

# 主要國家匯率利率概述

第五零九輯

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一〇九年一月三十一日

# 主要國家匯率利率概述

## 目 錄

摘要	1
一、美國	5
(一) 第四季經濟溫和成長 2.1%	5
(二) 聯準會略為鴿派	7
(三) 美元指數走升	7
二、歐洲	8
(一) 歐元區	8
(二) 英國	9
三、中國	10
(一) 景氣溫和擴張	10
(二) 消費者物價通膨仍處高點	12
(三) 人行調降存款準備率	12
(四) 疫情增添不確定性使人民幣回貶	13
四、日本	13
五、澳洲	15

## 摘要

### 一、美國

去年第四季經濟成長 2.1%，雖與第三季相同，但成長動能明顯不同。最大的差別在於民間消費成長率降至 1.8%，此外，企業投資下滑 1.5%，為連續第三季萎縮。淨出口對經濟成長貢獻 1.48 個百分點，為最大的成長來源。但此無法持久，因為係反映業者擔心最後一批中國進口品被加徵關稅而提前於第三季大量進口，儘管最後並未加徵但已使得第四季進口拉回重挫 8.7% 所致。

展望未來，由於美中已簽署第一階段貿易協議，使貿易不確定因素減少，預期將讓進口恢復擴張。此外，波音停產 737MAX 客機及武漢肺炎疫情爆發也將造成負面影響，是以一般認為第一季經濟成長可能減緩至 1.5% 左右。

12 月份就業只增加 14.5 萬人，顯示在求職人力供給日漸緊俏下，就業成長因此受限而呈減緩。薪資年增率降至 2.9%，主因有二，一是該月的調查日為 12 日，落在 15 日發薪日之前，未反映新增薪資所致；另一是該月女性總就業人數為 2010 年中以來首度超過男性，女性薪資水準多半低於男性，因此拉低全體平均薪資水準，使其漲幅縮小。

FOMC 會議維持利率不變，會後聲明及記者會呈現略為鴿派訊息，重點如下：(1)對家庭支出速度的敘述由「強勁」下修至「溫和」；(2)表示當前貨幣政策支持通膨「重回」2%的目標，隱含聯準會容許通膨暫時略微超過 2%；(3)關切武漢肺炎疫情的擴散。要之，由於目前尚無足以觸發聯準會調整利率的條件，是以預期利率將維持不變，惟未來若利率有所變動，則以下調的可能性高於上調可能性。

美元指數呈回升走勢，主要反映：(1)歐洲央行於 2019 年 9 月降息及恢復實施 QE，導致歐債市場殖利率下滑，促使美企去年至該市場發行破紀錄的 930 億美元債券；(2)英格蘭銀行暗示可能降息；(3)武漢肺炎疫情爆發及擴散，使得人民幣、韓元及新台幣等新興亞幣皆大貶。

展望未來，由於武漢肺炎疫情快速上升，導致中國決策者採取封城、限制旅遊等不利景氣的措施，已使得許多機構調降第一季的全球及美、中等國的經濟成長率。預期在情況明朗化前，美元、日圓等避險貨幣將相對強勢，

新興亞幣、澳元、加元等景氣敏感貨幣皆將疲軟。

## 二、歐洲

### (一) 歐元區

歐元區去年 10、11 月工業生產平均較第三季下跌 0.6%，預期去年第四季庫存將呈現連續四季下降的態勢，使該季經濟成長率下降 0.4 個百分點至 1%。不過，受惠於需求好轉，加上美中貿易風險降溫的影響，進而大幅提振業者信心，帶動歐元區 1 月製造業 PMI 增加 1.4 點至 46.1，為近 9 個月高點，產出、訂單及勞動雇用指數均有上揚，其中德國製造業自谷底回彈的跡象已逐漸明確，其他國家亦有穩健的擴張表現，歐元區今年第一季工業生產有望回穩，終止連續三季的下跌。不過，歐元區服務業 PMI 下降 0.6 點至 52.2，部分反映法國罷工的暫時影響，使得歐元區 1 月綜合 PMI 指數仍持平 50.9。

歐洲央行 1 月 23 日的會議維持貨幣政策不變，認為景氣動能回穩、下行風險已有縮小，通膨則是溫和上揚，整體趨勢尚符合預期，不過經濟仍需要寬鬆貨幣政策的支持。此外，由於該行將著手檢討貨幣政策及目標是否切合當前局勢，故預計在今年年底檢討工作完成前，該行將維持貨幣政策不變。

近一個月來歐元自 1.12 美元逐漸回落至 1.10 美元附近，主要是現階段景氣的成長力道尚未顯現，且美國對歐盟的汽車關稅威脅仍存，使市場持續觀望後市發展。展望未來，由於 PMI 數據表現好轉、部分歐盟成員國對負利率的反彈聲浪增加、德國放寬財政政策的可能性上升等因素，使歐洲央行的鴿派聲量減少，加上歐元區龐大的經常帳盈餘，將可支撐歐元在 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，可望帶動歐元站穩 1.12 美元以上。

### (二) 英國

去年第四季景氣主要受到提前大選的不確定性因素，導致成長表現較為波動，使得英格蘭銀行下修第四季經濟成長 1 個百分點至 -0.1%，2019 年經濟成長率則估為 1.3%，持平 2018 年的弱勢表現。儘管如此，由於保守黨大勝使得脫歐的不確定性有所下降，1 月綜合 PMI 指數增加 2.1 點至 52.4（服務業、製造業 PMI 分別上升 2.9 點、2.3 點至 52.9 及 49.8），為 2018 年 9 月以來最高。不過，自脫歐公投以來企業信心一向波動較大，實際產出表現仍可能落後於信心水準，故尚須進一步觀察後續的景氣動向。

