

## 國際經濟金融情勢

### 一、概 述

(一) 上年全球景氣低迷，本年可望觸底回升  
 上(2001)年上半年，主要國家景氣擴張力道薄弱，全球景氣走緩；下半年復因美國911恐怖攻擊事件影響，全球經濟加速下滑。美國於上年第三季經濟成長率一度大幅滑落1.3%，之後在生產力持續強勁、消費者與政府支出擴增及製造業景氣復甦等之帶動下，第四季經濟成長率由原估之0.2%向上修正為1.4%，係前(2000)年第四季以來最大增幅，惟

表 1 全球經濟展望

單位：%

區域別或類別	2000	2001	2002
美國	4.1	1.2	0.7 (0.6)
日本	2.4	-0.5	-1.0 (-1.1)
德國	3.0	0.6	0.7 (0.9)
英國	3.0	2.4	1.8 (2.1)
亞洲			
台灣	5.86	-1.91	2.29 (1.8)
香港	10.5	0.1	1.0 (1.7)
新加坡	10.9	-2.0	1.2 (2.5)
南韓	9.3	3.0	3.2 (3.7)
東南亞			
泰國	4.4	1.8	2.0 (1.8)
馬來西亞	6.3	0.4	2.5 (2.9)
菲律賓	4.0	3.4	3.2 (2.9)
印尼	4.8	3.32	3.5 (3.1)
中國大陸	8.0	7.3	6.8 (6.7)

註：1. 先進經濟體共 25 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, Dec. 2001；( )內資料係採用 WFP World Economic Outlook, Q1 2002；OECD 國家資料採用 2001 年 11 月 20 日之最新修正數；我國預測值採用主計畫最新公布數字；實際值採用中央銀行經濟研究處編，「重要國際經濟金融指標」，Feb. 2002。

全年經濟成長率仍由前年之 4.1% 大幅滑落至 1.2%。歐元區國家因出口及企業投資衰退，第四季經濟成長率由第三季之 1.4% 減緩至 0.6%，全年經濟成長率亦由前年之 3.3% 滑落至 1.5%；非歐元區之英國，經濟表現相較其他歐洲國家穩健，上年經濟成長率仍達 2.4%。日本因金融體質弱及通貨緊縮問題嚴重，加以出口下滑，企業投資衰退，第四季經濟衰退 4.5%，為連續第三季衰退，全年經濟成長率亦由前年之 2.4% 轉呈衰退 0.5%。

至於亞洲新興經濟體，亦受到全球不景氣之影響，出口明顯衰退，第四季經濟成長明顯走低，其中新加坡由第三季之衰退 5.4% 擴大至衰退 6.6%，表現最差；中國大陸則由第三季之成長 7.0% 降為 6.6%，惟表現仍居區內各經濟體之冠。

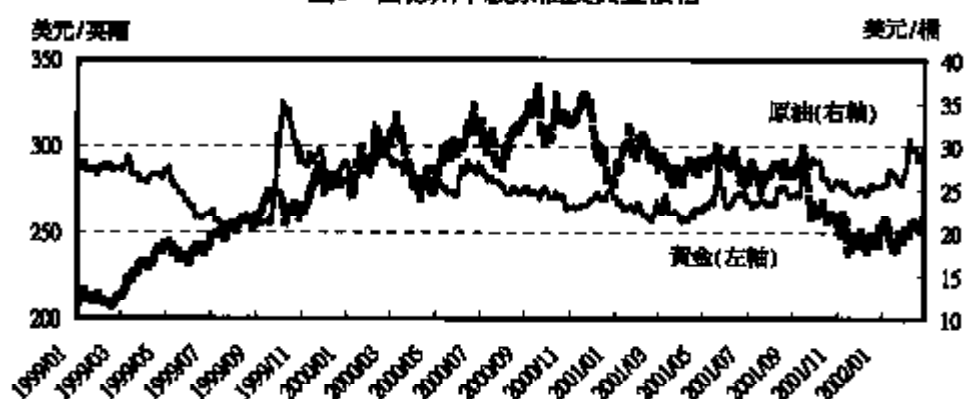
911 事件之後，國際主要預測機構，如 JP Morgan Chase、國際貨幣基金 (IMF) 與華頓計量經濟預測協會 (WEFA) 等曾紛紛調降上年全球經濟成長率預估值。其中 IMF 與 WEFA 分別在上年 12 月與本年 2 月將上年全球經濟成長率預估值調降至 2.4% 及 1.5%；全球貿易量成長率則均調降至 1.0%。JP Morgan Chase 於本(2002)年 3 月 8 日發布之全球經濟展望報告中，則預估上年全球經濟成長率為 1.3%。展望本年，儘管全球景氣復甦之不確定性仍高，惟因全球通貨膨脹風險不大，且各主要國家上年多次降息與採行擴張性財政政策，以及美國經濟已出現觸底回升

跡象，可望率先復甦並帶動全球景氣。IMF 預估先進國家經濟將於本年中開始回升，本年全球經濟成長率預估將維持與上年持平之 2.4%；而 WEFA 則預估將略降為 1.3%；至於本年全球貿易量成長率，IMF 及 WEFA 則分別預估為 2.2% 及 0.7%。

## (二) 全球景氣回溫，國際商品價格回升

上年下半年以來，因國際油價及基本金屬價格持續疲軟，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) 年增率分別由 6 月底之負 8.2% 及負 9.5% 大幅擴大至 12 月底之負 16.3% 及負 16.9%。迨入本年，1 月份 CRB 指數及 JOC 指數年增率之跌幅雖進一步擴大，惟 2 月份伴隨美國景氣之逐漸好轉，帶動商品市場之需求上升，貴金屬、非鐵金屬、原油等國際商品行情出現明顯復甦跡象，CRB 指數及 JOC 指數年增率由 1 月份之負 16.4% 及負 17.4% 縮小至負 13.3% 及負 8.9%。在國際油價方面，上年下半年起受全球景氣低迷，需求疲弱之影響，國際油價始終在低檔盤旋，12 月底西德州中級原油每桶價格在 19.8 美元左右。本年初起，石油輸出國家組織 (OPEC) 實施每日減產 500 萬桶之政策，以拉抬油價，復因 2 月以來中東情勢緊張加劇，加上美國經濟出現復甦跡象，可望帶動需求之預期，以及美國石油產品庫存降低等影響，國際油價回升，迨至 2 月底，西德州中級原油已逼近每桶 22 美元價位(圖 1)。

圖1 西德州中級原油及黃金價格



國際金價方面，自上年 8 月起，伴隨國際美元匯價走弱，金價轉而走揚，復以 911 事件促使金價曾攀升 9 月 17 日之每英兩 293 美元高價。之後伴隨國際美元匯價轉強，金價曾回跌至 12 月 11 日之每英兩 273 美元。本年以來，由於景氣自谷底回升，而美國股市受到安隆案影響而持續震盪，投資人將資金轉向黃金市場避險，使得金價近三個月來持續上揚，2 月底已達每英兩 296.8 美元。

根據 IMF 預估，本年先進經濟體的通貨膨脹率將由上年之 2.3% 降至 1.3%。

(三) 上年主要國家皆數度降息，迨入本年暫持觀望

上年初起，美國經濟持續疲弱，美國聯邦準備當局 (Fed) 自 1 月 3 日起以迄於 911 事件前共七度降息，911 事件後復四度調降利率，聯邦資金利率目標及重貼現率已分別降至 1994 年開始公布目標及 1948 年以來最低水準之 1.75% 與 1.25%；總計上年共十一度降息，累計降息幅度高達四 七五個百分點，

而其中八次的調降幅度均達二碼。迨入本年，因美國經濟已觸底回升，Fed 於本年 1 月 30 日之會議後宣布維持利率不變，為連續降息畫下休止符。

上年歐元區國家因經濟持續放緩，加上 911 事件之衝擊，歐洲中央銀行 (ECB) 共四度降息，累計降息幅度達一 五個百分點，主要再融通利率、邊際貸放利率及存款利率已分別降至 3.25%、4.25% 及 2.25%。迨入本年，ECB 總裁杜森柏格表示，美國 911 事件所引發之經濟不確定因素似已逐漸消失，目前利率政策暫持觀望態度。英國方面，英格蘭銀行於上年共七度降息，累計降息幅度達二個百分點，十四天期附買回利率已降至 4.0%。受到英格蘭銀行大幅降息之影響，英國上年消費需求大幅擴增，並呈現失衡現象，本年 1 月初英格蘭銀行總裁喬治提出警告，若全球經濟轉呈復甦，英格蘭銀行不排除於本年升息。

日本銀行為宣示解決通貨緊縮之決心，

自上年 3 月 19 日起持續採行定量寬鬆政策，提高金融體系之流動性；9 月 18 日為配合美國降息行動，即使利率調降已屆極限，仍將重貼現率由原先之 0.25% 調降為 0.1%。迨入本年，日銀於 2 月 28 日進一步擴大寬鬆貨幣政策，對於目前金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額，表明不侷限於 10 至 15 兆日圓之原訂目標，據以充分供應市場所需之流動性；至於日銀購入公債來挹注金融體系之金額，則從 8,000 億日圓擴增至 1 兆日圓。

亞洲新興經濟體方面，受 911 事件嚴重衝擊、美國數度降息及國際能源價格平穩之影響，上年第四季除新加坡及印尼外，其餘均相繼數度降息，期能有效提振經濟。本年以來，泰國及菲律賓為進一步刺激經濟復甦，於 1 月再度降息；中國大陸則因有通貨緊縮之疑慮，中國人民銀行於 2 月 21 日起調降金融機構各期存放款利率，同時亦調低金融機構之準備金利率及再貸款利率。

#### (四) 美元對歐元及日圓匯價仍維持強勢

美元兌日圓匯價方面，上年 8 月上旬，受美國政府修正強勢美元政策及美國經濟疲弱不振之影響，國際美元開始走弱，尤其 911 事件後，美元一度大幅走跌，美元兌日圓由上年 7 月底之 125 日圓兌 1 美元走貶至 9 月 20 日之 116 日圓兌 1 美元。之後，因日本基本面不佳，日圓匯價開始反轉直下。12 月上旬，日本公布上年第三季經濟成長率出現連續兩季負成長，復因日本財務省官員暗示日

圓尚有貶值空間，日圓匯價遂持續走貶，迨至 12 月底日圓已貶破 131 日圓兌 1 美元價位。迨入本年，日圓持續走貶，2 月 1 日日圓一度貶破 135 日圓兌 1 美元，創 1998 年 10 月以來之新低，2 月底，日圓約在 134 日圓兌 1 美元附近盤旋。

歐元匯價方面，上年 7 月上旬，伴隨美國強勢美元政策鬆動，歐元匯價回升，復因 911 事件加速美元走軟，致歐元匯價一度於 9 月 19 日漲至 1 歐元兌 0.93 美元之新近最高價位。之後歐元再度走軟，12 月底歐元已回跌至 1 歐元兌 0.88 美元附近。迨入本年，受歐元實體貨幣問市超乎預期順利之激勵，歐元曾一度升值至 1 歐元兌 0.90 美元，惟因欠缺基本面之支撐，歐元隨即再度回貶，2 月底以 1 歐元兌 0.87 美元左右作收。英鎊方面，上年下半年起，由於英國經濟表現優於其他歐洲國家，英鎊由 6 月中旬之 1 英鎊兌 1.37268 美元之近十五年新低彈升至 10 月 5 日之 1.48412 美元逼近年初之高點後，隨即震盪走軟，迨至本年 2 月底，以 1 英鎊兌 1.41663 美元作收。瑞士法郎對美元，上年以來持續呈現貶值，911 事件後瑞士法郎一度伴隨歐元匯價攀升至 9 月 24 日上年最高點之 1 美元兌 1.58 瑞士法郎，嗣因美元轉強而震盪走軟，迨至本年 2 月底約以 1 美元兌 1.70 瑞士法郎作收。

至於亞洲新興經濟體匯價方面，上年下半年以來，受日圓回升及印尼政局趨穩之影

響，各新興經濟體通貨對美元匯價普遍回穩，8月起更進一步呈升值走勢；9月以後由於各經濟體經濟基本面普遍不佳，加以 911 事件的不利影響，匯價再呈貶值走勢，迨入 11 月受美國股市大幅彈升，帶動新興經濟體

股市上揚，外資大舉湧入之影響，除新加坡外，其他經濟體匯價均普遍轉強。迨入本年，亞洲各新興經濟體匯價大抵均維持上年底以來之盤堅走勢。

## 二、美 國

### (一) 上年第四季經濟成長率為 1.4%，經濟出現觸底回升跡象

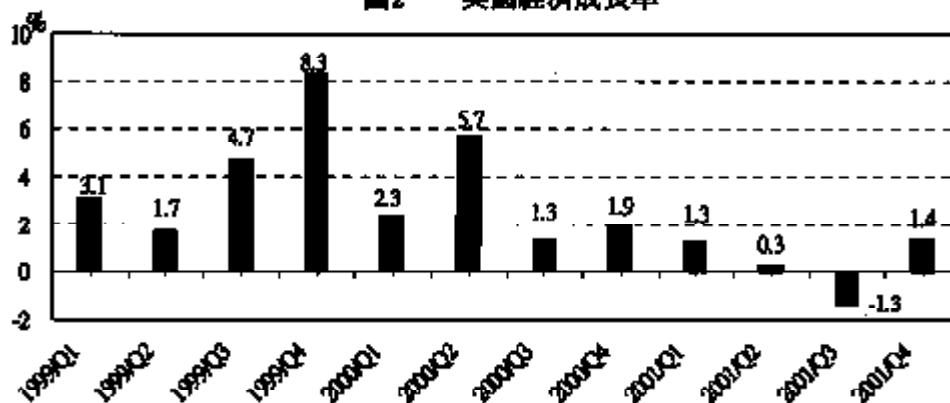
上年下半年以來，美國 911 事件使美國經濟疲弱的情況雪上加霜，全年經濟成長率自前年的 4.1% 大幅滑落為 1.2%。惟上年第四季經濟成長率由原估之 0.2% 向上修正為 1.4%，係 2000 年第四季以來最大增幅（圖 2），顯示景氣已出現觸底反彈的跡象。

上年第四季美國經濟成長超乎預期，主要係因消費者與政府支出的持續擴張；其中消費者支出之年增率由上季之 1.0% 擴張至 6.0%，聯邦政府支出年增率則自上季之 3.6% 續增加為 11.6%，各州及地方政府支出亦自上季之衰退 1.3% 轉呈成長 9.4%。惟企業固定投

資的衰退持續擴大，自上季的衰退 8.5% 擴大為衰退 13.1%；對外貿易方面，進、出口的跌幅均已縮減，分別自上季的萎縮 13.0% 及 18.8% 縮小為萎縮 6.0% 及 12.2%。

根據本年以來美國陸續公布的經濟數據，顯示美國經濟出現復甦跡象，例如：2 月份採購經理人指數逾代表景氣擴張臨界點之 50 點；1 月份工廠訂單持續增加；個人所得與消費者支出均高於預期；製造業庫存有效調整及消費者信心指數逐漸揚升等，在在顯示美國經濟正步入復甦。另根據 3 月公布之褐皮書（Beige Book）及美國聯邦準備理事會於 2 月底公布之貨幣政策半年報均指出，美國經濟已出現復甦跡象，美國聯邦準備理事

圖 2 美國經濟成長率



預估本年經濟成長率在 2.5% 至 3.0% 之間。本年 2 月份工業生產指數上揚 0.4%，較上月的增加 0.2% 略升，為連續第二個月的揚升，工業生產長達一年半來的下跌走勢已告結束。1 月份的企業庫存則增加 0.2%，為過去一年來的首度反轉，顯示企業庫存調整已告一段落，消費者的需求增強確已帶動產出增加。

(二) 就業市場回春，失業率持續下降

在勞動市場方面，上年第四季失業率自第三季的 4.8% 大幅攀升至 5.6%，其中 12 月份失業率更高達 5.8%。迨入本年，伴隨景氣的明顯復甦，1、2 月份失業率回降至 5.6% 及 5.5%，已連續二個月呈現下降；另本年 2 月

份非農業就業人口則出現自上年 7 月以來的首次增加，較上月增加 6 萬 6 千人，顯示就業市場已開始復甦；另平均時薪僅較 1 月份略增 0.1%，顯示工資上漲壓力仍屬溫和。

企業生產力呈現強勁成長是美國經濟復甦趨於樂觀的重要關鍵，雖然上年全年美國非農業部門生產力年增率僅 1.9%，遠低於前年之 3.3%，惟上年第四季非農業部門生產力則較前年同期擴增 2.0%；上年第四季之單位勞動成本則由第三季之 4.1% 大幅下降至 1.8%。

(三) 能源價格上揚，消費者物價呈現上漲  
上年第四季以後美國消費者物價指數

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=100)		消費者物價指數 (1982=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			
1998	4.3	4.5	3.1	-	2.4	-	1.6	-	-0.9	-1.0	4.9	-229
1999	4.1	4.2	3.7	-	1.9	-	2.7	-	1.8	2.0	12.4	-328
2000	4.1	4.0	4.5	-	2.6	-	3.4	-	3.7	12.4	18.9	-416
2001	1.2	4.8	-3.7	-	2.7	-	2.8	-	2.0	-6.5	-6.2	-414
2000/11		4.0	4.5	0.3	2.6	0.2	3.4	0.1	3.8	11.0	14.4	-379
12	1.9	4.8	3.1	0.1	2.5	0.2	3.4	0.1	3.6	4.8	11.3	-380
2001/1		4.2	0.5	0.3	2.6	0.6	3.7	1.1	4.8	5.5	10.4	-377
2		4.2	-0.4	0.3	2.4	0.3	3.5	0.2	4.0	4.6	3.4	-334
3	1.3	4.3	-1.3	0.2	2.7	0.1	3.0	-0.2	3.0	2.2	2.2	-374
4		4.5	-2.5	0.2	2.7	0.3	3.3	0.3	3.7	-1.4	-0.5	-364
5		4.4	-3.4	0.1	2.6	0.4	3.6	0.2	3.9	-0.6	-3.4	-329
6	0.3	4.5	-4.7	0.3	2.8	0.2	3.3	-0.5	2.6	-7.1	-6.9	-341
7		4.5	-4.2	0.2	2.7	-0.3	2.7	-1.2	1.4	-9.5	-8.5	-346
8		4.9	-4.6	0.2	2.7	0.1	2.7	0.4	2.0	-11.7	-10.2	-331
9	-1.3	4.9	-5.7	0.2	2.6	0.4	2.6	0.4	1.6	-16.5	-14.2	-349
10		5.4	-5.9	0.2	2.7	-0.3	2.1	-1.4	-0.4	-13.9	-13.4	-339
11		5.6	-6.0	0.4	2.8	-0.1	1.9	-0.	-1.1	-14.7	-13.5	-332
12	1.4	5.8	-5.8	0.2	2.7	-0.1	1.5	-0.	-1.8	-14.6	-17.0	-299
2002/1		5.6	-5.1	0.2	2.6	0.2	1.1	0.1	-2.6	-15.98	-14.53	-332

資料來源：THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

(CPI) 持續下跌，且連續三個月呈現負成長，主要係反映能源價格走勢的疲軟。本年以來，美國景氣出現復甦跡象，帶動對原油的需求上升，加上中東情勢緊張，國際油價回升，致本年 1 月的消費者物價指數出現三個月以來的首度上揚，分別較上月及上年同月上升 0.2% 及 1.1%；至於扣除能源及食物價格的核心 CPI，亦較上月及上年同月分別上升 0.2% 及 2.6%。生產者物價指數(PPI)方面，上年下半年以來，由於需求疲弱，除 8、9 月曾出現較上月上升 0.4% 的漲幅外，餘均呈現下跌趨勢；本年 1 月之 PPI 指數年增率由上月之下跌 1.8% 擴大為下跌 2.6%，惟與上月比則出現 0.1% 的升幅；扣除食物及能源價格之核心 PPI 指數則較上月及上年同月分別下跌 0.1% 及 2.6%。

