

國際經濟金融月報

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一一四年七月

目錄

一、美國	2
(一) 美國 2025 年第二季經濟成長超乎預期，大幅降低美國經濟硬著陸的可能性	2
(二) 美國 6 月 CPI 及 PPI 漲跌不同調	7
(三) 7 月 FOMC 會議維持利率不變	9
(四) 隨著關稅通膨效應上升，縮減聯準會未來降息空間，美元短期內走勢趨堅	10
二、歐洲	11
(一) 歐元區—美歐達成貿易協議，經濟展望略為好轉	11
(二) 英國—失業壓力擴大，政府難以實行福利縮減計畫，經濟隱患浮現	13
三、中國	15
(一) 美中貿易協商持續進行，減緩經濟下行風險	15
(二) 消費者物價低迷，生產者通縮壓力加劇	17
(三) 政府加快債券發行	18
(四) 人民幣回貶	18
四、日本	18
(一) 內需支撐及外部風險並存	18
(二) 美國經貿政策不確定性仍高，日銀暫緩升息	19
(三) 若未來美日利差縮小，日圓將有上行空間	21
五、澳洲-通膨持續降溫，澳洲央行仍有降息空間	21
六、印度及東南亞	23
(一) 印度—通膨創 6 年新低，PMI 顯示經濟保持強勁擴張態勢	23
(二) 新加坡—2025 年上半年 GDP 達 4.2%	23
(三) 印尼—與美達成貿易協議，印尼央行順勢降息 1 碼	24
(四) 泰國—儘管關稅前搶出口持續，但經濟內外部壓力漸增	25
(五) 菲律賓—美菲達成貿易協議，調降關稅至 19%，經濟衝擊有限	25
(六) 馬來西亞—第二季 GDP 穩健，央行 5 年來首降息應對關稅衝擊	26
(七) 越南—美越達成貿易協議，越南政府維持 8% 以上經濟成長目標	26

一、美國

(一)美國 2025 年第二季經濟成長超乎預期，大幅降低美國經濟硬著陸的可能性

1. 經濟成長方面-2025 年第二季美國經濟成長率上升至 3.0%

2025 年第二季美國國內生產毛額(GDP)季增年率初值為 3.0%，高於上季的-0.5%及市場預期的 2.4%。其中個人消費支出貢獻 0.98 個百分點(商品與服務消費分別貢獻 0.46 及 0.53 個百分點)，私人部門投資貢獻-3.09 個百分點，政府消費支出與投資貢獻 0.08 個百分點，淨出口貢獻 4.99 個百分點。在物價方面，第一季 PCE 物價季增年率由上季的 3.7%下降至 2.1%，而核心 PCE 物價季增年率則由上季的 3.5%縮減至 2.5%。美國商務部資料顯示，由於關稅造成企業競相提前進口商品的效應減退，加上消費支出回升，美國 2025 年第二季經濟成長超乎預期，大幅降低美國經濟硬著陸的可能性。

亞特蘭大聯邦儲備銀行 2025/7/31 對 2025 年第三季美國實際 GDP 成長率的估計為 2.3%，低於上季的 3.0%，其中第三季個人消費支出貢獻從上季的 0.98%上升至 1.29%，私人部門投資貢獻從上季的-3.09%上揚至 1.07%，政府消費與支出貢獻從上季的 0.08%擴大至 0.29%，而淨出口對經濟成長的貢獻則從上季的 4.99%驟減至-0.31%。資料顯示，第三季經濟在淨出口衰退抵銷其他三項成長下，較第二季數據略微下滑，但表現仍然不錯。

2. 就業方面-關稅政策雖給美國經濟帶來不小的壓力，但美國勞動力市場仍具韌性

美國 2025 年 6 月非農就業新增人數為 14.7 萬人，高於上月的 14.4 萬人及市場預估的 11.0 萬人，其中民間部門共增加 7.4 萬個就業，政府部門則成長 7.3 萬個就業。勞動參與率與失業率方面，6 月勞動參與率為 62.3%，低於上月的 62.4%；失業率為 4.1%，低於上月的 4.2%及市場預期的 4.3%。工作時數及薪資方面，6 月民間企業平均每週工作時數為 34.2 小時，低於上月的 34.3 小時；另 6 月勞工平均時薪年增 3.7%，低於上月的 3.8%及市場預期的 3.9%；月增 0.2%，低於上月的 0.4%及市場預期的 0.3%。美國勞工統計局數據顯示，儘管川普關稅政策給美國經濟

帶來不小的壓力，但非農就業數據顯示，美國勞動力市場仍具韌性。在勞動市場如此強勁的環境下，7月聯準會降息將變得非常的困難。

2025年6月美國JOLTS職缺為743.7萬個，較上月縮減27.5萬個，低於市場預期的750萬個。其中私人部門職位空缺衰退32.5萬個，而政府部門職位空缺則增加5萬個。而6月每位失業人數對應職缺數由上月的1.07略降至1.06，反映職位空缺減少數高於失業人數下降數。就行業別觀察，6月職位空缺增加最多的行業是專業技能服務業，成長15.6萬個，其次是貿易運輸及公共事業，上揚14.3萬個；而衰退最多的行業為休閒餐旅業，減少26.4萬個，其次是私人教育醫療業，下降25.5萬個。另，6月美國招聘人數減少26.1萬人，主動離職人數下降12.8萬人，而裁員人數則減少7,000人。勞工統計局數據顯示，受到休閒餐旅業及私人教育醫療業就業人數急劇下滑的影響，美國6月職位空缺及招聘人數有所減少。惟先前公布6月非農就業反映勞動力市場仍具韌性，聯準會及投資者正密切關注勞動力市場是否出現進一步放緩的跡象。

3. 生產方面-6月美國ISM製造業及服務業PMI呈現收縮及擴張分歧態度

標普全球(S&P Global)公布2025年7月美國綜合採購經理人指數(PMI Composite Output Index)初值為54.6，高於上月的52.9，並創下近7個月來的高點。其中製造業PMI初值為49.5，低於上月的52.9及市場預期的52.7，為近7個月來的低點；服務業PMI初值為55.2，高於上月的52.9及市場預期的53.0，為近7個月來的高點。S&P Global調查顯示：(1)儘管服務業商業活動回升，美國7月綜合PMI初值創近7個月以來新高，但經濟成長過度依賴服務業，而製造業景氣惡化所產生的不均衡狀況，將不利於未來美國的經濟成長；(2)製造業及服務業對未來一年的商業信心已降至兩年半以來最低水準之一，業者持續擔憂政府政策的影響，尤其是在關稅及削減聯邦支出領域；(3)受關稅的影響，廠商已陸續提高商品及服務的價格，預計下半年通膨將加速上揚。

標普全球(S&P Global)公布，2025年6月美國製造業採購經

理人指數(PMI)終值為 52.9，高於上月及市場預期的 52.0，連續第六個月站上榮枯線，且創下自 2022 年 5 月以來最高水平。調查數據顯示，由於國內及海外需求好轉，推動新訂單連續第六個月增加，使 6 月製造業產出出現四個月來首見成長，反映出製造業活動維持穩定擴張。另，6 月美國服務業 PMI 終值為 52.9，低於上月的 53.7 及市場預期的 53.1。儘管服務業 PMI 數據較上月下滑且低於市場預期，但仍持續成長以及招聘人數增加。惟價格持續上揚，將加大聯準會進一步放鬆貨幣政策的限制。

美國供應管理協會(ISM)公布，2025 年 6 月製造業採購經理人指數(PMI)為 49.0，高於上月的 48.5 及市場預期的 48.8，其中新訂單指數從上月的 47.6 下滑至 46.4；生產指數由上月的 45.4 上升至 50.3；雇傭指數自上月的 46.8 減少至 45.0；存貨指數由上月的 46.7 上漲至 49.2；供應商交貨指數為 54.2，較上月收縮 1.9 個百分點；另衡量原物料支付的價格指數，自上月的 69.4 上揚至 69.7。調查數據顯示，儘管 6 月製造業 PMI 指數較上月回升 0.5 個百分點，並優於市場預期，但仍低於 50 榮枯線，且出現連續第四個月萎縮，說明進口關稅繼續阻礙美國製造業增產計畫。另，6 月美國服務業 PMI 為 50.8，高於上月的 49.9 及市場預期的 50.5。其中商業活動從上月的 50.0 增加至 54.2；新訂單指數從上月的 46.4 上升至 51.3；雇傭指數自上月的 50.7 下挫至 47.2；物價指數由 68.7 回跌至 67.5；另存貨指數自上月的 49.7 擴增至 52.7。調查數據反映，在新訂單大幅彈升的激勵下，美國服務業 6 月 PMI 重回至擴張區間，惟就業指標再度下滑，凸顯在政策不確定性下，企業對業務擴張及人力聘用仍持續觀望。

2025 年 6 月美國製造業耐久財訂單為 3,118 億美元，較上月減少 321 億美元(-9.3%)，低於上月的 16.5%，但優於市場預期的 -10.8%。其中運輸設備訂單達到 1,130 億美元，較上月衰退 326 億美元(-22.4%)，為本月訂單減少的主要項目。出貨方面，6 月耐久財出貨為 3,025 億美元，較上月增加 14 億美元(0.2%)，低於上月的 0.3%。其中運輸設備出貨為 989 億美元，較上月成長 8 億美元(0.8%)，為本月出貨上漲的主要項目。存貨方面，2025 年 6 月耐久財製成品庫存為 5,886 億美元，較上月增加 9 億美元(0.2%)，與上月持平。商務部數據顯示，美國 6 月製造業耐久財訂單較上

