

# 2015 年全球經濟回顧與 2016 年展望

兆豐國際商業銀行 企劃處

中華民國一〇五年元月三十日

# 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

去(2015)年全球經濟成長再度不如預期，不僅下修且較2014年減緩，主因是新興市場經濟活動進一步減速的不利影響，超越先進國家景氣溫和復甦的助益所致。儘管全球經濟走出戰後範圍最廣、程度最深的衰退已經六年，但強勁、同步的全球擴張仍然難以實現。

以新興市場而言，IMF估計只成長4.0%，儘管其成長雖然仍占全球成長的70%以上，但已經連續第五年減緩。其中，各地區的大型新興經濟體皆同時連續三年減緩，為1980年代以來首見。此為多個因素共同作用的結果，中國經濟持續再平衡伴隨著景氣減速，新興市場的商品出口國受到商品價格下跌的重創，經濟活動陷於停滯或衰退，表現最令人失望。但新興市場的石油進口國，卻因匯率貶值及減少油價補貼以改善財政赤字之故，只能將國際油價下跌的利益部分反映於零售油價，致對成長的激勵效果有限。影響所及，這些經濟體對全球成長的貢獻顯著下降。相形之下，先進國家的景氣復甦力道則是與2014年相去不遠，主要受惠於低油價、勞動市場改善及十分寬鬆的貨幣政策，使得國內需求成為支撐成長的動力所致。

展望今(2016)年，預期全球景氣只將緩慢獲得復甦動能，其中，先進國家已逐漸走出金融海嘯的療傷復原階段，但溫和、不均衡的復甦情形仍將持續。有利美國景氣擴張的因素可能不如去年，例如：聯準會已於去年底升息，今年可能繼續升息，此除了抑制國內需求及房市外，尚已推升美元有效匯率指數走強至13年新高，從而導致製造業景氣停滯，強勢美元及美國頁岩油產量居高不下則使油價屢創新低、重創能源產業，是以有些機構認為美國今年經濟成長率或許低於去年。歐元區景氣復甦落後美國，迄今GDP尚未回升至金融海嘯前的高峰水準，預期今年經濟成長將略高於去年，可望持續受惠於量化寬鬆政策、歐元貶值及低油價的影響，此外，接納及協助難民則使財政支出增加(相當於GDP的0.25%)亦將提供額外的小幅刺激。日本儘管持續採取十分寬鬆貨幣政策，但去年民間消費受限於薪資成長緩慢而表現疲弱，加上日圓貶值的助益被新興亞洲貿易萎縮所抵消，致去年成長率低於1%，今年可望在勞動市場趨緊推動薪資逐漸加速成長之下，有1%的成長率。

新興市場經濟成長率可望在連續六年減速後，於2016年較為加速，但仍低於金融海嘯前的長期趨勢成長率。其中，中國成長放緩將被印度持續加速擴張，以及俄羅斯、巴西衰退幅度縮小所抵消，歐元區成長率略高於去年，

將有助於中東歐國家尤其是波蘭及匈牙利的景氣增強，墨西哥則受惠於美國景氣持續復甦及美元升值。整體而言，新興市場貨幣自 2012 年以來已貶值 30% 以上，從而改善出口競爭力，商品進口國更受惠於商品價格下跌，是以除了商品出口國外其餘各國經常帳餘額普遍改善，使國外因素對景氣正貢獻。但商品出口國則反是，尤其是採取固定匯率者，景氣持續受到經常帳惡化的拖累，這些國家多已允許財政赤字擴大來減緩衝擊。

最大風險因素在於美國升息預期所導致的新興市場資本外流，據 IIF 估計，去年全年新興市場資本淨流出 7,350 億美元，遠高於 2014 年的淨流出 1,110 億美元，其中，中國的淨流出即達 6,760 億美元。人民幣於今年初再度貶值更加深外資對中國景氣減緩的憂慮，又引發一波資金流出新興市場及風險性資產的風潮，日漸緊縮的全球金融條件將限制新興市場的經濟成長。要之，除非國際金融市場信心恢復穩定，否則今年新興市場景氣可能再度令人失望。

