

2018 年國際經濟回顧與 2019 年展望

兆豐國際商業銀行 徵信處

2018 年 02 月 25 日

目錄

一、國際總體經濟.....	1
二、美國.....	3
三、歐元區.....	5
四、日本.....	7
五、中國.....	9
六、新興亞洲.....	10

一、國際總體經濟

IMF 預估 2018 年全球經濟成長率將較 2017 年略微減緩 0.1 個百分點至 3.7%，雖然美國受惠於財政刺激政策，經濟成長率加速至 2.9%，但不足以抵消其他國家景氣減速的拖累，主要反映中國抑制影子銀行活動、德國實施汽車排放新規、日本數度遭受自然災害，以及聯準會升息使具有脆弱性的新興市場國家面臨資金外流壓力等因素的影響，致全球景氣不再廣泛同步復甦，轉呈現美國獨強局面。

美國自 2018 年初以來所掀起的貿易戰，已對美國 12% 的進口貨品、中國 6.5% 的進口貨品以及全球 2.5% 的貨品貿易造成影響，由於占比不大，是以對相關國家的直接衝擊有限，若再考慮中國採取寬鬆政策以及美元走強等抵消因素，則對去年全球景氣的影響相當輕微。儘管如此，貿易緊張局勢及美國以外國家的景氣多不如預期，仍使 IMF 將 2018 年全球貿易量成長率從原先預測的 5.1% 下修至 4%，致美國景氣強勁的外溢效果較難嘉惠其他國家。中期而言，貿易戰會降低市場競爭，不利生產力以及生活水準的提升。另，貿易政策的不確定性也會損及企業信心，使其延後或取消投資計畫。

全球綜合採購經理人指數(PMI)於 2018 年 12 月降至 52.7，為 2016 年 9 月以來新低，顯示全球景氣擴張持續減速。其中，全球製造業 PMI 自 2018 年初以來呈一路下滑局面，反映其產出動能逐漸減弱及出口訂單疲軟的影響；全球服務業 PMI 則有較大活力，直到 2018 年下半年才開始走低，反映較不受貿易戰波及的服務業表現相對強勁。就個別國家觀之，美國綜合 PMI 為 54.4，顯著高於全球指數值，仍是世界經濟亮點，其他表現優於全球平均的國家有西班牙、印度、俄羅斯、澳洲及愛爾蘭，表現較差者為德國及法國，分別降至 66 及 49 個月新低，法國更是兩年半以來首見低於 50 的榮枯分界點，主要由於黃背心運動的影響所致。

展望 2019 年，IMF 將全球經濟成長率預測下修 0.2 個百分點至 3.5%，主要反映 2018 年下半年以來的全球擴張動能疲弱將延續到今後數季，美中貿易戰於 2018 年下半年開打且升級的不利效應將逐漸顯現，先進國家央行持續採取較不寬鬆的貨幣政策等因素的影響。就個別國家觀之，景氣下修者在先進國家有德國(-0.6 個百分點)、法國(-0.1 個百分點)、義大利(-0.4 個百分點)及加拿大(-0.1 個百分點)，分別反映歐盟汽車排放新規、法國黃背心運動、義大利預算僵局、油價疲軟等因素的影響；在新興市場國家則是俄羅斯(-0.2 個百分點)、墨西哥(-0.4 個百分點)、沙烏地阿拉伯(-0.6 個百分點)、奈及利亞(-0.3 個百分點)等產油國，主要反映油價前景不樂觀所致。

儘管如此，前述展望的風險將偏向下行，主因是有鑑於美中貿易爭端的談判範圍相當廣泛且困難重重，以及英國脫歐協議的不樂觀局勢，若結果朝負面情境發展，則將使 2019 年的全球經濟成長再度下修。根據 OECD 對美中貿易戰的情境分析，在最差情境下未來三年的全球 GDP 及貿易量將較基線預測值累計減少 0.8 及 2.0 個百分點，其中，美、中 GDP 將各減少 1.0 及 1.4 個百分點。

