

國際經濟金融動態

一、美國

(一) 經濟指標呈減緩跡象

8 月份經濟指標呈減緩跡象，使第三季經濟成長率較第二季的 1.4% 反彈回升幅度有限，彭博社調查顯示市場預期第三季將成長 2.8%，第四季則降溫至 2.4%。由於下半年復甦相當溫和，是以聯準會已將今年成長率預測由 2% 降至 1.8%。

以下就 8 月份指標觀之，首先是製造業採購經理人指數重挫 3.2 點至 49.4，為 2 月以來首度跌回收縮領域，且跌幅為 2014 年元月以來之最，使其過去 12 個月的平均指數值為 50.2，顯示製造業在近幾個月溫和改善後，拉回處於延長時期的停滯局面。其中，具有重要性的訂單及生產子指數皆從穩健成長落入收縮領域，就業及存貨子指數則加深收縮幅度，反映訂單需求減少使廠商減雇員工及降低庫存的結果。

耐久財訂單持平，其中，波動十分激烈的民用飛機及國防訂單分別大跌 21.9% 及大增 23.6%，若不包括此兩項目，則核心資本財訂單月增 0.6%，為連續第三個月增加，顯示其在從 2014 年 9 月的高峰下滑 12% 至今年 5 月的低點後已反彈回升，是以預期未來數月企業設備投資可望改善。但反映當前設備投資支出的核心資本財交貨則連續三個月月減，顯示該項目仍將對第三季經濟成長負貢獻。

8 月份工業生產月減 0.4%，為 3 月以來最大減幅。其中，公用事業產出在氣候異常炎熱之下，於 6、7 兩月皆大增 2% 以上後，拉回下跌 1.4%；礦業產出在油價逐漸穩定的支撐下，連續第四個月回升，但仍較一年前減少 9.3%。製造業產出下滑 0.4%，此與 8 月製造業採購經理人指數跌至收縮領域相一致，由於其正好抵消 7 月的 0.4% 增幅，而 6 月的增幅又抵消 5 月的減幅，致過去兩年來一直處於接近停滯局面。

在勞動市場方面，8 月份非農就業增加 15.1 萬人，相較於 6、7 月的強勁增加(分別為 27.1 萬人及 27.5 萬人)，既非強勁到使聯準有足夠信心升息，也不夠疲弱(增加人數須少於 10 萬人，才會讓失業率上升)到使聯準會停止升息。勞動參與率由 62.81% 升至 62.82%，反映有 17.6 萬人進入勞動市場尋找工作機會，但家庭就業人數只增加 9.7 萬人，不足以吸收新增求職者，使失業率由 4.88% 升至 4.92%。每工時薪資月增幅為 0.1%，小於 7 月的 0.3%，雖受調查

當週未逢月中(15日)發薪日，致漲幅偏低的影響，但其年增率從 2.6% 降至 2.4%，略高於去年全年平均的 2.3%，則顯示薪資未加速上漲，勞動市場沒有供不應求情形。

8 月份零售額下跌 0.3%，為 3 月以來首見衰退，顯示今年成長主要動力的民間消費出現減緩跡象，使下半年經濟擴張 3% 以上的希望降低。主要受汽車銷售量由 7 月的 1,777 萬輛(年化)降至 8 月的 1,691 萬輛，汽車零售額月減 0.9% 的影響。此外，加油站銷售因油價下跌 20 美分而萎縮 0.8%，建材銷售因房屋修繕需求下滑而減少 1.4%。但若不包括前述三項目，則核心零售額亦減少 0.1%，反映其主要項目呈好壞互見局面。

在房屋市場方面，8 月份新屋開工戶數月減 5.8%，完全反映獨戶住宅購屋需求在連續數月走揚後拉回下跌 6% 所致，事實上，反映租屋需求的多戶集合住宅持平並未減少。展望未來，具有領先指標性質的房屋興建許可，雖亦於 8 月下滑 0.8%，但其中獨戶住宅許可數卻躍增 3.7%，為 2014 年 6 月以來最大增幅，顯示獨戶住宅需求可望反彈回升，帶動新屋開工恢復成長，主要反映勞動市場持續改善、房貸利率處於歷史低點以及新屋庫存偏低。

新屋及成屋銷售亦分別萎縮 7.6% 及 0.9%，前者係 7 月激增 13.8% 後的拉回，但仍為僅次於 7 月的 2008 年以來第二佳表現，續呈上升趨勢，主要受限於供給不足，例如待售新屋的存銷比率為 4.6 個月，低於 5~6 個月的正常水準，且其中有許多為營建中或尚未開工，實際上，只有 5.6 萬戶已完工新屋可供銷售，仍接近歷史低點。後者為連續第二個月月減，主要受成交房價中位數較一年前上升 5.1%，讓部分買家難以負擔而縮手，以及待售成屋的存銷比率下降 0.1 個月至 4.6 個月，顯示供給更為吃緊使買方不易找到合適物件所致。

