

2023 年國際經濟回顧與 2024 年展望

兆豐國際商業銀行 徵信處

2024 年 02 月 29 日

目錄

一、國際總體經濟.....	1
二、美國.....	10
三、歐元區.....	15
四、日本.....	18
五、中國.....	21
六、新興亞洲.....	23

一、國際總體經濟

受到美國貨幣政策緊縮、貿易疲軟、以及全球地緣政策緊張局勢的拖累，全球經濟增長持續放緩，根據世界銀行最新發布的全球經濟展望報告，2020-2024 年全球經濟將會創下 1990 年初以來增速最慢的 5 年，且至 2024 年底，有將近四分之一開發中經濟體將較新冠疫情前(2019 年)更為貧窮。

2024 年全球經濟情勢是否延續 2023 年的經濟走勢而表現不佳？2024 年全球經濟又會遇到什麼黑天鵝或灰犀牛？而 2024 年邁入多個國家大選之年，全球經濟又會出現什麼衝擊？以下謹就 2023 年全球經濟回顧並展望 2024 年全球經濟的趨勢。

(一)2023 年回顧

➤ 2023 年全球經濟受到高通膨、高利率影響需求疲弱

2023 年受到高通膨、高利率及中國疫後經濟表現不如預期等因素影響，令全球終端產品需求疲弱，導致各國製造業活動放緩，另美中之間經濟制裁(晶片及金屬稀土禁令)擴大，加上俄烏戰爭、加薩走廊衝突及紅海危機迄今未歇，全球地緣政治趨向集團對抗，對全球經濟發展及社會穩定產生不利的影響。IMF 最新報告數據顯示，2023 年全球經濟成長從 2022 年的 3.5% 下滑至 3.1%，其中發達國家的經濟成長自 2022 年的 2.6% 下降至 1.6%(下滑原因是歐元區經濟體表現不佳，經濟成長從 2022 年的 3.4% 下滑至 0.5%)，而新興市場國家的經濟成長則在中國經濟增長 5.2% 的帶動下，維持 2022 年 4.1% 的水平。

◆ 美國、日本及中國三個主要經濟體成為 2023 年全球經濟主要的亮點

● 美國

由於拜登政府之前發放 1.9 兆美元紓困津貼尚未用罄，加上債券殖利率倒掛及股市創新高所帶動的財富效應下，消費支出異常強勁，致 2023 年該國經濟成長不貶反升。

● 日本

2023 年上半年受到外國觀光人數爆增、賺取大量外匯，加上日圓貶值、出口大幅成長以及股市表現亮麗、帶動民眾消費增加的多重利多下，經濟成長亮麗，儘管下半年該國經濟衰退抵銷

部分成長，但整體而言，經濟表現仍優於 2022 年。

- 中國

在新冠疫情解封所帶來報復性消費的復甦及 2022 年比較基期偏低的優勢下，2023 年經濟成長較 2022 年高出許多。

- **2023 年全球通膨下滑超乎預期，經濟硬著陸機率大幅降低**

COVID-19 大流行之後全球經濟大復甦，加上俄羅斯入侵烏克蘭推升大宗商品的價格，形成全球驚人的通貨膨脹。各國央行為對付通膨，於 2022 年未開始進行大規模升息動作，以抑制全球蔓延的通貨膨脹。主要經濟體國家由於升息得宜，2023 年全球通膨下滑幅度超乎市場預期，且就業及經濟活動受影響幅度小於預期，使得 2023 年全球經濟並無產生硬著陸的現象。然而，地緣衝突(包括紅海的持續襲擊)不斷，導致大宗商品、航運價格飆升及產業供應鏈中斷，以至於潛在通膨再度升溫，將使各央行維持緊縮的貨幣政策，致各國債務持續攀高，帶來加稅或削減財政開支的可能性，將給 2024 年的經濟成長帶來不小的壓力。

- **中國解封後經濟不確定性提高**

2022 年中國各地實施嚴格的疫情封控措施，打擊經濟增長，致該年經濟成長僅達 3%。2023 年儘管中國取消所有疫情限制措施，且 2022 年比較基期偏低，但樓市低迷及消費者信心疲軟還是抵銷疫情後復甦對中國經濟增長的大部分貢獻，2023 年中國經濟僅增長 5.2%，創下 1990 年以來最低水平之一，僅高於新冠疫情期間的 2020 年及 2022 年。

中國國家統計局日前公布統計資料，2023 年國內生產毛額(GDP)總額人民幣 126 兆 582 億元(約新台幣 554.65 兆元)、年增率 5.2%(各季季增年率分別為 4.5%、6.3%、4.9%及 5.2%)。去年中國經濟波動較大，外界預期也不斷修正，不過 5.2%的增長率最終還是超過政府官方 5%的目標水準。

- **印度是經濟成長最高的主要經濟體**

2023 年印度人口超越中國，居全球之冠，各界均看好「人口紅利」所帶來的龐大勞動力及內需市場。IMF 最新報告數據顯示，2023 年經濟成長率為 6.7%，雖較 2022 年減少 0.5%，但受惠於中美脫勾轉單效應及國內強勁的消費能力，仍是全球經濟展望最好的主要經濟體。

➤ 全球地緣政治風險加劇

IMF 最新報告警示，2022 年各國實施 3,200 項新貿易限制，2023 年實施 3,000 項新限制，遠高於 2019 年的 1,100 項。預計 2024 年全球貿易成長率為 3.3%，2025 年為 3.6%，低於 4.9% 的歷史平均成長率，地緣經濟分裂加劇全球貿易的扭曲，大幅縮減全球的貿易水準。

中東地區石油及天然氣出口占全球約 35% 及 14% 的比重，而流經紅海區域的船運貿易量約占全球總貿易量的 11%，加上俄羅斯為全球天然氣第 1 大輸出國、石油第 2 大輸出國，而烏克蘭為全球最大糧倉之一、倘若該兩地區戰爭衝擊擴大，將導致大宗商品及航運價格大漲，致食品、能源及運輸成本飆升，將危及全球通貨緊縮進程，對全球經濟造成不利的影響。

(二) 展望 2024 年

➤ 歐美國家即將邁入降息週期，日本央行卻背道而馳

美國聯準會(Fed)2024 年 1 月 FOMC 利率決策會議將美國聯邦基金利率維持在 5.25-5.5% 區間，FOMC 摘要指出通膨將持續朝向 2% 目標回落。從 2023 年 12 月 FOMC 利率點陣圖來看，大多數官員預計 2024 年利率將降至 4.5%-4.75%，2025 年再調降利率 4 碼、2026 年進一步再降 3 碼，預計長期終端利率將維持在 2.5%。

歐洲央行(ECB)2024 年 1 月利率決策會議將存款機制利率維持在 4%，已連續第三次暫停升息，ECB 總裁 Christine Lagarde 強調討論降息為時過早，但承認通膨取得進展，並表示此前上漲的薪資增速走穩，暗示需要觀察薪資增速以及 3 月 ECB 經濟預測，替開啟降息週期埋下伏筆，市場預期 ECB 將在今年 6 月降息。

日本央行總裁植田和男近期回覆議會質詢表示，一旦物價目標實現在望，日本央行將考慮是否維持包括負利率在內的大規模貨幣寬鬆政策，但即使在負利率結束後，日本的金融狀況也將暫時保持寬鬆。日本央行副行長內田新一(Shinichi Uchida)近期亦表示，日本央行可能將超額準備金率作為主要政策槓桿，將其目標區間定為 0-0.1%。另路透社報導，儘管日本經濟步入衰退(2023 年第三季及第四季經濟成長季增年率分別為-3.3%及-0.4%)，但逾八成經濟學家預期日本央行將於 4 月貨幣政策會議，宣布結束長達 8 年負利率政策，開始為貨幣政策做重大轉向。

➤ 全球經濟持續衰退

2024 年在地緣政治風險升溫、各項戰事(包括俄烏、加薩走廊戰爭、紅海危機以及亞美尼亞和亞塞拜然衝突)層出不窮，加上歐美央行為抗通膨而遞延降息時間的拖累下，預計全球經濟表現將較 2023 年黯淡(IMF 看法較為樂觀，維持在 3.1%)。其中全球最大經濟體美國，去年在公債殖利率倒掛及股市不斷挑戰新高的財富效應帶動下，消費支出超乎預期，經濟表現相當亮麗，預計今年財富效應遞減下，消費支出縮減，經濟成長將較去年減緩。日本方面，雖然日經 225 指數不斷地創下近期新高，但日本連續兩季經濟呈現負成長，消費及投資動能消減，加上今年四月有可能升息，日幣升值下出口減少，預計今年經濟活力將不如去年。中國方面，受制於中美經濟脫勾、外資撤離、房地產行業困境加深及國內消費力道疲軟等影響，預計今年經濟展望將不如去年。