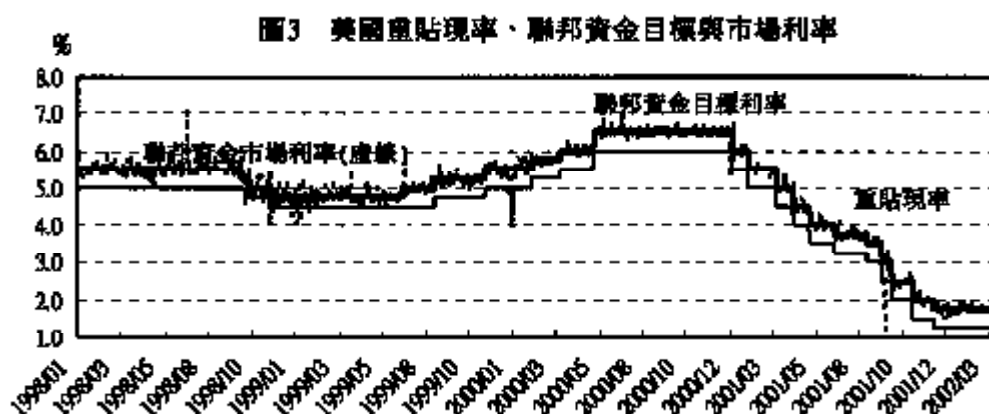
(四) FOMC 降息已畫下休止符，本年以來連續二次維持利率不變

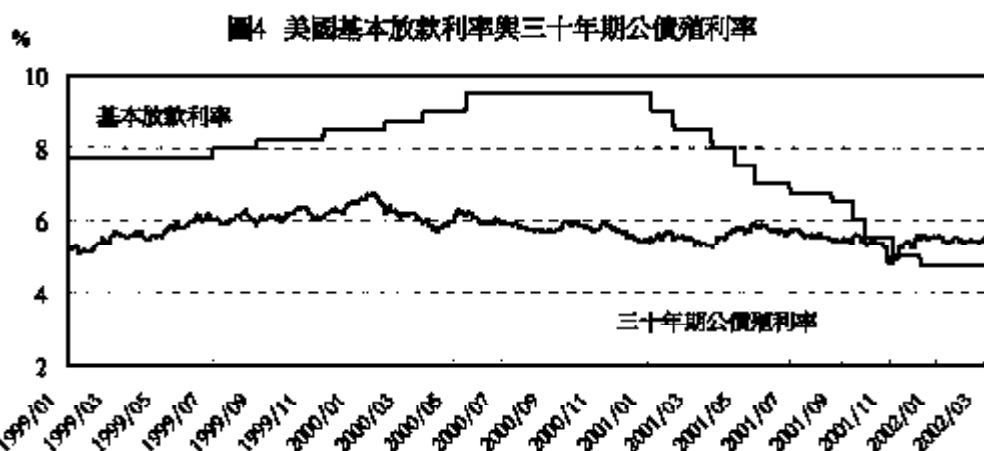
上年初以來美國景氣持續衰退，FOMC 自上年 1 月以迄於 911 事件前，已七度降息；

911 事件後，復四度降息，分別調降聯邦資金利率目標及重貼現率至 1.75% 及 1.25%，前者為自 1994 年開始公布目標以來的最低，而後者則創 1948 年以來的最低。上年 FOMC 共十一度降息，累計降息幅度達四七五個百分點(圖 3)。

由於美國景氣於上年 12 月起已觸底反彈，本年以來經濟復甦的跡象益見明顯，FOMC 於本年 1 月 30 日的會議宣布不調降利率，為連續降息畫下休止符；3 月 19 日最近一次會議仍決議維持利率不變。FOMC 在會後新聞稿指出，美國經濟復甦步伐大致確立，但經濟明顯擴張的跡象則仍不明朗；根據維持未來物價穩定及經濟持續成長的長期目標以及目前所能掌握的資訊，顯示目前的貨幣政策尚屬適當。

伴隨 FOMC 上年的連續降息，聯邦資金利率亦緩步走低，911 事件後一度跌至 1.19% 的低點，迨至 12 月底，已走低至 1.81%。迨入本年，聯邦資金利率大抵在 1.65% 至 1.85%





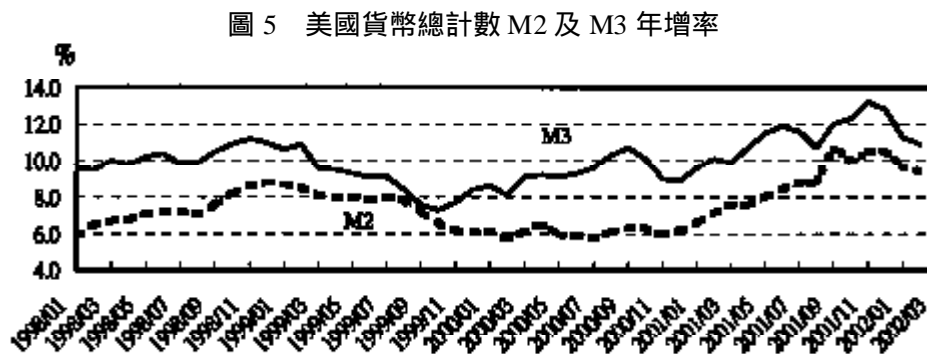
之間震盪，至 2 月底為 1.83%。銀行業之基本放款利率亦呈下降，至上年底已自前年底之 9.5% 走低至 4.8% 左右，迄至本年 2 月底，則進一步走低至 4.75%。至於債券市場利率，上年 10 月底因美國財政部宣布將停止發行三十年期公債，三十年期公債殖利率一度由 5.2% 左右的水準巨幅滑落至 4.8%，12 月起逐漸回升至本年 2 月底的 5.42% (圖 4)。

(五) M2、M3 成長率於 FOMC 數度降息後已見回升

根據 Fed 於本年 1 月公布之全美銀行業授信調查顯示，由於美國經濟尚未完全復

甦，企業或消費者的貸款意願仍未見提升，銀行業仍普遍緊縮商業貸放。不過，消費者信用年增率在上年底跌至 1.3% 後，本年 1 月已回升至 9.3%。

至於美國貨幣總計數 M2 及 M3，在 FOMC 連續降息的帶動下，大致呈現上揚趨勢，其中 M2 年增率自上年初的 6.8% 一路走高至上年底之 10.5%，迨入本年略放緩至 2 月之 9.4%；M3 年增率除於上年 8 月略降至 10.7% 外，其餘月份均呈上升趨勢，迨至上年底已走高至 13%；本年 2 月則跌為 10.9% (圖 5)。





(六) 經濟復甦帶動美股上漲；美元匯價仍維持強勢

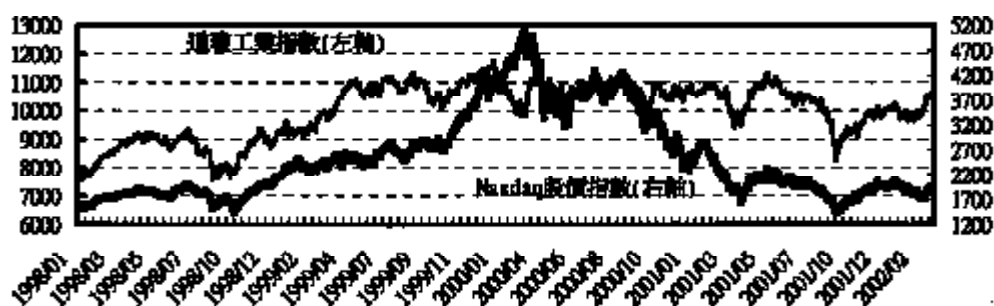
美股自上年5月起即持續下挫，911事件發生後，美國股市跌至谷底。11月起，受到持續降息、市場資金動能充沛及投資人信心轉強的影響，美股開始強力反彈，12月5日道瓊工業指數與那斯達克指數雙雙重返萬點及二千點關卡，12月底分別以10,021點及1,950點作收(圖6)。本年1月，受到安隆案之影響，道瓊工業指數於1月底曾跌至9,920點，嗣後因美國景氣呈現復甦，企業前景轉佳，道瓊工業指數反彈走高至2月底之10,106點；那斯達克指數則持續下挫，2月底收為1,731點。

匯價方面，上年911事件後，美元對其他主要通貨匯價一度急挫，日圓更進一步走揚至近半年以來高點之116日圓附近。之後由於日本經濟表現不佳，使得市場預期日本政府將放手讓日圓走貶以刺激日本出口，進而提振日本國內景氣的氣氛濃厚；加上美國

股市的強力反彈，推升美元匯價。迨入12月，復因日本公布第三季經濟成長率連續兩季衰退，以及日本財務省官員暗示日圓尚有貶值空間，日圓遂持續走貶，12月底日圓已跌破1美元兌131日圓價位。本年1月下旬，由於市場解讀美國支持日圓貶值，日圓進一步下滑，2月1日一度貶破135日圓兌1美元，至2月底以133.67日圓兌1美元作收。

在歐元對美元方面，上年下半年以來，由於市場預期美國將鬆動強勢美元政策，以及歐洲央行透露對歐元區景氣復甦的關切，致歐元匯價止貶回升，911事件後歐元曾反彈至1歐元兌0.93美元的高檔。伴隨美股漸走出911事件陰霾，再加上歐元區的經濟數據欠佳，使得市場認為歐元區復甦前景不及美國，致歐元對美元匯價轉而走貶，12月底已回跌至1歐元對0.88美元價位。本年初雖受歐元實體貨幣問市超乎預期順利之激勵，一度升值至1歐元兌0.90美元，惟因欠缺基本面之支撐，2月底復回貶為1歐元兌0.87美元。

圖6 美國股價指數



### 三、日 本

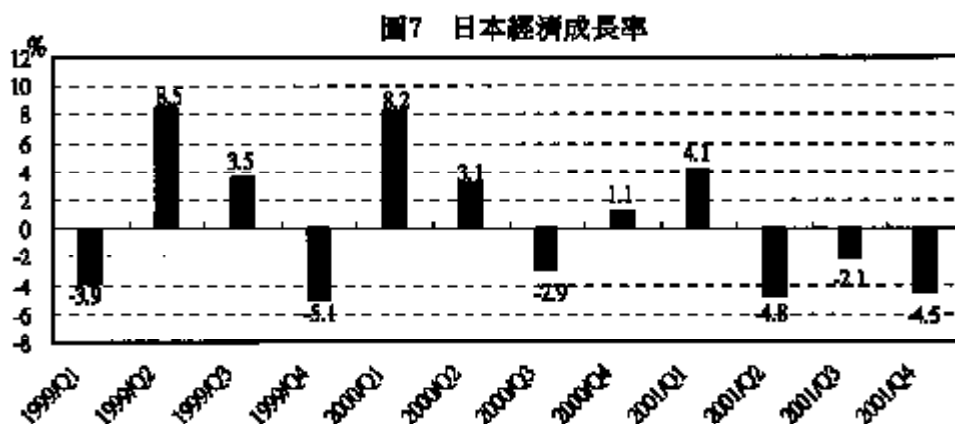
(一) 上年全年經濟衰退 0.5%，未來展望亦不樂觀

日本上年第四季實質 GDP 較上季衰退 1.2%，換算年率為衰退 4.5%（圖 7），是自 1993 年以來首度連續三季呈現負成長。第四季經濟衰退之主因，係全球資訊科技（IT）產業相關投資大幅衰退，加以企業積極進行財務及組織重整，導致企業設備投資銳減 12.0%，創 1980 年以來最大降幅；再者，全球景氣不振致出口持續低迷，出口較上季減少 2.7%，且連續五季呈現衰退，惟減幅已轉呈縮小。至於約占 GDP 六成的民間消費支出，在連續兩季衰退之後，受美國 911 事件國內旅遊大幅擴增之影響，第四季意外上揚 1.9%，惟在所得及其他消費相關指標均呈萎縮之情形下，未來亦不樂觀。公共投資方面，在小泉首相積極推動財政改革之政策下，轉而較上季衰退 2.0%。總計日本上年全

年經濟成長率為衰退 0.5%，為自 1998 年亞洲金融危機後再度陷入衰退的困境。

本年以來，日本政府及日銀公布的例行性經濟金融報告均表示，受美國及亞洲經濟由底部回升之帶動，日本經濟惡化的腳步已逐漸放緩。例如，內閣府公布之 2 月份經濟報告表示，雖然民間消費及企業設備投資依然疲弱，但工業生產跌幅已趨緩和。近期公布之 1 月份景氣領先指標，亦首度突破 50 點之景氣擴張臨界點，而達 75。日銀則強調，日圓貶值，加以全球 IT 相關產品庫存調整已告一段落，未來可望帶動出口及生產復甦。但股價持續下挫，以及長期利率攀升，對原先即已相當疲弱的民間消費及企業設備投資更加不利。

展望本年，由於日本通貨緊縮問題仍然嚴重，即使在加速推動經濟產業、財政及金融結構改革之下，經濟也僅能勉強維持零成



長；日本政府預期在 2003 年克服通貨緊縮之後，2004 年的日本經濟才有可能回升至 1.5% 以上。

### (二) 工業生產持續萎縮

日本的工業生產指數年增率自上年 2 月起持續衰退，其中又以個人電腦、行動電話、半導體等 IT 相關產品跌幅最大；6 月以降，跌幅進一步擴大至 8% 以上。迨入第四季，各月的工業生產指數年增率分別衰退 11.8%、13.0% 及 15.3% (表 3)。總計上年全年工業生產指數年增率下跌達 7.9%，衰退幅度為 1975 年以來僅見。本年 1 月，受美國及亞洲經濟由底部逐漸復甦之帶動，工業生產指數年增率縮小為下跌 11.5%。產品庫存水準

方面，1 月份工業生產者製品庫存指數為 109.0，較上月減少 4.8%，已連續第二個月減少，顯示企業庫存調整持續進行中。至於民間設備投資之先行指標機械訂單，上年第四季較前年同期減少 18.2%，創 1987 年開始進行本項統計以來最大跌幅。

### (三) 貿易順差大幅減少；失業率屢創新高

對外貿易方面，日本的出口金額年增率自上年 4 月起即因全球景氣降溫而呈現衰退，之後跌幅持續擴大；而進口金額年增率亦於 8 月起同步轉呈衰退。迨入第四季，各月的出口金額較上年同期分別減少 9.0%、9.2% 及 14.5%；進口方面，各月進口金額亦較上年同期分別減少 4.6%、7.9% 及 13.4% (表 3)。

表 3 日本重要經濟指標

	經濟 成長率 %	失業率 %	工業生產 年增率 %	消費者物價指數 2000=100		雜貨物價指數 1995=100	出口 年增率 %	進口 年增率 %	貿易 收支 值日圓
				綜合 年增率 %	除除生鮮食品 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	2.4	4.7	5.9	-0.7	-0.4	-0.1	8.6	16.0	107,418
2001	0.5	5.0	-7.9	-0.7	-0.8	0.3	-5.1	3.6	66,048
2001/2		4.7	-2.1	-0.3	-0.8	0.1	1.5	12.3	8,757
3	4.1	4.7	-2.9	-0.7	-0.9	1.1	4.7	11.5	9,080
4		4.8	-4.2	-0.7	-0.8	1.3	-1.1	13.2	6,609
5		4.9	-3.9	-0.7	-1.0	0.9	-0.9	14.1	760
6	-4.8	4.9	-8.7	-0.8	-0.9	0.8	-7.8	2.6	7,590
7		5.0	-8.7	-0.8	-0.9	0.8	-6.4	9.2	4,171
8		5.0	-11.7	-0.7	-0.9	0.1	-8.4	-2.2	3,098
9	-2.1	5.3	-12.7	-0.8	-0.8	-0.2	-11.0	-7.9	10,430
10		5.4	-11.8	-0.8	-0.7	-0.5	-9.0	-4.6	4,611
11		5.4	-13.0	-1.0	-0.8	-0.8	-9.2	-7.9	4,922
12	-4.5	5.5	-15.3	-1.2	-0.9	-0.8	-14.5	-13.4	6,594
2002/1		5.3	-11.5	-1.4	-0.8	-0.6	-1.8	-9.3	1,846

資料來源：THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

總計上年全年日本貿易順差僅為 6 兆 6,048 億日圓，較上年同期大幅減少 38%，不但連續第三年呈現衰退，且減幅創三十一年來最大。迨至本年 1 月，受日圓貶值之激勵，日本輸往美國及歐洲的汽車數量大幅擴增，出口金額年增率僅較上年同期減少 1.8%；進口則未見改善，仍較上年同期減少 9.3%。影響所及，貿易順差由上年 12 月底的 6,594 億日圓減少至 1,846 億日圓。

就業市場方面，日本的失業率自上年 7 月突破 5.0% 的歷史新高後逐月上升。迨入第四季，各月失業率亦分別達 5.4%、5.4% 及 5.5%，上年全年失業率亦高達 5.0%（表 3）。本年 1 月，失業率略降至 5.3%，為 11 個月來首度下降。失業人口中以因企業破產，或遭公司解雇的 45-54 歲中年男性居多，除資訊科技產業之外，物流或醫藥業的裁員亦逐漸增加。

#### （四）通貨緊縮問題進一步惡化

物價方面，日本自 1999 年起物價即不斷下滑。迨入上年下半年，在景氣進一步惡化導致需求持續疲弱，加上狂牛病恐懼心理蔓延，促使民眾消費心理更趨保守，物價進一步走弱。第四季各月之躉售物價指數年增率分別下跌 0.5%、0.8% 及 0.8%；消費者物價指數年增率則分別下跌 0.8%、1.0% 及 1.2%。總計日本上年全年躉售物價指數年增率僅微幅上揚 0.3%；消費者物價指數年增率則下跌 0.7%，為連續第三年呈現下跌的困境。本年

1 月，躉售物價指數年增率亦下跌 0.6%；消費者物價指數年增率之跌幅則擴大為 1.4%，係連續第二十九個月呈現下跌；至於剔除生鮮食品後之核心消費者物價指數年增率亦下跌 0.8%，係連續第二十八個月的下跌（表 3）。

#### （五）日銀強化定量寬鬆政策

上年下半年以來，伴隨經濟金融情勢惡化，日經股價指數持續探底，日銀繼 9 月 18 日將重貼現率調降 0.15% 至 0.10% 之後，於 12 月 19 日再度將金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額由 8 兆日圓擴大至 10-15 兆日圓；長期公債每月買入額度亦隨之由 6,000 億日圓擴增至 8,000 億日圓。惟日銀一連串的寬鬆貨幣措施，仍未能改善持續惡化的經濟金融情勢。

本年以來，日經股價指數在銀行類股帶頭暴跌之衝擊下，連續下挫。2 月 6 日日經股價指數已跌至 1983 年 12 月 14 日以來的 9,420 點新低。股價持續探底，不但導致銀行業持有的股票市值大幅縮水，嚴重侵蝕其淨值，同時亦使銀行業在處理鉅額不良債權時雪上加霜。為因應 3 月可能引爆之金融危機，並克服日益惡化的通貨緊縮問題，2 月 28 日，日銀再度宣布，於本會計年度結束之前，日銀將不侷限於金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額 10-15 兆日圓之原訂目標，以充分供應金融市場所需之流動性；長期公債每月買入額度隨之由 8,000 億日圓擴增至 1 兆日圓；

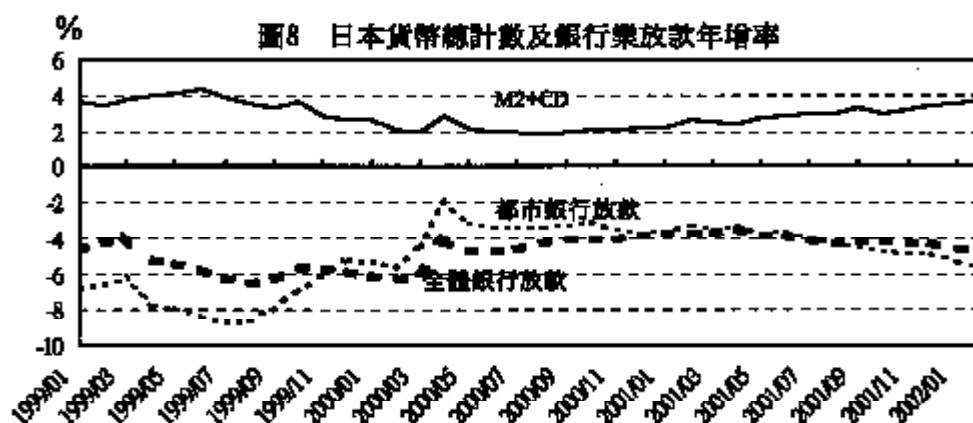
對金融機構之緊急融通（倫巴德型式貸放制度），亦將擴大至每個營業日均可利用；至於日銀持續檢討之放寬合格擔保品部份，擬進一步將金融機構對存款保險機構之放款債權及對地方政府之放款債權納入合格擔保品之中。

上年下半年起，隔夜拆款利率進一步下降至 0.001% 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 2.10%，逐步下滑至 12 月的 1.65%。惟近期因國際信用評等機構陸續調降日本多家大型銀行的信用評等，加以日本政府對於是否再挹注公共資金懸而未決，影響所及長期基本放款利率再度翻揚，本年 1 月已回升至 1.85%；至於債券市場方面，為彌補股價下跌損失，國內銀行業持續賣出公債，公債殖利率因而上揚，1 月十年期公債殖利率攀升至 1.42%。

