

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2025)年3月本行理監事會議以來，美國貿易政策急遽變動，4月2日宣布對等關稅政策，導致全球貿易緊張局勢急速升溫，衝擊全球金融市場，4月9日再宣布暫緩實施，並加速與主要貿易對手國雙邊談判。美國關稅稅率上升且政策具高度不確定性，恐導致投資、消費與出口等需求降溫，不利全球經貿發展；S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.31%，較 3 月預測值 2.48% 下調 0.17 個百分點，明顯低於上(2024)年之 2.79%，並下調多數主要經濟體本年成長率預測值。

物價方面，本年迄今，全球商品類通膨率表現溫和，美國關稅政策對經濟之負面影響尚未顯現，勞動市場表現穩健，全球服務類通膨率仍具僵固性，預期全球通膨率將因全球需求疲弱而緩降，而加徵關稅的國家短期恐面臨通膨上行壓力，各經濟體通膨率表現不一，反映各國經濟結構與勞動市場條件不同。

貨幣政策方面，美國與貿易對手國刻正進行談判，當局又研擬推出減稅及放寬經濟管制措施，政策組合對全球經濟與物價之外溢影響仍待評估，主要經濟體央行依各國經濟金融情勢調整貨幣政策。本年5月 Fed 主席 Powell 表示關稅政策對通膨之影響可能是暫時的，亦可能具有持續性影響，將等待更多資訊以確定未來政策利率調降時機。ECB 持續降息，總裁 Lagarde 表示，政策利率已大幅調降，未來將視美國關稅政策衝擊，評估是否進一步調整貨幣政策。BoJ 考量美國貿易政策影響全球經濟，國內經濟成長動能恐因企業收益下滑而大幅放緩，決議維持政策利率不變。中國人民銀行為充裕市場流動性，促進經濟穩定成長，決議降準降息，維持寬鬆貨幣政策。

金融市場方面，美國對等關稅宣布後，金融市場恐慌情緒驟升，嗣隨對等關稅暫緩實施、美國與中國大陸互降高額關稅，國際金融市場逐漸回穩。本年4月迄今，主要經濟體公債殖利率因市場擔憂財政前景而走升，全球股市跌後轉漲，美元指數則走低，主要經濟體貨幣對美元多走升。

全球經濟及通膨前景面臨諸多風險因素，包括美國關稅政策發展及其影響仍具不確定性、高負債國家財政風險升溫、中國大陸經濟失衡問題仍存及地緣政治風險與長期結構性因素衝擊社會穩定等；其後續發展與影響宜密切留意。

(一)全球經濟展望：美國加徵關稅及貿易政策不確定性上升，影響全球經貿發展

1. 美國對等關稅政策導致全球貿易緊張局勢急速升溫，不確定性居高恐抑制需求成長，降低全球經濟成長動能

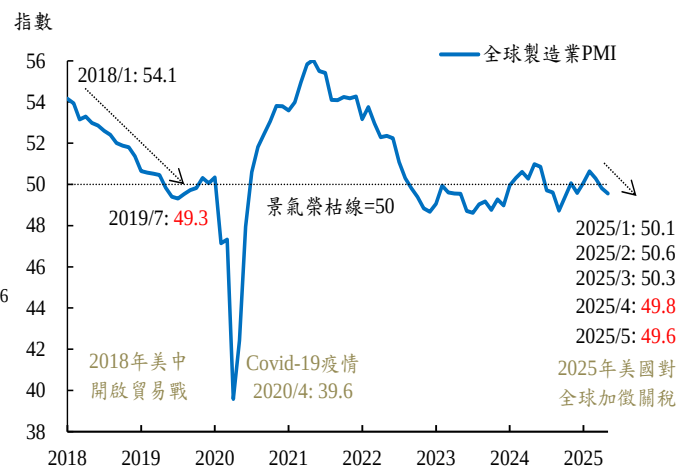
- 本年4月美國宣布之對等關稅幅度遠逾預期，嗣後宣布暫緩實施；而對中國大陸則在加徵懲罰性關稅後，5月雙方達成暫緩互徵高額關稅協議，**美國貿易政策不確定性自4月歷史高點回降但仍居高**(圖1)。
- 美國採高關稅政策逆轉近百年之全球化發展¹，關稅稅率上升且政策不確定性居高，抑制廠商投資及民間消費。本年**4月以來全球製造業採購經理人指數(PMI)續低於50榮枯線**(圖2)；**主要經濟體消費者信心多疲弱，美國近期降幅較大；中國大陸房市及內需不振，對外面臨美中貿易衝突升溫，消費者信心仍低迷，通縮風險猶存**(圖3)。

圖1 美國貿易政策不確定性指數



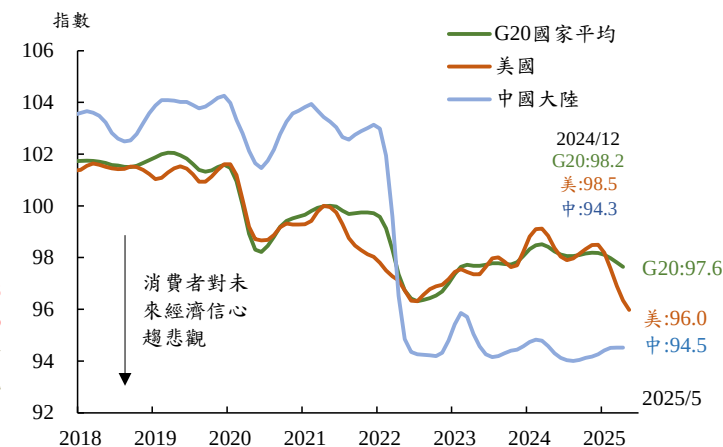
註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、貿易障礙等貿易政策關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。
資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

