

壹、國際經濟金融篇



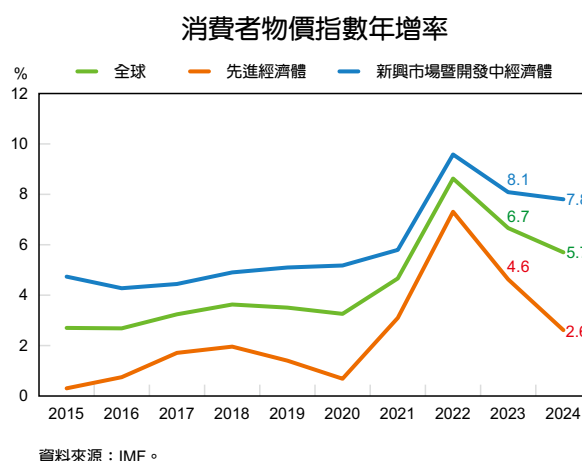
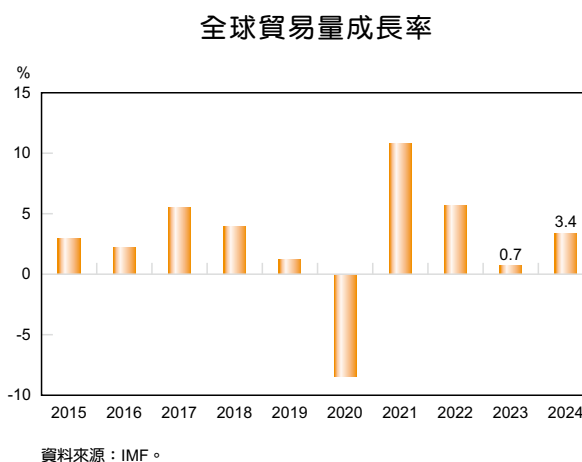
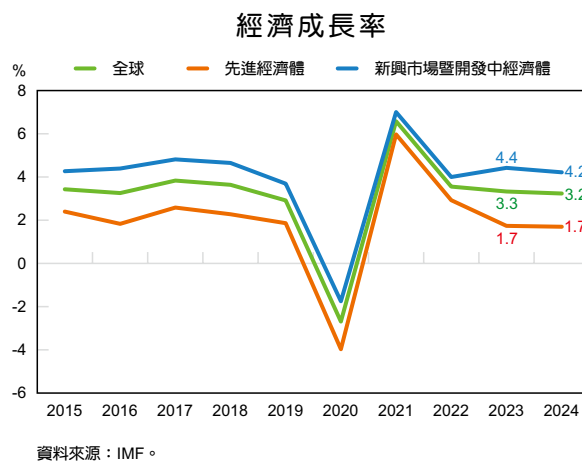
壹、國際經濟金融篇

一、國際經濟金融情勢概述

2024 年，主要央行緊縮貨幣政策之累積效果持續發酵，加以地緣政治風險及美國經貿政策不確定性上升，壓抑全球經濟成長；惟就業市場健全發展支撐民間消費需求，且主要央行於下半年陸續降息，金融情勢漸趨寬鬆，全球經濟溫和成長。國際貨幣基金（IMF）估計，2024 年全球經濟成長率由上（2023）年之 3.3% 降至 3.2%，其中先進經濟體持平於 1.7%，新興市場暨開發中經濟體則自 4.4% 降至 4.2%。

貿易方面，2024 年全球終端需求復甦，加以人工智慧（AI）相關產品出口暢旺，全球貿易成長率自上年之 0.7% 升至 3.4%；惟中國大陸產能過剩外溢至他國，國際貿易衝突升溫，跨境貿易限制措施增加；另在美國拜登政府持續美科技戰，以及預期川普新政將加大關稅政策力道，供應鏈加速回流美國生產，恐加劇全球經濟零碎化發展。

通膨方面，國際能源價格下跌、商品供需逐漸平衡，加以勞動市場緊縮情勢漸緩，帶動全球通膨率降至近年低點；惟服務需求仍強勁，導致服務類價格調整速度較慢，物價僵固性仍高；2024 年全球消費者物價指數



