

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2026)年 6 月本行理監事會議以來，美伊軍事衝突再起，荷姆茲海峽航運恢復時程延宕；復以葉門胡塞組織控制曼德海峽附近重要據點，中東衝突升溫，另本年聖嬰現象(El Niño)造成巴拿馬運河水位降低，全球主要航道運輸受阻，致國際油價走升，增添經濟成長下行壓力；惟人工智慧(AI)投資熱潮支撐主要經濟體經濟成長，全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)持續擴張。本年 9 月 17 日，S&P Global 預測本年全球經濟成長率為 2.47%，明(2027)年隨能源衝擊趨緩而回升至 2.93%。

物價方面，中東衝突及俄烏戰爭持續推升能源、糧食等大宗商品價格，將帶動全球生產者物價指數(PPI)回升，加以 AI 投資需求擴張，推升資通訊產品通膨，通膨上升風險猶存。S&P Global 在明年底油價仍將高於本年 2 月底中東衝突前水準之假設下，預測本年全球通膨率為 3.85%，明年在高基期影響下回降至 3.15%。

貨幣政策方面，能源價格居高時間過長，易透過成本轉嫁與薪資補償的第二輪效應推升整體通膨率，主要央行貨幣政策多趨緊，以避免通膨預期失去制約，並密切關注經濟成長與通膨風險。Fed、ECB 及 BoJ 均於 9 月升息；主席 Warsh 表示美國經濟具韌性，惟通膨仍偏高，將致力達成物價穩定目標；ECB 表示通膨率預期將高於目標水準一段期間；BoJ 表示日本企業物價指數上升，成本轉嫁壓力已開始外溢至消費者物價，通膨率高出目標的風險增加；人行則持續寬鬆貨幣基調。

金融市場方面，國際油價居高，主要經濟體財政疑慮升溫，美國 10 年期公債殖利率一度升抵 5.0%，主要國家公債殖利率亦多升至數年來高點，僅中國大陸維持低檔；全球股市修正後高點震盪；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不確定因素，包括中東衝突再起及聖嬰現象增強，能源與糧食供給短缺風險升高；主要央行貨幣政策趨向緊縮，牽動跨境資金流向；主要國家財政壓力升高，長期公債殖利率面臨上行壓力；AI 投資回報不確定性及融資風險升高，恐不利金融穩定，宜密切關注後續發展及影響。

(一)全球經濟展望：中東緊張局勢升溫，能源供需持續緊俏，惟 AI 投資支撐主要經濟體經濟成長

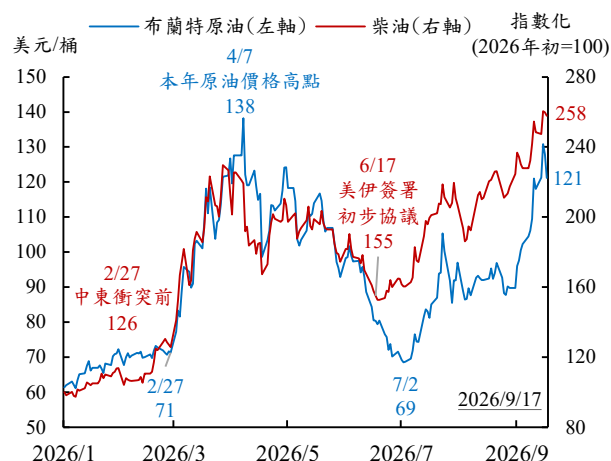
1. 中東緊張情勢及極端氣候衝擊主要航道運輸，能源供應情勢仍緊，國際油價走升

- (1) 本年 6 月 17 日美伊簽署初步協議，地緣衝突風險降溫，惟 7 月 7 日後因荷姆茲海峽控制權意見分歧，雙方軍事衝突再起；另葉門胡塞組織控制曼德海峽附近重要據點、聖嬰現象造成巴拿馬運河水位降低，全球主要航道運輸受阻。
- (2) 國際油價因中東情勢升溫而大漲，另各國回補原油庫存需求上升，原油運輸成本攀升，短期油市供需續緊俏。— 9 月原油價格再度突破每桶 100 美元，成品油短缺情勢尤嚴峻，其中柴油價格創本年以來新高(圖 1，專欄 1)。

2. AI 投資熱潮支撐主要經濟體在能源衝擊下仍維持韌性

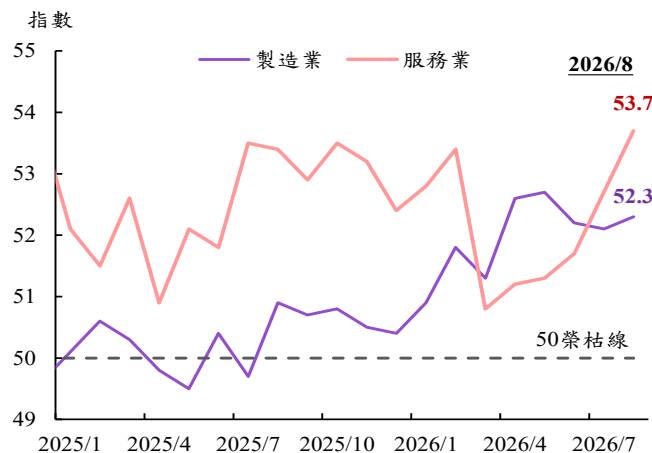
- 本年以來，全球製造業及服務業 PMI 維持擴張趨勢；主要經濟體持續擴大 AI 基礎建設投資，製造業活動續擴張，另全球股市表現良好，金融服務業景氣暢旺；全球經濟成長仍具韌性(圖 2)。
- 美國大型科技公司持續擴大 AI 基礎建設投資，分析師亦持續上調主要雲端服務商(CSP)未來 12 個月資本支出預測，顯示 AI 相關投資動能仍強(圖 3)。
- 惟 AI 相關投資與貿易集中少數經濟體，美國貿易入超與亞洲科技商品出口經濟體出超同步增加，全球經常帳失衡擴大(詳附錄)。

圖 1 布蘭特原油及柴油走勢



資料來源：LSEG Datastream

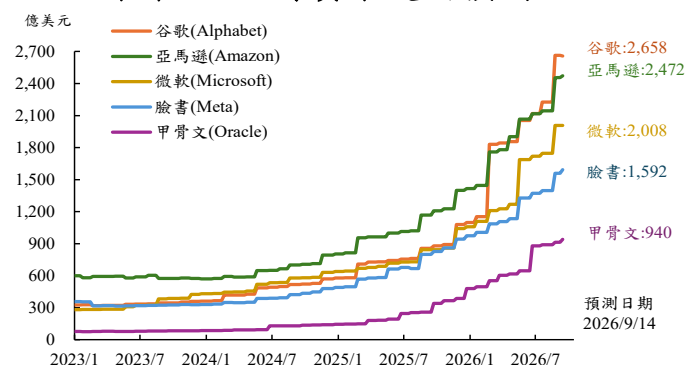
圖 2 全球製造業與服務業 PMI



資料來源：Bloomberg

2

圖 3 主要雲端服務商
未來 12 個月資本支出預測*



註：1.橫軸為機構分析師預測日期，縱軸為分析師對各 CSP 未來 12 個月資本支出規模之預測平均值。
2.*2026 年 9 月 14 日，分析師預測五大 CSP 未來 12 個月資本支出規模合計 9,670 億美元。
資料來源：LSEG I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System)

