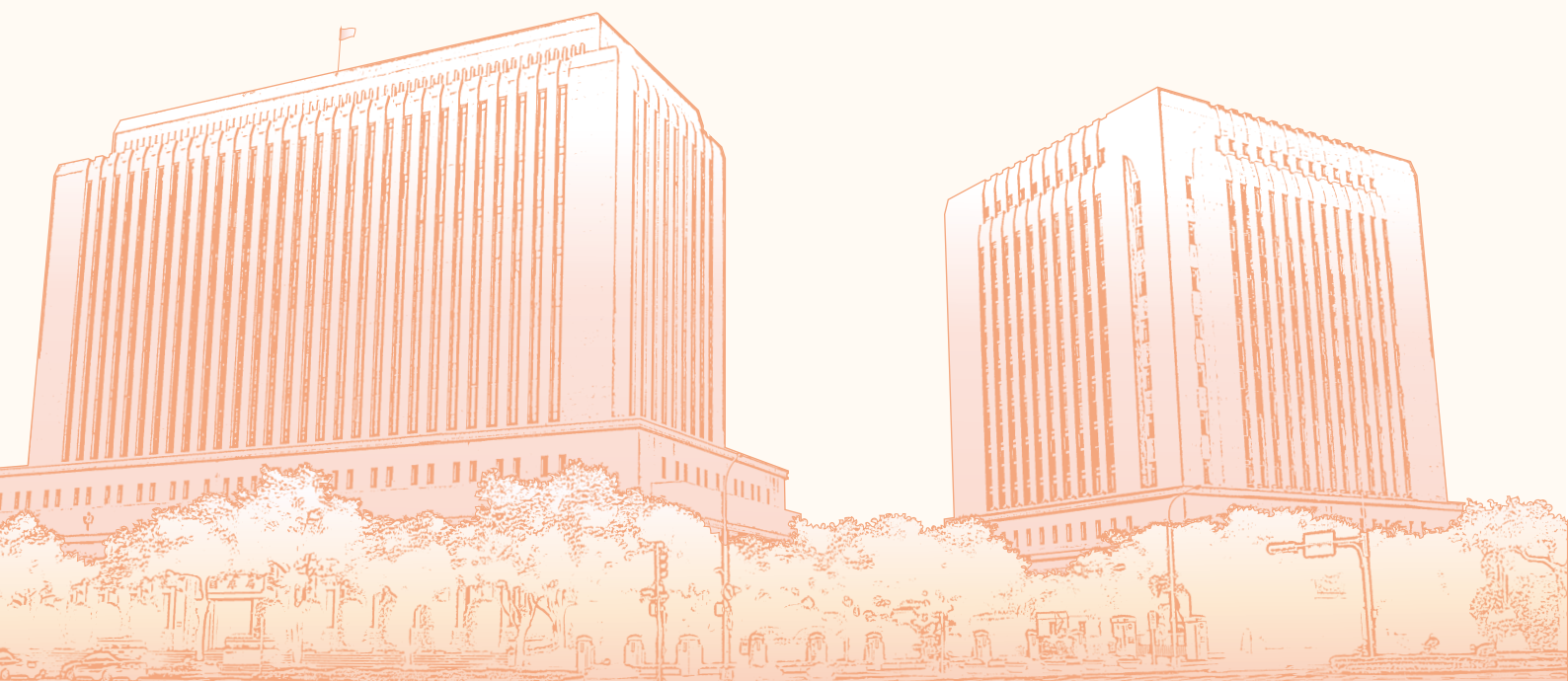


壹、國際經濟金融篇



壹、國際經濟金融篇

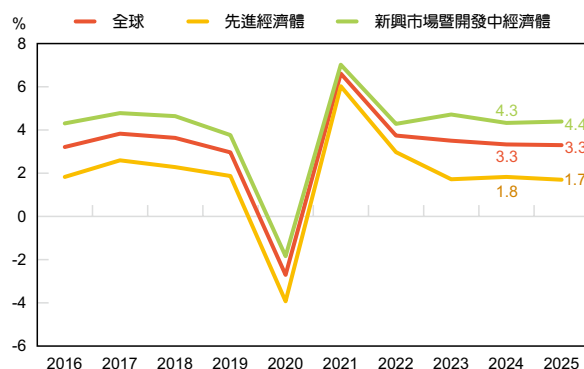
一、國際經濟金融情勢概述

2025 年 4 月，美國宣布加徵高於預期的「對等關稅」（reciprocal tariffs），加以美中貿易摩擦升溫，全球經濟下行風險一度攀升。其後，美國降低關稅政策力道，並在人工智慧（artificial intelligence, AI）等新興科技強勁發展帶動下，全球製造業景氣逐步重返擴張軌道，緩解美國高關稅政策之負面衝擊。國際貨幣基金（IMF）估計，2025 年全球經濟成長率為 3.3%，與上（2024）年持平，其中先進經濟體自 1.8% 降至 1.7%，新興市場暨開發中經濟體則自 4.3% 升至 4.4%。

