

主要國家匯率利率概述

第三八五輯

兆豐國際商業銀行 企劃處

中華民國九十八年九月三十日

主要國家匯率利率概述

目 錄

摘要	1
一、美國	5
(一) 景氣未全面復甦	5
(二) 聯準會放慢購買債券速度	6
(三) 美元跌破波動區間	7
二、日本	8
(一) 經濟觸底回升但不容過度樂觀	8
(二) 物價持續下跌	9
(三) 日圓走強	10
三、歐洲	10
(一) 歐元區	10
(二) 英國	12
四、澳洲	13

摘要

一、美國

聯準會褐皮書顯示景氣最差狀況已經過去，但目前只有製造業及房市呈好轉跡象，其他指標表現疲軟，可見經濟並未全面復甦。

就製造業觀之，8 月份採購經理人指數上揚至 2007 年 6 月以來新高，工業生產亦顯著增加，可見生產部門普遍回溫。但由於核心資本財訂單萎縮，且係連續第二個月下跌，顯示第三季企業投資雖仍將較第二季有所成長，但增幅恐可能減弱。至於勞動市場，失業率之所以大幅上升至 26 年來最高的 9.7%，主要受未成年人大量湧入就業市場，使得該年齡層失業率飆升至破紀錄的 25.5% 所致。

8 月份零售額強勁增加 2.7%，顯示消費者逐漸對景氣恢復信心，開始願意增加支出。就此觀之，第三季實質消費可望成長 2.5%。儘管如此，由於舊車換現金計劃已在 8 月 24 日結束，且失業人數持續攀升，因此預期第四季實質消費將轉呈停滯。

在房屋市場方面，新屋及成屋銷售在連續幾月強勁成長後出現轉疲跡象，但此可能是暫時現象，因為領先指標皆持續改善，且基本面因素亦呈正向所致。

在通膨方面，核心生產者及消費者物價分別只增加 0.2% 及 0.1%，若與去年同月比為 2.3% 及 1.4%，持續呈下降趨勢，顯示在景氣仍有大量產能過剩之下，物價漲幅難以上升。

9 月的 FOMC 會後聲明：(1) 上修景氣評估；(2) 對通膨的論述較前次聲明鴿派；(3) 宣佈逐漸放慢購買 1.25 兆美元二房 MBS 及至多達 2,000 億美元二房債券的速度；(4) 對聯準會用來振興經濟的工具範圍由前次聲明的「所有可能」改為「廣泛」。

9 月初以來美元再度疲軟，對歐元及日圓分別跌破 1 年及 7 個月來最低匯價，此主要反映：(1) 各國央行的未來利率動向成為影響匯率的主導力量；(2) 投資人的風險胃納升高；(3) 外匯準備的幣別分散化；(4) 日圓受惠於日本新財長強勢日元論調而走強。

展望未來，一旦即將公布的美國經濟指標及企業財報能優於或符合市場預期，則能去除投資人疑慮，使美元再度疲軟。反之，則否。

二、日本

日銀連續第三個月上修經濟展望，對景氣之評論上修為「景氣開始呈現復甦跡象」，然而，7月份核心機械訂單卻意外較前月減少9.3%，降至6,647億圓的史上最低水準，雖然訂單波動幅度向來較大，但此足以印證悲觀者認為國內外需求復甦根基不穩的疑慮並非空穴來風。簡言之，由於國內通貨緊縮情況日益嚴重、失業創歷史新高紀錄及企業支出疲軟，單靠政府擴大支出帶動景氣復甦效果有限，因此對未來景氣不容過度樂觀。

8月份消費者物價較去年同月衰退2.2%，與前月相同，扣除新鮮食物的核心消費者物價跌幅擴大為2.4%，不但為連續第六個月下跌，且再創1971年開始物價統計以來的最大單月跌幅，再剔除油價後的雙核心消費者物價下跌0.9%。各項消費產品中，以服飾類（特別是女裝）的價格下降最為明顯，主要是消費者購買意願不高，業者紛紛降價激勵消費所致。

在匯率方面，9月份日圓對美元平均匯率較前月升值4.3%，主要是新任財務大臣長藤井裕久直言支持強勢日圓政策，帶動日圓一路上漲，惟預期日圓走強的預期心理導致投機炒作、日股下挫至近兩個月最低點，加上來自出口廠商的壓力，月底時藤井改稱不排除在日圓匯價不正常升值時進場干預，日圓隨即回貶至接近90日圓的價位。