3. 預期本年全球經濟成長率為 2.47%，明年回升至 2.93%；惟中東衝突再起，增添經濟下行壓力

全球 AI 建設需求帶動投資及貿易成長，支撐全球經濟成長；S&P Global 上調本年全球經濟成長率預測值至 2.47%，明年隨能源衝擊趨緩而升至 2.93%，主要經濟體亦多回升(圖 4、圖 5)；惟近月美伊軍事衝突頻繁，加以沙烏地阿拉伯東西向輸油管道遇襲而受損，能源供應風險升溫，增添全球經濟成長下行壓力。

- 美國：「大而美法案」退稅措施之效益減退，汽油價格高漲降低民眾購買力，民間消費成長將趨緩，惟 AI 基礎設施建置需求挹注投資動能；S&P Global 預測本年經濟成長率 2.13%，明年升至 2.54%(圖 5)。
- 歐元區與英國：上半年經濟表現維持韌性，惟能源價格居高衝擊民間消費復甦；預測歐元區本年經濟成長率 0.98%，明年回升至 1.33%；英國本年成長率預測值則為 1.23%，明年升至 1.29%(圖 5)。
- 日本：全球 AI 產品需求持續擴張，支撐日本出口成長，復以政府擴大支出，部分抵銷能源價格上漲及日圓貶值對內需之衝擊；預測本年經濟成長率 0.85%，明年回升至 1.03%(圖 5)，成長動能仍緩。
- 中國大陸：出口持續擴張，惟成長動能集中於少數產業，對內需之提振力道有限；預測本年經濟成長率為 4.52%，明年降至 4.49%(圖 5)，位於當局 4.5%~5.0%政策目標區間下緣。

圖 4 S&P Global 對全球經濟成長率預測路徑變動情形

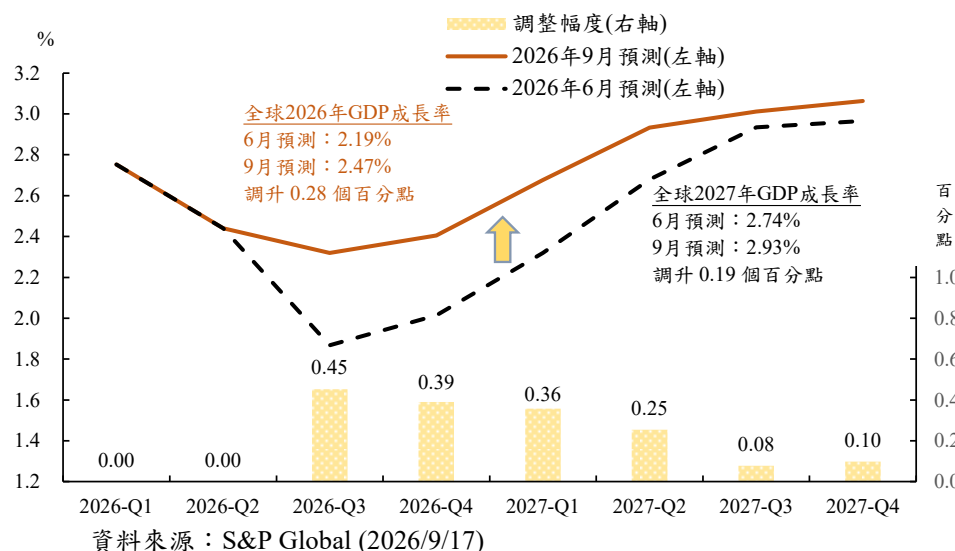
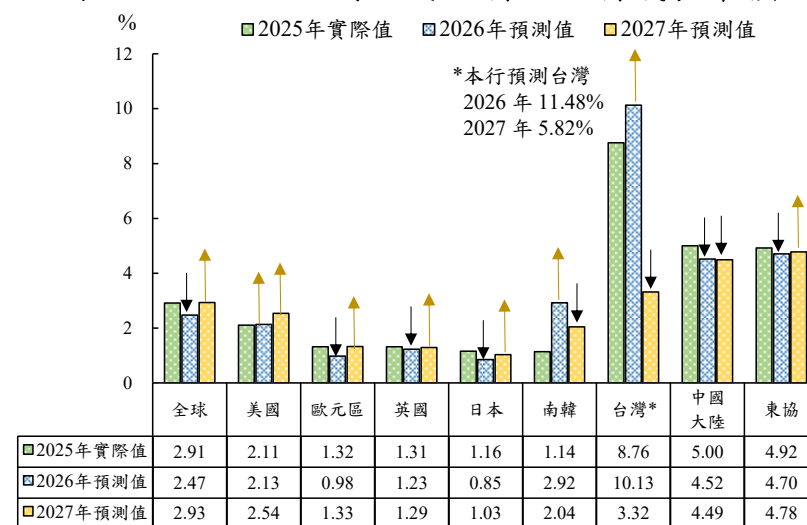


圖 5 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



(二)全球物價展望：國際油價自低點回漲，全球通膨率上升風險猶存

1. 油價、穀物及金屬價格上漲，致整體國際商品價格較 6 月底上漲

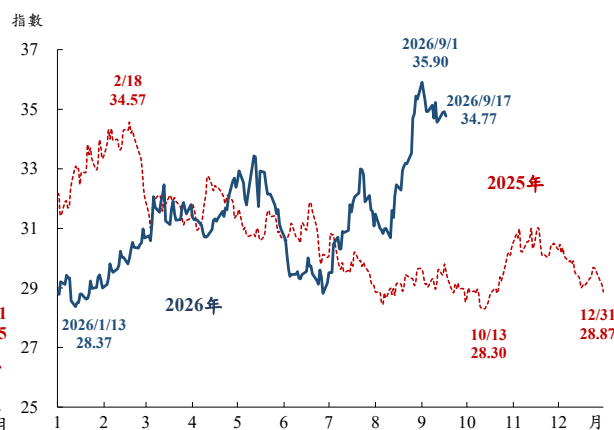
- **美伊**此前簽訂之初步協議失效，7 月下旬美國對伊朗實施金融封鎖，並威脅對其貿易夥伴國施加次級制裁。近期葉門胡塞組織控制曼德海峽附近重要據點，沙烏地阿拉伯**東西向輸油管道**因遇襲**停止運作**，**國際油價自 7 月底點大幅走升**。9 月 17 日**布蘭特原油現貨價格**升至每桶 **121.2 美元**，較 6 月底**大漲 72.0%**，且較 **2 月底衝突前上漲 69.9%**(圖 6)。
- **聖嬰現象**致產區發生**高溫、乾旱**現象，復以**俄烏衝突**致兩國**穀物出口受阻**，**整體穀物價格大漲**，9 月 17 日較 6 月底**上漲 19.2%**(圖 7)。
- 美、歐製造業持續復甦，**電網、再生能源**建設需求仍高，復以**荷姆茲海峽航運受阻**降低部分商品供給，9 月 17 日代表整體國際商品價格之 **R/J CRB 期貨價格指數**較 6 月底**上漲 20.3%**(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

