

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2025)年 6 月本行理監事會議以來，美國對等關稅對經濟之衝擊小於預期，貿易政策不確定性下降，全球製造業景氣重返擴張，惟美國關稅政策重塑全球貿易局勢，其產業關稅未完全公布，恐影響全球供應鏈未來發展，且對等關稅及芬太尼(Fentanyl)關稅之合法性仍待美國聯邦最高法院裁決，加以地緣政治衝突仍可能進一步升溫等因素影響，全球經濟動能趨緩。S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率放緩至 2.64%；展望明(2026)年，由於美國等主要經濟體寬鬆貨幣政策及擴張財政政策，預期全球經濟成長率略回升至 2.66%。

物價方面，國際油價略漲，穀價低檔震盪，惟服務類通膨居高。另關稅對美國通膨之上行壓力將逐漸顯現，其他經濟體通膨則多趨降。預期全球通膨率緩降，S&P Global 預測本年全球通膨率為 3.24%，明年降至 2.95%。

貨幣政策方面，由於美國關稅政策對各經濟體經濟及通膨前景之影響仍待評估，本年 7 月以來主要經濟體央行 Fed、ECB 及 BoJ 均維持政策利率不變。Fed 主席 Powell 於 8 月 Jackson Hole 全球央行年會表示，美國勞動市場下行風險擴大，加以近月非農就業新增人數大幅下修，市場預期 Fed 將持續降息；ECB 總裁 Lagarde 於 9 月政策會議表示，歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡，未來將持續基於最新數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場；BoJ 總裁植田表示，若關稅之不確定性下降，經濟及物價情勢明顯改善，將維持升息立場。中國人民銀行(以下簡稱人行)則為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策。

金融市場方面，投資人擔憂財政可持續性而減少購債，主要經濟體 30 年期公債殖利率一度走升後回降；關稅不確定性對全球之負面衝擊趨緩，投資人樂觀情緒升溫，加以人工智慧(AI)浪潮持續，全球股價指數續創新高；市場對 Fed 降息預期升溫，美元指數(DXY)震盪走低，9 月 16 日達本年底點 96.63，惟與 6 月底相較，主要經濟體貨幣對美元則升貶互見。

全球經濟及通膨前景面臨諸多風險因素，包括美國貿易政策發展及其影響仍具不確定性、主要央行貨幣政策走向分歧與財政風險升溫、地緣政治風險與氣候變遷及中國大陸生產過剩問題仍存等；宜密切關注後續發展及影響。

(一)全球經濟展望：美國對各國關稅稅率初步確定，惟產業關稅未完全公布，全球經濟前景變數仍多

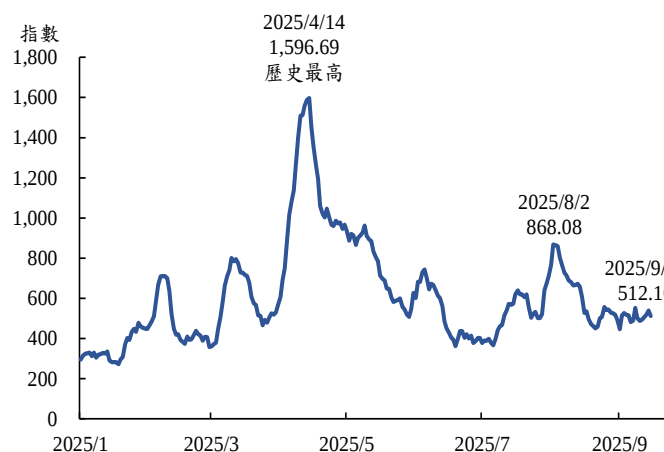
1. 美國貿易政策不確定性下降，全球製造業景氣重返擴張，惟產業關稅政策未完全公布，且對等關稅及芬太尼關稅面臨合法性爭議，對全球經濟影響仍具不確定性

— 本年 7 月以來，美國與各國陸續達成貿易協議，且新公布的對等關稅稅率多低於原先稅率，貿易政策不確定性下降，惟仍居高(圖 1)。

— 全球製造業採購經理人指數(PMI)回升至 50 榮枯線以上(圖 2)，惟各經濟體表現分歧；美、歐等先進經濟體訂單強勁，製造業 PMI 重返擴張。

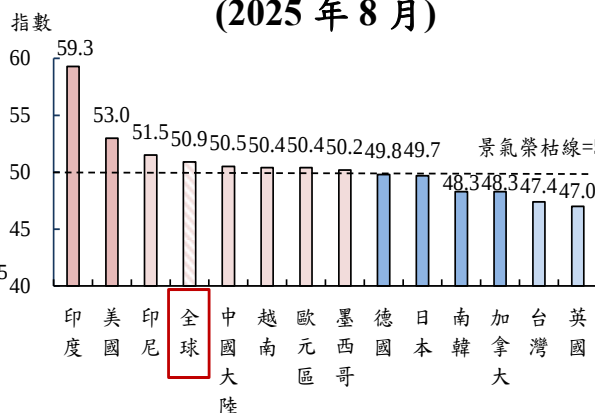
— 展望未來，OECD 編製之 G20 國家景氣領先指標續高於長期趨勢值(圖 3)，預期本年第 4 季至明年上半年景氣維持回升趨勢。當前美國產業關稅政策未完全公布，且對等關稅及芬太尼關稅之合法性仍待美國聯邦最高法院裁決，關稅對全球經濟之影響尚待評估，加以地緣政治衝突仍可能進一步升溫，全球經濟前景變數仍多。

