

# 主要國家匯率利率概述

第五零八輯

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一〇八年十二月三十一日

# 主要國家匯率利率概述

## 目 錄

摘要	1
一、美國	6
(一) 經濟持續溫和擴張	6
(二) 聯準會維持利率不變	7
(三) 美元小幅拉回	8
二、歐洲	9
(一) 歐元區	9
(二) 英國	10
三、中國	11
(一) 製造業景氣回升	11
(二) 食物通膨持續上揚	12
(三) 政府表示將致力於降低融資成本	13
(四) 貿易不確定性減少帶動人民幣回升	13
四、日本	14
五、澳洲	15

## 摘要

### 一、美國

製造業採購經理人指數連續第四個月處於收縮領域，但此與全球製造業採購經理人指數上揚至 50.3，且其中新訂單指數更抵 2018 年 12 月以來最高，顯示明年全球製造業景氣有望好轉的表現大相逕庭，是以可能為單一月份的異常離散值。

非農就業大幅月增 26.6 萬人，雖然有部分是由通用汽車大罷工結束之賜，但最近三個月的移動平均達 20.5 萬人，顯示就業動能再度轉強。平均時薪年增率反而下滑至 3.1%，除了使通膨風險未上升外，尚因高於通膨，加上就業成長，因此可望對消費繼續提供所得面的支持。

零售額只月增 0.2%，顯示消費需求有降溫跡象，部分原因是感恩節假期較往年為晚，使網購星期一未納入統計所致。展望未來，由於密西根大學消費者信心指數上揚至 5 月以來新高，加上美中達成第一階段貿易協議，將有助未來景氣，是以預期零售額可望有較佳表現。

FOMC 會議維持利率不變，會後聲明及記者會之要點為：(1)不再提及不確定性；(2)認為當前貨幣政策已適當，暗示短期內不會調整利率；(3)鮑威爾釋出鴿派訊息，表示即使失業率降至 3.5% 的 50 年低點，勞動市場仍有餘裕，是以採取寬鬆政策促使失業率探底的通膨風險相對低，除非通膨顯著上揚且持續一段期間，否則沒有升息的必要。

美元指數在 97~98 的狹幅區間內波動，相對 11 月小幅貶值，主要反映：(1)美中第一階段貿易協議，美國只將 9 月起加徵 15% 的中國產品減半徵收，是以人民幣匯率處於 7 元附近價位，使美元貶幅有限；(2)英國大選結果雖讓政府得以在 2020 年元月脫歐，但脫歐的經濟成本並未減少，後續的英歐貿易談判仍有不確定；(3)鮑威爾呈略偏鴿派論調，歐洲央行總裁拉嘉德則是強調景氣、通膨逐漸趨穩，論調已轉向中性。

展望未來，由於 IMF 預期 2020 年全球經濟成長率將回升至 3.4%，其中，美國雖較 2019 年減緩，但阿根廷等 2019 年景氣陷入衰退或低迷的新興市場國家，可望顯著改善將是最大成長貢獻者，另，歐元區經濟亦略為加速。若果真如此，則將使美元溫和疲軟，歐元及新興市場貨幣走升。至於美中貿易戰，一般認為將是長期戰，如果美中貿易緊張持續緩解，則是美元的

利空因素，反之若升溫，將有利美元強勢。

## 二、歐洲

### （一）歐元區

受到英國脫歐動盪、實施汽車排放新制的影響，10月工業生產月減0.5%，主要是汽車、運輸工具產出下跌所致，此外，12月法國反年改罷工所導致的產能停擺，故歐洲央行預測第四季經濟成長只有1%，2019年經濟成長率則較前一年度下降0.7個百分點至1.2%。儘管生產面受到特殊事件影響，但近期亞洲國家製造業擴張，使需求面漸有起色，製造業業者正逐漸重拾信心，故歐元區製造業將有望在2020年第一季轉為正向表現，不過，美中貿易仍有不確定性，且美國擬對法國24億美元產品加徵100%關稅來報復法國的數位稅，顯見歐盟仍未擺脫關稅威脅，從而具有下行風險。

歐洲央行12月12日的會議依然維持貨幣政策不變，新任總裁拉加德認為目前利率水準尚不足以使通膨加速上揚，隱含利率有繼續下行的空間，但又認為景氣有趨穩跡象、下行風險縮小，暗示沒有急切降息的必要，故市場普遍認為短期內貨幣政策將維持不變。

近一個月來歐元維持1.10~1.12美元窄幅波動，主要是市場對於歐元區景氣及歐洲央行的動向仍抱持觀望態度。展望未來，基於景氣並未加速衰退、降息機率下降，再加上歐元區高額的經常帳盈餘等，支撐歐元在1.09美元以上，若製造業有明確回溫的趨勢、貿易局勢有正面發展等，將可望帶動歐元站穩1.12美元以上。

### （二）英國

10月經濟成長率為0%，終止連兩個月的跌勢，其中服務業、製造業月增率均達0.2%，但被營造業下跌2.3%所抵銷。11月營造業PMI已是連續6個月維持在43~46的區間內，且訂單水準仍相當低迷，另外，12月綜合PMI自49.3降至48.5，主要是製造業在10月起調節庫存，使其產出指數自49.1降至45.8，為2012年中以來最低，故英格蘭銀行預估第四季經濟成長率將自上季的1.7%降至0.5%。展望未來，因全球景氣漸有回溫，使英國製造業PMI的訂單指數逐步上揚，且政府擬擴張財政支出，有助提振民間信心並挹注產出回溫，不過，脫歐議題可能繼續影響投資及消費信心，從而使景氣有下行風險。