專欄1：全球成品油供給吃緊，柴油裂解價差升至歷史高點

近月中東及俄羅斯成品油出口減少，**反映成品油供給情勢之柴油裂解價差創歷史高點**。柴油主要用於貨運、農業及工業生產，相較原油，其供應變化**對經濟活動將產生更直接的影響**¹。

1. 柴油替代彈性較低，供應衝擊較易反映於價格

— **柴油為生產活動必要能源**；相較汽油主要用於乘用車、航空煤油用於航空運輸，柴油**需求對價格變動的敏感度較低**。

2. 柴油原料供應及主要煉解廠同步受衝擊，加劇全球柴油市場緊張情勢

— **中東及俄羅斯為柴油主要煉製來源**；中東出口受阻，加以俄羅斯煉油設施受烏克蘭無人機襲擊，並實施部分燃料出口管制，加劇全球柴油市場緊張情勢。

— 未來數月，**秋季農業收成及冬季取暖將推升柴油需求**；若供給復甦不及預期，**柴油供需情勢恐進一步承壓**。

成品油裂解價差



註：係汽、柴油價格與 WTI 原油 1 個月期貨價格之價差。
資料來源：Bloomberg

主要成品油之比較

	汽油	柴油	航空煤油
種類	輕質油品	對中東之中重質原油供應較為敏感	
主要用途	運輸燃料	貨運、農業、工業及發電	航太燃料
主要煉製來源	美國、新加坡、荷蘭	中東及俄羅斯占比約 34%	南韓、中東、中國大陸、美國
中東衝突迄今漲幅 (2026/9/17 與 2/27 相較)	95.8%	105.0%	85.9%

資料來源：LSEG Datastream；Bloomberg；本行整理

¹ 台灣持續落實「亞鄰最低價」調整上限與「油價平穩措施」之油價雙緩漲機制，降低汽、柴油價格上漲衝擊。

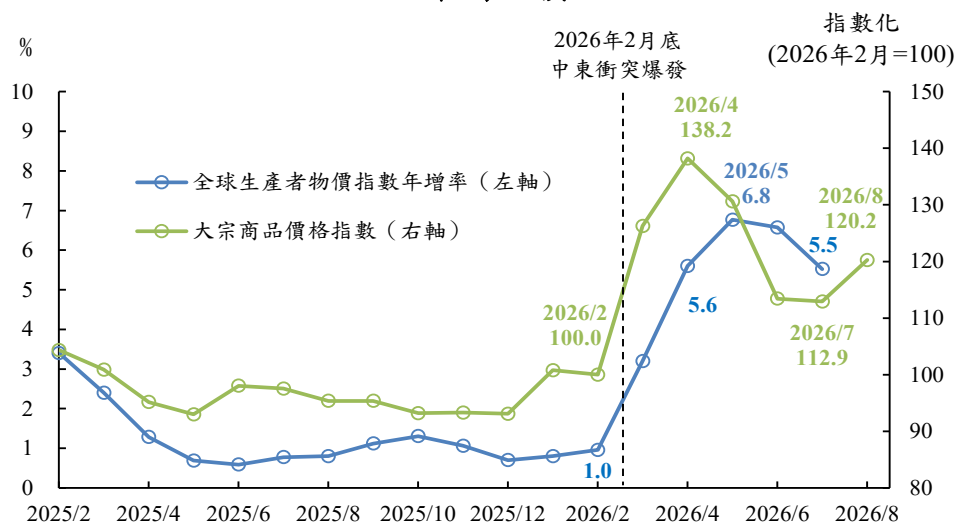
2. 大宗商品及 AI 需求增添物價上行壓力

(1) **全球 PPI 隨大宗商品價格變化**(圖 9)；6 月美伊情勢趨緩，**大宗商品價格**自 4 月高點回落，惟 7 月後**因中東情勢升溫而大幅回漲**，恐**推升 PPI 上行壓力**；若**原物料價格持續居高**，業者恐將成本轉嫁至終端售價，**增添通膨升溫之風險**。

(2) **AI 伺服器、資料中心及算力需求快速擴張**，先進半導體及相關零組件價格大漲，**推升資通訊產品通膨**。

—以**美國 PCE 物價指數**²為例，本年**資訊處理設備**(包含個人電腦、平板電腦、周邊設備、電腦軟體及配件等商品)**價格走勢強於整體物價**；惟其**占整體消費支出比重較低**，對**整體通膨之推升力道有限**³(圖 10)。

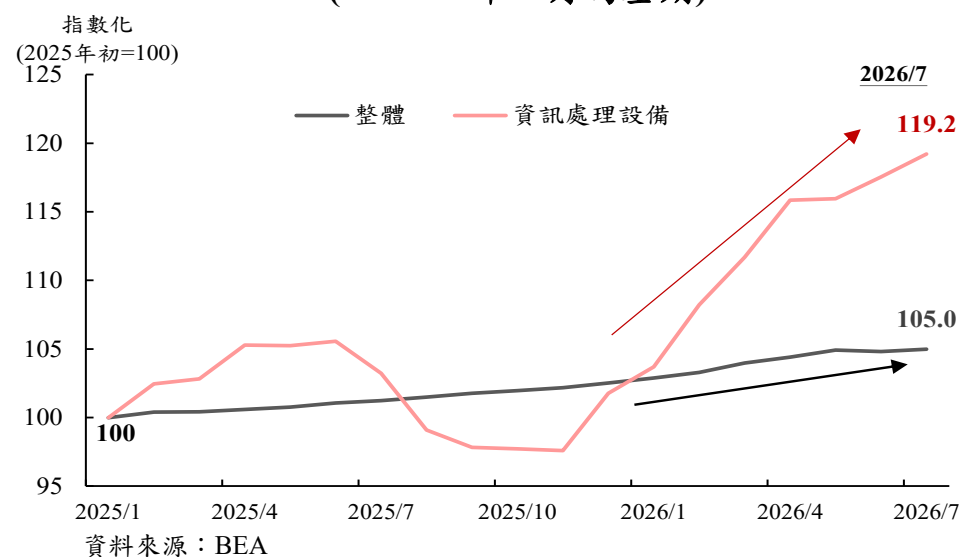
圖 9 全球生產者物價指數年增率*
及大宗商品價格



註：*以全球 84 個(含台灣)定期發布 PPI 國家，取中位數計算全球 PPI 年增率；因部分國家尚未公布 8 月數據，統計至 2026 年 7 月。

資料來源：世界銀行；CEIC；本行計算

圖 10 美國 PCE 物價指數及其分項變動
(以 2025 年 1 月為基期)