貿易方面，受美國高關稅政策影響，廠商對美出口出現提前拉貨效應，惟貿易政策不確定性升高仍抑制全球商品貿易與投資動能。隨後，因關稅實際執行強度降低，加以 AI 產業蓬勃發展推升資通訊產品出口，抵銷部分負面衝擊，支撐全球貿易量成長率由上年之 3.6% 升至 2025 年之 4.1%。

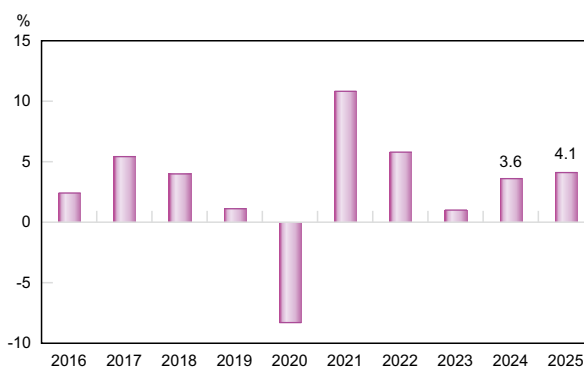
通膨方面，主要產油國持續增產致國際油價走低，2025 年底布蘭特原油現貨價格每桶 61.35 美元，較去年底大幅下跌 17.7%；2025 年全球消費者物價指數（CPI）年增率自上年之 5.8% 降至 4.1%，其中先進經濟體自

經濟成長率



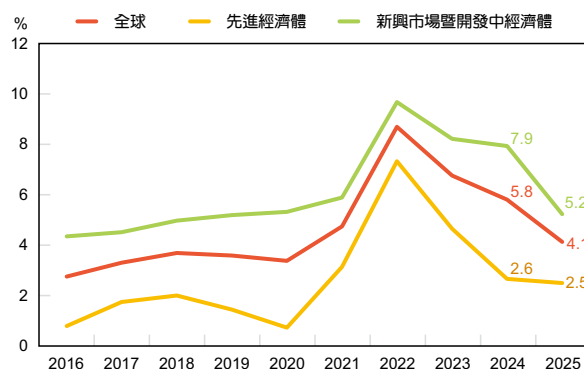
資料來源：IMF。

全球貿易量成長率



資料來源：IMF。

消費者物價指數年增率



資料來源：IMF。

2.6% 緩降至 2.5%，新興市場暨開發中經濟體則自 7.9% 大幅降至 5.2%。

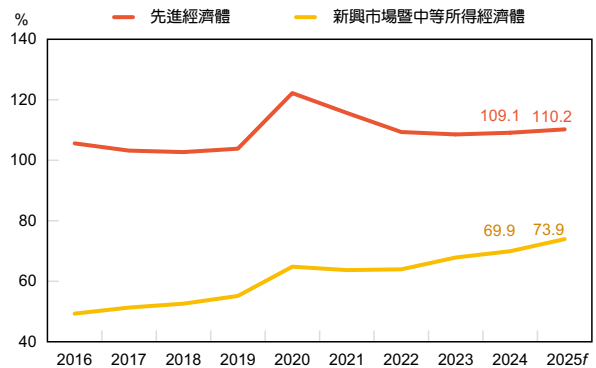
主要經濟體貨幣政策方面，2025 年美國聯邦準備體系（Fed）為因應勞動市場下行風險升高，歐洲央行（ECB）為支撐經濟復甦，多次調降政策利率；日本央行（BoJ）兩度升息以推動貨幣政策正常化；中國人民銀行（以下簡稱人行）則調降存款準備率及多項政策利率，貨幣政策維持寬鬆立場。

財政政策方面，隨著全球經濟溫和成長，加以各經濟體政府為因應國防、人口老化及發展經濟等日益龐大的財政需求，支出規模持續超過稅收，致政府債務進一步累積。其中先進經濟體 2025 年政府債務對 GDP 比率由上年的 109.1% 小幅升至 110.2%，新興市場暨中等所得經濟體則為因應嚴峻的經濟下行壓力而加大財政支持力道，其政府債務對 GDP 比率從上年的 69.9% 大幅升至 73.9%。