(CPI) 年增率自上年之 6.7% 降至 5.7%，其中先進經濟體自 4.6% 降至 2.6%，新興市場暨開發中經濟體則自 8.1% 緩降至 7.8%。

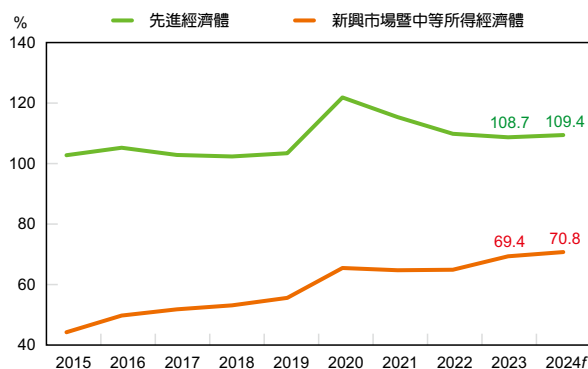
主要經濟體貨幣政策方面，2024 年美國聯邦準備體系 (Fed)、歐洲央行 (ECB) 因物價上漲壓力漸緩，通膨率逐步降至目標水準而調降政策利率；日本央行 (BoJ) 推動貨幣政策正常化，中國人民銀行 (以下簡稱人行) 則調降各種政策工具利率，貨幣政策維持寬鬆立場。

財政政策方面，利率居高增加政府淨利息支出，加以各經濟體政府為刺激經濟發展，以及因應地緣政治、極端氣候、人口結構變化等議題，多採擴張性財政政策，致政府債務持續積累，2024 年先進經濟體及新興市場暨中等所得經濟體政府債務對 GDP 比率均上升。

金融市場方面，Fed 降息，惟市場預期美

國可能增加公債供給，川普新政影響具不確定性，美國公債殖利率回漲，並帶動德國殖利率走揚；全球股市受惠於 AI 相關產品需求強勁、主要央行貨幣政策轉趨寬鬆，以及川普當選效應而屢創新高，而投資人預期美國及其他經濟體之經濟表現差距將擴大，美元指數震盪走高。

政府債務對 GDP 比率



註：f 表示預估值。

資料來源：IMF Fiscal Monitor, October 2024。

二、主要經濟體經濟情勢

（一）美國經濟成長仍強勁，歐、日則疲軟；通膨均降溫

美國勞動市場穩健，加以股市等資產價格上漲之財富效果，支撐民間消費，且投資亦加速成長，經濟表現具韌性，2024 年全年經濟成長率由上年之 2.9% 略降至 2.8%。失業率自上年之 3.6% 升至 4.0%，非農就業人數則較上年增加 201.2 萬人，勞動市場緊俏狀況緩解，惟仍具韌性。CPI 年增率因能源價格下跌，以及勞動市場供需逐漸平衡，自上年之 4.1% 降至 3.0%，惟仍大幅高於央行之 2% 目標。

歐洲通膨壓力下降，貨幣政策轉趨寬鬆，惟俄烏戰爭持續，影響企業投資與及民眾消費信心，2024 年歐元區經濟平緩復甦，全年成長率由上年之 0.4% 升至 0.9%。主要成員國表現分歧，德國因製造業商品之外部需求疲弱，經濟陷入停滯；法國則受益奧運旅遊商機，經濟平穩成長。物價方面，國際能源價格下跌有助通膨降溫，調和消費者物價指數（HICP）年增率自上年 5.4% 續降至 2.4%，逐步接近央行 2% 左右之對稱目標。

日本 2024 年儘管企業積極調薪帶動家庭收入增加，惟物價持續上漲壓抑民間消費力道，地震、颱風等天災造成工廠停工影響輸出，勞動力不足亦拖累企業投資，全年經濟

成長率由上年 1.5% 大幅降至 0.1%。為激勵經濟成長，並協助民眾因應高物價，新任首相石破茂於 11 月下旬推出規模約 39 兆日圓之經濟對策，旨在補助低收入者，協助災區重建，加速地方經濟再生，以及發展半導體及 AI 產業等。物價方面，在進口價格轉嫁及日圓走貶之壓力下，食品、日常用品，以及旅宿服務價格持續上揚，惟政府藉由補助電費及瓦斯費以壓制上漲力道，全年 CPI 年增率由上年之 3.2% 降至 2.7%。

