

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2025)年 9 月本行理監事會議以來，人工智慧(Artificial Intelligence, AI)等新興科技應用發展，抵銷部分美國高關稅對全球經濟成長之衝擊，全球製造業逐步復甦，服務業持續擴張；S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測今、明(2026)兩年全球經濟成長率分別為 2.82%及 2.69%，全球經濟成長仍具韌性。

物價方面，主要產油國持續增產，供給過剩擔憂致國際油價震盪走低，另關稅成本逐漸轉嫁至美國物價，致美國通膨降溫時程延後，其他主要經濟體通膨率則多趨降。S&P Global 預測明年全球通膨率由本年 3.46%降至 2.97%。

貨幣政策方面，美國關稅政策衝擊後，全球經濟仍溫和成長，通膨率則自俄烏戰爭爆發後之高點持續回降，主要央行依該國經濟金融數據評估妥適之貨幣政策立場；Fed 本年 10 月及 12 月均調降政策利率 0.25 個百分點，另自 12 月貨幣政策會議後開始購買短天期公債，以維持貨幣市場流動性穩定；ECB 維持政策利率不變；BoJ 總裁植田則表示，若經濟與物價如預期發展，且帶動薪資穩健成長，傾向調升政策利率；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。

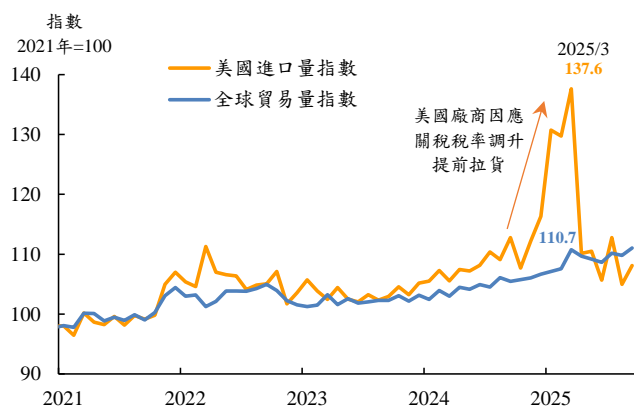
金融市場方面，美國政府延後公布經濟數據，市場缺乏數據指引，美國 10 年期公債殖利率震盪後略升；AI 產業鏈擴大投資規模，加以科技類股財報亮眼，惟市場擔憂 AI 相關科技類股股價過高，全球股價指數於高點震盪；全球風險資產價格大幅波動，資金流向美元避險，9 月底以來美元指數(DXY)先升後略跌，主要經濟體貨幣對美元升貶互見。

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定性因素，包括 AI 應用與商業模式之經濟效益具不確定性、美國貿易政策發展及其影響、主要央行貨幣政策調整路徑、中國大陸內需疲弱與產能過剩問題及地緣政治風險仍存等；其後續發展與影響宜密切留意。

(一)全球經濟展望：美國關稅稅率上升抑制全球成長動能，AI 發展為影響全球經濟展望之重要變數

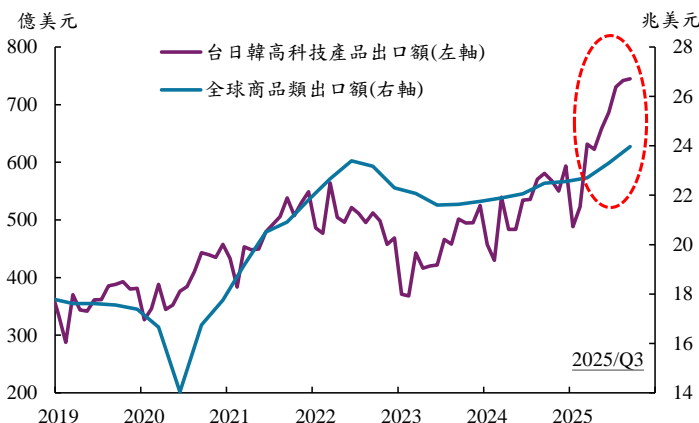
1. 美國提前拉貨效應漸消退，惟 AI 投資拉升部分國家高科技產品出口，減緩美國高關稅對全球經濟成長之衝擊
 - 企業**規避美國關稅之提前拉貨**(front-loading)**效應消退**，加以關稅稅率上升影響逐漸顯現，抑制**全球貿易成長動能**(圖 1)。
 - **AI 浪潮推升 AI 基礎建設投資需求**，帶動**亞洲國家高科技產品出口暢旺**，抵銷部分美國高關稅之負面衝擊(圖 2)。
 - 觀察近期數據，本年 11 月**全球製造業採購經理人指數(PMI)為 50.5**，連續 4 個月維持於**50 榮枯線之上**，加以**服務業維持穩健擴張趨勢**(圖 3)，預期成長動能持續。

