

主要國家匯率利率概述

第五零六輯

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一〇八年十月三十一日

主要國家匯率利率概述

目 錄

摘要	1
一、美國	6
(一) 第三季經濟成長 1.9%	6
(二) 聯準會今年內第三度降息一碼	8
(三) 美元漲多拉回	8
二、歐洲	9
(一) 歐元區	9
(二) 英國	10
三、中國	11
(一) 第三季經濟成長持續放緩	11
(二) 食物通膨仍為推升消費者物價主要因素	13
(三) 人行維持穩健貨幣政策	13
(四) 樂觀消息帶動人民幣回升	13
四、日本	14
五、澳洲	16

摘要

一、美國

第三季經濟成長率為 1.9%，雖為 2018 年第四季以來最差表現，但創美國史上最長擴張期間紀錄，主要反映：(1)消費支出增加率減緩至仍相當堅實的 2.9%，顯示在勞動市場活絡之下，民間消費保有穩健動能；(2)非住宅投資萎縮 3%，原因是製造業活動下滑使設備投資減少，以及能源價格走跌導致鑽井數下降拖累結構投資重挫。

展望未來，預期消費活絡與投資不振的雙元經濟仍將持續，景氣幾乎完全依賴消費支出，在失業率創新低情形下，就業成長日漸緩和，加上減稅的刺激效果減弱，一般認為經濟成長介於 1.8~2% 將為常態。

採購經理人指數再度重挫，其中，外銷訂單指數連續第四個月大跌至除了金融海嘯時期以外的歷史最低(41)，生產、就業及存貨指數則皆下滑至 2016 年以來的低點，主因是貿易戰進一步升溫的影響。

就業只月增 13.6 萬人，顯示就業動能已從強勁減緩至堅實水準。另一方面，失業率卻降至 3.5%，反映勞動需求強勁使許多失去求職勇氣者及非自願兼職者逐漸受惠而獲得工作機會的結果。但因這些族群所獲得的工作機會多為低薪，是以薪資年增率下滑 2.9%。

FOMC 會議降息一碼，其會後聲明唯一的主要差別在於前瞻指引，此次刪除「考量未來利率途徑」字句，及以語氣較弱的「評估利率適當途徑」來取代語氣較強的「將採取適當行動以維持景氣擴張」，意味降息門檻條件已從資料必須改善才能使聯準會不降息，提高至資料必須惡化才能使聯準會降息，顯示聯準會可能暫停採取降息行動，來評估連續降息三次對景氣的效果。

10 月初以來，美元指數從接近 100 降至月底的 97~98 區間，主要反映：(1)美中貿易談判進展順利，以及英國硬脫歐風險降低，讓美元、日圓不再有避險需求；(2)美國 9 月份經濟指標疲軟，但因其他國家經濟展望亦下修，貨幣政策將更為偏向寬鬆之故，是以美元貶幅有限。

展望未來，預期美元指數將只是漲多拉回整理而已，短期內不容過度看空，理由是此要求歐元、日圓升值，但歐、日經濟表現低迷，無法支持其匯

價走強。

二、歐洲

(一) 歐元區

歐元區 7、8 月的工業生產平均數較第二季下跌 0.9%，其中德國工業生產下跌 0.9%，已跌逾四個季度，法國、義大利工業生產分別下跌 1.1%、0.5%，可能係受到德國製造業景氣疲軟的外溢影響。歐元區 10 月綜合 PMI 自近六年低點的 50.1 略升至 50.2，訂單指數增加 1.6 點至 45、庫存指數降至 2016 年以來最低，可望使未來產出回穩，此可能是受惠中國近期景氣略有回暖所致。不過，製造業的低迷情勢已開始蔓延至其他經濟活動，如 10 月的消費者信心指數下降 1.1 點至 -7.6，第三季企業借款成長率仍較上季減少 5 個百分點至 1%，其中屬資本支出的借款貢獻減少 4 個百分點，反映景氣疲弱使企業投資態度轉趨保守。

歐洲央行在 10 月 24 日維持貨幣政策不變，重申在 11 月啟動每月規模 200 億歐元的量化寬鬆(QE)。此外，因歐元區景氣疲弱、市場對通膨預期亦持續下滑，該行不太可能調升通膨展望(現行預估 2021 年通膨為 1.5%，低於 2% 的政策目標)，是以預期歐洲央行將在明年 3 月前再度降息 10 個基點。

近一個月歐元自 1.09 美元的低點回升至 1.11 美元以上，主要是風險情緒降溫，再加上美國降息預期使美元走弱等。展望未來，由於歐元近一個月反彈態勢強勁，再加上法國將實施減稅、德國基民黨對財政平衡的態度軟化等，提振市場對前景的信心，故歐元在 1.10 美元以上浮現買盤支撐，惟政經情勢明朗化及風險因素進一步下降前，歐元仍將缺乏升值動能，故預估短期內歐元將在 1.11~1.13 美元區間盤整。

(二) 英國

8 月 GDP 月減 0.1%，但由於 7 月 GDP 成長率上修 0.1 個百分點至 0.4%，使此兩月年化成長率約為 1.8%，反映景氣自第二季深跌反彈，不過，由於 9 月服務業 PMI 下跌 1.1 點至 49.5，反映民眾脫歐前審慎消費支出，致綜合 PMI 指數降至近三年最低的 49.3，故預估 9 月份 GDP 將繼續呈負成長，使得第三季經濟成長率約為 1%~1.5%，但仍優於英格蘭央行預估的 0.8%，從而減輕降息壓力。

隨著硬脫歐的可能性大幅下降，近一個月英鎊自 1.23 美元一度急升至

近五個月高點的 1.3 美元，並在 1.28 美元以上有買盤支撐。展望未來，雖然國會已通過脫歐協議表決，但相關的立法程序無法如期進行，使得脫歐被迫延宕，目前歐盟同意脫歐期限延至 2020 年 1 月底，此外，國會已通過 12 月 12 日提前大選的決議，由保守黨民調約 35% 並保持領先來看，保守黨有望勝選並掌握國會多數，從而加速脫歐進展。

