

2014 年全球經濟回顧與 2015 年展望

兆豐國際商業銀行 企劃處

中華民國一〇四年二月十三日

目錄

一、全球.....	1
二、美國.....	4
三、歐元區.....	6
四、日本.....	8
五、中國.....	10
六、新興東亞.....	12

一、全球

(一) 新平庸時代來臨—全球經濟將成長呈溫和復甦，全球經濟溫和復甦的態勢將持續一段時間

2014 年全球經濟成長率持平於 2013 年之 3.3%，此主因金融海嘯以來一直居全球成長動力來源之新興市場國家，受制於多國出現供給難以快速擴張之瓶頸（如巴西）、具外資脆弱性的國家面臨資金外流之衝擊、俄羅斯面臨經濟制裁、中國經濟成長趨緩等多重因素，致使整體經濟成長率由上年之 4.7% 趨緩至 4.4%，為 5 年來最差表現。因此，即使先進國家在歐元區經濟擺脫衰退之帶動下，經濟成長率由上年之 1.3% 提升至 1.8%，但因其占全球 GDP 之比重已下降，是以僅能抵銷新興市場經濟減速的不利影響，無法進一步拉抬經濟增速。

展望 2015 年，IMF 預測全球經濟成長可望小幅上升至 3.5%。主要亮點在於美國，儘管預期利率將逐步上升，且美元走強可能使淨出口下降，但國內需求在油價下跌、財政調整放緩、貨幣政策仍屬寬鬆的支撐下，成長將加速，預期全年經濟成長可達 3.6%。

歐元區復甦力道雖仍疲弱，但預期受惠於油價下跌、貨幣政策進一步寬鬆、更為中性的財政政策及貨幣貶值等，可望將有較強勁之回升。

新興市場經濟成長率則將持續減緩至 4.3%，主因係：(1) 中國經濟成長率將進一步下滑至 6.8%，為 1990 年以來新低，經濟結構持續調整中；(2) 俄羅斯景氣將大幅衰退 3.0%，反映油價大跌、地緣政治緊張局勢加劇之影響；(3) 石油及大宗商品價格下跌使相關產品出口國的景氣低迷。

綜觀金融海嘯後之全球經濟，除 2010 年有金融海嘯後之強勁反彈外，2011 年到 2014 年經濟成長皆一再下修，2015 年之經濟預測亦不例外，表現令人失望，IMF 總裁拉加德將這種景氣長期溫和復甦的現象稱為「新平庸 (New Mediocre)」。

此現象主要包括兩部分：(1) 先進國家長期停滯 (secular stagnation)：儘管其 2015 年經濟將增強至 2.4%，但仍低於 1996~2005 年平均之 2.8%，主要係金融海嘯的許多後遺症迄今尚未緩解，包括政府及民間部門債臺高築，導致政府必須擰節支出改善財政赤字，民間亦需提高儲蓄率以減輕負債，致使需求不足、失業率升高。(2) 新興市場經濟成長潛力降低：2008 年以來其對全球新增 GDP 的貢獻超過 80%，其中，中國近 30 年每年經濟成長率多在 10% 以上，為最重要之發動引擎，惟 2010 年起已經濟成長逐年下降，

2015 年預期將跌破 7%，顯示在房地產市場持續修正、製造業過度投資引發之產能過剩問題未解下，其經濟將由高速成長邁入中、高速成長的新常態階段。

(二) 各國競採寬鬆貨幣政策，貨幣競貶

在新平庸之經濟局勢中，另一個普遍現象是通膨持續下降，而油價自 2014 年下半年以來的大跌則加重此一趨勢，許多國家甚至開始陷入通縮，從而掀起全球新一波的央行寬鬆浪潮及匯率戰爭。是以，儘管美國聯準會已於 2014 年 10 月 29 日停止 QE，日本央行卻隨即於 10 月 31 日擴大寬鬆規模，從而導致日圓兌美元再貶破 121 日圓，創 2007 年 7 月來新低，影響所及，新興亞洲貨幣對日圓大幅升值，為維持出口競爭力，其他新興亞洲國家貨幣也面臨程度不一的貶值壓力。

另，日圓貶值使日本出口商品相對便宜，讓相關進口國通膨因而下降，加上油價大跌，致使這些國家央行有更大之寬鬆空間。2014 年以來，已有中國採取定向寬鬆及全面性的降息及降準措施，南韓及印度亦先後宣布降息，新加坡則是以減緩星元兌美元升值速度的方式讓星元貶至四年半新低（此為新加坡特有的寬鬆貨幣政策），預期未來新興亞洲貨幣寬鬆行動可能持續。