圖 1 美國進口商提前拉貨效應消退



資料來源：Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

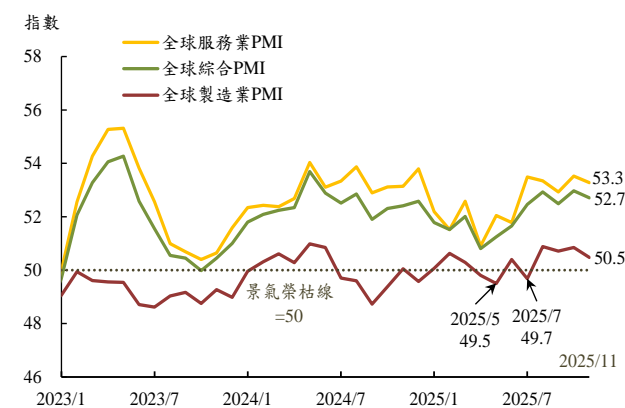
圖 2 亞洲高科技產品出口暢旺



註：高科技產品為電子零組件、資通訊產品、光學及精密儀器。

資料來源：International Trade Centre、S&P Global

圖 3 全球 PMI



註：PMI 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)。

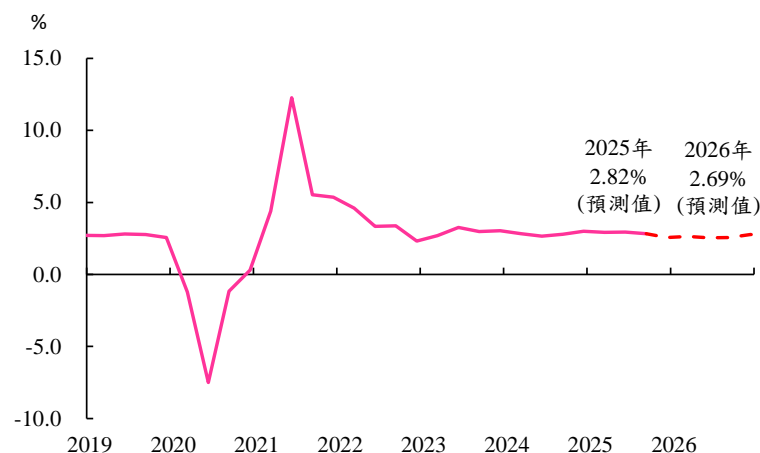
資料來源：J.P. Morgan、S&P Global

2. 預測明年全球經濟成長率為 2.69%，低於本年之 2.82%，AI 發展為影響明年景氣之重要變數

S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.82%，明年降至 2.69%，全球經濟成長仍具韌性(圖 4)。AI 產業發展、美國高關稅及中國大陸產能過剩為影響經濟展望之重要變數，預期將對各國造成不同程度影響；其中美國受 AI 投資支撐、南韓因低基期，明年成長率將高於本年，其餘經濟體成長率多低於本年(圖 5)。