在商品市場方面，2018 年平均油價為每桶 68 美元，較 2017 年上漲 30% 左右，主要受惠於全球石油消費增強，以及委內瑞拉產油量下滑、美國對伊朗實施石油制裁等因素之賜。但油價自 2018 年 9 月底以來反轉下跌 30%，原因包括：美國暫時豁免八國的進口伊朗石油禁令、美國產油量持續快速擴張，以及 OPEC 與俄羅斯皆顯著增產石油。展望未來，IMF 預測 2019 年和 2020 年的平均石油價格將下跌至略低於每桶 60 美元的水準，雖然 OPEC 與俄羅斯達成暫時減產石油的協議但缺乏執行細節減產效果有限，加上美國日產油量可能於 2019 年再增加，以及全球景氣動能減緩使石油消費成長受限所致。金屬價格於 2018 年平均上漲 6%，雖然其於上半年顯著上揚，但下半年受美國課徵鋼鋁關稅及美中貿易戰開打對貿易、投資造成不利影響而大幅下跌，IMF 預測 2019 年金屬價格將下跌 7.4%，2020 年大致保持不變。農產品價格在 2018 年大致持平，中國對美國大豆課徵報復性關稅，雖使美國大豆價格下跌，但做為替代來源的巴西大豆價格則上漲。中國最近恢復進口美國大豆，已使美、巴大豆價差縮小。展望未來，世界銀行預期 2019 年及 2020 年的農產品價格將呈穩定。

在金融市場方面，2018 年受聯準會每季升息一碼、歐洲及日本央行縮減每月購債規模的影響，全球金融條件較為緊縮，美國 10 年期公債殖利率一度升破 3.2%，直到年底才在投資人擔心美國景氣及聯準會釋出鴿派訊息而拉回至 2.7%，但仍較年初上揚 0.3 個百分點。影響所及，吸引資金流出新興市場及開發中國家的股、債市，使這些國家的貨幣對美元平均貶值 10%，其中尤以經常帳赤字依賴資產投資資金流入融通及有高額短期外債者受衝擊最深。相形之下，新興市場及開發中國家的外人直接投資則維持穩定。

2018 年先進國家與新興市場的消費者通膨分別由 2017 年的 1.7% 及 4.3% 升至 2% 及 4.9%，除了反映該年全球油價平均上漲 29.9% 的影響外，先進國家的實際 GDP 高於潛在 GDP，使薪資有較大漲幅，以及新興市場匯率貶值所引發的輸入性通貨膨脹皆是主因。美國的消費者通膨為 2.4% 高於其他主要先進國家，是以聯準會的貨幣政策正常化最為積極，於 2018 年合計升息四次。其他有採取升息行動的先進國家包括：加拿大、英國、挪威、瑞

典及捷克等，皆是因通膨接近或高於 2% 之故，但次數不及美國頻繁。歐元區的通膨為 1.7%，高於 2017 年的 1.5%，但仍低於 2% 的目標，是以歐洲央行只是按計畫減碼及結束 QE，將升息行動留待 2019 年夏天再考慮。新興市場以具有外部脆弱性者匯率貶幅最大，這些國家為了緩和輸入性通膨壓力及阻貶本幣匯率多採取升息行動，包括阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印尼、印度、菲律賓、馬來西亞及南韓等皆是如此。

展望 2019 年，IMF 預測先進國家的通膨將減緩至 1.7%，主因是油價下跌，以及儘管大多數的失業率降至數十年來低點，但實質薪資漲幅溫和，有助核心通膨維持穩定所致。是以，聯準會釋出鴿派訊息，歐洲央行德拉吉亦表示若有需要該行可考慮重啟 QE 購債計畫。另一方面，IMF 則預測新興市場的通膨將上升 0.2 個百分點至 5.1%，反映匯率貶值的遞延效果，以及許多國家採取較寬鬆政策來提振景氣的結果。

表一 全球經濟成長率預測

單位：%

	2017 年			2018 年		
	全球	先進國家	新興市場	全球	先進國家	新興市場
IMF	3.7	2.3	4.6	3.5	2.0	4.5
世界銀行	3.6	2.2	4.2	3.5	2.0	4.2
OECD	3.7	2.4	4.7	3.5	2.1	4.7

※註：先進國家及新興市場，視各預測機構的涵蓋範圍而定。全球經濟成長率預測係採購買力平價加權平均。

二、美國

美國 2018 年經濟成長 2.9%，較 2017 年的 2.2% 加速，主要受惠於減稅與增加政府支出上限等財政刺激措施及仍屬寬鬆的貨幣政策，使內需十分活絡之賜。

各項經濟數據中，以勞動市場及民間消費的表現最為亮眼，例如 2018 年每月平均新增就業 22.3 萬人，高於 2017 年的 18.1 萬人，全年累計增加 267 萬人，為連續第八年高於 200 萬人，為 1999 年以來最長持續增加紀錄。失業率更降至 3.9%，已顯著低於聯準會估計的 4.5~5% 自然失業率水準，可見勞動供需相當緊俏。影響所及，薪資漲幅溫和加速，略高於通膨率，使消費者的購買力提升。