(二) 年底前升息的可能性增加

在通膨方面，8 月份消費者物價指數月增 0.2%，高於前月的 0%，其中，易激烈波動的能源及食品價格皆持平不變，是以漲幅完全來自核心物價(不包括能源及食品項目)的上揚 0.3%。以核心物價而言，核心貨品價格增加 0.1%，為 2 月以來首見增加，主要受藥品價格激升 1.3%，創 1969 年有紀錄以來最大增幅的影響。核心服務價格則增加 0.3%，除了屋主設算租金及房租項目月增 0.3%，延續其 4 至 6 月平均月增 0.3% 的趨勢外，醫療服務躍增 0.9%，創 1984 年以來最大增幅亦是主因。

儘管核心消費者物價年增率由 2.2% 上升至 2.3%，但此不足以促使聯準會升息，理由是聯準會所重視的物價指數為個人消費支出平減指數(PCE)，該

指數給予屋主設算租金及房租的權值較消費者物價為低，且其追蹤的醫療成本是有涵蓋醫療保險在內，並非只是消費者的醫療支出，因此漲幅相對消費者物價的醫療服務項目為低及穩定。影響所及，8 月份核心 PCE 年增率為 1.7%，仍低於 2% 的目標。

9 月 20~21 日的 FOMC 會議維持利率不變，但呈現較為鷹派訊息，顯示年底前升息的可能性相當高。不升息的理由是勞動市場仍有改善的空間，儘管 8 月份失業率處於 4.9% 的接近充分就業水準，但廣義失業率持平於 9.7%，仍遠高於金融海嘯前平均的 8.8%，顯示實際上尚有許多潛在的閒置勞力未就業，由於這些人持續投入市場，薪資漲幅將受到抑制，核心通膨仍低於 2% 的目標，讓聯準會沒有升息的急迫性。

至於鷹派訊息有三：(1)於會後聲明上修對經濟現況的評估，表示勞動市場持續增強，且經濟活動成長也較今年上半年所見的緩慢速度回升。預期勞動市場情況將進一步增強，認為經濟展望的近期風險大致平衡(即上行風險與下行風險相當)。按，聯準會在去年 12 月升息的當次及前一次 FOMC 之會後聲明皆曾使用風險平衡字句，但今年不再做此表示，直到此次才恢復使用，似乎再度成為升息的前奏曲；(2)有三位委員主張升息而投下反對票，為 2011 年 9 月以來首見，顯示鷹派勢力抬頭，且與鴿派歧見加深；(3)葉倫主席在會後記者會表示維持利率不變不代表對美國經濟缺乏信心，重申其判斷升息的可能性已增加，但決定暫時等待讓經濟情勢持續朝目標接近。

展望未來，預期聯準會將於 12 月 13~14 日的 FOMC 升息一碼，這是因為今年尚餘兩次 FOMC 會議，但 11 月 1~2 日的 FOMC 在 11 月 8 日總統大選前，為了不影響選情，通常會按兵不動，因此只剩 12 月最有可能(期貨市場價格顯示可能性為 60%)。另，聯準會委員們的利率預測點陣圖顯示，預期今年升息次數已從上次預測的 2 次降為 1 次，明年升息次數亦從 3 次降為 2 次，2018 年則維持 3 次不變，顯示聯準會將更為放慢升息步伐。

(三) 美元狹幅波動

9 月初以來，DXY 美元指數大致於 95 至 96 的狹幅區間內波動，主要反映：(1)主要國家央行的貨幣政策多按兵不動，聯準會的幾位委員於月初發表鷹派言論一度使市場提高 9 月升息可能性，但 8 月份經濟數據疲軟終使 FOMC 維持利率不變；歐洲央行考慮調整 QE 內容，在該計劃出爐前暫不打算變動現行 QE 計劃；日銀貨幣政策雖改為控管收益率曲線，但在負利率及每年擴大貨幣基數規模皆仍維持 -0.1% 及 80 兆日圓不變之下，只是讓 QE 購債更有彈性罷了，是以日銀新貨幣架構不太可能改變日圓近來的強勢；(2)美、歐的經濟成長率漸趨一致，例如聯準會及歐洲央行分別於 9 月的貨幣政策會議，

下修美國今年經濟成長率 0.2 個百分點至 1.8%，及上修歐元區經濟成長率 0.1 個百分點至 1.7%，致兩者景氣表現幾無差異。至於日銀則早已於 7 月下修本年度經濟成長率 0.2 個百分點至 1%，將至 10 月底才會更新預測；(3)美國總統大選民調顯示希拉蕊領先川普，由於川普的貿易保護主義色彩遠較希拉蕊強烈，例如其主張對中國課徵保護性關稅、退出或重新談判北美自由貿易協定及在美墨邊界建立高牆阻擋非法移民等，此顯示川普將帶來較大的不確定風險，導致許多避險資金流出美國使美元貶值，是以川普民調落後，匯率波動性隨之降低。

展望未來，儘管市場目前預期聯準會 12 月升息可能性為 50% 左右，有助支撐美元匯價，但受聯準會利率預測點陣圖顯示將放慢升息步伐影響，美國 10 年期公債殖利率從 1.7% 附近降至 1.6% 以下，此使追求較高收益的投資人將資金轉往新興市場，從而讓美元對新興市場貨幣普遍貶值。短期內影響美元匯率波動的最大風險因素為美國總統大選，9 月 26 日的首場電視辯論結果顯示希拉蕊表現遠優於川普，隨即促使墨西哥披索對美元升值近 2%，韓元及加元亦顯著走強，理由是這些國家為川普貿易保護主義的最大受害國，由此可見，一旦川普逆轉領先，則這些貨幣匯率將首當其衝。