在商品市場方面，去年商品價格普遍疲軟，尤以 9 月後大跌之勢再起為最，全年累計已使油價跌幅達 47.1%，非能源商品價格雖只下跌 15%，但基本金屬中的鐵礦砂及鎳跌幅皆為 42%，銅及鋅亦達 25% 左右。除了美元升值使以美元為報價的商品價格相對昂貴必須降價調整的一般性因素外，基本金屬主要反映中國景氣放緩及其製造業產能過剩的影響，這是因為中國對這類商品的需求占全球比重高達 40~50% 所致。油價下跌主要反映全球產油量持續攀升使供過於求的情形難以緩解所致，此包括美國頁岩油產量並未因油價下跌而顯著減少、美國解除石油出口禁令、OPEC 會員國普遍超額生產且無法達成減產協議、商業原油庫存量接近飽和等因素。展望今年，預期上半年商品價格仍將延續跌勢，其中暖冬以及伊朗解除制裁重返石油市場的因素已使油價於元月中跌破每桶 30 美元，創 12 年來新低，基本金屬及農產品價格則受中國開年以來股匯雙挫引發對中國景氣的憂慮而持續下滑。此種情形或將持續至下半年，屆時在低價刺激需求及迫使高成本生產者退出市場之下而價格可能逐漸回升。

在通膨方面，在過去幾年景氣復甦溫和且不如預期的情形下，許多國家自金融海嘯以來的產出負缺口改善幅度有限，是以導致去年通膨仍呈下降趨勢。其中，貨品類物價尚受美元升值、商品價格疲軟及中國產能過剩以低價出口消化庫存的影響而呈現通縮。消費者物價包含服務類及商品類，且服務類的權重高於商品類，是以在服務類價格仍上漲的情形下，尚能支撐其年增率維持正數或小幅負數。但只包含商品類價格的生產者／躉售物價則是顯著通縮。

由於全球低通膨不利於企業投資及債務負擔，若形成預期心理，將使消費者延後需求，導致景氣復甦更為緩慢，是以主要國家多採取更寬鬆的貨幣政策以促使通膨回升，例如：歐洲央行即在去年 3 月及 12 月分別實施 QE 擴大寬鬆，中國人行則多次採取降息、降準措施，以及台灣央行連續兩季降息。但與此相反的是，聯準會卻在去年 12 月升息一碼，主因是美國就業持續強勁增加，及失業率降至 5% 接近充分就業水準。此種貨幣政策分歧局面，將隨今年美國可能持續升息而更為擴大，聯準會升息速度取決於經濟資料，因此具有不確定性，使金融市場波動激烈，若導致美元走強及資金流出新興市場（IIF 預測今年將流出 4,480 億美元），則使新興市場的美元借款者面臨利率與匯率雙重風險，是主要的受害者。事實上，最大的受益者可能是仍在放寬貨幣政策的先進國家，因為資金外流將被它們本身持續釋出的流動性所抵消，不會產生資金緊俏局面，油價跌至 40 美元以下將使許多國家的通膨難以回升，可能迫使一些國家採取更寬鬆貨幣政策，致其景氣同時得到低利率、低匯率及低油價的助益。

表一 全球經濟成長率預測值

單位：%

	2015 年			2016 年		
	全球	先進國家	新興市場	全球	先進國家	新興市場
IMF	3.1	1.9	4.0	3.4	2.1	4.3
世界銀行	3.1	1.6	3.7	3.6	2.1	4.2
OECD	2.9	2.0	3.7	3.3	2.2	4.2
摩根史丹利	3.1	1.8	4.0	3.3	1.8	4.4
摩根大通	3.1	1.9	3.8	3.1	1.8	3.9
美銀美林	3.1	1.8	4.0	3.4	1.9	4.3
富國銀行	2.9	2.0	3.8	3.0	2.0	3.9

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

美國去年經濟為連續第二年維持 2.4% 的成長，仍遠低於 1997~2006 年平均的 3.7%，大致維持金融海嘯以來的溫和復甦局面。此係受全球逆風使淨出口對景氣負貢獻 0.7 個百分點的影響，若排除該因素，則國內最終需求有 2.8% 的強勁成長，高於 2014 年的 2.5%。

各項經濟數據中，以勞動市場表現最為活絡，例如每月平均新增就業 22 萬人，全年累計增加 265 萬人，加上嬰兒潮世代進入退休潮使勞動參與率呈下降趨勢的因素，失業率於第四季降至 5%，為 2008 年 4 月以來新低。加上就業成本增加 2% 及油價下跌推升消費者購買力等因素，支持實質消費穩健擴張 3.1%，高於 2014 年的 2.7%，為 2005 年以來之最。其次是，房屋市場呈逐漸復甦之勢，住宅投資對經濟成長貢獻 0.28 個百分點，高於 2014 年的 0.05 個百分點，但仍低於金融海嘯前動輒 0.5 個百分點以上的水準，例如：去年新屋開工戶數為 111 萬戶，儘管較 2014 年增加 10.8%，為 2007 年以來表現最佳的一年，但尚僅及金融海嘯前的 200 萬戶水準之半。

