



國際瞭望台
WORLDWIDE

全球經濟 回顧與展望

勞工退休基金監理會財務管理組
組長 游迺文 / 科長 林亞倩 / 視察 邱南源

壹、前言

勞工退休基金監理會肩負著廣大勞工朋友退休經濟安全的重大責任，自96年7月2日初創以來，分別從法規建制、專業培訓、資訊系統建置、資產多元配置、完善之風控機制等幾個面向著手推動，並依計畫時程如期完成。經由4年來之戮力操作，相關機制已發揮應有的功能，也安渡金融風暴。勞退基金以年逾千餘億元的速度成長，隨著基金規模快速增長，深感責任日益艱鉅。近來在歐債危機、日本311大地震、美國債務爭議，以及全球經濟成長疲軟等諸多紛擾下，金融市場波動劇增，面對日益複雜之國際經濟金融情勢，須更深化對市場的掌握與投資策略的因應調整，期望廣續藉由穩健多元的投資布局，追求基金最大經營績效，保障勞工朋友退休生活福祉。以下簡述近來主要經濟體的經濟情勢，提供各界及勞工朋友們參考。

貳、各國經濟分析

一、美國

(一) 消費投資持續擴張，惟勞動市場改善緩慢，成長動能減弱

美國在2008年金融海嘯後，為刺激經濟成長，已實施二輪之量化寬鬆貨幣政策（QE），希藉由大量購入長天期公債及抵押貸款證券（MBS），壓低市場利率以刺激投資及消費。由近期多項經濟數據顯示景氣持續好轉，今（2011）年11月ISM製造

業及非製造業採購經理人指數分別為52.7及52，均高於50以上，10月工業生產月增率0.66%，都顯示生產面仍持續擴張，但因數值或增幅來到今年以來之低檔區，反映廠商受到當前不穩定之經濟情勢影響下，對未來支出轉趨保守。10月份實質個人消費支出月增率0.1%以及11月零售銷售月增率0.2%，顯示占國內生產毛額（GDP）約七成之民間消費成長動能仍持續。然而，受到就業市場改善緩慢影響，消費者信心日顯疲弱，10月份經濟諮詢委員會消費者信心指數跌落至40.9，為今年以來新低，11月指數雖回升至56，但市場推測為年底感恩節及耶誕節需求影響而回升，然而11月失業率仍高達8.6%情況下，長期消費能否持續維繫經濟成長仍增添變數。

有鑑於勞動市場仍顯疲弱，美國總統歐巴馬（Obama）今年9月8日提出「美國就業法案（American Jobs Act, AJA）」，規模總計為4,470億美元，內容包含對受薪階級及雇主薪資稅的減計、延長勞工失業救濟金補助以減輕勞工負擔及鼓勵企業增聘員工、援助地方與州政府回聘僱員、增加公共建設支出以及用於長期失業勞工之培訓計畫以降低由循環性失業轉為結構性失業之壓力。計畫之立意良好，市場評論肯定多於否定，然而由於所屬之民主黨在國會中仍是少數，市場預期遭到反對與阻撓壓力大，且明



(2012) 年將面臨大選，在政黨各自盤算下，法案要能順利通過並到實際執行仍尚待一段時間。

(二) 通膨緩步上升，惟景氣復甦力道仍顯疲弱，美國聯準會維持低率政策

今年以來，物價呈逐月上升，但在8月美歐債務問題重創投資信心以及9月原物料價格大幅回檔修正下，下半年物價上漲壓力較為消退，漲勢已趨於緩和，10月消費者物價指數（CPI）年增率降為3.5%，扣除食物及能源之核心CPI年增率則為2.1%，11月生產者物價（PPI）年增率回落至5.7%。今年11月2日及12月13日美國聯邦準備理事會（Fed）召開之公開市場操作委員會（FOMC）會議，均認為目前通貨膨脹的發展趨勢仍在其掌控之內，長期物價仍屬穩定；此外，為了讓經濟活力能夠持續提升，決議將維持聯邦基金利率於0%至0.25%水準到2013年中，並持續9月份宣布的扭轉操作（Operation Twist, OT）以及將抵押貸款證券（MBS）和機構債（Agency Debt）到期本金重新投入到該市場之決策，以使短期利率上升不致減少銀行利差，並可壓低長期利率以刺激消費、投資及減輕房貸者之負擔。

