

## 國際經濟金融情勢

### 一、概 述

(一) 本年全球景氣大幅走緩，明年可望觸底回升。大經濟體景氣明顯放緩，全球經濟同步快速降溫。迨入第三季，受美國遭受 911 恐怖攻擊事件（以下簡稱 911 事件）之影響，全球受資訊科技（IT）產業泡沫化現象之衝擊，本（2001）年上半年起，美、日、歐三經濟大幅走緩。其中美國因消費者信心不

表 1 全球經濟展望

單位：%

區域別或類別	2000	2001		2002	
全球	4.7	2.4*	(1.3)	2.4*	(1.7)
先進經濟體（工業國家）	4.1	1.3	(0.9)	2.1	(1.2)
OECD 國家	4.1	1.0		1.0	
主要工業國家(G7)	3.8	1.1		1.8	
美國	4.1	1.1*	(1.0)	0.7*	(1.3)
日本	1.5	-0.9*	(-1.2)	-1.3*	(-0.9)
德國	3.0	0.7*	(0.8)	0.8*	(1.3)
英國	3.1	2.3*	(1.9)	1.8*	(2.2)
歐元區	3.4	1.6*	(1.7)	1.3*	(2.0)
亞洲新興工業經濟體（四小龍）	8.2	0.3*		1.7*	
台灣	5.86	-2.12	(-2.1)	2.23	(1.5)
香港	10.5	0.6	(-0.3)	4.0	(2.2)
新加坡	9.9	-0.2	(-2.0)	4.0	(2.5)
南韓	8.8	2.5	(2.2)	4.5	(3.1)
東協之四小虎	3.0	2.1*		2.9*	
泰國	4.4	2.0	(0.3)	4.0	(0.4)
馬來西亞	8.5	1.0	(-1.0)	4.8	(3.0)
菲律賓	3.9	2.5	(1.8)	3.5	(2.8)
印尼	4.8	3.0	(3.1)	4.3	(4.0)
中國大陸	8.0	7.3*	(7.2)	6.8*	(7.0)
轉型中國家	6.3	4.0		4.1	
開發中國家	5.8	4.0*		4.4*	

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 IIF World Economic Outlook, Sept. 2001；\*表示本年 11 月 14 日之最新修正數；( ) 內資料係採用 IIF World Economic Outlook, QIV 2001；OECD 國家資料採用本年 11 月 20 日之最新修正數；我國預測值採用主計處最新公布數字；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」，Nov. 2001。

足、外需疲弱，第三季經濟成長率由原估之負 0.4% 向下修正至負 1.1%，創近十年來最大衰幅。歐元區國家因受出口衰退的負面效應影響，第三季經濟成長率由第二季之 1.7% 降至 1.3%；非歐元區之英國，經濟表現依舊穩健，經濟成長率為 2.1%。日本因出口持續低迷、國內需求不振，加上通貨緊縮日趨嚴重，第三季經濟成長率繼第二季出現負 4.8% 後，再度衰退 2.2%。

至於亞洲各新興經濟體，受 911 事件之影響，出口明顯衰退，加上部份經濟體採行寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策效果未如預期，本年第三季經濟成長普遍大幅放緩，其中新加坡由第二季之衰退 0.7% 擴大至衰退 5.6%，表現最不理想；而中國大陸雖由第二季之 7.8% 降為 7.0%，惟表現仍居區內之冠。

911 事件後，國際主要經濟預測機構如國際貨幣基金（IMF）與華頓計量經濟預測協會（WEFA）等紛紛調降本年及明（2002）年全球經濟成長率預估值。IMF 與 WEFA 在本年 11 月將本年全球經濟成長率預估值由原先的 2.6% 及 1.4% 分別調降至 2.4% 及 1.3%；全球貿易量成長率預估值亦分別調降至 4.0% 及 1.1%。展望明年，雖然 911 事件負面效應擴及全球，致全球景氣復甦之不確定性升高，惟因國際能源價格走低，全球通貨膨脹風險降低，加上各主要國家多次降息及持續採行擴張性財政政策，全球景氣可望於明年第三、四季後步入復甦。IMF 將明年全球經濟

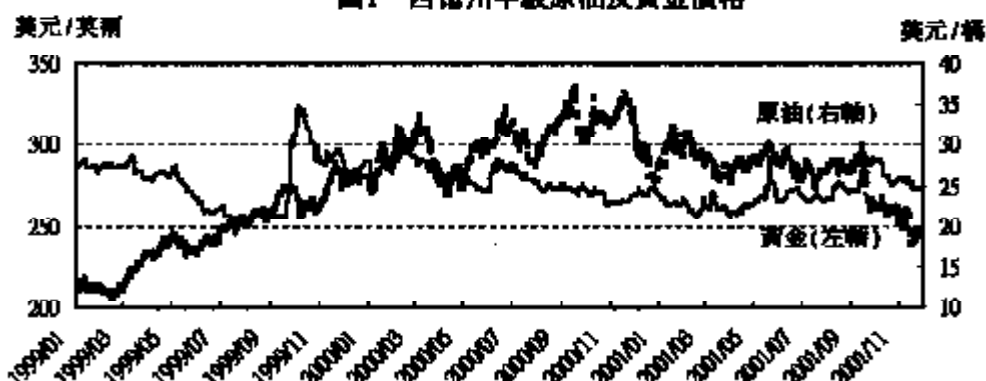
成長率預估值維持與本年相同之 2.4%，而 WEFA 則由本年之 1.3% 調高至 1.7%；全球貿易量成長率則分別調升至 5.7% 及 2.3%。

## （二）全球景氣降溫，國際商品價格普遍走軟

國際油價受全球經濟成長趨緩，需求不振之影響，今年上半年始終在低檔盤旋，石油輸出國家組織（OPEC）遂持續採行減產政策，以穩定國際原油價格。迨入下半年，西德州中級原油現貨價格一度於 7 月中旬跌破 25 美元；8 月中旬，OPEC 證實擬自 9 月 1 日起再削減每日原油產量 100 萬桶至 2,320 萬桶，加以中東情勢再度緊張，國際油價回升至 28 美元附近；911 事件後，國際油價一度攀升，西德州中級原油現貨價格於 9 月 14 日每桶曾漲破 29 美元，惟恐怖攻擊反而使空中旅遊運輸量銳減，石油需求下降，且 OPEC 承諾維持原油供給之穩定，致油價回跌至 9 月底之每桶 23 美元。之後，因 OPEC 與非 OPEC 會員國間，石油減產協議未能談妥，加上全球景氣快速降溫導致石油需求持續減少，致油價進一步滑落。11 月下旬，油價一度跌破每桶 17 美元，創兩年半來之新低；迨至 11 月底，油價小幅回升至每桶 19.5 美元的價位（圖 1）。

黃金方面，本年初因黃金市場交易低迷，國際金價持續呈現弱勢盤整，4 月中旬起，受美國及歐元區陸續降息影響，金價轉而趨堅，5 月 21 日黃金現貨價格一度升達每

圖1 西德州中級原油及黃金價格



英兩 291 美元，創近十一個月以來之新高，之後黃金價格漲勢稍歇。迨入 8 月，伴隨國際美元匯價走弱，金價轉而再度走揚，復以 911 事件促使金價一路攀升至 9 月 17 日之 293 美元，與 7 月底相較，漲幅逾 10%。之後，伴隨國際美元匯價轉強，金價回跌至 11 月底之每英兩 275.5 美元。

大宗物資方面，伴隨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) 年增率自上年 11 月起即持續下跌，迨至本年 11 月底已分別降至負 16.2% 及負 16.5%。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 2.1%，明年可望進一步降至 1.8%。

(三) 911 事件後，主要國家同步降息以穩定金融並提振景氣

本年初以迄於 911 事件前，鑑於美國經濟持續疲弱，且面臨衰退風險日增，聯邦準備當局 (Fed) 曾七度調降聯邦資金利率目標

及重貼現率，分別降至 3.5% 及 3.0%；911 事件後，Fed 復連續四度調降聯邦資金利率目標及重貼現率，分別降至 1994 年開始公布目標以來及 1948 年以來最低水準之 1.75% 與 1.25%。本年以來 Fed 已十一度降息，累計降息幅度高達 4.75 個百分點，而其中八次的調降幅度均達二碼。一改 Fed 過去貨幣政策慣常遵循的漸進主義方式，堪稱為繼 1973 至 1975 年間石油危機經濟衰退期之後最激進的貨幣寬鬆行動。

本年初歐洲中央銀行 (ECB) 曾因通膨壓力而堅拒降息，之後因歐元區景氣明顯放緩，始於本年 5 月首度降息，並於 8 月再度調降主要再融通利率、邊際貸放利率及存款利率；911 事件後，復於 9 月及 11 月降息；本年以來 ECB 已四度降息，累計降息幅度為 1.5 個百分點。英國方面，為防範景氣進一步走緩，英格蘭銀行於本年 2 月、4 月、5 月、8 月四度降息；911 事件後，復三度將附買回利率由 4.5% 調降至 4.0%；累計本年英格蘭銀

行降息幅度共達 2 個百分點。

日本於本年 3 月 19 日改採定量寬鬆，藉由增加金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額來擴大流動性，並將無擔保隔夜拆款利率引導至接近零之水準。迨至 8 月 14 日，鑑於景氣進一步惡化、股價持續探底，日銀再將金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額由原先之 5 兆日圓擴增至 6 兆日圓，以提高金融體系之流動性。911 事件後，為穩定金融市場並因應資金清算所需的突發性流動性需求，日銀隨即擴增金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額至 8 兆日圓；9 月 18 日日銀於貨幣政策委員會後進一步宣布，將重貼現率由 0.25% 降至 0.10%，並延長金融機構運用補充性貸放制度的最高天數。

亞洲新興經濟體方面，今年上半年除泰國及印尼為防衛匯價而調升利率外，大部份國家均採取調降利率措施以刺激經濟。迨入下半年，受美國數度降息及國際能源價格平穩之影響，馬來西亞、香港、菲律賓及南韓相繼數度調降官方利率；泰國因泰銖匯價止跌回穩，自 7 月起即維持官方利率不變；印尼因印尼盾貶值壓力解除，於 10 月以後利率即未變動。

#### (四) 911 事件日圓及歐元一度走強，之後復呈貶勢

日圓匯價方面，今年上半年除日本首相小泉上台一度促使日圓回升外，日圓大抵因經濟前景不佳及日本官方有意放任日圓走貶

以帶動景氣復甦而持續走軟。迨入第三季，陸續公布的各項經濟指標均超乎預期之不理想，7 月底日圓跌破 1 美元兌 125 日圓。8 月上旬，受美國總統布希表示強勢美元將影響美國出口競爭力，市場對於美國政府修正強勢美元政策疑慮大幅升高，日圓轉而走強，8 月底日圓升抵 1 美元兌 119 日圓附近；911 事件後，美元跌勢更加明顯，9 月 21 日日圓升抵 1 美元兌 116.6 日圓；之後，受日本政府強力干預匯市引導日圓走貶，以及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，加上日本貿易順差大幅縮小，經濟前景堪虞之影響下，日圓匯價開始反轉走貶至 11 月底之 124 日圓附近。

歐元匯價方面，今年上半年投資人對歐元仍欠缺信心，歐元自本年初最高價位之 1 歐元兌 0.9517 美元一路震盪走低至 6 月底之 1 歐元兌 0.8466 美元；7 月上旬起，伴隨美國強勢美元政策鬆動，歐元匯價自 7 月 5 日最低之 1 歐元兌 0.8369 美元回升，復因 911 事件加速美元走軟，致歐元匯價一度於 9 月 19 日漲至本年下半年以來最高價位之 1 歐元兌 0.9295 美元；之後，歐元再度走軟，迨至 11 月底歐元已回跌至 1 歐元兌 0.8954 美元附近。總計歐元自 1999 年 1 月初至本年 11 月底貶值幅度逾 24%。英鎊方面，本年初英鎊大抵呈現貶值走勢，6 月中旬由於英國工黨勝選，提高英國加入歐元區的預期心理，看貶英鎊的氣氛轉濃，致使英鎊連日重挫，英鎊

匯價一度跌至 1 英鎊兌 1.37268 美元之近十五年新低；之後，英鎊反彈回升，迨至 10 月 5 日已升至 1.48412 美元逼近年初之高點後，隨即再度回軟，迨至 11 月底回跌至 1 英鎊兌 1.42430 美元的價位。瑞士法郎對美元，本年以來持續呈現貶值，7 月 5 日並跌至 1 美元兌 1.82 瑞士法郎，911 事件後瑞士法郎一度伴隨歐元匯價攀升至 1 美元兌 1.58 瑞士法郎，迨至 11 月底復回貶至 1 美元兌 1.64 瑞士法郎。

至於亞洲新興經濟體匯價方面，本年上半年除中國大陸採取干預措施維持人民幣匯率穩定、香港維持聯繫匯率制及馬來西亞仍

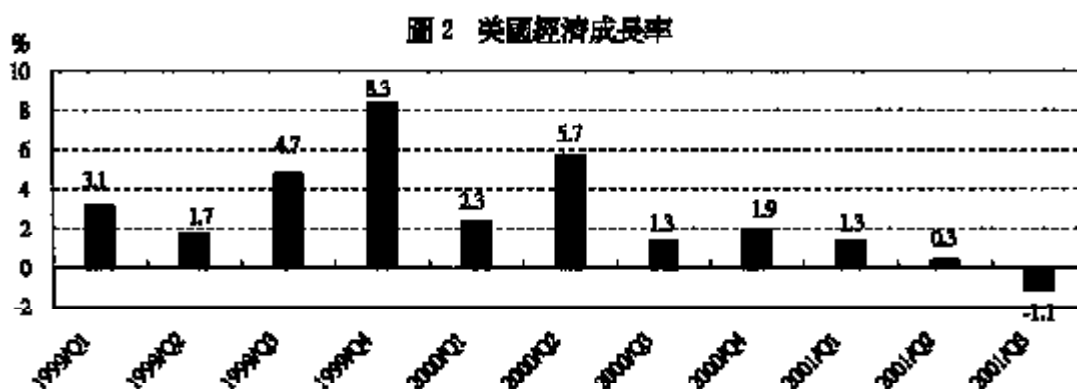
採行固定匯率制外，由於印尼境內動亂及日圓對美元轉呈貶值影響，區內各通貨普遍面臨貶值壓力。迨入下半年，因日圓回升及印尼政局趨穩，各新興經濟體通貨對美元匯價回穩，8 月起更進一步呈升值走勢；9 月以後由於各經濟體經濟基本面普遍不佳，加以 911 事件的不利影響，匯價再呈貶值走勢，迨至 11 月菲律賓披索及印尼盾對美元貶值走勢逐漸緩和，韓元及泰銖對美元甚至轉趨升值，僅新加坡因採放任星元貶值政策，星元貶值幅度擴大。

## 二、美國

(一) 受 911 事件影響，美國經濟復甦之不确定性增大

本年以來，美國景氣明顯放緩，9 月 11 日美國復因遭致恐怖攻擊事件，造成數千人喪生及高達千億美元之財產損失，肇致美國經濟走緩的情況益加惡化。美國國民經濟研究局 (NBER) 在檢視美國景氣循環與就業、工

業產值、物價、及個人所得等重要統計資料後，於本年 11 月 26 日正式宣布，美國經濟已自本年 3 月起陷入十年以來的首度衰退。美國商務部亦於 11 月底將本年第三季經濟成長率由原先之衰退 0.4%，大幅向下修正至衰退 1.1%，此亦為過去八年來，美國經濟首度出現負成長 (圖 2)。



本年第三季美國經濟成長率的明顯衰退，主要係因企業固定投資與出口的持續萎縮；加以向來占美國 GDP 近六成比重的消費者支出，其成長亦由第二季之 2.5% 降低至 1.1%。美國聯邦政府支出雖持續成長，但各州及地方政府支出卻由上季之成長 6.6% 轉為衰退 0.1%，使得全美各級政府總支出與投資由上季之成長 5% 大幅縮減至僅增加 0.8%。在進出口貿易方面，由於美國經濟走緩已導致全球市場的連鎖負面效應，再加上美國在 911 事件發生後，海、空運體系曾暫時停擺數日，以及航空及觀光業的重創，使得商品及服務業的進、出口表現均大幅萎縮，其中服務業出口更從上季之成長 2.4% 轉為縮減 13.5%。

根據美國聯邦準備當局(Fed)於11月底公布的褐皮書(Beige Book)報告指出，美國經濟迄今仍屬疲軟，儘管已有部分地區顯現出些許復甦跡象，但大部分地區的經濟活動仍十分低迷。製造業景氣持續不振，超過三分之二地區的訂單與生產不是下滑就是成長走緩。工業生產指數自上年9月以來即持續下滑，本年第二季工業生產指數年增率衰退幅度雖較第一季略為和緩，但第三季衰退幅度復擴大至 5.4%；迨入 10 月份工業生產再度下滑 1.1%，創下自 1990 年 11 月以來單月最大跌幅。此外，產能利用率亦自年初之 79.7% 持續下降至本年 10 月的 74.8%，為 1983 年 6 月以來的谷底。

## (二) 911 事件重創消費者信心，布希政府推出振興經濟方案

911 事件使得美國經濟復甦的不確定性增大，市場對於美國景氣將於明年第一季觸底回升的預期大幅降低，再加上勞動市場就業情況的惡化，而紐約經濟諮商理事會(Conference Board)公布的消費者信心指數雖於 9 月一度回升至 91.5，隨即於 10 月重挫至 85.5，創近 8 年以來之最低記錄；11 月該指數雖仍持續下降至 82.2，惟受到美股表現加溫，以及對阿富汗戰爭進展順利之帶動，降幅已略呈縮小。另一由密西根大學所公布之信心指數則從 911 事件後的 82.7 之低點略為回升至本年 11 月之 83.9，但仍遠低於 911 事件前之 92。

美國國會雖於恐怖攻擊事件發生後，立即撥付 400 億美元的重建補助款，並援助航空業 150 億美元以協助保險賠償事宜；不過，與高達千億美元的估計損失金額相較，恐怕僅能發揮杯水車薪之效。為了降低 911 事件對美國經濟的衝擊，提振美國消費者信心，促使景氣早日復甦，美國眾議院已通過總額約達 730 億美元的經濟振興方案，刻正送交參議院審議中。根據 OECD 之預估，911 事件將使得美國產值銳減，美國本年及明年的成長率可能僅達 1.0% 及 0.75%；此外，IMF 及 WEFA 亦均將本年美國經濟成長率的預估值下修為 1.0%。

## (三) 就業市場持續惡化，失業率屢創新高

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 %			
1996	4.3	4.5	4.8	-	2.4	-	1.6	-	0.0	-1.8	4.9	-229
1999	4.1	4.2	4.1	-	1.9	-	2.7	-	2.9	2.8	12.4	-328
2000	4.1	4.0	5.6	-	2.6	-	3.4	-	3.4	12.3	18.8	-434
2000/11		4.0	4.3	0.3	2.6	0.2	3.4	0.1	3.8	11.3	14.9	-375
12	1.9	4.0	3.1	0.1	2.5	0.2	3.4	0.1	3.6	4.5	11.3	-380
2001/1		4.2	0.5	0.3	2.6	0.6	3.7	1.1	4.5	5.7	10.6	-377
2		4.2	-0.4	0.3	2.8	0.3	3.5	0.1	4.0	6.9	3.3	-332
3	1.3	4.4	-1.3	0.2	2.7	0.1	3.0	-0.1	3.0	2.4	2.3	-374
4		4.5	-2.5	0.2	2.7	0.3	3.3	0.3	3.0	-1.2	-0.4	-363
5		4.4	-3.4	0.1	2.6	0.4	3.6	0.1	3.9	-0.4	-3.3	-328
6	0.2	4.5	-4.7	0.3	2.8	0.2	3.3	-0.4	2.6	-6.9	-6.8	-347
7		4.5	-4.1	0.2	2.7	-0.3	2.7	-1.1	1.6	-9.3	-8.4	-346
8		4.9	-4.6	0.2	2.7	0.1	2.7	0.4	2.1	-11.3	-18.1	-380
9	-1.1	4.9	-5.5	0.2	2.6	0.4	2.6	0.4	1.7	-16.4	-13.8	-388
10		5.4	-6.0	0.2	2.7	-0.3	2.1	-1.6	-0.4			
11		5.7	-5.9									

資料來源：THOMSON FINANCIAL DATASTREAM。

在勞動市場方面，伴隨美國景氣明顯走緩，美國失業狀況自本年初起即持續惡化走高至 4.5%；迨入 8 月、9 月失業率進一步攀升至 4.9%；10 月以降，911 事件對就業市場之不利衝擊開始浮現，失業率續攀高至 5.4%，迨至 11 月失業率更達 5.7% 的高峰，創下自 1995 年 8 月以來之最高；總計本年迄今，美國的失業人數已達 260 萬人。此外，美國非農業部門就業人數的縮減，亦呈現持續增加的情形，迨至本年 10 月，已創下縮減 46 萬 8 千人的新高，11 月則略降為減少 33 萬 1 千人；其中，除了持續萎縮的製造業部門外，運輸業、旅遊業亦因 911 事件發生後，業者大規模裁員，致失業人數急遽升高。不過，初次請領失業金的人數，11 月下旬起已略為紓

緩；另一方面，連續領取救濟金的總人數卻持續上升，達到自 1983 年以來的最高。

每工時平均產出，亦即生產力的表現方面，由於美國本年第三季產出低於預期，美國第三季非農業部門生產力，由第二季之較上季成長 2.1%，下降至僅成長 1.5%；而與上年同期比之年增率，則維持於與第二季相同之 1.5%。本年第三季美國非農業部門單位勞動成本，也由第二季之較上季上升 2.6% 減緩至 2.3%。