（二）其他亞洲經濟體經濟成長走疲，通膨下滑

2024 年中國大陸經濟成長趨緩，房地產市場低迷抑制民間投資，消費需求疲軟，內需成長動能平疲；外需成長雖略有回溫，惟復甦力道漸緩。儘管官方持續推出各類經濟金融激勵措施，惟其對房市及消費之提振效果仍待觀察，且美中貿易衝突持續，經濟下行風險仍高，全年經濟成長率由上年之 5.4% 降至 5.0%，持平於官方設定之 5% 左右目標。

南韓 2024 年經濟成長率逐季下滑，主因下半年外需成長力道略疲，內需亦受國內政局不穩定因素影響轉弱，惟因上半年內外需尚穩健，全年經濟成長率仍由上年之 1.4% 升至 2.0%。印度因政府投資支出縮減，預測 2024 財政年度經濟成長率將由上年度之 9.2% 降至 6.4%。

物價方面，2024 年中國大陸因內需疲軟，

全年 CPI 年增率僅 0.2%，持平於上年，通縮風險續存。南韓 CPI 年增率自 9 月以來降至央行通膨目標值以下，全年則自上年之 3.6% 降至 2.3%，通膨壓力續緩。印度因蔬果價格高漲，CPI 年增率高達 5.0%，惟低於上年之 5.7%。

主要經濟體或地區經濟成長率

單位：%

經濟體或地區別	年	2022 年	2023 年	2024 年
全球		3.6	3.3	3.2
先進經濟體		2.9	1.7	1.7
新興市場暨開發中經濟體		4.0	4.4	4.2
美 國		2.5	2.9	2.8
日 本		0.9	1.5	0.1
歐 元 區		3.5	0.4	0.9
德 國		1.4	-0.3	-0.2
法 國		2.6	0.9	1.2
英 國		4.8	0.4	1.1
台 灣		2.7	1.1	4.6
南 韓		2.7	1.4	2.0
印 度		7.6	9.2	6.4
中國大陸		3.1	5.4	5.0

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2025 及 IMF World Economic Outlook, October 2024。
2. 各官方網站。
3. 印度為財政年度（當年之 Q2 至次年之 Q1）數據，2024 年為 S&P Global Market Intelligence（2025/3/18）預測值。

主要經濟體或地區消費者物價指數年增率

單位：%

經濟體或地區別	年	2022 年	2023 年	2024 年
全球		8.6	6.7	5.7
先進經濟體		7.3	4.6	2.6
新興市場暨開發中經濟體		9.6	8.1	7.8
美 國		8.0	4.1	3.0
日 本		2.5	3.2	2.7
歐 元 區		8.4	5.4	2.4
德 國		6.9	6.0	2.3
法 國		5.2	4.9	2.0
英 國		9.1	7.3	2.5
台 灣		3.0	2.5	2.2
南 韓		5.1	3.6	2.3
印 度		6.7	5.7	5.0
中國大陸		2.0	0.2	0.2

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2025 及 IMF World Economic Outlook, October 2024。
2. 各官方網站。

三、主要經濟體貨幣政策

（一）美、歐央行均降息，日本央行則推動貨幣政策正常化

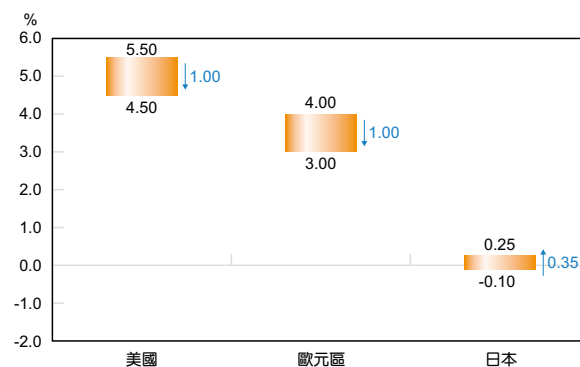
Fed 判斷實現就業及通膨目標之風險大致平衡，2024 年 9 月起全年 3 度調降聯邦資金利率目標區間，共 1.0 個百分點至 4.25%~4.50%；另於 5 月宣布放緩資產負債表規模縮減計畫，自 6 月起每月最高減持美國公債、機構債（agency debt）及機構房貸擔保證券（agency MBS）共 950 億美元之操作，下調至 600 億美元。

