

## 既期待又怕受傷害的 2018 總體經濟

時序進入新的一年，全球經濟樣貌也迎來不一樣的轉變。過去一年，歷經年初慘澹開局、年中否極泰來、年末轉趨樂觀，各界對總體經濟預測彷彿洗了一場三溫暖，冷、溫、熱交雜。但即便如此，對於已經畫下句點的 2017 年而言，總體經濟情勢仍不若 2016 年那般地詭譎多變、黑天鵝四處亂飛。取而代之的，是一種緩慢中帶有穩健意味的復甦態勢。

## 經濟及金融市場的榮景營造出樂觀預期的 2018

站在這樣的基礎上，2018 年各界對總體經濟的看法也多傾向樂觀。特別是在美國強勁的經濟表現帶動下，全球貿易似乎已擺脫過去 IMF 總裁拉加德一直強調的新平庸(New Mediocre)魔咒，全面拉動全球經濟由谷底反彈。如 2017 年 11 月，歐盟大舉將全年經濟成長率，從原本預估的 1.9%，大舉調升至 2.3%，創下 10 年來最強的經濟擴張力道。箇中關鍵，就是外部需求強力回升，使得企業獲利改善，進而拉動經濟。更不用說，配合出口強勢回溫，中國 2017 年前三季經濟表現都遠超預期，平均高達 6.9% 的經濟成長率，讓人懷疑中國是否已不存在經濟下行疑慮。

全球三大經濟板塊的亮麗演出，不獨只有表現在實體經濟的數據上，也具體呈現在金融市場的瘋狂行為。美股三大指數，道瓊、標普 500 以及那斯達克，持續創下歷史新高紀錄，道瓊更是一口氣衝破 25,000 點；歐洲主要股市如英國倫敦及德國法蘭克福也相繼寫下歷史高點；就連新興市場的印度及巴西，也都在改寫該國股市的歷史。實體經濟結合金融市場所營造出來的榮景，讓人對今年景氣充滿了無限的想像空間。

根據環球透視機構(Global Insight)最新預測，2017 年全球經濟成長率為 3.2%，是 2012 年以來新高，而 2018 年仍將維持這股氣勢，挺住 3.2% 的高檔水準。其中，領頭羊無疑是執全球經濟牛耳的美國。在各主要經濟體經濟成長率預估值紛紛較 2017 年下修之際，美國卻仍從 2017 年的 2.2%，上修至 2018 年的 2.5%，幅度高達 0.3%，顯示今年美國經濟成長動能不容小覷。尤其是在川普拋出美國史上最大規模的減稅法案後，外界大多認為此將對美國經濟錦上添花、提供一定的幫助與支撐力道，連帶地，也會拉抬全球經濟的走勢。

### **全球貿易牽動經濟走勢，但可能存在不確定性**

2018 全球景氣樂觀預期，另一個強力支撐論點是全球貿易量明顯回升。無論是 IMF 或 OECD 的預測，2018 年全球貿易量成長率都在 4% 以上。雖然較 2017 年有些回落，但對比 2015 年及 2016 年分別僅有 2.7% 及 2.6%，這樣的數據表現其實已經是近十年來的平均水準以上。自二戰結束，世界各國開始消除貿易壁壘、全面啟動貿易自由化及全球化以來，全球經濟表現就與貿易興衰息息相關。近幾年來全球經濟成長之所以停滯不前，絕大部分因素就是全球貿易的萎縮。OECD 的統計報告清楚指出，過去五年除了 2017 年外，其餘四年全球貿易成長率都低於全球經濟成長率。貿易不振的結果，連帶也壓低全球經濟成長。幸運的是，這樣的情況，從去年開始，似乎已逐漸出現翻轉。而這也是對未來景氣樂觀的一大關鍵。

不過，樂觀歸樂觀，在全球貿易回溫的過程中，仍存在一股逆風，也讓未來多了一些不可測的變數。其中川普上任後為實現讓美國再次偉大(Make America Great Again)的夢想，在對外貿易政策上大採反全球化做法，最為人所擔心。過去，著眼於全球化的龐大利益，美國一

直是最積極推動自由貿易的國家。透過自由貿易的比較利益與專業分工，美國快速成為全球首屈一指的強權，也主導全球經濟的脈動。如今，當川普宣示美國將改變玩法、不再遵循 WTO 多邊體系的遊戲規則時，外界開始憂心，隨之而來的，將會是貿易保護主義的興起，這可能會讓好不容易露出曙光的貿易成長，再次陷入黑暗之中。