月減少-9.3%，主要是商用飛機及企業設備支出大幅放緩所致。新關稅政策推高企業的投資成本，預計下半年商業設備投資將全面下降。

4. 消費方面-美國 6 月零售數據反彈，反映經濟活動略有改善

2025 年 6 月美國零售銷售金額為 7,201 億美元，月增 0.6%(高於上月的-0.9%及市場預期的 0.1%)，年增 3.9%。其中月增幅較大是綜合型商店(Miscellaneous store retailers)，月增 1.8%，其次是汽車與零件經銷商(Motor vehicle & parts dealers)，月增 1.2%，再者為建築材料與園藝用品經銷商(Building material & garden eq. & supplies dealers)及服飾與配件店(Clothing & clothing accessories stores)，月增均為 0.9%；另家具及裝潢店(Furniture & home furn. Stores)及電子和電器商店(Electronics & appliance stores)是唯一衰退的行業，月減均為 0.1%。商務部資料顯示，美國 6 月零售數據反彈幅度超過預期，表明經濟活動略有改善，加上當月就業數據上揚，可能會推遲聯準會降息的時程。

2025 年 5 月美國企業銷售額(合計零售商、批發商及製造商出貨量)為 1 兆 9,139 億美元，月減 0.4%，年增 3.1%；另 5 月企業商業庫存(合計零售商、批發商及製造商庫存)為 2 兆 6,567 億美元，月增 0.0%(與上月持平，且符合市場預期)，年增 1.7%。5 月美國整體商業庫存對銷貨金額比為 1.39，高於上月的 1.38，但低於上年同期的 1.41。商務部資料顯示，由於製造商及零售商庫存上升抵銷批發商庫存減少，美國 5 月商業庫存幾乎維持不變，不會影響到第二季的經濟成長。

密西根大學公布，2025 年 7 月美國消費者信心指數初值從上月的 60.7 增加至 61.8(高於市場預期的 61.5)，月增 1.8%，年減 6.9%；另衡量當前經濟狀況的經濟現況指數從上月的 64.8 擴張至 66.8，月增 3.1%，年增 6.5%；而評估短期預期的消費者期望指數從 58.1 擴增至 58.6，月增 0.9%，年減 14.8%。備受矚目的通膨預期方面，未來 1 年通膨預期由上月的 5.0%下降至 4.4%；另長期通膨預期則由上月的 4.0%下降至 3.6%。由於消費者對未來通膨預期下滑，美國 7 月消費者信心有所改善。惟美國新的關稅即將在 8 月 1 日發動，市場預期未來美國物價壓力上升的風險很大。

5. 國際貿易及政府預算方面-美國陸續公布貿易對手國最新的關稅稅率

美國陸續公布貿易對手國最新的關稅稅率，其中歐盟、日本及南韓將被課徵 15% 的對等關稅，印度、馬來西亞、越南、泰國、印尼及菲律賓分別被課 25%、25%、20%、36%、19% 及 19%，而台灣則尚未公布，各國仍持續與美國協商以降低關稅稅率。

2025 年 5 月美國商品及服務貿易逆差為 715 億美元，較上月增加 113 億美元(18.7%)，其中出口金額為 2,790 億美元，較上月衰退 116 億美元(-4.0%)，進口金額為 3,505 億美元，較上月縮減 3 億美元(-0.1%)。就貿易細項區分，5 月商品貿易逆差為 975 億美元，較上月擴張 112 億美元(13.0%)；服務貿易順差為 260 億美元，較上月下滑 1 億美元(-0.4%)。商務部資料顯示，由於出口下降遠大於進口減少，美國 5 月貿易逆差急劇擴大，不利於美國第二季度經濟成長。

2025 年 6 月(2025 財年 9 月)美國政府預算盈餘為 270 億美元，扭轉上年同期 710 億美元預算赤字的局面。其中該月預算收入為 5,264 億美元，年增 12.9%；預算支出 4,994 億美元，年減 7.0%。累計 2025 財年前 9 個月預算赤字達到 1 兆 3,374 億美元，較上年同期上升 641 億美元(5.0%)，其中政府收入增加 2,539 億美元(6.8%)，而政府支出則增加 3,180 億美元(6.3%)。另累計公債利息支出為 9,210 億美元，較上年同期增加 532 億美元(6.1%)。財政部資料顯示，6 月美國關稅收入為 272 億美元(退稅後淨額達 266 億美元)，月增 19.0%，年增 301.5%，成為當月政府預算轉為盈餘的一大助力。惟債務利息不斷增加，拖累當月政府預算的盈餘。

6. 住房方面-在抵押貸款利率上升及經濟不確定性加劇下，美國 6 月房市需求減弱

2025 年 6 月美國房屋建築許可數量為 139.7 萬套(高於市場預期的 139 萬套)，月增 0.2%，年減 4.4%，其中獨棟住宅許可數量月減 3.7%，2-4 戶住宅許可數量月增 0.0%，5 戶以上住宅許可數量月增 8.1%。另 6 月美國新屋開工數為 132.1 萬套(高於市場預期的 130 萬套)，月增 4.6%，年減 0.5%，其中獨棟住宅減少 4.6%，而多戶型住宅開工量則大幅擴增 30.6%。儘管美國 6 月新屋開工

數較上月成長 4.6%，但高抵押貸款利率及經濟不確定性阻礙民眾購買大坪數的獨棟住宅，致其建築量仍跌至 11 個月低點，而小坪數多戶型(公寓)住宅則成為建商增加開發的建案。

2025 年 6 月美國成屋(二手屋)銷售經季節性調整年化總數為 393 萬套(低於市場預期的 400 萬套)，較上月減少 2.7%，但與上年同期持平。房價方面，6 月整體成屋售價中位數為 43.53 萬美元，年增 2.0%，為歷年 6 月最高的成屋價位。在成屋庫存方面，6 月底未售出的成屋庫存為 153 萬套，較上月下降 0.6%，但較上年同期(132 萬套)上漲 15.9%。按當前月度銷售速度計算，相當於 4.7 個月的供應量，高於上月的 4.6 個月及上年同期的 4.0 個月的供應量。NAR 資料顯示，由於抵押貸款利率上升及經濟不確定性加劇，潛在買家保持觀望態度，致美國 6 月二手屋銷售量跌至 2024 年 9 月以來最低水平，反映房地產市場持續低迷，住宅投資仍將拖累第二季的經濟。

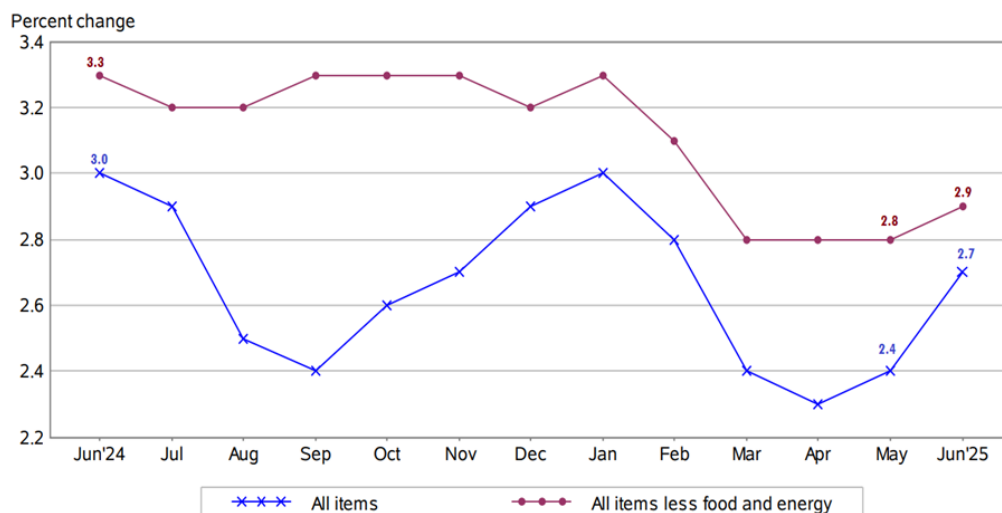
2025 年 6 月美國新屋銷售數量為 62.7 萬套(低於市場預期的 65.0 萬套)，較上月成長 0.6%，但較上年同期衰退 6.6%。各地區新屋銷售狀況如下：中西區及南區上漲 6.3%及 5.1%至 8.5 萬套及 39.0 萬套，而東北區及西區銷量則下滑 27.6%及 8.4%至 2.1 萬套及 13.1 萬套。在房價方面，6 月新屋銷售中位價為 40.18 萬美元，月減 4.9%、年減 2.9%。而 2025 年 6 月新屋待售數量自上月的 50.5 萬套成長至 51.1 萬套，當前銷售率計算可供銷售月為 9.8 個月，高於上月的 9.7 個月及上年同期的 8.4 個月。商務部數據顯示，由於抵押貸款利率居高不下，加上經濟不確定性，美國 6 月新屋銷售增幅低於預期，庫存上升至 2007 年 10 月以來最高水平，將縮減建商興建住宅的意願。