（六）銀行業放款在供需均呈萎縮的情況下持續減少  
儘管日銀持續採行寬鬆之貨幣政策，但

在民間企業持續緊縮資產與負債導致資金需求不振、銀行業壞帳持續增加，以及股市持續下挫導致銀行自有資本不足等因素之影響下，銀行放款餘額持續滑落，信用緊縮現象仍未見改善。根據日銀公布之「銀行業放款暨資金動向統計」指出，包括都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方性銀行，以及第二類地方銀行等五大銀行業之全體銀行，上年 10、11 及 12 月放款金額年增率分別下滑 4.1%、4.3% 及 4.3%。本年 1 月，全體銀行平均放款金額為 439 兆日圓，仍較上年同期減少 4.6%，且為自 1996 年第三季以來連續呈現衰退。若進一步從五大銀行業個別放款情況觀之，不論全國性之大型銀行或是地區性之中小型銀行放款餘額減幅均呈現放大的情形，顯示在景氣衰退、信用風險不斷升高之下，日銀所實施之追加寬鬆貨幣措施並未能發揮功效。

伴隨銀行放款不振及企業資金需求低迷，日本的貨幣總計數（M2+CD）成長亦持續呈現低迷走勢，上年 10、11 及 12 月之 M2+



CD 年增率僅分別小幅成長 3.0%、3.2% 及 3.4%。本年 1 月，M2+CD 之平均餘額較上年同期成長 3.5%（圖 8）。

（七）日經股價指數跌至 1983 年以來之新低

上年下半年以來，日經股價指數受日本經濟復甦停滯、以及資訊科技類股獲利大幅衰退之影響而持續走低。7 月 23 日，日經股價指數更跌至 11,690 點，創泡沫經濟崩潰後之新低。8 月底，金融大臣柳澤伯夫表示銀行清除壞帳所需時間較預期長，觸發銀行類股大跌，日經股價指數一舉跌破 11,000 點心理關卡。之後，受美國 911 事件之衝擊，日經股價指數進一步跌破萬點。迨入 10 月，伴隨投資人回補日股，以及日圓匯價回貶可望帶動出口，日經股價指數一路震盪走高回至 10,800 點附近。之後，因企業半年報反映獲利不如預期，及國際著名信用評等機構陸續調降日本債信評等導致市場信心薄弱，日經股價指數再度轉而下挫。11 月下旬，受日圓疲軟及美國那斯達克指數勁揚之激勵，日經

股價指數再度翻揚，11 月底一度回升至 11,000 點附近。12 月初，受大型企業接連破產及第三季實質 GDP 較預期為差，證實日本經濟持續惡化，日經股價指數持續重挫，迨至月底，日經股價指數已跌至 10,542 點。總計上年日經股價指數下跌 23%。

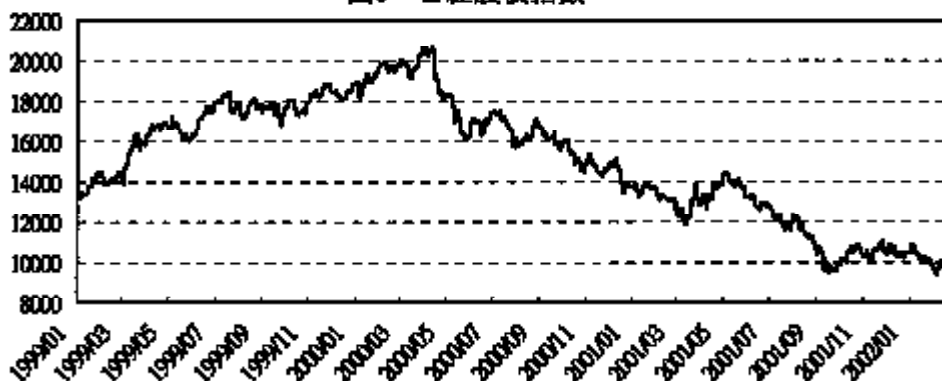
本年以來，日經股價指數在銀行類股帶頭大跌之影響下，股價更是跌跌不休。2 月 6 日，日經股價指數已跌至 1983 年 12 月 14 日以來的 9,420 點新低。2 月 15 日，日本政府趕在美國布希總統訪日前緊急提出「綜合通貨緊縮對策」綱要，其中關於振興股市方案部份，除挹注 4 兆日圓（約 300 億美元）公共資金，以強化「收購銀行持股機構」之功能外，更特別加強對股市放空交易之規範，據以安定股市。受此激勵，2 月底日經股價指數已回升至 10,587 點。

（八）經濟基本面惡化，加以日本政府有意

放手，日圓遂持續走貶

日圓匯價方面，上年下半年起，由於日

圖9 日經股價指數





本政府陸續公布的各項經濟指標跌幅超過預期，顯示日本經濟進一步惡化，7月底日圓已跌破1美元兌125日圓關卡。8月上旬，受美國政府修正強勢美元政策，促使日圓轉而走強，8月底日圓回升至1美元兌119日圓。美國911事件後，美元跌勢更加明顯，9月20日日圓升抵1美元兌116日圓。之後，受日本政府強力干預匯市引導日圓走貶，加上美國可能持續採取寬鬆性貨幣政策及減稅措施以提振景氣，日圓匯價再度反轉直下。11月下旬，因阿富汗戰事可望告一段落，以及國際著名信用評等機構陸續調降日本債信評等，日圓進一步貶至1美元兌124日圓。12

月初，受日本第三季實質GDP連續二季出現負成長，復因日本政府以經濟基本面持續惡化為由，放任日圓持續走貶，12月底日圓已跌破1美元兌131日圓價位。

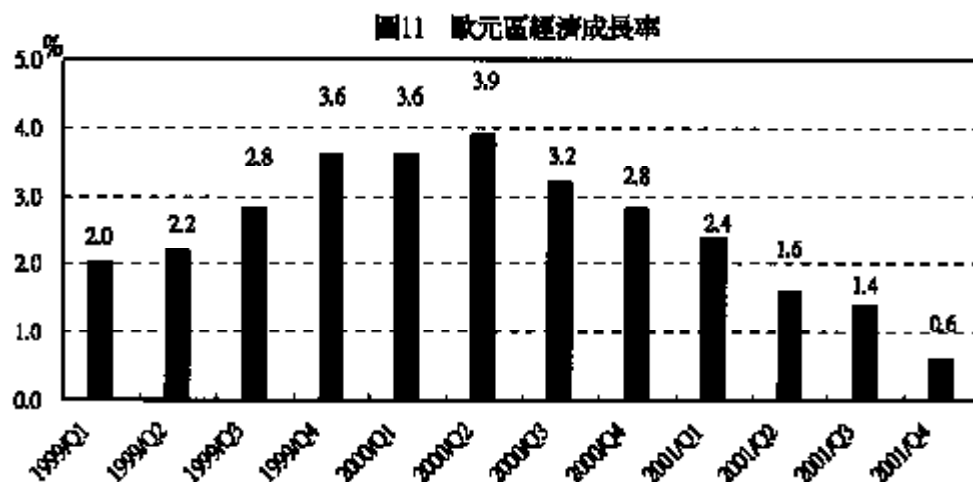
迨入本年，日圓持續走貶，1月下旬，由於市場將美國財政部長歐尼爾對日本經濟金融情勢發言解讀為支持日圓貶值，日圓進一步下滑；2月1日日圓一度貶破1美元兌135日圓，創1998年10月以來之新低，嗣因安隆事件導致美國企業財報揭露方式受到質疑，進而影響投資人投資美國股市及持有美元意願，日圓一度小幅回升。2月底日圓續貶至1美元兌134日圓價位附近（圖10）。

#### 四、歐元區與英國

##### （一）歐元區及英國經濟成長力道持續走弱

受到美國911事件之衝擊，歐元區上年第四季經濟成長力道持續走弱，實質GDP年增率自第三季的1.4%大幅滑落至0.6%，全年經濟成長率則自前年的3.3%下跌為1.5%（圖

11）。第四季僅消費支出呈現成長，而出口及投資皆呈現衰退，企業大幅取消投資計畫是造成歐元區經濟走軟的主要因素。至於歐元區第一大經濟體德國，上年第四季經濟衰退0.1%，是1996年第一季以來首次出現的



**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	11.7	4.3	1.6	13.5	14.1	87.6
1998	2.8	10.9	4.3	1.1	4.5	5.2	91.6
1999	2.6	9.8	2.0	1.1	4.5	9.1	54.7
2000	3.3	8.8	5.5	2.3	21.7	29.4	7.4
2001	1.5	8.3	0.2	2.5	4.0	-0.1	49.3
2001/2		8.4	4.7	2.3	10.7	8.5	1.4
3	2.4	8.3	3.3	2.5	6.1	7.4	2.7
4		8.3	1.0	2.9	13.5	14.3	-0.4
5		8.3	0.1	3.4	1.7	-0.6	3.0
6	1.6	8.3	1.7	3.0	7.8	4.7	5.2
7		8.3	-1.3	2.6	7.6	4.9	8.2
8		8.3	0.7	2.4	3.8	-3.4	5.2
9	1.4	8.3	-0.7	2.3	-6.4	-11.5	4.1
10		8.3	-2.7	2.4	0.7	-7.8	10.1
11		8.4	-4.3	2.1	-6.4	-14.1	7.0
12	0.6	8.4	-4.1	2.0	-5.2	-15.8	8.7
2002/1		8.4		2.7			

資料來源：ECB 及 EU。



負成長，全年成長率則創下八年來新低的 0.6%。就業市場方面，歐元區失業率自上年初以來續有改善，迨入 10 月一度走低至 8.3%，創歐元區成立以來之最低，之後雖略為回升至 8.4%，惟全年之失業率仍自前年的 8.8% 降至 8.3%。

根據歐盟執委會商業及消費者調查 (European Commission Business and Consumer Surveys) 顯示，歐元區之工業信心指標、消費者信心及零售信心指標自上年下半年以來大抵呈持續下滑走勢，尤其在 911 事件後，工業信心指標更是巨幅滑落，惟 12 月以迄於本年 1 月，工業信心指標已連續二個月呈現好轉跡象。歐盟執委會表示，種種跡象顯示，歐元區景氣似已觸底，未來可望緩步復甦。

英國方面，上年第四季經濟成長率續由第三季的 2.2% 放緩至 1.7%，與上季比之變動率則出現 1992 年第二季以來首次的零成長；另一方面，第四季各月工業生產年增率分別衰退 4.7%、4.8% 及 4.6%。英國全年經濟成長率自前年的 3.0% 下跌為 2.4%，仍較大多數歐陸國家為佳，主要可歸因於其強勁之國內消費支出。至於英國之失業率，上年以來仍呈逐月下降趨勢，迨入 9 月已滑落至 3.1%，為二十六年來之最低，10 月以降，連續四個月均維持於 3.2%，總計上年全年之失業率已自前年之 3.6% 降至 3.2%。

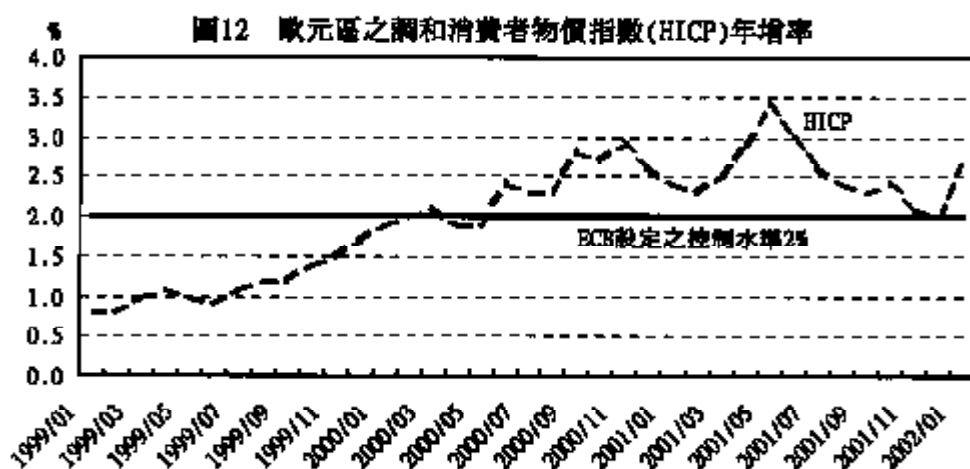
(二) 歐元區及英國本年初之物價大幅攀高

上年歐元區之調和消費者物價指數 (HICP) 年增率於 5 月一度攀升至 3.4% 之歷史新高，隨後因能源價格回跌而下滑至 12 月的 2.0% 低點，且為上年首次達到 ECB 所設定的 2.0% 控制目標，全年的 HICP 年增率則為 2.5%，略高於前年的 2.3%。本年初，由於歐洲惡劣的氣候造成生鮮食品價格上揚，加上企業將歐元實體貨幣轉換過程的成本轉嫁至消費者，影響所及，1 月的 HICP 年增率大幅攀升至 2.7%，惟 ECB 表示這些因素係屬例外及短暫現象，預期整體物價將逐漸回穩 (圖 12)。

英國的物價上漲率控制目標為 2.5%。上年以來，扣除抵押貸款利息後的零售物價指數 (RPIX) 年增率呈現走高現象，8 月 RPIX 曾一度高達 2.6%，為二年多來首次超越控制目標，之後伴隨能源及房屋價格趨跌，RPIX 回穩至 12 月底之 1.9%，全年則為 2.1%，與前年持平。迨入本年，由於天氣酷寒造成生鮮食品及燃料油等價格上揚，帶動物價上漲，本年 1 月 RPIX 年增率攀升至 2.6%。

(三) ECB 及英格蘭銀行上年數度降息後，  
迨入本年暫持觀望

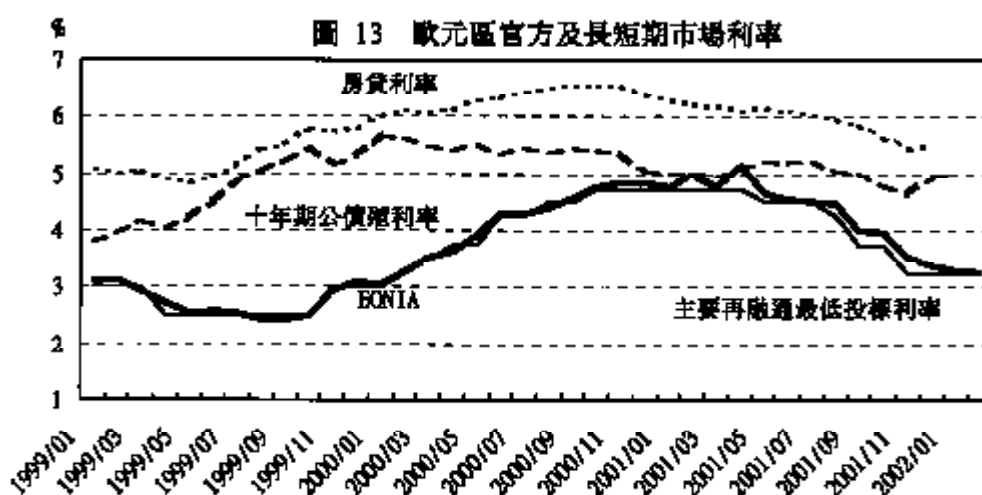
由於經濟持續疲軟，加上 911 事件之衝擊，上年 ECB 共四度降息以期提振景氣，累計降幅達一．五個百分點，主要再融通利率、邊際貸放利率及存款利率已分別下滑至 3.25%、4.25% 及 2.25%。迨入本年，ECB 總裁杜森柏格表示，美國 911 事件所引發的經



濟不確定因素似已逐漸消失，惟經濟復甦時間及程度仍難掌握，預期本年之通膨將可望降至 2% 以下，目前利率政策持觀望態度。

上年伴隨 ECB 的降息，歐元區銀行間歐元無擔保隔夜拆款利率 (EONIA) 亦持續走低，本年 1 月 EONIA 平均值已降至 3.28%；同期間，較長天期的銀行業零售市場利率亦呈下滑走勢，迨至 12 月，房貸利率、一年以上企業貸款利率及二年期以上存款利率已分

別跌至 5.52%、5.69% 及 3.77%。債券市場方面，歐元區十年期公債殖利率上年下半年以來明顯下滑，12 月一度轉而小幅上揚，本年 1 月維持在 5.02% 之水準 (圖 13)。至於歐元區貨幣性金融機構 (MFIs) 之放款餘額年增率，上年下半年以來一路走低至 10 月的 5.1% 低點，11 月小幅回升至 5.4%，12 月續走低至 5.3%，其中對政府放款已在 12 月出現自前年 2 月以來的首次正成長，惟對民間



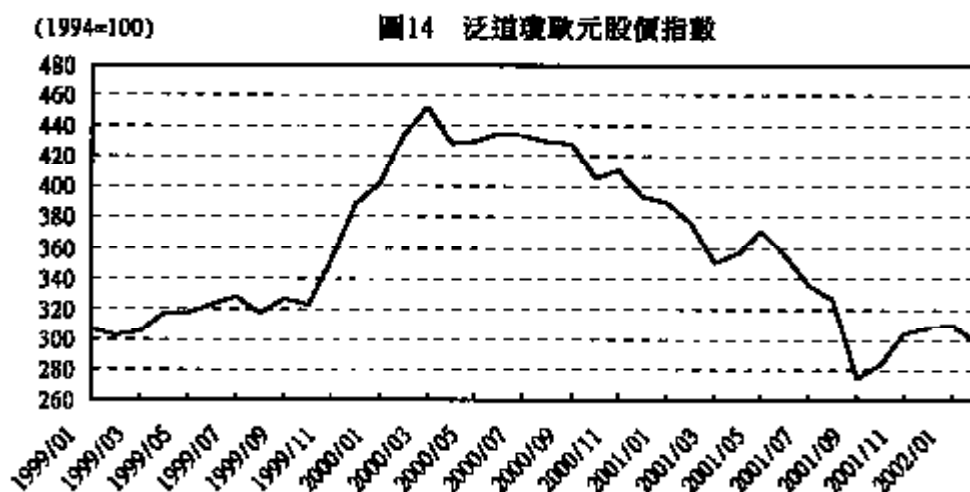
部門放款之成長率則仍持續下滑。

英國方面，英格蘭銀行貨幣政策委員會於上年共七度降息，累計降息幅度達二個百分點，十四天期附買回利率已降至 4.0%，創 1964 年以來的最低。伴隨英格蘭銀行的降息，英國上年下半年以降的隔夜拆款市場利率大抵一路走低至 12 月之 4.61%，迨入本年 2 月則維持在 4.11%；長期利率僅呈小幅走低，迨至上年 12 月十年期政府債券利率持穩於 4.90%。英格蘭銀行的大幅降息，吸引家計單位持續借款，造成上年全年家計單位的淨貸款金款大幅揚升，並帶動消費需求大增，另一方面，全球經濟低迷卻重創其製造業，因而造成需求強勁而製造部門衰退的嚴重失衡局面。針對此，英格蘭銀行總裁喬治曾於本年 1 月初提出警告，若全球經濟轉呈復甦，英格蘭銀行可能於本年升息以抑制過熱的消費需求。

(四) 近期歐元區及英國股價呈現穩定盤整

格局

上年下半年以來，代表全體歐元區股價指標的泛道瓊歐元股價指數 (Broad Dow Jones EUROSTOXX Indices, 簡稱 STOXXE) 受企業獲利大幅衰退及經濟前景不明之影響，大盤呈現下滑走勢，911 事件後大盤加速跌落，9 月 21 日並下挫至 240.34 點之上年新低。嗣因企業財報較預期為佳及 ECB 降息等利多因素之激勵，在金融及零售類股的帶動下，大盤強勁反彈，至 11 月上旬已回升至 300 點之上，惟全年之指數仍下滑約 22%；迨入本年，由於企業獲利及已公布之總體經濟數據大致符合投資人之預期，歐元區股價呈現穩定盤整走勢，2 月底 STOXXE 收在 304.5 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 2 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 5,039.08 點及 4,462.99 點作收。