(三) 預期 2012 年經濟復甦仍將持續，但低成長及高失業率無法避免

今年第3季經濟季成長率為2.5%，相較第1季及第2季之0.4%及1.3%，顯示成長已略有加速現象。然而11月之FOMC會議仍下修其對經濟成長預測並上修失業率預



測，相對於6月時的預測，委員會對美國經濟成長更趨悲觀，預估今年失業率為9.0%至9.1%，明年為8.5至8.7%，2014年前美國失業率仍有可能高過6.8%。經濟成長部分，今年預估為1.6%至1.7%，明年則介於2.5%至2.9%。

二、歐元區

(一) 主權債務問題未解，由邊緣國家蔓延至核心國家

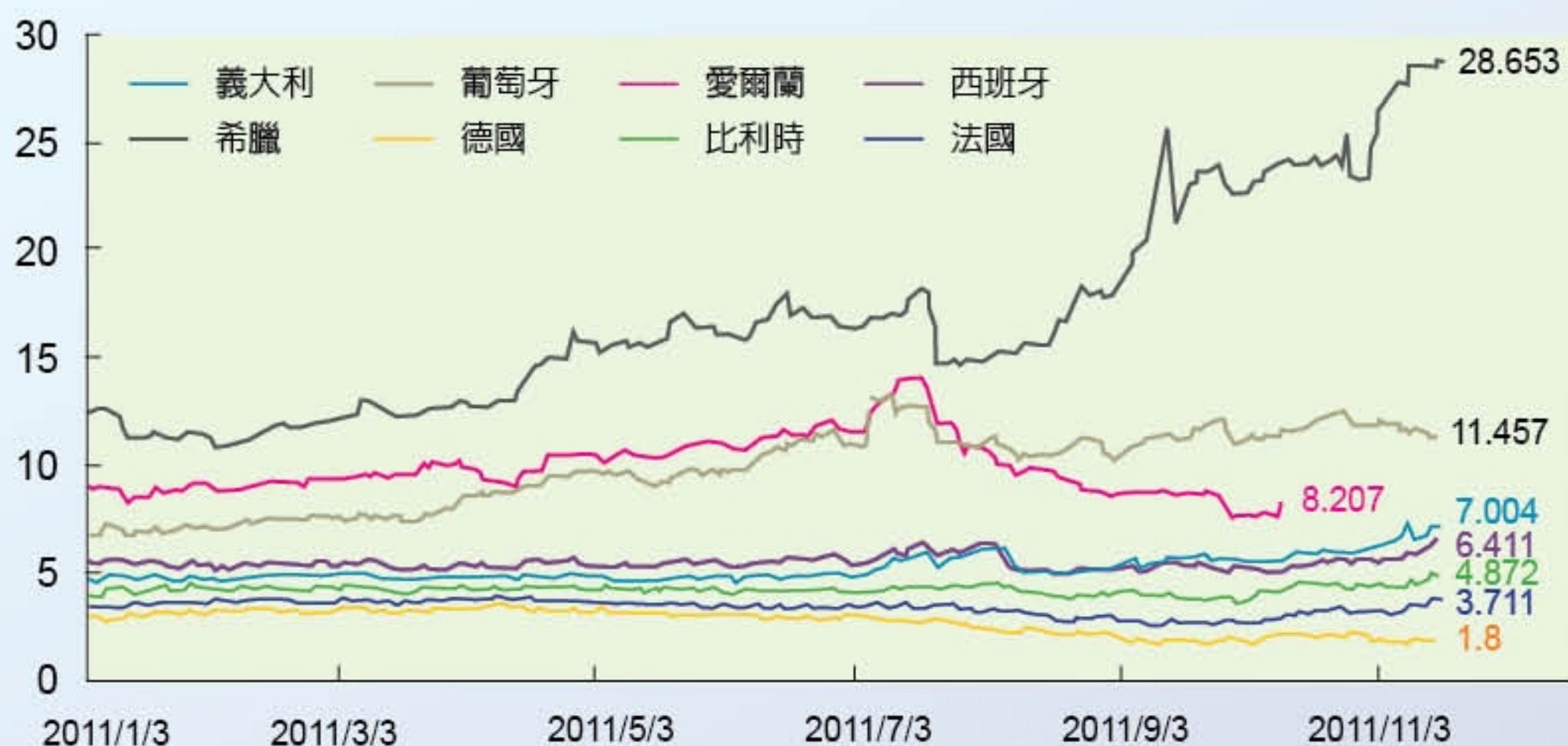
去（2010）年第2季開始，歐元區經濟規模較小的邊緣國家如希臘、愛爾蘭及葡萄牙等主權債信遭調降所引發的債信危機，後經國際貨幣基金（IMF）及歐盟（EU）擴大金援紓困規模，以及債務危機國家（取英文字首縮寫為PIIGS,分別為葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙）陸續提出減少財政赤字方案後，市場信心逐漸恢復，債信危機暫時緩解。然至今年中旬，始於市場對希臘償還債務信心嚴重惡化、債務危機恐擴散至義大利等疑慮升高、歐洲金融業曝險在問題主權債務金額過高，再加上全球經濟復甦腳步已漸漸顯示持續力度不足，恐慌氛圍充斥市場，引爆今年8月至9月以來之全球金融動盪。