資料來源：BEA

² 各國主計單位依標準編製 CPI 指數衡量通膨，美國經濟分析局另依消費者實際支出編製 PCE 物價指數；Fed 以 PCE 年增率 2% 為其物價穩定目標。

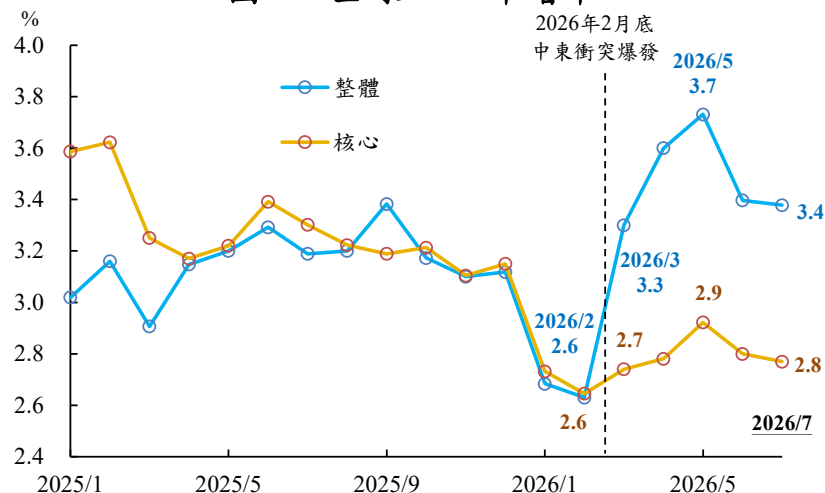
³ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「五、AI 發展對總體經濟與金融市場之影響」。

3. 預期國際油價居高，本年全球通膨率預測值為 3.85%，明年降至 3.15%

能源、糧食等大宗商品價格走高推升全球通膨率，惟核心通膨持穩(圖 11)，反映供給面衝擊尚未廣泛擴散至其他商品與服務，惟後續仍須留意成本轉嫁與第二輪通膨效果。S&P Global 預期明年底油價仍將高於中東衝突前水準；預測本年全球通膨率為 3.85%，明年因高基期影響而降至 3.15%，主要經濟體通膨率亦多下滑(圖 11、圖 12)。

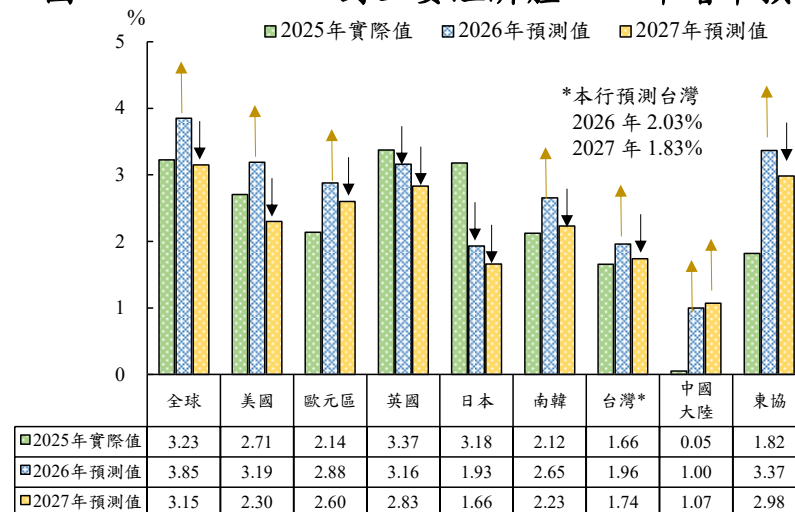
- 美國：關稅及能源價格推升本年通膨率走高，預期隨能源價格逐步回落，關稅轉嫁效應消退，通膨壓力將趨緩；S&P Global 預測本年 CPI 年增率為 3.19%，明年降至 2.30%(圖 12)，仍高於 Fed 之政策目標。
- 歐元區與英國：歐洲天然氣價格隨油價大漲，推升歐元區與英國通膨率，預期未來能源價格下滑，將有助通膨降溫；預測本年歐元區 CPI 年增率為 2.88%，明年降至 2.60%，英國本年則為 3.16%，明年降至 2.83%(圖 12)，均仍高於其央行之政策目標。
- 日本：上年米價飆升之高基期效應，以及本年能源補貼政策抑制本年通膨，預測本年 CPI 年增率為 1.93%；明年受惠於食品消費稅下調，CPI 年增率預測值降至 1.66%(圖 12)。
- 中國大陸：內需疲弱，致油價上漲對終端價格之傳遞效果有限，通膨維持低檔；預測本年 CPI 年增率為 1.00%，明年略升至 1.07%(圖 12)，仍低於政府之 2% 目標。

圖 11 全球 CPI 年增率



註：*以全球 79 個國家數據，取中位數計算全球通膨率及核心通膨率。
資料來源：CEIC；本行計算

圖 12 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



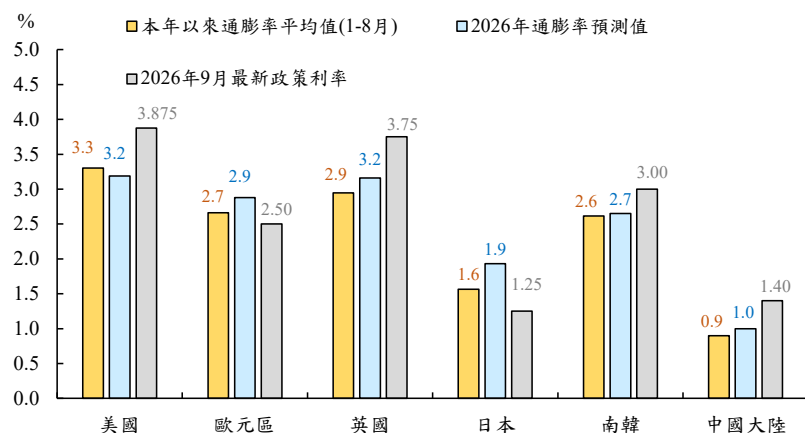
註：↓、↑分別表示當年預測值較前一年下滑、上升。
資料來源：S&P Global (2026/9/17)

(三)主要央行貨幣政策：本年9月Fed、ECB、BoJ升息，人行延續寬鬆貨幣政策

中東衝突引發之供給面衝擊已持續逾6個月，能源價格上漲推升全球通膨率，本年以來主要經濟體通膨率平均值多超過2%(圖13)；能源價格居高時間過長，易透過第二輪效應推升整體通膨率，主要央行政策立場多趨緊，以避免通膨預期失去錨定，並持續關注最新數據動向，權衡通膨上行與經濟下行風險，以評估妥適之貨幣政策立場。

