

2007 年國內外經濟回顧與展望

兆豐國際商業銀行 企劃處

中華民國九十七年元月卅十一日

目錄

壹、國內總體經濟概述	1
貳、國內整體金融情勢	10
參、全球	12
肆、美國	15
伍、日本	18
陸、歐元區	20
柒、新興歐洲及中亞各國	24
捌、新興亞洲	26
玖、拉丁美洲	30

壹、國內總體經濟概述

一、經濟成長

(一) 受惠於對外淨需求快速擴增，96 年經濟成長率為近三年來最高

96 年第一季雖民間消費、民間投資仍有微幅成長，但因受制於政府消費、投資皆呈負成長，其中政府投資負成長幅度更高達-13%，致國內需求對經濟成長呈負貢獻 0.13 個百分點，第一季 4.19% 之經濟成長率端賴對外淨需求擴增來支撐；第二季以降，隨著民間投資成長加速、民間消費成長些略微加溫，加以國外淨需求表現遠較預期為佳，第二季經濟成長率升至 5.24%，第三季更達 6.92%，其中第三季較前次預期值高出 2.45 個百分點，預期第四季亦可達 5.43%。

影響所及，主計處在 96 年發佈之四次國民所得統計中，逐季上修經濟成長率預測值至 5.46%，較年初預測值增加 1.16 個百分點，為近三年來最高經濟成長率。

總體而言，96 年國內經濟呈現「內溫外熱」，國內需求成長對經濟成長貢獻 2.43 個百分點（佔 45%），其中民間消費及民間投資分別貢獻 1.65 及 0.76 個百分點。國外淨需求方面，由於預期貿易出超將創 253 億美元之歷史新高，加以服務輸出大增，致國外淨需求對經濟成長之貢獻度將達 3.03 個百分點（佔 55%），連續第三年超過國內需求之貢獻度，惟其所佔比重為近三年來最低，顯見國內需求成長對經濟成長之貢獻百分比正逐漸增加中。

(二) 97 年經濟成長率將趨穩於 4.53%

展望 97 年，雖歐、美等國景氣擴張步伐將趨緩，但中國、東協等目前我國最主要之出口市場經濟動能仍強，且服務輸出貢獻將持續擴大，97 年國外淨需求可望持續擴增，惟因 96 年比較基期較高，致

國外淨需求貢獻度 1.53 個百分點，將僅佔經濟成長之 34%。國內需求方面，預期民間消費成長將略高於 96 年，對經濟成長貢獻 1.87 個百分點，將是帶動經濟成長之最主要動能；民間投資在 96 年比較基期已高下，預期成長率由 96 年之 5.07% 降至 4.23%，對經濟成長之貢獻度降至 0.63 個百分點。併計國內、外需求，主計處預估 97 年經濟成長率為 4.53%，而經建會對經濟成長之經建目標定為 4.8%，回復常態成長之軌跡。

雖一般預期 97 年我國經濟成長表現仍可在穩定中求發展，惟其將仍深受多項國際變數之牽動，包括：（1）美國次級房貸之影響尚未底定；（2）國際油價及原物料價格走勢仍有待觀察；（3）美元走勢；（4）中國大陸經濟情勢之發展。因之，經濟成長是否可達原定目標，仍須密切觀察國際情勢之發展。

各主要項目對經濟成長之貢獻度

	經濟成長率 (%)	國內需求(百分點)				國外淨需求(百分點)
		民間消費	民間投資	政府消費	政府投資	商品及勞務淨輸入
92 年	3.50	0.90	0.46	0.08	-0.05	1.79
93 年	6.15	2.66	4.17	-0.07	-0.21	-0.93
94 年	4.16	1.76	0.05	0.14	-0.06	2.63
95 年	4.89	1.02	0.45	-0.05	-0.19	3.78
96 年(f)	5.46	1.65	0.76	0.15	-0.01	3.03
97 年(f)	4.53	1.87	0.63	0.27	0.00	1.53

資料來源：行政院主計處

茲將經濟成長構成要項之表現概述如下：

1、民間消費

雖然國內就業情勢仍佳，前 11 月平均失業率仍維持在 3.92% 之近幾年相對低點，且 96 年股市成交總值在第三季暴增 141%，致 96 年前 11 月上市、櫃股票成交總值較上年同期增加近 50%，證券交易手續費大幅增加直接挹注民間消費統計之增長，惟 96 年前三季多項與一般民間消費直接相關之指標表現均不佳，如：

- ①零售額較上年僅增加 2.91%，雖較 95 年之 1.81% 略增，但仍遠低於 91 至 94 年之 6% 平均成長率；
- ②綜合商品零售業（包括百貨、超市、便利商店、量販店等）增加 3.87%，雖較過去兩年微幅增加約 0.9 個百分點，但仍不及 91 至 93 年 5.18% 之平均成長率；
- ③95 年自小客車新增掛牌數負成長 28.9%，創歷史新低，而 96 年上半年平均跌幅仍近二成，第三季跌幅雖略減至 3.6%，但 96 年應很難回復正成長，遠低於 91 年至 94 年 8.8% 之平均成長水準；
- ④受消金風暴影響，95 年信用卡簽帳金額年增率由過去每年二位數之成長，逆轉為負成長 2.3%，96 年前 10 月信用卡市場雖已漸脫離谷底，但簽帳金額僅成長 2.3%，整體簽帳金額尚未回復至 93 年的消費水準。

更重要的是，近幾年國內薪資漲幅相當低；民國 86 至 90 年之五年間，經濟成長率平均為 4.09%，經常性薪資漲幅 3.02%，經濟成長率與薪資漲幅大致約當；但 91 年至 95 年經濟成長率平均達 4.68%，但實質經常性薪資漲幅僅 0.90%，遠低於過去水準；96 年前 10 月實質經常性薪資成長更僅 0.43%，雖已脫離過去兩年分別負成長 1.3%、0.6% 之陰霾，惟成長幅度仍是民國 70 年以來歷年同期第三低，顯示經濟成長的果實並未等幅反應到薪資成長上。

在薪資未漲，物價漲幅卻日益加劇之預期心態下，一般民間消費心態更顯保守；此外，隨廠商赴中國投資增加，近年就業人口大量外移，整體消費力亦隨之減弱。因之，主計處預估96年民間消費（佔GDP之60%）成長率僅2.93%，連續四年成長率低於3%。

展望97年，由於物價上漲壓力仍大，實質薪資恐難以有較大幅度之成長，民間消費保守心態短期內難以消除，主計處預估97年民間消費成長3.4%，雖較96年略增0.5個百分點，惟仍屬低度成長。

	民間消費實質成長率 (%)		
		食品消費	非食品消費
92年	1.5	1.8	1.4
93年	4.5	1.8	5.2
94年	3.0	0.9	3.6
95年	1.8	2.2	1.7
96年(f)	2.9	2.9	2.9
97年(f)	3.4	2.4	3.7

2、民間投資

主計處在96年6月以前預估民間投資成長率僅約1.6%，但6月以後在半導體廠大幅擴增資本支出之帶動下，主計處自8月起逐次大幅向上修正預測值至5.07%，較年初預測之1.66%增加3.41個百分點之多，顯見半導體廠積極擴廠計畫遠超過主計處預期，對經濟成長貢獻度因而由年初預期之0.23個百分點擴增至0.76個百分點，故此亦為96年預估經濟成長率高於預期之重要因素之一。

主計處 96 年歷次對民間投資成長之預測值

%	96.02	96.05	96.08	96.11
民間投資成長	1.66	1.68	5.65	5.07

值得注意的是，96 年民間投資得以有超乎預期之成長，端賴半導體產業支撐，此靠單一產業支撐民間投資成長之型式，成長基礎薄弱。主計處預期 97 年民間投資成長率將降至 4.23%，因比較基期之因素，前三季民間投資成長率將偏低，第四季起可能才會有較明顯之成長，惟亦屬低度成長。

歷年民間投資成長率 (%)

91 年	92 年	93 年	94 年	95 年	96 年(f)	97 年 f)
6.68	3.65	33.05	0.31	2.96	5.07	4.23

3、政府支出

為改善財政赤字情形，政府積極擰節開支，近年我國財政赤字漸有改善，赤字由 92 年之 3,147 億元遞降至 95 年之 775 億元，占 GDP 比率由 3.0% 降至 0.7%，已連續 3 年下降。嚴控支出的結果，96 年政府消費僅成長 1.27%，成長率雖低，但已是近幾年來最高成長幅度，對經濟成長貢獻 0.15 個百分點；在政府投資成長方面，96 年負成長幅度縮小至 3.59%，惟已是連續 8 年負成長，對 96 年經濟成長呈負向貢獻 0.1 個百分點。併計消費與投資，96 年政府部門對經濟成長之貢獻度僅 0.05 個百分點，所佔比重極低。

