

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
出國報告（出國類別：其他）

Morgan Stanley 政府機構研討會

「探討英國脫歐對國際經貿 及各國貨幣政策之影響」

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：王梓彥（外匯局匯款科辦事員）

派赴國家：英國、倫敦

出國時間：105年6月17日至105年6月25日

報告日期：105年9月13日

目 錄

壹、前言	1
貳、英國脫歐公投之緣由、結果及後續發展	3
一、脫歐公投的起源	3
二、投票結果顯示英國國內民意分歧	4
三、英國脫歐後續與歐盟之貿易模式	7
參、英國脫歐對歐洲經貿影響及評估	10
一、英國	10
二、歐盟及歐元區	15
肆、脫歐後主要國家央行貨幣政策走向	20
一、英國央行(BoE)	20
二、歐洲央行(ECB)	21
三、美國聯準會(Fed)	22
四、日本央行(BoJ)	24
伍、心得與建議	26

壹、前言

職奉派於 105 年 6 月 17 日至 105 年 6 月 25 日，赴英國倫敦參加 Morgan Stanley 政府機構研討會，本次會議為期一週，課程內容著重在全球總體經濟情勢分析及展望，參加學員約 30 名，分別來自東亞、歐洲及美洲的央行。鑒於會議期間適逢英國脫歐(Brexit)公投，本報告將以該公投結果—脫歐派些微獲勝之結果，探討英國脫歐對國際經貿的影響，以及公投後續英國央行(BoE)、歐洲央行(ECB)、美國聯準會(Fed)及日本央行(BoJ)等全球重量級央行之貨幣政策走向，報告內容主要分為三部分：

第一部分先敘述英國脫歐公投之緣由、結果及後續可能發展。由於公投結果使得後續英國須與歐盟重新簽訂諸多協議，依不同模式之協商結果，將導致英國與其貿易夥伴的關係有不同程度的影響。

第二部分進一步探討英國脫歐對歐洲經濟、貿易及產業面的影響。由於脫歐後產生的不確定性衝擊了國際對英國之投資信心及需求，使得短期內英鎊劇貶；另歐盟雖是英國最大的貿易夥伴，惟依「里斯本條約」第 50 條，英國仍有約 2 年的時間協調各項脫歐條件，因此脫歐短期內應不致對歐盟產生立即性嚴重負面衝擊，但中長期卻有經濟下行風險。

第三部分則分析英國脫歐後全球主要國家央行貨幣政策走向。本事件的主角—英國首當其衝，英鎊大幅貶值及經濟前景面臨嚴重下行風險

促使今(2016)年 8 月 4 日 BoE 會議決議將基準利率調降至 0.25%，並擴大資產購買規模。歐元區、美國及日本央行則受英國脫歐外溢風險影響：歐元區因對於未來經濟前景的不確定加上長期通縮疑慮，導致 ECB 可能持續甚至延長寬鬆期間；美國雖就業市場及失業率處於復甦階段，惟脫歐造成全球經濟不穩定恐將影響 Fed 升息步調，FOMC 表示並將持續密切關注全球經濟和金融形勢；另日圓在國際外匯市場一直以來屬於避險貨幣的角色，受到英國脫歐影響，國際資金流入迫使日圓大幅升值，進而加大 BoJ 決策難度。然而今年 7 月 29 日 BoJ 會議並未推出進一步寬鬆政策，維持利率及 QQE 規模不變，僅擴大 ETF 購買及增加美元貸款計畫規模。以上可見當前各國貨幣政策雖分歧(美國視情況逐漸升息，其他區域維持或加大寬鬆)，但國際間仍是互相影響的。

最後，謹就本次會議課程所學提供心得與建議，並就英國脫歐對台灣貿易、投資面之影響加以分析。

貳、英國脫歐公投之緣由、結果及後續發展

英國自 1973 年加入「歐洲經濟共同體 (EEC)¹」，因與歐洲各國之政治、經濟、法律及歷史文化等因素有過諸多衝突，長期對於歐盟之整合與政策存有疑慮。近年來又由於歐洲主權債務危機及歐盟移民政策，導致英國人民對歐盟不滿情緒升至高點。當時英國首相 David Cameron 宣布於今年 6 月 23 日舉辦公投作為其政治賭注，由英國人民決定英國是否繼續留在歐盟。事實上，本次並非英國史上第一次就歐盟留存問題舉行公投，上一次公投發生於 1975 年，依 BBC 數據顯示當時由留歐陣營以 67.2% 獲勝。

一、脫歐公投的起源

1. 移民問題:

此問題反映了英國民族及文化認同感，特別是一些低所得的英國人民更希望離開歐盟，可以限制大批移民的湧入並侵占英國人的就業市場。因此移民問題是脫歐派最為主張的王牌，他們表彰若是英國留在歐盟將無法控制自己的邊境，進而影響其工作機會。另外，歐洲難民危機也有助長脫歐陣營的聲勢。

¹ 歐洲經濟共同體(European Economic Community, EEC)係歐盟的前身，於 1957 年正式建立，旨在取消成員國間的貿易壁壘；最初的成員國有法國、比利時、盧森堡、荷蘭、義大利和西德，英國則於 1973 年加入。

2. 取回國家自主權:

歐盟的法律制定由歐盟委員會提案，若英國留在歐盟內，則有義務執行歐盟法律，且歐盟法律效力甚至高於英國憲法。因此部分人士認為留在歐盟等於是英國讓渡歐盟立法主權，有損英國憲法根基議會至上的原則，而脫歐是重新取回國家自主權的唯一途徑。

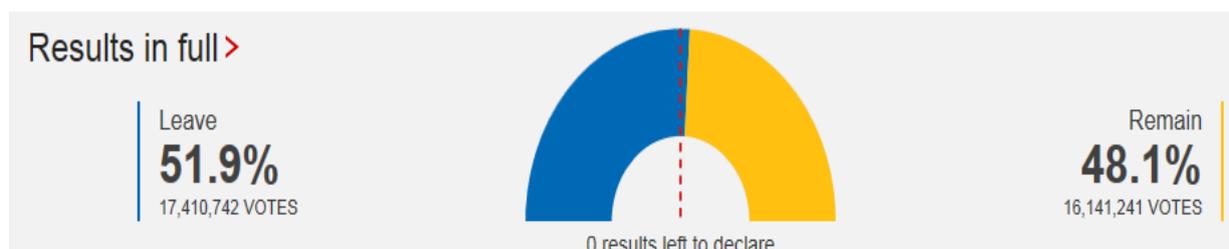
3. 沉重的繳納義務:

由於英國一直以來係歐盟內的淨貢獻國，其繳付歐盟的會員費，確實超過歐盟給予之補貼收入。(2015 年英國繳納予歐盟 178 億英鎊，僅次於法、德兩國；惟英國從歐盟獲得的補貼僅 49 億英鎊)。因此若脫歐，將能省去這筆龐大的財政支出。