在通膨方面，去年全年消費者物價年增率為 0.7%，低於 2014 年的 0.8%，為 2008 年以來新低，主要受能源價格大跌 12.6% 影響。不包括能源與食物的核心消費者物價年增率為 2.1%，高於 2014 年的 1.6%，為 2012 年以來最大增幅，但仍處歷史低水準，主要受核心服務價格上揚 2.9%，足以抵消美元升值、商品價格疲軟所導致的核心貨品價格下跌 0.4% 的影響。至於聯準會偏好的 PCE（個人消費支出平減指數）年增率為 0.3%，核心 PCE 年增率亦僅 1.3%，持穩於 2013 年 4 月以來的 1.2~1.4% 狹幅波動範圍內，仍低於 2% 的目標。儘管如此，但因就業顯著增加及失業率降至接近充分就業水準，是以聯準會於 2015 年 12 月 16 日宣布升息一碼至 0.25~0.5%。

展望 2016 年，IMF、世界銀行及 OECD 等多國籍官方機構皆較為樂觀，預期成長率將略優於去年，但民間機構如摩根大通、高盛等多認為將略較去年減速。雖然各家看法分歧，但它們普遍一致認為美國景氣仍相對較歐元區及日本強勁。

此主要基於美國貨幣政策仍處相當寬鬆的水準，持續有利景氣擴張。儘管跡象顯示聯準會將於今年升息 1 至 4 次，每次升息一碼，但此相對於歷史經驗要緩慢許多，例如：在 1994 年的升息循環中，聯準會於短短 13 個月內升息 3 個百分點，在 2004 年則是於兩年內平均每年升息 2 個百分點。事實

上，今年的實際升息速度將取決於經濟資料而定，若景氣不如預期則可能放慢升息速度，若景氣優於預期則加快升息速度，以確保經濟成長能落在聯準會預測的 2.3~2.5% 範圍內。儘管通膨仍低於 2%，但產出缺口顯示資源低度利用的情形已顯著改善，有必要採取適度降溫措施來防止景氣過熱。按，產出缺口係實際產出與潛在產出之差相對於潛在產出的比率，據 IMF 估算，金融海嘯使美國 2009 年的產出缺口達 -4.6%，經 2010 年以來每年平均 2.2% 的成長後，去年已縮小至 -1.5%，預測今年將再縮小至 -1.0%，一旦轉呈正數，則顯示景氣過熱，產出接近極限，需求持續增加多只會導致通膨上升。

此外，民間消費可望受惠於油價下跌，去年儘管汽油價格下跌 19.7%，但實質消費者支出只由 2014 年的 2.7% 小幅加速至 3.1%，主因是儲蓄率由 2014 年的 4.8% 上升至去年的 5.2% 所致，顯示油價下跌所節省的支出多未轉用於其他消費。但預期隨著油價持續下降，且逐漸形成低油價的預期，最終促使消費者不再增加儲蓄而轉用於其他消費。

另，財政政策也將不再是拖累景氣的因素。按，在景氣復甦及政府自動減支之下，去年財政赤字的 GDP 占比從 2014 年的 2.8% 降至 2.5%，減幅僅 0.3 個百分點，遠低於之前三年的 1 個百分點以上，對經濟成長已轉呈正貢獻 0.14 個百分點。美國國會預算署（CBO）預測 2016 年的財政赤字比率將擴大至 2.9%，主要反映去年 8 月以來的法案將增加支出及減少企業及個人所得稅所致，此將使財政政策對景氣轉呈正貢獻，有利經濟成長。

表二 美國景氣預測值

單位：%

預測機構	2016 年		公佈預測時點
	經濟成長率	通膨	
IMF	2.6	1.2	2016 年 1 月
摩根史丹利	1.9	1.7	2016 年 1 月
摩根大通	1.8	1.3	2016 年 1 月
美銀美林	2.3	1.0	2016 年 1 月
高盛	2.1	1.2	2016 年 1 月
富國銀行	2.0	1.3	2016 年 1 月

### 三、歐元區

去年為歐元區在歐債危機後景氣復甦的第二年，仍持續以溫和速度擴張，雖然較金融海嘯前的復甦經驗遜色，但在面臨新興市場景氣減緩及全球貿易量成長減速等不利因素衝擊下卻具有相當彈性，能以較 2014 年為強的力道成長，確屬不易。