展望 97 年，雖總統大選因素有助推升政府消費成長，主計處預估 97 年政府消費成長可略增溫至 2.39%，雖幅度仍小，但將是近 10 年來最大成長率；政府投資成長則仍將持續負成長趨勢，惟衰退幅度預估將縮小至 0.15%，為近九年來最小跌幅。併計消費與投資，97 年政府部門對經濟成長之貢獻度預估為 0.27 個百分點，所佔比重仍小。

	政府支出實質成長率(%)	
	政府消費	政府固定投資
91年	2.06	-12.71
92年	0.57	-1.26
93年	-0.54	-5.78
94年	1.08	-1.92
95年	-0.41	-6.20
96年(f)	1.27	-3.59
97年(f)	2.39	-0.15

4、國外淨需求

(1) 國外淨需求（商品+服務）成長高於預期

① 商品貿易出超創新紀錄

由於對歐洲、亞洲國家出口大幅擴增，主計處將96年我國商品貿易出超金額由最早預測之213億美元逐次上修至253億美元，為帶動96年經濟成長率上調之最主要因素；此外，因前11月貿易出超已累積至252億美元，故96年全年實際數應會再度上修，創歷史新高記錄，此將進一步挹注全年經濟成長率。

主計處96年商品貿易出超之歷次預測值

預測時點	96.02	96.05	96.08	96.11
出口成長(%)	6.39	6.82	6.89	8.54
進口成長(%)	6.45	5.35	6.32	7.50
出超(億美元)	210	257	239	253

展望97年，雖然國際景氣擴張步調將趨緩，惟因亞洲地區需求仍強，外銷接單情勢仍佳，可望帶動對外貿易持續擴增。但96年比較基期已高，預估97年進出口成長率將略微減緩，預估出口成長6.3%，進口成長6.0%，貿易出超則將進一步擴增至276億美元。

值得注意的是，近幾年我國外需成長之動能已漸由歐、美國家逐漸轉往開發中國家，尤其是亞洲國家，我國出口市場貿易板塊快速移動，對東協六國出口已超過美國，成為我國第二大出口國，且預估此趨勢仍將持續。

② 服務貿易轉為順差

過去我國一向是服務輸入國，故在國民所得統計中之服務貿易一向是逆差。但隨著海外生產比重急速攀升，三角貿易中台灣押匯、企業認列海外收入快速增加，而此部份係計入服務輸出項下，服務輸出成長動能遂逐漸高於輸入成長動能，服務逆差因而呈現逐年遞減之情形。

96年服務輸出成長步伐遠高於主計處年初預期，主計處在8月之預測已將96年服務貿易預測值修正為順差，11月預測值更上調至10億美元，隨著海外生產比重不斷擴增，預期爾後成長動能更強。

主計處對96年服務貿易順差之歷次預測值

預測時點	96.02	96.05	96.08	96.11
輸出成長(%)	5.92	6.49	5.46	7.22
輸入成長(%)	4.35	3.82	2.95	3.28
順差(億美元)	-16	-2	4	10

歷年服務貿易順差

	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年(f)	97年(f)
服務順差(億美元)	-41.87	-30.4	-9.8	-1.75	-24.13 (輸入大增)	-7.59	-5.89	9.95	20.92
海外生產比重(%)	13.3	16.7	19.3	24.0	32.1	36.9	42.3	45.5	-

二、物價走勢

1、96 年消費者物價漸上揚

雖近二年國際原物料、基本金屬、大宗穀物及原油價格大幅上揚，96 年起國內一般民生用品價格逐漸上揚，但因前 7 月天候穩定，蔬果價格仍呈下跌，加以民間消費低迷，廠商不敢貿然將成本轉嫁給消費者，故最終反映在消費者物價的漲幅僅 0.47%，漲幅相當溫和。

惟 8 月起，除一般民生用品價格漲勢加速外，受颱風因素影響，蔬菜價格亦大幅上揚，加以 95 年同期之比較基期偏低（呈負成長），消費者物價漲幅快速跳升，5 個月平均漲幅達 3.64%，遠超過 1 至 7 月之 0.47%，總計 97 年消費者物價平均上漲 1.80%，超過主計處 1.65% 之最新預估值。

值得注意的是，受國際糧食、原油價格上漲牽動，漲幅原已逐漸趨緩的躉售物價第四季起再度攀高，12 月以美元計價的進口物價年增率升至 13.8%（11 月為 14.8%），為民國 93 年 11 月以來次高水準，加深 CPI 上漲壓力。

%	消費者物價	核心物價	躉售物價
91 年	-0.2	0.69	0.05
92 年	-0.28	-0.61	2.48
93 年	1.62	0.71	7.03
94 年	2.3	0.65	0.61
95 年	0.6	0.54	5.64
96 年 1-7 月	0.47		
8 月	1.61	1.61	3.67
9 月	3.11	1.98	4.85
10 月	5.33	2.26	5.77
11 月	4.88	2.36	8.10
12 月	3.34	2.57	8.51

%	消費者物價	核心物價	躉售物價
96年	1.80	1.35	5.85
97年(f)	1.84	-	-

2、核心物價漲勢確立

民國 88 年以來，我國核心物價（消費者物價扣除蔬果、魚介及能源價格）相當穩定，僅在春節期間超過 1%，其餘期間皆在 1% 以下，但 96 年核心物價逐月攀高，至 7 月份首度突破 1%，之後連續 6 個月逐月攀升 2.57%，為民國 86 年以來新高，突破央行 2% 之警戒線。由於核心物價具有僵固性，一旦上漲就很難再下跌，故我國物價上漲之趨勢已然形成。

96年	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
核心物價%	0.57	0.63	0.65	0.94	1.13	1.61	1.98	2.26	2.36	2.57

2、97年物價上漲壓力仍大

1970 年代我國能源進口佔總進口值之 24%，現已降至 12%；進口能源佔 GDP 之比重亦由 12% 降至 6% 左右，我國對石油之依賴度已大幅降低，故雖國際油價大幅上漲，但對我國物價之影響仍屬有限。

但重要的是，此次物價上漲係由國際原物料及糧食價格帶動，主要係受供給面因素影響，且其價格迄今未見有明顯回跌之跡象，隨傳導效應之持續發酵，預期 97 年商品價格調漲壓力相當大，主計處預估 97 年消費者物價微升至 1.84%，其中上半年平均漲幅約 2.55%，下半年可望降至 1.1%。惟物價漲幅能否如主計處預期般樂觀，尚待觀察。

貳、國內整體金融情勢

一、利率走勢

1、96 年利率微幅上揚

由於國內實質利率偏低，加以物價仍面臨上漲壓力，中央銀行延續 93 年 10 月以來之升息態勢，96 年 4 度升息（每季 1 次），共計升息 0.625 個百分點，目前重貼現率為 3.375%。影響所及，銀行間隔夜拆款平均利率漸升，由 95 年底之 1.685% 增至 12 月底之 2.083%，增加約 0.398 個百分點。

銀行存款方面，跟隨央行升息腳步，本國銀行存款利率自 93 年第四季起逐季攀升，至 96 年第三季增至 1.61%，約較歷史低點之 1.14% 增加 0.47 個百分點；放款方面，由於近幾年民間投資意願不強，銀行放款成長相當緩慢，另一方面，超額儲蓄卻日漸增加，致使銀行資金過剩，加以銀行競爭激烈，抑制放款利率之上漲，致使放款平均利率在 94 年短暫微幅上漲後，95 年起再度下滑，96 年第二季降至 3.22% 之歷史新低，第三季才再度微升；影響所及，銀行放款利差在 96 年第二季降至 1.68 個百分點之歷史新低，第三季略增至 1.75 個百分點，惟仍是歷史單季第三低。

	%	存款 (%)	放款 (%)	利差(百分點)	較上季增減
93	1	1.19	3.57	2.38	-
	2	1.16	3.48	2.32	-0.06
	3	1.14	3.43	2.29	-0.03
	4	1.18	3.39	2.21	-0.08
94	1	1.21	3.43	2.22	0.01
	2	1.25	3.48	2.23	0.01
	3	1.30	3.54	2.24	0.01
	4	1.38	3.55	2.17	-0.07

95	1	1.41	3.49	2.08	-0.09
	2	1.46	3.40	1.94	-0.14
	3	1.49	3.34	1.85	-0.09
	4	1.54	3.31	1.77	-0.08
96	1	1.52	3.22	1.70	-0.07
	2	1.54	3.22	1.68	-0.02
	3	1.61	3.36	1.75	0.07