二、投票結果顯示英國國內民意分歧

6 月 23 日脫歐公投投票結果(圖 1)顯示，脫歐派以 51.9% 勝過留歐派的 48.1%，以近 127 萬票獲勝而脫離歐盟，公投數據顯示以下現象：

圖 1 英國脫歐公投投票結果



圖片來源: BBC

1. 以區域分析：

(1) 英格蘭脫歐派勢力較大；蘇格蘭(62%)及北愛爾蘭(55.8%)留歐派勢力較大(圖 2)。

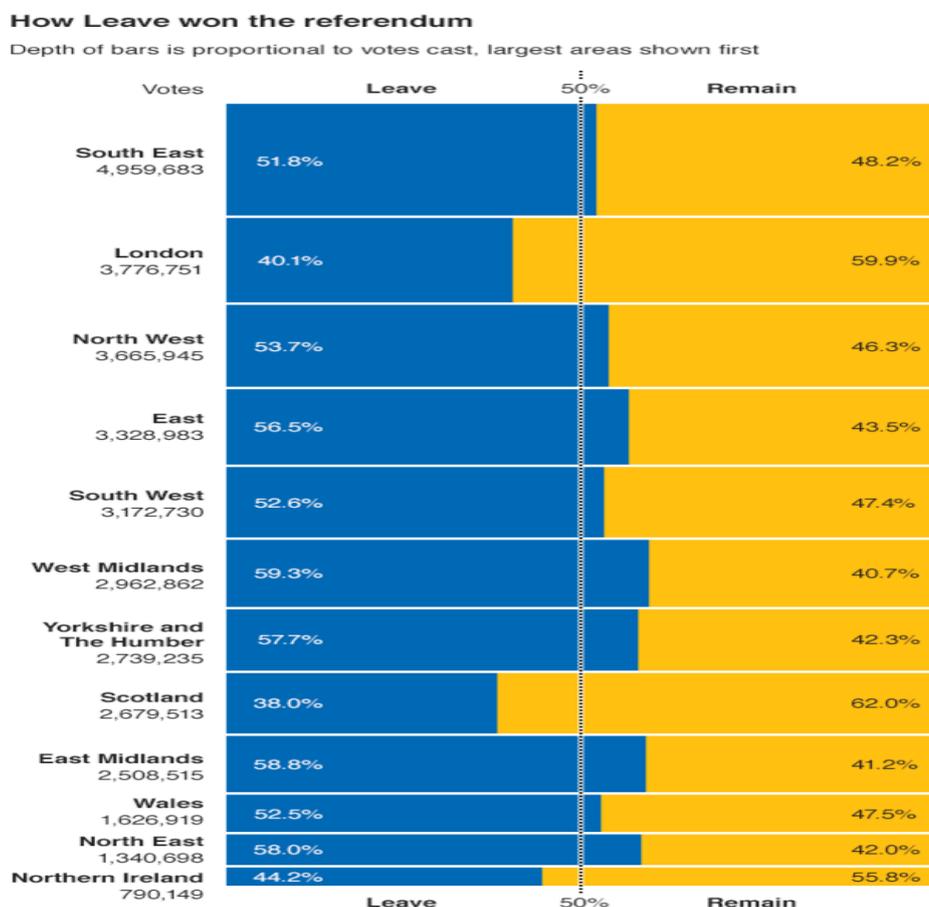
(2) 大城市(如倫敦)較傾向留歐；小城鎮及郊區則較傾向脫歐。

2. 以人口特性分析：

(1) 老年人(大於 65 歲)有 60%投票決定脫歐；年輕人(18~24 歲)有 73%投留歐；年齡族群越大，越傾向脫歐(圖 3)。

(2) 有高等學歷等專業人士傾向留歐，反之則傾向脫歐；由圖 4 可見，受最少教育的 30 個區域中，有 28 個區贊成脫歐。

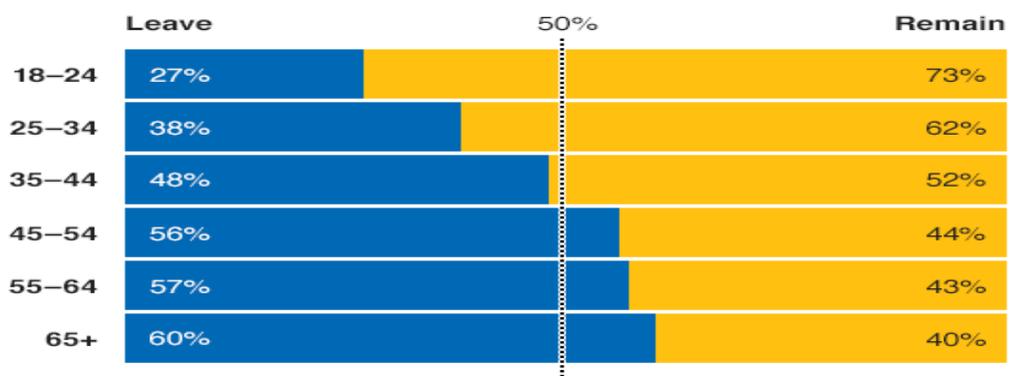
圖 2 英國脫歐公投結果組成分析－區域



資料來源：BBC

圖3 英國脫歐公投結果組成分析—年齡

How different age groups voted



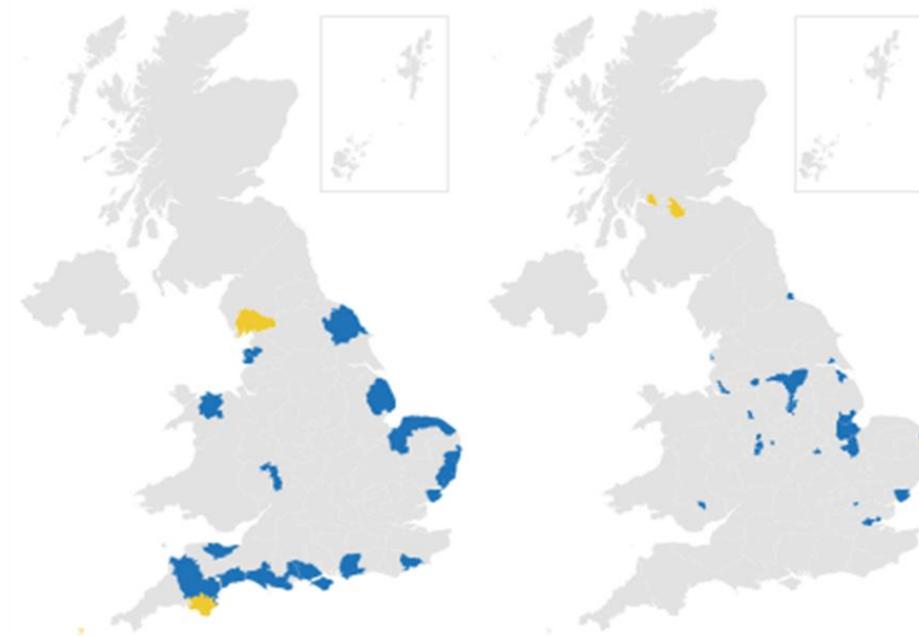
資料來源: BBC

圖4 英國脫歐公投結果組成分析—教育程度

Of the 30 areas with the...