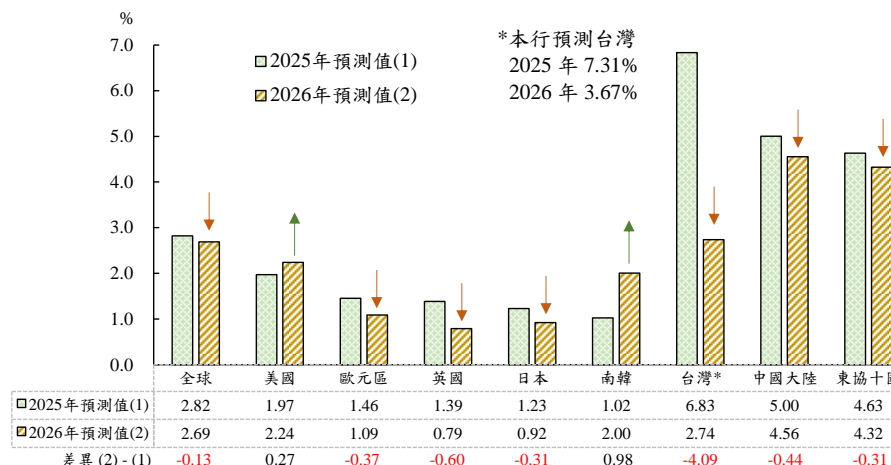
- 美國：引領全球 AI 產業發展，大而美法案(One Big Beautiful Bill Act)減稅政策提振消費，預測明年經濟成長率為 2.24%，高於本年之 1.97%(圖 4)。
- 歐元區與英國：歐元區中德國擴大國防支出，惟面臨美國高關稅及中國大陸產業競爭壓力；英國財政緊縮，關稅影響出口動能，預測歐元區及英國明年經濟成長率分別為 1.09%及 0.79%，低於本年之 1.46%及 1.39%(圖 5)。
- 日本：政府推出積極財政政策，加速投資 AI 及半導體等關鍵產業，惟美國高關稅抑制汽車等產業出口及投資，預測明年經濟成長率為 0.92%，低於本年之 1.23%(圖 5)。
- 中國大陸：政府推出激勵消費方案，惟消費信心仍疲、房市持續低迷，且美國高關稅使出口承壓，預測明年經濟成長率為 4.56%，低於本年之 5.00%(圖 5)。

圖 4 S&P Global 對全球經濟成長率之預測路徑



資料來源：S&P Global (2025/12/15)

圖 5 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓、↑分別表示 2026 年預測值較 2025 年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2025/12/15)

(二)全球物價展望：國際油價續低，預期全球通膨率趨緩

1. 油價走低，穀物價格上漲，整體國際商品價格下跌

- **OPEC+等主要產油國**持續增產，復以**俄烏**有望停火，**油價持續走低**。**12月15日**布蘭特原油現貨價格較9月底**下跌10.2%**(圖6)。
- 美中達成貿易協議，**中國大陸續購美國黃豆**，**推升黃豆價格**，帶動整體穀價上漲。**12月15日較9月底上漲2.8%**(圖7)。
- 本年9月底以來，金、銀等**貴金屬價格上漲**，**銅價**因主要銅礦產區停產而上漲，帶動**工業用金屬價格走升**，惟受國際**油價大幅下跌影響**，**12月15日**代表整體國際商品價格之**R/J CRB期貨價格指數較9月底下跌1.7%**(圖8)。

圖6 布蘭特原油現貨價格



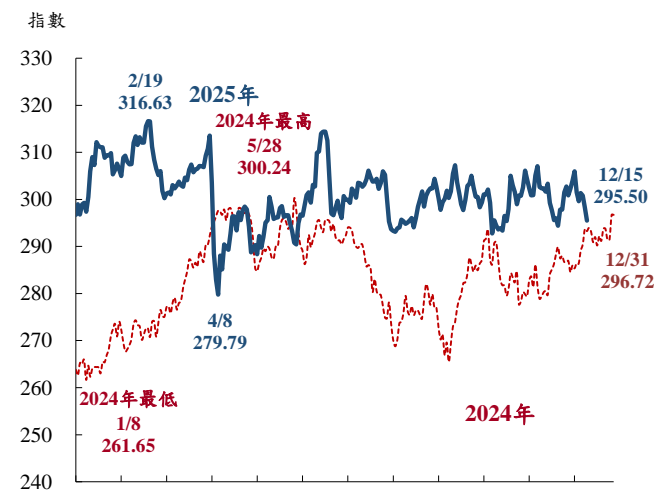
資料來源：LSEG Datastream

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. 預測明年全球消費者物價指數(CPI)年增率為2.97%，低於本年之3.46%

主要機構預期明年全球**原油供給持續增加將抑低油價**，預測原油價格續跌(表 1)。S&P Global **預測明年全球通膨率**由本年之 3.46% **降至 2.97%**，**全球通膨趨於平穩，多數主要經濟體通膨率低於本年**(圖 9)。