歐洲央行則是自 2014 年 6 月起採取一連串的寬鬆行動，包括讓央行存款利率降至負數及定向長期再融通操作等，但寬鬆效果有限，遂於 2015 年元月宣布進行購債計劃，採行美國式的 QE，這些措施使歐元兌美元匯率貶至 2003 年 9 月以來新低。影響所及，瑞士法郎及丹麥克郎等與歐元掛鈎的貨幣，面臨必須大量購買歐元以使本國貨幣隨歐元貶值的壓力。

職是之故，瑞士央行於 2015 年元月 15 日宣布脫鈎歐元及實施負利率政策，瑞士法郎隨即在幾小時內對歐元升值 40%，之後升幅縮小至目前為 20%；丹麥雖未與歐元脫鈎，但為遏阻炒匯熱錢流入，在三週內四度降息至目前的-0.75%；瑞典央行為避免陷入通縮，亦於 2015 年 2 月 12 日宣布降息至-0.1%，並進行 QE。

(三) 再度發生債務及金融危機之機率不高

過去幾年美國採取 QE 時導致美元匯價、利率均處低水準，新興國家乃積極擴增海外借款及發行國際債券。例如：新興國家之企業於 2014 年發行債券達破紀錄的 2,761 億美元，使新興國家政府及企業美元債務餘額達 6.04 兆美元，較 2008 年成長近四倍。值得注意的是，美元已轉為大幅升值，且美國可能於 2015 年升息，此將使新興國家需以更多本國貨幣支付美元債

息，加以大宗商品價格走跌致若干主要商品出口國貿易收支惡化，可能引發新興國家信用風險升高。

雖新興市場國家過去幾年已逐步提高政府的本國貨幣債務比重，且有多達三分之二企業被 S&P 評為高評等，預期應不致演變為類似 1980 年代拉丁美洲債務危機以及 1997 年亞洲金融風暴般的區域型金融危機，惟企業壞帳攀高、資產價格下滑等恐難避免。

綜言之，2015 年全球金融市場波動性恐有加劇之風險，潛在的觸發因素可能包括：主要經濟體經濟表現之變數仍多，且全球經濟持續不均衡發展，而美國與其他國家貨幣政策亦有出現意外變化之可能。

表一 全球經濟成長率預測值

單位：%

預測機構	2014 年			2015 年		
	全球	先進國家	新興市場	全球	先進國家	新興市場
IMF	3.3	1.8	4.4	3.5	2.4	4.3
世界銀行	3.3	1.8	4.4	3.6	2.2	4.8
高盛	3.0	1.9	4.6	3.5	2.4	4.7
摩根史丹利	3.2	1.7	4.5	3.5	2.1	4.3
摩根大通	3.1	1.7	4.2	3.3	2.3	3.9
美銀美林	3.2	1.7	4.4	3.5	2.4	4.2

註：先進國家及新興市場，視各預測機構的涵蓋範圍而定。世界銀行的全球景氣預測係以購買力平價加權平均的全球 GDP 計算而得

二、美國

美國去年全年經濟成長 2.4%，僅略高於金融海嘯以來的平均復甦 2.3%，遠低於 90 年代末的 4%。2009 年以來迄今，實質 GDP 只成長 13.6%，亦遠不如先前幾次景氣復甦相同復甦期間的成長速度（分別為 2001 年起的 16.8%、1999 年起的 19.9%、1975 年起的 20.6% 及 1982 年起的 30.1%）。

主因是受到第一季異常寒冷天氣所導致的景氣顯著萎縮 2.1% 拖累影響，雖然第二季及第三季分別強勁成長 4.6% 及 5%，但第二季為跌深反彈，第三季則是拜淨出口正貢獻經濟成長 1 個百分點及國防支出異常激增 16% 等暫時性因素的額外加持，才有亮麗表現。第四季在前述暫時性因素轉呈負貢獻之下，儘管有消費需求更為活絡的支撐，但亦只溫和成長 2.6%。

展望 2015 年，一般預期經濟成長將加速至 3.0% 以上，主因是消費支出成長率可望由 2014 年的 2.5% 加速至 3.2%，為 2006 年以來最強勁表現，例如：元月份紐約經濟諮詢理事會及密西根大學的消費者信心指數分別即升至 2007 年及 2004 年以來新高。