英格蘭銀行在 12 月 19 日維持貨幣政策不變，九位委員仍有兩位主張降息一碼，該行認為全球景氣出現止穩的初步跡象，美中貿易的風險亦有所降低，整體的評估較前次樂觀，且考量政府擴張財政的因素，預期貨幣政策將繼續按兵不動，但若景氣表現不如預期或硬脫歐的風險增加，該行可能在 2020 年上半年降息一碼。

近一個月英鎊大多在 1.30 美元以上，12 月中保守黨勝選後，一度短暫升破 1.35 美元，但強森不延長脫歐過渡期的宣言，使英鎊迅速回吐先前漲幅至 1.31 美元附近。展望未來，由於市場預期降息機率下降，支持英鎊穩定在 1.30 美元以上價位，但脫歐動向將取決於 2020 年 2 月起的談判進展，不確定性仍存，短期內英鎊將難以突破 1.35 美元的前高。

### 三、中國

11 月份官方製造業 PMI 上升至 50.2，其中生產指數、新訂單指數分別上升至 52.6、51.3，儘管近兩月平均的生產指數仍低於第三季水準，但反映未來景氣的新訂單指數則有所回升，顯示產出有望進一步擴張；貿易指標亦較上月改善，新出口訂單、進口指數分別上升至 48.8、49.8，前者反映海外年終消費旺季的影響；就業指數在前三季趨弱後，近兩個月則略為回穩。此外，非製造業指數回升至 54.4，主要係服務業上揚所致，反映製造業回升帶動相關生產性服務業及物流業的影響。

11 月主要經濟指標顯示，生產面景氣回升較需求面明顯：(1)零售額增幅雖上揚至 8.0%，為下半年以來新高，反映雙十一購物節帶動民眾買氣的影響，但物價上揚亦為主因，是以剔除物價變動後的實質零售只年增 4.9%，為今年以來的低點；(2)1-11 月固定資產投資年增 5.2%，其中製造業及基礎建設投資略為放緩，房地產投資則維持近一成的成長之勢；(3)工業生產年增率上揚至 6.2%，為下半年以來新高，以採礦業及製造業上揚幅度較大，反映庫存壓力減輕，帶動生產活動回升所致。

11 月商品出口值跌幅擴大至 1.1%，就地區觀之，對 G3 國家出口跌幅加深，主要係對美國出口下跌逾兩成以及對歐洲出口轉呈下跌所致；對非 G3 國家出口略為加速，主要是對新興亞洲保持較高的成長幅度，顯示區域供應鏈逐漸變化的影響。進口值年增 0.3%，終止近半年的縮減之勢，主要是內需品止跌回升所帶動，中間財仍較為疲軟，其中前者尤以農產品大幅上揚為最。

11 月消費者物價(CPI)通膨上揚至 4.5%，其中食物通膨上揚至 19.1%，主

要受豬瘟影響使豬肉存量較正常水準減少近四成的影響。非食物通膨略為上揚至 1.0%，主要原因是油料費通縮幅度縮小所致，其他主要項目通膨多較上月放緩，顯示民間消費力道不足的影響。

#### 四、日本

因消費稅上調，10 月消費總和指數月減 2.6%，後續的消費力道仍是匱乏，例如服務業 PMI 在 10 月下跌 3.1 點後，至 12 月只回升 0.9 點至 50.6，是以預期第四季消費將呈現負成長。出口方面則是持續陷於困境之中，主要是全球景氣復甦的速度較為緩慢，且對美國汽車出口連續四個月下滑，使得 10、11 月出口平均數較第三季跌 2.5%，11 月工業生產月減 0.9%，使得 10、11 月工業生產平均較第三季下跌 4.2%，且工業庫存率上升至金融海嘯以來的最高點，故經產省預期 12 月工業生產只回升 0.4%、第四季工業生產將季減 1.7%，預估第四季經濟成長率將下跌 2.2%。

展望未來，由於製造業 PMI 的外銷訂單指數在 12 月強勁增加 2.2 點至 49，全球主要國家的 PMI 亦有上揚趨勢，有助於提振未來出口表現，除此之外，由於政府將擴增 13.2 兆日圓的財政支出(逾 2%的 GDP)，使 2020 年上半年景氣有望維持溫和成長的趨勢。

日銀 12 月 19 日維持貨幣政策不變，其強調經濟下行風險高，若通膨動能有負面變化將立即放寬貨幣政策，持續塑造寬鬆立場卻不輕易降息的形象，反映貨幣政策工具已相當有限不得不審慎使用的影響。展望未來，由於降息的急迫性已有所減少，使日銀保持觀望，若日圓匯率沒有大幅升值，預期 2020 年第一季仍將保持貨幣政策不變。

12 日日圓匯率大多在 109.5 日圓兌一美元附近盤整，主要是全球景氣有回溫跡象以及美中貿易沒有負面進展，使避險情緒保持低檔所致，惟月底美國對中東空襲，使日圓回升至 108.5 日圓兌一美元附近。展望未來，因資金仍有淨流出壓力，預估日圓將繼續朝 110 日圓兌 1 美元價位貶值。惟避險情緒主導的套利交易仍是短期波動因素，若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