圖 1 美國貿易政策不確定性指數



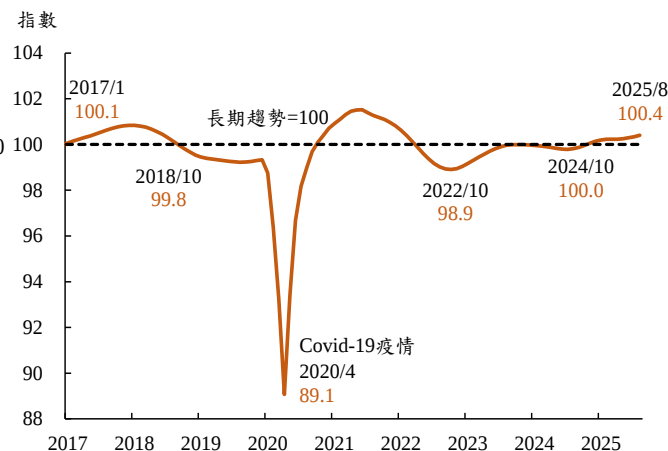
註：Fed 經濟學家 Dario Caldara 等依美國主要新聞報導中出現關稅、貿易障礙等貿易政策關鍵字之頻率，編製貿易政策不確定性指數。
資料來源：Economic Policy Uncertainty 網站

圖 2 全球製造業 PMI 指數 (2025 年 8 月)



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 G20 國家景氣領先指標



註：OECD 編製 G20 國家景氣領先指標，指數高於 100 表示預期未來 6~9 個月 G20 國家整體 GDP 水準值高於長期趨勢的信心程度增強。
資料來源：OECD

2. 預期本年全球經濟動能趨緩，經濟成長率將降為 2.64%，惟明年略回升至 2.66%

關稅對全球景氣之負面衝擊趨緩，本年 7 月以來 S&P Global 上修全球經濟成長率預測路徑(圖 4)；惟美國關稅政策重塑全球貿易局勢，加以產業關稅尚未完全公布，恐影響全球供應鏈未來發展，全球經濟動能趨緩，S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.64%，惟受惠美國等主要經濟體寬鬆貨幣政策及擴張財政政策，明年成長率將略回升至 2.66%(圖 4)。

- 美國：關稅轉嫁效應逐步顯現及勞動市場放緩，短期將抑制消費需求，預測本年經濟成長率為 1.86%，明年回升至 2.34%(圖 5)。
- 歐元區與英國：德國擴大基礎建設及國防支出，英國服務業表現強勁，預測歐元區及英國本年經濟成長率分別為 1.32%及 1.33%，惟本年提前拉貨及生產設施購置對經濟成長之支撐效果將逐漸消退，明年成長率分別回落至 0.97%及 1.07%(圖 5)。
- 日本：企業積極推動數位化及自動化，激勵設備投資，加以 AI 浪潮推動電子零組件與設備出口，預測本年經濟成長率為 1.17%，惟美國關稅政策抑制出口及投資，通膨居高不利民間消費，明年成長率回落至 0.62%(圖 5)。
- 中國大陸：財政激勵措施效益走弱，消費需求疲軟，加以民間投資及房市持續低迷，外需則受關稅影響，不確定性仍高，預測本年經濟成長率為 4.83%，明年續降至 4.27%(圖 5)。