另一方面，歐元區經濟去年表現最差，隨著通膨放緩，預計今年夏季會調降利率，增添資金的動能，經濟有望觸底反彈；而印度受惠於中美經濟脫勾，Apple 等國際大廠轉單效應發酵，加上國內消費力具韌性，將延續去年大幅成長的趨勢。

以下僅就 IMF、世界銀行及經濟合作暨發展組織(OECD)最近發表報告來分析今年全球經濟的展望：

◆ IMF 預估 2024 年全球經濟成長為 3.1%，與 2023 年持平

IMF 1 月發布的「世界經濟展望」(WEO)報告指出：2024 年及 2025 年全球經濟成長分別為 3.1% 及 3.2%，其中 2024 年的預測較 2023 年 10 月發布的 WEO 預測高出 0.2 個百分點，主要是 IMF 調高美國、中國及印度等國家經濟成長預期所致。然而，2024-25 年全球經濟成長將會低於 2000-19 年平均 3.8% 的水平，原因是央行為對付通膨持續高利率政策、各國債台高築縮減財政支出以及地緣政治限縮製造業的動能。

◆ 世界銀行預估 2024 年全球經濟成長為 2.4%，較 2023 年下降 0.2%

世界銀行 1 月份發布的「全球經濟展望」報告指出：2024 年全球經濟增長預計將會連續第三年放緩，從 2023 年的 2.6% 下調至 2.4%，較 2010 年代的平均增長率下滑將近 0.75 個百分點。

世界銀行亦表示，儘管 2023 年全球經濟在面臨衰退風險時表現出

韌性，但地緣政治緊張局勢的加劇將帶來新的挑戰，導致大多數經濟體在 2024 年及 2025 年經濟增長速度將比前十年為慢。

◆ **OECD 預估 2024 年全球經濟成長為 2.9%，較 2023 年下降 0.2%**

OECD 2 月發布的「2024 年中期經濟展望」報告指出，2024 年全球經濟將增長 2.9%，高於該組織先前在 2023 年 11 月預測的 2.7%，但與 2023 年的增速 3.1% 相比有所放緩。該組織對 2025 年的增長預測保持不變，仍為 3.0%。

表一 全球經濟成長率預測(單位：%)

	2023 年			2024 年		
	全球	先進國家	新興市場	全球	先進國家	新興市場
IMF	3.1	1.6	4.1	3.1	1.5	4.1
世界銀行	2.6	1.5	4.0	2.4	1.2	3.9
OECD	3.1	1.7	4.0	2.9	1.4	3.8

註：1.發達國家及新興市場，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。

2. IMF 及世界銀行公布時間為 2024 年 1 月；OECD 公布時間為 2023 年 11 月（全球 GDP 成長率參考 OECD 2024 年 2 月中期報告）

➤ **2024~2025 年通貨膨脹將逐漸放緩**

◆ **通膨方面**

在各國央行實施緊縮貨幣政策對抗通脹及產業供給鏈瓶頸緩解利勢下，大多數地區通貨膨脹下降速度快於預期，IMF 預計全球通脹從 2023 年的 6.8% 下降至 2024 年的 5.8%，2025 年更進一步降至 4.4%，通膨持續下降，但仍高於大流行前（2017-19 年）約 3.5% 的水平。另發達國家的通脹預計從 2023 年的 4.6% 下降到 2024 年的 2.6% 和 2025 年的 2%；而新興市場國家的通脹則預計從 2023 年的 8.4% 下降到 2024 年的 8.1% 及 2025 年的 6%。

◆ **經濟硬著陸可能性降低**

隨著通膨減緩、就業及經濟活動數據的穩定，全球經濟面臨衰退的風險不高，削弱「硬著陸」的可能性，預計 2024 年全球經濟將實現「軟著陸」或是「不著陸」。

倘若全球通貨膨脹持續下滑(中國等部分地區甚或通縮)，對全球經濟景氣形成下列有利的條件：(1)通膨減緩(或通貨緊縮)將使全球金融情勢進一步寬鬆；(2)有利於更寬鬆的財政政策，並促進經濟成長；(3)透過積極的跨境外溢效應來提振生產力，使經濟結構更為穩固。

然而，通貨緊縮有可能帶來不利的影響，譬如中國或其他通貨緊縮的國家，其房地產行業的困境將會加深，政府需要祭出更大規模的振興措施，始能挽救經濟下滑的風險。

➤ 2024 年中國經濟態勢不明朗

中國南華早報報導指出，2024 年中國經濟復甦態勢不明朗，地方債務、通貨緊縮、金融去風險化及人口紅利不再等問題將在今年繼續困擾中國經濟成長。考慮到中國政府一直不願意加大規模刺激景氣，今年要保持 2023 年的增長速度可能更難。先前幾家全球投行預測今年中國經濟增長率將在 4~4.9% 不等，而 IMF、世界銀行及 OECD 則預估中國今年經濟成長分別為 4.6%、4.5% 及 4.7%。

展望 2024 年，中國經濟仍有許多隱患需要克服，包括：

◆ 房地產困境

中國房地產困境持續惡化，大型房地產開發商債務問題嚴重，帶給銀行業及整個經濟巨大壓力，僅房地產龍頭恆大欠債就高達 3,000 多億美元，而碧桂園總負債亦高達 1,870 億美元，北京政府雖然努力試圖穩定市場，但前景仍充滿諸多不確定因素。

◆ 消費疲軟

人民不願花錢消費，主要原因是工作不穩定及手中持有股票及房地產貶值。無論是網路消費或是實體店家銷售數據均顯示，消費疲軟的情況隨處可見，疫情解封後所期待報復性消費狂潮並未出現。

◆ 持續通縮

受民眾消費低迷的影響，中國 2024 年 1 月的 CPI 年減 0.8%，連續第四個月下滑，可能陷入長期的通貨緊縮，造成消費者推遲購買計劃，因為他們認為未來相關商品的價格會變得更便宜。而在此背景下，企業的營業額、利潤及投資均會受到影響，景氣變得更加惡劣。

◆ 人口老化

中國實施「一胎化」數十年之久，為其帶來嚴重的後果，造成出生率持續下滑及人口高齡化。中國國家統計局發布數據顯示，中國2023年新出生人口為902萬，死亡人口為1,110萬人，人口總數已經連續第二年出現下滑，主要原因為高昂的住房、就學及醫療費用，加上年輕人不願結婚的趨勢。倘若政府無法提出有效措施，未來中國國家競爭力將有向下趨勢。

◆ 川普當選美國總統

地緣政治風險是中國經濟發展最不穩定的因素之一，且美中經濟脫勾已造成中國製造業及就業方面極大的壓力，美國晶片法案更是掐住中國半導體發展的命脈。假如川普再度入主白宮，將會加劇對中國的制裁，對北京而言將會是一場夢魘。

➤ 2024年印度持續為全球經濟帶來巨大的貢獻

在國內需求及經濟活動持續強勁的帶動下，印度已經取代中國成為當前全球經濟發展最快速的主要經濟體，IMF、世界銀行及OECD預估印度2024年經濟成長分別從6.7%降至6.5%、6.3%上升6.4%及6.7%降至6.2%。另印度央行預測，2023-24財年(2023/04-2024/03)印度的經濟成長可達7.3%，而2024-25財年(2024/04-2025/03)經濟成長率可再達7%的水準，意味著印度經濟成長將連續第三年超過7%。

標準普爾全球(S&P Global Ratings)亦表示，目前印度是全球第五大經濟體，本(2023-24)財年經濟成長為6.4%，到2027財年經濟成長將回升至7%。未來三年內，印度將繼續成為成長最快的主要經濟體，到2030年將成為全球第三大經濟體。

➤ 2024年全球經濟黑天鵝(灰犀牛)

◆ 美國貨幣政策持續緊縮

2024年全球經濟成長仍有許多挑戰，舉凡全球通貨膨脹、美國降息遞延、地緣政治風險、大陸景氣復甦趨緩及主要國家領導人改選，都是影響今年全球經濟重要變數。今年經濟灰犀牛首推美國貨幣政策持續緊縮，由於美國通膨仍具韌性，Fed降息時間及幅度恐怕沒有市場想像那樣樂觀，如此一來，降息效應遞延甚或可能加息，將