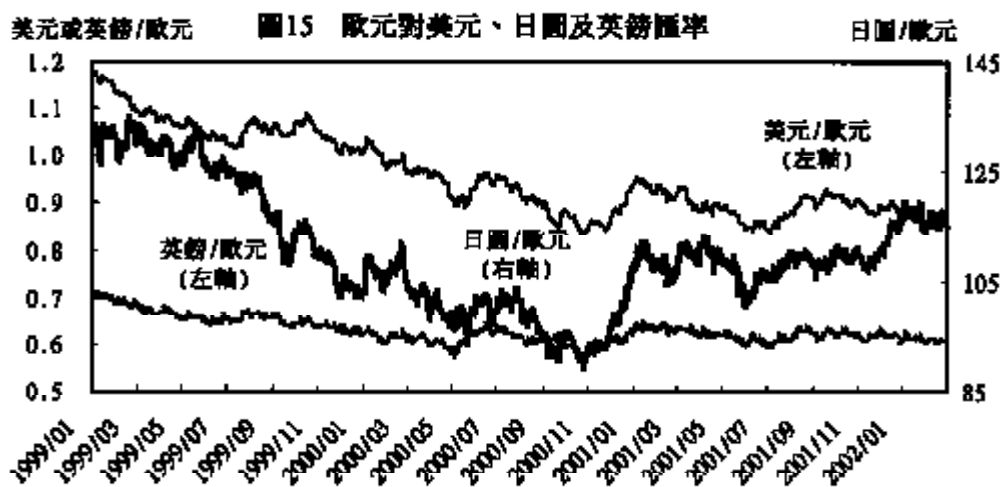


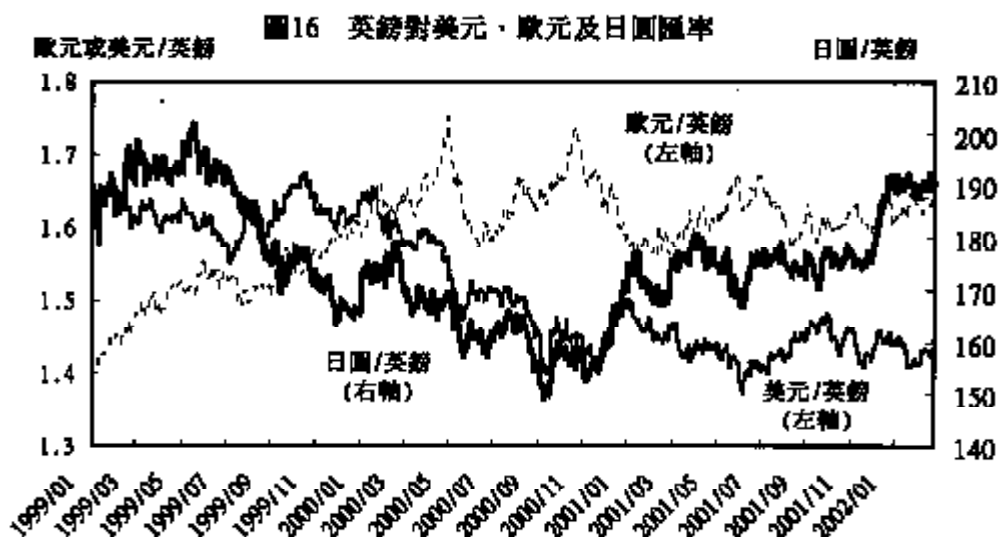
英國股市方面，上年下半年以來之股價亦延續上半年的跌勢，迨至 911 事件發生，英國倫敦金融時報百種指數於 9 月 11 日下挫至上年最低之 4,433.7 點；之後受原油價格下跌及英格蘭銀行降息行動的激勵，股價止跌回升，之後於 5,000 至 5,400 點間徘徊，總計上年全年之跌幅約為 16%；本年初以來，股價仍呈盤整格局，2 月底收在 5,101 點。

(五) 近期歐元及英鎊對美元匯價回軟，惟對日圓大抵保持強勢

歐元對美元匯價上年以來呈現下滑走勢，並於 7 月 5 日一度跌至 0.8369 美元之上年最低點，之後伴隨美國經濟指標惡化、美國強勢美元政策鬆動及 911 事件之影響，歐元反轉上揚至 9 月 19 日 1 歐元兌 0.9295 美元之新高價位；之後，由於美國對阿富汗戰事進展樂觀，美元回穩而歐元再度走軟，迨至年底約維持在 1 歐元兌 0.8904 美元；本年以來，受歐元實體貨幣問市超乎預期順利之激

勵，歐元曾一度升值至 1 歐元兌 0.90 美元，惟歐元因欠缺基本面之支撐，且市場預期美國經濟復甦情況樂觀，歐元隨之再度回貶，2 月底維持於 1 歐元兌 0.865 美元之價位。歐元對日圓匯價方面，上年 6 月以來，因日本結構改革裹足不前及預期經濟持續低迷的情況下，歐元自 6 月初 1 歐元兌 100 日圓左右之年度低點反轉趨升，至年底已漲至 116.696 日圓；迨至本年 1 月，曾一度逼近 120 日圓，惟近期日圓呈現技術性小幅反彈，2 月底維持在 1 歐元兌 115.759 日圓。至於歐元對英鎊匯價，上年下半年以來大抵呈現先升後貶走勢，年底維持在 1 歐元兌 0.6118 英鎊；本年以來，歐元實體貨幣順利問市，曾激勵歐元短暫上揚，迨至本年 2 月底維持於 1 歐元兌 0.6116 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)，自上年 1 月的 91.7 高點走低至 6 月之 88.1 點，7 月以降轉趨回升，10 月並達 92.8 之近期高點，本年 1 月則維持在 91.6 點。

英鎊對美元匯價方面，上年上半年大抵呈現貶值走勢，6 月中旬英國工黨勝選，提高英國加入歐元區之可能性的預期心理，更加速英鎊之貶勢，英鎊一度跌至 1 英鎊兌 1.37268 美元之十五年新低；隨後因英國的經濟表現優於其他主要國家，英鎊反轉上揚至 10 月 5 日之 1.48412 美元，逼近上年初之高點，之後因市場預期英國首相布萊爾將積極推動英國加入歐元區，致使英鎊走軟至 11 月下旬的 1.41 美元左右之價位後方回穩，迨至年底約維持在 1 英鎊兌 1.45560 美元；本年初，英格蘭銀行表示可能升息以抑制過熱的消費，英鎊匯價因而維持強勢，惟隨後英格蘭銀行總裁澄清短期內不會升息，致使英鎊再度走貶，截至 2 月底約維持在 1 英鎊兌

1.41663 美元。英鎊對日圓匯價上年 6 月中曾一度跌破 1 英鎊兌 168 日圓的價位，之後回穩至介於 170 日圓 178 日圓間波動，12 月中旬以來，因日圓大幅走軟，英鎊迨至 12 月底已升值至 1 英鎊兌 191.530 日圓；本年 1 月下旬，英鎊一度上揚至 192 日圓之二年半新高，2 月底則維持在 1 英鎊兌 190.620 日圓。至於英鎊對歐元匯價，上年下半年以降轉趨走貶，8 月下旬方回穩，隨後介於 1 英鎊兌 1.58 歐元 1.63 歐元間波動並略呈上揚走勢，迨至 12 月底為 1 英鎊兌 1.6345 歐元價位；本年初，由於歐元實體貨幣順利問市，歐元曾短暫走強、英鎊回軟，2 月底英鎊則持穩於 1 英鎊兌 1.6351 歐元（圖 16）。

#### （六）歐元實體貨幣本年 1 月 1 日順利上路

經過三年的轉換規畫，歐元（Euro）的實體紙鈔及硬幣自本年 1 月 1 日順利上路成為歐元區之法償貨幣，取代歐元區十二個會

員國原有的本國貨幣，逾三億人口之歐洲民眾將使用此一共同通貨。歐元實體貨幣之問市不僅象徵歐盟全面性經濟整合已邁向最後階段，同時也為未來歐洲政治統一奠下重要的里程碑。

歐元紙鈔面值分為 500、200、100、50、20、10 及 5 元等七種，顏色各異，且面額愈大者鈔券面積愈大，紙鈔正面印有代表各年代歐洲建築之圖形，背面則為歐洲著名的歷代橋樑；另包括浮水印、安全線及顯示價值與歐元符號（€）等防偽設計；歐元硬幣則有八種面額，正面為相同的制式圖案，背面則由各會員國自行設計以凸顯各國特色（稱之為「民族面」），歐元區各會員國硬幣均可相互流通。

自本年 1 月 1 日起，歐元區十二國之原本國通貨與歐元紙鈔及硬幣間可維持至多二個月不等之雙軌流通，迨至本年 3 月 1 日起歐元將成為歐元區唯一之法償貨幣。歐元區十二國央行將提供至少十年之舊鈔免費兌換歐元新鈔，及至少二年舊硬幣兌換歐元硬幣之服務，其中部分會員國央行則可無限期兌換。

歐元問市之初，除了少數持偽鈔消費案件外，尚未出現重大問題。此外，由於零售業競爭激烈，價格透明化，因此歐元貨幣轉

換帶動物價上揚將屬短暫現象。

#### （七）歐盟對德國及葡萄牙高揚的預算赤字發出警告

歐盟執委會於本年 1 月 30 日首次動用早期預警（early warning）系統，正式警告德國及葡萄牙應控制並削減預算赤字，以免持續擴大的預算赤字影響歐元信用及匯價。根據歐盟之統計，德國及葡萄牙上年預算赤字占 GDP 的比率將分別上升至 2.7% 與 2.2%，逼近歐盟「穩定暨成長協定」（Stability and Growth Pact）所要求各會員國每年預算赤字對 GDP 比率不得高於 3% 的上限，該協定並要求各會員國設定每年預算赤字目標，希望 2003 年能達到整體歐盟預算平衡，而個別國家則在 2004 年達到平衡。德國及葡萄牙上年之預算赤字目標分別為 1.5% 及 1.1%。上年由於全球景氣低迷，因此歐盟容許各國未能達到赤字目標，惟對於未致力於健全財政的國家，仍要求其削減預算赤字。

歐盟此次的警告對即將於一年內舉行大選的德國及葡萄牙無疑是項考驗，尤其是上年以來經濟大幅走軟的德國。惟德國財長表示，德國與歐盟執委會在政策上並無分歧，且德國經濟復甦在即，將可透過每年穩定削減新的政府借款，使預算在 2006 年前達到平衡。

## 五、亞洲新興經濟體

上年下半年起，受全球對電子資訊產品需求減弱，加以美國 911 事件之影響，大部

分亞洲新興經濟體經濟持續走低，第四季除南韓大幅回升、泰國及菲律賓小幅走高外，中國大陸由 7.0% 略降至 6.6%，印尼由 3.5% 降至 1.6%，至於新加坡、香港及馬來西亞則分別衰退 6.6%、1.6% 及 0.5%。

為有效提振景氣，並解決嚴重的失業問題，上年下半年起，大部分亞洲新興經濟體伴隨美國的持續降息，仍維持寬鬆性貨幣政策；迨入本年，泰國、菲律賓為進一步刺激經濟復甦，於 1 月再度調降利率；中國大陸因有通貨緊縮之疑慮，中國人民銀行於 2 月 21 日起調降金融機構的各期存款與放款利率，並一併調低金融機構的準備金利率與再貸款利率。財政政策方面，新加坡、香港及馬來西亞等，均以挹注公共資金或減稅方式，提振低迷的景氣；至於南韓及泰國，亦決定於本年持續採取擴大赤字預算措施。

亞洲新興經濟體之匯價方面，上年下半年起，除中國大陸採取干預措施維持人民幣匯率之穩定、香港維持通貨委員會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對美元匯價大致回穩；9 月以後由於各經濟體之經濟基本面普遍不佳，加以受 911 事件之影響，匯價轉呈貶值走勢；迨入 11 月，菲律賓披索及印尼盾對美元之貶值走勢逐漸緩和，韓元及泰銖對美元甚至轉趨升值，僅星元貶值幅度擴大；12 月，受日本官方放任日圓貶值之拖累，各經濟體通貨匯價大抵呈貶值走勢。上年 12 月底與前年底比

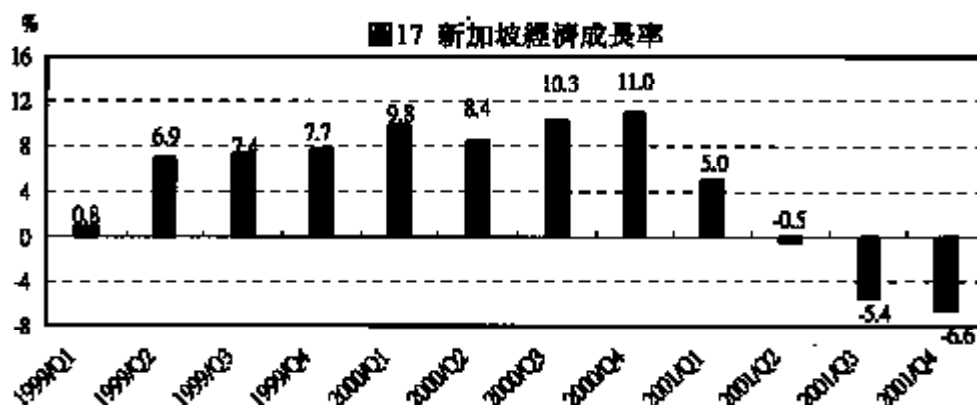
較，除港幣、人民幣及馬幣以外，其他經濟體之通貨對美元均為貶值，其中以印尼盾貶值 8% 幅度最大，其次為星元貶值 7%，韓元貶值 4%，菲律賓披索及泰銖貶值幅度均低於 3%。迨入本年，各經濟體通貨並未追隨日圓進一步貶值；2 月底，各經濟體通貨對美元匯價大致回穩，並呈小幅揚升局面。

亞洲新興經濟體之股價方面，上年下半年起，除馬來西亞股價因政策面利多刺激，呈上揚走勢外，其餘均伴隨美國道瓊及那斯達克股價走勢而大幅下跌，中國大陸 A、B 股則因查緝非法資金流入股市及釋出國有股票等政策面利空因素，股價亦呈下跌走勢；9 月中之後，由於美股強力反彈及各經濟體加緊採取寬鬆之財金政策，大抵持續走高。上年 12 月底與前年底比較，香港、菲律賓、中國大陸上海 A 股、新加坡及印尼仍分別下跌 25%、22%、22%、16% 及 6%，至於中國大陸上海 B 股、南韓、泰國及馬來西亞股價則分別上揚 92%、38%、13% 及 2%。迨入本年，除中國大陸上海 A、B 股因國有股票減持計畫搖擺不定致大幅下挫外，其餘經濟體之股市大致維持上年底之強勁漲勢，2 月底漲勢稍歇。

#### （一）新加坡

1. 上年第四季經濟衰退 6.6%，本年預估可成長 1% 至 3%

受到全球景氣持續低迷，對電子產品需求下滑的影響，新加坡上年第四季的經濟衰



退幅度由前一季的衰退 5.4%擴大為衰退 6.6% (圖 17)，為連續第三季的負成長；至於與上季比較之變動率則成長 5.6%，為連續三季萎縮後首次反彈。上年全年經濟成長率自前年的 10.3%大幅滑落至負 2.0%，且超過 1985 年負 1.6%的紀錄。由於美國景氣已出現復甦跡象，新加坡政府向上修正本年經濟成長率預估值為 1%至 3%。

新加坡的製造業部門，受到整體需求下降的影響，自上年第二季起即告衰退，第四季續較上年同期衰退 18.6%，惟跌幅較第三季略為縮小；全年製造業部門產出則自前年的成長 15.3%轉呈衰退 11.5%，主要是電子及資訊科技相關製造業部門的生產銳減。迨入本年 1 月，新加坡的工業生產年增率由上月之衰退 22%大幅回升至成長 4.7%，係連續 9 個月衰退後的首次成長，顯示整體製造業已出現觸底反彈的跡象。

上年第二季以來，新加坡進、出口年增率即轉趨滑落。出口方面，第四季出口雖較上季增加 17.89 億星元，惟年增率仍衰退

18.1%；進口方面，第四季進口較上季減少 5.52 億星元，年增率亦衰退 20.9%；貿易順差擴大為 35.59 億星元，全年貿易順差則自前年之 56.51 億星元擴大為 103.34 億星元。迨入本年 1 月，單月出口萎縮 5.0%，其中非石油商品出口較上年同期下跌 4.1%，惟跌幅已見縮小，主要係因電信與電腦產品出口回升；進口方面，本年 1 月單月進口則衰退 10.6%。

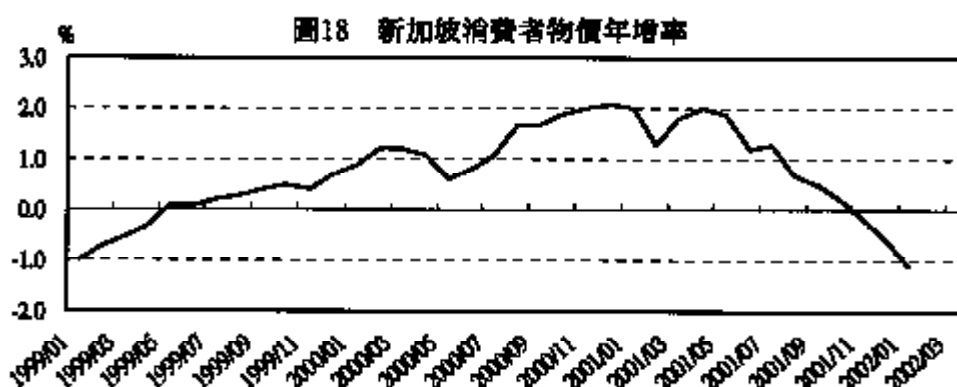
## 2. 失業率上揚，通貨緊縮壓力上升

新加坡就業市場因景氣低迷帶來嚴重打擊，失業率由上年第三季的 3.8%走高至第四季的 4.7%，全年失業率為 3.4%高於前年的 3.1%。由於景氣不振，新加坡消費者物價指數年增率於上年 11、12 月分別下跌 0.2%及 0.6%，迨入本年 1 月更擴大為下跌 1.1%，通貨緊縮壓力升高 (圖 18)。

## 3. 市場利率走低，星元走貶，股價觸底回升

受美國降息影響，新加坡長短期利率上年以來呈下跌走勢。其中，三個月期銀行間





拆款市場利率於上年9月起跌破2.0%，10月底下降至0.88%的低點，嗣後略為回升至年底之1.25%；迨入本年，三個月期銀行間拆款市場利率再度走低至2月底之1.0%；至於基本放款利率，上年以來一直維持在5.8%水準，惟自9月起轉趨下跌，並走低至年底之5.35%（圖19）；本年以來，基本放款利率略為回升至2月底之5.4%。五年期政府公債殖利率則於上年初一路下滑至10月之2.35%低點，之後開始回升至年底之3.42%；迨入本年復回跌至2月底之3.11%。

股市方面，上年以來受全球經濟衰退及科技產業前景不佳的影響，新加坡海峽時報

股價指數自年初的2,000點走低至5月1,600點的第一波低點，之後盤整於1,600點至1,700點間；9月起因股價再大幅下跌至9月21日上年最低之1,241.29點。11月起受到美股反彈帶動回穩，新加坡海峽時報股價指數開始止跌回升，於12月初回到1,500點，迨至上年底則回升至1,623.6點（圖20）。本年以來，新加坡股市受到美國經濟明顯復甦將帶動全球景氣回升的影響而持續上漲，2月底收在1,715.58點。

