

國際經濟金融月報

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一一四年十月

目錄

一、美國	2
(一) IMF 上調美國經濟成長預估	2
(二) 美國 9 月 CPI 低於預期	5
(三) 10 月 FOMC 會議降息 1 碼，12 月是否降息未定案	5
(四) 美元升值力道增強	6
二、歐洲	6
(一) 歐元區—景氣動能暫時轉強，央行持續按兵不動	6
(二) 英國—就業市場持續疲乏，未來恐難以維持經濟表現	9
三、中國	11
(一) 景氣動能平緩，政府陸續推出支持政策	11
(二) 通縮壓力料將緩慢改善	12
(三) 財政支出擴張，政府加速推進表外債務轉換	13
(四) 美中貿易戰進展影響近一個月的人民幣走勢	13
四、日本	14
(一) 人工智慧帶動出口強勁成長，惟內需疲軟拖累機械訂單	14
(二) 通膨遠高於央行的目標水平，惟央行卻因政治因素暫緩升息	15
(三) 日圓貶至近九個月新低	16
五、澳洲-預計澳洲央行下次利率決策維持在 3.6% 不變	17
六、印度及東南亞	18
(一) 印度—通膨展望良好，印度央行 10 月會議維持利率 5.5% 不變	18
(二) 新加坡—2025 年第三季 GDP 年增僅 2.9%	18
(三) 印尼—印尼央行維持基準利率 4.75% 不變，對經濟展望樂觀	19
(四) 泰國—美國與泰國簽署貿易框架協議及關鍵礦產合作備忘錄	20
(五) 菲律賓—通膨前景溫和，菲律賓央行 10 月會議降息 1 碼至 4.75%	20
(六) 馬來西亞—2025 年第三季 GDP 達 5.2%，與美國簽署貿易及礦產協議	21
(七) 越南—2025 年前三季 GDP 達 7.85%，美越簽署貿易框架協議	22

一、美國

(一)IMF 上調美國經濟成長預估

1. 經濟成長方面- IMF 預測美國 2025 年、2026 年經濟成長率分別為 2.0%、2.1%

儘管全球貿易政策不確定性及供應鏈持續擾動，但 10 月 IMF 全球經濟展望報告仍將美國 2025 年、2026 年經濟成長預估均調升 0.1 個百分點至 2.0%、2.1%，主要反映關稅實際稅率下降及《大而美法案》的通過將有助於提升個人的所得及消費，加上聯準會降息所帶來金融條件的改善。然美國今明兩年成長預估低於 2024 年的 2.8%，顯示政策不確定性上升、貿易壁壘提高及就業市場轉差，仍抑制美國的經濟成長。

亞特蘭大聯邦儲備銀行 2025/10/27 對 2025 年第三季美國實際 GDP 成長率的估計為 3.9%，高於上季的 3.8%，其中第三季個人消費支出貢獻從上季的 1.68% 上升至 2.31%，私人部門投資貢獻從上季的 -2.66% 上揚至 0.78%，政府消費與支出貢獻從上季的 -0.01% 擴大至 0.26%，而淨出口對經濟成長的貢獻則從上季的 4.83% 下降至 0.57%。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，美國今年經濟硬著陸的可能性微乎其微。

2. 就業方面-8 月招聘人數及主動離職人數均大幅下降，勞動力市場持續放緩

2025 年 8 月美國 JOLTS 職缺為 722.7 萬個，較上月增加 1.9 萬個，高於市場預期的 720 萬個。其中私人部門職位空缺成長 5.6 萬個，而政府部門職位空缺則減少 3.7 萬個。而 8 月每位失業人數對應職缺數由上月的 1.00 降至 0.98，反映職位空缺增加數低於失業人數上升數。就行業別觀察，8 月職位空缺增加最多的行業是休閒餐旅業，成長 9.7 萬個，其次是私人教育醫療業，上揚 9.4 萬個；而衰退最多的行業為營建業，減少 11.5 萬個，其次是專業技能服務業，下降 3.9 萬個。另，8 月美國招聘人數減少 11.4 萬人，主動離職人數下降 7.5 萬人，而裁員人數則下滑 6.2 萬人。勞工統計局數據顯示，儘管美國 8 月職缺數量略有增加，但招聘人數及主動離職人數均大幅下降，反映即使消費支出保持強勁，勞

動力市場持續放緩。

3. 生產方面-ISM 顯示製造業及服務業景氣放緩

2025 年 9 月美國 ISM 製造業指數為 49.1，高於上月的 48.7 及市場預期的 49.0，其中新訂單指數從上月的 51.4 減少至 48.9；生產指數由上月的 47.8 上升至 51.0；雇傭指數自上月的 43.8 增加至 45.3；存貨指數由上月的 49.4 縮減至 47.7；另衡量原物料支付的價格指數，自上月的 63.8 下降至 61.9。調查數據顯示，儘管 9 月製造業活動小幅回升，但廠商致力於應付新關稅的負面衝擊，因而抑制新訂單及人力雇用的數量。

9 月 ISM 服務業指數為 50.0，低於上月的 52.0 及市場預期的 51.7。其中商業活動從上月的 55.0 減少至 49.9；新訂單指數從上月的 56.0 下降至 50.4；雇傭指數自上月的 46.5 增加至 47.2；物價指數由 69.2 回升至 69.4；另存貨指數自上月的 53.2 收縮至 47.8。調查數據顯示，由於新訂單大幅放緩，美國 9 月服務業活動陷入停滯，雇傭指數雖上揚但仍萎縮，說明勞動力市場狀況疲弱。

4. 消費方面-由於物價持續高漲，引發消費者對個人財務狀況惡化的擔憂，10 月美國消費者信心跌至五個月來新低

密西根大學公布，2025 年 10 月美國消費者信心指數終值從上月的 55.1 減少至 53.6，月減 2.7%，年減 24.0%；另衡量當前經濟狀況的經濟現況指數從上月的 60.4 縮減至 58.6，月減 3.0%，年減 9.7%；而評估短期預期的消費者期望指數從 51.7 下滑至 50.3，月減 2.7%，年減 32.1%。備受矚目的通膨預期方面，未來 1 年通膨預期由上月的 4.7%略減至 4.6%；另長期通膨預期則由上月的 3.7%上揚至 3.9%。密西根大學公布調查顯示，由於物價持續高漲，引發消費者對個人財務狀況惡化的擔憂，10 月美國消費者信心跌至五個月來新低。

5. 國際貿易及政府預算方面-川普亞洲之旅有助於消弭全球貿易的緊張

美國總統川普出席東協（ASEAN）峰會，與泰國、馬來西亞及柬埔寨簽署互惠貿易及關鍵礦產協議，並與越南就貿易協定框架達成共識。

10月28日美國總統川普與日本首相高市早苗簽署兩份協議，分別是「美日同盟新黃金時代」與「美日關鍵礦物合作框架」，前者聚焦關稅與投資協議細節，後者則著重於關鍵礦產合作，確保稀土資源穩定供應。

10月29日南韓與美國在關稅談判就細節達成協議，南韓輸美商品的對等關稅稅率為15%，雙方並同意將輸美汽車及其零件關稅從25%降至15%，與對手日本相同，而半導體關稅，南韓稅率亦不會較台灣不利。至南韓對美投資3,500億美元的承諾，其中1,500億美元將透過造船合作方式支付，由韓企主導，包括直接投資與貸款擔保；其餘2,000億美元則以現金分期投資，每年上限200億美元。鑒於這些投資可依業務進度進行，且在每年限額200億美元內，投資將保持在韓國外匯市場可吸收的範圍，對市場的影響將降到最低。