(二)美國 6 月 CPI 及 PPI 漲跌不同調

2025 年 6 月美國消費者物價指數(CPI)年增 2.7%，符合市場預期，但高於上月的 2.4%；剔除食品和能源等波動較大項目的核心 CPI 年增 2.9%，高於上月的 2.8%，但低於市場預期的 3.0%。按月觀察，6 月 CPI 增加 0.3%，符合市場預期，但高於上月的 0.1%；核心 CPI 成長 0.2%，高於上月的 0.1%，但低於市場預期的 0.3%。勞工統計局數據顯示，受到能源、受到能源、醫療保險

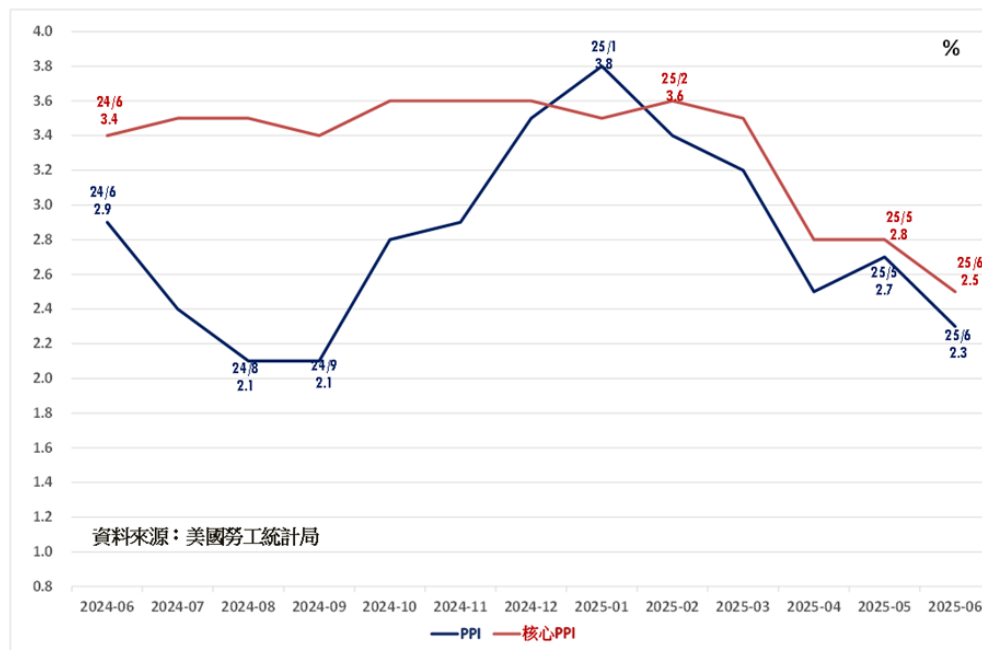
及服飾等價格上漲的影響，6 月 CPI 年增率較上月擴增 0.3%，部分反映關稅的調升。自 8 月 1 日起美國適用新的關稅，預計今年夏天通膨上行將會加速，致聯準會對調降利率變得更為審慎。

圖一 近一年美國 CPI 及核心 CPI 變動情形



2025 年 6 月美國生產者物價指數(PPI)年增 2.3%，低於上月的 2.7%及市場預期的 2.5%；剔除波動較大的食品、能源及商務服務後的核心理 PPI 年增 2.5%，低於上月的 2.8%。按月觀察，6 月 PPI 月增 0.0%(其中商品價格增加 0.3%，服務價格下降 0.1%)，低於上月的 0.3%及市場預期的 0.2%；核心理 PPI 月增 0.0%，低於上月的 0.1%。勞工統計局數據顯示，美國 6 月 PPI 年增率較上月縮減 0.4%，反映關稅推升商品價格被運輸及倉儲等服務價格下滑所抵銷，整體通膨壓力仍受控制。未來幾個月企業成本轉嫁消費者的幅度，將直接影響到聯準會的利率政策。

圖二 近一年美國 PPI 及核心 PPI 變動情形



2025 年 6 月美國 PCE 物價指數年增 2.6%，高於上月的 2.4% 及市場預期的 2.5%；而剔除波動較大的食品和能源價格後，核心 PCE 物價指數年增 2.8%，與上月持平，但高市場預期的 2.7%。按月觀察，6 月 PCE 物價指數月增 0.3%，符合市場預期，但高於上月的 0.2%；而核心 PCE 物價指數月增 0.3%，符合市場預期，但高於上月的 0.2%。美國商務部報告顯示，由於關稅推高家庭用品及娛樂產品等進口商品的價格，美國 6 月通膨率上升，預計價格壓力將在下半年加劇，並推遲美聯儲降息的時程。

(三)7 月 FOMC 會議維持利率不變

2025 年 7 月 FOMC 會議決議將聯邦基金利率目標區間維持在 4.25%-4.50%，謹將本次會議聲明及主席 Jerome Powell 記者會重點摘錄如下：(1)儘管淨出口波動仍持續影響數據表現，今年上半年經濟活動成長有所趨緩，但失業率維持在低檔，就業市場狀況仍然穩固，而通膨水準則仍略顯為高；(2)儘管經濟前景的不確定性仍高，但聯準會致力於在長期實現充分就業及 2%通膨目標，持續關注此雙重任務所面臨的風險；(3)在評估是否進一步調整利率目標區間的程度與時機時，委員會將審慎考量最新數據、經濟前景變化及風險平衡。另，委員會亦將持續縮減美國公債、機構債券與機構抵押擔保證券(MBS)的部位；(4)在評估適當的貨

幣政策立場時，委員會將繼續監測未來資訊對經濟前景的影響，其中委員會評估訊息包括勞動力市場狀況、通膨壓力、通膨預期以及金融與國際情勢發展；(5)本次會議以 9 比 2 決議通過維持利率不變，其中 Michelle Bowman 及 Christopher Waller 兩人偏好在本次會議將利率目標區間下調 1/4 個百分點而投反對票，另 Adriana Kugler 則缺席且未投票；(6)Jerome Powell 在會後記者會上，對 9 月是否降息問題並未正面回應，僅表示決策將視經濟數據而定，目前大多數委員仍認為維持「適度緊縮」的政策立場是合宜的。

芝加哥交易所 FedWatch 2025/7/31 的資料顯示，市場預測 2025 年 9 月聯準會 FOMC 維持利率不變的決策，10 月降息至少 1 碼的機率逾六成，全年可能僅降息 1 碼。

表一 FedWatch 聯準會降息機率預估

單位：%

CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities										
Meeting Date	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0	0.0	0.0	0.0	43.2	56.8
2025/10/29	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.7	48.1	36.2
2025/12/10	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.8	36.0	40.7	13.5
2026/1/28	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	19.1	37.6	31.1	8.7
2026/3/18	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	11.4	28.6	34.3	19.7	4.3
2026/4/29	0.0	0.0	0.0	0.5	4.6	16.4	30.2	30.0	15.2	3.0
2026/6/17	0.0	0.0	0.3	2.9	11.6	24.6	30.1	21.2	8.0	1.2
2026/7/29	0.0	0.1	1.3	6.2	16.5	26.7	26.8	16.3	5.4	0.8
2026/9/16	0.0	0.6	3.3	10.5	20.7	26.7	22.4	11.8	3.5	0.4
2026/10/28	0.2	1.3	5.1	13.1	22.3	25.6	19.7	9.7	2.7	0.3
2026/12/9	0.3	1.8	6.1	14.2	22.7	24.9	18.4	8.8	2.4	0.3

資料來源：芝加哥商品交易所 FedWatch, 2025/7/31。

(四)隨著關稅通膨效應上升，縮減聯準會未來降息空間，美元短期內走勢趨堅

由於美國與歐盟、日本及南韓等國關稅稅協議所有進展，並與中國尋求延長現行的 90 天關稅休戰(視美國總統拍板決定)，使美國經濟不確定性大幅下降，加上 7 月聯準會不降息，且今年可能僅降息 1 碼，推升美元上漲的走勢，指數從 6 月底的 96.88 上升至 7/31 的 99.97。美國第二季經濟成長率為 3.0%，高於市場預期的 2.4%，且隨著關稅通膨效應上升，縮減聯準會未來降息的空間，預期短期內美元匯率走強機率仍高。

二、歐洲

(一)歐元區—美歐達成貿易協議，經濟展望略為好轉

歐元區工業生產在 4 月下跌 2.2%後，5 月反彈 1.7%，其中非耐久消費財成長 8.5%最為強勁，能源、資本財產出分別成長 3.7%、2.7%次之。雖然美國暫時豁免藥品關稅，但美國民眾及企業仍警覺性的囤積藥品，使得愛爾蘭製藥業產出在 4 月大幅回落 12.5%後，5 月強勁反彈 12.4%，為歐元區工業生產波動主因。若排除愛爾蘭，則歐元區(不含愛爾蘭)工業生產主要由德國汽車生產反彈帶動成長 0.5%，惟其主要是受到德國汽車業重建庫存的需求支持，且受到美國汽車關稅影響，德國對美國汽車出口走弱，工廠營收亦持續減少，一旦庫存水位補足，生產料將出現回落。

