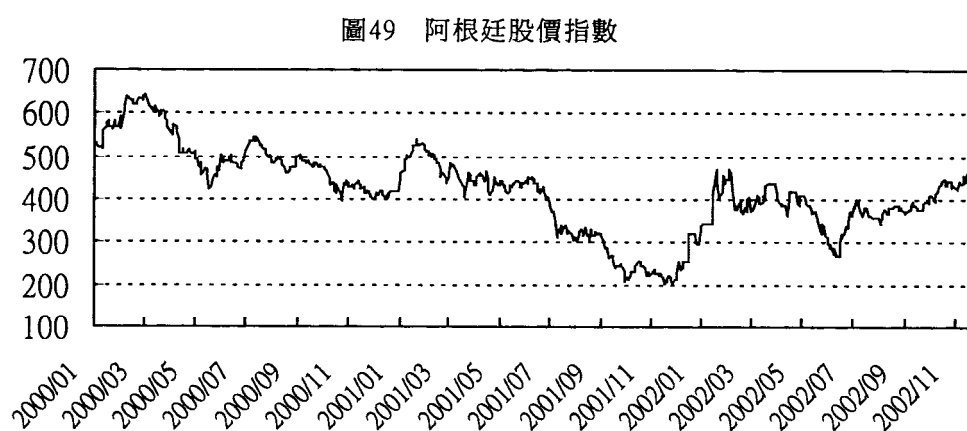
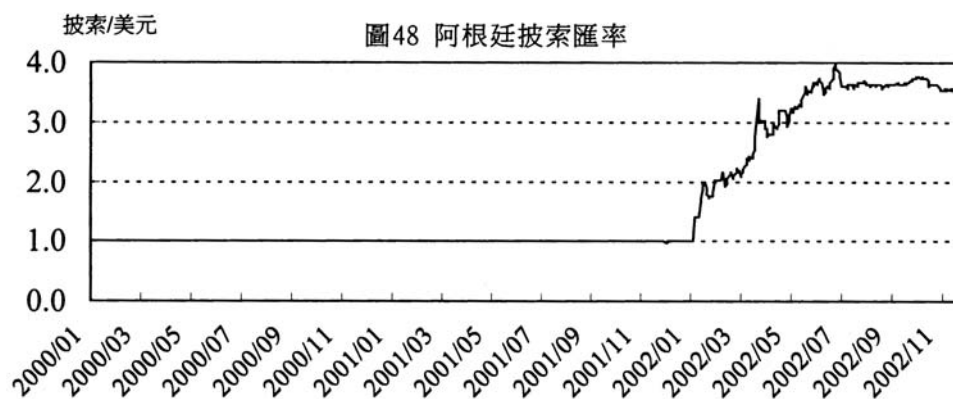
本年 6 月下旬起，因阿根廷景氣呈現觸底跡象，披索匯價開始止跌回穩，披索由本年以來最低點 6 月 25 日之 3.86 披索兌 1 美元一路震盪走高至 11 月底之 3.64 披索兌 1 美元(圖 48)。

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	-16.0	1.0	-10.1(2002/Q3)
工礦業生產(%)	2.1	-6.5	-0.3	-7.6	...	...	-13.4(2002/1-9)
CPI 年增率(%)	0.9	-1.2	-0.9	-1.1	29.0	48.0	39.4(2002/10)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	-4.9	-4.2	-3.1	-1.6	...	...	7.4(2002/Q2)
外匯存底(億美元)	249	264	251	145	...	...	98(2002/11)
披索兌美元匯率	1.00	1.00	1.00	1.00	...	...	3.64(2002/11/30)
銀行間三月期拆款利率(%)	11.2	14.1	15.5	117.1	...	...	19.44(2002/11/26)
股價指數(MERVAL)	430.1	550.5	416.8	295.4	...	...	497.8(2002/11/30)
外債餘額(億美元)	1,419	1,453	1,463	1,402	...	...	1,329(2002/6)

註：2002 年及 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」, Dec. 2002；路透社。



股市方面，受披索匯價貶勢趨緩，以及股價跌幅過深，買氣回籠，股價指數由本年以來最低點6月14日之268點，一路盪走高至11月底之498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) 國內需求轉強，景氣持續穩健擴張

本年第三季俄羅斯因國內需求轉強，加上第二季起國際原油價格走揚、盧布兌美元匯價持續走低，致出口明顯擴增，在國內外需求升溫之帶動下，經濟成長率由上季之4.1%升至4.3%；工礦業生產指數年增率亦由

上季之3.8%擴增至5.5%。俄羅斯政府於本年12月中旬將俄羅斯本年經濟成長率預估值由原先之3.6%調高至4%。

#### (2) 資本流出入雙雙下降

本年俄羅斯之資本移動產生重大變化；在資本流出方面，公共部門因償還外債致本年1至9月份由上年同期之31億美元資本流入轉為59億美元之流出；至於民間部門，以往資本大量流出之情況已有顯著改善。