most elderly people,
27 voted Leave

fewest graduates,
28 voted Leave



資料來源: BBC

三、英國脫歐後續與歐盟之貿易模式

UBS 表示，英國預計於明(2017)年上半年將啟動「里斯本條約」²第 50 條，自此有長達 2 年的時間與歐盟協調各項脫歐條件。依「里斯本條約」第 50 條，英國脫歐後須向歐盟理事會告知，並啟動談判協商始正式進入脫歐程序，並於 2 年內與歐盟達成新協議(故 UBS 預估協調後歐盟與英國最快將於 2019 年形成新的關係)，若未及於 2 年內達成協議，則需其他歐盟成員國同意展延期限，否則即自動脫歐。

至於英國與歐盟的協議，可分為以下 5 種(如圖 5 左列紅色系區塊為英國與歐盟各種協議模式，顏色越深表示該模式對英國經濟改變越大，顏色越淺表示與歐盟關係越密切；上方藍色區塊為各項可能影響)：

圖 5 脫歐後各種模式協議對英國經濟之影響

Different outcomes, based on how beneficial to the UK economy

	Access to internal market	Free movement of labour	Contribution to EU budget	Additional UK 'Sovereignty'	Economic impact
EEA (Norway)	Full	Yes	Partial	Loss of sovereignty	Negligible
Swiss solution	By bilateral negotiation	Yes	Some	Some loss, some gain	Significant negative
Customs Union	Goods only	No	None	Some gain	Large negative
Bilateral Trade Deal	Goods only; some barrier	No	None	Some gain	Large negative
WTO regime (no special)	Only basic WTO access	No	None	Large gain	Huge negative

資料來源：UBS

² 里斯本條約係 2007 年 12 月 13 日為所有歐盟成員國簽署，並於 2009 年 12 月 1 日正式生效，旨在調整當前歐盟在全球的角色、人權保障及歐盟決策效率，以提高歐盟全球競爭力和影響力。

1. 歐洲經濟區(European Economic Area, EEA):

如挪威模式，此模式仍擁有完全進入歐洲單一市場(Single Market)之權利，惟仍須完全遵守歐盟法規，使勞動力移動完全自由，且尚須繳納部分預算予歐盟，並喪失制定歐盟法規及表決權等主權；在此模式下，因與現行與歐盟間的關係差異不大，對英國經濟影響是較無足輕重的。

2. 歐洲自由貿易聯盟(European Free Trade Association, EFTA):

又稱瑞士模式(Swiss Solution)，此模式係透過與歐盟建立雙邊條約協商始得進入歐洲單一市場，勞動力則仍得完全自由移動，惟須遵循歐盟法規並貢獻一些預算，無投票表決權等權利；對英國經濟影響應是顯著且負面的。

3. 關稅同盟(Custom Union):

如土耳其模式，此模式在歐盟內採共同關稅，但和其他國家則另行簽署關稅協定，可消除歐盟內之關稅壁壘，但僅限商品部分。此模式下服務部分便無法進入歐洲單一市場，人民不得自由移動且不須繳納預算給歐盟。雖然對英國貿易自主權有所提升，但對其經濟將會產生蠻大的負面影響。

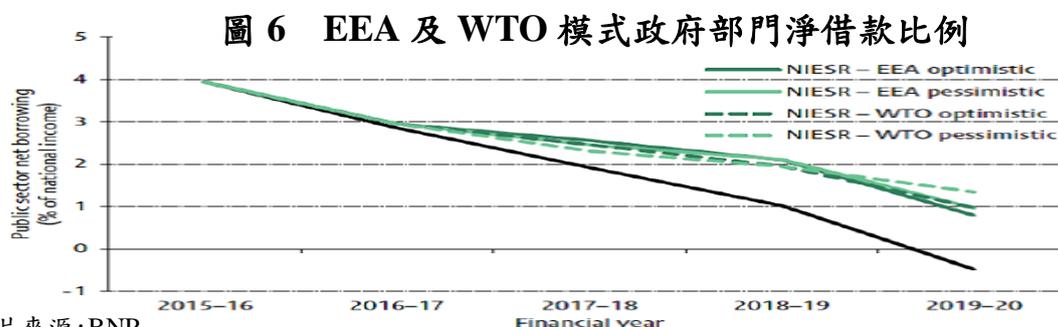
4. 雙邊貿易協定:

此模式在歐盟內進出口商品仍為零關稅，但仍有些進入歐洲單

一市場須遵守的法規障礙(因不包括所有商品),不過英國擁有可限制勞動力自由移動、不須繳納歐盟預算,以及較有自主權等好處。惟此種較封閉的模式,對出口以歐盟為最大宗的英國而言,預估將會對其經濟產生蠻大負面影響。

5. WTO 規範:

此模式英國可限制勞動力自由移動,且無須繳納預算予歐盟,惟僅得依 WTO 關稅稅率之規定進行貿易,商品與服務貿易障礙將會提高,且與歐盟間的關係和其他未與歐盟簽署協議的國家並無不同。此種模式雖然對英國自主權有所提升,但可能對其貿易、經濟皆會產生嚴重負面影響。



圖片來源:BNP

另外,根據法國巴黎銀行研究報告³,在脫歐後需求疲弱的前景下,隱含著稅收將持續受到衝擊,因此政府部門的借款亦將提高。比較 EEA 及 WTO 模式下政府部門淨借款額占國民所得的比例(圖 6),脫歐初期以 WTO 模式較為節省支出,但到中期(2018-19)後,EEA 模式似乎較能使公部門淨借貸減少。

³ Barwell, Richard (2016), "Conscious Uncoupling, Britain Votes to Leave the European Union," *BNP Paribas Investment Partners*, June 24.

參、英國脫歐對歐洲經貿影響及評估

一、英國

英國係全球最重要的金融中心之一，由現階段來看，英國脫歐短期影響最深者為英鎊大幅貶值(圖 7)，使得英鎊持有者的購買力下降，導致英國居民對外需求緊縮；另一方面，由於英鎊大幅貶值，促使英國觀光、商品出口頗具吸引力。惟中長期而言，英國經濟仍須取決於其與歐盟間的關係，因此英國脫歐後與歐盟之談判結果才是影響其中長期經濟的關鍵。另由於目前尚未確定未來英國與歐盟將以何種模式進行貿易，僅以現有的數據資料，據以推測分析此結果對後續之經濟影響。

圖 7 脫歐公投前後英鎊兌美元走勢圖



資料來源: Bloomberg

(一) 總體經濟及貿易層面

根據法國巴黎銀行研究報告⁴，英國脫歐後近期經濟前景可能分成

⁴ Barwell, Richard (2016), "Conscious Uncoupling, Britain Votes to Leave the European Union," *BNP Paribas Investment Partners*, June 24.

