

主要國家匯率利率概述

第五零七輯

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一〇八年十一月三十日

主要國家匯率利率概述

目 錄

摘要	1
一、美國	6
(一) 經濟持續穩健擴張	6
(二) 聯準會暗示暫停降息	8
(三) 美元小幅回升	8
二、歐洲	9
(一) 歐元區	9
(二) 英國	10
三、中國	12
(一) 景氣動能持續減弱	12
(二) 食物通膨仍為推升消費者物價主要因素	13
(三) 人行調降公開市場操作利率	13
(四) 貿易協商的不確定性使人民幣略為回貶	14
四、日本	14
五、澳洲	16

摘要

一、美國

第三季經濟成長率上修 0.2 個百分點至 2.1%，略高於第二季的 2%，主要反映存貨投資對經濟成長的貢獻由負轉正，以及企業固定投資的萎縮幅度縮小所致。

工業生產月減 0.8%，為 2018 年 5 月以來最大跌幅。其中，製造業生產月減 0.6%，主因是通用汽車大罷工使汽車業減產 7.1% 所致，但非汽車製造業亦月減 0.1%，則受全球需求疲軟、貿易戰不確定性的影響。

就業只月增 12.8 萬人，主要反映：(1) 先前兩個月上修數據墊高比較基期；(2) 2 萬名政府臨時員工完成明年人口普查的準備工作而去職；(3) 通用汽車的 4 萬多人大罷工。由於後兩因素皆是暫時性，將於 11 月消失，是以可望推升該月就業人數，足見勞動市場動能仍相當堅實。

零售額回升 0.3%，足以抵銷前月的月減 0.3%，顯示民眾仍然願意增加消費，但在 13 個零售項目中只有 6 項增加，則反映購買態度有選擇性。核心零售額的最近三個月年化增加率，由 9 月的 6.3% 降至 4%，雖仍處穩健水準，但為九個月來最低，顯示消費動能有所減緩，預期其實質成長率可能從第三季的 2.9% 下滑，從而拖累該季經濟成長率至略低於 2% 的水準。

FOMC 會議紀要顯示，許多與會者認為儘管地緣政治與貿易緊張相關的不確定性有所減緩，但仍擔心製造業、貿易和企業投資的疲弱可能拖累就業和消費者支出，是以同意於該次會議降息一碼，但表示此次降息後，政策立場已得到很好的調整，足以支持經濟溫和成長。

美元指數小幅回升，主要反映：(1) 聯準會暗示暫時不再降息；(2) 美中貿易談判沒有新的實質進展，讓美元對此訊息的反應鈍化，是以在不確定性仍高之下，許多資金持續滯留美國，推升美股屢創新高。

展望未來，預期過去一年來的許多不確定性將續留至 2020 年，仍是影響美元走勢的主要因素。此外，尚有新增的不確定性，如美國國會的彈劾川普調查及明年 11 月的美國總統大選等，由於川普總統主張負利率及認為美元太強，是以若川普的彈劾風險升高或民主黨總統候選人的民意支持度高於川普，皆可能使美元走強，反之則否。

二、歐洲

(一) 歐元區

歐元區第三季經濟成長率略增 0.1 個百分點至 0.9%，今年前三季經濟成長率平均為 1.1%，遜於去年平均的 1.2%，歐盟執委會預估今年經濟成長為 1.1%。受惠於亞洲製造業景氣漸趨熱絡，歐元區 11 月製造業 PMI 增加 0.7 點至 46.6，且為連續兩個月回升，衰退幅度逐漸緩和。不過，服務業 PMI 指數下跌 0.7 點至 51.5，可能係義大利今年以來消費需求相當疲弱，以及西班牙加泰隆尼亞的抗爭衝擊消費信心及旅遊活動等因素。

歐元區 10 月核心通膨(不含食品及能源)雖增加 0.1 個百分點至 1.1%，但仍只是在今年以來的 0.9%~1.1% 區間內，反映企業審慎調整售價的影響，故歐盟執委會預估 2021 年調和消費者通膨只有 1.3%，遠低於目標的 2%。此外，歐洲央行新任總裁拉嘉德上任後，未對通膨及貨幣政策動向有太多著墨，惟今年底該行將重新審視貨幣政策工具，故預期暫時不會調整貨幣政策，使得今年不太可能出現第二度降息。

近一個月來歐元多維持 1.10~1.11 美元窄幅波動，主要是景氣動向大致符合預期，且歐洲央行未對貨幣政策明確表態，使市場抱持觀望態度。展望未來，歐元短期內缺乏升值動能，但若美中達成貿易協議、中國景氣回溫等，有助於帶動歐元回升至 1.12 美元以上。

(二) 英國

第三季經濟只季增 0.3%(年化成長率 1.2%)，且今年前三季經濟平均季增率只有 0.2%，主要是受到全球景氣放緩、脫歐等因素干擾，導致投資連續兩季下跌，惟淨出口在上季大幅下跌之後出現反彈，勉強支持第三季經濟不致呈現負成長。展望未來，景氣將延續疲態，10、11 月綜合 PMI 分別只有 50、48.5，為近 40 個月最低，雖預期 12 月 PMI 將出現反彈，但脫歐的不確定性將繼續縮限消費及投資，預估第四季景氣將不如第三季表現。

由於景氣持續走弱，英格蘭銀行在 11 月 7 日政策會議維持貨幣政策不變，但該行聲明若全球景氣轉弱或脫歐的不確定性延長，將有必要放寬貨幣政策，首次確立降息的先決條件。儘管如此，該行仍是根據政經情勢動向來決定升息或降息的態度。而在該行的基本預期之外，保守黨、工黨均有意擴大政府支出，終結財政十年撙節計畫，此可望挹注景氣動能，額外減少降息