10月30日美國總統川普與中國國家主席習近平在釜山進行「川習會」，相關重點包括：(1)關稅：美國對中國芬太尼的關稅從20%降至10%，對中國進口商品的關稅則從57%降至47%，即刻生效；(2)稀土：中國大陸將立即暫緩部分稀土與關鍵礦物出口管制，為期一年；(3)中國將於本季購買1,200萬噸大豆，並在未來三年內每年購買至少2,500萬噸；(4)晶片：中國將與輝達及其他公司洽談晶片採購事宜；(5)元首互訪：川普計劃於明年4月訪問中國，而習近平將於明年稍晚訪問美國；(6)雙方將取消船舶關稅和相關費用。

6. 住房方面-隨著聯準會降息，房貸利率下滑，加上房屋供給增加，未來銷售將有望回升

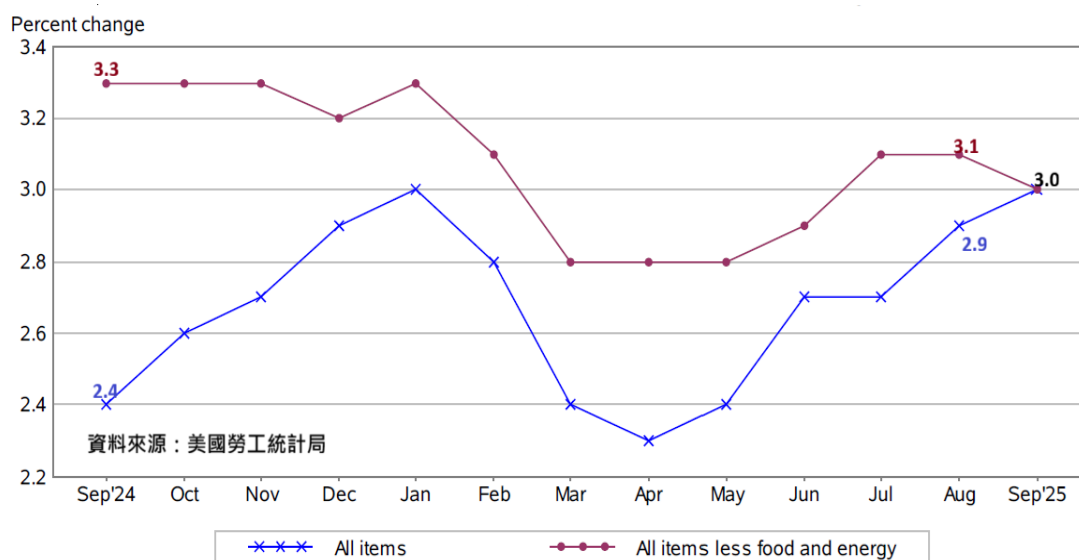
2025年9月美國成屋(二手屋)銷售經季節性調整年化總數為406萬套(低於市場預期的410萬套)，較上月增加1.5%，但較上年同期成長4.1%。房價方面，9月整體成屋售價中位數為41.52萬美元，年增2.1%，連續第27個月年增率為正。在成屋庫存方面，9月底未售出的成屋庫存為155萬套，較上月增加1.3%，但較上年同期(136萬套)上漲14.0%。按當前月度銷售速度計算，相當於4.6個月的供應量，與上月持平，但高於上年同期4.2個月的供應量。NAR資料顯示，受到房貸利息下降的激勵，9月美國

成屋銷售量環比上漲 1.5%，折年率達 406 萬套，創今年 2 月以來最高水平。

(二)美國 9 月 CPI 低於預期

2025 年 9 月美國消費者物價指數(CPI)年增 3.0%，高於上月的 2.9%，但低於市場預期的 3.1%；剔除食品和能源等波動較大項目的核心 CPI 年增 3.0%，低於上月及市場預期的 3.1%。按月觀察，9 月 CPI 增加 0.3%，低於上月及市場預期的 0.4%；核心 CPI 成長 0.2%，低於上月及市場預期的 0.3%。勞工統計局數據顯示，儘管汽油價格飆升，但被二手車及住房價格下降所抵銷，美國 9 月消費者物價漲幅低於市場預期，提升 12 月再降息 1 碼的預期。

圖一 近一年美國 CPI 及核心 CPI 變動情形



(三)10 月 FOMC 會議降息 1 碼，12 月是否降息未定案

2025 年 10 月 FOMC 會議決議將聯邦基金利率目標區間調降 1 碼至 3.75%-4.00%。謹將本次會議聲明及主席 Jerome Powell 記者會重點摘錄如下：(1)現有指標顯示，經濟活動以溫和步調擴張，雖就業成長已放慢且失業率略升，但截至 8 月仍保持在低檔，而通膨率自年初以來有所上升，目前仍處於較高水準；(2)委員會認為經濟前景不確定性高，且近幾個月就業下行風險上升；(3)自 12 月 1 日起停止每月縮減購債計畫 400 億美元(公債、MBS 各 50 億、350 億美元)；(4)聯準會 12 月是否再度降息，尚未定案；(5)

本次會議以 10 比 2 決議通過降息 1 碼，其中聯準會理事米蘭(Stephen Miran)支持降息 2 碼，而堪薩斯城聯邦儲備銀行總裁施密德(Jeffrey Schmid)則主張不降息；(6)主席鮑爾(Jerome Powell)表示，政府停擺過長仍可能影響 Fed 決策品質。

芝加哥交易所 FedWatch 2025/10/31 的資料顯示，市場預測 12 月聯準會 FOMC 將再降息 1 碼。

表一 FedWatch 聯準會降息機率預估

單位：%

CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities										
Meeting Date	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/12/10					0.0	0.0	0.0	71.0	29.0	0.0
2026/1/28	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.0	58.0	20.0	0.0
2026/3/18	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.2	35.4	43.9	12.6	0.0
2026/4/29	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	14.7	37.4	36.4	9.6	0.0
2026/6/17	0.0	0.0	0.0	1.1	9.3	27.8	36.8	20.9	4.0	0.0
2026/7/29	0.0	0.0	0.4	3.8	15.4	30.8	31.5	15.3	2.7	0.0
2026/9/16	0.0	0.1	1.7	8.3	21.3	31.1	25.3	10.5	1.7	0.0
2026/10/28	0.0	0.4	2.9	10.7	23.1	30.0	22.5	8.8	1.4	0.0
2026/12/9	0.1	0.9	4.3	13.0	24.4	28.7	20.1	7.5	1.1	0.0
2027/1/27	0.2	1.2	5.0	13.9	24.7	28.0	19.1	7.0	1.0	0.0
2027/3/17	0.2	1.1	4.9	13.7	24.5	27.9	19.2	7.2	1.1	0.0
2027/4/28	0.2	1.1	4.9	13.7	24.5	27.9	19.2	7.2	1.1	0.0
2027/6/9	0.1	1.0	4.5	12.8	23.4	27.6	20.2	8.5	1.8	0.1
2027/7/28	0.1	0.9	4.0	11.5	21.7	26.9	21.3	10.3	2.8	0.4
2027/9/15	0.1	0.9	4.0	11.4	21.6	26.9	21.3	10.4	2.9	0.4
2027/10/27	0.1	0.8	3.7	10.8	20.7	26.4	21.9	11.4	3.6	0.6