(四) 能源價格大幅滑落，消費者物價持續走低

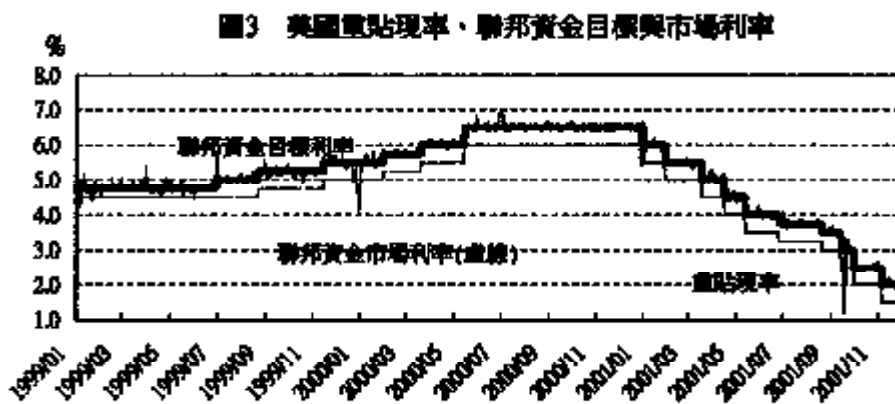
本年以來美國消費者物價指數 (CPI) 持穩，迨入 7 月，CPI 年增率已跌破 3%，並持續走低至 10 月之 2.1%。CPI 年增率的持續下降，主要係反映能源價格走勢的疲軟；而儘

管美國於 10 月初對阿富汗發動報復戰爭，但因全球景氣放緩，需求不振，加以石油輸出國組織未能達成減產協議，致能源價格指數不斷下跌，本年 10 月甚而大跌 6.3%。至於扣除能源及食物的核心 CPI，自 7 月起已連續四個月較上月微幅上升 0.2%，與上年同月比之年增率則持穩於 2.7% 左右。生產者物價指數(PPI)之月變動率繼 7 月大幅下跌 1.1% 後，8 月、9 月皆維持 0.4% 的漲幅；迨至 10 月，由於美國內需市場在 911 事件後表現疲軟，汽車及食品業者遂大幅降價促銷，以及能源價格的下跌，使得 PPI 指數分別較上月及上年同月衰退 1.6% 及 0.4%。本年迄今，PPI 年增率平均為負 0.8%，但扣除食物及能源價格之核心 PPI 指數年增率則小漲 0.8%。

(五) 本年以來 FOMC 十一度降息，降幅達 4.75 個百分點

鑑於美國景氣反轉直下的風險大幅升高，FOMC 自本年 1 月以迄於 911 事件前，已連續七度降息；911 事件後，為降低此一恐怖事件對美國金融市場的衝擊，Fed 立即發表

聲明，宣示將廣開貼現窗口，以提供市場充分的流動性，並挹注銀行體系逾千億美元資金。Fed 並和歐洲央行及英格蘭銀行分別達成為期一個月的 500 億美元及 300 億美元之換匯協議，也擴大原先與加拿大央行的換匯協議至 100 億美元。此外，為安撫市場信心，美股於 9 月 11 日起暫停交易四個營業日後，在恢復交易之開盤前一小時，FOMC 先行調降聯邦資金利率目標及重貼現率各兩碼，多國央行亦相繼宣布配合降息。其後，因 911 事件之不利衝擊效應逐漸發酵，導致企業經營環境惡化，益以為增加安全防衛所須採取的資源重分配措施，可能暫時抑制生產力的擴張，FOMC 遂再度於 10 月 2 日、11 月 6 日、12 月 11 日的例行性會議後，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 1955 年以來的最低水準。本年初迄 12 月，FOMC 已十一度降息，累計的降息幅度達 4.75 個百分點（圖 3）。





Fed 主席葛林斯班於 10 月中旬，就 911 事件對美國經濟的影響於國會發表證詞指出，美國經濟受到 911 事件衝擊後，景氣持續大幅減緩，加以對國家安全防衛需求的升高，使得企業必須投入額外資源，致經濟體系的負擔增加。10 月 2 日、11 月 6 日及 12 月 11 日的 FOMC 會後新聞稿中亦強調美國經濟仍面臨衰退的風險，在物價水準相對穩定情況下，為防範美國經濟持續疲軟，FOMC 並不排除再度降息以刺激景氣。

由於 FOMC 連續降息，本年聯邦資金利率緩步走低，911 事件後一度跌至 1.19% 的低點；迨入 11 月底，伴隨 FOMC 的連續降息，聯邦資金利率已緩步走低至 2.06%。銀行業之基本放款利率亦伴隨逐步下降，迨入 11 月，已由年初高檔之 9.5% 走低至 5.0% 左右。至於債券市場利率，10 月底因美國財政部宣布將停止發行 30 年期公債，30 年期公債利率一度由 5.2% 左右的水準巨幅滑落至 4.8%，迨

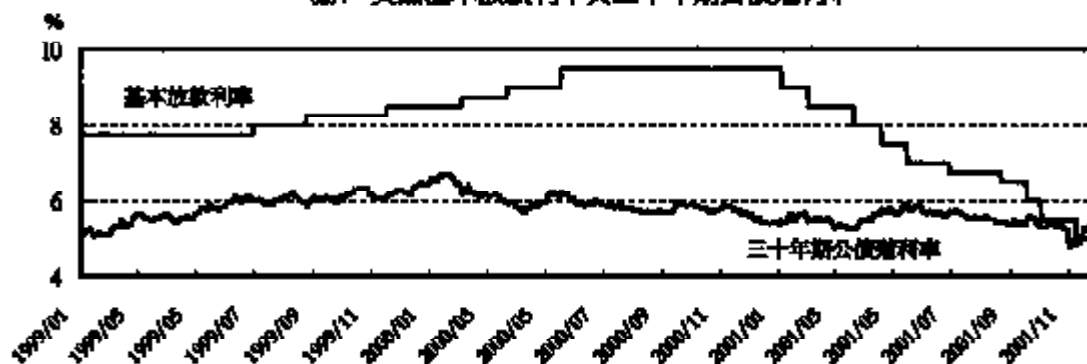
至 11 月底，則回升至 5.27%（圖 4）。

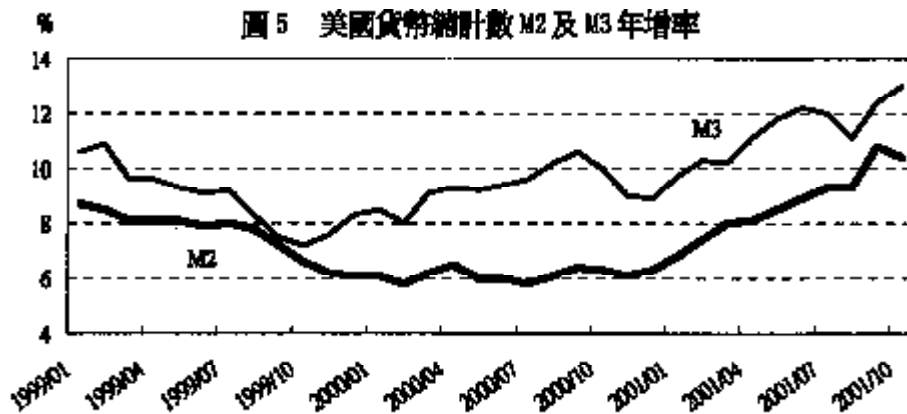
（六）M2、M3 成長率於 FOMC 數度降息後已見回升

根據 Fed 於本年 11 月公布之全美銀行業授信調查顯示，自 911 事件以來，由於美國經濟景氣下滑跡象日益明顯，不僅銀行業擔心企業的償債能力而緊縮貸放審核標準；同時，企業的貸款意願也大為降低。根據調查，有 51% 受訪的美國大型銀行表示刻正緊縮商業與工業貸款審核標準，較 8 月份的 40% 明顯上升。不過，消費者信用成長率在 9 月份跌至 1.5% 後，10 月則回升至 5.2%。

至於美國貨幣總計數 M2 及 M3，在 FOMC 連續降息的帶動下持續走高，其中 M2 年增率自年初的 6.8% 一路走高至 9 月之 10.8%，迨至 10 月略放緩至 10.4%；同期間，M3 年增率除於 8 月略降至 11.1% 外，其餘月份均呈上升趨勢，迨至 10 月已走高至 13%（圖 5）。

圖4 美國基本放款利率與三十年期公債殖利率

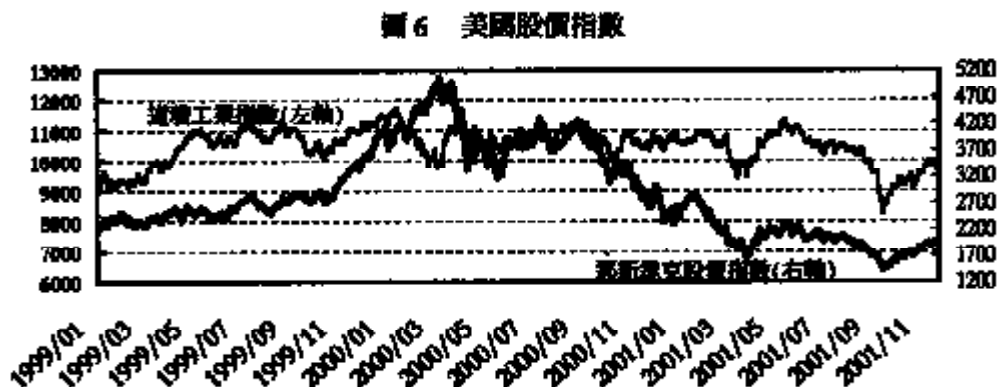




(七) 降息效應帶動美股上漲；美元擺脫 911 事件陰霾後走強

美國經濟的復甦前景不明，使得美股前景連帶受到影響，本年中旬時道瓊工業指數雖受到 FOMC 多度降息激勵而上漲至逾 11,000 點，但由於失業率持續上升，個人消費驟降，致市場對美國經濟前景更加悲觀，美股乃漸盤跌，並於 8 月 30 日首度跌破 10,000 點心理關卡。911 事件發生後，美國股市休市 4 日，於 9 月 17 日始重新恢復交易後，道瓊工業指數及那斯達克指數續挫數日，分別跌至 8,235.81 及 1,423.19 點的本年低點（圖 6）。之後，因美國對阿富汗反恐怖

戰爭有所斬獲，美股開始擺脫自 911 事件以來的陰霾，道瓊工業指數一度突破 10,000 點，那斯達克指數亦在英特爾與超微公司等科技業龍頭宣布上修本年第四季業績預測的佳音帶動下，自 11 月上旬開始走高。迨至 11 月 30 日，道瓊工業指數係以 9,851.56 點作收，與 5 月 21 日本年最高點的 11,338 點相較，計下挫 13%，那斯達克指數則收在 1,930.58 點，與最高點的 2,859.15 點相較，計下挫 32%；由於美股在 911 事件後，雖歷經多項負面衝擊，仍能利空抗跌，除了 Fed 連續降息所帶動的資金行情外，亦可見美國股市心理面的強勁支撐。



匯價方面，自本年 6 月下旬以來，日圓對美元主要係呈升值走勢，8 月時亦受到日本廠商匯回美元資產以進行半年度結算之帶動而持續勁揚，及至 911 事件發生後，美元對其他主要通貨匯價瞬間急挫，日圓更近一步走揚至近半年以來高點之 116 日圓附近。隨後由於日本經濟表現遲滯，所公布之經濟指標不甚理想，使得市場對於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預期加強；此外，加上美國股市的強力反彈表現，推升美元匯價。迨入 11 月，復因國際評等機構惠譽及標準普爾紛紛調降日本債信評等，美元匯價再度走揚，至 11 月 30 日，美元兌日圓匯價走高至 123 日圓附近。

在歐元對美元方面，本年以來歐元區經濟表現明顯走緩，歐元對美元匯價上半年即呈下挫走勢，並於本年 7 月走低至 0.84 美元附近的本年最低點；之後，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，致歐元匯價開始勁揚，至 911 事件後歐元曾反彈至 0.93 美元的高檔。伴隨美股漸走出 911 事件陰霾，再加上近來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，迨入 11 月，由於美國營業額排名第七之著名能源交易商安隆（Enron）面臨破產危機，撼動美國金融市場，致歐元對美元匯價略為回升，11 月底以 0.8954 美元兌 1 歐元作收。

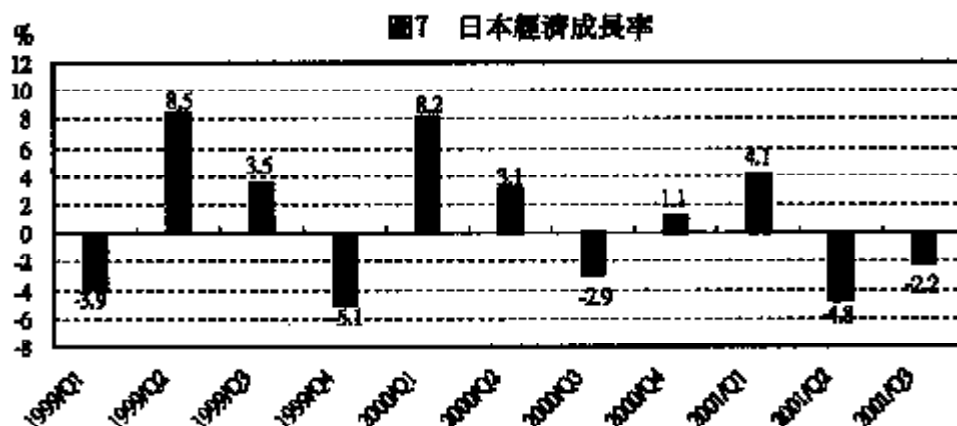
### 三、日 本

#### （一）接連二季負成長，日本陷入近十年來的第三度經濟衰退

日本本年第三季實質 GDP 續較上季衰退 0.5%，換算成年率為衰退 2.2%，由於已連續二季經濟呈現負成長，堪稱近十年來的第三度經濟衰退（圖 7）。第三季經濟衰退的主因，係因占 GDP 約六成的民間消費支出續較上季減少 1.7% 所致（第二季減少 1.1%）；出口亦因全球經濟減速，加以受 911 事件的不利影響，較上季減少 3.3%。企業設備投資方面，本年第三季僅較上季增加 1.1%，維持小幅成長；住宅投資亦較上季增加 1.0%；至於公共投資，在

上季大幅衰退 10.3% 之後，第三季轉為增加 3.2%。鑑於景氣惡化，日本政府將本年度經濟成長預測值由年初的 1.7% 大幅下修至負 0.9%；小泉首相並於 11 月中旬推出總金額達 2 兆 9,955 億日圓的追加預算，期緩和經濟結構改革所帶來的高失業率及強化社會安全網。

近來日本政府及日銀公布的例行經濟金融報告對經濟復甦抱持悲觀，接連調降對日本未來景氣的預測。例如，內閣府公布的 11 月經濟報告表示，受到失業率持續攀升、個人消費停滯等影響，未來日本景氣將進一步惡化；根據景氣動向指數顯示，10 月的同步



指數已連續十個月低於分界的 50；領先指數亦連續五個月低於分界的 50。另外，日銀第三季「短觀報告」亦指出，廠商製品供需失衡狀況惡化，導致物價下跌、企業獲利減少，並已進一步抑制企業未來的設備投資意願，日本經濟正步入通貨緊縮的惡性循環中；根據企業的景氣判斷指數顯示，本年第三季大型製造業信心指數為負 33，低於上季的負 16，係連續第三季呈現惡化，亦創下 1998 年 3 月以來最大跌幅。

#### (二) 生產與出口的減幅持續擴大

日本的工業生產自本年 2 月起即持續衰退，其中又以資訊科技 (IT) 相關產品減幅最大。迨入第三季，工業生產衰退幅度逐月擴大，各月的工業生產指數年增率分別衰退 8.7%、11.7%及 12.7% (表 3)。迨入 10 月，工業生產指數年增率仍衰退達 11.9%。產品庫存水準方面，7、8 月的工業生產者製品庫存率指數分別為 112.9 及 110.0，迨入 9 月則上升至 116.6，較上月大幅增加 6.0%，顯示產品庫存率維持在較高的水準。至於代表民間設

備投資先行指標的機械訂單，本年第二季尚增加 2.7%，迨入第三季則大幅萎縮 12.0%，顯示企業不看好未來的景氣，而大幅縮減機器設備投資。

對外貿易方面，本年第二季以來日本出口持續下滑，迨入第三季出口減幅進一步擴大，各月的出口金額分別較上年同期減少 6.4%、8.4%及 11.0%；進口方面，7 月份進口金額雖較上年同期增加 9.2%，惟 8、9 月份則分別呈衰退 2.2%及 7.9%。影響所及，本年第三季日本貿易順差較上年同期大幅衰退 38.1% (表 3)。迨入 10 月，出口金額為 4.1 兆日圓，較上年同期衰退 9.0%；進口金額為 3.6 兆日圓，亦較上年同期減少 4.6%；貿易順差為 4,612 億日圓，較上年同期減少 33.1%；其中，對美國、亞洲及歐盟的貿易順差分別減少 4.3%、73.7%及 25.8%。

就業方面，年初以來日本的失業率即不斷惡化，7、8 月已升破 5.0%，9 月則攀升至 5.3%。迨入 10 月，日本失業率復進一步攀升至戰後最高的 5.4% (表 3)。失業人口中以

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		零售物價指數 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 %			
1998	-1.1	4.1	-7.1	0.6	0.3	-1.6	-0.6	-10.5	139,914
1999	0.7	4.7	0.8	-0.3	0.0	-3.4	-6.1	-3.8	122,795
2000	2.4	4.7	5.7	-0.7	-0.4	-0.1	8.6	16.0	107,418
2000/11		4.8	3.7	-0.5	-0.5	0.3	10.1	14.3	5,956
12	1.1	4.9	4.1	-0.2	-0.6	1.1	8.3	21.0	8,177
2001/1		4.9	2.0	-0.3	-0.8	1.2	3.2	24.4	-957
2		4.7	-2.1	-0.3	-0.8	0.1	1.5	12.3	8,791
3	4.1	4.7	-2.9	-0.7	-0.9	1.1	4.7	11.5	9,148
4		4.8	-4.2	-0.7	-0.8	1.3	-1.1	13.2	6,659
5		4.9	-3.9	-0.7	-1.0	0.9	-0.9	14.1	768
6	-4.8	4.9	-8.7	-0.8	-0.9	0.8	-7.8	2.6	7,589
7		5.0	-8.7	-0.8	-0.9	0.8	-6.4	9.2	4,185
8		5.0	-11.7	-0.7	-0.9	0.1	-8.4	-2.2	3,321
9	-2.2	5.3	-12.7	-0.8	-0.8	-0.2	-11.0	-7.9	10,441
10		5.4	-11.9	-0.8	-0.7	-0.5	-9.0	-4.6	4,612

資料來源：THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

因企業破產或遭公司解雇的45-54歲中年男性居多。再者，企業的裁員行動正由資訊科技產業擴大至物流或醫藥業。未來，伴隨小泉首相推動經濟與財政結構改革，銀行集中處理不良債權導致破產企業大幅增加，預料失業人口將持續攀升。

### (三) 物價持續下跌通貨緊縮問題嚴重

物價方面，日本自1999年起物價即不斷下滑。本年第三季，在景氣進一步惡化導致需求持續疲弱，加上近來狂牛病恐懼蔓延，日本民眾消費心理更趨保守，導致物價進一

步走低，各月消費者物價指數(CPI)年增率分別下跌0.8%、0.7%及0.8%；躉售物價指數(WPI)年增率7、8月尚微幅上揚0.8%、0.1%，9月則下跌0.2%。迨入10月，CPI年增率復下跌0.8%，已連續第二十六個月呈現下跌；而WPI年增率則下跌0.5%；至於剔除生鮮食品後之核心CPI年增率亦連續二十五個月下跌，迨至本年10月為下跌0.7%（表3）。

(四) 因應911事件之不利影響，日銀擴大定量寬鬆措施

日銀在本年 3 月 19 日後，貨幣政策操作程序有重大變革，日銀宣布在核心消費者物價指數年增率由負轉正前，改以「量」（金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額）取代「價」（無擔保隔夜拆款利率）來充當貨幣政策操作目標。8 月 14 日，日銀進一步宣布將金融機構在日銀活期存款帳戶餘額由 5 兆日圓擴增至 6 兆日圓；而長期公債每月買入額度亦隨之由 4,000 億日圓擴增至 6,000 億日圓。911 事件發生後，為穩定金融市場並因應資金清算所需的強大流動性需求，日銀立即擴增金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額至 8 兆日圓。9 月 18 日，日銀除進一步將重貼現率調降由 0.25% 調降至 0.10%；同時，延長金融機構使用日銀補充性貸放制度的最高天數。

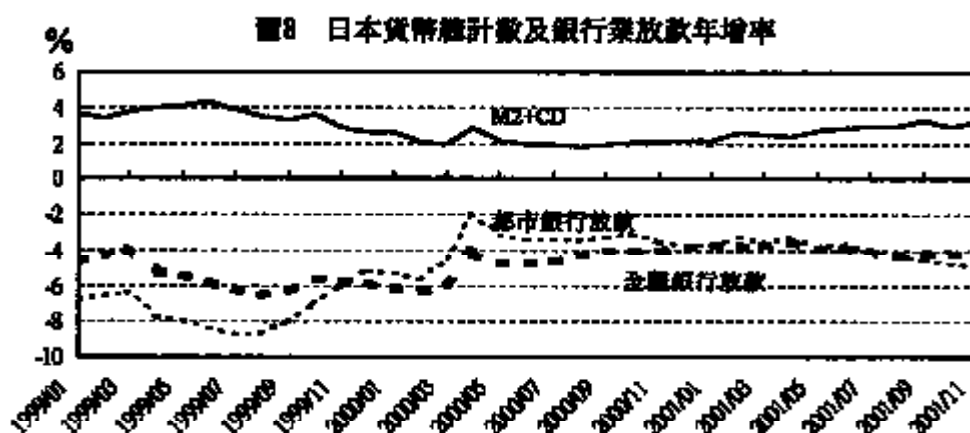
本年 3 月 19 日日銀實施新操作方式以後，隔夜拆款利率及 3 個月期之附買回（RP）利率大致維持在 0.01% 附近，較之零利率政策時期的 0.03% 更低。銀行業的長期基本放款利率，年初尚維持於 2.10% 之水準，之後由 6 月的 1.75% 走低至 9 月的 1.65%，而短期基本放款利率，則由年初的 1.50% 走低至 4 月的 1.375% 後，即維持於此一水準未再變動。至於債券市場利率方面，日本銀行業近期為彌補股價下跌之損失，持續出脫持有之公債，截至 8 月底止銀行業所持有之公債