- **美國：關稅成本逐漸轉嫁至商品類價格**，惟勞動薪資成長放緩有助服務類通膨降溫，**預測明年 CPI 年增率為 2.80%**，高於本年之 **2.74%**(圖 9)。
- **歐元區與英國：歐元區經濟活動放緩**，加以能源價格走低，**通膨持續降溫，預測明年調和消費者物價指數(HICP)年增率為 1.95%**，低於本年之 **2.15%**；**英國經濟疲軟，消費信心低迷，抑制通膨，預測明年 CPI 年增率為 2.34%**，低於本年之 **3.38%**(圖 9)。
- **日本：政府以財政措施抑制電力及天然氣價格上漲**，在高基期因素下，通膨率逐步下降，**預測明年 CPI 年增率為 1.56%**，遠低於本年之 **3.15%**(圖 9)。
- **中國大陸：持續擴大財政支出，促進產業升級並激勵民間消費**，以緩解供需失衡及通縮壓力，**預測明年 CPI 年增率 0.53%**，高於本年之 **0.01%**(圖 9)，惟仍遠低於政府政策目標之 **2%**。

表 1 布蘭特原油價格

單位：美元/桶

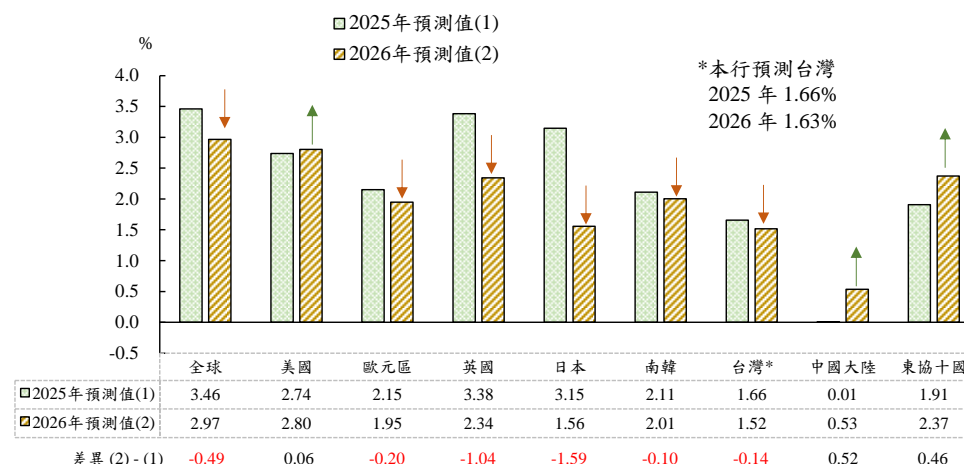
| 預測機構 | 2024年 實際值 | 2025年 預測值 | 2026年 預測值 |
|--|--------------|--------------|--------------|
| EIA*(12/10) | 80.5 | 69.0 | 55.1 |
| S&P Global Market Intelligence (12/15) | | 69.0 | 58.6 |
| EIU**(11/20) | | 69.1 | 61.3 |
| 平 均 | | 69.0 | 58.3 |

註：*U.S. Energy Information Administration

**Economist Intelligence Unit

資料來源：EIA、S&P Global、EIU

圖 9 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



註：↓、↑分別表示 2026 年預測值較 2025 年下降及上升。

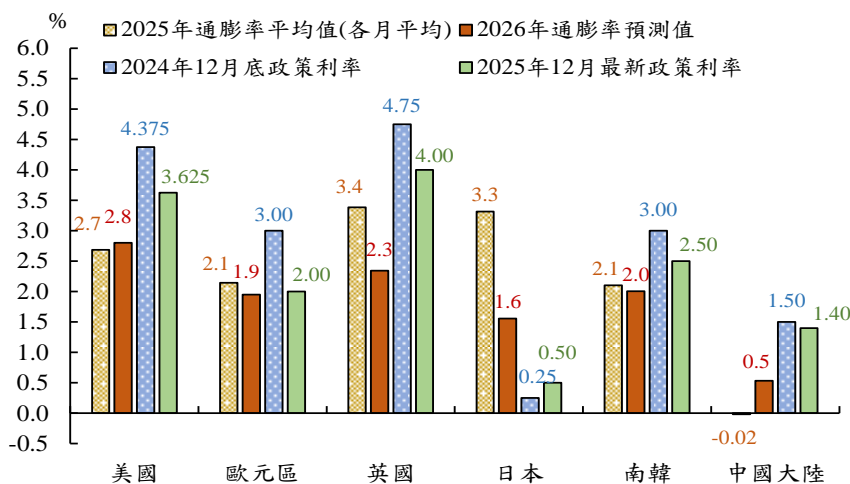
資料來源：S&P Global (2025/12/15)