兩大方向，惟兩者皆會影響英國國內需求：

1. 對未來經濟感到悲觀

人民預期未來收入減少，因此開始減低消費；當企業預期總和需求減少，也會開始減少投資；就業市場亦開始萎縮。

2. 對未來經濟感到不確定性

當人民對未來感到不確定，往往會產生預防性的儲蓄，保有部分流動性資產以抵擋潛在的衝擊；企業考量到未來資本流入可能減少、或是貿易對象主要為歐盟的出口商考量到未來營收可能減少，短期資本支出將盡可能地遞延，直到對未來前景比較明確為止。

法國巴黎銀行研究報告⁵並指出，理論上，英鎊的貶值有助於減緩需求面衝擊，因為貶值導致淨出口增加(國內消費者對於相對變貴的進口商品改以國內商品替代)，進而對 GDP 有所貢獻。惟實務上，貶值刺激內需的機制可能需要較長的時間才能實現(依歷史經驗需 1~2 年的時間)，且國內也不一定有可替代的製造商。因此貶值可能僅是能使英國脫離大衰退的一個因素，並非一開始便能防止英國進入衰退。

另外 Morgan Stanley 報告⁶指出，預期未來 6 個月英國貿易條件及投資將會惡化；通膨方面，英鎊貶值推升消費者物價指數(圖 8，7 月份

⁵ Barwell, Richard (2016), "Conscious Uncoupling, Britain Votes to Leave the European Union," *BNP Paribas Investment Partners*, June 24.

⁶ Britz, Ben (2016), "Trendspotting - Brexit," *Morgan Stanley*, July 20.

CPI 升至 0.6%)；就業市場目前復甦中(圖 9)，中長期仍須視協商結果。

圖 8 英國近 10 年通膨走勢



資料來源: Trading Economics

圖 9 英國近 10 年失業率走勢



資料來源: Trading Economics

脫歐後，歐盟各國領袖立即召開會議，其中歐洲理事會主席 Donald Tusk 表示⁷，若英國仍要留在歐盟單一市場，就必須容許歐盟勞動人口自由移動進出英國；且德國總理 Angela Merkel 亦重申⁸，歐盟並不會為英國修改里斯本條約，若英國欲續留歐盟單一市場，就必須要支付預算，並接受歐盟的四項自由原則：貨物、服務、資本及勞工必須自由地移動。因此英國必須面臨在移民控制及進入歐盟單一市場間有所取捨：若英國選擇退出歐盟單一市場，與其歐盟貿易夥伴的關係勢必受到衝擊，關稅優惠可能取消，進而使其貿易成本上升、貿易規模萎縮；若選擇保留自由移民權利，則有違當時因移民問題而引發脫歐公投的宗旨，國內脫歐派勢必也會有反對聲浪。

⁷ Cowburn, Ashley (2016), "Donald Tusk: Freedom of Movement is Non-negotiable if Britain Wants Access to Single Market," *Independent*, July 5.

⁸ Delfs, Arne & Donahue, Patrick (2016), "Britain Must Pay for European Union single Market Access Says Merkel Ally," *Independent*, August 30.

雖然脫歐後對英國貿易中長期的真正影響可能尚須等到協商啟動、與歐盟達成協議後才能定調，但許多經濟學家預測，脫歐後長期將透過貿易及外人投資二個管道衝擊經英國經濟的供給面及產出。

1. 貿易：因與歐盟貿易約占了英國出口額的一半，脫歐後英國進入歐盟的貿易障礙將會衝擊其貿易量，儘管英國或許能增加與歐盟以外的國家往來，但通常這些國家較遠，且不一定能談到原先與歐盟同等優渥的條件。
2. 投資：近年來英國受惠於外人直接投資(FDI)，預測脫歐後帶來的不確定性將會為英國帶來 25% 的 FDI 流失。

(二) 金融產業及房地產層面

金融方面，由於英國脫歐所產生之極大的不確定性(繼歐債危機後新高)，短期將影響投資及消費信心，使得國際資金撤離、英鎊大幅貶值，今年 8 月 4 日 BoE 貨幣政策委員會(MPC)決議⁹將基準利率從 0.5% 下調至歷史低點 0.25%，是自 2009 年以來首次調降利率，並加碼資產購買規模。

脫歐後，在所有產業中，**金融業及專業服務業**將受到最大衝擊，且信用緊縮、利差擴大，金融市場趨緊。法國巴黎銀行研究報告¹⁰歸納其理由如下：

⁹ Bank of England (2016), "Monetary Policy Summary," *Bank of England*, August 4.

¹⁰ Barwell, Richard (2016), "Conscious Uncoupling, Britain Votes to Leave the European Union," *BNP Paribas Investment Partners*, June 24.

1. 英鎊計價資產價格下跌使得銀行資金成本上升，提升的資金成本進而影響其貸放。
2. 脫歐可能導致企業及個人倒帳率升高，倒帳風險上升亦會反映在利率上。
3. 在風險趨避的前提下，風險升高使銀行要求較高的利差作為其承受風險的補償。
4. 預期英國境內的外國銀行將會減少或撤出在英國之金融活動。

因此，原本歐洲金融重心所在倫敦可能被德國法蘭克福或法國巴黎取代，使英國長期經濟成長下滑，不利英鎊作為國際準備貨幣，甚至可能被人民幣取代。法國總理 Francois Hollande 亦表示¹¹，脫歐後歐洲結算中心已失去設在倫敦的理由。

至於房地產市場，7 月份下跌了 0.9%，受到預期所得效果影響，英鎊計價資產價格因需求減緩而下跌；且市場普遍預期 2016 年下半年房貸利率將較原先預估為低。不過房價下跌對不同人的消費行為影響甚異，對於已有房貸者而言，將因所持資產價值下跌而減少花費；然而對於尚未購屋者而言，房價下跌其實為一件好事。

¹¹ Fouquet, Helene & Detrixhe, John (2016), “Hollande Takes Aim at City of London in Euro Clearing Threat,” *Bloomberg*, June 29.

二、歐盟及歐元區

根據 UBS 預估¹²，英國脫歐後可能也會對歐盟國家造成負面影響，理由有以下二點：

1. 英國成長預估將走緩，將連帶影響與英國貿易密切往來的歐洲國家。
2. 英國脫歐可能激發其他歐盟國跟進脫歐。

不過，目前看來英國脫歐的外溢效果對歐盟的影響似乎較發生在歐元區的歐債危機有限。首先，歐盟並不像使用同種貨幣的歐元區一般，發生事情時連帶影響那麼嚴重；再者，歐盟成員國間不涉及集合各國資產負債的資金池，因此發生危機時危機倒帳擴散風險較小；歐盟是單一市場，盟國間的商品貿易、服務貿易、資本及人民皆可自由流通與移動，因此英國退歐後對歐盟國家貿易的影響仍須看後續談判結果。相反的，若危機發生在歐元區，倒帳國退出歐元區則可能會涉及該國發行債券須重新用新的貨幣計價，並可能會處於金融危機那種脆弱的狀態。

（一）總體經濟及貿易層面

從下表 1 可見，HSBC 預估¹³英國脫歐後歐洲 2016 至 2017 年之 GDP、消費、投資、進出口貿易甚至薪資成長等總體經濟數據皆預估

¹² Zhao, Kevin (2016), “Special Section: The Impact of the UK’s Exit from the EU,” *UBS Onsite Training – The central Bank of the Republic of China*, August 27.