第三季經濟成長季增 0.4%，其中：(1)家庭消費放緩至 0.1%，為近十年新低，主要受非必需品消費減少所拖累，儘管年中調降所得稅負擔，但民眾

消費仍趨謹慎，是以該季家戶儲蓄率明顯高於過去兩年水準；(2)固定資本形成縮減0.2%，其中民間投資縮減0.7%，主要受機器設備及住宅投資下滑的影響。公共投資季增1.9%則抵消部分跌幅；(3)貿易方面，出口季增0.7%，主要由大宗商品及旅遊服務推升所致，進口則受資本財及消費品需求減少而下跌，使國外淨需求為帶動經濟成長的主要因素。

11月就業人數增加4.0萬人，部分原因是上月的就業人數下修的影響，是以就三個月平均觀之，每月就業人數僅增加0.9萬人，仍明顯低於前三季的平均水準。此外，該月新增就業人數有近九成為兼職就業，顯示就業市場動能尚未回穩。由於就業人數上揚，加以勞動參與率持平，使失業率下降0.1個百分點至5.2%，仍在今年四月以來的5.2%-5.3%左右徘徊。

澳洲央行於12月3日的貨幣政策會議維持政策利率於0.75%不變，該行表示儘管全球經濟下行風險猶存，但近期已有所減輕，且金融市場信心持續改善。對國內經濟成長及通膨的預估描述與上月一致，但對勞動市場描述刪除了「就業人數穩健成長」，顯示近期新增就業人數未若上半年強勁所致。

## 一、美國

### (一) 經濟持續溫和擴張

11 月份製造業採購經理人指數下滑至 48.1，為連續第四個月處於 50 以下的收縮領域。其中，新訂單指數降至追平金融海嘯以來新低的 47.2，反映雖然通用汽車大罷工已經結束，但汽車部門的疲弱及波音公司的飛安問題仍是主要拖累因素。但此與 11 月份全球製造業採購經理人指數上揚至 50.3，為 4 月以來首度重回擴張領域，且其中具有前瞻性的新訂單指數更抵 2018 年 12 月以來最高的 50.4，顯示明年全球製造業景氣有望好轉的表現大相逕庭，是以有可能為單一月份的異常離散值，是否如此，尚待後續觀察。

11 月份耐久財訂單月減 2%，主要受國防訂單及民用飛機訂單皆大減的拖累，若排除該兩個激烈波動項目，則核心耐久財訂單反而月增 0.9%，顯示製造業部門的基本動能有所改善。但此主要拜通用汽車結束大罷工，使汽車訂單強勁反彈 1.9% 之賜，事實上，反映企業設備投資的核心資本財訂單只月增 0.1%，其累計 2019 年前 11 個月的年增率為 0.7%，低於通膨率，顯示實質設備投資持續是負面因素。展望未來，由於美中第一階段貿易協議即將簽署，加上眾議院通過美墨加協議，是以貿易政策的不確定性將減緩，可望提升企業投資意願。另，參議院最近通過 2020 財年支出法案，除了讓政府免於關門危機外，尚包括國防支出較上年度增加 220 億美元，從而挹注國防訂單成長。綜上所述，預期核心資本財訂單將有較佳表現。

11 月份工業生產在連續兩個月顯著下滑後強勁月增 1.1%，雖然主要拜通用汽車結束大罷工使汽車產量大幅反彈 12.4% 之賜，但非汽車製造業仍月增 0.3%，顯示製造業景氣未再探底。此外，公用事業產出大幅躍升 2.9%，則是受惠於異常寒冷天氣帶動的大量取暖需求。展望未來，波音公司宣布將於 2020 年元月停產有飛安疑慮的 737MAX 飛機，預期將拖累該月的工業生產。按，該型飛機儘管於 2019 年 3 月被全面停飛，但波音仍每月生產 42 架，以便一旦禁飛令取消後可馬上交機，但因復飛希望一再延後，導致波音公司迄今已累積 400 架左右的存貨，讓其財務難以負荷而只能停產，影響所及，一般預期此將使第一季經濟成長率減少 0.3 個百分點。

勞動市場方面，11 月份非農就業大幅月增 26.6 萬人，為元月以來新高。雖然此有部分是拜通用汽車大罷工結束，使汽車業就業回升 4.1 萬人之賜。但就最近三個月的移動平均觀之，以去除罷工因素的干擾，則在先前兩個月



合計上修 13.6 萬人的情形下高達 20.5 萬人，為 10 個月來之最，已接近 2018 年平均的 22.3 萬人，顯示就業動能再度轉強。值得注意的是，儘管失業率回跌至 1969 年以來最低的 3.5% 水準，但平均時薪年增率反而下滑 0.1 個百分點至 3.1%，此除了使通膨風險未上升外，尚由於薪資漲幅仍高於通膨，加上就業成長，因此可望對消費及經濟成長繼續提供所得面的支持。

11 月份零售額只月增 0.2%，顯示消費需求有降溫跡象，部分原因是感恩節假期較往年為晚，使網購星期一落在 12 月 2 日，未納入 11 月統計所致。就細項觀之，汽車銷售額月增 0.5%，反映通用汽車結束大罷工使產品不再缺貨的影響，加油站銷售月增 0.7%，則係因汽油價格上漲 1.1% 所致，若不包括前述兩項目，則零售額停滯，其中，服飾、餐廳及百貨公司銷售皆見萎縮，可見民眾對非生活必需支出趨於審慎。展望未來，由於 12 月份密西根大學消費者信心指數上揚至 99.3 為 5 月以來新高，加上美中達成第一階段貿易協議，將有助未來景氣，是以預期 12 月零售額可望有較佳表現。