資料來源：芝加哥商品交易所 FedWatch, 2025/10/31。

(四)美元升值力道增強

10 月初隨著美中貿易緊張局勢陷入僵局，美元指數從 9 月底的 97.78 震盪走升，10 月底收盤價為 99.72。原本市場預期 12 月聯準會可能再降息 1 碼，加上歐元區短期內降息不易以及美中貿易緊張局勢趨緩，美元上行空間受阻。惟鮑爾於 FOMC 會後記者會表示，12 月是否再度降息尚未定案，導致美元指數不降反升。

二、歐洲

(一)歐元區—景氣動能暫時轉強，央行持續按兵不動

歐元區第三季經濟成長季增率較上季增加 0.1 個百分點至 0.2%，其中德、法、義、西經濟成長率分別為 0%、0.5%、0%、

0.6%，德國係因車廠假期所拖累，法國則是受惠於航空航太產業生產反彈所致，兩者皆預期在第四季會有回歸均值的傾向；義大利內需疲軟，抵銷出口成長；西班牙消費及投資表現皆旺，且今年以來經濟表現亦相當亮眼。此外，受到各國對於就業補貼的支持，加上部分南歐國家經濟表現亮眼，9月失業率仍穩定在6.3%的低點，使經濟表現具備韌性。

歐元區9月HICP通膨較8月增加0.2個百分點至2.2%，主要是能源價格上漲所致；核心通膨(不含食品及能源)則穩定於2.3%，其中商品通膨持平於0.8%，服務業通膨則略增0.1個百分點至3.2%。近期能源價格雖持續上漲，但歐元走強抑制進口物價成為抵銷因素，致商品通膨持穩；另一方面，服務通膨上升可能是受到季節性因素影響，惟因薪資漲幅已明顯減緩，未來料將拖累服務通膨轉向下行。另外，歐元區第二季房價指數年增率為5.1%，略較上季降0.2個百分點；今年以來房價漲勢強勁，主因央行啟動降息後房市景氣轉趨熱絡，租金通膨也穩於3%附近，為近期服務通膨下降較為緩慢的因素之一。

歐元區10月綜合採購經理人指數(PMI)增1點至52.2，達到近17個月新高，同時經濟景氣指數較上月增加1點為96.8，與PMI的成長訊號一致。其中製造業PMI增0.2點至51.1，服務業PMI則增加1.3點至52.6，勞動雇用指數亦有上升，帶動消費者信心指數同步增加0.7點至-14.2。其中PMI的新訂單指數好轉，部分反映德國財政支出逐步增強的影響，使德國綜合PMI亦大幅上升1.8點至53.8，表現明顯優於法國(綜合PMI降為46.8)。綜言之，穩健的就業市場支撐消費需求動能，使歐元區第四季經濟可望維持較佳的成長表現，不過，由於出口導向業者擔憂歐元升值及全球貿易活動降溫帶來的負面影響，仍使得PMI的展望指數降為近5個月新低，因此，經濟短期內尚能維持活絡，但長期走勢略顯堪憂之情況。

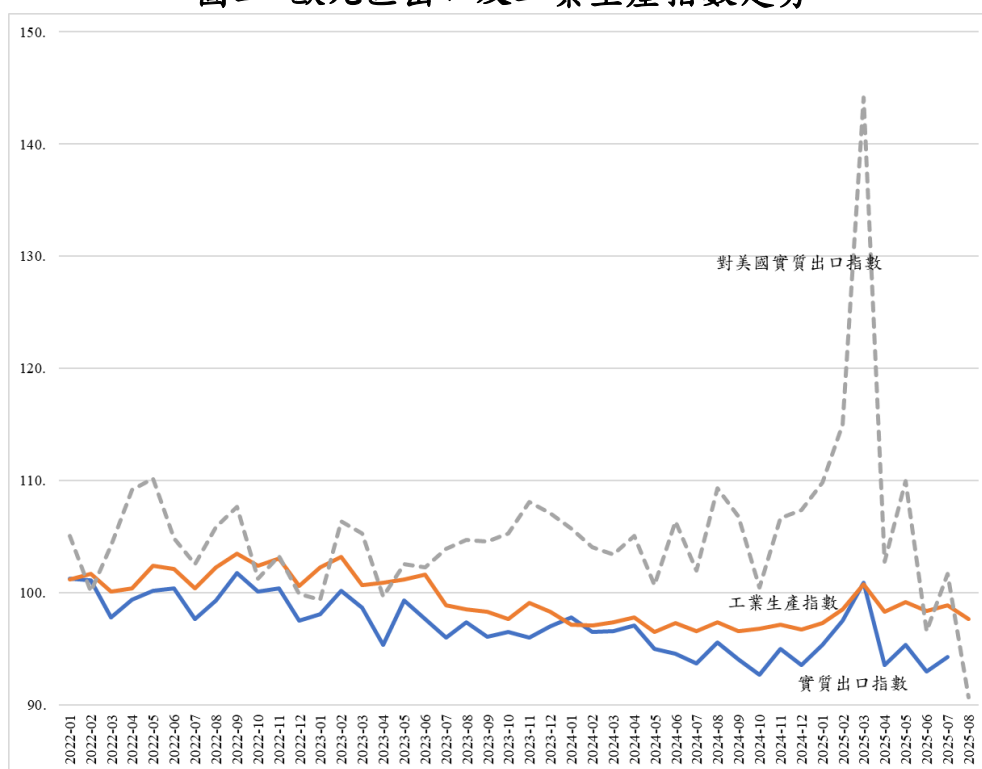
歐洲央行於10月30日的政策會議如期宣布存款機制利率2%不變，未來利率政策仍將取決於經濟數據而定，且因美中貿易戰情勢持續降溫，使該行評估經濟前景較為穩定。該行認為目前通膨走勢符合預期，並相當滿意當前的貨幣政策。綜合前述央行看法，目前央行似無迫切調整貨幣政策的壓力，故除非經濟出現重

大衝擊，預期歐洲央行將繼續維持政策利率不變；另據利率期貨市場定價，市場認為 12 月歐洲央行將繼續按兵不動，明年再降息一碼的機率亦持續下降。

近期法國政府為與反對黨取得預算案共識，總理勒克努主動提議暫停退休制度改革，並聲明不援引 49.3 條法案(即不經國會表決，逕自通過預算法案)等重大讓步。政府為避免倒台、總統辭職等危機，已不得不放棄原有的財政撙節目標，難以消除財政脆弱性，恐對私部門需求產生排擠效應。因此，S&P 於 10 月 17 日將法國的評級從 AA-(展望穩定)調降至 A+(展望穩定)，Moody's 於 10 月 24 日確認法國評級 Aa3，但展望由穩定調整為負面，相關不確定性仍有待最終預算案內容而論。

近一個月 1 美元／歐元自 1.175 漸降至 1.155 附近，主因美元轉強，以及法國政治動盪等影響，惟其跌幅 1.5% 低於英鎊 2.4%，主要受惠於經濟表現相對穩健，央行降息預期降低等因素支持。展望未來，法國年底前仍將持續就預算案進行討論與辯論，使不確定性延續，但穩定的經濟表現可望為歐元提供支撐，使歐元呈現盤整格局。

