

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 中小型企业信心指數由上月的 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

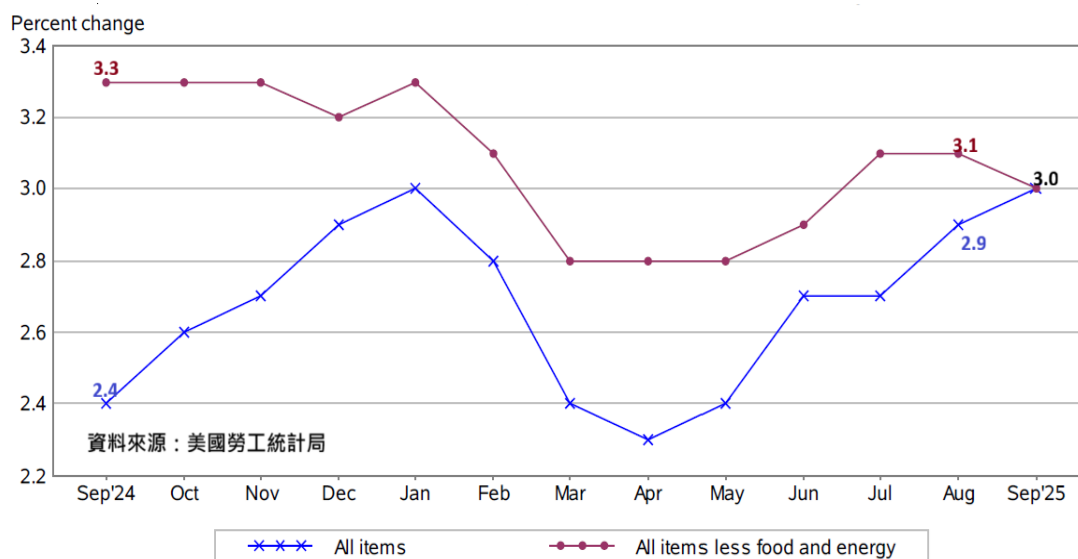
2025年10月美國成屋(二手屋)銷售經季節性調整年化總數為410萬套(高於市場預期的408萬套)，較上月增加1.2%，並較上年同期成長1.7%。房價方面，10月整體成屋售價中位數為41.52萬美元，年增2.1%，連續第28個月年增率為正。在成屋庫存方面，10月底未售出的成屋庫存為152萬套，較上月減少0.7%，但較上年同期(137萬套)上漲10.9%。按當前月度銷售速度計算，相當於4.4個月的供應量，低於上月的4.5%，但高於上年同期4.1個月的供應量。NAR資料顯示，儘管政府停擺，但購房者趁抵押貸款利率下滑而買屋及換屋，致美國10月房屋銷售有所成長。

