

2015 年全球經濟展望由幾項變數可大略觀測：1) 國際油價持續下探影響著國際局勢。美國與其餘國家的內需疲弱與產出的超額供給，推升了非產油消費國的購買力、抑制了已開發國家的物價水準、促使美元升值且弱化了產油國家。2) 美國的貨幣政策與今年外界預期的升息將廣泛對世界各國匯率造成影響，猶以新興國家為甚。新興國家預期將維持高利率水準，以避免對美元匯率驟降之苦，但後果為經濟成長率徘徊於低檔。3) 歐洲、日本與中國疲軟的經濟成長以及低通膨抵銷了美國復甦擴散到全球的反彈力道。前述三國政府刺激經濟的方針為不斷採取激進的擴張性貨幣政策，但長期成長的關鍵點仍在於結構性的改革。



歐洲區最大的問題仍於短長期投資皆低迷；美國的投資與就業狀況皆有不錯水準，後續升息時間影響全球；中國仍處於成長率與財政平衡的兩難中，但似偏向財政革新；英國成長雖強勁但薪資成長幅度緩慢為其隱憂；日本新消費稅課徵後再度陷入低迷；俄羅斯飽受油價下探、盧布大貶、高通膨、資本外移與高利率困擾；印度的積弊改革與投資環境改善使其後勢看漲；巴西新的政府經濟團隊面臨貨幣低貶之苦，未來美元若升息，將使其借貸成本過高而重挫投資與消費信心水準。

下列綜合 [Global Economic Outlook Q1](#)、[Asia Pacific Economic Outlook](#) 與 C&M 的觀測，提供世界主要經濟體於 Q1 的狀況與未來展望，此外我們也特別針對近期有關中國的內容做了整合供讀者參考。

### **China : A balancing act**

中國政府苦於經濟成長率與金融改革無法同時達成的取舍中，但目前看來政策偏向改革的方向多些。

首先，信用市場擴張呈現出放緩趨勢。中國的存貸款比率為 75%，為避免比率過高導致銀行流動性嚴重被壓縮，中國央行於每季末查核此水準。過去許多銀行為了能提高貸放額度，而於季末大量衝「一日存款」以規避法規限制。因此，中國政府新法明定月底與日均的存款額度之間的偏離度不得超過 3%，使得總存款量相較過去減少。信用市場擴張減緩為兩因素所致：1) 存款減少直接影響了貸款的基數。2) 壞帳的快速增加更直接降低銀行貸款的總量。以數據來看，2014 年 10 月的新增貸款總數為 5,480 億人民幣，已較 9 月減少 36%；總體融資量為 6,630 億人民幣，亦較 9 月減少 34%。



關於經濟擴張的部分，成長動能持續趨緩，低經濟成長率與低通貨膨脹促使中國央行提升商業銀行的流動性：降息。11 月底中國央行宣布一年期的存款基準利率下調 0.25%，至 2.75% 水準；一年期的貸款基準利率下調至 5.6%，下降 0.4%。此為 2012 年以來的大動作，期望寬鬆政策能帶來經濟數據的些微改善。此番舉措促使資金流入股市，而股市大漲以建設類股尤甚，大幅降低房地產業的硬著陸風險。但資金流入股市的另一意義為存款減少，降低了貸款的基數，抵消了長期以信用市場支撐的中

國高經濟成長率。預估未來中國央行將可能進行更大幅度降息或調降存款準備率以提升市場的流動性。

另一方面，金融持續改革，今年幾乎確定會推動存款保險制度。存保最高償付額為人民幣 50 萬元，此額度經中國央行試算，可保障 99.63%存款人。但保險為一雙面刃：由於消除了風險，固然可保障存款人的財產；但另一方面，將可能使不誠信的銀行更鋌而走險，進行風險更高的擴張。

根據渣打銀行於 2014 年 6 月的數字估算，中國信貸總額為 GDP 的 251%，約為 26 兆美元。如此龐大債務為過去中國在 GDP 高速擴張時所累積，但現今動能減緩，債務是否泡沫是一極大問題。因此國務院總理李克強表示，中國經濟進入新常態，必須加速深化改革，用良好政策與市場這「兩隻手」來解決與調控。中國政府 2015 年將盡全力保住經濟成長率 7% 的底限。

