

經濟成長進入無風帶

「忘了復甦」的 全球總體經濟趨勢

金融海嘯早已結束、市場回歸基本面，但為何遲遲無法回到正常水準？現階段從全球經濟成長率研判，好消息是，看不出未來有什麼壞消息，但壞消息是，未來也沒有什麼好消息。經濟成長已進入無風帶，正面思考是風平浪靜，負面思考則是無風借力得靠自己划。

口述／農業金庫總經理鄭貞茂 資料整理／賴宛靖

根據國際貨幣基金組織（IMF）於今年四月所做的 2000 年至 2019 年長期比較表顯示，2000 年到 2005 年全球經濟歷經網路泡沫，平均經濟成長率尚有 4% 的水平；2005 年到 2009 年遭遇金融海嘯降到 3.8%；2010 年至 2014 年仍有 4%，然而 2015 年到 2019 年竟只有 3.4%。如果普遍認為金融海嘯已結束、市場基本面回歸正常，為何未來五年不能回到正常水準？對此我用「全球經濟成長出現『失憶症』」來形容。

英國脫歐對全球經濟的衝擊

以上報告是統計至今年三月，而八月發生了英國脫歐、英國央行實施貨幣寬鬆政策（QE）及恐怖攻擊。由於國際貨幣基金組織沒料到英國脫歐，於是七月份的預測做了調整。英國 2017 年全球經濟展望（WEO）降至負 0.9，本來預估今年英國經濟成長率超過 2%，如今掉至 1.3%，顯示國際對英國脫歐後的未來看法保守；針對先進國家經濟成長率下修至 0.1 到 0.2%，對新興市場國家下修較少，顯見國際貨幣基金組織認為英國脫歐對先進國家影響較大。

再來研究德國著名的景氣調查機構於 8 月 16 號出爐的《World Economic Survey》顯示，歐美亞三大洲的景氣預測都是下跌的，顯然脫歐影響不僅是歐洲，連帶導致亞洲新興市場疲軟不振，但其背後仍有不同因素，像是中國大陸經濟仍處於下行階段，不管指標預測如何，

經濟仍一再降溫。

而臺灣的出口在連續 15 個月衰退後，年增率終於在七月份走向正成長，但細看金額，七月出口為 240 億，以往高峰有 260 或 270 億，我不認為有什麼值得高興之處，且目前還看不出有回到 250 億的格局，因此臺灣產業還要更加努力。

聯準會升息陷入天人交戰

聯準會官員在今年四月份曾預計，由於美國第一季經濟表現不錯、就業數字強勁，最快可能於六月升息，因此美元走強，然第一季 GDP 僅有 0.8，因此七月時聯準會官員改口說相信將來會升息，把理由推給英國脫歐，導致市場混亂，美元於年中逐漸走弱。

其實六月份美國公布非農就業數字連續兩個月都超過 20 萬美元，給市場打了強心針，本來有機會反彈，認為升息條件已成熟，但聯準會鴿派官員對此仍有疑慮。其實美國失業率在 4.9% 左右，薪資成長在 2.6% 左右，算穩定改善，是有升息條件，但為什麼不升？我認為是美國面臨總統大選導致決策保守。

然研究聯準會決策官員預測未來幾年聯邦基金率（Fed Funds Rate）的軌跡，中位數於今年年底是 0.875，去年聯準會升息 1 碼，利率從 0 到 0.25，再從 0.25 升到 0.5，中位數來到 0.375，換言之從 0.375 到 0.875 是升息兩碼；而期貨市場預測中位數為 0.477 跟

整體來看，全球經濟缺乏讓人振奮的動能，即便是科技產業一直在講的大數據、無人機等新進程，因為新趨勢取代舊模式是「破壞性的創新」。

鄭貞茂

現職：全國農業金庫總經理

經歷：臺灣金融研訓院院長、花旗銀行財務處副總裁兼首席經濟學家、國立政治大學財務金融學系兼任副教授、臺灣經濟研究院研究六所助理研究員。



現況接近，顯然官員總是比較樂觀。

六月份彭博新聞社 (Bloomberg) 公布的數字可見，今年 12 月是最後一次升息機率为 33.5%，八月份公布的數字升高到 48.5%。但仍未過半，顯然與聯準會官員認為的升息兩碼差距仍大。

受脫歐之累 歐洲經濟前景未明

歐洲第一季表現不錯，第一季歐元區經濟成長有 0.6%，第二季卻腰斬成 0.3%，年增率由 1.7% 降至 1.6%，歐元區失業率雖有下降，但失業率仍高，且就業問題未解又有大量難民湧現，造成社會動盪，加上歐洲的消費者物價指數 (CPI) 一個是 0，一個是 1，都是很低的數字，所以歐洲央行還有空間做負利率，於是 7 月 21 日提出的貨幣政策對市場暗示，量化寬鬆會持續延長到 2017 年三月，有必要會再延長，也會再加碼購買債券，此對金融市場的資產配置將產生不小影響。

中國大陸貨幣政策持續審慎保守

中國大陸第二季經濟成長率 6.7%，季增年利率為 1.8%，感覺有改善，但仔細分析採購經理人指數 (PMI)，長期還是下探。中國大陸自今年以來沒降過息，沒降過任何存款準備率，且消費者物價指數現已不到 2%，但為何不實施貨幣寬鬆政策？我想能分析出幾個理由：其一進出口還是負成長。外匯存底高峰時有將近四兆，現在剩 3.2、3.3 兆，不只是減少 7,000 億美金這麼單純，中國大陸的外貿每年出超 5,000 億美金，等

同資金外移一年高達 1 兆多美金，難怪中國大陸不敢讓資本向下開放，放了外匯存底可能掉得更兇，這也是人民幣目前面臨的最大難題。

中國大陸還有另一個矛盾是，貨幣供給 M1 (短期) 是往上，M2 (長期) 是往下，呈現分歧局面，顯示長期資金成長率是往下，短期資金 (熱錢) 是往上的；專家認為 M1 穿破 M2 時股票會大漲，中國大陸已經穿破很久了卻沒漲，原因是熱錢都跑去房地產了，這也突顯出中國大陸貨幣政策面臨的困境，一放錢進房地產就漲更多，造成更多泡沫。中國大陸官員也說，中國大陸的利率仍高、年增率將近 7% 或 8%，但恐怕已到了流動性陷阱，就算採取降息也沒什麼幫助，因此到目前中國大陸貨幣政策仍審慎保守。

基本面與股市脫鉤

由美國那斯達克綜合指數 (S&P) 跟製造業指數 (ISM) 分析，製造業指數代表企業基本面，股價代表金融市場的表現，可窺見 2008 年與 2009 年股市一路漲，如今股市創歷史新高，但製造業指數卻上下震盪，與高點相比是下滑的，符合美國經濟成長率下滑趨勢的預測，但股市卻一路勁揚，顯見股市與經濟基本面已脫鉤。

目前全球經濟似乎陷入不按牌理出牌的狀況，像歐元對美金強勁，不被看好的貨幣居然能走強，令人訝異。有句話是這麼說的：「大自然自己會找出路」，市場也是，但是口袋裡的資金卻要善於應用，因為，它是不會自己找出路的。■