

國際經濟金融月報

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一一四年十一月

目錄

一、美國	2
(一) 預估第三季 GDP 仍強勁，但政府停擺抑制後續動能	2
(二) 扣除能源價格波動外，美國生產端通膨上行壓力有降溫的跡象.....	5
(三) 市場預期 12 月聯準會降息 1 碼.....	7
(四) 美元貶值力道增強.....	8
二、歐洲	8
(一) 歐元區—工業部門持續疲弱，有賴服務業部門支持經濟表現.....	8
(二) 英國—通膨加速下滑，12 月降息機率大增.....	10
三、中國	12
(一) 10 月受到假期因素影響，各項數據皆疲弱	12
(二) 通縮壓力料將緩慢改善.....	14
(三) 政府料將加速推進財政支出	14
(四) 近一個月人民幣持續升值.....	15
四、日本	16
(一) PMI 顯示生產動能回升，第四季 GDP 有望復甦.....	16
(二) 通膨壓力仍大，預計日銀將逐步升息.....	17
(三) 預期日圓仍將偏弱	18
五、澳洲-預計澳洲央行下次利率決策維持在 3.6%不變	18
六、印度及東南亞	19
(一) 印度—2025 年第三季 GDP 年增率達 8.2%	19
(二) 新加坡—2025 年第三季 GDP 年增率上修至 4.2%	20
(三) 印尼—2025 年第三季 GDP 成長 5.04%，央行維持利率不變	21
(四) 泰國—2025 年第三季 GDP 僅 1.2%，創 4 年來最慢增速	21
(五) 菲律賓—2025 年第三季 GDP 年增 4.4%，創 4 年半來最低增速	22
(六) 馬來西亞—10 月出口創歷史新高，央行維持利率不變	23
(七) 越南—1-10 月進出口均呈雙位數成長	23

一、美國

(一)預估第三季 GDP 仍強勁，但政府停擺抑制後續動能

1. 經濟成長方面-亞特蘭大聯邦儲備銀行預估美國第三季經濟成長仍強勁

亞特蘭大聯邦儲備銀行 2025/11/26 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 2.16%，私人部門投資貢獻從上季的 -2.66% 上揚至 0.61%，政府消費與支出貢獻從上季的 -0.01% 擴大至 0.29%，而淨出口對經濟成長的貢獻則從上季的 4.83% 下降至 0.80%。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-9 月非農報告指示，勞動力市場整體態勢仍不明朗

美國 2025 年 9 月非農就業新增人數為 11.9 萬人，高於上月的 -4,000 人及市場預期的 5.0 萬人，其中民間部門共增加 9.7 萬個就業，政府部門則成長 2.2 萬個就業。勞動參與率與失業率方面，9 月勞動參與率為 62.4%，高於上月的 62.3%；失業率為 4.4%，高於上月及市場預期的 4.3%。工作時數及薪資方面，9 月民間企業平均每週工作時數為 34.2 小時，與上月持平；另 9 月勞工平均時薪年增 3.8%，與上月持平，但高於市場預期的 3.7%；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，美國 9 月非農新增就業人數高於市場預期，但失業率同步升至 2021 年 10 月以來最高水準，勞動力市場整體態勢仍不明朗。

3. 生產方面-製造業及服務業景氣呈現兩極化

2025 年 10 月美國 ISM 製造業指數(PMI)由 49.1 降至 48.7，並低於市場預期的 49.5，其中新訂單指數從上月的 48.9 增加至 49.4；生產指數由上月的 51.0 降至 48.2；雇傭指數自上月的 45.3 提高至 46.0；存貨指數由上月的 47.7 縮減至 45.8；另衡量原物料支付的價格指數，自上月的 61.9 下降至 58.0。調查數據顯示，美國 ISM 製造業指數連續第八個月陷入萎縮，反映企業在需求疲弱、供應鏈重整與關稅不確定性下持續承壓。

2025 年 10 月 ISM 服務業指數從 50.0 增加至 52.4，並高於市場預期的 50.8。其中商業活動從上月的 49.9 上升至 54.3；新訂單指數從上月的 50.4 驟增至 56.2；雇傭指數自上月的 47.2 增加至 48.2；物價指數由 69.4 回升至 70.0；另存貨指數自上月的 47.8 擴張至 49.5。調查數據顯示，10 月 ISM 服務業指數上升至近八個月以來最高水平，雖新訂單反彈，惟就業仍表現疲軟，反映關稅帶來經濟不確定性的影響。

根據全國獨立企業聯合會(NFIB)調查，美國 10 月 NFIB 中小型企業信心指數由上月的 98.8 下滑至 98.2，創 6 個月新低，並低於市場預期的 98.3，而不確定性指數較前月下降 12 至 88.0，創今年以來新低。調查顯示：(1)10 個細項中，5 項下滑、4 項上升、1 項持平，其中降幅較大的項目包括獲利趨勢(-16% 降至 -25%)、預期經濟改善(23% 降至 20%)及計畫增加庫存(1% 降至 -2%)，而漲幅較大的項目則包括預期信用條件(-7% 上升至 -3%)及庫存(-7% 上升至 -4%)；(2)勞動力市場方面，目前有無法填補職缺的企業比重為 32%，連續兩個月維持在 2020 年底以來低位，另計畫在未來三個月新增職缺的企業比重為 15%，較上月下降 1 個百分點，為 5 月以來首次下滑，反映勞動力市場不佳；(3)物價方面，受需求放緩及成本調整的影響，已提高平均售價的企業比例較上月下降 3 個百分點至 21%，但仍高於長期平均的 13%；計畫於未來三個月提高售價者較前月減少 1 個百分點至 30%，顯示通膨壓力雖有趨緩跡象，仍處相對高位。

2025 年 9 月美國製造業耐久財訂單為 3,137 億美元，較上月增加 15 億美元(0.5%)，低於上月的 3.0%，但符合市場預期。其中運輸設備訂單達到 1,107 億美元，較上月成長 4 億美元(0.4%)，為本月訂單上升的主要項目。出貨方面，9 月耐久財出貨為 3,077 億美元，較上月成長 2 億美元(0.1%)，高於上月的 -0.1%。其中機械設備出貨為 394 億美元，較上月提高 6 億美元(1.4%)，為本月出貨上升的主要項目。存貨方面，9 月耐久財製成品庫存為 5,898 億美元，較上月減少 6 億美元(-0.1%)，與上月持平。商務部數據顯示，9 月美國耐久財訂單月增 0.5%，符合市場預期，惟相較於上月 3.0% 增幅，成長動能明顯放緩，反映對高價商品的需求增速降溫，預示著企業及消費者對未來前景不確定性與擔憂加劇。

4. 消費方面-9月零售銷售額月增0.2%，低於上月及市場預期，反映消費者在連續數月強勁支出後逐步轉趨保守

2025年9月美國零售銷售金額為7,333億美元，月增0.2%(低於上月的0.6%及市場預期的0.4%)，年增4.3%。其中月增幅最大的行業是綜合型商店(Miscellaneous store retailers)，月增2.9%，其次是加油站(Gasoline stations)，月增2.0%，再者為健康和美容護理商店(Health & personal care stores)，月增1.1%；另月減幅最大的行業為體育用品、模型玩具、樂器、書店(Sporting goods, hobby, musical instrument & book stores)，月減2.5%，其次是服飾與配件店(Clothing & clothing accessories stores)及非實體店零售商(Non-store retailers)，月減均為0.7%。商務部資料顯示，9月零售銷售額月增0.2%，低於上月數據及市場預期，其中體育玩具用品、服飾、線上購物、汽車與零件商品及電子與家電商品的銷售額均下降，說明消費者在連續數月強勁支出後逐步轉趨保守。