### 1. [\*\*\*Eurozone : escape from the time loop in 2015?\*\*\*](#)

每年初歐元區皆展望有強勁的復甦，但卻一再地希望落空。回溯到 2014 年初，曾預期經濟狀況終於能夠走出谷底並穩健成長。當時領先指標亦顯示了經濟體的溫和動能挹注，而年中仍預估全年經濟成長率能至少達 1.2%。然而，脆弱的經濟體再度失去動能並持續停滯至今，2014 年經濟成長率僅以 0.8% 坐收。探究原因，目前短長期投資皆缺乏信心。烏克蘭情勢與對俄羅斯經濟制裁使歐洲自身漸漸受到傷害，尤以德國的出口為傷，亦嚴重影響了歐洲投資狀況。上半年成長 2.3%，投資信心大減，下半年僅剩 0.6%。即使個人消費與出口成長亮眼，分別成長 0.7~0.8% 及 3.9~4%，亦無法彌補。歐元區自金融危機後 GDP 停滯，影響歐洲企業的長期投資意願。而此同時，歐元區的經濟動能—德國政府繼續維持消除財政赤字的政策，致使歐洲原本就低的通貨膨脹率更雪上加霜。因此 ECB(歐洲央行)宣布自 3 月起至少將維持一年半的 QE，每月將買進 600 億歐元的資產，直到通膨率達到 ECB 的目標水準 2%，此舉期能帶動總體經濟活水，但市場是否尚有足夠債券供給予 ECB 則需再行觀察。目前預估 2015 年經濟成長率為 1.1%。

### 2. [\*\*\*United States : The US economy continues to strengthen, but what is going on with housing?\*\*\*](#)

美國的 GDP 在 2014 年藉著企業投資與就業市場的榮景而有著 2.2~2.4% 的穩健成長表現，並被看好能夠延續至 2015 年。即使如此，其主要貿易夥伴的狀況(歐洲、日本與中國)與逐漸緊張的中東危機對於美國經濟而言，仍為外在隱憂。企業對軟體與技術研發的投資使得就業市場蓬勃興起，2014 年每月新增約 246,000 的勞動力，相較 2013 年成長了 26.8%。這些新增的勞動力支撐著消費市場的成長動能。另一方面，內部隱憂為 2013 年財政懸崖後，國民稅賦加重、社福削減與政府支出擲節等，為未來五年美國經濟成長的減項。而聯準會升息時間，則與通膨預期有密切關係：根據費雪方程式，名目利率近似於實質利率與預期通膨率的加總，美國目前的低通膨率是低油價的結果，若消費者預期持續低通膨率，則非常難以估計聯準會宣布升息的時間。換言之若通膨達到目標的 2%，名目利率才有升息空間，一般估計為今年中左右。總體而言，預估 2015 年表現較 2014 年為佳，經濟成長率約為 3.2%。

### 3. [\*\*\*Japan : Sinking into recession again\*\*\*](#)

日本經過 2014 年 Q2 與 Q3 的衰退後，Q4 因消費信心稍回復而暫時回穩，成長率為 0.6%。日本央行於 2014 年底下了重手，宣布實行全世界規模最大的 QE(每年 80 兆日圓，約 7,240 億美元)使日圓貶值增加出口競爭力。但事實上由於歐元區亦宣布 QE 後，日圓兌歐元反而升值而抵銷其力度。同時之間，日本消費稅調高政策雖延至 2017 年才施行，但根據理性預期假說，人們對於將要實施的政策，會根據充分訊息清楚明白施政者的意圖而預先做出調整，因而抵銷了政策

有效性。因此，消費者知道不是不漲而只是延後，因此現階段將提前節衣縮食，導致日本政府的2%通膨目標就現況而言根本難以達成。現階段日本最重要的目標為企業加薪，因此安倍積極勸說大企業加薪，期能帶動消費找回經濟動能同時使實質薪資有望成長。但日本臨時工與約僱勞工佔總勞動力達40%左右，因此效果如何還有待觀察。此外日本需重視生育率低與高齡化社會逐年嚴重問題，以避免未來政府債務深重之後果，安倍經濟學仍有待考驗，預估2015年經濟成長率為1.2%。