此係基於：

- (1) 油價重挫將顯著提升消費支出，據估計汽油價格下跌 15% 等於消費者購買力年增 600 億美元，此相當於個人可支配所得增加 0.5%。雖然另一方面，低油價也將使能源業獲利萎縮，由於 IMF 預測油價將由 2014 年的每桶 96.26 美元降至 2015 年的 56.73 美元，直到 2016 年才回升至 63.88 美元，在此情形下，許多能源業者（尤其是頁岩油開採商）將減少投資，從而可能對經濟成長負貢獻 0.2 個百分點，但一般認為此不足以抵消低油價的刺激消費效果。
- (2) 薪資可能逐漸加速成長，2014 年 12 月失業率降至 5.6%，為 7 年來新低，雖已接近聯準會的 5.2~5.5% 自然失業率水準，但時薪年增率卻降至近年低點的 1.9%。主因是許多人對就業前景失望而退出勞動市場，或迫於生計而屈就低薪的打工工作所致，若將這些人納入失業統計，則廣義失業率為 11.2%，仍遠高於金融海嘯前平均的 8~8.5%，可見勞動市場尚相當寬鬆。儘管如此，廣義失業率與失業率的差距已從 2013 年底的 6.4 百分點降至 2014 年底的 5.6 百分點，顯示廣義失業率降幅大於失業率，預期此一差距縮小趨勢可望使時薪年增率回升。

另，IMF 下修美國以外的主要國家景氣預測，以及美元有效匯率指數自 2014 年中以來至 2015 年元月底已升值 11.4%，且預期在美國將升息及景氣相對較佳的支撐下可能持續升值趨勢，雖皆將經由擴大貿易赤字（不利出口、有利進口）等管道來拖累景氣，但此一不利影響所導致的非能源貿易赤字擴大，將被美國本身頁岩油生產的進口替代及油價下跌所造成的能源貿易赤字縮小所抵消，是以 IMF 預測美國經常帳赤字的 GDP 僅將由 2014 年的 2.5% 微幅擴大至 2015 年的 2.6%。

在通膨方面，2014 年全年消費者物價及其核心物價的年增率分別為 0.8% 及 1.6%，低於 2013 年的 1.5% 及 1.7%，續呈下降趨勢，為 1997-98 年以來首見連續三年通膨及核心通膨皆低於 2% 者。主要受惠於能源價格大跌 10.6%，以及就業成本只年增 2.2%，大致與 2010 年以來的每年 2% 相當之賜。至於聯準會偏好的 PCE（個人消費支出平減指數）年增率亦降至 2014 年 12 月的 0.7%，為 2009 年以來最低，核心 PCE 年增率則為 1.3%，持穩於 2013 年 4 月以來的 1.2~1.4% 狹幅波動範圍內。

在貨幣政策方面，由於就業顯著增加及失業率快速下降，聯準會自 2013 年 12 月中起於每次 FOMC 會議皆宣布將每月購債金額縮減 100 億美元，至 2014 年 10 月購債金額已歸零。隨著 QE 結束，市場關注焦點為未來升息時機及速度，對此，聯準會於 2014 年 12 月中的 FOMC 將前瞻性指引由「維持現行低利率一段相當長時期」，改為「可耐心等待貨幣政策正常化的時機」，兩者的差別在於前者隱含承諾未來四次 FOMC 不升息，後者則是未來兩次。市場預期在美國通膨仍遠低於 2% 目標的情形下，聯準會可望保持耐心直到 2015 年下半年或 2016 年初才首度升息

表二 美國經濟成長預測值

單位：%

預測機構	2015 年	2016 年	公佈預測時點
IMF	3.6	3.3	2015 年 1 月
世界銀行	3.2	3.0	2015 年 1 月
摩根史丹利	3.3	2.4	2015 年 2 月
摩根大通	3.2	2.5	2015 年 2 月
美銀美林	3.3	3.0	2015 年 2 月
高盛	3.3	3.0	2015 年 2 月

三、歐元區

歐元區自 2013 年第 2 季恢復成長以來，復甦力道相當疲弱，季增率一直處於 0.1~0.3% 的狹幅區間內。職是之故，2014 年第三季的 GDP 在季增 0.2% 後，仍較金融海嘯前的 2008 年第一季 GDP 低 2.2%。