¹³ Ward, Karen et al. (2016), “Eurozone Post Brexit Vote – More Stimulus, Lower Growth,” *HSBC Global Research*, June 28.

下滑；失業率及通膨數據則預期會有明顯好轉。

表 1 歐元區 2016-2017 經濟數據預測

Eurozone	% Year			% Quarter							
	2015	2016f	2017f	Q1 16	Q2 16f	Q3 16f	Q4 16f	Q1 17f	Q2 17f	Q3 17f	Q4 17f
GDP	1.6	1.4	1.0	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumption	1.7	1.6	1.4	0.6	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Gov. consumption	1.3	1.6	1.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
Total investment	2.7	2.6	1.4	0.8	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
Stockbuilding (% GDP)	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Exports	5.1	2.8	2.4	0.4	1.0	0.7	0.5	0.4	0.6	0.6	0.8
Imports	5.9	4.2	3.3	0.7	1.0	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0
Headline HICP (% Yr)	0.0	0.2	0.9	0.0	-0.1	0.4	0.7	1.1	0.9	0.8	0.8
Unemployment (%)	10.9	10.2	9.9	10.3	10.3	10.1	10.1	10.0	10.0	9.9	9.8
Wage growth (% Yr)	2.0	1.3	1.5	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5

資料來源: Eurostat 及 HSBC 預估

另依 IMF 今年 7 月發布之全球經濟展望報告¹⁴，其對脫歐後歐元區的經濟前景傾向悲觀。由於上半年歐元區經濟復甦的程度超乎預期，因此原本預計要上修歐元區 2016 及 2017 年經濟成長率預測，惟受到英國脫歐事件影響，雖 2016 年仍上調 0.1% 至 1.6%，但 2017 年經濟成長率則下調至 1.4% (較 4 月發布的預測數據下降 0.2%)，隱含著 IMF 認為英國脫歐短期內應不致對歐元區產生立即性的負面衝擊，但中長期卻很可能有經濟下行風險；歐盟中又以德國衝擊最大，下調 0.4% 之多；美國、日本及新興市場則接近或維持原本預期水準(詳下表 2)。

¹⁴ International Monetary Fund (2016), “IMF Cuts Global Growth Forecasts on Brexit, Warns of Risks to Outlook,” *International Monetary Fund*, July 19.

表 2 IMF 預測各國近二年 GDP 成長率

Latest growth projections

Another wave of uncertainty could weaken global recovery further.

(GDP, percent change)

	2015	Projections		Difference from April 2016 WEO Projections 1/	
		2016	2017	2016	2017
World Output	3.1	3.1	3.4	-0.1	-0.1
Advanced Economies	1.9	1.8	1.8	-0.1	-0.2
United States	2.4	2.2	2.5	-0.2	0.0
Euro Area	1.7	1.6	1.4	0.1	-0.2
Germany	1.5	1.6	1.2	0.1	-0.4
France	1.3	1.5	1.2	0.4	-0.1
Italy	0.8	0.9	1.0	-0.1	-0.1
Spain	3.2	2.6	2.1	0.0	-0.2
Japan	0.5	0.3	0.1	-0.2	0.2
United Kingdom	2.2	1.7	1.3	-0.2	-0.9
Canada	1.1	1.4	2.1	-0.1	0.2
Other Advanced Economies 2/	2.0	2.0	2.3	-0.1	-0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.0	4.1	4.6	0.0	0.0
Commonwealth of Independent States	-2.8	-0.6	1.5	0.5	0.2
Russia	-3.7	-1.2	1.0	0.6	0.2
Excluding Russia	-0.6	1.0	2.5	0.1	0.2
Emerging and Developing Asia	6.6	6.4	6.3	0.0	0.0
China	6.9	6.6	6.2	0.1	0.0
India 3/	7.6	7.4	7.4	-0.1	-0.1
ASEAN-5 4/	4.8	4.8	5.1	0.0	0.0
Emerging and Developing Europe	3.6	3.5	3.2	0.0	-0.1
Latin America and the Caribbean	0.0	-0.4	1.6	0.1	0.1
Brazil	-3.8	-3.3	0.5	0.5	0.5
Mexico	2.5	2.5	2.6	0.1	0.0
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.3	3.4	3.3	0.3	-0.2
Saudi Arabia	3.5	1.2	2.0	0.0	0.1
Sub-Saharan Africa	3.3	1.6	3.3	-1.4	-0.7
Nigeria	2.7	-1.8	1.1	-4.1	-2.4
South Africa	1.3	0.1	1.0	-0.5	-0.2
Low-Income Developing Countries	4.5	3.8	5.1	-0.9	-0.4

資料來源: IMF

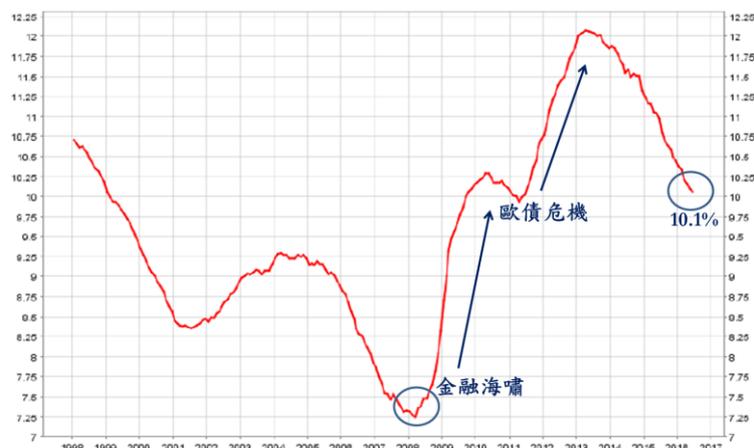
另一方面，從脫歐後歐元區的各项經濟數據亦顯示，短期影響有限，但對市場產生負面衝擊，而信心疲弱將影響企業及消費者長期投資與消費意願，導致潛在經濟成長下滑；物價方面，雖然脫歐初期對歐元區經濟目前未產生顯著影響，但 8 月份製造業及服務業 PMI (51.7 及 52.8) 皆不如預期；8 月份 CPI 則維持 0.2% Y/Y (圖 10)、核心 CPI 為 0.8% Y/Y，然而歐元區通膨以低於 ECB 目標 2% 超過 2 年之久；就業市場方面，7 月份失業率則降至 10.1%，係歐債危機後低點 (圖 11)。