英格蘭銀行在 1 月 30 日決議維持貨幣政策不變，對政策的措辭自「有限度並漸進的緊縮」轉趨更偏中性的「一些溫和的緊縮」，但同時表明若景氣未如預期回升或通膨動能疲軟等因素，將促使該行採取寬鬆政策以支持經濟表現。由於市場大多認為今年景氣展望正向，加上硬脫歐風險未顯著提升，故預期貨幣政策在 2020 年底將按兵不動。

近一個月英鎊在 1.30 美元附近窄幅波動，主要是景氣展望及脫歐動向仍有不確定性，使市場抱持觀望態度，未來政經局勢明朗前，英鎊走勢將繼續受到壓抑。

### 三、中國

2019 年第四季經濟成長 6.0%，持平於上季水準，其中製造業活動回溫為主要推升因素，主要由汽車等中下游高附加價值產業所帶動；但被建築業、服務業放緩所抵銷，前者受基礎建設及房地產投資減弱的影響，後者則以房地產、通訊相關服務放緩為主要拖累因素。

12 月主要經濟指標顯示，投資及製造業景氣溫和回升：(1)零售額增幅持平於 8.0%，其中汽車零售年增 1.8%，為下半年以來首次回升，非汽車零售成長則放緩至 8.9%。剔除物價變動後的實質零售則進一步放緩，反映物價上揚削弱民眾購買力的影響；(2)1-12 月固定資產投資年增 5.4%，較前十一月上揚 0.2 個百分點，主要係製造業投資回升所帶動，顯示近期製造業轉為溫和擴張且第四季產能利用率較前三季明顯上揚所致；(3)工業生產年增 6.9%，為年內次高水準，主要係汽車及電子設備製造業上揚所致。

12 月商品出口值年增 7.6%，就地區觀之，對 G3 國家跌幅縮小至個位數，其中對歐洲出口止跌回升，以及對美、日跌幅放緩，反映近期全球製造業景氣略為回升、基期較低以及農曆年節落於元月使部分廠商加快出口所致；對非 G3 出口增幅上揚至一成以上，主要是對新興亞洲出口保持活絡，顯示區域供應鏈移轉，廠商持續調整最終產品的出口產地的影響。進口年增 16.3%，由於基期較低，使內需品年增加速至近兩成，加上中間財由逾一成的跌幅轉為略為回升所致。

12 月消費者物價通膨持平於 4.5%，其中食物通膨下降至 17.4%，主要係近期增加食物進口，加上政府釋出儲備豬肉平抑物價的影響，但食物供給面仍然趨緊。非食物通膨略為上揚至 1.3%，主要原因是油料費止跌回升所致，排除食品及能源之核心通膨則持平於上月的 1.4%，其中除衣著類及雜項類通

膨放緩外，其餘主要項目通膨多呈持平或微幅上揚 0.1 個百分點，顯示民間消費動能尚未回溫。

#### 四、日本

去年第四季消費、出口、投資轉弱，該季 GDP 跌幅恐達 3%~4%，不過受惠颱風影響消退、全球景氣回溫、美中貿易正面進展，加上政府推行無現金支付以及企業延長折扣促銷支持，將推動消費繼續成長，今年第一季景氣可望出現反彈，且政府在第二季起實施財政擴張政策，可望成為景氣接棒上揚的動能。值得注意的是，近期武漢肺炎疫情的影響已加劇出口的下行風險，且難以排除疫情在日本國內進一步擴散的可能性，使得內需的下行風險亦難以免除。此外，日銀 1 月維持貨幣政策不變，若未來日圓匯率穩定或景氣如預期擴張，則日銀將繼續採取觀望態度，從而維持現行貨幣政策。

近一個月日圓匯率大多在 109~110 日圓兌一美元波動，在武漢肺炎疫情爆發後，雖加劇全球金融市場波動，但日圓匯率只有溫和升值，部分市場人士認為全球低利率環境導致日圓的避險性有所下降，例如運用利率更低的歐元進行套利交易已有明顯增加。展望未來，因武漢肺炎疫情持續延燒，日圓短期內可能將繼續朝向 108 日圓升值，惟日企海外投資需求強勁，長期而言日圓仍有淨流出壓力，故預估日圓將呈現短多長空的局面。

#### 五、澳洲

12 月就業人數增加 2.89 萬人，但主要係兼職就業人數增加 2.92 萬人抵銷全職就業人數減少的影響。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 5.1%，為近 9 個月的低點。值得注意的是，失業率下降集中在與礦產業較為密切的州，由於其波動性較大，使失業率是否回穩至較低水準仍有待觀察。

物價方面，去年第四季消費者物價季增 0.7%，其中商品通膨季增 0.9%，主要係菸酒稅的年度調升、國內乾旱推升食物通膨，以及燃料費增加的影響；服務通膨季增 0.5%，國內旅遊、金融服務以及兒童照顧為主要推升因素。核心通膨年增率連續三季持平於 1.6%，仍低於央行目標 2-3% 區間，顯示物價上揚壓力仍屬輕微。

