

國際經濟金融月報

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一一四年八月

目錄

一、美國	2
(一) 美國近三月公布的非農就業數據疲軟，提振聯準會 9 月降息的動力	2
(二) 美國 7 月 PPI 走揚，但 CPI 增速卻溫和，關稅對通膨傳導效應尚不明顯，惟核心 PCE 物價指數上揚恐壓縮今年的降息空間	7
(三) 市場預期 9 月 FOMC 會議降息 1 碼	8
(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 ..	9
二、歐洲	10
(一) 歐元區—迄今為止景氣表現尚為穩定，惟仍預期出口逐漸走弱	10
(二) 英國—景氣及通膨皆增溫，央行降息轉趨審慎	12
三、中國	14
(一) 下半年出口將萎縮，經濟動能有賴財政政策支持	14
(二) 通縮壓力料將緩慢改善	15
(三) 財政支出擴張，政府加速推進表外債務轉換	16
(四) 美國降息預期增加使人民幣短線走升	16
四、日本	17
(一) 第二季經濟具韌性，惟製造業前景黯淡	17
(二) 日銀將審慎調整貨幣政策	18
(三) 若未來美日利差縮小，日圓將有上行空間	19
五、澳洲-澳洲儲備銀行在 8 月會議上將基準利率下調至 3.6%	19
六、印度及東南亞	21
(一) 印度—美國 50% 關稅壓境，政府強化多邊貿易並刺激內需應對衝擊	21
(二) 新加坡—出口提前備貨效應漸緩，下半年經濟動能轉疲	22
(三) 印尼—2025 年第二季 GDP 5.12% 擴張加速，央行降息 1 碼支撐經濟	23
(四) 泰國—2025 年第二季 GDP 放緩至 2.8%，央行降息 1 碼以刺激經濟	24
(五) 菲律賓—2025 年第二季 GDP 年增 5.5% 維持穩健，央行降息至 3 年低點 ..	24
(六) 馬來西亞—7 月出口反彈，惟仍須關注半導體關稅的可能衝擊	25
(七) 越南—7 月出口維持雙位數成長，隨關稅實施外貿動能將轉弱	26

一、美國

(一)美國近三月公布的非農就業數據疲軟，提振聯準會 9 月降息的動力

1. 經濟成長方面-2025 年第二季美國經濟成長率上升至 3.3%

經季節性因素及通膨調整後，美國 2025 年第二季國內生產毛額(GDP)季增年率為 3.3%，高於上季的-0.5%及市場預期的 3.1%。其中個人消費支出貢獻 1.07 個百分點(商品與服務消費分別貢獻 0.51 及 0.57 個百分點)，私人部門投資貢獻-2.70 個百分點，政府消費支出與投資貢獻-0.03 個百分點，淨出口貢獻 4.95 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 2.0%，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，加上消費支出回升及 AI 領域投入擴增，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 2025/8/29 對 2025 年第三季美國實際 GDP 成長率的估計為 3.5%，高於上季的 3.3%，其中第三季個人消費支出貢獻從上季的 1.07%上升至 1.55%，私人部門投資貢獻從上季的-2.7%上揚至 1.07%，政府消費與支出貢獻從上季的-0.03%擴大至 0.26%，而淨出口對經濟成長的貢獻則從上季的 4.95%下降至 0.59%。資料顯示，第三季經濟在個人消費支出擴大及私人投資貢獻轉正的帶動下，成長表現仍然相當亮麗。

2. 就業方面-關稅政策擾亂美國就業市場，近三月非農就業數據呈現疲軟

美國 2025 年 7 月非農就業新增人數為 7.3 萬人，高於上月的 1.4 萬人，但低於市場預估的 11.0 萬人，其中民間部門共增加 8.3 萬個就業，政府部門則衰退 1.0 萬個就業。勞動參與率與失業率方面，7 月勞動參與率為 62.2%，低於上月的 62.3%；失業率為 4.2%，符合市場預期，但高於上月的 4.1%。工作時數及薪資方面，7 月民間企業平均每週工作時數為 34.3 小時，高於上月的 34.2 小時；另 7 月勞工平均時薪年增 3.9%，高於上月及市場預期的 3.8%；月增 0.3%，符合市場預期，但高於上月的 0.2%。美國勞工統計局數據顯示，7 月非農就業報告遠低於預期，且前兩個月數據大

幅下修，讓三個月平均新增就業人數創下新冠疫情以來新低，加上當月失業率攀升至 4.2%，美國就業市場有降溫的跡象，強化市場預期聯準會將在 9 月降息的可能性。

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。

3. 生產方面-7 月美國 ISM 製造業及服務業 PMI 同步下降

美國供應管理協會(ISM)公布，2025 年 7 月製造業採購經理人指數(PMI)為 48.0，低於上月的 49.0 及市場預期的 49.5，其中新訂單指數從上月的 46.4 增加至 47.1；生產指數由上月的 50.3 上升至 51.4；雇傭指數自上月的 45.0 減少至 43.4；存貨指數由上月的 49.2 縮減至 48.9；另衡量原物料支付的價格指數，自上月的 69.7 下降至 64.8。調查數據顯示，由於關稅導致進口原材料價格上漲，加上前幾個月廠商囤貨效應消退，美國 7 月製造業 PMI 連續第五個月萎縮，亦影響到工廠就業人數下滑，創五年來最低水平。另，2025 年 7 月美國服務業 PMI 為 50.1，低於上月的 50.8 及市場預期的 51.5。其中商業活動從上月的 54.2 減少至 52.6；新訂單指數從上月的 51.3 下降至 50.3；雇傭指數自上月的 47.2 下滑至 46.4；物價指數由 67.5 回升至 69.9；另存貨指數自上月的 52.7 縮收至 51.8。調查數據反映，企業在需求疲軟、成本上升及關稅不確定性下，訂單、產量及人力需求均有所下降。

2025 年 7 月美國製造業耐久財訂單為 3,028 億美元，較上月減少 88 億美元(-2.8%)，高於上月的-9.4%及市場預期的-4.0%。其

中運輸設備訂單達到 1,017 億美元，較上月衰退 109 億美元(-9.7%)，為本月訂單減少的主要項目。出貨方面，7 月耐久財出貨為 3,075 億美元，較上月增加 43 億美元(1.4%)，高於上月的 0.7%。其中運輸設備出貨為 1,015 億美元，較上月成長 23 億美元(2.3%)，為本月出貨上漲的主要項目。存貨方面，2025 年 7 月耐久財製成品庫存為 5,908 億美元，較上月增加 18 億美元(0.3%)，高於上月的 0.2%。商務部數據顯示，儘管商用飛機大幅下滑，致 7 月美國製造業耐久財訂單月減 2.8%，但扣除國防及飛機的核心耐久財訂單則較上月成長 1.1%，反映第三季初美國企業設備支出不受關稅的影響而表現強勁。

4. 消費方面-美國 7 月零售銷售穩健成長，將支撐美國第三季的經濟成長

2025 年 7 月美國零售銷售金額為 7,263 億美元，月增 0.5%(符合市場預期，但低於上月的 0.9%)，年增 3.9%。其中月增幅最大的行業是汽車與零件經銷商(Motor vehicle & parts dealers)，月增 1.6%，其次是家具及裝潢店(Furniture & home furn. Stores)，月增 1.4%，再者為 Sporting goods, hobby, musical instrument & book stores(體育用品,模型玩具,樂器,書店)及 Non-store retailers(非實體店零售商)，月增均為 0.8%；另月減幅最大的行業為綜合型商店 Miscellaneous store retailers)，月減 1.7%，其次是建築材料與園藝用品經銷商(Building material & garden eq. & supplies dealers)，月減 1.0%，第三為電子和電器商店(Electronics & appliance stores)，月減 0.6%。商務部資料顯示，儘管勞動力市場疲軟及商品價格上漲可能會抑制第三季消費支出的成長，但受到汽車強勁的需求以及 Amazon 和 Walmart 促銷活動的挹注下，美國 7 月零售銷售穩健成長，將支撐美國第三季的經濟成長。

2025 年 6 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 9,247 億美元，月增 0.5%，年增 3.8%；另當月企業商業庫存(合計零售商、批發商及製造商庫存)為 2 兆 6,603 億美元，月增 0.2%(符合市場預期，但高於上月的 0.0%)，年增 1.6%。6 月美國整體商業庫存對銷貨金額比為 1.38，低於上月的 1.39 及上年同期的 1.41。商務部資料顯示，受汽車庫存上漲的提振，美國 6 月企業庫存增加 0.2%(零售商、批發商及製造商庫存均同步