民間消費除了受勞動市場活絡的支持外，2017 年底通過的稅改案使消費者的預扣所得稅額於 2018 年減少 2%，相形之下，2017 年則是增加 6%，從而對家庭支出提供額外助益。儘管如此，民眾的購車消費支出卻呈停滯局面，主因是聯準會持續升息帶動車貸利率走高，使潛在購車者卻步所致。房市亦復如此，由於房貸利率已升至接近 5% 的足以讓許多買方難以負擔水準，加上庫存偏低推升房價的效果，是以房屋銷售呈逐月下滑局面。

企業投資雖於 2018 年上半年受到公司稅率降至 21% 及可全額折舊的激勵而強勁擴張，但於下半年顯著減速，除了反映聯準會升息所導致的金融條件緊縮外、美國貿易政策的不確定性升高亦是主因。按，美國政府於 2018 年調高約 3,000 億美元的進口品關稅，其中絕大多數來自中國，是以中國及其他受影響國家亦對美國約 1,500 億美元出口品課徵報復性關稅。在美國提高保護主義威脅下，已於 2018 年分別與南韓、加拿大及墨西哥重簽自由貿易協議，但與中國、日本及歐盟的貿易談判尚未達成協議，結果難料。

在通膨方面，2018 年消費者物價(CPI)平均上漲 2.4%，高於 2017 年的 2.1%，除了反映能源價格上漲的影響外，薪資漲幅較為加速，從而推升核心 CPI 年增率由 2017 年的 1.8% 上揚至 1.9% 也是主因。

展望今年，一般預期經濟成長將較去年小幅減緩，主要反映財政刺激效果逐漸式微、聯準會於去年升息四次及加速縮表、全球景氣動能較為疲弱等因素的影響。去年底以來持續 35 天的政府部分機構關門危機，預期將對去年第四季及今年第一季經濟成長率合計負貢獻 0.5 個百分點左右，其直接影響為公務員工作時數減少，使相關產值隨之萎縮，間接影響則是政府承包商工程進度受到延誤、領不到薪水的公務員節省開銷以及零售額等經濟資料延後公布，增加近期展望的不確定性，使企業投資趨於審慎所致。雖然關門危機已告解除，但其直接影響所造成的損失無法彌補，間接損失則可望於第二季因出現報復性反彈而獲得大部分補償。是以，整體而言，關門危機對美國今年經濟成長的影響相當有限。

最大的下行風險是美國貿易政策的不確定性，除了美中貿易談判外，美國亦可能對汽車進口加徵關稅，從而導致歐、日採取報復措施，將憑添美國及全球景氣的負面因素。

預期消費者支出仍是美國經濟亮點，除了勞動市場持續活絡，帶動就業成長與薪資漲幅擴大外，今年春季尚有估計達 200 億美元的退稅額將發放給納稅者，可望使第二季經濟成長率多增加 0.25 個百分點。此外，油價疲軟則使消費者有更多預算購買其他非能源產品。

貨幣政策方面，雖然聯準會去年 12 月的利率預測點陣圖預測今年將升息兩次，但在元月份聯準會 FOMC 轉呈鴿派論調後，預期其今年將不升息或只升息一次，聯準會是否對升息保持耐心，主要取決於美國通膨及全球經濟金融情況發展而定。以通膨而言，雖然美國對部分進口品加徵關稅，但被美元走強及相關業者自行吸收成本所抵消大半，薪資漲幅則因尚有許多潛在勞動力可重返求職行列而受到抑制，加上 IMF 預測今年油價將下跌 14%，是以一般預期今年美國通膨頂多略高於 2%。至於全球經濟金融情況發展，則因近來歐、中景氣表現不佳，恐拖累美國景氣，亦使聯準會對升息行動有所遲疑所致。

表二 美國景氣預測

單位：%

預測機構	2019 年		公佈預測時點
	經濟成長率	通貨膨脹	
IMF	2.5	N.A.	2019 年 1 月
世界銀行	2.5	N.A.	2019 年 1 月
摩根大通	2.2	1.4	2019 年 2 月
高盛	2.2	1.7	2019 年 2 月
富國銀行	2.5	2.1	2019 年 2 月

三、歐元區

歐元區 2018 年經濟成長率較 2017 年減少 0.6 個百分點至 1.8%，其中上半年主要受到出口高基期因素影響而較為減緩，下半年受到內、外部的不利因素結合，使成長降至 0.9%，包括(1)中國等新興市場景氣轉弱，加上貿易保護主義升溫削弱外部需求；(2)第三季歐盟實施「全球輕型車測試規範(WLTP)」衝擊車廠及供應鏈，以德國受創最深，且該國去年第四季汽車產出仍較長期平均低 13.1%，足見恢復速度緩慢；(3)非系統性因素如義大利民粹主政揚棄擰節路線損及投資信心、德國萊茵河水位下降影響製藥航運出貨、法國黃背心示威影響商業活動等。