圖二 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—就業市場持續疲乏，未來恐難以維持經濟表現

8 月 GDP 較 7 月上升 0.1%，主要是工業生產反彈 0.4%，其中藥品生產自低點反彈為主要提振因素；營造業則下跌 0.3%，主要是住宅維修保養業務減少所致；服務業連續兩個月持平，處於較為強勁的水準，零售、餐飲服務因旅遊活動增加而成長，但被娛樂休閒、房地產業務下滑抵銷。整體而言，雖然 8 月 GDP 有成長表現，但考量 6、7 月 GDP 皆遭下修，且就業表現持續疲乏，經濟表現難以樂觀看待。

在勞動市場方面，8 月失業率(3 個月移動平均值)上升 0.1 個百分點為 4.8%，就業率略減為 75.1%，勞動不活躍率降為 21%，職缺數回落 0.9 萬個至 71.7 萬個，反映勞動供給持續回升，但民間部門職缺需求下降，使得失業人口攀升。另外，該月經常性薪資年增率降 0.1 個百分點為 4.7%，為連續 5 個月下滑，反映勞動需求持續減少，使薪資成長率持續下行。

9 月 CPI 通膨持平 3.8%，核心通膨(不含食品及能源)則降 0.1 個百分點至 3.5%，主要是零售商品通膨下降所致，服務通膨則持平 4.7%，反映旅遊業表現超乎預期，從而支撐旅宿、交通服務價格。不過，預期 10 月份英國步入旅遊淡季，機票價格可能會進一步下滑，且基於勞動市場走弱、薪資成長放緩的趨勢影響，未來通膨仍可望逐漸減緩。

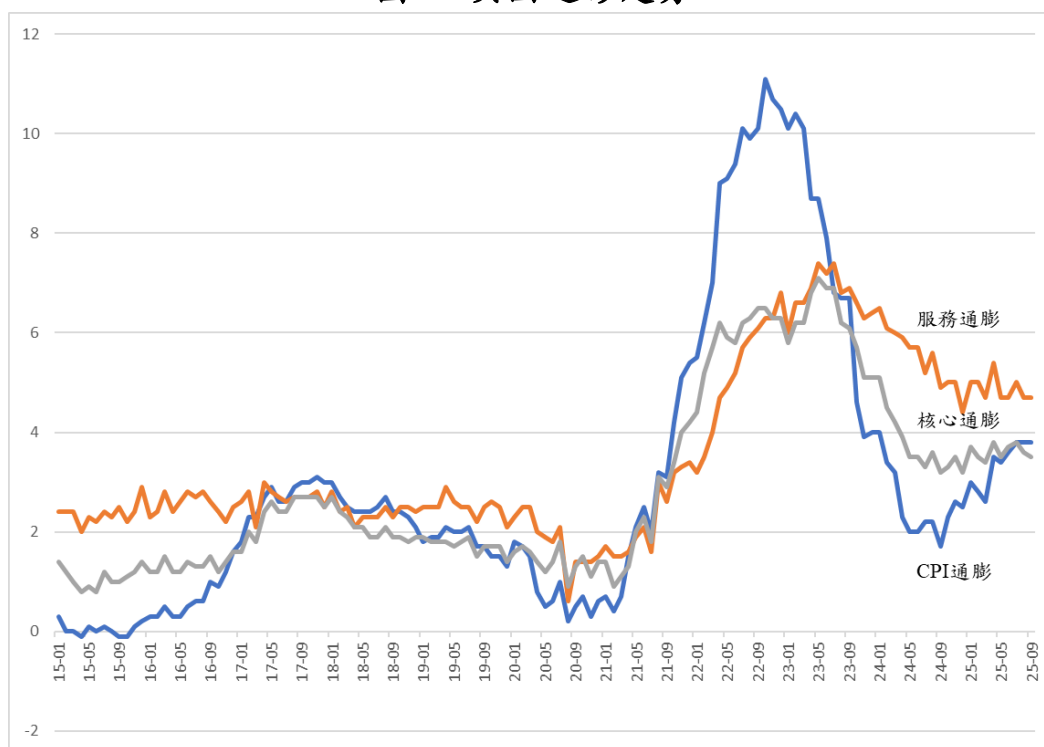
10 月綜合 PMI 回升 1 點至 51.1，其中服務業、製造業 PMI 分別增加 0.3 點、3.4 點至 51.2、49.6。服務業擴張速度仍為 5 月以來次弱，主因消費者信心疲乏以及企業延後資本支出所致；製造業表現為近 13 個月以來最佳，主因捷豹路虎車廠陸續復工(上月受到網路攻擊而全面停工)，加上國內需求溫和擴張帶動所致，不過製造業的出口訂單指數依然低迷，係受到美國加徵關稅使貿易活動降溫所拖累。值得注意的是，綜合投入及產出物價指數均有下降，潛在的通膨壓力正持續降溫。

展望未來，儘管 10 月 PMI 表現意外良好，但基於就業市場持續減弱，終將拖累消費需求，且外需前景欠佳，經濟恐難樂觀。儘管如此，英國政府基於財政短絀的困境，已難藉由擴大財政支出來刺激景氣，因此 11 月 26 日公布的秋季預算可能將宣布大幅

加稅，使經濟成長進一步承壓。此外，10月公布的PMI顯示物價壓力正逐漸消退，有助於緩解英格蘭銀行對於通膨過高的擔憂，但預期英格蘭銀行會持續觀察年底前的工會薪資談判以及其對通膨影響，今年底前再度降息一碼的機率較低，明年上半年則可能會降息2碼後便暫停降息週期。

近一個月美元／英鎊自1.345漸貶至1.315附近，且10月28日以來英鎊有加速走貶的跡象，反映市場傳聞英國預算責任辦公室大幅下修未來經濟成長預測，預示其將大幅收緊財政，使市場對於英國未來景氣看法較為悲觀，並且擔憂低成長終將提高財政的實際負擔，此外，英國的財政紀律紀錄一向不佳，政策經常在選舉前後翻盤，也是市場對財政改革信心較為疲弱的因素之一。展望未來，在秋季預算發布前，市場仍對英國財政與經常帳雙赤字惡化存有疑慮，成為英鎊上行的潛在阻力，若政府無法提出令市場信服的財政規劃，屆時英鎊可能面臨回貶壓力。

圖三 英國通膨走勢



資料來源：ONS，徵信處整理。

三、中國

(一)景氣動能平緩，政府陸續推出支持政策

中國第三季 GDP 年增率為 4.8%(前三季則為 5.2%)，較上季下降 0.4 個百分點，季增率則放慢至 0.8%，主因中國政府持續主導企業淘汰落後產能、減少資本支出，並且降低以舊換新等消費補貼政策，且儘管政府自 8 月起陸續放寬一線城市的房市管制，中國 9 月房地產開發景氣指數降至今今年以來最弱的 92.8，房市需求疲乏亦為主因之一。在生產端方面，第三季工業生產、服務業生產指數年增率分別下降 0.4 個百分點至 5.8%、5.7%。在需求端方面，主要變動項目包含(1)固定資產投資年增率為-7.1%，較上季下降 8.5 個百分點，其中工業部門、服務部門投資分別年減 4.1%、11.5%，房地產開發投資年增率則大幅下滑 6.8 個百分點至-19.3%；(2)消費年增率下滑 1.8 個百分點至 3.5%，其中零售額年增率下降 2 個百分點至 3.4%，主因 6 月起以舊換新政策的補貼力道減弱，使得零售額年增率連 4 個月下滑。