ECB 考量通膨前景、潛在通膨動態及貨幣政策傳遞強度等因素，依據最新經濟金融數據調整貨幣政策，鑒於通膨率下降速度快於預期，於 2024 年 6 月起全年 4 度調降隔夜存款利率，共 1 個百分點至 3.0%；另依 3 月公布之貨幣政策操作修訂架構，9 月後主要再融通操作利率與隔夜存款利率間之利差由 0.50 個百分點降至 0.15 百分點，邊際放款利率與主要再融通操作利率間之利差則維持 0.25 個百分點。資產購買計畫（APP）與因應疫情緊急購買計畫（PEPP）之到期本金均終止再投資，逐步縮減資產負債表規模。

BoJ 於 2024 年 3 月判斷薪資與物價之良性循環已強化，達成 2% 通膨目標亦見跡象，除解除 2016 年 2 月以來實施之負利率政策外，亦廢除用來抑制長期利率（10 年期公債

殖利率）揚升之殖利率曲線控制（YCC）政策，停止購買指數股票型基金（ETF）、不動產投資信託基金（REIT）等風險性資產，並調升市場無擔保隔夜拆款利率之政策目標區間至 0%~0.1% 左右；7 月則在確認經濟活動與物價變動大致符合預期，為因應日圓重貶加劇通膨上揚之風險，再度調升政策利率至 0.25%，持續推動貨幣政策正常化。

2024 年美、歐、日央行政策利率變動



註：美國為聯邦資金利率目標區間之上界；歐元區為隔夜存款利率。
資料來源：各央行官網。

（二）其他亞洲經濟體多調降政策利率

人行為促進物價回升，並提振經濟成長，2024 年持續寬鬆貨幣政策，兩度調降金融機構存款準備率各 0.25 及 0.50 個百分點，致金融機構加權平均存款準備率降至 6.60%；兩度調降中期借貸便利（Medium-term Lending Facility, MLF）利率各 0.20 及 0.30 個百分點至 2.00%；引導 1 年期及 5 年期貸款市場報價利率（Loan Prime Rate, LPR）各下調 0.35 及 0.60 個百分點分別至 3.10% 及 3.60%，以刺激

實體經濟融資需求，並支撐經濟成長；此外，下調 7 天期逆回購與隔夜、7 天及 1 個月期常備借貸（Standing Lending Facility, SLF）利率各 0.30 個百分點分別至 1.50%、2.35%、2.50% 及 2.85%，並決議將公開市場買斷式逆回購納

入其操作工具，以持續充裕市場流動性。

南韓央行於 10 月、11 月分別調降官方基準利率各 0.25 個百分點至 3.00%，為 2009 年以來首度連續兩次降息；印度央行則維持政策利率於 6.50% 不變。

四、國際商品及金融情勢

（一）油價先漲後跌，穀價下行，金價則大漲

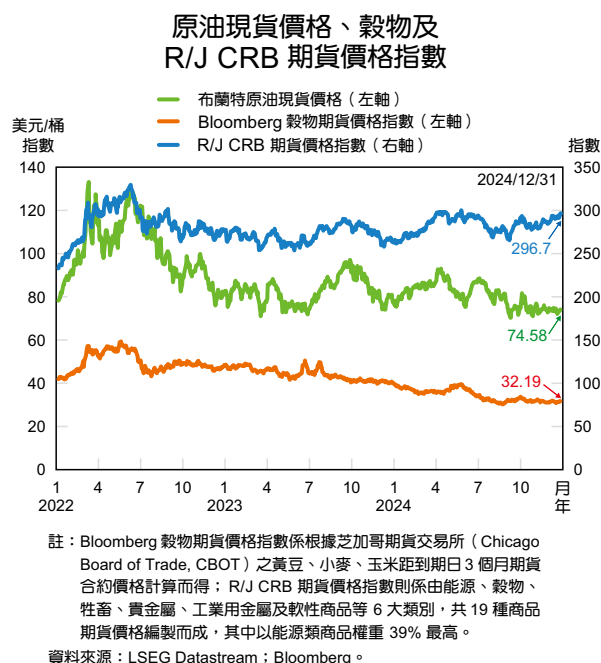
2024 年，OPEC+ 延長減產計畫、中國大陸刺激政策推升油需，以及以色列與伊朗軍事衝突升溫，致 4 月油價一度漲逾每桶 90 美元；嗣因中國大陸經濟疲弱，且美國勞動市場降溫，市場擔憂全球經濟走緩壓抑油需，油價震盪走跌。12 月 31 日布蘭特原油現貨價格為每桶 74.58 美元，較上年底下跌 4.0%。