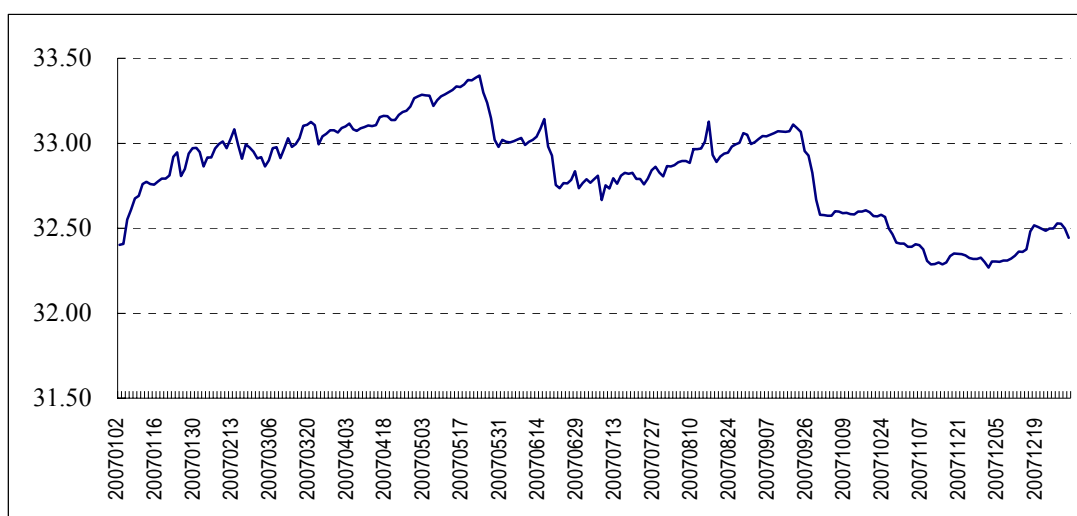
2、97 年利率仍將呈緩升格局

一般預期，由於央行認為目前實質利率仍低於中性水準，加以物價上漲壓力大，故 97 年中央銀行應會持續升息走勢，惟因歐美持續降息，加以國際金融市場不確定性因素仍多，預估央行僅會採緩升之政策，拉升實質利率，而銀行存、放款利率亦會緩步擴增，惟利差恐仍不易大幅增加。中華經濟研究院預估，97 年 90 天期商業本票利率將由 96 年之 1.93% 升至 2.16%；台灣經濟研究院預估隔夜拆款平均利率則由 1.978% 上揚至 2.412%，均為向上走勢。

二、匯率走勢

1、96 年新台幣對美元匯率呈現微升

96 年前 5 月雖外資持續大量淨匯入投資我國股市，惟國人海外證券投資風潮方興未艾，致新台幣兌美元匯率呈現逐漸貶值格局，至 5 月下旬貶至 33.4 元之低點；後在央行公開表達對國人熱衷海外證券投資之關切，並以若干行政措施減緩海外基金流出之速度，加以適度進場調節下，台幣遂轉呈升值走勢，一度在 7 月出現 32.67 元之價位，之後由於台股表現轉弱，外資逐漸匯出美元，新台幣至 9 月再微幅走貶至 33.15 元。惟 9 月以後，美國受次級房貸影響，開始降息，國際美元大幅走弱，加以央行反向升息，故台幣開始較大之升值走勢，11 月底升至 32.27 元之 96 年相對高點，12 月 31 日收在 32.443 元，僅較 95 年底升值 0.47%，升值幅度相對落後於其他主要亞洲貨幣。



2、97年新台幣匯率應會持續微升

由於國際美元走弱之趨勢已然成形，新台幣兌美元匯率應亦會呈升值走勢，惟因近幾年內需不振，國外淨需求佔經濟成長之份額大增，為顧及經濟成長，中央銀行應不致放手讓新台幣大幅升值；此外，由於國內利率水準仍低，國人海外證券投資之趨勢亦將抑制新台幣之升值幅度。中華經濟研究院預估，97年新台幣兌美元平均匯率將微升至32.07元，台灣經濟研究院預估微升至32.377元。

參、全球

IMF最近將今年全球的經濟成長率預測值下修0.3個百分點至4.1%，相較於2007年的4.9%，減速幅度達0.8個百分點，顯示全球景氣在連續五年強勁擴張後開始趨緩。

此主要反映次級房貸對美國經濟的影響超乎預期，使得IMF將美國2008年經濟成長率預測值從2007年7月時預測的2.8%兩度下修至1.5%，主因在於房市加速下滑及金融市場持續惡化，雖然短期資金市場的緊張局面在聯準會降息及大量挹注流動性後已見緩和，但主要銀行卻又再度提列鉅額損失金額，從而使得股市重挫，銀行緊縮企業及家庭的信用條件所致。

金融市場騷動對經濟活動的影響管道有二，一是金融管道，尤其是許多

結構型融資及證券化商品勢將不再快速成長甚至轉趨萎縮，加上銀行自有比率也會受次貸相關影響而下降，致損及信用擴張能力，是以可能使企業及家庭面臨較高的借款成本或較緊縮的信用限制。另一是經由信心管道，從而使投資及消費活動轉趨保守所致，例如美國的企業及消費者信心指數即已顯著下滑，但歷史經驗顯示這些指數多半會在事件結束後快速回升，是以次貸餘波若能早日平息，則能將此一不利影響減至最輕。

美國之所以可望免於陷入衰退危機，主要受惠於元月下旬的聯準會大舉降息及布希政府 1,500 億美元財政刺激方案的支撐。至於歐元區及日本，則因該等國家迄今仍未見採取降息等振興經濟措施，因此下修幅度分別為 0.5 及 0.2 個百分點，將各只擴張 1.6% 及 1.5%。

對於新興市場國家而言，主要的關切在於美國及歐日等受次貸衝擊較深國家的景氣減緩，是否對受次貸衝擊較淺的新興市場國家造成顯著影響，也就是說，美國與新興市場的景氣表現將呈脫鉤（decouple）還是重呈掛鉤（recouple）關係。按，中國、印度及俄羅斯等金磚三國曾於 2007 年上半年分別大幅成長 11.5%、9% 及 8%，對當時全球經濟成長的貢獻度達 50%，加上其他新興市場國家亦維持活絡擴張，因此能抵消該段期間美國經濟成長率減緩至 2.3% 的不利影響，使全球經濟成長仍維持在 5% 以上，從而形成美國與新興市場的脫鉤現象。

一般而言，美國景氣減緩將透過以下兩管道影響新興市場國家，一是貿易與製造業管道，係經由美國進口需求的轉疲及美元弱勢，使新興市場的出口不再強勁；一是金融管道，即是經由投資人風險胃納的減少，使資本流入新興市場金額減少及讓商品價格疲軟，致這些國家面臨較緊縮的金融條件且國內金融資產價格也將下跌，從而對其國內需求造成不利影響。

歷史經驗顯示，美歐經濟成長率若減少 1 個百分點，將於四季內使新興市場經濟成長率累計減少 1.6 個百分點。就目前資料觀之，近幾個月來墨西哥及新興亞洲的製造業及出口成長確已出現減緩情形，新興市場股市亦在 2007 年 10 月底創歷史新高後呈加速重挫局面，其中中國、香港、南韓及台灣的累計跌幅均在兩成以上，顯示資金大舉流出新興市場，若此一情形持續，則新興市場景氣勢將與美國重新掛鉤而受其拖累。若根據 IMF 的最新預測，新興市場及開發中國家的經濟成長率將從 2007 年的 7.8% 降至 2008

年的 6.9%。

除了景氣展望的不確定性外，近幾年來全球經濟榮景及商品價格大漲已引發資源供給限制日漸緊縮的關切，去年許多新興市場國家即因通膨壓力普遍升高而紛紛採取升息行動，其中尤以中國人民銀行六度升息為最。歐美等工業國家若非受次貸風暴衝擊較大而被迫採取降息行動（如美國、英國）或維持利率不變（如歐元區及日本），否則也可能延續先前的升息之舉。

商品市場是近來最明顯的通膨來源，由於受到中國、印度等大型開發中國家強勁需求及美元大幅貶值的影響，使得以美元計價的石油及非石油商品價格分別上漲 10.8% 及 15.3%。油價雖曾於 2007 年 11 月衝抵每桶 100 美元，但經物價平減後的實質油價仍較 1979 年 11 月的高峰低 4.2%，顯示油價飆漲對經濟的衝擊小於當年，何況主要國家已提高能源使用效率，以及採用替代能源來降低能源成本。農產品及食物價格之所以於 2007 年分別大漲 15% 及 20%，則是由於許多食物被用來製造生質能源以及開發中國家所得快速提高後對肉品需求上升，從而使植物油及穀物價格大漲所致。金屬價格在過去四年來的漲幅高於其他商品價格，除了主要反映中國特別強勁的需求外，產能受限於先前低價時期的投資不足及其他供給面問題也是原因之一。儘管如此，具有景氣敏感性的工業金屬價格已在 2007 年 8 月及 9 月全球流動性緊縮之後下跌 10% 以上，相形之下，黃金等稀有金屬則因具有保值避險性質而持續走高。