儘管第三季經濟成長趨緩，但從月度資料來看，經濟表現仍有亮眼之處。9 月出口年增率較 8 月增加 3.9 個百分點至 8.3%，工業生產年增率則反彈 1.3 個百分點至 6.5%，皆終止前兩個月的低迷態勢。其中高技術製造業年增率上升 1 個百分點至 10.3%為主要因素，除因電子業旺季需求的帶動外，加上企業透過轉口貿易減輕美國關稅影響(9 月對歐盟、東南亞國協、拉丁美洲出口分別較去年同期成長 14%、15.8%、15.8%為主要因素，對美國出口則大幅下跌 26.8%)，且不排除中國政府在景氣放緩的壓力之下，調控「反內卷」的政策執行力度所致。此外，儘管第三季工業生產遜於上季，但產能利用率卻較第二季上揚 1.8 個百分點至 75.8%，部分反映逐步淘汰過剩產能所獲之成效，有助改善工業部門利潤，使該季工業生產利潤年增率較上季增 17.6 個百分點至 13.2%。

中國官方 10 月製造業 PMI 下跌 0.8 點至 49，其中新訂單指數、生產指數分別降 0.9 點、2.2 點至 48.8、49.7，產出指數為近 25 個月最低，部分受到 9 月電子業旺季基期較高，以及 10 月連假期間較長的影響；未來產出指數跌 1.3 點至 52.8，中止連續 3

個月成長，企業樂觀情緒稍微收斂，部分反映月初中國宣布稀土管制以及美國加徵 100%關稅的影響。由於企業仍持續進行去除過剩產能的規劃，就業指數下跌 0.2 點至 48.3，連續第 32 個月低於 50 的榮枯線水準。另外，非製造業 PMI 小幅上升 0.1 點至 50.1，主要受惠於連假的帶動的旅遊活動需求，抵銷保險、不動產業疲弱的影響。

展望未來，因今年經濟成長率保 5%的目標浮現壓力，故政府已決定擴大政策支持力度，包含提取地方政府債務限額結存及新增融資工具共 1 兆人民幣(規模共占約 0.6%的 GDP)等。此外，中國「十五五」規劃首要目標為經濟成長，並將專注內需轉型，故預估各項消費補貼及轉型投資政策仍將在明年延續，為經濟注入成長動力。另外，10 月 30 日川習會後，美中貿易戰暫時休戰一年，美國調降中國的芬太尼關稅，對中國的關稅稅率自 57.6%降至 47.6%(另據 JP Morgan 估計，有效關稅稅率將從 42%降至 32%)，並且雙方的對等關稅(原定於 11 月 10 日起實施)、出口管制等皆延後一年實施。由於美中雙方的妥協態度，短期內貿易戰可望避免進一步升級，惟美國對中關稅仍高於 2024 年，且川普表示將持續加強東南亞的轉口貿易管制，故雖尾部風險下降，但中國的出口前景仍面臨較為不利之情境。

(二)通縮壓力料將緩慢改善

9 月 PPI 通膨(出廠價格)較上月回升 0.6 個百分點為-2.3%，為今年 3 月以來最高水準，月增率則連續 2 個月止穩為 0%。其中受到國際原物料價格暫時止穩以及去產能政策效應影響，煤、油及天然氣開採業、石化加工產業、化學品、化纖、黑色金屬、有色金屬採礦及金屬製品加工等 PPI 通膨皆有所回升。儘管 PPI 增幅強勁，9 月 CPI 通膨、核心通膨(不含食品及能源)僅較上月分別回升 0.1 個百分點至-0.3%、1%，上升主因為金飾漲幅帶動，但食品通膨-4.4%為主要抵銷因素，加上今年中秋假期落在 10 月(去年為 9 月)，旅遊及娛樂相關價格較去年同期低，使得運輸和通訊通膨僅為-0.2%，教育和娛樂通膨為-0.3%。

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

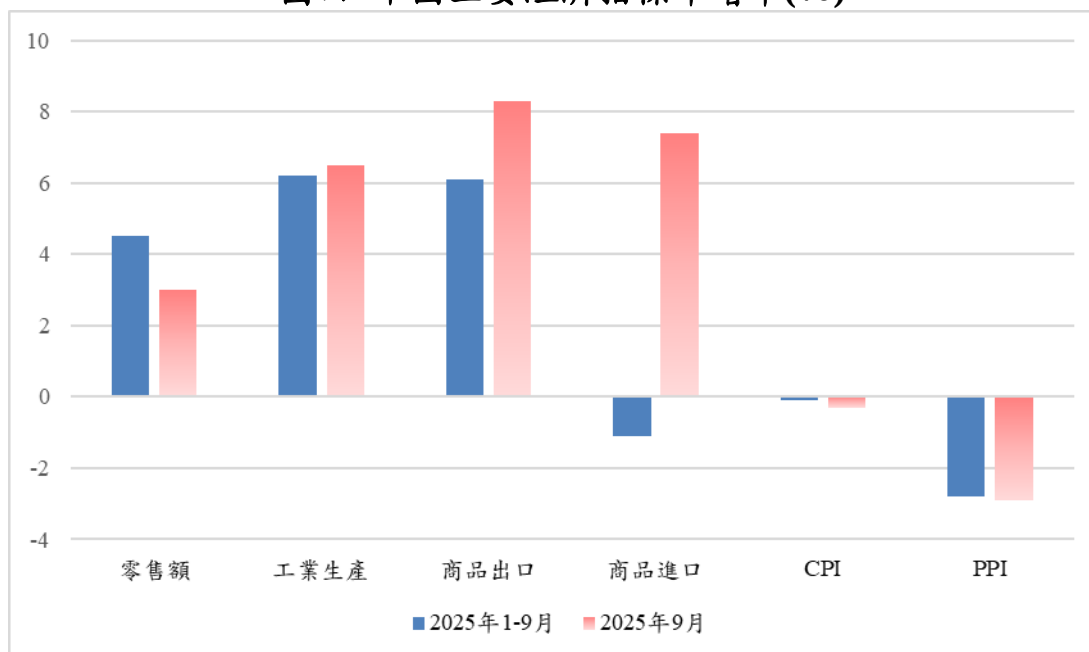
今年 1~9 月財政收入較去年同期成長 0.5%至 16.39 兆人民幣，與預算目標一致，財政支出則較去年同期成長 3.1%至 20.81 兆人民幣，其中對於教育、社會安全、就業和醫療衛生等財政支出均有顯著上揚，反映政府今年以來發放新生兒獎勵金、免費學前教育、貸款利息補貼、以舊換新補貼等。由於政府宣布將地方政府債務限額結存提取 5,000 億元用於地方政府清償債務、不良貸款及擴大投資，加上 9 月底政府宣布投入 5,000 億元的融資工具，兩者皆將促使地方擴大財政支出，其規模約占 0.6%的 GDP，可望陸續推動第四季至明年上半年的 GDP 的成長表現。

另外，9 月居民貸款較上月回升 3,917 億人民幣，主要是消費貸款貼息政策推出，刺激貸款需求上揚。企業貸款則增加 12,049 億人民幣，主要來自中長期融資增加，但整體融資需求仍然疲弱，貸款回升僅限於個別行業。