(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

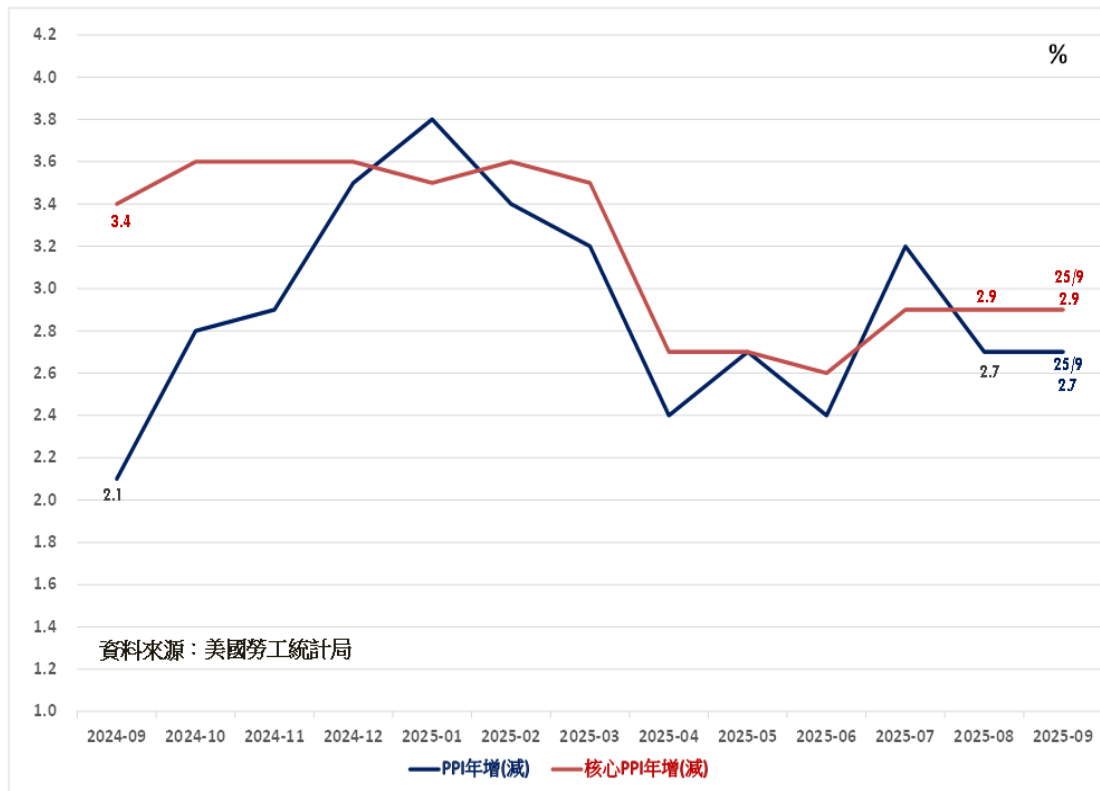
項目的核心 CPI 年增 3.0%，低於上月及市場預期的 3.1%。按月觀察，9 月 CPI 增加 0.3%，低於上月及市場預期的 0.4%；核心 CPI 成長 0.2%，低於上月及市場預期的 0.3%。勞工統計局數據顯示，儘管汽油價格飆升，但被二手車及住房價格下降所抵銷，美國 9 月消費者物價漲幅低於市場預期，提升 12 月再降息 1 碼的預期。

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 卻低於預期，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：%

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
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。