不過，該區經濟仍有強勁的一面，受惠寬鬆貨幣政策支持企業擴張資本支出，使就業機會得以增加，去年 12 月的失業率較年初下降 0.7 個百分點至 7.9%，雖仍遠高於美、日、英等國，反映勞動市場有較多的制度性障礙，但卻是該區近十年的低點，並帶動第三季薪資成長達 2.5%，接近金融海嘯

前的平均水準，顯示經濟成長的基礎漸形穩固。

展望 2019 年，歐盟執委會預估經濟成長率將降至 1.3%，雖然就業及寬鬆政策等有利內需擴張的順風因素可望持續，但 PMI 等領先指標反映景氣將以較緩慢的速度回溫，除因出口動能未見改善跡象外，法國黃背心示威、英國脫歐動盪尚未落幕，故預期去年的疲弱因素將再延續一段時間；受此影響，企業的設備利用率、信心水準已逐漸下滑，若疲軟時間過長，終將波及就業進而傷害內需動能，使成長有下行風險。

除上述外，該區仍面臨諸多動盪因素如：(1)美國不斷在貿易上對歐盟施壓，且脫歐可能對英歐雙方貿易往來形成衝擊；(2)金融海嘯所衍生的財政及金融脆弱性持續存在，景氣擴張仍依賴政策支持，故若歐洲央行過快收緊貨幣政策，恐加劇金融脆弱國家的動盪；(3)民粹人士預計在今年歐洲議會選舉以及七個成員國的國會選舉中挑戰主要政權，可能對歐盟的改革及整合形成阻礙；(4)義大利陷入技術性衰退，該國 2019 年財政赤字對 GDP 比率恐升至 2.8%，遠高於預擬的 2.04%，恐加劇該國與歐盟的分歧。

物價方面，2018 年布蘭特原油均價上漲 19 美元至 73.06 美元/桶，使通膨增加 0.2 個百分點至 1.7%，歐盟執委會預期今年布蘭特原油均價將降至每桶 61 美元，使通膨降至 1.4%。另一方面，不含食品及能源價格的核心通膨去年只在 1% 附近波動，主要歸咎於需求疲弱，故縱使勞動成本逐漸上升並壓縮利潤空間，企業仍抱持審慎態度而不輕易調整售價。

歐洲央行在 2018 年底結束購債(即量化寬鬆)，但債券到期所回收的本金將繼續投入市場，維持資產負債表的規模，且三大利率不變(再融資利率 0%、隔夜貸款利率 0.25%、隔夜存款利率-0.4%)，使貨幣政策依然寬鬆。雖然該行認為寬鬆信用及就業好轉可支持景氣，但由於經濟表現劣於預期且政經因素動盪，恐不利經濟成長與通膨間的良性循環，使風險評估轉向下行，故仍抱持需要採取寬鬆措施以支持景氣的態度。該行表示現行利率水準至少維持至 2019 年夏季結束，但未給出明確的升息路徑，將視未來經濟表現而定；此外，該行可能在上半年實施新一輪的「定向長期再融資操作」(TLTROs)，旨在挹注銀行流動性，特別是義大利等南歐國家，有助減輕結束量化寬鬆帶來的不利影響。

表三 歐元區及區內主要國家經濟成長率預測值

	歐盟預測					國際貨幣基金預測				
	歐元區	德國	法國	義大利	西班牙	歐元區	德國	法國	義大利	西班牙
2018f	1.9	1.5	1.5	1.0	2.5	1.8	1.5	1.5	1.0	2.5
2019f	1.3	1.1	1.3	0.2	2.1	1.6	1.3	1.5	0.6	2.2

※公布日期：European Union, European Economic Forecast –Winter 2019；
International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, January, 2019.

四、日本

2018 年經濟成長下滑 1.2 個百分點至 0.7%，主因中國景氣放緩、全球 ICT 需求降溫加上美中貿易戰外溢影響，使淨出口對 GDP 成長零貢獻；另一方面，消費只貢獻 0.2 個百分點，其中人口負成長、高齡化、薪資調整緩慢等結構性因素造成消費長期偏弱，外加天災頻繁進一步打擊消費活動所致；幸賴寬鬆信用及獎勵投資的政策支持，加上企業獲利強勁及轉型自動化的迫切需求，使民間投資貢獻 0.6 個百分點，係該年度成長的主要動力。