增加)，符合市場預期。

密西根大學公布，2025 年 8 月美國消費者信心指數終值從上月的 61.7 減少至 58.2，月減 5.7%，年減 14.3%；另衡量當前經濟狀況的經濟現況指數從上月的 68.0 縮減至 61.7，月減 9.3%，年增 0.7%；而評估短期預期的消費者期望指數從 57.7 下滑至 55.9，月減 3.1%，年減 22.5%。備受矚目的通膨預期方面，未來 1 年通膨預期由上月的 4.5% 上升至 4.8%；另長期通膨預期則由上月的 3.4% 上揚至 3.5%。密西根大學公布調查顯示，由於關稅帶來的經濟及通膨前景憂慮升溫，加上就業市場不確定性升高，導致美國民眾對購買商品的意願下降，使美國 8 月消費者信心指數降至三個月低點。

5. 國際貿易及政府預算方面-美國政府 7 月預算赤字較上年同期擴張 19.4%

2025 年 6 月美國商品及服務貿易逆差為 602 億美元，較上月減少 115 億美元(-16.0%)，其中出口金額為 2,773 億美元，較上月衰退 13 億美元(-0.5%)，進口金額為 3,375 億美元，較上月縮減 128(-3.7%)。就貿易細項區分，6 月商品貿易逆差為 859 億美元，較上月縮收 114 億美元(-11.7%)；服務貿易順差為 257 億美元，較上月成長 1 億美元(0.4%)。商務部資料顯示，由於進口商品大幅縮減，美國 6 月貿易逆差收窄 16%，其中與中國的貿易逆差大幅縮減至 93.8 億美元，為自 2004 年 2 月以來最低水平，反映美國全面提高關稅對全球貿易的影響。

2025 年 7 月(2025 財年 10 月)美國政府預算赤字為 2,911 億美元，相較於上年同期 2,437 億美元的預算赤字，赤字擴張 474 億美元(19.4%)。其中該月預算收入為 3,385 億美元，年增 2.5%；預算支出 6,296 億美元，年增 9.7%。累計 2025 財年前 10 個月預算赤字達到 1 兆 6,285 億美元，較上年同期上升 1,115 億美元(7.4%)，其中政府收入增加 2,621 億美元(6.4%)，而政府支出則增加 3,736 億美元(6.7%)。另累計公債利息支出為 1 兆 129 億美元，較上年同期增加 566 億美元(5.9%)。財政部資料顯示，儘管總統川普徵收關稅導致關稅收入較上年同期增加 208 億美元，但美國 7 月預算赤字仍較上年同期擴增 19.4%，達到 2,911 億美元，其中債務

利息不斷增加，擴大當月政府預算的赤字。

6. 住房方面-7月美國新屋開工回升至近5個月高點，惟前瞻指標的建築許可數量卻連續第四個月下滑，凸顯房市前景依舊隱藏不確定性

2025年7月美國房屋建築許可數量為135.4萬套(低於市場預期的139萬套)，月減2.8%，年減5.7%，其中獨棟住宅許可數量月增0.5%，2-4戶住宅許可數量月增8.0%，5戶以上住宅許可數量月減9.9%。另7月美國新屋開工數為142.8萬套(高於市場預期的129萬套)，月增5.2%，年增12.9%，其中獨棟住宅增加2.8%，而多戶型住宅開工量則擴增11.6%。商務部資料顯示，受到多戶型住宅興建動能強勁的推升下，美國7月新屋開工回升至近5個月高點，惟前瞻指標的建築許可數量卻連續第四個月下滑，凸顯房市前景依舊隱藏不確定性。

2025年7月美國成屋(二手屋)銷售經季節性調整年化總數為401萬套(高於市場預期的392萬套)，較上月增加2.0%，並較上年同期成長0.8%。房價方面，7月整體成屋售價中位數為42.24萬美元，年增0.2%，連續第25個月年增率為正。在成屋庫存方面，7月底未售出的成屋庫存為155萬套，較上月上升0.6%，並較上年同期(134萬套)上漲15.7%。按當前月度銷售速度計算，相當於4.6個月的供應量，低於上月的4.7個月，但高於上年同期的4.0個月的供應量。NAR資料顯示，在成屋待售物件增加及房貸利率略降的情況下，全美7月二手屋銷售較上月意外上升2%。惟房貸利率居高不下，加上房價上漲趨勢難以扭轉，美國民眾購屋負擔能力仍持續惡化，未來房市前景不宜過度樂觀。

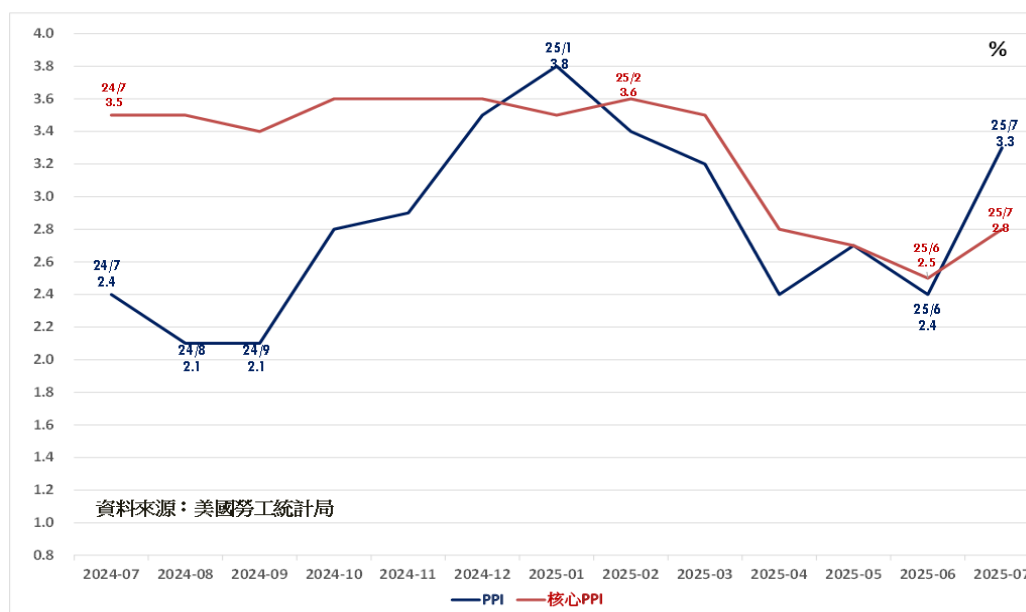
2025年7月美國新屋銷售數量為65.2萬套(高於市場預期的63.0萬套)，較上月減少0.6%，並較上年同期衰退8.2%。各地區新屋銷售狀況如下：西區銷量上漲11.7%至15.3萬套，東北區銷量為2.6萬套，與上月持平，而中西區及南區銷量則分別下降6.6%及3.5%至8.5萬套及38.8萬套。在房價方面，7月新屋銷售中位價為40.38萬美元，月減0.8%、年減5.9%。而2025年7月新屋待售數量自上月的50.2萬套縮減至49.9萬套，當前銷售率計算可供銷售月為9.2個月，與上月持平，但高於上年同期的7.9個

月。商務部數據顯示，儘管市場預期聯準會將在 9 月降息，抵押貸款利率可望下降，但民眾購屋負擔能力受到就業市場放緩的影響而下降，對房地產市場構成阻力，致美國 7 月新屋住宅銷售量出現下降。

(二)美國 7 月 PPI 走揚，但 CPI 增速卻溫和，關稅對通膨傳導效應尚不明顯，惟核心 PCE 物價指數上揚恐壓縮今年的降息空間

2025 年 7 月美國生產者物價指數(PPI)年增 3.3%，高於上月的 2.4%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 PPI 年增 2.8%，高於上月的 2.5%。按月觀察，7 月 PPI 月增 0.9%(其中商品價格增加 0.7%，服務價格上升 1.1%)，高於上月的 0.0%及市場預期的 0.2%；核心 PPI 月增 0.6%，高於上月的 0.0%。勞工統計局數據顯示，由於廠商轉嫁關稅導致商品及服務成本全面上升，美國 7 月 PPI 月增幅度創 2022 年 6 月以來新高，生產端通膨壓力隨之升高。