二、中國

(一) 8 月實體經濟指標全面回升

1、官方製造業 PMI 升回榮枯點之上

2016 年 8 月官方製造業 PMI 由上月之 49.9 一舉回升至 50.4 之上，高於臨界值，遠優於市場預期，為 2014 年 10 月以來最高值。五項分類指數均較上月回升，其中市場原預期部分工廠為因應 G20 於杭州召開在即而停工，將不利製造業生產表現，惟 7 月洪災後之延後生產效應顯著，加以鋼鐵及煤炭價格上漲帶動生產擴增，故 8 月生產指數較上月明顯回升 0.5 點；新訂單方面，在外部需求擴增下，指數值增幅更達 0.9 點。

展望未來，8 月雖實質面指標觸底反彈，加上房地產市場在土地供給減少之預期心理催生下突轉呈大幅上揚，導致一、二線城市之房市降溫措施陸續推出；此外，由於若干產能嚴重過剩行業去產能時程嚴重滯後，官方在政策上已積極敦促未達標省市加速推動，此將制約整體製造業景氣之回升。影響所及，儘管目前應已是此波景氣之谷底，但短期內持續大幅回升之可能性不高，仍將呈區間盤整格局。

2、生產、消費增速回升；投資止穩

2016年8月工業生產年增率較上月增加0.3個百分點至6.3%，為今年3月以來最高成長水準，且連續6個月在6%以上，已明顯回穩，略優於市場預期。其中汽車製造業生產成長21.4%，表現最為亮眼；另鋼價上揚驅動相關生產之擴增，故雖面臨去產能壓力，但本月鋼材生產仍年增4%，持續擴產；而發電量、用電量、鐵路貨運量指標亦均回升。

消費方面，8月社會消費品零售總額年增10.6%，增幅較上月擴大0.4個百分點。其中1.6公升及以下乘用車在優惠制度將屆下，推升銷量年增達40.7%，總汽車零售銷售年增13.1%，創下逾三年半來最快增速，較上月之9.2%大幅增加，貢獻消費品零售總額成長達0.5個百分點，為最大拉動因子；另石油及製品銷售額同比增長2.7%，扭轉了4月以來之負增長；房地產銷售回暖，家電和建材銷售分別年增13.4%和11.8%，較7月分別加快1.0和0.7個百分點。

投資方面，1-8月固定資產投資年增8.1%，增速終止連續3年之下滑，持平於前7月水準，主因先前增速迭降之民間投資年增止穩於上月之2.1%，而地產、基礎建設、水泥、煤炭、鋼鐵投資亦均回穩。惟整體投資仍端賴基礎建設投資支撐，其中國有企業投資成長即達21.4%；另前8月房地產投資增速由前7月之5.3%略升至5.4%，係近5個月以來增速首度回升，房市投資轉強。

展望未來，本月生產及消費明顯回春，工作天數較去年同期增加、小型汽車減稅政策12月結束前之消費提前釋放之末班車效果推升係重要因素，故未來整體景氣是否將自谷底翻揚，邁向全面復甦仍待觀察。

3、出口降幅減緩、進口衰退擴大

2016年8月受惠於外部需求微增、人民幣顯著貶值及官方降稅費等穩外貿政策之效益逐漸顯現，加以工作天數較去年多出2個營業日，本月以美元計價之出口總額雖仍較去年同月減少2.8%，但已是近4個月以來最小降幅。進口方面，不僅進口價格出現2年來之首度正成長，且原油及與基礎建設相關之重要原物料進口量明顯增加，推升本月以美元計價之進口總值轉呈1.5%之年成長，為歷經21個月衰退後之首度翻正，出、進口表現均雙雙優於市場預期。累計前8月，出、進口仍分別衰退7.1%及9%。

展望未來，出口方面，雖匯率因素有助推升出口，但預期將持續受全球經濟不確定性仍高之影響。進口方面，本月進口大幅好轉，不排除有部分係

因企業在此波大宗商品價格回升之勢頭上，在價格尚低時之短期採購衝動，惟若投資表現持續回升，加以消費類進口穩定成長，不排除整體進口將擺脫谷底，漸次反彈；惟因國際大宗商品價格未來走勢仍難以預估，故過程中恐將呈現反覆築底，短期內增速仍難以持續彈升。

（二）CPI 年增率及 PPI 跌幅均續降

2016 年 8 月消費者物價指數年增率降至僅 1.3%，增幅係連續 4 個月收窄，且為一年來最低增速，低於市場預期，此主因本月豬肉價格年增率由上月之 16.1% 大幅減至 6.4%，致使本月食品價格漲幅趨緩，且油價下跌使交通與通訊相關商品價格下跌，非食品類價格持續平穩所致。