衝擊美國股市及消費力道，對美國及全球經濟都會產生重大的負面影響。

◆ 美國政府債務不斷擴大

根據美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)估計，2024 財年美國政府的負債規模為 27.9 兆美元，占 GDP 的 99%，預計至 2033 財年，政府債務金額將成長到 48.3 兆美元，占 GDP 的 116%。美國政府長年在收入與支出結構上不對稱，造成美國債務規模不斷的擴大。在過往期間，政府預算赤字的增加往往由於戰爭或經濟衰退引起，然而，現今預算赤字已成為常態。美國政府債務愈堆愈高，必須不斷發新債以還舊債，由於利率攀高，迫使政府發債量愈來愈大，造成公債殖利率不斷升高，政府債務規模的成長已超過 GDP 的增長速度，不僅財政入不敷出，而且持續惡化，進而陷入債務困境。

◆ 川普當選美國總統

隨著川普當選美國下一任總統機率愈來愈大，全球市場不安情緒加劇。倘若川普當選，除美中貿易大戰更加激烈外，美國貿易保護主義將再度興起。屆時美國將加重與其他國家的貿易壁壘，引發各國競相採取更進一步的貿易保護政策，去全球化更加嚴重、貿易障礙更多，將導致全球經濟惡化。

◆ 大陸復甦不如預期

全球經濟另一隻灰犀牛是大陸復甦不如預期，由於中國地方政府債務占 GDP 比重甚高(逾百分之七十)，目前政府尚未祭出有效政策，以拖待變，致中國經濟成長放緩。而大陸經濟對全球經濟貢獻達四分之一至三分之一，如果大陸復甦不如預期，全球經濟將會被拖累。

◆ 地緣經濟碎片化

根據今年世界經濟論壇(World Economic Forum)最新調查，多數專家並不看好今年的經濟展望，其中最重要因素是全球地緣政治紛擾持續加深。舉凡烏克蘭、加薩戰事、紅海危機以及亞美尼亞與亞塞拜然衝突將推升通脹壓力，日益侵蝕企業獲利，加上中美經濟脫勾供應鏈脆弱，推高企業的經營成本，影響到全球經濟的發展。因此，地緣經濟碎片化已成為經濟發展的重要絆腳石。

全球投資管理機構龍頭貝萊德(BlackRock)警告,2024 年主要國家之間的分裂將更深、競爭更激烈、合作將減少,造成全球金融市場的地緣經濟進一步惡化。隨著世界分裂為相互競爭的各大集團,通膨率最低僅能維持在接近 3%而無法繼續下降。另紐約時報亦報導,隨著軍事衝突擴大,加上近 50 個國家在今年辦理選舉,2024 年全球經濟正在遭遇日益升高的地緣政治風險。

◆ 戰爭及恐攻的威脅

俄烏戰爭是 2022 年發生的黑天鵝,而加薩戰爭、亞美尼亞與亞塞拜然衝突及紅海襲擊則是 2023 年爆發的黑天鵝,即使歐美國家介入,目前情勢依然膠著。這些戰事倘若在 2024 年持續擴大,影響層面更廣,滲透到運價及原物料價格上漲,推升企業的成本,並造成終端需求回溫遞延,將對今年全球經濟景氣構成嚴重的威脅。

OECD 於 2024 年 2 月報告中警告,地緣政治高度緊張對經濟活動及通貨膨脹構成重大威脅,特別是中東衝突將會擾亂能源市場供需,而紅海航運中斷更是會導致供應鏈受阻,推高生產者成本及消費者物價。而世界銀行則表示,以色列與哈瑪斯戰爭,已對加薩基礎設施造成「災難性」衝擊,導致加薩經濟 2023 年第 4 季萎縮 80% 以上。

◆ 邪惡軸心的威脅

俄羅斯、北韓、伊朗、哈瑪斯及葉門胡塞組織等邪惡軸心(Axis of rogues)國家與組織會與其他國家的關係更加和諧?還是更為惡劣?他們的動向,將攸關全球經濟的發展,為全球市場所矚目關心的重要風險。

◆ 淨零轉型推行不易

淨零碳排是因應當前全球氣候變遷的重要倡議,淨零轉型將涉及能源、產業、社會、及數位的轉型以及維持世代正義,需要新的治理模式來推動淨零轉型所需的資源分配及政策目標的優先順序。鑑於全球淨零碳排浪潮與歐美碳邊境調整機制(Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM)趨勢,淨零轉型已經不再只是環保課題,更是攸關各國產業國際競爭力之經濟課題。如果政府因應法規及配套措施不夠完善,或是企業執行不力,將導致國家總體獲利下

滑，經濟成長倒退。

二、美國

(一)2023 年回顧

➤ 2023 年美國經濟年增 2.5%

受到就業穩健成長、股市創新高財富累積、及拜登政府之前發放 1.9 兆美元紓困津貼尚未用罄的支撐，美國家庭的資產負債表健全，民眾擁有超額的儲蓄，致消費支出異常強勁，推升 2023 年美國經濟成長率至 2.5%，優於 2022 年的 1.9%，擺脫高利率以及金融情勢緊縮的壓力。

美國 2023 年第一季度及第二季經濟成長率分別為 2.2% 及 2.1%，表現優於 IMF 2023 年 7 月時預估的 1.8%，並未出現投行及經濟學家廣泛預期的衰退。其中第一季主要是消費支出貢獻 2.54% 及政府支出貢獻 0.82% 所維持，而第二季則在私人部門投資貢獻 0.9%、政府支出貢獻 0.57% 及消費支出貢獻 0.55% 所支撐。

美國 2023 年第三季經濟成長率為 4.9%，第四季經濟成長率為 3.3%，下半年經濟數據相當亮麗，超乎市場預期。其中第三季經濟成長創近期新高，反映芭比及奧本海默等電影大賣及碧昂絲及泰勒絲巡迴演唱會帶來豐碩的經濟經益，使第三季消費支出貢獻 2.11%，加上在企業庫存投資大增的情況下，私人部門投資貢獻 1.74% 所推動。而第四季則因個人消費支出強勁(貢獻 1.91%) 及淨出口較上季大幅增加(貢獻 0.43%)，使經濟成長超乎預期，擺脫經濟低迷的預期。

➤ 2023 年美國緊俏的勞動力市場漸趨緩和

根據 Challenger Report，2023 年美國新增聘用人數為 780,123 人，較 2022 年的 1,482,364 人，減少 702,241 人(-47.4%)。而 2023 年美國失業人數達 721,677 人，較 2022 年的 363,824 人，成長 98.4%，為 2009 年以來最高水平(2020 年新冠疫情大流行裁員 2,304,755 人除外)。Challenger Report 資料顯示，2023 年美國新增聘用人數較 2022 年大幅減少，而失業人數則較上一年大幅成長，有效舒緩勞動力市場過度緊俏的問題。

另美國勞工統計局統計資料顯示，2023 年 12 月美國職位空缺為 902.6 萬個，較 2022 年 12 月的 1,101.2 萬個，減少 198.6 萬個，與 Challenger Report 的報告不謀而合，緊俏的勞動力市場將日趨緩和。

➤ 2023 年美國消費支出持續強勁

2023 年美國消費支出達 61 兆 6,877 億美元，較 2022 年成長 2.2 個百分點。消費成長推升動力除了拜登政府 2022 年 3 月推出 1.9 兆美元紓困方案尚未用罄外，另今年股票市場大多頭，投資者累增大筆財富，支撐美國家庭肆無忌憚的揮霍，大量採購商品，並增加服務消費，導致美國消費支出創下新高。

➤ 2023 年美國通膨已大幅回落

2023 年 12 月的 CPI 數據同比增速為 3.4%，較 2022 年同期的 6.5% 及 2022 年 6 月 9.1% 的峰值大幅下降，另扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增 3.9%，亦較 2022 年同期的 5.7% 及 2022 年 9 月 6.6% 的峰值有所回落。其中食品價格增長 2.7%、能源價格則下跌 2%、住房服務價格上漲 6.2%、醫療服務價格減少 0.5%、運輸成本揚升 9.7%。美國勞工統計局數據顯示，在食品、能源及醫療服務價格走勢趨緩下，使 2023 年總體 CPI 由 2022 年的 6.5% 下滑至 3.4%，但住房服務價格及運輸成本頑抗不降，成為 CPI 向下趨勢的變數。