的壓力及可能性。

近一個月英鎊多在 1.28~1.3 美元區間盤整，目前硬脫歐的可能性已是相當低，但國會將在 12 月 12 日提前大選，使脫歐情勢仍有不確定性，惟近期保守黨民調領先幅度擴大，可望在國會取得多數，故預期近期英鎊將在 1.29 美元以上偏強整理。

三、中國

10 月份官方製造業 PMI 降至 49.3，為今年以來次低水準，其中生產指數下降 1.5 點至 50.8，除反映需求疲軟及工作天數較少外，亦與廠商去庫存有關；新訂單指數下滑 0.9 點至 49.6，延續前三季的放緩之勢，顯示景氣擴張動能將進一步減弱；新出口訂單、進口指數分別為 47.0、46.9，皆較上月下滑，且低於過去半年水準，顯示國內外需求減弱持續抑制貿易動能。此外，非製造業指數降至 52.8，為近數年新低，主要受服務業下滑 1.6 點至 51.4 所拖累，顯示製造業疲弱的外溢效應逐漸顯現。

10 月主要經濟指標顯示，景氣動能持續放緩：(1)零售額增幅降至 7.2%，持平於今年以來的低點，其中汽車銷售跌幅擴大，不含汽車之零售成長則放緩至 8.3%，反映民眾推延支出以便在雙十一購物節大肆採購的影響；(2)1-10 月固定資產投資年增 5.4%，較前九月下滑 0.2 個百分點，其中，基礎建設及房地產業投資皆有所放緩，惟該月房屋新開工面積顯著回升及銷售持穩，顯示房地產活動尚不致明顯減速，製造業投資雖略為上揚但仍處較疲弱之勢；(3)工業生產年增率降至 4.7%，為今年以來次低水準，以礦產品及電子設備製造業放緩幅度較大。

10 月消費者物價(CPI)通膨顯著上揚至 3.8%，其中食物通膨上揚至 15.5%，主要受豬肉供應吃緊連帶推升其他肉類價格，惟蔬果價格回落抵銷部分增幅。非食物通膨下降 0.1 個百分點至 0.9%，連續第七個月呈放緩之勢，其中由於國際油價低於去年同期使交通通訊類跌幅擴大，民間消費力道不足使其餘主要項目漲幅亦多較上月放緩。

貨幣政策方面，人行 11 月先後下調一年期中期借貸便利(MLF)利率以及七天逆回購利率各 5 個基點至 3.25%、2.50%，兩者皆為近數年以來首次調降該利率，反映國內景氣尚未回穩，使人行需藉此降低銀行資金成本來引導貸款市場報價利率(LPR)下滑。是以在 20 日公布的一年期及五年期 LPR 皆各下滑 5 個基點至 4.15%、4.80%，將有助減輕企業融資成本。

四、日本

第三季經濟成長率自上季的 1.8% 降至 0.2%，主要是消費稅調漲在即，同時推動消費及住宅投資成長，其次，投資成長幅度為今年最強。而拖累的因素主要是庫存水準高，加上企業看壞景氣而著手去化庫存，此外，日韓關係緊張造成觀光客大減，使出口下跌。10 月起因消費稅上調、颱風侵襲等導致買氣顯著降溫，將使第四季 GDP 轉為負成長，但美中貿易戰有望達成部分協議，再加上中國景氣仍相當堅實，均支持製造業的需求好轉，可望緩和 GDP 跌幅。另一方面，因政府於 11 月初宣布將擴大財政刺激，加上明年夏季東京奧運將帶動觀光旅遊人潮，可望挹注明年上半年景氣呈現溫和成長的態勢。

因景氣有望在明年上半年成長，加上匯率穩定，且日銀僅存的政策工具相當有限等因素，市場預期 12 月的貨幣政策會議將按兵不動。不過，由於政府擬新增的財政支出可能缺乏永久性的開支或減稅，其效果終將漸漸消退，中長期而言無助於推升通膨至 2% 的目標水準，故以支持通膨的角度來看，日銀仍有降息的壓力在，若景氣進一步下行，或者日圓急遽升值，將提高日銀降息的可能性。

11 月上旬日圓匯率大多在 108~109 日圓兌一美元之間盤整，雖然日圓外流速度已有放慢，但 11 月下旬日圓仍是貶至 109.5 日圓附近，主要是美中貿易談判情勢未見惡化而有望達成協議，使避險情緒保持低檔所致。展望未來，由於日圓有淨流出壓力，預估日圓將繼續貶向 110 日圓兌 1 美元。惟避險情緒主導的套利交易仍是短期波動因素，若美中貿易、香港反送中抗爭等國際政經事件有不利進展，則可能將使日圓短暫升值。

五、澳洲

9 月零售額月增 0.2%，低於市場預期，其中食物零售月增 0.1%，非食物零售月增 0.24%，後者主要係餐飲業止跌回升以及雜項零售所帶動，但家具、服飾及百貨零售下滑抵銷部分增幅。就第三季觀之，零售額季增率持平於 0.6%，但受零售通膨上揚的影響，以致零售量較上月略為下滑，由於零售支出占家庭消費近三成，此或將拖累第三季經濟成長表現。

10 月就業人數減少 1.9 萬人，為近三年多以來首次下滑，其中全職就業及兼職就業人數減少各占近半；若就三個月平均觀之，每月就業人數增加 1.0 萬人，遠不及過去半年平均水準，且以兼職就業人數為主。由於勞參率下滑不足以抵銷就業人數減少的影響，使失業率上升 0.1 個百分點至