圖 4 S&P Global 對全球經濟成長率之預測路徑

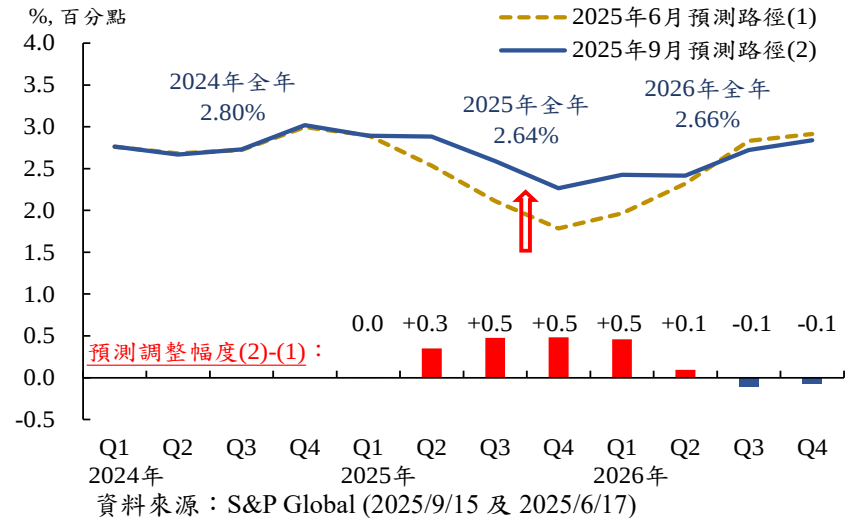
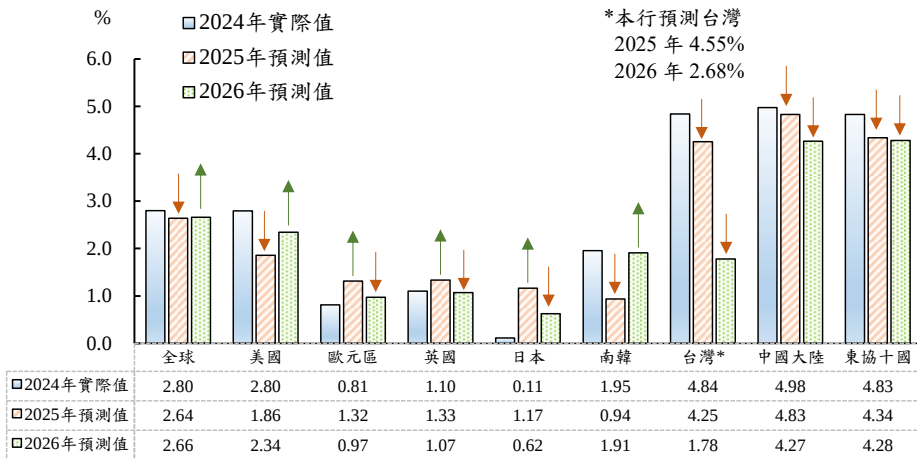


圖 5 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



(二)全球物價展望：國際油價略漲，穀價低檔震盪，預期全球通膨率緩降

1. 國際油價略漲，穀價低檔震盪，整體國際商品價格小漲

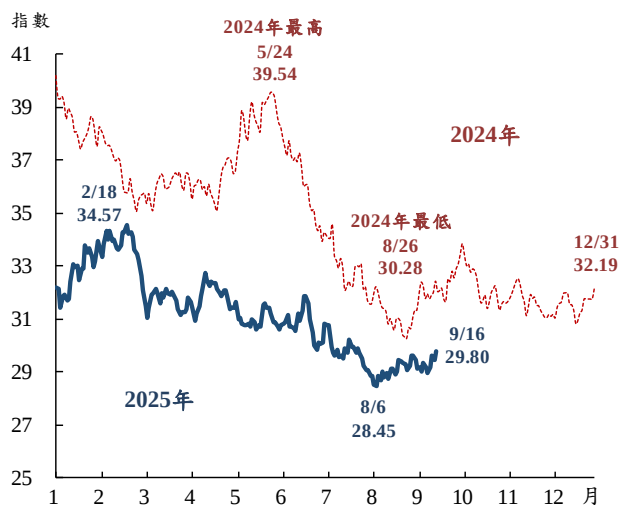
- **OPEC+持續增產**，油價承壓，惟7月底**美國再度威脅制裁俄羅斯**，油價**一度彈升**；嗣因美國**非農就業**數據低於預期，並大幅下修前值，油價**下修**；**近期**以色列空襲卡達哈瑪斯總部，以及烏克蘭攻擊俄羅斯煉油廠，**供應擔憂再起**，油價**轉漲**。**9月16日布蘭特原油現貨價格較6月底小漲2.3%**(圖6)。
- 美國產區天氣有利作物生產，穀價持續走跌，惟8月美國農業部報告顯示小麥及玉米出口銷售強勁，穀價止跌回穩，**9月16日則仍較6月底下跌0.7%**(圖7)。
- 美國公布銅關稅豁免精煉銅，銅價大幅下跌，惟近期市場預期美國將降息，金屬價格轉漲，又**咖啡**因氣候影響不利產出而**漲價**，**黃金**因金磚國家與部分高通膨國家增加黃金儲備，以及投資人**避險需求升溫**，**致價格大漲**；**9月16日代表整體國際大宗商品價格之R/J CRB期貨價格指數較6月底上漲3.4%**(圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