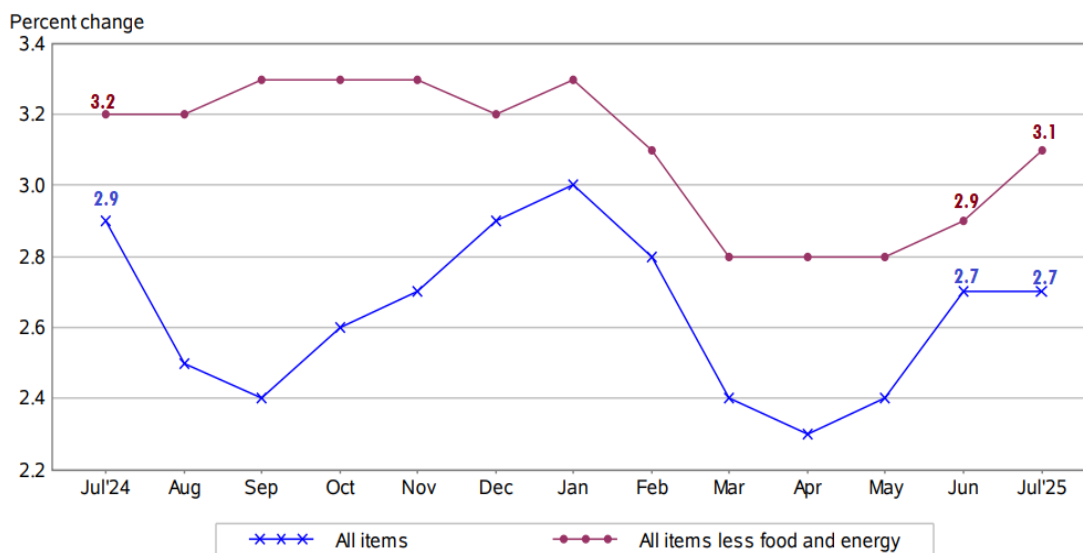
圖一 近一年美國 PPI 及核心 PPI 變動情形



2025 年 7 月美國消費者物價指數(CPI)年增 2.7%，與上月持平，但低於市場預期的 2.8%；剔除食品和能源等波動較大項目的核心 CPI 年增 3.1%，高於上月的 2.9%及市場預期的 3.0%。按月觀察，7 月 CPI 增加 0.2%，符合市場預期，但低於上月的 0.3%；核心 CPI 成長 0.3%，符合市場預期，但高於上月的 0.2%。勞工統計局數據顯示，儘管核心通膨因運輸成本及醫療費用等服務價

格回升及關稅對特定商品影響，上漲至今年 2 月以來新高，但美國 7 月整體通膨走勢溫和，關稅對通膨傳導效應尚不明顯，物價壓力仍在可控範圍。

圖二 近一年美國 CPI 及核心 CPI 變動情形



2025 年 7 月美國個人消費支出物價指數(PCE)年增 2.6%，與上月持平並符合市場預期；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 2.9%，符合市場預期，但高於上月的 2.8%。按月觀察，7 月 PCE 物價指數月增 0.2%，符合市場預期，但低於上月的 0.3%；而核心 PCE 物價指數月增 0.3%，與上月持平並符合市場預期。美國商務部報告顯示，美國聯準會偏好的通膨指標核心 PCE 物價指數 7 月年增率 2.9%，創下今年 2 月以來最高水平，且連續 3 個月上揚。7 月核心通膨升溫雖不致於威脅 9 月 FOMC 會議降息，但隨著關稅對物價的影響浮現，可能壓縮今年的降息空間。

(三)市場預期 9 月 FOMC 會議降息 1 碼

2025 年 7 月 FOMC 會議紀要重點如下：(1)儘管經濟成長在上半年放緩，但委員會仍決定維持聯邦基金利率在 4.25%-4.5% 區間不變；(2)理事鮑曼 (Michelle Bowman) 和華勒 (Christopher Waller) 投票反對這項決議，主張應降息一碼，這是自 1993 年以來，首次有兩名聯準會理事對利率決議投下反對票；(3)委員會決定繼續縮減持有美國公債、機構債券與機構抵押擔保證券(MBS)的部位；(4)雖然委員會對勞動市場狀況感到擔憂，但多數委員認

為通膨風險高於勞動市場隱憂，現在降息還太早；(5)委員會普遍認為目前政策制定面臨兩難，一旦高通膨持續時間比預期更長，且勞動市場前景同時走弱，委員會可能面臨艱難的抉擇；(6)委員會對川普今年實施的關稅政策仍有很多疑問，包括後續調整的時間點、調升幅度有多大，以及這些影響會持續多久，都充滿不確定性。

美國聯準會主席鮑爾(Jerome Powell)在 Jackson Hole 全球央行年會表示，美國就業市場下行風險升高，通膨與就業市場風險平衡的變化，可能使聯準會調整利率政策，釋出 9 月可能降息的鴿派訊號。

芝加哥交易所 FedWatch 2025/8/31 的資料顯示，市場預測 2025 年 9 月聯準會 FOMC 降息 1 碼的機率逾八成，全年可能降息 2 碼。

表一 FedWatch 聯準會降息機率預估

單位：%

CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities											
Meeting Date	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17						0.00	0.00	0.00	0.00	87.60	12.40
2025/10/29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	46.80	47.40	5.80
2025/12/10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	38.00	47.30	13.60	1.10
2026/1/28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	18.50	42.50	30.90	7.50	0.60
2026/3/18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.90	32.60	35.70	17.10	3.40	0.20
2026/4/29	0.00	0.00	0.00	0.00	4.10	19.00	33.80	28.80	12.00	2.20	0.10
2026/6/17	0.00	0.00	0.00	2.70	13.80	28.70	30.50	17.80	5.60	0.90	0.00
2026/7/29	0.00	0.00	1.00	7.00	19.50	29.40	25.60	13.10	3.80	0.60	0.00
2026/9/16	0.00	0.40	3.60	12.40	23.80	27.80	20.20	9.10	2.40	0.30	0.00
2026/10/28	0.10	1.10	5.40	14.80	24.60	26.20	17.90	7.70	2.00	0.30	0.00
2026/12/9	0.10	1.20	5.70	15.00	24.70	25.90	17.60	7.50	1.90	0.30	0.00

資料來源：芝加哥商品交易所 FedWatch, 2025/8/31。

(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

美國近三月非農就業數據不佳，加大聯準會 9 月降息的機率，美元指數從 7 月底的 99.97 下跌至 8/22 低點 97.56，隨後反彈，8/31 收盤價為 97.83。由於美國聯準會 9 月降息的機率漸增，加上川普總統解僱聯準會理事庫克(Lisa Cook)引發外資對聯準會獨立性及美元信心減弱，短期內美元可能有下行的風險。惟歐洲存在政局動盪及經濟下行風險，美國相對強勁的經濟前景將為美元提供反彈動力。

二、歐洲

(一)歐元區—迄今為止景氣表現尚為穩定，惟仍預期出口逐漸走弱

歐元區第二季 GDP 季增率為 0.1%，該季勞動市場續呈穩健，就業人數季增 0.1%、6 月失業率持穩於 6.2% 的歷史低點，進而穩定消費需求，使第二季零售額較第一季成長 0.7%，且 4、5 月服務業產出平均數較第一季成長 0.4%，為推動經濟成長的主要動能。另外，該季工業生產較第一季季減 0.4%，反映美國加徵汽車、鋼鋁關稅後，相關出口需求明顯回落。相較之下，營造產出則較第一季成長 2.3%，其中西班牙受房市及飯店投資需求熱絡帶動，第二季營造產出分別較上季、上年同期大幅成長 32.6%、41.2%，此外，歐洲近岸外包趨勢抬頭，也推升克羅埃西亞與羅馬尼亞的基礎建設及工業地產投資熱度。

受到景氣動能趨緩、勞動生產力減弱影響，歐元區 7 月通膨、核心通膨(不含食品及能源)分別持穩於 2%、2.3%。其中，薪資成長降溫拖累服務通膨下滑 0.2 個百分點至 3.1%，抵銷商品通膨因促銷檔期結束而上升 0.3 個百分點至 0.8% 的影響。由於服務通膨與薪資放緩的趨勢一致，加上歐元升值及中國低價商品傾銷壓力，未來可能加劇輸入性通縮，導致商品通膨逐步轉弱。

歐元區 8 月綜合 PMI 較上月增加 0.2 點至 51.1，主要受製造業 PMI 增加 0.7 點至 50.5 帶動，抵銷服務業 PMI 降 0.3 點至 50.7 的影響。儘管美國對等關稅生效，使得出口訂單加速衰退，惟受惠於歐盟國家財政擴張政策推動內需回升，使得新訂單指數持續成長，成為支撐整體 PMI 的主要動能。另外，服務業產出指數下降 0.3 個百分點至 50.7，雖然當前歐元區失業率處於低檔，就業持續成長，但民眾對失業風險的擔憂升高，消費行為趨於保守，與該月消費者信心指數下降 0.8 點至 -15.5 呈現一致趨勢。