2025年8月美國企業銷售額(合計零售商、批發商及製造商出貨量)為1兆9,509億美元，月增0.2%，年增4.4%；另當月企業商業庫存(合計零售商、批發商及製造商庫存)為2兆6,637億美元，月增0.0%(低於上月的0.1%，但符合市場預期)，年增1.1%。8月美國整體商業庫存對銷貨金額比為1.37，與上月持平，但低於上年同期的1.41。商務部資料顯示，由於食品飲料、建築材料與園藝用品庫存增加抵銷汽車與零組件、家俱用品庫存減少，美國8月份企業庫存與上月持平，其中零售商庫存因節期銷售強勁而下降，而批發商及製造商庫存則保持穩定。

密西根大學公布，2025年11月美國消費者信心指數終值從上月的53.6減少至51.0，月減4.9%，年減29.0%；另衡量當前經濟狀況的經濟現況指數從上月的58.6縮減至51.1，月減12.8%，年減20.0%；而評估短期預期的消費者期望指數從50.3上升至51.0，月增1.4%，年減33.7%。備受矚目的通膨預期方面，未來1年通膨預期由上月的4.6%略減至4.5%；另長期通膨預期則由上月的3.9%下降至3.4%。密西根大學公布調查顯示，由於消費者對高物價及收入減少感到不滿，11月密西根大學消費者信心指數持續下滑。惟聯邦政府停擺結束後，信心指數有略為回升的跡象。

5. 國際貿易及政府預算方面-美國參議院及眾議院通過臨時撥款法案，結束聯邦政府的停擺

11月10日美國參議院以60票對40票的票數，通過臨時撥款法案以結束聯邦政府的停擺，並將其送交眾議院，而眾議院於11月12日以222比209的投票結果通過該法案，終結史上最長43天的政府關門。該法案為農業部和食品藥品監督管理局、退伍軍人事務部和軍事建設項目以及國會運作提供全年資金，其餘大部分政府機關獲得運作資金直至2026年1月30日，而導致關門的核心爭議「平價醫療法案」(Affordable Care Act，簡稱ACA)補助延長問題則仍未化解。

2025年8月美國商品及服務貿易逆差為596億美元，較上月收窄186億美元(-23.8%)，其中出口金額為2,808億美元，較上月增加2億美元(0.1%)，進口金額為3,404億美元，較上月衰退184(-5.1%)。就貿易細項區分，8月商品貿易逆差為856億美元，較上月縮減181億美元(-17.5%)；服務貿易順差為261億美元，較上月擴大5億美元(2.0%)。商務部資料顯示，受對等關稅正式上路的影響，美國8月貿易逆差大幅收窄，創下今年以來最大單月縮窄幅度，主要是進口廠商為避免關稅衝擊已提前備貨，導致當月進口金額大幅縮減。

6. 住房方面-房貸利率下滑，美國二手屋銷售量回升

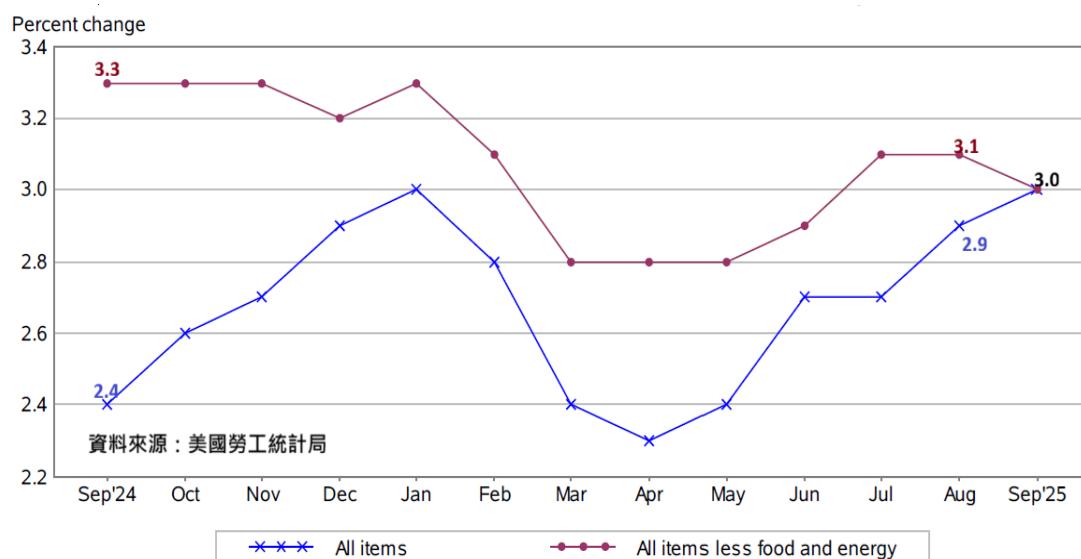
2025年10月美國成屋(二手屋)銷售經季節性調整年化總數為410萬套(高於市場預期的408萬套)，較上月增加1.2%，並較上年同期成長1.7%。房價方面，10月整體成屋售價中位數為41.52萬美元，年增2.1%，連續第28個月年增率為正。在成屋庫存方面，10月底未售出的成屋庫存為152萬套，較上月減少0.7%，但較上年同期(137萬套)上漲10.9%。按當前月度銷售速度計算，相當於4.4個月的供應量，低於上月的4.5%，但高於上年同期4.1個月的供應量。NAR資料顯示，儘管政府停擺，但購房者趁抵押貸款利率下滑而買屋及換屋，致美國10月房屋銷售有所成長。

(二)扣除能源價格波動外，美國生產端通膨上行壓力有降溫的跡象

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

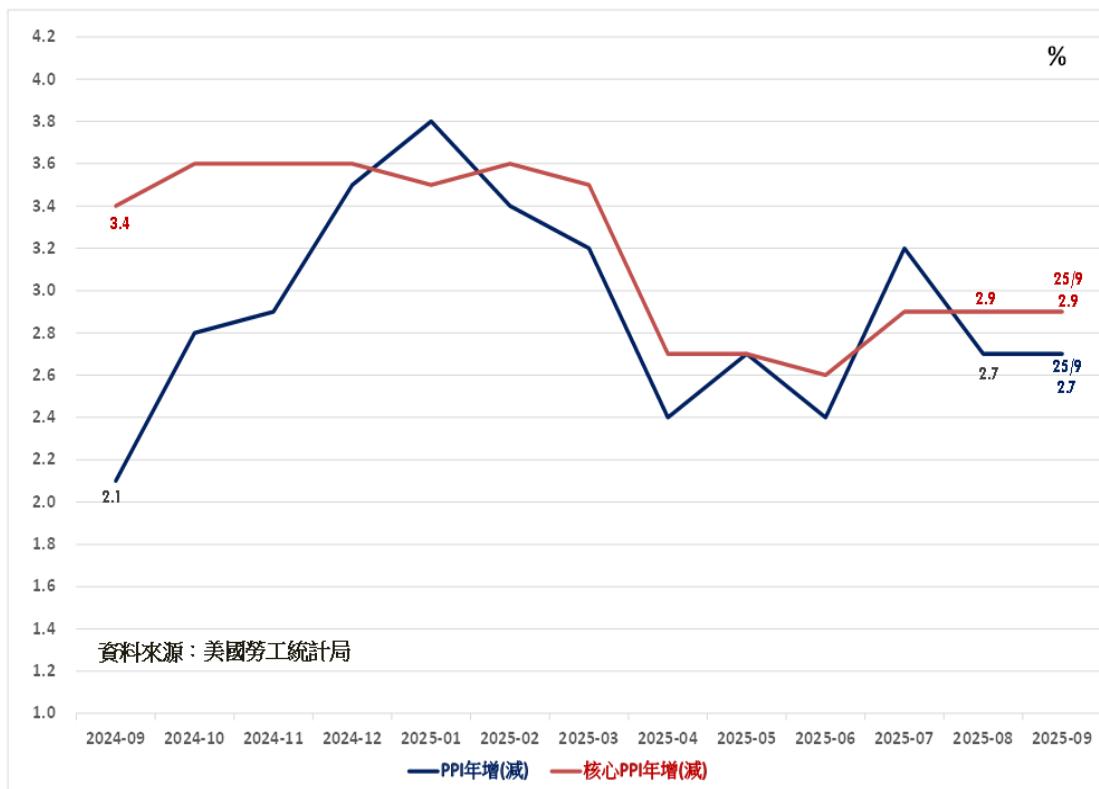
項目的核心 CPI 年增 3.0%，低於上月及市場預期的 3.1%。按月觀察，9 月 CPI 增加 0.3%，低於上月及市場預期的 0.4%；核心 CPI 成長 0.2%，低於上月及市場預期的 0.3%。勞工統計局數據顯示，儘管汽油價格飆升，但被二手車及住房價格下降所抵銷，美國 9 月消費者物價漲幅低於市場預期，提升 12 月再降息 1 碼的預期。