(三)主要央行貨幣政策：Fed 持續降息，ECB 維持政策利率不變，BoJ 傾向升息，人行則延續寬鬆貨幣政策

全球經濟溫和成長且通膨壓力續緩，惟各國經濟物價表現分歧，主要央行依該國經濟與物價情勢調整政策利率，持續依最新經濟金融數據評估妥適之貨幣政策立場(圖 10)。

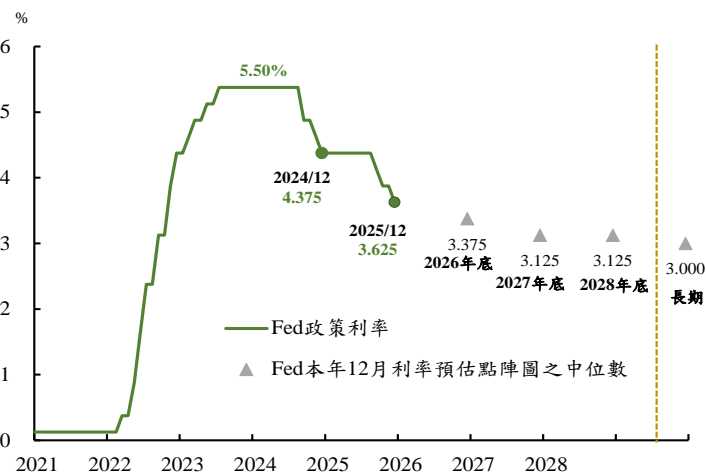
- **Fed** 本年 10 月及 12 月均調降政策利率 1 碼(0.25 個百分點)，另自 12 月貨幣政策會議後開始**購買短天期公債**，以維持貨幣市場流動性穩定。主席 **Powell** 於 12 月貨幣政策會議後記者會表示，近月通膨及就業風險平衡發生變化，**勞動市場下行風險上升**，未來若未實施新關稅政策，**預期商品類通膨約於明年第 1 季升至峰值**，下半年開始降溫。
➤ 12 月會議之利率預估點陣圖顯示，**預期明年將降息 1 碼**(圖 11)。
- **ECB** 本年 10 月**維持政策利率不變**，總裁 Lagarde 於 10 月貨幣政策會議後記者會表示，歐元區經濟仍維持成長；未來將持續基於最新經濟金融數據，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 10 月續暫停升息，連續 6 次維持利率不變。總裁植田於 12 月演講表示，**若經濟與物價如預期發展，且帶動薪資穩健成長，未來傾向調升政策利率**。
- **人行**為支持經濟穩定成長，**持續實施寬鬆貨幣政策，並向市場釋出流動性**。

圖 10 主要經濟體通膨率與央行政策利率



註：美國 Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值；歐元區 ECB 政策利率為隔夜存款利率；中國大陸人行政策利率為 7 天逆回購利率。
資料來源：LSEG Datastream；S&P Global (2025/12/15)；本行計算

圖 11 Fed 政策利率預測路徑



註：美國政策利率為聯邦資金利率目標區間中值。
資料來源：Fed

(四)金融市場：美國10年期公債殖利率區間震盪後略升，全球股市於高點震盪，美元指數升後略跌

1. 債市：美國 10 年期公債殖利率區間波動，德、日上揚，中國大陸則下滑

- 本年 9 月底以來，美國政府延後公布經濟數據，市場缺乏數據指引，Fed 內部對降息路徑看法分歧，美國 10 年期公債殖利率區間震盪，12 月 15 日較 9 月底上升 2 個基點；德國擴大國防財政支出，日本推動大規模經濟激勵措施，預期公債發行量上升，德、日 10 年期公債殖利率分別較 9 月底上升 14 及 31 個基點；中國大陸因經濟成長隱憂猶存，政府表示明年將延續寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率較 9 月底下降 8 個基點(圖 12)。
- 近期中國大陸通膨率雖回升，惟經濟成長動能趨緩，通縮風險仍存，預期貨幣政策維持寬鬆，10 年期公債殖利率於近月低點震盪；日本則已擺脫通縮情勢，加以政府推出大規模財政激勵措施，10 年期公債殖利率攀升至 2007 年以來高點；中、日 10 年期公債殖利率之利差降至新低且由正轉負(圖 13)。