歐盟執委會預期其 2014 年全年將成長 0.8%，已從 2013 年的 -0.5% 回升，主要動能為民間消費溫和擴張 0.9%，此係受惠於勞動市場逐漸改善，失業率由 2013 年 12 月的 11.8% 降至 2014 年 12 月的 11.4%，薪資成長（2014 年第三季年增 1.4%）以及低通膨提升實質可支配所得之賜。過去幾個月的油價大跌，可望提供額外支持，使消費者能將所減少的能源支出用於其他消費。歐洲央行放寬貨幣政策，則經由低利率及資產價格上漲的財富效果來刺激消費。此亦可從歐元區 10 及 11 月零售額較第三季平均增加 0.5% 得到佐證。

財政政策由緊縮轉為中性，不再顯著拖累景氣也是原因之一。歐元區自 2010 年以來力行的摺節措施終於開始展現成果，例如：一般政府赤字的 GDP 占比已由 2013 年的 2.9% 降至 2014 年的 2.6%，不僅低於 3% 的標準且降幅亦由 2013 年的 0.7 個百分點縮小至 0.3 個百分點，此由於會員國持續財政健全化及經濟成長所致。

復甦力道之所以疲弱，係因投資在連續兩年萎縮後只於 2014 年微幅回升 0.9%。以投資的 GDP 占比而言，2014 年第三季為 19.6%，較 1998~2007 年的平均值低 2.5 個百分點，此主要反映需求成長緩慢、產能利用率低、經濟與政策的不確定性升高（如烏克蘭的地緣政治風險）等因素所致。

值得注意的是，在歐元區疲弱復甦的表象下，各國經濟成長仍有顯著差異。以 2014 年第三季而言，GDP 季增率最強勁者多為小國，如希臘及斯洛維尼亞皆擴張 0.7%，馬爾它成長 0.8%。大國表現相對不佳，德國及法國雖皆由第二季的 -0.1% 轉呈分別成長 0.1% 及 0.3%，但回升力道不夠強勁。此外，尚有義大利（-0.1%）、奧地利（-0.3%）及賽浦路斯（-0.3%）等三國陷入衰退，但已較第二季的六國陷入衰退改善。

在通膨方面，歐元區 2014 年消費者物價年增率持續處於極低水準，且呈下降趨勢，已於 12 月陷入通縮（-0.2%），此主要反映商品價格下跌，使能源類物價通縮及食物類價格疲軟、2014 年上半年的歐元升值使進口物價漲幅縮小及內需不振導致產能過剩，廠商難有漲價壓力等因素。雖然通膨轉

負係受油價下跌的暫時性因素影響，但歐洲央行所在意者為太長期間的低通膨及通縮，將使民眾的通膨預期下降，從而延遲消費行為。

事實上，金融市場價格隱含的歐元區長期通膨預期即一度降至 1.5%，遠低於 2% 的目標。是以，歐洲央行為了宣示捍衛通膨目標決心，自 2014 年 6 月起採取一連串的寬鬆行動，其中尤以 2015 年元月 22 日宣布的 QE(規模達 1.14 兆歐元) 最具效力。影響所及，長期通膨預期已止跌回升至最近的 1.8%，緩和通膨預期下降的風險。

展望未來，歐盟執委會預期歐元區 2015 年將加速成長 1.3%，主要基於四項新的因素可望為景氣帶來亮點，此包括：(1)油價大跌，直接降低家庭及企業的能源成本，使家庭實質可支配所得增加及企業獲利成長；(2)歐元自 2014 年 11 月初以來對美元貶值 10%，名目有效匯率則貶值 4%，將增加歐元區產品在國內外市場的價格競爭力，且能推升物價緩和通縮幅度；(3)歐洲央行的 QE，除了前述的穩定通膨預期外，尚對民間部門的信心及信用成長產生正面影響，從而支持國內投資活動及民間消費，有助物價早日結束通縮（歐盟執委會預測 2015 年為 -0.1%，2016 年為 1.3%）；(4)歐盟執委會於 2014 年 11 月提出的歐盟投資計劃，目標是於 2015~2017 年動員 3,150 億歐元(占歐盟 GDP 的 2.5%)，投資長期基礎建設及振興中小企業。

表三 歐元區及區內主要國家經濟成長率預測值

	歐盟執委會預測					國際貨幣基金預測				
	歐元區	德國	法國	義大利	西班牙	歐元區	德國	法國	義大利	西班牙
2014f	0.8%	1.5%	0.4%	-0.5%	1.4%	0.8%	1.5%	0.4%	-0.4%	1.4%
2015f	1.3%	1.5%	1.0%	0.6%	2.3%	1.2%	1.3%	0.9%	0.4%	2.0%

公布日期：European Union, *European Economic Forecast - Winter 2015*；International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, January, 2015.