三、歐洲

（一）歐元區

第二季歐元區GDP較前季衰退0.1%，換算成年率跌幅為0.5%，主要是受進口跌幅遠大於出口跌幅的影響，貿易淨值對GDP的貢獻由負轉正，達2.9個百分點的影響。有鑑於GDP跌幅顯著縮小，加以各項領先指標持續回升，一般看好第三季歐元區GDP成長率可望由負轉正。歐洲央行最新經濟預測，將今明兩年經濟成長率預測值向上修正為-4.1%以及0.2%，

在物價與利率方面，8月份歐元區通貨膨脹率但仍為負值-0.2%，一般認為9月份通貨膨脹率將由負轉正，且在國際商品價格普遍上揚的影響下，通貨

膨脹率將逐漸回升至明年中約達 1% 左右，惟仍低於歐洲央行訂定的 2% 通貨膨脹目標。9 月初歐洲央行例會決議維持利率在 1% 的歷史低點不變，該行總裁特里謝暗示，該行並不急於調整利率政策，預料短期內低利率與各項寬鬆措施均將維持不變。

在匯率方面，受到市場對經濟復甦預期心理轉濃的影響，大量避險資金由較保守安全的美元資產流出，美元匯率走低，從而導致歐元對美元持續走升，9 月底升高至一年以來最高的一歐元兌 1.48 美元附近波動，惟傳言歐盟自 5 月開始進行的銀行壓力測試結果顯示，歐洲大型銀行累積虧損可能遠高於預期，歐元匯率回跌至 1.46 美元以下的價位。

（二）英國

英國工商總會（CBI）預測第三、四季 GDP 將恢復成長，與前季相比的成長率分別為 0.3% 以及 0.4%，全年經濟成長率為 -4.3%，但因目前成長動力主要是來自於庫存減少後的生產需求，國內面臨信用緊縮、失業增加導致內需疲弱，國外市場需求復甦亦相當脆弱恐難以支撐經濟強勁擴張，是故，景氣回升速度將極為緩慢，明年全年經濟成長率將只有 0.9%。

官方利率於今年 3 月調降為 0.5% 之後已六個月維持在此歷史低點未做調整，並續採量化寬鬆政策（購債額度為 1,750 億英鎊）。8 月份消費者物價年增率降為 1.6%，已連續第三個月低於英格蘭銀行設定的 2% 通貨膨脹目標，由於附加價值稅將於明年元月調回 17.5% 的原水準，零售價格是否隨之調升，從而導致消費者物價顯著上漲，尚待觀察。

在匯率方面，9 月份英鎊對美元一路走貶至月底來到一英鎊兌 1.59 美元的三個月來最低價位，上下震盪幅度近 5%。展望未來，因英國景氣復甦似落後其他國家，加上駿懋銀行（Lloyds）資本惡化，英格蘭銀行將續採低利率政策一段較長的時間，英鎊匯率恐將持續疲軟。

四、澳洲

在利率方面，澳洲央行於 9 月 1 日維持現金利率於 3% 不變。並在會後聲明中針對「全球經濟展望」、「國內投資環境」及「國內通膨展望」已轉趨正面論調，例如：(1) 由於世界各國採取多項刺激經濟措施，全球景氣正「逐步邁向復甦」，取代先前「趨於穩定」的字眼；(2) 對通膨的論述較前次聲明鷹

派，刪除「長期通膨預期穩定」，加上「儘管短期通膨預期穩定，但其持續低於通膨目標區的可能性已大為降低」的字眼。展望未來，由於近來澳洲經濟指標大多優於預期，顯示該國景氣似乎逐漸復甦，是以樂觀的投資人不排除澳洲央行升息的可能性。

在匯率方面，9月份澳幣兌美元向上突破一澳幣兌81~85美分的區間波動，月底時來到87.9美分左右，創今年初以來新高，主要是受澳洲經濟表現優於預期，使得投資人預期澳洲提前升息的機率轉濃，是以逐漸將資金轉往澳幣、紐幣等高利率貨幣所致。

一、美國

(一) 景氣未全面復甦

聯準會最近公佈的褐皮書表示，在 12 個聯準區中有 11 個區出現經濟穩定或改善跡象，唯一仍呈萎縮者為聖路易聯準區，但其衰退幅度明顯減緩。儘管此顯示景氣最差狀況已經過去，但目前只有製造業及房市呈好轉跡象，其他如失業率仍持續惡化，民間消費可能隨「舊車換現金」計劃到期終止而再度疲軟等，可見經濟並未全面復甦。