餘額已較 3 月底減少約 6 兆日圓，影響所及，公債殖利率乃由 7 月的 1.31% 上升至 9 月之 1.36%。

#### （五）銀行業放款在供需面雙重壓力下持續減少

儘管日銀持續採行極度寬鬆的貨幣政策，但在民間企業資產負債表惡化，導致資金需求不振，銀行業亦因壞帳持續增加，以及股市持續下挫導致銀行自有資本不足之憂慮加深等因素之下，銀行放款餘額持續滑落，信用緊縮現象依舊嚴重。根據日銀公布之「銀行業放款暨資金動向統計」，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放款總額年增率，本年第三季各月分別下滑 4.0%、4.2% 及 4.2%；迨至 10 月，全體銀行平均放款總額為 440 兆日圓，較上年同期減少 4.1%，已連續第四十七個月呈現衰退。若進一步從五大銀行業個別放款情況觀之，都市銀行放款餘額減幅有呈現擴大的情形，而其他銀行業的減幅已呈現縮小。

伴隨銀行放款不振及企業資金需求低迷，日本的廣義貨幣總計數（M2+CD）之成長亦持續走低，本年第三季各月之 M2+CD 年增率僅分別小幅成長 3.0%、3.0% 及 3.3%。迨至 10 月，M2+CD 之平均餘額為 648 兆日圓，較上年同期成長 3.0%（圖 8）。



(六) 股價長期下跌，民間財富縮水、消費者信心不振

本年上半年，日經股價指數一度因小泉首相上台促使外資恢復對日本經濟復甦信心而翻揚外，大抵受日本經濟復甦停滯、美日兩國資訊科技類股獲利大幅衰退影響而持續走低。迨入第三季，日經股價指數延續跌勢一路下挫，7月23日日經股價指數跌至11,690點，創泡沫經濟崩潰後之新低後，8月13日進一步跌至11,477點，創1984年12月以來之新低，與泡沫經濟全盛期之1989年12月的最高點比較，已足足下滑70%。8月底，金融大臣柳澤伯夫表示銀行解決壞帳所需時

間較預期長，觸發銀行類股大跌，日經股價指數跌破11,000點心理關卡。911事件後，日經股價指數進一步跌破萬點，迨至9月底，以9,774點作收，當日東京證券交易所第一類股市價總值為294兆日圓，較本年5月的高點大幅減少120兆日圓，較泡沫經濟鼎盛期時的606兆日圓則大幅萎縮51.5%。10月中旬起，伴隨投資人逢低回補，以及日圓匯價回貶可望帶動出口之預期下，日經股價指數一路震盪走高至11,064點，嗣因企業財報獲利不如預期，加以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，日經股價指數再度下挫，11月底以10,697點作收（圖9）。

**圖9 日經股價指數**

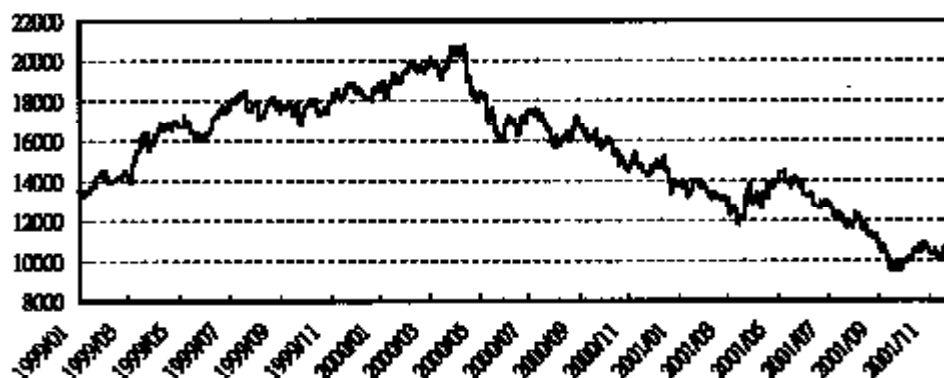
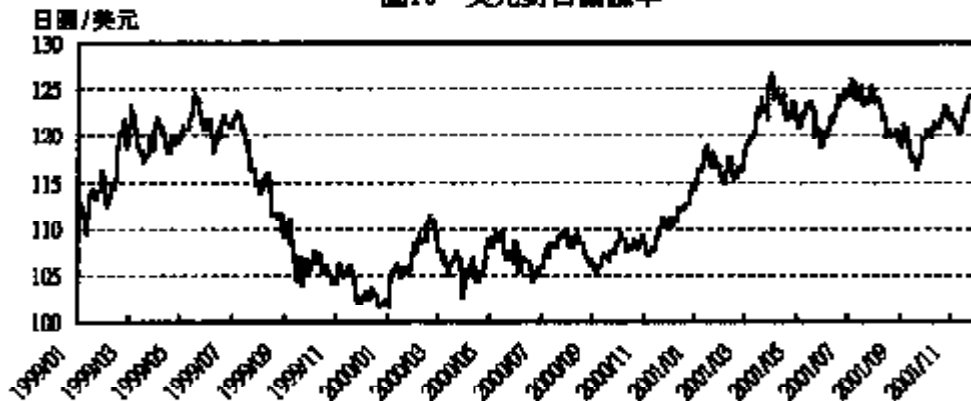


圖10 美元對日圓匯率



(七) 911 事件日圓一度翻揚，之後復明顯走貶

日圓匯價方面，本年上半年除小泉首相上台促使日圓一度回升外，日圓大抵因經濟前景不佳及日本官方有意放任日圓走貶而持續走弱。迨入第三季，因日本經濟進一步惡化的跡象浮現，日圓遂明顯下跌，7 月底日圓已跌破 1 美元兌 125 日圓；8 月上旬，受美國總統布希表示強勢美元將影響美國出口競爭力，市場對於美國政府修正強勢美元政策疑

慮大幅升高，日圓轉而走強，8 月底日圓升抵 1 美元兌 119 日圓附近。911 事件後，美元跌勢更加明顯，9 月 21 日日圓升抵 1 美元兌 116 日圓附近。之後，受日本政府強力干預匯市引導日圓走貶，以及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，加上日本貿易順差大幅縮小，經濟前景堪虞之影響下，日圓匯價開始反轉直下，11 月底日圓對美元復貶至 1 美元兌 123 日圓價位（圖 10）。

#### 四、歐元區與英國

(一) 本年第三季歐元區及英國經濟成長率分別為 1.3% 及 2.1%

受到全球景氣大幅走緩、需求減弱的影響，歐元區本年第三季經濟成長力道持續走弱，實質 GDP 年增率自第二季的 1.7% 下滑至 1.3%（圖 11）。第三季僅消費支出呈現成長，而出口衰退幅度擴大、企業撙節支出及投資不振等均是造成歐元區經濟走軟的主要

因素。就業市場方面，歐元區失業率自本年初以來續有改善，迨入本年 8 月已走低至 8.3%，創歐元區成立以來之最低，9 及 10 月則略為回升至 8.4%。

根據歐盟執委會商業及消費者調查 (European Commission Business and Consumer Surveys) 顯示，本年上半年歐元區之工業信心指標、消費者信心及零售信心指標均呈現



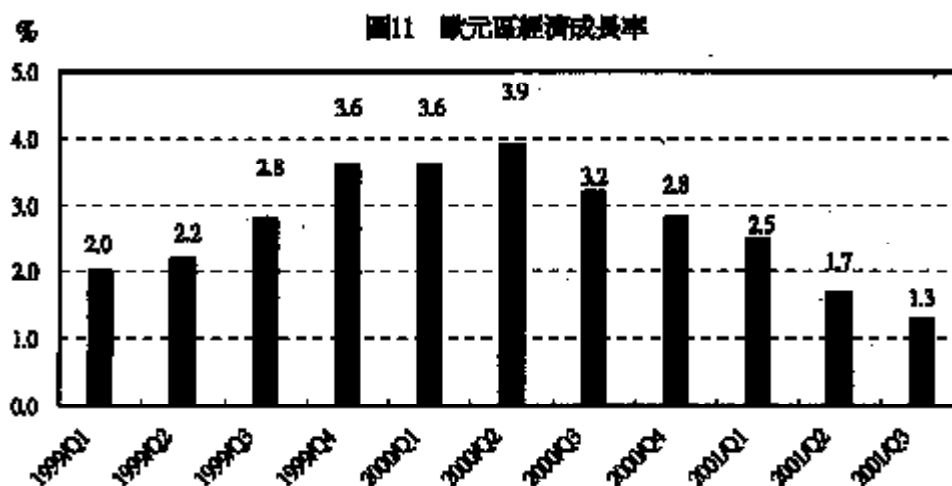


表4 歐元區重要經濟指標

年 月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產 (不包括管建業) 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	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	9.9	2.0	1.1	4.5	9.1	54.7
2000	3.4	8.8	5.5	2.3	21.4	29.0	7.7
2000/10		8.5	4.2	2.7	25.2	35.4	2.0
11		8.5	4.7	2.9	24.0	30.6	-0.3
12	2.8	8.5	6.7	2.6	14.3	20.0	-0.6
2001/1		8.5	4.9	2.4	22.8	22.6	-5.9
2		8.4	4.5	2.6	10.7	8.5	1.4
3	2.5	8.4	3.2	2.6	6.1	7.4	2.7
4		8.4	1.0	2.9	13.5	14.3	-0.4
5		8.4	0.1	3.4	1.6	-0.6	2.9
6	1.7	8.4	1.9	3.0	7.7	4.6	5.2
7		8.4	-1.3	2.8	7.6	4.5	8.5
8		8.3	0.8	2.7	4.4	-2.7	5.1
9	1.3	8.4	-0.6	2.5	-2.9	-7.7	3.8
10		8.4	—	2.4	—	—	—

資料來源：ECB 及 EU。

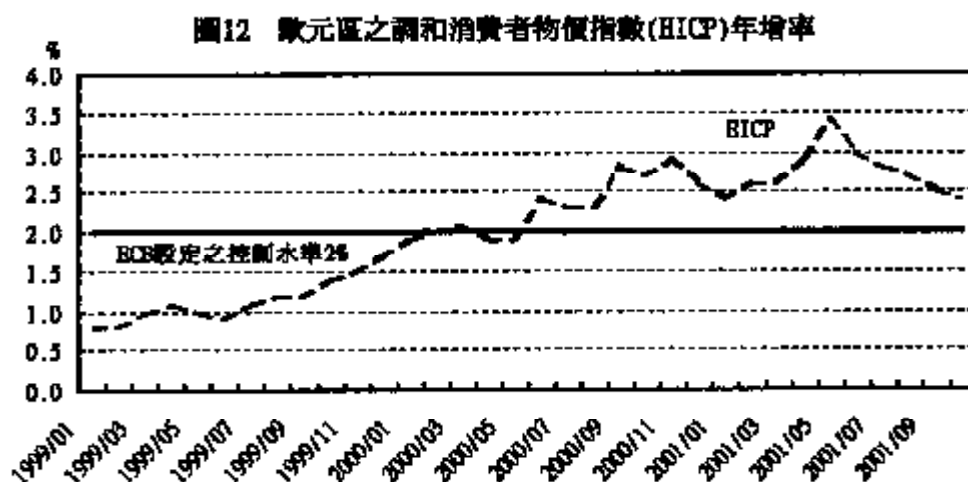
下滑走勢，下半年以來除零售信心指標一度於 9 月略為好轉外，其餘仍持續下挫，尤其在 911 事件後，10 月份之工業信心指標更是巨幅滑落。IMF 預期全球經濟將受 911 事件後之高度不確定性的嚴重衝擊，因此本年 11 月中旬將今明兩年歐元區經濟成長率預測值，由 9 月之 1.8% 及 2.2% 分別調降至 1.6% 及 1.3%；歐盟執委會於 11 月下旬亦指出，由於 911 事件肇致經濟前景更加不明朗，因而將歐元區今明兩年經濟成長率預測數分別大幅下修至 1.6% 及 1.3%。

英國方面，本年第三季的經濟成長率為 2.1%，略低於第二季的 2.3%，主要是服務業產出成長減緩所致，惟景氣仍處於連續第九年的擴張期。英國本年以來經濟相較於大多數歐陸國家表現為佳，主要可歸因於國內消費支出十分強勁。至於英國之失業率，本年以來仍持續下降，迨入 9 月已滑落至 3.1%，

為二十六年來之最低，10 月則小幅回升至 3.2%。儘管消費支出仍強，惟受全球景氣疲弱之影響，英國工業生產年增率年初起已出現疲態，並自 4 月轉呈衰退，第三季各月分別衰退 3.4%、2.4% 及 2.5%。IMF 於 11 月中旬將英國本年的經濟成長率預測值由 9 月的 2.0% 上調至 2.3%，惟將明年經濟成長率預測值由 9 月的 2.4% 下修至 1.8%。

### (二) 歐元區及英國之物價一度攀高，近期則回穩

本年上半年，由於爆發口蹄疫災情，加上部分地區的燃油價格上漲，分別推升食品及能源價格，影響所及，歐元區之調和消費者物價指數 (HICP) 年增率於本年 5 月一度攀升至 3.4% 之歷史新高，隨後因能源價格回跌而走低至 10 月之 2.4%，惟仍連續十七個月超過 ECB 所設定的 2% 控制目標 (圖 12)。



英國的物價上漲率控制目標為 2.5%。本年上半年因口蹄疫災情及暴雨天災，導致農畜品價格上揚，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 10 月之 2.3%。

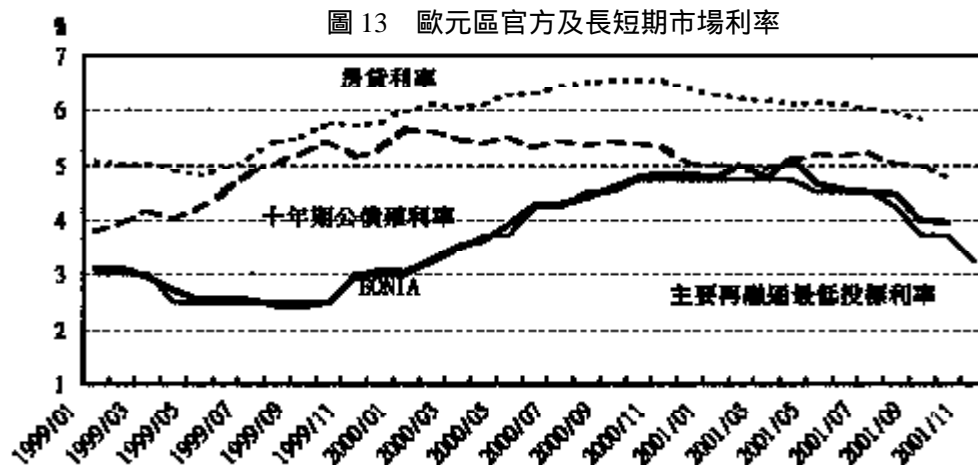
（三）本年以來 ECB 四度降息，英格蘭銀行則七度調降利率

為降低 911 事件對全球之不利衝擊，歐洲央行（ECB）於事件發生後的數日內即挹注當地貨幣市場逾千億歐元的資金，並與美國 Fed 達成為期一個月 500 億美元的換匯協議，供給缺乏美元的歐洲商業銀行充沛的美元資金，以避免發生系統性風險；此外，ECB 亦於 9 月 17 日及 11 月 8 日二度宣布調降利率二碼，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%。總計本年以來 ECB 已四度降息，累計降幅達 1.5 個百分點。ECB 在 11 月 8 日降息後表示，降息之主要考量為：（1）雖然歐元區 7 至 9 月份之三個月移動平均廣義貨幣

M3 年增率攀升至 6.9%（ECB 所設之參考值為 4.5%），然而部分原因係源自 911 事件造成金融市場不確性升高，希望藉此次降息措施恢復大眾信心，降低不確定因素，而使 M3 年增率降至正常水準；（2）歐元區的消費者物價雖仍高於 ECB 所設定的 2% 控制目標，惟已自本年 5 月的 3.4% 高點持續下降；從需求面而言，近期的諸多數據顯示，歐元區本年下半年之經濟將持續疲軟，可望進一步減輕通脹壓力，預期明年初通脹將可降至 2% 以下。

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，近期由於市場流動性相對緊縮，EONIA 於 8 月以來即略高於主要再融通利率，10 月平均值為 3.97%；較長天期的銀行業零售市場利率方面，本年以來亦呈下滑走勢，迨至本年 9 月，房貸利率、一年以上企業貸款利率及超過 2 年期的存款利率已分別跌至 5.86%、6.07% 及 3.99%。債券市場方面，歐元區 10 年期公債之殖利率本年下半年以來明顯下滑，10 月維持在 4.82% 之水準（圖 13）。至於歐

圖 13 歐元區官方及長短期市場利率



元區貨幣性金融機構 (MFIs) 之放款餘額年增率，本年以來係呈現下滑走勢，9 月年增率自 7 月的 5.8% 降至 5.1%，主要是對民間部門放款年成長率持續下滑，惟對政府放款衰退的現象則持續改善中。

英國方面，英格蘭銀行貨幣政策委員會於 911 事件發生前已四度調降利率，事件發生後則分別於 9 月 18 日、10 月 4 日及 11 月 8 日再三度將 14 天期附買回利率降至 4.00%，此為 1964 年以來的最低水準。本年初迄今，總計英格蘭銀行已調降利率 2 個百分點。英格蘭銀行於 11 月 8 日降息後表示，由於全球經濟疲弱程度加深，且跡象顯示，未來全球景氣走緩程度將較原先之預期更深、更久，因此在目前通膨風險不大的情況下，乃決定再度調降利率。伴隨英格蘭銀行的降息，本年英國長短期利率亦走低，11 月隔夜拆款市場利率已下滑至 3.63%；而 20 年期政府債券利率則走低至 10 月之 4.83%。

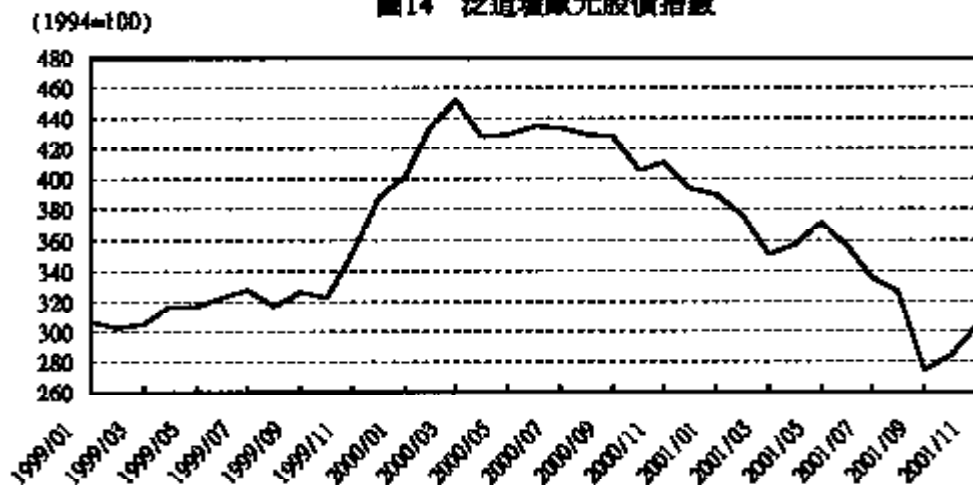
#### (四) 近期歐元區及英國股價止跌回升

本年下半年以來，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) 受企業第二季獲利報告低於預期，加上經濟前景不明朗之影響，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 點之本年新低；之後，受陸續公布之第三季企業財報較預期為佳、通膨壓力明顯減緩及預期歐洲央行降息等利多因素之激勵，大盤強勁反彈，迨至 11 月底 STOXXE 已回升至 304.31 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 40 種指數分別反彈至 4,989.91 點及 4,476.06 點。

英國股市方面，本年 6 月以來，在企業獲利警訊頻傳，及投資人憂心英國受全球經濟疲軟波及程度日益嚴重之情況下，英國倫敦金融時報百種指數一路走低，911 事件後至 9 月底，大盤於底部震盪，之後受原油價格下跌、通膨壓力趨緩及英格蘭銀行降息行動之激勵，股價止跌回升至 11 月底之 5,203.60 點。