三、中國

第三季經濟成長下滑 0.2 個百分點至 6.0%，主要係第一級、第二級產業成長放緩所致，前者反映豬瘟使豬隻生產減少，加上氣候因素波及相關農獲所致，後者則係製造業動能趨緩所致，建築業動能回升只能抵銷部分影響；第三級產業成長則略為加速，以房地產業及租賃服務回升程度較大，前者反映該季房屋銷售回升的影響，通訊傳輸業及金融業動能減弱則抵銷部分成長。

9 月主要經濟指標顯示，消費及投資表現大致符合預期：(1)零售額年增率上揚 0.3 個百分點至 7.8%，主要係汽車銷售跌幅縮小所致，不含汽車之零售額成長則放緩至 9.0%；(2)1-9 月固定資產投資年增 5.4%，較前八月下滑 0.1 個百分點，製造業投資放緩仍為主要拖累因素，基礎建設在政策支持下有所加速，房地產投資成長則維持在近一成的穩健水準；(3)工業生產年增率上揚 1.4 個百分點至 5.8%，但該指標今年以來呈較大幅度的波動，且皆是在季末的月份顯著回升，是以仍呈逐季放緩之勢，其中該月以電子通信製造業回升程度較大，反映近期科技新品上市帶動相關需求所致。

9 月商品出口跌幅擴大 2.2 個百分點至 3.2%，主要是對 G3 國家出口疲軟所致，其中尤以對美國出口縮減近兩成為最，對日本出口亦轉呈縮減，對歐洲出口則顯著放緩；對非 G3 國家出口則大致持穩，其中對新興亞洲成長仍高於平均，顯示區域供應鏈仍持續移轉的影響。就商品觀之，主要出口產品皆呈縮減，尤以高附加價值產品減幅為最，機電產品及低附加價值產品出口跌幅亦皆有所擴大。進口跌幅擴大 2.9 個百分點至 8.5%，內需品及中間財皆呈疲弱之勢，顯示國內經濟及貿易動能皆尚未回穩，以及國際大宗商品價格較低的影響。

9 月消費者物價(CPI)通膨上揚至 3.0%，其中食物通膨上揚 1.2 個百分點至 11.2%，主要受豬肉供應吃緊(按，豬肉通膨近七成)連帶推升其他肉類價格，加上水果通膨仍居高的影響。非食物通膨下降 0.1 個百分點至 1.0%，連續第六個月呈放緩之勢，顯示民間消費力道不足所致。

金融數據方面，9月人民幣新增貸款1.69兆元，年增率上揚0.1個百分點至12.5%，終止連續五個月的放緩之勢，主要係對企業放款加速成長抵銷對家戶部門減速所致，前者主要由短期借款上揚所帶動，但中長期借款增幅低於上半年平均水準，顯示企業投資意願仍未明顯改善；9月社會融資規模(TSF)增加2.27兆元，增幅持平於上月的10.8%，主要係銀行貸款及企業債券淨融資上揚，被地方政府專項債券發行放緩所抵銷，後者反映基期較高且該月已將今年度發行額度用罄的影響。

四、日本

第三季實質出口季增1.8%，較上季成長1.7個百分點，主要係電子業旺季帶動對亞洲國家出口成長，以及對歐盟汽車出口回升所致，不過，由於國內需求減緩，第三季工業生產季減0.6%，故雖預期第三季淨出口對經濟成長的貢獻可望自上季的-1.2%轉正，但依工業生產以及內需轉弱的動向來看，第三季經濟成長率恐自上季的1.3%降至0.5%附近。10月服務業PMI下滑2.5點至50.3，製造業PMI則受國內需求放緩而小幅下滑0.4點至48.5，內閣府亦預估10月工業生產將月減1.6%等，使得第四季景氣恐將遜於第三季表現，未來一年景氣陷入衰退的機率持續增加。

日銀10月底維持貨幣政策不變，惟下修2019~2021年經濟成長率0.1~0.2個百分點至0.6%、0.7%、1%，2021年通膨則是下修0.1個百分點至1.5%，對景氣的評估轉弱，但認為通膨動能減少的風險並未增加，此可能係因日圓匯率尚為穩定之故。利率前瞻指引敘明只要通膨動能流失，則短、長期利率將一直保持在目前或更低水準，對市場持續傳達寬鬆立場，反映日銀自7月以來不斷對市場塑造寬鬆貨幣的預期心理，從而減少日圓升值的壓力，以保留相當有限的政策工具。

近一個月匯率大多持穩在108~109日圓兌1美元區間波動，可能是日本壽險業者購買未承做匯率避險的外國債券所致，此外，美中貿易戰暫時休兵、英國應可避免硬脫歐、美國解除對土耳其的制裁等使避險需求下降。展望未來，雖然日本經濟情勢可能需要更寬鬆的貨幣政策支持，但日銀貨幣政策空間已是相當有限，使日圓走勢主要取決於避險需求，基於近期全球風險情緒有所降溫，預期日圓將維持107~110兌1美元的水準。

五、澳洲

9月就業人數增加1.47萬人，符合市場預期，且主要係全職就業人數

增加 2.6 萬人抵銷兼職就業人數減少的影響；若就三個月平均觀之，9 月就業人數增加 2.9 萬人，其中全職及兼職約各占一半。另一方面，儘管該月就業人數增加不及過去半年水準，但由於勞動參與率較上月略為下降，有些人退出求職行列，是以使失業率略降至 5.2%，相近過去半年平均水準。

物價方面，第三季消費者物價季增 0.5%，符合市場預期，其中商品通膨季增 0.4%，主要係家用燃氣上揚、菸稅調漲，以及受澳幣貶值影響推升進口消費品的影響，惟電費調降以及自付藥物負擔減輕抵銷部分漲幅；服務通膨季增 0.7%，主要受國際旅遊旺季推升娛樂通膨，房地產稅調漲，以及外食費用上揚所致。核心通膨年增率持平於前一季的 1.6%，仍低於央行目標 2-3% 區間。

澳洲央行於 10 月 1 日的貨幣政策會議調降政策利率一碼至 0.75%，其表示此舉有助就業及薪資增長、減少市場閒置產能以及提升通膨朝目標趨近的信心。另一方面，該行雖表示第二季經濟成長不如預期，但 2019 上半年經濟動能已較去年下半年略有改善，在近期貨幣及財政政策皆有所放寬以及房市略呈回穩的情況下，皆有助經濟成長；該行仍表示消費為國內主要不確定因素，且對其敘述較前月不樂觀，反映就業前瞻指標轉弱的影響。此外，對未來貨幣政策的指引較為鴿調，該行表示若有必要已準備好再度放寬貨幣政策以達到通膨目標及充分就業(按，上月描述為降低失業率)。