工業生產者價格 PPI 方面，8 月 PPI 較去年同月下跌 0.8%，跌幅再較上月縮小 0.9 百分點，連續 8 個月縮小，為 4 年來最低降幅，此主因去年 7、8 月比較基期偏低，煤炭、鋼鐵等價格明顯回升，致使黑色金屬相關產品價格在 7 月由降轉升後，8 月漲幅擴大至 6.5%。今年 PPI 年減幅由年初之 5.9% 一路收斂至 0.8%，顯示整體工業品價格下跌壓力已明顯減輕。

展望未來，雖去年 9 月以後蔬菜、原油價格偏低，將拉升 CPI 走勢，惟因豬肉價格已逐漸趨跌，故整體 CPI 漲幅即使回升亦不致太大，預估全年 CPI 年增率將在 2% 左右。PPI 方面，近期國際油價趨升之態勢似已漸趨明朗，加以去產能政策持續，有助大宗商品價格之續揚，預期今年第四季 PPI 轉呈正成長之機率增加，有望終結長達 5 年之衰退局面。

（三）貨幣供給增速大幅彈升

2016 年 8 月人民幣新增貸款為 9,487 億元，遠高於上月之 4,636 億元及原市場預期之 7,500 億元；其中以房貸為主之住戶部門人民幣貸款增加即佔 6,755 億元，而以實體經濟部門為主之非金融企業貸款僅增加 1,209 億元，且主要係來自短期之票據融資，而反映實體經濟熱度之中長期貸款在投資低迷、地方政府債務持續置換下，反向減少 80 億元，顯示在房市熱度快速加溫下，市場資金流向房地產市場之情勢相當明顯。此外，整體社會融資規模增加 1.47 兆人民幣，亦高於市場預期，致使本月末 M2 年增率由上月 10.2% 之低點一舉反彈至 11.4%。

展望未來，雖中國多個城市已積極出手透過限購、限貸令希冀為過熱之房市降溫，惟土地價格仍不斷攀揚，顯示房市交易已逐漸失控，房地產市場泡沫化之風險正快速攀升；此外，8 月經濟指標明顯止穩，且企業利潤率快速

回升，市場認為雖全球經濟不確定仍高，但當前景氣應已脫離此波之谷底。在此情勢下，貨幣政策再度寬鬆之機率甚低，且針對房市不排除將推出進一步之緊縮政策，惟在經濟復甦力道未明前，縮減力度應會採分區制宜之方式進行。

（四）人民幣兌美元匯率轉呈小幅升值

9月人民幣兌美元匯率主要仍受美國升息速度、舉辦G20峰會、歐日貨幣政策走向，以及人民幣10月加入SDR在即等因素所左右，波動幅度明顯較前幾個月為小。9月底人民幣對美元即期收盤匯率為6.6700，較上月底之6.6783轉呈小幅升值0.12%，終止4月份以來連續5個月走貶之格局。

展望未來，雖然人民幣加入SDR將促使主要國家長期需增持人民幣資產，惟中國企業近年海外購併之規模不斷擴大，對美元實質需求快速攀升，加以中國經濟之未來走向仍未明朗，房地產泡沫風險恐引發金融風暴之疑慮逐漸加深，外資對中國之投資態度趨於審慎；而美國今年將啟動升息亦已底定，因之，短期內，人民幣對美元走勢將易貶難升。

三、日本

（一）第二季經濟成長率上修至0.7%

第二季GDP成長率上修0.5個百分點至0.7%（季增年率），主要係存貨變動對景氣貢獻度由-0.1上修為0.3個百分點，以及企業設備投資季減幅由1.5%修正為0.6%的影響。另一方面，拖累成長主力之輸出季減5.8%，與初估之5.9%幾無變動，係去年第二季以來最劇減幅。

7月第三級產業活動指數月增0.3%，較第二季平均成長0.4%。其中，以金融保險業自6月英國脫歐之衝擊後技術反彈2.1%為最；零售業則月增1.7%，擺脫前三個月連續下滑，主要是受惠於氣溫升高、企業發放夏季獎金提升民眾外出購物意願的影響；此外，在政府震災重建、擴張公共投資之下，土木工程與建築服務類景氣活絡，致企業導向服務指數成長1.1%，為近三個月最佳增幅。

8月經濟指標方面，實質核心家庭支出較前月萎縮2.3%，抵銷前兩個月之0.5%增幅，導致7~8月平均較第二季萎縮1.4%，主因為颱風侵襲與暴雨影響民眾外出購物意願，使得家具類、娛樂類支出各萎縮8.8%與2.2%的影響。另，工業生產月增1.5%，主要受惠於新型行動裝置推出、半導體與液晶螢幕等出口回溫，帶動資通訊電子設備以及電子零組件生產分別擴增14.0%

與 6.3%。然企業投資之同時指標，核心資本財出貨卻縮減 1.9% 至今年 4 月以來之最低水準，由此觀之，企業在日圓升值減損獲利，以及國內消費復甦乏力下仍審慎支出。

領先指標呈好壞互見，其中，衡量小型企業信心之 8 月經濟觀察家指數較前月上升 0.5 點至 75.6，為今年元月以來最高，主要反映公共投資擴張以及負利率政策使得服務業、房地產業者信心上升，加上勞動供需緊俏推升就業子指數的影響。然而，因海外景氣不確定性、消費復甦遲緩，都使得製造業與零售業展望指數皆呈下滑。