圖 12 主要經濟體 10 年期公債殖利率

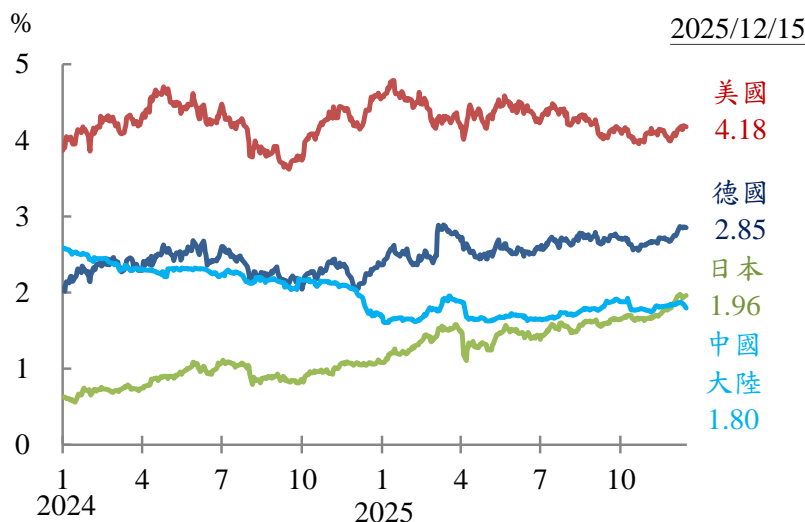
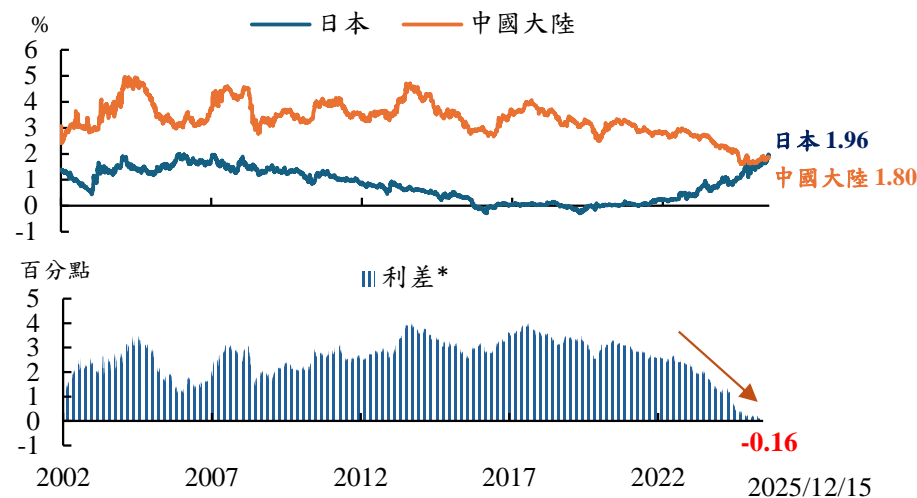