## 一、美國

### (一) 第四季經濟溫和成長 2.1%

去年第四季經濟成長 2.1%，雖與第三季相同，但成長動能明顯不同。最大的差別在於民間消費成長率從第三季的 3.2% 降至 1.8%，主要反映貨品消費成長大幅減速 4.1 個百分點至 1.2%，為 2013 年以來最差表現的影響。此外，企業投資下滑 1.5%，為連續第三季萎縮，其中，非住宅營建投資跌幅達 10.1%，主要受油價疲軟使油田鑽井數減少的影響，設備投資亦下跌 2.9%，則係由於貿易戰的不確定使業者難以確保供應鏈及估算投入成本所致。值得注意的是，淨出口對經濟成長貢獻 1.48 個百分點，為 2009 年第二季以來之最，已超越民間消費的 1.2 個百分點貢獻度，成為最大的成長來源。但此無法持久，因為係反映業者擔心 12 月 15 日將有最後一批中國進口品被加徵關稅而提前於第三季大量進口的暫時性因素，儘管最後並未加徵但已使得第四季進口拉回重挫 8.7% 所致。

展望未來，由於美中已簽署第一階段貿易協議，加上國會批准美墨加協議使貿易不確定因素減少，預期將讓進口恢復擴張。此外，波音停產 737MAX 客機及武漢肺炎疫情爆發也將造成負面影響，是以一般認為第一季經濟成長可能減緩至 1.5% 左右。

去年 12 月份 ISM 製造業採購經理人指數下跌 0.9 點至 47.2，為 2009 年 6 月以來新低水準。主要反映波音公司宣布將停產 737MAX 飛機，連帶對上游供應商抽單，使生產、新訂單及就業指數皆受此拖累而滑落至更深收縮領域的影響，可見美中即將簽署第一階段協議未能提振業者信心，主因是協議文本尚待公布，不確定性仍高，讓 ISM 指數無法如市場所預期的回升至 49 所致。該指數去年平均值為 51.2，較 2018 年下滑 7.6 點，除了是十年來新低外，跌幅更創 2001 年以來之最，主要反映美中貿易戰升溫、全球景氣疲軟及美元走強等因素的不利影響。

儘管如此，製造業產出卻繼 11 月強勁月增 1% 後，再度月增 0.2%。雖然汽車產出在 11 月大幅反彈 13.6% 後，拉回下跌 4.6%，但不足以抵銷非汽車製造業生產加速擴張 0.5% 的影響。主因之一是，飛機產出月增 0.3%，顯示其尚未反映波音公司於 2020 年元月停產 737MAX 飛機事件的衝擊，因此預期將是未來數月的拖累因素，恐導致製造業產出轉呈萎縮。就 2019 年全年而言，製造業產出減少 0.2%，為三年來首見下滑，可見其景氣處於低迷局面。

在勞動市場方面，12月份就業只增加14.5萬人，為5月以來最小增幅，顯示在求職人力供給日漸緊俏下，就業成長因此受限而呈減緩趨勢。例如去年全年就業增加211萬人，即為2011年以來最低。該月薪資年增率降至2.9%，為2018年7月以來首度低於3%，主因有二，一是該月的調查日為12日，落在15日發薪日之前，未反映新增薪資所致；另一是該月女性總就業人數為2010年中以來首度超過男性，反映以男性員工為主的製造業、運輸倉儲業與營建業就業疲軟或遲緩，及以女性員工為主的醫療照護業、餐旅業就業活絡的影響，由於後者薪資水準普遍低於前者，因此拉低全體平均薪資水準，使其漲幅縮小。

失業率持平於3.5%的1969年以來最低水準，若計入非自願兼職者及失去求職勇氣者，則廣義失業率下降0.2個百分點至6.7%，創1994年有紀錄以來新低，顯示許多難以被雇用者皆找到工作。儘管如此，勞動參與率持平於63.2%，仍遠低於2000年的67.3%，足見社會尚有許多閒置人力可重返勞動市場，從而使薪資漲幅受到限制。

12月份零售額月增0.3%，主要受油價上漲使加油站銷售大幅成長2.9%，為3月以來最大增幅，足以抵銷汽車銷售下挫1.3%的影響。若不包括汽油、汽車、餐廳及建材等波動激烈項目，則核心零售額由11月的月減0.1%轉呈月增0.5%，為五個月來最佳表現，顯示消費動能有所回溫，主要受到勞動市場持續強勁、美中貿易戰的不確定性降低等因素的支持。總計2019年零售額年增3.6%，低於2018年的5%，反映減稅刺激效應遞減的影響，但仍屬堅實水準。

房屋市場呈好轉局面，去年12月的成屋銷售強勁月增3.6%至554萬戶，為去年2月以來新高，反映房貸利率僅3.65%，遠低於一年前的4.45%，以及勞動市場持續活絡的影響。新屋銷售雖月減0.4%至69萬戶的五個月來最低水準，但係反映銷售於9月攀升至十多年來新高後的小幅拉回，事實上，其去年全年較2018年增加10%以上，為2007年以來最佳表現。影響所及，房建業者信心指數升至76，為1999年以來之最，並帶動新屋開工戶數大幅月增16.9%至161萬戶的十三年來最高水準，是以使住宅投資對第四季經濟成長率貢獻0.21個百分點，為連續第二季有助景氣。

去年11月份貿易赤字縮小8.2%至431億美元，為2016年10月以來新低，主要反映：(1)進口月減1%，其中，手機及玩具進口分別大幅萎縮5.3%及2.4%，前者受美國預定於12月15日對中國進口手機加徵15%關稅(但已