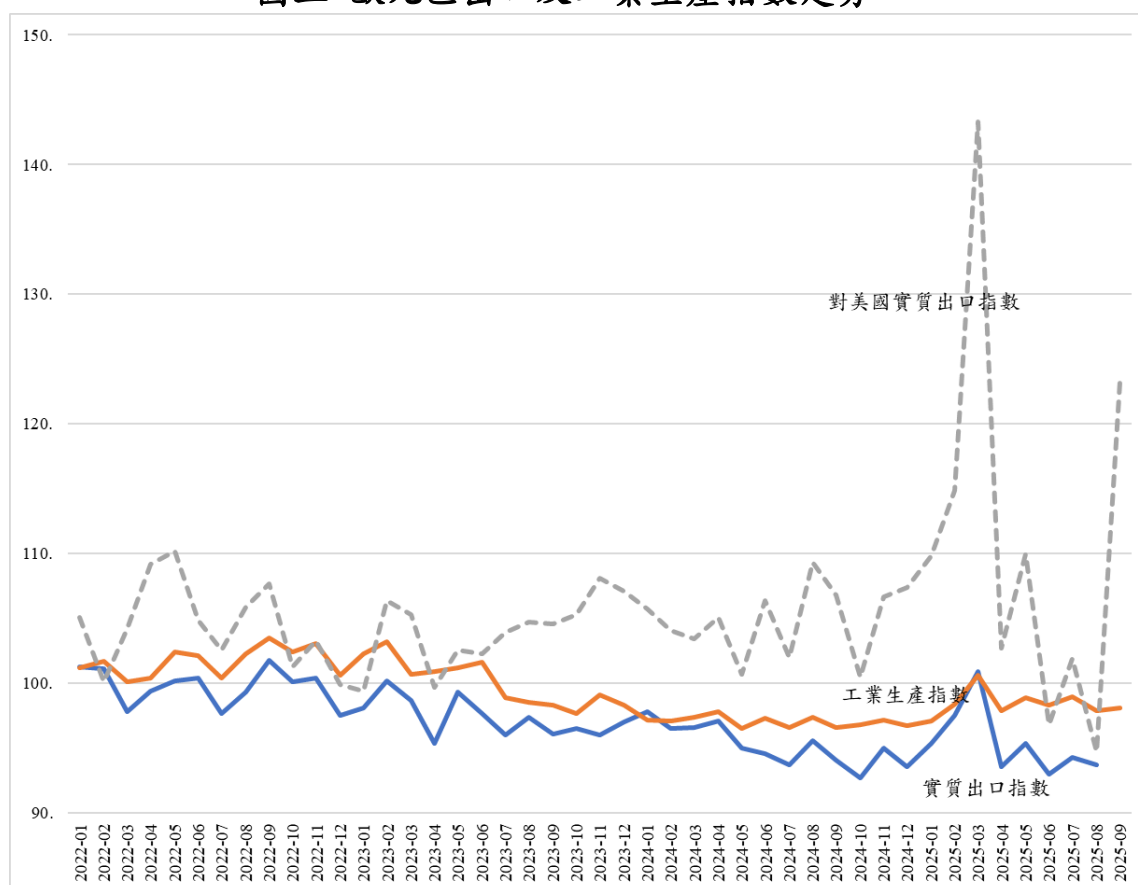
歐元區 10 月 HICP 通膨較上月下降 0.1 個百分點至 2.1%，主要是能源、食品通膨分別降 0.6、0.5 個百分點至-0.9%、2.5%所致，核心通膨(不含食品及能源)則穩定在 2.4%。其中核心商品通膨降 0.2 個百分點至 0.6%，主要是服飾通膨下降所致；服務通膨增加 0.1 個百分點至 3.4%，為機票價格上漲影響。若觀察季節調整後數據，10 月核心通膨月增率加速為 0.24%，換算年率近 2.9%，主要是服務通膨的黏性較預期略為強勁(10 月服務通膨月增率換算年率高達 4.9%)。儘管通膨黏性較強，但今年以來薪資成長率自第一季的 4.7%漸降至第四季的 1.8%，2026 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%。該月旅店、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。

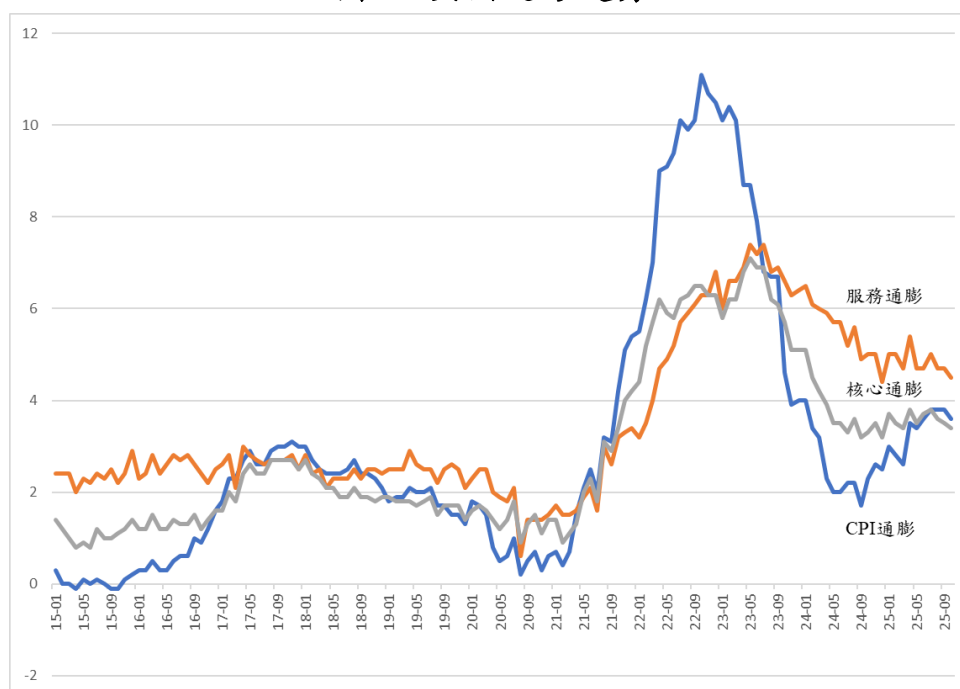
英格蘭銀行於 11 月 6 日決議維持政策利率於 4% 不變，雖該行仍傾向持續觀望通膨及就業市場的趨勢，但本次特別聲明若通膨下降趨勢獲得確認，政策利率將會下調，被認為是釋出鴿派訊號。此外，因 11 月下旬所公布的通膨、PMI 等數據皆進一步確認勞動市場及通膨的下降趨勢，是以 12 月 18 日降息一碼的機率大幅增加。