值得注意的是，少子化使勞動短缺的問題逐年加劇，導致失業率及求才求職比分別為 2.2%~2.4% 及 1.64 左右，係泡沫經濟以來最佳表現，受惠於此，薪資成長在第四季加速至 1.2%，雖遠遜於歐、美 2.5%~3% 的漲幅，但已是日本自 1997 年以來最高，並使消費需求在第四季逐漸熱絡。不過，在勞動雇用成長的同時，勞動生產力卻同時走軟，預期企業將放慢勞動雇用的步調，加上政府著手修法引進技術外勞、放寬居留條件等，可望進一步緩和勞動缺口，故失業率難有再下探的空間。

展望 2019 年，強健的勞動市場有助支撐消費動能，加上 2019 年 10 月起將調升消費稅 2 個百分點至 10%，民眾有規避稅賦而提前購物的動機，可支持消費及住宅投資成長。不過，中國放寬信用以刺激景氣的成效預估下半年才逐漸顯現，加上歐洲景氣回溫緩慢，使出口動能仍屬弱勢，且美國對中國、日本及歐盟的貿易談判尚未落幕，使外貿前景存有重大不確定性；而企業面臨全球景氣放緩、地緣政治風險升溫等而有審慎資本支出的動機，使今年景氣存下行風險。

物價方面，受油價上漲的影響，2018 年核心通膨（不計生鮮食品）增加 0.4 個百分點至 0.9%，但新核心通膨（不計生鮮食品及能源）只在 0.3~0.5%

之間波動，反映需求不夠強勁使廠商審慎調整售價。通膨雖不符合日銀期待，但基於薪資、消費均在去年第四季加速成長，使日銀認為通膨仍有上漲壓力，惟將核心通膨達成 2% 目標的時程延後至 2021 年。此外，近兩年民間對通膨的預期只有 1% 左右，且去年下半年以來通膨預期逐漸下滑，除反映油價走跌外，民眾對日銀驅動通膨上升的信心減弱也是因素之一，顯見通縮心態難以消除。

2018 年 9 月首相安倍晉三連任自民黨黨魁，使其刺激經濟政策將得以延續。12 月安倍政府提出 2019 年財政預算達 101 兆日圓，連 7 年創歷史新高，主要為採取因應提高消費稅率的配套措施，以降低該稅制的衝擊，其中醫療和養老金等社福支出占總預算逾 3 成，餘為教育、科技、國防支出等。日本政府估計預算平衡時程為 2025 年，惟其樂觀假設每年經濟成長近 2%，若成長表現不如預期，目標時程恐再延後，更不排除再增稅的可能性。

貨幣政策方面，2018 年日銀維持利率目標（超額準備利率：-0.1%，10 年期公債殖利率 0%）及每年 80 兆日圓的購債規模不變，惟實際上只購入 41.6 兆日圓的公債，低於 2017 年的 56.9 兆日圓，顯示量化寬鬆逐漸「隱形退場」，並自 7 月起允許十年期公債殖利率波動區間自 $\pm 0.1\%$ 擴大為 $\pm 0.2\%$ ，使殖利率曲線較為陡峭，有助於緩和寬鬆政策對金融機構的負作用。不過，隨景氣放緩加上民眾通縮心理未解，使日銀轉趨鴿調，甚至不排除擴大寬鬆力道，故市場預計 2019 年 10 月上調消費稅前，日銀將維持寬鬆政策的基調不變，以避免傷害經濟及通膨表現，最快將在 2020 年上半年升息。

表四 日本經濟成長率

預測機構	2018e	2019f	2020f
世界銀行(2019/01/08)	0.8%	0.9%	0.7%
國際貨幣基金(2019/01/07)	0.9%	1.1%	0.5%

預測機構	2017/18*	2018/19	2019/20
日本銀行(2019/01/23)	0.9%	0.9%	1.0%
內閣府(2018/12/18)	0.9%	1.3%	N.A.

註：*為會計年度（自 4 月開始至次年 3 月止）預測值

資料來源：World Bank "World Economic Situation and Prospects";
IMF "World Economic Outlook Update";

五、中國

2018年經濟成長由第一季的6.8%逐季放緩至第四季的6.4%，主要受政府對房市及非銀行金融機構監管趨嚴，以及與美貿易糾紛的影響，全年經濟成長為6.6%，較2017年少0.3個百分點。其中，民間消費下半年較上半年表現下滑，主要係消費信貸趨緊的延續效應，加以就業市場動能減弱影響消費者信心所致；固定資本形成在第二季顯著下滑後略為回穩，主要係製造業投資上揚，以及中央政策上加快地方政府債券發行帶動基礎建設第四季止跌回升，抵消房地產投資放緩的影響；貿易方面，由於進口增幅高於出口，使國外淨需求轉呈負貢獻為主要拖累因素。