在生產方面，2023 年 12 月的 PPI 數據同比增速為 1%，較 2022 年同期的 6.5% 大幅下降，另扣除食品和能源成本的核心 PPI 年增 2.6%，亦較 2022 年同期的 4.7% 有所回落。其中商品需求投入成本下跌 2.7%，而服務需求投入成本則上漲 3.5%。美國勞工統計局數據顯示，在商品需求減緩、服務需求增長的情況下，2023 年總體 PPI 由 2022 年的 6.5% 下滑至 1%，顯示生產方面的物價下滑速度較消費方面的物價為快，對減緩整體通膨效果有較高的貢獻。

➤ 2023 年美國貿易逆差持續擴大

根據美國商務部的數據，2023 年美國貿易逆差為 7,734 億美元，較 2022 年的 9,512 億美元，收窄 1,778 億美元(-18.7%)。其中商品貿易出口減少 392 億美元，進口減少 1,605 億美元，商品貿易逆差減少 1,213 億美元(-10.3%)，來到 1 兆 617 億美元；服務出口增加 742 億美元，進口增加 178 億美元，服務貿易順差則增加 564 億美元(24.3%)，至 2,882 億美元。截至 2023 年，美國商品和服務貿易逆差占 GDP 的 2.8%，低於 2022 年的 3.7%。美國商務部資料顯示，由於進口大幅下降，而出口躍升至歷史新高，2023 年貿易逆差縮減 1,778 億美元，縮減幅度為 14 年來最大。

(二)展望 2024 年

➤ 2024 年第一季經濟成長較上季略微下降

參考近期經濟數據後，亞特蘭大聯邦儲備銀行 2024.2.27 調整對美國 2024 年第一季實際 GDP 成長率(經季節調整的年率)的估計，維持上一季(2023 年 Q4)的 3.2%不變，其中第一季個人消費支出貢獻從上季的 2%下降至 1.82%，私人部門投資貢獻從上季的 0.17%升至 0.81%，政府消費及支出貢獻從上季的 0.73%下滑至 0.41%，而淨出口對經濟成長的貢獻則從上季的 0.32 個百分點減少至 0.2 個百分點。

➤ 2024 年美國經濟有望軟著陸

由於貨幣及財政政策緊縮以及勞動市場韌性趨緩下，致美國總需求放緩，IMF 預估，2024 年美國經濟成長將從 2023 年的 2.5%降至 2.1%，2025 年更進一步下降至 1.7%。其中 2024 年的經濟預測較 2023 年 10 月發布的「世界經濟展望」預測高出 0.6 個百分點，主要反映 2023 年經濟強於預期的成長所帶來統計結轉的效應。

世界大型企業聯合會(Conference Board)最新預測，2024 年美國經濟不會出現衰退，但第二季及第三季經濟成長率應會趨近於零，而全年預估經濟成長將達 1.9%。

亞特蘭大聯邦儲備銀行 GDPNow 模型預估，2024 年第一季實質 GDP 增長 3.2%，與上季持平，尚屬穩定，且 2024 年 1 月 FOMC 會議紀要顯示，美國通膨持續朝向 2%目標回落。因此，即使 2024 年經濟成長較去年下降，但仍保持經濟成長的局面，美國經濟將朝向軟著陸邁進。

表二 美國經濟成長率預測(單位：%)

	2023 年	2024 年
IMF	2.5	2.1
世界銀行	2.5	1.6
OECD	2.5	2.1

➤ 2024 年美國通膨在服務價格頑抗下放緩不易

美國 2024 年 1 月消費者物價指數 (CPI) 年增 3.1%，低於上月的 3.4%，

但高於市場預期的 2.9%；扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增 3.9%，與上月持平，但高於市場預期的 3.7%。按月觀察，1 月份 CPI 增加 0.3%，高於上月及市場預期的 0.2%；核心 CPI 成長 0.4%，高於上月及市場預期的 0.3%。美國勞工統計局資料顯示，受到住房成本、運輸成本及醫療費用等服務成本上漲的影響，美國 2024 年 1 月 CPI 年增 3.1%，超乎經濟學家預期。其中住房費用一直以來易漲難跌，而運輸成本在人事及其他費用上調情況下，即使原油價格下跌，整體漲幅仍超過預期。另醫療費用去年成為通膨的減項，但今年在調整過後已經反跌為漲，成為推動通膨上揚的動力。因此，這些服務性通膨持續頑抗的阻撓下，美國整體通膨減緩的步閥可能不大。

今年整體經濟趨勢可望向下，隨著拜登紓困津貼紅利消失、股市財富效應遞減不利因素下，預估今年美國消費支出不會像去年那樣瘋狂，但仍具一定韌性。消費遞減的進度，已成為 2024 年美國通膨邁向 2% 目標的關鍵。

➤ 2024 年美國利率可能降至 4.5-4.75%

2024 年 1 月 FOMC 會議一如預期按兵不動，將聯邦基金利率維持在 5.25-5.5% 目標區間不變，基準利率繼續處在 22 年高點，會議紀要顯示：(1) 大多數與會官員都表達對降息速度過快的擔憂，顯示相較於借貸成本居高不下，他們更關注過早放寬政策立場的風險，並強調仔細評估數據，以判斷通膨是否持續朝 2%；(2) 決策官員仍關注通膨軌跡，部分官員擔心通膨回到 2% 目標的進展可能陷入停滯，惟本次會議紀錄強化 Fed 對於更多證據顯示通膨穩固下行的偏好；(3) Fed 官員一致認為，借貸成本可能已經觸頂，但首次降息的具體時間仍不確定。儘管如此，部分決策官員愈來愈支持 Fed 放慢縮表的步伐。

美國聯邦基金利率已連續第四次暫停升息，FOMC 紀要指出通膨將持續朝向 2% 目標回落。從 2023 年 12 月 FOMC 利率點陣圖來看，大多數官員預計 2024 年利率將降至 4.5%-4.75%，2025 年再調降利率 4 碼、2026 年進一步再降 3 碼，預計長期終端利率將維持在 2.5%。

芝加哥交易所 Fed Watch 2024.2.28 的資料顯示，市場預測 2024 年 5 月及 6 月 Fed 降息機率各為 19.3% 及 51.3% (詳表三)，而 2024 年全年 Fed 基準利率將調降 3 至 4 碼。

表三 芝加哥交易所 Fed Watch 2024.2.28 的資料

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.3%	80.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.4%	51.3%	38.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.7%	32.4%	44.2%	17.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	24.4%	40.7%	25.6%	5.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	14.6%	32.8%	32.8%	15.0%	2.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.4%	10.4%	26.7%	32.8%	21.0%	6.7%	0.8%
2025/1/29	0.0%	0.8%	6.5%	19.6%	30.2%	26.1%	12.9%	3.4%	0.4%
2025/3/12	0.3%	2.8%	11.0%	23.2%	28.8%	21.6%	9.7%	2.4%	0.2%

➤ 2024 年美國就業市場仍具韌性

美國 2024 年 1 月份非農就業新增人數為 35.3 萬人，高於市場預估的 18.5 萬人及上月修正的 33.3 萬人，其中民間部門共增加 31.7 萬個就業，政府部門則增加 3.6 萬個就業。勞動參與率與失業率方面，1 月份勞動參與率為 62.5%，與上月持平；失業率為 3.7%，與上月持平。工作時數及薪資方面，1 月份民間企業平均每週工作時數為 34.1 小時，低於上月的 34.3 小時；另 1 月份勞工平均時薪年增 4.5%，高於上月的 4.3% 及市場預期的 4.1%；月增 0.6%，高於上月的 0.4% 及市場預期的 0.3%。

美國勞工統計局數據顯示，美國 1 月份非農新增就業人數達 35.3 萬人，創 2023 年 1 月以來最大增幅，甚至高於經濟學家預期人數將近一倍，與此同時薪資年增速度達到 2022 年以來最高，且失業率仍持平不變，勞動力市場深具韌性。雖然預估今年就業人數會持續放緩，但放緩趨勢相當緩慢。另依 2023 年 12 月 FOMC 會議預估，2024 年底美國失業率將從 2023 年的 3.8% 上升至 4.1%，表明 2024 年勞動力市場緊俏情形將日趨放緩，與美國勞工統計局的看法一致。

➤ 美國聯邦政府預算赤字不斷擴大

根據美國國會預算辦公室(Congressional Budget Office, CBO)估計，2024 財年(2023/10-2024/09)聯邦預算赤字總額為 1.6 兆美元，到 2025 財年將增至 1.8 兆美元，然後到 2027 財年下降至 1.6 兆美元。此後，赤字穩步上升，到 2034 財年達到 2.6 兆美元。以 GDP 衡量，2024 財年聯邦預算赤字占 GDP 將