圖 14 泛道瓊歐元股價指數

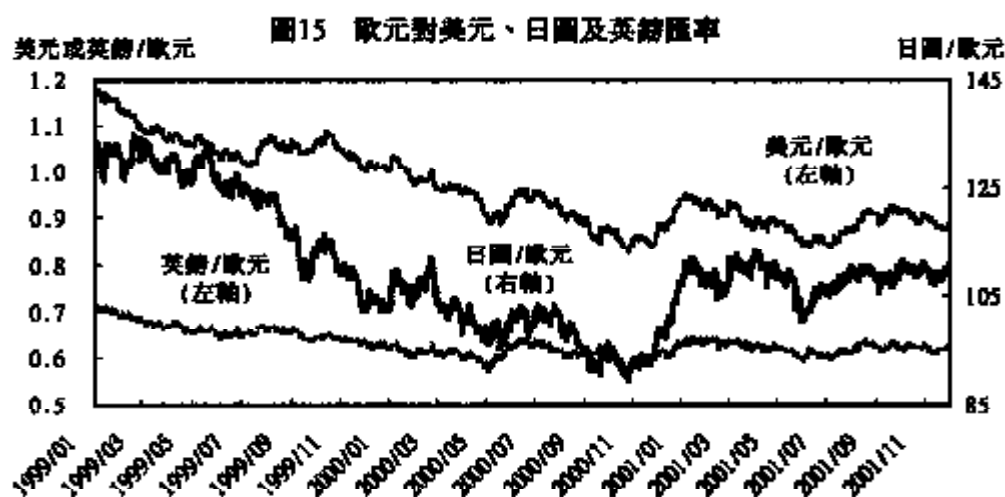


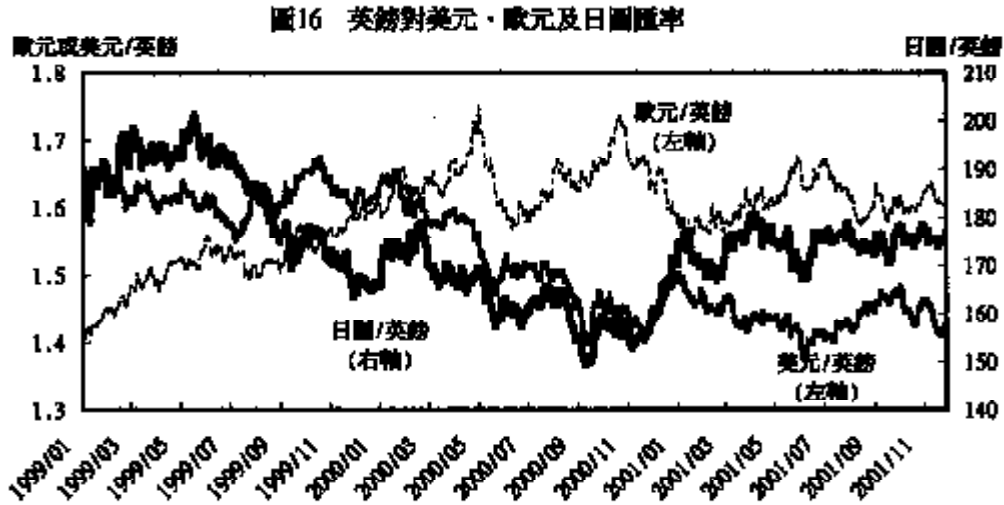
## (五) 近期歐元及英鎊對美元匯價回軟

歐元對美元匯價自本年 1 月 5 日的 1 歐元兌 0.9517 美元高點一路走跌至 7 月 5 日之 0.8369 美元，主要是因資本大量外移至美國；之後因美國經濟指標惡化，導致美元疲軟，而 911 事件更加速美元貶值，9 月 19 日歐元對美元已回升至 1 歐元兌 0.9295 美元；嗣因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 11 月底歐元以 1 歐元兌 0.8954 美元收盤。Fed 主席葛林斯班於本年 11 月底對歐元之所以長期疲弱發表看法，指出歐元區的經濟結構及金融體系缺乏效率（例如法律對企業僱用與裁減員工限制太多），導致歐元區勞動生產力低於美國，造成國際資本大量流向美國，是歐元對美元匯價欲振乏力的主因。歐元對日圓匯價方面，本年 6 月初歐元一度跌至 1 歐元兌 100 日圓左右之本年新低，隨後在日本結構改革不確定性升高、企業及就業市場狀況持續惡化及

預期經濟成長悲觀的情況下，歐元對日圓匯價回升，迨至 11 月底約維持在 1 歐元兌 110.235 日圓。至於歐元對英鎊匯價，本年下半年以來大抵呈走升趨勢，11 月底維持於 1 歐元兌 0.6279 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），自本年 1 月的 91.7 高點走低至 6 月之 88.1 點，7 月以降回升至 10 月之 92.8 點。

英鎊對美元匯價方面，本年初以來大抵走貶，6 月中旬由於英國工黨勝選，提高英國加入歐元區之可能性的預期心理，看貶英鎊之氣氛轉濃，致使英鎊一度跌至 1 英鎊兌 1.37268 美元之十五年新低；嗣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，逼近本年初之高點；迨至 11 月底，英鎊復回貶至 1 英鎊兌 1.42430





美元的價位。英鎊對日圓匯價自本年 4 月即呈下滑走勢，6 月中一度跌破 168 日圓，之後回穩至介於 170 日圓 178 日圓間波動，迨至 11 月底英鎊對日圓匯價為 1 英鎊兌 176.8 日圓。至於英鎊對歐元匯價，本年初大抵走升，下半年以降轉而大幅走貶，8 月下旬方回穩並在 1 英鎊兌 1.58 歐元 1.63 歐元間之價位波動，迨至 11 月底維持於 1 英鎊兌 1.5926 歐元（圖 16）。

#### （六）歐元區國家財政政策操作空間受限

本年初以來原已趨緩之歐元區經濟，在 911 事件後益發低迷，為刺激景氣，ECB 已四度降息，至於財政政策方面，由於 1996 年歐盟於「穩定暨成長協定」（Stability and Growth Pact）中要求會員國每年的預算赤字對 GDP 的比率不得高於 3%，因此限制了利用赤字財政激勵景氣的運作空間。

歐元區國家中，預期本年可達到預算平衡或盈餘者僅有比利時、芬蘭、愛爾蘭、盧森堡、荷蘭及西班牙等六國，惟彼等國家之產出僅占全歐元區的 23%，其餘之奧地利、法國、德國、希臘、義大利及葡萄牙等六國則將出現預算赤字，尤其占歐元區經濟產出高達 70% 以上之德國、法國及義大利等三大經濟體，在當前經濟疲軟之際，由於政府須增加失業保險及社會福利支出，導致稅收減少、財政惡化，預期將無法達成財政目標。根據高盛（Goldman Sachs）公司之預估，歐洲第一大經濟體德國本年之財政赤字對 GDP 的比率將達 2.3%，無法達成原先所設定的 1.5% 目標；義大利本年此一比率預估將達 1.6%，超過其所設定 0.8% 的目標；至於法國本年財政赤字對 GDP 的比率亦可能達到 1.5%。

## 五、亞洲新興經濟體

今年上半年由於日本經濟依然疲弱、美國經濟大幅走緩及全球對電子產品需求轉弱等不利因素，亞洲各新興經濟體除中國大陸仍持穩健成長外，其他各經濟體經濟成長率均明顯走緩。迨入第三季，由於受 911 事件之影響，經濟前景益加惡化，導致原本經濟情況即已不樂觀的若干亞洲新興經濟體陷入衰退危機。亞洲四小龍中，除南韓因國內需求仍強，本年第三季尚能維持 1.8% 的成長之外，新加坡及香港均因出口大幅衰退及國(區)內需求不振等原因，經濟成長率分別下滑至負 5.6% 及負 0.3%；而亞洲四小虎中，除馬來西亞受全球電子業不景氣影響較大，經濟成長率轉為負 1.3% 之外，印尼及菲律賓則因國內需求仍佳，經濟成長率分別為 3.5% 及 2.9%；中國大陸本年第三季經濟成長率雖降至 2 年來最低之 7.0%，惟其表現仍居區內各經濟體之冠。

面對全球不景氣及美國 911 恐怖攻擊事件的不確定因素影響，本年第三季以來，大多數亞洲新興經濟體仍持續採行擴張性的財政政策及寬鬆性的貨幣政策。財政政策方面，新加坡、香港及馬來西亞等，係以挹注公共資金或減稅方式，提振低迷的景氣，其中新加坡分別於 7 月及 10 月推出規模共達 135 億星元(約 75 億美元)的對抗經濟衰退方案，而香港則於 10 月提出規模 150 億港幣(約

19 億美元)的振興經濟方案，至於南韓及泰國亦決定於明年採取擴大赤字預算措施。在貨幣政策方面，由於物價穩定，伴隨主要國家降息，香港、南韓、新加坡、菲律賓及馬來西亞亦採降息措施；而泰國自上半年持續調升利率之後，本年第三季起利率即未再變動；印尼本年以來雖持續調升利率防衛匯價，惟 10 月以後亦已終止升息的行動。

本年以來，除中國大陸採取干預措施維持人民幣匯率之穩定、香港維持聯繫匯率制及馬來西亞仍採行固定匯率制之外，亞洲其他新興經濟體貨幣對美元升貶走勢不一。上半年，由於印尼境內動亂及受日圓對美元轉呈貶值之波及，其他亞洲新興經濟體通貨普遍面臨貶值壓力。7 月以降，各新興經濟體通貨對美元匯價回穩，迨入 8 月復轉呈升值走勢，惟 9 月以後由於各經濟體之經濟基本面普遍不佳，加以受 911 事件影響，匯價轉呈貶值走勢，迨至 11 月底，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，僅新加坡因傾向讓星元貶值政策，星元貶值幅度擴大。本年 11 月底與去年底比較，除港幣、人民幣及馬幣以外，其他亞洲各新興經濟體之通貨對美元均為貶值，其中以印尼盾貶值 7.6% 幅度最大，其次星元貶值 5.4% 次之，菲律賓披索貶值 3.8%，其餘各國貶值幅度均低於 2%。

亞洲新興經濟體之股價方面，本年上半年除中國大陸呈持續上揚以外，其他經濟體股價受美國景氣轉緩及全球電子產品需求轉弱影響，大抵呈先漲後跌局面。7月起，除馬來西亞及泰國股價因政策面利多刺激，股價呈上揚走勢外，新加坡、香港、南韓及菲律賓則隨美國道瓊及那斯達克股價下挫而大幅下跌，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等政策面利空因素，股價亦呈下跌走勢。迨至 9 月中以後，由於 911 事件後美股強力反彈及各亞洲新興經濟體加緊採取寬鬆之財經政策等，除了中國大陸以外之其他亞洲新興經濟體股價於 9 月 11 日以後強力反彈上揚，繼之中國大陸因 10 月間宣布國有股暫停釋出及 11 月間調降證券交易印花稅等利多措施，上海 A、B 股轉呈上揚走勢。本年 11 月底與去年底比較，香港、菲律賓、新加坡及中國大陸上海 A 股係分別下跌 25.3%、24.5%、23.3% 及 16.9%，而印尼及馬來西亞股價跌幅均在 10% 以下，至於南

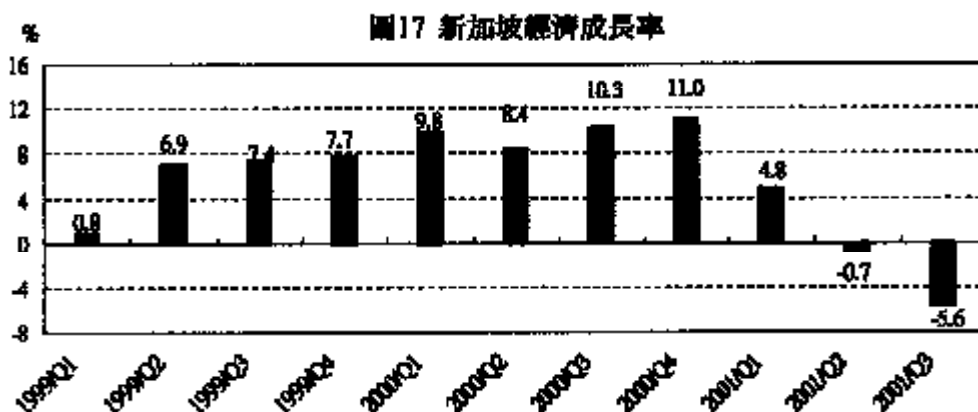
韓及泰國股價則分別上揚 27.6% 及 12.4%。

#### (一) 新加坡

1. 本年第三季實質 GDP 大幅衰退 5.6%，經濟前景堪虞

受到全球電子產品需求下滑及美、日及歐洲經濟走緩影響，本年以來新加坡經濟成長呈現快速減緩趨勢，第一季實質 GDP 較上年同期僅成長 4.8%，第二季轉而衰退 0.7%，迨入第三季進一步衰退 5.6%（圖 17），創新加坡自 1965 年獨立建國以來最嚴重的衰退紀錄。新加坡政府自本年以來即多次調降本年新加坡的經濟成長率預估值，本年 10 月已下修至負 3%，並預估明年將介於衰退 2% 到成長 2% 之間。

受到電子及資訊科技相關製造業部門生產銳減的拖累，新加坡自本年第二季起工業生產即告衰退，且其幅度由第二季的衰退 13.4% 擴大至第三季的衰退 19.9%，迨至 10 月更呈衰退 21.4%，總計 1 月至 10 月較上年同期衰退 10.3%；較為特別的是，雖然電子資





訊部門生產大幅衰退，惟石化、生物醫藥及製藥等部門均有高於 15% 的成長。

本年第二季以來，新加坡進出口年增率大致呈逐月減緩走勢，減幅亦持續擴大；出口方面，本年第三季係呈大幅衰退 18.6%，迨至 10 月，單月出口則萎縮 17.2%，其中非石油商品出口萎縮 21.6%，主要係因電子產品出口（占非石油輸出比重約 66%）大幅萎縮 35.6% 所致；進口方面，本年第三季則衰退 14.5%，迨至 10 月，單月進口則衰退 15.5%；總計本年第三季新加坡貿易順差為 12.26 億星元，較上年同期減少 5.41 億星元；10 月之貿易順差則為 8.64 億星元。

新加坡總理吳作棟表示，新加坡目前所面對的經濟衰退問題，並不僅是單純的景氣循環波動，也伴隨著科技革新浪潮與經濟結構調整等問題，尤其是中國大陸經濟的逐漸強大，有能力取代許多原先由新加坡所提供的商品或服務，這些工作機會一失將不復返，未來新加坡必須加緊改革，把以往側重資本投資的經濟思維，轉化成重創意及重革

新的思維，方能為經濟成長及創造就業立下良好基礎。

## 2. 失業率上揚，通膨壓力減輕

景氣低迷對新加坡就業市場造成嚴重的打擊，失業率由第一季的 2.4% 攀升至第二季的 2.6% 後，第三季進一步上揚至 3.8%，主要是景氣不佳，企業裁員人數增加。由於景氣走低，本年以來新加坡消費者物價年增率由上年的趨升走勢轉為一路下滑至 10 月的 0.2%，創 1999 年 8 月以來之最低（圖 18）。

## 3. 市場利率走低，星元貶值，股價跌深反彈

受美國降息影響，本年以來新加坡長短期利率均呈下跌走勢。其中，三個月期銀行間拆款市場利率大抵維持在 2.5% 以下之水準，第三季起並轉趨大幅下跌走勢，迨至 10 月已下跌至 0.88%；本年 1 至 8 月基本放款利率均為 5.8%，9 月以降轉趨下跌，至 10 月已降至 5.35%（圖 19）；5 年期政府公債殖利率亦由本年初的 3.16% 降至 10 月的 2.55%。

圖18 新加坡消費者物價年增率

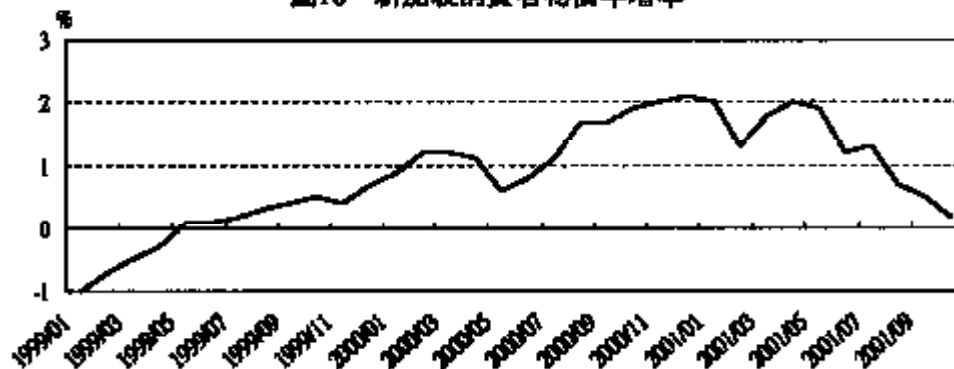
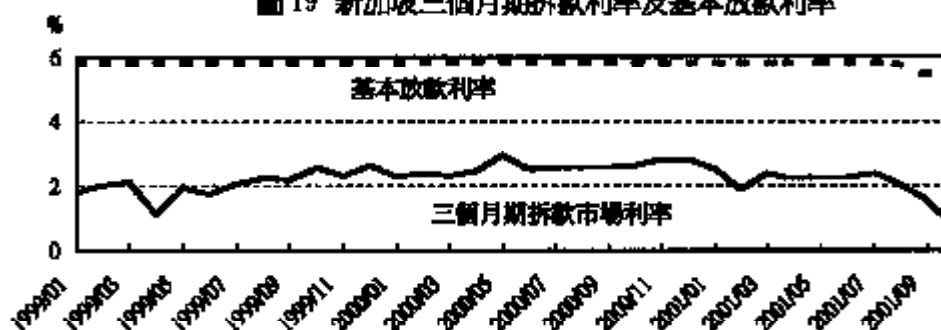


圖 19 新加坡三個月期拆款利率及基本放款利率



股市方面，本年以來受全球經濟減緩及科技股股價下挫影響，新加坡海峽時報股價指數自年初的 2,000 點左右盤旋走低至 5 月的 1,600 點左右，之後則於 1,620 點至 1,720 點間盤整，9 月起因新加坡經濟情勢更加險峻，股價乃大幅下滑至 9 月 21 日本年最低之 1,241.29 點，嗣後伴隨美股波動轉呈盤整上揚走勢，至 11 月底復回升至 1,478.54 點，與上年底之 1,926.83 點相較，新加坡股價仍下跌 23.3% (圖 20)。

匯價方面，本年上半年星元大致呈貶值走勢，主要是受全球經濟成長趨緩、新加坡

電信收購澳洲第二大電信大東光纖公司及新加坡發展銀行收購香港道亨銀行等影響。新加坡金融管理局雖於 5 月間在外匯市場買進星元進行干預，但干預效果不佳。迨入下半年，因新加坡金融管理局 (MAS) 宣布棄守上年 1 月以來遵循的星元溫和漸進升值原則，轉而於 7 月 12 日改採中性匯率政策 (neutral exchange rate policy)，宣布以貿易加權之星元有效匯率將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。8 月以後由於美元面臨貶值壓力，星元一度回升至 9

圖 20 新加坡海峽時報股價指數

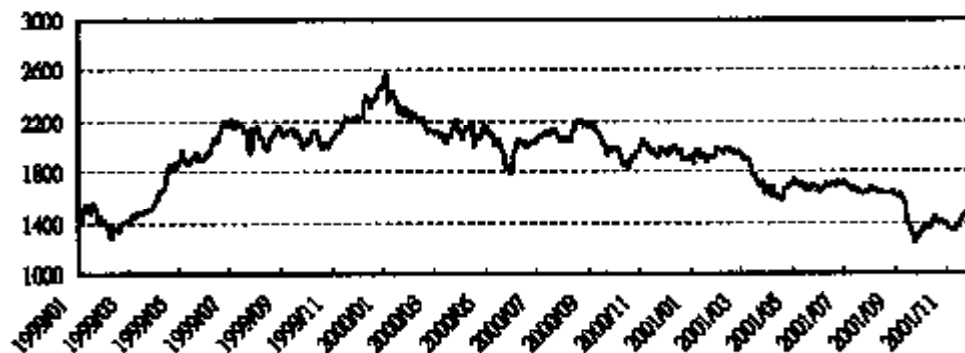
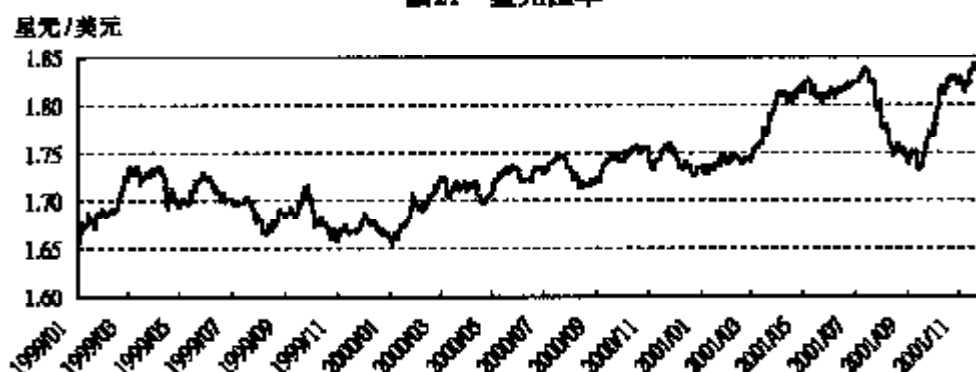


圖21 星元匯率



月14日的1美元兌1.7325星元，嗣後由於新加坡景氣轉差，加以新加坡金融管理局宣布放寬星元匯率之浮動區間，市場認為新加坡政府有意藉星元的貶值來提振出口，星元遂一路走貶至11月底的1美元兌1.8315星元，與去年底相較，星元匯價僅下跌約5.4%（圖21）。

4. 二度推出對抗經濟衰退之刺激景氣方案  
新加坡自本年第二季起經濟成長轉趨衰退，為提振景氣，新加坡政府於7月25日宣布總值為22億星元(12億美元)的對抗經濟衰退方案，計劃透過增加公共支出及減稅等措施來幫助企業渡過難關、提供失業勞工訓練基金及加速基礎建設等，具體內容包括僱主對勞工的公積金繳交率原預定將於本年調升至20%的規定，暫時延後一年實施；各項稅賦減免中，工商房地產退稅25%繼續延長至2002年6月30日，此外，並增加道路、下水道及其他公共建設經費支出，及降低新加坡港貨櫃船及大型商用船隻的各項規費。