一、美國

(一) 第三季經濟成長 1.9%

第三季經濟成長率為 1.9%，雖略低於第二季的 2%，為 2018 年第四季以來最差表現，但創美國史上最長擴張期間紀錄，主要反映：(1)消費支出年化增加率從第二季異常強勁的 4.6%，減緩至仍相當堅實的 2.9%，但持續為景氣最大貢獻者，顯示在勞動市場活絡，實質可支配所得擴張 2.9% 之下，支撐民間消費保有穩健動能；(2)非住宅投資已於第二季轉呈萎縮 1%，本季更惡化至 -3%，原因是製造業活動下滑使設備投資減少 3%，以及能源價格走跌導致鑽井數下降拖累結構投資重挫 15.3%；(3)住宅投資拜房貸及短期利率下跌之賜，終結連續六季的萎縮，止跌回升 5.1%，但對經濟成長只貢獻 0.18 個百分點。

展望未來，預期消費活絡與投資不振的雙元經濟仍將持續，景氣幾乎完全依賴消費支出，在失業率創新低情形下，就業成長日漸緩和，加上減稅的刺激效果減弱，一般認為經濟成長介於 1.8~2% 將為常態。

以下就 9 月份指標觀之，製造業採購經理人指數再度重挫至 47.8，除了連續第二個月落入收縮領域外，更創 2009 年 6 月以來新低。其中，新訂單指數雖從十年來的低點微幅回升 0.1 點至 47.3，但外銷訂單指數連續第四個月大跌至除了金融海嘯時期以外的歷史最低(41)，生產、就業及存貨指數則皆下滑至 2016 年以來的低點，主因是貿易戰進一步升溫的影響。

耐久財訂單月減 1.1%，為 5 月以來最大減幅，主要受運輸工具訂單重挫 2.7% 的拖累，其中，民用飛機訂單大跌 11.8%，為最大元凶，反映波音 737 MAX 仍然停飛的影響。此外，汽車訂單亦顯著下跌 1.6%，則是反映月中通用汽車大罷工的影響。但即使不包括運輸工具項目，其他耐久財訂單仍萎縮 0.3%，顯示製造業整體景氣走弱。值得注意的是，代表企業設備投資的核心資本財訂單月減 0.5%，仍處下降趨勢，可見貿易政策的不確定性及全球經濟成長持續減緩已使企業延後投資計畫。

工業生產月減 0.4%，雖然拜史上第二熱的九月天氣推升空調用電需求之賜，使公用事業產出躍增 1.4%，但不足以抵銷礦業及製造業產出分別萎縮 1.4% 及 0.5% 的影響。其中，礦業主要受油價下跌使能源相關產出下滑的拖累，製造業則深受 9 月 15 日起通用汽車大罷工所導致的汽車產出重挫 4.2% 衝擊，但非汽車製造業生產亦萎縮 0.2%，顯示整體製造業持續受到貿易緊張的壓力。展望未來，雖然通用汽車已與工會達成暫時性協議，但尚待工會會員投票表

決，若獲得通過也需數週來決定最後條文，之後才會結束長達一個多月的罷工。是以，預期 10 月份汽車生產仍將受其拖累而下滑，跌幅端視員工何時復工而定，至於 11 月份則可望在全面復工下出現補償性大幅反彈回升。

在勞動市場方面，9 月就業只月增 13.6 萬人，雖然有一部分是受先前兩個月合計上修 4.5 萬人提高比較基期的影響，但最近三個月每月平均增加 15.7 萬人，不僅低於之前三個月平均的 17.1 萬人，更遠低於去年全年每月平均的 22.3 萬人，顯示就業動能已從強勁減緩至堅實水準。另一方面，失業率卻下降 0.2 個百分點至 3.5%，為 1969 年 12 月以來新低，反映勞動需求強勁使許多失去求職勇氣者及非自願兼職者逐漸受惠而獲得工作機會的結果。例如高中以下學歷者及西語裔者的失業率即分別降至 4.8% 及 3% 的歷史新低，影響所及，廣義失業率下滑 0.3 個百分點至 6.9%，為 2000 年以來最佳表現。但因這些族群所獲得的新增工作機會多為低薪之故，是以每工時薪資年增率下滑 0.3 個百分點至 2.9%，為 2018 年 7 月以來最低，從而有助通膨溫和以及讓實質所得持續擴張。

9 月份零售額月減 0.3%，為 2 月以來首度負成長，顯示消費者支出趨於審慎。主要反映油價下跌使加油站銷售萎縮 0.7%，以及 8 月份強勁成長的汽車及非實體店面銷售分別於本月拉回下跌 0.9% 及 0.3% 的影響。儘管單一月份表現不佳，但第三季零售額仍較第二季增加 1.5%，可見其尚能維持穩健擴張趨勢，何況油價下跌將有助消費者增加非能源支出，以及最近幾週的初領失業補助人數續處歷史低點附近，顯示就業市場保有動能，加上美中貿易談判露出曙光，可能達成第一階段協議等，均讓人有理由相信消費者支出只是暫時走疲，不容過度悲觀。

在房屋市場方面，9 月份成屋及新屋銷售分別月減 2.2% 及 0.7%，顯示房貸利率下滑雖使 8 月份成屋及新屋銷售受到激勵而顯著擴張，但隨著 9 月成屋銷售受限於庫存年減 2.7%，讓購屋者有較少的選擇，以及成交房價中位數年增 5.9%，為 2018 年元月以來最大增幅等因素影響，已抵銷房貸利率走低的利多而轉呈拉回下跌。新屋銷售則是拜業者降價促銷，使成交房價中位數年減 8.8% 降至 29.9 萬美元，為 2017 年 2 月以來新低之賜，月減幅只有 0.7%，今年以來仍呈上升趨勢。