在房屋市場方面，11 月份成屋銷售雖月減 1.7%，但此係受限於可售成屋存量降至歷年 11 月最低的 164 萬戶，使可供銷售月數下滑至 3.7 個月，遠低於 5 個月的正常水準，讓買方較難找到合意物件所致。事實上，由於有 45% 的成交戶為上市不到一個月的物件，可見在低於 4% 的房貸利率及就業活絡之下，即使平均成交房價年漲 5.4%，買氣依然暢旺，銷售非常快速。

11 月份新屋銷售強勁月增 1.3%，其過去三個月的平均銷售數為 72 萬戶，係 2007 年以來之最。其中，尚未開工的預售屋成交量持續增加，以及未完工新屋成交量攀升至 2016 年 7 月以來新高，均反映購屋者迫不及待搶先下訂的熱絡情形。此使房建業者看旺後市，是以 11 月份的新屋開工戶數大幅月增 3.2% 至 136.5 萬戶，為 2007 年以來次高水準。另，具有前瞻性的新屋興建許可戶數亦強勁月增 1.4% 至 148.2 萬戶的 12 年來新高。在在顯示，第四季住宅投資可望連續第二季對經濟成長正貢獻。

## （二）聯準會維持利率不變

在通膨方面，11 月份消費者物價雖較為顯著月增 0.3%，但主要受能源價格月增 0.8% 的影響，若不包括波動激烈的能源及食品項目，則核心物價月增率由 0.16% 升至 0.23%。其中，核心貨品價格在連續兩個月下跌後，微幅月增 0.04%，主要的驅動因素為成衣價格在 10 月大跌 1.8% 後回升 0.1%，以及二手車價格強勁上漲 0.6%。核心服務價格月增幅亦加速 0.1 個百分點至 0.3%，

反映房租漲幅由 0.1% 增至 0.3% 的影響。儘管如此，若與上年同月比，則核心通膨持平於 2.3%，顯示物價上漲壓力並未增加。

12 月 10-11 日的 FOMC 會議維持利率於 1.5~1.75% 不變，會後聲明及記者會之要點為：(1) 列舉將繼續監測的風險項目，有全球經濟發展情勢和沉寂的通膨壓力，但不再提及不確定性，反映英國大選保守黨獲勝，2020 年脫歐將成定局，美加墨協議可望獲得國會通過以及美中貿易戰接近達成第一階段協議的影響；(2) 認為在連續三次降息後，當前的貨幣政策已屬適當水準，足以支持經濟如預期成長，暗示短期內不會調整利率，是以利率預測點陣圖預測 2020 年將維持利率不變；(3) 鮑威爾釋出鴿派訊息，表示即使失業率降至 3.5% 的 50 年低點，勞動市場仍有餘裕，是以採取寬鬆政策促使失業率進一步探底的通膨風險相對低，除非通膨顯著上揚且持續一段期間，否則沒有升息的必要。由此可見，降息的門檻條件較升息為低，是以利率期貨價格顯示，2020 年降息一碼的可能性為 36%，升息可能性為 0。

### (三) 美元小幅拉回

12 月初以來，美元指數在 97~98 的狹幅區間內波動，相對 11 月的多在 98 以上小幅貶值，主要反映：(1) 美中第一階段貿易協議的文本雖大致完成且可能於 2020 年元月簽署，使其不確定性已大幅降低，但美國只將 9 月 1 日起加徵 15% 的 1,120 億美元中國產品減半徵收，是以人民幣匯率處於 7 元附近價位，使美元貶幅有限。若美國對所有已加徵的關稅減半徵收，則隱含人民幣將走強至 6.7~6.83 元水準，帶動美元顯著疲軟；(2) 英國大選結果雖讓保守黨政府得以獲得國會通過在 2020 年元月脫歐，但脫歐的經濟成本並未減少，後續的英歐貿易談判仍有不確定性，是以英鎊在強勁升破 1.33 美元後，又拉回月初的 1.3 美元以下價位；(3) 聯準會及歐洲央行雖皆於 12 月維持貨幣政策不變，但鮑威爾在記者會呈略偏鴿派論調，拉嘉德則是強調景氣、通膨逐漸趨穩，已由前任總裁德拉吉的鴿派論調轉向中性，此支持歐元由 1.1 美元走強至 1.11 美元附近價位。

展望未來，預期美元走勢將取決於全球經濟成長與美中貿易戰的發展，若呈正面訊息將使投資人信心增強，願意承擔風險，使美元因資金流向新興市場等風險性資產而走弱。反之，若投資人關切全球景氣減緩及貿易緊張的影響，則在去風險情緒下，資金流向具有安全貨幣性質的美元，推升美元強勢。

IMF 預期 2020 年全球經濟成長率將從 2019 年的 3% 回升至 3.4%，其中，美國雖較 2019 年減緩，但阿根廷、伊朗、土耳其、委內瑞拉、巴西、墨西哥及俄羅斯等 2019 年景氣陷入衰退或低迷的新興市場國家，可望顯著改善將是最大成長貢獻者，另，歐元區經濟亦略為加速。若果真如此，則將使美元溫和疲軟，歐元及新興市場貨幣走升。至於美中貿易戰，一般認為將是長期戰，雙方雖然達成第一階段協議，但美國對中國徵收的有效關稅稅率仍遠高於貿易戰之前約 3% 的水準，此外，美國對中國科技產品的防範有增無減，均顯示貿易戰只是短期休兵，距離結束還很遙遠。如果美中貿易緊張持續緩解，則是美元的利空因素，反之若升溫，將有利美元強勢。