圖2 全球製造業 PMI 指數



註：PMI 指數高於50表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於50表示處於緊縮期(contraction)。
資料來源：J.P. Morgan

圖3 主要經濟體消費者信心指數



註：指數走低(高)表示該經濟體消費者對未來經濟信心趨向悲(樂)觀。
資料來源：OECD

¹ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、美國貿易逆差與川普 2.0 政策相關議題 Q&A」。

2. 預期本年下半年全球經濟成長率走低，全年成長率預測值2.31%，低於上年2.79%

美國為全球最主要消費國，貿易政策變動牽動全球經貿發展；**本年4月對等關稅衝擊以來，S&P Global 下調本年下半年全球經濟成長率預測路徑**(圖4)；**全年全球經濟成長率預測值**由3月預測之2.48%，**下調0.17個百分點至2.31%**，明顯低於上年之2.79%，並**下調多數主要經濟體成長率預測值**(圖5)。

- **美國**：本年第1季企業提前進口，淨輸出負貢獻拉低經濟成長率，預期第2季進口對經濟成長之擾動趨緩，貿易政策不確定性對民間消費、企業設備支出及出口之不利影響則逐漸顯現。**S&P Global 預測美國本年經濟成長率1.42%，較3月預測值大幅下調0.51個百分點。**
- **歐元區與英國**：全球貿易政策及地緣政治變化快速，歐元區成長平緩，英國與美國率先達成貿易協議，政策影響不確定性下降；**本年經濟成長率預測值為0.90%及0.84%，分別較3月下調0.03及上調0.28個百分點。**
- **日本**：美國對汽車加徵之高關稅不利企業投資及輸出。**本年經濟成長率預測值0.83%，較3月下調0.23個百分點。**
- **中國大陸**：美中啟動貿易談判，貿易緊張局勢略緩，惟房市長期低迷引發之負向財富效果，拖累民間消費復甦力道。**本年經濟成長率預測值4.28%，較3月上調0.07個百分點，低於官方5%成長率目標。**

圖4 S&P Global 對全球經濟成長率之預測路徑

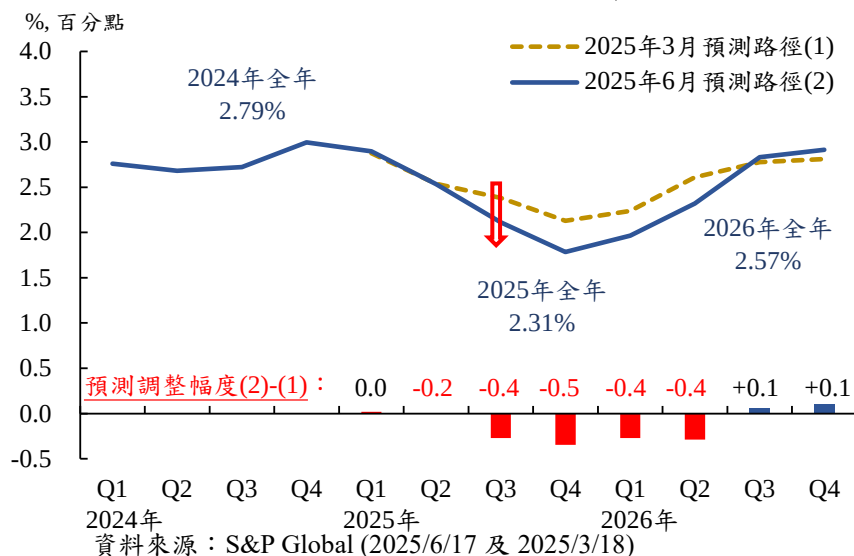
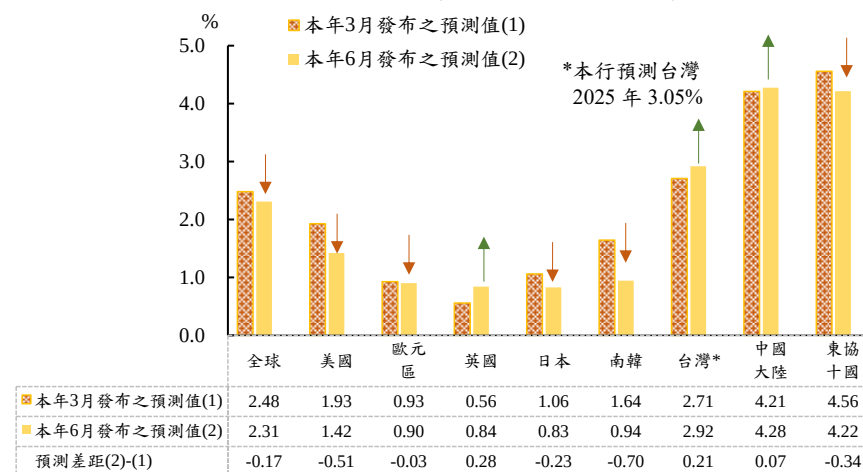