受惠於工業生產熱絡，勞動需求仍受支持，使歐元區 5 月失業率為 6.3%，僅略高歷史低點。不過，該月零售額月減 0.7%，反映美國關稅政策及地緣政治因素打擊消費信心，使民眾審慎支出所致。另外，受惠於降息效果及外資流入增加，歐元區 2025 年第一季房價指數較 2024 年同期上漲 5.4%，其中西班牙、克羅埃西亞、荷蘭、葡萄牙、斯洛伐克平均房價漲幅皆逾 1 成，受房市熱絡帶動，歐元區 4、5 月營造業產出平均較第一季成長 2.9%。整體而言，雖然消費信心暫時受到關稅衝擊，然而寬鬆的貨幣政策及歐元走強支持下，外國人對南歐及東歐的置產興趣轉趨濃厚，從而活絡歐元區的營建需求。

歐元區 6 月 HICP 通膨較上月增加 0.1 個百分點至 2%，主因能源通膨上漲，核心通膨(不含食品及能源)則穩定為 2.3%，其中服務通膨增加 0.1 個百分點至 3.3%，主要是今年五旬節假期落在 6 月導致旅宿價格波動，抵銷歐元走強使商品通膨降 0.1 個百分點至 0.5%的影響。儘管歐元區失業率維持低位，但弱勢通膨及勞動生產力偏低均不利於勞方談判能力，薪資成長率料將持續下降，加上歐元走強抑制進口品價格，預期通膨仍將維持下行趨勢不變。

歐元區 7 月綜合 PMI 上升 0.4 點至 51，其中服務業、製造業 PMI 分別上升 0.7、0.3 點至 51.2、49.8。其中製造業延續美國加徵對等關稅前的拉貨需求，帶動產出成長；服務業除受惠於穩健的就業水準外，尚因民眾對關稅戰的看法轉趨樂觀，加上熱絡的

旅遊業支持所致。

美國和歐盟於 7 月 27 日達成關稅協議，美國將對多數歐盟商品徵收 15%關稅(4 月宣布之對等關稅稅率為 20%)，包含汽車關稅稅率自 27.5%降為 15%，部分產品如飛機及飛機零件、特定化學品、特定學名藥、半導體設備、特定農產品以及所有自然資源和關鍵原材料將享有雙邊關稅豁免；鋼鐵雖仍面臨 50%關稅，但正研擬配額制度，預計在配額內享有較低稅率；此外，歐盟承諾未來 3 年向美國購買價值 7,500 億美元的液化天然氣、石油與核燃料，並加碼對美國投資 6,000 億美元及購買軍備(未確定金額)。該關稅協議尚需獲得各歐盟成員國同意，惟有鑑於目前各國對此協議反彈不大，預期將可望順利通過同意，並消弭經濟展望的不確定性。

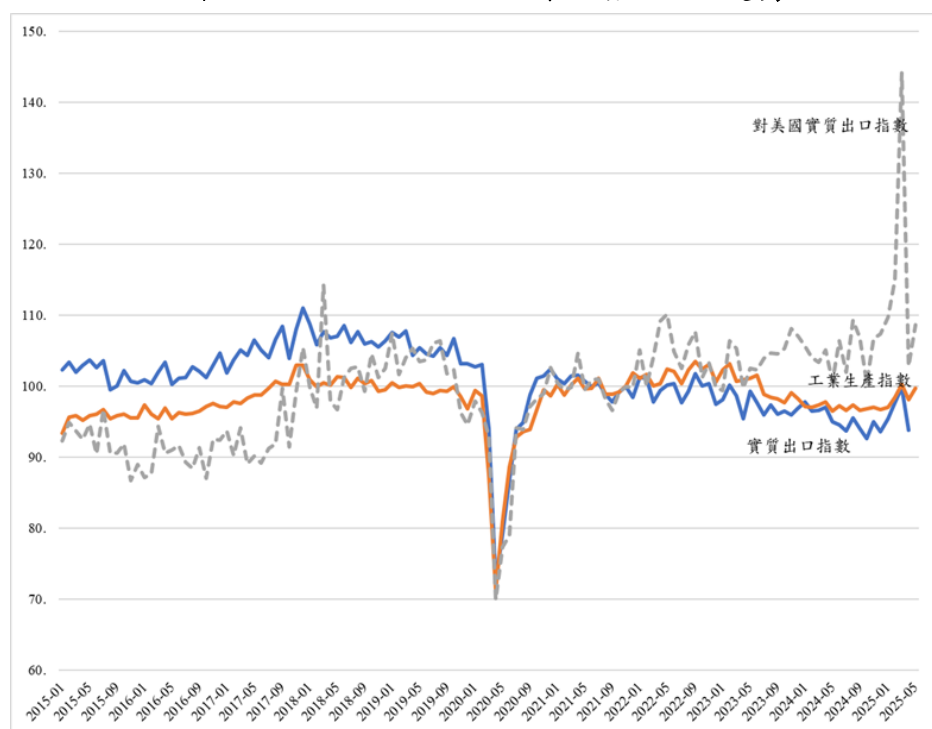
在貨幣政策方面，歐洲央行在 7 月 24 日如期宣布存款機制利率維持 2%不變。雖然該行基本情境預測通膨將在未來 2 年降至 2%內，但民間對通膨的預期依然偏高，且美歐貿易談判結果較原先預期為佳，對景氣衝擊有限，企業很可能會維持較高的訂價策略，對通膨造成壓力。因此，鷹派政策委員可能會要求更多通膨降溫的證據才會支持繼續降息，故市場對於歐洲央行在 9 月降息的預期轉淡，待更多經濟數據來佐證通膨預測，年底前(10 月或 12 月)料再降息一碼後便停止降息。

歐洲央行第二季銀行貸款調查結果顯示，雖利率下降且銀行流動性充裕，加上外資大舉投入帶動房市，使得房屋貸款需求大幅成長，但在地緣政治不確定性及貿易緊張局勢影響下，企業貸款、消費信貸的成長依然疲軟，且銀行略為收緊所有貸款類別的審核標準，使得 6 月銀行貸款年增率僅 2.4%，擴張速度屬於溫和。雖然銀行基於風險考量，計畫在第三季進一步收緊消費信貸的審核標準，惟歐盟放寬財政規範的效果將在下半年浮現，民間部門對資金需求將轉趨殷切，因此預計歐元區貸款仍可望維持溫和的擴張表現，金融體系亦能保持韌性。

近一個月歐元兌 1 美元匯率自 1.17 美元貶至 1.14 美元附近，主要是 7 月下旬美歐達成貿易協議後，市場避險情緒降溫，致歐元迅速回貶。展望未來，雖然美國關稅的不確定性暫時降溫，但

川普政策經常出其不意，可能再次衍生新的風險，屆時歐元可望彰顯其避險性質，惟歐元區短期內仍面臨俄烏戰爭、以哈衝突等地緣政治因素，為歐元構成上行阻礙。

圖三 歐元區出口及工業生產指數走勢



資料來源：EUROSTAT，徵信處整理。

(二)英國—失業壓力擴大，政府難以實行福利縮減計畫，經濟隱患浮現

5月GDP月減0.1%，連2個月下降，主因工業生產及營造業分別跌0.9%、0.6%，抵銷服務業成長0.1%所致。其中醫藥、汽車生產分別下跌4.2%、3.7%，反映英國與美國在5月8日達成關稅協議後，美國企業儲備庫存需求下降所致。服務業主要由通訊、行政支援等B2B類服務成長，抵銷如零售、餐飲等B2C類服務下跌影響；由於民眾對於失業的擔憂擴大、信心轉弱，加上政策利率依然處於限制性水準，使得消費、房市投資動能較為疲乏。

在勞動市場方面，5月失業率(3個月移動平均值)增加0.1個百分點為4.7%，就業率增為60.8%，勞動不活躍率略降為36.3%，職缺數降0.9萬個至72.7萬個，簡言之，該月勞動供給增加，但勞動崗位減少，憑添失業壓力。受此影響，5月經常性薪資年增