穀價方面，2024 年初，主要產區氣候利於作物生產，美國下調穀物消費預期，致穀價重挫；4 月因巴西及俄羅斯產區氣候異常，大幅降低作物產出，穀價回升，惟下半年整體氣候利於產出，穀價轉跌。12 月 31 日 Bloomberg 穀物期貨價格指數為 32.19，較上年底大跌 19.9%。

金價方面，中東地區及俄烏戰爭地緣政治風險升溫，吸引避險資金湧入金市；且 Fed 於下半年多次降息，一度推升金價至歷史新高 2,777.80 美元。11 月後因川普當選美國總統，美元指數走強、中東衝突略有降溫，金價自高點回落，年底為每盎司 2,613.80 美元，較上年底大漲 26.4%。

代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數上漲，主因可可、咖啡等軟性商品价格因氣候異常而大漲，致 R/J CRB 指數於

年底走升至 296.7，較上年底上漲 12.5%，與油價、穀物價格走勢分歧。



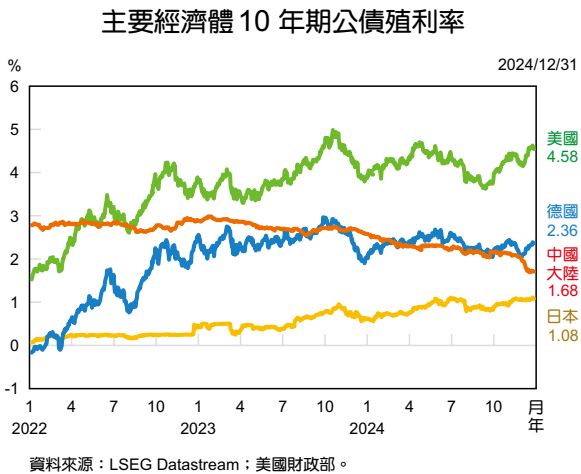
倫敦黃金現貨價格



（二）美、德、日公債殖利率走揚，中國大陸下滑

2024 年，美國通膨率漸降，加以勞動市場趨緩，市場一度擔憂其經濟轉趨疲弱，美國 10 年期公債殖利率升後回跌；9 月後儘管

Fed 三度降息，然預期美國公債供給可能上升，川普新政影響具高度不確定性，Fed 降息路徑不確定性上升，致殖利率大幅走升。德國殖利率雖因 ECB 降息而下滑，惟受美債走勢影響，殖利率震盪走揚。日本因薪資成長及通膨上升，BoJ 推動貨幣政策正常化，其殖利率上揚。中國大陸則因內需及房市續疲，人行持續加大貨幣政策寬鬆力道，且美中貿易摩擦恐擴大，其殖利率下降，與主要經濟體走勢分歧。