圖5 S&P Global 對2025年主要經濟體經濟成長率預測值調整情形



註：↓(↑)表示本年6月預測值較3月下(上)調。

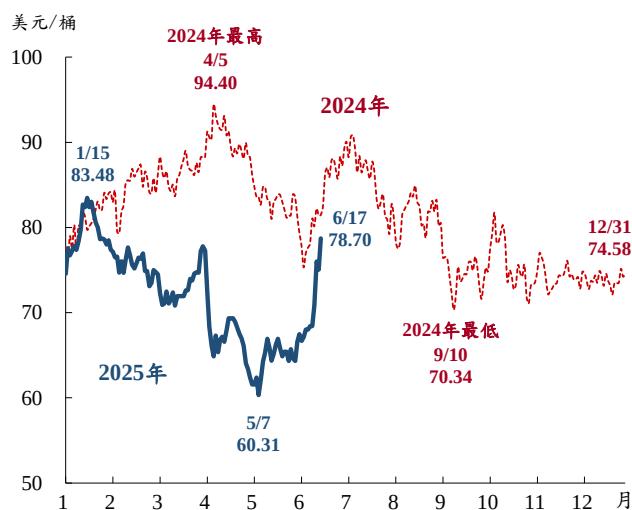
資料來源：S&P Global (2025/6/17 及 2025/3/18)

(二)全球物價展望：本年經濟前景不確定性居高，抑低需求成長動能，預期全球通膨率續降

1. 中東爆發軍事衝突，近期國際原油自低點回升，穀物價格小跌，整體國際商品上漲

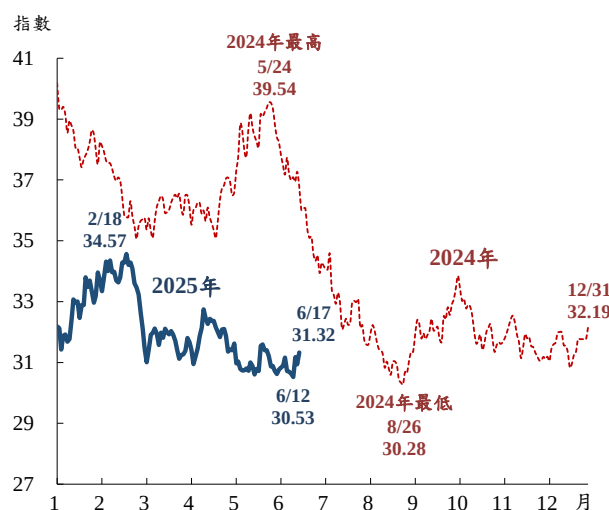
- 美國對等關稅政策衝擊全球經濟，OPEC+大幅增產增加供給，油價一度重挫；後美國與中國大陸達成互降高額關稅協議，且暑期為油需旺季，近期以伊爆發軍事衝突，中東地緣風險升溫，油價自本年底點快速回升；6月17日布蘭特原油現貨價格較3月底上漲1.9% (圖6)。
- 玉米因主要產區氣候良好有利生產、美國產量預期創新高而走跌，帶動整體穀物價格指數續跌，6月17日較3月底下跌0.2% (圖7)。
- 基本金屬因對等關稅不利影響一度重挫，嗣因暫緩實施及美中達成初步協議而得到支撐，黃金因美中貿易戰及中東衝突風險升溫而上漲；6月17日代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數較3月底上漲1.5% (圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



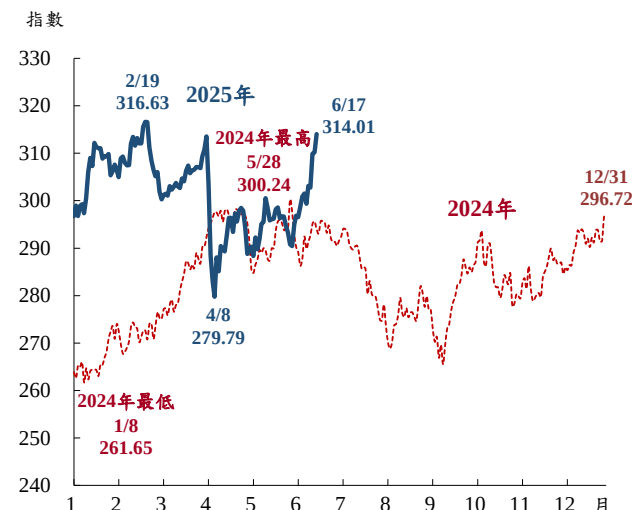
資料來源：LSEG Datastream

圖7 穀物3個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖8 R/J CRB 期貨價格指數

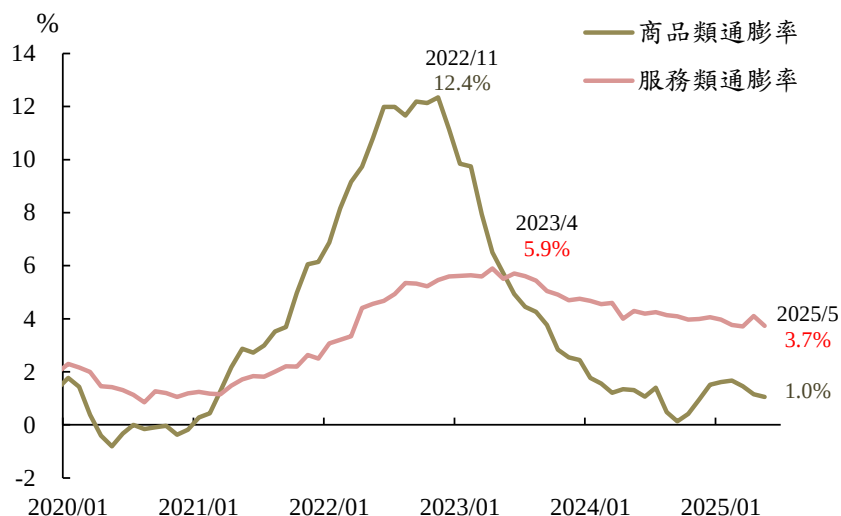


註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源(權重 39%)、軟性商品(權重 21%)、穀物(權重 13%)、工業用金屬(權重 13%)、貴金屬(權重 7%)及牲畜(權重 7%)等 6 大類商品期貨價格編製而成。
資料來源：LSEG Datastream