率下降 0.3 個百分點至 5%，抵銷 4 月起調漲法定薪資的影響，預期失業壓力將繼續擴大，並使薪資成長率續向下行。

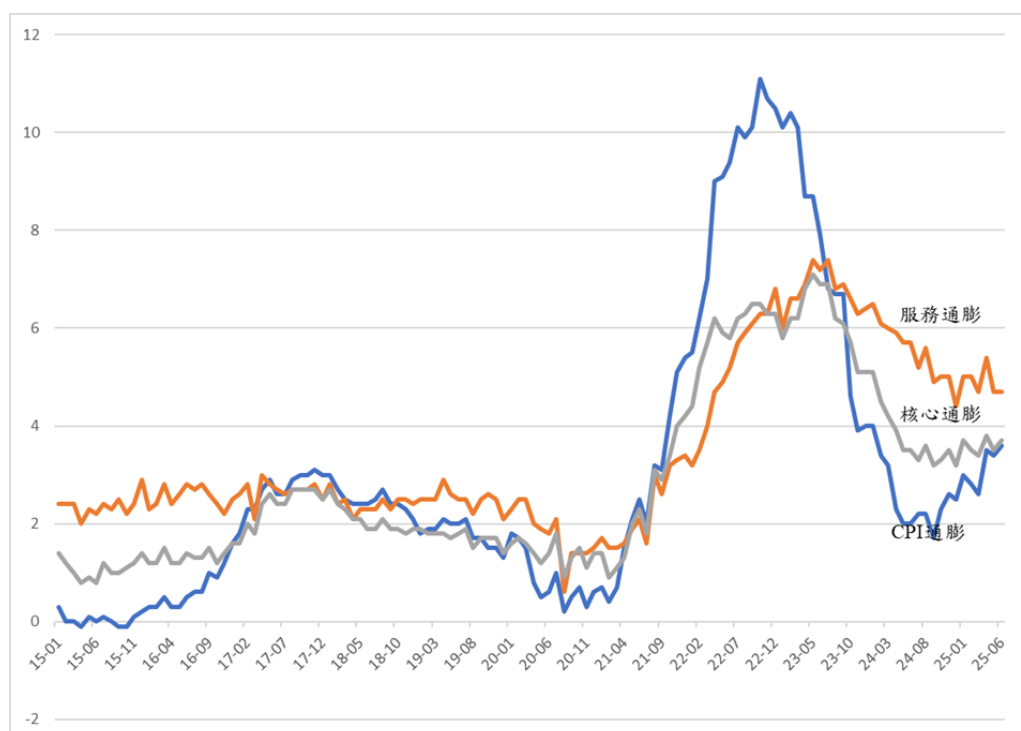
6 月通膨、核心通膨(不含食品及能源)皆上升 0.2 個百分點至 3.6%、3.7%。其中商品通膨增加 0.2 個百分點至 3.7%，反映促銷檔期結束使服飾通膨自下跌轉為上漲；服務通膨則持平為 4.7%，主要是運輸、通訊價格上漲被旅宿、家庭服務價格減緩所抵銷。整體而言，4 月提高勞工基本薪資以及雇主對勞工的投保門檻後，其增加的成本尚未轉嫁至消費者，使服務通膨保持穩定，此外，雖然先前原油、天然氣價格上漲可能會暫時提升第三季通膨壓力，惟 7 月原油及天然氣價格又轉回落，短期能源價格波動難以改變核心通膨的下行趨勢。

7 月綜合 PMI 略降 1 點至 51，主要是服務業 PMI 降 1.6 點至 51.2，抵銷製造業 PMI 上升 0.5 點至 48.2 的影響。服務業的降溫反映就業市場越趨嚴峻，從而壓抑消費動能；製造業產出指數雖然穩定於 50，結束連續 8 個月的衰退，但其出口訂單卻連 9 個月衰退，且因需求缺口擴大及勞動成本上漲影響，企業面臨的競爭環境亦持續加劇，裁員逐漸增加，招聘員工的意願也持續降溫。

展望未來，儘管美國與歐盟達成貿易協議，但在關稅較從前為高的影響下，預期全球貿易活動仍將會減弱，不利於英國出口表現，加上財政難以進一步擴張，預期內、外需動能皆較為疲乏，並且持續對失業構成壓力，恐使經濟陷入負面循環。另外，有鑑於薪資漲幅減緩，可望持續抑制通膨，為英格蘭銀行增添降息空間，故預期 8 月、11 月、12 月皆可能會分別調降一碼，年底前政策利率降為 3.5%，亦不排除將降息時程略為提前，於 8 月、9 月、11 月分別降息一碼的可能性。

英鎊近一個月在 1.37 美元漸貶至 1.32 美元附近，主因英國政府 6 月借款大幅增加，加上政府迫於民間反彈聲浪，大幅縮減福利改革計畫的規模，引起市場對英國財政、經常帳雙赤字惡化等疑慮，致英鎊走貶、公債遭拋售。未來仍需關注英國政府如何填補預算缺口(目前有意出售查封沒入之虛擬貨幣)，一旦財政有惡化之虞，可能重演 2022 年 10 月財政危機，若首相下台造成政治動盪，可能將導致英鎊進一步走貶。

圖四 英國通膨走勢



資料來源：ONS，徵信處整理。

三、中國

(一)美中貿易協商持續進行，減緩經濟下行風險

2025 年第二季經濟成長年增率為 5.2%，較第一季下降 0.2 個百分點，但略優於市場預期，其中：(1)第二級產業增幅較上季下降 1.1 個百分點至 4.8%，對經濟成長貢獻 1.8 個百分點，其中製造業增幅略為放緩至 6.5%，反映先前廠商加快生產及出口的情形減退，但在汰舊換新及設備升級等支持內需政策下而有所支撐，該季產能利用率 74.3%，較上年同季下降 0.9 個百分點，以化學製造業回落幅度較大。建築業轉呈縮減 0.6%，主要係房地產修正使建商投資持續減少，加上基礎建設投資受不利天氣影響施工進度；(2)第三級產業成長升至 5.7%，對經濟成長貢獻 3.2 個百分點，其中訊息傳輸及租賃商務服務年增近一成，與上季大致相當。批發零售業、住宿餐飲業分別成長 6%、5.2%，均較上季有所改善，民眾儲蓄率 31.4%略低於過去兩年同期水準。

另就需求面觀之，消費、資本形成、淨出口對經濟成長貢獻分別為 2.7、1.3、1.2 個百分點，淨外需貢獻雖較過去三季回落但仍

高於往年水準，內需動能仍有改善空間。

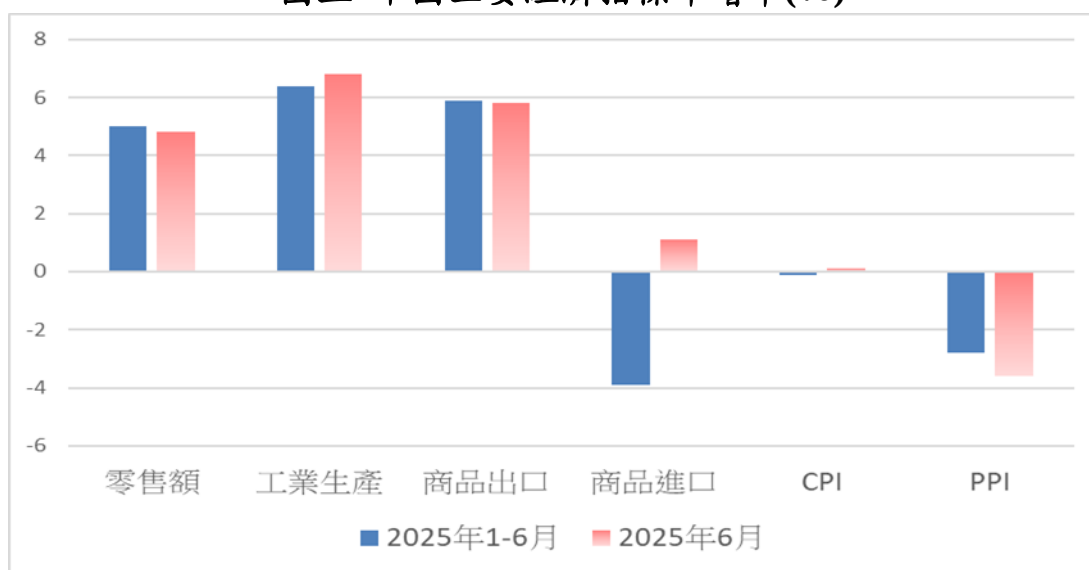
6 月主要經濟指標顯示生產優於預期，消費及投資減弱：(1)零售額年增 4.8%，較上月下降 1.6 個百分點，部分反映 618 購物節提前促銷致單月增幅波動較大，第二季零售額增幅 5.4% 仍優於上季的 4.6%。該月餐飲、商品零售分別成長 0.9%、5.3%，後者中以家電家具零售成長近三成、通訊器材成長 13.9% 等表現較佳，反映耐久財汰舊換新政策的支持；(2)累計 1-6 月固定資產投資年增 2.8%，較第一季下降 1.4 個百分點，其中製造業成長 7.5%，主要行業投資普遍趨緩，反映國際經貿政策的不確定性使廠商投資轉趨謹慎，但其中汽車、鐵路船舶及航空製造業投資增幅仍維持逾兩成。基礎建設投資成長 4.6%，主要是水利管理及鐵路運輸投資所帶動。房地產投資跌幅擴大至 11.2%，其中施工面積、新開工面積分別減少 9.1%、20%。商品房銷售面積、金額分別較去年同期減少 3.7%、5.5%，房市持續修正且尚未有回穩跡象。6 月 70 個主要城市新屋房價較上月下滑的有 56 個，平均跌幅約 0.3%；(3)工業生產年增 6.8%，較上月回升 1.0 個百分點，自 5 月中旬美中暫緩部分關稅實施以來製造業活動略有改善，加上科技產品多數尚未被加徵關稅使廠商仍有加快生產的情形，其中以汽車、電器機械、電子設備、鐵路船舶航空製造業增幅介於 10%-12% 間表現較佳。

6 月商品出口值年增 5.8%，增幅較上月回升且與第一季平均相當，主要反映 5 月中旬美中雙方暫緩部分對等關稅實施後，對美出口月增逾三成，年跌幅由上月的 34.5% 縮小至 6 月的 16.1%，對非美國家出口增幅放緩至 9.6%，除日本、東協及非洲出口增幅略為上揚外，其餘普遍放緩。就商品觀之，汽車、船舶及積體電路出口成長 23%~24% 為主要帶動因素，手機出口下跌一成，但跌幅較上月減半，電腦出口連三個月小幅縮減，紡織服飾及玩具等低階消費品出口與去年同期大致持平。進口值年增 1.1%，以內需為主的一般貿易減少 2.0%，主要是煤炭、原油、鐵礦砂及天然氣等大宗商品進口減少所致，部分反映國際價格回落的影響；以中間財為主的來料進料成長 14.8%，主要是科技產品中間財增加所帶動。進出口相抵後，貿易順差為 1,148 億美元。