但因新屋庫存量月減 2 千戶之故，致需求流向預售屋使其銷售量升至三個月新高，從而帶動 9 月份獨戶住宅開工戶數月增 0.3%，為連續第四個月增加。另一方面，波動激烈的多戶集合住宅開工戶數則受業者及放款機構態度

轉趨審慎，擔心就業減緩及殖利率倒掛隱含的景氣衰退風險而於 9 月大跌 28.2%，遠遠超過獨戶住宅的增幅，使新屋開工戶數從 8 月的 12 年高峰顯著月減 9.4%。展望未來，由於 10 月份房建業者的信心指數上升 3 點至 71，為 20 個月新高，顯示業者認為低房貸利率及專注於推出合宜價格住宅將可以吸引買方重返市場。

（二）聯準會今年內第三度降息一碼

在通膨方面，9 月份消費者物價持平，主要反映能源價格月減 1.4%，被食物及核心價格皆只月增 0.1% 所抵銷的結果。其中，能源價格為五個月來的第四個月下跌，係受汽油價格重挫 2.4% 的影響，食物價格則是持平三個月後的首度上揚，主要由於外食價格月增 0.3% 所致，核心物價漲幅由 8 月的 0.3% 下降 0.2 個百分點，原因是二手車及成衣價格漲多拉回分別下跌 1.6% 及 0.4%，使核心貨品價格月減 0.3%，能抵銷核心服務價格穩定月增 0.3% 的大半漲幅結果。

10 月 29~30 日的 FOMC 會議如眾所預期降息一碼至 1.5%~1.75%，其會後聲明幾乎與前次會議相同，唯一的主要差別在於前瞻指引，此次刪除「考量未來利率途徑」字句，及以語氣較弱的「評估利率適當途徑」來取代語氣較強的「將採取適當行動以維持景氣擴張」，意味降息門檻條件已從資料必須改善才能使聯準會不降息，提高至資料必須惡化才能使聯準會降息，顯示聯準會可能暫停採取降息行動，來評估連續降息三次對景氣的效果。由於聯準會主席鮑威爾在記者會表示，貿易緊張及英國脫歐相關的風險已有改善跡象，可見短期未來美國景氣最大的兩個下行風險減輕，此外，儘管第三季景氣擴張減速，但尚處於長期平均的 1.8~2% 範圍內，是以市場普遍預期聯準會將於 12 月中的 FOMC 會議維持利率不變。

（三）美元漲多拉回

10 月初以來，美元指數從接近 100 降至月底的 97~98 區間，主要反映：(1) 美中貿易談判的第一階段協議進展順利，可望於 11 月 16~17 日的 APEC 峰會由雙方領導人簽署文本，以及英國與歐盟達成脫歐協議，且獲得英國國會通過，但被否決脫歐時間表，是以脫歐日期延後至明年元月底，前述情形均使不確定降低，有助全球景氣，改善市場風險情緒，除了導致資金由安全資產流向風險資產外，亦讓美元、日圓不再有避險需求的支撐；(2) 美國 9 月份經濟指標普遍疲軟，使美國景氣獨強的局面受到質疑，導致美元較少受到

景氣面的支持，但因其他國家經濟展望亦下修，貨幣政策將更為偏向寬鬆之故，是以美元貶幅有限。

展望未來，預期美元指數將只是 9 月底創兩年多新高後的漲多拉回整理而已，短期內不容過度看空，理由是此要求歐元、日圓升值，但歐、日經濟表現低迷，無法支持其匯價走強。英國脫歐結局即將於未來兩、三個月確定，雖有助於歐元區景氣，但效果有限不足以扭轉頹勢。另，美中貿易戰暫時休兵雖能緩和中國經濟的下行風險，但在其第三季經濟成長率降至 27 年來新低的 6% 壓力下，官方勢將限制人民幣的回升幅度，也是原因之一。

二、歐洲

(一) 歐元區

歐元區 8 月名目出口月增 0.4%，使其 7、8 月平均較第二季上揚 0.3%，主要是對美國的出口穩健成長，以及英國延後脫歐推動需求回升，不過，對亞洲、土耳其、中東等地區的出口依舊不振，且由於美國 9 月起對中國新一輪加徵關稅，並在 10 月 18 日起對法、德、英、西製造的客機加徵 10% 關稅，對歐盟 75 億歐元進口品加徵 25% 關稅，勢必不利出口表現，故預期第三季出口成長率雖可望自上季的 -0.9% 轉正，但第四季將再度回落，且不排除歐盟對美國採取報復性關稅，從而推升貿易戰層級，增添下行風險。

儘管出口回升，但歐元區 7、8 月的工業生產平均數仍較第二季下跌 0.9%，其中德國工業生產下跌 0.9%，已跌逾四個季度，反映該國製造業者除了受到出口走勢的影響外，汽車排放新制、生產外移等供給面衝擊亦是主導因素，是以德國 9 月製造業 PMI 降至 2009 年以來最弱，景氣保持下行趨勢；此外，法國、義大利工業生產分別下跌 1.1%、0.5%，可能係受到德國製造業景氣疲軟的外溢影響。

歐元區 10 月綜合 PMI 自近六年低點的 50.1 略升至 50.2，雖仍屬疲弱，但訂單指數增加 1.6 點至 45、庫存指數降至 2016 年以來最低，可望使未來產出回穩，使歐元區製造業不再加速衰退，此可能是受惠中國近期景氣略有回暖所致。不過，製造業的低迷情勢已開始蔓延至其他經濟活動，例如歐元區 PMI 的就業指數降至 2014 年底以來最低、德國就業成長顯著放慢等，對消費動能有不利影響，如 10 月的消費者信心指數下降 1.1 點至 -7.6，不排除是消費開始轉弱的跡象；此外，據第三季銀行放貸調查，雖然目前資金借貸更趨

寬鬆，但第三季企業借款成長率仍較上季減少 5 個百分點至 1%，其中屬資本支出的借款貢獻減少 4 個百分點，反映景氣疲弱使企業投資態度轉趨保守。

物價方面，9 月份核心通膨只略增 0.07 個百分點至 1.02%，且是服務業通膨所推升，可能係較為波動的套裝旅遊價格季節性上揚所致，而商品通膨持平在 0.3%，則反映消費需求擴張較為溫和的因素，從而使企業審慎調整售價，是以預估核心通膨將繼續維持在 0.8~1.0% 附近波動。