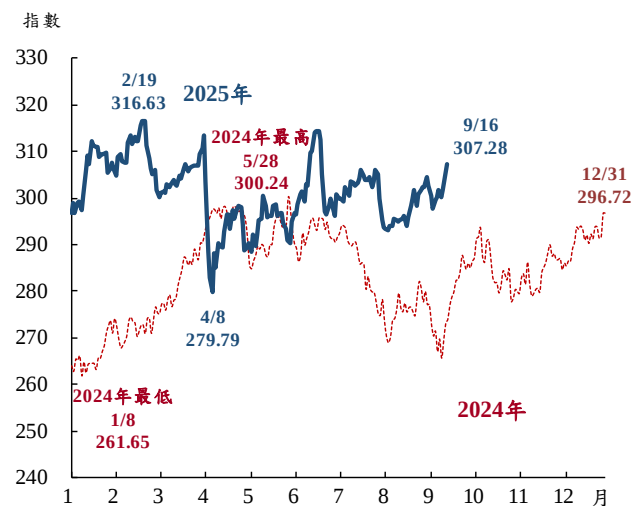
資料來源：LSEG Datastream

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。

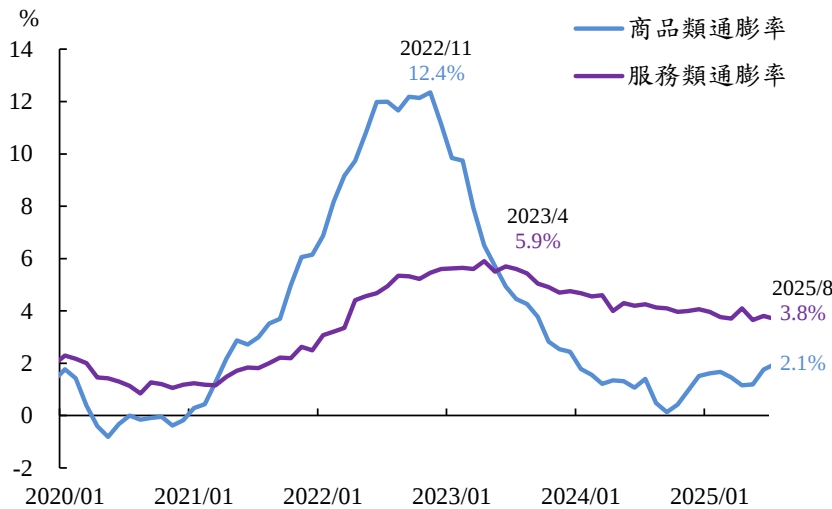
資料來源：LSEG Datastream

2. 預期全球通膨率緩降，本年全球消費者物價指數(CPI)年增率預測值為 3.24%，明年將續降至 2.95%

全球**商品類通膨**略**回升**，**服務類通膨**居**高**(圖 9)，惟國際大宗商品價格上漲有限，**S&P Global 預測全球通膨率緩降**，**本年全球 CPI 年增率預測值為 3.24%，明年續降至 2.95%**(圖 10)。

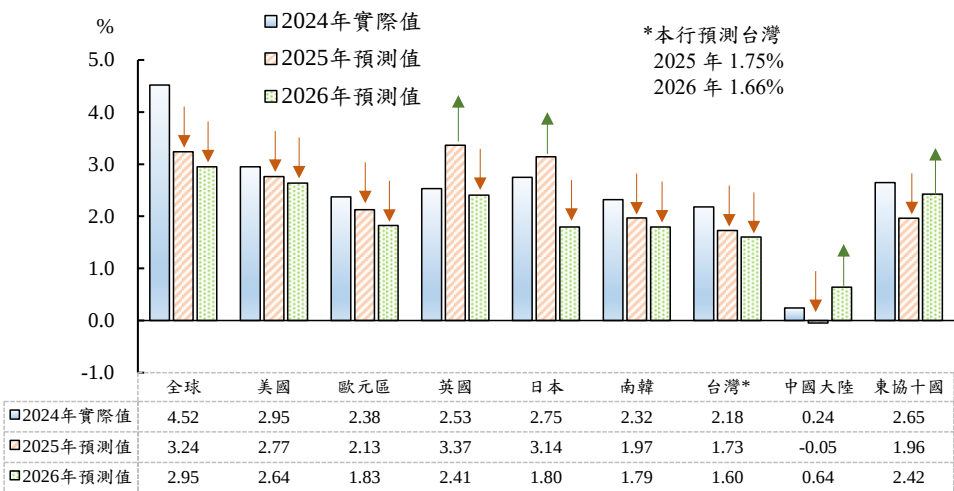
- 美國**：近期房租走升，二手車、醫療與運輸服務價格漲幅擴大，通膨升溫；預期**關稅成本**將逐漸**反映於零售物價**；惟能源價格續跌，**預測本年 CPI 年增率為 2.77%，明年降至 2.64%**(圖 10)，持續高於 Fed 之 2%目標。
- 歐元區與英國**：**歐元區**能源價格走低，**通膨**持續**降溫**，**預測本年調和消費者物價指數(HICP)年增率為 2.13%**；**英國**因能源價格上漲帶動運輸成本與家庭費用增加，推升**通膨**，**預測本年 CPI 年增率為 3.37%**；明年隨經濟成長趨緩，**歐元區 HICP 年增率及英國 CPI 年增率將分別降至 1.83%及 2.41%**(圖 10)。
- 日本**：能源價格增幅下降致**近月通膨率略降**，惟**米價攀升加劇食品通膨**，整體**通膨仍居高**；另日本政府決定**實施新一輪能源補助政策**，有望抑制物價；**預測本年 CPI 年增率為 3.14%，明年將降至 1.80%**(圖 10)。
- 中國大陸**：餐飲需求回落致**食品價格走低**，近期**CPI 年增率持續低迷**，惟**服務價格走高帶動核心 CPI 年增率續升**；**預測本年 CPI 年增率-0.05%，明年升至 0.64%**(圖 10)，仍低於政府政策目標之 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 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