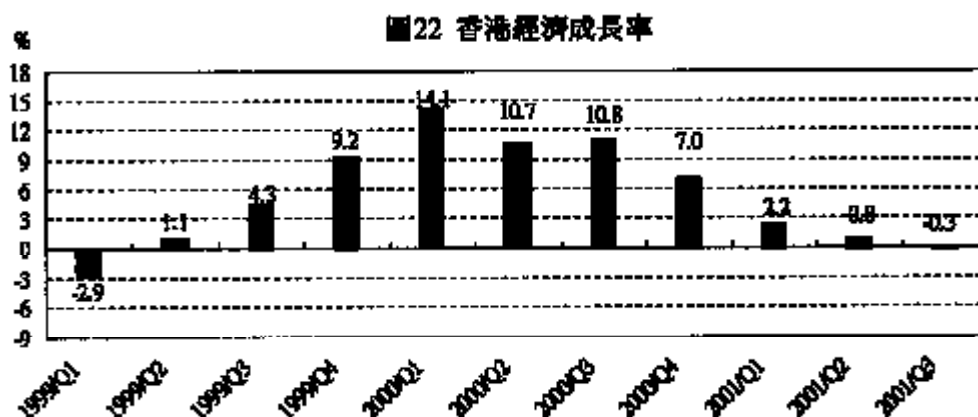
之後，因新加坡第三季經濟衰退幅度創

建國36年以來之僅見，新加坡政府遂於本年10月12日再度提出規模達113億星元(63億美元)的振興經濟方案，內容包括加速基礎建設、企業退稅、個人所得稅退稅、財產增值稅退稅、調降中小企業貸款利率與利息補貼、取消對私人購地三年內轉售利益的課稅、取消新加坡公民只能一次購屋貸款的限制、就業輔導，並發行新加坡股票，讓新加坡人民分享該國政府所累積之盈餘。預計本方案將使新加坡2001年會計年度出現40億星元的財政赤字，而2002年會計年度也將出現10億星元的預算赤字。

## (二) 香港

### 1. 本年第三季經濟成長率為負0.3%

香港經濟成長力道本年以來明顯放緩，經濟成長率由第一季的2.2%降至第二季的0.8%，迨入第三季甚至轉呈衰退0.3%（圖22），主要是因香港的主要出口市場(美國及歐盟)需求減緩，致香港出口衰退，益以區內資產市場持續低迷及失業率持續攀升，肇致



區內需求亦不振所致。港府表示，美國 911 事件對香港的不利影響尚未全部浮現，因此香港經濟在短期內可能不易回升，失業率也將進一步攀升，預期本年第四季香港的經濟衰退幅度將擴大，並指出香港已進入經濟衰退期。鑑於此，港府已將香港本年經濟成長率由早先預估的 1% 調降為零；不過，港府也表示，由於中國大陸市場不斷增長，相信有助於紓緩香港的經濟衰退情形。

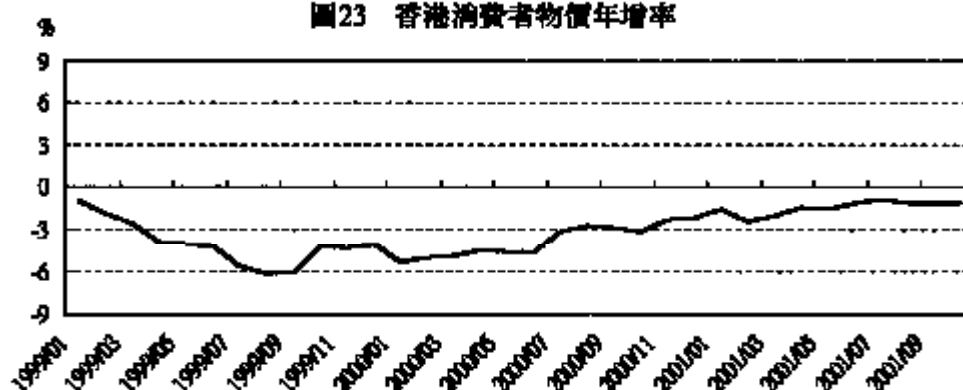
本年以來由於全球需求減緩，香港除 2 月份因季節性因素進出口較上年同月呈正成長外，各月之進出口值均呈負成長。本年第三季，香港進、出口分別衰退 6.4% 及 7.0%，就出口地區而言，對美國、歐盟及東南亞地區均呈衰退，僅對中國大陸呈正成長，迨至 10 月進、出口衰退幅度再分別擴大至 14.9% 及 13.9%，創本年以來單月之最大衰退幅度。由於出口衰退幅度較進口衰退幅度為大，總計本年前三季香港貿易逆差為 768.61 億港

幣，較上年同期間擴增 116.32 億港幣；10 月之貿易逆差為 18.92 億港幣。

#### 2. 失業率上揚，通貨緊縮問題依舊

本年上半年香港就業市場大致平穩。下半年起，由於商業活動放緩，加以企業大幅裁減員工，失業率由第二季的 4.5% 大幅上升至第三季的 5.3%，10 月再進一步攀升至 5.5%。按月支出 45,000 至 65,999 港幣的香港居住戶之消費模式所編製之綜合消費者物價指數年增率，本年以來各月指數年增率均為負值，第三季各月跌幅約為 1.0%，迨入 10 月，跌幅則小幅擴大至 1.2%（圖 23）。香港物價之持續低迷，主因為民間消費支出疲弱及房租不斷滑落，零售商多以低價促銷，加以進口物價持續下跌所致。港府表示，由於工資與租金持續下跌，加以反映外來物價的進口物價亦呈下跌走勢，遂將本年香港綜合 CPI 年增率之預估值，由本年 8 月預估的負 1.3% 下調至負 1.6%。

圖23 香港消費者物價年增率



### 3. 香港金融管理局伴隨美國降息

香港因採聯繫匯率制度，將港幣與美元掛勾，本年以來香港金融管理局（HKMA）伴隨美國 Fed 十一度降息，貼現窗口基本利率已由本年初的 8% 降至 12 月之 3.25%。香港金融管理局表示，為維繫聯繫匯率之順利運作，香港貼現窗口基本利率將維持在較美國聯邦資金利率目標至少高出 1.5 個百分點的水準。就銀行業利率而言，香港自本年 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，各銀行可自由決定其存放款利率，究之實際，在 HKMA 於 7 月以後的多次調降貼現窗口基本利率措施下，各銀行亦均伴隨宣布調降對客戶之存放款利率，迨至 11 月，主要銀行的儲蓄存款利率已由年初的 4.75% 調降至 0.5%，而最優惠貸款利率則調降至約 5.3%，為 1998 年 2 月以來之最低；影響所及，本年以來隔夜拆款利率亦由 1 月的 5.41% 一路下滑至 10 月的 2.00%，11 月則小幅上升至 2.06%（圖 24）。

圖24 香港隔夜拆款利率及重貼現率

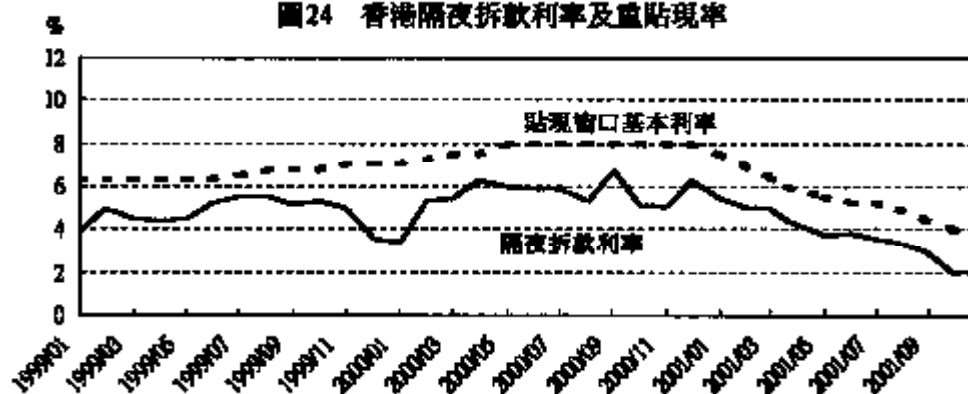
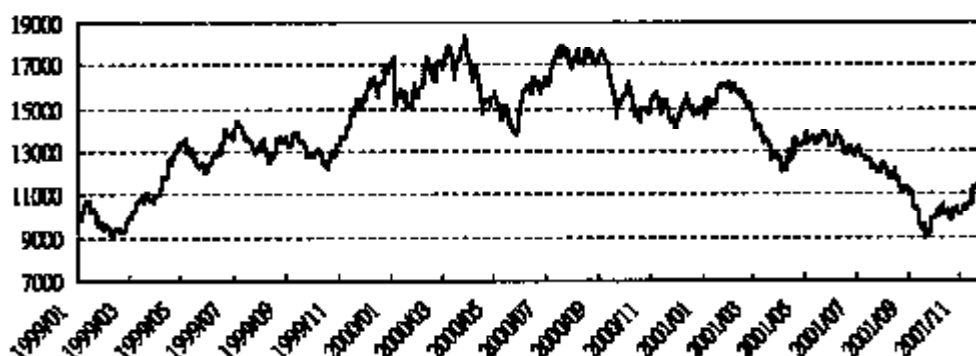


圖25 香港恆生股價指數



#### 4. 港股跌後盤旋回升

本年初以來，由於全球的不景氣及全球對資訊產品需求不振影響，香港恆生股價指數大致呈走跌局面，其間雖一度略為反彈，但自第三季起復轉呈下挫局面，主要是美國經濟前景不樂觀，加上美國上市公司相繼發出盈利警訊，使全球股市均普遍下滑；911事件發生後，恆生股價指數曾遽挫至三年來的最低 8,934 點。之後隨全球股市逐漸回穩，恆生股價指數乃盤旋走高，至 11 月底已回升達 11,279 點，與去年底之 15,095 點相較，仍下跌約 25.3% (圖 25)。

#### 5. 香港金管局完全撤銷《利率規定》

香港金管局於本年 7 月 3 日宣布完全撤銷有關港幣儲蓄帳戶及往來帳戶的《利率規定》，自該日起所有港幣各類存款利率均由市場力量決定。

香港於 1994 年及 1995 年陸續撤銷港幣《利率規定》中部份利率管制措施後，逾 99% 的港幣定期存款(約占港幣存款總額的

70%)利率均可依市場競爭而自由浮動，而尚存的管制規定僅剩餘：(1) 7 日以下的定期存款利率上限；(2) 存款贈品限制；(3) 往來戶與儲蓄帳戶利率規定等三項。迨至上年 7 月 3 日進一步撤銷 7 日以下的定期存款利率上限及有關存款贈品限制等規定，當時金管局並表示，只要經濟與金融狀況許可，未來 12 個月後，將撤銷《利率規定》中僅餘的往來戶帳戶及儲蓄帳戶(約分別占港幣存款的 5.9% 及 27.7%)利率的規定。本年 4 月 9 日金管局表示，經評估目前香港的經濟和金融環境，認為目前的情況並未出現不利於撤銷利率管制之情形，其意見經獲外匯基金諮詢委員會及接受存款公司諮詢委員會的同意後，自 7 月 3 日起已完全撤銷對港幣儲蓄帳戶與往來帳戶的利率管制規定。

#### 6. 港府推出振興經濟措施

香港行政首長董建華於本年 10 月 10 日發表的《施政報告》中表示，為因應國際經濟急速下滑及紓解香港區內經濟轉型的壓

力，港府決定採行包括經濟、社會、經商環境及基礎設施等在內之改善措施。主要內容計有：

(1) 短期內創造超過 3 萬個職位的工作機會。

(2) 提供 50 億港幣資助有志終身學習人士。

(3) 提高明年薪資寬減額，每戶最多可增加 2,000 港幣。

(4) 調高未來兩個課稅年度的每年個人房屋貸款利息扣除額之上限，由 10 萬港幣提高至 15 萬港幣。

(5) 撥出 20 億港幣，在赤臘角興建展覽中心。

(6) 增撥 19 億港幣支應與中小企業發展有關的四項基金（中小企業營運設備及器材信貸保證基金、中小企業市場推廣基金、中小企業培訓基金，以及中小企業發展支援基金），受惠的中小企業家數由原先預估約 6,600 家，擴增至 106,600 家。

在上列的措施中，港府提撥終身學習基金約 50 億港幣，薪資免稅總額約 50 億港幣，購屋貸款利息免稅約 10 億港幣，提供就業的機會則需 30 億港幣左右，再加上其他資助基金的支出，總計約 150 億港幣。

(三) 中國大陸

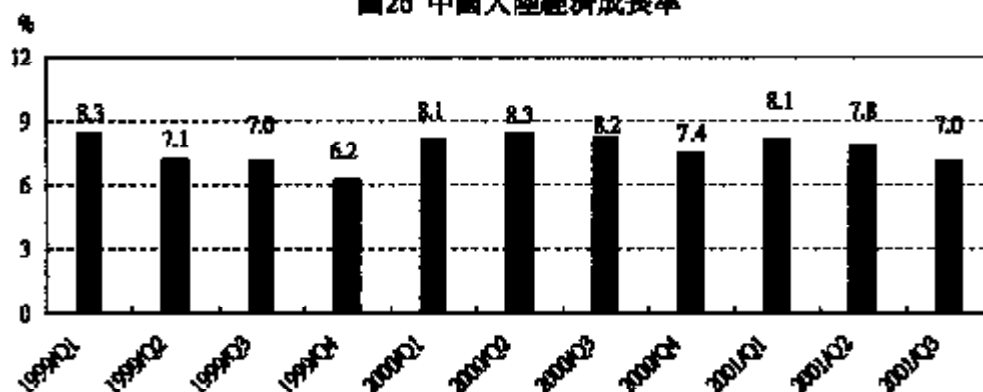
1. 本年第三季經濟成長 7%，對外貿易及工業生產成長均告減緩

受到全球經濟不景氣，肇致工業生產、出口成長持續下滑影響，中國大陸本年第三季實質 GDP 較上年同期成長 7.0%，為兩年來之最低（圖 26），總計本年前三季經濟成長率為 7.6%。中國人民銀行預估本年中國大陸經濟成長率將由上年的 8.0% 下滑至 7.5%。

自上年 9 月起中國大陸工業生產成長即呈減緩趨勢，迨入本年 1 月年增率僅 2.3%，2 月一度因季節性因素年增率高達 30.8%，之後再由 3 月的 12.1% 逐月下降至 10 月的 8.8%。

對外貿易方面，中國大陸的出進口自第

圖 26 中國大陸經濟成長率



二季起轉呈下滑，第三季進、出口年增率分別由第二季的 11.6% 及 4.7% 降至 6.5% 及 4.0%，迨至 10 月，進、出口年增率再大幅下滑至負 0.2% 及 0.1%；由於進口跌幅較出口為大，第三季貿易順差仍達 54.5 億美元，較上年同期則減少 13.4 億美元。本年前十個月，中國大陸對外貿易大幅減緩，主要是對美、日出口增長出現明顯下降及傳統大宗商品出口的成長滑落。根據中共外經貿部表示，受全球經濟成長明顯放緩的影響，預估本年中國大陸出口將僅成長 3.5%，遠低於上年的 27.8%。而中國大陸加入 WTO 後，短期內進口擴增可能大於出口，或將面臨失衡的壓力，貿易順差恐將進一步縮小。

### 2. 消費意願轉弱，通貨緊縮問題再起

本年初在中共當局持續擴大內需之政策激勵之下，中國大陸內需明顯擴增。影響所及，第二季消費者物價指數年增率由第一季的 0.7% 上升至 1.6%。迨入第三季，由於景氣明顯放緩，消費者物價指數年增率又走低，通貨緊縮壓力再起，9 月 CPI 年增率甚至又

出現負 0.1%，迨至 10 月僅小幅上升至 0.2%（圖 27）。中共官方表示，由於出口及工業生產雙雙減緩，已經明顯影響整體需求，因此仍將持續擴大公共支出並鼓勵出口，據以支撐區內民間消費，避免再陷入通貨緊縮困境。

### 3. 深滬兩市 A、B 股股價伴隨官方政策呈明顯波動

本年初中共證券監督管理委員會（以下簡稱“證監會”）發布多項規範股市的法規與制度，並加強查緝違法炒作股票，上海 A、B 股價均呈盤整下跌格局。2 月 19 日，證監會宣布開放合法擁有外幣帳戶的中國大陸境內居民，可以在原專供外國人交易的 B 股市場開立帳戶買賣股票，並宣布暫停股市交易。2 月 28 日上海及深圳兩股市之 B 股恢復交易後，B 股股價即急速飆漲至 5 月 31 日的本年以來最高點 239.731 點。6 月 1 日起，中共允許中國大陸居民使用本年 2 月 19 日以後存入境內商業銀行的現匯存款和外幣現鈔存款，以及從境外匯入的外匯資金，可以從事 B 股交易，B 股出乎預料的一度下挫，

圖 27 中國大陸消費者物價年增率

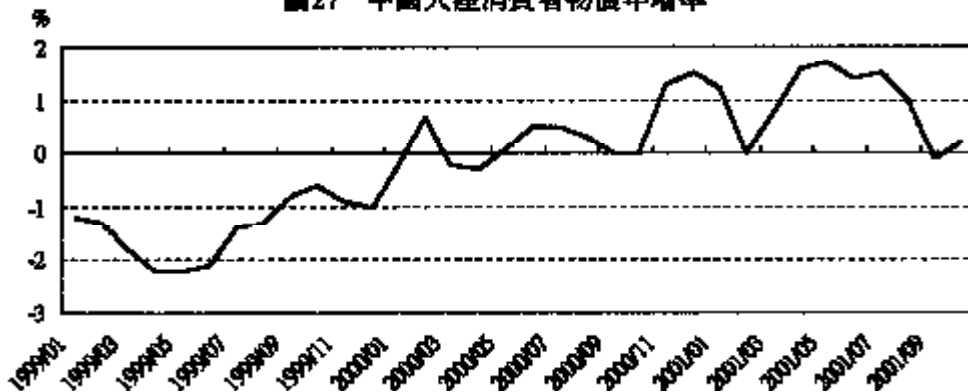
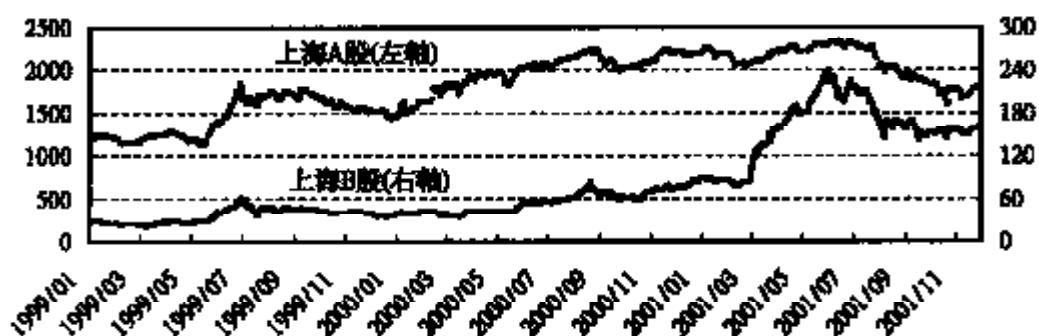




圖28 大陸上海A、B股股價指數



而 A 股則在 2,300 點左右呈盤整走勢。

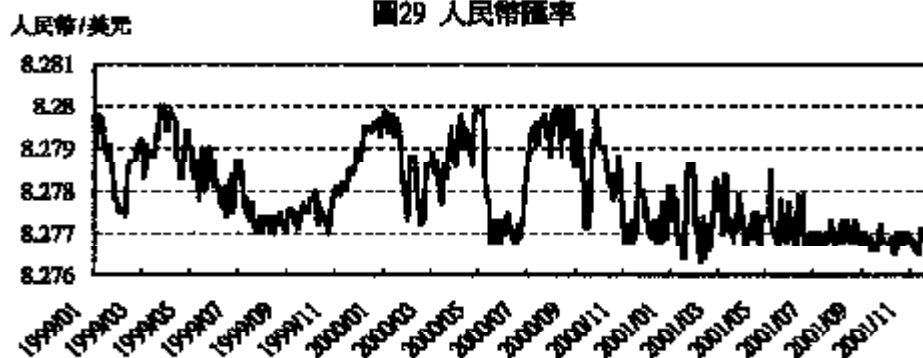
7 月以降，由於中共證監會及人民銀行嚴查金融體系資金炒作股市，並配套查緝市場主力，以及宣布實施國有股減持方案等利空因素影響，造成上海 A 股股價下跌至 10 月 22 日的本年最低點 1585.773 點，10 月 23 日由於證監會宣布暫緩原計劃拋售上市公司持股及國有股持股初次發行，並停止執行國有股減持方案，股價即大幅反彈，單日漲幅接近 10%，嗣後小幅下跌，迨至 11 月中起，受中共調降證券交易印花稅利多刺激，上海 A 股反彈上揚至 11 月底的 1837.553 點；至於上海 B 股則大抵維持在 140 點至 170 點間呈盤整走勢，11 月底為 168.615 點。11 月底與上

年底相較，上海 A 股下跌 16.9%，而 B 股則仍上漲 84.6%（圖 28）。

#### 4. 人民幣匯率波動穩定

本年初由於中國大陸經濟持續看好及農曆春節前人民幣之大量需求之影響，人民幣大幅走高至 2 月 8 日的 8.2763 人民幣兌 1 美元，創 1994 年人民幣匯率併軌後的最高價；2 月下旬以後，由於中共宣布開放 B 股交易，境內居民爭相搶購外匯，人民幣遂走貶於 8.277 至 8.278 間呈小幅波動。迨入 7 月初，由於中國大陸經濟前景仍佳，人民幣回升到 8.277 左右，之後伴隨中國大陸景氣減緩，人民幣小幅貶值，迨至 11 月底人民幣匯率為一美元兌 8.2772 人民幣（圖 29）。