歐洲央行在 10 月 24 日維持貨幣政策不變，重申在 11 月啟動每月規模 200 億歐元的量化寬鬆(QE)，此為總裁德拉吉在任期內的最後一次會議，其認為製造業的疲軟開始外溢至其他部門，景氣正逐漸喪失成長動能，暗指貨幣政策仍有擴大寬鬆的必要。接替總裁的拉加德(Christine Lagarde)在歐洲議會的聽證會表示將延續歐洲央行現行的貨幣政策，並認為需要財政政策刺激歐元區景氣及通膨，顯示其立場偏鴿。此外，因歐元區景氣疲弱、市場對通膨預期亦持續下滑，該行不太可能調升通膨展望(現行預估 2021 年通膨為 1.5%，低於 2% 的政策目標)，是以預期歐洲央行將在明年 3 月前再度降息 10 個基點。

近一個月歐元自 1.09 美元的低點回升至 1.11 美元以上，主要是美中貿易戰停戰、硬脫歐的可能性縮小等致風險情緒降溫，再加上美國降息預期使美元走弱等。展望未來，由於歐元近一個月反彈態勢強勁，且風險因素降溫，再加上主要國家財政立場趨向寬鬆，如法國將實施減稅、德國基民黨對財政平衡的態度軟化等，提振市場對前景的信心，故歐元在 1.10 美元以上浮現買盤支撐，惟政經情勢明朗化及風險因素進一步下降前，歐元仍將缺乏升值動能，故預估短期內歐元將在 1.11~1.13 美元區間盤整。

(二) 英國

8 月 GDP 月減 0.1%，但由於 7 月 GDP 成長率上修 0.1 個百分點至 0.4%，使此兩月年化成長率約為 1.8%，反映景氣自第二季深跌反彈，不過，由於 9 月服務業 PMI 下跌 1.1 點至 49.5，反映民眾脫歐前審慎消費支出，致綜合 PMI 指數降至近三年最低的 49.3，故預估 9 月份 GDP 將繼續呈負成長，使得第三季經濟成長率約為 1%~1.5%，但仍優於英格蘭央行預估的 0.8%，從而減輕降息壓力。

近一年英國受到脫歐導致移入人口減少的影響，勞動供給相當緊缺，進而使失業率降至逾 40 年低點，不過，受到歐元區景氣疲軟、脫歐等因素拖

累，勞動市場在今年 6 月起顯露放緩的跡象，其中 6~8 月就業人數下降 5.6 萬人，主要是兼職及自雇人數大幅減少，為 2015 年 5 月以來最大降幅，職缺數亦連續八個月下滑，失業率則是上升 0.1 個百分點至 3.9%。此外，9 月服務業 PMI 的勞動雇用指數降至 2009 年以來最低的 47.8、英國招聘與就業聯合會(REC)亦指出勞動雇用已連續七個月下降等，均顯示短期內失業率將繼續上升。在薪資方面，8 月民間經常性薪資年增率持平 4%，且其 6~8 月的平均數較 3~5 月成長近 5.2%，為 2007 年 9 月以來最多，惟隨著勞動市場放緩，預期未來薪資將難有再加速調漲的空間。

9 月消費者通膨持平於 1.7%，與英格蘭銀行預期相符，不含食品及能源的核心通膨則增加 0.2 個百分點至 1.7%，主要是娛樂及個人服務通膨自 1.4% 升至 3%，以及裝潢服務通膨自 2.2% 升至 2.8%，反映受到薪資上漲的壓力所推動。此外，核心商品通膨下降 0.1 個百分點至 0.4%，可能係因近期消費表現疲弱使企業審慎調整售價，惟在薪資以及進口價格上漲的成本壓力下，預期通膨仍將繼續朝向 2% 的目標水準上揚。

隨著硬脫歐的可能性大幅下降，近一個月英鎊自 1.23 美元一度急升至近五個月高點的 1.3 美元，並在 1.28 美元以上有買盤支撐。展望未來，雖然國會已通過脫歐協議表決，但相關的立法程序無法如期進行，使得脫歐被迫延宕，目前歐盟同意脫歐期限延至 2020 年 1 月底，此外，國會已通過 12 月 12 日提前大選的決議，由保守黨民調約 35% 並保持領先來看，保守黨有望勝選並掌握國會多數，從而加速脫歐進展，故高盛預期 1 月底前脫歐機率為 65%，不脫歐機率 30% (若支持二次公投的工黨取得國會多數)、硬脫歐機率 5%，預期英鎊將繼續在 1.28~1.3 美元盤整。

三、中國

(一) 第三季經濟成長持續放緩

9 月份官方製造業 PMI 上揚 0.3 點至 49.8，略優於市場預期，其中生產指數增加 0.4 點至 52.3，為近半年新高表現，相對較其他主要構成指標為佳；新訂單指數上揚 0.8 點至 50.5，為近五個月首度回升至擴張區間，反映新出口訂單上揚 1.0 點至 47.1 的助益，可能係該月美中雙方皆有宣布將部分進口商品納入關稅豁免清單的影響。但今年以來新訂單指數呈逐季下降趨勢，加上第三季進口指數低於上半年水準，顯示國內需求尚未回穩；就業指數略為上揚至 47.0，維持在近五個月的區間，儘管中國政府將穩就業做為首要目標，

但廠商雇用意願改善幅度仍不明顯。此外，非製造業指數下降 0.1 點至 53.8，且呈逐季減少之勢，主要是服務業活動回升不足以抵銷營建活動放緩的影響。

第三季經濟成長下滑 0.2 個百分點至 6.0%，低於市場預期，主要係第一級、第二級產業成長放緩所致，前者反映豬瘟使豬隻生產減少，加上氣候因素波及相關農獲所致，後者則係製造業動能趨緩所致，建築業動能回升只能抵銷部分影響；第三級產業成長則略為加速，以房地產業及租賃服務回升程度較大，前者反映該季房屋銷售回升的影響，通訊傳輸業及金融業動能減弱則抵銷部分成長。就需求面觀之，投資及消費對經濟成長貢獻相近於上半年水準，分別由基礎建設、服務消費所帶動，惟國外淨需求對經濟成長貢獻略為下滑。