7 月下旬美中兩國代表在瑞典進行貿易協商，但尚未進一步

揭露協商內容，惟近期隨美國陸續與日本、歐盟及東南亞等國家達成貿易協議，有助減緩國際經濟下行風險。IMF 於 7 月底全球經濟展望報告估計中國 2025 年、2026 年經濟成長率分別為 4.8%，4.2%，前者較 4 月上修 0.8 個百分點，主要反映第一季經濟表現優於預期，以及美中雙方貿易衝突在 5 月以來有所降溫，未來展望除受美中雙方貿易協商結果影響外，中國內需動能仍有改善空間。

圖五 中國主要經濟指標年增率(%)



資料來源：中國統計局。

(二)消費者物價低迷，生產者通縮壓力加劇

6 月消費者物價(CPI)年增 0.1%，終止連四個月溫和通縮之勢，其中食物類跌幅縮小至 0.3%，主要是蔬果及奶類等價格回升；非食物通膨略升至 0.1%，主要是汽車、燃油及金飾等跌幅縮小，以及在汰舊更新政策支持下，家庭用品漲幅回升，服務類通膨則持平於 0.5%。不含食物及能源之核心通膨 0.7%，第二季以來較過去一年略有回升，惟整體而言，在消費信心不足且供需失衡之際，物價仍屬低迷。

6 月生產者物價(PPI)年減 3.6%，跌幅較上月擴大 0.3 個百分點，其中採礦業、原材料業跌幅擴大至 13.2%、5.5%，營建活動景氣溫和且金屬及水泥相關供應充足致價格下滑，煤炭充足且綠能發電增加使煤炭價格下滑，加工製造業跌幅擴大至 3.2%，反映國際經貿政策影響出口以及內部產能過剩的壓力；以消費者為

導向的 PPI 跌幅持平於 1.4%。

(三)政府加快債券發行

6 月人民幣新增貸款 2.24 兆元，貸款餘額年增率持平於 7.1%。該月對家戶貸款淨增加 0.6 兆元，貸款餘額年增率 3.0%，今年以來變動不大，整體而言，上半年對家戶短期貸款餘額略為減少，中長期貸款餘額增加 1.17 兆元，但增幅仍低於去年同期水準，在房市持續修正之際將抑制家戶貸款需求；對非金融企業貸款淨增加 1.76 兆元，餘額增幅持平於 8.9%，其中票據融資及短期貸款合計增幅近一成，中長期貸款略為放緩至 8.5%，今年以來逐漸趨緩，反映經濟前景不明使企業投資謹慎以及地方政府相關企業以債券融資替換銀行借款的影響。6 月社會融資規模(TSF)增加 4.2 兆元，餘額年增率持上升至 8.9%，其中政府債券淨融資增加 1.35 兆元，餘額增幅升至 21.3%為主要帶動因素，反映政府加快並採取較積極的財政政策；企業債券淨融資淨增加 0.24 兆元，餘額年增 3.5%。

(四)人民幣回貶

7 月上中旬人民幣兌美元多在 7.17 元上下波動，下旬回貶至月底接近 7.20 元價位，反映美國陸續與日本及歐盟達成貿易協議，加上市場對聯準會 9 月降息押注有所下滑，帶動國際美元上升至近兩個月新高，致人民幣回貶。展望未來，預期人民幣在美、中雙方持續進行貿易協商下不致有貶值壓力，未來走勢將取決於協商結果而定。

四、日本

(一)內需支撐及外部風險並存

5 月核心機械訂單月減 0.6%，其中製造業訂單月減 1.8%，主要係化學品及商用機械分別月減 38.7%及 29.3%所致；非製造業訂單(扣除波動訂單)月增 1.8%，由房地產訂單月增 76.5%所帶動。綜言之，核心機械訂單數據呈現複雜局面，月度數據雖連續下滑但跌幅收窄且優於預期，而年度數據則保持增長。這表明企業信心雖然存在，但仍顯脆弱，未來仍需關注全球經貿形勢和產業結構轉型對資本支出的影響。

6月零售額月增1.0%，反映天氣炎熱刺激季節性商品的需求，使得服裝零售成長1.7%。另，汽車零售成長0.7%，食品零售在連續兩個月下降後成長1.5%，惟燃料銷售額下跌4.4%，係因政府進行汽油補貼。此外，耐用品支出成長1.1%，與7月消費者信心形成對比。7月消費者信心指數下跌0.8點至33.7，係受參議院選舉及美日關稅談判的不確定影響。從細項來看，購買耐久財指數下降0.8點至27.4、生活水準指數下降1.0點至31.4、薪資成長指數下降0.4點至38.5、就業指數下降0.7點至37.6，反映消費者對通膨預估仍高，薪資成長速度仍不及於通膨，導致消費者趨於審慎的態度。

6月出口及進口分別月增3.2%及5.0%，主要係汽車、IT產品及資本財分別月增2.0%、4.4%及3.8%。另，6月工業生產月增1.7%，主要由運輸設備、電子零件及商用機械所帶動，反映美國對等關稅暫緩期的提前備貨，預計隨對等關稅的實施，出口及工業生產將放緩。

7月自分銀行綜合PMI持平於51.5，其中製造業PMI下跌1.3點至48.8，主要係產出指數下跌3.6個百分點至47.6、未完成訂單指數下跌1.1個百分點至46.0、新訂單指數下跌0.2個百分點至47.3，顯示製造業需求疲軟。非製造業PMI上漲1.8點至53.5，創五個月新高，主要係新業務指數上升0.7個百分點至52.0、未完成訂單指數上升0.8個百分點至52.4，惟新出口訂單指數下降2.6個百分點至48.3，反應調查期間尚未得知參議院選舉及美日關稅談判結果。綜言之，製造業受美國關稅政策的不確定性影響而疲軟，非製造業的強勁需求係受惠於內需的韌性，製造業及非製造業呈現分化趨勢。

(二)美國經貿政策不確定性仍高，日銀暫緩升息

6月全國消費者物價指數(CPI)小幅回落0.2個百分點至3.3%，核心通膨亦下跌0.4個百分點至3.3%，係受汽油補貼所拖累，惟食品通膨為0.7%，尤以米價漲幅為最，近一年米價上漲逾一倍；服務通膨為1.5%，反映住房、服飾及娛樂通膨皆創新高。近期隨勞動成本上漲，越來越多企業將價格轉嫁給消費者，雖能源及其他公用事業補貼抵銷部分通膨壓力，但預計日銀在7月貨幣政策

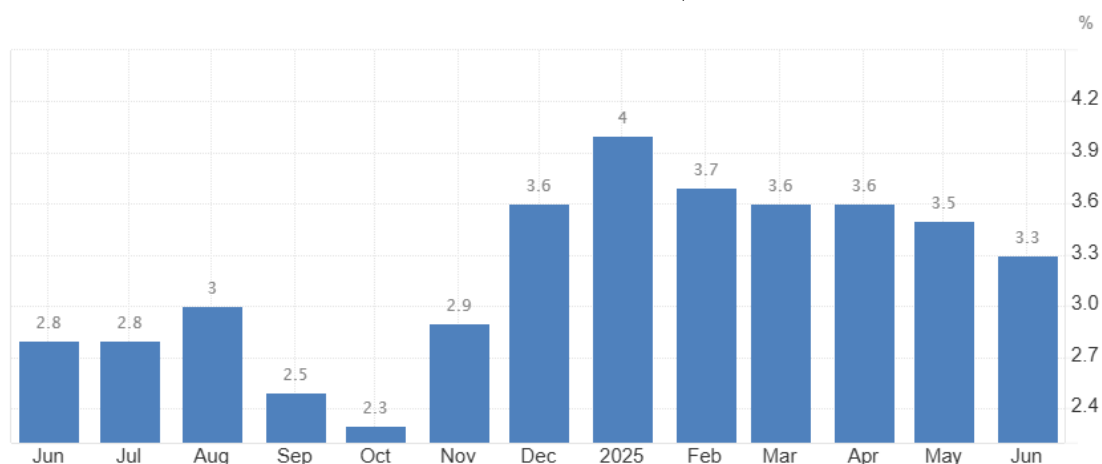
會議將上調通膨預測，並暗示下次升息時機。

美國對日本的對等關稅由 7 月 7 日公布的 25%，調降至 23 日的 15%，同時日本也承諾將對美投資 5,500 億美元，包括能源的基礎設施及生產、半導體的製造與研究、關鍵礦物的開採、加工及精煉、製藥及醫療用品的生產、商業化及國防造船，且美國將獲得其 90% 利潤。此外，汽車及零組件的對等關稅將由 25% 降至 12.5%，加上原有的 2.5% 關稅，汽車及零組件的總關稅降至 15%，將大幅降低汽車製造商的壓力。