5.3%，略高於過去半年平均水準。

澳洲央行於11月5日的貨幣政策會議維持政策利率於0.75%不變，該行表示過去一個月全球金融市場的信心略有改善，其將評估過去半年降息三次帶來的效果。此外，除重申消費為主要不確定因素外，亦表示乾旱效應及住宅營建的波動為預測中的不確定因素。

另一方面，該行在其季度報告中呈現較鴿調的聲明，下修2019年經濟成長率預估0.25個百分點至1.75%，2020年經濟成長率雖維持預估2.75%不變，但其中的上半年表現略低於前次預估；儘管仍預期通膨將由目前的1.6%逐漸回升，但不再認為可在2021年前達到2%的水準；預期未來兩年的薪資增幅將維持在2.3%，不及前次預期的可逐漸上揚至2.4%。

一、美國

(一) 經濟持續穩健擴張

第三季經濟成長率上修 0.2 個百分點至 2.1%，略高於第二季的 2%，主要反映存貨投資對經濟成長的貢獻由初估的-0.05 個百分點上修為+0.17 個百分點，以及企業固定投資的增加率從-3%縮小為-2.7%所致。新公布的第三季企業稅後淨利雖較上季減少 0.6%，但係受臉書及谷歌繳交給政府的 60 億美元和解金等一次性因素影響，若排除該因素則呈溫和成長。由於目前美國景氣擴張完全依賴消費支出，第三季的實質可支配所得強勁成長 2.9%，高於第二季的 1.5%，顯示所得面可望繼續對民間消費提供支持。

以下就 10 月份指標觀之，採購經理人指數觸底反彈 0.5 點至 48.3，雖仍處收縮領域，但至少顯示景氣不再惡化開始回穩。主因是美中貿易談判有望達成第一階段協議，使出口訂單指數受此激勵而大幅躍增 9.4 點至擴張領域的 50.4，影響所及，帶動新訂單指數回揚 1.8 點至 49.1，但仍連續第三個月處於收縮領域，主要受到通用汽車大罷工及波音飛安問題尚未解決的拖累所致，此兩因素亦導致生產指數進一步下滑至 46.2。展望未來，由於通用汽車大罷工已於 10 月 25 日結束，是以有助 11 月份採購經理人指數回升，但另一方面，美中貿易談判尚有第二及第三階段的協議要磋商，顯示貿易戰的不確定短期內不易解決，預期將使製造業景氣持續承壓，改善幅度有限。

10 月份耐久財訂單月增 0.6%，為連續三個月下跌後的回升，主要拜民用飛機、國防及核心資本財訂單分別強勁增加 10.7%、16.6%及 1.2%之賜。其中，核心資本財訂單包括因通用汽車大罷工而顯著減少 1.9%的汽車訂單，若非該暫時性因素拖累，表現當更為活絡，顯示今年以來疲弱不振，甚至在第三季大幅萎縮 3.8%的企業設備投資，可望在第四季有所回升，反映美中貿易談判釋出將達成第一階段協議訊息，使企業信心改善的結果。事實上，10 月份核心資本財出貨額即已止跌回升 0.8%，遠優於市場預期的減少 0.2%，在其訂單額略高於出貨額，以及通用汽車已復工的情形下，未來數月的出貨額展望或將良好。

10 月份工業生產月減 0.8%，不僅為連續第二個月萎縮，且為 2018 年 5 月以來最大跌幅。其中，製造業生產月減 0.6%，主因是通用汽車大罷工使汽車業減產 7.1%所致，但非汽車製造業亦月減 0.1%，則受全球需求疲軟、貿易戰不確定性的影響。公用事業產出重挫 2.6%，也是工業生產下滑的原因之一，

反映氣溫由異常炎熱的 9 月回歸至 10 月正常氣候，使空調用電需求驟減所致。展望未來，由於通用汽車大罷工已告結束，加上，美國最近出現的異常寒流勢必推升取暖需求，導致公用事業產出大增，是以預期 11 月份工業生產將顯著回升。

在勞動市場方面，10 月份非農就業雖只月增 12.8 萬人，主要反映：(1) 先前兩個月合計上修 9.5 萬人墊高比較基期的結果；(2) 參與明年人口普查準備工作的 2 萬名政府臨時員工已完成階段性任務而去職；(3) 通用汽車的 4 萬多人大罷工。由於後兩因素皆是暫時性，將於 11 月消失，是以可望推升該月就業人數，足見勞動市場動能仍相當堅實，並未受到全球製造業疲弱的影響。

失業率回升 0.1 個百分點至 3.6%，其中，黑人失業率降至歷史新低的 5.4%，是以吸引許多潛在勞動力重回求職行列所致。每工時薪資年增率持平於 3%，主因之一是通用汽車大罷工使許多高薪的汽車製造業員工未被計入所致，隨著罷工落幕及勞資雙方達成加薪及增發獎金協議，預期將使 11 月的每工時薪資年增率上揚。

10 月份零售額回升 0.3%，足以抵銷 9 月份的月減 0.3%，顯示民眾仍然願意增加消費，但在 13 個零售項目中只有 6 項增加，則反映購買態度有選擇性。其中，加油站月增 1.1%，係受汽油價格暴漲 3.7% 影響，汽車銷售月增 0.5%，則是 9 月大減 1.3% 後的反彈；相形之下，非民生必需的家具裝潢及餐廳外食分別月減 0.9% 及 0.3%，為今年以來最差表現。若不包括波動激烈項目，則核心零售額的最近三個月年化增加率，由 9 月的 6.3% 降至 4%，雖仍處穩健水準，但為九個月來最低，顯示消費動能有所減緩，預期其實質成長率可能從第三季的 2.9% 下滑，從而拖累該季經濟成長率至略低於 2% 的水準。