匯價方面，新加坡金融管理局（MAS）於上年7月12日改採中性匯率政策（neutral exchange rate policy），將以貿易加權之星元

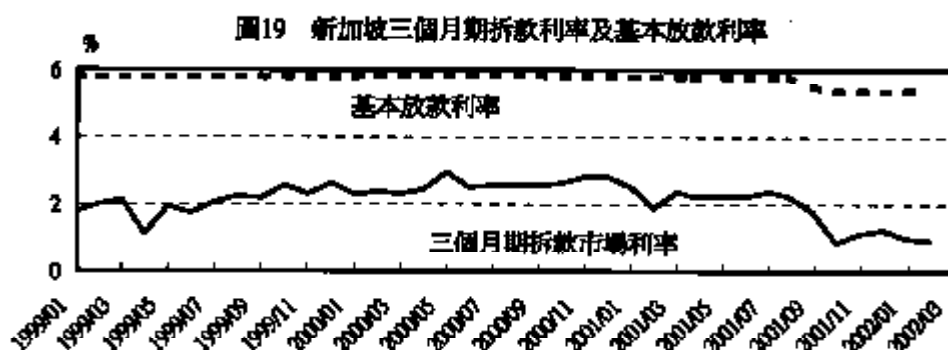
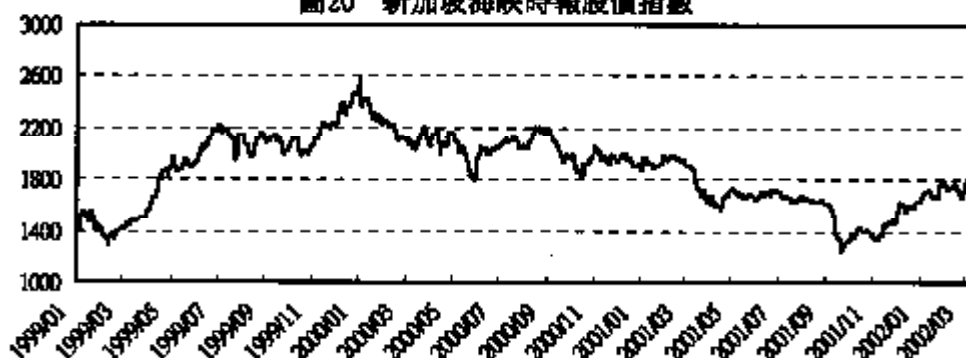
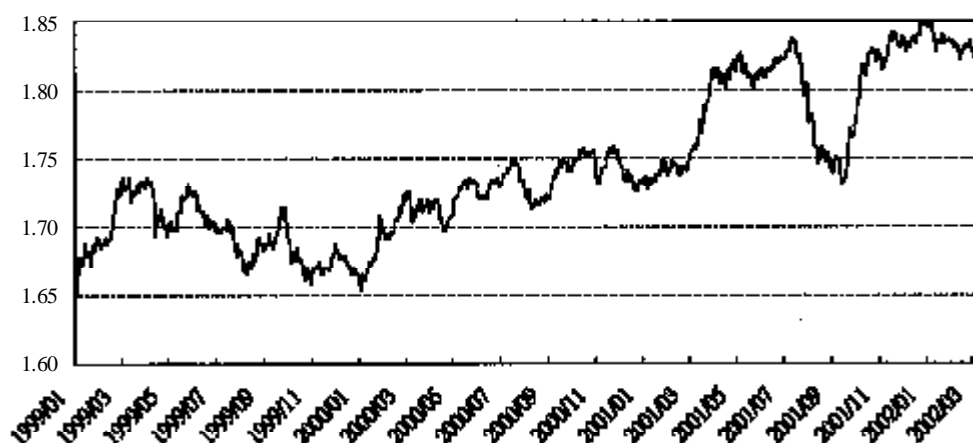


圖20 新加坡海峽時報股價指數



星元/美元

圖21 星元匯率

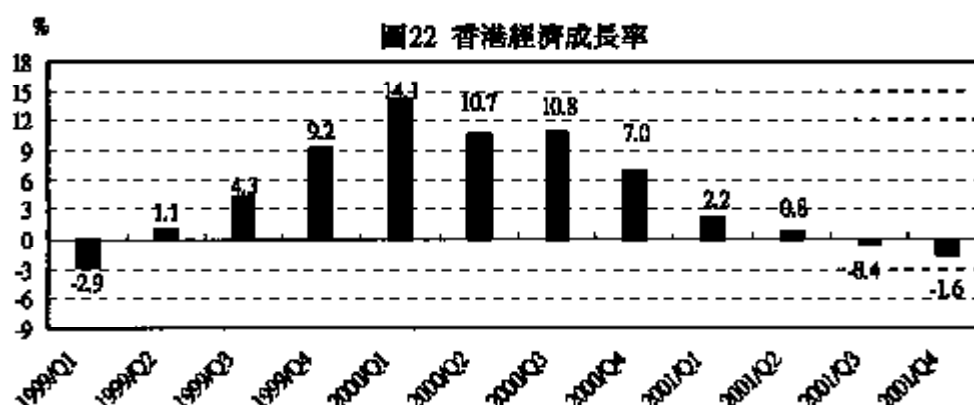


有效匯率維持於以零升值為中心的匯率浮動區間，13日星元即大貶並創下1美元兌1.8370星元的十一年以來新低價位。嗣因新加坡景氣下挫，加以新加坡金融管理局宣布放寬星元匯率之浮動區間，星元遂一路走貶至12月底的1美元兌1.8465星元（圖21）。本年以來，星元反彈，並一路走高至2月底之1美元兌1.8319星元。

## （二）香港

1. 第四季經濟明顯衰退，全年僅成長0.1%

上年香港經濟成長逐季減緩，迨入第三季並轉呈衰退0.4%，第四季續擴大至衰退1.6%（圖22），全年經濟成長率則由前年的10.5%大幅降至0.1%，主要是因全球景氣低迷，致商品及勞務出口呈衰退，加以投資支出自年初即大幅減緩，以及消費支出大幅滑落所致。港府表示，伴隨全球景氣的回溫，



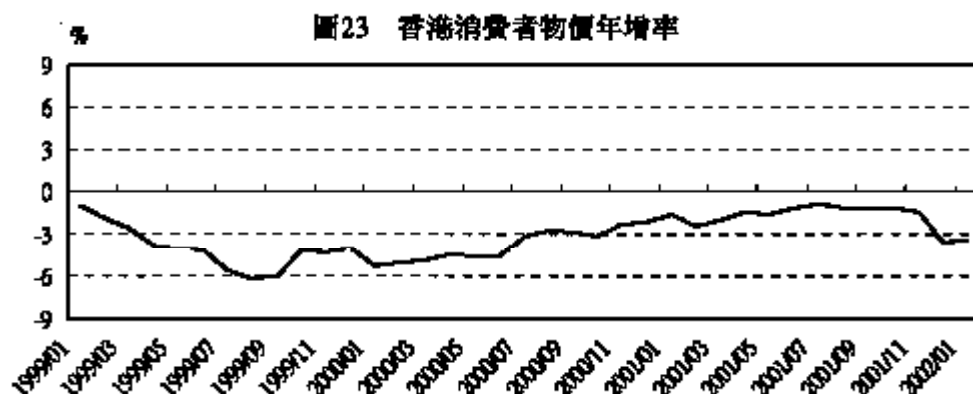
香港對外貿易亦可望逐步回穩，惟消費需求仍將因減薪及失業率上升而受到抑制，而資產價格下跌所帶來負財富效果亦將延續至本年，預估今年上半年經濟仍呈衰退，迨入下半年才可望明顯回升，全年經濟成長率預估將回升至 1%。

上年第四季，香港進、出口年增率分別衰退 11.9% 及 13.3%，全年則分別衰退 5.4% 及 5.8%；就出口地區而言，除對中國大陸維持正成長之外，對歐盟及東南亞地區均呈衰退。由於出口衰退幅度較進口衰退幅度為大，總計上年全年香港貿易逆差為 887 億港幣，逆差續較前年擴增 32 億港幣。迨入本年 1 月，香港出、進口表現依舊不佳，分別較上年同期衰退 12.2% 及 8.6%，貿易逆差為 32 億港幣。

2. 失業率頻創新高，通貨緊縮壓力劇增  
伴隨經濟放緩及轉趨衰退，企業精簡人事及遣散員工，香港勞動市場明顯受創，失業率由上年初的 4.4% 逐月走高至 12 月的

6.1%，全年失業率達 5.1%。本年 1 月，失業率再度攀升至 6.7%，創 1981 年官方開始此項統計以來的最高水準，失業人數則高達 21 萬 9 千人。港府表示，由於香港正處於經濟結構轉型期，短期內失業情況仍難改善。

香港的綜合消費者物價年增率自 1997 年 7 月起即不斷下降，至 1998 年 11 月甚至轉呈負數，1999 年 9 月起跌幅始逐步縮小，上年全年消費者物價年增率則縮小至負 1.6%。上年第四季，因區內經濟不佳，零售商多以低價促銷，加以進口物價跌幅持續擴大等，綜合消費者物價指數跌幅再度擴大至 12 月之下跌 3.6%（圖 23），本年 1 月，消費者物價續下跌 3.5%，顯示通貨緊縮壓力仍大。港府表示，由於工資與租金持續下跌，促使零售價格市場出現激烈的削價競爭，此外，受美元強勢、日本及中國大陸均出現通貨緊縮現象之影響，進口物價不斷下跌，遂將本年香港綜合消費者物價指數年增率之預估值，由上年 11 月預估的下跌 1.6% 下調至下跌 2.8%。



3. 伴隨美國數度降息，利率一路走低  
 上年香港金融管理局（HKMA）伴隨美國 Fed 十一度降息，貼現窗口基本利率由年初的 8% 降至 12 月之 3.25%，累計降息幅度達四．七五個百分點。香港金融管理局表示，為維持通貨委員會制度之順利運作，香港貼現窗口基本利率將維持於較美國聯邦資金利率目標至少高出一．五個百分點的水準。至於銀行業利率方面，香港自上年 7 月 3 日起撤銷對港幣儲蓄帳戶與往來帳戶的利率管制規定後，各銀行已可自行決定其存放款利率，且各銀行均跟進 HKMA 之降息行動調

降存放款利率。迨入本年 1 月，主要銀行的儲蓄存款利率已由上年初的 4.36% 調降至 0.16%，最優惠貸款利率亦由 9.11% 調降至 5.13%，創 1998 年 2 月以來之最低；同期間，隔夜拆款利率亦由 5.41% 降至 1.73%（圖 24）。

4. 港股盤整走跌

上年下半年以來，香港恆生股價指數大致呈走跌局面，特別是在 911 事件發生後，曾遽挫至三年來的最低 8,934 點。嗣後伴隨全球股市逐漸回穩，恆生股價指數盤旋走高，迨至年底已回升至 11,397 點，惟全年仍下跌

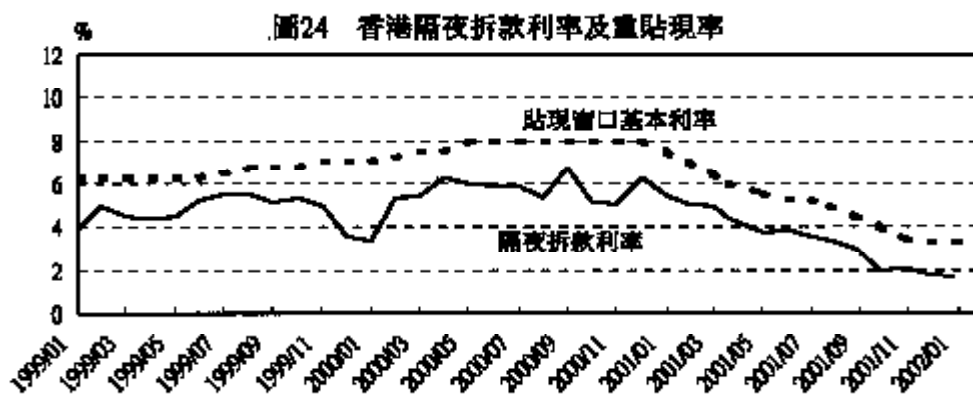
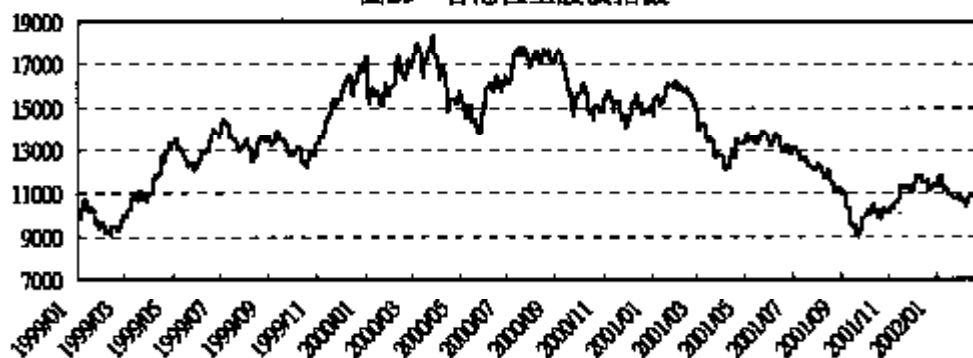


圖25 香港恆生股價指數



24.5%。本年初以來，受美股因安隆事件下挫之拖累，恆生股價指數再度轉趨下挫，2月底已跌至 10,482 點（圖 25）。

#### 5. 香港財政收支面臨結構性問題

香港財政司於本年 3 月初公布的財政預算案指出，預估上年度（2001/2002 年，即 2001 年 4 月 1 日至 2002 年 3 月底）香港的財政赤字將達 656 億港元或 GDP 的 5.2%，為連續第四個年度出現財政赤字，將使港府財政儲備（過去所累計的財政盈餘）於本年 3 月底降至 3,698 億元。

香港財政收支連續多年赤字之原因為過去幾年港府採取擴張財政措施，加以港府對公務員薪資支出占其經常支出比重高達七成（占財政支出約五成），且該支出無法隨近年的通貨緊縮而彈性調整，此外，持續的通貨緊縮讓港府稅收、投資及賣地收入減少等亦是造成年年財政赤字之主因。

港府表示，若不解決上述香港財政收支的結構性問題，繼續沿用以往的收支模式，估計至 2008/2009 年度將會耗盡所有的財政儲

備。為改善香港結構性財政赤字狀況，港府財政司於本年 3 月的財政預算案中提議，將自本年度(2002/2003 年)起採取下列措施：

1. 於本年 10 月起調降公務員薪資 4.75%；
2. 降低煙酒免稅額及調高葡萄酒稅率；
3. 加課邊境建設稅。

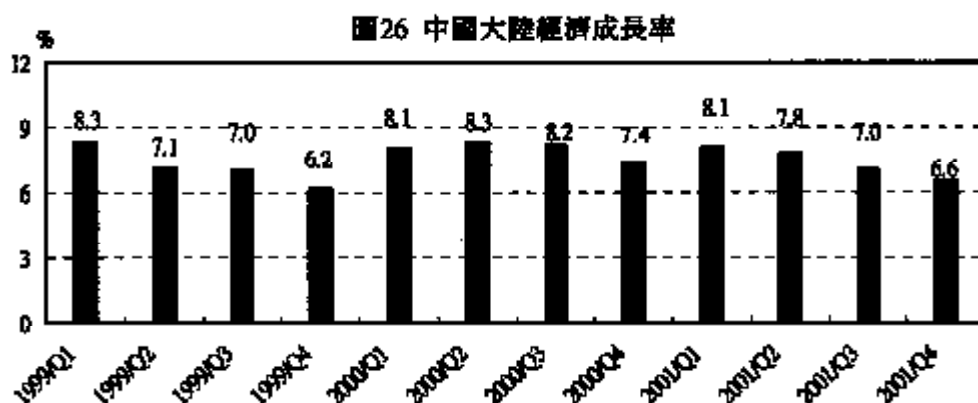
此外，為避免減薪及加稅等影響消費支出，將同時對部分民生相關項目提出減免措施，主要包括：

1. 提高薪資免稅額；
2. 調降水費、排污費及工商業污水附加費；
3. 免收商業登記費一年；

#### （三）中國大陸

1. 經濟成長趨緩，對外貿易及工業生產成長亦告減緩

受到全球景氣放緩，工業生產及出口持續下滑影響，中國大陸上年實質 GDP 年增率由第一季的 8.1% 逐季下跌至第四季的 6.6%（圖 26），全年經濟成長率由前年之 8.0% 降為 7.3%，惟仍高於官方設定 7.0% 的目標。



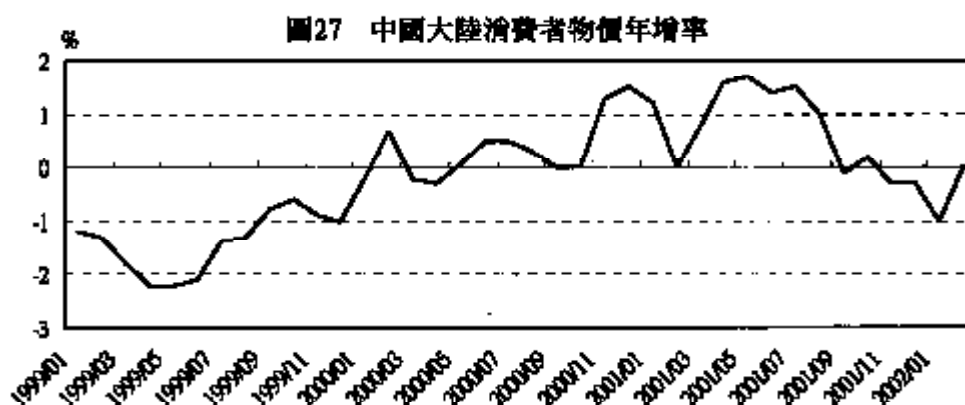
上年第四季中國大陸工業生產平均成長率為 8.5%，全年年增率則為 8.9%，低於前年的 11.5%。

對外貿易方面，受全球景氣趨緩影響，上年中國大陸的進、出口年增率自下半年起轉呈下滑趨勢，第四季分別降至 0.2% 及 4.3%，全年進、出口年增率分別為 8.2% 及 6.8%，遠低於前年的 35.9% 及 27.8%；本年 1、2 月，由於上年 1 月及本年 2 月適逢農曆春節，1 月進、出口年增率分別為 12.9% 及 29.2%，2 月則降至 0.8% 及負 12.7%。全年貿易順差則由前年之 240.8 億美元縮減至 224.8 億美元。

## 2. 通貨緊縮問題再度成為焦點

上年第四季起，中國大陸由於景氣明顯放緩，通貨緊縮壓力升高，消費者物價年增率於 11 月、12 月均下跌 0.3%，迨入本年 1 月擴大至下跌 1.0%，為自 1999 年 12 月以來單月之最大跌幅，2 月因受春節因素之影響，消費者物價止跌回穩至零成長（圖 27）。

中共官方表示，由於出口及工業生產雙雙減緩，明顯影響整體需求，因此仍將持續擴大公共支出，利用區內龐大的儲蓄資金，支撐區內民間消費，俾避免再陷入通貨緊縮困境。



### 3. 為因應景氣放緩，中國人民銀行近三年來首次降息

為緩和全球景氣走緩對中國大陸的不利影響，中國人民銀行自本年 2 月 21 日起調降金融機構各期存放款利率及金融機構在中國人民銀行的準備金存款利率與再貸款利率。金融機構各期別存款利率平均調降 0.25 個百分點，各期別放款利率則平均調降 0.5 個百分點，至於中國人民銀行所收受金融機構的準備金存款其利率則調降 0.18 個百分點，各期別之再貸款利率亦調降 0.54 個百分點。這是中國大陸自 1999 年 6 月以來的首次降息。

### 4. 深滬兩市 A、B 股股價持續下跌

上年下半年以降，受中共嚴查金融體系資金炒作股市，並配套查緝市場主力，以及宣布實施國有股減持方案等利空因素影響，上海 A、B 股股價指數分別由 6 月中旬之歷史高點 2,337.92 點及 5 月底之 239.73 點跌至 12 月底之 1,712.54 點及 171.53 點，跌幅分別

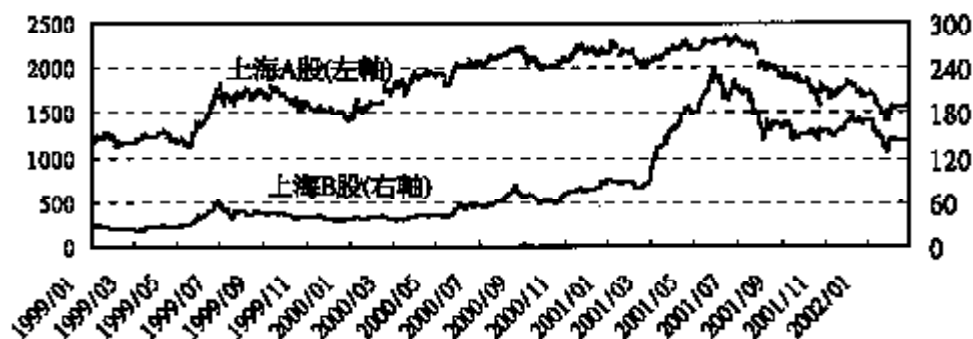
達 26.7% 及 28.4%。本年以來，受國有股票減持政策搖擺不定因素影響，中國大陸股價持續下跌，2 月底上海 A、B 股股價指數已分別跌至 1,591.14 點及 143.15 點（圖 28）。由於國有股票減持計畫是左右大陸股價走勢之主因，加以中共官方深恐股價持續下跌，故遲遲未提出具體的國有股票減持的實施計畫，將留待本年 10 月第十六屆全國黨代表大會後再議。

### 5. 人民幣匯價走勢平穩

上年下半年起，中國大陸因經濟基本面良好，人民幣匯價維持在 1 美元兌 8.2770 人民幣上下波動，迨至 12 月底以 1 美元兌 8.2766 人民幣作收。迨入本年，人民幣持續走穩，約在 1 美元兌 8.2760 至 8.2770 人民幣間盤旋，2 月底以 1 美元兌 8.2765 人民幣作收（圖 29）。