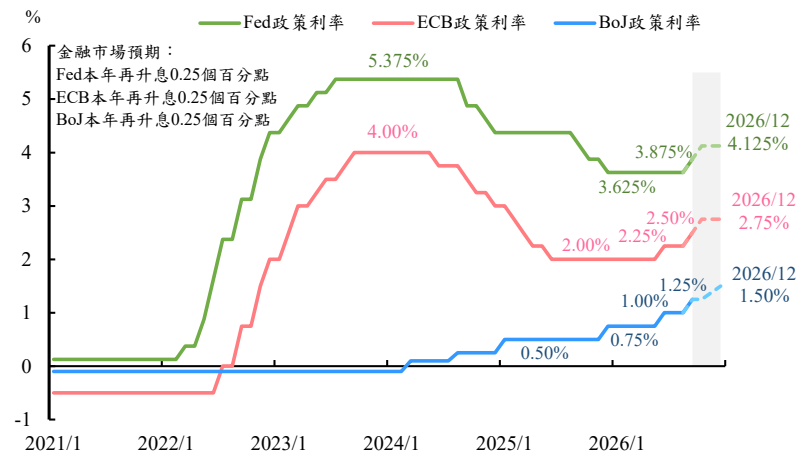
- Fed 本年7月維持政策利率不變；9月升息1碼(0.25個百分點)，主席 Warsh 表示，美國經濟具韌性，惟通膨率仍處偏高水準，本次升息旨在降低部分寬鬆程度(removed a dose of accommodation)，促使通膨率及時降至2%目標，並防止部分產業的相對價格上漲進一步擴散，形成廣泛的二度或三度效應(second and third order effects)；金融市場預期 Fed 至本年底前可能再升息1碼(圖14)。
- ECB 本年7月維持政策利率不變；9月升息1碼，貨幣政策聲明表示，通膨率預期將高於目標水準一段期間；未來將持續基於最新經濟金融數據，逐次會議決議妥適之貨幣政策立場，不預先承諾利率路徑(圖14)。
- BoJ 本年7月維持政策利率不變；9月升息1碼，貨幣政策聲明表示，日本企業物價指數上升，成本轉嫁壓力已開始外溢至消費者物價，通膨率高出目標的風險增加；另金融情勢仍屬寬鬆，未來將視經濟情勢決議是否持續調升政策利率(圖14)。
- 人行為推動經濟穩定成長與物價溫和回升，延續寬鬆基調，並向市場釋出流動性。

圖13 主要經濟體通膨率與央行政策利率



註：1.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天期逆回購利率。
資料來源：LSEG Datastream；S&P Global (2026/9/17)；本行計算

圖14 金融市場對政策利率之預測路徑

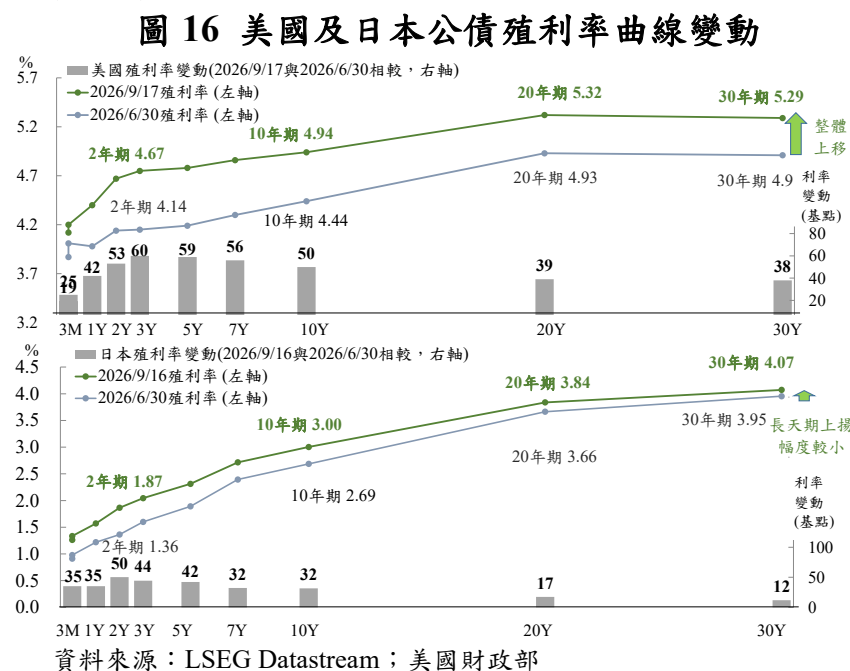
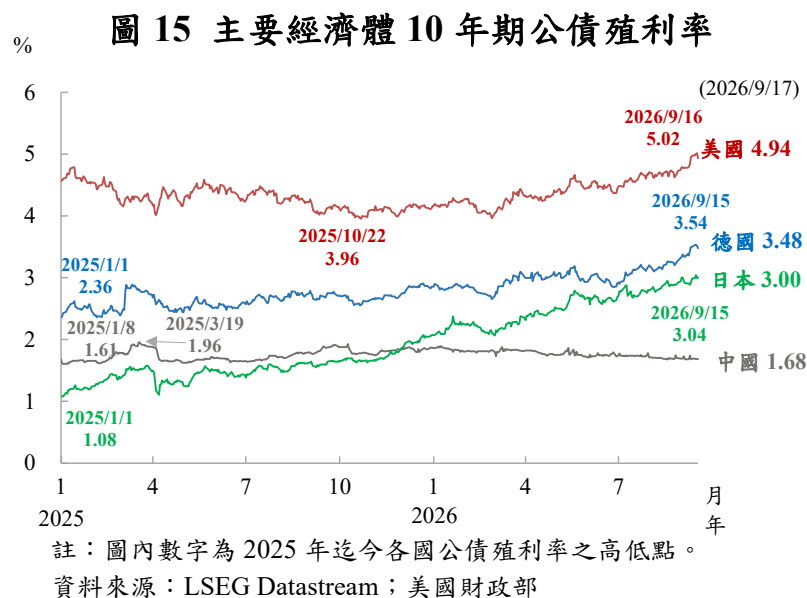


註：Fed 政策利率為聯邦資金利率目標區間中值，ECB 政策利率為隔夜存款利率，BoJ 政策利率為無擔保隔夜拆款利率。
資料來源：Bloomberg (2026/9/17)，本行計算

(四) 金融市場：主要國家公債殖利率多上揚，全球股價指數高點震盪，主要經濟體貨幣對美元多走升

1. 債市：美、德、日 10 年期公債殖利率升至多年來高點

- (1) 國際債市受美國 10 年期公債殖利率影響而波動。本年 6 月底以來，國際油價持續居高，主要央行升息機率上升，拉高短天期公債殖利率；主要國家財政赤字擴大、公債供給增加，加以美國科技公司擴大發行公司債以融通 AI 投資支出、美債持有結構轉向民間投資人，期限溢酬回升，致美國長天期公債殖利率一度升逾 5.0%，並帶動其他主要經濟體殖利率同步走高⁴；中國大陸 10 年期殖利率維持低檔(圖 15)，主因內需持續疲弱、貨幣政策持續寬鬆。
- (2) 美、日殖利率曲線同步上移，惟曲線型態分歧。美國整體曲線平行上升：短天期反映 Fed 升息預期升溫，中長天期則受公司債供給，以及投資人結構轉向價格敏感度較高之民間投資人影響；美國財政部 9 月擴大長天期公債回購規模，以改善次級市場流動性，壓抑殖利率效果仍待觀察⁵。日本殖利率曲線趨於平坦：BoJ 升息預期推升短天期殖利率，超長天期則因年金及壽險等國內法人增持，升幅相對有限(圖 16)。



⁴ 參見 BIS (2026), "Yields Climb, yet Risk Appetite Holds Firm," *Quarterly Review*, Sep。