於 12 月 13 日宣布無限期延後)的影響，後者則因已於 9 月 1 日被加徵 15% 關稅(但已於 12 月 13 日宣布減半至 7.5%)所致:(2)出口月增 0.7%，其中，汽車外銷強勁月增 3.3%，係拜通用汽車員工結束 40 天大罷工，使產量顯著反彈之賜。儘管如此，由於貿易赤字改善係受惠於暫時性因素所致，因此預期 12 月可能轉趨惡化。至於今年貿易赤字能否改善，將端視美中貿易戰的後續發展而定。

## (二) 聯準會略為鴿派

在通膨方面，12 月份消費者物價月增 0.2%，小於 11 月的 0.3%，雖然能源及食品價格漲幅皆加速至 1.4% 及 0.2%，但不足以抵銷核心物價月增幅由 0.2% 降至 0.1%，為三個月來最小增幅的影響。核心物價係反映：(1)居住類價格月增幅由 11 月的 0.26% 降至 0.18%，其中，波動激烈的旅館住宿價格大減 2%，為最大拖累因素；(2)核心貨品價格月減 0.04%，其中，二手車價格在連續兩個月上漲後下跌 0.8%，家具價格受美中貿易戰降溫影響而月減 0.4%，為主要影響因素。雖然目前仍有三分之二的進口中國消費品被加徵關稅，但過去一年來相關產品的價格只微幅上漲，可能由於人民幣貶值及業者自行吸收部分成本所致。

聯準會元月 28~29 日的 FOMC 會議如眾所預期維持利率於 1.5%~1.75% 不變，會後聲明及記者會呈現略為鴿派訊息，重點如下：(1)對家庭支出速度的敘述由「強勁」下修至「溫和」；(2)表示當前貨幣政策支持通膨「重回」2% 的目標，而非先前的「接近」2% 目標，隱含聯準會容許通膨暫時略微超過 2%，鮑威爾主席指出聯準會不樂見通膨持續低於 2%，尤其是現在，因為歷史低的失業率理應導致通膨上揚，但結果卻不然，顯示實際的自然失業率可能低於聯準會估計的 3.5%~4.5%；(3)關切武漢肺炎疫情的擴散，認為對近期中國及鄰近國家的經濟活動必然造成衝擊，雖然目前評估其對中國、美國及全球景氣的影響尚言之過早，但聯準會將密切監視後續發展；(4)對全球景氣審慎樂觀，理由是寬鬆金融條件、貿易緊張局勢較為緩和、英國硬脫歐風險降低及全球製造業 PMI 出現回升跡象等均有助經濟成長。要之，由於目前尚無足以觸發聯準會調整利率的條件，是以預期利率將維持不變，惟未來若利率有所變動，則以下調的可能性高於上調可能性。

## (三) 美元指數走升

元月初以來，美元指數呈回升走勢，由月初的 96.5 一路上揚至 28 日的

98，之後才小幅拉回至月底的 97.4。主要反映：(1)歐洲央行於 2019 年 9 月降息 0.1 個百分點至-0.5%，以及宣布每月購債 200 億歐元，導致歐債市場殖利率更為下滑，促使美國企業去年至該市場發行破紀錄的 930 億美元債券，其中有 27% 為全部以歐元計價發行的債券。由於聯準會暗示今年將維持利率不變，是以市場預期美企今年的歐債發行量將超越去年，使歐元再度成為融資貨幣而面臨賣壓，致從月初的 1.12 美元下滑至 1.11 美元以下價位；(2)英格蘭銀行暗示英國經濟若未能從去年第四季的低迷水準快速改善，則可能採取降息行動，導致英鎊對美元呈疲軟局面；(3)武漢肺炎疫情爆發及擴散，使得人民幣、韓元及新台幣等新興亞幣皆大幅貶值，資金從這些國家流向日圓、美元等避險貨幣，推升日圓、美元強勢。

展望未來，由於武漢肺炎疫情的確診病例及死亡人數持續快速上升，導致中國決策者為了控制疫情而採取封城、限制旅遊(外國政府則是禁止中國遊客入境)、延後開工等不利景氣的措施，已使得許多機構隨之調降第一季的全球及美、中等國的經濟成長率，雖然它們根據 SARS 的經驗預期景氣將於第二季回升，但鑒於新型冠狀病毒仍有許多未知數，是否能如預期改善，仍有高度不確定性。在情況明朗化前，預期美元、日圓等避險貨幣將相對強勢，新興亞幣、澳元、加元等景氣敏感貨幣皆將疲軟。

## 二、歐洲

### (一) 歐元區

儘管歐元區去年 10、11 月工業生產平均較第三季下跌 0.6%，但該區失業率持續創近十年低點(12 月失業率為 7.4%)，進而支持消費需求，使零售銷售、新車註冊數均有穩健的成長表現，出口則受惠於全球景氣回溫逐漸上揚，尤其是 PMI 的外銷訂單指數自去年下半年以來持續上升，顯示需求面相對熱絡，惟在生產面衰退的趨勢下，預期去年第四季庫存將呈現連續四季下降的態勢，使該季經濟成長率下降 0.4 個百分點至 1%。

受惠於需求好轉，加上美中貿易風險降溫的影響，進而大幅提振業者信心，帶動歐元區 1 月製造業 PMI 增加 1.4 點至 46.1，為近 9 個月高點，產出、訂單及勞動雇用指數均有上揚，其中德國製造業自谷底回彈的跡象已逐漸明確，其他國家亦有穩健的擴張表現，此外，歐盟執委會的經濟景氣指數亦上揚 1.5 點至 102.8，且主要是製造業市況好轉所致，故領先指標一致顯示歐元區今年第一季工業生產有望回穩，終止連續三季的下落。不過，歐元區服務