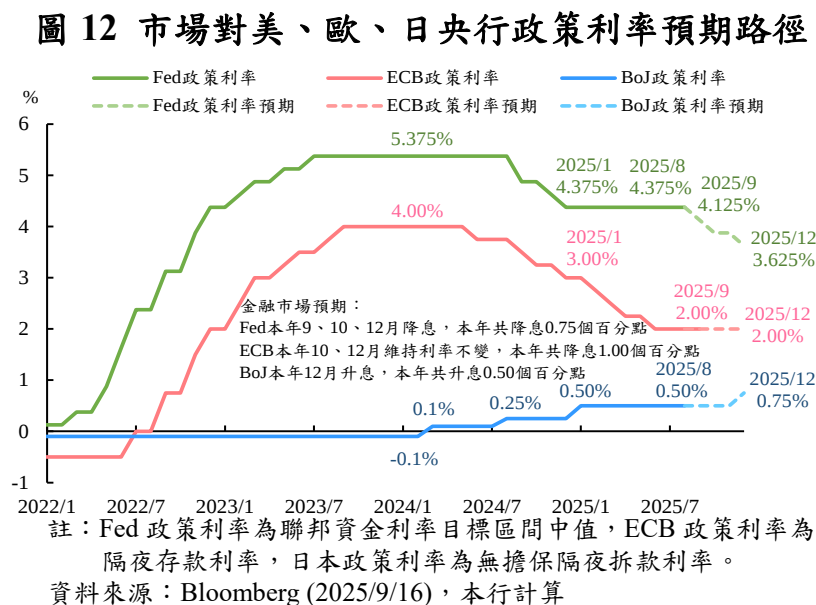
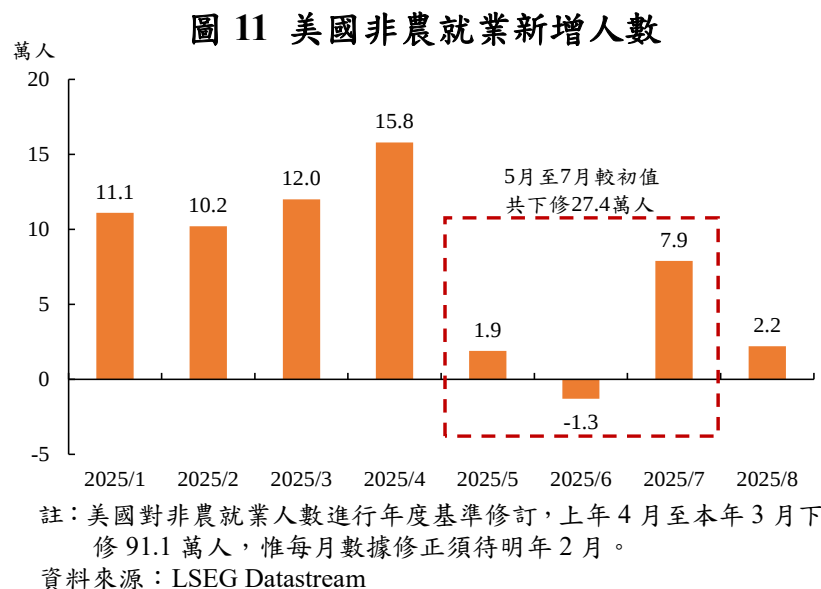
註：↓、↑分別表示當年預測值較上年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2025/9/15)

(三)主要央行貨幣政策：預期至本年底，Fed 持續降息，ECB 維持政策利率不變，BoJ 升息，人行則延續寬鬆基調

本年 7 月以來，主要經濟體央行多維持政策利率不變，並審慎觀察最新數據動向，以衡量妥適之貨幣政策立場；惟近月美國勞動市場下行風險增加，非農就業新增人數大幅下修(圖 11)，市場對 Fed 連續降息之預期升高。