#### 4. **[The United Kingdom : Decent growth, low inflation, and political uncertainty](#)**

2014年英國整體經濟表現可圈可點，繳出四年來最佳的成績單，全年經濟成長率達2.6%，把主要已開發國家甩在後頭。民間企業的勞動力成長甚至超過了因降低財政赤字而影響的公部門縮編。然而，英國也存在著隱憂，名目工資上漲的速度緩慢，已連續六年不及通膨的速度(2009~2014通膨率平均近3%)，換言之，英國的實質薪資已下滑六年，但此一憂慮可望於2015年看到轉機。由於2014年國際油價下跌，英國的通膨於六月的高點1.9%開始有著下降的趨勢，12月已低至0.5%，2015年一月更進一步下滑至0.3%。此外強勢成長率與不斷下滑的失業率(2014下半年為六年來首次跌破6%)隱含實質薪資將開始回升。值得注意的是今年五月大選，保守黨將脫離歐盟公投納入政見之中，結果如何有待觀察。預估2015年經濟成長率為1.2%。

#### 5. **[India : Getting ready, holding steady...just waiting to GO!](#)**

上任超過半年的印度總理莫迪仰賴財政與貨幣政策搭配運用，繳出亮眼的經濟成績單，2014年第四季經濟成長率高達7.5%，並削減了經常帳與財政雙赤字，政府的積極改善了投資環境，亦使得外資對於印度漸找回信心。印度在莫迪的帶領之下，被看好發展速度將超過被金融問題困擾的中國，但複雜的法規與程序、透明程度、中央與地方的協調等改革，仍有相當程度的改善空間。影響印度就業、所得與出口面甚重的製造業，更需就結構性、勞動法規與制度條例進行全面改革。預測印度於2015年經濟成長率為6.4%。

#### 6. **[Russia : Teetering on the edge of recession](#)**

由於美國與歐洲對其制裁未鬆手，俄羅斯面臨的困境持續擴大。以目前經濟停滯的狀況之下，衰退在2015年似是難以避免的狀況。2014年貶值超過40%的盧布與不停歇的通貨膨脹導致俄羅斯瘋狂升息以平穩物價，但卻嚴重侵蝕投資環境與消費信心。面對極其嚴重的資本外流狀況，2014年外流金額達到1,280億美元，較2013年成倍惡化。國際原油價格下跌更重擊了俄羅斯倚賴的經濟支柱—天然氣出口。因此總統普丁預計以約350億美元的財政支出穩定企業、銀行、地方政府與社會福利，即使如此，俄羅斯的短期景況仍不被看好，2015年預估將衰退2.9%，預估要至年底才能見到反彈的曙光。

#### 7. **[Brazil : Watch and wait](#)**

巴西總統羅賽芙一月時公布新的政府經濟團隊即面臨兩項最嚴重問題：高政府赤字與倍受質疑的財政透明度。羅賽芙首次任期的減稅刺激產業政策失敗與低利貸款等社福支出使財政吃緊，加上緩慢的經濟成長，使得政府肩膀愈趨沉重，其後不斷增加稅目而導致嚴重通貨膨脹，2014年通貨膨脹高達6.41%。而政府財政不透明亦讓投資者無法評估風險而裹足不前。新團隊目標除改善透明度外，更欲讓2015年的主要盈餘(政府收入與政府支出相減，公債利息支出除外)達到GDP的1.2%，2016與2017年至少為GDP的2%，但目前施政細節尚未公布。此外，為了對抗通膨，巴西央行不斷升息，自2013年至今已13度升息，目前基準利率高至12.75%之譜，高利率結果直接導致1)私部門消費信心水準下降而經濟成長更為緩慢2)貨幣重貶，若美國宣布升息，借貸成本過高將再次重挫投資與消費信心。預估巴西2015年經濟成長率僅1%。