⁵ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「八、近期影響美國公債殖利率相關事件之說明」。

2. 股市：全球市場修正後高點震盪，主要股市多下跌

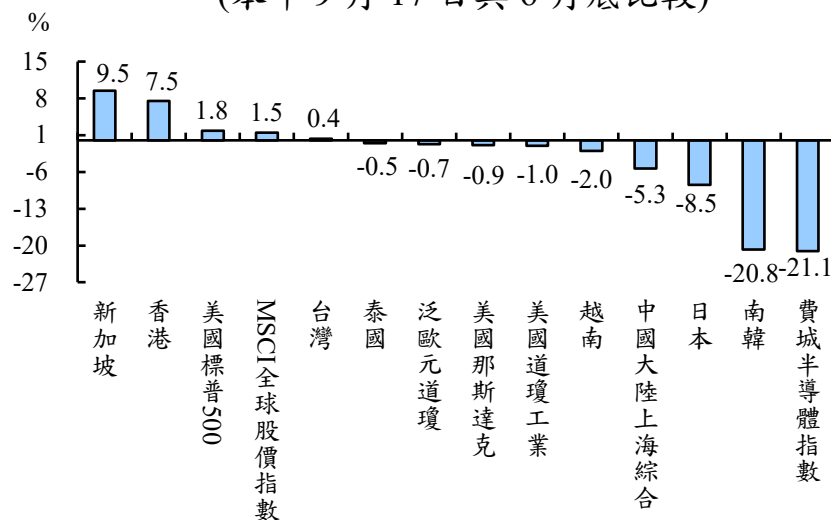
(1) 本年6月底以來，AI鉅額資本支出之回報不確定性升高，主要央行升息預期升溫，資金轉向傳統類股

- 本年南韓連結個股之槓桿型 ETF 大幅擴張，7月 AI 類股因市場擔憂科技巨頭高額資本支出恐減損獲利而重挫，高槓桿 ETF 機械性減碼，融資戶因股價下跌遭追繳保證金，賣壓相互加乘，**南韓股價指數重挫 20.8%**(圖 17)。
- 傳統類股權重較高之股市，因部分資金自科技股轉向防禦性類股，表現相對穩健；如新加坡及香港金融類股權重較高，近期市場成交活絡，帶動券商手續費及財富管理收入成長，金融類股走揚，支撐指數表現(圖 17)。

(2) 成長股之遠期盈餘殖利率低於美債殖利率，反映市場看好其盈餘成長前景，願意以較高價格持有

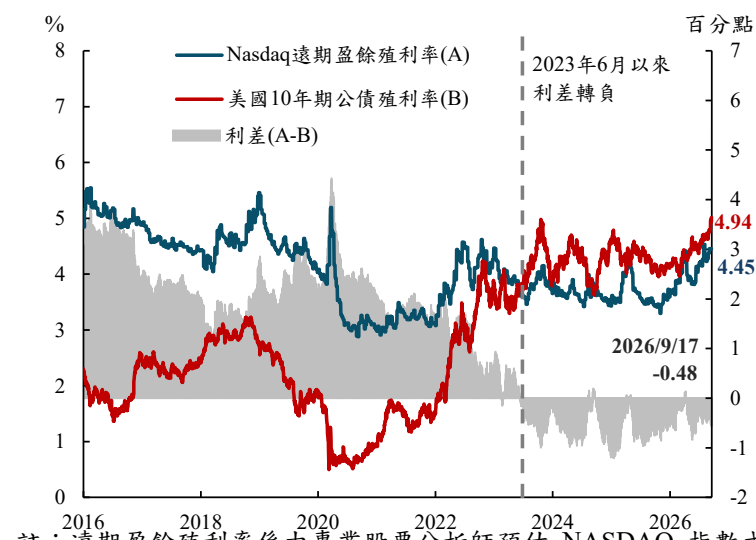
- 遠期盈餘殖利率係以未來一年公司之預期盈餘，相對目前股價所計算出之殖利率；自 2023 年以來 Nasdaq 遠期盈餘殖利率多低於美國 10 年期公債殖利率(圖 18)；顯示投資人願接受低於無風險利率的盈餘報酬，以換取未來成長。
- 惟此評價高度依賴盈餘成長兌現。若企業盈餘不如預期，壓抑市場樂觀情緒，加以成長股對利率較為敏感，倘通膨前景升溫推升殖利率，可能致部分資金轉向傳產股或固定收益資產，加大股價波動風險。

圖 17 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年9月17日與6月底比較)



資料來源：LSEG Datastream

圖 18 美國股票盈餘殖利率與 10 年期公債殖利率



註：遠期盈餘殖利率係由專業股票分析師預估 NASDAQ 指數成分股之未來 12 個月企業盈餘，除以股票市價而得。

資料來源：LSEG I/B/E/S (Institutional Brokers' Estimate System)

3. 匯市：主要經濟體貨幣對美元多走升

本年6月底以來，**美日聯合干預日圓**(專欄2)，**日圓套利交易平倉**，加以**預期 ECB、BoJ 持續升息**，**美元指數走貶**；9月以來，**美國通膨數據居高**，**Fed 貨幣政策趨緊**，**美元指數止跌回升**(圖 19)。

本年9月17日與6月底相較，主要經濟體貨幣對美元**多走升**(圖 20)。

- **歐元**：歐元區**通膨率居高**，**市場對 ECB 將持續升息之預期升溫**，**歐元對美元升值 0.5%**。
- **英鎊**：預期**英國通膨率走升**，復以**美元走弱**，**英鎊對美元升值 0.7%**。
- **日圓**：美日聯合**干預匯市**，加以**BoJ 升息預期升溫**，**資金回流日圓資產**，**日圓對美元升值 4.2%**。
- **韓元**：**AI 需求**帶動半導體出口暢旺，**南韓貿易出超擴大**，加以記憶體大廠**SK 海力士赴美上市募資並匯回國內**，美元供給增加，**韓元對美元大幅升值 12.1%**。
- **人民幣**：中國大陸貿易出超持續擴大，出口商結匯需求增加，**人民幣對美元小幅升值 1.1%**。

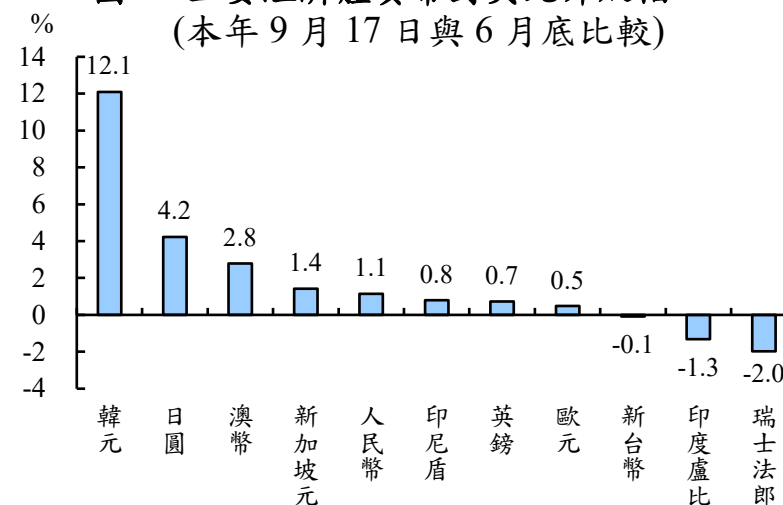
圖 19 DXY 美元指數



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 20 主要經濟體貨幣對美元升貶幅
(本年9月17日與6月底比較)