四、日本

2014 年，由於消費稅率於 4 月由 5% 升至 8% 衝擊，以及出口疲弱，日本 GDP 在第一季增 5.8%（年率，以下同）後陷入技術性衰退，第二季、第三季各萎縮 6.7% 與 1.9%。其中，由於實質所得萎縮，民間消費於下半年擺脫萎縮後仍然疲軟；在內、外需皆疲，以及中小企業日圓受貶值推高成本之苦，企業設備投資自第二季起連續萎縮。外需方面，歐洲、新興亞洲需求減緩，以及製造業者海外生產比重高使日圓貶值助益有限。影響所及，國際貨幣基金今年元月份將日本 2014 年全年經濟成長率由去年 10 月預測的 0.9% 下修至 0.1%，日銀則預期 2014 年度（至 2015 年 3 月）經濟成長率為 -0.5%。

在消費稅率的負面影響較預期深遠之下，安倍於 11 月宣布將第二輪消費稅率提高由原訂的今年 10 月延至 2017 年 4 月。日本內閣府於 12 月 27 日批准 3.5 兆日圓振興經濟方案，預計將提高經濟成長率 0.7 個百分點。另一方面，執政黨亦研擬於 2015 年 4 月起的兩年內調降企業有效稅率 3.29 個百分點。

展望未來，預期內需將於今年延續溫和復甦，主要是基於日銀擴大寬鬆、企業稅率調降有助支撐企業獲利、提振投資；油價下跌與第二輪消費稅延後提高，可望讓實質所得緊縮情況改善，民間消費將溫和回溫。惟在經常性薪資未顯著加速成長之下，民眾恐對非必要性、耐久財支出持續審慎，此外，受到企業稅率仍相對偏高，以及結構性改革進展緩慢、勞動市場規定僵固的影響下，投資動能可否穩健擴張尚未明朗。另一方面，出口受惠於美國景氣強勁，但可能為中國經濟減速、歐洲需求疲軟部份抵消。是以，國際貨幣基金預期今年經濟成長率只回升至 0.6%。

表四 日本經濟成長率

預測機構	2014e	2015f	2016f
世界銀行	0.2%	1.2%	1.6%
國際貨幣基金	0.1%	0.6%	0.8%

預測機構	2014/15*	2015/16	2016/17
日本銀行	-0.5%	2.1%	1.6%
內閣府	-0.5%	1.5%	N.A.

公布日期：World Bank, *World Economic Situation and Prospects*, January, 2015；日本銀行, January, 2015；內閣府, January, 2015

.註：*為會計年度（自 4 月開始至次年 3 月止）預測值

物價方面，在消費稅率提高抑制內需，以及油價於下半年顯著下降的影響之下，剔除消費稅率影響的通貨膨脹年增率以及核心通膨（不計新鮮食物價格）在 2014 年 5 月觸及高點後轉呈下降，其中，核心通膨率於年底降至一年多來新低的 0.5%，企業物價年增率更自 11 月起轉為緊縮。

影響所及，日銀於 10 月底擴大貨幣寬鬆規模，每年公債購買金額由原本的 60~70 兆日圓增至 80 兆日圓，股票型基金與不動產投資信託基金金額增至原本的三倍，分別至 1 兆日圓與 900 億日圓。為反映油價下跌影響，日銀於元月份下修 2014/15、2015/16 核心通膨預測值至 0.9% 與 1.0%，亦即 2013 年 4 月甫推出質化量化寬鬆政策時，所訂之兩年達成 2% 通膨目標時程將延後。但基於油價減緩有助提高民眾實質購買力，以及看好企業獲利擴增與勞動需求緊繃將帶動薪資加速成長，日銀認為中長期通膨預期上揚，因此，2016/17 預測值由 2.1% 提高至 2.2%，近期傾向於維持現行資產收購規模。一般民間機構則認為日銀預測有過度樂觀之虞，主要是因國際商品價疲弱態勢恐持續至今年下半年，內需復甦緩慢。值得注意的是，受到企業獲利減速、兼職就業人口比重上揚，今年薪資成長顯著加速機會不高，將為抑制民眾通膨預期之主要因素。