此主要受惠於下列因素之助：

- (1) 2014 年中以來的油價下跌，已大幅降低企業與家庭的能源成本負擔，使企業獲利及家庭實質可支配所得上升。儘管低通膨可能使企業不易漲價，家庭延後消費，但迄今為止，此一減弱效果並不明顯；
- (2) 歐元貶值，此一趨勢始於 2014 年 3 月，2015 年元月在歐洲央行宣布採取 QE 後更使歐元暴跌，全年平均匯率遂由 2014 年的 1.328 美元降至 1.106 美元，貶幅達 20%，影響所及，歐元區去年前 11 月的貿易出超較前年同期大幅增加 27.7%，雖然此不一定完全歸功於貶值，但有助擴大出超卻是不爭事實；
- (3) 歐洲央行採取 QE 及其他非傳統寬鬆貨幣政策，導致借款人的利息成本減輕，及促使銀行放款意願提高。例如歐洲央行的銀行放款調查即顯示銀行甚至出售資產轉換成更多流動性來貸放給非金融企業及家庭。QE 亦有助於減少金融市場的地域化，使跨國間利率差異縮小。另，QE 尚立即經由匯率貶值管道產生效果。

展望今年，儘管前述有利景氣因素仍然存在，持續發揮作用，但遭逢外部逆風因素的抗拒抵消，最顯著者為中國及其他新興市場的景氣放緩，此導致新興市場貨幣疲軟（尤以商品出口國為最），使歐元區廠商的價格競爭力惡化。加上美國升息步伐的不確定性，則導致全球金融及商品市場波動幅度擴大，企業及消費者信心下滑。

職是之故，歐洲央行總裁德拉在今年元月 21 日的該行貨幣政策會後記者會強烈暗示該行即將採取新的寬鬆行動。表示由於歐元區的經濟下行風險再度增高，在此環境下，歐元區通膨動態將持續低於預期，因此該行必須在下次（3 月 10 日）會議重新評估貨幣政策立場。有鑑於去年 12 月 3 日的寬鬆行動只調降央行存款利率及延長 QE 實施期限令金融市場失望，致效益不大。一般預期新的寬鬆措施不會重蹈覆轍，可能將每月購債額度包括在內，

由現行的 600 億歐元擴大至 700 億歐元或 800 億歐元，若果如此，則有助提振歐元區景氣。

難民潮大量湧入則是新增的順風因素，因為將使政府為了安置這些難民而增加支出。按，歐盟執委會在去年 11 月預測歐元區今年財政赤字的 GDP 占比將從 2015 年的 2% 改善至 1.8%，仍是小幅拖累景氣因素，但接納難民可能使今年的財政赤字比率擴大至 2.3%，反成為有利景氣因素。另，隨著難民逐漸轉化為勞動力，參與經濟活動，將能直接造成產出擴張。

此外，克服金融危機所遺留下來的問題有所進展（尤其是去槓桿方面），可望使其減少對公共與民間部門的限制，增加對成長的支持。非金融企業將逐漸受惠於銀行同盟，但也同時獲得本身調整過程的成果。信用條件進一步放寬，將有助於投資成長獲得動力。家庭部門正減輕債務負擔，此將影響可支配所得與家庭消費、投資間連結關係。

許多會員國房價回升及勞動市場改善，亦提供助力。西班牙即因勞動市場改革減少勞動成本，使其在去年增加就業 52.5 萬人，失業率則降至年底的 20.8%，為 5 年新低，歐盟執委會預測其去年經濟成長率為 3.1%，為歐元區平均的兩倍，今年亦可望擴張 2.7%，成為歐元區表現最佳的大型經濟體。許多會員國政府受益於景氣持續復甦，財政健全化出現正面訊息，將使財政政策對景氣的拖累效果較先前幾年減弱。但去年第四季的葡萄牙及西班牙大選，採行撙節政策的原執政黨皆面臨得票率下滑、國會席次顯著流失的困境，葡萄牙已由反撙節的左派當政，西班牙則出現聯合政府難產的政治不確定性，為歐元區的財政健全化憑添變數，尚待後續觀察。

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
2015f	1.6	1.7	1.1	0.9	3.1	1.5	1.5	1.1	0.8	3.2
2016f	1.8	1.9	1.4	1.5	2.7	1.7	1.7	1.3	1.3	2.7

#### 四、日本

2015 年日本景氣復甦較預期疲軟，經濟成長率於第一季升至 4.4%（季增率，年化）後，於第二季降至-0.5%，此主要係對中國等新興亞洲國家出口衰退，加以消費疲軟，導致企業持續去化庫存。第三季雖然在外需改善的帶動下成長 1%，惟第四季景氣難以加速成長，甚至有減弱可能；其中，因民眾在食物價格上揚、薪資成長停滯下縮減非必要支出，家庭消費持續萎靡不振；另，庫存壓力猶高則限制工業生產與企業投資意願，全年設備投資成長將較前年減速；加以對新興國家出口疲軟抵減先進國家景氣回溫的挹注。是以，世界銀行估計 2015 年經濟成長率僅 0.8%，較 6 月份預測值下修 0.3 個百分點，IMF 估計值則為 0.6%。