圖一 近一年美國 CPI 及核心 CPI 變動情形



2025 年 9 月美國生產者物價指數(PPI)年增 2.7%，與上月持平並符合市場預期；剔除波動較大的食品、能源及商務服務後的核心 PPI 年增 2.9%，與上月持平。按月觀察，9 月 PPI 月增 0.3%(其中商品價格增加 0.9%，服務價格增加 0.0%)，高於上月的-0.1%，但符合市場預期；核心 PPI 月增 0.1%，低於上月的 0.3%。勞工統計局數據顯示，儘管 9 月 PPI 受能源價格上漲推動而出現反彈，但核心 PPI 却低於預期，反映扣除能源價格波動外，美國生產端通膨上行壓力有降溫的跡象。

圖二 近一年美國 PPI 及核心 PPI 變動情形



(三)市場預期 12 月聯準會降息 1 碼

2025 年 10 月 FOMC 會議紀要重點如下：(1)儘管委員會最終以 10 比 2 通過降息 1 碼至 3.75%-4.00%，但決策官員在降息議題上嚴重分歧，多數委員認為今年底前無需再降息；(2)勞動力市場、通膨及其他指標在政府關門期間未予發布，決策複雜度因缺乏政府數據而增加，如同在霧中開車；(3)幾乎所有委員均認為 12 月停止縮表是合適的，未來將到期債券改為購買短期國債，而非像先前一樣買回相同年期債券，藉此縮短整體投資組合的存續期間。

芝加哥交易所 FedWatch 2025/11/30 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：%

Meeting Date	CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities								
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2025/12/10				0.00	0.00	0.00	0.00	87.40	12.60
2026/1/28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	23.20	67.50	9.20
2026/3/18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.70	37.90	48.20	6.20
2026/4/29	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00	15.50	40.60	37.30	4.60
2026/6/17	0.00	0.00	0.00	1.80	14.40	38.50	37.60	7.30	0.40
2026/7/29	0.00	0.00	0.10	2.60	15.90	38.40	35.70	6.90	0.40
2026/9/16	0.00	0.10	1.60	10.50	29.30	36.80	18.50	3.00	0.10
2026/10/28	0.00	0.10	2.00	11.40	29.70	36.00	17.80	2.90	0.10
2026/12/9	0.00	0.60	4.20	15.60	31.10	31.80	14.40	2.20	0.10
2027/1/27	0.10	0.80	5.00	16.70	31.20	30.60	13.50	2.10	0.10
2027/3/17	0.10	1.00	5.40	17.20	31.10	29.90	13.10	2.00	0.10
2027/4/28	0.10	1.10	5.70	17.50	31.10	29.60	12.90	2.00	0.10
2027/6/9	0.10	0.90	4.90	15.60	28.90	29.80	15.50	3.70	0.40
2027/7/28	0.10	0.90	4.90	15.60	28.90	29.80	15.50	3.70	0.40
2027/9/15	0.10	0.90	4.90	15.50	28.80	29.80	15.70	3.80	0.40
2027/10/27	0.10	0.80	4.50	14.60	27.60	29.70	17.00	4.90	0.70

資料來源：芝加哥商品交易所 FedWatch, 2025/11/30。

(四) 美元貶值力道增強

受聯準會鷹派言論的影響，12月FOMC降息機率一度降至低於50%，加上日圓持續走弱，美元指數從10月底的99.8震盪走升至11月21日的100.39，隨著更多鴿派委員發表支持利率下降的看法，11月底下降至99.44。

12月聯準會降息機率提高，加上日本央行更多委員認為「政策利率正常化的條件已經接近滿足」，市場預期日銀最快可能在12月調高利率，將形成美元走勢的下行壓力。

二、歐洲

(一) 歐元區—工業部門持續疲弱，有賴服務業部門支持經濟表現

歐元區9月名目出口月增率高達4.7%，主要是藥品出口大幅增加，但在7、8月出口金額較低的影響下，第三季出口仍較第二季減少0.2%。另方面，歐元區9月工業生產月增率為0.2%，第三季工業生產僅持平於第二季水準。受到車廠歲修以及美國對愛爾蘭藥品需求變動影響，8、9月出口及工業生產表現互有起伏，但疲軟的趨勢不變，使工業部門仍持續調整庫存。此外，10月德國汽車生產數量僅35.3萬台，較9月減少3.2萬台，是以預期10

月出口及工業生產料將再度回落。

歐元區 9 月零售額月增率為-0.1%，主因汽車燃料銷售減少的影響，為連續 2 個月呈現下降。即便如此，第三季零售額仍較第二季高出 0.1%，且保持在長期平均水準之上，除燃料和食品外的商品銷售表現均佳，顯示在就業市場穩健(失業率為 6.3% 的低點)的影響下，持續支撐消費需求。有鑑於 10、11 月服務業 PMI 表現意外強勁，就業及消費信心亦在增強，是以零售額可望在第四季維持正向表現。