首先就製造業觀之，8 月份採購經理人指數上揚至 2007 年 6 月以來最高的 52.9 點，同時也是 19 個月來首度高於榮枯分界的 50 點，顯示製造業景氣轉呈擴張。值得注意的是，其中的新訂單及生產子指數皆躍升至近幾年的高峰，分別為 64.9 點及 61.9 點，相對於業者存貨及顧客存貨子指數各自仍處於非常低的 34.4 點及 39.0 點，可見廠商的補充存貨需求將可支撐新訂單及生產子指數繼續維持高檔。

8 月份耐久財訂單雖顯著減少 2.4%，不僅是三個月來第二度萎縮，且係元月份以來最大減幅，但此主要受易大幅波動的民用飛機訂單在前月劇增 98% 後暴跌 42% 的影響，若不包括運輸設備項目，則耐久財訂單亦由先前三個月的強勁擴張 4.4% 降至零成長，顯示其有暫停跡象。值得注意的是，核心資本財訂單萎縮 0.4%，係連續第二個月下跌，就此觀之，第三季企業投資雖仍將較第二季有所成長，但增幅恐可能減弱。

在工業生產方面，8 月份增加 0.8%，為連續第二個月顯著擴張，雖然此主要拜汽車產出成長 5.5% 之賜，若即使不包括該項目，則非汽車製造業亦有 0.4% 的增加率，可見生產部門普遍回溫。展望未來，由於 9 月份的紐約州及費城地區製造業指數分別上揚 6.8 點及 9.9 點，顯示在廠商緩和削減存貨速度、民間投資及消費需求回升及出口持續成長之下，製造業景氣可望持續改善。

8 月份勞動市場報告呈好壞互見訊息，其中出現好轉者有：(1) 非農業就業人數減少 21.6 萬人，減幅較第一、二季的每月平均 69.1 萬人、42.8 萬人，及

7 月份的 27.6 萬人為少，主要拜民間服務業就業損失數由 7 月份的 12.6 萬人縮小至 6.2 萬人之賜；(2)時薪漲幅由第二季的每月平均 0.1%，加速至 7、8 月的 0.3%，從而部分抵消就業人數減少的不利影響，使第三季勞動所得迄今只萎縮 0.5%，遠優於第二季的減少 6.6%。但另一方面，出現惡化者為失業率上升 0.3 個百分點至 26 年來最高的 9.7%，主要受未成年人大量湧入就業市場，使得其失業率飆升至破紀錄的 25.5% 所致。

8 月份零售額強勁增加 2.7%，係三年來最大增幅，除了拜「舊車換現金」及油價上漲之賜，使得汽車及加油站銷售分別大幅擴張 10.6% 及 5.1% 外，核心零售額（不包括汽車、加油站及建築材料）亦增加 0.7%，顯示消費者逐漸對景氣恢復信心，開始願意增加支出。就此觀之，第三季實質消費可望成長 2.5%。儘管如此，由於舊車換現金計劃已在 8 月 24 日結束，且失業人數持續攀升，因此預期第四季實質消費將轉呈停滯。

在房屋市場方面，8 月份新屋開工戶數增加 1.5% 至九個月來最高的 59.8 萬戶（年率），主要拜集合住宅大幅擴張 25% 之賜，相形之下，獨戶住宅開工戶數則是在連續六個月增加後首見萎縮 3%，可能是受首購屋稅負抵減在 11 月到期後是否續辦的不確定性因素影響，使得房建業者暫時採取觀望態度所致。新屋及成屋銷售在連續幾月強勁成長後出現轉疲跡象，8 月份新屋只小幅增加 0.7%，成屋更反呈萎縮 2.7%。但此可能是暫時現象，因為領先指標如購屋申貸指數及房建業者的信心指數皆持續改善，且基本面因素亦呈正向所致，如景氣復甦、房貸利率回跌至 5.2% 以及首購屋稅負抵減可能於 11 月底到期後繼續實施。