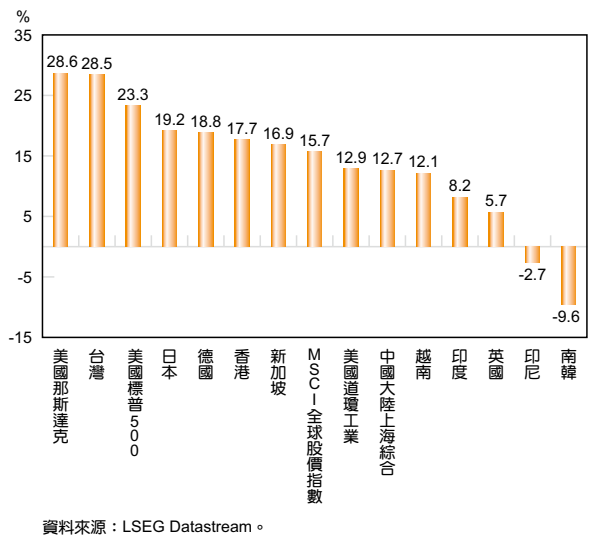
(三) 主要經濟體股市多上漲

2024 年，受惠於 AI 相關產品需求強勁，加以下半年主要央行貨幣政策轉趨寬鬆，以及川普當選，美國有望減稅及鬆綁產業監管，激勵美股走揚，帶動 MSCI 全球股價指數續創新高。2024 年底與上年底比較，主要經濟體股市多上漲，以科技類股為主之美國那斯達克指數大漲 28.6%；韓股則因消費疲軟及出口前景悲觀，加以 12 月初以來短暫戒嚴及

MSCI 全球股價指數



2024 年國際股價變動幅度



總統彈劾案，增添政治前景不確定性，下跌 9.6%。

(四) 美元指數震盪走高，主要經濟體貨幣對美元多走貶

2024 年，美國勞動市場降溫，且通膨趨緩，Fed 將進入降息循環之預期致美元指數由升轉貶，10 月後，川普當選美國總統之預期升溫，投資人預期美國未來之高關稅與企業減稅等經貿新政有利美元走強，以及

Fed 表示將放慢降息步調，美元指數自低點大幅走高。

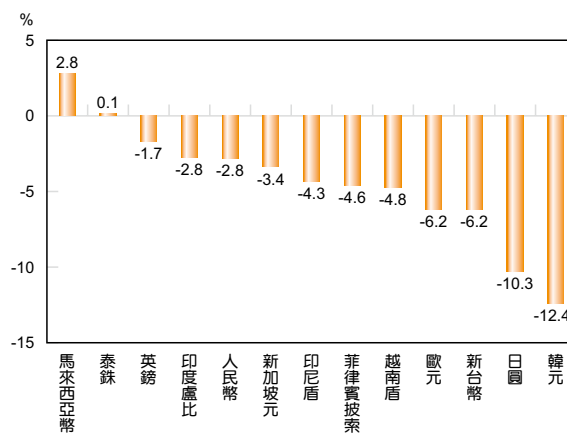
主要經濟體貨幣對美元升貶互見，2024 年底與去年底相較，歐元因歐元區經濟復甦仍疲，市場預期 ECB 持續降息，加以美國關稅政策恐加大歐元區出口下行風險，歐元對美元貶值 6.2%。儘管 BoJ 於 7 月底升息，美

日利差縮小致賣空日圓之套利交易平倉，日圓對美元一度大幅升值，惟嗣後遲未再度升息，致日圓重貶 10.3%。人民幣因人行續採寬鬆貨幣政策，復以美中貿易衝突恐升溫，對美元貶值 2.8%（有關川普新政對全球經貿之可能影響及對國際金融市場之效應，詳專題一）。

DXY 美元指數



2024 年國際主要通貨對美元升貶幅



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司。

專題一

川普新政對全球經貿之可能影響及對國際金融市場之效應¹

- 一、川普新政府將延續前次任期政策，並進一步強化政策力道

(一) 川普 1.0 強調「美國利益優先」及「美國製造」，透過對貿易對手國加徵進口關稅、與個別國家洽談雙邊協議方式，鞏固並擴大美國利益。儘管川普 2.0 具體政策實施內容細節及時程尚未明確，惟市場觀察川普已簽屬之總統行政命令，並考量近年來美國整體貿易逆差並未縮小，而是分散至其他非中國大陸經濟體等事實，預期川普 2.0 政策除延續川普 1.0 外，其力道將更大，範圍將更廣。
- (二) 川普 2.0 可能逐步落實加徵關稅、減稅、限縮移民及放寬產業監理等政見，以加速國內外企業投資美國，帶動美國就業及經濟成長。