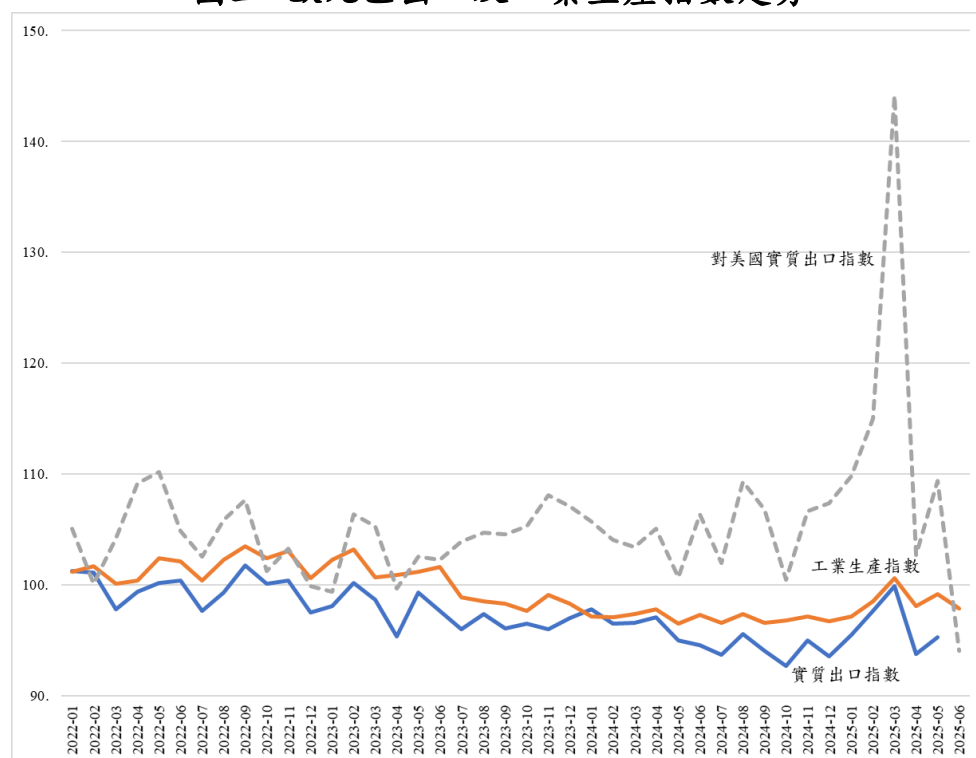
歐盟與美國於 8 月 22 日公布貿易協議細節，並自 9 月起生效，美國從歐盟進口的汽車、藥品、半導體、木材關稅上限均為 15%，鋼鋁銅關稅則維持 50%；歐盟則將從美國進口的工業產品、農產品降為零關稅，惟歐盟仍須立法調降上述進口關稅後，美國才會調降自歐盟進口的汽車關稅(目前為 27.5%)。另外，協議尚包含歐盟將在 2028 年前對美國進口等值 7,500 億美元的能源，並承

諾在美投資 6,000 億美元，歐盟還將採購至少 400 億美元的美國 AI 晶片，強化其運算中心建設。

展望未來，根據全球發展中心估算，在 15% 對等關稅生效後，約 67.9% 的輸美產品將受到關稅影響，平均有效關稅稅率攀升為 12.24%，遠高於 2024 年之 1.5%。此一顯著升幅，疊加歐元升值等因素，預期將不利於歐盟出口表現，然而，歐盟財政放寬、軍事支出增加，有助於彌補出口衰退衍生之需求缺口，並為歐元區經濟成長提供支撐。此外，隨著中國對美出口受阻，其產品可能轉向歐洲市場，導致歐盟面臨中國輸出型通縮的壓力。此一情勢亦可能為歐洲央行提供降息空間，以因應潛在的通縮風險與需求疲弱。

近一個月歐元兌美元匯價位於 1.16~1.17 附近波動，其中美國降息預期增溫，為歐元帶來下方支持，但法國政治風險上升，則對歐元上行構成阻力。展望未來，儘管美國關稅政策的不確定性暫時趨緩，但考量川普政策難以預料，仍可能引發新的風險事件，屆時歐元有望展現其避險屬性。不過，歐元區短期內仍面臨俄烏戰爭、以哈衝突等地緣政治挑戰，將限制歐元的上行空間。

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—景氣及通膨皆增溫，央行降息轉趨審慎

2025 年第二季 GDP 季增率為 0.3%，雖低於第一季的 0.7%，但 2025 年上半年 GDP 仍較 2024 年下半年成長 1%。其中：(1)由於部分出口需求已於第一季提前釋放，加上美國自 4 月 9 日起對英國的關稅稅率調升為 10%(4 月 9 日課徵基礎關稅 10%，5 月 8 日達成對等關稅 10%協議)，導致第二季出口成長率由上季的 3.5%放緩為 1.6%，使淨出口對 GDP 成長的貢獻僅 0.02 個百分點；(2)消費僅成長 0.1%，主因出境旅遊消費減少，若排除出境旅遊，國內消費則成長 0.5%；(3)投資下滑 4%，主因上季有一次性的大額飛機採購墊高基期，導致本季回落；(4)政府消費成長 1.2%，為第二季的主要貢獻來源，反映去年秋季預算提高公共醫療、行政及國防支出的效果。

在勞動市場方面，6 月失業率(3 個月移動平均值)持平為 4.7%，就業率略增為 75.3%，勞動不活躍率持平為 21%，職缺數降 0.9 萬個至 71.8 萬個，遠低於疫情前的水準。該月職缺數持續減少，但就業略為回溫，使失業率持穩。另外，該月經常性薪資年增率持平為 5%，但總薪資年增率降 0.4 個百分點至 4.6%，已連續 6 個月下降，反映法定薪資雖被調漲，但企業透過降低加班時數或獎金來控制勞動成本。隨職缺數持續減少、勞動需求缺口擴大，仍預期薪資成長率將進一步走弱。

8 月綜合 PMI 增加 1.5 點至 53，主要是服務業 PMI 增加 1.8 點至 53.6，抵銷製造業 PMI 下降 0.7 點至 47.3 的影響。儘管美國關稅政策造成出口訂單指數加速衰退，拖累製造業表現，但英國夏季天氣宜人，相較於南歐熱浪及野火影響，民眾出國意願降低，反而促進國內觀光旅遊與住宿需求大幅成長，支撐服務業表現。然而，企業對展望並未更加樂觀，就業指數仍停留在收縮區間。儘管企業勞動成本依然較高，也並未將其全數轉嫁至消費端，導致利潤空間受到壓縮，反映業者普遍擔心旅遊潮過後消費動能可能回落，因此在營運策略上仍傾向控制成本與風險，而非積極擴張或投資，以因應潛在的景氣反轉風險。

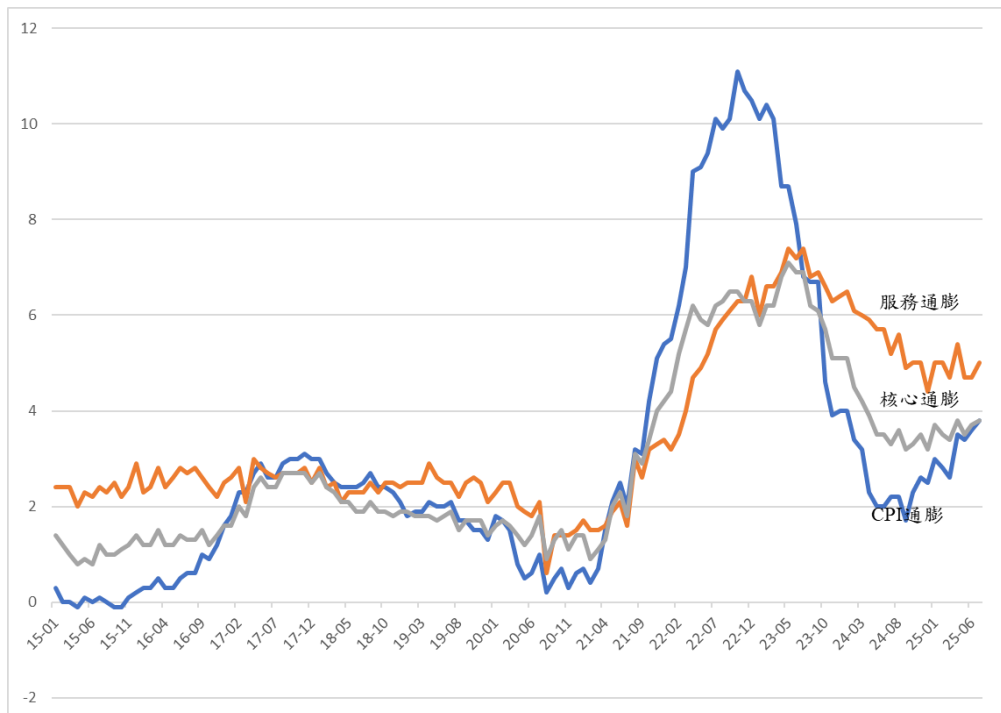
7 月 CPI 通膨較 6 月增加 0.2 個百分點至 3.8%，核心通膨(不含食品及能源)則增加 0.1 個百分點至 3.8%，其中服務通膨意外