核心機械訂單繼 6 月成長 8.3% 後於 7 月再擴增 4.9%，顯示企業投資有觸底復甦跡象。就產業別而言，非製造業訂單月增 8.6%，為近五個月來最高增幅，主要係電信業訂單勁增 49.9% 所致；運輸業訂單金額在連續兩個月成長後拉回修正萎縮 18.0%，但仍為去年 10 月以來之次高金額。另一方面，製造業訂單月增 0.3%，主要反映公共投資擴張，帶動鋼鐵業、金屬製品業各躍增 75.8% 與 109.3% 的影響。惟出口導向業訂單疲弱不振，如電機產品縮減 5.9%，而汽車、資通訊電子設備、一般機械等訂單金額仍低於今年 4 月水準。此外，海外機械訂單延續去年第四季以來頹勢，月減 11.7% 至近半年來最低，反映資本財出口展望依舊疲弱。

展望未來，預期就業成長、通膨率下降提高實質購買力，家庭支出可望溫和復甦，惟因經常性薪資成長停滯，消費擴張動能恐有限。另一方面，在日圓匯價高於業者預期、主要出口市場景氣復甦緩慢下，企業投資欲振乏力，且不排除連續第三季縮減之可能。此外，第二季庫存水準攀高使得業者調整庫存壓力增加。是以，預期第三季景氣將減速。

8 月商品出口值年減 9.6%，較前月之 14.0% 減幅改善，主要反映新興市場需求回溫，使得出口量指數由萎縮 2.4% 轉為成長 0.9%，抵減日圓升值拉低折算為日圓出口價格影響。就主要市場而言，受惠於新型行動裝置推出、高科技製造業回溫，對新興亞洲國家之半導體、運輸設備出口復甦；其中，對中國出口量年增 4.2%，出口值年減幅因而縮小至 8.9%，為近四個月最佳。相形之下，對第一大出口市場美國出口值年減 14.5%，剔除出口價格影響後，出口量由前兩個月之成長轉為萎縮 5.6%，其中尤以運輸設備、一般機械以及金屬相關產品最為疲弱。另一方面，8 月進口值年減幅則由前月之 24.7% 顯著改善至 17.3%，主要反映化工產品與機械需求成長。影響所及，商品貿易收支由去年同月的 5,675 億日圓逆差改善至 187 億日圓逆差。

(二) 日銀改以殖利率曲線控管為核心政策工具

8 月份全國核心 CPI (不計生鮮食物) 年增率持平於前月的-0.5%，續為 2013 年 3 月以來最低水準，主要係消費動能疲軟迫使業者降價促銷，讓包含電視機等家用耐久財價格減幅擴大，以及在觀光人潮放緩下，旅遊住宿價格漲幅減速，導致全國雙核心 CPI (不計食物、能源) 年增率下降 0.1 個百分點至 0.2%，抵銷能源價格減幅縮小的影響。展望未來，儘管有能源價格之低基期因素，但由於日圓升值、薪資成長停滯，以及業者去化庫存壓力影響，領先指標如東京區雙核心 CPI 年增率較前月下降 0.2 個百分點至-0.1%，為 2013 年 10 月以來首度負值，消費性耐久財企業物價則創一年半來最鉅減幅，均顯示全國核心 CPI 年增率有再下滑的可能。

日銀於 9 月 21 日修改貨幣政策架構，推出「量化質化貨幣寬鬆 (QQE) 與殖利率曲線控管」，主要變革如下：(1)有別於以往著重貨幣基數擴張，改以殖利率曲線為核心政策工具，其中，對超額準備中屬於政策餘額部份維持-0.1%利率，另新增 10 年期公債殖利率於 0%附近之政策目標；為利於控管，該行新增以固定殖利率收購公債、延長對銀行固定利率放款方案之最長期限 (1 年→10 年) 等措施，並取消持有公債平均期限 7~12 年原則，以增加操作彈性。(2)承諾持續擴增貨幣基數直到核心 CPI (不計生鮮食物價格) 年增率超過 2%目標，以將民眾的通膨預期形成機制由適應性轉為前瞻性；其中，日銀將維持每年 80 兆日圓貨幣基數增幅，計畫將貨幣基數占名目 GDP 比率由現行 80% (8 月底約 404 兆日圓) 提高至 100% (500 兆日圓) 以上。此外，該行刪除兩年內將達到通膨目標字句，僅表示將盡早達到通膨目標。

展望未來，近期擴大貨幣寬鬆的可能性低，主因為：(1)日銀強調通膨未達標主要係油價疲軟、新興市場景氣減弱等外在因素所致，該行可能傾向觀察政策效應再行定奪；(2)日銀於政策評估報告中承認負利率對金融機構獲利、民眾信心可能有負面影響。

(三) 日圓對美元區間升值

8 月經常帳順差較去年同月成長 8%至 19,382 億日圓，其中：(1)儘管貨品出口值年減 15.7%，但在內需疲軟、日圓升值抑制進口價格下，進口年減幅更達 26.0%，致貨品與服務帳收支由 2,947 億日圓逆差轉呈 3,917 億日圓順差；(2)所得帳順差年減 23.6%至 16,938 億日圓，主因日圓升值以及主要國家央行降息或採寬鬆貨幣政策基調，使得直接投資與證券投資所得均萎