金融市場方面，美國宣布對等關稅措施，

市場恐慌情緒驟升，引發全球股市重挫；嗣隨著對等關稅延後實施、美國陸續與各國達成貿易協議，復以 AI 科技浪潮帶動科技類股上漲，全球股市反轉走升。儘管市場對 AI 類股股價過高的疑慮逐漸升溫，2025 年 MSCI 全球股價指數仍屢創新高。債市與匯市方面，美國 10 年期公債殖利率因 Fed 降息預期升溫而先升後降，德、日 10 年期公債殖利率則因大規模財政擴張而走升；美元指數因貿易政策不確定性與降息預期而震盪走低。

政府債務對 GDP 比率



註：f 表示預估值。

資料來源：IMF Fiscal Monitor, October 2025。

二、主要經濟體經濟情勢

(一) 美國經濟成長仍具韌性，歐、日景氣回溫；通膨走勢分歧

2025年，美國貿易政策及其不確定性抑制內需，惟AI相關資本支出大增，以及股市大漲帶來正向財富效果，部分抵銷其負面衝擊，全年經濟成長率由上年之2.8%降至2.2%，仍領先多數先進經濟體。勞動市場出現「低聘僱、低裁員」現象，非農就業人數增加18.1萬人，遠低於上年之新增145.9萬人，失業率自上年之4.0%升至4.3%。物價方面，國際油價下跌及美國勞動市場放緩，緩解通膨上行壓力，CPI年增率自上年之3.0%降至2.6%，惟仍高於Fed之2%目標。

歐洲經濟與通膨表現持穩，企業因應美國關稅政策而提前出貨，支撐2025年歐元區經濟溫和復甦，全年成長率由上年之0.9%升至1.5%。主要成員國復甦進度不一：德國擴大國防支出之財政激勵效果尚未浮現，經濟表現平疲；法國因公共支出受限與政治不確定性影響，經濟溫和成長。物價方面，國際能源價格下跌，加以食品類通膨趨緩，2025年調和消費者物價指數（HICP）年增率自上年之2.4%續降至2.1%，已趨近ECB之2%對稱性目標。

日本2025年上半年米價大漲及弱勢日圓帶動食品價格上揚，實質薪資持續低迷抑低

消費者信心，加上美國對汽車課徵25%之高關稅不利企業投資及輸出，經濟一度低迷。所幸4月大阪萬國博覽會開幕帶動觀光熱潮，美國於9月宣布調降汽車關稅至15%。新任首相高市早苗於11月緊急推出規模約21.3兆日圓之經濟對策，擴大所得稅免稅額度、降低汽油稅、發放水電瓦斯費補貼及兒童津貼等，並積極投資AI及半導體等17項關鍵產業，激勵股市衝破5萬點心理關卡後仍屢創新高，提振企業投資及加薪之信心，全年經濟成長率由上年-0.2%回升至1.1%。物價方面，儘管政府大量釋出儲備米，並藉由補助電費及瓦斯費以壓制物價上漲力道，惟在日圓走貶壓力下，食品、日常用品，以及旅宿服務價格持續上揚，全年CPI年增率由上年之2.7%升至3.2%。

(二) 其他亞洲經濟體經濟成長走勢分歧，通膨下滑

中國大陸2025年經濟維持穩定成長。投資受房地產低迷、地方政府債務壓力及防止惡性競爭政策影響而表現疲弱；相對地，消費在「以舊換新」政策效應下升溫，出口亦受惠於市場多元化而穩健成長。全年經濟成長率為5.0%，與上年持平，達成官方設定之5%左右目標。

南韓2025年前3季經濟成長率受惠於內需回溫、外需走強而逐季回升，惟第4季受民間投資續疲拖累而略放緩。全年經濟成長

率由上年之 2.0% 降為 1.0%，主因固定資本形成衰退幅度擴大，輸出成長因面臨中國大陸競爭而轉弱。印度因民間消費與政府投資增加，預測 2025 財政年度經濟成長率將由上年度之 7.1% 升至 7.6%。

物價方面，2025 年中國大陸消費信心不振，全年 CPI 年增率為 0.0%，低於上年

之 0.2%，通縮壓力續存。南韓 CPI 年增率自 9 月起受韓元走弱推升進口成本影響，全年 CPI 年增率 2.1%，續高於央行 2% 通膨目標值，惟低於上年之 2.3%，創近 5 年新低。印度因食品價格大幅下跌，加以全球能源價格走低抑制國內能源價格，全年 CPI 年增率 2.2%，低於上年之 5.0%。