房屋市場呈良好訊息，10 月份成屋銷售月增 1.9%，為過去四個月以來的第三個月增加，主要受惠於房貸利率走低，以及勞動市場持續活絡之賜。其中有 46% 的成交房屋上市不到一個月，顯示需求十分強勁，但限制因素是待售成屋庫存降至創歷年 10 月的新低紀錄 177 萬戶，可見供給相當緊俏，是以成交房價中位數年增 6.2%，為 2017 年 6 月以來最大漲幅。新屋銷售雖月減 0.7%，但主要由於 9 月大幅上修墊高比較基期所致，事實上，9、10 月的新屋銷售數是 2007 年 7 月以來表現最佳的兩個月，此除了拜低利率、高就業之賜外，高齡嬰兒潮世代由都會區移居至陽光帶的西南部及東南部地區退休、業者致力推出較合宜住宅等皆是主因。

展望未來，由於千禧年世代進入成家立業階段，將有強勁的購屋需求，加上成屋及新屋存量處於較為緊俏狀態，是以帶動 10 月份新屋開工戶數強勁月增 3.8%，其中，反映購屋需求的獨戶住宅月增 2% 至元月以來最高的 93.6 萬戶，其領先指標—興建許可數更攀升 3.2% 至 2007 年 8 月以來最高的 90.9 萬戶，相對於開工戶數易受天候影響，興建許可數則較為穩定而不受干擾，是以預示未來將持續上升。反映租屋需求的多戶集合住宅開工戶數及興建許可更分別大幅躍增 8.6% 及 8.2%，由於興建許可數仍較開工戶數高 35%，顯示開工戶數有持續增加以填補兩者缺口的壓力。

（二）聯準會暗示暫停降息

在通膨方面，10 月份消費者物價月增 0.4%，為八個月以來最大增幅，主要受能源價格躍增 2.7%，為 4 月以來最大增幅的影響。若不包括波動激烈的能源及食物項目，則核心物價只溫和月增 0.2%，其最近三個月的年化增加率為 2.2%，遠低於兩個月前的 3.4%，顯示核心通膨動能顯著減緩。其中，核心貨品價格月減 0.1%，主要由於成衣價格重挫 1.8% 所致，足見 9 月 1 日對 1,120 億美元中國進口品(包括成衣)加徵 15% 關稅的影響很小。核心服務價格只月增 0.2%，為 5 月以來最小增幅，反映租金微幅月增 0.1%，為 2011 年 4 月以來新低的影響，由於歷史經驗顯示租金為房市活動的落後指標，是以本月漲幅縮小當與聯準會去年升息四次使今年初房市顯著減緩有關。

10 月底的 FOMC 會議紀要顯示，許多與會者認為儘管地緣政治與貿易緊張相關的不確定性有所減緩，但仍擔心製造業、貿易和企業投資的疲弱可能拖累就業和消費者支出，使經濟展望的下行風險居高不下，是以同意於該次會議降息一碼，但表示此次降息後，政策立場已得到很好的調整，足以支持經濟溫和成長、就業市場強勁和通脹穩定的前景。其中，有兩位與會者主張會後聲明應表示近期未來不可能再度降息，除非新公布的資料呈現經濟活動顯著減緩的訊息。此外，所有與會者都認為，負利率不是具有吸引力的貨幣政策工具，因為其他國家實施負利率的經驗顯示，好處並不明確，卻有可能對美國金融穩定帶來潛在的反效果。

（三）美元小幅回升

11 月初以來，美元指數從月初的 97.2 回升至月底的 98.3，主要反映：(1) 聯準會 FOMC 會後聲明及會議紀要均暗示暫時不再降息，加上 OECD 最近公布的全球經濟展望報告，預期美國明、後年的經濟成長皆遠優於歐、日國家，

讓歐、日央行仍有寬鬆壓力。加上，澳洲央行的會議紀要更表示，由於通膨遠低於目標，是以不排除未來再度降息的可能，從而使美元受到支撐；(2)美中貿易談判有望達成第一階段協議的訊息已流傳一個多月，沒有新的實質進展，讓美元對此訊息的反應鈍化，致在岸人民幣匯率在一度升破 7 元人民幣後，又回貶至略高於 7 元的價位，是以在不確定性仍高之下，許多資金持續滯留美國，推升美股屢創新高。

展望未來，預期過去一年來的許多不確定性將續留至 2020 年，仍是影響美元走勢的主要因素，例如：縱使美中簽署第一階段貿易協議，但後續尚有更棘手的第二、三階段協議要談，美方為了持續對中國施壓，仍會保留大部分的加徵關稅措施，且不排除再度升溫的可能，讓貿易政策不確定性不易化解。另，英國脫歐的動向將端視今年 12 月的英國大選結果而定。此外，尚有新增的不確定性，如美國國會的彈劾川普調查及明年 11 月的美國總統大選等，由於川普總統主張聯準會應實施負利率，及多度表示美元太強，是以若川普的彈劾風險升高或民主黨總統候選人的民意支持度高於川普，皆可能使美元走強，反之則否。

二、歐洲

(一) 歐元區

歐元區第三季經濟成長率略增 0.1 個百分點至 0.9%，今年前三季經濟成長率平均為 1.1%，遜於去年平均的 1.2%。雖需求面細節尚未公布，但根據該季工業生產下跌 3.5% 來看，成長主要依賴服務業景氣支持。就各國觀之，德國經濟成長率止跌回升至 0.3%，係因穩健的消費及投資需求抵銷工業生產的下跌趨勢，使該國景氣不至於陷入衰退；法國經濟成長率放緩 0.4 個百分點至 1%，主因是進口大幅上揚，反映該國寬鬆的財政政策支持內需升溫；義、西的經濟成長率則分別持穩為 0.3%、1.8%。