業 PMI 下降 0.6 點至 52.2，部分反映法國罷工的暫時影響，使得歐元區 1 月綜合 PMI 指數仍持平 50.9。

由於能源及食品價格上揚，歐元區 12 月消費者通膨增加 0.3 個百分點至 1.3%，核心通膨則是持平近兩年半最高的 1.3%，除了受到統計方式調整的影響外，需求增溫及薪資調漲亦使通膨緩慢上揚。展望未來，由於 IFO 及 PMI 均顯示勞動雇用出現回升，失業率可望再度下降，惟仍預期薪資成長的速度將放緩，從而使核心通膨繼續呈現溫和上揚的趨勢。

歐洲央行 1 月 23 日的會議維持貨幣政策不變，認為景氣動能回穩、下行風險已有縮小，通膨則是溫和上揚，整體趨勢尚符合預期，不過經濟仍需要寬鬆貨幣政策的支持，總裁拉嘉德亦強調歐洲央行不會仿效瑞典央行放棄負利率，故當前漸趨樂觀的情勢尚不足以使貨幣政策轉向緊縮。此外，由於該行認為經濟已有結構性的轉變，例如低利率已成常態，從而縮限貨幣政策的空間，有必要著手檢討貨幣政策及目標是否切合當前局勢，故預計在今年年底檢討工作完成前，該行將維持貨幣政策不變。

近一個月來歐元自 1.12 美元逐漸回落至 1.10 美元附近，主要是現階段景氣的成長力道尚未顯現，且美國對歐盟的汽車關稅威脅仍存，使市場持續觀望後市發展。展望未來，由於 PMI 數據表現好轉、部分歐盟成員國對負利率的反彈聲浪增加、德國放寬財政政策的可能性上升等因素，使歐洲央行的鴿派聲量減少，加上歐元區龐大的經常帳盈餘，將可支撐歐元在 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，可望帶動歐元站穩 1.12 美元以上上。

## （二）英國

去年第四季景氣主要受到提前大選的不確定性因素，造成企業審慎投資、去化庫存，加上民眾節約支出等影響，導致成長表現較為波動，10 月 GDP 月增率雖上修 0.1 點至 0.1%，但 11 月受到大選在即的動盪，使該月 GDP 月減 0.3%，又觀察 12 月綜合 PMI 為低於榮枯線的 49.3，使得英格蘭銀行下修第四季經濟成長 1 個百分點至 -0.1%，2019 年經濟成長率則估為 1.3%，持平 2018 年的弱勢表現。

儘管如此，由於保守黨大勝使得脫歐的不確定性有所下降，加上全球景氣回溫，帶動企業信心強勁反彈，例如 1 月綜合 PMI 指數增加 2.1 點至 52.4（服務業、製造業 PMI 分別上升 2.9 點、2.3 點至 52.9 及 49.8），為

2018年9月以來最高，主要是業者對未來產出的預期跳升7點所致，除此之外，產出、訂單、勞動雇用指數均有上揚。不過，自脫歐公投以來企業信心一向波動較大，實際產出表現仍可能落後於信心水準，例如1月英國工業聯合會(CBI)的商業調查中，企業的信心增強幅度雖為歷史最高(自-44轉回23)，但產出、訂單以及零售銷售表現卻相對疲弱，且其中企業資本支出意願仍是不強，故尚須進一步觀察後續的景氣動向。

11月失業率自3.5%回升至4%，但就業人口成長20.8萬人、就業率升至76.3%的歷史高點，主要是年輕人以及女性的勞動參與提升，使勞動供給上揚，不過，勞動需求並未相應提升，例如職缺數只回升7千人，使得薪資成長率繼續下降0.1個百分點至3.4%，預期薪資成長率將緩慢朝3%下降。在通膨方面，受到需求轉弱的影響，12月核心通膨下降0.3個百分點至1.4%，雖然英格蘭銀行預期薪資上漲的壓力將使2020年第一季通膨回升至1.8%，但因能源價格疲軟，預估第二季通膨將回落至1.3%。

儘管去年第四季景氣相當疲弱、通膨意外下滑，不過因企業信心大幅回升，經濟有望恢復上行，使英格蘭銀行在1月30日決議維持貨幣政策不變，而雖下修2020~2022年經濟成長率至0.8%、1.4%、1.7%，但一方面又下修均衡產出成長率至0.75%，隱含未來三年經濟仍有超額需求，通膨則將繼續上揚至2022年的2.1%，使經濟展望偏向過熱、貨幣政策立場偏緊縮，惟對政策的措辭自「有限度並漸進的緊縮」轉趨更偏中性的「一些溫和的緊縮」，但同時表明若景氣未如預期回升或通膨動能疲軟等因素，將促使該行採取寬鬆政策以支持經濟表現。由於市場大多認為今年景氣展望正向，加上硬脫歐風險未顯著提升，故預期貨幣政策在2020年底前將按兵不動。

近一個月英鎊在1.30美元附近窄幅波動，主要是景氣展望及脫歐動向仍有不確定性，使市場抱持觀望態度。展望未來，若民間投資、消費及出口如預期回升，將降低英格蘭銀行降息機率、支持英鎊上揚，惟2月起英歐雙方即將展開脫歐後的貿易談判，且英國政府擴張財政預算的規模仍未公布，在局勢明朗前，短期內英鎊走勢將繼續受到壓抑。