達到 5.6%，2025 財年將增至 6.1%，然後在 2027 財年和 2028 財年縮減至 5.2%。2028 財年後，赤字佔 GDP 的比例攀升至 2034 財年的 6.1%。由於美國預算赤字不斷擴大，致美國政府債務持續攀高，CBO 預估 2024 財年美國政府的負債規模為 27.9 兆美元，占 GDP 的 99%，預計至 2033 財年，政府債務金額將成長到 48.3 兆美元，占 GDP 的 116%。

➤ 總結

美國 2024 年 1 月就業數據及物價指數均超乎預期的韌性，致 2024 年經濟衰退風險降低，經濟軟著陸的機率大增。通膨方面，隨著消費熱潮的消退，整體通膨可望進一步放緩，惟住房成本等服務性通膨具韌性，通膨減緩速度將較去年為慢。另在利率方面，今年可望降息三碼來到 4.5%-4.75%，在降息的利多下，金融緊俏的情勢可望得到舒緩，而房屋貸款利率亦隨之下滑，將有效刺激房地產景氣回升，穩住美國商業房地產(CRE)的困境，對提振美國的經濟大有幫助。

三、歐元區

➤ 2023 年經濟成長率自 2022 年的 3.4%放緩至 0.5%

歐元區 2023 年因疫後報復性消費熱潮減弱，以及薪資漲幅滯後於物價，加上利率持續上升、財政寬鬆措施陸續退場等因素，使得內需轉弱。較令人意外的是工業生產較 2022 年下跌 2.4%；由於 2022 年供應鏈瓶頸使製造業累積大量未交付訂單，原本期盼 2023 年瓶頸緩解後將大幅提振產出，然而中國解封後的需求未如期爆發，加上北溪天然氣管道被關閉，迫使仰賴俄國廉價天然氣的中、西歐製造業喪失原有的成本優勢，加速高耗能產業產能外移、外包的趨勢，因此在外圍及結構性因素的交互影響下，使工業部門迄今仍未浮現復甦動能。

細觀主要國家表現，德、法、義、西 2023 年經濟成長率分別為-0.3%、0.9%、0.6%、2.5%。德國因對中國出口依賴程度較高，以及高耗能產業衝擊較大，導致經濟出現衰退，此外，該國在提高電動車生產比重之際，高附加價值的電池仰賴中國供應，也抑制汽車工業對於 GDP 的貢獻；相對於德國，法國受惠於旅遊業興旺，以及全球客機、郵輪需求回升，加上政府對民眾的補貼較為慷慨提振其經濟表現；義大利製造業受德國拖累，但強勁的旅遊業及稅收抵免政策支持經濟小幅成長；西班牙經濟高度依賴旅遊業，2021~2022 年該國旅遊業仍受全球疫情影響拖累景氣復甦，致 2023 年成長基期較低而

使表現特別突出。

➤ 勞動市場穩健，但失業率高於其他同儕國家

2023 年內，歐元區失業人數緩步下降，失業率穩定於 6.4~6.5% 歷史低點，就業率則保持 74.9% 的歷史高點附近。不過，歐元區的失業率遠高於美、日、英等國，歸咎於歐元區內各國經濟、制度不一，使得勞動市場表現有極大落差，例如主要國家德、法、義、西 2023 年 12 月失業率分別為 3.1%、7.3%、7.2%、11.7%。因此在部分高失業國家拖累下，歐元區 2023 年前三季協議薪資平均成長率只有 4.5%，相較於 2020 年同期，3 年間經常性薪資一共只成長 9.1%，同時物價卻已上漲 17.4%，民眾購買力仍不如以往，因此評估未來薪資應有進一步上升空間。

➤ 通膨主要受到供給面因素驅動

歐元區能源自給率低，物價易受國際能源價格波動影響。由於暖冬及全球需求轉弱，荷蘭 TTF 天然氣期貨價格自 2022 年 8 月高峰的 250 美元/MWh 降至 2023 年第二季後約 50 美元/MWh 附近，布蘭特原油則自 2022 年 6 月高峰的每桶 122 美元降至 2023 年的每桶 75~90 美元之間，因此運輸及化肥成本下降，食品價格也隨之趨緩。受上述影響，歐元區 HICP 通膨在 2022 年 10 月達到 10.6% 的高峰後持續降至 2023 年 12 月的 2.9%，惟因薪資成本影響，12 月核心通膨(不含食品及能源)為 3.3%，高於全體通膨水準。

➤ 歐洲央行 2023 年升息態度轉趨積極

在貨幣政策方面，歐洲央行在 2023 年內將存款機制利率自 1.5% 調升至 4%，大幅拉近與美國的利率落差。主因歐洲央行先前認為有別於美國需求拉動型的通膨，歐元區通膨大多屬於成本推動型，故認為通膨應會隨國際大宗物資價格快速回落，不必急於升息來調控總體需求。惟後來在勞動短缺的推波助瀾下，勞方要求的薪資不斷增加，從而加劇通膨黏性，使歐洲央行意識到需要進一步升息。另外，該行在 2023 年 7 月終止資產購買計畫(APP)的到期債券再投資，並宣布 2024 年底前停止規模 1.7 兆歐元(約占央行總資產的 25%)的緊急疫情資產購買計畫(PEPP)到期債券再投資，以縮減其資產負債表。

由於歐洲央行持續調降通膨預測，認為 2024 年第二季核心通膨(不含食品及能源)將降至 2% 以內，顯示該行已越來越有信心能夠控制通膨。因此根據利率期貨市場定價推估，市場大多認為央行可能會在 2024 年第二季至少

降息 1 碼，年底前存款機制利率將降至 3% 左右。

➤ 商用不動產市況弱，須注意對金融體系的影響可能蔓延

受到緊縮貨幣政策影響，歐元區住宅、商用不動產市況自 2022 年中開始衰退；其中住宅價格指數在 2023 年第三季雖年減 2.1%，但依然保持較高水準且有落底回升跡象，主因營造人力短缺及成本上漲限制新屋供給，加上俄烏戰爭帶來的移民提高潛在需求，故雖住宅交易冷卻，但房價仍找到下方支撐，租金更是只漲不跌。另外，歐元區 2023 年第二季商用不動價格指數年減 9.7%，主因疫後遠距工作比重增加，商辦空置率持續上升，加上銀行放貸條件趨嚴所致。

值得注意的是，德國 2023 年第三季房價指數年減 10.2%，跌幅僅次於盧森堡，第一太平戴維斯則估計德國 2023 年全年住宅交易量年減 38%，反映該國房市先前受到外資青睞，存在投機性價格泡沫而面臨劇烈修正。另外第一太平戴維斯估計，德國主要都市如慕尼黑、柏林、科隆、法蘭克福及杜賽道夫商辦使用面積在 2023 年第四季均較疫情前低 30%~40%，且德國和奧地利爆發歐元區迄今最嚴重的商用不動產開發商 Signa 破產案，可見德國正處在歐元區房市震央。

有鑑於上述現象，歐洲央行要求銀行針對商用不動產放款增提損失準備、嚴格檢視授信對象信用風險，並且上調部分銀行資本適足要求等措施。惟部分商用不動產放款餘額占比較大的銀行如 Deutsche Pfandbriefbank、Aareal Bank 均在 2024 年 2 月遭到信評機構降級，可見商用不動產衍生的金融風險仍在蔓延。展望未來，因歐洲央行應會著手降息，有助於活絡不動產交易及提高擔保價值，歐洲央行也正嚴密監控市況發展，應不至引發新一波系統性危機。

➤ 歐盟制約重新生效，但可望避免政治紛爭再度重演

歐洲議會在 2024 年 2 月 10 日達成預算規則協議，基本上仍遵從因疫情而暫停的「穩定暨成長公約」(Stability and Growth Pact)，將政府債務/GDP 限制在 60% 以內，財政赤字則限制在 3% 以內的規定。惟此次達成的協議將允許超出限額的國家能夠以較慢的速度削減債務，降低摶節壓力。雖財政規則將抑制各國中長期的成長前景，有可能再次引發歐盟分裂局面，不過，在

歐盟復甦基金(NextGenerationEU)、歐洲央行保護工具的支持下，有助於加強脆弱國家的經濟韌性，並且提高脫歐代價，而不易再度重演脫歐危機。

➤ 歐元區總結與展望

綜前所述，歐元區 2023 年經歷景氣循環低谷週期，但通膨降溫為央行創造政策空間，能夠以降息來引導經濟軟著陸。儘管 2024 年第一季爆發紅海危機，為運輸成本帶來壓力，所幸歐洲石化燃料價格持續下跌，加上歐盟於 2 月 19 日開始護航紅海商船，保障海運安全，料將使通膨保持下行趨勢，配合勞動市場強勁表現以及薪資調漲，進一步改善購買力、支持消費反彈；另雖勞動成本上漲不利於投資環境，但降息仍將有助於激勵資本支出；惟出口受制於中國景氣乏力，縱使全球製造業去庫存週期可望告終，企業仍將保守調節庫存，對於產出的提振應較有限。整體而言，2024 年將受到內需驅動，平衡外部的不利因素，使經濟逐步脫離低谷，呈現溫和的成長走勢。

表三 歐元區及區內主要國家經濟成長率預測值(單位：%)

	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
2023e	0.5	-0.3	0.9	0.6	2.5	0.5	-0.3	0.8	0.7	2.4
2024f	0.8	0.3	0.9	0.7	1.7	0.9	0.5	1.0	0.7	1.5

※公布日期：European Union, European Economic Forecast, 2024-02-15；International Monetary Fund, World Economic Outlook Update, 2024-01-30.