受惠於亞洲製造業景氣漸趨熱絡，歐元區 11 月製造業 PMI 增加 0.7 點至 46.6，且為連續兩個月回升，衰退幅度逐漸緩和，其中，新訂單及勞動雇用指數均有回升，整體趨勢有望繼續好轉。不過，服務業 PMI 指數下跌 0.7 點至 51.5，可能係義大利今年以來消費需求相當疲弱，以及西班牙加泰隆尼亞的抗爭衝擊消費信心及旅遊活動等因素，而德國服務業 PMI 雖然在 9 月有較為顯著的降幅，但未再進一步減弱，反映該國失業率維持 3.1% 的強勁水準支持國內消費需求，法國的服務業則是因黃背心示威規模減弱，再加上政府擴張支

出等支持，而呈現相當穩健的成長態勢。

雖然歐元區景氣低速成長，使得第三季就業成長率放緩至漸趨停滯的 0.1%，對於依賴消費需求的服務業較為不利，不過，由於製造業逐漸回溫，且基於該季協議薪資年增率較上季增加 0.6 個百分點至 2.6%，再加上 11 月消費者信心回升 0.4 點至 -7.2，尚是相當穩健的水準等，消費動能仍是可期待，是以第四季經濟成長應不遜於第三季，符合歐盟執委會對今年經濟成長為 1.1% 的預測。

歐元區 10 月調和消費者通膨(HICP)為 0.7%，較上月減 0.1 個百分點，主要是能源價格下滑所致，而受到近期歐元貶值及薪資上漲的影響，核心通膨(不含食品及能源)雖增加 0.1 個百分點至 1.1%，但仍只是在今年以來的 0.9%~1.1% 區間內，反映企業審慎調整售價的影響，故歐盟執委會預估 2021 年調和消費者通膨只有 1.3%，遠低於目標的 2%。此外，歐洲央行新任總裁拉嘉德上任後，未對通膨及貨幣政策動向有太多著墨，惟今年底該行將重新審視貨幣政策工具，故預期暫時不會調整貨幣政策，使得今年不太可能出現二度降息。

近一個月來歐元多維持 1.10~1.11 美元窄幅波動，主要是景氣動向大致符合預期，且歐洲央行未對貨幣政策明確表態，使市場抱持觀望態度。展望未來，基於景氣並未加速衰退，再加上歐元區高額的經常帳盈餘等，可望繼續支撐歐元在 1.09 美元以上，雖景氣尚是低速成長，短期內缺乏升值動能，但若美中達成貿易協議、中國景氣回溫等，有助於間接提振歐元區製造業表現，可望帶動歐元回升至 1.12 美元以上。

(二) 英國

第三季經濟只季增 0.3%(年化成長率 1.2%)，且今年前三季經濟平均季增率只有 0.2%，主要是受到全球景氣放緩、脫歐等因素干擾，導致企業及民眾信心減弱，使第三季投資對經濟成長負貢獻 1.2 個百分點，為連續兩季下跌，而民眾除了節約支出外，移民減少的趨勢更進一步縮限消費，使消費只貢獻 0.3 個百分點，惟淨出口在上季大幅下跌之後出現反彈，勉強支持第三季經濟不致呈現負成長。

受到景氣放緩影響，企業對勞動雇用已漸趨審慎，雖然第三季的平均失業率較上季減少 0.1 個百分點至 3.8%，但進一步觀察，該季失業人數下降 2.3 萬人，但就業人數不增反減 0.5 萬人，顯示失業人口並未被就業市場吸

納，而是轉入非勞動人口所致；此外，職缺數已連續九個月下降，勤業眾信、英國招聘與聯合就業會的調查指出全職勞動的雇用數已明顯減少，且民間經常性薪資年增率自7月的4%降至9月的3.7%等，顯示短期內勞動市場將呈現緩慢的成長速度，惟若順利脫歐、消除不確定性，仍可望帶動企業投資回流，進而推升勞動需求。

展望未來，景氣將延續疲態，10月綜合PMI只有50，且由於10月底的脫歐期限延長，導致國外企業對預防性的庫存需求驟然下降，使11月綜合PMI下跌至48.5，為近40個月最低，成長表現再度因脫歐而呈現動盪，雖預期12月PMI將出現反彈，但脫歐的不確定性將繼續縮限消費及投資，預估第四季景氣將不如第三季表現。

10月消費者通膨自1.7%降至1.5%，主要是主管機關訂立能源價格上限，使能源價格下降6%，但剔除食品及能源價格的影響後，核心通膨仍是持平1.7%，主要是受到服飾以及交通等價格波動影響。雖然薪資成長維持3%以上，但受限於英鎊回升、進口通膨壓力放緩，加上能源價格下跌等因素，平衡通膨上漲的壓力，預期核心通膨將暫時在目前水準徘徊。

由於景氣持續走弱，英格蘭銀行在11月7日政策會議中，分別下修2020年、2021年經濟成長率0.1、0.5個百分點至1.2%、1.8%，雖然貨幣政策維持不變，但九位委員中已有兩位主張降息一碼，該行聲明若全球景氣轉弱或脫歐的不確定性延長，將有必要放寬貨幣政策，首次確立降息的先決條件。儘管如此，該行仍預估通膨在2021年底超越2%，且景氣屆時將呈現超額需求，中期展望傾向過熱，故在符合預估的前提下，貨幣政策仍有緊縮之必要，整體而言，該行仍是根據政經情勢動向來決定升息或降息的態度。而在該行的基本預期之外，保守黨、工黨均有意擴大政府支出，終結財政十年擲節計畫，此可望挹注景氣動能，額外減少降息的壓力及可能性。