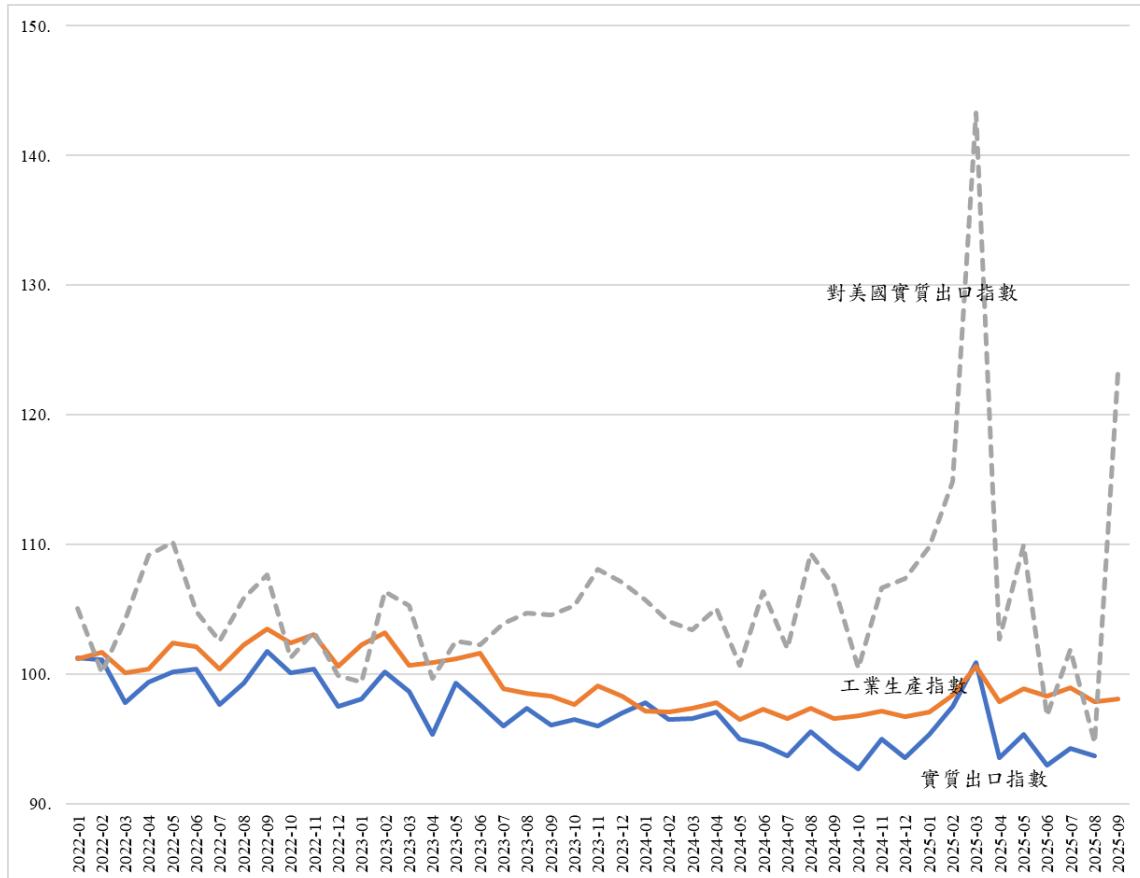
歐元區 10 月 HICP 通膨較上月下降 0.1 個百分點至 2.1%，主要是能源、食品通膨分別降 0.6、0.5 個百分點至-0.9%、2.5% 所致，核心通膨(不含食品及能源)則穩定在 2.4%。其中核心商品通膨降 0.2 個百分點至 0.6%，主要是服飾通膨下降所致；服務通膨增加 0.1 個百分點至 3.4%，為機票價格上漲影響。若觀察季節調整後數據，10 月核心通膨月增率加速為 0.24%，換算年率近 2.9%，主要是服務通膨的黏性較預期略為強勁(10 月服務通膨月增率換算年率高達 4.9%)。儘管通膨黏性較強，但今年以來薪資成長率自第一季的 4.7% 漸降至第四季的 1.8%，2026 年薪資成長率則預估介於 1.8%~2.2% 之間，故雖近期通膨走勢可能略強於歐洲央行預期，使央行傾向維持現行政策利率不變，惟未來服務通膨可望隨薪資成長降溫，帶動整體通膨逐步回落。

歐元區 11 月綜合 PMI 指數略降 0.1 點至 52.4，其中製造業 PMI 降 0.3 點至 49.7，為近 5 個月新低，受到全球貿易降溫影響，製造業接單狀況回落並持續去化庫存，惟因各國國防支出料將在 2026 年起增加，製造業對於展望信心略有回升。服務業 PMI 則增 0.1 點至 53.1，主要受惠於穩定的就業持續提供消費動能，此外，歐元區消費者信心指數亦穩定在-14.2。

展望未來，基於歐元區勞動市場在各國政府補貼支持下尚能維持穩固，且隨通膨降溫，購買力可望逐步改善，進而保持消費內需的韌性，為經濟成長提供動能。另方面，全球貿易活動降溫，加上中國內需成長緩慢，皆將繼續不利於歐元區工業生產，惟歐元區各國仍採取相對寬鬆的財政措施，且國防支出料將持續提升，有助於彌補部分出口衰退造成的需求缺口。

近一個月 EUR/USD 於 1.15~1.16 窄幅波動，主要是美國聯準會市場降息預期波動所致。由於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)英國一通膨加速下滑，12月降息機率大增

第三季 GDP 季增率為 0.1%，較上季放慢 0.2 個百分點，其中民間消費、政府消費、公私部門投資總額分別成長 0.2%、0.3%、1.8%，部分係因去年提出的秋季預算案對公共支出大幅增加的影響，惟全球貿易活動降溫及投資信心疲軟，商業投資及出口分別萎縮 0.3%、0.1%。觀察月度表現，9 月 GDP 月減 0.1%，主因是捷豹路虎遭遇網路攻擊而全面停工，使汽車產出大幅下降，惟隨車廠復工，製造業可望於 10 月出現反彈走勢；另外，儘管就業市場疲乏，但 9 月消費表現仍意外活絡，加上旅遊入境人次持續增加，使服務業月增率為 0.2%，然因今年發布的春季預算偏向

緊縮，預期未來幾個月政府支出對經濟的支持力度將會減弱。

在勞動市場方面，9月失業率(3個月移動平均值)上升0.2個百分點為5%，就業率連3個月下降至75%，勞動不活躍率維持21%，職缺數穩定在72.3萬個。該月勞動供給持平，但民間部門職缺需求較低，且裁員現象擴大，使失業攀升。另外，該月經常性薪資年增率降0.1個百分點為4.6%，為連續6個月下滑，反映勞動需求持續減少，使薪資成長率續向下行。

10月CPI通膨下降0.2個百分點至3.6%，核心通膨(不含食品及能源)則降0.1個百分點至3.4%，商品、服務通膨分別降0.3、0.2個百分點至2.6%、4.5%。該月旅宿、運輸價格回落，反映逐漸脫離旅遊旺季，加上薪資成長放緩的趨勢影響，使服務通膨逐步回落；商品通膨則主要受到娛樂用品價格趨緩的影響。基於勞動市場疲軟，預期年底前服務通膨仍將持續下降，並帶動整體通膨續向下行。

11月綜合PMI降1.7點至50.5，其中服務業PMI降1.8點至50.5，製造業PMI則回升0.5點至50.2。服務業擴張速度為近7個月最弱，主因企業擔憂秋季預算可能會加稅(PMI調查期間尚未發布秋季預算)，投資決策審慎，加上失業攀升削弱消費者信心所致；製造業則是受惠於外銷訂單趨穩，加上國內訂單小有成長，使製造業PMI為近12個月以來首度回到50以上的榮枯線。值得注意的是，雖然10月就業指數升破50，但11月又大幅跌回深度萎縮的水準，且產出物價指數降至近5年以來最低，顯示勞動市場未能反轉疲軟局面，且潛在的通膨壓力仍持續降溫。