展望未來，預期 2016 年日本經濟僅將溫和成長；(1)商品價格疲軟與就業成長、實質所得改善將支撐消費，但因企業銷售減弱與通膨預期下降，今年經常薪資加薪幅度恐低於去年之 0.5% 水準，致使家庭消費就算擺脫萎縮格局，成長仍將疲弱；(2)投資方面，儘管企業獲利於 2015 年攀至歷史新高水準，但此主要反映日圓貶值與商品價格下降的影響，銷售實則疲軟。2016 年在日圓貶值效益不再、新興國家景氣減速之疑慮，加以製造業產能過剩之下，企業對景氣可能將持觀望，此亦反映在日銀 12 月短觀調查中，企業對今年第一季景氣信心指數下降，且以大型製造業較為悲觀。此外，由於日本勞動力縮減與供應鏈全球化亦將減弱企業投資意願；(3)外需方面，美、歐國家經濟成長將帶動出口，惟中國供應鏈在地化、新興國家資本財需求疲軟，加以日圓對韓元等亞洲國家貨幣升值削弱其價格競爭力，淨出口對景氣貢獻可能有限。

表四 日本經濟成長率

預測機構	2015e	2016f	2017f
世界銀行	0.8%	1.3%	0.9%
國際貨幣基金	0.6%	1.0%	0.3%

預測機構	2015/16*	2016/17	2017/18
日本銀行	1.1%	1.5%	0.3%
內閣府	1.2%	1.7%	N.A.

公布日期：World Bank, *Global Economic Prospects*, January, 2016；

IMF, *World Economic Outlook Update*, January, 2016；

日本銀行, January, 2016；日本內閣府 December, 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，受到能源與商品價格下跌的影響，日本核心CPI（不計生鮮食物）成長率維持於0%附近，然因日圓貶值效益以及前年業者多降價促銷、拉低比較基期，致使耐久消費財、海外旅遊等文教娛樂價格加速成長致使雙核心通貨膨脹率（不計食物與能源）自4月的0.4%升至12月的0.8%。展望未來，儘管有能源價格低基期因素支撐核心通膨率於近期回升，但因企業與民眾通膨預期均下降、油價於今年元月降至每桶30~40美元附近，以及日圓貶值效果消退，雙核心通膨率恐於近期觸頂，核心通膨有重回負值的可能性。

在景氣與通膨較預期疲軟之下，日銀於2015年間三度下修景氣與物價展望，惟該行認為剔除能源價格之核心通膨呈穩定上揚，是以維持每年80兆日圓貨幣基數增幅不變，另於12月就QQE作技術性調整（如將收購資產平均到期年限延長至7~12年等）。然因元月以來油價下跌、對新興國家（尤其中國）景氣疑慮增溫引起金融市場動盪，日銀擔憂民眾與企業信心下滑，擺脫通縮心理之時程恐遭延後，是以元月底宣布自2月16日起對超額準備帳戶中屬於政策利率餘額的部分實施-0.1%的負利率政策。此外，在油價持續低於預期之下，日銀將2016/17年（至2017年3月）核心通貨膨脹率預測值由去年10月預估的1.4%下修至0.8%，達成2%目標之期限則延至2017/18年上半年（至2017年9月）。展望未來，春季勞資薪資談判、國內信心與通膨預期以及日圓走勢將牽動日銀政策方向，基於核心通膨率重回通縮疑慮未解，且日銀將負利率納入政策工具、增加其擴大寬鬆的彈性，不排除在核心通膨率持續低於目標下，該行於今年再度加重寬鬆力道的可能性。

匯率方面，日圓對美元呈先貶後升，主要是因美國升息預期與日本第二季景氣疲軟致市場認為日銀可能擴大寬鬆，導致日圓一度於6月貶至一美元兌125日圓價位。後因人民幣貶值、商品價格下挫等因素推升避險意識，加以美國延後升息致使日圓9~10月間回升至一美元兌120日圓附近。11月以後，雖然美國就業復甦、聯準會升息使得日圓短暫走貶至123日圓，惟因年底以來油價復跌、中國景氣減速憂慮加劇與金融市場動盪，日圓於一月中旬升至一美元兌117~118日圓價位。月底則在日銀採行負利率政策下貶至123日圓價位。展望未來，預期今年日圓走勢將呈區間偏向走貶，主要係日本、美國之貨幣政策分歧與日本核心通膨疲軟。然而，由於經常帳順差，以及日本退休基金在過去一年增持海外資產後，對外投資的胃納已漸飽和，加以日本官員擔憂貶值推升食物進口價格等因素將使日圓貶值空間有限，且不排除避險意識再起使得日圓升值的可能性。