川普 2.0 重要政策彙總（截至 2025 年 3 月 31 日）

政 策	主 要 內 容
貿易政策	— 「美國優先」經貿政策：解決不公平與不平衡貿易問題。 — 2025 年 2 月 4 日起，針對中國大陸進口商品加徵 10% 關稅。 — 2025 年 3 月 4 日起，針對中國大陸進口商品再加徵 10% 關稅；針對加拿大一般進口商品加徵 25% 關稅、能源進口商品加徵 10% 關稅；另對墨西哥進口商品加徵 25% 關稅；惟目前已暫時豁免涉及美墨加協定（USMCA）涵蓋之商品服務，至 2025 年 4 月 2 日生效。 — 2025 年 3 月 12 日起，針對進口鋼鐵及鋁加徵 25% 關稅。 — 2025 年 4 月 3 日起，針對進口汽車加徵 25% 關稅。 — 針對各國實施「對等關稅」（reciprocal tariff），預計 2025 年 4 月 2 日生效。 — 2025 年 4 月 2 日起，對購買委內瑞拉石油、天然氣經濟體之進口商品加徵 25% 關稅。 — 擬最早於 2025 年 4 月 2 日，宣布對進口半導體及藥品加徵至少 25% 關稅。
財政政策	— 擬延長「減稅和就業法案（TCJA）」中即將到期之個人及企業減稅措施。 — 擬將美國本土製造商之稅率由 21% 降至 15%。 — 成立政府效率部（Department of Government Efficiency, DOGE），縮減政府支出。
移民政策	— 宣布美墨邊境緊急狀態，派遣軍隊部署南部邊境及強化邊境基礎建設。 — 大規模遣返非法移民，恢復非法移民「留在墨西哥政策」（remain in Mexico policy）。 — 終止「逮捕後釋放」（catch and release）政策；取消邊境庇護申請程序；擬引入「暫停出生公民權」新政策；強化移民與海關執法。
產業監理政策	— 宣布美國進入「國家能源緊急狀態」（national energy emergency），能源政策優先支持化石燃料產業，擴大石油及天然氣開採規模。 — 結束「綠色新政」（Green New Deal），撤銷電動車補助，重振美國本土汽車產業。 — 放寬科技及銀行監管；放寬美國人工智慧發展限制。

資料來源：本行整理。

¹ 主要取材自中央銀行（2025），「中央銀行業務報告」，3 月 13 日。

二、美國關稅政策對國際經濟之可能影響

(一) 美國智庫彼得森國際經濟研究所 (PIIE)

2025 年 2 月之研究估計²，美國與加拿大、墨西哥、中國大陸互徵關稅引發貿易戰，四國經濟成長率均將下降，通膨率上升。

1. 加、墨對美國經濟依賴程度高，2023 年加、墨對美國出口對其 GDP 比率分別約 20.3% 及 26.3%，2025 年、2026 年經濟成長受關稅上升之衝擊較大；中國大陸對美國出口對其 GDP 比率由 2018 年 3.5% 降至約 2.8%，中國大陸經濟成長受關稅上升之影響相對較低³。
2. 2023 年美國出口至加、墨及中國大陸等三國之商品合計約美國 GDP 之 3%，美國經濟成長較不受貿易對手國加徵關稅之影響。

(二) 另彭博 2025 年 2 月之估計⁴，美國針對前三大進口國加徵關稅將影響約 1.3 兆美

元美國進口商品（占美國進口商品總額之 43%；其對美國 GDP 比率約 5%），並將使美國平均關稅稅率由目前 3% 上升 7.7 個百分點至 10.7%。依據 Fed 模型估計，倘若貿易對手國均對美國加徵報復性關稅，川普 2.0 關稅政策將拖累美國實質 GDP 成長率 1.2 個百分點，並推升核心 PCE 通膨率 0.7 個百分點。

(三) 川普 2.0 政策不確定性將經由 3 項管道對全球帶來影響

1. 實體部門管道：倘若美國對主要貿易對手國加徵關稅，並引發全球貿易摩擦，加劇全球供應鏈重組，可能衝擊全球經濟成長及通膨發展；惟若川普新政府加強對中國大陸科技與貿易制裁，部分經濟體廠商可能受惠轉單效應。
2. 物價管道：若美國新政府全面提高關稅，恐引發各國貿易爭端與貿易報復措施，加重廠