(四)美中貿易戰進展影響近一個月的人民幣走勢

近一個月人民幣／美元匯率大致位於 7.11~7.14 間來回震盪，10 月初的美中貿易戰升溫以及市場對中國景氣改善的期待落空為人民幣貶值因素，但隨美國川普釋出善意及最終川習會達成良好結果則支持其回升。展望未來，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／美元可望保持在 7.1 以上。

圖四 中國主要經濟指標年增率(%)



四、日本

(一)人工智慧帶動出口強勁成長，惟內需疲軟拖累機械訂單

8月核心機械訂單月減0.9%，主要受非製造業訂單(扣除波動訂單)月減6.4%所拖累，係因租賃業及營造業分別月減55.2%及19.4%；製造業訂單月減2.4%，多數產業較為疲弱。內閣府將其預估由「出現好轉動向」下修至「出現停滯」，並預測第三季製造業及非製造業訂單分別月減2.0%及5.8%。

受8月美日關稅延遲公布影響，9月出口年增4.2%、進口年增3.3%，其中對亞洲地區的科技產品出口大幅成長，反映人工智慧相關需求的提振，隨著科技產品的需求及關稅不確定性減弱，預計出口數據到年底將逐步回升。另，9月工業生產月增2.2%，儘管第三季整體工業生產持平，但強勁的9月數據主要歸功於科技產品，其中半導體產量的持續增長，反映人工智慧相關需求的持續成長，並帶動晶片、設備等相關產業的強勁表現。目前的科技產出週期被認為比以往更具持久性，與疫情期間的短暫高點不同，日本半導體產量目前仍維持在長期平均水平之上。

9月零售年增0.5%，遠低於預期，顯示復甦動能有限，導致第三季零售銷售額創下疫情後最大降幅，主要係非耐久財銷售疲軟所拖累，其中服裝銷售因持續高溫而大幅下滑，而食品銷售則

連續第三個月下降，凸顯出通膨對家庭支出的抑制影響。汽車和家用電器等耐久財銷售有所改善。受商品支出疲軟影響，預計第三季 GDP 實際消費可能萎縮。惟 10 月消費者信心指數上升 0.5 點至 35.8，優於預期，升至今年以來最高水準。其中生活水準指數和收入成長指數均達到 13 個月高點，可能受益於政府的能源價格補貼以及穩健的薪資成長。然而，通膨預期依然高漲，有超過 83% 的受訪者預期未來一年通膨率將維持在 2% 以上，這繼續為日本央行採取進一步行動提供支持。

10 月自分銀行綜合 PMI 減少 0.4 點至 50.9，其中製造業 PMI 減少 0.2 點至 48.3，為 19 個月以來最低水準，但細項數據略顯樂觀，產出指數小幅上升 0.7 點至 48.1，顯示生產收縮速度放緩；未來產出指數則大幅上漲 1.8 點，達到 57.1，創三個月來新高。非製造業 PMI 減少 0.9 點至 52.4，但仍處於相對高點，惟未來活動指數、新業務指數和積壓訂單指數均出現回落，顯示非製造業將放緩。同時，價格壓力指數也依然居高不下，非製造業投入成本指數上漲 0.7 點至 58.2。綜言之，雖製造業及非製造業動能雙雙減弱，但製造業未來產出改善為經濟前景帶來一絲樂觀訊號，惟通膨仍是需要密切關注的重要因素。

(二)通膨遠高於央行的目標水平，惟央行卻因政治因素暫緩升息

9 月全國消費者物價指數(CPI)年增 0.2 個百分點至 2.9%，主要係食物類通膨 6.7% 仍高，惟政府持續進行各種補貼，如能源補貼、高中學費補貼、東京區水費及托兒費補貼等，抑制通膨升勢，不過日圓貶值推升進口物價，加上工資上漲帶來的物價上漲範圍擴大，將使通膨維持高檔。

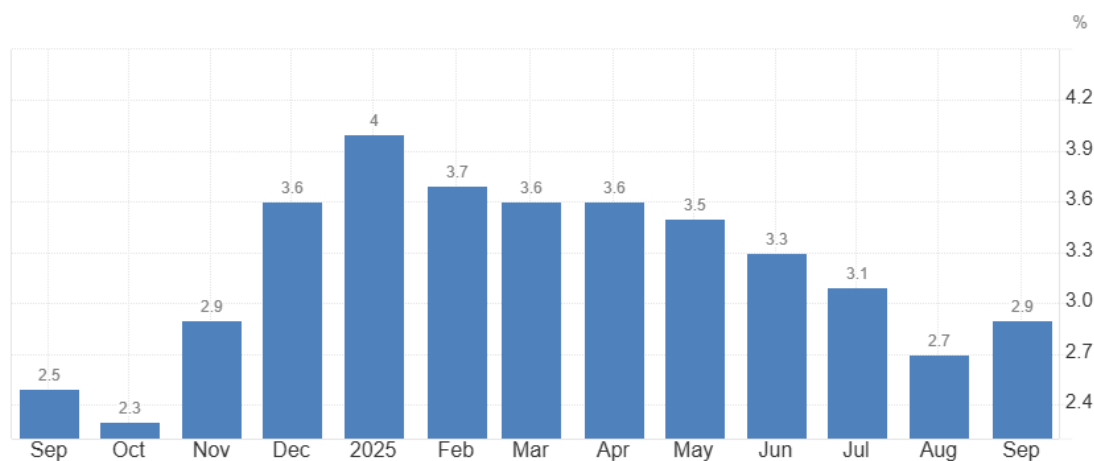
自民黨及維新會組成聯合政府，高市早苗順利成為日本首位女首相，預計高市將延續安倍經濟學，主張以減稅、擴大支出等積極財政政策，以及反對日銀太快升息。在安全方面，將強化美日同盟，主張將國防預算提升至 GDP 的 2%，並推動自衛隊「國防軍化」，強化遠距打擊與網路戰力。在外交方面則高度關注台海動向，主張「台灣有事就是日本有事」，呼籲深化日台實質合作並維護區域和平。

川普於 10 月 28 日與日本首相高市早苗會面，雙方簽屬兩項

協議，一份協議為「美日同盟開啟新黃金時代」，另一份則旨在合作擴大稀土金屬供應鏈。同時，高市早苗成功的爭取到更多時間來規劃如何運用日本政府在先前美日貿易協議中承諾的 5,500 億美元投資。此外，川普承諾美國將在需要時向日本提供幫助，並強調美日是「最強盟友」。

日本央行於 10 月 29、30 日召開貨幣政策會議，第六度維持政策利率於 0.5% 不變，這與市場基於經濟改善和央行先前表態的預期截然相反，並且被視為順應高市新內閣傾向於刺激通膨和維持日圓疲軟的意願，顯示出其獨立性受到考驗。日本央行提高再次升息的門檻，將春季工資談判的進展作為新條件，暗示下一次升息可能最早在明年 1 月。日本央行的政治考量和不斷變化的政策條件，正引發外界對其信譽受損的擔憂，政策滯後於潛在通膨趨勢，可能在短期內進一步對日圓構成下行壓力。如果日圓持續走弱引發政府擔憂，日本央行可能被迫提前至 12 月升息，再次被視為迫於外匯市場壓力而行動，增加財務省干預外匯市場可能性，恐引發金融市場劇烈波動。