近一個月英鎊多在1.28~1.3美元區間盤整，目前硬脫歐的可能性已是相當低，但國會將在12月12日提前大選，使脫歐情勢仍有不確定性，若由保守黨取得國會多數，可加速脫歐進展，不確定將大幅消退，激勵英鎊上看至1.35美元左右，並降低英格蘭銀行降息機率。但若無法取得多數，脫歐可能延後，甚至有無法脫歐的可能性，勢必使國內政壇再現動盪與衝突，不確定性將再度延長，恐使英鎊回落至1.25美元附近。惟近期保守黨民調領先幅度擴大，可望在國會取得多數，故預期近期英鎊將在1.29美元以上偏強整理。

三、中國

(一) 景氣動能持續減弱

10 月份官方製造業 PMI 下降 0.5 點至 49.3，低於市場預期，且為今年以來次低水準，其中生產指數下降 1.5 點至 50.8，除反映需求疲軟及工作天數較少外，亦與廠商去庫存有關，例如成品庫存指數即降至 46.7，為近半年低點；新訂單指數下滑 0.9 點至 49.6，延續前三季的放緩之勢，顯示景氣擴張動能將進一步減弱；新出口訂單、進口指數分別為 47.0、46.9，皆較上月下滑，且低於過去半年水準，顯示國內外需求減弱持續抑制貿易動能。此外，非製造業指數下降 0.9 點至 52.8，為近數年新低，主要受服務業下滑 1.6 點至 51.4 所拖累，顯示製造業疲弱的外溢效應逐漸顯現。

10 月主要經濟指標顯示，景氣動能持續放緩：(1)零售額增幅降至 7.2%，持平於今年以來的低點，其中汽車銷售跌幅擴大，不含汽車之零售成長則放緩至 8.3%，反映民眾推延支出以便在雙十一購物節大肆採購的影響；(2)1-10 月固定資產投資年增 5.4%，較前九月下滑 0.2 個百分點，其中，基礎建設及房地產業投資皆有所放緩，惟該月房屋新開工面積顯著回升及銷售持穩，顯示房地產活動尚不致明顯減速，製造業投資雖略為上揚但仍處較疲弱之勢；(3)工業生產年增率下降 1.1 個百分點至 4.7%，為今年以來次低水準，以礦產品及電子設備製造業放緩幅度較大。

10 月商品出口值跌幅縮小 2.3 個百分點至 0.9%，優於市場預期，惟表現仍略低於第三季平均水準，就地區觀之，對 G3 國家出口跌幅縮小，主要係對歐洲出口加速成長以及對美出口跌幅縮小所致，後者可能反映近期美中貿易摩擦降溫的影響；對非 G3 國家出口上揚，主要係對新興亞洲出口所帶動，顯示廠商仍持續調整出口產地以分散風險的影響。就商品觀之，高附加價值產品及機電產品出口跌幅皆有所縮小，低附加價值產品則終止縮減之勢。進口值年減 6.4%，相近於第三季平均水準，中間財需求疲弱現象仍未明顯改善，內需品仍呈下滑但跌幅已有縮小。

展望未來，近期 OECD 預估中國 2020 年、2021 年經濟成長將逐漸放緩至 5.7%、5.5%，主要反映經濟結構再平衡以及貿易戰的不確定性。其中，由於今年廠商仍有提前出口效應以及進口較為疲軟，國外淨需求回升為使經濟成長未顯著放緩的主要因素，但預估明後兩年淨外需對經濟成長貢獻將趨近於零；在財政政策及貨幣政策放寬的情勢下，內需為主要成長動能。

（二）食物通膨仍為推升消費者物價主要因素

10月消費者物價(CPI)通膨顯著上揚至3.8%，其中食物通膨上揚4.3個百分點至15.5%，主要受豬肉供應吃緊連帶推升其他肉類價格，惟蔬果價格回落抵銷部分增幅。非食物通膨下降0.1個百分點至0.9%，連續第七個月呈放緩之勢，其中由於國際油價低於去年同期使交通通訊類跌幅擴大，民間消費力道不足使其餘主要項目漲幅亦多較上月放緩。展望未來，由於豬瘟使豬肉供應顯著下降，預期食物仍為影響未來數月物價的主要因素，核心通膨或將持續於低檔徘徊。

10月生產者物價(PPI)通縮幅度擴大0.4個百分點至1.6%，連續第四個月呈通縮之勢，其中採掘業轉呈通縮，以及原材料、加工業通縮幅度擴大，主要受製造業景氣疲軟以及國際原油價格較低所致；以消費者為導向的生產者通膨則有所上揚，主要係食品加工業推升的影響。展望未來，由於製造業景氣尚未回穩，預期生產者物價仍較為疲軟，但高基期因素消退可望緩和通縮之勢。

（三）人行調降公開市場操作利率

金融數據方面，10月人民幣新增貸款0.66兆元，增幅下滑0.1個百分點至12.4%，其中對家戶部門放緩幅度較大，以短貸需求為最，顯示近期消費力道減弱的影響。10月社會融資規模(TSF)增加0.62兆元，增幅放緩至10.7%，主要係銀行貸款及地方政府專項債券減速所致，後者反映今年度發行額度已於上月用罄的影響，企業債券淨融資則連續第三個月呈略為加速之勢。

貨幣政策方面，人行11月先後下調一年期中期借貸便利(MLF)利率以及七天逆回購利率各5個基點至3.25%、2.50%，兩者皆為近數年以來首次調降該利率，反映國內景氣尚未回穩，使人行需藉此降低銀行資金成本來引導貸款市場報價利率(LPR)下滑。是以在20日公布的一年期及五年期LPR皆各下滑5個基點至4.15%、4.80%，將有助減輕企業融資成本。