主要經濟體或地區經濟成長率

單位：%

經濟體或地區別	年	2023 年	2024 年	2025 年
全球		3.5	3.3	3.3
先進經濟體		1.7	1.8	1.7
新興市場暨開發中經濟體		4.7	4.3	4.4
美國		2.9	2.8	2.2
日本		0.7	-0.2	1.1
歐元區		0.4	0.9	1.5
德國		-0.9	-0.5	0.2
法國		1.4	1.2	0.9
英國		0.3	1.1	1.3
台灣		1.1	5.3	8.7
南韓		1.6	2.0	1.0
印度		7.2	7.1	7.6
中國大陸		5.4	5.0	5.0

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2026 及 IMF World Economic Outlook, October 2025。

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。

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	2023 年	2024 年	2025 年
全球		6.7	5.8	4.1
先進經濟體		4.6	2.6	2.5
新興市場暨開發中經濟體		8.2	7.9	5.2
美國		4.1	3.0	2.6
日本		3.2	2.7	3.2
歐元區		5.4	2.4	2.1
德國		6.0	2.3	2.2
法國		4.9	2.0	0.9
英國		7.3	2.5	3.4
台灣		2.5	2.2	1.7
南韓		3.6	2.3	2.1
印度		5.7	5.0	2.2
中國大陸		0.2	0.2	0.0

資料來源：1. IMF World Economic Outlook Update, January 2026 及 IMF World Economic Outlook, October 2025。

2. 各官方網站。

三、主要經濟體貨幣政策

(一) 美、歐央行降息，日本央行則推動貨幣政策正常化

為觀察關稅政策對通膨之影響，2025年1~8月Fed維持聯邦資金利率目標區間不變，9月後鑒於就業情勢下行風險升溫，三度調降政策利率共0.75個百分點至3.50%~3.75%

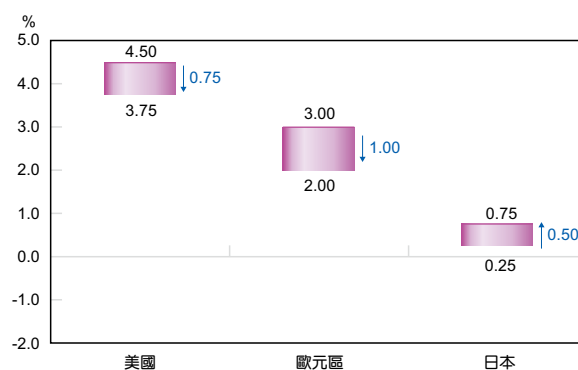
(有關美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討，詳專題一)。資產負債表方面，自2025年12月1日結束資產負債表規模縮減計畫，另為維持貨幣市場流動性穩定，決議自12月12日實施「準備金管理購買(reserve management purchases, RMPs)」購入國庫券。

2025年1~6月，ECB考量歐元區經濟表現疲弱，加以貿易政策不確定性恐將不利企業投資與出口，損及下半年經濟，四度調降隔夜存款利率、主要再融通操作利率與邊際放款利率各累計1個百分點，分別至2.00%、2.15%及2.40%；7~12月則因通膨率穩定於2%之目標，且評估通膨前景穩定，加以經濟表現具韌性，維持政策利率不變。資產購買計畫(APP)與因應疫情緊急購買計畫(PEPP)均已終止再投資，資產負債表規模將隨持有債券到期逐步下降。

2025年1月BoJ在通膨率持續高於2%以上，且企業加薪幅度優於預期之下，調升

政策利率至0.5%。之後，鑒於美國對等關稅政策增添全球經濟不確定性風險，暫緩升息步伐。12月，由於美國關稅政策對經濟造成之負面影響較預期輕微，且預期2026年春季勞資談判(春鬥)加薪動能仍將持續，再調升政策利率至0.75%。由於升息後之實質利率仍處低水準，BoJ表示若經濟與物價持續改善，仍將於2026年繼續推動升息。

2025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。歐元區以隔夜存款利率為代表。
資料來源：各央行官網。

(二) 其他亞洲經濟體多調降政策利率

中國大陸人行為支撐經濟成長，2025年持續寬鬆貨幣政策，調降金融機構存款準備率0.5個百分點，致金融機構加權平均存款準備率降至6.10%；調降中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)利率0.10個百分點至1.90%；引導1年期及5年期以上貸款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR)各下調0.10個百分點分別至3.00%及3.50%，以減輕實體經濟融資負擔；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 0.10 個百分點分別至 1.40%、2.25%、2.40% 及 2.75%，並決議恢復公開市場國債買賣操作，以持續充裕市場流動性。