四、日本

➤ 全球需求疲乏，但出口仍逆勢成長

日本 2023 年經濟成長率初值較 2022 年增加 0.9 個百分點至 1.9%，雖優於 2022 年，但自第二季開始疫後復甦力道減弱，即便春鬥談判的平均加薪幅度達到 3.58%，為 30 年以來的最高水準，仍不及於通膨漲幅，使得實質薪資負成長，致消費僅成長 0.7%。此外，受惠於日圓疲軟帶動商品出口及國

際觀光人潮，且內需趨緩及企業去化庫存之舉使進口下滑，淨出口對 GDP 貢獻大幅提升至 1 個百分點。另，人工智慧的商機熱絡，企業提高資本支出，投資成長 2.3%；政府消費、投資分別年增 0.9%、2.8%，係因地緣政治風險而增加國防經費，以及人口高齡化導致社福支出增加。

➤ 晶片短缺緩解、半導體需求增加將使出口逐漸成長

2023 年出口年增 2.8%，創歷史新高，主要係因晶片短缺緩解，使供應鏈恢復正常，再加上日圓疲軟，汽車出口大增 36.6%。另外，隨著各國放寬防疫限制，使電子相關產品銷售下滑，3C 產業庫存持續去化，尤其受到美國對中國晶片出口管制的溢出效應影響，以及 7 月 23 日起日本也對中國實施半導體高端製造設備管制，故根據日本半導體製造協會統計，2023 年半導體設備銷售額年減 19%。惟受惠於電動車和生成式 AI 的普及，半導體需求持續成長，加上全球電子業去庫存週期近尾聲，有助於恢復相關資本支出，預測 2024 年半導體設備銷售額將較前一年成長 27%，銷售額將首度突破 4 兆日圓。

➤ 少子化及人口高齡化加劇勞動短缺及社福支出負擔

根據日本統計局的資料，2023 年 65 歲以上長者佔總人數近三成，為全球最高，而未滿 15 歲人口僅一成左右，使得勞動年齡(15~64 歲)人口比重跌破六成。由於生育率低加上高齡化趨勢，政府推出育兒補貼和老年福利津貼，加劇社福支出負擔，再加上地緣政治的影響，國防預算逐年調高，但在控制財政赤字的壓力之下，將使部分政府消費、政府投資遭到排擠。IMF 預期 2028 年前財政債務/GDP 比率仍將逾 250%，為全球最高，一旦貨幣政策轉向正常化，將大幅增加公共債務負擔，屆時恐使政府面臨必須緊縮財政的兩難境地。

➤ 日本政府以政策因應通膨壓力，仍需審慎觀察薪資與通膨的關係

在物價方面，隨著 2023 年國際能源價格下跌，且日本政府在 2 月進行能源補貼，燃料、電力及瓦斯等費率均顯著調降。惟因入境旅遊人次持續成長，以及旅遊補貼政策「全國旅行支援」在 7 月就結束，使娛樂、住宿費逐步上漲，服務通膨居高不下，且 10 月大宗商品價格上升、能源補貼減半又額外增添通膨壓力。2023 年通膨、核心通膨(不含生鮮食品及能源)分別維持

在 3.2%、4%，分別較上年度增加 0.7、2.9 個百分點。

能源補貼將於 2024 年 4 月結束，預計結束後將導致通膨小幅上揚，政府將以退稅和發放現金的方式補貼民眾購買力損失，日銀評估 2024、2025 財年的核心通膨(不含生鮮食品)分別為 2.4%、1.8%，呈現緩慢下降之勢，但仍無法達到 2%的通膨水準，惟加薪的聲浪持續增加，如薪資成長的幅度高於通膨，將使實質薪資增加，減輕通膨帶來的負面影響。

➤ 今年日銀有望結束負利率政策

由於日銀一直維持政策利率不變，與美國政策利率差距持續擴大，使得日債被認為受到高估，致其流動性大幅下降，提高日銀在 QE 操作上的困難，職是之故，日銀在 2023 年 7 月 28 日決議以 1%的殖利率無限量收購 10 年期公債，隱含其暫時允許殖利率區間上限為 1%，導致日圓兌每美元由 141 日圓升值至 138 日圓。雖日銀在 10 月 31 日取消 YCC(殖利率曲線控制)參考區間-0.5%~0.5%，且宣布 1%的公債殖利率上限僅供參考，惟美國經濟數據佳、Fed 降息預期減弱，使日圓逐漸貶值至 151 日圓的新低。惟日銀仍以通膨不足以達成目標為由，一如既往的堅守鴿派立場，但強調如果薪資成長和通膨達成良性循環，才是貨幣政策正常化的條件。因此，今年春鬥結果將是日銀今年升息與否的重要依據。

➤ 未來貨幣政策與景氣動向將互為重要的影響因素

展望 2024 年，受惠於電動車和生成式 AI 的普及，再加上半導體大廠對日本進行投資，將使製造業逐漸復甦，且預期春鬥談判的薪資成長幅度將高於通膨，使實質薪資止跌回升，進而帶動國內消費。因此，IMF 預估 2024 年經濟成長率為 0.9%，惟仍有其他不利影響：(1)政府負債比率高，若日銀升息，將使政府支出龐大利息費用；(2)若長期利率驟升，日圓恐有過度升值的風險，加劇股市動盪及景氣衰退的可能性；(3)首相岸田文雄支持率僅 14%，有待觀察是否連任自由民主黨總裁。

表四 日本經濟成長率(單位：%)

預測機構	2023e	2024f	2025f
世界銀行(2024/01/09)	1.8	0.9	0.8
國際貨幣基金(2024/01/30)	1.9	0.9	0.8

預測機構	2022/23*	2023/24*	2024/25*
日本銀行(2024/01/23)	1.8	1.2	1.0
內閣府(2024/1/26)	1.6	1.3	-

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

➤ 解封效益持續性不如預期，房地產持續修正

2023年經濟成長5.2%，較2022年增加2個百分點，主要是防疫政策解封帶動消費成長以及貨幣及財政政策維持寬鬆所支持，惟外需疲弱、房地產市場持續修正以及消費信心不足使景氣復甦待改善。其中：(1)第二級產業成長4.7%，對經濟成長貢獻1.76個百分點，製造業成長4.1%，生產及物流隨防疫解封而有所改善，以汽車製造業、電器機械及器材製造業表現較佳，反映政策上支持電動汽車、鋰電池及太陽能電池等新興製造業發展，金屬加工及化學纖維製造業表現亦好於平均，惟由於外需疲弱且供需復甦步調不同，使全年製造業產能利用率75.3%，較上年減少0.5個百分點。採礦業增幅趨緩，產能利用率隨國際大宗商品價格回落而下降1.2個百分點至75.6%。營建業成長7.1%，主要是政策上支持基礎建設及保交樓帶動房屋竣工止跌回升，惟房市景氣依然低迷，全年房地產投資、房屋銷售面積分別減少9.6%、8.5%，儘管政策逐漸放寬但尚未見回穩跡象；(2)第三級產業成長5.8%，對經濟成長貢獻3.13個百分點，回升幅度受惠於防疫解封而較製造業顯著，其中住宿餐飲業、運輸倉儲業分別成長14.5%、8.0%，訊息傳輸及租賃商務服務年增約一成，惟房地產業因交易低迷而續呈縮減。另一方面，就支出面觀之，消費、資本形成對經濟成長貢獻分別為4.3、1.5個百分點，淨出口轉呈負貢獻0.6個百分點。