10月27日EU高峰會在德國及法國強勢主導下，達成三大協議，包括EU與債券持有人就希臘債券減值（haircut）50%幅度達成協議、透過槓桿操作將歐洲金融穩定基金（EFSF）目前4,400億元之紓困規模擴大至1兆歐元，以及歐洲銀行業須增資1,060億歐元以提升資本適足率至9%。協議公布後，雖招致希臘總理巴本德里歐拋出之公投議題又引發短暫波瀾，但在德、法兩國強大壓力下，確定取消公投並組成聯合政府後風波已暫時平息。

但就在投資信心稍加回穩之際，11月9日歐洲最大結算所LCH Clearnet宣布上調義大利債券交易保證金比率，市場恐慌義大利將步入希臘後塵，一舉推升義大利10年期公債殖利率升至7.48%，5年期信用違約交換（CDS）亦飆升至571bp，紛紛創下歐

元區成立來新高。市場如此恐慌，主因為過去希臘、愛爾蘭、葡萄牙的經驗顯示，接受紓困均發生在5年期主權債務CDS超過500點後約1個月，或10年期公債殖利率飆破8%後2至3周。而根據Bloomberg資料統計，義大利政府總債務（含發行公債及貸款）高達1.59兆歐元，約佔歐元區公共債務四分之一，其中明年到期債務超過3,000億歐元，如義大利無法自金融市場順利發債，則須求助外援。EFSF雖研議擴充至1兆歐元，但細節仍待商確下，以目前僅有之4,400億歐元在扣除對希臘等三國的金援後，剩餘資金顯不足以滿足義大利之借款需求。此外，西班牙公債殖利率11月16日飆升至6.4%，逐步向7%靠近，以及國際信評機構將調降歐元區成員國主權信評之市場之消息，又令金融市場震盪。

PIIGS 國家及德國 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg，2011/11/16。



PIIGS 國家未來應償債務本金餘額（公債加計貸款）統計

單位：百萬歐元

到期期間	葡萄牙	義大利	愛爾蘭	希臘	西班牙	合計
2011 年 11-12 月	5,838	31,261	0	8,466	18,380	63,945
2012 年	22,568	312,004	5,863	44,626	138,300	523,361
2013 年	10,848	154,590	6,030	27,847	83,476	282,791
2014 以後	125,938	1,093,579	98,098	265,769	416,680	2,000,064
總計	165,192	1,591,434	109,991	346,708	656,836	2,870,161