圖 13 中國大陸及日本 10 年期公債殖利率及其利差



註：*中國大陸與日本 10 年期公債殖利率之差異。

資料來源：LSEG Datastream

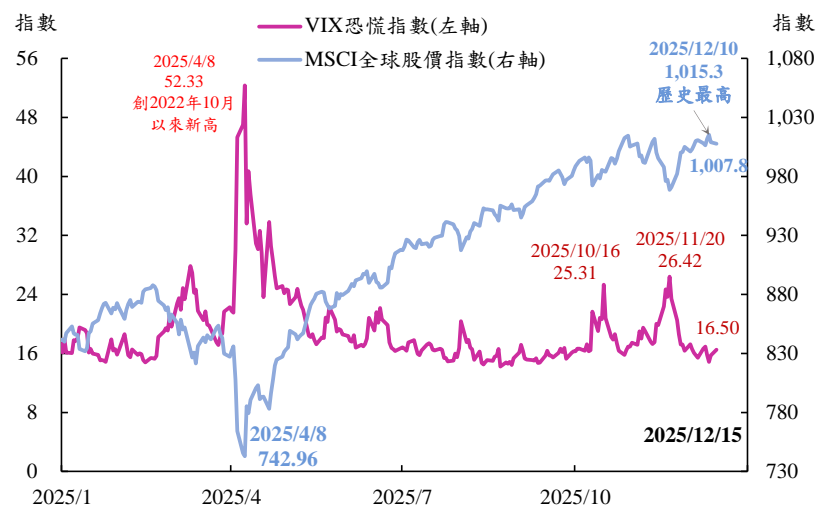
2. 股市：全球股價指數於高點震盪，主要股市多上漲

本年9月底以來，**AI 產業鏈擴大投資規模**，加以**科技類股財報亮眼**，**MSCI 全球股價指數再創新高**，嗣因市場擔憂**AI 相關科技類股股價過高**而於**高點震盪**，**VIX 恐慌指數波動則加劇**，顯示投資人在股價屢創高點下，**避險情緒亦升溫**(圖 14)。

本年12月15日與9月底比較，**主要股市多上漲**(圖 15)。

- **美股**：部分 AI 企業擴大債務融資，市場對 AI 泡沫化之擔憂升溫，美股 11 月初自歷史高點拉回，後隨 Fed 降息預期升溫而回升；主要為科技類股之**那斯達克指數上漲 2.4%**，**標普 500 指數亦上漲 1.9%**。
- **歐股**：歐元區在**銀行等其他產業表現持穩**下，**泛歐元道瓊指數上漲 3.9%**。
- **日股**：新政府**擴大財政支出**，積極**投資 AI 及半導體**等多項**關鍵產業**，整體**企業投資穩定**，**日股大漲 11.7%**。
- **韓股**：**AI 浪潮推升半導體出口動能**，美韓關稅協議確定，**南韓輸美關稅由 25% 下調至 15%**，**南韓股市大漲 19.4%**。
- **陸股**：**美中貿易磋商持續**，惟**經濟動能趨緩**，加以**中日地緣政治緊張局勢升溫**，**上海綜合指數略跌 0.4%**。

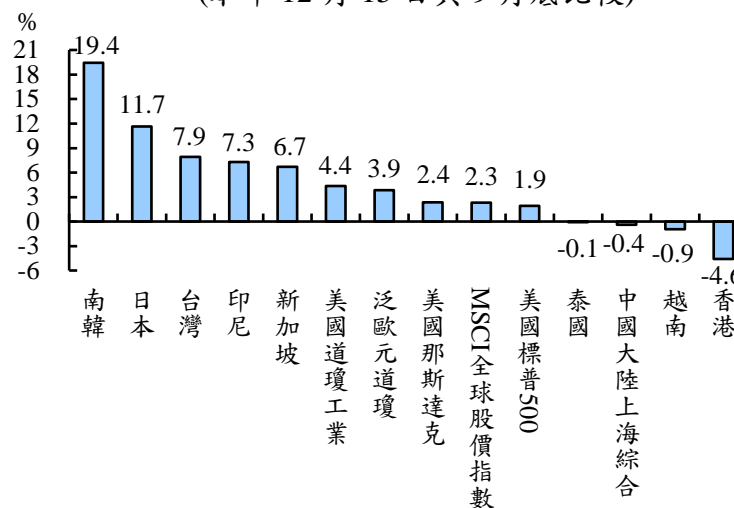
圖 14 MSCI 全球股價指數及 VIX 恐慌指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 15 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年12月15日與9月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

3. 匯市：美元指數先升後略跌，主要經濟體貨幣對美元升貶互見

本年9月底以來，**全球風險資產價格大幅波動**，資金流向美元避險，帶動**美元指數**自本年底點之96.63，**升至近月高點之100.23**；嗣因**Fed延續降息步伐**，**美元指數略回降**(圖16)。本年12月15日與9月底相較，**主要經濟體貨幣對美元升貶互見**(圖17)。