- Fed 本年 7 月續維持政策利率不變，8 月主席 Powell 於 Jackson Hole 全球央行年會表示，勞動市場下行風險擴大，且關稅造成持續性通膨之可能性較低；另在基準展望及風險平衡變化之下，Fed 或需調整政策立場¹。
 - 金融市場預期 Fed 將持續降息，且本年底前共降息 0.75 個百分點(圖 12)。
- ECB 本年 7 月及 9 月維持利率不變，總裁 Lagarde 於 9 月政策會議後記者會表示，歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡；未來將持續基於最新數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑。
- BoJ 本年 7 月續暫停升息，總裁植田於會後記者會表示，若關稅之不確定性下降，經濟及物價情勢明顯改善，將維持升息立場。然而，鑒於近期日本首相辭職，國內政治不確定性升溫，市場對 BoJ 年底升息之預期略降。
- 人行為支持經濟穩定成長，持續實施寬鬆貨幣政策，並向市場釋出資金，以維持市場流動性合理充裕。



¹ 請參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、美國勞動市場與 Fed 貨幣政策之展望」。

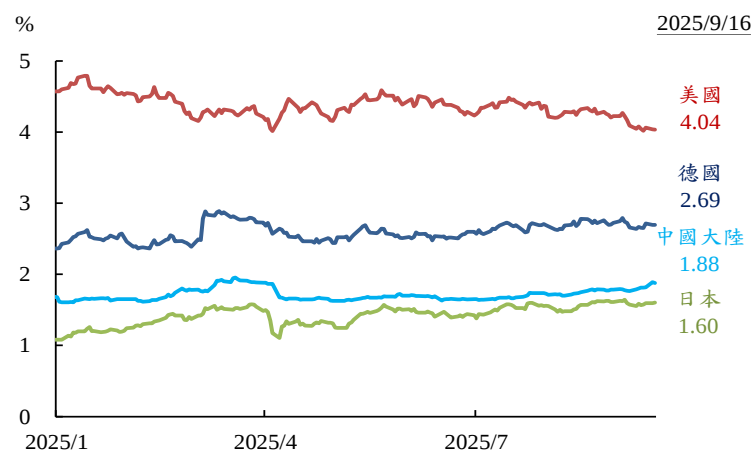
(四)金融市場：主要經濟體30年期公債殖利率一度走升後回降，全球股價指數續創新高，美元指數震盪走低

1. 債市：主要經濟體長天期公債殖利率多走升

—本年7月，美國通過「**大而美法案(One Big Beautiful Bill Act)**」，**加大財政惡化隱憂**，**美國 10 年期公債殖利率走高**，**德、日、中 10 年期公債殖利率亦隨之走揚**；嗣因**美國勞動市場疲軟**，**Fed 降息預期升溫**，**美國 10 年期公債殖利率呈下降趨勢**；惟**德國大規模財政支出計畫**持續對公債殖利率形成上行壓力，日本第 2 季經濟成長優於預期，**BoJ 維持升息立場**，中國大陸因美中雙邊關稅協議再度延後，避險情緒趨緩，**資金由債市轉往股市**，帶動**德、日、中 10 年期公債殖利率續升**(圖 13)。

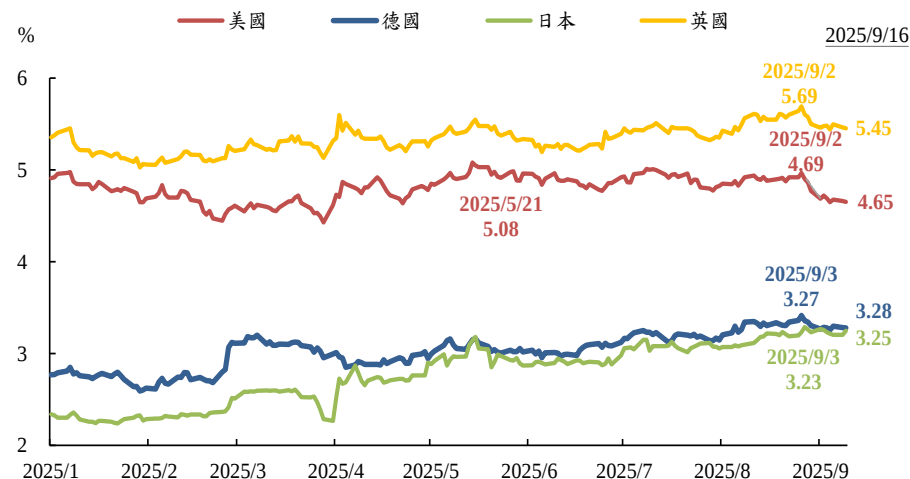
—**美國、德國、日本、英國財政赤字攀高**，**市場擔憂其財政可持續性**，對其長天期公債的信心動搖，而**減少購債**，**推升其 30 年期公債殖利率**；**美國 30 年期公債殖利率一度突破 5%**，**德國及英國分別創 2011 年及 1998 年以來新高**，**日本亦創歷史新高**，嗣隨美國降息預期升溫，**近期皆小幅回落**(圖 14)。