增加 0.3 個百分點至 5%，商品通膨則上升 0.3 個百分點至 2.7%。就細項觀之，運輸通膨貢獻整體通膨上升 0.2 個百分點，餘如餐飲服務、食品通膨皆上揚，反映夏季旅遊需求較往年旺盛，抵銷雜項商品、酒精和菸草、保健服務等通膨下滑影響。整體而言，通膨已是連續 4 個月超越央行預期，預期在 8 月旅遊熱潮延續之下，通膨仍有上升空間。然而隨著第四季國內旅遊活動可能降溫，運輸價格有望回落，加上薪資成長趨緩，通膨壓力仍可望逐步減輕。

英格蘭銀行在 8 月 6 日宣布政策利率降息 1 碼至 4%，儘管此舉反映該行對於失業壓力的關切，但卻是在近期通膨屢次突破預測區間所做出的決策，凸顯其在政策制定上需更加審慎，以平衡經濟與物價穩定的雙重目標。鑒於中期通膨風險上升，英格蘭銀行將 2027 年底的通膨預估上調至 2%，較 6 月的預估高出 0.1 個百分點。因此，儘管該行對景氣看法保守，仍選擇採取漸進式降息步調，以避免市場誤判其政策立場，進而引發通膨再度升溫的疑慮，使得原先預期 11 月降息的可能性降低，若第四季通膨壓力明顯回落，英格蘭銀行仍可能重新評估降息選項。

近一個月英鎊兌美元匯率自 1.31 美元升至 1.35 美元附近，主因英格蘭銀行降息步調轉趨保守，惟先前政府大幅縮減福利改革計畫的規模，且承諾不調整主要稅率，使市場對英國財政與經常帳雙赤字惡化疑慮仍未消除，成為英鎊上行的潛在阻力，若政府無法提出有效的財政規劃，英鎊可能面臨回貶壓力。

圖四 英國通膨走勢



資料來源：ONS，徵信處整理。

三、中國

(一)下半年出口將萎縮，經濟動能有賴財政政策支持

在消費方面，儘管發改委宣布第三批以舊換新補貼，希望刺激電器、通訊產品、家具等產業需求，然因補貼力度不如第二季慷慨，加上汽車等「反內捲」政策降價力道減弱，且諸如服飾鞋類等非耐久財產品消費持續疲軟，致7月零售額年增率較6月下降1.1個百分點至3.7%，所幸受到夏季旅遊熱潮推動，服務消費年增率達5.2%，使整體消費需求仍屬穩定。

在投資方面，1~7月固定資產投資年增率降為1.6%，較上期年增率下降1.2個百分點，換算7月單月年減幅約5.6%，基礎建設、房地產投資自年初以來持續呈現萎縮，原因包含炎熱天氣阻礙營建活動，加上地方政府雖然加速發行專項債券資金，但部分資金用於償還債務，導致財政資源不足，以及反內捲政策使民間企業縮減投資所致。

在對外貿易方面，7月出口月減1%，反映美國企業因關稅戰所引發的庫存需求減緩，使中國對美國出口在6月急遽下滑，加

上美國圍堵中國進行轉口貿易，也使對東協國家的出口動能放緩，抵銷對韓國、台灣等出口成長的正面影響。儘管如此，7月出口年增率仍高達7.2%，整體表現明顯優於去年同期。按產品細分，年增率較高者依序為汽車(18.6%)、機電產品(8%)、高新技術產品(4.2%)及汽車零配件(4%)。另方面，該月進口月增1.6%、年增4.1%，部分反映精煉石油產品等強勁的大宗商品需求，使貿易順差從6月的1,148億美元降為7月的982億美元。

儘管內、外需求放緩，但7月工業生產仍較6月成長0.4%，年增率則為5.7%，主要是新能源車、機器人、IC晶片、太陽能電池等生產提高所帶動，而原油、煤炭和水泥等傳統原料產業仍然低迷。另外，8月官方製造業PMI指數為49.4，新出口訂單指數則為49.5，受到政策支持的高科技及「以舊換新」政策惠及的產業，其生產指數和新訂單指數明顯高於整體平均水準，惟紡織、服飾、木材加工、家具、化工等行業表現則遜於平均水準。

展望未來，中央政治局仍將下半年政策定調為「反內捲化」，並透過舊換新補貼、生育補貼、貸款利息補貼等來刺激消費需求。儘管「反內捲化」可能會導致太陽能、新能源車、鋰電池等產業投資收縮，但在產業自主化的趨勢下，機器人與半導體等高科技重點產業的投資仍有望持續擴張。此外，雖然美國對中國的對等關稅生效日延後至11月10日，然由於美國企業已逐步完成庫存儲備，加上美中雙方可能陷入長期談判，暫時沒有進一步備貨的迫切性，故預期中國下半年出口動能將逐步降溫，對製造業與就業形成壓力，使得消費信心仍需依賴財政政策支持。

(二)通縮壓力料將緩慢改善

7月消費者通膨較上月減少0.1個百分點至0%，其中食品通膨為-1.6%，部分受到去年同期豬肉、雞蛋等農產品供給短缺使基期價格較高的影響；核心通膨(不含食品及能源)則為0.8%，較上月略增0.1個分點，主要是服飾、生活用品及服務、交通、醫療保健通膨分別升至1.7%、1.2%、-3.1%、0.5%，部分受惠於以舊換新政策以及夏季旅遊較去年同期熱絡所致。另外，工業生產者出廠價格指數(PPI)年增率持平上月為-3.6%，其中消費品生產價格指數年減幅擴大0.2個百分點至1.6%，反映消費力道仍嫌不

足，加上炎熱天氣使營建活動停擺，造成建材價格下降所致，另外，部分「反內捲化」政策影響較深產業如金屬加工、能源精煉等出廠價格略有回升，但其餘產品價格仍大多呈現下滑或者持平之勢。

展望未來，由於「反內捲化」政策仍須盡量降低對就業市場的負面影響，故供給過剩壓力僅能緩慢而漸進的消化，預期未來幾個月工業生產者出廠價格的通縮將緩慢改善，消費者通膨則保持在低位徘徊。

(三)財政支出擴張，政府加速推進表外債務轉換

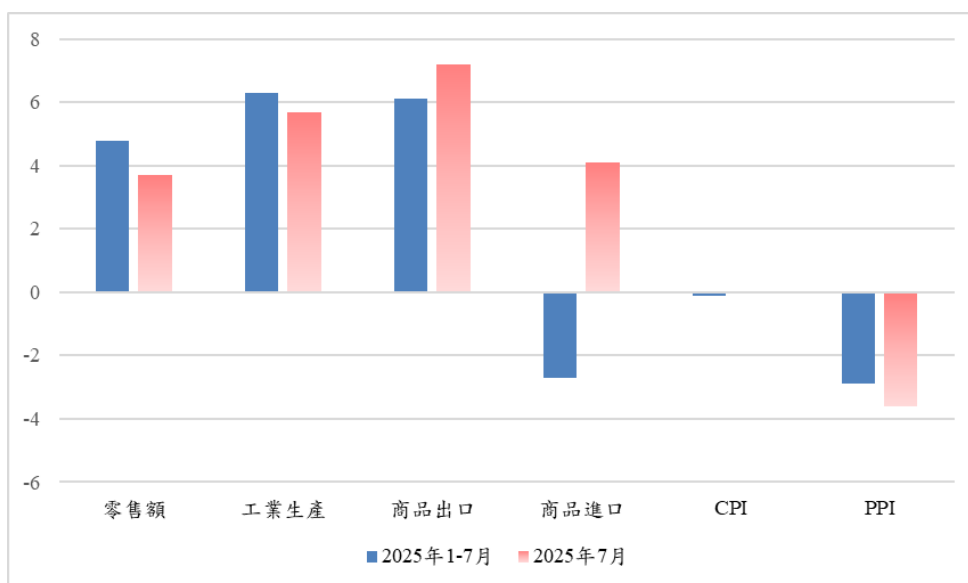
1~7 月財政收入較去年同期成長 0.1%至 13.58 兆人民幣，與預算目標一致，財政支出則較去年同期成長 3.4%至 16.07 兆人民幣，其中對於教育、社會安全、就業和醫療衛生等財政支出均有顯著上揚，反映政府今年以來發放新生兒獎勵金、免費學前教育、貸款利息補貼、以舊換新補貼等。儘管財政赤字增幅不大，但 1~7 月政府公債發行量達 89,042 億人民幣，較去年同期增加 121.1%，主因 2024 年 11 月起地方政府擴大發行債券規模置換表外債務，以提高財政透明度及降低風險。