資料來源：Bloomberg，2011/11/16。

（二）失業率位居高檔，產業前景面臨衰退疑慮

在債務問題困擾下，歐元區各國致力縮減財政開支。雖降低債務負擔對歐元區國家健全體質係屬正面，但因缺乏有效配套措施，代價就是失業人口持續增加。依據IMF與歐盟區域委員會（European Union Committee of the Regions, EUC）對歐元區失業率之統計，今、明兩年歐元區的失業率約在9.9%至10.1%水準。若就歐元區各國觀察，失業率偏高的國家為愛爾蘭、希臘、西班牙與葡萄牙，都是債信危機國家，其中又以西班牙失業率高達20%為最高。

由於失業率居高不下，民間家計單位只能增加儲蓄減少消費，廠商亦因需求不足而減少生產，在惡性循環下，11月份歐元區經濟信心指數（ESI）由去年12月的106.9快速下降至93.7，已低於過去11年平均值100。12月製造業及服務業採購經理人PMI指數為46.9及48.3，雙雙跌落至50以下，顯見生產面正面臨衰退疑慮。

（三）通膨位目標區上方，但預期逐步回落，歐洲央行有降息空間

去年第4季開始，區內景氣明顯轉強與經濟信心強勁回溫，加上中東局勢導致油價走高，致通膨壓力有增無減，歐洲央行（ECB）考量歐元區通膨預期升溫，於今年4月及7月分別調升官方利率1碼，共計2碼至1.5%。惟8月間希臘債務問題愈演愈烈導致危機國家公債殖利率大幅攀高，加上過去因德法需要升息以防通膨動機逐漸消逝，而希臘等國卻需要寬鬆政策協助，以及區域內金融業間拆款利率有逐步墊高跡象，反應市場已擔心歐元區銀行持有大部位危機國家公債可能引發金融業間之流動性危機，ECB新任總裁德拉基（Mario Draghi）一上任旋即於11月3日調降官方利率一碼至1.25%，12月8日再降一碼至1.00%，讓市場維持資金寬鬆之情勢。11月CPI成長率為3.0%，核心CPI成長率1.6%，均來至今年高點，惟仍位於目標區間（核心CPI成長率0%至2%）內。又依據EU統計局11月預估，明年CPI成長率



將自今年2.6%大幅下降至1.7%，在通膨預期緩解下，將使ECB有進一步擴大寬鬆之政策降息空間。

(四) 欠缺財政政策支持，就業市場改善緩慢，經濟前景展望悲觀

歐元區第3季經濟成長年增率為1.4%，低於第1季成長2.4%及第2季成長1.7%。又根據Bloomberg調查顯示，歐元區經濟成長率自今年第1季高峰開始放緩，擴張速度趨於疲軟，面對債信危機陰霾與經濟前景展望不佳下，EU於11月下調歐元區經濟成長預測，預估今年成長率為1.5%，明年將減緩至0.5%。

綜合而言，歐元區國家債信問題恐非短期內可解決，雖12月9日EU高峰會要求將維持財政平衡納入各成員國憲法、提前啟動永久穩定機制（ESM）及透過IMF進行雙邊貸款等獲大致共識，且債務危機國家已致力削減財政赤字及執行改革計畫，但未來陸續有大筆債務到期立即需要解決，又歐洲金融業持有危機國家主權債券比重過高恐將引發歐洲金融危機等疑慮，均令歐元區未來之經濟前景面臨高度之不確定性。

三、中國

(一) 經濟增速放緩，結構調整由仰賴外需逐漸轉型為擴大內需

受國際景氣趨緩及歐美國家大幅降低進口需求影響下，中國經濟成長動能逐季走緩，今年第3季經濟成長年增率為9.1%，已連續三季下滑。由國內生產毛額組成分析，消費、投資及淨出口貢獻度分別為4.5%、5.0%及負0.1%，顯示國外部門成長趨緩，而國內需求則相對穩定。10月出口年增率為15.9%，增幅為近8個月新低，貿易順差為170億美元。