匯率方面，由於新興國家市場動盪以及烏克蘭衝突等地緣政治事件推高避險意識，以及日銀維持貨幣寬鬆規模不變，2014 年上半年日圓對美於一美元兌 100~105 日圓附近波動。後因美國聯準會結束 QE、日銀 10 月底擴大寬鬆規模導致日圓驟貶，年底收在一美元兌 119.7 日圓，全年貶幅約 13%。今年年初則在全球經濟展望下修、商品價格疲弱與希臘債務問題影響之下回升至 117~118 日圓。展望未來，由於日本通縮風險猶存，日銀將持續寬鬆貨幣政策，美國則可能升息將擴大兩國貨幣政策分歧，加上日本退休基金計畫提高海外資產投資比重，因此，預期日圓中長期走貶格局不變。

五、中國

(一) 經濟成長增速續減，進入新常態階段

2014 年中國房地產市場正式進入調整期，加以產能嚴重過剩行業去化產能不順，明顯抑制內需之消費及投資成長力道；國外需求方面，受制於國際景氣復甦態勢疲弱、國際油價劇跌，整體對外貿易表現遠較預期為差。影響所及，雖然官方祭出一連串寬鬆之貨幣政策，加大「鐵公基」等基礎建設投資，意圖穩定經濟情勢，惟全年最終經濟成長率 7.4%，處於「7.5%左右」經濟成長目標之下限區，且為 24 年以來最低增幅。

就成長增速分析，自 2012 年第 2 季起，中國經濟成長率每季經濟成長率均未達 8%，顯示中國經濟已進入「新常態」階段。本年民間消費、投資、外貿等主要經濟構成要素成長率均未達官方目標，其中民間消費全年成長 12%，主要受益於城鎮化持續推進、電子商務業務持續快速拓增、薪資漲幅仍達二位數成長之支撐，整體消費成長雖略低於 2013 年之 13.1%，但表現尚可；惟固定投資、進口年增率僅 15.7%、0.4%，顯著低於 2013 年之 19.6%、7.3%，整體趨勢偏弱。

展望 2015 年，中國經濟將持續處於三期疊加之「新常態」階段：亦即經濟增速由高速成長轉為中、高速成長之「增長速度換檔期」；經濟結構由外需轉向內需、國企轉向民企之「結構調整陣痛期」；以及 2008 年因應金融海嘯採行之 4 兆人民幣經濟刺激政策引發之產能過剩、房價高漲問題之「前期刺激政策消化期」，「調結構」將是經濟發展之首要目標。

在經濟增速方面，雖然油價下跌有利經濟成長，民間消費亦仍有一定支撐，惟因預期房地產市場短期內仍難以反轉向上，故將持續影響 2015 年地方政府財政收入，不利地方加大基礎建設投資，另房企庫存仍多，故將制約房地產投資之擴張；對外貿易在國際局勢混沌、成本快速攀升下，增速亦不易大幅好轉，預期 2015 年經濟成長率可能再降至 7% 左右，IMF 甚至預估可能僅有 6.8%。

(二) 物價漲幅偏低，增幅有進一步減緩之風險

物價方面，受制於產能過剩行業持續調整、國內需求不足，以及國際原物料價格及原油價格明顯下滑，2014 年工業生產價格指數連續 34 個月下跌，且第四季以後跌幅益趨擴大，累計全年跌幅 1.9%，連續第 3 年負成長，其中又以產能嚴重過剩之煤炭開採相關業別價格下跌 11% 最多。連動到消費者物價指數，2014 年雖然食物類中之鮮果、蛋價及乳製品價格分別年漲 18.0%、10.4%、8.5%，但豬肉價格回跌 4.3%，油脂價格亦回落 4.9%，致使

佔 CPI 權數最大之食物類價格僅增加 3.1%，明顯低於上年之 4.7%，為抑制 CPI 上漲幅度之最主要因素；另租金、水電燃料價格漲幅趨緩，亦使居住類價格僅上漲 2%，較上年減少 0.8 個百分點。總計 2014 年全年 CPI 僅 2%，較 2013 年回落 0.6 個百分點，為 2010 年以來最低增幅，遠低於官方 3.5% 之目標。

展望 2015 年，預期低通膨之情勢將持續。全球大宗商品及原油價格在供過於求、美元持續走強下，價格仍有續跌之可能，中國產能過剩之調整亦難以在短期內完全消化，且在新常態之經濟結構調整過程中，國內對工業產品之有效需求難望有大幅之成長，故預期短期內 PPI 仍將難以擺脫負成長之頹勢。

消費者物價方面，官方逐漸正視物價漲幅過低所可能引發之不利影響，2015 年起已針對若干公用事業價格逐漸推進市場化之價格改革，放鬆價格管制，加以在工資持續擴增、消費快速轉型之下，服務業價格持續推升，且貨幣政策將持續寬鬆，預期 CPI 仍可維持正成長，惟過去幾年 CPI 漲幅較高，逐漸墊高基期，加以經濟成長減緩已成定局，故 CPI 之漲幅應會維持在 2-2.5% 之低成長水準。