圖29 人民幣匯率



由於本年以來中國大陸面臨亞洲鄰國通貨貶值的壓力，加以第三季以後出口成長已明顯減緩，肇致境內要求放任人民幣貶值以振興出口的呼聲四起。惟目前中國大陸最重視的仍是維持人民幣的穩定以持續吸引外資流入，再加上官方明年將面對高層人事交接及權力移轉的壓力，短期間人民幣匯率大幅變動的可能性不大。中共總理朱鎔基於 11 月 22 日表示，中國大陸加入 WTO 後，將加速推動經濟改革，同時不會為擴大出口而放任人民幣貶值。

#### 5. WTO 通過中國大陸入會案

世界貿易組織(WTO)於本年 11 月 10 日卡達部長會議通過中國大陸加入 WTO 案。根據入世承諾，中國大陸將降低關稅、取銷非關稅障礙、減少政府補貼，並將在三至五年內逐步開放電信、金融、保險等服務業市

場。關於中共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 11 月 11 日簽署後，於 12 日經中共國家主席江澤民批准後送 WTO 秘書處存放，並於 12 月 10 日正式成為 WTO 第 143 個會員國。

由於加入 WTO 將使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大陸市場，使大陸銀行業面對爭奪客戶和優秀管理人才的壓力，並對中國大陸的監管能力帶來挑戰。關於此，中國人民銀行表示將採取以下六項措施來因應：

#### 1. 健全國有獨資商業銀行的法人組織結構，派駐董監事，建立符合市場經濟的監督機制，並成立各金融行業的同業公會，實行符合國際慣例的會計制度。透過金融企業保留盈餘的增加、財政增資或發行長期金融債券等方式增加國有商業銀行資本，促使其資

**中共承諾開放金融業之時程表**

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。
入會後一年內	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。
入會後二年內	1. 允許濟南、瀋陽、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。
入會後三年內	允許昆明、香港、北京、廈門的外資銀行對外國客戶提供人民幣業務。
入會後四年內	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。
入會後五年內	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撥款之限制，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。

本適足率達到國際標準。

2. 繼續推動股份制商業銀行，支持其加快補充資本，並推動部份符合條件的商業銀行股票上市。

3. 發展貨幣市場，擴大同業拆款借貸及銀行間債券融資。逐步開放增設外資金融機構，同時支持有條件的中資金融機構至境外開展業務。

4. 修改外資金融機構參與市場條件及修改人民幣與外幣業務監管標準。

5. 在符合 WTO 基本原則的前提下，仍維持目前金融業分業經營及分業監管之體制，並嚴格掌控金融業參與市場之標準。

6. 積極培訓金融業經營及管理人才。

至於眾所矚目的匯率政策，中國人民銀行行長戴相龍表示，加入 WTO 後仍將繼續採行管理式的浮動匯率制，在人民幣穩定之條件下，逐步開放人民幣自由兌換機制，並維持自 1996 年 12 月以來實施經常帳項目之可兌換性，及對資本帳項目收支採登記及審批等制度。此外，戴相龍也表示，儘管 911 事

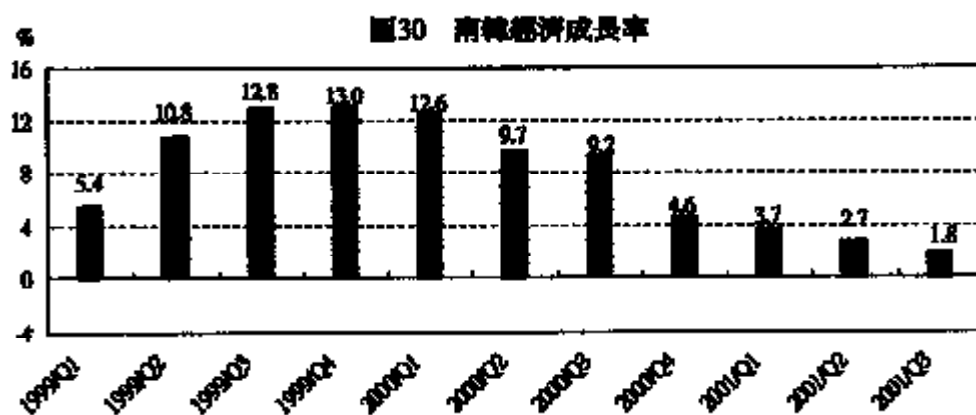
件後國際經濟前景不佳，但中國人民銀行不會以人民幣貶值方式來刺激出口。

#### (四) 南韓

1. 本年第三季經濟成長率為 1.8%；財政收支則不斷惡化

南韓本年第三季在民間消費與建築投資的成長帶動下，實質 GDP 雖仍較上年同期增加 1.8%，惟成長幅度已持續減緩（圖 30）。從生產面來看，建築業、服務業分別成長 7.3%、3.8%，製造業則衰退 1.6%；從需求面來看，除民間消費、建築投資分別成長 3.4% 及 8.3% 外，機器設備投資、出口則分別衰退 15.4% 及 4.3%。展望本年，南韓政府認為受全球經濟衰退及 911 事件之影響，南韓經濟成長率將由上年之 8.8% 降至本年之 2.5%。

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，南韓本年第三季出口衰退達 19% 以上，創下 32 年來最大降幅；進口方面，受投資疲軟影響，第三季亦衰退 15%；在進出口雙雙萎縮情況之



下，南韓第三季貿易順差僅為 16.2 億美元。迨入 10 月，南韓進出口分別衰退 18% 及 19%，惟因出口衰退幅度超過進口，致貿易順差大幅縮小至 7.9 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，本年 6 月起南韓工業生產指數年增率由正轉負，7、8 兩月再分別衰退 5.7%、4.9%，創下 1997 年亞洲金融危機以來最低紀錄；迨入 9 月，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至 5.1%。

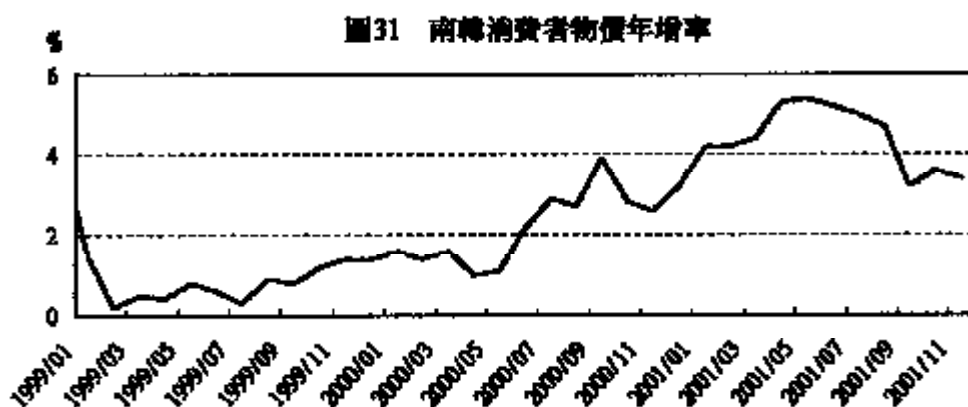
另根據南韓財經部的統計，上年底南韓政府債務餘額約 101 兆韓元，較前年底增加 12.4%，如與 1997 年底金融風暴後之 54 兆韓元比較，增加近一倍；政府債務餘額對 GDP 之比率，上年底達 19.4%，亦遠高於 1997 年之 11%，惟仍較 OECD 會員國的平均值 73%（1999 年）為低。南韓財經部長表示，為了刺激景氣將盡一切努力提振經濟，預計明年

的赤字預算約為 GDP 之 1%。

## 2. 失業率一度降至近四年之最低，通貨膨脹壓力仍大

受景氣放緩影響，南韓失業率自上年 12 月起大幅攀升，迨至本年第一季曾高達 4.8%，之後止升回穩至第二季之 3.4%，第三季則維持在 3.3%，其中 9 月更一度降至近四年之新低 3%；迨入 10 月則略升為 3.1%。

物價方面，本年上半年因受韓元貶值、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年增率曾達 4.8%，近期在韓元匯價及油價持穩之助益下，第三季 CPI 已由 5 月高峰之 5.4% 逐步走緩至 4.3%；迨入 10 月因農作物豐收，農、畜、漁產品價格下跌，CPI 續降至 3.6%（圖 31）。南韓央行預估本年南韓 CPI 年增率將由上年之 2.3% 攀升至 4.4%。

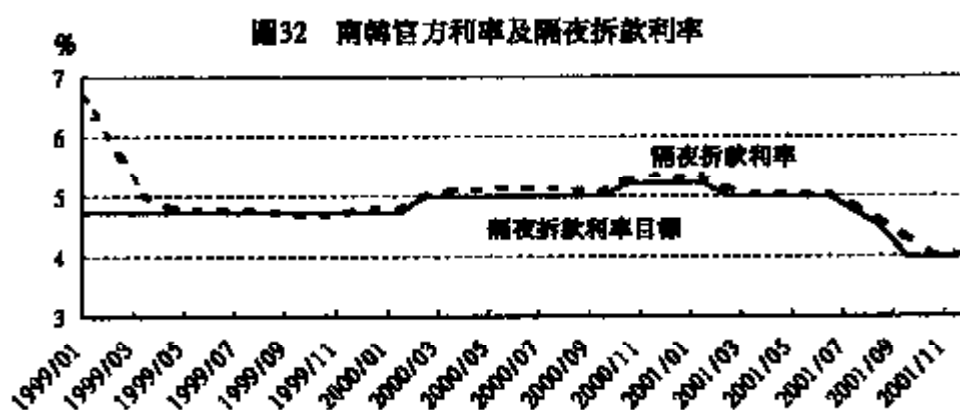


南韓央行自本年起將貨幣總計數 M3 由中間目標降格為監視目標，此舉意謂南韓央行已經採行純粹的通貨膨脹目標化政策，改變了自 1998 年起採「通貨膨脹目標化」與「貨幣總計數目標化」並行的貨幣政策操作策略。本年南韓央行為反映基本物價趨勢，將消費者物價剔除石油及農產品中的穀類項，作為該行所擬控制的核心通貨膨脹率指標。此外，為考量全球資本移動之不確定性及國際原料價格變動，南韓央行亦容許基本通貨膨脹率於其目標值上下各一個百分點間波動。本年南韓央行的通貨膨脹目標區間訂為  $3.0\% \pm 1\%$ ，中期目標則維持於年平均 2.5% 的水準，直至 2002 年止。本年以來受韓元貶值影響，工業產品及公共費率價格上揚，上半年之核心 CPI 年增率為 4.35%，第三季則為 4.1%，迨至 10 月已由 5 月高峰之 4.7% 逐步回穩至 3.9%。南韓央行認為本年將可達成先前預設的通貨膨脹目標區。

### 3. 本年四度調降隔夜拆款利率目標，利

### 率水準創歷史新低

本年初起因南韓經濟成長減緩超乎預期，因此儘管物價明顯上升，惟考慮到經濟快速衰退將會降低總合需求，並導致企業流動性惡化，且加速其信用危機，因此，南韓央行貨幣政策委員會（MPC），於本年 2 月宣布將隔夜拆款利率目標由 5.25% 降至 5%；迨入下半年，為了活絡經濟，南韓央行 MPC 復於 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兩碼至歷史新低之 4.0%（圖 32）。另外，MPC 於 9 月亦一併將金融機構流動性調節利率（lending rate on liquidity adjustment loans）由 4.25% 降至 3.75%；並將重貼現融通額度上限由 9.6 兆韓元調高至 11.6 兆韓元，而重貼現率亦由 3% 調降至 2.5%。影響所及，南韓隔夜拆款利率及 91 天期商業本票次級市場利率乃由上年 12 月之 5.29% 及 6.89% 分別下跌至本年 10 月之 4.03% 及 4.36%。



#### 4. 受 911 事件影響，股匯市一度走跌

本年上半年南韓漢城綜合股價指數 (KOSPI) 呈現震盪起伏走勢，除了 1 月份因外資及政府作多大漲逾 22%，其他月份主要受美國股市轉弱及資訊產業前景不佳之影響而震盪走低；迨入下半年，南韓股市仍持續向下探底。9 月 11 日當天，受 911 事件之影響，南韓股市雖延後開市，但一開盤隨即暴跌，開盤二分鐘後 KOSPI 即因股價持續 1 分鐘跌幅逾 10% 而實施中斷交易機制，收盤時跌幅高達 12.0%。面對此一發展，南韓央行除調降目標利率二碼，並宣示將提供市場充分的流動性。迨入 10 月，南韓 KOSPI 觸

底反彈，連續八週大幅上揚，11 月南韓股價大漲 19.7%，創全球股市單月最大漲幅，迨至 11 月底 KOSPI 以 643.89 點作收，較上年底上漲約 27.6% (圖 33)。

匯價方面，本年上半年，由於韓國償還外債及實施外匯自由化措施，加上受日圓貶值拖累，韓元對美元呈現貶值走勢；7 月起伴隨日圓的回穩而趨升，9 月復因 911 事件而再度走貶，10 月起韓元已漸呈回穩並走高至近 8 個月新高之 1,257 韓元對 1 美元，迨至 11 月底，韓元兌美元為 1,268 韓元對 1 美元。總計自上年底至本年 11 月底止，韓元對美元僅貶值約 0.24% (圖 34)。

圖 33 南韓漢城綜合股價指數

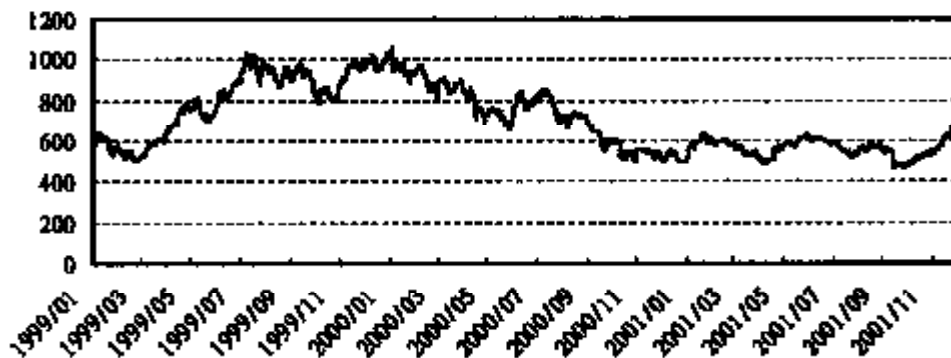


圖 34 韓元匯率



## 5. 南韓政府在 911 事件後的發展策略

(1) 採行擴張性財政政策，2002 年擬分別提撥第一及第二追加性預算 5 兆及 2 兆韓元，此預算將投入社會基礎建設相關計畫及房地產，預計共可額外使 GDP 提高約 1.4%。此外，計畫中的減稅規模則相當於 GDP 之 0.4%。

(2) 在通貨膨脹壓力控制得宜下採行寬鬆性貨幣政策，進行一連串利率調降以及提供充分的流動性，並且加強資本市場之穩定。

(3) 提供租稅優惠與融資等誘因，提振諸如服務業及營建業等疲弱部門，預計觀光業、後勤補給業及填裝業將是最大的受惠者。

(4) 發展新興產業，如資訊科技(IT)、生物科技(BT)、毫米科技(Nanotechnology)，以及這些領域的人力資源。同時透過加強公司管理規範與透明度以強化市場自律性，將南韓建構為國際投資的有利環境。

(5) 持續與北韓進行穩定交流、加強與東亞的合作，並且擴大歐亞之經濟合作層面；此外，連接南北韓鐵路，並將其延伸至中國、俄羅斯及歐洲，使南韓成為亞太地區之通路平台。

## 6. 建立南北韓金融整合指導方針

根據南韓央行於本年 11 月 1 日發布之新聞稿指出，南北韓金融整合是雙方經濟整合前最重要的工作，南北韓將以漸進方式，建

立先以兩韓共同存續之金融整合模式，此與東西德採激進、社會主義制度瓦解的整合方式不同。南北韓將參考東西德整合之經驗，建立金融整合的五個階段：

### (1) 南北韓進行金融合作

a、兩韓直接進行清算，不經第三地。此項合作已於上年 12 月兩韓部長級會談中簽署同意書。

b、創建南北韓聯合銀行。由兩韓合資建立聯合銀行，提供雙方廠商包括聯合創投公司之付款保證與信用狀之開立，以促進雙方之經濟合作。

c、北韓利用南韓的資本市場。由於北韓尚無商業化之金融市場組織架構，可藉由南韓之資本市場技術助其商業化、或允其透過南韓資本市場發行國營企業的資產擔保證券、或讓南北韓聯合創投公司在南韓高科技類股(KOSDAQ)上市，此舉有助於北韓活用南韓的資本市場，並讓南韓取得新的投資機會，製造兩韓雙贏局面。

d、南北韓互設中央銀行辦事處。透過兩韓中央銀行資訊交換與合作，可深入瞭解彼此的金融與經濟制度，作為雙方進一步之金融合作的管道。

### (2) 北韓進行金融改革

a、採行兩層銀行體系（即創建專業商業銀行來辦理原先由北韓央行統一分配的政策性融資及其他商業放款）；

b、建立股票與債券市場；

c、進行金融部門之人力訓練。

(3) 開放金融市場

- a、開放其他區域金融機構進入市場；
- b、金融市場整合。

(4) 進行金融體制整合

- a、採行單一貨幣；
- b、整合兩韓之貨幣政策、支付與清算系統及金融監理制度；

c、建立單一貨幣當局。

(5) 南北韓經濟完全整合及政治統一。

(五) 泰國

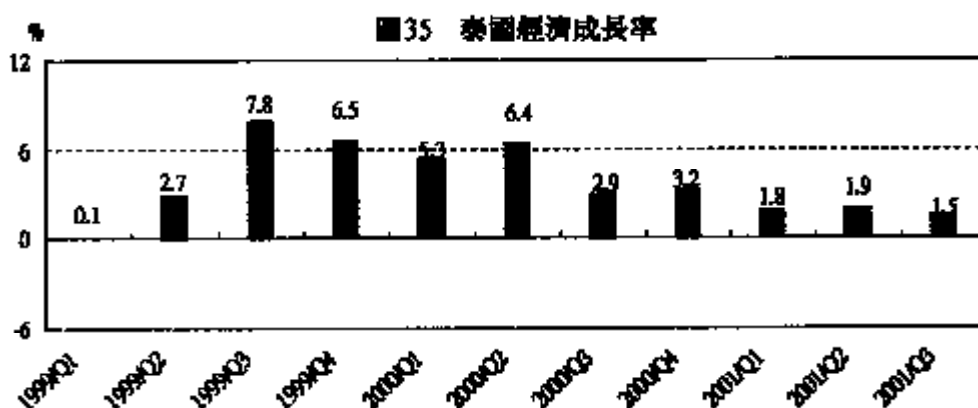
- 1. 本年第三季經濟成長率僅 1.5%，物價由高檔逐步回穩

在國內需求帶動下本年第三季泰國經濟成長率較上年同期增加 1.5% (圖 35)。主要為民間消費支出、政府支出及固定投資分別成長 2.8%、0.7%及 0.5%所致，惟因出口部門則衰退 8%。就部門別產出狀況分析，本年第三季泰國經濟成長的動力主要來自於運輸業成長 2.9%、製造業成長 0.9%及營建業成長

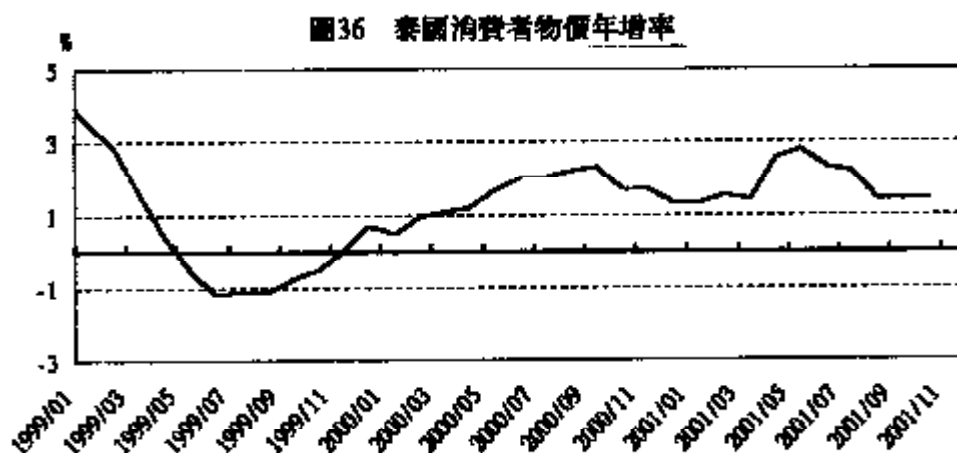
3.2%，至於農業部門則呈現萎縮態勢。受全球景氣走緩之影響，泰國國央行於 10 月底將泰國本年經濟成長率下修至 1.3~1.8%。

近期泰國多項經濟指標均已呈現經濟疲軟訊息，如反映泰國產業景氣動向的製造業生產指數年增率係自上年的 3.3%持續下滑至本年第三季之 0.8%。對外貿易方面，由於美國及日本經濟趨緩，泰國之電子與工業產品出口年增率大幅衰退，本年第三季泰國出口繼上年衰退 0.9%之後再呈衰退 10.6%，迨入 10 月進一步擴大至衰退 14%；進口方面，第三季泰國進口衰退 7.3%，10 月擴大為衰退 15%；總計，本年第三季泰國的貿易收支順差為 9 億美元，而 10 月順差則為 2.7 億美元。

物價方面，上年以來因受產能過剩及內需疲弱之影響，物價漲勢溫和，CPI 年增率係由上年 1 月的 0.5%緩步上揚至本年第一季的 1.4%，第二季由於泰銖貶值及高油價等偶發因素，CPI 年增率攀升至 2.5%，第三季逐步回穩走低至 1.6%，10 月進一步走低至 1.4%