人行近期報告重申維持穩健的貨幣政策，但對於鬆緊適度的描述略有淡化，過往經驗顯示此為較不鴿調的立場。可能是因為近期通膨顯著上揚，儘管人行認為供給面的因素有望在明年下半年逐漸消退，但仍表示應慎防通膨預期的擴散。

此外，人行亦表示經濟下行壓力上揚及需加強逆周期調節，惟由於利率的降幅空間有限，致聲明由「維持市場利率在合理水準」轉為「維持社會融

資規模合理成長」，將以協助中小銀行透過發行永續債券的方式來補充資本，此舉將有助貨幣政策傳導及銀行的放貸能力。

（四）貿易協商的不確定性使人民幣略為回貶

11月上旬由於美中貿易協商持續進行，且中方傳出美方同意取消加徵關稅，使人民幣對美元延續10月以來的回升之勢，一度升破7元價位；爾後由於美國總統川普表示尚未同意取消加徵關稅，加以美中第一階段協議擬呈文本的進展似乎有所停滯，且中國經濟數據表現不如預期，使中旬人民幣對美元回貶至20日的7.039元價位；下旬由於中方表示仍欲與美方達成貿易協議，以及美方亦釋出樂觀消息，減輕市場追低人民幣的意願，致人民幣對美元呈窄幅波動，於28日收在7.035元價位。展望未來，美中貿易協商進展仍為主導人民幣走勢的主要原因，若已加徵的關稅未取消，則人民幣對美元將在7元上方呈區間偏弱之勢。反之，若部分取消，則人民幣將走強。

四、日本

（一）第四季景氣明顯收縮，但明年上半年可望脫離景氣低谷

第三季經濟成長率自上季的1.8%降至0.2%，其中內需(消費、投資、政府支出)貢獻經濟成長高達2.1個百分點，主要是消費稅調漲在即，同時推動消費及住宅投資分別成長1.4%、5.7%，其次，投資成長幅度為今年最強勁的3.5%，但與其他投資指標分歧，例如該季國內核心機械訂單下跌13.2%，故投資的終值仍有可能修正。而拖累的因素主要是庫存水準高，加上企業看壞景氣而著手去化庫存，此外，日韓關係緊張造成觀光客大減，使出口下跌2.6%所致。

10月起因消費稅上調、颱風侵襲等導致買氣顯著降溫，另因今年以來企業對經常性薪資的調漲幅度不到1%，再加上獎金發放不如去年優渥，使得民眾自發性消費意願偏弱。例如10月零售額月減14.4%，水準接近三年低點，所有品項的銷售均受到衝擊，尤其是先前買氣旺盛的汽車、家電等耐久財跌幅相當重；此外，10月服務業PMI下降2.1點後，11月只回升0.7點至50.4，顯示需求在急遽降溫後僅有貧乏的成長力道，故預計第四季消費將轉為負成長，成為拖累經濟成長的主要因素。

受到消費轉弱的影響，10月實質進口月減2.7%，另一方面雖因颱風侵襲影響業者出貨表現，但受惠於電子業景氣回溫的支持，使出口只下跌1.5%，尚

低於進口跌幅，故在進出口相抵後，商品貿易逆差縮小至 347 億日圓，低於第三季平均的 946 億日圓。雖然出口跌幅不重，但因國內需求走弱，加上颱風影響，工業生產、出貨分別下跌 4.2%、4.3%，其中跌幅較大者是汽車、機械等產業，而電子零組件業產出雖漸有起色，但出貨轉呈下跌，其動向仍有待觀察。雖然出口傾向回溫，例如 11 月製造業 PMI 上升 0.2 點至 48.6，反映外銷訂單指數上揚，但由於 10 月工業生產的庫存率攀升至近一年最高，在庫存去化的壓力下，經產省預估 11 月工業生產將再下跌 1.5%，惟進口需求將同時受到抑制，有助於改善貿易逆差。

展望未來，疲弱的消費需求將使第四季 GDP 轉為負成長，但美中貿易戰有望達成部分協議，再加上中國景氣仍相當堅實，均支持製造業的需求好轉，且內閣府預計第四季核心機械訂單回升 3.5%，顯示企業逐漸恢復信心，可望緩和 GDP 跌幅。另一方面，因政府於 11 月初宣布將擴大財政刺激，規模至少達 6 兆日圓(逾 1%的 GDP)，包含支援消費的措施，加上明年夏季東京奧運將帶動觀光旅遊人潮，可望挹注明年上半年景氣呈現溫和成長的態勢。

(二) 預期有限的政策工具將使日銀按兵不動

10 月消費者通膨維持 0.2%的今年低點，主要是能源價格下滑所致，新核心通膨(不含食品及能源)則增加 0.2 個百分點至 0.7%，其中雖消費稅上調挹注 0.8 個百分點，但被育幼院免費的政策部分抵銷；若不含此二政策的影響，新核心通膨仍維持在 0.5%，趨勢相當溫和，反映需求疲弱以及薪資調幅平緩，使企業不急於調升物價。由於物價仍是缺乏加速上揚的因素，且需求疲軟使企業保持折扣促銷，短期內新核心通膨將難以超越目前的相對高點。

因景氣有望在明年上半年成長，加上匯率穩定，且日銀僅存的政策工具相當有限等因素，市場預期 12 月的貨幣政策會議將按兵不動。不過，由於政府擬新增的財政支出可能缺乏永久性的開支或減稅，其效果終將漸漸消退，中長期而言無助於推升通膨至 2%的目標水準，故以支持通膨的角度來看，日銀仍有降息的壓力在，若景氣進一步下行，或者日圓急遽升值，將提高日銀降息的可能性。