在國內市場方面，美國主張進入日本市場時一直面臨非貿易壁壘，因此雙方達成以下協議：(1) 汽車和工業品方面，首度允許美國汽車及卡車進口，並為美國工業品及消費品提供公平競爭的環境；(2) 農業方面，增加 75% 的美國稻米進口量及購買 80 億美元的美國農產品(包括玉米、大豆、化肥、乙醇及永續航空燃料)；(3) 製造業和航太方面，日本承諾購買美國製的商用飛機，包括 100 架波音飛機，以及每年額外投入數十億美元購買美國國防設備，加強印度-太平洋的安全；(4) 能源方面，除擴大進口美國能源外，雙方正協議承購阿拉斯加液化天然氣。

日銀於 7 月 30 日、31 日召開貨幣政策會議，第四度維持政策利率於 0.5% 不變。在展望報告中，日銀分別上調 2025 及 2026 財年的通膨預估致 2.7% 及 1.8%，反映食品價格上漲，同時修正對貿易政策不確定的描述，由“極高”修正至“高”，並且對於通膨前景的描述，由“偏向下行”修正至“平衡”。日銀持續推遲升息主要係預計 2025 下半年全球需求惡化，將導致通膨壓力減弱，因此預估日銀進一步升息的條件為，即使全球需求放緩，日本經濟也不至於陷入衰退。

圖六 日本通膨走勢圖



資料來源：日本總務省、Trading Economics。

(三)若未來美日利差縮小，日圓將有上行空間

近一個月美元兌日圓由 143.8 日圓貶值至 150.9 日圓，主要係美國總統川普表示將對未達成貿易協議的國家徵收 41% 的對等關稅，加劇全球貿易緊張，提振美元需求，同時日銀於 7 月貨幣政策會議未升息，並且於會後記者會暗示 9 月也不會調整政策利率，在美日利差無法縮小的情況下，促使日圓走貶。展望未來，影響日圓的因素有日本政治情況、日銀貨幣政策決議及美國經貿政策等，若未來美日利差縮小，日圓將有上行空間。

五、澳洲-通膨持續降溫，澳洲央行仍有降息空間

5 月商品出口值月減 2.7%，其中農產品減少 3.5%，主要受肉品出口減少所拖累，今年以來單月起伏較鉅，但前五月農產品出口較 2024 年平均高約 14%，非農產品減少 2.4%，天然氣出口減少逾一成為主要拉低因素。商品進口值月增 3.8%，資本財、消費品分別成長 8.6%、3.0%，均連續兩月上揚，中間財增加 1.8%，主要是燃料及運輸零件等增加所帶動。進出口相抵後，貿易順差降為 22.38 億澳元。

5 月家庭消費月增 0.9%，其中必需品成長 0.5%，非必需品成長 1.1%，終止連兩月下滑。就主要項目觀之，交通運輸、服飾鞋類消費分別成長 1.7%、3.7% 為主要帶動因素，家庭用品、娛樂文化、住宿餐飲增幅介於 0.5%~0.8% 間。與上年同期相較，家庭消費年增率為 4.2%，與過去半年平均相當，服務類消費主要帶動因素。

6 月就業人數略增 2 仟人，但主要是兼職就業人數增加 40.2 仟人

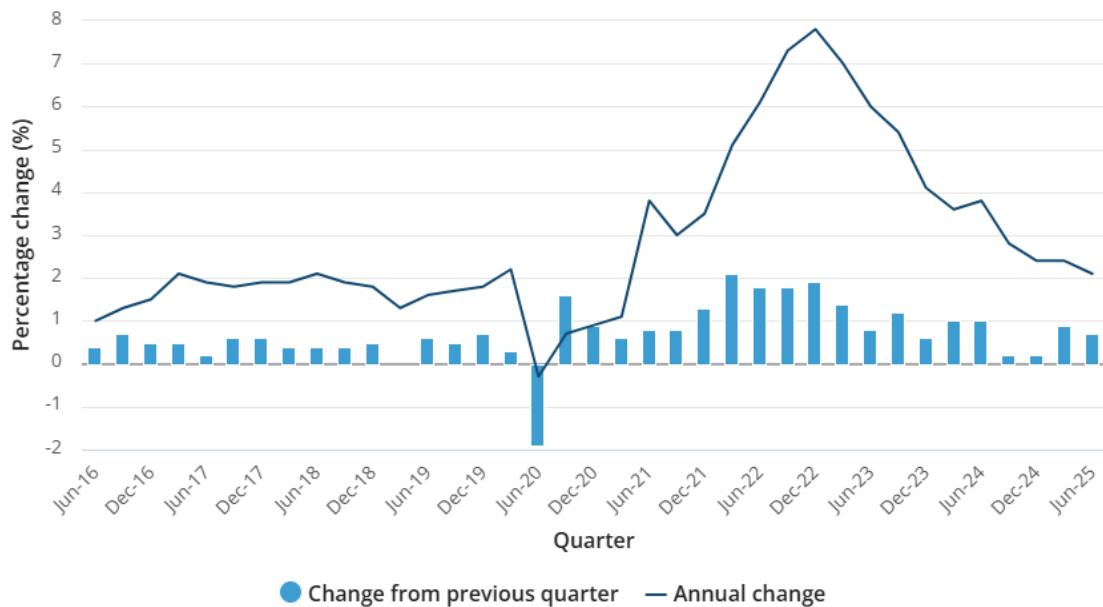
所帶動，全職就業人數抵銷多數增幅，全職就業占總就業人數比率為 68.8%，與前五月平均差異不大。由於該月勞動參與率升至 67.1%，屬歷史較高水準，致失業率上升 0.2 個百分點至 4.3%，創近三年半新高，惟仍低於疫情前約 1 個百分點。整體而言，上半年平均每月就業人數增加為 15.1 仟人，較 2024 年平均減半，顯示受先前緊縮性政策影響的遞延效應以及國際經貿政策的不確定性使企業對人力雇用轉趨謹慎。展望未來，6 月澳盛銀行求職廣告月增 1.8%，但過去一年來變動不大，國民銀行就業指數接近長期平均，短期內就業市場動能可能減弱，但失業率不致大幅上升。

第二季消費者物價季增率 0.7%，較上季放緩 0.2 個百分點，其中商品類通膨 0.8%，電價隨補貼效應減退而季增 8.1%，服飾鞋類隨新品上市季增 2.6%，終止連三季較疲弱之勢，食物類受蔬果等價格上揚影響而季增 1%，燃料價格下跌抵銷部分增幅。服務類通膨 0.7%，主要是醫療服務隨個人保費年度調漲而季增 2.3%、房租類季增 1%，交通、教育服務類通膨趨緩。與上年同期相較，消費者通膨、核心通膨分別為 2.1%、2.7%，近一年逐漸趨緩且處於央行目標 2%-3% 區間，整體而言，通膨仍逐漸降溫，但核心通膨降溫較為緩慢。

繼 5 月降息後，澳洲央行 7 月 8 日貨幣政策會議維持政策利率 3.85% 不變，與市場多數認為將降息一碼情形相左，9 位委員中有 6 位贊同維持不變。儘管認為通膨風險大致平衡，但考量第二季通膨可能略高於預期，加上今年以來累計降息 2 碼的效應，委員們認為可等待多一點資訊以確認通膨能穩定降至目標區間中間值的 2.5%。此外，委員們表示若國際經貿政策變化對國內通膨將有顯著影響，貨幣政策有充分的調整空間。由於 7 月中旬公布的就業市場不如預期，加上月底公布的通膨仍持續降溫，故市場預期第三季將再降息一碼。

匯率方面，6 月上中旬澳幣兌美元多在 0.65 元至 0.66 元價位區間波動，下旬回落至月底接近 0.644 元價位，反映美國陸續宣布與日本、歐洲及韓國等主要國家達成貿易協議，加上美國政府表示不會在聯準會主席任期內將其撤換，市場對美元信心略有改善且認為聯準會降息步調可能較原先預期緩慢，澳幣隨月底國際美元回升至近兩個月新高而回落。展望未來，預期短期內在聯準會貨幣政策相對其他主要國家謹慎下，澳幣回升動能有限，若美中雙方達成較佳的貿易協議或有助提振澳幣。

圖七 澳洲消費者通膨



資料來源：澳洲統計局。

六、印度及東南亞

(一)印度—通膨創 6 年新低，PMI 顯示經濟保持強勁擴張態勢

6 月消費者物價指數(CPI) 降至 2.1%，為 2019 年 1 月以來最低，主要因蔬菜及豆類價格大幅下滑，令食品價格下跌 1.06%，燃料和輕工業品通膨亦下降至 2.55%，惟教育、醫療保健等服務通膨增幅仍高於 4%。6 月批發價格(WPI)則意外年減 0.13%，亦反映食品及燃料價格下跌，其中，製造業通膨更降至 8 個月低點，通膨趨緩給予印度央行更多政策寬鬆的空間。

7 月匯豐印度綜合採購經理人指數(PMI) 初值從 6 月的終值 61.0 降至 60.7，服務業 PMI 略為放緩至 59.8(6 月 60.4)，但製造業 PMI 上升至 59.2(6 月 58.4)，創 17 年來新高。整體而言，受海外需求強勁，出口訂單和產出均大幅成長，企業擴大採購並累積庫存，惟就業成長放緩至 15 個月低點，通膨壓力因廠商轉嫁成本而略有上升(廠商定價能力提升)，但仍低於長期平均，因對成本上升及競爭加劇的擔憂，企業信心降至近 2 年低點。