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%)、有色金屬冶煉加工(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

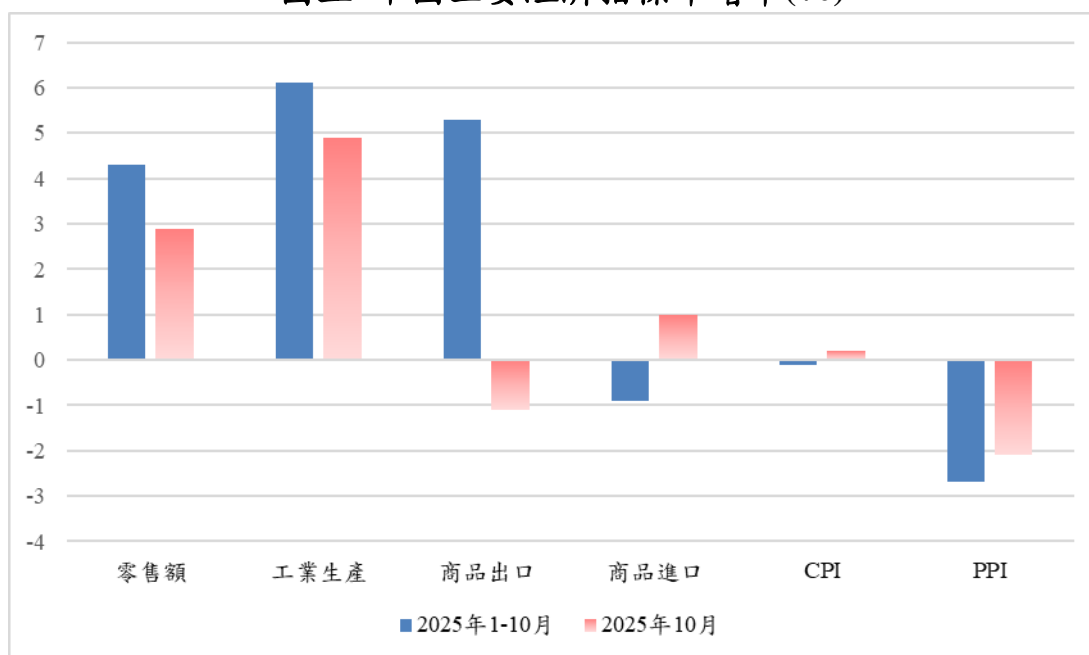
百分點至-7.9%，為今年首次減少，基礎建設、民生支出均較去年同期大減，部分受到連假較長的影響，使得今年前 10 個月財政支出為 225,825 億人民幣，年增率僅為 2%。依 2025 年財政收入目標 219,850 億人民幣、財政支出目標 297,005 億人民幣估計，前十個月財政收支目標分別達 84.8%、76%，支出進度略為落後，赤字目標達成率僅 51%，是以預期 11、12 月政府將加速開支，加上政府先前宣布的 5,000 億人民幣地方政府債券額度持續進行，有助於提振經濟表現。