2. 全球商品類通膨率維持低檔，惟服務類物價具僵固性，通膨上行風險仍存

- 全球商品類通膨率自 2022 年高點 12.4% 下降後，本年原油等大宗商品價格多低於上年，5 月全球商品類通膨率續降至近年低檔 1.0%；美國關稅政策對經濟之負面影響尚未顯現，勞動市場表現仍穩健，服務類物價具僵固性，5 月全球服務類通膨率為 3.7%，小幅低於 2023 年以來之高點 5.9% (圖 9)。
- 全球通膨壓力隨商品類通膨率下降而降溫，全球通膨率自 2022 年高點 9.6% 降至本年 5 月 2.3%，核心通膨率由 2023 年高點 6.5% 緩降至 5 月 2.5%；由於商品類通膨率再降難度已高，服務類通膨率變動將影響未來全球通膨降溫進程 (圖 10)。
- 加徵進口關稅之經濟體，供給面因素具推升通膨上行壓力，未加徵進口關稅之其他經濟體，需求面因素疲弱將抑制通膨；惟若全球貿易保護主義升溫，各國均可能面臨貿易限制及供應鏈重組所造成之通膨上行風險²。

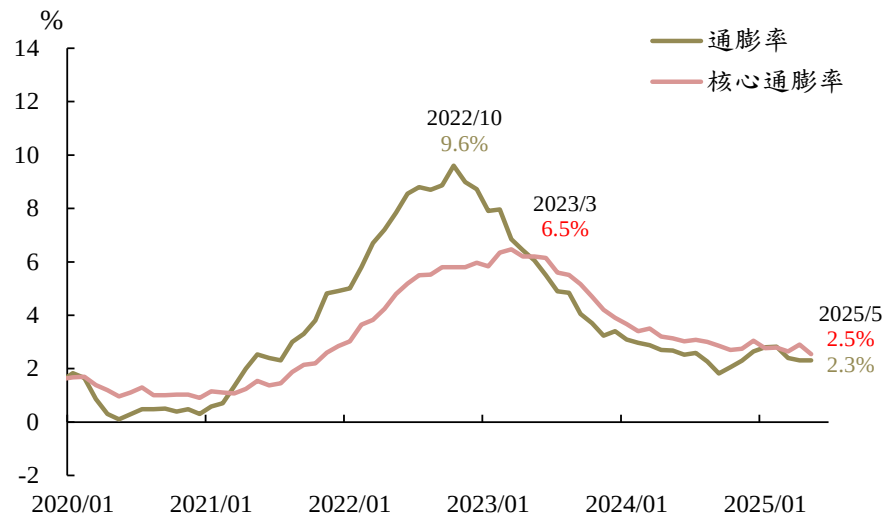
圖 9 全球商品類及服務類通膨率*



註：*以目前全球有編製服務類及商品類 CPI 之國家，共計 35 國(含台灣)，每月服務類及商品類 CPI 年增率中位數編製。

資料來源：CEIC，本行計算

圖 10 全球通膨率及核心通膨率*



註：*以圖 9 相同 35 國，每月 CPI 及核心 CPI 年增率中位數編製。

資料來源：CEIC，本行計算

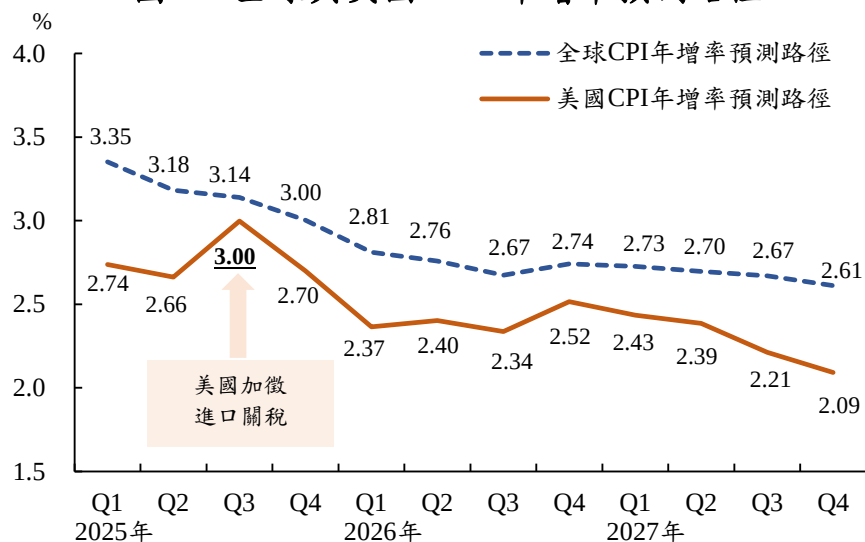
² World Bank (2025), "Global Economic Prospects," Jun. 11。

3. 進口關稅稅率上升推高美國通膨率，惟需求成長趨緩，預期全球通膨率續降

全球需求成長趨緩，預期全球通膨率續降(圖 11)。S&P Global 預測本年全球通膨率 3.26%，較 3 月預測值下調 0.26 個百分點，低於上年之 4.49%；各經濟體表現不一，反映各國經濟結構與勞動市場條件不同(圖 12)。