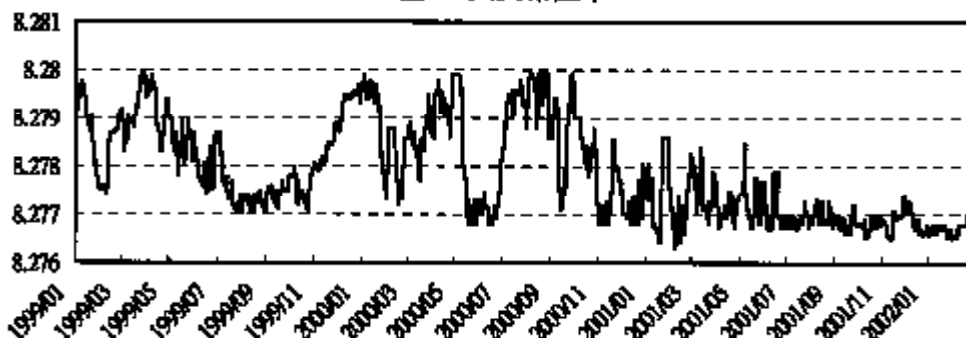
根據中國人民銀行「2001 年貨幣政策執行報告」，1994 年迄至本年初，人民幣對主要貿易伙伴國和地區的貨幣已升值 30%。由

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



於目前中國大陸對外貿易順差、外人投資增加、外匯儲備持續累積，致人民幣有升值壓力，中國人民銀行已決定將有條件放寬企業保留外匯的限額、提高企業購買外匯至境外投資額度限制，以及調高居民出境結匯金額等措施。

#### 6. WTO 通過中國大陸入會案

世界貿易組織(WTO)於上年 11 月 10 日卡達部長會議通過中國大陸入會案。根據入會承諾，中國大陸須降低關稅、取消非關稅

障礙、減少政府補貼，並在三至五年內逐步開放電信、金融、保險等服務業市場，關於中國大陸承諾開放金融業之時程，詳下表之說明。

中國大陸入會文件於上年 11 月 10 日經第四屆 WTO 部長會議通過，於 11 月 11 日完成簽署，並於 12 日經中共國家主席江澤民完成批准程序後，送 WTO 秘書處存放，於 12 月 10 日正式成為 WTO 第 143 個會員國。

### 中共承諾開放金融業之時間表

時間	開放業務或地區
入會後	1. 取消外資銀行辦理外匯業務的地域及客戶限制。 2. 允許深圳、上海、大連、天津的外資銀行對外國客戶提供人民幣業務。
入會一年內	允許廣州、青島、南京、武漢的外資銀行對外國客戶提供人民幣業務。
入會二年內	1. 允許濟南、福州、成都、重慶的外資銀行對外國客戶提供人民幣業務。 2. 允許外資銀行對大陸企業辦理人民幣業務。
入會三年內	允許昆明、珠海、北京、廈門的外資銀行對外國客戶提供人民幣業務服務。
入會四年內	允許汕頭、寧波、瀋陽、西安的外資銀行對外國客戶提供人民幣業務。
入會五年內	1. 允許外資銀行對所有大陸客戶提供人民幣業務。 2. 取消所有現存的對外資銀行所有權、經營和設立形式，包括對分支機構的許可及發放之限制，審批條件與大陸的銀行相同。 3. 允許外資銀行對大陸居民提供汽車信貸業務。



由於加入WTO將使中國大陸金融環境發生重大變化，未來將有更多的外資銀行進入中國大陸市場，使中國大陸銀行業面對爭奪客戶和優秀管理人才的壓力，並對中國大陸當局的監管能力帶來挑戰。據此，中國人民銀行已擬定具體措施因應。

匯率政策方面，中國人民銀行行長戴相龍表示，加入WTO後仍將續採管理式的浮動匯率制度，且在人民幣穩定之條件下，逐步開放資本帳交易項目，最後達成人民幣自由兌換的目標。他並重申將適度擴大人民幣匯率的波動幅度。

#### (四) 南韓

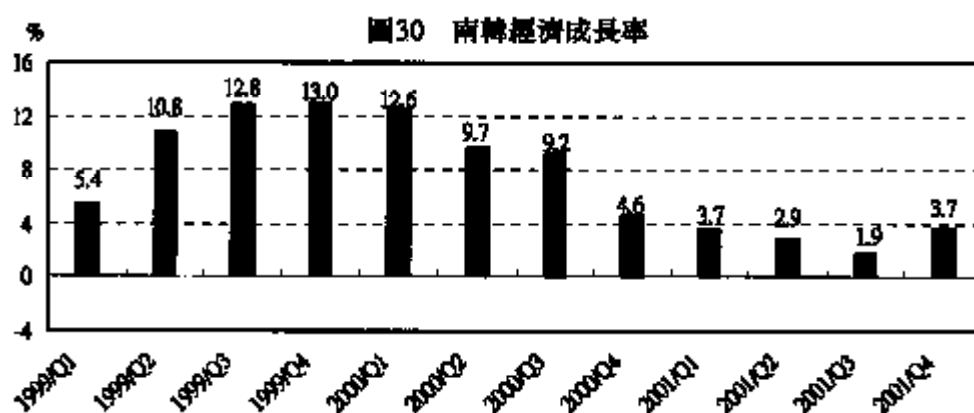
1. 上年第四季經濟成長率超乎預期彈升 3.7%，全年則達 3.0%

上年第四季南韓實質 GDP 年增率在民間消費支出與營建投資持續成長之激勵下，由第三季之 1.9% 回升至 3.7% (圖 30)。從生產面來看，農漁業、製造業、營建業及服務業分別成長 1.5%、2.1%、9.5% 及 4.7%；從需求面來看，除民間消費支出及營建投資分

別強勁成長 6.6% 及 10.7% 之外，機器設備投資及出口仍分別衰退 3.1% 及 1.1%。全年經濟成長率則由前年的 9.3% 大幅滑落至 3.0%。展望本年，南韓政府認為南韓經濟已於上年第四季觸底，本年下半年起將伴隨美國及亞洲經濟逐步復甦，出口及投資將加速回升，預估本年經濟成長率可望超過 4%。

受全球半導體、電腦組件及汽車等出口產品需求減緩，加上 911 事件影響，南韓上年第四季出口續由第三季之衰退 19.8%，再度衰退 19.6%；進口方面，受投資疲軟影響，第四季仍衰退 17.1%；在進出口雙雙萎縮情況之下，第四季貿易順差僅為 20.1 億美元。

本年 1 月，受日圓大幅貶值之影響，南韓對日本出口大幅衰退 46.9%，整體出口亦較上年同期衰退 8.9%，為連續第十一個月的下挫，但減幅已大幅縮小；進口則較上年同期減少 8.9%；貿易順差大幅縮小至 1.9 億美元。工業生產方面，受到半導體及機械設備生產減緩的影響，上年 6 月起南韓工業生產指數年增率由正轉負，7、8 二月再分別衰退



5.7%、4.9%，創1997年亞洲金融危機以來的最低水準；迨入第四季，因汽車及運輸設備生產增加，工業生產指數年增率止跌回升，各月分別為負1.3%、5.0%及3.3%；本年1月，工業生產指數年增率進一步大幅回升至10.2%，創前年10月以來之最大增幅。

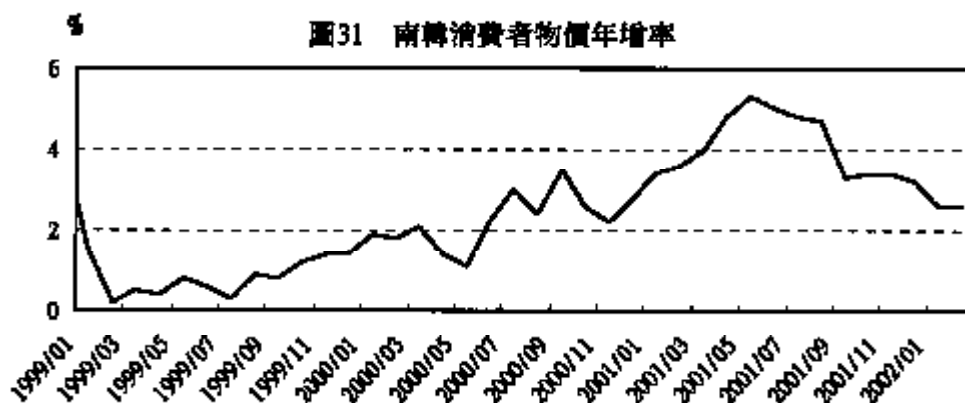
## 2. 失業率近期有回升跡象；而通膨壓力仍大

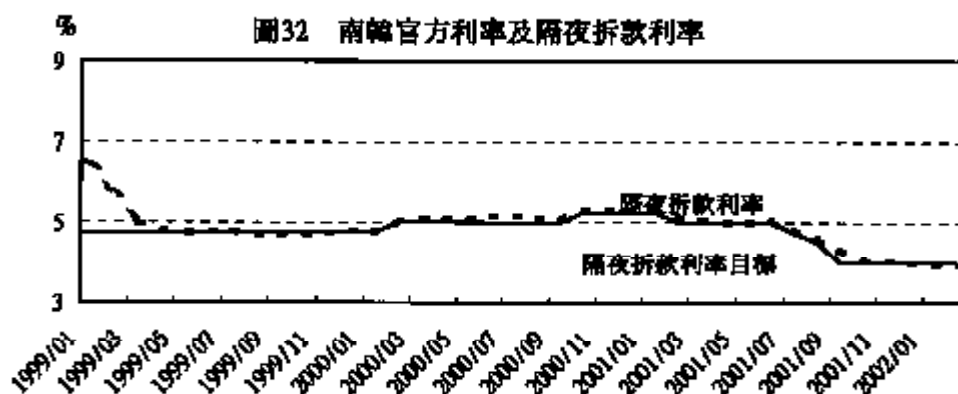
南韓失業率上年第一季一度高達5.0%，之後止升回穩，9月降至近四年之新低3.0%，10月之後復回升至12月之3.4%；本年1月，失業率進一步攀升至3.7%。

物價方面，上年上半年受韓元貶值、工業產品、公共費率價格上揚及高油價影響，南韓消費者物價指數（CPI）年增率曾於5月走高至5.3%，之後逐月下滑至12月之3.2%。全年南韓之CPI年增率則由前年之2.3%大幅攀升至4.1%，遠高於南韓政府所設定之3.0%目標；本年1月，因行動電話費率調降，南韓CPI年增率降至2.6%（圖31）。

南韓央行自上年起將貨幣總計數M3由中間目標調降為監視目標，此舉意謂南韓央行已經採行純粹的通貨膨脹目標化政策，改變了自1998年起「通貨膨脹目標化」與「貨幣總計數目標化」並行的貨幣政策操作策略。上年南韓央行為反映基本物價走勢，將消費者物價剔除石油及農產品中的穀類項，作為該行所控制的核心通貨膨脹率指標。此外，為考量未來物價較高的不確定性，南韓央行亦容許基本通貨膨脹率於其目標值上下各一個百分點間波動。本年南韓央行的通貨膨脹目標區間訂為 $3.0\% \pm 1\%$ ，中期目標則維持於年平均2.5%的水準，直至2003年止；至於貨幣總計數M3成長率，因民間需求持續擴張，加以外資可望續呈流入，南韓央行將監視目標訂於8-12%，略高於上年之6-10%。

針對近來南韓房地產價格大幅飆升情況，南韓央行總裁全哲煥表示，雖然房地產價格出現過熱現象，導致通膨預期心理升高，但是，一般民眾對於房地產價格呈現泡





沫化現象已有警覺，再者，南韓政府亦開始實施壓抑房地產價格飆漲之政策，相信房地產繼續飆漲之可能性不高。

### 3. 南韓央行連續六個月維持隔夜拆款利率目標於 4.0% 水準

上年下半年起，為活絡經濟，南韓央行曾於 7 月、8 月分別調降隔夜拆款利率目標一碼至 4.5%，911 事件後並再次調降隔夜拆款利率目標二碼至歷史新低之 4.0% 後，迄至本年 2 月都維持不變（圖 32）。

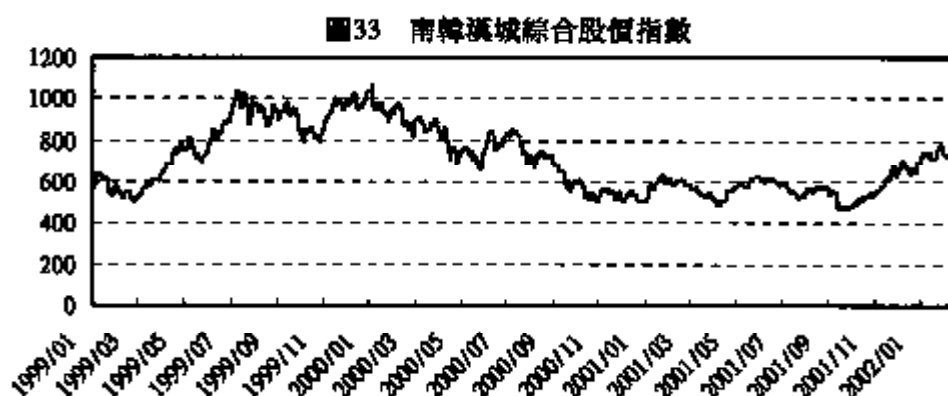
南韓央行總裁全哲煥於本年 1 月 10 日公布「本年貨幣政策方針」後指出，南韓央行

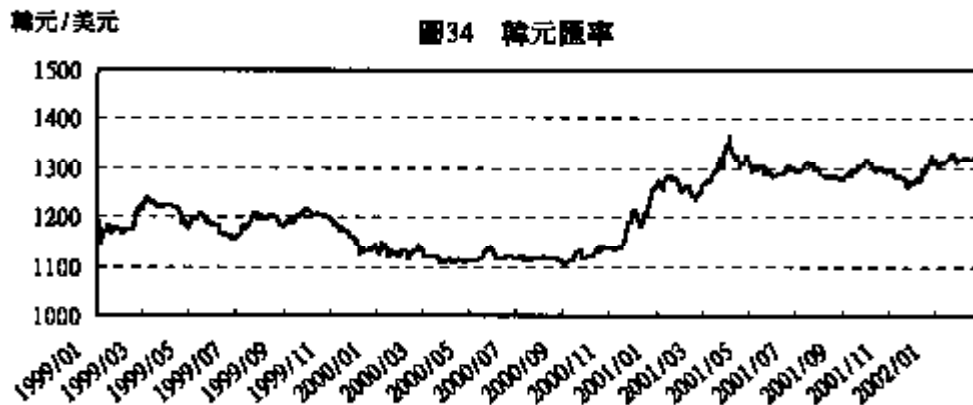
將在物價無上漲壓力之前提下，續維持目前的低利率政策。

### 4. 南韓股價因外資持續買進而大漲；匯價則受日圓拖累而走弱

上年下半年起，南韓股市即持續向下探底。迨至 8 月，KOSPI 指數一度反彈回升。

9 月 11 日，受 911 事件之影響，南韓股市跌幅高達 12%。10 月起，KOSPI 指數觸底反彈，並連續八週大幅上揚，其間 KOSPI 指數曾於中 11 月份大漲 20%，創全球股市單月最大漲幅。迨入本年，南韓股價仍持續上漲，KOSPI 指數進一步由上年底的 693.70 點一路





攀升至 2 月底之 819.99 點（圖 33）。

匯價方面，上年下半年起，韓元一度伴隨日圓回穩轉而趨升，9 月復因 911 事件一度走貶；迨入 10 月，韓元再回穩並走高至近 8 個月來之新高 1,308 韓元兌 1 美元。之後，受日圓走貶拖累，12 月底韓元已貶至 1,313 韓元兌 1 美元，創八個月來之最低。本年以來，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，呈技術性反彈，2 月底韓元兌美元以 1,318 韓元兌 1 美元作收（圖 34）。

#### （五）泰國

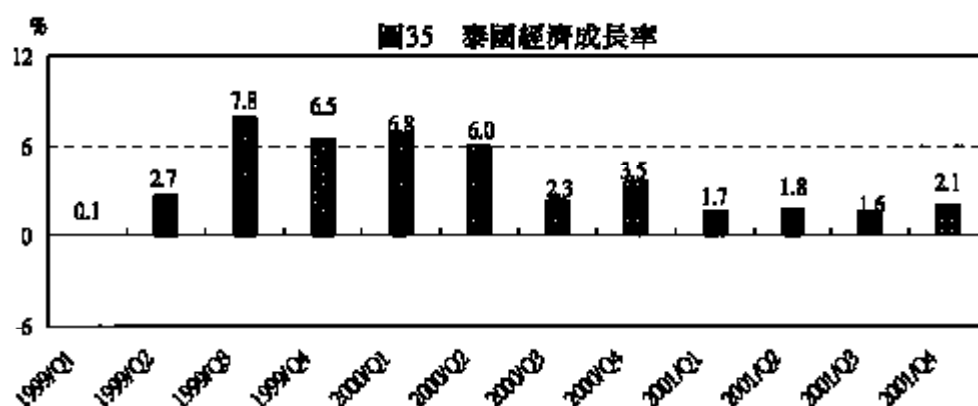
1. 上年第四季經濟成長率達 2.1%，物價則持續走低

泰國上年第四季經濟成長率在國內需求熱絡之帶動下，由第三季之 1.6% 擴增至 2.1%（圖 35），惟全年經濟成長率則由前年之 4.6% 大幅放緩至 1.8%。第四季經濟穩健成長的主因是民間消費支出及固定投資分別成長 3.1% 及 0.3%；就部門別分析，農業部門成

長 3.9%、製造業部門成長 1.5%，以及營建業部門成長 7.3%，至於高科技產業部門則呈現萎縮態勢。由於泰國景氣明顯復甦，泰國央行於本年 1 月預估泰國本年經濟成長率將達 2~3%。

上年第四季泰國製造業生產指數年增率為 1.9%，全年則維持在 2.2%，低於前年之 3.1%。本年 1 月，製造業生產指數續降至 1.5%。對外貿易方面，由於電子與工業產品出口大幅衰退，上年第四季泰國出口續由第三季之衰退 11% 擴大至衰退 13.6%，全年則衰退 7%；至於進口，亦由第三季之衰退 8.9% 擴大至衰退 13.9%，全年則衰退 2.8%；全年的貿易順差則由前年的 55 億美元縮小為 25 億美元。本年 1 月泰國出、進口再分別衰退 6.4% 及 8%，並出現 1.8 億美元之貿易逆差。

物價方面，上年下半年以來因內需疲弱，第三季消費者物價年增率續由第二季之 2.5% 走低至 1.7%，第四季進一步滑落至 12 月之 0.8%，全年 CPI 年增率則由前年之 1.6%



上升至 1.7 %。本年 1、2 月 CPI 年增率再走低至 0.8 %、0.3 % (圖 36)；至於核心通貨膨脹率 (扣除食物與能源價格)，則由上年 8 月之 1.5% 高點逐月走低至 12 月之 1.2 %，全年為 1.3 % 高於前年之 0.7 %；迨入本年 1 月則續降為 1%。

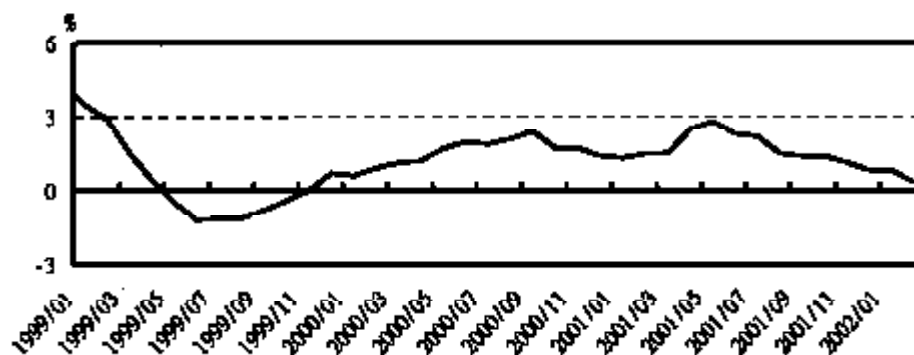
#### 2. 14 天期附買回利率二度調降

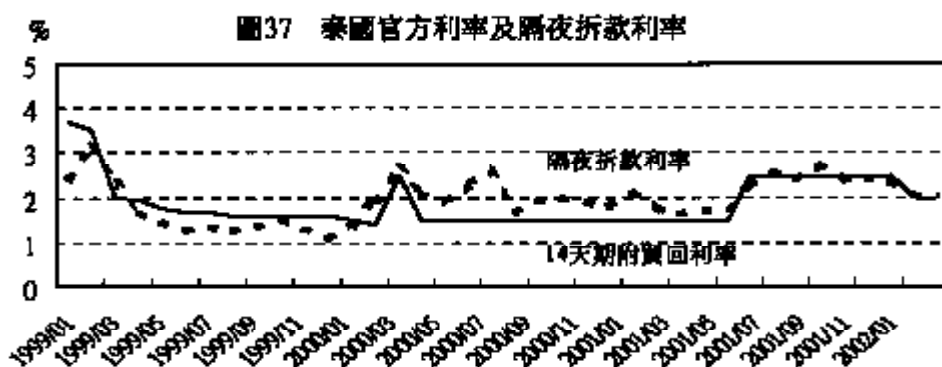
泰國央行自前年 5 月起採行通貨膨脹目標化政策 (Inflation targeting) 並成立貨幣政策委員會 (Monetary Policy Committee, MPC)。本年初決議將核心通貨膨脹率 (扣除食物與能源價格後之消費者物價指數年增