另外，7 月住戶貸款較上月減少 4,891 億人民幣，反映消費及購屋需求皆較疲軟，企業貸款則小幅增加 477 億人民幣，主要來自票據融資增加 8,711 億人民幣，創歷史單月最大增幅，反映企業週轉金需求轉殷。

(四)美國降息預期增加使人民幣短線走升

近一個月美元兌人民幣匯率自 7.18 緩升至 7.13，反映美國聯準會降息預期增強，國債收益率差距縮小，提升人民幣資產套利交易的吸引力。展望未來，若美中貿易談判進展不利，可能使人民幣再度面臨貶值壓力，惟中國央行強調「防止匯率超調」，並透過中間價與逆週期因子穩定市場預期，故預期人民幣可望保持在 7.1 人民幣兌 1 美元以上的區間震盪。

圖五 中國主要經濟指標年增率(%)



四、日本

(一) 第二季經濟具韌性，惟製造業前景黯淡

2025 年第二季 GDP 季增 0.3%，主要由內需韌性所驅動，其中：(1)受惠於薪資的持續溫和上漲，以及政府推出的補貼措施，家庭支出保持成長動能，使得私人消費季增 0.2%；(2)企業設備投資季增 1.3%，反映勞動力短缺促使企業以自動化設備取代勞動力，以及強勁的人工智慧相關技術需求帶動製造業相關資本支出成長；(3)淨出口轉為正成長，得益於美國關稅政策實施前的提前需求，使出口季增 2.0%；(4)住宅投資季增 0.8%，延續穩健成長態勢。

6 月核心機械訂單月增 3.0%，其中非製造業訂單(扣除波動訂單)月增 8.8%，主要由租賃業訂單增加逾四成所帶動；製造業訂單月減 8.1%，係因鋼鐵及電力機械分別年減 27.4%及 15.4%。綜言之，非製造業為應對勞力短缺而積極投資，顯示企業仍有擴大資本支出的意願，但製造業則因全球需求疲軟而顯得脆弱，內閣府預估第三季核心機械訂單將季減 4.0%。

7 月零售額月減 1.6%，主要行業皆呈衰退，其中日用品銷售額月減 2.4%，反映 7 月有傳言將發生大地震，入境消費支出疲軟；燃料銷售額月減 0.6%，反映石油進口價格下跌及政府持續祭出能源補貼所致；耐久財銷售月減 2.4%，反映上半年強勁銷售回

落；惟服裝銷售額月減 0.7%，仍保持續相對高水準，反映天氣炎熱刺激季節性商品的需求。另，8 月消費者信心指數上漲 1.2 點至 34.9，為近半年來最高水準，主要細項皆為成長，儘管通膨對消費者信心產生不利影響，但消費者信心在 4 月急遽下降後復甦，反映政府抑制米價及能源價格等措施為消費者提供支撐，同時，薪資收入持續成長也緩解消費者對通膨的擔憂。

7 月出口及進口分別月減 4.3%及 4.6%，主要係汽車及資本財分別月減 8.6%及 5.1%，抵銷 IT 產品月增 1.8%。另，6 月工業生產月減 1.6%，主要由汽車、生產機械及商用機械所拖累，抵銷資通設備、化學品及電子零組件的貢獻，整體情況和出口大致相同，汽車業受美國關稅政策影響而抑制生產，但對中國以外的亞洲地區科技產品生產持續增加，反映人工智慧相關需求暢旺。

8 月自分銀行綜合 PMI 增加 0.3 點至 51.9，其中製造業 PMI 增加 1.0 點至 49.9，主要係新訂單指數上升 0.3 點至 48.1，未來活動指數雖下降 0.3 點至 57.3，仍高於上半年平均，惟新出口訂單下降 2.7 點至 44.8，反映外需放緩。非製造業 PMI 下跌 0.9 點至 52.7，主要係新出口訂單指數下跌 1.5 點至 46.8，惟新業務、未完成工作及未來產出指數分別上升至 52.8、53.6 及 55.0，顯示內需強勁。此外，投入物價指數上升 2.0 點至 59.5，反映通膨壓力沉重，包括原料、勞動力、燃料及運輸成本皆上漲，將強化日銀升息的預期。

(二)日銀將審慎調整貨幣政策

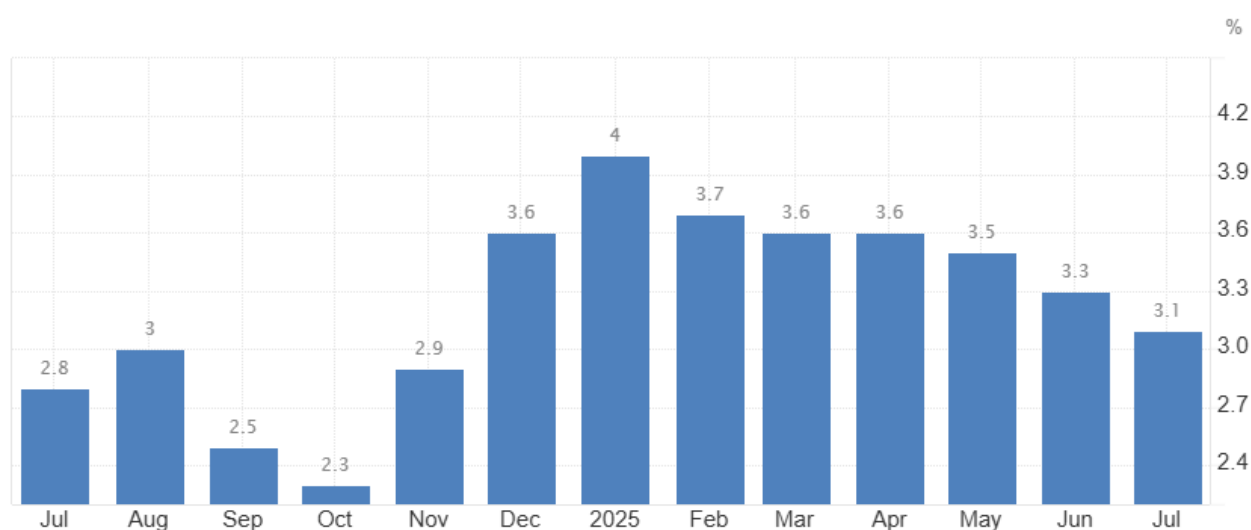
7 月全國消費者物價指數(CPI)小幅回落 0.2 個百分點至 3.1%，降至 2024 年 11 月以來最低水準，主要係政府持續進行能源補貼，掩蓋能源通膨的潛在壓力，且 8 月將開始進行電力補貼，將進一步加劇此趨勢。從細項來看，食品價格漲幅仍高，其中以米價最為顯著，惟食品價格上漲不僅限於短期供應緊張，在原物料成本及薪資上漲的背景下，製造商持續轉嫁成本，使得商品及服務通膨依然高於日銀的 2%目標之上。

日銀總裁植田和男在 Jackson Hole 全球央行年會表示，近年日本勞動市場受到零通膨、經濟停滯，以及刺激勞動力供應的結構性政策而呈現緊俏狀態。惟隨更多女性及老年人投入工作，勞

動參與率已上升，但未來勞動人口再大幅增加的空間較小。目前薪資成長已從大型企業擴展到中小企業，除非未來出現重大負面需求衝擊，否則勞動市場將持續緊俏，並對薪資上漲造成壓力。

展望未來，隨因應關稅而提前備貨的需求逐漸消退，預計出口將面臨下行風險，將使得日銀在制定貨幣政策時更為審慎。儘管日銀需要謹慎應對外部風險，但國內物價持續上漲的傳導效應，將為其進一步升息提供支持，以應對潛在的通膨挑戰。

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在 146 日圓到 148 日圓區間波動，主要係受美國聯準會降息預期、美國經貿政策及日銀貨幣政策影響，若未來美日利差縮小，日圓將有上行空間。

五、澳洲-澳洲儲備銀行在 8 月會議上將基準利率下調至 3.6%

2025 年 8 月 7 日起美國持續對澳洲課徵 10%對等關稅，澳洲出口銷往美國產品只約占總出口值的 5%，並不會對澳洲經濟造成太大的影響。

標普全球(S&P Global)公布，2025 年 7 月製造業 PMI 終值由上月的 50.6 升至 51.3，雖低於市場預期的 51.6，但已連續第七個月擴張。調查數據顯示，澳洲製造業經營持續改善，創今年 4 月以來最快增速，當月新訂單增加、生產擴張，加上未來產出指數攀升至三年多來的最高水平，企業對未來幾個月的產量成長更有信心。另，服務業 PMI 終