展望未來，受房地產下行風險猶存、政策支持著重生產而非消費、人口紅利減退及地方政府債務居高結構性問題，加上美國限制先進及敏感科技輸出的政策以及供應鏈移轉趨勢的影響，IMF、世銀、亞銀及OECD普遍預期中國2024年經濟成長將趨緩，預估成長率介於4.5%~4.7%。IMF認為中期經濟成長將逐漸放緩至接近3.5%。

➤ 需求不足且豬肉供過於求使物價略顯通縮壓力

物價方面，2023 年消費者物價年增 0.2%，為逾十年低點，且下半年呈溫和通縮。其中食物類通縮 0.3%，肉類下跌為主要拉低因素，蔬菜類略為縮減，其餘主要項目通膨除水果近 5% 外普遍低於 1%。非食物通膨 0.4%，較上年下降 1.4 個百分點，其中交通通訊類隨油價回落、汽車及手機促銷轉呈通縮 2.3% 為主要拉低因素；居住類、生活用品及服務物價與上年大致持平，主係房租以及家庭器具等耐久財等價格下滑所致；育樂費、醫療類及雜項類通膨上揚，前兩者分別係旅遊相關服務、中藥價格上揚所致。不含食物及能源之核心通膨降至 0.7%，近四年均不到 1%，反映民間消費不振及薪資漲幅低於疫情前水準，使廠商不易轉嫁成本。展望未來，由於需求復甦步調落後於生產，即便食物通縮減退，預期 2024 年通膨維持在低於疫情前水準。

2023 年生產者物價(PPI)下跌 3%，自 2022 年 10 月以來均呈通縮，其中採礦業、原材料業在經歷兩年大幅上漲後分別轉呈通縮 7.7%、4.4%，製造業通縮 3.3%，反映需求不足抑制及原料成本回落所致；以消費者為導向之 PPI 通縮 0.1%，耐久財消費品下跌 1.1% 為主要拉低因素，食品加工及日用品亦在 0.5% 以下。

➤ 人行持續放寬貨幣政策及調整房市政策

貨幣政策方面，因景氣復甦力道不足且房市下行風險猶存，2023 年人行貨幣政策延續偏向寬鬆，包括：(1)6 月及 8 月調降公開市場操作之中期借貸便利(MLF)利率各 0.1、0.15 個百分點，2023 年 12 月一年期市場貸款報價利率(LPR)較上年同期下降 0.2 個百分點至 3.45%；五年期 LPR 下降 0.1 個百分點至 4.2%。此外，人行 2023 全年 MLF 淨投放 CNY2.5 兆元以充實市場流動性；(2)3 月及 9 月各調降存款準備率 0.25 個百分點，平均存款準備率降至 7.4%，釋放長期資金逾 1 兆元及降低銀行資金成本。房市政策方面包括：(1)降低首套房的認定標準(認房不認貸)，只要家庭成員在當地名下無住房而申請住房貸款時均視為首套房，不論是否已利用貸款購買過住房；(2)調降全國首套房貸頭期款成數下限，由 20%~30% 降至 20%，二套房貸頭期款成數由 30%~80% 調降至 30%；(3)首套房貸款利率下限維持相應期限 LPR 減 20 個基點不變，二套房貸款利率下限由相應期限 LPR 加 60 個基點降至加 20 個基點。此外，由於美中利差擴大，為減輕人民幣貶值壓力，人行先後於 7 月、9 月上調跨境融資總體審慎參數、調降金融機構外匯存款準備率以增加國內美元流動性。

2024年1~2月人行持續放寬貨幣政策，包括降準0.5個百分點，金融機構加權平均存款準備率降至7.0%；調降再貸款及再貼現利率0.25個百分點至1.75%；調降5年期LPR0.25個百分點至3.95%。

展望未來，人行在2023年第四季貨幣政策執行報告表示穩健貨幣政策要靈活適度且精準有效，引導信貸合理成長及均衡投放，且人行行長表示貨幣政策應支持物價溫和回升，預期人行維持偏向寬鬆的貨幣政策。

六、新興亞洲

2023年多數新興亞洲國家經濟動能受外需疲弱及緊縮性政策而減弱，惟在勞動市場穩健下支撐消費成長。根據IMF預估，2023年新興亞洲經濟成長率(不含南韓、新加坡及香港)為5.4%，其中東協五國為4.2%。

➤ 以下就新興亞洲國家的經濟情況分述如下：

南韓2023年初步統計經濟成長率為1.4%，其中民間消費年增1.8%，較2021、2022年減弱，反映通膨居高及緊縮性貨幣政策抑制民間消費動能，惟就業市場穩健支撐消費成長，以服務類消費表現較佳；政府消費由擴張性財政政策轉為穩健財政政策，增幅亦放緩；固定投資年增1.2%，部分係因去年同期縮減致基期較低，營建及機器設備投資回升幅度均不及去年跌幅，反映終端需求疲弱抑制投資力道；貿易方面，出口成長2.8%，其中商品出口在上半年縮減後下半年止跌回升，進口成長3.0%，主要是服務進口大增逾兩成，商品進口則略呈縮減。

香港2023年經濟成長3.2%，在2022年衰退3.7%後復甦力道略顯疲弱。商品出口減少10.3%，連續兩年跌幅逾一成，反映全球貿易疲弱且近年香港作為中國轉出口的比重趨降所致，又服務進口回升幅度高於服務出口，其中國際遊客僅恢復至約2018年的六成水準，致淨出口對經濟成長續呈負貢獻；內需方面，在防疫解封及政府發放消費券刺激下，民間消費成長7.4%；固定投資因基期較低而回升10.6%，但緊縮金融情勢及展望不佳下仍屬疲弱。

新加坡2023年經濟成長1.1%，較2022年顯著放緩，主要是製造業縮減4.3%所拖累，反映全球商品需求及貿易動能疲弱所致，營建業在公共及民間投資支撐下成長5.2%；服務業成長2.3%，以住宿餐飲業及資通訊服務業表現較佳，房地產業穩健，批發零售業、金融業及專業服務則相對溫和。

菲律賓2023年經濟成長5.6%，其中民間消費年增5.6%，就業人數及國

外匯回款增加支撐消費，惟在通膨居高下略有減弱；固定投資成長 8.1%，營建及設備投資均穩定成長，但投資規模仍不及疫情前水準，且存貨持續去化使整體投資僅成長 5.4%；貿易方面，出口略增 1.3%，主係服務出口上揚 13.6%，惟商品出口縮減，進出口相抵後，淨外需略呈負貢獻。

泰國 2023 年經濟成長 1.9%，其中民間消費成長 7.1%，就業人數增加，以及政府擴大能源補貼使通膨顯著回落，支撐消費擴張；固定投資略增 1.2%，主要是民間投資成長 3.2%，惟受選舉干擾且新任政府上台後財政預算延宕，導致公共投資及政府支出均明顯縮減。貿易方面，出口略增 2.1%，其中服務出口大增近四成，全年國際遊客 2.8 千萬人，接近 2019 年的七成水準，但回升幅度不如預期且人均消費明顯縮減，商品出口減少 2.8% 抵銷部分增幅。

馬來西亞 2023 年經濟成長 3.7%，其中民間消費成長 4.7%，年內就業人數穩定增加、失業率處較低水準且儲蓄尚豐支撐消費，以交通、住宿餐飲及服飾類消費較家具家電等耐久財為佳；固定投資年增 5.5%，包括鐵路及高速公路等公共投資持續進行，民間投資雖放緩但仍相對持穩；貿易方面，服務出口在國際遊客回升下大增近四成，惟商品出口受外需疲弱而減少 13%，進出口相抵後，外需對經濟成長續呈負貢獻。

越南 2023 年經濟成長 5.0%，較 2022 年下降約 3 個百分點，其中製造業僅成長 3.6%，反映商品終端需求疲弱及產業鏈庫存調整的不利影響；營建業成長 7.1%，亦較 2022 年放緩，反映先前政府加強監管及政策緊縮的遞延效應，惟在越南央行上半年三度降息及基礎建設支持後，擴張略有回穩；服務業成長 6.8%，住宿餐飲及娛樂服務年增逾一成，國際遊客恢復至 2019 年的七成，批發零售及運輸倉儲業年增約 9%，顯示內需相對持穩。

印尼 2023 年經濟成長 5.0%，較 2022 年略為放緩，其中民間消費成長 4.8%，反映就業人數增加且失業率續降支撐消費，加上通膨降溫的助益；投資成長 4.4%，主要係運輸設備大增及營建、機器設備投資維持溫和擴張，反映近年國內政策限制原礦出口，但加工後的礦產品未設限，帶動相關投資；出口成長略增 1.3%，其中服務出口大增近四成，但商品出口略減 1%，惟進口跌幅較大致淨出口對經濟成長維持正貢獻。