第二個通膨壓力來源是產出缺口（實際產出與潛在產出之差）日漸縮小，按，拜東亞出口廠商生產力快速提升及產能大量擴充之賜，使得近幾年來製造品價格多半走低或持平，成為物價穩定的最主要貢獻者，但隨著全球景氣連續數年榮景，先進國家與新興市場國家的產出缺口已顯著縮小，許多新興市場國家面臨景氣過熱風險，並經由貿易管道使得先進國家的非能源進口價格隨之升高，從而將通膨壓力傳遞至這些國家。

另一個通膨來源是先進國家的勞動市場壓力可能增加，一旦生產力成長緩慢不足及抵消薪資快速上漲將導致單位勞動成本加速揚升。目前此一關切主要集中在美國，因為其景氣擴張期間較其他先進國家為久，且生產力成長率已於 2007 年第二季降至 1990 年代初以來最低的 0.7%，是以單位勞動成本本年漲幅達 4.2%。儘管如此，由於美國景氣可能放慢成長步伐，且企業獲利處於歷史高檔能吸收部分的成本上漲而不完全轉嫁給消費者，是以尚未構

成嚴重威脅。至於歐元區及日本的單位勞動成本則已受到控制，此係由於其生產力成長率呈改善趨勢，且薪資未加速上漲所致。

展望 2008 年，IMF 預測在全球景氣擴張較為緩和之下，先進國家及開發中國家的消費者物價年增率可望較 2007 年分別降低 0.1 及 0.6 個百分點至 2.0% 及 5.3%。商品價格方面，世界銀行預期在 OPEC 有限的過剩產能及持續控制產油量之下，油價將由 2007 年的平均每桶 71.2 美元上揚 18.1% 至每桶 84.1 美元，至於非石油商品價格則認為可能持平於 2007 年的高檔（僅微幅下跌 0.7%），主因是生質能源需求將支撐農產品價格不墜之故。

表一 IMF 最新全球景氣預測

(Annual percent change unless otherwise noted)

	2005	2006	Estimates	Projections	Difference from October 2007 Projections ¹		Estimates	Projections
			2007	2008	2007	2008	2006 Q4 to 2007 Q4	2007 Q4 to 2008 Q4
World Output	4.4	5.0	4.9	4.1	0.2	-0.3	...	...
Advanced economies	2.5	3.0	2.6	1.8	0.1	-0.4	2.6	1.5
<i>of which</i>								
United States	3.1	2.9	2.2	1.5	0.3	-0.4	2.6	0.8
Euro area (15)	1.5	2.8	2.6	1.6	0.1	-0.5	2.3	1.3
Japan	1.9	2.4	1.9	1.5	-0.1	-0.2	1.2	1.6
Other advanced economies	3.2	3.7	3.8	2.8	0.1	-0.2	3.9	2.9
Emerging market and developing economies	7.0	7.7	7.8	6.9	0.2	-0.2	...	...
Africa	5.9	5.8	6.0	7.0	—	-0.2	...	...
Central and eastern Europe	5.6	6.4	5.5	4.6	-0.3	-0.6	...	...
Commonwealth of Independent States	6.6	8.1	8.2	7.0	0.5	—	...	...
Developing Asia	9.0	9.6	9.6	8.6	—	-0.1	...	...
<i>of which</i>								
China	10.4	11.1	11.4	10.0	-0.1	—	11.2	9.4
Middle East	5.6	5.8	6.0	5.9	0.1	-0.1	...	...
Western Hemisphere	4.6	5.4	5.4	4.3	0.5	—	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during December 4, 2007–January 2, 2008.

¹Country weights used to construct aggregate growth rates for groups of countries were revised from those reported in the October 2007 World Economic Outlook to incorporate updated PPP exchange rates released by the World Bank.

肆、美國

美國經濟儘管面臨次級房貸風暴及房市疲軟的雙重衝擊，但其 2007 年的成長率仍可望達 2.2% 左右，主因是民間投資強勁增加，外貿赤字改善及民間消費溫和成長，足以抵消住宅投資萎縮的影響所致。

展望 2008 年，預期美國經濟在連續六年擴張後將面臨許多不利因素，主要包括：

(1) 房屋市場持續下滑，雖然過去兩年來房屋建築活動已經萎縮，但近幾個月來的指標卻顯示房市前景恐將更為惡化。例如新屋銷售即於 2007 年 12 月再度重挫 4.7%，已降至 1995 年以來的最低水準，影響所及，新屋存銷比率升至 9.6 個月的近年新高，顯示新屋過剩壓力更為沉重，除了使房屋面臨

降價壓力外，亦讓 2008 年難望樂觀。

(2)油價節節上升，國際油價已從 2007 年第三季的平均每桶 75 美元飆漲至第四季的 90 美元以上。此將導致通膨上揚，並使得第 2007 年第四季及 2008 年第一季的實質所得成長率減少 1 個百分點左右，從而不利於民間消費。此外，較高的能源價格也將侵蝕非能源業的利潤。

(3)信用緊縮情形由房市擴散至其他市場，例如商業不動產支持債券的利率加碼即已擴大，由於過去兩季來實質非住宅營建活動平均增加 20%，若其融資受限，則可能顯著趨緩，甚至於 2008 年第二季開始萎縮。另，聯準會的授信調查顯示，信用條件較為緊縮及信用需求緩和，從而不利於消費者及企業支出。

影響所及，華爾街日報最近的經濟預測調查顯示，受訪者普遍趨於悲觀，認為景氣將陷入衰退的可能性已從 6 及 1 個月前的 23%及 38%上升至 42%。就平均而言，他們預期今年上半年經濟成長率將低於 2%，這是因為下列因素可望為景氣提供支撐之故：

(1)企業部門財務狀況良好，短期負債相當低，因此較能容忍短期收入減緩，而不致於採取大幅裁員及縮減資本支出的措施。若果如此，則目前相對緊俏的勞動市場僅將溫和舒緩，從而使失業率小幅上升，名目所得成長率可能從 2007 年的 6%降至 4.0~5.0%，是以能提供所得面的支撐，足以抵消能源價格上揚的不利影響，讓民間消費溫和擴張。

(2)聯準會已大舉降息 2.25 個百分點及採取其他舒解流動性緊縮措施，使得信用良好的借款人仍能獲得融資，雖然其借款利率相對於公債殖利率的風險加碼幅度已從歷史低點回升，但實質利率依然處於異常低的水準。何況，一旦景氣表現不如預期，聯準會已表示將再度降息以刺激經濟成長。此外，今年適值總統大選年，布希政府已提出 1,500 億美元的財政刺激方案，以免景氣硬性著陸從而危及共和黨選情。

(3)全球景氣擴張依然強健，過去五年來新興市場國家的平均經濟成長率為 6.5%，於是其迄目前為止受美國次級房貸及全球金融市場波動的影響較小，因此預期 2008 年仍可望有 6.3%左右的成長率，它們對資本設備及工業配備的強勁需求，加上美元匯率已於 2007 年大幅貶值，將有助於改善外貿

赤字，使國外部門對 GDP 有正貢獻。

迨至 2008 年第三季以後，預期次級房貸及房市下滑的影響將減少，從而使經濟恢復活力，致 2008 年的經濟成長率將為 0.8~2.2%。

在物價與利率方面，消費者物價年增率在 2007 年前 9 月多在 2.4%至 2.8%之間波動，但至 10、11 及 12 月則分別大幅上揚至 3.5%、4.3%及 4.1%，主要由於能源及食物價格漲幅飆升至 11 月的 21.3%及 4.8%，分別創 1970 年代石油危機及 1990 年以來之最所致。相形之下，不包括此兩項目的核心消費者物價年增率則於 2007 年前 9 月呈自 2.7%逐漸降至 2.1%的趨勢，主要拜房市下滑使得房租類漲幅減緩之賜，直到 10、11 及 12 月份才又緩慢回升至 2.2%、2.3%及 2.4%。由於核心通膨趨緩，且次貸風暴及房市疲軟使景氣下檔風險增加，是以聯準會大舉降息以刺激景氣。展望 2008 年，預期消費者物價年增率在能源及食品價格仍將上漲或處於高檔之下可能為 2.8~3.3%，核心通膨則在景氣減緩下持穩於 2.1~2.3%。至於利率，則因景氣衰退風險增加，且失業率已顯著上升，是以目前市場人士多預期年底前利率可能降至 2.5%。

表二 美國經濟成長預測

單位：%

	08Q1	08Q2	2007 全年	2008 全年
IMF	N.A.	N.A.	2.2	1.5
世界銀行	N.A.	N.A.	2.2	1.9
OECD	N.A.	N.A.	2.2	2.0
摩根大通	0.0	2.0	2.2	2.0
高盛	0.0	-1.0	2.2	0.8
瑞士信貸	1.5	1.0	2.2	1.9