縮。展望未來，由於日圓升值及海外景氣展望不確定性仍將抑制對外投資收入，預期經常帳順差難以擴大。

匯率方面，9月日圓對美元區間升值，主因為日銀未於金融政策會議加重寬鬆力道，且市場對該行新貨幣政策架構效果存疑，加上美國聯準會 FOMC 會議未升息並下修經濟成長率、今年利率預測值，使得日圓一度於 21 日升至一美元兌 100.51 日圓價位。後因月底 OPEC 會議達成凍產協議，市場避險意識下滑，日圓於 30 日回貶至一美元兌 101.4 日圓附近。展望未來，預期日圓將呈區間盤整偏向升值走勢，主要係日本具經常帳順差、日銀近期擴大寬鬆機率不大，以及市場觀望日銀何時將減碼 10 年期公債收購以使得殖利率由現行 -0.09% 附近回升至目標的 0%，加上日本民眾通縮心理未解，使得實質利率難以下降等因素。

四、歐洲

(一) 歐元區

歐元區 9 月份綜合採購經理人指數(PMI)下跌 0.3 點至 52.6，雖為 2015 年元月以來最低水準，但跌幅有限，仍與經濟季增 0.3% 相一致，顯示第三季經濟擴張速度將與第二季持平。其中，服務業指數下跌 0.7 點至 52.1，為 21 個月低點，製造業指數卻上升 0.7 點至 54，主要受惠於新訂單出口指數創兩年半新高之賜，顯示內需轉疲、外需增強的影響。

就國別而言，法國綜合 PMI 躍增 1.4 點至 53.3，創 15 個月新高，德國綜合 PMI 卻下跌 0.6 點至 52.7，創 16 個月低點，且為 2012 年 7 月以來首度低於法國指數。主要受兩國服務業指數表現冷熱有別的影響，相對於法國服務業指數勁增 1.8 點至 54.1，德國服務業指數卻下滑 1.1 點至 50.9，為 39 個月新低。德國景氣放緩及難民問題導致梅克爾總理領導的基民黨在最近舉行的地方選舉持續受挫，得票率下滑，威脅其明年尋求連任的可能性，或將迫使德國政府增加支出改善景氣以提升民意支持度。

在硬性指標方面，歐元區 7 月份工業生產月減 1.1%，較第二季平均數年化減少 3.8%，顯示歐元區溫和的景氣復甦在第二季放緩後不可能快速重獲動能。按，該指標近幾個月來波動相當激烈，常在一個月份的強勁增加後，伴隨另一月份的大跌，7 月份若與去年同月比，則年減 0.5%，為 2014 年 11 月以來最大跌幅，從而為第三季經濟成長蒙上陰影。

7 月份的工業減產有一半可歸因於礦產重挫 17.1%，主要受荷蘭油氣部門

停產的影響。此外，製造業月減 0.8%也相當疲弱，其中尤以汽車減產 4%為最。此或許受到今年夏季假日時點與去年不同的扭曲，若果如此，則 8、9 月可望改善，惟仍尚待後續觀察。

歐元區 8 月份消費者物價年增率持平於 0.2%，儘管油價回升使能源類通縮幅度由-6.7%升至-5.7%，為元月以來新高，但被核心及食物類通膨皆下降 0.1 個百分點至 0.8%及 1.3%所抵消。相較於能源及食品價格主要受商品價格及季候因素影響，核心通膨滑落則反映歐元區景氣不足以支撐通膨重回接近 2%的目標。事實上，歐盟委員會編製的 8 月份經濟信心指數即下滑 1 點至 103.5，為 3 月以來最低水準，顯示英國脫歐對企業及消費者信心造成之負面影響，使復甦動能減弱。

由於歐元區通膨自 2013 年底以來持續低於 1%，且 2014 年底以後更從未超過 0.3%，使市場下修長期通膨預期及侵蝕對歐洲央行拉抬低通膨的信心。是以歐洲央行為了維持其可信度，將有擴大寬鬆壓力。

歐洲央行於 9 月 7~8 日的貨幣政策會議未宣布新的寬鬆措施，主要理由是：歐元區經濟在面臨英國 6 月公投通過退歐的衝擊時展現十足韌性，使該行對 2016~2018 年的景氣及通膨預測只微幅修正，這些變化不足以讓該行調整政策。按，該行對今年經濟成長上修 0.1 個百分點至 1.7%，明年及後年則皆下修 0.1 個百分點至 1.6%；對今年及後年的通膨分別維持於 0.2%及 1.6%不變，2017 年下修 0.1 個百分點至 1.2%。