印度 2023/24 上半財年(2023/04~2023/09)經濟成長 7.7%，其中投資成長 9.5%，惟主要是公共投資所帶動；民間消費成長 4.5%，不利天氣及通膨居高使第二季消費明顯放緩；貿易方面，出口受外需疲弱而略為縮減 1.7%，但

進口增加逾一成，使淨外需對經濟成長呈負貢獻。隨緊縮政策效應逐漸顯現，且印度央行預計調高個人消費貸款風險權重，恐抑制銀行貸款意願及消費成長力道，國際機構普遍預期下半財年經濟成長將趨緩，IMF 預估 2023/24 財年成長率為 6.7%。

展望 2024 年，IMF 預估 2024 年新興亞洲經濟成長率將略降至 5.2%，惟主要是預估中國、印度經濟成長率分別降至 4.6%、6.5%，預估東協五國經濟成長隨全球貿易動能回升將上升至 4.7%。IMF 認為在供給面衝擊的不利影響減退下，使景氣硬著陸可能性減退，風險展望由先前的偏向下行轉為大致平衡，央行政策轉向在不要過早降息，但也不過晚降息之間平衡。主要下行風險包括以巴戰爭衝突擴大到中東地區、美歐國家勞動緊張未進一步緩解，以及中國房地產變化對展望的不確定性等。

➤ 多數國家 2023 年平均通膨降溫，但通膨壓力猶存

物價方面，2023 年多數新興亞洲國家通膨隨國際能源價格回落而有所降溫，惟各國因能源補貼等物價管制政策有別，受外需減弱影響程度不一，以及食物價格起伏波動，通膨走勢亦有所不同。其中，**菲律賓**通膨 6.0%，除交通類通膨趨緩外，其餘項目漲幅普遍上揚，尤以食物類影響較鉅，儘管年內通膨有逐季降溫跡象，但核心通膨仍略高於央行目標 2%~4% 的上限；**印度**通膨 5.7%，雖然核心通膨逐季降溫，但權重較高之食物通膨波動較鉅且下半年再度上揚，致整體通膨仍接近央行目標 4+/-2% 上緣；**新加坡**通膨 4.8%，主要係年初調升消費稅 1%，服務業勞動成本壓力猶存，以及交通相關規費調漲所致，核心通膨雖逐季降溫但仍略高於 3%；**印尼、越南及南韓**通膨介於 3.3%~3.7%，其中印尼核心通膨趨緩且維持在較溫和水準，加上第四季能源調漲效應減退，越南通膨上半年明顯降溫後下半年隨交通及水電燃氣上揚而回升，但維持在央行目標以內且核心通膨仍趨降，南韓前三季通膨雖趨降，但第四季受食物價格上揚而回升，核心通膨下半年因服務類具僵固性而維持在 3% 左右；**香港、馬來西亞**通膨分別為 2.1%、2.5%，食物及服務類項目均為主要推升因素，其中香港第四季通膨因租金補貼及房屋稅減免結束而上揚，馬來西亞通膨則逐月趨緩；**泰國**通膨 1.2%，第四季因居住及能源補貼加上基期較高而轉呈小幅通縮，核心通膨下半年因經濟動能疲弱而維持在 0.7% 左右。展望未來，在緊縮政策效應逐漸顯現下通膨有望持續降溫，惟地緣政治風險及氣候風險對能源、糧食價格的不確定性，以及各國管制價格補貼力道多寡，仍將影響通膨走勢。

➤ 央行普遍維持緊縮政策，惟部分央行在停止升息後已有淡化鷹調語氣

貨幣政策方面，印尼、菲律賓央行在 2023 年第一季升息後，第二、三季雖均維持不變，但均分別於 10 月升息 1 碼至 6%、6.5%，其中印尼主要係考量匯率穩定，減緩貶值壓力避免輸入性通膨，2024 年 2 月維持利率不變，表示未來貨幣政策取決於印尼盾對美元之匯率變動及通膨走勢。菲律賓主要是通膨壓力相對較高，加上第四季電價及最低工資調漲，在 2024 年 2 月會議上維持利率不變，雖重申若有需要將調整政策以維護物價穩定，但略為淡化通膨上行風險；印度、南韓在第一季升息 1 碼至 6.5%、3.5% 後均維持不變，印度央行在 2024 年 2 月會議上維持減少寬鬆立場，貨幣政策對於通膨降溫應保持積極，但有 1 位委員支持降息 1 碼以及政策應轉向中性。南韓央行在 2024 年 1 月的會議上淡化前瞻指引，刪除評估是否需進一步升息，2 月強調通膨降溫有所進展，但確定通膨將回至央行區間仍為時過早，且主席表示其個人仍認為未來半年降息機會不高；馬來西亞 5 月升息 1 碼至 3.0%，主要係考量經濟展望在內需支撐下尚具韌性，惟核心通膨仍有向上風險，故進一步貨幣政策正常化，利率升至疫情前水準，2024 年 1 月重申目前利率仍有助景氣擴張；泰國央行 1~9 月連續升息 5 次各一碼，利率升至 2.5%，直至 2024 年 2 月雖仍維持不變，但有 2 位委員支持降息 1 碼，主係認為潛在成長率受結構性因素而降低；新加坡央行以透過名目有效匯率升值幅度維持緊縮性貨幣政策不變，2024 年 1 月表示當前貨幣政策為合適的；越南央行 2023 年 3~6 月調降再融資利率 3 次共 1.5 個百分點至 4.5%，反映外資流出壓力減緩，先前的緊縮政策及信用管制使房地產商及金融業均面臨壓力，加上國內通膨及景氣均降溫，降息以減輕經濟下行風險。展望未來，隨各國通膨壓力逐漸降溫且美國聯準會有望溫和降息，各國央行將依其國內經濟情勢而評估貨幣政策，部分國家有望在下半年適度降息，以在經濟成長、物價及金融穩定間取得平衡。

表五 新興亞洲國家經濟成長率與預測值(單位：%)

	2023 年 (估計 值)	^國際貨幣基金		世界銀行		亞洲開發銀行
		2024 年	2025 年	2024 年	2024 年	2024 年
1.新興亞洲	5.4 [^]	5.2	4.8	4.5	4.4	4.8
2.東亞	—	—	—	—	—	4.2

中國	5.2	4.6	4.1	4.5	4.3	4.5
香港	3.2	2.9*	2.9*	—	—	3.3
南韓	1.4	2.3	2.3	—	—	2.2
3.東協國家	4.2^	4.7	4.4	—	—	4.7
新加坡	1.1	2.1*	2.5*	—	—	2.5
印尼	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0
馬來西亞	3.7	4.3	4.4	4.3	4.2	4.6
菲律賓	5.6	6.0	6.1	5.8	5.8	6.2
泰國	1.9	4.4	2.0	3.2	3.1	3.3
越南	5.0	5.8*	6.9*	5.5	6.0	6.0
	2023/24	2023/24	2024/25	2023/24	2023/25	2023/24
4.南亞-印度	6.7	6.5	6.5	6.3	6.4	6.7

※預測時間：^國際貨幣基金(IMF)2024年1月；亞洲開發銀行2023年12月；世界銀行2024年1月。*IMF為2023年10月之預測值。

註：新興亞洲國家依各機構涵蓋有所不同，其中世界銀行為東亞及太平洋，未包含南亞諸國。印度預估依財年計算，2022/23財年為2022年4月-2023年3月。IMF預估值僅包含東協五國，不含新加坡。

表六 新興亞洲國家通膨情況與預估值(單位：%)

	2023 年	亞洲開發銀行	國際貨幣基金	
		2024 年	2024 年	2025 年
1.新興亞洲	2.6*	3.6	2.7	2.9
2.東亞	—	2.1	—	—
中國	0.2	2.0	1.7	2.2
香港	2.1	2.1	2.3	2.4
南韓	3.6	2.5	2.3	2.0
3.東協國家	3.6*	3.5	2.5	2.4
新加坡	4.8	3.0	3.5	2.5
印尼	3.7	3.0	2.5	2.5
馬來西亞	2.5	2.7	2.7	2.3
菲律賓	6.0	4.0	3.2	3.0
泰國	1.2	2.3	1.6	1.9
越南	3.3	4.0	3.4	3.4
4.南亞-印度	5.7	4.2	4.6	4.1

※預測時間：*國際貨幣基金(IMF)2023年10月；亞洲開發銀行2023年12月。

※IMF預估值僅包含東協五國，不含新加坡。