南韓央行於 2025 年 2 月及 5 月調降官方

基準利率各 0.25 個百分點至 2.5%，以提振經濟成長動能，其後則因房市及匯市相關金融風險居高，維持政策利率不變。印度央行鑒於通膨降溫且全球經濟前景不確定性仍高，為支持經濟成長動能，2025 年 2 月起 4 度調降附買回利率，共 1.25 個百分點至 5.25%。

四、國際商品及金融情勢

(一) 油價及穀價下跌，黃金、工業用金屬價格大漲

2025 年國際油價呈震盪後大幅走跌態勢。年初因美國供暖需求與美國新增對俄制裁而上揚，嗣因美國對等關稅政策干擾全球經貿發展，國際油價短暫重挫，後受惠於夏季旅遊旺季需求，及以伊衝突，以色列及美國先後襲擊伊朗核設施，油價於 6 月升至年度高點。下半年隨 OPEC+ 持續增產，加以俄烏停火預期升溫，市場對供給過剩的擔憂轉強，油價大幅下跌。12 月 31 日布蘭特原油現貨價格為每桶 61.35 美元，較上年底下跌 17.7%。

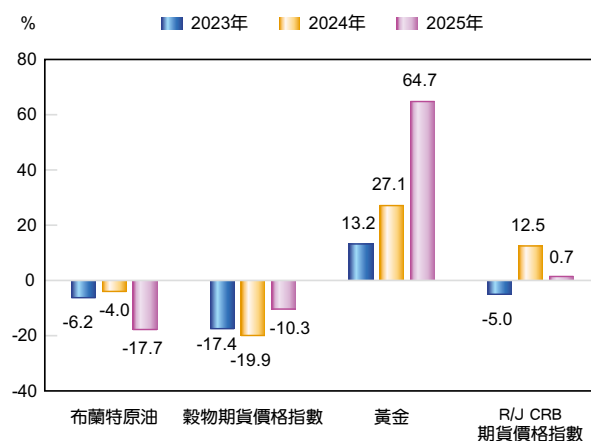
穀價方面，2025 年初，寒冬影響作物產出，穀價一度上漲，嗣因產區氣候轉佳，美國穀物庫存持續增加，復以俄烏停火預期走高，俄國穀物有望恢復出口，穀價轉跌。年底，美中貿易戰休兵，中國大陸承諾續買美國黃豆，穀價止跌。12 月 31 日 Bloomberg 穀物期貨價格指數較上年底下跌 10.3%。

金價方面，受全球貿易政策不確定性升高、地緣政治風險反覆及市場對 Fed 降息預期多次調整等影響，2025 年金價大幅走升，至年底為每盎司 4,324.67 美元，較上年底大漲 64.7%。

原油、穀物價格下跌，惟黃金、白銀等

貴金屬大漲，另 AI 基礎建設帶動銅需求，工業用金屬價格大漲；代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數較上年底小漲 0.7%。

主要大宗商品價格漲跌幅



註：Bloomberg 穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算而得；R/J CRB 期貨價格指數則係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等 6 大類別，共 19 種商品期貨價格編製而成，其中以能源類商品權重 39% 最高。

資料來源：LSEG Datastream；Bloomberg。

倫敦黃金現貨價格



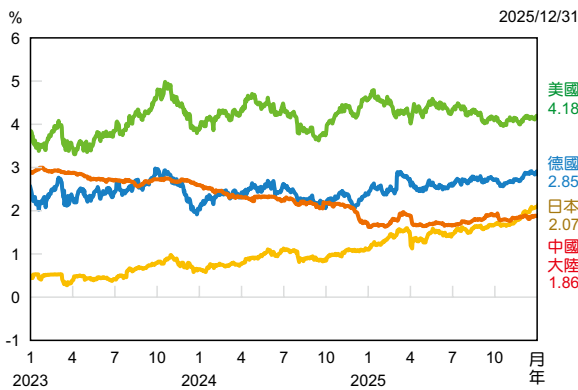
資料來源：LSEG Datastream。

(二) 美 10 年期公債殖利率下滑，德、日、中則走升

2025 年初，美國貿易政策不確定性升高，經濟下行風險上升，避險需求升溫，10 年期

公債殖利率一度走低，嗣因「大而美法案」(The One Big Beautiful Bill) 預期擴大財政赤字，殖利率轉升；下半年，美國勞動市場疲軟，降息預期升溫，殖利率反轉走低。德國因擴大國防支出，日本擬推動大規模經濟激勵措施，復以 BoJ 貨幣政策正常化，10 年期公債殖利率雙雙走揚。中國大陸房市及內需續疲，雖人行採寬鬆貨幣政策，惟財政政策擴張，10 年期公債殖利率震盪走升。