率) 目標區間訂為 0 至 3.5% (季平均)；同時決定以泰國央行 14 天期附買回利率 (14-day repurchase rate) 作為指標利率。MPC 會議每隔 6 週召開一次，有關通貨膨脹報告也每隔 3 個月發布一次。

上年 6 月初新任泰國央行總裁布里迪雅通 (Pridiyathorn) 為吸引外資曾將 14 天期附買回利率由 1.5% 大幅調升至 2.5%。此外，為配合通貨膨脹目標化制度，並強化以 14 天期附買回利率作為指標利率之有效性，泰國央行自 10 月 1 日起廢除傳統貼現窗口及現行重貼現率機制，建立常備之日終流動性窗口

圖 36 泰國消費者物價年增率





(end-of-day liquidity window；以14天期附買回利率加1.5%計息)機制。12月底，為提振景氣，MPC調降十四天期附買回利率一碼至2.25%；另本年1月21日為進一步刺激景氣之復甦，再度調降14天期附買回利率一碼至2.0%；日終流動性窗口機制利率則降至3.5%。

### 3. 短期市場利率由高點滑落，銀行放款則持續低迷

伴隨泰國央行指標利率的調降，泰國隔夜拆款利率亦由上年9月之2.7%高點，逐步下滑至12月底之2.34%，迨入本年，持續下滑至2月之2.01%（圖37）。

儘管泰國逾期放款情況續有改善（泰國全體金融機構逾期放款比率已由1999年5月的高峰47.7%大幅下降至上年底的11%，創兩年半來新低），惟因泰國企業的設備利用率偏低（上年第四季設備利用率僅為55.8%，本年1月再降為55.2%）及還款能力不足，致即使利率走低仍欠缺借款意願；加上企業轉向債券市場籌資的反中介現象已然存在，

以及銀行為打銷壞帳將不良債權移轉給資產管理公司等因素，金融機構的放款態持續低迷，上年第四季泰國商業銀行放款年增率萎縮5.6%，本年1月續萎縮5.9%。

### 4. 泰銖匯價逐步回穩，股價因降息而受激勵

上年7月底，泰國因與馬來西亞締結雙邊貿易協定，直接以泰銖或馬幣支付進出口價款，加上美元轉弱等因素，泰銖匯價由上半年之頹勢開始大幅回升，之後雖因911事件之影響而再度走貶，惟11月已逐漸回穩，迨至年底，已由7月20日45.8兌1美元之低點升至44.2泰銖兌1美元。本年初以來，泰銖匯價續呈升值走勢，2月底泰銖升至43.7泰銖兌1美元（圖38）。

股價方面，上年8月受泰國政府通過國營資產管理公司TAMC收購銀行壞帳，以及泰銖回升之激勵，SET股價指數由7月底之297.69低點大漲至8月底之338.02點；911事件後股價連續八週下滑，迨至11月中旬股價指數始由265.22點止跌反彈，之後伴隨泰



國央行降息及泰國政府的作多，SET 指數強勁彈升至年底之 303.85 點。迨入本年，SET 指數復持續走高至 2 月底之 371.81 點（圖 39），在亞洲新興市場股市中表現最佳。

#### 5. 泰國實施線上即時總額清算支付制度

泰國央行自上年 12 月 21 日起開始實施新的支付制度，稱之為 BAHTNET/2。新的支付制度係透過「線上即時總額清算」（Online Real Time Gross Settlement）機制，進行即時逐筆清算交易，此一機制並包括政府債券之「款券同步交割」（Delivery Versus Payment），將能有效降低現行支付制度之交割

風險，提高資金移轉效率，並達成符合國際標準之支付體制，將來尚可與其他國外支付系統連結。

早在 1995 年 5 月 24 日泰國央行為配合「即時總額清算」（RTGS）制度之實施，已推出 BAHTNET（Bank of Thailand Automated High-value Transfer Network）制度，作為泰國央行與金融機構間，以及金融機構彼此間之電子資金移轉支付機制。泰國央行為進一步發展該國資本市場及貨幣市場，降低政府債券交易成本及風險並與國際清算制度接軌，遂進一步將既有的 BAHTNET 升級為

BAHTNET/2，促使泰國政府公債以即時清算、款券同步交割進行，並使用SWIFT界面作為BAHTNET會員間收發訊息之媒介，期能迎接快速變遷的金融環境與科技進步的挑戰。

#### (六) 馬來西亞

1. 上年第四季經濟衰退 0.5%，全年則略微成長 0.4%

馬來西亞上年第四季經濟成長率在積極推動擴張性財政政策及國內需求穩健成長之支撐下，由第三季之衰退 1.2% 回升至衰退 0.5%（圖 40），全年經濟成長率則由前年之 8.3% 大幅減緩至 0.4%。伴隨全球景氣之逐步復甦，馬國政府預估，本年馬國之經濟成長率可望回升至 3.5%。

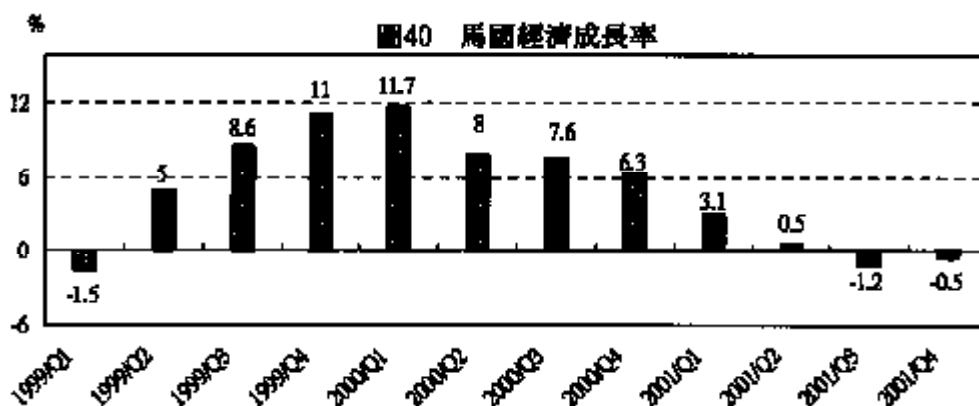
以產業別分析，上年第四季農業部門因橡膠及棕油之產量縮減而萎縮 1.4%；礦業部門因原油及天然氣產量減少而萎縮 0.4%；製造業則受出口導向產業（電子、機械、紡織、化學、林木等領域）銷售量下跌之影響

而衰退 8.5%；至於營建業則在馬國政府實施多項財政配套措施下成長 2.5%；而服務業亦在金融、保險、房地產及商業服務等之擴張下成長 5.5%。全年農業、礦業、建築業及服務業之成長率分別為 2.5%、0.2%、2.3% 及 4.9%，至於製造業則呈衰退 5.1%。

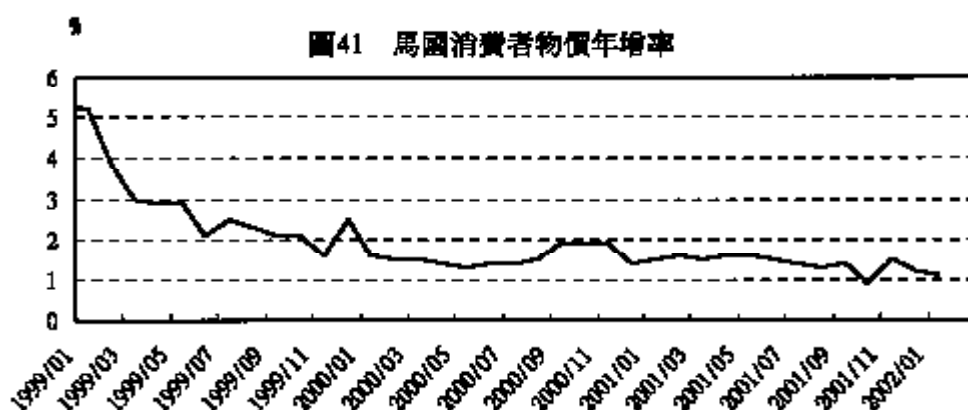
馬國工業生產指數年增率自上年 3 月起即轉呈衰退，迨至第四季衰退幅度稍微減緩，各月分別為衰退 8.4%、5.5% 及 9.5%，全年工業生產指數則由前年之 19.1% 轉呈衰退 4.1%。對外貿易方面，上年第四季馬國出、進口分別衰退 13.1% 及 10.3%，惟與第三季之衰退 19.2% 及 22.8% 相較，衰退幅度已呈縮小，全年則分別萎縮 10.4% 及 10.1%；因進口衰退幅度超過出口，致第四季貿易順差仍達 128.2 億馬幣，全年貿易順差則由前年之 609.5 億馬幣縮小至 538.6 億馬幣。

2. 失業率攀高，物價走勢溫和

勞動市場方面，受景氣放緩影響，馬國上年失業率由前年之 3.1% 攀升至 3.7%，創







1993年以來新高。物價方面，上年馬國消費者物價年增率大致持穩於1.2%，全年CPI年增率由前年之1.6%小幅下滑至1.4%。迨入本年，由於食物、運輸及通訊、租金、燃料費率下降，1月CPI年增率進一步降至1.1%（圖41）。

### 3. 馬幣固定匯率機制再度受挑戰，近期外匯存底回升

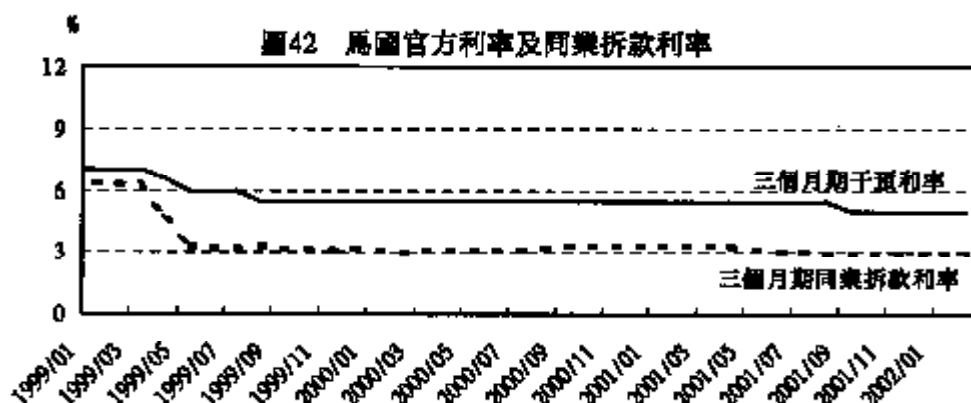
馬國自1998年9月1日起實施固定匯率制度，將匯率釘住於3.8馬幣兌1美元。前年第三季以降，受亞洲國家通貨競相走貶之拖累，馬幣貶值壓力一度大增，迨至上年6月因日圓回穩，馬幣貶值壓力始趨緩。本年初伴隨日圓兌美元匯價之持續疲軟，馬幣固定匯率機制再度遭質疑，馬國政府表示，若日圓持續走貶並跌破140日圓兌1美元之價位，恐將導致人民幣跟進走貶，屆時將迫使馬國重新檢討現行之匯率機制。惟馬國經濟學者亦提出五大反駁理由，包括馬國具有強大外匯存底、馬國須穩定匯率、維持投資人信

心、日本並非馬國主要貿易對手國及日圓下跌對馬國利多於弊等，認為該國短期內無須修正固定匯率制度。本年2月底與去年底比較，馬幣兌日圓、英鎊及歐元分別升值1.5%、2.6%及2.5%。

近期在外資持續流入之挹注下，馬國外匯存底由上年5月底最低點之260億美元回升至本年2月15日之312億美元，此足以支應馬國5個月左右的進口所需，以及相當於馬國短期外債的5.1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，由於馬國政府持續採行擴張性財政政策，致截至上年第四季止，財政赤字達156億馬幣，約占GDP之4.7%，中央政府債務總額則高達1兆458億馬幣，約占GDP之43.8%（前年約占GDP之36.9%）。

### 4. 馬國央行兩年以來首度調降干預利率二碼

上年初以迄於8月底，馬國央行原先係



採取中性貨幣政策，並未調整其三個月期干預利率；惟自 911 事件後，馬國央行為避免馬國經濟惡化，乃於 9 月 20 日宣佈調降其三個月期干預利率 50 個基本點至 5%。伴隨馬國央行之降息，商業銀行及金融公司的基本貸款利率上限亦分別由 6.83% 及 7.98% 降至 6.42% 及 7.46%。由於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亦由上年初之 3.3% 逐步走低至本年 2 月之 2.88% (圖 42)。

上年下半年馬國銀行業放款年增率由第二季之 6% 逐步下滑至 12 月底之 3.6%，本年 1 月則微幅上升至 3.7% (包括轉售與 Cagamas 及 Danaharta 資產公司之放款)。馬國資產管理公司 (Danaharta) 上年 12 月底已收購約 477 億馬幣不良資產，其中 398 億馬幣係來自銀行體系，約占銀行體系不良資產之 83.4%。Danaharta 正重整或處分之不良資產約 279 億

馬幣，預計回收率達 56%。馬國銀行體系之逾放比率因對獲得展期的壞帳重新定義，上年 6 月以降即持續走高至 12 月之 8.1%，創二年半來之新高，本年 1 月續攀升至 8.4%。

#### 5. 911 事件以來持續下挫之股價，近期已止跌回升

股市方面，上年 6 月起，受棕櫚油價格上漲、政府計劃收購債台高築的企業及外資大力加碼之激勵下，由能源、銀行類股以及電訊類股領頭，大盤指數由 5 月 21 日之 554.36 點低點一路攀高至 9 月初的 690 點左右，911 事件後，馬國政府雖降息二碼及推出 43 億馬幣之振興經濟方案，惟因投資人信心不足，股市持續重挫七週，11 月起因獲摩根史坦利 (MSCI) 指數調高馬國股市權值，指數始由 11 月 7 日之 592.26 點低點止跌回升，迨至上年底，指數已回升至 696.09 點 (圖 43)。迨入本年，股價續呈上升走勢，2 月底以 708.91 點作收。



## 六、其他新興經濟體

### (一) 拉丁美洲

上年下半年起，拉丁美洲地區受全球景氣普遍走緩、911事件及阿根廷金融危機之影響，經濟成長大幅放緩或呈現萎縮。墨西哥、巴西及阿根廷等三個主要拉丁美洲國家中，巴西繼第三季經濟成長率明顯放緩後，第四季預期將出現衰退，而墨西哥則已連續二季出現衰退，全年經濟成長率更創1995年以來首度負成長之紀錄；至於阿根廷，第三季衰退幅度遠大於第二季，經濟前景仍不樂觀。

本區近年來金融危機頻傳，上年6月下旬起，阿根廷因長期經濟積弱不振、政府債務龐大致引發危機，加以12月起，阿國政府為防止銀行體系存款流失，實施凍結部分銀行存款提領或轉匯之多項限制金融交易措施，致爆發十年來最嚴重之街頭暴動，政局陷入極度不安，其間經阿根廷政府多次提出經濟改革方案及放棄通貨委員會制度，並改採浮動匯率制度後，危機似漸告平息，且普

獲IMF及國際間之肯定。

#### 1、墨西哥（主要經濟金融指標參見表5）

##### (1) 國內外需求持續不振，景氣轉趨衰退

上年下半年起，受國內外需求持續低迷之影響，墨西哥第四季經濟成長率由上季之萎縮1.5%進一步擴大至萎縮1.6%，上年全年經濟成長率則由前年之6.9%大幅滑落至負0.3%，創1995年以來首度出現衰退之紀錄。惟第四季工礦業生產指數年增率由上季的負4.8%衰退幅度縮小至負4.0%，而全年之工礦業生產指數則為負3.5%，顯示製造業部門並未持續惡化。

##### (2) 因稅收增加，上年度財政赤字縮小

儘管受到景氣衰退之影響，墨西哥上年度之財政赤字占GDP比率雖達0.7%，超過0.65%之目標，但卻低於前年度之1.1%。在歲出方面，計畫性支出雖增加0.7%，但非計畫性支出卻減少6.3%，致整體歲出減少1.4%；至於歲入，雖因原油價格下挫致石油

表 5 墨西哥主要經濟金融指標

項 目	1997	1998	1999	2000	2001	2002	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	5.8	4.8	3.7	6.9	-0.3	1.2	-1.6(2001/Q4)
工業生產(%)	9.3	6.6	3.8	6.5	-3.5	...	-3.5(2001/1-12)
CPI 年增率(%)	20.6	15.9	18.6	6.5	6.5	5.8	6.9(2002/1)
經常帳占 GDP 比率(%)	-2.1	-4.1	-2.9	-3.1	...	...	-2.5(2001/Q1-Q3)
外匯存底(億美元)	286	319	307	338	...	...	420(2002/2)
披索兌美元匯率	7.81	8.13	9.54	9.46	...	...	9.13(2002/2/28)
CETES 28 日得標利率(%)	19.80	34.50	21.40	15.27	...	...	7.99(2002/2/20)
股價指數(I.P.C)	5,220	5,016	7,180	5,652	...	...	5,734(2002/2/28)
外債餘額(億美元)	1,487	1,518	1,619	1,493	...	...	1,507(2001/8)

註：2002 年之實質 GDP 成長率及 CPI 年增率均為預估值。

資料來源：IMF, 「World Economic Outlook」, Dec. 2001；野村總合研究所, 「新興市場經濟月報」, Mar. 2002；路透社。

相關產品收益減少 14.4%，惟稅收在墨國政府加強稽徵下，仍擴增 5.8%，致歲入增加 0.4%。

(3) Moody's 與 S&P 相繼調高主權債信評等

本年 2 月上旬，Moody's 及 S&P 基於墨西哥採行有效的財政與貨幣政策、稅收稽徵能力增強，以及與美國間的經貿關係緊密等因素，將墨國外幣計價的長期債信評等分別由原先之 Baa3 及 BB+ 調高至 Baa2 及 BBB-，且兩者均屬適合投資之評等。墨西哥未來經濟所面臨的隱憂，在於美國經濟復甦一旦趨緩，恐將拖累墨國景氣的復甦，以及國際原油價格進一步下挫，亦將使墨西哥的財政赤字擴大。

(4) 匯市強勁彈升，股市則呈技術性回檔

上年下半年以來，受阿根廷金融市場危機及美國 911 事件之波及，墨西哥披索自上

年最高點 5 月 21 日之 1 美元兌 8.97 披索一路走貶至下半年最低點 10 月 4 日之 1 美元兌 9.60 披索；之後，伴隨美國金融市場的回穩，披索回升至年底之 1 美元兌 9.15 披索。迨入本年，受阿根廷金融危機擴大之拖累，披索匯價一度貶至 1 月 10 日之 1 美元兌 9.27 披索，嗣因阿根廷金融危機漸趨平息，以及外資之持續流入，披索一路震盪走高至 2 月底之 1 美元兌 9.13 披索(圖 44)；

股市方面，伴隨 911 事件及阿根廷金融危機之漸趨平息，I.P.C 指數自上年 9 月 20 日之低點 5,082 點一路攀升至本年 1 月底之 6,927 點，之後因獲利回吐，轉呈技術性回檔，迨至 2 月底則回跌至 6,734 點(圖 45)。

2、巴西(主要經濟金融指標參見表 6)