N.A.表示無法獲得

伍、日本

拜政府先前推動的一系列寬鬆改革措施之賜，日本經濟得以維持緩慢復甦，2007 儘管出現許多干擾經濟的不確定因素，但整體而言，在國外需求帶動出口持續擴張的支撐下，2007 年日本經濟仍維持溫和擴張之勢。其中，為了因應亞歐新興國家需求，許多大企業積極擴廠、採購機械設備以增加生產，使企業固定支出增加，另一方面民間消費在失業率下降、家庭收入逐漸增加的情況下亦漸有擺脫多年萎縮趨勢，惟公共投資與住宅投資方面則仍顯著衰退。下半年因國際商品價格大幅飆漲，加上 6 月份修訂建築安全相關法規，在核發建築執照時需對更多的細節進行審核，但受限於人手不足導致申請進度延宕，從而使得下半年新屋開工數大幅衰退三~四成，影響所及，建築相關產業紛紛減產，影響下半年後經濟擴張顯著減緩，並導致各項領先指標與信心指數均轉為下跌，顯示一般對未來景氣轉趨保守。

日本內閣府認為在外需支撐下，未來經濟可望保持擴張，惟因民間消費未能穩定復甦，使得景氣難以顯著擴張，經濟成長率難以大幅增加，預測 2007 會計年度（至 2008 年 3 月底止）及 2008 會計年度經濟成長率分別為 1.3% 以及 2%，低於 2006 會計年度的 2.3%，OECD 在最新的經濟展望報告則預測日本 2007、2008 年經濟成長率分別為 2% 以及 1.8%。

然而，有鑑於日本經濟對出口依賴度相當高，因此下列可能削弱出口競爭力的因素一旦出現並導致出口受限，將不利於經濟復甦，例如：(1) 美國次級房貸引發的危機果若使美國經濟降溫，勢必降低對日本產品的需求；(2) 日圓對美元走升，且未來還有升值空間；(3) 國際油價居高不下，墊高生產成本、降低盈餘，影響所及，對民間消費與通貨膨脹亦均有負面影響。

另一方面，內需雖然於 2007 年隨著失業率下降而有回溫跡象，但是預期 2008 年難以加速復甦，此主要是因為：(1) 企業投資支出可能受經濟改革步伐緩慢等因素影響而趨於審慎；(2) 受生產成本上升、企業獲利縮減的影響，實質薪資成長率增加緩慢，直接影響民間消費復甦，悲觀者甚至認為由於人口老化造成社會結構改變，消費趨勢有陷入長期不景氣的困境之虞；以及(3) 為達到日本政府訂定於 2011 年度前達成財政盈餘的目標，政府將進行全面的稅制改革，並繼續削減支出，公共投資恐將停滯。

表三 日本經濟預測值

單位：%

	經濟成長率		通貨膨脹率		失業率	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
國際貨幣基金	1.9	1.5	0.0	0.5	4.0	4.0
OECD	2.0	1.8	0.0	0.3	3.8	3.7
日本內閣府*	1.3	2.0	0.2	0.3	3.9	3.8

註：*為會計年度（至隔年3月止）預測值

在物價與利率方面，日本已有逐漸擺脫通貨緊縮的趨勢，2007年12月企業物價年增率上升為2.6%，消費者物價指數年增率亦上升為0.7%，扣除新鮮食物後的核心消費者物價指數年增率則升高至0.8%，惟此主要是反映國際原物料價格再度走高的影響，若扣除能源價格，則雙核心物價指數年增率仍為-0.1%，顯示消費者物價依舊偏通貨緊縮。展望未來，日銀預測物價將保持緩步上揚趨勢，主要是受國際商品價格走高的影響所致，尤其是石油與食物等價格上漲可能使短期內國內通貨膨脹率顯著上揚，然而剔除石油與新鮮食物後之物價漲幅似仍有限，OECD即預測2008年不包括食品和能源價格的消費者物價可能下跌0.1%。由於扣除能源與食物價格後，國內物價尚較偏向通貨緊縮，因此日銀於2007年2月升息一碼至0.5%後，迄今一直按兵不動，一般預測日銀為了避免抑制經濟擴張並損及投資信心，升息時機最快為2008年下半年。

在匯率方面，受套利交易影響，日圓對美元在2007年先貶後升，上半年因日銀放慢升息腳步，市場上套利交易者賣空日圓，一度跌至接近一美元兌124日圓的價位，隨後因美國次級房貸風暴導致全球金融市場震盪，使得投資風險升高，套利交易者紛紛回補日圓導致日圓需求大增，下半年日圓對美元升幅近10%，年底時來到112日圓左右的價位。展望2008年，儘管日本政府一如往常不樂見日圓走強，國內企業亦預期日圓將疲軟，惟一般分析師預測日圓對美元將維持緩步升值的趨勢。可望支撐日圓的因素除了日圓套利交易的平倉回補，以及人民幣緩步升值帶動的亞洲貨幣上漲之外，尚包括FED可能持續降息以及日銀或許終將再度升息，使兩者利差繼續縮小，因此預測日圓匯率可望走升至在100~110日圓區間。

陸、歐元區

2007 年歐元區各國經濟表現亦普遍較預期為佳，前三季經濟成長率平均為 2.8%，其中以西班牙前三季經濟成長率達 4% 最為耀眼，至於德、法、義等前三大經濟體則各為 2.9%、1.8% 以及 2%。首先就外需觀之，由於近年全球景氣回升，連帶提振歐洲對外出口，其中尤以對中國與石油出口國（包括挪威、獨立國協、石油輸出國組織）外銷成長最為快速，是以能抵銷 2006 年第四季以來歐元大幅升值的不利影響，然而因強勢歐元迄今沒有改變，2008 年出口是否受影響頗值觀察。

在內需方面，因區內最大國德國於 2007 年元月將附加價值稅由 16% 調高到 19%，第一季民間消費成長幅度顯著下跌，惟被企業投資大幅增加所抵銷，致內需仍維持緩步復甦態勢。民間消費直到第二季才拜就業增加之賜而出現較為穩定的擴張態勢，至第三季更成為支撐經濟擴張的重要關鍵，且因內需熱絡致進口成長率高於出口成長率，導致該季貿易淨值對 GDP 貢獻度由正轉負。

然而，受到國際油價飆漲、利率調升、金融市場信心顯著轉疲，以及信用緊縮等因素影響，2007 年第四季全球景氣開始呈減緩趨勢，歐元區亦受波及。在此等因素持續發酵的影響下，2008 年國際間景氣仍將充滿不確定性，加以歐元匯率迭創新高，恐將打擊近年來支撐歐元區經濟復甦的出口部門。此外，儘管歐元區就業市場顯著改善，失業率由十年前高達 10% 以上降至 2007 年底約為 7% 左右，平均薪資穩定增加，但由於能源價格走高的影響，民眾非能源可支配所得相對降低，消費恐將轉趨審慎，且銀行緊縮授信標準，企業投資有減緩之虞，內需展望並不樂觀。在內外需皆面臨不確定因素的情況下，一般預測今年經濟成長率約在 2.1~2.2% 左右。

表四 歐元區及區內主要國家經濟成長率預測值

單位：%

預測對象 預測單位	歐元區		德國		法國	
	2007年	2008年	2007年	2008年	2007年	2008年
國際貨幣基金	2.6	1.6	2.4	2.0	1.9	2.0
OECD	2.7	2.1	2.6	1.8	1.9	1.8
歐盟執委會	2.6	2.2	2.5	2.1	1.9	2.0

就個別國家而言，德國政府 2007 年元月開始提高附加價值稅雖對消費支出產生抑制作用，惟在出口擴張、企業增加投資的支撐下，經濟表現較預期強勁，下半年更因景氣改善帶動就業並進而激勵消費，抵銷國際間景氣震盪導致的外需減緩，OECD 對德國 2007 年經濟成長率預測值向上調整至 2.7%，在七大工業國中名列前茅，至於歐盟執委會與國際貨幣基金的預測值則分別為 2.5% 以及 2.4%。展望未來，有鑑於對美出口僅占總出口的 9%，因此一般認為其受美國需求減緩的直接衝擊較小，惟能源價格上漲墊高生產成本對德國生產與出口仍將形成壓力，預料出口成長率將由 2007 年的 8% 降至 5.6%，而內需又未強勁到足以彌補出口部門減緩的程度（按，民間消費可能由 2007 年的成長 0.5% 增加至 2008 年成為 1.5%），一般對未來展望轉趨保守，政府、OECD 與摩根大通銀行對 2008 年經濟成長率預測值均調降至 2% 以下。

至於法國方面，2007 年民間消費受失業率顯著下降的激勵而快速擴張，但企業投資支出則受年中舉行大選、新政府執政後推動改革等不確定因素影響而呈停滯，直到第三季才有較為顯著的成長，但 11 月間運輸工會為了抗議總統薩科奇主導的退休金改革方案而發動長達 10 天的罷工，平均每日造成 3~4 億歐元的經濟損失，衝擊經濟成長，歐盟執委會與國際貨幣基金對其 2007 年經濟成長率預測值一致，均為 1.9%，與去年相同。展望未來，雖然出口可能受強勢歐元影響而趨疲，但一般認為民間消費將保持活絡，此主要是除了失業率下降外，政府亦將實施 TEPA 方案（內容包括減稅、調降社會保險個人負擔部份稅率等），使家庭可支配所得增加，藉以達到刺激內需的效果，政府預測 2008 年經濟成長率可達 2~2.5%，但其他主要機構則對此持較為審慎的態度，認為在全球經濟降溫的影響下，經濟成長率不會高於 2%。