(三) 貨幣政策有持續寬鬆之可能

在貨幣政策方面，隨著經濟成長情勢不如預期，加以配合調結構之政策方向，人行在 2014 年上半年針對縣級農村商業銀行、對三農及小微企業貸款達一定比例之金融機構二度「定向降準」，並持續透過公開市場操作、再貸款、降低再貸款利率、對五大行釋金等方式，採行定向之貨幣寬鬆政策。惟定向政策成效不彰，不僅人民幣新增貸款不如預期，三農、小微企業等寬鬆對象仍面臨極嚴重之「融資難、融資貴」困境。為有效降低市場利率，人行於 11 月下旬意外啟動全面降息，惟因大型企業資金需求降低，另銀行風險意識提高，故續後新增之信貸仍不如預期，總計 2014 年底 M2 年增率降至 12.2%，低於 13% 之政策目標。

展望 2015 年，由於全面降息後之貨幣數量成長不如預期，且有部分資金明顯流向股市，為確保寬鬆釋出之資金能導入實體經濟，2015 年伊始，主管當局一方面加強對券商融資業務、銀行信貸資金流向之查察，一方向重回再貸款、公開市場操作之定向寬鬆方式，且再加大釋金金額。此外，1 月下旬之後人民幣貶值幅度明顯擴大，資金外流之趨勢越來越明顯，為補充貨幣基數之缺口，並避免陷入貶值、資金外流之惡性循環，防止資金流入非實體經濟，預期短期內人行將持續透過定向之方式對市場注資，惟若經濟情勢不佳，全面降準、降息將勢所難免。

六、新興東亞

2014 年，新興東亞國家在各自結構性瓶頸、削減補貼政策，以及政治紛擾等因素的影響下而內需放緩，另一方面，儘管有美國景氣強勁復甦的助益，但中國景氣減速與商品價格疲弱抑制出口表現，其中，尤以印尼、泰國出口連續兩年萎縮為最，影響所及，據世銀估計，新興東亞全年經濟成長率由前年的 7.2% 降至 6.9%，為連續第三年減速。

物價與利率方面，由於油價下降與食物價格趨緩，泰國與越南通貨膨脹率均呈減緩。其中，泰國更受到內需疲軟的影響，2014 年平均通貨膨脹率由 3.0% 降至 1.9%，今年元月份更陷入通縮，影響所及，泰國央行於去年 3 月將政策利率調降一碼至 2.0%。越南通脹率則由年中的 5% 降至年底的 1.8%，全年平均 4.1%，為該國十年來新低，且低於央行 7% 政策目標，是以，越南央行不僅於 2014 年 3 月調降貼現率與再融通利率各 0.5 個百分點，並下修存款利率上限等。新加坡在房地產市場降溫、運輸價格減速之下，於去年 11 月陷入通縮，金管局因而下修通膨展望，並在今年元月份減緩星元對一籃子貨幣升值速度，導致星元對美元於一月底貶至約四年半新低。

另一方面，菲律賓受到去年中颱風侵襲、馬尼拉市區貨車禁運令推高運輸價格的影響，致通貨膨脹率於 7、8 月攀至 4.9%，全年平均由前年的 2.9% 升至去年的 4.2%。由於物價壓力升高、M2 年增率達 30%，菲國央行 4~6 月間調升存準備率與金融機構轉存央行的特別帳戶利息，並於 7 月、9 月共升息兩碼至 4.0%。

印尼與馬來西亞則因縮減燃料補貼導致通膨上揚，其中，馬來西亞 2014 年平均 CPI 年增率由前年的 2.1% 升至 3.1%。印尼方面，儘管通膨率因前年高基期因素的影響，一度於 8 月趨緩至 4.0%，但在燃料價格於 11 月再調高 33% 的影響，通貨膨脹率再度於年底攀至 8.4% 高峰。影響所及，馬來西亞於 7 月升息一碼至 3.25%，為三年多來首次，印尼則於 11 月升息一碼至 7.75%。