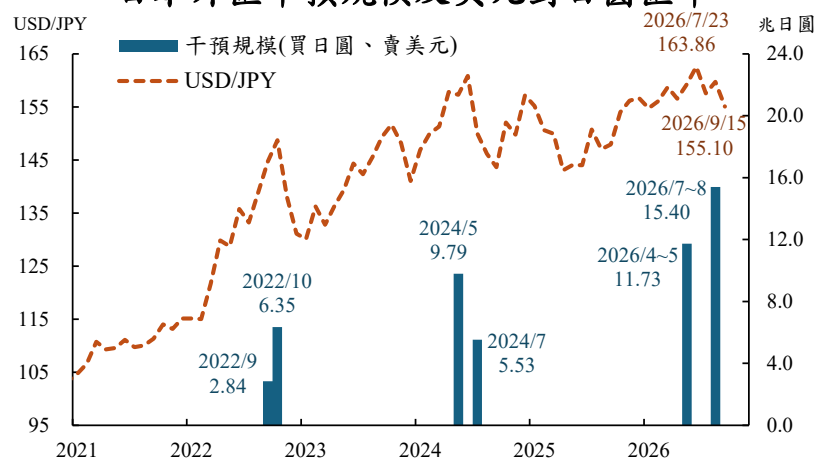
註：*新台幣略貶，主要係本年台股大幅上漲後，外資陸續獲利了結並調整全球資產配置；加以7、8月適逢上市櫃公司股利發放旺季，外資匯出獲配股利及賣股所得資金，增加外匯市場美元需求。

資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

專欄2：近期美日聯合干預匯市，美國財政部鼓勵日本運用債券附買回交易機制，避免拋售美債而衝擊債市⁶

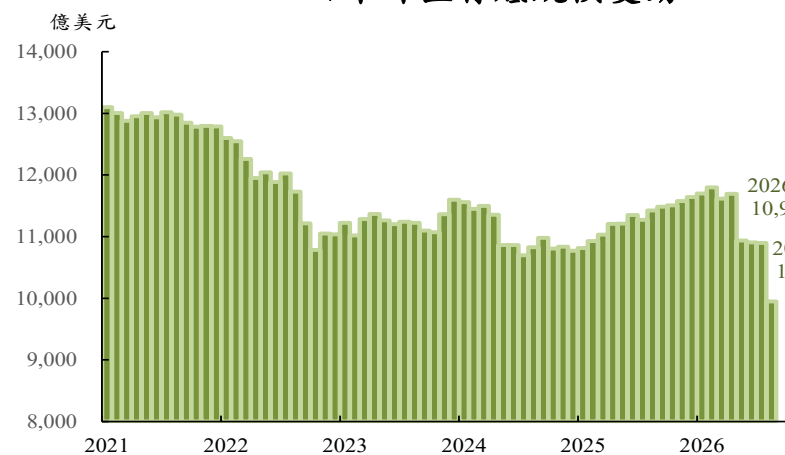
1. 本年**7月23日**，日圓對美元匯率貶至**163.86**之近**40年**新低，7月底美國與日本聯手干預匯市、阻貶日圓。
2. 日本採減持美國公債方式籌措外匯干預所需資金；本年7月至8月日本當局干預規模創紀錄，外匯存底大幅縮減——日本財務省於8月28日公布，本年7月至8月日本**外匯干預規模15.4兆日圓(約986.6億美元)**，創歷次**干預操作之最高紀錄**，且金額高於8月初各主要機構預估之約13兆日圓。
 - 過去日本多採減持美國公債方式籌措外匯干預所需資金；本年7月日本外匯存底為1.09兆美元，8月降至9,950億美元，**大幅減少946億美元**；其中持有外國證券部位由9,273億美元減少877億美元至8,396億美元。
3. Fed 建立之外國及國際貨幣當局債券附買回交易機制(FIMA Repo Facility)，可降低干預匯市對美債市場之影響
 - 日本持有大量美債部位，若以直接出售美債方式籌措干預匯市之資金，可能加重市場賣壓。
 - 美國財政部長 Scott Bessent 鼓勵日本運用 Fed 建立之 FIMA repo facility 取得美元，無須立即且大量拋售美債來籌措資金，**避免匯率干預操作推升美債殖利率**。

日本外匯干預規模及美元對日圓匯率



資料來源：日本財務省、LSEG Datastream

日本外匯存底規模變動



資料來源：日本財務省、CEIC

⁶ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「八、近期影響美國公債殖利率相關事件之說明」。

(五) 影響全球經濟前景之不確定因素

全球經濟及通膨前景面臨諸多不確定性因素(圖 21)，宜密切關注後續發展及影響。

圖 21 全球經濟前景面臨之不確定因素

中東衝突再起及聖嬰現象增強，能源與糧食供給短缺風險升高

- 美伊衝突再度升高，美方加大對伊朗金融封鎖及次級制裁；胡塞組織襲擊沙國能源設施並威脅封鎖曼德海峽。中東地區航運持續受阻，油價與運費居高，恐延緩全球通膨降溫進程。
- 美國國家海洋暨大氣總署(NOAA)指出聖嬰現象持續增強，預期秋冬季發展為極強事件之機率逾 9 成，異常乾旱或豪雨恐衝擊農業生產、水資源及交通運輸，加劇供應鏈干擾與糧價波動。

主要央行貨幣政策趨向緊縮，牽動跨境資金流向

- 美國通膨仍高且地緣政治增加物價壓力，供給端與需求端通膨壓力均上升，Fed 本年 9 月升息，主席 Warsh 強調達成物價穩定目標，貨幣政策趨向緊縮，確保通膨及時回落，本年底前再度升息可能性仍高；ECB 因能源價格推升通膨，政策立場偏緊縮；BoJ 持續推進貨幣政策正常化，將依經濟情勢判斷調整政策的時機與步伐；中國人行因內需偏弱，續維持寬鬆政策。主要央行政策牽動跨境資金流向，金融市場將隨之波動。

主要國家財政壓力升高，長期公債殖利率面臨上行壓力

- 主要國家債務維持高位，加以國防、基礎建設及利息支出增加，政府融資需求持續擴大；美國國債餘額已逾 40 兆美元，德、法、英、日等主要國家財政赤字亦居高；同時，大型科技公司為 AI 投資擴大債券融資，增加長天期資金需求，增添長期公債殖利率上行壓力。
- 若長期利率續高，企業與家庭融資成本上升，恐抑制投資及消費，並增加金融市場波動。

AI 投資回報不確定性及融資風險升高，恐不利金融穩定

- 美國主要 CSP 持續擴大資本支出，惟電力、設備供應、居民抗議聲浪及地方政府審查等瓶頸，可能延後資料中心啟用；AI 投資規模快速擴張，惟未來獲利與投資回報仍具不確定性。
- 新興雲端業者及資料中心開發商愈加仰賴私募信貸、資產擔保融資及 SPV 等融資方式，槓桿與融資複雜度上升；若 AI 投資報酬不如預期，資產重估與信用風險可能相互傳遞，放大金融市場波動並反過來抑制 AI 投資。