值由上月的 51.8 升至 54.1，高於市場預期的 53.8，創下 2024 年 3 月以來的最高水平。新業務成長強勁，出口在連續四個月萎縮後維持穩定，加上就業機會增加，均顯示服務業擴張勢頭強勁。

受到出口下降而進口增加的影響，2025 年 6 月澳洲商品貿易順差擴大至 53.7 億澳元，高於上月修正後的 16.0 億澳元及市場預期的 25 億澳元，為自今年 3 月以來最大的貿易順差。其中出口金額為 443.2 億澳元，較上月增加 6.0%，創 16 個月以來最高水平，主要係對中國、美國及英國出貨增加；另，進口金額為 389.5 億澳元、衰退 3.1%，主要受資本財商品需求減少所拖累。

2025 年 7 月澳洲就業人數為 1,464.1 萬人，較上月增加 2.45 萬人 (0.2%)，略低於市場預期的 2.5 萬人，並較上年同期上揚 26.4 萬人 (1.8%)。其中全職就業人數增加 6.1 萬人至 1,012.6 萬人，兼職就業人數減少 3.6 萬人至 451.6 萬人，勞動參與率為 67.0%，與上季持平，而失業率則由 4.3% 降為 4.2%。此外，2025 年第二季薪資成長年增率為 3.4%，與上季持平，但高於市場預期的 3.3%。其中公共部門公部門薪資成長 3.7%，高於第一季的 3.6%，而民營部門薪資上漲 3.4%，亦高於上季的 3.3%。數據顯示，澳洲 7 月就業人數有所增長，且失業率下降至 4.2%，加上第二季薪資成長年增率。在公共部門拉升下已趨於穩定而不再下滑，顯示勞動力市場有回穩跡象。

2025 年 7 月澳洲消費者物價指數(CPI)年增 2.8%，高於上月的 1.9%及市場預期的 2.3%，為 2024 年 7 月以來最高水平，主要受住房 (3.6%)、食品和非酒精飲料(3.0%)以及菸酒商品(6.5%)等通膨率上升所帶動，其中住房通膨係受當月電價飆升 13.1%所致。另，扣除波動性項目及旅遊費用的核心通膨率則從 2.5%上升至 3.2%。數據顯示，由於聯邦政府終止對新南威爾斯及澳洲首府地區家庭的電費退稅，導致電價飆升 13.1%，7 月 CPI 漲幅遠超乎預期，且核心通膨率亦大幅擴張，對澳洲央行下個月降息的希望將造成打擊。

澳洲央行(澳洲儲備銀行)在 8 月會議上將基準利率(Cash Rate)下調 25 個基點至 3.6%，符合市場預期，為 2023 年 4 月以來的最低水準。由於澳洲通膨率已自 2022 年的高峰大幅放緩，回跌至澳洲儲備銀行 2-3%的目標區間，加上勞動力市場疲軟，澳洲央行自今年年初以來已累積調降利率 75 個基點。儘管借貸成本壓力有所緩解，但國

內及全球經濟局勢充滿不確定性(主要是美國貿易政策)，澳洲央行仍將保持謹慎，未來持續監控總體需求、通膨、勞動力市場及金融狀況，以調整未來的貨幣政策。

匯率方面，澳洲兌美元走勢先升至 8/14 的 0.6570，隨著澳洲央行降息，回跌至 8/22 的 0.6414，之後澳元又回升至 8/31 的 0.6544。由於澳洲 8 月 CPI 漲幅高於預期，為 9 月降息增添變動，而美國聯準會 9 月降息的機會升高，加上川普總統解僱聯準會理事庫克引發外資對聯準會及美元信心減弱，短期內澳幣可能有上行的空間。

六、印度及東南亞

(一)印度—美國 50%關稅壓境，政府強化多邊貿易並刺激內需應對衝擊

2025 財年第一季(2025 年第二季)GDP 年增 7.8%，高於上季的 7.4%，創下五季以來的最高增速，其中，通膨放緩和家庭購買力提高，帶動消費支出增強，私人消費年增 7%，政府支出成長 7.4%，固定資本形成總額成長 7.8%，惟受美國關稅威脅，致淨外部需求呈負貢獻(出、進口分別年增 6.3%、10.9%)。展望未來，美國對印度課徵 50%關稅正式實施，為印度經濟帶來下行風險，同時下半年財政緊縮亦使政府支出對經濟成長貢獻減弱，惟農村地區需求增加以及印度政府計畫調降商品及服務稅(GST)，皆有助支撐民間消費。

7 月消費者物價指數(CPI)進一步降至 1.55%，連續第 9 個月走低，且為 2019 年以來首度跌破印度央行通膨目標區間下限(4%±2%)，主要因蔬菜價格大跌逾 2 成帶動食品價格下跌，同時運輸及通訊價格、住房成本亦有所放緩，給與印度央行更多政策彈性。

印度央行(RBI)8 月會議維持基準利率(Repo rate)於 5.50%不變，符合預期。由於美國關稅政策為經濟前景帶來不確定性，RBI 採取觀望態度評估宏觀經濟狀況的變化，維持中性貨幣政策立場。在經濟前景方面，RBI 維持 2025 及 2026 財年 GDP 成長預測於 6.5%及 6.6%，但將通膨預測從 3.7%下調至 3.1%，低於 2-6%的目標區間。

美國總統川普宣布對印度課徵 25%的對等關稅(8/7 生效)，並因其購買俄羅斯石油及軍事裝備，再對其課徵 25%的懲罰性關稅

(8/27 生效)，總稅率升高至 50%，惟印度總理莫迪態度強硬，除呼籲國民購買印度本土製產品，亦未因美方施壓改變向俄羅斯進口石油的政策，美印關係生變。

據摩根大通 8/7 預估，如果最終確定課徵 50%，印度的實質關稅稅率將逾 30%，僅低於中國和巴西且遠高於東協鄰國。美國是印度最大出口市場，2024 年出口額達 874 億美元，但僅佔 GDP 約 2.3%，其中電子產品和藥品等豁免項目約占 0.6%，其餘紡織、寶石&珠寶等非豁免項目占 1.7%，短期經濟衝擊有限，但長期將對商業信心和投資前景造成間接影響，對紡織、珠寶、海鮮、化學品、汽車零件等勞力密集型產業衝擊尤甚，花旗集團預估印度 GDP 成長率將面臨 0.6 至 0.8 個百分點的下行風險。

標準普爾 8/14 將印度長期主權信用評等從最低投資等級「BBB-」上調至「BBB」，展望「穩定」，為 18 年來首次調高，反映經濟韌性、持續的財政整頓以及公共支出品質的提升。儘管印度經濟面臨美國 50%對等關稅的威脅，標普認為不會對長期經濟造成影響，預估在強勁的消費和公共投資動力的支撐下，2025/26 財年實質國內生產毛額 (GDP) 仍將成長 6.5%。標普表示，政府脆弱的財政、債務負擔沉重以及人均 GDP 較低是其主權評級面臨的挑戰，但認為印度仍可望在 2026 財年實現 4.4%的赤字目標。

儘管美國關稅為印度經濟帶來下行風險，印度總理莫迪對外維持一貫的多邊貿易策略、對內則透過政府支出及減稅措施，以減輕關稅衝擊。

(二)新加坡—出口提前備貨效應漸緩，下半年經濟動能轉疲

7 月新加坡非石油國內出口(NODX)年減 4.6%，扭轉 6 月下修後 12.9%的增幅，主因是非電子出口衰退 6.6%所致，包括藥品、石化產品和食品製劑出口跌幅皆逾 2 成；電子產品出口僅成長 2.8%，較 6 月 8.0%大幅放緩，惟個人電腦、積體電路和 PCB 出口仍保持強勁。另受美國關稅影響，對美出口增幅大跌 42.7%，但對台灣、南韓出口則分別成長 62.9%及 34.5%。

展望未來，儘管新加坡僅被美國課徵 10%對等關稅，但美國總統川普揚言將對進口半導體徵收 100%關稅，及對進口藥品逐

步調高關稅至 250%，由於新加坡對美國的半導體直接出口規模相對較小，多是出口至供應鏈下游國家(如馬來西亞)，主要受出口國關稅的間接影響；惟 2024 年新加坡對美出口藥品占比達 35%，將產生較大衝擊。此外，因關稅前景不明，企業可能放慢生產腳步，投資將轉趨保守，加上提前出口所帶動的經濟成長效應結束，且近期美國經濟數據有轉弱跡象，加徵關稅對需求的抑制效應將逐步顯現，預期新加坡下半年經濟成長率將低於上半年的 4.2%。