## 二、歐洲

### (一) 歐元區

受到英國脫歐動盪、實施汽車排放新制的影響，歐元區製造業持續在谷底徘徊，10 月工業生產月減 0.5%，維持自 2018 年下半年以來的跌勢，主要是汽車、運輸工具產出分別月減 4.1%、2.6% 所致，而德國因汽車生產比重較高，工業生產顯著下跌 1.5%，餘如義、西分別月減 0.3%、0.4%，法國則是受惠於內需支持而連續兩個月成長，為表現較佳的國家。此外，第四季的製造業 PMI 平均較上季下跌 0.6 點至 46.2，除前述的肇因外，尚新增 12 月法國反年改罷工所導致的產能停擺。歐洲央行預測第四季經濟成長只有 1%，2019 年經濟成長率則較前一年度下降 0.7 個百分點至 1.2%。

儘管生產面受到特殊事件影響，但近期亞洲國家製造業擴張，使需求面漸有起色，例如歐元區 9 月起出口止跌回穩，與 PMI 的出口訂單指數持續上揚的動向一致。此外，受惠於穩健的就業與薪資成長支持，內需仍是相當熱絡，第四季服務業 PMI 平均為 52.2，且新車註冊數量恢復至實施汽車排放新制前的水準，加上美中貿易達成第一階段協商、脫歐有正面進展等，使得 IFO、PMI 調查均顯示製造業業者正逐漸重拾信心。綜上所述，歐元區製造業將有望在 2020 年第一季轉為正向表現，不過，美中貿易仍有不確定性，且美國擬對法國 24 億美元產品加徵 100% 關稅來報復法國的數位稅，顯見歐盟仍未擺脫關稅威脅，從而具有下行風險。

11 月歐元區核心通膨較上月增加 0.2 個百分點至 1.3%，主要是德國調整物價指數權重所致，若剔除該等波動影響，核心通膨較上月增加 0.1 個百分點，反映企業漸漸將薪資上漲的壓力轉嫁至售價，惟 12 月 PMI 中的勞動雇

用指數降至 2014 年以來最低的 50.7，顯示勞動需求已有下降，預期未來薪資調漲空間有限，從而使通膨呈現緩慢上升的趨勢，例如歐洲央行預測 2022 年核心通膨將只有 1.6%，距離 2% 的政策目標仍有一段差距。儘管如此，歐洲央行 12 月 12 日的會議依然維持貨幣政策不變，新任總裁拉加德認為目前利率水準尚不足以使通膨加速上揚，隱含利率有繼續下行的空間，但又認為景氣有趨穩跡象、下行風險縮小，暗示沒有急切降息的必要，故市場普遍認為短期內貨幣政策將維持不變。

近一個月來歐元維持 1.10~1.12 美元窄幅波動，主要是市場對於歐元區景氣及歐洲央行的動向仍抱持觀望態度。展望未來，基於景氣並未加速衰退、降息機率下降，再加上歐元區高額的經常帳盈餘等，支撐歐元在 1.09 美元以上，若製造業有明確回溫的趨勢、貿易局勢有正面發展等，將可望帶動歐元站穩 1.12 美元以上。

## （二）英國

10 月經濟成長率為 0%，終止連兩個月的跌勢，其中服務業、製造業月增率均達 0.2%，但被營造業下跌 2.3% 所抵銷，除因天氣嚴寒導致開工狀況不如預期外，尚反映部分公共建設的工程排程已預先在 7 月份進行所致。展望未來，11 月營造業 PMI 已是連續 6 個月維持在 43~46 的區間內，且訂單水準仍相當低迷，另外，12 月綜合 PMI 自 49.3 降至 48.5，主要是製造業在 10 月起調節庫存，使其產出指數自 49.1 降至 45.8，為 2012 年中以來最低，故英格蘭銀行預估第四季經濟成長率將自上季的 1.7% 降至 0.5%。

儘管第三季失業率有所上升，但 10 月失業率自 4.1% 降至 3.5%，為 1975 年以來的低點，就業率則是升至 76.2% 的歷史高點，英國統計局評估勞動市場短期波動較大，若以近三個月的平均來看，失業及就業表現仍是大致持平，且諸如 PMI、REC 等勞動調查指標顯示第四季永久性職缺持續減少，顯示勞動需求趨於停滯；受此影響，薪資成長率自第二季高峰的 4% 逐漸下滑至 3.5%，預期薪資成長率將緩慢朝 3% 下降。

在脫歐方面，雖然保守黨在 12 月的大選勝選，幾乎篤定在 2020 年 1 月底脫歐，預期脫歐後歐盟將與英國展開有關於貿易及勞動的各項條例談判，在 2020 年底前的過渡期仍遵循既有的條例與規範，然而首相強森宣示不會延長過渡期，且因其取得國會主導權，若屆時英國與歐盟無法達成協議，國會可能不會阻止強森硬脫歐，故保守黨勝選並未使硬脫歐的機率下降，惟現

階段有協議脫歐的機率仍是較高，未來談判進展將是不確定性變化的關鍵因素。

展望未來，因全球景氣漸有回溫，使英國製造業 PMI 的訂單指數逐步上揚，且政府擬擴張財政支出，有助提振民間信心並挹注產出回溫，不過，脫歐議題可能繼續影響投資及消費信心，從而使景氣有下行風險。