7 月份外貿赤字擴大 16% 至 319.6 億美元，係 1999 年 2 月以來最大擴幅，其中，儘管出口強勁增加 2.2% 至今年以來最高的 1,275.9 億美元，顯示全球景氣已觸底回升，但進口增幅更達 4.7%，主要反映國內企業補充存貨需求活絡及進口油價由 6 月的每桶 59.17 美元上漲至 62.48 美元的影響。若去除價格變動效果，則實質外貿赤字由 6 月的 357.7 億美元擴大至 388.1 億美元，就此觀之，外貿部門對經濟成長的貢獻可能由第二季的正 1.6 個百分點轉為第三季的負數。

（二）聯準會放慢購買債券速度

在通膨方面，8 月份生產者及消費者物價雖分別較上月大增 1.7% 及 0.4%，

但此係主要受能源價格各自飆升 8% 及 4.6% 的影響。事實上，不包括能源與食品項目的核心生產者及消費者物價分別只增加 0.2% 及 0.1%，若與去年同月比為 2.3% 及 1.4%，持續呈下降趨勢，顯示在景氣仍有大量產能過剩（例如 8 月份製造業設備利用率為 66.6%，遠低於過去 25 年平均的 79%）之下，物價漲幅難以上升。

9 月 22~23 日的 FOMC 會議除了仍維持利率在 0~0.25% 不變，及預期經濟形勢仍需要其延期採取此一異常低利率水準外，會後聲明值得注意者尚有：(1) 上修景氣評估，表示經濟活動在嚴重下滑後「已經回升」，優於前次聲明的「趨於穩定」；另，新增「房屋部門活動增加」、「企業減緩裁員速度」及「設備利用率可望逐漸回升至較高水準」等正面用語；(2) 對通膨的論述較前次聲明鴿派，刪除「近來能源及商品價格上揚」，加上「穩定的長期通膨預期」字句；(3) 宣佈逐漸放慢購買 1.25 兆美元二房 MBS 及至多達 2,000 億美元二房債券的速度，以促使市場平穩調整，是以將預期完成全部購買計劃的時間由前次聲明的今年底延後至明年第一季底。儘管如此，聯準會仍保留「視經濟金融情況，來決定是否修改購買的金額及時間。」字句；(4) 對聯準會用來振興經濟的工具範圍由前次聲明的「所有可能」改為「廣泛」，此主要反映其正逐漸退出去年全球金融危機最嚴重時期所推出的緊急流動性及支援市場計劃情形。

（三）美元跌破波動區間

9 月初以來美元再度疲軟，對歐元及日圓分別跌破 1 年及 7 個月來最低匯價，此主要反映：(1) 各國央行的未來利率動向成為影響匯率的主導力量，由於市場日漸認為聯準會將是最慢結束（近乎）零利率的主要國家央行之一，是以美元 3 個月期 Libor 利率自 5 月初的 1% 一路緩慢下降，迄 9 月 23 日已降至破紀錄的 0.28%，低於日圓的 0.35% 及瑞士法郎的 0.3%，使得美元成為最低利率的主要貨幣，從而取代日圓淪為套利外匯交易（carry trade）的新融資貨幣。相形之下，澳幣及挪威克郎則因其央行可能升息而一路走強；(2) 投資人的風險胃納，統計分析顯示，近幾個月來 S&P500 股價指數與各主要國家有效匯率指數的相關係數達 40~50%，遠高於往年的 10~20%，這是因為全球金融危機使得許多資金流出風險性資產湧入美元避風港，隨著最壞情況已過，這些資金又開始流回風險性資產以獲取較高收益，從而使美元疲軟所致。惟隨著全球股市多已回升至雷曼事件前水準，預期此類資金流量對匯率的影響將逐漸轉弱；(3) 外匯準備的幣別分散化，根據 IMF 的資料今年第二季美元在全球外匯

準備的比重由第一季的 65% 降為 63%，加上此期間全球外匯準備增加 3,100 億美元，顯示新增外匯準備多轉換為非美元強勢貨幣。事實上，若根據摩根大通銀行的估算，全球外匯準備每月平均增加 1,000 億美元，但 6 月以來官方購買的美國資產卻只有每月 500 億美元，兩者的缺口已接近歷史紀錄，可見外匯準備有加速幣別分散化的跡象。若果如此，也是不利美元的主要因素之一；(4) 日圓雖亦屬避險性貨幣，但受惠於日本外貿恢復順差、在全球低利率環境下日圓不再受利差不利因素的拖累、日本新財長藤井裕久的強勢日元論調等，使得美元對日圓更為疲軟。