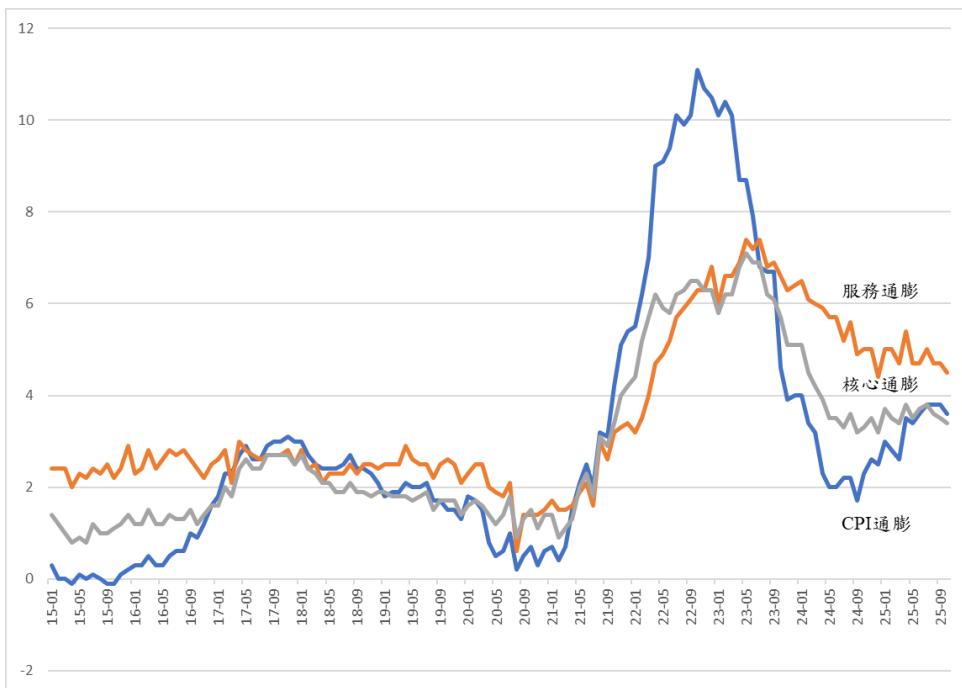
英格蘭銀行於11月6日決議維持政策利率於4%不變，雖該行仍傾向持續觀望通膨及就業市場的趨勢，但本次特別聲明若通膨下降趨勢獲得確認，政策利率將會下調，被認為是釋出鴿派訊號。此外，因11月下旬所公布的通膨、PMI等數據皆進一步確認勞動市場及通膨的下降趨勢，是以12月18日降息一碼的機率大幅增加。

11月26日公布的秋季預算中，增稅計畫包含凍結所得稅級距調整(所得稅級距不隨通膨調整，納稅人若所得增加容易被推入更高納稅級距)、提高博弈稅、對薪資犧牲式退休金收取國民保

費，提高利息、股息所得稅率等措施，預計至 2029／30 財年將增加 260 億英鎊的稅收。值得注意的是，雖然媒體大多推斷英國財政缺口高達 200 億英鎊，但由於預算責任辦公室評估稅收可望較原先預期高出 100 億英鎊，加上秋季預算調高財政緩衝空間(在不違反財政規範之前提下，政府可以超支預算的空間)118 億英鎊至 220 億英鎊，使得財政缺口沒有需要立即填補的必要性，故此次秋季預算的增稅措施大多計畫在 2 年後才生效，暫時不會對經濟造成太大影響。

近一個月 GBP/USD 自 1.31 震盪回升至 1.32 以上，反映英國政府並未如期大幅收緊財政，緩解市場對英國景氣過度悲觀的看法，但一方面市場降息預期增加則限制英鎊上行。展望未來，若英國景氣表現不如預期，恐將加劇財政惡化程度，加上全球貿易活動降溫，皆使英國持續面臨財政與經常帳雙赤字惡化的可能性，短期內皆為英鎊構成阻力因素。

圖四 英國通膨走勢



資料來源：ONS，徵信處整理。

三、中國

(一) 10 月受到假期因素影響，各項數據皆疲弱

10 月商品出口月減 3.9%(年減 1.1%)，雖美中貿易緊張情勢升

溫，刺激美國囤積庫存需求，該月對美出口月增 3.1%，但受到中秋及雙十連假影響，其餘主要貿易對象出口皆下降。另外，10 月工業生產年增率較 9 月下降 1.6 個百分點至 4.9%，累計前 10 個月工業生產年增率為 6.1%，成長(率)集中於計算機、通信和其他電子設備製造業(10.6%)、有色金屬冶鍊加工(7.3%)、電器機械和器材製造業(10.4%)、汽車製造業(11.8%)、鐵路船舶及航空航天等運輸設備製造業(11.4%)等，反映高科技及航空航太產業受到政策性支持，其他產業則受到「反內捲」的去產能政策影響而相對疲軟。

在工業部門營收獲利方面，10 月工業部門營業收入、獲利年增率分別較 9 月下滑 5.8、31.4 個百分點至 -2.6%、-9.8%。若以累計表現而言，1-10 月工業部門營收成長率為 1.9%，遜於工業生產年增率的原因是生產者價格下降，反映在需求疲軟情境下，去產能政策仍無法有效提升工業部門產品售價，加上能源需求降低，使煤炭等礦產價格持續走弱。面臨售價下跌壓力，工業部門前 10 個月的利潤僅較去年同期增加 1.8%。

10 月固定資產投資年增率為 -17%，較 9 月下降 9.9 個百分點，其中工業部門、服務部門投資年減幅分別擴大 4.6、2.8 個百分點至 -4.1%、-11.5%；除假期因素外，亦受去產能政策持續進行以及內需疲軟所拖累。另外，該月房地產開發投資年增率大幅下滑 6.8 個百分點至 -19.3%，且 70 個城市新成屋價格月減 0.5%，創近一年最大單月跌幅，與上年同期相比則是下跌 2.2%；一線城市新成屋價格月減 0.3%，除上海新成屋上漲 0.3% 外，北京、廣州、深圳分別下跌 0.1%、0.8% 和 0.7%；70 個城市二手住宅價格則是月減 0.7%。儘管政府自今年 8 月起陸續放寬一線城市限購令，但政策力道顯然不足以提振需求，且房市庫存仍居高不下，使得 10 月房地產指數再度下降 0.34 點至 92.4。

10 月零售額年增率較上月下降 0.1 個百分點至 2.9%，為連續 5 個月放緩，主因今年下半年以舊換新等消費補貼政策力道不如去年同期，使得商品零售額年增率較上月下降 0.5 個百分點至 2.8%，其中汽車銷售年減 6.7%，創近一年最大跌幅；惟因今年 10 月連假較長的影響，餐飲零售年增率大幅增加 2.9 個百分點至 3.8% 則為支持因素。

中國官方 11 月製造業 PMI 回升 0.2 點至 49.2，但仍不足以彌補 10 月 0.8 點的跌幅；其中新訂單指數、生產指數分別回升 0.4、0.3 點至 49.2、50。在連假因素消除後，製造業生產的反彈力度有限，部分因對美國出口需求已有提前實現的影響，加上內需依然疲軟的影響。另外，11 月非製造業 PMI 下跌 0.6 點至 49.5，主因連假效果消退，服務業活動指數降 0.7 點至 49.5，惟在財政支出擴張的支持下，營建業活動指數回升 0.5 點至 49.6，為近 4 個月以來最高水準。

展望未來，由於全球貿易活動減弱，且國內投資降幅仍大，將持續拖累就業，使內需復甦乏力，2026 年經濟前景依然較為黯淡，經濟有賴於政府提供財政支持以及貨幣測刺激，近期措施如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，預期人行在明年 3 月前可能會宣布降息降準，並進一步推出住房支持措施。