11 月消費者通膨持平為 1.5%，是自今年第二季的 2% 持續下滑，反映能源價格調降的影響，另一方面，薪資上漲的壓力平衡英鎊回升、進口物價下滑的影響，使核心通膨仍維持在 1.7%。預期因薪資壓力逐漸和緩，短期間核心通膨將暫時在目前水準徘徊，但 2020 年中將受到景氣擴張以及財政刺激的推動，使通膨緩慢朝向略低於 2% 的水準上揚。

英格蘭銀行在 12 月 19 日維持貨幣政策不變，九位委員仍有兩位主張降息一碼，該行認為全球景氣出現止穩的初步跡象，美中貿易的風險亦有所降低，從而有望增強民間部門信心，通膨則是繼續朝向 2% 的政策目標上揚。由於整體的評估較前次樂觀，且考量政府擴張財政的因素，預期貨幣政策將繼續按兵不動，但若景氣表現不如預期或硬脫歐的風險增加，該行可能在 2020 年上半年降息一碼。

近一個月英鎊大多在 1.30 美元以上，12 月中保守黨勝選後，一度短暫升破 1.35 美元，且 S&P 調升其主權評等(AA)的展望至穩定，但強森不延長脫歐過渡期的宣言，使英鎊迅速回吐先前漲幅至 1.31 美元附近。展望未來，由於市場預期降息機率下降，支持英鎊穩定在 1.30 美元以上價位，但脫歐動向將取決於 2020 年 2 月起的談判進展，不確定性仍存，短期內英鎊將難以突破 1.35 美元的前高。

### 三、中國

#### (一) 製造業景氣回升

11 月份官方製造業 PMI 上升 0.9 點至 50.2，為七個月以來再度回升至擴張區間。其中生產指數、新訂單指數分別上升至 52.6、51.3，逆轉上月明顯下滑的情勢，儘管近兩月平均的生產指數仍低於第三季水準，但反映未來景氣的新訂單指數則有所回升，顯示產出有望進一步擴張；貿易指標亦較上月改善，新出口訂單、進口指數分別上升 1.8 點、2.9 點至 48.8、49.8，前者反映海外年終消費旺季的影響；近期成品庫存指數呈下降趨勢且處於近一年的低

點，顯示廠商去庫存壓力有所減輕，有助生產動能回升；就業指數在前三季趨弱後，近兩個月則略為回穩。此外，非製造業指數回升 1.6 點至 54.4，主要係服務業上揚所致，反映製造業回升帶動相關生產性服務業及物流業的影響。

11 月主要經濟指標顯示，生產面景氣回升較需求面明顯：(1)零售額增幅雖上揚至 8.0%，為下半年以來新高，反映雙十一購物節帶動民眾買氣的影響，但物價上揚亦為主因，是以剔除物價變動後的實質零售只年增 4.9%，為今年以來的低點；(2)1-11 月固定資產投資年增 5.2%，與前十月增幅持平，其中製造業及基礎建設投資略為放緩，但維持在過去四個月的成長區間，房地產投資則維持近一成的成長之勢；(3)工業生產年增率上揚 1.5 個百分點至 6.2%，為下半年以來新高，以採礦業及製造業上揚幅度較大，反映庫存壓力減輕，帶動生產活動回升所致。

11 月商品出口值跌幅擴大 0.3 個百分點至 1.1%，就地區觀之，對 G3 國家出口跌幅加深，主要係對美國出口下跌逾兩成以及對歐洲出口轉呈下跌所致，前者顯示在已加徵關稅尚未取消前，中國對美國出口仍呈下降趨勢；對非 G3 國家出口略為加速，主要是對新興亞洲保持較高的成長幅度，顯示區域供應鏈逐漸變化，廠商持續調整最終產品的出口產地以分散風險的影響。進口值年增 0.3%，終止近半年的縮減之勢，主要是內需品止跌回升所帶動，中間財仍較為疲軟，其中前者尤以農產品大幅上揚為最，反映中國近期食物通膨偏高以及 10 月下旬中方授予一千萬噸美國進口大豆的關稅豁免額度影響，是以自美國進口止跌，年增 2.7%。

展望未來，中方在對 2020 年經濟的工作會議聲明略為鴿調，其中：(1)對於貨幣政策的描述由「鬆緊適度」轉呈「靈活適度」。社會融資規模成長由與「名目經濟成長相匹配」，改為與「經濟發展相適應」。由於措辭較有彈性，顯示在經濟下行壓力加大之際，人行貨幣政策仍呈偏向寬鬆之勢；(2)重申維持積極的財政政策。例如近期政府表示將加強支持基礎建設，以及將 2020 年的地方政府專項債券發行額度提前至 2019 年發行。

## (二) 食物通膨持續上揚

11 月消費者物價(CPI)通膨上揚 0.7 個百分點至 4.5%，其中食物通膨上揚至 19.1%，對總指數影響 3.72 個百分點，主要受豬瘟影響使豬肉存量較正常水準減少近四成，連帶推升其他肉類價格，加以蔬菜價格由上月的近一成的通縮止跌回升所致。非食物通膨略為上揚至 1.0%，主要原因是油料費通縮幅

度縮小所致，其他主要項目通膨多較上月放緩 0.1-0.2 個百分點，顯示民間消費力道不足的影響。展望未來，由於豬肉供不應求，預期食物仍為影響未來數月物價的主要因素，核心通膨將持續處於較低水準。