9 月主要經濟指標顯示，消費及投資表現大致符合預期：(1)零售額年增率上揚 0.3 個百分點至 7.8%，主要係汽車銷售跌幅縮小所致，不含汽車之零售額成長則放緩至 9.0%，主要受食品及服飾等日用品消費減弱的影響，耐久財零售則有所上揚；(2)1-9 月固定資產投資年增 5.4%，較前八月下滑 0.1 個百分點，製造業投資放緩仍為主要拖累因素，基礎建設在政策支持下有所加速，房地產投資成長則維持在近一成的穩健水準；(3)工業生產年增率上揚 1.4 個百分點至 5.8%，優於市場預期，但該指標今年以來呈較大幅度的波動，且皆是在季末的月份顯著回升，是以仍呈逐季放緩之勢，其中該月以電子通信製造業回升程度較大，反映近期科技新品上市帶動相關需求所致。

9 月商品出口跌幅擴大 2.2 個百分點至 3.2%，主要是對 G3 國家出口疲軟所致，其中尤以對美國出口縮減近兩成為最，反映美國該月起對新一輪的中國進口商品加徵關稅的影響，對日本出口亦轉呈縮減，對歐洲出口則顯著放緩；對非 G3 國家出口則大致持穩，其中對新興亞洲成長仍高於平均，顯示區域供應鏈仍持續移轉的影響。就商品觀之，主要出口產品皆呈縮減，尤以高附加價值產品減幅為最，機電產品及低附加價值產品出口跌幅亦皆有所擴大。進口跌幅擴大 2.9 個百分點至 8.5%，內需品及中間財皆呈疲弱之勢，顯示國內經濟及貿易動能皆尚未回穩，以及國際大宗商品價格較低的影響。

美中貿易協商方面，雙方表示達成第一階段協議，主要包含中國購買更多美國農產品、中國加速國內金融市場的開放、更透明且市場導向的人民幣匯價機制以及履行協議的機制等，值得注意的是，該協議仍待雙方領導人簽署。另一方面，近期 IMF 下修中國今、明兩年經濟成長率各 0.1、0.2 個百分點至 6.1%、5.8%，其表示此不只反映美中貿易戰的衝擊，尚包括為抑制債務

風險而導致國內需求動能減弱的影響。

(二) 食物通膨仍為推升消費者物價主要因素

9月消費者物價(CPI)通膨上揚至3.0%，其中食物通膨上揚1.2個百分點至11.2%，主要受豬肉供應吃緊(按，豬肉通膨近七成)連帶推升其他肉類價格，加上水果通膨仍居高的影響。非食物通膨下降0.1個百分點至1.0%，連續第六個月呈放緩之勢，顯示民間消費力道不足所致。展望未來，受供給面影響，預期食物仍為影響未來數月物價的主要因素，但核心通膨趨緩，顯示人行不致採取較緊縮的貨幣政策以抑制通膨。

9月生產者物價(PPI)通縮幅度擴大0.4個百分點至1.2%，其中採掘業通膨顯著放緩，反映國際油價疲弱的影響，原材料業、加工業通縮幅度持續擴大，顯示製造業動能疲弱所致；以消費者為導向的生產者通膨則有所回升，主要係食品通膨上揚所致。展望未來，由於近期美中達成階段性協議，加上基期較高因素消退影響，有助生產者物價通縮情勢縮小。

(三) 人行維持穩健的貨幣政策

金融數據方面，9月M2年增率上揚0.2個百分點至8.4%，主要係信貸增幅及民間存款上揚所致；9月人民幣新增貸款1.69兆元，年增率上揚0.1個百分點至12.5%，終止連續五個月的放緩之勢，主要係對企業放款加速成長抵銷對家戶部門減速所致，前者主要由短期借款上揚所帶動，但中長期借款增幅低於上半年平均水準，顯示企業投資意願仍未明顯改善；9月社會融資規模(TSF)增加2.27兆元，增幅持平於上月的10.8%，主要係銀行貸款及企業債券淨融資上揚，被地方政府專項債券發行放緩所抵銷，後者反映基期較高且該月已將今年度發行額度用罄的影響。

人行對銀行業季度問卷調查顯示，貨幣政策感受指數(按，衡量貨幣政策寬鬆程度的感受)連續第二季下降至54.5，儘管仍明顯高於過去兩年水準，但顯示人行為防範金融風險並未放手讓貨幣政策過於寬鬆，事實上，今年以來社會融資規模增幅雖有逐季回升但仍低於去年平均水準；貸款需求指數為65.9，略低於過去一年平均水準。

(四) 樂觀消息帶動人民幣回升

10月上半月由於美中達成第一階段協議的樂觀情緒，以及英國硬脫歐機率下降使避險情緒降溫，加上市場對月底聯準會降息預期上揚使國際美元回

落，致人民幣兌美元由月初的 7.15 元價位回升至 14 日的 7.068 元價位；爾後由於中國經濟數據不如預期，美中貿易正負面消息的不確定性抑制市場追高人民幣力道，使人民幣下半月呈區間略偏升之勢，30 日收在 7.055 元價位，為 8 月下旬以來新高。展望未來，由於市場仍待美中雙方簽署第一階段協議文本，若貿易緊張之勢能逐步緩解，將有助降低人民幣貶值壓力，但是否可能回升至 7 元以下仍主要取決於既有加徵關稅何時移除。

四、日本

(一) 內需轉弱，景氣陷入衰退的風險增加

受到消費稅調漲在即的影響，第三季零售額季增率達 3.2%，不過，對於有較佳預測 GDP 能力的消費總和指數(COI)7、8 月平均數反而較第二季下跌 0.2%，則係因民眾提前購買高單價的耐久財，如家電、汽車等，從而挹注零售額成長，但未必反映在調整物價後的實質支出(即 COI)所致，可能是今年企業對員工獎金發放不如去年慷慨，再加上 4 月起政府嚴加管控超時工作情形，導致非經常性薪資下滑，從而使實質消費成長不如預期。雖然 9 月份將因消費高峰帶動 COI 回彈，但由於消費趨勢偏弱，第三季消費支出恐將自上季的 2.5%轉為負成長，並預期第四季將受到消費稅上調的影響而繼續萎縮。