展望2019年，受去年第四季信貸增幅仍放緩的延續效應，以及貿易商提前加快進出口活動因素消退，預期今年第一季經濟成長仍進一步減速，但在元月起降低小微企業有效稅率、預計於三月宣布降低增值稅、刺激消費、加快地方政府債券發行等逆周期調節政策，以及美中貿易協商若能逐步達成共識下，經濟動能可望在第二季回穩。IMF及世界銀行皆預估中國2019年經濟成長將放緩至6.2%。

物價方面，2018年消費者物價(CPI)通膨年增2.1%，較2017年上揚0.5個百分點，主要係基期較低、非洲豬瘟影響使食物通膨止跌回升，以及油料費上揚所致，不含食物及能源之核心通膨則較上年減少0.3個百分點至1.9%，主要係醫療、雜項類以及居住通膨放緩的影響，前者由於醫療改革一次性效應減退的影響，後者則係房價增幅放緩以及政府改善租賃市場所致。展望未來，由於國際油價下滑，加以國內需求溫和，且政府調降貿易關稅以降低提高美國進口關稅的影響，若美中貿易關稅未進一步擴大，可望使整體CPI通膨相對穩定。生產者物價(PPI)通膨年增3.5%，較上年下滑2.8個百分點，主要受景氣趨緩使政府放慢去產能及環保限產措施等供給側改革步伐所致，但國際原油上揚，帶動大宗商品價格則抵消部分影響。展望未來，由於製造業部門動能減弱，加以國際經濟前景尚不明朗抑制原油價格，預期PPI通膨不致顯著回升。

貨幣政策方面，為防範金融風險使政府對非銀行金融機構監管趨嚴，以致信託貸款、委託貸款及未貼現銀行承兌匯票等表外融資逐季下滑，儘管人行2018年四度定向降準，藉由降低資金成本及增加長期流動性以提升銀行融資能力，且在年中透過放寬中期借貸便利(MLF)擔保品限制並提高其操作頻率及規模來提供中期資金，但因表外融資下滑之故，是以社會融資餘額增幅仍由2017年的13.4%降至2018年的9.8%。此外，人行2018年3月將逆回購利率、中期借貸便利利率調高五個基本點，由於調升係跟在美國升息之

後，雖然調升幅度小於美國，但顯示人行有意穩定中美利差，以防止資本外流而引發的匯率波動。另一方面，人行在 8 月調升遠期售匯風險準備率並重啟逆週期因子，以減緩匯率順週期波動所造成的羊群效應。展望未來，由於人行於 2019 年 1 月首度展開定向中期借貸便利(TMLF)操作，以加大對小微及民營企業的金融支持，其較 MLF 操作利率低 0.15 個百分點，加以該行再度定向降準且表示近期人民幣貶值壓力消退，使降準及降息等貨幣政策有較靈活的空間，是以預期人行 2019 年貨幣政策將較 2018 年寬鬆。

六、新興亞洲

受國際金融情勢趨緊以及貿易保護主義的影響，全球貿易動能放緩使國外淨需求對經濟成長多呈負貢獻為主要拖累因素，然而在多數國家就業市場維持活絡之下，內需持續擴張則抵消部分影響。根據世界銀行預估，2018 年新興亞洲經濟成長率由 2017 年的 6.6%放緩至 6.3%，若不計中國則由上年之 5.4%降至 5.2%。

以下就新興亞洲國家的經濟情況分述如下：

南韓 2018 年經濟成長率由上半年的 2.8%放緩至下半年的 2.5%，其中民間消費略為放緩，主要係年初調升基本薪資效應減退以及就業市場疲軟影響所致，但 8 月調降部分消費稅以及財政支出擴張抵消部分影響；固定基本形成轉呈下跌，主要係政策面對房市監管趨嚴、外部環境不確定影響，拖累營建及機器設備投資所致。2018 全年經濟成長 2.7%，較上年減少 0.4 個百分點，投資縮減為主因，消費以及服務輸出上揚為支持景氣因素。

香港 2018 年經濟成長由上半年的 4.1%放緩至第 3 季的 2.9%，但仍維持在趨勢水準之上。其中，拜就業市場活絡之賜，民間消費為主要成長動能；固定資本形成第三季表現優於上半年，主要受基期較低、營建跌幅放緩以及機器設備投資顯著上揚所致；由於出口動能逐季放緩以及進口上揚，國外淨需求對經濟成長的負貢獻擴大為主要拖累因素。就月頻數據觀之，第四季經濟動能將進一步減速，香港政府預估 2018 全年經濟成長為 3.2%。