(二)通縮壓力料將緩慢改善

10 月 CPI 通膨增加 0.5 個百分點至 0.2%，其中食品通膨為 -1.6%，但服飾、生活用品及服務、其他用品及服務通膨分別達 1.7%、1.9%、12.8%，除因連假旅遊熱潮帶動旅宿、交通等價格上漲外，加上黃金類飾品價格上漲推動所致。另外，PPI 通膨增加 0.2 個百分點至 -2.1%，主要受到國際原物料價格回升及持續去化過剩產能政策影響。整體而言，因內需力道不足，PPI 通縮壓力仍在，故除季節性因素以及金價上漲影響外，商品及服務 CPI 通膨漲幅仍偏疲軟，短期內 CPI 通膨料將維持在低檔徘徊。

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)政府料將加速推進財政支出

10 月財政收入年增率較 9 月增加 1.4 個百分點至 3.5%，主要為增值稅、消費稅等稅收收入成長，抵銷非稅收收入減少的影響，使得今年前 10 個月財政收入達 186,490 億人民幣，年增率提升為 0.8%。另外，10 月財政支出年增率較 9 月大幅減少 11 個

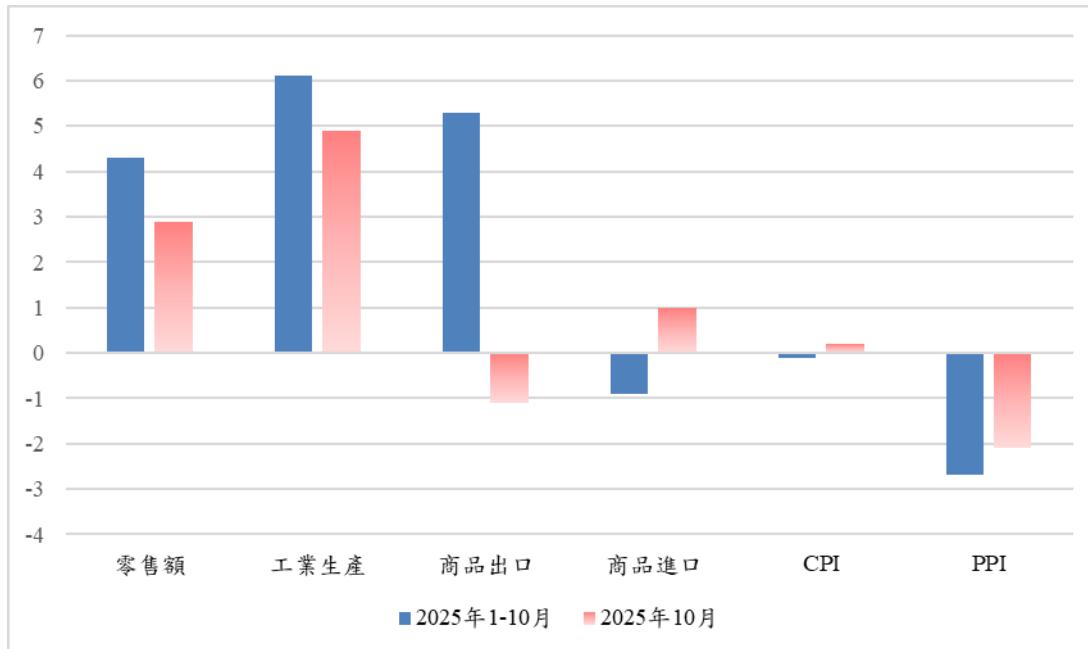
百分點至-7.9%，為今年首次減少，基礎建設、民生支出均較去年同期大減，部分受到連假較長的影響，使得今年前 10 個月財政支出為 225,825 億人民幣，年增率僅為 2%。依 2025 年財政收入目標 219,850 億人民幣、財政支出目標 297,005 億人民幣估計，前十個月財政收支目標分別達 84.8%、76%，支出進度略為落後，赤字目標達成率僅 51%，是以預期 11、12 月政府將加速開支，加上政府先前宣布的 5,000 億人民幣地方政府債券額度持續進行，有助於提振經濟表現。

另外，雖 9 月消費貸款貼息政策推出後短暫刺激貸款需求上揚，然而政策效果並未延續，10 月居民貸款較 9 月減少 3,634 億人民幣，凸顯需求疲弱。企業貸款則增加 3,247 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)近一個月人民幣持續升值

近一個月 USD/CNY 自 7.12 降至 7.07 附近，主因中國與美國達成貿易協議，市場風險情緒降溫，加上美國聯準會降息預期增強，以及人行持續引導中間價，試圖管理市場預期和貶值傾向。展望未來，人行強調「防止匯率超調」，並透過中間價與逆週期因子穩定市場預期，故預期人民幣匯率可望保持在 7 以上。

圖五 中國主要經濟指標年增率(%)



四、日本

(一)PMI 顯示生產動能回升，第四季 GDP 有望復甦

日本第三季 GDP 季減 0.4%，其中：(1)私人消費季增 0.1%，顯示消費者因通膨壓力而審慎消費；(2)企業設備投資季增 1%，反映勞動力短缺，企業持續增加自動化相關投資；(3)政府消費季增 0.5%；(4)淨出口季減 1.1%為主要拉低因素，反映出口受美國關稅政策影響而減少，尤以汽車出口最為顯著；(5)住宅投資大減，反映建築業新規，導致建築業勞力短缺，工程延宕越趨嚴重。

9 月核心機械訂單月增 4.2%，主要由製造業訂單月增 23.3% 所帶動，其中化學品訂單大增逾 3.8 倍；非製造業訂單(扣除波動訂單)月減 8.7%，主要係通訊服務及租賃業訂單分別月減 47.6% 及 43.9%所致。內閣府預測第四季製造業月減 0.8%，非製造業訂單月增 0.5%。

10 月出口月減 3.7%，進口月減 4.1%，其中出口減少主要係對亞洲出口下滑的影響，且對美國出口仍然低迷。從貨品來看，科技產品出口月減 4.4%，惟對中國以外的新興亞洲半導體製造設備出口，在連續三個月下滑後，強勁反彈 35.1%。此外，汽車出口月增 4.8%，以對美國出口月增 8.8%最為突出，價格與銷售同步成長，反映廠商提高價格和關稅稅率降低的影響，有望支撐汽

車出口商的未來發展。

10月工業生產月增1.4%，連續兩個月成長，雖電子產品月減6.7%，但科技產品的成長態勢仍具韌性；汽車業月增6.6%，反映美國調降日本汽車進口關稅；通訊機械月增4.2%；化學品月增2.8%。上述數據顯示，生產活動正由人工智慧相關領域擴散開來，預計第四季製造業活動將保持穩健。

11月自分銀行綜合採購經理人指數(PMI)增加0.5點至52.0，反映製造業的反彈和非製造業的穩定表現。其中製造業PMI增加0.6點至48.8，產出指數上升1.3點至49.6，連續第二個月改善，顯示在經歷相對疲軟的第三季後，生產動能有所回升，且未來產出指數大增2.2點至59.1，反映在人工智慧相關需求增加及國內需求持續復甦的背景下，市場預期庫存將得到重建。非製造業PMI維持於53.1，新訂單指數在10月下滑後，反彈0.8點至51.8；未來活動指數上升1.1點至56.1，扭轉10月的跌幅。通膨方面，製造業和非製造業的投入價格均持續上漲，惟這些成本壓力尚未完全傳導至產出價格，尤其是在非製造業，產出物價指數下降0.5點至53.7。鑑於日圓貶值和強勁的薪資成長，投入物價壓力可能會進一步加劇，從而強化通膨勢頭。