值得注意的是，德拉吉表示其正指派工作小組，評估確保購債計劃順利進行的政策選項，此似乎間接暗示該行可能延長購債計劃至 2017 年 3 月以後，並為因應隨之而來的可購買合格債券越來越少問題，考慮調整購債計劃內容。按，該行已自 6 月起開始購買公司債，目前已達 200 億歐元以上，結果使投資級公司債殖利率從該行開始購買前的 0.99%降至目前的 0.61%。其中，英國石油、德國 BMW 汽車及德國國營鐵路公司的歐元債券殖利率更皆降至負數，9 月初分別有一家德國公司及一家法國公司發行負利率-0.05%的 2 年期及 3.5 年期債券。一般認為該行可能放寬購債限制，包括將持債比重由不能超過該筆債券發行量的 33%，提高至不得超過 50%，以及將購買債券的殖利率上限調降或取消，這是因為在現行不得低於超額準備利率(目前為-0.4%)的限制下，有 60%以上的德國公債失去購買資格所致。

在匯率方面，9 月初以來，歐元對美元大致於 1.115~1.125 美元區間內狹幅波動，主要由於歐美經濟成長趨於一致，且其央行皆維持現行貨幣政策不變之故。值得注意的是，德意志銀行遭美重罰 140 億美元事件已使歐洲股市

尤其是銀行股價為之重挫，但對歐元匯率幾乎沒有影響，主因有三：(1)歐洲央行已改善其應付系統性流動風險的能力，目前該行能透過定向長期再融通操作(TLTRO)及 QE 等管道提供充裕流動性，緩衝對金融市場的影響；(2)儘管歐盟法令要求銀行必須先自救(bail-in)後，政府才能伸出援手，但市場認為德意志銀行具有系統重要性，符合例外條款規定，是以德國政府終將予以紓困；(3)歐元區經常帳順差在截至今年 7 月止的 12 個月內累計達 1,454 億歐元較之前 12 個月累計的 1,401 億歐元增加，足以抵消避險資金流出歐洲金融市場的衝擊。展望未來，預期歐元仍處於區間內波動局面，或許直到 11 月 8 日美國總統大選結果揭曉後才会有較明確的新方向，一般而言，希拉蕊獲勝將有利美元使歐元貶值，反之，則不利美元導致歐元走強。

(二) 英國

第二季 GDP 季增率確認上修至 0.7%，年增率則略降至 2.1%。觀察本季成長表現仍屬穩健，且相關數據顯示第三季整體表現並未如原先預期般惡化，是以摩根史丹利於九月初率先將英國第三季經濟成長率預測值從衰退 0.4% 上修至衰退 0.3%，全年經濟增長率則從 1.2% 調高至 1.9%。此外，根據九月份英國央行貨幣政策會議記錄顯示，多位委員認為英國於脫歐公投後之表現優於預期，是以本月維持基準利率於 0.25% 不變，惟委員會強調仍將視未來勞動市場表現情況而機動性調整政策方向。

受脫歐公投影響，8 月份零售業銷售額較上月縮減 0.2%，年增率則為 6.2%，表現大致穩健。9 月份 CBI 零售業信心指數雖從上月的 9 回落至 -8，但 10 月份預期銷售指數從上月的 3 彈升至 7，消費者信心指數則勁揚至 -1，顯示目前一般民眾消費信心尚屬樂觀，惟市場預測最先受到衝擊的將會是企業獲利及房地產市場，而消費者支出則將於通膨率及失業率開始走高後，整體表現才會開始趨緩，是以未來表現仍須密切觀察。

7 月份工業生產較上月擴張 0.1%，未如市場原先預期般衰退；惟製造業生產下跌 0.9%，係連續第 3 個月負成長，且創下自去年 7 月以來之最大跌幅，但此係反映脫歐公投的最初反應。事實上，隨著英鎊大貶，反而有助提升競爭力，是以 9 月份製造業採購經理人指數從上月的 53.4 持續攀升至 2014 年 6 月以來最高點之 55.4，新訂單、出口訂單指數亦躍升至近兩年半以來之最高位。影響所及，預期第三季整體製造業表現可望略微好轉，惟一般認為此應僅為暫時性效果，英國脫歐之衝擊效果將慢慢浮現。

8 月份消費者物價指數年增率持平於上月之近一年半以來最大漲幅紀錄

0.6%，扣除食物及能源後之核心通膨率則同樣維持在上月之 1.3%，均較市場原先預期為低。推升本月物價上漲之主因來自於菸酒商品及機票費用，兩者價格分別較去年同月上漲 0.6% 及 1.0%，然因適逢服飾促銷折扣季，是以衣物商品價格較去年同期下跌 1.2%，因而抵消部份漲幅。值得注意的是，本月進口物價指數年增率在英鎊續貶的影響下持續攀升至近五年來最快增速之 7.6%。展望未來，由於輸入性通膨壓力遲早將反映至一般消費者物價上，影響所及，預期整體 CPI 年增率最快於明年初即會升破央行通膨目標區間上限 2%。

5 月至 7 月失業率依然維持在前期之近 11 年來最低紀錄 4.9%，失業人數持續下降至 163.2 萬人；惟觀察 7 月份單月就業人數減少達 10.5 萬人，創下自去年 3 月以來之最大降幅紀錄，且 8 月份申請失業救濟金人數亦較上月增加 2,400 人，顯示勞動市場表現開始出現弱化跡象。在薪資水準方面，本期平均週薪年增率從上期的 2.4% 略降至 2.3%，扣除分紅後的薪酬年增率則回落至今年以來最低增幅之 2.1%，反映廠商可能開始控制人事成本，以因應未來脫歐之不確定性。檢視近期勞動市場之相關數據，顯示英國脫歐後之衝擊效果雖不如原先預想般嚴重，然已有部分跡象顯示弱化情況開始浮現，其中因失業率和薪資漲幅將直接影響民間消費能力，是以未來態勢仍須密切觀察。