主要經濟體 10 年期公債殖利率

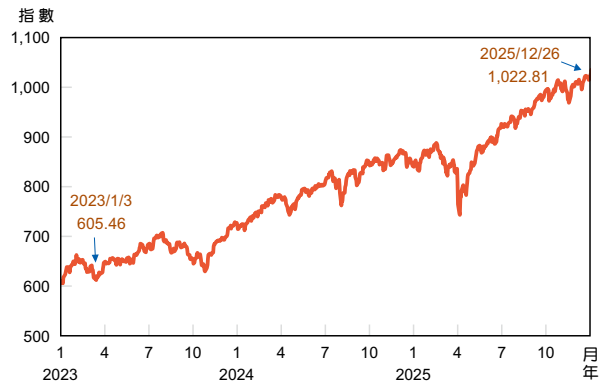


資料來源：LSEG Datastream；美國財政部。

(三) 全球股價指數屢創新高

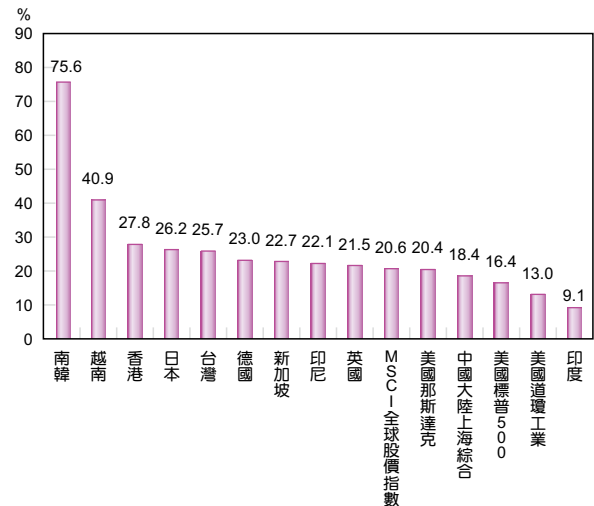
2025 年 4 月，美國對等關稅稅率超乎預期，全球股價指數一度重挫，嗣因對等關稅緩徵，復以美國與各國開啟貿易談判，且 AI 需求強勁，美國主要科技公司紛紛上修資本支出展望，帶動全球股價指數持續創高。各國股市多呈上漲，以科技類股為主之美國那斯達克指數大漲 20.4%；亞洲國家受惠 AI 應用需求，股市漲幅尤為明顯，南韓股市因上

MSCI 全球股價指數



資料來源：LSEG Datastream。

2025 年國際股價變動幅度



資料來源：LSEG Datastream。

年基期較低（股價下跌）且記憶體需求暢旺，在科技股領漲下大漲 75.6%。

(四) 美元指數震盪走低，主要經濟體貨幣對美元多走升

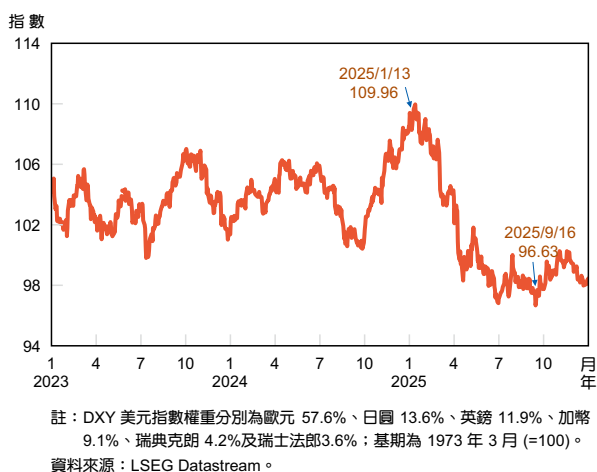
2025 年，美國貿易政策不確定性升高，資金一度流出美元資產，復以 Fed 三度降息，美元指數自高點大幅走低。