## 五、中國

中國過去以固定資產投資搭配信貸拉動經濟成長之發展模式已然遇到瓶頸，且造成之產能過剩、房地產庫存、地方政府債台高築、城鄉發展差距擴大及環境破壞等負作用日趨嚴重，並致使新增投資之報酬率持續遞減；此外，生產要素成本提高導致出口競爭力下滑，加上國外需求持續不振，故即使官方透過貨幣政策努力營造寬鬆的資金環境，同時祭出一連串包括房地產、汽車產業之短期刺激政策，並配合加大基礎建設投資，2015年經濟成長率初值仍僅6.9%，全年雖尚符合7%左右之目標，惟係1990年以來最低增幅。

由於產能過剩問題持續發酵，除使2015年工業生產年增率由2014年的8.3%降至6.1%、前11月工業企業利潤同比下滑1.9%之外，亦削弱新增投資之動力，固定資產投資年增率由2014年的15.7%顯著下滑至2015年的10.0%。此外，房地產持續高庫存，至2015年11月底房屋待售面積達到6.96億平方公尺，尤以三級（含）以下城市為甚，致使全年房地產開發投資僅成長1.0%，遠低於前一年的10.5%。相較於製造業承受嚴峻之逆風，民間消費表現相對穩健，尤其是下半年受惠於車市、房市刺激政策及網路零售持續成長，使消費支出對2015年經濟成長貢獻度揚升至66.4%，顯示經濟結構已由製造驅動轉為消費驅動。

今年中國正式進入十三五計畫期間，計畫未來五年年平均經濟成長率約6.5%。中央經濟工作會議則揭櫫-化解產能過剩、助企業降低成本、化解房地產庫存、擴大有效供給及防範化解金融風險等今年五大工作任務。惟面對結構調整之陣痛及穩增長之短期目標壓力，改革是否徹底執行，將決定長期經濟可否重拾成長動能。此外，一帶一路受限於亞歐地緣政治風險提高，及日本高鐵系統輸出的強力競爭，短期似不易見明顯效益；是故雖中國科學院及人行預估今年經濟成長率為6.7%~6.8%，但IMF僅預估為6.3%，能否達到6.5%之預期目標，仍待觀察。

物價方面，受制於產能過剩行業持續調整，以及國際大宗商品及原油價格大幅下跌，PPI連續46個月下跌，2015年跌幅5.2%。連動到消費者物價指數，2015年雖食物類價格年漲2.3%，惟非食品類價格僅上漲1%，致2015年全年CPI年增率為1.4%，遠低於官方3%之目標。

展望 2016 年，由於中國經濟走緩、美元續強及原油供給增加，全球商品價格預期仍將維持低檔，加上中國過剩產能難在短期內完全消化，預期 PPI 仍將無法擺脫通縮頹勢；消費者物價方面，由於經濟增速減緩恐影響可支配所得之增幅，全年漲幅可能難以超過 2% 之水準。

金融市場方面，2015 年為劇烈波動的一年，上半年股市在政策偏多及寬鬆資金挹注下，上證指數一度較前一年底上漲六成至 5,166.35 點，隨後泡沫破滅，最低跌至 2,927.29 點，指數劇烈波動近 70%。此外，人行在 8 月改革人民幣匯率中間價決定方式，讓市場因素較具有影響力，加上美、中貨幣政策方向背離及資金外逃嚴重，致人民幣呈現貶值趨勢，累計全年貶幅 4.5%，匯價創四年多來新低。

展望 2016 年，雖金融制度改革仍將朝開放、與國際接軌方向發展，惟因財經主管機關政策形成透明度低、推動經驗亦不足，反造成金融市場動盪，例如 2016 年初推動股市熔斷機制，造成四個交易日內兩度提早休市。此外，人行為對抗人民幣貶值預期，強力干預 CNY 及 CNH 市場，一度使香港人民幣拆款利率飆升至 66.8%，市場解讀為開人民幣國際化之倒車。是故，為因應內部經濟減速及外部眾多不確定因素，金融改革推動時程恐向後推遲。