圖 10 歐元區通膨走勢



資料來源: Trading Economics

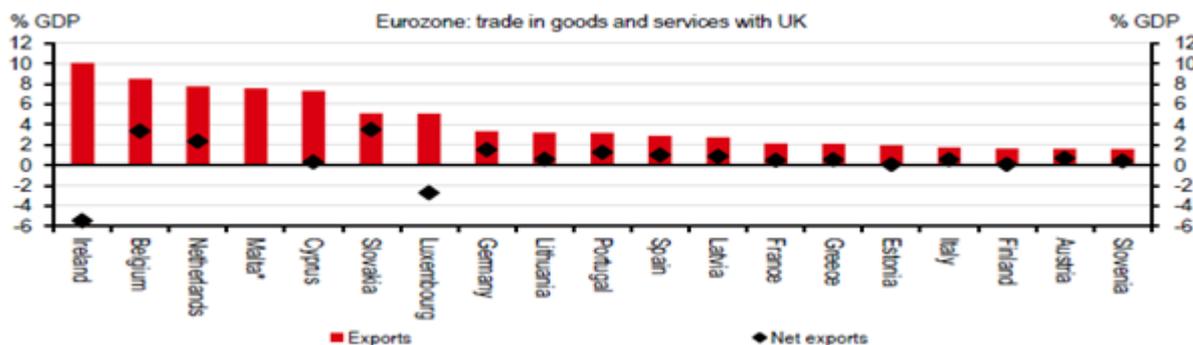
圖 11 歐元區失業率走勢



資料來源: Trading Economics

貿易方面，英國是歐元區最大的出口國(約占總出口值 13%)，與英國出口貿易往來前三名者分別為:愛爾蘭、比利時及荷蘭(下圖 12)。

圖 12 歐元區與英國貿易往來排行榜



資料來源: Eurostat 及 HSBC

英國是否能進入歐盟單一市場以及勞動力是否能自由進出歐盟不只影響英國，事實上對歐盟其他國家(如德國)影響也相當大。依 ING 報告¹⁵，英歐貿易占了歐元區 1.5% 就業人口。且英國是德國第三大貿易夥伴，若英國往後有任何貿易障礙，預估德國經濟成長率將減少 1/3

¹⁵ ING (2016), "What does Brexit mean for the EU/Eurozone?" *ING Insights*.

而成為歐盟最大受害者之一。另外，歐洲各國政治層面亦影響其貿易。脫歐後，德國將失去主張自由貿易與法治的重要夥伴，未來歐盟經貿政策可能往保守主義(如法國、義大利等國)傾斜，可能將威脅歐盟經濟成長。因此英國脫歐對歐盟的影響不僅止於經濟、貿易層面之直接衝擊，而將連帶影響其政治勢力並進而間接衝擊其貿易型態。

(二) 金融及產業層面

ING 指出¹⁶，英國脫歐後，歐盟雖然並非每個產業皆脆弱到受英國需求面的衝擊，但**製造業及交通運輸業**勢必受到影響。

FDI 方面，歐洲企業因英鎊貶值導致其投資價值虧損(換算成較少的歐元)；至於金融產業，脫歐可能使歐洲金融業將業務撤回歐洲大陸、重新規劃投資路徑，如德意志銀行在考量是否應將其在倫敦的業務撤回法蘭克福，影響並不輕微可控。Morgan Stanley 報告¹⁷亦指出，脫歐後歐洲金融業的不確定性揚升至五年前歐債危機的水平；製造業部分，因脫歐後與英國貿易條件將受到新的協議而有所改變，關稅優惠可能取消、成本上升導致出口規模萎縮；至於航空業，因隨景氣循環波動，如景氣趨緩載客量亦隨之減少，且若脫歐後開始限制人民自由移動，將會影響歐洲航空運輸量。

¹⁶ ING (2016), "What does Brexit mean for the EU/Eurozone?" *ING Insights*.

¹⁷ Britz, Ben (2016), "Trendspotting - Brexit," *Morgan Stanley*, July 20.

肆、脫歐後主要國家央行貨幣政策走向

一、英國央行(BoE)

雖然脫歐後 BoE 首次會議出乎意料地未降息，並表示需等到更多證據顯示脫歐帶來負面衝擊才会有進一步動作，直到 8 月 4 日貨幣政策委員會決議¹⁸祭出下列政策：

1. 將基準利率從 **0.5%** 下調至歷史低點 **0.25%**，且估計多數委員很可能支持今年底進一步降息至 0%。
2. 將 3750 億英鎊的資產購買規模擴大至 **4350 億英鎊**，用以購買英國政府債。
3. 購買 **100 億** 的英國公司債。

BoE 表示仍將通膨目標設定在 2%，並將不惜一切代價支持經濟成長與發展，而擴大寬鬆措施以達成通膨目標是合適的行為，若有必要將進一步擴大新的寬鬆措施，繼續加大購債規模。然而，脫歐後英鎊大幅貶值可能使 CPI 加速上升，甚至超越原本預期目標軌跡；實體經濟面因疲弱的需求很可能導致產能過剩與失業率上升，兩者卻實難以衡平兼顧，此次 BoE 寬鬆措施應是先解決總和需求面問題而暫時犧牲通膨。

至於降息部分則會降低家計單位與企業的借款成本。然而事實上趨近於零的利率使得銀行很難再行調降存款利率(因已無法再低)進而限

¹⁸ Bank of England (2016), "Monetary Policy Summary," *Bank of England*, August 4.

制貸款利率的下調空間。為此 BoE 還推出了長期資金計劃¹⁹(**Term Funding Scheme, TFS**)，以確保銀行貸款資金成本能因降息而降低，提供銀行利率接近 0.25% 之資金，藉此強化貨幣政策的傳導機制並緩解降息對銀行業獲利的衝擊。

另外，BoE 總裁 Mark Carney 雖排除了「直升機式撒錢 (Helicopter Money)」²⁰之可能性，但在 BoE 出手救市後，英國政府將更有機會在年底前推出財政刺激政策。

二、歐洲央行(ECB)

依 ECB 於 9 月 8 日宣布的最新貨幣政策決議²¹，如市場預期維持三大利率不變(上一次降息在今年 3 月，詳表 3)：

1. 存款操作利率(Deposit Facility)維持在-0.40%
2. 主要再融資(Main Refinancing Operations)維持在 0%
3. 邊際貸款利率(Marginal Lending Facility)維持在 0.25%

除了維持上述政策利率不變外，ECB 亦維持資產購買計畫規模在每月 800 億歐元不變。市場普遍認為脫歐後 ECB 立場可能仍偏鴿派，總裁 Mario Draghi 表示利率將維持或低於目前水準一段時間，且低利率政策至少持續至 QE 結束；QE 則至少持續至 2017 年 3 月底，若有必要

¹⁹ Bank of England (2016), "Inflation Report," *Bank of England*, August 4.