### 三、中國

#### (一) 景氣溫和擴張

2019年第四季經濟成長6.0%，持平於上季水準，其中製造業活動回溫為

主要推升因素，主要由汽車等中下游高附加價值產業所帶動；但被建築業、服務業放緩所抵銷，前者受基礎建設及房地產投資減弱的影響，後者則以房地產、通訊相關服務放緩為主要拖累因素。

12 月份官方製造業 PMI 持平於 50.2，連續第二個月維持在擴張區間。其中生產指數上升 0.6 點至 53.2，反映需求改善以及長天假期將至使廠商加快生產的影響；新訂單指數略為下滑至 51.2，但仍高於過去半年平均，加上成品庫存指數處近兩年低點，將有助生產動能維持；貿易指標方面，新出口訂單、進口指數分別上升至 50.3、49.9，前者為近一年半新高並脫離收縮領域，顯示該月美中將達成第一階段貿易協議的消息有助貿易活動改善；就業指數連續三個月持平於 47.3，雖較前兩季有所改善，但仍處收縮領域，顯示製造業廠商增聘人力尚趨保守。此外，非製造業指數下降 0.9 點至 53.5，其中服務業、營建業皆有所下滑，以後者幅度較大。

12 月主要經濟指標顯示，投資及製造業景氣溫和回升：(1)零售額增幅持平於 8.0%，其中汽車零售年增 1.8%，為下半年以來首次回升，非汽車零售成長放緩 0.2 個百分點至 8.9%，主要是日用品及耐久財消費減緩所致。剔除物價變動後的實質零售則進一步放緩，反映物價上揚削弱民眾購買力的影響；(2)1-12 月固定資產投資年增 5.4%，較前十一月上揚 0.2 個百分點，主要係製造業投資回升所帶動，顯示近期製造業轉為溫和擴張且第四季產能利用率較前三季明顯上揚所致，基礎建設、房地產投資則略為放緩，後者反映房屋銷售偏弱，以及房價漲幅放緩的影響；(3)工業生產年增率上揚 0.7 個百分點至 6.9%，為年內次高水準，主要係汽車及電子設備製造業上揚所致。

12 月商品出口值年增 7.6%，就地區觀之，對 G3 國家跌幅縮小至個位數，其中對歐洲出口止跌回升，以及對美、日跌幅放緩，反映近期全球製造業景氣略為回升、基期較低以及農曆年節落於元月使部分廠商加快出口所致；對非 G3 出口增幅上揚至一成以上，主要是對新興亞洲出口保持活絡，顯示區域供應鏈移轉，廠商持續調整最終產品的出口產地的影響。就商品觀之，主要由低附加價值產品及機電產品出口回升所帶動。進口年增 16.3%，由於基期較低，使內需品年增加速至近兩成，加上中間財由逾一成的跌幅轉為略為回升所致。

展望未來，IMF 於 1 月預估中國經濟成長將由 2019 年的 6.1%放緩至 2020 年的 6.0%，並呈逐漸放緩之勢，主要係美中貿易爭議並未解決、金融規範仍需持續加強，將影響經濟活動，加上結構性因素所致。但 IMF 的預估未納入

中國武漢爆發疫情對經濟活動的影響，由於疫情嚴重已影響到經濟活動，如中國延長年假、部分省宣布延後開學及開工、年節期間消費顯著下滑等，顯示第一季經濟表現勢將不佳，是以部分研究機構預估中國第一季經濟成長或將降至 5% 左右。惟關鍵仍在於疫情何時得到控制，若就 2002 年底爆發至 2003 年年中影響消退的 SARS 疫情觀之，雖然對月度及季度經濟數據影響明顯，但全年影響相對輕微。

## （二）消費者物價通膨仍處高點

12 月消費者物價(CPI)通膨持平於 4.5%，其中食物通膨下降 1.7 個百分點至 17.4%，主要係近期增加食物進口，加上政府釋出儲備豬肉平抑物價的影響，但食物供給面仍然趨緊。非食物通膨略為上揚至 1.3%，主要原因是油料費止跌回升所致，排除食品及能源之核心通膨則持平於上月的 1.4%，其中除衣著類及雜項類通膨放緩外，其餘主要項目通膨多呈持平或微幅上揚 0.1 個百分點，顯示民間消費動能尚未回溫。展望未來，隨年節將至，預期食物通膨仍處較高之勢，但在增加進口之下，有助通膨逐漸回至溫和水準。

12 月生產者物價(PPI)呈通縮 0.5%，較上月縮小 0.9 個百分點，主要反映近期油價回升，使採掘業物價止跌回升，以及原材料業跌幅縮小所致。此外，加工業通縮程度亦減緩，反映近期製造業轉為溫和擴張的影響。展望未來，隨著製造業景氣逐漸回穩，加上高基期因素消退，預期 PPI 將脫離 2019 年下半年以來的通縮之勢。

## （三）人行調降存款準備率

金融數據方面，12 月人民幣新增貸款 1.14 兆元，增幅下降 0.1 個百分點至 12.3%，主要係對非銀行金融機構貸款轉呈縮減，以及企業部門貸款略為減速，後者主要係票據融資放緩的影響，但長期放款維持下半年以來的回升之勢；對家戶部門貸款增幅則略為上揚。12 月社會融資規模(TSF)增加 2.1 兆元，增幅持平於 10.7%，主要是銀行貸款略為加速，被企業債券淨融資及政府債券放緩所抵銷。