(三) 印尼—2025 年第二季 GDP5.12%擴張加速，央行降息 1 碼支撐經濟

2025 年第二季 GDP 年增 5.12%，高於上季的 4.87%，為二年來最快擴張速度。主要得益於固定投資（6.99%）和私人消費（4.97%）加速成長，且新關稅生效前的拉貨需求，帶動出口及進口加速成長 10.67%及 11.65%，此外，政府支出降幅放緩(-0.33%)，對經濟成長拖累緩解。以產業別觀之，製造業及房地產業產出成長分別加速至 5.68%及 3.71%，採礦業則自上季的衰退反彈至 2.03%。

6 月貿易順差小幅收窄至 41 億美元，出口成長 11.3%(234.4 億美元)，低於預期，因礦物燃料、石油和天然氣出口暴跌，抵銷動植物油脂和鋼鐵出口成長，對美國（33.49%）和中國（8.30%）均顯著成長；進口年增 4.3%(193.3 億美元)，係因石油及天然氣進口大幅減少所致，從國家來看，中國及美國進口額分別成長 27.36%、38.13%。2025 年上半年，出、進口值年增率分別成長 7.70%、5.25%，貿易順差 194.8 億美元。

7 月消費者物價指數(CPI)年率加速至 2.37%，主要因食品價格漲幅達 13 個月高點，房屋和教育價格均加速上揚，仍處於印尼央行 1.5%-3.5%的目標區間內。

印尼央行 8 月政策會議上意外降息 1 碼至 5.0%(BI rate)，為 2024 年 9 月以來的第五次降息，隔夜存款和貸款機制利率分別調降 1 碼至 4.25%和 5.75%，反映通膨溫和及穩定的印尼盾匯率，使央行得以「提前」降息，以配合財政政策，持續支持經濟成長。印尼央行預計，在出口、政府支出和國內需求持續擴張的推動下，2025 年下半年經濟成長將進一步改善，預估 2025 年的經濟成長

率將略高於 4.6%-5.4%區間的中點(約 5.1%)。

(四)泰國—2025 年第二季 GDP 放緩至 2.8%，央行降息 1 碼以刺激經濟

2025 年第二季 GDP 年增 2.8%，較第一季上修後的 3.2%成長有所放緩，主要因民間消費（2.1%）和政府支出（2.2%）成長放緩，但受關稅前的拉貨效應帶動，固定投資(5.8%)成長加速，另出、進口分別成長 12.2%、10.8%，對經濟產生正面貢獻。

7 月消費者物價指數(CPI)年減 0.70%，連續第 4 個月萎縮，主要因原物料價格下跌，但商務部表示，此係為中東停火協議簽署後緊張局勢緩解，導致杜拜原油價格下跌，其他因素包括政府採取措施降低生活成本（如 5-8 月調降電價）、增加新鮮蔬菜供應以及大型零售商配合政府刺激計劃的促銷活動，非實體經濟出現通縮現象，核心消費者物價年增 0.84%，亦為六個月以來的最低增幅，持續反映內需疲軟。

由於國內物價連續 4 個月通縮，低於央行 1%-3%的目標區間，泰國央行（BoT）8 月會議降息 1 碼至 1.5%。該行表示，2025 年上半年在強勁的電子產品出口、美國提前備貨需求和製造業產出增加下，經濟保持擴張。然而，美國貿易政策的變化及區域競爭加劇，導致短程旅遊人數下滑，預計下半年經濟成長將有所放緩，預估 2025 年、2026 年經濟成長率分別為 2.3%、1.7%。

(五)菲律賓—2025 年第二季 GDP 年增 5.5%維持穩健，央行降息至 3 年低點

2025 年第二季 GDP 年增 5.5%，略高於第一季的 5.4%，因通膨下滑提高購買力，私人消費成長 5.5%，為主要貢獻因素，另關稅的提前出口，商品及服務出、進口分別成長 4.4%及 2.9%，雖較上季的 7.1%及 10.3%下滑，對 GDP 仍產生正貢獻，惟期中選舉相關的公共支出禁令，致政府支出增幅大幅放緩至 8.7%，固定投資亦因建築業活動放緩而降至 2.6%。以產業別觀之，除工業成長從 4.6%放緩至 2.1%，農業&林業&漁業及服務業分別成長 7%及 6.9%，生產活動均有改善。

7 月出口值年增 17.3%(73.4 億美元)，其中，因全球避險需求強勁，黃金、其他礦產品出口增幅逾 1 倍，電子產品、機械&運

輸設備出口亦成長逾 2 成，美國為主要出口國(占 15.8%)；7 月進口增幅放緩至 2.3%(113.8 億美元)，電信設備、雜項製成品和金屬製品進口成長，但礦物燃料、潤滑劑、工業機械設備、鋼鐵等進口減少，中國為最大進口來源國(占 29.9%)；進出口相抵，7 月貿易逆差較上月收窄至 40.5 億美元。

7 月消費者物價指數(CPI)放緩至 0.9%，為 5 年多來新低，主要因米價跌幅加劇，導致食品價格下滑，運輸成本亦下跌 2%，住房和水電費、教育以及個人護理、雜項商品和服務的漲幅收斂；另因醫療成本上揚，核心通膨率小幅上升至 2.3%，為五個月來的最高水準。農業部正在考慮暫時停止大米進口，並將關稅稅率從 15%提高到 25%，以保護國內農民的利益，可能使食品通膨反彈。

菲律賓央行 8 月會議降息一碼至 5%的 3 年低點，隔夜存款及貸款利率分別下修至 4.5%和 5.5%。該行對經濟評估轉為審慎樂觀，表示國內需求保持穩固，儘管外部不利因素(尤其是美國政策轉變對全球貿易和投資的影響)，持續對全球經濟活動造成壓力，使菲律賓經濟前景趨於緩和，另通膨保持穩定，但電價的潛在調整和米價的上漲，將對通膨前景構成上行風險，預估 2025、2026 年通膨分別為 1.7%、3.3%。

展望未來，自 8 月中旬起生效的對等關稅(19%)及 232 調查對半導體課徵 100%關稅，將對菲律賓出口構成拖累，增加經濟下行風險，菲律賓央行仍有降息空間。

(六)馬來西亞—7 月出口反彈，惟仍須關注半導體關稅的可能衝擊

7 月出口(值)年增 6.8%(1,404 億馬幣)，主要得益於製造業出口反彈成長 9.0%，電氣和電子產品、非金屬礦產品和棕櫚油製成品出口增幅近 2 成，對新加坡、台灣出口分別成長 22.2%、46.6%；進口成長 0.6%(1,255 億馬幣)，為 4 個月低點，僅資本財進口大幅成長 20.6%，消費品及中間產品進口均呈下跌，自中國、台灣、韓國進口量均有所增長，但自美國、歐盟進口呈雙位數減少；貿易順差升至 150 億馬幣。總計 2025 年前七月，馬來西亞貿易順差 703 億馬幣，出口和進口分別成長 4.3%和 5.1%。

7 月消費者物價指數(CPI)年率小幅回升至 1.2%、核心 CPI 年增率持平於 1.8%，主要受保險和金融服務價格上揚所推動，食品

飲料、個人照護及雜項類商品、住房成本等漲幅續放緩，整體通膨仍相當溫和。

展望未來，美國對馬來西亞出口商品的對等關稅雖從原本的 25%調降至 19%與鄰近東南亞國家相仿，大幅舒緩出口壓力，惟晶片、電子元件、以及藥品等主要出口產品，仍可能因 232 調查而課以產業關稅，下半年經濟動能將因全球需求減緩、外貿動能趨緩而降溫。

(七)越南—7 月出口維持雙位數成長，隨關稅實施外貿動能將轉弱

7 月出口年增 16.0%至 422.7 億美元、進口成長 17.8%至 400 億美元，貿易順差收窄至 22.7 億美元。2025 年 1-7 月，出口和進口分別成長 14.8%和 17.9%，貿易順差為 101.8 億美元。美國仍是越南最大的出口市場，出口額達 851 億美元，而中國仍是最大的進口來源地，總額為 1,015 億美元。

7 月消費者物價指數(CPI)較去年同期上漲 3.19%，除交通與郵電服務價格較 6 月下跌外，其餘項目皆呈上漲，但仍位於越南央行目標區間內，通膨壓力輕微。

展望未來，隨美國對越南出口商品 20%對等關稅開始實施，將開始對出口產生影響，預計越南政府將透過企業減稅、加強建設基礎設施，及擴大財政赤字等方式，以減輕經濟衝擊。