在資本流入方面，本年1至9月份非金融部門之外人直接投資流入金額由上年同期之20億美元降為18億美元，此乃因俄羅斯

表 8 俄羅斯主要經濟金融指標

項 目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	-4.9	5.4	9.0	5.0	4.4	4.9	4.3(2002/Q3)
工礦業生產(%)	-5.2	8.1	8.6	4.9	...	...	5.5(2002/Q3)
CPI 年增率(%)	27.8	85.7	20.2	21.5	15.8	11.0	14.9(2002/9)
經常帳餘額占 GDP 比率(%)	0.2	12.8	18.5	11.3	...	...	9.4(2002/Q2)
外匯存底(黃金除外, 億美元)	78	85	243	325	...	...	419(2002/9)
盧布兌美元匯率(平均)	9.7	24.6	28.2	29.2	...	...	31.9(2002/11/30)
重貼現率(%)	60.0	55.0	25.0	25.0	...	...	21.0(2002/7)
股價指數(RTS)	59	175	141	260	...	...	361(2002/8/31)
外債餘額(億美元)	1,543	1,580	1,614	1,509	...	...	1,506(2002/6)

註:2002 年及 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」, Dec. 2002.

投資案申請手續繁雜，肇致外資企業多以更新現有設備及改善技術來取代新的投資，因此除了能源相關產業之外，投資規模縮小。

(3)2003 年度財政收支賸餘占 GDP 之比率目標訂為 0.6%

俄羅斯本年 1 至 6 月份財政收支因歲入無法擴增，歲出又因非利息支出增加，致財政收支賸餘占 GDP 之比率由上年同期之 4.5% 縮小為 3.8%。明年因償還外債金額增加，致

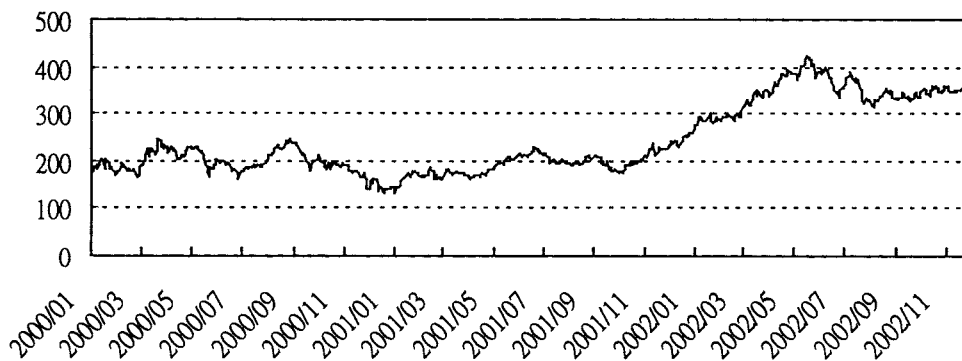
財政收支賸餘占 GDP 之比率目標將由本年之 0.7% 降至 0.6%。

(4)股市震盪走高，匯市則持續走低

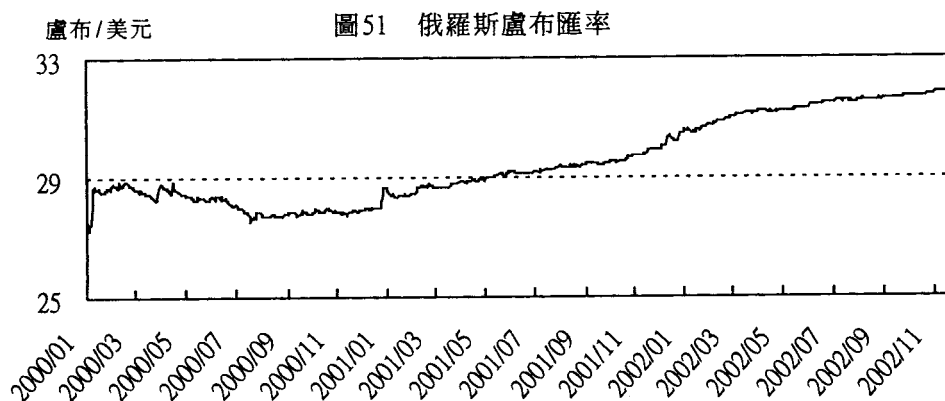
本年 8 月中旬起，俄羅斯股市因跌幅已深，買氣回升，RTS 股價指數由 8 月 6 日之低點 314 點開始一路震盪走高，迨至 11 月底，以 361 點作收(圖 50)。

匯市方面，本年 4 月起盧布兌美元匯價雖由年初以來之弱勢一度轉呈升值，惟因俄

圖 50 俄羅斯股價指數







羅斯政府刻意藉盧布貶值來刺激出口，致盧布轉而一路走軟，迨至 11 月底，盧布已自年初之 30.5 盧布兌 1 美元貶至 31.8 盧布兌 1 美元(圖 51)。

## 2. 東歐國家

本年第三季，東歐三個主要國家中，除捷克因本年 8 月飽受水患之苦，經濟成長明顯減緩外，其他兩國表現均較上季為佳。匈

牙利在服務業強勁成長之帶動下，第三季經濟成長率由上季之 3.1% 升至 3.4%；波蘭則拜其央行降息及出口大幅成長之賜，經濟成長率由上季之 0.6% 升至 1.6%；至於捷克，因水患對製造業及旅遊、保險等服務業帶來嚴重衝擊，致經濟成長率由上季的 2.5% 劇降至 1.5%，創過去三年來之最低。