圖 13 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 14 主要經濟體 30 年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

2. 股市：全球股價指數續創新高，亞洲股市漲幅多高於美、歐股市

本年7月以來，關稅不確定性對全球之負面衝擊趨緩，投資人逐漸習慣美國關稅紛擾訊息，且市場對Fed降息預期升溫推升投資人樂觀情緒，加以AI浪潮持續，MSCI全球股價指數續創新高，VIX恐慌指數呈下跌走勢(圖15)。

本年9月16日與6月底比較，亞洲股市漲幅多高於美、歐股市(圖16)。

- 美股：大型科技企業財報表現亮眼，主要為科技類股之美國那斯達克指數上漲9.7%，美國標普500指數亦上漲6.5%；另能源、健康照護及民生必需品等價值型類股亦隨之走揚，美國道瓊工業指數上漲3.8%。
- 歐股：歐元區因法國政治不確定性升高，資金避險情緒升溫，泛歐元道瓊指數小幅上漲1.6%。
- 日股：美日達成關稅協議，美國對日本之對等關稅及汽車進口稅率均下調至15%，日本出口下行壓力緩和，加以經濟成長優於預期，另市場預期新任首相將擴大財政激勵措施，日股上漲10.9%。
- 陸股：美中貿易爭端緩和，中國大陸貨幣寬鬆與財政擴張，加以政策支持AI等新興產業，上海綜合指數大漲12.1%。
- 亞股：關稅不確定性下降，加以Fed降息預期升溫，資金湧入亞洲股市，越南及泰國股市分別大漲22.2%及20.1%。

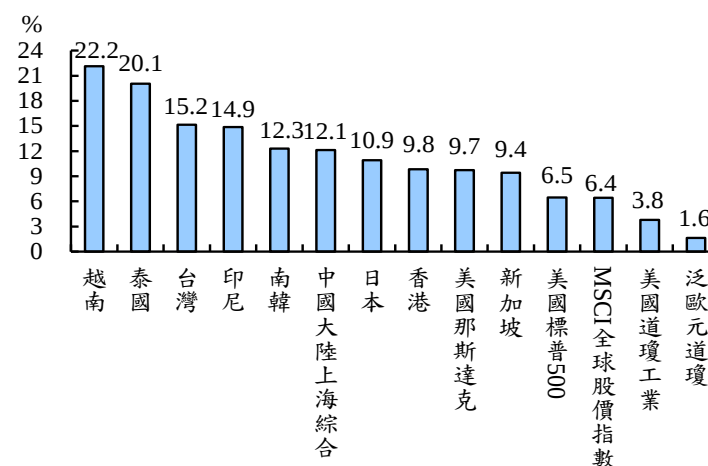
圖15 VIX恐慌指數及MSCI全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream

圖16 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年9月16日與6月底比較)



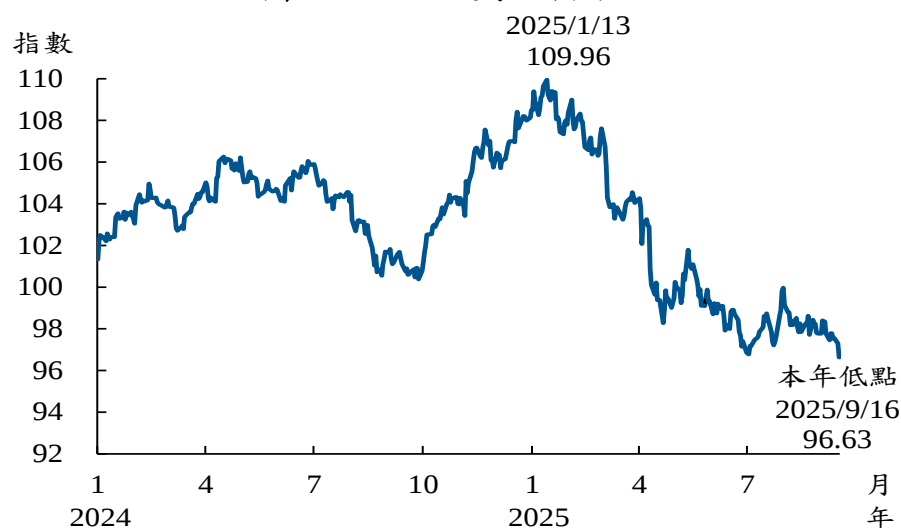
資料來源：LSEG Datastream

3. 匯市：美元指數震盪走低，主要經濟體貨幣對美元則升貶互見

本年7月以來，美國貿易政策不確定性下降，支撐美元一度走揚，嗣因 Fed 降息預期升溫，美元指數震盪走低，9月16日達**本年底點 96.63**(圖 17)。惟與6月底相較，**主要經濟體貨幣對美元則升貶互見**(圖 18)。