(二)通膨壓力仍大，預計日銀將逐步升息

10月全國消費者物價指數(CPI)年增3.0%，連續43個月超過日銀設定的2%目標，儘管政府實施能源補貼，惟服務價格仍具黏性。在此背景下，日銀總裁重申將逐步升息，以實現2%通膨的目標，惟日銀面臨兩難困境，一方面第三季GDP因美國關稅衝擊而走弱，另一方面，首相承諾推動經濟成長並推出一連串補貼計劃（如兒童及能源補貼）來應對高物價，但專家警告，日本的債務占GDP極高比例，加上長期擴張性政策的成效不彰，恐導致日圓進一步疲軟，進而推高物價。

圖六 日本通膨走勢圖



資料來源：日本總務省、Trading Economics。

(三)預期日圓仍將偏弱

近一個月 USD/JPY 於 154-157 震盪，主要係通膨數據持續高於 2% 目標，市場對日銀升息預期升溫，加上日本政府審查補貼與減稅，降低財政擴張疑慮，支撑日幣走勢，此外，近期美國官員釋出鴿派言論，市場對美國聯準會 12 月降息預期升高。在美日利差縮窄預期下，將削弱日圓的上行動能。

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 10 月澳洲製造業指數(PMI)終值由上月的 51.4 下降至 47.9，為今年以來製造業活動首次的萎縮，主要受需求疲弱的影響，其中新訂單受到市場需求疲軟及客戶庫存上升的影響，創十個月以來最大跌幅，導致就業人數出現八個月來首次下降以及廠商減少採購活動。另，10 月服務業指數終值由上月的 52.4 上升至 52.5，連續第 21 個月擴張，反映在新業務銷售額成長的支撐下，服務業持續擴張，亦使得服務業聘用人數有所增長。

2025 年 9 月澳洲商品貿易順差從上月 11.1 億澳元擴增至 39.4 億澳元，高於市場預期的 38.5 億澳元。其中出口金額較上月增加 7.9% 至 445.8 億澳元，主要得益於非貨幣黃金出口額激增 62.2%，達到 53.4 億澳元，而進口金額則較上月成長 1.1% 至 406.4 億澳元，創歷史新高。在貿易夥伴方面，對中國、香港、印度及印尼出口成長分別為 9.7%、72.8%、40.0% 及 29.4%。另，儘管美國加徵新的關稅，但對其出口成長仍達 24.4%。

2025 年 10 月澳洲就業人數為 1,468.3 萬人，較上月增加 4.22 萬人(0.3%)，高於市場預期的 2 萬人，並較上年同期上揚 23.3 萬人(1.6%)。其中全職就業人數增加 5.53 萬人至 1,014.2 萬，兼職就業人數減少 1.31 萬人至 454.2 萬人，勞動參與率維持在 67.0%，而失業率則從上月的 4.5% 下滑至 4.3%。數據顯示，澳洲 10 月就業數據反映出就業機會強勁增長，失業率下降，勞動力市場健康發展，大幅降低近期降息的可能性。

2025 年 10 月澳洲消費者物價指數(CPI)年增 3.8%，高於上月及市場預期的 3.6%，並高於澳洲儲備銀行 2-3% 的目標區間。澳洲物價上漲主要受住房(5.9%)、食品和非酒精飲料(3.2%)以及娛樂和文化(3.2%)等通膨率上升所帶動，其中住房通膨係受當月電價飆升 37.1% 所致。另，扣除波動性項目及旅遊費用的核心通膨率則從 3.7% 上升至 4.0%。數據顯示，由於家戶用完政府提供的電費補貼，電力成本大幅飆升，推高住房的價格，致 10 月 CPI 超乎市場預期，恐不利於澳洲央行下次降息的決策。

澳洲央行(澳洲儲備銀行)在 11 月會議上將基準利率(Cash Rate)維持在 3.6% 不變，與市場普遍預期一致，並將借貸成本維持在 2023 年 4 月以來的最低水準。央行預估短期內核心通膨率將升至 3% 以上，隨後在 2027 年回落至 2.6% 左右。儘管通膨出現短暫回升，但已從 2022 年的高峰大幅回落，預計澳洲央行 2026 年將再次降息。

匯率方面，由於澳洲通膨持續上行，短期內澳洲央行降息機率不高，而美國聯準會 12 月降息 1 碼機率提升，近期澳幣/美元上漲機率增強。

六、印度及東南亞

(一) 印度—2025 年第三季 GDP 年增率達 8.2%

2025 年第三季國內生產毛額 (GDP) 年增 8.2%，遠高於上季的 7.8%，為 1 年多來最快增速，主要得益於政府支出增加、所得稅與商品及服務稅 (GST) 減稅措施、良好的季風降雨以及通膨下滑帶動的購買力提升，提振消費信心與私人投資，消費支出自上季的 7% 加快至 7.9%、固定投資成長 7.3%、進、出口分別成長 5.6% 及 12.8%。以產業觀之，製造業成長 9.1%，金融、房地產和專業服務業成長 10.2%，建築業成長 7.2%。儘管 8 月美國對印度

課徵高額關稅，印度經濟在內需支撐下展現一定的韌性，此外，溫和的通膨給予印度央行寬鬆政策的空間，銀行信貸成長加速、商業部門資金流入增加，企業獲利改善，皆為經濟帶來正向循環。

10月印度消費者物價指數(CPI)降至0.25%，創歷史新低，連續第9個月低於印度央行4%的目標，主要因天氣改善，食品價格創史上最大降幅，此外，9月底實施的商品和服務稅(GST)稅率調整亦抑制汽車等商品價格；另在食品價格、燃料成本下降及製造業通膨放緩下，9月批發價格(WPI)年減1.21%，亦創2023年7月以來的最大跌幅。預計GST消費稅減免的影響將在未來幾個月繼續反映在通膨數據中，並提高印度央行12月降息預期。

莫迪政府推出勞動改革，自11月21日起實施四項勞動法典，涵蓋工資、勞資關係、社會保障和工人安全等領域，定期合約工將享有與正式員工相同的福利(包括薪資、獎金、休假、醫療等)；所有勞動者都將獲得最低薪資與社會保障(如公積金、僱員國家保險等)；同時，法律禁止性別歧視，以確保同工同酬。印度擁有8.25億勞動人口，但超過90%屬於非正規就業，隨勞動改革實行，正規就業人口成長，將有助提高民眾可支配所得及購買力，亦有助擴大所得稅稅基，增加政府財政收入來源。

(二)新加坡—2025年第三季GDP年增率上修至4.2%

2025年第三季經濟成長率(GDP)終值上修至4.2%(初值2.9%)，主要得益於製造業、批發貿易以及金融保險業的成長，2025年前三季，新加坡GDP年平均成長率為4.3%，貿工部將2025年經濟成長預期從先前預測的1.5%-2.5%上調至約4%。

10月消費者物價指數(CPI)、核心CPI年增率均上揚至1.2%，其中食品價格創6個月新高，服飾、醫療保健、休閒文化等價格亦有所上揚，住宿通膨有所緩解，反映房屋租金漲幅較為溫和。油價下跌及全球需求放緩有助降低進口成本，同時抑制通膨的行政因素在未來幾季將減弱，新加坡金融管理局(MAS)預計，2025年整體CPI通膨率為0.5%-1.0%、2026年為0.5%-1.5%

10月非石油國內出口(NODX)年增率躍增22.2%，為4年最快增速。電子產品出口大增33.2%，係因個人電腦、積體電路和磁碟媒體產品出口顯著成長；非電子產品出口年增幅亦較上月的