(圖 36)；至於核心通貨膨脹率(扣除食物與能源價格)則由上年第一季的 0.2% 走高至本年第三季之 1.5%，迨入 10 月則略降為 1.3%。

## 2. 官方利率維持不變

本年初泰國央行貨幣政策委員會(Monetary Policy Committee, MPC)決議將 2001~2002 年的核心通貨膨脹率(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%~3.5%；同時決定以 14 天期泰國央行附買回利率(14-day repurchase rate)作為指標利率，據以宣示泰國央行貨幣政策的立場，而 14 天期泰國央行附買回每日收盤利率將不允許偏離此一指標利率上下各 1/16 個百分點。MPC 會議每隔六週將召開一次，有關通貨膨脹報告也將每隔三個月發布一次。新任泰國央行總裁布里迪雅通(Pridiyathorn)於 6 月初將 14 天期附買回利率由 1.5% 大幅調升至 2.5%，結束了泰國自亞洲金融危機以來的寬鬆貨幣措施。

本年 11 月 27 日 MPC 所公布最近之會議

決議內容如下：(1) 核心通貨膨脹率已控制在目標區內呈穩定上揚走勢，預期本年核心通貨膨脹率可望維持於 2% 以下，明年預估為 1.5~2.5%；(2) MPC 調降本年泰國經濟成長率之預估值為 1.3~1.8%，明年預估為 1~3%；(3) MPC 認為目前的利率水準足以支撐泰國內外部之穩定復甦，並將 14 天期泰國央行附買回利率目標維持在 2.5% 的水準。

## 3. 廢除傳統重貼現機制，建立與指標利率連動之日終流動窗口機制

為配合自去年 5 月起採行的通貨膨脹目標化制度，並加強貨幣政策以 14 天期附買回利率作為指標利率之有效性，泰國央行自本年 10 月 1 日起改變其既有的常設窗口機制及隔夜日中流動性機制(Oversight Intraday Liquidity Facility, OILF)：

(1) 廢除傳統貼現窗口及現行 4% 之重貼現率；同時一併廢除以往之附買回窗口操作方式。

(2) 建立以日終流動性窗口(End-of-

day liquidity window) 為常設機制。日終流動性窗口機制之利率目前為 4% (以 14 天期泰國央行附買回利率加 1.5%) ; 對包括商業銀行、融資公司、證券金融公司、及特別融資機構等金融機構融通; 個別機構並無額度限制; 開放時間從 17 時至 17 時 30 分。

(3) 調整隔夜日中流動性利率。為與日終流動性窗口及指標利率一致, 將隔夜日中流動性利率由原先的 R/P 利率加 6.5%, 改為以指標利率加 1.5%, 調整後的 OILF 利率為 4%。

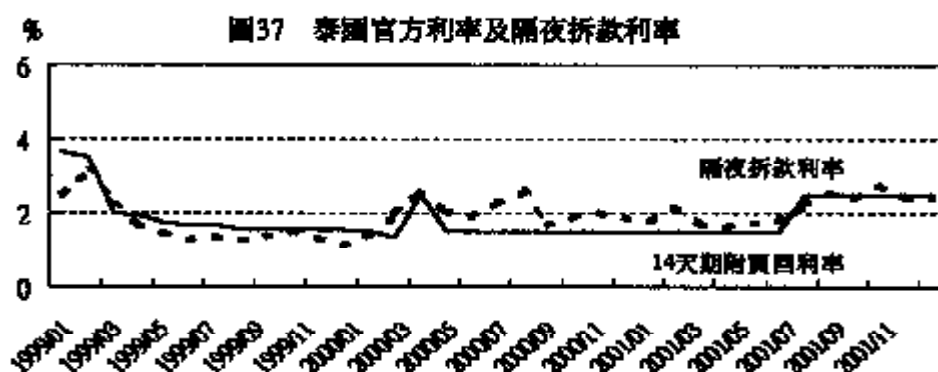
#### 4. 利率維持穩定, 銀行放款低迷情況依舊

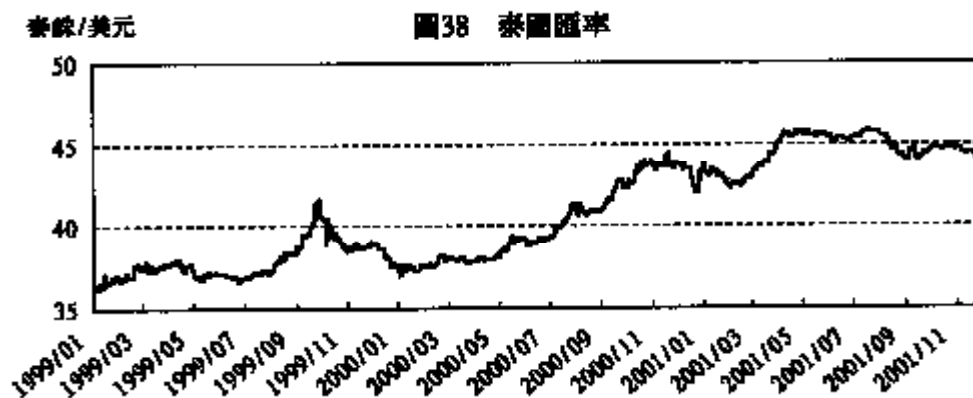
本年以來雖然美國不斷調降利率, 惟泰國央行並未跟進降息, 自上年 5 月至本年 5 月底, 官方利率大抵維持於 1.5% 之水準。影響所及, 本年初至 5 月隔夜拆款利率維持於 1.7~1.8%。6 月初泰國央行在新任總裁上任後基於穩定匯率之考量, 調高 14 天期附買回利率 1 個百分點後, 隔夜拆款利率遂跳升至 2.5%, 7 月以降各月均維持在 2.5% 左右 (圖 37)。

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前年 5 月的高峰 47.7% 大幅下降至本年第三季的 12.7%, 創兩年來新低) 由於泰國企業的設備利用率偏低 (本年第三季設備利用率僅為 52.5%, 10 月略增為 55%) 及還款能力不足, 致即使利率走低仍缺乏借款誘因; 再加上企業轉向債券市場籌資的反中介現象已然存在, 及銀行為打銷壞帳移轉不良債權給資產管理公司等, 因此, 金融機構的放款態度仍十分保守, 本年第三季泰國商業銀行放款年增率萎縮 4.3%, 迨入 10 月續萎縮至 5.2%; 至於商業銀行存款方面, 因儲蓄替代工具之多樣化, 年增率由本年 5 月之 7% 逐漸降至 10 月之 4%。

#### 5. 泰銖已由歷史新低轉呈回穩, 股價因 911 事件而下挫

因出口衰退、國內財政問題日趨惡化, 以及受日圓貶值拖累及預期心理影響, 今年上半年泰銖對美元大抵走貶, 期間泰國央行雖曾採取捍衛措施, 惟仍無法阻擋泰銖的跌





勢；迨入 7 月底，泰國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，泰銖始大幅回升，9 月復因 911 事件之影響而再度走貶，11 月底泰銖對美元為 43.9 泰銖兌 1 美元，與上年底相較，泰銖貶值幅度約 1.2%（圖 38）。

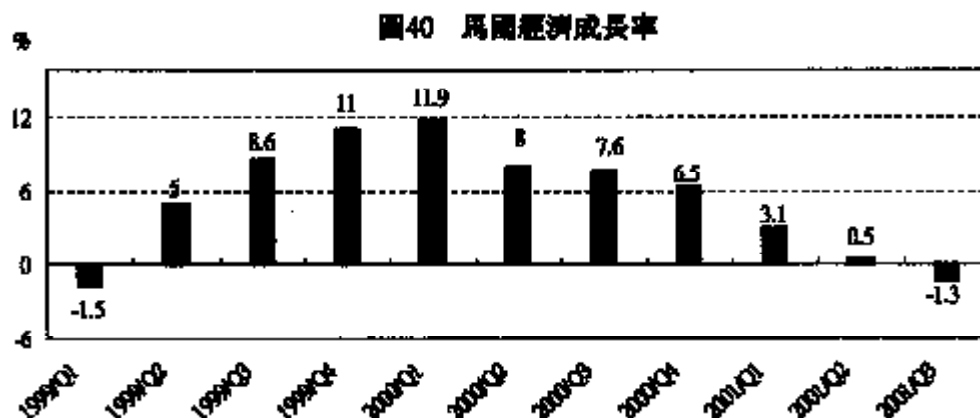
股價方面，泰國股市於本年 1 月單月曾大漲 23%，之後股價呈盤整下跌走勢，4 月以後止跌回穩，股價指數約維持在 300 點左右。迨入 8 月因泰國政府通過國營資產管理公司 TAMC 收購銀行壞帳以及泰銖回升之激

勵，股市一度大漲，911 事件後股價連續 8 週下滑，迨至 11 月中旬，股價指數始止跌反彈至 11 月底之 302.62 點，與上年底相較，泰國股價指數約上漲 12.4%（圖 39）。

#### （六）馬來西亞

1. 本年第三季經濟衰退 1.3%，物價維持低檔

受全球景氣惡化影響，馬國本年第三季經濟成長率由第二季之 0.5%，轉呈衰退 1.3%（圖 40），主因為製造業產出銳減 8.4%，其中以出口導向產業衰退 15.2% 尤甚（馬國電

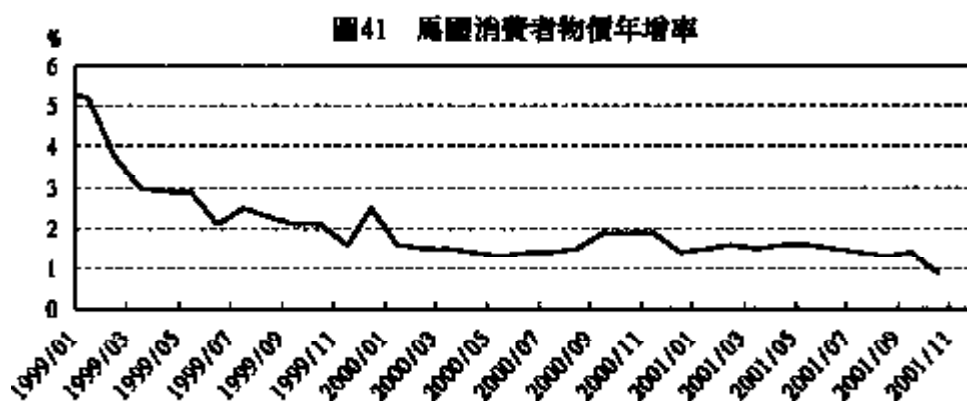


子產品出口占 GDP 約 50%)，惟在政府的擴張性財政政策，以及服務業與消費支出分別成長 4.4 % 及 4.7 % 的支撐下，始能勉強維持目前局面。馬國政府預估，馬國本年之經濟成長率將介於 1~2% 之間。

馬國工業生產指數年增率自本年 3 月起即轉呈衰退，而 6 月衰退幅度更創近兩年之新高，迨入第三季衰退幅度逐漸擴大，各月分別衰退 5.9%、7.3%、9.7%。對外貿易方面，由於受全球經濟疲弱、需求放緩影響，本年第三季馬國各月出口分別衰退 17.8%、18.1%、21.1%；進口方面，第三季各月分別

衰退 21 %、24.9 %、22.5 %；因進口衰退幅度超過出口衰退幅度，致第三季貿易順差尚維持於 153.7 億馬幣。

物價方面，本年以來馬國 CPI 年增率延續上年低檔走勢大抵維持於 1.5% 左右，第三季 CPI 年增率為 1.4 %，迨入 10 月由於食物、運輸及通訊、租金、燃料費用降低，CPI 年增率進一步降至 0.9 % (圖 41)；此外，扣除食物類項目之 CPI 年增率，年初以迄於 9 月均維持在 1.8~2% 之間，迨入 10 月則降至 1 %。馬國政府預期本年 CPI 上漲率將達 1.3%。



## 2. 馬幣貶值壓力已減輕，近期外匯存底回升

馬國自 1998 年 9 月 1 日實施固定匯率制度後，即將匯率釘住於 3.8 馬幣兌 1 美元。上年第三季以降，由於美國經濟成長趨緩及亞洲國家通貨競相走貶，馬幣貶值壓力日增，迨入本年 6 月，伴隨日幣回穩，馬幣貶值壓力始減輕。馬國政府表示，馬幣貶值恐將引起馬國經濟崩盤，短期內將不會放棄固定匯率制度。本年 11 月底與年初比較，馬幣相對日幣、英鎊及歐元，分別升值 5.7%、2.7% 及 4.3%。

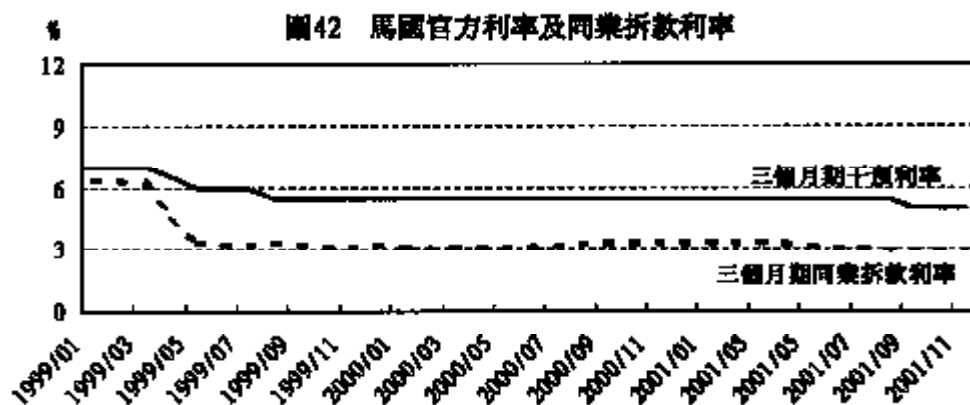
近期在外資流入之挹注下，11 月 15 日馬國外匯存底由 5 月底 260 億美元之最低點回升至 307 億美元，足夠支持 5 個月的進口所需，以及相當於短期外債的 6 倍，惟尚低於政府認定應足夠用來支撐十個月進口之標準。此外，馬國政府持續償還外債，本年 9 月底總外債約 433 億美元，短期外債約占總外債之 12%，對 GDP 之比重仍維持在 52%

(上年底約 50.5%)。

## 3. 馬國央行兩年以來首度調降干預利率二碼

本年初以迄於 8 月底，馬國原先係採取中性貨幣政策，未調整三個月期干預利率；911 事件後，馬國央行為避免經濟惡化，於 9 月 20 日宣佈調降三個月期干預利率 50 個基本點至 5%。伴隨干預利率之降低，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普呈低檔，具有指標性的 3 個月期同業拆款利率由本年初之 3.3% 逐步走低至 11 月之 2.88% (圖 42)。

在銀行體系資金充沛的激勵下，馬國銀行業放款年增率已由本年第一季之 5.7% 逐步緩升至第三季之 6%，之後因受經濟放緩影響，迨入 10 月則略降至 5.4%；放款擴增的項目，主要為對製造業的放款及購買住宅、旅行車等消費性貸款。馬國資產管理公司



(Danaharta) 本年 9 月底已收購逾期放款約 481 億馬幣，其中 398 億馬幣係來自銀行體系，約占銀行體系不良放款之 40.5%。Danaharta 正重整或處分之不良資產約 400.5 億馬幣，預計回收率達 57%。馬國銀行體系之逾放比率已由 1998 年底之 8.1% 降至上年底之 6.3%，嗣因獲得展期的壞帳重新定義，本年 6 月以降復回升至 8.1~8.3%，創二年半來之新高。

#### 4. 股價自 911 以來持續下跌

股市方面，本年初以迄於 5 月馬國股價係呈先漲後跌局面；迨入 6 月，因棕櫚油價格攀高、政府計畫收購債台高築的企業及外資大力加碼激勵下，包括國家能源、銀行類股以及電訊類股之大力帶動下，大盤指數一路攀高至 9 月初的 690 點左右，911 事件後，馬國央行雖調降利率二碼及推出 43 億馬幣之振興經濟方案，惟在投資人信心不足之下，

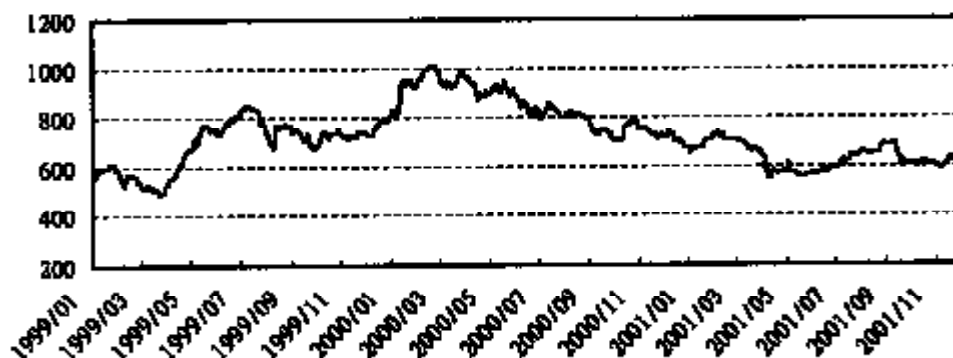
股市持續重挫七週，11 月起因獲摩根史坦利 (MSCI) 指數調高馬國股市權值，馬來西亞吉隆坡指數始止跌回穩至 11 月底之 638.02 點，較上年底跌 6% (圖 43)。

#### 5. 馬國政府本年推出 73 億馬幣振興經濟

馬國政府本年推出兩項振興經濟配套措施，分別是 3 月底為刺激國內經濟所推出的 30 億馬幣及 911 事件發生後的 43 億馬幣振興經濟方案，加速推動規畫中的政府中小型工程計畫，並協助失業勞工提高其就業職能。本年馬國政府的預算赤字預估將為 224 億馬幣，對 GDP 的比率為 6.5%，高於上年的 5.8%。

明年馬國仍將採行赤字預算，計劃提撥 1,005 億馬幣，並全面降低個人所得稅 1~2%，以刺激國內經濟成長；預估馬國明年政府的預算赤字為 186 億馬幣，對 GDP 的比率為 5%。

圖 43 馬國股價指數



## 六、其他新興經濟體

### (一) 拉丁美洲

墨西哥、巴西及阿根廷等三個主要拉丁美洲國家，受全球經濟明顯放緩影響，本年第二季經濟成長率均較第一季走低。其中阿根廷更已連續二季呈現衰退，911 事件後，拉丁美洲地區之經濟受到全球景氣復甦高度不確定性及阿根廷金融市場動盪不安等諸多不利因素之嚴重衝擊。IMF 於 12 月中旬將拉丁美洲地區本年之經濟成長率預測值由 9 月之 1.7%，下調至 1%，較上年之 4.1% 成長率大幅滑落，惟隨著全球景氣可望在明年下半年復甦，因此預期明年拉丁美洲地區之經濟成長率可小幅回升至 1.7%。

本年 12 月 19 日，阿根廷因長期經濟積弱不振，失業率居高不下，致爆發 1989 年以來最嚴重的街頭暴動，阿國總統 De La Rue 隨即宣布全國進入持續 30 日之緊急狀態，此係自 1989 年阿根廷民眾因糧食問題發生暴動迫使全國進入緊急狀態以來，第二度進入緊急狀態，隨後阿國經濟部長 Cavallo 及總統 De La Rue 被迫相繼下台。阿根廷臨時總統 Saa 隨即宣布暫時停止償付外債，並將致力於社會救助與創造就業。

### 1. 墨西哥（主要經濟金融指標參見表 5）

#### (1) 國內外需求減弱，景氣持續降溫

今年上半年墨西哥因國內外需求不振，景氣自上年第四季轉呈溫和擴張以來，持續走緩；第二季經濟成長率由上季的 1.9% 進一步降至零成長。下半年起，景氣仍持續降溫。8 月份工礦業生產指數年增率由 7 月份的萎縮 3.3% 進一步擴大至萎縮 5.4%，零售業銷售額年增率則繼上月減少 0.4% 後，再度衰退 0.6%。另一方面，企業設備投資及個人消費之擴張同步趨緩，出口亦因美國需求不振而呈現萎縮。

#### (2) Moody's 調高主權債信評等

本年 9 月 4 日，Moody's 基於墨西哥財政及經常帳收支改善，以及經濟基本面尚佳等因素，將墨西哥外幣計價的長期債信評等由原先的「中性」(neutral) 調高至「正向」(positive)。惟此次的調高是在 911 事件發生前，之後，伴隨美國經濟的持續走緩，墨西哥經濟基本面亦轉趨惡化，尤其業已改善的財政赤字恐將再形擴大，因此，未來主權債信評等之展望並不樂觀。

表 5 墨西哥主要經濟金融指標

項 目	1987	1988	1989	2000	2001	2002	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	6.8	4.8	3.7	6.0	-	1.2	0.0(2001/Q3)
工業生產(%)	9.8	6.5	3.8	...	...	...	-5.4(2001/8)
CPI 年增率(%)	20.6	15.9	16.6	9.5	6.6	5.0	6.9(2001/9)
經常帳占 GDP 比率(%)	-2.1	-4.1	-2.9	-3.1	...	...	-2.2(2001/Q2)
外匯存底(億美元)	288	318	307	326	...	...	394(2001/10)
披索兌美元匯率	7.91	9.13	9.56	9.40	...	...	9.22(2001/11/30)
CETES28 日得標利率(%)	19.80	24.50	21.40	15.27	...	...	7.02(2001/10/23)
股價指數(L.P.C)	5,220	5,016	7,120	5,452	...	...	5,833(2001/11/30)
外債餘額(億美元)	1,457	1,585	1,670	1,468	...	...	1,438(2000/12)

註：2001 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；野村聯合研究所, 「新興市場經濟月報」, Nov. 2001；路透社。

(3) 金融市場漸趨平靜，股匯市雙雙止跌回升

本年 9 月中旬，墨西哥金融市場受 911 事件的波及，一度造成利率大幅揚升，匯價下挫；CETES28 日得標利率由 8 月底的 7.6% 竄升至 9 月下旬的 9.7%，迨入 10 月，伴隨美國金融市場的回穩，墨西哥金融市場漸趨平靜，至 10 月 23 日，CETES28 日得標利率已回跌至 7.0% 左右。