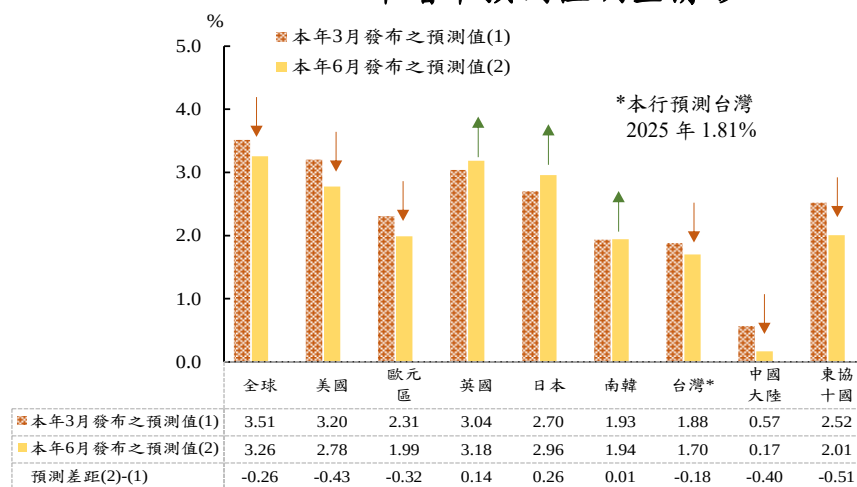
- 美國：企業在對等關稅生效前累積庫存，本年上半年尚未顯現關稅對物價之推升效果；預期第 3 季後通膨率受關稅影響將顯著走高；另假設通膨預期仍穩固，關稅對美國通膨率之影響可望於明年減緩(圖 11)。S&P Global 預測本年 CPI 年增率 2.78%，較 3 月預測值下調 0.43 個百分點(圖 12)。
- 歐元區與英國：歐元區能源價格下降，通膨壓力持續降溫，預測本年歐元區 CPI 年增率 1.99%，較 3 月下調 0.32 個百分點，已達央行 2% 通膨目標。英國因公用事業費率調整，預測本年 CPI 年增率 3.18%，較 3 月預測值上調 0.14 個百分點。
- 日本：近年酷暑及生產成本大漲造成米價飆升，食品價格持續攀高，帶動通膨率上揚。預測本年 CPI 年增率 2.96%，較 3 月預測值上調 0.26 個百分點。
- 中國大陸：內需消費表現尚未明顯復甦，外部面臨美國高關稅政策衝擊，通縮風險仍高。預測本年 CPI 年增率 0.17%，較 3 月預測值下調 0.40 個百分點。

圖 11 全球與美國 CPI 年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2025/6/17)

圖 12 S&P Global 對 2025 年主要經濟體 CPI 年增率預測值調整情形



經濟體	本年3月發布之預測值(1)	本年6月發布之預測值(2)
全球	3.51	3.26
美國	3.20	2.78
歐元區	2.31	1.99
英國	3.04	3.18
日本	2.70	2.96
南韓	1.93	1.94
台灣*	1.88	1.70
中國大陸	0.57	0.17
東協十國	2.52	2.01

註：↓(↑)表示本年 6 月預測值較 3 月下(上)調。

資料來源：S&P Global (2025/6/17 及 2025/3/18)

(三)主要央行貨幣政策：Fed 等待更多資訊以確定未來政策利率調降時機，ECB 持續降息，BoJ 維持政策利率不變

美國政府研擬於本年下半年陸續推出對內減稅、放寬經濟管制措施，復加關稅政策及限縮移民之政策組合外溢影響仍待評估；本年4月以來，主要經濟體央行依各國經濟金融情勢調整貨幣政策(表1)。

- Fed 本年3月及5月均維持政策利率不變，5月主席 Powell 於貨幣政策會議會後記者會表示，關稅對通膨之影響可能是暫時的，亦不排除具持續性影響；Fed 將保持耐心，等待更多資訊以確定未來政策利率調降時機(圖13)。
 - 金融市場預期關稅上升推升通膨，需求降溫將導致美國經濟動能轉弱，預期 Fed 本年9月後重啟降息，本年底前降息 0.50 個百分點(圖13)。
- ECB 本年4月及6月連續降息，總裁 Lagarde 於政策會議後記者會表示，政策利率已大幅調降，未來將視美國關稅政策衝擊，持續分析、評估、衡量貨幣政策立場，確保達成2%之中期通膨目標(圖13)。
- BoJ 考量美國貿易政策影響，國內經濟成長動能恐因企業收益下滑而大幅放緩，本年5月及6月均維持政策利率不變(圖13)。
- 中國人民銀行為充裕市場流動性，促進經濟穩定成長，決議降息降準，維持寬鬆貨幣政策。