在投資方面，受到全球景氣轉弱以及美中貿易戰影響，10 月初日銀的短觀調查中，大型製造業預估 2019 財年的利潤將年減 10.2%，較前次下修 2.2 個百分點，非製造業則是因消費力道不如預期，再加上消費稅調漲的影響，預估利潤將年減 4.8%，下修 3.4 個百分點，顯見企業信心正持續減弱，進而不利投資需求，例如大型企業已下修 2019 財年固定資產投資的成長率 0.7 個百分點至 6.6%，此反映在 7、8 月國內核心機械訂單平均較第二季下跌 2%，預估其第三季將季減 6.1%，是以第三季民間投資成長率恐遜於上季的 0.8%，且不排除第四季將轉呈負成長。

第三季實質出口季增 1.8%，較上季成長 1.7 個百分點，主要係電子業旺季帶動對亞洲國家出口成長，以及對歐盟汽車出口回升所致，不過，由於國內需求減緩，第三季工業生產季減 0.6%，故雖預期第三季淨出口對經濟成長的貢獻可望自上季的-1.2%轉正，但依工業生產以及內需轉弱的動向來看，第三季經濟成長率恐自上季的 1.3%降至 0.5%附近。

雖然出口回溫，但由於美國自 9 月起對中國新一輪加徵關稅，且電子業

旺季週期效果將漸漸消退，恐抑制後續的成長力道，此外，由於消費稅上調，10月服務業PMI下滑2.5點至50.3，製造業PMI則受國內需求放緩而小幅下滑0.4點至48.5，內閣府亦預估10月工業生產將月減1.6%等，使得第四季景氣恐將遜於第三季表現，且不排除轉為負成長。綜上所述，日本面臨內、外需逆風因素影響，且企業信心不振拖累投資需求，未來一年景氣陷入衰退的機率持續增加。

（二）日銀維持寬鬆立場不變

在物價方面，9月消費者通膨下降0.1個百分點至0.2%，為連續三個月下降，主要是能源價格放緩，反映國際油價走弱以及日圓匯率走強的影響，排除較為波動的生鮮食品及能源價格後，新核心通膨下跌0.1個百分點至0.5%，主要是業者透過降價促銷來減輕消費稅的衝擊，預期將繼續抑制第四季通膨走勢，例如10月東京區新核心通膨只上升0.1個百分點至0.7%，遠低於2014年4月的升幅(當時消費稅上調3個百分點，新核心通膨跳升1.7個百分點)，故預期全國新核心通膨將繼續維持在0.5%以下，若不包含消費稅及公共育幼院免費的影響，新核心通膨預估將維持在0.2%~0.3%的水準。

雖然日銀9月宣布將重新評估景氣動向，引起再度降息的猜測，但由於美中貿易戰休兵、金融市場表現穩定等，降息壓力有所減輕，故日銀10月底仍維持貨幣政策不變，惟下修2019~2021年經濟成長率0.1~0.2個百分點至0.6%、0.7%、1%，2021年通膨則是下修0.1個百分點至1.5%，對景氣的評估轉弱，但認為通膨動能減少的風險並未增加，此可能係因日圓匯率尚為穩定之故。利率前瞻指引敘明只要通膨動能流失，則短、長期利率將一直保持在目前或更低水準，對市場持續傳達寬鬆立場，反映日銀自7月以來不斷對市場塑造寬鬆貨幣的預期心理，從而減少日圓升值的壓力，以保留相當有限的政策工具。

（三）風險情緒降溫，預期日圓偏弱盤整

近一個月匯率大多持穩在108~109日圓兌1美元區間波動，觀察資本流動狀況，10月前兩週日本對海外長期債券的投資部位淨增1.6兆日圓，是8月以來最強勁的流出幅度，此可能是日本壽險業者購買未承做匯率避險的外國債券所致，具季節性因素，為日圓偏弱的成因之一，此外，美中貿易戰暫時休兵、英國應可避免硬脫歐、美國解除對土耳其的制裁等使風險情緒降溫，

使避險需求下降。展望未來，雖然日本經濟情勢可能需要更寬鬆的貨幣政策支持，但日銀貨幣政策空間已是相當有限，使日圓走勢主要取決於避險需求，基於近期全球風險情緒有所降溫，預期日圓將維持 107~110 兌 1 美元的水準。

五、澳洲

8 月商品與服務出口值月減 3.4%，其中非農產品減 3.5%，主要受鐵礦砂及燃煤價格下滑的影響，以及波動性較大的非貨幣黃金縮減逾兩成所致，農產品及服務出口上揚則抵銷部分跌幅；商品與服務進口月減 0.4%，以中間財減幅 3.8% 為最，資本財減 1.9% 次之，且已連續三個月下滑，顯示第三季資本支出恐難以回升，消費品亦略為縮減，波動性較大的非貨幣黃金上揚近四成則為抵銷因素。由於出口跌幅大於進口，使貿易順差降至 59.2 億澳元，低於過去三個月平均，但仍處高水準。

8 月零售額月增 0.4%，增幅為近半年新高，其中食物、非食物零售分別上揚 0.38%、0.46%，服飾、百貨及其他零售皆止跌回升，家具類零售連續第四個月溫和成長，餐飲零售跌幅則較上月縮小。展望未來，近期澳洲房市已略有回穩跡象，加上下半年起減稅推升可支配收入的效應或逐漸顯現，有助提升零售業表現。

9 月就業人數增加 1.47 萬人，符合市場預期，且主要係全職就業人數增加 2.6 萬人抵銷兼職就業人數減少的影響；若就三個月平均觀之，9 月就業人數增加 2.9 萬人，其中全職及兼職約各占一半。另一方面，儘管該月就業人數增加不及過去半年水準，但由於勞動參與率較上月略為下降，有些人退出求職行列，是以使失業率略降至 5.2%，相近過去半年平均水準。展望未來，ANZ 求職廣告續呈減少趨勢，儘管 NAB 就業指標有所回升但仍不及過去一年表現，顯示就業市場動能仍有所不足。