在物價方面，前三季歐元區通貨膨脹率持穩在 1.9%，合於歐洲央行訂定的「接近但不超過 2%」的目標。惟 9 月下旬國際油價再創新高，導致 11 月份通貨膨脹率上升至 3.1%，扣除能源與新鮮食物等波動較大的項目後，核心通貨膨脹率則為 2.3%，一般預測在國際原油與食物價格上揚的情況下，短期內通貨膨脹率可能難以回降至 2% 以下，但在基期因素影響下，通貨膨脹率則可望在 2008 年下半年逐漸降至 2% 以下的通貨膨脹目標。

表五 歐元區及區內主要國家通貨膨脹率預測值

單位：%

預測對象 預測單位	歐元區		德國		法國	
	2007 年	2008 年	2007 年	2008 年	2007 年	2008 年
國際貨幣基金	2.0	2.0	2.1	1.8	1.6	1.8
OECD	2.1	2.5	2.2	2.3	1.5	2.2
歐盟執委會	2.0	2.1	2.2	2.0	1.5	1.7

在利率方面，歐洲央行分別於 2007 年 3 月、6 月兩次調升利率，目前官方利率仍維持在六年來最高的 4%，自 2005 年 12 月開始的此波升息週期共計升息八次，升幅達 2 個百分點。惟在歐元強勢、各項領先指標下降、金融市場震盪劇烈，加上在美國次級房貸風暴影響的不確定性下，各委員對物價、金融市場與經濟基本面的看法相當分歧，11 月例會後以該行總裁特里謝為首的鷹派立場已有鬆動跡象，一般認為有鑑於景氣降溫的風險增加，加上通貨膨脹壓力可能逐漸減輕，該行繼續升息的機率已大為降低，未來利率調整方向應已轉為調降，視經濟減緩程度，最快可能於 2008 年上半年宣布降息。

2007 年歐元對美元匯率屢創新高，11 月升至 1.4848 美元的歷史高點後回跌至 1.46 美元左右整理，全年升幅逾 10%，此外，因市場預期未來英格蘭銀行降息將較歐洲央行積極，在利差縮小的預期心理影響下，歐元對英鎊也在 12 月底時創下一歐元兌 74 便士的歷史新高紀錄。展望未來，包括歐洲央行官員在內的多位歐元區官員對於近來匯率劇烈波動均表示關切，除憂心歐元過強可能損及出口部門競爭力，亦認為歐元區景氣已呈減緩跡象，歐元匯率似有高估之虞，惟有鑑於市場仍普遍認為美國經濟減緩跡象較為明顯，

FED 降息機率較高、幅度亦可能較大，美元資產吸引力大不如前，歐元可望保持相對較強的走勢。

根據 IIF 調查，各國央行已逐漸增加歐元占外匯存底的比重，2007 年第三季歐元占全球各央行外匯存底比重上升至 26.4%，高於第二季的 25.5% 以及上年同期的 24.4%，此等歐元買盤需求亦可能為歐元中長期走勢帶來支撐。此外，繼斯洛維尼亞於 2007 年元月開始採行歐元之後，塞浦路斯與馬爾他亦已於 2008 年元月加入歐元，且 2007 年 10 月底歐元鈔券流通總金額已突破 6,100 億歐元，取代美元成為全球流通量最大的貨幣。

柒、新興歐洲及中亞各國

近年來新興歐洲及中亞各國經濟顯著成長，主要是：(1)銀行業競爭日益激烈致連續多年信用迅速擴張，加上大量外資流入，企業固定投資成長率均高達 10%以上；(2)在國外工作的勞工匯回所得，使民間消費成長率維持在 7%以上；(3)歐元區為此等國家最大出口市場，近年來經濟復甦帶動此等國家出口大幅成長；以及(4)受惠於國際商品價格飆漲，部份能源出口國出口快速增加，改善政府財政收入從而帶動公共投資支出。惟由於成長基期被墊高，加上內需暢旺使進口成長率遠高於出口成長率，導致貿易淨值對 GDP 貢獻度由前一年的負 1.8 個百分點惡化為負 2 個百分點，世界銀行預測 2007 年此等國家經濟成長率將由前一年的 6.9%降為 6.7%，2008 年可能進一步降至 6.1%。

其中，中東歐洲各國 2007 年經濟成長率由 2006 年的 6.5%降為 6%，主要是受匈牙利與土耳其經濟成長率減緩所拖累，其中尤以匈牙利全年經濟成長率由前一年的 5.4%大幅降至 2.2%為最，主要係貨幣升值、來自同區域其他新興市場的競爭等因素影響，使得出口擴張逐年下降，加上政府緊縮計畫以及政治不確定性致信心低落，民間消費與投資明顯萎縮所致。至於土耳其則是因政局紛擾、利率走升等因素導致民間消費轉疲，預測 2007 年經濟成長率為 5.1%，較前一年減少 1 個百分點。

此外，世界銀行預測獨立國協各國 2007 年經濟成長率可達 8.2%高於前一年的 7.8%，且創近年新高，主要是亞塞拜然、俄羅斯與哈薩克等能源出口國在國際油價飆漲帶動下，相關出口收入大幅增加，政府將之用於發展基礎建設以及非能源部門產業（如營建業等）頗具成效，且由於大量外人直接投資，以及在國外工作的勞工匯回大量所得，使內需保持熱絡所致。（按，根據 2006 年統計資料，摩爾多瓦、塔吉克以及亞美尼亞之匯回款各占該國 GDP 比重達 38%、20%以及 19%為最高）

展望 2008 年，為了抑制通貨膨脹壓力，歐洲新興市場與中亞各國利率可能進一步調升，民間消費或將自高峰下跌，加上歐元區景氣降溫致此等國家出口成長有減緩之虞，預測此等國家經濟成長可能降為 6.1%。儘管世界銀行認為區內各國經濟普遍均呈減緩趨勢，但匈牙利與土耳其在排除去年選舉等政情不穩的因素後，投資與消費可望自谷底回升，預測今年經濟成長率

將不降反升，分別達 3.1% 以及 5.4%，各較前一年增加 0.9 以及 0.3 個百分點。

表六 歐洲新興市場與中亞各國經濟成長率

單位：%

	經濟成長率		通貨膨脹率		經常帳赤字/GDP	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
歐洲新興市場與中亞	6.7	6.1			-1.3	-1.9
中東歐各國	6.0	5.5				
匈牙利	2.2	3.1	7.0	3.9	-4.2	-5.0
波蘭	6.5	5.7	3.7	3.2	-4.3	-5.3
捷克	6.1	5.0	5.3	5.1	-2.8	-3.2
土耳其	5.1	5.4	8.8	5.4	-7.5	-7.7
保加利亞	6.1	6.0	10.0	6.9	-19.2	-18.1
羅馬尼亞	6.1	5.9	6.5	4.9	-13.9	-15.3
獨立國協	8.2	6.8				
俄羅斯	7.5	6.5	12.0	7.6	5.7	4.3
烏克蘭	6.3	5.5	9.1	9.9	-3.6	-6.5

資料來源：世界銀行、IIF 預測

強勁的國內需求及持續攀高的能源與食物價格，尤其是乾旱造成農產不足推升新鮮食物價格大幅上揚，導致通貨膨脹率於 2007 年下半年顯著上升，有鑑於此，預料各國將緊縮貨幣政策以紓緩通貨膨脹壓力，一旦農業收成恢復正常，加以去年基期被墊高的結果，應能使食物價格漲幅明顯縮小，且足以抵銷能源價格持續上揚的漲幅，因此，一般預測 2008 年通貨膨脹率將自 2007 年底甫創下的高峰下降。值得注意的是，匈牙利、土耳其與斯洛伐克等國為了加速加入歐元，可能堅持縮減財政支出等較為緊縮的政策。至於保加利亞、羅馬尼亞、俄羅斯與烏克蘭等國則在政治或選舉考量下，持續寬鬆貨幣政策，是故此等國家通貨膨脹可能維持在高檔。

除了快速經濟成長可能有景氣過熱的隱憂之外，歐洲新興市場與中亞國家尚面臨若干不確定風險，從而不利其貨幣與外部流動性，以及長期經濟穩定成長。例如：(1) 國際原物料商品價格在高檔，其下檔風險已顯著增加，使

俄羅斯與烏克蘭等出口國家之脆弱性增加；(2)保加利亞、羅馬尼亞等仰賴進口能源的國家因貿易赤字擴大，或將使經常帳赤字占 GDP 高達 20%以上，以及(3)外債迅速增加，致拉脫維亞、立陶宛以及斯洛伐克等國之短期外債比重高達 40%以上。