展望未來，美國景氣回升將提振新興亞洲之出口，以及能源價格疲軟使得物價壓力趨緩挹注實質購買力，有助減緩對印尼、馬來西亞等商品出口國景氣減速的負面影響，不含中國的新興東亞國家可望加速成長，但仍面臨若干風險：(1) 美國 Fed 升息預期使得利率水準回升、新興市場匯率走貶，導致馬來西亞、泰國等過去信用與家庭債務快速成長者、越南等金融體系資產品質低落者，或是短期外債比重與經常帳逆差較高的印尼，可能面臨償債成本

攀升、房市降溫與資產價格修正、甚或資金流出的可能；(2)倘若中國景氣減速幅度超過預期，將導致避險意識上揚，加重新興市場景氣減速風險。

以下就新興東亞各國的經濟情況分述如下：

亞洲四小龍國家之中，南韓方面，儘管政府去年7月宣布擴張財政以及提振服務業、出口方案，但在民眾信心低迷、出口減速以及房地產疲軟之下，其2014年經濟成長率逐季下滑，全年的成長率由前年3.0%微幅升至3.3%，韓國央行預期今年將微升至3.4%。香港方面，由於內、外需皆疲弱，去年前三季GDP成長率僅2.4%，在民眾對景氣展望保守之下，內需難以大幅回溫，此外，中國景氣減緩將拖累出口。新加坡方面，因出口停滯使得製造業生產縮減，消費減緩與政府管控房市措施導致服務業、營建業均減速，去年全年的經濟成長率由前年之3.9%降至2.8%。基於全球景氣回溫有助提振出口，將帶動星國經濟成長，但政府對外勞雇用的規定趨嚴，以及房市轉疲、高家庭債務負擔抑制消費，今年經濟成長率將僅溫和加速。

東協國家方面：

2014年印尼GDP成長率為5.0%，創2009年以來新低，主要是反映緊縮貨幣政策、投資減速，以及商品出口連續三年萎縮的影響。展望未來，在商品價格疲軟與原礦出口限令之下，出口恐無力回升，但基於消費與投資可能在政治不確定性消滅下回溫，世銀預期今年GDP成長率回升至5.2%。泰國方面，在政治僵局使得公共建設計畫延宕，民間消費與投資減速以及出口衰退之下，前三季GDP成長率僅0.2%，今年可望受惠於低基期因素與政府重啟投資，但家庭債務負擔與出口競爭力減弱或將拖累經濟成長。菲律賓則由前年的7.2%降至去年的6.1%，主要是因政府支出因審查趨嚴而減緩，以及企業投資減速所致，今年在通膨減速挹注民間消費、公共支出在2016年大選前回升，以及出口復甦之下，世銀預期成長率將加速至6.5%。

馬來西亞因油價下跌抑制出口，以及機械設備投資與公共投資放緩等影響，下半年經濟成長率由上半年的6.3%降至5.7%，全年則較前年的4.7%加速至6.0%。有鑑於貨品服務稅於今年4月實施、高家庭債務負擔抑制消費動能，以及能源價格疲軟、中國經濟減速不利出口，恐使企業投資意願下滑，預期今年經濟成長將減速。

越南2014年GDP成長率由5.4%加速至6.0%，主要是反映物價趨緩使得民間消費溫和復甦，以及外人直接投資流入加速、電子產品出口活絡所

致。展望未來，國營企業財務與銀行不良資產重整緩慢仍為主要拖累景氣復甦風險，且在該國景氣對出口依賴度升高之下，中國景氣減速與歐盟內需成長乏力恐使出口減緩，世銀預期今年經濟成長率將降至 5.6%。

表五 亞洲新興市場經濟成長率與預測值

單位：%

	2014 年 (估計值)	世銀		IMF	
		2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
新興東亞及環太平洋	6.9**	6.7	6.7	6.4	6.2
中國	7.4	7.1	7.0	6.8*	6.3*
香港	N.A.	N.A.	N.A.	3.3	3.5
新加坡	2.8	N.A.	N.A.	3.0	4.0
南韓	3.3	N.A.	N.A.	4.0	4.0
台灣	3.7	N.A.	N.A.	3.8	4.2
東協五國	4.5*	N.A.	N.A.	5.2*	5.3*
印尼	5.0	5.2	5.5	5.2	5.8
馬來西亞	6.0	4.7	5.1	5.2	5.0
菲律賓	6.1	6.5	6.5	6.3	6.0
泰國	0.7	3.5	4.0	4.6	4.4
越南	6.0	5.6	5.8	5.6	5.7

N.A.表示無法獲得

預測時間：世銀 2015 年 1 月，IMF 2014 年 10 月

*IMF 於 2015 年 1 月之最新預測值 **世界銀行 2015 年 1 月之估計