新加坡 2018 年經濟成長由上半年的 4.4%放緩至下半年的 2.2%，由於貿易動能減弱，使製造業成長顯著放緩，以及與貿易有關的服務業，如批發零售、運輸倉儲及金融服務動能下滑所拖累；營建業跌幅較為縮小，主要係民間營建略為回升仍不足以抵消公共營建疲軟所致。2018 全年經濟成長率 3.2%，較上年少 0.7 個百分點，以製造業放緩幅度較服務業為大，營建業則

續呈下跌之勢。

菲律賓 2018 年經濟成長由上半年的 6.4%略為放緩至下半年的 6.0%，主要係國際經濟前景不明以及央行大幅升息，使機器設備投資放緩，以及通膨居高使民間消費動能減弱所致，政府支出擴張以及國外淨需求負貢獻縮小則抵消部分影響。2018 全年經濟成長 6.2%，較上年減少 0.5 個百分點，以內需為主的消費、投資為主要貢獻因素，淨外需負貢獻擴大則為拖累因素。

泰國 2018 年經濟成長率由上半年的 4.8%放緩至下半年的 3.4%，其中，民間消費受惠於就業市場活絡、個人信貸上揚等因素，連續四季加速擴張；固定資本形成亦加速擴張，其中營建活動由於基期較低，以及公共建設等需求而表現活絡，加上運輸設備支出所帶動；由於國際貿易動能減弱，商品出口顯著下滑，加以旅遊人次因旅遊勝地普吉島七月發生船隻翻覆事件，以及世足賽吸引觀光人潮湧向俄羅斯的影響，使下半年服務輸出轉呈縮減，致國外淨需求對經濟成長負貢獻擴大為主要拖累因素。2018 全年經濟成長 4.1%，較上年增加 0.1 個百分點，內需活絡及存貨上揚為主要成長動能。

馬來西亞 2018 年經濟成長由第一季的 5.4%放緩至後三季平均的 4.5%，其中國內需求加速成長，主要拜就業情勢良好、政府 3 月起重啟燃料補貼，以及調整消費稅制之賜，使民間消費表現活絡；固定資本投資溫和成長，主要由機器設備投資上揚，抵消營建投資放緩的影響；由於出口表現下滑及進口止跌之故，國外淨需求對經濟成長貢獻在第一季顯著上揚後，降至後三季平均趨近零。2018 全年經濟成長 4.7%，較前一年放緩 1.2 個百分點，固定資本投資放緩以及存貨顯著減少為主要拖累因素。

越南 2018 年經濟成長加速成長至 7.1%，為 2008 年以來新高，其中農業部門加速成長至 3.8%，主要受惠於天候穩定、高附加價值作物比重增加以及生產力提升等因素；製造業成長逾一成，反映出口強勁所致，營建業成長 9.2%，主要係房地產投資活絡所致；服務部門成長 7.0%，受惠於國外遊客成長近兩成，帶動旅遊相關產業，以及內需活絡推升批發零售表現。

印尼 2018 年經濟成長較去年上揚 0.1 百分點至 5.2%，其中受惠於勞動市場活絡、政府社福支出及燃料補貼上揚，民間消費略為加速；投資亦加速成長，主要係製造業部門活絡帶動機器與運輸設備資本支出、公共建設支出上揚以及存貨增加所致；由於國內需求上揚推升進口增幅幾乎為出口增幅的兩倍，國外淨需求轉呈負貢獻為主要拖累因素。

印度 2018/19 上半財年(4-9 月)經濟成長由上年同期的 6.0% 加速至 7.6%，主要係要係實施廢鈔及 GST 稅制的負面效果減退後，促使民間消費及投資動能回升所致，國外淨需求續呈負貢獻為主要拖累因素。就月頻數據觀之，預期第三季經濟成長將較上半年放緩，主要反映上半年升息兩次及去槓桿政策的延續效應，財政刺激影響逐漸減弱，以及食物通膨轉呈下跌不利於務農人口的消費能力。IMF 預估 2018/19 財年經濟成長率為 7.3%。

展望 2019 年，受全球經濟及貿易成長放緩，以及國際金融情勢不若以往寬鬆的影響，IMF 預期新興亞洲國家經濟成長將略較 2018 年為低，但國際大宗商品價格回穩可望抵消部分影響。IMF 預估 2019 年東協五國經濟成長率為 5.1%，世銀則預估不含中國之新興亞洲國家經濟成長率為 5.2%。然而，該區域景氣仍面臨若干下行風險因素：包括中國景氣放緩的外溢效應、貿易保護主義影響區域出口表現等。