(1) 國內需求低迷，景氣持續走弱

巴西自上年下半年起，經濟開始明顯轉弱，第三季經濟成長率由上季之 1.5% 降至

圖 44 墨西哥披索匯率

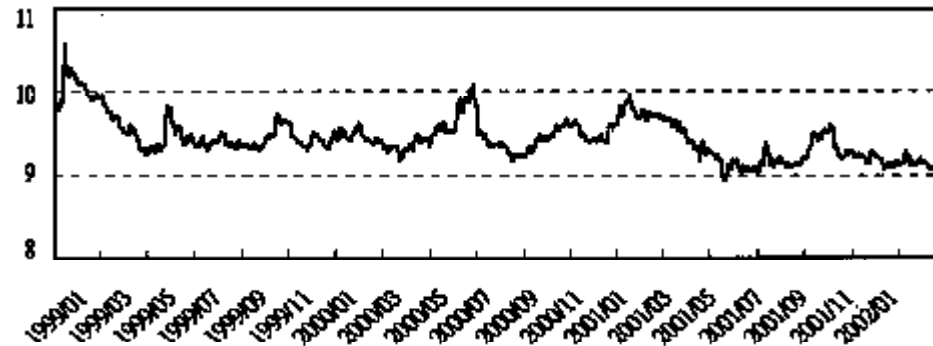


圖 45 墨西哥股價指數

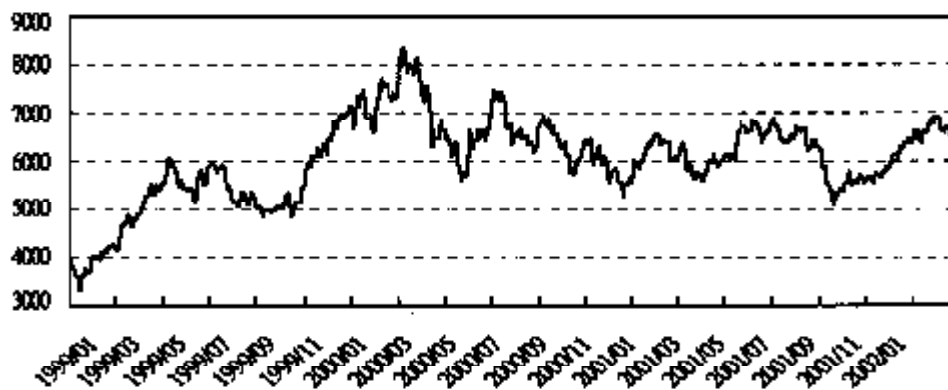


表 6 巴西主要經濟金融指標

項 目	1997	1998	1999	2000	2001	2002	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	3.2	0.2	0.8	4.5	1.8	2.0	0.3(2001/Q3)
工業生產(%)	4.1	2.1	-0.6	6.5	1.4	...	1.4(2001)
CPI 年增率(%)	8.9	2.2	4.9	7.0	6.7	5.8	7.8(2002/1)
經常帳占 GDP 比率(%)	-4.1	-4.5	-4.4	-4.2	-5.0	-4.5	...
外匯存底(億美元)	622	446	366	330	...	...	359(2002/2)
里耳兌美元匯率	1.08	1.16	1.82	1.83	...	...	2.36(2002/2/28)
政策利率(SELIC)(%)	46.09	28.96	19.04	15.84	...	...	18.75(2002/2/20)
股價指數(BOVESPA)	9,395	6,784	17,082	15,258	...	...	14,033(2002/2/28)
外債餘額(億美元)	1,888	2,410	2,415	2,382	...	...	2,288(2001/11)

註：2001 年及 2002 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」, Dec. 2001；野村総合研究所「新興市場經濟月報」, Mar. 2002；路透社。

0.3%，第四季預期將出現負成長。上年全年工礦業生產指數年增率由前年之 6.5% 大幅萎縮至 1.4%，其中除了農業部門尚能維持穩健成長外，製造業及服務業部門均明顯放緩。上年全年之貿易收支由前年之逆差 6.4 億美元擴增至轉呈 26.4 億美元之順差，致經常帳逆差由前年之 246.4 億美元縮小至 232.2 億美元。

#### (2) 巴西央行調降政策利率

自上年下半年以來，因巴西景氣明顯減緩，加以上年 10 月起巴西里耳走勢回穩，通膨壓力減輕，CPI 年增率由 11 月之 9.2% 高峰降至本年 1 月之 7.6%。巴西央行乃於本年 2 月 20 日將其政策利率 Selic 由原先之 19.0% 調降至 18.75%。

巴西央行本年所制定之通膨目標為  $3.5\% \pm 2.0\%$ ，惟未來阿根廷政經情勢之發展，以及本年 10 月巴西的總統大選，均屬影響未來通膨之重要變數。

#### (3) IMF 通過本年對巴西貸款之首次審查

本年 1 月 23 日，IMF 依上年 9 月與巴西達成總額 155.8 億美元的預約信用貸款(Standby Credit)協定，進行本年第一次之貸款審查，並於 2 月初核准 4.5 億美元。此次 IMF 對巴西經濟現況提出二項高度評價：第一、受上年巴西里耳貶值出口競爭力提升之影響，經常帳逆差由前年之 246 億美元縮小至 232 億美元，另一方面，外人直接投資淨流入金額達 232 億美元，此可彌補經常帳的赤字；

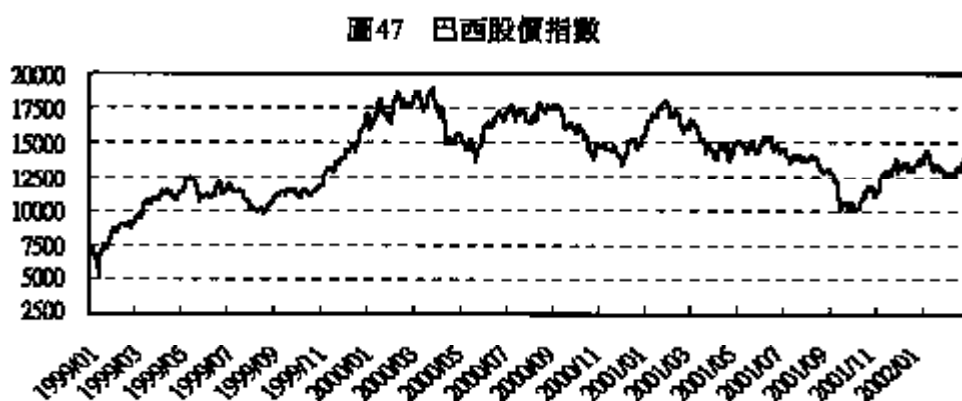
第二、上年包括債務利息在內之財政盈餘占 GDP 比率達 3.75%，高於目標之 3.35%。

然而，IMF 對巴西上年國內債務占 GDP 之比率由前年之 49.4% 上升至 52.3%，感到憂心。因此要求巴西政府對於阿根廷政經情勢發展所帶來之波及效應不可掉以輕心，應持續採行審慎之財經政策。

#### (4) 股匯市雙雙走高

上年下半年以來，受阿根廷金融市場危機、美國 911 事件之波及，以及國內出現電力危機的影響，巴西里耳對美元匯價一路走低，至 9 月 21 日跌至 2.83 里耳兌 1 美元，較前年底下挫逾 30%，並創歷史新低價位；之後伴隨上述事件之漸趨和緩，里耳匯價開始大幅反彈，迨至上年底，已回升至 2.30 里耳兌 1 美元。本年以來，受阿根廷金融危機擴大之拖累，里耳匯價再度回跌至 2 月 7 日之 2.46 里耳兌 1 美元低點，之後隨著阿根廷金融危機之暫趨平息，里耳匯價始止跌回升，迨至 2 月底彈升至 2.36 里耳兌 1 美元(圖 46)。

至於股市，上年下半年以來受里耳匯價走貶，金融市場動盪不安的影響，BOVESPA 股價指數一路震盪走低至 9 月 26 日之 10,006 點之上年最低；之後伴隨美國金融市場回穩，BOVESPA 指數大幅反彈至本年 1 月 7 日之 14,379 點，惟因阿根廷金融危機再度擴大，指數回跌至 1 月 29 日之 12,501 點，後隨著阿根廷金融危機之漸趨平息，指數一路彈升至 2 月底之 14,033 點(圖 47)。



3、阿根廷(主要經濟金融指標參見表 7)

(1)經濟長期積弱不振，終引爆金融危機

阿根廷上年第三季受全球景氣持續走緩、國際初級產品價格低迷、財政赤字嚴重，以及政經情勢不穩等因素之影響，實質 GDP 年增率繼上季衰退 0.5% 後，再度大幅衰退 4.9%；上年全年工礦業生產指數年增率為負 6.2%，迨入本年 1 月擴大至負 18.0%。

阿根廷自 1991 年 3 月起採行通貨委員會制度，該制度曾有效引導阿根廷經濟快速成

長並維持金融情況之穩定，通貨膨脹率並由 1990 年的四位數大幅下降至 1994 年起的個位數，惟自 1990 年代中期起，伴隨美元走強，阿根廷披索高估近 20%，在其他競爭對手國貨幣對美元競相貶值（如巴西幣約貶值 57%）之情況下，阿根廷競爭力相對低落，出口大幅萎縮，經常帳持續逆差，財政赤字嚴重，政府債務負擔日益龐大，導致經濟積弱不振，加上政情不穩，國際債信評等機構落井下石調降其信用評等，以及國際社會過份漠視，吝於伸出援手，終因民怨沸騰而引

表 7 阿根廷主要經濟金融指標

項 目	1997	1998	1999	2000	2001	2002	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	8.1	3.9	-3.4	-0.8	-2.7	-1.1	-4.9(2001/Q3)
工業業生產(%)	8.8	1.8	-6.1	-0.1	-6.2	...	-18.0(2002/1)
CPI 年增率(%)	0.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.0	-0.5	-1.5(2001/12)
經常帳占 GDP 比率(%)	-3.2	-4.9	-4.2	-3.1	...	...	-3.4(2001/Q1-Q3)
外匯存底(億美元)	249	249	264	251	...	...	271(2002/2)
披索兌美元匯率	1.00	1.00	1.00	1.00	...	...	2.10(2002/2/28)
銀行間隔夜拆款利率(%)	7.75	7.50	6.07	11.35	...	...	180.0(2001/12/18)
股價指數(MERVAL)	887.5	480.1	550.5	416.8	...	...	398(2002/2/28)
外債餘額(億美元)	1,251	1,418	1,480	1,472	...	...	1,488(2001/9)

註：2001 年及 2002 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」, Dec. 2001；野村綜合研究所, 「新興市場經濟月報」, Mar. 2002；路透社。

發危機。

阿根廷政府為提振長期積弱不振之經濟，近年來已九次採行經濟對策，惟成效不彰，造成利率大幅攀升，風險貼水大增，加以上年 12 月 1 日起，阿國政府為防止銀行體系存款流失，實施凍結部分銀行存款提領或轉匯之多項限制金融交易措施，致 12 月 19 日爆發十年來最嚴重之街頭暴動而引發金融危機，政局陷入極度不安，兩週內就更換了五位總統。

(2)放棄通貨委員會制度，改採浮動匯率制度

本年 1 月 5 日阿根廷新任總統 Duhalde 宣布放棄實施十年的通貨委員會制度，改採雙軌匯率制度，披索對美元的官方匯率貶值 28.5%，由原先之 1 披索兌 1 美元的匯率調整為 1.4 披索兌 1 美元，其僅適用於進出口及其

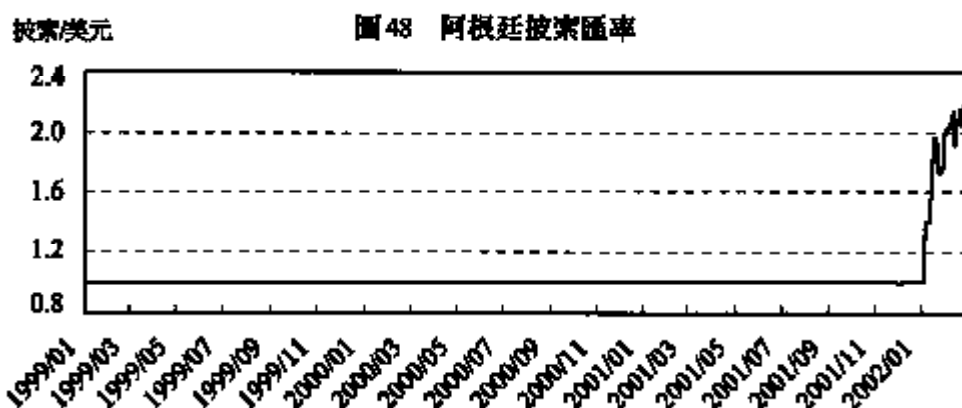
他資本移動，至於一般民眾須以自由浮動匯率在市場購買美元。由於阿根廷經濟基本面未見好轉，披索持續重挫，加以 IMF 強力反對雙軌匯率制度，阿國政府乃於 2 月 3 日宣布將原先之官方匯率與市場匯率合而為一，恢復單軌匯率制度，並自 2 月 11 日起，改採浮動匯率制度。

此外，烏拉圭一向為阿根廷資金主要流向國，上年 12 月以來，因阿根廷實施提領銀行存款之限制，致阿根廷最大之商業銀行 Banco Galicia 烏拉圭分行之存款遭阿根廷存款人大量提領，資金大量失血，引發烏拉圭金融市場之不安。

(3)阿根廷披索貶幅增大，股價止跌回升

上年 11 月 30 日阿根廷披索遭國際投機客放空，披索兌美元匯率波幅開始擴大，本年 1 月 5 日阿根廷改採雙軌匯率制度，將披





索對美元的官方匯率貶值 28.5%，由原先之 1 披索兌 1 美元的匯率調整為 1.4 披索兌 1 美元後，致披索兌美元匯率一路走貶，尤其自 2 月 11 日起，阿根廷改採浮動匯率制度後，披索波幅加劇，迨至 2 月底，披索由 1 月中旬之 1.6 披索兌 1 美元進一步貶至 2.1 披索兌 1 美元(圖 48)。

至於股市方面，上年下半年起，受政經情勢不穩之影響，MERVAL 指數一路大幅走低，至 11 月 29 日上年最低點之 201 點後，轉呈技術性反彈。其後雖因 12 月 19 日爆發街

頭暴動迫使 De La Rue 下台，惟阿國股市投資人因趕在披索貶值前將手上現金搶進藍籌股，希望減少損失，股價反而一路漲至本年以來高點 2 月 6 日之 471 點，之後雖因獲利回吐而回跌至 2 月底之 398 點，惟距上年 11 月 29 日之最低點，漲幅仍近一倍(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)在內需擴增之帶動下，經濟續呈穩健成長

上年下半年以來，受國際原油價格疲弱

表 8 俄羅斯主要經濟金融指標

項 目	1987	1998	1999	2000	2001	2002	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	0.8	-4.8	5.4	9.0	5.8	3.6	4.9(2001/Q3)
工業生產(%)	2.0	-5.2	8.1	8.8	...	...	2.2(2002/1)
CPI 年增率(%)	14.7	27.5	85.7	20.2	21.5	14.0	19.2(2002/1)
經常帳占 GDP 比率(%)	0.9	0.7	12.8	18.5	...	...	...
外匯存底(黃金除外, 億美元)	129	78	85	243	...	...	368(2002/2)
盧布兌美元匯率(平均)	5.8	9.7	24.8	24.2	...	...	31.0(2002/2/28)
重貼現率(%)	28.0	60.0	55.8	25.0	...	...	25.8(2000/11)
股價指數(RTS)	380	590	175	141	...	...	291(2002/2/28)
外債總額(億美元)	1,256	1,548	1,580	...	...	...	1,580(2000/1)

註:2001 年及 2002 年之實質 GDP 成長率及 CPI 年增率均為預估值。

資料來源: IIF, 「World Economic Outlook」, Dec. 2001; 野村綜合研究所, 「新興市場經濟月報」, Mar. 2002.

及全球景氣降溫之影響，俄羅斯出口大幅萎縮，上年第三季經濟成長率由上季之 5.3% 減緩至 4.9%。第三季經濟成長之原動力主要來自固定資本形成及個人消費等國內需求之穩健擴張；惟伴隨占工業生產產能三成多之能源產業設備投資擴增減緩，上年 12 月之工業生產指數年增率由上年 1 至 11 月之 5.2% 降至 2.6%，本年 1 月更進一步降至 2.2%。展望本年，如國外需求持續不振，俄羅斯經濟恐將持續走緩。

#### (2) 持續推動結構性改革

俄羅斯政府自前年起開始實施以稅制及年金制度為主之結構性改革，其初步成果業已顯現；其中自上年實施之個人所得稅率一律課徵 13%，以及規定企業須以現金繳稅等稅制改革措施，已大幅提高稅基，例如上年 1 至 11 月稅收占 GDP 之比重由 1999 年之

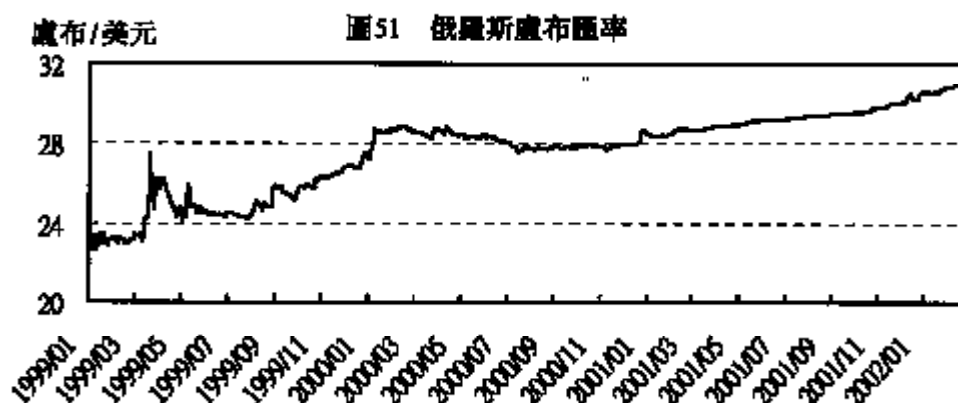
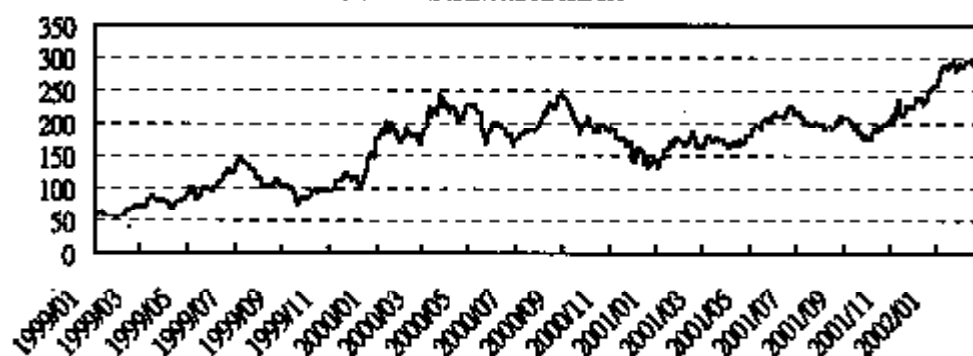
10.6% 及前年之 13.7% 大幅擴增至 15.8%。此外，亦將以往附加價值稅(VAT)收入之 25% 歸於地方政府之規定，改由聯邦政府全額徵收，再由聯邦政府統籌分配給地方，此意味中央政府之權限擴大。至於年金制度，則由現行之公共年金制改為國家年金與民間年金並存制。

(3) 股市在高檔震盪整理，匯市則持續走貶

上年下半年以來，由於俄羅斯在新興經濟體中之經濟表現良好，外資大量湧入，導致 RTS 股價指數由上年 10 月 3 日之低點 174 點一路上揚至本年 1 月 22 日之 301 點，之後因外資獲利回吐及分散投資市場，部分資金撤離俄羅斯股市，致股市回檔整理，迨至 2 月底，RTS 股價指數以 291 點作收(圖 50)。

匯市方面，受俄羅斯物價居高不下、原

圖 50 俄羅斯股價指數



油出口減緩致貨款兌換盧布之需求降低，以及部分外資撤離俄羅斯股市等之影響，盧布自上年底之 30.5 盧布兌 1 美元持續走貶至本年 2 月底之 31 盧布兌 1 美元(圖 51)。

## 2、東歐國家

上年下半年起，東歐國家受全球經濟普遍走緩影響，景氣明顯降溫。在匈牙利、捷克及波蘭等東歐三個主要國家中，匈牙利因機械製造業產值大幅萎縮，致上年第四季經

濟成長率由上季之 3.7% 減緩至 3.3%，而全年經濟成長率亦由前年之 5.2% 降至 3.8%；波蘭則因內需不振，致第四季經濟成長率預估將由上季的 0.8% 降至 0.5% 至 0.7% 之間，而全年經濟成長率則將由前年之 4.0% 大幅滑落至 1.1%；至於捷克，因出口衰退及政府緊縮支出，致上年全年經濟成長率預估將由前年的 3.5% 降至 3.4%。