主要經濟體貨幣相對美元升貶互見，

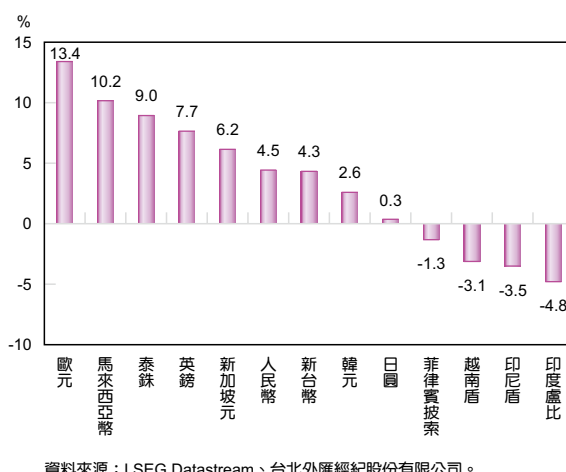
2025 年底與去年底相較，歐元因德國擴大國防支出，歐元區結束降息循環，美歐利差收斂，歐元對美元大幅升值 13.4%。BoJ 於年中兩度升息，復以美元資金流入，惟市場預期

高市政府延續安倍經濟學之寬鬆貨幣政策，致日圓小幅升值 0.3%。人民幣因人行持續穩匯，復以資金流入，對美元升值 4.5%。

DXY 美元指數



2025年國際主要通貨對美元升貶幅



專題一 美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討¹

一、本次降息週期美國貨幣政策、市場預期與公債殖利率曲線之轉折變化

(一) 2024 年 9 月，Fed 考量美國勞動市場及通膨均放緩，開啟降息周期，至年底累計降息 4 碼；2025 年以來貨幣政策維持按兵不動，直至勞動市場再次出現降溫跡象，並自 2025 年 9 月重啟降息，至年底累計降息 3 碼。

(二) 此期間（2024 年 9 月至 2025 年底），美國短天期利率變化大致與 Fed 貨幣政策動向一致，長天期利率走勢則更多反映市場對經濟成長與通膨之預期變化，以及期限溢酬（term premium）上升的影響，致長天期利率出現轉折變化。以下分三個階段說明：

1. 第一階段（2024 年 9 月至 12 月底）：公債殖利率曲線由倒掛轉陡峭。短天期利率隨

¹ 主要取材自中央銀行（2025），「美國本次降息週期公債殖利率曲線變化與美國公債地位之探討」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 18 日。

Fed 連續降息 4 碼而下降；長天期利率則回升，主要反映川普交易興起，市場預期川普 2.0 政策將支持經濟成長，通膨恐再升溫。

2. 第二階段（2025 年 1 月至 7 月底）：公債殖利率曲線由陡峭轉趨平坦，反映川普經貿政策加深市場對經濟前景的疑慮。而川普關稅政策反覆，加以美國財政可持續性疑慮升溫，多空因素交錯，長天期利率震盪下行。
3. 第三階段（2025 年 8 月至 12 月底）：公債殖利率曲線重新趨陡。美國勞動市場降溫，Fed 主席表示風險平衡出現變化，自 2025 年 9 月重啟降息，短天期利率降幅大於長天期利率。

二、美國本次降息週期，公債殖利率曲線變化之特殊性：政策利率下降，長天期公債殖利率不降反升

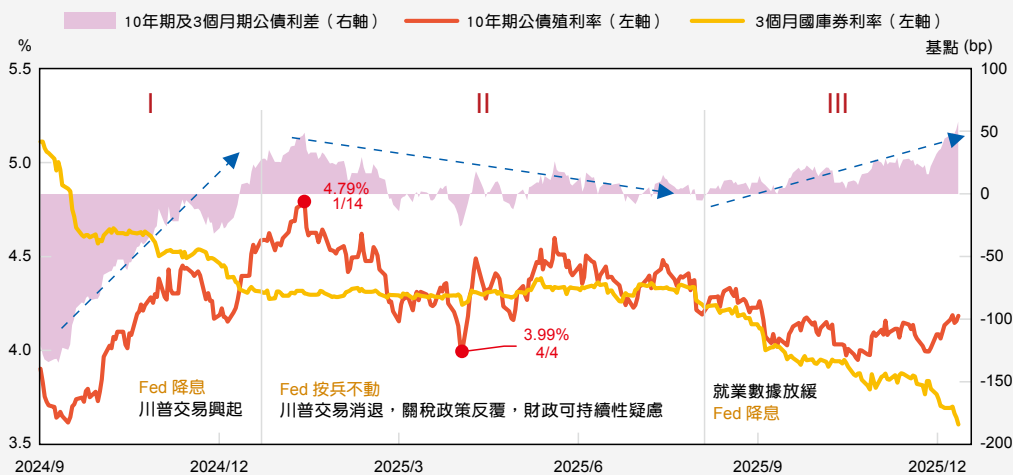
（一）本次降息週期緩慢且漸進，Fed 自 2024 年

9 月開啟降息週期，至 2025 年底聯邦資金利率下調 175 個基點至 3.50%~3.75%。

（二）同期間，長天期殖利率不降反升，10 年期公債殖利率由 3.6% 上升約 54 個基點至 4.2%，市場對持有長天期債券所要求的風險補償有所增加。可能反映以下因素：