圖五 日本通膨走勢圖



資料來源：日本總務省、Trading Economics。

(三) 日圓貶至近九個月新低

近一個月美元兌日圓從 147 日圓貶值至 154 日圓，主要係受高市早苗黨選日本首相，其傾向支持寬鬆貨幣政策和財政擴張，又因日銀十月底維持貨幣政策利率不變，且調高升息門檻，導致市場持續拋售日圓。

五、澳洲-預計澳洲央行下次利率決策維持在 3.6%不變

標普全球(S&P Global)公布，2025 年 9 月澳洲製造業 PMI 終值由上月的 53.0 下降至 51.4，該產業雖然繼續擴張，但受到新訂單下降及生產成長放緩的影響下，成長速度有所放緩。數據反映，疲軟的市場環境及美國關稅對商品需求負面的衝擊，未來幾個月製造業的成長可能會進一步放緩。另，9 月服務業 PMI 終值由上月的 55.8 下降至 52.4，反映新業務再次穩健成長的支撐下，9 月服務業持續擴張，同時就業在新業務活動持續成長的推動下亦加速成長，惟服務業活動增速有所放緩，將不利未來服務業的擴張。

2025 年 8 月澳洲商品貿易順差從上月 66.1 億澳元收窄至 18.3 億澳元，遠低於市場預期的 62 億澳元，為 2018 年 6 月以來最小的順差。其中出口金額較上月暴跌 7.8%至 418.6 億澳元，主要受非貨幣黃金出貨量暴跌 47.2%的影響，為近三個月低點，而進口金額則較上月成長 3.2%至 400.3 億澳元，創歷史新高。在貿易夥伴中，受美國新徵收關稅的影響，澳洲對美國出口衰退 44.3%，對英國、日本、印度的出口亦分別下降 45.3%、16.4%、19.4%，而對最大貿易夥伴(中國)出口卻成長 4.3%。

2025 年 9 月澳洲就業人數為 1,464.0 萬人，較上月增加 1.49 萬人(0.1%)，扭轉上月減少 1.18 萬的局面，並較上年同期上揚 19.1 萬人(1.3%)。其中全職就業人數增加 8,700 人至 1,008.3 萬，兼職就業人數上升 6,300 人至 455.7 萬人，勞動參與率為 67.0%，高於上季的 66.9%，而失業率則從上月的 4.3%攀升至 4.5%。數據顯示，澳洲 9 月失業率從上月的 4.3%躍升至 4.5%，為自 2021 年 11 月以來最高水平。

2025 年第三季澳洲消費者物價指數(CPI)年增率由上季的 2.1%躍升至 3.2%，高於市場預期的 3.0%，並創下 2024 年第二季以來最高水平。按季觀察，澳洲 CPI 季增率為 1.3%，高於上季的 0.7%及市場預期的 1.1%，主要受住房(2.5%)、娛樂和文化(1.9%)及交通(1.2%)所帶動，而住房上漲又歸因於電力成本的上漲(9.0%)。數據顯示，第三季度及年度 CPI 的漲幅均超乎市場預期，大幅降低澳洲央行 11 月初降息的可能性。

澳洲央行總裁布洛克(Michele Bullock)表示，澳洲央行對 9 月失業率及通貨膨脹的上升感到意外，但她駁斥失業率失控的警告，認為勞

動力市場不會出現斷崖式的下跌。她並指出，如果第三季核心通膨率升至 0.9%，將明顯偏離央行之前的預測(0.6%)，11 月初央行在判斷是否降息時須考慮該點，暗示澳洲央行利率政策可能維持 3.6%不變。

匯率方面，澳洲央行正權衡失業與通膨影響，儘管通膨上升有利澳幣走勢，但聯準會降息預期下降，限縮走升空間。

六、印度及東南亞

(一)印度—通膨展望良好，印度央行 10 月會議維持利率 5.5%不變

9 月消費者物價通膨率(CPI)從 8 月的 2.07%進一步降至 1.54%，為 2017 年 6 月以來的最低，並且低於印度央行 2%通膨目標下限。

9 月商品貿易逆差擴增至 321.5 億美元，創史上次高，主要反映金價走升，帶動黃金進口量激增，令進口(值)成長 16.7%(685.3 億美元)，另一方面，受美印貿易談判不確定性影響，出口僅溫和成長 6.1%(363.8 億美元)。由於黃金、能源進口需求強勁以及對電子產品和資本貨物進口的持續依賴，預計貿易逆差仍將保持在高位。

印度央行(RBI)10 月會議維持回購利率(Repo rate)在 5.50%不變，符合市場預期。會後聲明顯示，在良好季風的推動下，農業產量增加，整體通膨率已顯著放緩，預計商品及服務稅(GST)稅率的合理化可能會對通膨產生抑制作用，並刺激消費和成長，但關稅將抑制出口，基於先前貨幣政策行動和近期財政措施的影響仍在顯現，且貿易相關的不確定性仍存，央行採取審慎措施並維持中性立場，以應對情勢的變化。該行將 2025-26 財年的 GDP 成長預測從先前的 6.5%上調至 6.8%，整體通膨預測則從 3.1%下調至 2.6%。

IMF 最新經濟展望報告，儘管美國對印度課以高額關稅，預計印度經濟活動將受到貨幣和財政政策寬鬆（包括商品和服務稅改革）的支持，2025 財年經濟成長率預估為 6.6%，2026 財年在財政刺激減少下將降至 6.2%。

(二)新加坡—2025 年第三季 GDP 年增僅 2.9%

2025 年第三季經濟成長率(GDP)年增 2.9%，低於上季的 4.5%，製造業產出與去年同期持平，係因生物醫藥和一般製造業產出下

滑所致；由於公私部門專案進展較為緩慢，建築業產出僅成長 3.1% 低於上季的 6.2%；服務業成長 3.5%，亦低於上一季 4.9%，其中，金融、資訊通信技術和專業服務業(4.4%)、住宿和房地產業(4.1%)產出保持穩健。

9 月消費者物價指數(CPI)年增率自 4 年低點小幅回升至 0.7%、核心 CPI 升至 0.4%，其中交通及教育價格上揚，但家庭耐用品、娛樂類、雜項服務類通縮減緩，國內通膨溫和。

9 月非石油國內出口(NODX)年增 6.9%，擺脫上月萎縮 11.5% 的陰霾，其中電子品出口大增 30.4%，非電子產品出口增幅亦自上月 -13.3% 反彈至 0.4%；非石油轉口貿易(NORX)持續成長 21.2%。主要出口地區以香港(56.3%)、台灣(31.9%)、泰國(24.0%) 成長居前，惟受美國新實施的關稅影響，對美國的出口衰退 9.9%。

IMF 最新經濟展望報告，受關稅提前出口效應帶動，新加坡 2025 年經濟成長率為 2.2%，2026 年將放緩至 1.8%。

(三) 印尼—印尼央行維持基準利率 4.75% 不變，對經濟展望樂觀

8 月出口(值)年增 5.78%，創 4 月以來最慢增速，對美出口僅成長 2.96%，但對中國(12%)及印度(8%)出口則顯著成長；8 月進口(值)進一步萎縮 6.56%(194.7 億美元)，為 1 年多來最大降幅，反映印尼盾貶值、購買力下降以及近期全國性抗議活動的影響。