(二)新加坡—2025 年上半年 GDP 達 4.2%

2025 年第 2 季經濟成長(GDP)年增 4.3%，第 1 季上修為 4.1%，表現強勁，主要因美國關稅生效前的提前出口帶動工業產出和貿易相關服務，其中，製造業、服務業分別成長 5.5%及 4.1%，均較

上季有所加速，建築業產出稍有放緩，在公部門產出增加下成長 4.9%，2025 年上半年 GDP 年增 4.2%。

6 月非石油國內出口(NODX)年增 13%，較上月的-3.9%大幅反彈，其中，電子產品出口成長 8%(積體電路 53.8%)，非電子產品出口大增 14.5%(非貨幣黃金 211.9%)。對美國出口下滑 4.8%，但對香港(54.4%)、韓國(33.0%)、台灣(28.3%)出口均大幅成長，總計 2025 年上半年，NODX 較去年成長 5.2%。

6 月通膨年率為 0.8%，與上月持平，為 2021 年 2 月以來低點，係因資訊與通訊、娛樂&體育&文化價格跌幅加劇，2025 年上半年整體通膨僅 0.9%。溫和的通膨，經濟成長可能放緩、貨幣估值過高以及持續存在的外部風險，強化新加坡金融管理局放鬆貨幣政策，調降新加坡元名目有效匯率區間(S\$NEER)斜率的可能性上升。

(三)印尼—與美達成貿易協議，印尼央行順勢降息 1 碼

7/16 美國宣布與印尼達成貿易協議，將原先公布的 32%對等關稅調降至 19%，美國出口至印尼商品零關稅，印尼同意取消 99%非關稅壁壘措施，向美國的工業、科技及農產品開放市場，並將購買價值 150 億美元能源、45 億美元農產品，以及 50 架波音飛機(包含多架 777 型號飛機)。印尼對美國的貿易順差較小(2024 年約佔 GDP 的 1.3%)，其中大部分來自製成品(紡織品、鞋類等)和棕櫚油，另與亞洲其他地區以電子品出口為主的國家相比，目前印尼出口豁免商品僅占印尼對美出口的 10%左右，因此自 8 月起美國對印尼徵收的 19%關稅將完全轉嫁到「有效」關稅稅率上(摩根證券 7 月推估，印尼平均稅率將自 14.4% 攀升至 22.6%，影響 GDP0.2 個百分點)。

印尼央行 7 月會議下調基準利率(BI-Rate)1 碼至 5.25%，隔夜存款和貸款機制利率分別調降 1 碼至 4.50%和 6.00%，符合市場預期。反映通膨預期落於央行目標區間內(2.5±1%)、印尼盾匯率穩定，以及透過政策支持經濟成長的立場。展望未來，得益於美國關稅談判成功後出口的改善、國內需求的增強以及政府與央行的支持性政策，預估 2025 年經濟成長率將在 4.6%-5.4%間，與 2024 年 5.03%相當。

(四)泰國—儘管關稅前搶出口持續，但經濟內外部壓力漸增

6月出口年增15.5%，其中農產品及農工品、工業品出口分別成長13.5%、17.6%，關稅前的搶出口效應下，對美國的出口大增41.9%，對中國、歐盟出口亦成長23%及12%；6月進口成長13.1%主要因資本財進口大增38%所致，抵銷燃料品進口減少的影響，其中，電機及零件、電腦及零件等進口分別成長60%、46%，反映電子品出口的衍生需求。2025年上半年貿易逆差收窄至0.6億美元，出口、進口分別成長15.0%和11.6%，對美國順差達228.3億美元、對美出口占比約20%。

6月消費者物價年減0.25%，連續第三個月出現通貨緊縮，由於燃料和電力成本下降，交通運輸價格及住房&家具價格持續下跌，服裝&鞋類及醫療&個人護理價格亦同步收縮，僅食品和非酒精飲料通膨有所上升。通膨疲弱，顯示內需消費不振，將使泰國央行保持寬鬆政策立場。

泰國政府正積極與美方進行貿易談判，除增加農漁產品（龍眼、吳郭魚..）、波音飛機和液化天然氣進口外，將修改現有法規允許美國的左駕車進口，亦表達對阿拉斯加天然氣投資的意願，以避免遭美方課徵36%的對等關稅。儘管泰國財政部估計，提出的方案可以在3年內減少70%的貿易赤字，並在5年內大致平衡貿易，但能否滿足美方的要求仍屬未定之數，此外，近期泰國國內政治動盪，與柬埔寨亦爆發邊境衝突，經濟在內外部衝擊下將面臨極大挑戰。

(五)菲律賓—美菲達成貿易協議，調降關稅至19%，經濟衝擊有限

7/22 美國與菲律賓宣布與菲律賓達成貿易協議，美國將對菲國進口商品課徵19%的關稅(低於7月關稅信函的20%，但高於4月解放日的17%)，菲律賓將對美國開放市場並實施零關稅，美菲亦將強化軍事合作。2024年美國對菲律賓的貿易逆差為48.8億美元，美菲雙邊商品貿易額為235億美元，美國占菲律賓總出口比重約17%，菲律賓對美國最終需求的依賴程度在亞洲國家中處於相對較低水平，且新關稅與越南、印尼等達成協議的國家相當，預計關稅對菲國整體經濟影響有限。

考量中東局勢、美國關稅政策等全球不確定性持續升高，菲

國跨部門發展預算協調委員會(DBCC)日前發表最新經濟指標預測，將 2025 年經濟成長目標從原先 6%-8%，下調至 5.5%-6.5%，2026 至 2028 年成長目標亦從 6%-8%降至 6%-7%。

(六)馬來西亞—第二季 GDP 穩健，央行 5 年來首降息應對關稅衝擊

2025 年第二季 GDP 年增長 4.5%，略高於上季的 4.4%，其中農業及服務業增長分別加速 2%及 5.3%，製造業（3.8%）及建築業（11%）成長雖放緩，仍保持穩健，僅採礦&採石業因天然氣&原油&凝析油產量下降而萎縮 7.4%。

6 月出口值 1,217 億馬幣意外較去年萎縮 3.5%，降至四個月低點，對美國出口小增 4.7%，但對中國及新加坡出口大減 9.3%、16.9%，反映美國關稅及轉運限制的衝擊；依產業別來看，採礦業（液化天然氣&原油）、製造業分別年減 28.7%及 3.3%，農產品出口則大增 17.5%。6 月進口額年增 1.2%至 1,131 億馬幣，遠低於預期，主要由資本財進口大增 21.8%所推動，消費品進口小增 1.6%，但中間品進口下跌 1.2%，為拖累主因；按國別來看，自中國（12.6%）、美國（21.1%）、台灣（10.4%）等皆有所成長，但對東協、歐盟及日本進口則呈萎縮。

6 月通膨年率為 1.1%，略低於 5 月的 1.2%，且為 4 年多來最低水準，其中，服裝、通訊服務價格持續下跌，且交通、休閒&餐飲價格漲幅趨緩，食品通膨仍處 8 個月低點，整體通膨保持溫和。

美國 7 月上調馬來西亞對等關稅至 25%，為因應衝擊，馬來西亞央行(BNM)7 月會議降息 1 碼，基準利率(隔夜政策利率,OPR)下調至 2.75%，為五年來首度降息，主要因國內通膨溫和且受控(今年前五個月，整體、核心通膨率平均分別為 1.4%、1.9%)，但在全球貿易不確定性及美國關稅衝擊上升之際，央行採取「先發制人」寬鬆措施，以確保國家經濟維持穩定成長。

(七)越南—美越達成貿易協議，越南政府維持 8%以上經濟成長目標

2025 年上半年越南 GDP 年增 7.52%（第 1、2 季分別成長 6.93%、7.96%），維持高速成長態勢。從支出面來看，民間消費、固定資本形成分別成長 7.95%、7.98%，另得益於美國關稅暫緩的提前拉貨效應，出口和進口分別成長 14.17% 和 16.01%。以產業觀之，服務業、工業&建築業、農業分別成長 8.14%、8.33%、3.84%。

2025 年 1-6 月平均 CPI 較去年同期上漲 3.27%，主要反映食品、電力和醫療服務等價格上漲所致，整體 CPI 仍低於越南央行 4.5% 的政策目標，給予央行採取寬鬆政策的空間。

7/2 美國總統川普宣布與越南達成貿易協議，越南出口至美國的商品將課徵 20% 關稅，並針對第三地轉運的商品加徵 40% 關稅；同時，越南將降低關稅與非關稅障礙，美國產品可享有進入越南市場的零關稅待遇，允許美國大型引擎汽車進入市場，並承諾增購美國商品（如 80 億美元飛機與 30 億美元農產品），惟美國對於「轉運品」的定義仍未明確，中國為越南最大貿易夥伴國，製造業包括電子、紡織、化工等多領域，均高度依賴中國，若美方採取廣義定義，可能放大負面衝擊。

儘管越南政府有信心達成 2025 年 8% 以上經濟成長目標，由於新關稅仍高於上半年的 10% 基本關稅，隨提前出口效應落幕，全球消費需求下滑，預計將對下半年出口及經濟產生負面影響，越南政府或將採取更為寬鬆的財政及貨幣政策，以因應關稅衝擊。