展望未來，雖然美元於 9 月下旬暫停跌勢，但此主要由於新公布的美國經濟指標轉疲（如耐久財訂單及新舊屋銷售），美國企業處於第三季財報公布（10 月中）前的新聞空窗期，使得投資人對全球景氣復甦力道及速度產生疑慮而不再大量賣出美元所致。是以，一旦即將公布的美國經濟指標及企業財報能優於或符合市場預期，則能去除投資人疑慮，使美元再度疲軟。反之，則否。

二、日本

（一）經濟觸底回升但不容過度樂觀

8 月份工業生產較前月增加 1.8%，係連續第五個月的擴張，至於與去年同月相比的跌幅自今年 3 月開始逐月縮減，雖仍衰退 18.7%，但已創去年 12 月以來最小跌幅，就產業別而言，以鋼鐵業、交通設備及電子零組件表現最佳。根據經濟產業省的調查，由於存貨調整接近尾聲，工業生產續呈復甦趨勢，預測 9、10 月工業生產將持續改善。有鑑於此，日銀連續第三個月上修經濟展望，對景氣之評論由前月的「景氣下滑已有暫止跡象」修正為「景氣開始呈現復甦跡象」。

其他續呈回升趨勢的領先指標包括：7 月份景氣領先指標由前月上修後的 80.9 上升為 83；此外，7~9 月財務省大型企業信心指數由前季的 -22.4 大幅回升為 0.3，為連續八季的負值後首季轉正，主要是其中的製造業信心指數反彈至 15.5，不但高於原先預期的 4.8，且創 2004 年開始調查以來最高記錄所致，至於非製造業信心雖由前季的 -27.8 上升為 -8.6，但仍為負值，顯示製造業在國內外擴大內需與刺激消費等政策激勵下，獲得較有力的支撐。

然而，7月份核心機械訂單卻意外較前月減少9.3%，降至6,647億圓的史上最低水準，雖然訂單波動幅度向來較大，但此足以印證悲觀者認為國內外需求復甦根基不穩的疑慮並非空穴來風。此外，日銀公布9月份企業短觀報告，大型製造業DI指數由6月的-48縮減為-33，已是連續第二季改善，且自3月份所創的-58最低紀錄大為改善，惟回升幅度不如前次預期，且由於景氣復甦略呈停滯、日圓升值、股市下挫等因素，導致企業擴大擲節支出規模，預計2009會計年度（今年4月1日開始至明年3月底止）資本支出計畫較上年度減少9.4%，減幅不但較2008會計年度的3.3%為大，且超過前次調查的6.6%，企業持續緊縮資本投資將對經濟復甦形成壓力。

簡言之，由於國內通貨緊縮情況日益嚴重、失業創歷史新高紀錄及企業支出疲軟，單靠政府擴大支出帶動景氣復甦效果有限，因此對未來景氣不容過度樂觀。

（二）物價持續下跌

8月份企業物價與去年同月相比大幅滑落8.5%，不僅為連續第八個月下跌，且為1960年開始此項統計以來的最大跌幅紀錄。此外，8月份消費者物價較去年同月衰退2.2%，與前月相同，扣除新鮮食物的核心消費者物價跌幅由前月的2.2%擴大為2.4%，不但為連續第六個月下跌，且再創1971年開始物價統計以來的最大單月跌幅，再剔除油價後的雙核心消費者物價下跌0.9%。各項消費產品中，以服飾類（特別是女裝）的價格下降最為明顯，主要是消費者購買意願不高，業者紛紛降價激勵消費所致，因此，一般預料隨著能源與新鮮食物價格於去年末季回軟，比較基期下降後，消費者物價跌幅可望在年底前漸趨縮小，但核心與雙核心物價下跌之勢則不易改善。

8月30日眾議院大選，民主黨獲得壓倒性勝利，占308席為眾議院席次之64%，至於執政長達54年的自民黨席次由原來300席大幅降至119席，反映選民思變的心理。由於民主黨主張以刺激內需提振經濟，尤其注重利用各項直接與非直接補貼挹注民間消費，預料執政後將增加兒童津貼、中學學費減免、高速公路停止收費、廢除汽油稅、增加農民補助等方案，因此可能需要進一步舉債，下年度（明年4月起）公債總額目標或將增加至44.1兆日圓。此外，目前日銀理事會九位理事名額中有一名懸缺，其餘理事任期亦將在12月屆滿，有鑑於民主黨過去曾批評日銀利率政策長期以來過於寬鬆，是否藉該黨