²⁰ 直升機撒錢係貨幣化融資的財政計劃，通過增加貨幣量的方式，實現擴張性的財政政策。由於不同於傳統的財政及貨幣政策，直升機撒錢需要行政當局與央行一同協調完成。

²¹ European Central Bank (2016), "Monetary Policy Decisions," *European Central Bank*, September 8.

將再延長 QE 政策期間直到通膨能達到 2% 目標。

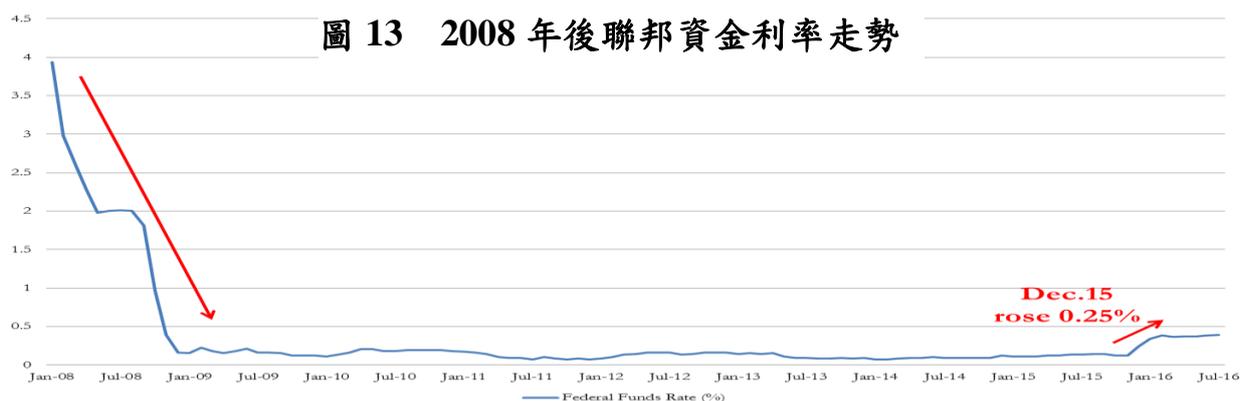
表 3 ECB 自 2008 年以來利率數據

DATE	ECB Deposit Facility (%)	Main Refinancing Operations (%)	Marginal Lending Facility (%)
2016/03	-0.4	0	0.25
2015/12	-0.3	0.05	0.3
2014/09	-0.2	0.05	0.3
2014/06	-0.1	0.15	0.4
2013/11	0	0.25	0.75
2013/05	0	0.5	1
2012/07	0	0.75	1.5
2011/12	0.25	1	1.75
2011/11	0.5	1.25	2
2011/07	0.75	1.5	2.25
2011/04	0.5	1.25	2
2009/05	0.25	1	1.75
2009/04	0.25	1.25	2.25
2009/03	0.5	1.5	2.5
2009/01	1	2	3
2008/12	2	2.5	3
2008/11	2.75	3.25	3.75
2008/10	3.25	3.75	4.25

資料來源: ECB Data 整理

三、美國聯準會(Fed)

Fed 於今年 7 月 27 日 FOMC 會議宣布將聯邦資金利率之目標區間維持在 0.25%~0.5% 之間，與市場預期相符。自去(2015)年 12 月調升利率一碼以來，Fed 近期內尚未再度調升過利率(圖 13)，可能要等到勞動市場有更顯著改善、通膨回穩並待經濟風險減緩始有進一步動作。



資料來源: Federal Reserve

Fed 升息考慮之因素包括—就業市場、通膨狀況及國際經濟情勢等。

FOMC 7 月 27 日會議紀錄²²摘要如下:

1. 就業市場: 雖 5 月份勞動市場表現疲軟, 6 月份勞動市場則表現強勁, 失業率亦降至新低, 經濟活動以溫和的速度擴張。按薪資和其他就業市場指標顯示, 就業市場近幾個月有所改善。
2. 通膨: 通膨持續低於 2% 長期目標水平, 部分反映了先前能源價格下跌。通膨預期在短期內亦將維持低位, 不過隨著能源下跌等暫時性因素消退, 預計中期將回升至 2% 的水準。
3. 國際經濟情勢: 經濟前景帶來的近期風險已經減少, FOMC 將持續密切關注全球經濟和金融形勢。(先前因油價下跌、中國經濟成長走緩、股市振盪及英國脫歐, 已數度迫使 Fed 延後原先的升息計畫。)

Fed 主席 Janet Yellen 於 8 月 27 日全球央行總裁 Jackson Hole 年會發表演說²³表示: 「因勞動市場、經濟活動展望和通膨狀況表現穩健, 更加鞏固未來數月內調升聯邦資金利率的態勢。」保留了 Fed 可能在 9 月宣布升息的可能性; 但美國 8 月經濟數據不如預期, 非農就業人口僅增加 15.1 萬人(市場原先預期增加 18 萬人), 失業率維持在 4.9%(市場原先預期為 4.8%), 因此外界預估下次升息最可能的時間點轉至 12 月。

²² Federal Reserve (2016), “2016 Monetary Policy Releases,” *Federal Reserve*, July 27.

²³ Janet L. Yellen (2016), “The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future,” *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Jackson Hole, August 26.

四、日本央行(BoJ)

由於日圓在國際外匯市場一直以來屬於避險貨幣的角色，英國脫歐後短期國際資金流入迫使日圓大幅升值，進而加大 BoJ 決策難度。有鑑於英國脫歐造成全球經濟的不確定性，BoJ 於 7 月 29 日貨幣政策決議²⁴如下：

1. 擴大購買 ETF 規模由每年 3.3 兆日圓增至 6 兆日圓
2. 美元貸款計畫倍增至 240 億美元
3. 銀行存放在央行的多餘資金利率維持-0.1%
4. 每年收購公債資產維持每年 80 兆日圓

由於此次會議並未推出進一步之寬鬆政策，維持利率及 QQE 規模不變，僅擴大 ETF 購買及增加美元貸款計畫規模，未如市場寬鬆預期，導致日圓升值、日股走弱。

BoJ 本次決策的理由係因：在英國脫離歐盟，及新興市場經濟增速放緩，海外經濟體不確定性增加，使得實現通膨目標仍存很大風險(主要來自海外風險)，因此 BoJ 將審視這些風險，在必要時再採取更多寬鬆政策以達到目標通膨水準 2%。