在貨幣政策方面，由於經濟成長不如預期，人行自 2014 年 11 月起透過 6 度降息、5 度降準持續釋放流動性，惟因產能過剩影響融資需求、部分新增放款係用來償付利息、資金持續外流及市場資金投入炒作金融資產等因素，致流動性進入實體經濟之情形並不理想。鑑於降息恐對人民幣造成直接的貶值壓力，加上目前存款準備率仍高，故 2016 年人行可能進一步降準，並視市場需求適時注資，以維持寬鬆之貨幣政策。

鑒於貨幣政策效果難以掌握，為達刺激經濟之目的，政策主力似已轉向財政政策，例如：2015 年下半年起各月之財政支出年增率均維持於 20% 以上，發改委亦加速重大投資審批以推動大型基建計畫。中央經濟工作會議則提出今年將加大財政政策力度並提高財政赤字之政策方向，並檢討 3% 赤字率及 60% 負債率紅線。

## 六、新興東亞

2015年，受到中國景氣減速、商品價格下滑，以及全球貿易、投資放緩等因素影響，新興東亞國家出口減弱。內需方面，儘管有能源價格下降以及寬鬆貨幣政策支撐消費，但因金融市場動盪與避險意識升溫，資金撤出新興亞洲國家，引起股、匯俱跌，以及出口展望悲觀拖累民眾與企業信心，加以債務負擔抑制內需動能。影響所及，世銀估計，新興東亞全年經濟成長率由前年的6.8%降至6.4%，為連續第四年減速。

展望未來，新興東亞等國出口可望在貨幣貶值提高價格競爭力與先進國家景氣溫和復甦下重返成長，惟增速可能有限，主要是因大宗商品價格跌勢雖減緩，但供過於求態勢仍將使價格難以回升，加以新興亞洲國家出口高度依賴中國內需之下，中國景氣持續減速與供應鏈在地化的負面影響相當顯著。此外，中國景氣減弱亦可能對新興東亞之外人直接投資、觀光服務收入造成負面影響，加以避險意識引起金融市場波動等。是以，世銀預期不含中國之新興東亞國家經濟成長率將由去年之4.6%小幅回升至4.8%。

惟新興東亞國家仍面臨景氣下行風險：(1)若美國升息速度較預期為快，或是市場避險意識升溫，使得金融條件緊縮，導致具有高外債負擔或對外融資需求之國家（如馬來西亞）、短期外債負擔較高者（如印尼），或是家庭與企業債務自金融海嘯以來快速增長者（如馬來西亞、泰國），金融體系不良貸款高者（如越南）恐面臨投資資金再撤出、匯率遽貶風險；(2)中國景氣減速幅度超過預期，人民幣劇貶導致新興亞洲出口再次縮減，引發市場動盪、信心下降；(3)大宗商品價格持續性下滑，使得印尼與馬來西亞等商品出口國景氣展望悲觀。

以下就新興東亞各國的經濟情況分述如下：

亞洲四小龍之中，南韓方面，儘管有央行降息與政府擴張財政支出，受到出口疲軟與中東呼吸道症候群抑制家庭消費之累，2015年經濟成長率自前年之3.3%降至2.6%。南韓央行預期2016年將回升至3.0%，主要是基於低利率與通膨將支撐消費以及出口改善。新加坡在電子產品、運輸設備出口萎縮之下，2015年製造業產出萎縮4.8%，致使經濟成長率由前年之2.9%降至2.1%，亞洲開發銀行預期2016年景氣仍將受出口萎靡拖累，經濟成長率將僅小幅回升至2.3%。香港第三季經濟成長率由前半年的2.6%降至2.3%，主要是因商品與勞務出口萎縮、對景氣展望悲觀使得機械設備投資縮減於一

年來首見所致。亞銀預期在就業成長支撐消費下，2016 年經濟成長率將回升至 2.7%。

東協國家方面：

印尼 2015 年前三季經濟成長率僅 4.7%，為金融海嘯以來最低，主因為大宗商品出口萎縮，以及貿易條件惡化抑制企業投資。鑑於通貨膨脹放緩、央行或將放寬貨幣政策進而挹注消費，以及政府去年 9 月推出簡化官僚程序、促進投資政策發酵，世銀預期 2016 年經濟成長率將升至 5.3%。泰國貨品出口值為連續第四年萎縮，且民眾信心低迷，導致景氣復甦不如預期，前三季經濟成長率僅 2.9%。由於中國景氣放緩以及產品競爭力減弱將使出口難以強勁復甦，加以政治不確定性與家庭債務負擔沉重抑制內需，世銀預期 2016 年經濟成長率將降至 2.0%。