1. 美國通膨預期仍具黏性：通膨雖自高點回落，然中長期通膨預期仍高於 Fed 目標；目前市場普遍認為通膨回到目標的過程將較為緩慢。
2. 美國經濟成長可能優於市場預期：2025 年 12 月 FOMC 之經濟估測顯示，Fed 已連續兩季上修 2026、2027 年美國經濟成長率預測，反映對美國經濟前景的看法轉趨樂觀²。
3. 財政赤字與債務可持續性問題：COVID-19 疫情後美國政府擴大發債，加以 Fed 快速升息推升融資成本，帶動利息費用攀升；即便 Fed

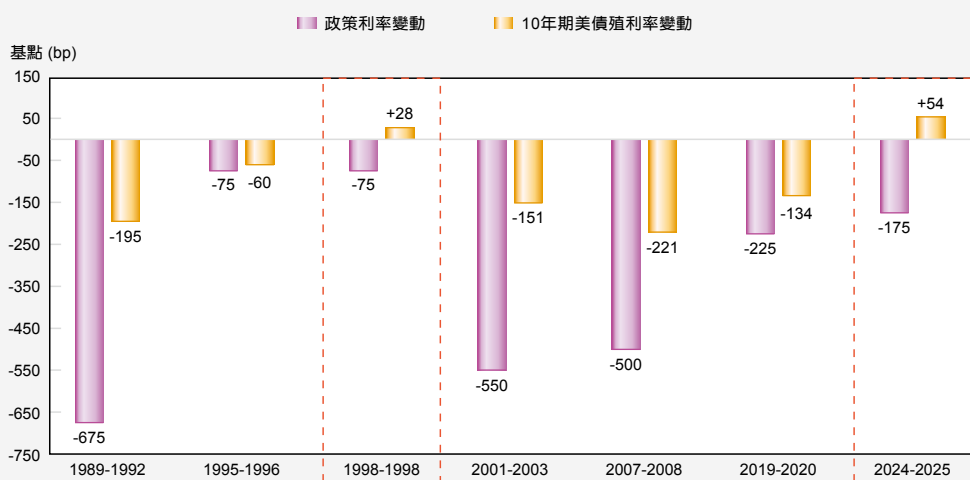
2024年9月以來10年期與3個月期美國公債利率及利差



資料來源：Bloomberg。

² 2025 年 12 月 FOMC 會後聲明指出，美國政府重啟運作之後，經濟成長或將加速，2026 年美國經濟成長率中位數預估值自 1.8% 上修 0.5 個百分點至 2.3%。

本次降息週期，長天期美國公債殖利率不降反升



資料來源：Bloomberg。

已啟動降息週期，惟在降息步伐緩慢且債務結構難以迅即調整下，債息負擔恐仍沉重。

4. 對 Fed 獨立性之擔憂：川普總統表示「立即降低利率」將為挑選下一任 Fed 主席的核心條件，然而，在通膨尚未回到目標、經濟仍具韌性的情況下，部分投資人擔憂貨幣政策恐更易受到政治因素影響，而有過度寬鬆之風險，對持有長天期公債要求額外的期限溢酬。

三、「去美元化」觀點使市場進行多元化投資，然美國資產之核心角色尚難取代

- (一) 2025 年 4 月美國宣布加徵高額關稅後，市場波動度大幅上升；然而隨金融市場恐慌性指標回落，2025 年下半年美元回穩，美股受 AI 產業推動，持續創高，美元資產仍為投資人之核心配置。

- (二) 然而，投資人受通膨可能再度升溫、地緣政治關係緊張及各國政府債務負擔攀升等因素影響，將部分資金分散至黃金，推動 2025 年金價上漲。近期，市場關注全球央行所持有之黃金市值，超越其所持有美國公債之金額，惟實際上各國央行黃金持有量之增幅仍小於其所持有美國公債之增幅；亦即，央行持有之黃金市值超越美國公債金額，係反映國際金價大漲。此外，增持黃金之央行僅集中於基於本身戰略考量或本國幣值不穩等少數國家。

- (三) 儘管美國對等關稅政策加劇全球金融市場不確定性，外國投資人持有美國公債情形仍穩健，外國投資人持有美國公債之規模持續創高，顯示美國公債在全球避險與資產配置中仍具一定吸引力。