(三) 因避險情緒低檔，日圓匯率弱勢盤整

11 月上旬日圓匯率大多在 108~109 日圓兌一美元之間盤整，雖然日圓外流速度已有放慢，但 11 月下旬日圓仍是貶至 109.5 日圓附近，主要是美中貿

易談判情勢未見惡化而有望達成協議，使避險情緒保持低檔所致。展望未來，由於日企持有現金規模達歷史高點(超逾 200 兆日圓)，在國內投資機會相對缺乏之下，將促使企業赴海外投資，而政府雖將擴大財政刺激，但由於其政策內容及規模不足以顯著推升長天期公債殖利率，故資金有淨流出壓力，預估日圓將繼續貶向 110 日圓兌 1 美元。惟避險情緒主導的套利交易仍是短期波動因素，若美中貿易、香港反送中抗爭等國際政經事件有不利進展，則可能將使日圓短暫升值。

五、澳洲

9 月商品與服務出口值月增 3.5%，其中農產品、非農產品分別成長 6.4%、2.1%，後者主要由鐵礦砂及天然氣所帶動，以及波動性較大的非貨幣黃金月增逾兩成所致。商品與服務進口月增 2.5%，以資本財上揚近一成為最，終止連續三個月的下滑之勢，主要由通訊設備及民航機所帶動；中間財、消費品進口亦止跌回升，以前者幅度較大；非貨幣黃金縮減逾三成則抵銷部分增幅。進出口相抵後，9 月貿易順差上揚至 71.8 億澳元，使第三季貿易順差規模再創新高。

9 月零售額月增 0.2%，低於市場預期，其中食物零售月增 0.1%，非食物零售月增 0.24%，後者主要係餐飲業止跌回升以及雜項零售所帶動，但家具、服飾及百貨零售下滑抵銷部分增幅。就第三季觀之，零售額季增率持平於 0.6%，但受零售通膨上揚的影響，以致零售量較上月略為下滑，由於零售支出占家庭消費近三成，此或將拖累第三季經濟成長表現。展望未來，由於就業市場動能減弱且消費者信心仍處較低水準，顯示民眾消費仍呈謹慎之勢。

10 月就業人數減少 1.9 萬人，為近三年多以來首次下滑，其中全職就業及兼職就業人數減少各占近半；若就三個月平均觀之，每月就業人數增加 1.0 萬人，遠不及過去半年平均水準，且以兼職就業人數為主。由於勞參率下滑不足以抵銷就業人數減少的影響，使失業率上升 0.1 個百分點至 5.3%，略高於過去半年平均水準。另一方面，受今年以來就業市場動能減弱影響，第三季薪資年增率較上季下降 0.1 個百分點至 2.2%。展望未來，ANZ 求職廣告續呈減少趨勢，儘管 NAB 就業指標有所回穩，但仍不及過去一年表現，顯示就業市場動能仍有所不足。

澳洲央行於 11 月 5 日的貨幣政策會議維持政策利率於 0.75% 不變，該

行表示過去一個月全球金融市場的信心略有改善，其將評估過去半年降息三次帶來的效果。此外，除重申消費為主要不確定因素外，亦表示乾旱效應及住宅營建的波動為預測中的不確定因素。

另一方面，該行在其季度報告中呈現較鴿調的聲明，下修 2019 年經濟成長率預估 0.25 個百分點至 1.75%，2020 年經濟成長率雖維持預估 2.75% 不變，但其中的上半年表現略低於前次預估；儘管仍預期通膨將由目前的 1.6% 逐漸回升，但不再認為可在 2021 年前達到 2% 的水準；預期未來兩年的薪資增幅將維持在 2.3%，不及前次預期的可逐漸上揚至 2.4%。由於該行表示薪資增幅上揚是通膨回到目標區間是必要條件，顯示其在未來半年有降息的可能。市場預期 2020 年第一季降息的機率近八成，且有近五成的機率可能於年內再降一碼。

匯率方面，11 月上半月澳幣兌美元有所回落，主要受經濟數據表現不如預期，澳洲央行下修經濟預估，使市場對其降息預期上揚，致澳幣兌美元由月初的 0.691 元價位貶至 15 日的 0.680 元價位；爾後由於美國總統再度抨擊聯準會的貨幣政策，以及中方釋出仍欲與美達成協議的意願，緩和下旬澳洲央行較為鴿調的演說，使下半月澳幣兌美元貶幅趨緩，至 29 日收在 0.678 元價位。展望未來，由於美國聯準會或將停止降息，澳洲央行傾向再度降息，加以澳洲前瞻數據仍不佳，是以預期澳幣兌美元將呈區間偏弱之勢。

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
11 月	1.2883	0.9934	108.92	30.48	1.1017	0.6825	1.3263	7.0212
第一週	1.2896	0.9904	108.61	30.51	1.1128	0.6875	1.3127	7.0530
第二週	1.2844	0.9934	109.05	30.40	1.1066	0.6881	1.3180	7.0025
第三週	1.2866	0.9907	108.80	30.50	1.0900	0.6825	1.3238	7.0142
第四週	1.2904	0.9924	108.63	30.51	1.1061	0.6801	1.3373	7.0316
月初	1.2937	0.9858	108.26	30.48	1.1163	0.6907	1.3146	7.0374
月底	1.2935	1.0001	109.48	30.51	1.1017	0.6765	1.3273	7.0326
最高	1.2957	0.9858	108.26	30.37	1.1163	0.6907	1.3146	6.9784
最低	1.2783	1.0001	109.59	30.58	1.0413	0.6765	1.3780	7.0392

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。