馬來西亞經濟成長率於 2015 年逐季下滑至第三季的 4.7%，2016 年仍將受制於大宗商品價格疲弱與第一大出口市場中國景氣減弱的影響，出口持續疲軟，另一方面，高家庭債務負擔、就業條件惡化以及實施貨品與服務稅率將使消費減速，原油與天然氣價格下跌則將抑制企業投資與政府支出，是以，馬來西亞景氣恐持續放緩，IMF 與世銀均預期 2016 年經濟成長率將降至 4.5%。

菲律賓亦受到外需放緩的影響，2015 年經濟成長率由前年之 6.1%趨緩至 5.8%。2016 年將在政府加速執行公民營合作計畫、提升基礎建設，以及總統大選前擴張支出，加以海外勞工匯款與公務員加薪挹注消費之下，經濟成長率將升至 6.4%。惟新政府能否持續改革的不確定性、聖嬰現象恐影響農作物收成、推升通膨，為可能使內需轉疲的因素。

越南表現則相對前述國家亮眼，受惠於外人直接投資成長、電子與通訊產品出口持續活絡，2015 年經濟成長率由前一年的 6.0% 升至 6.7%，為連續第三年加速。展望未來，越南低成本勞力，以及和南韓、歐盟等貿易協定完成協商可望持續吸引外人直接投資，世銀預期今年經濟成長率仍將達 6.6%。惟國營企業與銀行壞帳重整進度緩慢、信用快速增長仍為中長期成長風險。

物價與利率方面，由於能源與食物價格下降，新興亞洲通貨膨脹率多呈下降，其中，泰國受到內需放緩抑制核心通膨的影響，通貨膨脹率自 2015 年起降至負值，全年平均為 -0.9% 創金融海嘯以來新低，泰國央行於去年 3、4 月各降息一碼至 1.5%；新加坡在能源、零售商品價格下降，以及服務類價格

放緩下，全年核心通膨率由前年的 1.9% 降至 0.5%，加計運輸與租金價格後，通膨率為 -0.5%，新加坡金管局因而下修通膨展望，並於去年元月、10 月份放緩星元對一籃子貨幣升值速度。另，南韓全年平均通膨率由前年的 1.3% 降至 0.7%，有鑑於通膨疲軟與景氣減弱，南韓央行於 3 月、6 月各降息一碼使政策利率降至歷史新低的 1.5%。菲律賓通貨膨脹率由前一年之 4.2% 降至 1.4%；越南由前一年之 4.6% 降至 0.1%，為 14 年來最低，越南央行則放寬銀行風險資產計提標準、提高放款成長率上限等鼓勵放款措施。

印尼因政府縮減燃料補貼與提高進口關稅，加以印尼盾大幅走貶，去年 1~10 月平均通膨率達 6.8%，11 月後則在高基期因素下趨緩，全年平均為 6.4%，高於央行目標  $4\pm 1\%$  上界，但因預期能源價格走弱、景氣放緩，印尼央行繼去年 2 月降息一碼後，今年元月再降一碼至 7.25%。馬來西亞則在 4 月實施 6% 貨品與服務稅率以及提高工業用天然氣費率之下，通膨率由第一季的 0.7% 升至第三季的 3.0%。

展望未來，儘管能源價格疲軟與製造業產能過剩有助抑制物價通膨壓力，但因過去一年來匯率貶值效果逐漸顯現，以及聖嬰現象推升農產品價格將使通膨率再攀高，其中，尤以馬來西亞、印尼等貨幣面臨較大貶值壓力，以及食品占 CPI 權重較高者如印尼、泰國等值得注意。

表五 亞洲新興市場經濟成長率與預測值

單位：%

	2015 年 (估計值)	世銀		IMF	
		2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
新興東亞及環太平洋	6.4**	6.3	6.2	6.3	6.2
中國	6.9	6.7	6.5	6.3	6.0
香港	2.5	N.A.	N.A.	2.7	2.8
新加坡	2.1	N.A.	N.A.	2.9	3.2
南韓	2.6	N.A.	N.A.	3.2	3.6
台灣	0.9	N.A.	N.A.	2.6	2.9
東協五國	4.7*	N.A.	N.A.	4.8*	5.1*
印尼	4.7	5.3	5.5	5.1	5.5
馬來西亞	5.1	4.5	4.5	4.5	5.0
菲律賓	5.8	6.4	6.2	6.3	6.5
泰國	2.9	2.0	2.4	3.2	3.6
越南	6.7	6.6	6.3	6.4	6.0

N.A.表示無法獲得

預測時間：世銀 2016 年 1 月，IMF 2015 年 10 月

\*IMF 於 2016 年 1 月之最新預測值 \*\*世界銀行 2016 年 1 月之估計

\*\*\*香港、印尼、馬來西亞與泰國之 2015 年經濟成長率為前三季平均值