印尼央行(BI) 10 月政策會議意外維持基準利率於 4.75% 不變，仍處於 2022 年 10 月以來最低水準。本次決定主要反映近期經濟前景良好(第二季 GDP 年增 5.12%)、國內通膨及印尼盾匯率穩定，使其得以評估之前寬鬆政策和正在進行財政刺激措施對經濟的影響。該行對國內經濟的預期更為樂觀，預估 2025 年 GDP 成長率將超過 4.6%-5.4% 預測區間的中點，並預計 2026 年 GDP 將更加強勁，2025-2026 年通膨率則將維持在 2.5%±1% 的目標區間內。未來降息將取決於經濟成長、通膨和外匯穩定，並將寬鬆貨幣政策傳導的「有效性」納入考量。

印尼政府透過放寬財政及貨幣政策，以提振基層經濟，同時遵守 3% 的赤字上限，避免資本外流影響。IMF 最新經濟展望報

告，預計 2025 年和 2026 年的經濟成長年增率為 4.9%。

(四)泰國—美國與泰國簽署貿易框架協議及關鍵礦產合作備忘錄

得益於關稅政策更加明朗，9 月出口額達 309.7 億美元、年增率大增 19%，創 2022 年 3 月以來最快增速，對美國、東協國家、歐盟出口呈雙位數成長。9 月進口額年增 17.2%，係受政府刺激消費措施提振國內需求所帶動。2025 年 1-9 月，出口額和進口額分別成長 13.9%和 11.9%，貿易逆差收窄至 4.3 億美元。

泰國央行 10 月政策會議將基準利率維持在 1.5%不變。2025 年第二季度泰國 GDP 僅年增 2.8%，為一年來最低增速，且 9 月 CPI 通膨年減 0.72%，連續第六個月陷入通貨緊縮，遠低於央行 1%-3%的目標區間，在外部不確定性及內需疲軟下，泰國央行重申其寬鬆立場，並表示準備根據不斷變化的經濟和通膨狀況調整政策。央行預估 2025、2026 年 GDP 將分別成長 2.2%、1.6%；預測 2025 年整體 CPI 通膨率為 0%、2026 年為 0.5%，2027 年初將逐步回歸央行 1%-3%的目標區間。

美國總統川普於參加第 47 屆東協峰會期間，見證泰國與柬埔寨簽署《吉隆坡和平協議》，兩國同意結束長期邊境衝突，泰國釋放 18 名柬埔寨俘虜，雙方撤除重型武器、進行地雷清除，建立觀察機制，確認共同致力於和平與安全。

美國和泰國簽署「對等貿易框架協定」，涵蓋供應鏈韌性、出口控制、投資安全、關稅逃避等，確認對泰國貨物進口關稅維持 19%，泰國承諾取消約 99%商品的關稅壁壘，承諾購買美國農產品（如飼料玉米與大豆）、美國飛機、能源商品。兩國也簽署「合作實現全球關鍵礦物供應鏈多元化與促進投資諒解備忘錄」將在關鍵礦物(如稀土、鋰、鈷等) 探勘、開採、加工、製造、回收利用等域合作。

(五)菲律賓—通膨前景溫和，菲律賓央行 10 月會議降息 1 碼至 4.75%

9 月出口(額)年增 15.9%(73 億美元)，主要得益於電子產品、其他礦產品及機械和運輸設備出口大幅成長，另因全球避險需求強勁，黃金出口暴增 1 倍，對美國出口僅成長 2.3%，但仍為最大出口市場；9 月進口(額)年增 2.1%(116 億美元)，主要由電子產品、運輸設備及工業機械和設備進口所帶動，中國為最大的進口來源

國(占總進口 28.6%)、年增 15.9%。

菲律賓央行 10 月會議意外降息 1 碼至 4.75%，央行表示，9 月 CPI 通膨率僅 1.7%，通膨前景溫和，物價成長遠低於官方目標區間，通膨預期依然穩固，然而，潛在的電價調整和大米進口關稅上調可能會增加價格上行壓力。同時，外部環境持續存在的不確定性，以及對政府治理和公共基礎設施項目實施的擔憂導致商業信心低迷，因此採取降息以刺激經濟。

(六)馬來西亞—2025 年第三季 GDP 達 5.2%，與美國簽署貿易及礦產協議

2025 年第三季經濟成長率年增 5.2%，高於上季的 4.4%，創一年來的最快成長速度。其中，採礦&採石業產出在上季收縮 5.2%後反彈成長 10.9%；製造業產出成長 4%，主要由電氣和光學產品、食品加工、及金屬製品帶動；建築業及服務業分別成長 11.2%及 5.1%保持穩定；惟農業因棕櫚油與橡膠產出下滑僅成長 0.4%。

9 月 CPI 年增率小幅上升至 1.5%，核心 CPI 年增 2.1%，主要因食品、住房及醫療成本加速上揚，另教育、餐飲及金融服務&雜項價格維持 3~5%漲幅，通膨仍溫和穩定。

9 月出口(額)年增 12.2%(1,387 億馬幣)，為五個月來最快增幅，製成品、電氣和電子產品出口成長逾 1 成，農產品、礦產品出口分別成長 6.5%、4.3%，對美國、新加坡出口呈雙位數成長。9 月進口(額)年增 7.3%(1,188.2 億馬幣)，資本貨物和消費品分別成長 9.3%、5.1%，自中國進口大增 46.6%，但自美國、韓國進口分別減少 19.2%、10.8%。

美國總統川普於吉隆坡參加第 47 屆東協峰會，雙邊關係提升至「全面戰略夥伴關係」，並與馬來西亞簽署「對等貿易協定」，美國對馬國貨物進口關稅維持 19%，同時將降低馬國 1,711 項貨品的關稅(包括棕櫚油、橡膠、藥品等)，兩國將強化半導體、航太、關鍵礦物、數位貿易與科技領域等高附加價值產業的合作。兩國也簽署「合作實現全球關鍵礦物供應鏈多元化與促進投資諒解備忘錄」，馬國承諾不禁止或設置出口配額，向美國出口關鍵礦產或稀土元素，但聲明未明確區分原料或加工稀土。摩根預估馬來西亞的有效關稅稅率從 12.3%降至約 10%，GDP 提高 0.28 個百

分點。

(七)越南—2025 年前三季 GDP 達 7.85%，美越簽署貿易框架協議

2025 年第三季 GDP 年增 8.23%，高於第二季上修後的 8.19%，並創 2022 年第三季以來最快增速。其中，消費年增 7.79%，固定投資成長 8.97%，貿易仍保持韌性，商品出口、進口分別成長 18.4% 和 20.2%。工業和建築業進一步成長 9.46%、服務業和農業分別成長 8.56%、3.74%。今年前三季 GDP 成長 7.85%，創 2011 年以來的最高成長速度。

美國與越南簽署「對等貿易框架協定」，美國對越南進口貨物關稅維持 20%，越南將為幾乎所有美國工業和農業產品提供優惠市場准入，並且同意接受按照美國車輛安全和排放標準製造的車輛進入越南市場，兩國在供應鏈韌性、智慧財產權及出口管制領域展開協作，防止逃稅與不公平貿易行為。

展望未來，隨關稅提前出口效應結束、美中貿易衝突的外溢效應，外貿不確定性仍高下，IMF 最新經濟展望報告，預計 2025 年經濟成長仍可達 6.5%，但 2026 年將放緩至 5.6%。