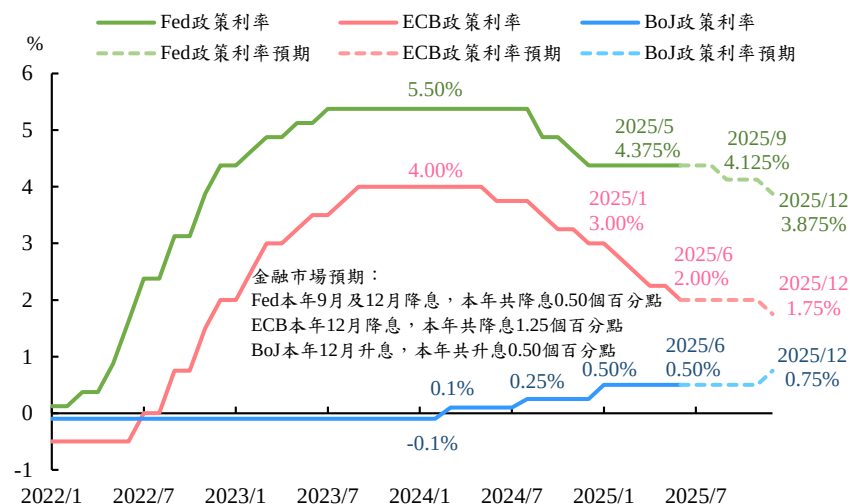
表1 本年4~6月主要經濟體政策利率調整情形

政策利率	經濟體	說明
維持不變	美國、加拿大、日本、馬來西亞、越南	通膨與經濟展望具不確定性，等待更多資訊評估合宜政策立場
降息	歐元區、英國、瑞士、南韓、中國大陸、新加坡*、澳洲、紐西蘭、泰國、菲律賓、印尼、印度、墨西哥	通膨率續降，經濟成長下行風險升高
升息	巴西	通膨率持續居高

註：*新加坡係調降名目有效匯率斜率(即降低升值幅度)。

資料來源：各經濟體央行官方網站，本行整理

圖13 市場對美、歐、日央行政策利率預期路徑



註：Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值。

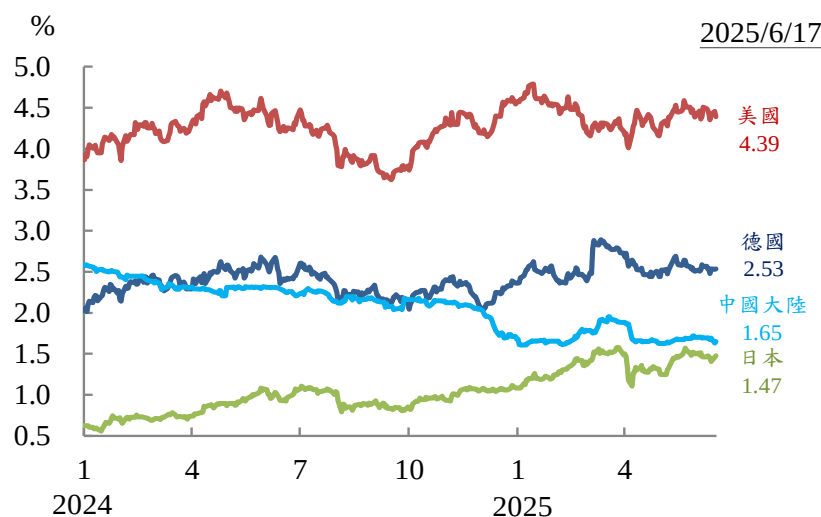
資料來源：Bloomberg (2025/6/17)，本行計算

(四)金融市場：對等關稅宣布後，金融市場大幅波動

1. 債市：美、日公債殖利率走升，且殖利率曲線後端明顯上揚

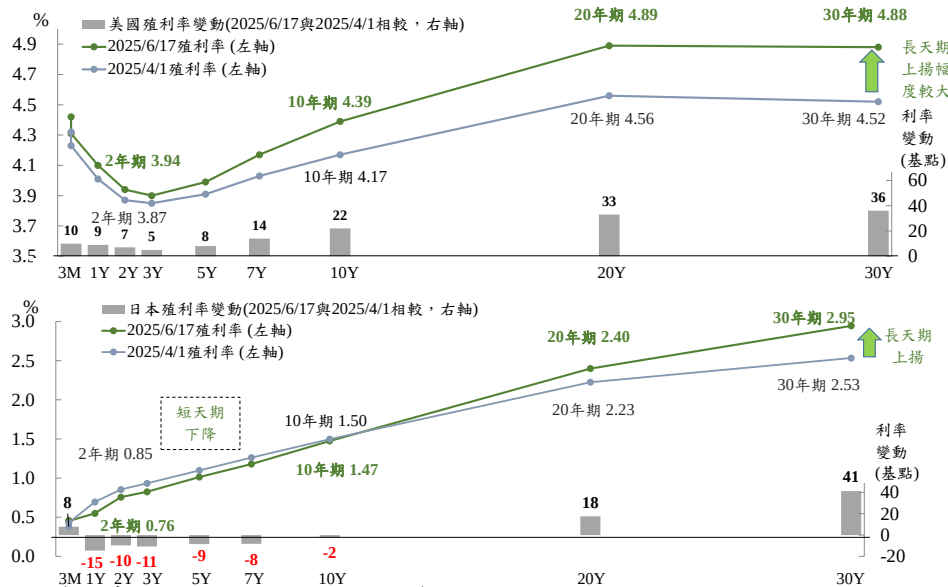
- 本年4月初，美國對等關稅稅率遠高於預期，主要經濟體美、德、中、日10年期公債殖利率均下滑；嗣後美國延後實施對等關稅，惟經貿政策不確定性居高及財政隱憂升溫，美國10年期公債殖利率走高，日本亦轉升，德債則因ECB持續降息，抑制殖利率升幅；中國大陸因美國貿易政策或將加劇內外需疲軟情勢，中國人民銀行調降政策工具利率以刺激經濟，10年期公債殖利率走降(圖14)。
- 美國公債一向被視為安全資產，經濟前景不確定時期，資金湧入抑低殖利率；惟本年4月以來，美國公債殖利率曲線之長期後端部分大幅上揚。部分分析認為，此反映投資人擔憂美國財政前景，分散投資其他區域，惟同期間日本亦出現超長期公債殖利率升幅較大現象。由於超長期公債之主要參與者為負債期限較長之壽險業者，此或顯示部分壽險業不再積極增持超長期公債，結構性需求下降亦為殖利率曲線後端上揚之原因³(圖15)。