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。

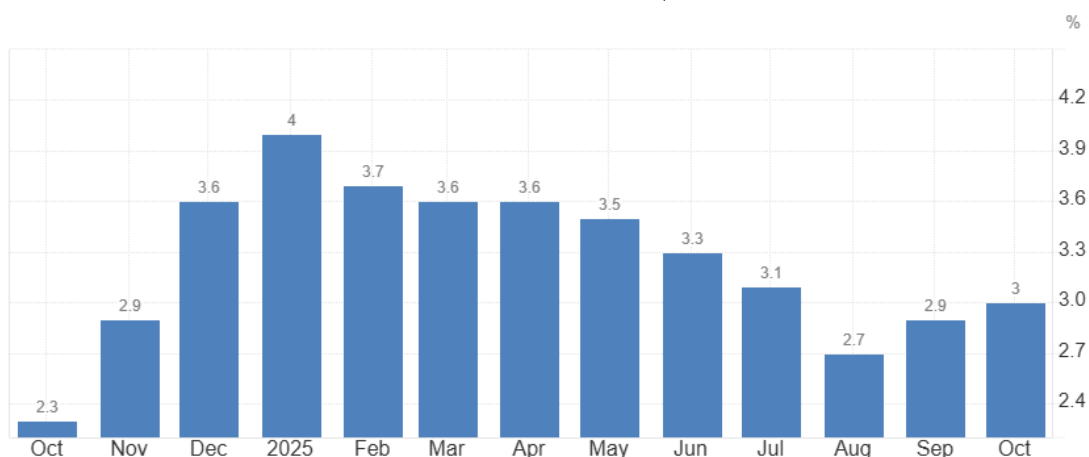
10 月工業生產月增 1.4%，連續兩個月成長，雖電子產品月減 6.7%，但科技產品的成長態勢仍具韌性；汽車業月增 6.6%，反映美國調降日本汽車進口關稅；通訊機械月增 4.2%；化學品月增 2.8%。上述數據顯示，生產活動正由人工智慧相關領域擴散開來，預計第四季製造業活動將保持穩健。

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，支撐日幣走勢，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

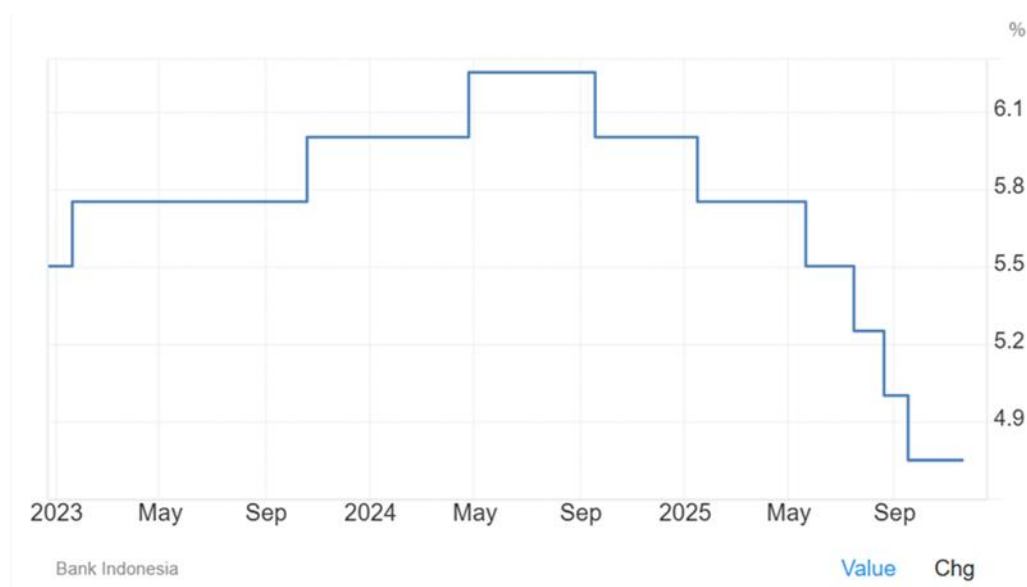
0.5%大幅成長 18.8%，以非貨幣黃金、藥品和專用機械表現為最，出口至泰國、香港、台灣增幅逾 6 成，惟受關稅影響對美國出口下滑 12.5%。

(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 MYR 1,293 億元，亦創歷史新高紀錄，主要得益於資本貨物和消費品進口額的增長。2025 年前 10 個月，貿易順差 MYR 1,250 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%。