本年以來，由於墨西哥財政狀況大幅改善，加上經濟基本面尚佳，吸引外資大舉流入，導致墨西哥披索一路走揚至 5 月 21 日 1 美元兌 8.97 披索之本年高點；之後受阿根廷金融市場危機波及，披索因而走軟，而 911

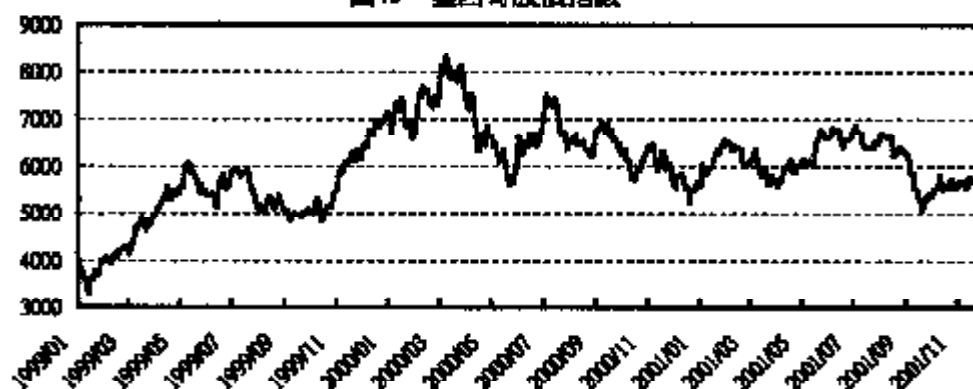
事件則導致披索大幅波動，至 10 月 4 日披索已跌至 1 美元兌 9.60 披索之本年底點；之後，伴隨美國金融市場的回穩而止跌回升，迨至 11 月 30 日則已回升至 1 美元兌 9.22 披索(圖 44)；股市方面，本年 4 月初以來受美國 Fed 多次降息及墨西哥央行調降利率的激勵，吸引外資投入墨國股市，I.P.C 指數由 4 月的低點一路走高至 7 月 4 日之 6,869 點，之後受阿根廷金融危機及 911 事件之影響，大盤震盪走低，至 9 月 20 日已下挫至 5,082 點；嗣因美國對阿富汗戰事進展樂觀，大盤亦隨之回穩，至 11 月 30 日 I.P.C 指數反彈至 5,833 點(圖 45)。



圖44 墨西哥披索匯率



圖45 墨西哥股價指數



## 2. 巴西(主要經濟金融指標參見表 6)

### (1) 本年第二季經濟成長率向上修正

今年上半年巴西在製造業穩健擴張之帶動下，第一季經濟成長率達 4.1%，與上年第四季持平，惟自 6 月起，受電力短缺之拖累，製造業產能大幅下降，致第二季經濟成長率驟降至 0.8%。迨至 9 月底，因景氣持續降溫，電力需求減少，限電措施取消而暫時緩和電力危機，有利於生產活動，加上原先低估農業部門成長率，致本年第二季經濟成長率由原先公布之 0.8% 向上修正至 1.8%。另外，本年 7 月工礦業生產指數年增率自 6 月的負 1.4% 轉呈 0.8% 後，8 月再度增加 0.2%。

### (2) 受全球景氣走緩影響，對外籌資困難

本年 9 月 14 日，IMF 正式決定提供巴西總額 155.8 億美元的預約信用貸款(Standby Credit)，貸款期限共 15 個月，分 6 次撥款，分別為本年 9 月中的 47.2 億美元、本年底的 4.6 億美元，以及 2002 年分 4 次撥款的 104 億美元。此雖有助於穩定巴西金融市場，惟伴隨歐美國家經濟的降溫及 911 事件的衝擊，致先進國家流入高風險的新興市場資金減少，結果巴西對外籌資亦較以往困難。累計本年 1 至 7 月巴西之外人直接投資金額僅達 148 億美元，低於上年同期的 178 億美元，預估本年全年的外人直接投資金額將由上年的 305 億美元縮減至 200 億美元左右。

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(%)	3.3	0.2	0.0	4.4	1.8	2.0	1.8(2001/Q2)
工業生產(%)	4.1	-2.1	-0.0	6.5	...	...	0.2(2001/8)
CPI 年增率(%)	6.9	3.2	4.9	7.0	6.7	5.6	6.5(2001/8)
經常帳占 GDP 比率(%)	-4.1	-4.5	-4.8	-4.2	-5.0	-4.5	...
外匯存底(億美元)	522	440	365	830	...	...	375(2001/10)
里耳兌美元匯率	1.08	1.10	1.82	1.83	...	...	2.50(2001/11/30)
政策利率(SELIC)(%)	45.08	28.96	25.75	17.61	...	...	19.05(2001/10/25)
股價指數(BOVESPA)	0.395	6.784	17.002	15.259	...	...	12.932(2001/11/30)
外債餘額(億美元)	1,088	2,418	2,415	2,302	...	...	2,288(2001/8)

註：2000 年及 2001 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」, Nov. 2001；路透社。

(3) 股匯市雙雙止跌回升

本年以來，受阿根廷經濟持續動盪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，上半年里耳已貶值近 30%。為了捍衛通貨匯價，巴西央行數度提高利率，並不斷動用外匯存底干預匯市，惟仍無法遏止里耳貶勢。下半年以來里耳匯價持續走低，至 9 月 21 日已跌至 2.83 里耳兌 1 美元，較去年底已下挫逾 30%，並創下歷史新低價

位。之後里耳匯價呈技術性反彈，迨至 11 月 30 日，已升至 2.50 里耳兌 1 美元(圖 46)。至於股市，本年以來受通貨持續走貶，金融市場動盪不安的影響，BOVESPA 股價指數年初以來即呈下滑走勢，至 9 月 26 日已跌至 10,006 點之本年新低；之後伴隨美國金融市場回穩，BOVESPA 指數大幅反彈，11 月 30 日則以 12,932 點作收(圖 47)。

圖 46 巴西里耳匯率

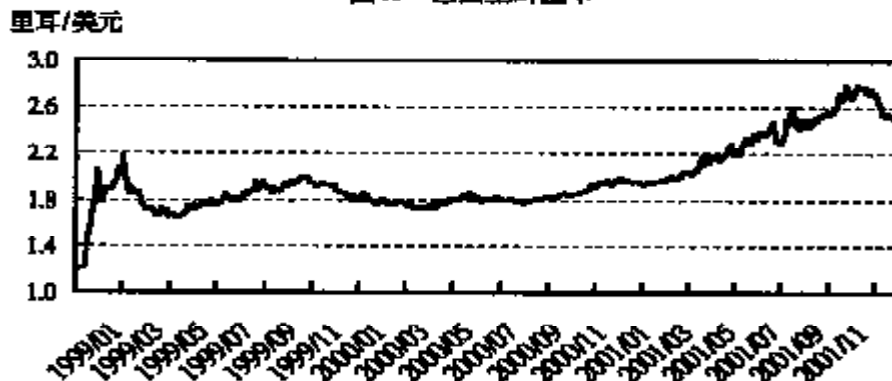
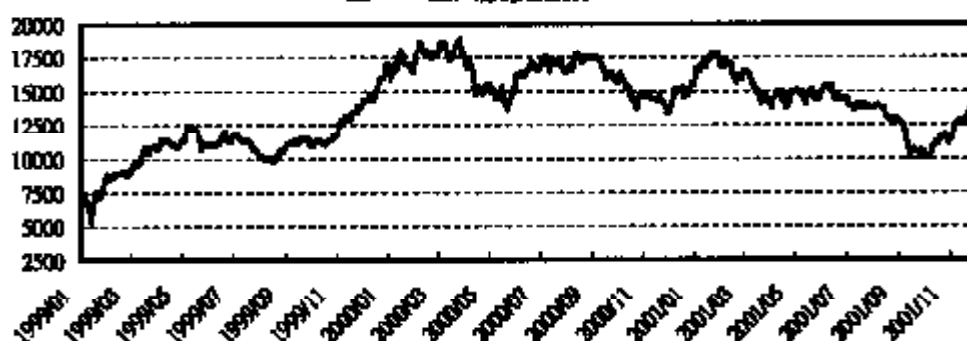


圖47 巴西股價指數



## 3. 阿根廷(主要經濟金融指標參見表 7)

## (1) 景氣正式步入衰退階段

阿根廷本年第二季受全球景氣走緩、國際初級產品價格不斷滑落之影響，實質 GDP 年增率繼上季衰退 2.1% 後，再度衰退 0.5%；本年 9 月工礦業生產指數年增率亦由 8 月的負 5.9% 擴大至負 8.2%。

另外，本年 7 至 8 月的出口年增率雖由第二季的 1.4% 擴增至 5.9%，而 7 至 8 月的貿

易收支亦由上年同期的 0.7 億美元擴增至 7.6 億美元，但由於內需持續低迷而抵銷了外需的貢獻，致本年第三季實質 GDP 年增率預期仍將持續衰退。

(2) 雖取得 IMF 之貸款，惟阿國政府對外舉債仍有困難

本年 9 月 7 日，IMF 理事會通過提供阿根廷總額 215.7 億美元的預約信用貸款，並於本年底前撥貸 75.4 億美元，其中 63 億美元

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	-0.5	-2.7	-1.1	-0.5(2001/Q2)
工礦業生產(%)	8.6	1.6	-6.4	0.0	...	...	-8.2(2001/8)
CPI 年增率(%)	8.5	0.9	-1.2	-0.9	-1.0	-0.5	-1.1(2001/8)
經常帳占 GDP 比率(%)	-3.2	-4.9	-4.2	-8.2	-2.9	-2.8	...
外匯存底(億美元)	243	284	278	285	...	...	202(2001/10)
披索兌美元匯率	1.08	1.60	1.40	1.90	...	...	1.00(2001/11/30)
披索兌歐元匯率	...	...	1.08	0.92	...	...	0.80(2001/11/30)
銀行間隔夜拆款利率(%)	7.75	7.50	8.07	11.85	...	...	8.25(2001/10)
股價指數(MERVAL)	687.5	438.1	550.5	416.8	...	...	282(2001/11/30)
外債餘額(億美元)	1,251	1,418	1,480	1,472	...	...	1,428(2001/8)

註：2000 年及 2001 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」, Nov. 2001；路透社。

立即撥付，12.4 億美元則留待下次審核通過後撥貸。在 IMF 理事會通過對阿根廷的貸款之同時，阿根廷政府亦發布阿國的償債計畫。根據該計畫內容，本年 7 至 12 月阿國必須籌措的資金達 104.5 億美元，而 IMF 的貸款將有助於減少阿國政府公債的發行。

阿根廷政府已計劃藉由債務交換(debt swap)，以期限較長的新債來贖回流通在外的舊債，首批為數約 89 億美元的新債預定於 2002 年發行。雖然在 2002 年及 2003 年阿根廷預計可自 IMF 分別獲得 69.3 億美元及 9.7 億美元的貸款，惟仍存在以下二點隱憂：第一、阿國 2002 年的財政赤字目標能否降至本年 65 億美元目標之三分之一，亦即 22 億美元之水準，仍有極大變數；第二、阿國金融環境不佳，能否順利執行 89 億美元的債務交換，也充滿極大的不確定性。

(3)爆發十年來最嚴重之暴動，總統及經濟部長相繼下台

近十年來阿根廷政府由於採行不當之經濟政策，盲目提高薪資與社會福利，復以官員貪污嚴重，致使阿根廷經濟成長急速下滑，並自 1999 年起陷入衰退，失業率高達 18%，外債高築，終至引發民怨，12 月 19 日，全國各大城市同步爆發十年來最嚴重的街頭暴動，造成上百人死傷，阿國總統 De La Rue 隨即宣布全國進入持續 30 日之緊急狀態，此係自 1989 年阿根廷民眾因糧食問題發生暴動迫使全國進入緊急狀態以來，第二度進入緊急狀態，隨後阿國經濟部長 Cavallo 及

總統 De La Rue 被迫相繼下台。阿國國會並於 12 月 23 日通過 Saa 繼任阿國臨時總統的任命案，Saa 在就職演說中表示，阿國政府將暫時停止償付外債，並且不會採行完全美元化政策，另外計劃發行零息公債，據以當作一種「第三貨幣」，為阿國經濟體系挹注流動性。近年來阿根廷共九次採行緊縮措施，前八次包括公務員減薪 13%、增稅，以及縮減退休金。第九次則是本年 12 月初宣布凍結部分銀行存款提領或轉匯之多項限制金融交易措施。該措施主要內容包括：民眾單週提領存款最高金額限制為 250 美元；單月轉匯到國外金額不得超過 1,000 美元。至於存款提領限制之期限為 90 日。雖然提領金額受限，民眾仍可透過信用卡及支票動用帳戶內存款。

(4)阿根廷披索貶值壓力增大，股價一路挫低

股匯市方面，自本年 6 月 15 日阿根廷披索兌美元匯率由原先的一比一固定匯率，更改為美元與歐元各占一半的一籃通貨制度後，披索兌美元匯率波幅較以往放大，尤其 11 月 30 日因阿根廷長久以來經濟政策失當，經濟基本面轉差，致阿根廷披索遭國際投機客放空，披索兌美元匯率波幅已明顯加大(圖 48)；至於股市，本年以來，受美國股市不振及本國債務危機的拖累，MERVAL 指數從本年最高點 1 月 23 日的 539 點一路震盪走低，迨至 11 月 30 日，MERVAL 指數已跌至 202 點，跌幅高達 63%(圖 49)。

圖48 阿根廷披索匯率

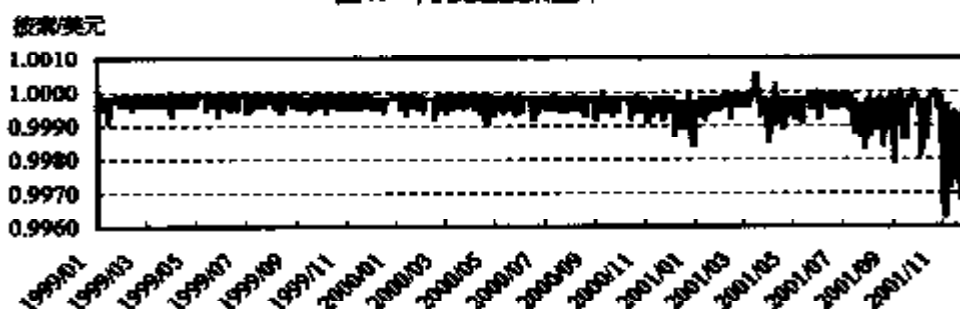
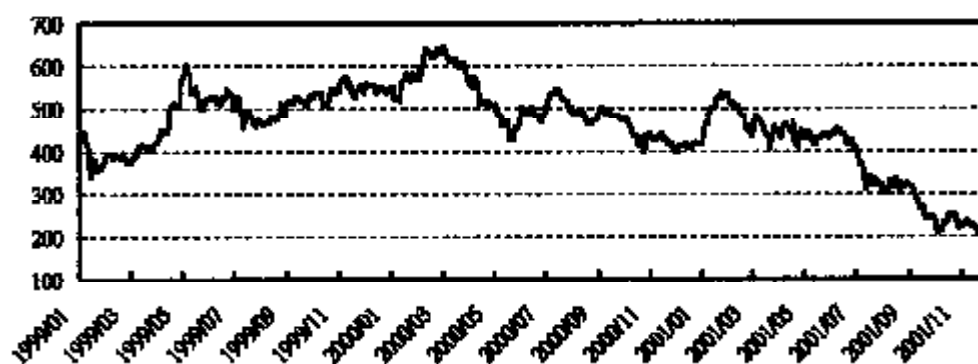


圖49 阿根廷股價指數



## (二) 俄羅斯及東歐

## 1. 俄羅斯(主要經濟金融指標參見表 8)

(1) 受國際原油價格疲軟之拖累，經濟成長減緩

受國際原油價格疲弱及全球景氣降溫之影響，本年以來俄羅斯出口擴增趨緩，致第一季經濟成長率由上年第四季之 6.8% 減緩至 4.9%，第二季則略升至 5.1%。儘管國外需求減弱，惟在強勁之民間消費支撐下，就業市場明顯改善，失業率由去年底之 10.2% 逐月降至本年 9 月之 8.1%；另本年 10 月之工礦業生產指數則較上年同期成長 5.1%，至於固定資本形成年增率則由上年的 17.4% 遽降至本年 1 至 9 月的 7.8%。

## (2) 2003 年將大幅增加外債償還金額

2002 年俄羅斯政府預算案中，財政收支餘額對 GDP 之比率為 1.6%；惟其達成之前提條件為布蘭特原油每桶價格須達 18.5 美元(西德州中級原油每桶價格為 20 美元)，2002 年底之消費者物價年增率須控制在 12% 以下。由於俄羅斯政府歲入之三分之一仰賴能源相關產業，因此國際原油價格下跌不利於俄羅斯之外債償還計畫。

俄羅斯 2003 年預定償還的公共外債金額將由 2001 年之 129 億美元及 2002 年之 135 億美元，進一步擴增至 182 億美元。據此，俄羅斯政府正與國會磋商計劃動用 2002 年歲入預算中之 12.5 億美元供 2003 年償還外債之

表 8 俄羅斯主要經濟金融指標

項 目	1997	1998	1999	2000	2001	2002	最新數據
實質 GDP 成長率(%)	0.8	-4.9	5.4	8.3	5.8	3.6	5.1(2001/02)
工業生產(%)	2.0	-5.2	8.1	8.8	...	...	5.1(2001/10)
CPI 年增率(%)	14.7	27.8	35.7	30.8	21.5	14.0	18.9(2001/10)
經常帳占 GDP 比率(%)	0.9	8.7	12.9	18.5	...	...	...
外匯存底(黃金除外,億美元)	129	78	85	249	...	...	348(2001/10)
盧布兌美元匯率(平均)	6.8	9.7	24.0	24.2	...	...	30.0(2001/11/30)
重點利率(%)	28.0	80.8	55.0	25.0	...	...	25.0(2001/11)
股價指數(RTS)	390	598	175	141	...	...	228(2001/11/30)
外債餘額(億美元)	1,258	1,543	1,580	...	...	...	1,588(2000/1)

註：2000 年及 2001 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」, Dec. 2001。

用，而 2002 年預算案則預定於本年 12 月通過。另外，俄羅斯政府亦正計劃藉由以下二種方式以減輕 2003 年外債之負擔：第一、在財政狀況之許可範圍內，提前償還 IMF 及巴黎公共債權人協會(Paris Club)之債務；第二、將舊蘇聯時代約 28 至 45 億美元之債務，於 2002 年 3 月至年中期間，進行以歐元債券之債務交換。

(3) 股市震盪走高，匯市則一路走貶

由於景氣續呈穩健成長，俄羅斯 RTS 股價指數由本年最低點 1 月 3 日的 131 點震盪走高，迨至 11 月 30 日 RTS 股價指數已攀升至 226 點(圖 50)。至於匯市，本年來因個人消費穩健擴張及工資上揚，致俄羅斯物價居高不下，盧布自本年 1 月 12 日的 28.32 盧布兌 1 美元高價，一路走貶至 11 月 30 日之 30 盧布兌 1 美元(圖 51)。

圖 50 俄羅斯股價指數

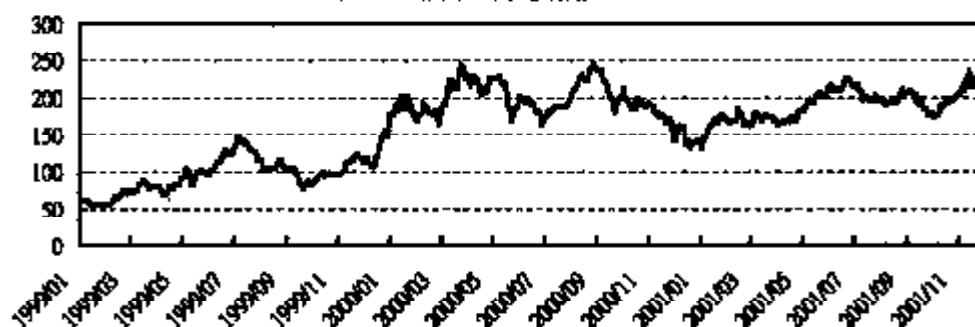
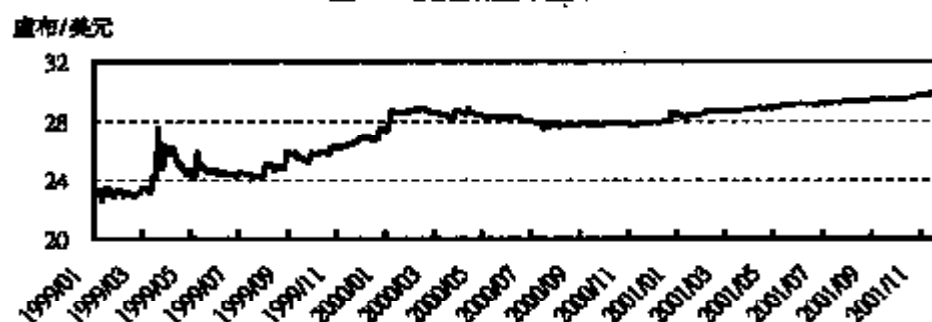


圖51 俄羅斯盧布匯率



## 2. 東歐國家

受全球景氣持續降溫影響，本年第三季東歐國家景氣擴張力道明顯放緩，匈牙利、捷克及波蘭等東歐三個主要國家中，匈牙利因製造業部門設備投資擴增趨緩，產值下滑，致本年第三季經濟成長率由上季的 4.0%

降至 3.7%，惟經濟表現仍居三國之冠；捷克則因出口萎縮及政府縮減支出，致本年第三季經濟成長率由上季的 3.8% 降至 3.2%；至於波蘭，由於國內需求及企業設備投資不振，致本年第三季經濟成長率由上季的 0.9% 降至 0.8%。