11月中國宏觀經濟先行指標製造業採購經理人指數（PMI）為49，數值來到今年來新低，顯示製造業成長動能已有減緩跡象。11月工業生產年增率為12.4%，零售銷售年增率17.3%，均維持雙位數之成長，顯示內需力道仍強。在官方持續推動「十二五計畫」，以擴大內需為主軸，引進民間資本導入中西部地區投資，並加速產業升級、城鎮化以及稅制改革引導薪資



調漲等措施下，未來內需成長之重要性將相對提升，並逐步轉型為內需外需平衡發展之經濟結構。

(二) 通膨壓力減輕，打房亦見成效，官方政策有調控空間

由於2008年金融海嘯，中國政府為嚴防經濟衰退，與歐美等國一致維持寬鬆之資金環境，在政策加速城鎮化之進程，以及人口不斷增長下，人民對於住房需求非常強烈，大量熱錢湧入房地產市場，再配合投機炒作，加速房價之飆升。而中國在2008年1月1日實施勞動合同法後，勞工維護自我權益意識提高，引導工資持續調漲，人均所得快速增加，加速形成需求拉升之物價壓力，又部分地方遭受洪水侵襲及全球天候異常，導致食物價格上揚，造成短期通膨壓力大增。

今年3月中國CPI年增率再度突破5%，且一路走高至7月的6.5%。官方為抑制日益嚴重之通貨膨脹壓力以及房市不合理之飆

漲，已從去年10月採取連續之緊縮政策，同步調升存款準備率及官方政策利率（一年期貸款利率）並於對購屋祭出嚴格之貸放及限購等規範。而從11月份公布之CPI年增率已降為4.2%，連續4個月下降顯示物價已逐步受控制。而中國統計局公布之房地產景氣指數，今年第3季下滑至119.4，為2009年第3季以來新低，可見打房已見成效。在全球景氣走緩及通膨壓力舒緩下，維持成長之重要性將再度顯現，且9月底爆發之溫州中小企業倒閉潮，已引起中國高層重視。11月30日中國人民銀行調降存款準備率二碼，明顯宣示貨幣政策已轉向寬鬆，且未來仍有再鬆綁空間。

(三) 「硬著陸」機率不高，2012年可望維持中高度成長

整體而言，中國經濟明年仍可望持續增長，雖中國官方對抑制房價態度仍將強硬以及外需擴張力道受全球景氣走緩拖累，但在內需強勁支撐下應可維持成長，對全球經濟



長期貢獻仍屬正面，「硬著陸」之可能性應不高。根據10月Global Insight 及9月IMF等各國國際機構之預測，中國經濟成長今年將在9.3%至9.5%間，明年為8.1%至9.1%，預期應可維持中高度成長。

四、台灣

(一) 對外貿易成長走緩，工業生產增幅縮小

由於我國為外貿導向國家，受國際需求減弱下，勢必限縮我國出口成長空間。今年10月外銷訂單年增率為4.38%，雖仍呈正成長，惟成長幅度來到今年低檔區。進出口金額11月下降至214.7億美元及246.8億美元，年增率為負10.4%及1.3%，均為今年新低。9月工業生產年增率為1.41%，增幅持續減緩，亦為今年新低，反映受歐債問題未決及美國經濟復甦遲緩下，已大幅影響廠商之生產動能。

(二) 商業持續熱絡，勞動市場穩定，但消費者信心略微下滑

今年以來，因國內經濟穩定復甦，在政府積極媒合就業及廠商擴大招聘員工下，9月失業率遞降至4.28%，為今年以來次低，10月微幅上升至4.30%。顯示勞動市場仍屬穩定，有助提振民衆消費能力與意願。中央大學公布之消費者信心指數亦顯示，8月指數值上升為86.89，為今年以來最高，但受全球股市大跌及景氣趨緩影響，11月份指數下滑至79.88，惟維持在相對高檔，顯示國內消費動能仍佳。商業（批發、零售及餐飲業）營業額9月份年增率為1.79%，增幅降