捌、新興亞洲

2007 年新興亞洲各國經濟保持熱絡，除了內需強勁成長外，主要是全球對電子與高科技產品需求回升，支撐此等國家出口快速擴張，成長率約達 17.8%的近年新高，扣除進口成長率 15.3%後，貿易淨值對 GDP 貢獻度達 3 個百分點。然而下半年，此等國家面臨不利其經濟表現的若干挑戰，包括：次級房貸危機、信用緊縮、油價飆漲等，造成此等國家金融市場亦呈大幅震盪，使其未來經濟前景籠罩在不確定因素下。

美國次級房貸風暴對主要工業國家經濟活動影響較明顯，至於對亞洲新興市場的衝擊，各方看法不一。例如惠譽信評公司認為若美國景氣降溫幅度大於預期、利率下降、美元大幅貶值，則亞洲新興市場貨幣相對升值後對拓展出口將形成壓力，則對區內經濟的不利影響將遠高於預期。另一方面，樂觀者則認為，雖然 2000~2001 年間美國網路泡沫破滅經濟大幅減緩，致同期間新興亞洲經濟成長率亦顯著下降，但近年來新興亞洲出口結構已明顯改變，對美國出口占總出口（不含區域內貿易）比重已由 1994 年的 44%降至 2006 年成為 38%，一般預料今年果若美國因次級房貸問題導致需求萎縮，對新興亞洲出口的負面影響較為有限。惟對於一些經濟規模較小（內需不足）、仰賴出口為主要經濟成長動力的亞洲新興國家來說，仍不能忽略其帶來的負面衝擊，反之，例如印度因出口占 GDP 比重低於兩成，且內需市場龐大，普遍認為其受美國經濟降溫的影響相對較小。

亞洲開發銀行估計，美國景氣衰退將導致新興亞洲成長率減少 1~2 個百分點，若美國、歐元區、及日本景氣同時大幅下滑，所導致的景氣下檔風險較高，惟因亞洲新興國家外匯準備充裕、金融體系在十年前金融風暴後已較為改善，將使得此等國家在面臨風險時能採取較具彈性的因應之道。

綜上所述，根據世界銀行預測，美國內需減弱所導致的進口需求下降，將使得亞洲新興市場 2008 年的出口成長率降為 15.2%，加以此等國家通貨膨脹壓力增加被迫採取緊縮貨幣政策使經濟成長動能將趨緩，惟印度、印

尼、中國等具有龐大內需市場者，內需仍可望持續支撐經濟擴張，經濟所受衝擊相對較小，整體而言此區國家經濟基本面尚佳，並無顯著下檔風險，世界銀行預測 2008 年經濟成長率與 2007 年相同為 5.9%(不包括中國及印度)。

在物價與利率方面，伴隨經濟快速成長而來的通貨膨脹壓力有日漸升高跡象，因此亞洲新興國家近年來採相對較為緊縮的利率政策，至 2007 年上半年通貨膨脹壓力已大為紓緩，惟下半年受國際商品價格屢創新高的影響，通貨膨脹率持續上升。有鑑於此，一般預料此區國家央行除將繼續升息以減輕通貨膨脹壓力之外，亦可能增加其匯率彈性，加速對美元升值，減緩進口物價漲幅從而抑制其通貨膨脹壓力。

就個別國家而言，以中國經濟成長最為強勁，政府雖多次以宏觀調控措施防範景氣過熱，但在出口與投資暢旺的帶動下，經濟成長幅度遠高於預期，2007 年前三季經濟成長率平均達 11.5%，創 1994 年改革開放以來的新高，亞洲開發銀行預測其全年經濟成長率為 11.4%，高於前年的 11.1%。展望 2008 年，儘管國外需求降溫與人民幣升值可能使出口成長減緩，且因經濟高速成長、信用快速擴張、股市與房市價格飆漲、通貨膨脹壓力增加，預料政府將持續宏觀調控政策，但 8 月即將舉行的北京奧運勢必刺激民間消費與投資持續成長，加上政府支出以及外人投資的支撐，經濟成長率可能小幅降至 10.5%。至於 2007 年物價則在能源與食物價格大幅攀升的影響下而顯著上揚，10 月份通貨膨脹率達近十年來最高的 6.5%，尤其是食物類的豬肉與雞蛋價格漲幅最大，此主要是農地減少、灌溉水與肥飼料短缺等影響所致。雖然食物價格短期內仍有上漲壓力，但預料製造商品價格將維持在相當低價，且在中國人民銀行持續升息以及基期被墊高的影響下，物價漲幅可望縮小，預測 2008 年全年平均通貨膨脹率將由前一年的 4.7%降為 3.8%。

在印度方面，2006 年會計年度（2006 年 4 月～2007 年 3 月底止）經濟成長率創下 18 年以來最高紀錄的 9.4%，2007 年 4～6 月以及 7～9 月兩季經濟成長率則略降至 9.3%以及 8.9%，此主要是由於 2004 年以來印度央行為抑制物價上漲而九次調升利率的影響所致，政府預測 2007 會計年度（至 2008 年 3 月底止）經濟成長率將降為 8.5%，惟在民間消費與投資的支撐下，預測 2008 會計年度經濟成長率將回升至 9%，但 EIU 認為能源價格居高不下可能使民間消費轉趨保守，加上出口減緩的雙重影響，2007、2008 會計年度經濟成長率將持續下跌分別成為 7.9%以及 7.7%。此外，通貨膨脹壓力在

央行自 2004 年以來九次升息以及盧比升值的影響下已明顯紓緩，躉售物價年增率由 2007 年 3 月的 6.6% 降至 12 月的 3.4%，主要是食物價格漲幅由 9% 以上降至 3% 以下所致，有鑑於物價漲幅已見紓緩，印度央行可望暫停升息腳步，但即便如此，因預期國內經濟減緩且國際物價仍有上漲壓力，該行對物價仍將保持警覺，短期內降息機率亦不高。

新興亞洲工業國家南韓、香港、新加坡近年在中國強勁需求帶動下，投資與出口均顯著成長，預測全年經濟成長率分別為 4.1%、6.7% 以及 7.5%。展望 2008 年，雖然以中國為首的亞洲各國需求仍將熱絡，但因美國景氣降溫導致此等國家出口成長率可能由原先的兩位數減少至 7% 左右，加上通貨膨脹壓力升高後，經濟財政政策或將傾向緊縮，不利內需擴張，從而使經濟成長率進一步下降至 4.5%、5.4% 以及 6%。

此外，泰國在 2007 年 12 月底舉行的國會大選中，由支持前總理塔克辛的人民力量黨獲得勝選，預料新政府在 2008 年執政後將增加公共投資支出、加速臨時政府執政時暫停的多項建設，加上政治步上常軌後，隨著信心回升，投資與消費均將復甦，從而抵消出口減緩的影響，預測經濟成長率將由 2007 年的 4.5% 提高至 5.5%。在菲律賓方面，2007 年第二季經濟成長率創 20 年來最高紀錄的 7.5%，此主要是政治較為穩定後使得投資大幅成長所致，其中，上半年外人直接投資較前年同期增加 70% 達 16 億美元，且外匯準備增加至 307 億美元，約相當於 5.5 個月的進口額，大為改善其外部流動性。在印尼方面，企業固定投資支出顯著成長致 2007 年經濟成長率由前一年的 5.5% 增加為 6.3%，從而使其通貨膨脹壓力升高至接近通貨膨脹目標上限。在馬來西亞方面，儘管民間消費顯著成長，但因來自中國等的競爭，使其半導體及其他高科技商品出口下滑，2007 年上半年總出口萎縮 2.5%，從而使得經濟成長率下降，預測 2007 年將由前一年的 5.9% 降為 5.7%。

在匯率方面，亞洲新興國家貨幣對美元普遍呈升值走勢，其中以菲律賓披索、泰銖全年升值 12% 最顯著，至於人民幣亦在人民銀行多次放寬對美元波動區間後，全年升值 4.7%。展望今年，亞洲各國貨幣可望持續走強，且由於此區國家通貨膨脹壓力普遍增加，其央行或將改變強硬阻升匯率的態度，尤其是在中國人民銀行可望進一步放寬人民幣波動區間的帶動下，將連帶引導新興亞洲各國貨幣匯率有升值空間。

值得注意的是，泰國因龐大的經常帳順差使泰銖持續承受較高的升值壓

力，為避免升值速度過快損及其出口競爭力，政府依然將採較為抗拒升值的匯率政策，惟有鑑於 2006 年 12 月外匯管制措施過於突兀曾造成信心驟跌，並使金融市場脆弱性大為增加（按，此等管制措施多數已解除），預料未來若實施相關資本管制政策時將更加謹慎。