在國會的優勢任命理事，進而影響未來日銀政策走向，值得觀察。

（三）日圓走強

8 月份貿易順差為 1,857 億日圓（去年同期為 3,142 億日圓逆差），其中進口跌幅高達 41.3%，主要是原油價格遠低於去年同期所致，至於出口則較去年同期衰退 36%，雖已低於今年 2 月創下的 49.4% 史上最大出口衰退幅度，但近幾個月來出口跌幅未能進一步縮減，主要出口商品如汽車與鋼鐵出口衰退幅度分別高達 50% 以及 43.3%，對中國、美國與歐盟的出口衰退幅度亦分別達 27.6%、34.4% 以及 45.9%，這是因為日本廠商調降出口價格以維持競爭力，致出口總值難以回升，以及對中國及亞洲出口轉疲所致。展望未來，儘管全球景氣於下半年復甦有助於日本出口，但 9 月以來日圓匯價走高，以及新財長的強勢日圓論調，將對出口形成壓力，是以一般預測貿易收支難以顯著好轉。

在匯率方面，9 月份日圓對美元平均匯率較前月升值 4.3%，主要是 9 月 16 日鳩山內閣宣誓就職後，由於新任財務大臣長藤井裕久直言支持強勢日圓政策，帶動日圓一路上漲，至下旬來到一美元兌 88.3 日圓，創今年 2 月以來最高價位。惟預期日圓走強的預期心理導致投機炒作、日股下挫至近兩個月最低點，加上來自出口廠商的壓力，月底時藤井改口他只是反對「一味壓低日圓、單靠出口帶動經濟成長」的經濟策略，並不等於主張強勢日圓，此言一出，日圓隨即回貶至接近 90 日圓的價位。素有日圓先生稱號的前大藏省官員榊原英資認為，由此波日圓強勁走勢觀之，政府對日圓升值的容忍極限已經從過去的 90 日圓放寬，未來日圓上下波動幅度可能擴大。

三、歐洲

（一）歐元區

第二季歐元區 GDP 較前季衰退 0.1%，換算成年率跌幅為 0.5%，分別小於前季的 2.5% 以及 9.5%。此除了是受到進口跌幅遠大於出口跌幅的影響，貿易淨值對 GDP 的貢獻由負轉正，達 2.9 個百分點之外，最主要是獎勵換車方案的激勵，導致民間消費由前季的衰退 2% 轉為成長 0.7%，固定投資跌幅亦由前季的 19.5% 大幅縮減至 5%，從而使得國內最終銷售對 GDP 貢獻度由前季的

負 5 個百分點減少為負 0.3 個百分點所致。有鑑於 GDP 跌幅顯著縮小，加以各項領先指標持續回升，例如 8 月份製造業採購經理人指數上升至近 14 個月來新高的 48.2，且已相當接近代表景氣榮枯分界的 50，一般看好第三季歐元區 GDP 成長率可望由負轉正。

7 月份歐元區工業生產較前月衰退 0.3%，與前季相比則為下跌 1%（換算成年率），跌幅較去年第四季與今年第一季的 25%，以及第二季的 10% 皆顯著縮小，顯示工業生產下滑趨勢已緩和。值得注意的是，7 月份各主要國家工業生產以義大利、法國分別成長 1% 以及 0.1% 表現較佳，德國則仍較前月衰退 0.9%，與去年同月相比跌幅由前月的 17.5% 縮小為 16.9%，改善幅度與速度均不如預期。

展望未來，7 月份歐元區製造業訂單較前月增加 2.6%，為連續十個月衰退後的連續第二個月成長，但仍較去年同月減少 24.9%，跌幅已連續九個月超過兩成，顯示需求仍相當疲弱。尤其是區內最大經濟體德國近來領先指標回升幅度不如市場預期，例如：(1) 9 月份製造業採購經理人指數由前月的 49.2 上揚至 49.6，達近一年來最高水準，惟低於市場平均預測值 52.5；(2) Ifo 企業信心指數連續第六個月上升，達 91.3，其中的預期指數由前月的 95 升至 95.7，升幅不如預期，且當前指數雖持續上升至 87，但尚低於長期趨勢平均值 96。是故，一般認為景氣衰退幅度確已減緩，但經濟復甦動能仍相對不足，且由於實際產出表現仍未顯著改善，先前對景氣的樂觀態度已有轉趨保守的傾向。