附錄：全球貿易失衡與經常帳失衡

一、AI 相關投資與貿易集中，美國貿易入超與亞洲科技商品出口經濟體貿易出超同步擴大

1. 近年**全球 AI 基礎設施投資集中於美國**，而其所需之 AI 伺服器、半導體及記憶體等則**多自亞洲進口**。
2. 預估本年**美國貿易入超將逾 1.1 兆美元**，為 2018 年之 1.3 倍，而中國大陸、南韓、台灣、新加坡及馬來西亞等亞洲科技商品出口經濟體出超亦較 2018 年倍增；**美國入超與亞洲出超同步擴大**(表 1)。
3. 全球失衡不僅存在於美國與亞洲之間，亞洲經濟體之間亦呈類似型態；**亞洲經濟體彼此多為 AI 供應鏈之上下游**，如**台灣自南韓進口之記憶體大增，致南韓對台灣貿易出超擴大，南韓整體貿易出超亦擴大**。

表 1 主要經濟體商品貿易出入超

單位：億美元；倍數

經濟體	2026 年* (A)	2018 年 (B)	增減額 (C=A-B)	倍數 (D=A/B)
中國大陸	12,083	3,509	8,573	3.4
南韓	3,038	697	2,341	4.4
台灣	2,054	492	1,561	4.2
新加坡	987	413	574	2.4
馬來西亞	732	307	425	2.4
美國	-11,015	-8,704	-2,312	1.3

註：1. 出超及入超分別以正數及負數表示。2. *中國大陸、南韓及台灣 2026 年全年金額係該年 1 至 8 月均值乘以 12 估算，其餘經濟體因僅公布至 7 月，採 1 至 7 月均值乘以 12 估算。經濟體按 2026 年貿易餘額排序。

資料來源：美國商務部、LSEG Datastream、CEIC

二、商品貿易為經常帳重要組成；經常帳餘額與國內投資及儲蓄之差額為一體兩面

1. 經常帳包含商品、服務及所得收支，**商品貿易餘額為其主要組成**；貿易失衡擴大，經常帳失衡即隨之擴大。
2. 依國民所得會計恆等式，**經常帳順差(逆差)與超額儲蓄(儲蓄不足)是一體兩面**⁷：

經常帳餘額 = 超額儲蓄 = 民間部門超額儲蓄 + 政府部門超額儲蓄

(政府財政收支餘額)

$$(X-M) \quad (S-I) \quad (S_p-I_p) \quad (S_g-I_g) \quad \text{【也就是}(T-G)=T-(C_g+I_g)=(T-C_g)-I_g=S_g-I_g\text{】}$$

➤ 其中 X 為輸出，M 為輸入；S 為儲蓄，I 為投資，下標 p 及 g 分別代表民間及政府部門；

政府部門超額儲蓄即政府稅收 (T) 減政府支出 (G) 之財政收支餘額 (G=政府消費 C_g + 政府投資 I_g)。

⁷ 中央銀行(2025)，「經常帳餘額與匯率之相關性」，新聞參考資料，4 月 18 日。

三、全球經常帳失衡係各國政策組合之結果，經常帳順差國與逆差國應共同肩負改善全球失衡之責

國際主流經濟學家與國際機構認為，**全球經常帳失衡係各國政策組合(policy mix)之結果**，故**經常帳順差國應提振內需與投資以吸收過剩儲蓄**，**逆差國應財政改革以增加儲蓄**，主要經濟體**同步調整**為緩解全球失衡**最佳結果**(表2)。

表 2 國際學者及機構對全球失衡成因之見解與政策意涵

	經常帳失衡成因之見解	政策意涵
Gopinath, Gourinchas and Rey (2026) ⁸	渠等參與研提之本年 G7 專家報告與 IMF 全球失衡政策文件，均未將對外失衡歸咎於匯率，而是 將其理解為一國國內政策組合之結果 。	全球經常帳失衡之矯正須自各國國內總體政策著手 ；僅要求順差國貨幣名目升值而未同步調整總體政策，未必能達成再平衡，反可能加深順差國通縮並壓抑總合需求。
Gourinchas et.al (2026) ⁹	經常帳餘額等於國民儲蓄與國內投資之差額 ；財政政策、人口結構及信用循環等 總體因素 為全球失衡關鍵之驅動因素。	縮減全球失衡須自財政等總體政策調整著手 ；無法改變國內儲蓄與投資決策的措施難以改善外部失衡情勢。
Patnam (2026) ¹⁰	經常帳餘額 反映一國儲蓄與支出之差額 ，係 家庭、企業決策之選擇 。	一國逆差即他國順差，調整非單一國家之事；逆差國增加儲蓄並增加生產性投資，順差國提振內需或減少過剩儲蓄， 同步調整方能在支持經濟成長下縮減全球失衡 。
Frankel (2026) ¹¹	中國大陸經常帳順差根源於國民儲蓄率偏高；美國經常帳逆差主因為儲蓄偏低，尤其是財政赤字龐大。	中國大陸應降低對投資與出口之依賴、擴大家庭消費，並強化社會安全網以釋出預防性儲蓄；美國應以強化財政狀況提高國內儲蓄。
IMF (2026a) ¹²	經常帳餘額反映各國儲蓄與投資之差異 ，2025 年全球經常帳失衡擴大主要來自中國大陸(儲蓄偏高、投資下滑)與美國(儲蓄不足、政府財政赤字龐大)。	順差國與逆差國須同時調整國內失衡 ，逆差國財政改革以增加儲蓄，順差國提振內需與投資。 單一國家之調整雖仍可縮減全球超額失衡，惟將加深他國之國內失衡 。
IMF (2026b) ¹³	經常帳餘額反映各國儲蓄與投資之差異 ，受人口結構、生產力、政策組合、經濟結構與體制等 結構性因素影響 。	逆差國財政改革，順差國轉向消費導向成長， 同步調整為最佳結果 ；產業政策與關稅並非外部再平衡之捷徑，持久之再平衡仍有賴健全之國內政策。

資料來源：本行整理

⁸ 詳 Gopinath, Gita, Pierre-Olivier Gourinchas, and Hélène Rey (2026), “Don’t Blame Global Imbalances on the Undervalued Yuan,” *The Economist*, July 28。

Gita Gopinath 為哈佛大學經濟學教授，Pierre-Olivier Gourinchas 為加州大學柏克萊分校經濟學教授，Hélène Rey 為倫敦商學院經濟學教授。

⁹ 詳 Gourinchas, Pierre-Olivier, Gene Kindberg-Hanlon, Manasa Patnam, Lorenzo Rotunno, and Michele Ruta (2026), “Global Imbalances, Industrial Policy and Tariffs,” *IMF Working Paper*, No. 2026/067, April。

¹⁰ 詳 Patnam, Manasa (2026), “A World Seeking Balance,” *Finance & Development*, IMF, September, pp. 8-9。Manasa Patnam 是 IMF 研究部副處長。

¹¹ 詳 Frankel, Jeffrey (2026), “What Should Be Done About Asia’s Undervalued Currencies?” *Project-Syndicate*, August 19。Jeffrey Frankel 是哈佛大學甘迺迪學院教授。

¹² 詳 IMF (2026), 2026 External Sector Report: Amid Rising Imbalances, the Case for Rebalancing, July 30, Chapter 1。

¹³ 詳 IMF (2026), “Understanding Global Imbalances”, *IMF Policy Paper*, No.2026/006。