圖14 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖15 美國及日本公債殖利率曲線變動



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

³ 如日本壽險業者因應監理法規要求，於本年4月底前已完成縮減資產與負債期限差距之調整，致後續對超長期公債之投資需求下降；參見 Nomura (2025), "Is Japan's Truss Moment Coming?" May 21。

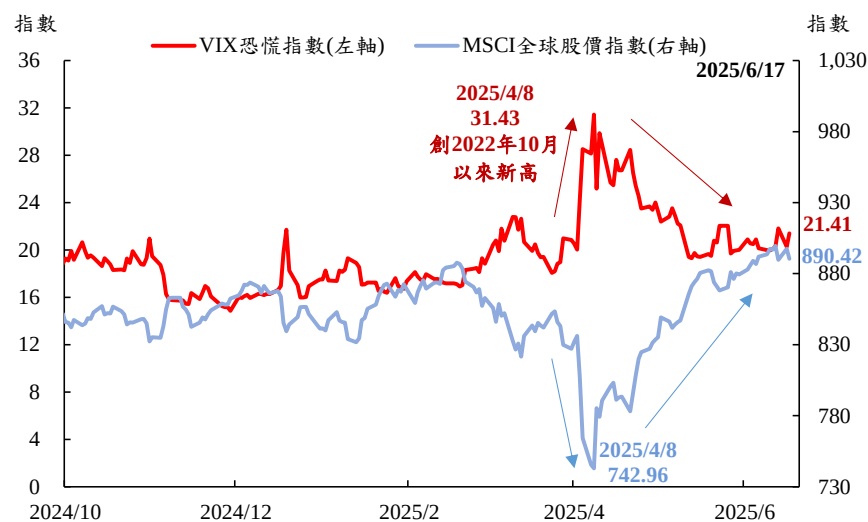
2. 股市：全球股市跌後轉漲，市場恐慌情緒驟升後回落，惟近期因中東爆發軍事衝突而復升

本年4月，**美國公布對等關稅**，且美中互徵高額關稅，引發**MSCI全球股價指數重挫**，**VIX恐慌指數飆升**至2022年10月以來新高；嗣後**美國延後對等關稅措施**，並與中國大陸達成暫緩互徵高額關稅協議，**緩解金融市場恐慌情緒**，**MSCI全球股價指數轉漲且創新高**，**VIX恐慌指數降**至對等關稅公布前之水準，惟近期因以伊戰爭爆發而復升(圖16)。

本年6月17日與3月底比較，**全球主要股市多上漲**(圖17)。

- 美股：**AI基礎設施需求暢旺**，主要為科技類股之**美國那斯達克指數大漲13.9%**，**美國標普500指數亦上漲6.6%**；**美國道瓊工業指數**則因其成分股集中於消費及汽車等進口依賴度高之產業，在關稅衝擊下僅**略漲0.5%**，**漲幅較小**。
- 歐股：**歐元區因財政擴張政策**有望改善經濟疲軟態勢，**泛歐元道瓊指數上漲2.8%**。
- 日股：**美日持續關稅談判**，日本企業基本面仍佳，**日股上漲8.2%**。
- 陸股：5月美中貿易摩擦降溫，陸股回漲，惟**美中關係不確定性仍高**，且**內需疲軟致通縮風險猶存**，**上海綜合指數僅小漲1.5%**。

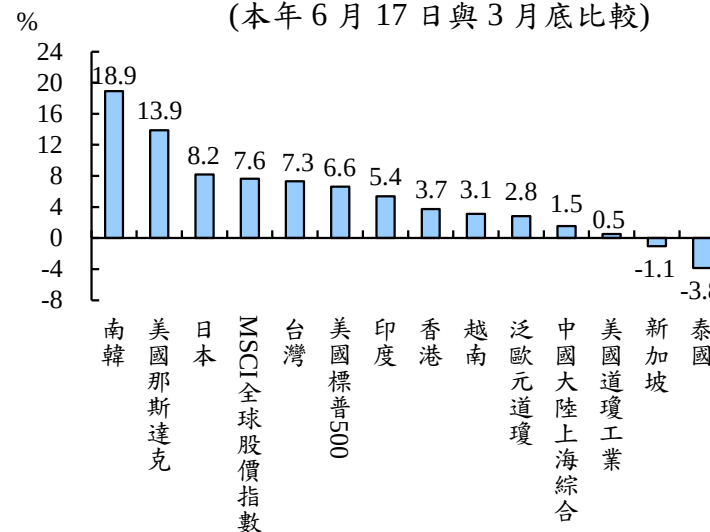
圖16 VIX恐慌指數及MSCI全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

圖17 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年6月17日與3月底比較)