表七 亞洲新興市場經濟成長率

單位：%

	2006 年	2007 年				2008 年
		Q1	Q2	Q3	全年	
新興亞洲	9.7				10.0	9.7
中國	11.1	11.1	11.9	11.5	11.4	10.5
東亞（不含中國）	5.7				5.9	5.9
香港	6.8	5.6	6.6	6.2	6.1	5.4
新加坡	7.9	8.5	8.7	9.0	7.5	6.0
南韓	5.0	4.0	4.9	5.2	4.7	4.5
印尼	5.5	6.0	6.3	6.5	6.3	6.3
馬來西亞	5.9	5.3	5.7	6.7	5.7	5.9
菲律賓	5.4	7.1	7.5		6.7	6.2
泰國	5.0	4.3	4.4	4.9	4.3	4.6
南亞	8.8				8.4	7.9
印度*	9.4	9.5	9.3	8.9	8.5	9.0

資料來源：各國政府、世界銀行預測

*：會計年度至隔年三月底止

玖、拉丁美洲

拉丁美洲 2007 年經濟成長率為 4.9%~5.4%，低於 2006 年的 5.4%，主要反映：(1)受美國次級房貸市場波動及可能對拉丁美洲地區實體經濟造成不同程度影響，特別是出口部門表現相對較為疲弱；(2)通膨壓力逐漸升高，區內大多數國家採取升息政策；及(3)僑外勞工所得匯回減緩，影響家庭可支配所得。拉丁美洲近年來的主要貿易夥伴，已逐漸從美國轉向新興市場的中國和印度，因此，即使美國經濟成長可能趨緩，但在中國、印度對能源、農礦產品需求擴大，再加上拉丁美洲各國國內投資增加、民間消費活絡下，預估經濟仍維持穩健擴張動能。

在國際收支方面，由於國內需求強勁，進口成長率大幅增加使得經常帳順差趨緩，相較之下，資本帳卻由淨流出轉成淨流入，主要受外資看好區域內龐大消費市場，直接及間接投資分別大幅上升所致。在匯率方面，自 2006 年下半年開始外資大量匯入巴西、哥倫比亞及秘魯，例如：巴西 2007 年上半年外匯匯入量為 2006 年同期間的兩倍之多，政府雖強力干預外匯市場，但巴西里爾對美元全年仍強勁升值 16.7%。以下就拉丁美洲各國的經濟情況分述如下：

阿根廷方面，今年第三季 GDP 與去年同期比較（以下同），雖由前季的 8.7%微幅下跌至 8.6%，但為連續第五季維持於 8%以上，主要反映：(1)民間消費大幅增加 8.9%，此係拜失業率下跌、公共部門薪資提高之賜，使得勞動市場改善所致；(2)政府支出成長 8.4%，此係拜 2007 年 10 月份總統選舉增加公共支出之賜。預估 2007 年經濟成長率為 7.5~7.8%，但國內能源短缺問題將不利於民間投資意願，加上全球景氣減緩，預估 2008 年經濟成長率為 5.5~5.8%。值得注意的是，政府與民間業者達成商品價格協議，以致官方消費者物價指數保持於個位數以下。儘管國家統計局(INDEC)資料顯示通貨膨脹率維持穩定且呈個位數，但一般民間獨立機構仍質疑數據的精確性，主要認為政府干預 INDEC 的統計資料，使得官方通膨預估數應低於實際數值。

巴西方面，由於通貨膨脹率受到控制，央行自 2005 年 9 月以來已 18 度降息，惟有鑑於通貨膨脹壓力升高、巴西景氣強勁及全球經濟環境惡化等因素，至 2007 年 10 月 17 日決定暫停降息，將利率維持在 11.25%不變，總計

兩年內累計降息 8.5 個百分點。預估 2007 年經濟成長率為 4.4~4.9%，主要拜寬鬆貨幣政策及勞動市場改善之賜，使得民間需求增加所致。隨著經濟快速成長，企業獲利超出預期，使政府稅收大幅成長，從而導致公共部門基本盈餘超過 2007 年設定的全年目標。近幾年出口部門保持暢旺，貿易盈餘導致外匯準備急速增加，外匯準備繼 2006 年突破 800 億美元後，預估 2007 年底將超過 1700 億美元。展望未來，由於全球景氣將較為疲軟及巴西央行的降息行動可能趨於審慎，預估 2008 年經濟成長率降溫為 4.0~4.5%。

墨西哥方面，受惠於北美自由貿易協定之關稅減免，墨國與美國經濟連動性高，特別是出口部門有高達 85% 商品銷售至美國(大部份為工業製成品)，預估 2007 年在美國進口需求減緩下，墨西哥經濟成長率趨緩至 2.9~3.2%。儘管短期內面臨美國經濟下檔壓力，但墨國未來經濟仍有機會與美國脫鉤，主要基於下列三點理由：(1)美國此次領先下跌者為房市部門，而非與墨國較有關連的製造業部門；(2)財政改革及油價居高不下(石油部門收入占公共部門稅收比重達三分之一以上)將使政府有能力採取刺激景氣措施；(3)拜披索實質有效匯率貶值之賜，出口商品在市場上更具競爭力，但製造廠商面臨中國低價商品競爭，若無法有效降低生產成本，將影響出口部門表現。

委內瑞拉方面，2007 年強勁的國內需求支持非石油部門前三季強勁成長 10%，但石油部門卻萎縮 6.1%，主要係國有化政策導致日產油量減少 6% 降至 240 萬桶，遠低於石油輸出國家組織的 320 萬桶配額所致。預估 2007 年經濟成長率為 8.0~8.5%，但 2007 年底修憲公投未通過導致政治風險提高，加上石油產出停滯等因素影響下，預估 2008 年經濟成長率將降至 5.5~6.0%。

智利方面，拜國際銅價維持高檔之賜，出口貿易暢旺，但由於國內天然氣供應短缺、核心消費者物價指數飆升影響民間消費意願等因素，2007 年第三季經濟成長率減緩為 4.1%，預估 2007 年經濟成長率為 5.7~6.0%。有鑑於異常氣候因素導致食物價格上漲，通膨壓力逐漸上揚，IIF 預估 2007 年消費者物價年增率為 3.9%，將觸抵央行目標區 2~4% 上限。展望未來，受全球景氣趨緩影響下，預估 2008 年經濟成長率降至 5.0~5.5%。

秘魯方面，在服務業、製造業及批發零售業穩定成長下，2007 年經濟成長率預估為 7.0~7.5%，但消費者信心指數卻呈下滑趨勢，主要原因是進口小麥、玉米和大豆價格上漲導致國內食物價格上揚(例如：麵包、穀類及

民生必需品)。據統計，2007 年全年消費者物價年增率達 3.93%。值得注意的是，自 2007 年初以來秘魯央行持續買入美元，以緩和外匯市場波動並增加外匯準備，但有鑑於國內通膨壓力逐漸升溫，秘魯央行於 8 月起允許秘魯幣大幅升值。

整體而言，包括 IMF、世界銀行等國際機構在內均預期 2008 年拉丁美洲的經濟成長率將低於 2007 年，主要反映工業國家（尤其是美國）的景氣擴張可能較為趨緩的影響。世界銀行預估 2008 年經濟成長率為 4.5%，雖低於 2007 年的 5.1%，但遠高於 2.7% 的長期平均值，顯示景氣仍處於相對高水準。另，短期內面臨的風險亦為影響拉丁美洲 2008 年經濟成長的觀察重點，包括：(1) 美國經濟情勢變化，例如：2007 年次級房貸風暴是否波及經濟其他層面；(2) 中國對於拉丁美洲的原物料需求是否能繼續維持高度成長；及(3) 拉丁美洲政府是否能大刀闊斧推動改革，以解決公共部門效率低落、公共基礎建設不足、所得分配不均等問題。

表八、拉丁美洲主要國家經濟成長率預測值

單位：%

	世界銀行		IIF		IMF	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
拉丁美洲	5.1	4.5	5.0	4.3	5.4	4.3
阿根廷	7.8	5.7	7.8	5.8	7.5	5.5
巴西	4.8	4.5	4.9	4.2	4.4	4.0
智利	5.7	5.1	6.0	5.5	5.9	5.0
秘魯	7.5	6.4	7.2	5.0	7.0	6.0
委內瑞拉	8.3	5.8	8.5	5.5	8.0	6.0
墨西哥	2.9	3.2	3.2	3.5	2.9	3.0

表九、拉丁美洲主要國家通貨膨脹率預測值

單位：%

	IMF		IIF	
	2007	2008	2007	2008
拉丁美洲	5.2	5.8	5.3	5.9
阿根廷	9.5	12.6	8.9	9.9
巴西	3.6	3.9	4.3	4.5
智利	3.9	4.1	6.0	4.0
秘魯	1.5	2.3	2.3	2.5
委內瑞拉	18.0	19.0	15.3	25.0
墨西哥	3.9	4.2	3.7	3.5