物價方面，第三季消費者物價季增 0.5%，符合市場預期，其中商品通膨季增 0.4%，主要係家用燃氣上揚、菸稅調漲，以及受澳幣貶值影響推升進口消費品的影響，惟電費調降以及自付藥物負擔減輕抵銷部分漲幅；服務通膨季增 0.7%，主要受國際旅遊旺季推升娛樂通膨，房地產稅調漲，以及外食費用上揚所致。核心通膨年增率持平於前一季的 1.6%，仍低於央行目標 2-3% 區間。

澳洲央行於 10 月 1 日的貨幣政策會議調降政策利率一碼至 0.75%，其

表示此舉有助就業及薪資增長、減少市場閒置產能以及提升通膨朝目標趨近的信心。另一方面，該行雖表示第二季經濟成長不如預期，但 2019 上半年經濟動能已較去年下半年略有改善，在近期貨幣及財政政策皆有所放寬以及房市略呈回穩的情況下，皆有助經濟成長；該行仍表示消費為國內主要不確定因素，且對其敘述較前月不樂觀，反映就業前瞻指標轉弱的影響。此外，對未來貨幣政策的指引較為鴿調，該行表示若有必要已準備好再度放寬貨幣政策以達到通膨目標及充分就業(按，上月描述為降低失業率)。是以市場預期在此波的降息循環中，澳洲央行仍還有降息一次的可能，惟由於下半月公布的失業率意外降低，使市場認為 11 月降息的機率由上旬的近五成降至月底的低於一成，12 月降息機率則近三成，較有可能降息的時點延後至明年第一季。

匯率方面，10 月澳幣兌美元呈震盪走升之勢，上中旬由於市場對美國聯準會降息的預期明顯上揚，以及美中達成第一階段協議，加上澳洲失業率意外下降，使澳幣兌美元由月初的 0.671 元價位升至 22 日的 0.688 元價位，近九月中旬以來的高點；爾後由於國際美元略為回升，加上市場仍審慎看待美中貿易協商以及英國脫歐的不確定性，使澳幣兌美元於 30 日收在 0.686 元價位。展望未來，由於澳洲目前失業率所處水準仍高於央行預估的自然失業率，且未較央行今年 6 月首次降息時改善，使澳洲央行再度降息的時點仍有可能早於市場預期，是以澳幣或呈偏弱之勢。

附表 主要貨幣對美元匯率

時間 \ 幣別	英鎊	瑞士法郎	日圓	新臺幣	歐元	澳元	加元	人民幣
2002年	1.5039	1.5548	125.16	34.56	0.9462	0.5439	1.5700	8.2770
2003年	1.6351	1.3443	115.90	34.41	1.1324	0.6528	1.3998	8.2770
2004年	1.8329	1.2427	108.15	33.41	1.2436	0.7367	1.3008	8.2768
2005年	1.8197	1.2463	110.12	32.18	1.2445	0.7626	1.2111	8.1943
2006年	1.8445	1.2522	116.28	32.53	1.2572	0.7534	1.1337	7.9734
2007年	2.0026	1.1997	117.75	32.84	1.3716	0.8397	1.0727	7.6075
2008年	1.8529	1.0824	103.49	31.54	1.4711	0.8522	1.0673	6.9487
2009年	1.5680	1.0848	93.62	33.04	1.3955	0.7946	1.1393	6.8314
2010年	1.5509	1.0418	87.97	31.65	1.3342	0.9201	1.0312	6.7703
2011年	1.6039	0.8869	79.70	29.46	1.3924	1.0328	0.9898	6.4615
2012年	1.5850	0.9379	79.83	29.61	1.2858	1.0357	0.9996	6.3123
2013年	1.5654	0.9270	97.50	29.77	1.3284	0.9692	1.0295	6.1515
2014年	1.6474	0.9159	105.91	30.37	1.3284	0.9023	1.1047	6.1614
2015年	1.5295	0.9580	121.03	31.90	1.1171	0.7522	1.2692	6.2732
2016年	1.3552	0.9852	108.77	32.32	1.1068	0.7440	1.3250	6.644
2017年	1.2884	0.9847	112.19	30.43	1.1298	0.7669	1.2984	6.7589
2018年	1.3351	0.9780	110.44	30.16	1.1813	0.7478	1.2964	6.6148
2019年								
1月	1.2895	0.9959	108.98	30.83	1.1421	0.7152	1.3310	6.7916
2月	1.3015	1.0016	110.47	30.81	1.1350	0.7140	1.3204	6.7399
3月	1.3168	1.0004	111.12	30.86	1.1299	0.7083	1.3990	6.7137
4月	1.3043	1.0087	111.69	30.86	1.1232	0.7110	1.3377	6.7171
5月	1.2841	1.0106	109.99	31.25	1.1185	0.6943	1.3460	6.8554
6月	1.2676	0.9836	108.04	31.34	1.1299	0.6947	1.3285	6.8992
7月	1.2475	0.9884	108.28	31.09	1.1210	0.6980	1.3104	6.8782
8月	1.2155	0.9790	106.20	31.41	1.1124	0.6768	1.3277	7.0646
9月	1.2354	0.9907	107.49	31.14	1.1008	0.6809	1.3246	7.1177
10月	1.2658	0.9933	108.17	30.73	1.1029	0.6796	1.3191	7.0960
第一週	1.2318	0.9965	107.35	31.04	1.0951	0.6735	1.3294	7.1484
第二週	1.2366	0.9958	107.68	30.86	1.0990	0.6750	1.3289	7.1260
第三週	1.2804	0.9928	108.62	30.66	1.0961	0.6793	1.3177	7.0804
第四週	1.2890	0.9904	108.60	30.60	1.1118	0.6842	1.3078	7.0708
月初	1.2302	0.9931	107.73	31.05	1.0936	0.6703	1.3215	7.1485
月底	1.2940	0.9870	107.98	30.46	1.1145	0.6888	1.3164	0.7387
最高	1.2968	0.9987	109.02	31.06	1.1162	0.6888	1.3331	7.1485
最低	1.2212	0.9853	106.87	30.46	1.0414	0.6703	1.3055	7.0387

註 1. 英鎊匯率按美元／英鎊、歐元匯率按美元／歐元、澳元匯率按美元／澳元表示。

2. 匯率除新臺幣為台北外匯市場銀行間收盤價格外，其餘為紐約外匯市場收盤價。