11 月生產者物價(PPI)通縮幅度縮小 0.2 個百分點至 1.4%，主要是採礦業、原材料業通縮幅度縮小，以及食品加工業通膨上揚所致，前者反映近期油價回穩，且 OPEC 油價年變動率由上月的逾兩成跌幅縮小至個位數的影響。展望未來，由於近月製造業景氣指數回升，加以國際油價的高基期因素消退，有望使通縮之勢逐漸緩和。

### **(三) 政府表示將致力於降低融資成本**

金融數據方面，11 月人民幣新增貸款 1.39 兆元，增幅持平於 12.4%，主要是對企業部門貸款加速以及對家戶部門貸款放緩的交互影響，其中對企業的長貸下半年雖逐漸回升但仍低於上半年平均，反映製造業投資動能雖不再趨緩但仍處於較低水準；對家戶部門的降幅則以短貸較長貸明顯，反映民間消費減弱，但房屋銷售表現相對穩健。11 月社會融資規模(TSF)增加 1.75 兆元，增幅下滑 0.1 個百分點至 10.7%，其中企業債券淨融資年減少 1,222 億元，反映 2019 年前 11 個月民企債違約率升至創歷史新高的 4.9% 影響。

另一方面，近期中國總理李克強提及將運用降準、再貸款等方式降低企業融資成本，由於人行過去幾次降準皆是在中央高層提及相關訊息之後，顯示人行於一月降準的可能性有所增加。

### **(四) 貿易不確定性減少帶動人民幣回升**

12 月人民幣對美元由上旬在 7.04 元上下波動，到中下旬回升至在 7.0 元上下波動，主要原因是美中達成第一階段協議，且包含取消原預計於月中加徵的關稅，以及將 9 月加徵關稅的稅率減半，但由於調降已加徵關稅的幅度略小於市場預期，且仍待雙方簽署協議，使市場追高人民幣意願有限，致人民幣對美元於 30 日收在 6.98 元價位。展望未來，若雙方如預計的於一月簽署第一階段協議，可望有助人民幣回升。反之，若延後簽署，將使市場避險情緒上升，使人民幣有走弱的可能。

## 四、日本

### (一) 景氣可望在 2020 年第一季自谷底溫和反彈

第三季受惠於投資強勁上揚以及消費稅調高前的採購熱潮，使該季經濟成長率上修至 1.8%。然而 10 月因颱風侵襲，使業者暫緩投資支出，國內核心機械訂單月減 6%，致其水準較第三季平均低 8.6%，再加上前季強勢的投資成長有回歸均值的傾向，是以預估第四季投資將轉呈下滑。儘管如此，日銀短觀顯示企業將 2019 財年預估投資成長率上修 0.2 個百分點至 6.8%，顯示企業自動化投資需求殷切，可望使 2020 年第一季投資溫和回升。

因消費稅上調，10 月消費總和指數月減 2.6%，但若考量 9 月因消費者提前購物而成長 2.3% 的高基期因素，兩相抵消後的消費減幅相當有限，可能是企業降價促銷支持買氣所致。即使如此，後續的消費力道仍是匱乏，例如 11 月零售額月增 4.5%，不足以抵消上月的下跌 14.2%，服務業 PMI 在 10 月下跌 3.1 點後，至 12 月只回升 0.9 點至 50.6，是以預期第四季消費將呈現負成長。此外，雖然 11 月失業率為相當低的 2.2%，不過求才求職比率自年初的 1.63 緩降為 1.57，顯示勞動需求逐漸下降，對薪資成長的助益有限，預期 2020 年第一季民間消費將保持平緩成長的趨勢。

出口方面則是持續陷於困境之中，主要是全球景氣復甦的速度較為緩慢，且對美國汽車出口連續四個月下滑，使得 10、11 月出口平均數較第三季跌 2.5%。惟內需疲弱使進口同步放緩，10、11 月貿易逆差平均較第三季改善 43% 至 545 億日圓，故預期第四季淨出口將對 GDP 正貢獻。由於出口萎縮之故，11 月工業生產月減 0.9%，使得 10、11 月工業生產平均較第三季下跌 4.2%，且工業庫存率上升至金融海嘯以來的最高點，故經產省預期 12 月工業生產只回升 0.4%、第四季工業生產將季減 1.7%，此外，綜合 PMI 指數平均只有 49.6，較第三季下降 1.7 點，預估第四季經濟成長率將下跌 2.2%。

展望未來，由於製造業 PMI 的外銷訂單指數在 12 月強勁增加 2.2 點至 49，全球主要國家的 PMI 亦有上揚趨勢，有助於提振未來出口表現，除此之外，由於政府將擴增 13.2 兆日圓的財政支出(逾 2% 的 GDP)，排除住宅低率貸款補助的預算後，約有 10 兆日圓用於政府投資、天災重建工程，以及對於年長者、學校、農民、中小企業的補助計畫等，使 2020 年上半年景氣有望維持溫和成長的趨勢。



## (二) 通膨下跌壓力減輕，日銀仍按兵不動

11月消費者通膨、新核心通膨(不含生鮮食品及能源)分別上揚0.3、0.1個百分點至0.5%、0.8%，主要是受到食品價格穩定上揚以及運輸價格自低檔回升的影響。不過，預期疲軟的消費動能將抑制物價上揚，使2020年第一季的新核心通膨大致平緩，惟第二季起將受財政擴張的挹注而溫和上揚。