至今年新低，但第4季又正逢百貨公司週年慶以及明年1月適逢農曆新年，因此可預期消費成長力道將可持續至明年第1季。

(三) 物價溫和成長，但受國際景氣趨緩影響，央行維持中立貨幣政策之可能性較高

上半年全球景氣溫和復甦，亞洲新興國家等主要貿易對手需求升溫，以及在銀行放款及投資持續成長的帶動下，物價持續回升。CPI因上半年基期較低，以及國際原油、大宗物資價格上漲帶動下，6月年增率為1.95%，為今年以來最高，但至下半年，因較低之基期，以及在全球景氣趨緩使得原物料價格自高檔滑落下，連帶使10月CPI年增率回到1.22%。主計處11月下修今年CPI預估值由8月1.59%至1.51%，明年CPI預估值為1.12%。

央行為維持物價及金融穩定，並循序引導市場利率回復成長水準，除不斷發行定存單自銀行體系回收資金外，自去年第2季起逐季調升重貼現率半碼五次至1.875%，但因8、9月遭逢全球股災，全球景氣動能趨緩，9月已暫緩升息步伐。現階段全球景氣成長趨緩，物價壓力可望逐漸緩和，又多數國家已暫緩升息以維持經濟成長力道，考量央行在物價平穩及就業市場穩定下，為顧及出口競爭力及維持經濟成長動能，在經濟前景未明朗之際，仍將維持較為中立之貨幣政策。



(四) 因全球景氣成長趨緩，主計處下修我國經濟成長率預期

經建會公布今年10月景氣燈號續呈黃藍燈，綜合判斷分數雖由21分微降為20分，且領先、同時指標仍持續下滑，顯示國內景氣擴張力道持續走緩，將轉呈中度成長。主計處今年11月份公布我國今年經濟成長率預估值為4.51%，分別較8月之預估值下修0.30%，主因仍為受歐美債務問題影響，造成全球經濟活動走緩風險升高，亦使我國經濟擴張力道受到約制。展望明年，由於全球經濟成長放緩，勢將限縮我出口成長空間，惟高科技產品與技術快速推陳出新、ECFA早期收穫項目效益可望持續發酵，以及中國大陸產業升級等，對國內電子、資通與機械相關產品需求之帶動，有助維繫出口成長動能；內需則因就業平穩、物價溫和上漲，預期仍維持正向成長，預估全年經濟成長為4.19%。

參、結語

綜上分析，全球經濟歷經今年以來之中東北與北非地緣政治事件、日本大地震、歐元區主權債信危機及美國國債上限爭議後，

景氣走緩風險擴增且金融動盪加劇，大幅修正了上半年原先樂觀之預期。然而，多數研究機構之看法仍維持明年全球經濟持續擴張，但步伐將更為緩慢，且因明年歐元區債務危機國家債務陸續到期下，金融面之動盪將持續發生。中國、印度及巴西等新興國家仍將支撐全球經濟，惟過往之高度成長可能因調控通膨及先進國家需求減弱而轉為中度成長；美、歐等先進國家則因結構性的高失業率問題未顯著改善，又深陷龐大國債赤字而縮減財政支出下，復甦之途將顯顛簸。現階段全球經濟關注焦點為「經濟成長」能否延續，而「調控通膨」亦連帶為須謹慎處理之課題。未來全球經濟表現仍將視歐債危機能否平息、歐美就業市場能否改善，以及通膨控制宜否而定。

勞工退休基金的運用目標係以獲取長期穩定的收益，在預期明年全球經濟及金融情勢動盪頻仍，為符合勞工的期待，勞工退休基金監理會未來除將持續採行多元、穩健布局策略，建立長期投資部位外，於市場回檔時，將密切注意市場發展狀況，適時檢討投資部位，汰弱留強，穩定基金收益，以保障勞工退休後之經濟生活。☺