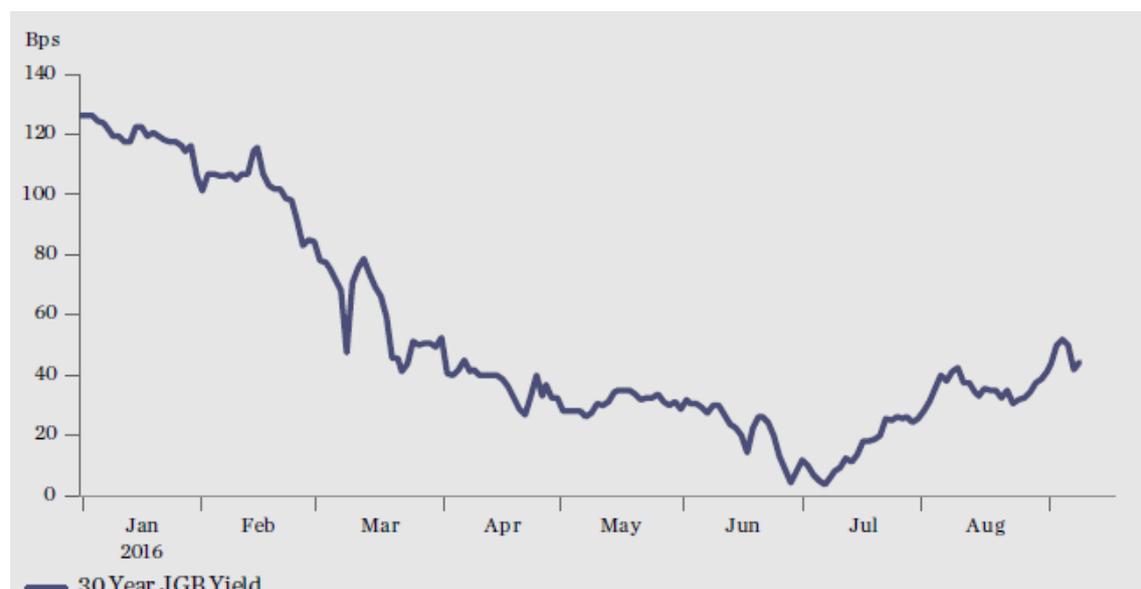
至於 BoJ 總裁 Haruhiko Kuroda 於 8 月 27 日出席 Jackson Hole 全球央行總裁年會時發表演說表示：「負利率政策已發揮功效(目前利率為

²⁴ Bank of Japan (2016), "Enhancement of Monetary Easing," *Bank of Japan*, July 29.

-0.1%)，且後續還有調降空間。」顯現負利率是 BoJ 壓低市場利率、日圓匯率的主要工具。

另外，State street 報告²⁵指出，英國脫歐的不確定性持續衝擊著歐洲銀行股等高風險資產，導致國際資金湧入公債避險，使得日本 30 年期公債殖利率自今年 1 月以來持續走跌，甚至曾跌至接近 0(圖 14)，債市顯現全球經濟成長面臨不斷增加的風險。不過自今年 7 月以來，日公債殖利率反倒彈升了近 40 個 b.p.，因市場預期 BoJ 可能會改變貨幣政策，以協助銀行及退休基金之預期心理影響了公債殖利率走勢。

圖 14 長天期日本政府公債殖利率走勢圖



資料來源：Tullet Prebon Information 及 SSGA

²⁵ Probyn, Christopher et al. (2016), "Weekly Economic Perspectives," *State Street Global Advisors*, September 9.

伍、心得與建議

此研討會課程內容除有助職更加熟悉各國金融市場相關知識、拓展國際金融專業外，並對目前全球熱烈討論議題—Brexit，包括英國脫歐公投緣起、結果及後續發展模式、脫歐對各國經濟之影響與衝擊等皆有更深刻的了解，且藉由此次研討會課程，除對歐洲政經情勢有更進一步關注外，亦對研究政治、經濟兩者互相影響的關係產生興趣。

雖身處世界另一端的台灣，但全球化及科技網路進步的影響力無遠弗屆，且倫敦為世界重要的金融中心，其市場脈動對全球金融業或多或少皆有影響。由目前經濟數據來看，短期內影響最深的是英鎊貶值及所造成金融市場動盪，使得政府公債、新興市場及黃金成為脫歐後投資人的新寵；中長期則估計將影響英國與歐盟的貿易與投資。根據經濟部國貿局資料²⁶，事實上近年來台灣對英國及歐盟進、出口金額皆有逐漸減少趨勢，且所占比重不高(台灣是歐盟第 18 大貿易夥伴，整體貿易額占比僅 1.3%)，脫歐後對台灣貿易面的影響似較有限；至於投資方面，外來投資部分，歐盟為台灣的最大投資者(占台灣所有外來投資之 24.9%，其中以金融保險業為主)，對外投資部分，歐盟則占 5.39%，其中以不動產及金融保險業為最大宗。雖綜觀英國脫歐對台灣影響似屬有限，但對於投資面及金融產業之影響應不容忽視。

²⁶ 國貿局(2016)，「英國脫歐後對全球及我國經貿的影響」，經濟部國際貿易局經貿資訊網，8月17日。

參考資料

1. 中央銀行(2016),「英國脫離歐盟之可能影響」,央行理監事會後記者參考資料,6月30日。
2. 國貿局(2016),「英國脫歐對歐盟及德國的影響」,經濟部國際貿易局經貿資訊網,8月19日。
3. 國貿局(2016),「英國脫歐後對全球及我國經貿的影響」,經濟部國際貿易局經貿資訊網,8月17日。
4. Bank of England (2016), “Inflation Report,” *Bank of England*, August 4.
5. Bank of England (2016), “Monetary Policy Summary,” *Bank of England*, August 4.
6. Bank of Japan (2016), “Enhancement of Monetary Easing,” Bank of Japan, July 29.
7. Barwell, Richard (2016), “Conscious Uncoupling: Britain Votes to Leave the European Union,” *BNP Paribas Investment Partners*, June 24.
8. Britz, Ben (2016), “Trendspotting - Brexit,” *Morgan Stanley*, July 20.
9. Cowburn, Ashley (2016), “Donald Tusk: Freedom of Movement is Non-negotiable if Britain Wants Access to Single Market,” *Independent*, July 5.
10. Delfs, Arne & Donahue, Patrick (2016), “Britain Must Pay for European Union single Market Access Says Merkel Ally,” *Independent*, August 30.
11. European Central Bank (2016), “Monetary Policy Decisions,” *European Central Bank*, September 8.
12. Federal Reserve (2016), “2016 Monetary Policy Releases,” *Federal Reserve*, July 27.
13. Fouquet, Helene & Detrixhe, John (2016), “Hollande Takes Aim at City of London in Euro Clearing Threat,” *Bloomberg*, June 29.

14. International Monetary Fund (2016), “IMF Cuts Global Growth Forecasts on Brexit, Warns of Risks to Outlook,” *International Monetary Fund*, July 19.
15. ING (2016), “What does Brexit mean for the EU/Eurozone?” *ING Insights*.
16. Janet L. Yellen (2016), “The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future,” *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future, Jackson Hole*, August 26.
17. Probyn, Christopher et al. (2016), “Weekly Economic Perspectives,” *State Street Global Advisors*, September 9.
18. Ward, Karen et al. (2016), “Eurozone Post Brexit Vote – More Stimulus, Lower Growth,” *HSBC Global Research*, June 28.
19. Zhao, Kevin (2016), “Special Section: The Impact of the UK’s Exit from the EU,” *UBS Onsite Training – The central Bank of the Republic of China*, August 27.