- **歐元**：市場預期ECB結束降息循環，美國與歐元區之利差收斂，惟歐元區製造業仍疲弱，**歐元對美元略升值0.2%**。
- **英鎊**：英國經濟數據疲軟，財政困境持續，市場預期BoE降息，**英鎊對美元貶值0.5%**。
- **日圓**：市場預期高市政府延續安倍經濟學之寬鬆貨幣政策，復以擔憂財政赤字擴大，**日圓對美元貶值4.7%**。
- **韓元**：外資逢高賣出韓股並匯出資金，居民則增加海外投資，**韓元對美元貶值4.4%**。
- **人民幣**：人行引導中間價緩步偏升，**人民幣對美元升值1.0%**。

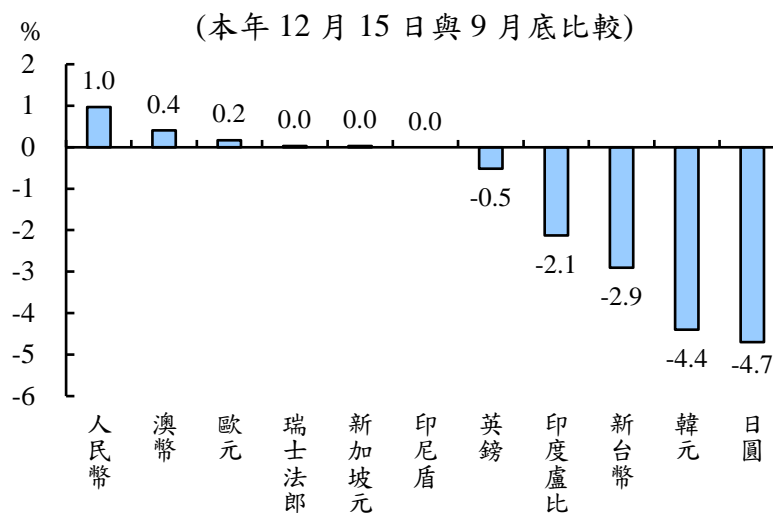
圖 16 DXY 美元指數



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 17 主要經濟體貨幣對美元升貶幅



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不確定因素

全球經濟成長仍具韌性，惟面臨諸多不確定性(圖 18)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 18 全球經濟前景面臨之不確定因素

AI 應用與商業模式之經濟效益具不確定性

- 生成式 AI 熱潮推升算力需求，主要雲端服務商(CSP)擴大資本支出投資 AI 基礎建設，惟 AI 終端應用及商業模式尚未成熟，若未來經濟效益不及預期，龐大之 AI 投資恐有泡沫化風險，可能導致資產價格下跌，負面財富效果將削弱全球需求、衝擊全球金融穩定。

美國貿易政策發展及其影響

- 美國高關稅對全球經濟成長之抑制效果逐漸顯現，而其關稅政策仍面臨國內適法性疑慮，若未來美國聯邦最高法院裁定違憲或越權，美國當局政策措施調整及其影響仍具不確定性。

主要央行貨幣政策調整路徑

- 美國通膨率仍高，惟勞動市場下行風險上升，Fed 降息路徑具不確定性；BoJ 傾向升息；歐元區通膨趨穩，經濟溫和擴張，預期 ECB 結束降息週期；中國大陸經濟有賴政策支持，人行將維持貨幣寬鬆。主要央行貨幣政策走向分歧，勢將牽動國際資金流向，增添金融市場波動風險。

中國大陸內需疲弱與產能過剩問題

- 中國大陸消費信心疲弱，且房市持續低迷，削弱寬鬆貨幣政策之傳遞效果；政府加碼財政擴張力道，惟對實體經濟之提振成效仍待驗證。
- 產能過剩問題嚴峻，產業內捲式低價競爭壓縮獲利空間，不利經濟結構轉型；若其持續向外輸出過剩產品，恐衝擊他國相關產業，進而激化全球貿易摩擦與保護主義風險。

地緣政治風險仍存

- 當前全球地緣政治風險仍存，包括俄烏談判之內容與進展、中日緊張局勢、美國對委內瑞拉行動等，不確定性升高恐制約投資意願，為全球經濟與通膨前景增添變數。

資料來源：本行整理媒體報導及主要國際機構觀點