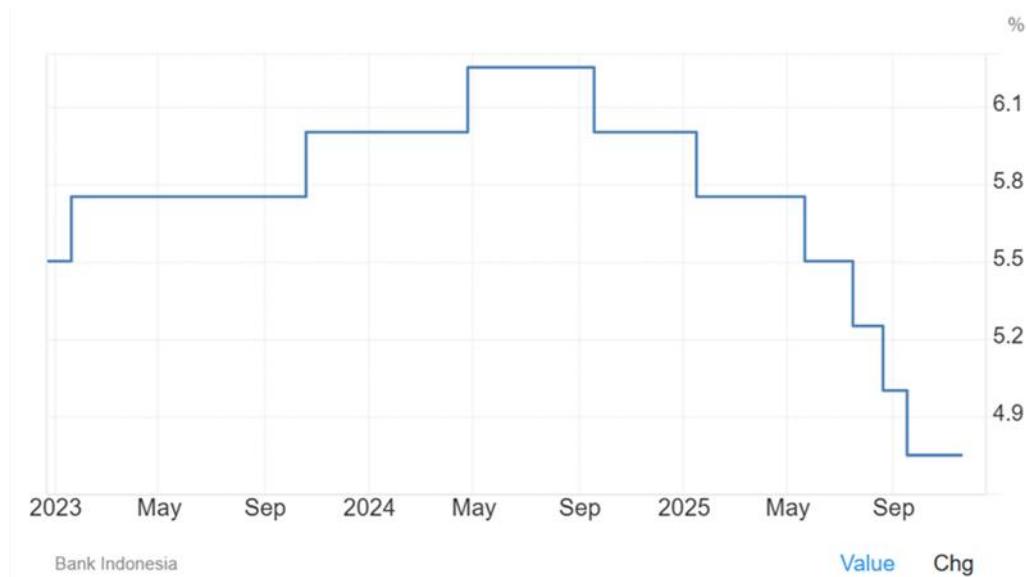
0.5%大幅成長 18.8%，以非貨幣黃金、藥品和專用機械表現為最，出口至泰國、香港、台灣增幅逾 6 成，惟受關稅影響對美國出口下滑 12.5%。

(三) 印尼—2025 年第三季 GDP 成長 5.04%，央行維持利率不變

2025 年第三季 GDP 較去年同期成長 5.04%，以支出面來看，民間消費 (4.89%) 及固定投資成長 (5.04%) 放緩，但政府支出反彈 5.49%，出口成長 9.91% 較上季略降，惟印尼盾貶值致進口成長僅 1.2%，致淨輸出對經濟成長仍產生正面貢獻。按行業別來看，製造業 (5.54%)、建築業 (4.21%) 成長略有放緩但保持穩健，採礦業轉呈萎縮 (-1.98%) 為主要拖累因素。在財政審慎、央行貨幣寬鬆下，印尼政府維持 2025 年 5.2% 的經濟成長目標不變。

印尼央行 (BI) 11 月政策會議維持基準利率在 4.75% 不變，主要反映美國政府停擺、聯準會降息預期減弱，美元走強使新興市場資本流入減少，因此採取謹慎態度，以穩定印尼盾匯率並支持經濟成長。印尼央行維持對 2025 年 GDP 成長 4.6%-5.4% 的樂觀預測，但仍呼籲與政府保持持續的政策協調，以促進經濟成長。

圖七 印尼央行基準利率(BI rate)



(四) 泰國—2025 年第三季 GDP 僅 1.2%，創 4 年來最慢增速

受國內政治不穩定和與柬埔寨邊境衝突的影響，旅遊業和製

造業疲軟拖累經濟，泰國 2025 年第三季經濟成長年增率(GDP)僅 1.2%，為四年來最慢增速，2025 年前三季 GDP 為 2.4%。以支出面觀之，與上季相較，固定投資成長大幅放緩，政府支出收縮，私人消費成長率維持穩定，出、進口增速雖同步放緩但淨輸出仍有正貢獻。泰國國家經濟與社會發展委員會 (NESDC) 將 2025 年全年經濟成長率預估自 1.8%-2.3% 下調至 2.0%，預估 2026 年經濟成長率約在 1.2%-2.2% 間。

10 月出口年增 5.7%，較 9 月的 19% 大幅回落，創 1 年新低，反映美國關稅政策明朗化，令提前出口效應有所消退。10 月進口年增 16.3%，維持雙位數增幅，續反映政府採取刺激內需措施的影響，進出口相抵，貿易逆差擴增至 34.4 億美元。

(五) 菲律賓—2025 年第三季 GDP 年增 4.4%，創 4 年半來最低增速

2025 年第三季 GDP 年增 4.4%，創 4 年半來最低增速，也低於政府設定的 5.5%-6.5% 目標區間，反映近期基礎設施醜聞致政府支出(5.8%)較上季放緩，以及颱風擾亂經濟活動，削弱民間消費成長(4.1%)，惟淨出口對經濟產生正貢獻。生產方面，所有主要產業活動均較上季減弱，其中，農業、林業和漁業(2.8%)、工業(0.7%) 和服務業(5.5%)。由於政府治理問題衝擊公共建設投資並影響企業投資信心，對國內需求產生連鎖反應，有待相關調查究責及恢復公眾信任，此外，財政部提出 2026 財年預算，預估財政赤字占 GDP 比重將從 2025 年的 5.4% 上升至 2026 年的 5.8%，計畫調降資本支出占比並重新分配至經常性支出，此將直接支持家庭部門，另因經濟轉疲，市場預期菲律賓央行 12 月將進一步降息。

10 月出口年增率大增 19.4% 至 73.9 億美元，其中電子產品成長 44.4% 為主要帶動因素，機械和運輸設備、及黃金出口亦大幅成長 102.7%、76.3%；10 月進口年增率較去年同期減少 6.5% 至 112.2 億美元，主要係礦物燃料和潤滑油及運輸設備進口減少逾 2 成所致。美國為最大出口國(占總出口 15.7%)、中國則為最大的進口來源國(占總進口 30.4%)，累計 1 月至 10 月貿易逆差 413.2 億美元。

(六)馬來西亞—10月出口創歷史新高，央行維持利率不變

10月出口額年增15.7%至MYR1,483億元，創歷史新高，製造業、農業和採礦業為主要成長動力，主要出口地以新加坡、中國及香港、日本成長較快；另，10月進口額年成長9.7%至MYR1,293億元，亦創歷史新高紀錄，主要得益于資本貨物和消費品進口額的增長。2025年前10個月，貿易順差MYR1,250億元，出口額和進口額分別成長6.0%和4.7%。

馬來西亞央行(BNM)11月會議維持隔夜政策利率(OPR)於2.75%不變。該行聲明指出，在強勁的國內需求和技術出口及大宗商品生產反彈的推動下，2025年第三季經濟成長優於預期，另多項美中貿易協定的達成雖消除部分不確定性，但下行風險依然存在。該行維持2025年4%-4.8%的GDP成長預估，並預計未來通膨將保持溫和。

(七)越南—1-10月進出口均呈雙位數成長

2025年1-10月出口值3,910億美元(+16.2%)、進口3,714億美元(+18.6%)，呈雙位數的高速成長，貿易順差達196億美元。前5大貿易夥伴(貿易總額、年增率)依序為：中國(2,079億美元，23.8%)、美國(1,414億美元，+27.2%)、韓國(732億美元，+8.1%)、日本(424.7億美元，+11.0%)、臺灣(325.8億美元，+40.0%)。美國為最大出口國，出口額達1261.6億美元(年增27.6%)，占整體出口32.3%；中國為最大進口來源國，進口額達1,509億美元(年增28.1%)，占整體進口40.6%。