9 月英鎊兌美元匯價一路走低，月初時一英鎊兌 1.3304 美元價位，至 16 日時滑落至 1.3002 美元。爾後，受到英國政府遲未公佈脫歐時程之不確定性因素影響，整體匯價持續下探，至月底時更滑落至本月最低點之 1.2972 美元。展望未來，一般認為英國脫歐之不確定因素近期內不會消除，是以英國當前經濟表現尚未反映該衝擊效果，影響所及，預期短期內整體英鎊走勢仍將續呈貶值走勢。

五、澳洲

澳洲第二季 GDP 季增 0.5%，較前季 1% 增幅減弱，其中：(1) 家庭消費季增 0.4%，為 2013 年第 1 季以來最低增幅，反映全職就業萎縮、薪資成長不振，抵減通膨率下降、實質所得成長的效果；(2) 民間投資季減 5.7%，為連續第 8 季萎縮，主因為礦產價格疲弱、礦業工程建案完工，使得工程營建投資過去三年半來持續萎縮；(3) 住宅營建投資季增 1.6%，為連續第二季減速，其中尤以新屋營建減弱程度顯著；(4) 公共支出為唯一亮點，對 GDP 成長率貢獻達 1.0 個百分點，主要係西澳、維多利亞省投資大幅擴增，政府投資勁揚 15.5%；(5) 在國內需求不如預期下，存貨變動貢獻 GDP 成長率達 0.3 個百分點，由此觀之，企業第三季調整庫存壓力攀高。

8月失業率下降0.1個百分點至5.6%，為多年來新低，但此係因許多人不再求職，使勞動參與率下降0.2個百分點至64.7%所致，就業人數實則較前月減少3,900人，若將失業率加計屈就兼職者，廣義失業率則由2月份之14.1%升至14.3%。以就業組成而言，全職就業者於今年前八月已減少5.1萬人，相形之下，兼職者成長11.8萬人，顯示礦業大型建案竣工、邁入人力需求較低之投產階段，以及製造業景氣萎靡，使得企業傾向以兼職者取代全職者，加上服務業景氣相對活絡所致。

展望未來，儘管澳洲央行降息以及通膨下降挹注民眾購買力，但隨著企業在獲利疲弱下縮減支出，以及房地產營建活動降溫，加上澳幣升值恐不利教育、醫療等服務業的就業成長，使得家庭消費難以復甦。此外，礦業投資萎縮將持續拖累景氣，因此，第三季經濟成長可能減速。

外需方面，7月份貿易逆差較前月縮小27%至24億澳元，其中：(1)出口值月增3%，但此係波動性大之非貨幣黃金出口值躍增62%所致。若剔除前項效果，出口值實則下降0.8%，主要受到對中國鐵礦砂與金屬礦出口萎縮的影響；(2)進口值月減0.4%，其中，受到電子產品與服飾進口萎縮之累，消費財進口縮減6%，抵銷資本財進口之2%增幅。值得注意的是，機械設備進口值在前月短暫成長後於7月萎縮7%，顯示企業動能持續不振。展望未來，OPEC凍產協議帶動大宗商品價格回升、液化天然氣投產有助支撐出口值成長，惟因主要市場中國製造業仍面臨產能過剩、庫存攀高，鐵礦砂與煤等出口量可能萎縮，以及澳幣近期升值削弱競爭力，是以預期貿易逆差將擴大。

澳洲央行於9月貨幣政策會議維持政策利率於歷史新低之1.5%不變，主因是低利率與過往澳幣貶值助益服務業、礦產出口，支撐今年上半年經濟成長率維持於長期趨勢水準。展望未來，由於該行認為5、8月降息已拉低利率水準，且服務業、家庭消費與天然氣出口將支撐景氣成長，顯示今年降息可能性不大。惟若全職就業與薪資成長遲未復甦抑制家庭消費動能，或是企業投資萎靡不振，澳幣升值影響出口與服務業，該行仍可能於明年第一季再度降息。

匯率方面，9月份澳幣對美元呈區間升值，主要是澳洲央行維持景氣與通膨展望不變顯示其近期無降息急迫性，加上美國零售額、通膨數據疲軟，使得澳幣由月初之0.756美元攀升至中旬之0.77美元價位。後因美國聯準會主席葉倫與官員發表鷹派言論，澳幣於月底回貶至0.751美元。展望未來，由於家庭消費與服務業活絡支撐景氣，以及澳洲央行近期降息機率不大等因素，澳幣匯價近期可能受到支撐，但因中國景氣減速與持續去化產能，以及鐵礦砂價格可能回跌，澳幣貿易與經常帳收支或將持續逆差，加上美國聯準會可能於今年內升息，因此，澳幣仍有貶值壓力。