物價方面，2018 年儘管國際油價走揚，但在政府維穩燃料費漲幅及央行貨幣政策控制下，多數國家通膨仍相對溫和或維持在央行目標區間。其中，菲律賓由於經濟過熱且調升消費稅之故，使全年通膨達 5.2% 超過央行目標的 4%；香港由於勞動市場活絡推升通膨至 2.4%，新加坡則受居住及個人交通下跌的影響，通膨由 2017 年的 0.6% 降至 0.4%；馬來西亞、南韓、印尼通膨皆較上年放緩，前者主要由於消費稅調降所致、後兩者部分受政府管制費用調升效應消退的影響。展望未來，由於 2018 年主要亞幣多走貶的影響，或將推升進口物價，但國際油價回落可望抵消部分影響，主要機構預估新興亞洲通膨將維持在 3% 附近。

利率方面，2018 年新興亞洲多數國家皆採取升息。其中，馬來西亞於 1 月升息一碼，以及韓國、泰國分別於 11 月、12 月升息半碼，主因是其央行皆認為經濟成長穩定且趨近潛在成長、以及防止過長的低利率環境可能導致的金融風險，並表示調升後的政策利率仍屬寬鬆情勢；此外，新加坡貨幣管理局在 4 月、10 月半年度的會議上兩度透過調升新加坡幣名目有效匯率區間(即小幅升值)以小幅收緊貨幣政策，主要係該局認為經濟穩健成長，且預期核心通膨有上揚壓力。另一方面，印度、菲律賓及印尼三者因有經常帳赤字，加以美國持續升息使其貨幣有貶值壓力，且前兩者通膨高於其央行目標，使其央行有調升政策利率以減緩貨幣貶值及通膨上揚的壓力所致，其中印度共調升兩碼、菲律賓及印尼皆調升共七碼。然而，印度央行在 2019 年 2 月調降政策利率半碼並將貨幣政策基調轉成中性，主要係受食物及油價下滑使

通膨顯著低於央行目標，並認為核心通膨居高，是醫療及教育費用一次性調升的影響，是以調降通膨預估並表示產出缺口略為擴大所致。展望未來，在主要國家貨幣政策正常化步伐可能放慢，以及全球經濟成長減緩、預期通膨溫和的情勢下，新興亞洲國家貨幣政策亦將隨之轉呈鴿派。

表五 新興亞洲國家經濟成長率與預測值(單位：%)

	2018 年 (估計值)	國際貨幣基金		亞洲開發銀行		世界銀行	
		2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2019 年	2020 年
1.新興亞洲	*6.5	*6.3	*6.4	6.0	5.8	6.0	6.0
2.東亞	—	—	—	6.0	5.7	—	—
中國	6.6	*6.2	*6.2	6.6	6.3	6.2	6.2
香港	**3.2	2.9	3.0	3.4	2.8	—	—
南韓	2.7	2.6	2.8	2.7	2.6	—	—
3.東協國家	*5.2	*5.1	*5.2	5.1	5.1	—	—
新加坡	3.2	2.6	2.8	3.3	2.9	—	—
印尼	5.2	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2	5.3
馬來西亞	4.7	4.6	4.8	4.7	4.7	4.7	4.6
菲律賓	6.2	6.6	6.6	6.4	6.7	6.5	6.6
泰國	4.1	3.9	3.7	4.3	4.1	3.8	3.9
越南	7.1	6.5	6.5	6.9	6.8	6.6	6.5
4.南亞-印度	*7.3	*7.5	*7.7	7.3	7.6	7.5	7.5

※預測時間：國際貨幣基金(IMF)2018年10月；亞洲開發銀行2018年12月；世界銀行2019年1月。*IMF為2019年1月之最新預測值。**香港為政府2018年12月預估值。

表六 新興亞洲國家通膨情況與預估值(單位：%)

	2018 年	亞洲開發銀行		*國際貨幣基金	
		2018 年	2019 年	2019 年	2020 年
1.新興亞洲	*3.0	2.8	2.9	3.2	3.3
2.東亞	—	2.1	2.1	—	—
中國	2.1	2.2	2.2	2.4	2.7
香港	2.4	2.4	2.3	2.1	2.2
南韓	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0
3.東協國家	*2.9	2.7	2.8	3.2	3.1
新加坡	0.4	0.5	1.3	1.4	1.4
印尼	3.2	3.2	3.2	3.8	3.8
馬來西亞	1.0	1.2	2.0	2.3	2.6
菲律賓	5.2	5.3	4.0	4.0	3.3
泰國	1.1	1.1	1.2	0.9	1.1
越南	3.5	4.0	4.5	4.0	4.0
4.南亞-印度	*4.7	4.3	4.7	4.9	4.8

※預測時間：*國際貨幣基金(IMF)2018 年 10 月；亞洲開發銀行 2018 年 12 月。

※IMF 預估值僅包含東協五國。