值得注意的是，德國於 9 月 28 日舉行國會選舉，現任總理梅克爾領導的基民黨獲勝，將與偏右翼政黨自民黨共組聯合政府，得以推動梅氏主張的減稅政策（估計規模達 150 億歐元），果若如此將有利於民間消費與投資擴張，可望有效刺激德國經濟脫離谷底震盪的格局，降低發生二次衰退的機率。

在物價方面，8 月份國際油價反彈，汽油價格較前月上漲 4.6%，但仍遠低於去年同月水準，因此雖然該月份歐元區通貨膨脹率由前月的 -0.7% 減為 -0.2%，但仍為負值，扣除能源與新鮮食物等項目後的核心通貨膨脹率則持平於 1.2%。主要會員國通貨緊縮情況亦皆有所改善，其中，德國通貨膨脹率由前月的 -0.7% 上升為 -0.1%，主要是因國際原油價格於去年 7 月攀至高峰後回跌，在比較基期下降的影響下，能源價格跌幅由前月的 11.4% 大幅縮減為 6.9% 所致；至於法國則是在秋冬服飾提前上市，帶動商品物價恢復正常價位，通貨膨脹率由前月的 -0.8% 上升至 -0.2%。

一般認為 9 月份通貨膨脹率將由負轉正，通貨緊縮壓力可望解除，但因復甦動能尚不穩健，短期內民間消費與投資均難以恢復至金融海嘯前的熱絡程度，是故預測核心通貨膨脹率將緩慢下降，至於一般通貨膨脹率則將受近來國際商品價格普遍上揚的影響而逐漸回升，於明年中約達 1% 左右，惟仍低於歐洲央行訂定的 2% 通貨膨脹目標。

9 月初歐洲央行例會決議維持利率在 1% 的歷史低點不變，並公布最新經濟預測，將今明兩年經濟成長率預測值由 6 月份預測的 -4.6% 以及 -0.3% 向上修正為 -4.1% 以及 0.2%，另一方面，該行認為物價下跌的情況可望在年底前得以改善，今明兩年通貨膨脹率預測值則分別由 0.3% 以及 1% 上修為 0.4% 以及 1.2%。儘管對景氣與物價的預測均較前次樂觀，但該行總裁特里榭暗示，該行並不急於調整利率政策，預料短期內低利率與各項寬鬆措施均將維持不變。

在匯率方面，受到市場對經濟復甦預期心理轉濃的影響，大量避險資金由較保守安全的美元資產流出，美元匯率走低，從而導致歐元對美元持續走升，9 月底升高至一年以來最高的一歐元兌 1.48 美元附近波動，惟傳言歐盟自 5 月開始進行的銀行壓力測試結果顯示，歐洲大型銀行累積虧損可能遠高於預期，歐元匯率回跌至 1.46 美元以下的價位。

（二）英國

9 月份英國工商總會（CBI）產業趨勢調查結果顯示，訂單指數由前月的 -54 回升至 -48，預期產出指數則由前月的 -5 回升為 -2，為近 15 個月以來最佳紀錄，因此該會上修今年下半年經濟預測值，預測第三、四季 GDP 將恢復成長，與前季相比的成長率分別為 0.3% 以及 0.4%，全年經濟成長率為 -4.3%。有鑑於目前成長動力主要是來自於庫存減少後的生產需求，國內面臨信用緊縮、失業增加導致內需疲弱，國外市場需求復甦亦相當脆弱恐難以支撐經濟強勁擴張，是故，CBI 預測景氣回升速度將極為緩慢，明年全年經濟成長率將只有 0.9%，仍遠低於長期經濟成長趨勢平均值 2.5%。

在物價方面，8 月份生產者物價較去年同月下降 0.4%，雖然是連續第四個月的負成長，但跌幅已小於前兩個月的 1% 以及 1.3%，主要是去年 8 月國際原物料價格已由 7 月高峰回跌的影響所致。此外，同月份消費者物價年增率則由前月的 1.8% 降為 1.6%，已連續第三個月低於英格蘭銀行設定的 2% 通貨膨脹目標，扣除能源與新鮮食物的核心消費者物價年增率則與前月相同為

1.8%。去年金融海嘯發生後，政府將附加價值稅於 12 月 1 日起由 17.5% 降為 15%，隨即有三分之二的零售業者立即降價反映稅率的調降，而此一暫時性的稅率調降政策將於今年 12 月底屆滿，明年元月開始附加價值稅將調升回 17.5% 的原水準，零售價格是否隨之調升，從而導致消費者物價顯著上漲，還需要觀察。