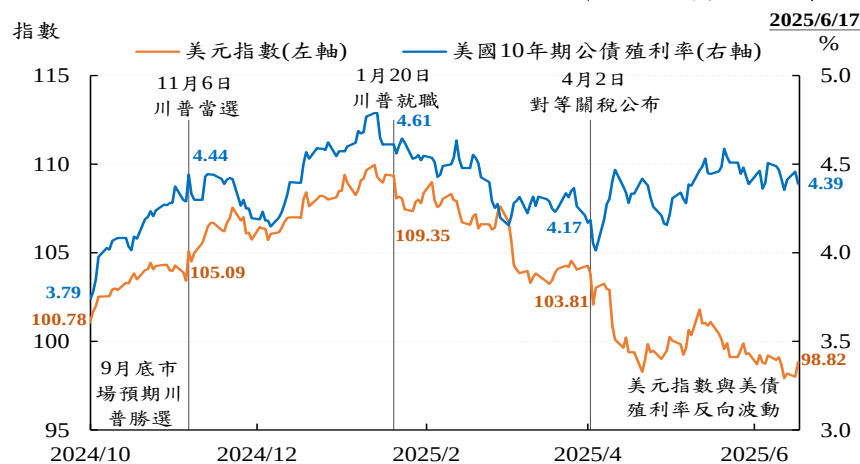
資料來源：LSEG Datastream

3. 匯市：美元指數走低，主要經濟體貨幣對美元多走升

本年4月以來，美國經貿政策不確定性升高，投資人對美國經濟前景的擔憂升溫，美元指數走低，與美國10年期公債殖利率走勢分歧⁴(圖18)。本年6月17日與3月底比較，主要經濟體貨幣對美元多走升(圖19)。

- 歐元、日圓：部分國際資金自美元資產流出至歐元、日圓資產，另市場解讀ECB貨幣寬鬆週期接近尾聲，歐元及日圓對美元分別升值6.1%及3.2%。
- 英鎊：英國因通膨仍高，其央行對降息維持謹慎態度，且市場預期政府將持續推動大型基礎建設投資，有望提振經濟成長，英鎊對美元升值3.9%。
- 人民幣：中國大陸出口強勁，加以美中貿易爭端趨緩，人民幣對美元由貶轉升，惟中國人民銀行穩匯，人民幣略升0.9%。
- 韓元：南韓總統大選落幕，上年12月實施戒嚴令以來之政策不確定性下降，韓元自低點回升，對美元升值6.6%。

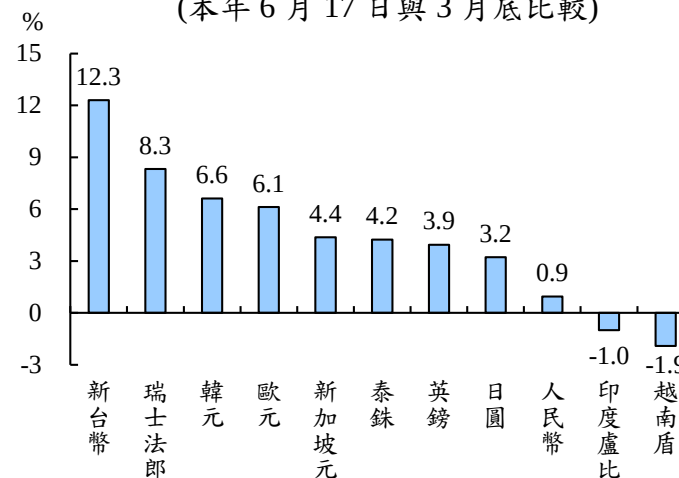
圖18 DXY 美元指數及美國10年期公債殖利率



註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。

資料來源：LSEG Datastream

圖19 主要經濟體貨幣對美元升貶幅
(本年6月17日與3月底比較)



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

⁴ 參見 Krugman, Paul(2025), "Gaming Out a Sudden Stop: What Happens if Investors Lose Faith in America?" Substack, May 22。

(五)影響全球經濟前景之風險因素

預期本年全球經濟放緩，且經濟前景面臨諸多風險因素(圖 20)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 20 全球經濟前景面臨之風險因素

美國貿易政策發展及其影響仍具不確定性

- 美國暫緩實施對等關稅，並與主要貿易夥伴展開雙邊談判；惟因各國產業結構及非關稅貿易壁壘差異，談判進展與最終結果恐分歧，且牽動未來全球供應鏈布局，對全球經濟之影響仍未明朗。此外，美國加徵關稅措施在其國內面臨合法性爭議，相關訴訟流程發展亦具不確定性。
- 若各國與美國雙邊談判取得良好進展，貿易政策不確定性大幅下降，將有助企業進行投資布局，恢復民眾經濟信心，利於全球經濟與通膨朝正向發展。

高負債國家財政風險升溫

- 部分經濟體政府債務持續積累，若長期利率進一步走高，恐導致利息支出攀升，使其更難因應支出需求，加劇財政可持續性疑慮。
- 若債務惡化形成債務螺旋，違約風險恐大幅攀升，進一步推升經濟體融資成本，恐衝擊全球金融穩定。

中國大陸經濟失衡問題仍存

- 中國大陸內需疲弱，消費信心不足，國內通縮疑慮揮之不去；政府推出財政與貨幣寬鬆政策，惟對國內消費之推動效果仍待觀察。
- 另美國對中國大陸加徵高額關稅，若中國大陸商品大量轉銷至其他經濟體，可能使通縮問題外溢，並衝擊他國產業、引發反制措施，推升全球保護主義風險。

地緣政治風險與長期結構性因素衝擊社會穩定

- 俄烏戰爭、中東局勢等地緣政治衝突未解，影響供應鏈穩定及企業投資信心；同時，全球化放緩，將導致生產效率下降，加以氣候變遷、人口老化、能源轉型等長期結構性問題難解，恐造成供給面通膨壓力，不利經濟成長。
- 若經濟成長疲弱，同時通膨再度攀升，全球可能面臨停滯性通膨風險，進一步衝擊社會穩定。