PIIE 估計，美、加、墨、中國大陸互徵關稅
導致貿易戰之可能影響

受影響經濟體	對經濟成長率之影響（百分點）		對 CPI 年增率之影響（百分點）	
	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年
加拿大	-0.22	-1.03	+1.68	+0.81
墨西哥	-0.19	-0.72	+2.29	+1.22
中國大陸	-0.16	-0.21	+0.17	+0.07
美國	-0.06	-0.30	+0.54	+0.24

資料來源：PIIE，詳本專題註腳 2。

² PIIE 假設美國對加、墨分別課徵 25% 關稅，對中國大陸加徵 10% 關稅；由於加、墨兩國是否採同稅率之報復措施尚未明朗，而中國大陸已宣布對美國採相近稅率之報復措施，故上表採加、墨兩國未採報復措施，僅中國大陸對美國加徵 10% 關稅報復措施之境況分析估計影響；另美國宣布對中國大陸額外再加徵 10% 關稅，致實際影響程度將高於上表估計結果。參見 McKibbin, Warwic and Marcus Noland (2025), "Trump's Threatened Tariffs Projected to Damage Economies of US, Canada, Mexico, and China," PIIE, Jan. 17; McKibbin, Warwic and Marcus Noland (2025), "US Tariffs on Canada and Mexico Would Hurt All Three Economies; Retaliation Would Worsen the Damage," PIIE, Feb. 4。

³ 參見 Caratelli, Nicole et al. (2025), "GLOBAL REACT: Trump Tariffs Risk 1.2% US GDP Hit, 0.7% PCE Boost," *Bloomberg News Story*, Feb. 2。

⁴ 參見 Caratelli, Nicole Gorton, Maeva Cousin and Tom Orlik (2025), "GLOBAL REACT: Trump Tariffs Risk 1.2% US GDP Hit, 0.7% PCE Boost," *Bloomberg*, Feb. 2。

商供應鏈調整壓力，隨全球供應鏈移轉推升企業生產成本，全球通膨壓力增加；惟如全球總需求受此影響而大幅下降，將抵銷關稅及成本轉嫁等對全球通膨壓力之影響。

3. 金融管道：美國新經貿政策具高度不確定性，可能推升美國通膨壓力並減緩經濟成長，使Fed貨幣政策具高度不確定性；隨市場對美國貨幣政策動向之預期改變，全球金融市場波動加大，恐使國際資金流動頻繁，加劇股市、債市及匯市波動性。

三、美國關稅政策影響不確定性上升，各界對經濟前景產生疑慮，金融市場「川普交易」行情降溫

1. 2024 年第 4 季，市場預期川普當選美國總統機率上揚，其減稅政策將促進美國消費及投資、加徵關稅促使製造業回流美國、放寬產業監管有助提振企業獲利；新政策有利美國

經濟成長，惟可能推升通膨，致美國公債殖利率與美元指數同步上揚，美國股市亦上漲，金融市場呈現「川普交易」（Trump trade）之樂觀行情。

2. 2025 年川普總統上任後，快速宣布加徵關稅等一連串政策，惟部分措施細節未明，政策之影響不確定性上升，減損企業及民眾經濟信心，美國公債殖利率與美元指數同步走低，美國股市亦修正，金融市場「川普交易」樂觀行情降溫。

- (1) 美國 10 年期公債殖利率由近年高點之 2025 年 1 月 14 日 4.79%，走低至 2025 年 3 月 31 日 4.21%。
- (2) 美元指數由近年高點之 2025 年 1 月 13 日 109.96，走低至 2025 年 3 月 31 日 104.21。
- (3) 美國那斯達克指數由歷史新高之 2024 年 12 月 16 日 20,174，走低至 2025 年 3 月 31 日 17,299。

2025 年金融市場「川普交易」樂觀行情降溫

	2024 年 9 月底	2024/11/6 川普總統當選日	近年／歷史新高	2025/3/31
美國 10 年期公債殖利率	3.78%	4.43%	4.79% (2025/1/14)	4.21%
美元指數	100.78	105.09	109.96 (2025/1/13)	104.21
美國那斯達克指數	18,189	18,983	20,174 (2024/12/16)	17,299

資料來源：Bloomberg；本行整理。