在利率方面，官方利率於今年 3 月調降為 0.5% 之後已六個月維持在此歷史低點未做調整，並續採量化寬鬆政策（購債額度為 1,750 億英鎊）。自去年第二季經濟衰退以來，因國內生產毛額累積跌幅甚大，即使現在開始緩步復甦，亦將需要一段時間才能恢復至金融海嘯前的水準，加上內需疲弱，通貨膨脹壓力短期內不易出現，由此觀之，英格蘭銀行將繼續維持低利率政策，亦不會輕言解除量化寬鬆貨幣政策。惟英國工商總會（CBI）認為量化寬鬆政策實施至今似對整體經濟並無明顯助益，預測英格蘭銀行用完現有購債額度後應沒有進一步增加金額的可能性。

在匯率方面，有鑑於英格蘭銀行將維持低利率，甚至不排除再次降息的可能，且本會計年度至今新增債務達 653 億英鎊，其中 8 月份單月增加 161 億英鎊創史上最高單月增幅，英鎊一路走貶至月底來到一英鎊兌 1.59 美元的三個月來最低價位，上下震盪幅度近 5%。展望未來，因英國景氣復甦似落後其他國家，加上駿懋銀行（Lloyds）資本惡化，英格蘭銀行將續採低利率政策一段較長的時間，英鎊匯率恐將持續疲軟。

四、澳洲

第二季經濟成長率較前季穩健增加 0.6%，不僅優於第一季的增加 0.4% 及去年第四季的萎縮 0.7%，並創去年第一季以來最大漲幅，主要反映：(1) 民間消費強勁成長 0.8%，為 2007 年底以來之最，這是拜政府補貼中低收入戶現金之賜；(2) 民間企業投資在第一季大跌 6.2% 後反彈回升 1.9%；(3) 政府支出增加 0.8%；(4) 出口淨額對經濟成長負貢獻 0.3 個百分點，成為拖累景氣之負面因素，雖然出口數量因非農產品出口大幅成長之故而較前季增加 1%，但仍不足以抵銷進口數量的增加 2.1%。

在國際收支方面，7 月份商品貿易赤字較前月增加 10.18 億澳元至去年 5 月以來最高的 15.56 億澳元，主要反映：(1) 出口下滑 1.4%，此係波動性較大

的黃金外銷大幅下跌 27%及農產品出口下滑 3.6%所致；(2)進口強勁增加 3.5%，雖然此主要拜民用飛機及易激烈波動的燃油之賜，使得資本財、中間財進口皆強勁增加 5%，但即使是消費財進口亦增加 2.3%。

8 月份零售額較前月強勁增加 0.9%，此係 6~7 月連續兩個月下跌後的回升，與去年同期比則大幅增加 5.8%，顯示財政刺激效果消褪的不利影響相當溫和且短暫，消費者逐漸對景氣恢復信心而願意增加支出。

8 月份勞動市場報告呈現穩定跡象，其中，失業率已連續三個月持平在 5.8%不變，且僅較 2008 年初的數十年來低點惡化 1.9 個百分點。就業人數雖較前月減少 27,100 人，但不足以抵消前月的增幅。

在利率方面，澳洲央行於 9 月 1 日維持現金利率於 3%不變。值得注意的是，該行在會後聲明中針對「全球經濟展望」、「國內投資環境」及「國內通膨展望」已轉趨正面論調，例如：(1)由於世界各國採取多項刺激經濟措施，全球景氣正「逐步邁向復甦」，取代先前「趨於穩定」的字眼；(2)對通膨的論述較前次聲明鷹派，刪除「長期通膨預期穩定」，加上「儘管短期通膨預期穩定，但其持續低於通膨目標區的可能性已大為降低」的字眼。展望未來，由於近來澳洲經濟指標大多優於預期，顯示該國景氣似乎逐漸復甦，是以樂觀的投資人不排除澳洲央行升息的可能性。

在匯率方面，9 月份澳幣兌美元向上突破一澳幣兌 81~85 美分的區間波動，月底時來到 87.9 美分左右，創今年初以來新高，主要是受澳洲經濟表現優於預期，使得投資人預期澳洲提前升息的機率轉濃，是以逐漸將資金轉往澳幣、紐幣等高利率貨幣所致。