此外，人行於 1 月 6 日調降全體金融機構存款準備率 0.5 個百分點，預估可釋出長期資金近 8000 億人民幣，並降低銀行資金成本每年約 150 億元，有助減輕企業融資成本。另，去年貸款市場報價利率(LPR)改革後，銀行新承做貸款應以 LPR 為訂價基準，已承做貸款則維持不變，近期人行要求應於今年 3 至 8 月間將後者的訂價基準轉換為 LPR，將使企業融資成本普遍下降。

#### (四) 疫情增添不確定性使人民幣回貶

1 月中上旬境外人民幣(CNH)對美元呈升值之勢，由月初的 6.96 元價位升至 20 日的 6.87 元價位，創近七個月新高，主要係：(1)美中雙方簽署第一階段協議；(2)美方將中國由匯率操縱國名單除名，轉為觀察名單；(3)中國經濟數據回升，帶動市場信心。下旬人民幣則回貶至 30 日的 0.698 元價位，主要受武漢爆發疫情，經濟勢將受此拖累使市場避險情緒上升的影響。展望未來，預期在疫情得到有效控制前，人民幣對美元將呈區間偏弱之勢；若疫情嚴重程度大於目前公開的消息，貶值壓力或將上揚。

### 四、日本

#### (一) 景氣動向趨於穩定，惟下行風險仍高

雖然消費需求自去年 11 月起有自谷底回升的趨勢，但是擴張速度相對緩慢，部分歸咎於政府降低工時的政策使勞動收入難以提升，進而減弱所得效果，例如去年 11 月勞動現金收入年增率自 0.5%降為 0.2%，內閣府公布的消費指數在去年 10 月下滑 4.2%至谷底後，11 月只回升 1.1%，使其平均較第三季季減 2.1%。不過，今年 1 月服務業 PMI 上揚 2.7 點至 52.1，反映消費需求成長逐漸趨穩，加上政府擴張財政支出進而支持業者信心，故預期今年第一季消費可望轉呈擴張局面。

在進出口方面，去年第四季實質出口季減 2.1%，主要是颱風侵襲影響部分汽車零組件供應鏈，使相關產品出口下滑，抵銷中國半導體景氣回溫的正面助益，受此影響，該季工業生產季減 4%，且以汽車零組件業的產出下跌幅度最大。不過，今年 1 月的製造業 PMI 上升 0.9 點至 49.3，除了颱風的影響已逐漸減弱外，外銷訂單指數上揚 3.1 點至 50.1，顯示出口需求逐漸回歸成長趨勢，惟 PMI 調查期間尚未爆發武漢肺炎疫情，故後續出口表現仍有待觀察。另一方面，因內需疲弱，去年第四季進口季減 2.7%，進出口相抵後，貿易逆差季減 15%至 902 億日圓，故預期第四季淨出口將對 GDP 貢獻正成長。

在投資方面，去年 11 月國內核心機械訂單強勁月增 18%，主要是來自非製造業的一次性訂單大幅挹注成長，不過，預期該等訂單終將回落至均值水準，且 10、11 月的國內核心機械訂單平均仍較第三季下滑 0.4%，加上考量工業生產中的資本財出貨季減 6%，是以預估第四季投資將呈現負成長。不過，企業信心在今年 1 月逐漸脫離谷底，例如路透短觀的大型製造業展望指數上升 6 點至 0，製造業 PMI 對未來三個月的產出預估亦回升 1.9 點至 55.4，

服務業信心水準則相對穩定，使投資可望在本季呈現緩升態勢。

展望未來，基於去年第四季消費、出口、投資轉弱，該季 GDP 跌幅恐達 3%~4%，不過受惠颱風影響消退、全球景氣回溫、美中貿易正面進展，加上政府推行無現金支付以及企業延長折扣促銷支持，將推動消費繼續成長，今年第一季景氣可望出現反彈，且政府在第二季起實施財政擴張政策，可望成為景氣接棒上揚的動能。值得注意的是，近期武漢肺炎疫情的影響已加劇出口的下行風險，且難以排除疫情在日本國內進一步擴散的可能性，使得內需的下行風險亦難以免除。

日、美貿易第一輪協議於 2020 年 1 月 1 日起生效，日本將在未來 13 年內分段調降農產品關稅(等值 72 億美元)，美國方面則是調降空調、燃料電池和眼鏡等關稅。不過，日本在該協議的受益程度遠低於美國已退出的跨太平洋夥伴關係協議(TPP)，且美國並未調降最關鍵的 2.5% 汽車零組件關稅，故現行協議結果對景氣的影響甚微。雙方預計在 2020 年 4 月展開第二輪談判，內閣府樂觀預估若美國取消汽車關稅，將可望推升經濟成長 0.8 個百分點，惟基於 11 月美國總統大選前變數較多，雙方能否順利展開談判仍有待觀察。

## (二) 日銀保持寬鬆立場，持續觀望經濟情勢發展

去年 12 月消費者通膨增加 0.3 個百分點至 0.8%，係因油價回升所致，新核心通膨(不含生鮮食品及能源)則增加 0.1 個百分點至 0.9%，主要是消費稅上調的影響，惟其幅度顯然低於消費稅的漲幅，反映企業及政府為了減少消費需求的波動，採取加強折扣及暫免部分商品消費稅所致。此外，由於近期薪資及進口物價的壓力逐漸減輕，且今年 1 月國際油價穩定下滑，故預期今年第一季通膨將暫停上升趨勢，例如 1 月東京區消費者通膨即下降 0.3 個百分點至 0.6%。