- 歐元：ECB 降息週期近尾聲，市場預期美、歐利差縮窄，歐元對美元略升值 0.7%。
- 人民幣：美中貿易爭端緩和，外資投資中國大陸股市增加，人民幣對美元略升值 0.7%。
- 英鎊、日圓：英國經濟疲軟，通膨居高，且財政狀況惡化加劇市場擔憂，日本財政隱憂升溫，加以政治新局帶來不確定性，英鎊及日圓對美元分別貶值 0.6%及 1.7%。
- 印度盧比：美國對印度加徵 50%高額關稅，恐衝擊其經濟，市場資金持續流出，印度盧比對美元貶值 2.5%。

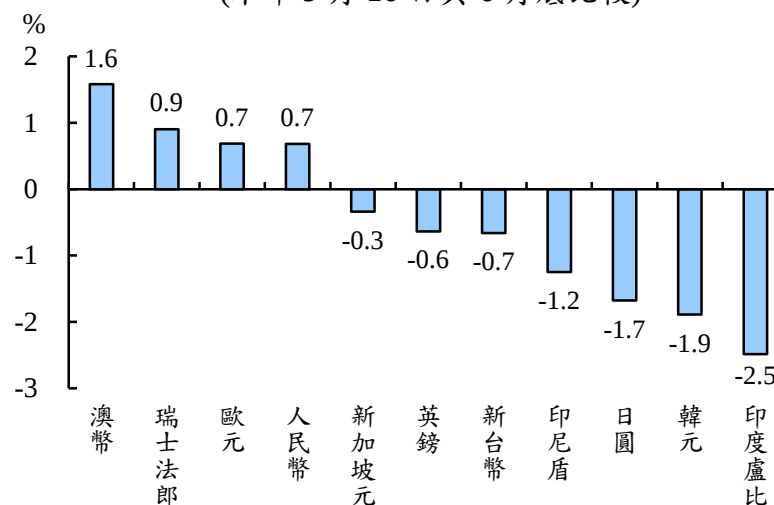
圖 17 DXY 美元指數



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 18 主要經濟體貨幣對美元升貶幅

(本年 9 月 16 日與 6 月底比較)



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

(五)影響全球經濟前景之風險因素

預期本年全球經濟成長趨緩，且經濟前景面臨諸多風險因素(圖 19)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 19 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

- 美國仍與多國持續協商對等關稅，細節尚未明朗，且對等關稅及芬太尼關稅面臨美國國內合法性爭議，未來若遭美國聯邦最高法院判定無效，恐致全球貿易與美國稅務混亂；另中國大陸、俄羅斯及印度加強多邊合作機制，且中、歐計劃強化綠色轉型與供應鏈關係等均影響國際經貿局勢；美國關稅執行成效與政策走向仍具高度不確定性。
- 當前美國平均有效關稅為二戰以來最高水準，影響美國國內產業與全球貿易，對全球供應鏈之衝擊尚待觀察。

主要央行貨幣政策走向分歧與財政風險升溫

- 近月美國勞動市場下行風險擴大，Fed 將持續降息；歐元區經濟成長面臨之風險已趨平衡，ECB 將視最新情勢調整貨幣政策；日本近期國內政治不確定性升溫，惟若關稅不確定性下降，薪資成長與通膨之良性循環符合預期，BoJ 將仍持升息立場；中國大陸經濟有賴政策支持，人行將維持貨幣寬鬆；主要央行貨幣政策調整走向，將牽動未來國際資金流向，進而影響全球股市、匯市及債市的穩定性。
- 近期法國政局不穩，主權信用評等遭降，引發各界擔憂歐洲主權債務危機是否將再起；全球政經情勢快速變化，恐影響全球經濟與國際金融穩定。

地緣政治風險與氣候變遷

- 俄烏戰爭尚未結束、中東局勢依然緊張，地緣政治衝突未解，影響全球供應鏈穩定，致全球通膨不確定性仍高。
- 本年夏季，全球多地再次遭遇高溫與乾旱等極端天氣事件，衝擊農業生產，加劇全球經濟成長與通膨不確定性。

中國大陸生產過剩問題仍存

- 中國大陸內需疲弱、消費信心不足，部分地區與產業通縮壓力持續存在，政府雖祭出財政擴張與貨幣寬鬆政策，但提振效果尚未顯現，經濟復甦仍具挑戰。
- 此外，生產過剩問題依然嚴峻，企業低價競爭加劇市場通縮，若中國大陸轉而將商品大量出口，恐導致其他經濟體通縮壓力增加並衝擊相關產業，加劇貿易摩擦與保護主義風險。

資料來源：本行整理媒體報導，以及 IMF、BIS、World Bank 等主要國際機構觀點