日銀12月19日維持貨幣政策不變，其強調經濟下行風險高，若通膨動能有負面變化將立即放寬貨幣政策，持續塑造寬鬆立場卻不輕易降息的形象，反映貨幣政策工具已相當有限不得不審慎使用的影響。展望未來，由於財政政策擴張，加上全球景氣有回溫跡象，降息的急迫性已有所減少，使日銀保持觀望，若日圓匯率沒有大幅升值，預期2020年第一季仍將保持貨幣政策不變。

## (三) 避險情緒低檔，日圓匯率穩定

12日日圓匯率大多在109.5日圓兌一美元附近盤整，主要是全球景氣有回溫跡象以及美中貿易沒有負面進展，使避險情緒保持低檔所致，惟月底美國對中東空襲，使日圓回升至108.5日圓兌一美元附近。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，儘管政府將擴大財政刺激，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，故資金仍有淨流出壓力，預估日圓將繼續朝110日圓兌1美元價位貶值。惟避險情緒主導的套利交易仍是短期波動因素，若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

第三季經濟成長季增0.4%，較前季下降0.2個百分點，其中：(1)家庭消費放緩至0.1%，為近十年新低，主要受非必需品消費減少所拖累，儘管年中調降所得稅負擔，但民眾消費仍趨謹慎，是以該季家戶儲蓄率上揚至4.8%，明顯高於過去兩年水準；(2)固定資本形成縮減0.2%，其中民間投資縮減0.7%，主要受機器設備及住宅投資下滑的影響。公共投資季增1.9%則抵消部分跌幅，其中公營事業投資終止連續三季縮減之勢；(3)貿易方面，出口季增0.7%，主要由大宗商品及旅遊服務推升所致，進口則受資本財及消費品需求減少而下跌，使國外淨需求對經濟成長貢獻0.3個百分點，為帶

動經濟成長的主要因素。

10月商品與服務出口值月減5.1%，主要係非農產品減少6.2%以及波動性較大的非貨幣黃金縮減逾兩成所致，其中前者以鐵礦砂等大宗商品跌幅較大，反映出口量及價格皆下滑的影響。商品與服務進口月增0.4%，主要係消費品及中間財所帶動，資本財進口則是在上月顯著月增近一成後略為回落。進出口相抵後，10月貿易順差下降至45.0億澳元，明顯低於過去半年平均水準。

10月零售額略為下滑，終止連續五個月的成長之勢，其中食物零售月增0.1%，非食物零售減少0.1%則為主要拖累因素，主要係百貨、服飾配件以及家具類零售縮減所致。展望未來，儘管11月有黑色星期五購物節可望帶動買氣回升，但Westpac消費者信心呈下滑之勢且低於中性水準，顯示零售表現或將受到限制。

11月就業人數增加4.0萬人，部分原因是上月的就業人數下修的影響，是以就三個月平均觀之，每月就業人數僅增加0.9萬人，仍明顯低於前三季的平均水準。此外，該月新增就業人數有近九成為兼職就業，可能為黑色星期五購物節促使零售業增聘臨時人力所致，顯示就業市場動能尚未回穩。由於就業人數上揚，加以勞動參與率持平，使失業率下降0.1個百分點至5.2%，仍在今年四月以來的5.2%-5.3%左右徘徊。展望未來，ANZ求職廣告續呈減少趨勢，儘管近三個月NAB就業指標有所回穩，但仍處近兩年的較低水準，顯示就業市場動能仍有所不足。

澳洲央行於12月3日的貨幣政策會議維持政策利率於0.75%不變，該行表示儘管全球經濟下行風險猶存，但近期已有所減輕，且金融市場信心持續改善。對國內經濟成長及通膨的預估描述與上月一致，但對勞動市場描述刪除了「就業人數穩健成長」，顯示近期新增就業人數未若上半年強勁所致。是以，市場預期2020年降息落於第一季的機率略低於五成，第二季則近七成。

匯率方面，12月澳幣對美元呈上揚之勢，由月初的0.677元價位升至月底的0.701元價位，為近五個月新高，主要原因有：(1)美中達成第一階段貿易協議，且雙方皆釋出於明年一月簽署協議的訊息，提振市場風險偏好；(2)美國聯準會主席聲明較為鴿調，加上避險情緒減退，使國際美元有所回落。展望未來，全球景氣展望回升有助推升澳幣，但由於目前市場預期

2020年澳洲央行降息一次的機率仍高於美國聯準會，加上美中貿易戰的不確定性尚不致因第一階段協議的簽署而完全消退，是以預期澳幣升勢將有所趨緩。

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
12月	1.3103	0.9812	109.08	30.32	1.1124	0.6890	1.3168	7.0131
第一週	1.3066	0.9890	108.75	30.50	1.1078	0.6837	1.3247	7.0461
第二週	1.3206	0.9847	108.90	30.45	1.1107	0.6860	1.3198	7.0212
第三週	1.3116	0.9807	109.29	30.22	1.1122	0.6876	1.3143	7.0003
第四週	1.2992	0.9755	109.52	30.21	1.1157	0.6939	1.3143	7.0000
月初	1.2943	0.9916	108.98	30.51	1.1078	0.6821	1.3298	7.0394
月底	1.3240	0.9674	108.64	30.11	1.1217	0.7017	1.2985	6.9632
最高	1.3351	0.9615	108.51	30.11	1.1313	0.7017	1.3301	6.9632
最低	1.2940	0.9916	109.78	30.51	1.1056	0.6814	1.2985	7.0612

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。