日銀 1 月 21 日維持貨幣政策不變，認為全球景氣轉為溫和擴張，加上政府將大幅增加財政支出，上修 2020 財年經濟成長 0.2 個百分點至 0.9%，但仍謹慎地強調經濟下行風險高，使得貨幣政策的立場依然偏向寬鬆。另日銀對於 2019~2021 財年的通膨均下修 0.1 個百分點至 0.6%、0.7%、1%，但主張通膨維持溫和上揚的趨勢不變，暗示沒有降息的急切性，故若未來日圓匯率穩定或景氣如預期擴張，則日銀將繼續採取觀望態度，從而維持現行貨幣政策。



### （三）近一個月日圓匯率穩定，長期貶值壓力仍存

近一個月日圓匯率大多在 109~110 日圓兌一美元波動，在武漢肺炎疫情爆發後，雖加劇全球金融市場波動，但日圓匯率只有溫和升值，部分市場人士認為全球低利率環境導致日圓的避險性有所下降，例如運用利率更低的歐元進行套利交易已有明顯增加。展望未來，因武漢肺炎疫情持續延燒，日圓短期內可能將繼續朝向 108 日圓升值，惟日企海外投資需求強勁，長期而言日圓仍有淨流出壓力，故預估日圓將呈現短多長空的局面。

## 五、澳洲

11 月商品與服務出口值月增 1.8%，其中農產品、非農產品分別成長 0.2%、2.8%，後者主要由鐵礦砂、天然氣等大宗商品出口所帶動，加上服務出口回升所致。商品與服務進口月減 2.8%，以消費品及資本財減幅較大，顯示國內景氣持續疲軟的影響，中間財進口亦略為縮減。進出口相抵後，貿易順差雖上揚至 58.0 億澳元，但仍呈由年中的歷史高點回落之勢。

11 月零售額年增 0.9%，其中食物、非食物零售分別成長 0.5%、1.2%，主要反映黑色星期五購物節帶動買氣的影響，使家電、服飾及百貨等零售皆明顯上揚。展望未來，Westpac 消費者信心呈下滑之勢且低於中性水準，反映澳洲野火的影響，顯示民眾消費或將謹慎。

12 月就業人數增加 2.89 萬人，但主要係兼職就業人數增加 2.92 萬人抵銷全職就業人數減少的影響。且就三個月平均觀之，每月就業人數僅增加 1.4 萬人，仍明顯低於前三季的平均水準，顯示就勞動需求仍有所不足。此外，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 5.1%，為近 9 個月的低點。值得注意的是，失業率下降集中在與礦產業較為密切的州，由於其波動性較大，使失業率是否回穩至較低水準仍有待觀察。展望未來，ANZ 求職廣告續呈減少趨勢，加上 NAB 就業指標低於全年平均，顯示就業市場動能仍有所不足。

物價方面，第四季消費者物價季增 0.7%，其中商品通膨季增 0.9%，主要係菸酒稅的年度調升、國內乾旱推升食物通膨，以及燃料費增加的影響，惟家具、服飾價格不振，以及自費藥物負擔減輕抵銷部分漲幅；服務通膨季增 0.5%，國內旅遊、金融服務以及兒童照顧為主要推升因素。核心通膨年增率連續三季持平於 1.6%，仍低於央行目標 2-3% 區間，顯示物價上揚壓力

仍屬輕微。

匯率方面，1月澳幣對美元呈弱勢格局，由月初的0.700元價位貶至月底的0.672元價位，逆轉去年12月明顯回升之勢，創近四個月的低點，主要原因有：(1)澳洲野火嚴峻，影響經濟前景展望；(2)中東局勢緊張，以及中國爆發病毒感染，使市場避險情續上揚；(3)美國經濟表現相對良好，加上避險需求，使國際美元從12月底的半年低點明顯回升；(4)美中雖簽署第一階段貿易協議，但加徵關稅降幅不大，仍待後續協議履行狀況決定是否移除關稅，若全球景氣未能同步回升，難以提振澳幣表現。展望未來，中國疫情增添經濟前景的不確定性，加上市場普遍預期澳洲央行上半年將再降息一碼，是以預期澳幣將在過去三個月平均的0.686下方呈偏弱之勢。

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	6.6440
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	1.2796	0.9934	109.02	30.90	1.1201	0.6961	1.3271	6.9042
2020年								
1月	1.3088	0.9693	109.28	30.05	1.1106	0.6860	1.3082	6.9256
第一週	1.3162	0.9689	108.55	30.12	1.1202	0.6994	1.3002	6.9686
第二週	1.3101	0.9718	109.05	30.06	1.1135	0.6887	1.3029	6.9480
第三週	1.3027	0.9668	110.02	29.95	1.1129	0.6896	1.3051	6.8848
第四週	1.3078	0.9689	109.72	29.99	1.1072	0.6846	1.3106	6.9097
月初	1.3250	0.9643	108.72	30.11	1.1166	0.6981	1.2990	6.9643
月底	1.3200	0.9634	108.37	30.25	1.1089	0.6697	1.3233	6.9367
最高	1.3250	0.9737	110.17	30.28	1.1261	0.7015	1.3233	6.9760
最低	1.2999	0.9634	108.01	29.94	1.1017	0.6697	1.2974	6.8597

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。