此外，英國脫歐的震撼彈，並未隨著公投結果出爐而塵埃落定。反而在脫歐談判協商的過程中，雙方對一些敏感性議題，如今年將啟動談判的過渡期安排與未來彼此貿易關係等，存在極大的認知落差。這也讓明年英國是否真能順利脫歐，出現變數。去年 12 月中旬第一階段談判結束後，德國總理梅克爾就表示，接下來的談判將會更加艱難。歐洲理事會主席圖斯克更警告，在 2019 年 3 月前達成英國脫歐最後協議，將會是一項非常艱鉅的挑戰。顯然地，英國脫歐的餘波盪漾，將牽動未來歐洲經貿的發展，也會對全球貿易帶來許多風險與不確定性。

### **主要國家貨幣政策正常化的外溢效應值得留意**

相較於貿易對經濟的直接影響，主要國家貨幣政策正常化對經濟的間接影響，如美國聯準會縮表與歐洲央行縮減購債規模之舉，或許更值得留意。尤其是美國，為了加快貨幣政策正常化腳步，2017 年 10 月正式啟動縮表。初期預計每個月回收 100 億美元，隨後逐漸加快步調，到今年 10 月將達到縮表上限每月 500 億美元。目的就是將過往量化寬鬆政策(QE)所創造出的過多流動性，逐步逼回央行體系，同時也讓 FED 達成資產負債瘦身的目標，以利之後貨幣政策工具的彈性運用。

簡單來說，縮表與升息代表的都是同一件事，即央行正在收攏資

金。只是，縮表可視為一種直接減量的過程，而升息則是透過價格調整間接減少貨幣供給。當兩件事兜在一起時，其實也寓含著過去 QE 所營造出的寬鬆資金時代，即將終結。取而代之的，將是中性帶有緊縮意味的資金趨勢。而這樣的轉變，影響的不只是美國自身經濟環境，也包括全球資金流動與總體經濟表現，其中又以新興市場所受衝擊可能更為巨大。

就如同 QE 讓資金大幅外溢擴散至新興市場一樣，縮表所帶來的資金回籠效應，也可能加劇新興市場國家的金融市場震盪。根據世界銀行統計，過去 FED 的六次縮表歷史，在最近兩次期間(分別為 1978 年及 2000 年)，均造成美國以外的其他地區 FDI 淨流入大幅縮減。顯示縮表確實會造成資金回流美國，導致原本的資金淨流入國搖身一變，成為資金淨流出國。此可能會導致這些國家匯率波動加劇，進而升高金融市場風險。若再加上早已啟動的升息循環與即將上路的減稅方案，資金回流美國的外溢效應，勢將更為強烈。過去幾次重大的金融危機事件，如 1997 年亞洲金融風暴或 1998 年俄羅斯債券危機，成因雖各有不同，但共同的特色就是資金快速撤出新興市場，引發金融市場動盪，進而釀成重大危機。當大家對 2018 年景氣一片樂觀之際，或許也不應輕忽資金流動對實體經濟的影響。

### **地緣政治風險可能是 2018 年最大的黑天鵝**

最後，延續 2017 年劍拔弩張的朝鮮半島情勢，地緣政治風險可能是 2018 年景氣的最大變數。誠如發現萬有引力的牛頓名言：「我可以準確計算出天體運行的軌跡，但卻無法預測人性的瘋狂。」北韓領導人金正恩不按牌理出牌、持續對美日導彈試射的挑釁行為，在 2017 年數度引起全球金融市場的恐慌。預料在 2018 年，這樣的舉動仍將

持續，對於金融市場及全球經濟而言，顯然是顆不定時炸彈。

另一方面，在沙烏地阿拉伯國內反貪腐行動引發政局動盪、伊拉克政府與庫爾德人衝突、以及美國可能重啟對伊朗經濟制裁等多起事件的帶動下，中東地區的地緣政治風險明顯增溫，連帶也驅使國際原油價格持續飆升。布蘭特及西德州原油報價紛紛創下三年多來新高，布蘭特原油逼近每桶 70 美元，而西德州原油則突破每桶 60 美元的整數大關。非因需求拉動的國際原油價格飆漲，除會提高廠商成本壓力外，也會推升物價、誘發通貨膨脹，最後勢必會加大各國的貨幣政策操作難度，無形中也會增添全球經濟的不確定性。

顯然地，既期待又怕受傷害，將會是 2018 總體經濟的最佳寫照。究竟是否極泰來，還是迴光返照，著實令人玩味。或許，這也正是經濟迷人之處。

(吳孟道/台灣經濟研究院研究六所所長)

