

國際經濟金融月報

兆豐國際商業銀行 徵信處

中華民國一一四年十二月

目錄

一、美國	2
(一) 美國經濟成長表現亮麗、勞動力市場略微疲軟、消費支出有韌性	2
(二) 美國通膨壓力出現降溫跡象，惟資料解讀仍存在不確定性	6
(三) 2026 年政策利率下降空間有限	7
(四) 美元持續盤弱	8
二、歐洲	8
(一) 歐元區－歐洲央行暫停降息立場明確	8
(二) 英國－通膨有上漲隱憂，央行淡化降息預期	10
三、中國	12
(一) 11 月內需疲弱，但出口回溫仍支持經濟表現	12
(二) 通縮壓力料將緩慢改善	14
(三) 近一個月人民幣持續升值	14
四、日本	15
(一) 製造業需求復甦，2026 展望優於預期	15
(二) 日銀升息至近 30 年來最高利率水準	16
(三) 預期日圓仍將偏弱	17
五、澳洲-12 月澳洲央行利率決策維持在 3.6%不變	17
六、印度及東南亞	19
(一) 印度－通膨溫和，印度央行 12 月會議降息一碼	19
(二) 新加坡－電子產品需求暢旺帶動出口續揚	20
(三) 印尼－觀望利率對企業傳導效果，印尼央行按兵不動	20
(四) 泰國－泰國央行降息支撐經濟，總理解散國會訂於明年 2 月選舉	21
(五) 菲律賓－菲律賓央行降息 1 碼，標普維持長期「BBB+」評等	22
(六) 馬來西亞－通膨小升，農產品拖累出口，11 月貿易順差收窄	24

一、美國

(一)美國經濟成長表現亮麗、勞動力市場略微疲軟、消費支出有韌性

1. 經濟成長方面-第三季 GDP 表現亮麗，預計第四季 GDP 延續成長動能

2025 年第三季美國國內生產毛額(GDP)季增年率初值為 4.3%，高於上季的 3.8%及市場預期的 3.3%。其中個人消費支出貢獻 2.39 個百分點(商品與服務消費分別貢獻 0.66 及 1.74 個百分點)，私人部門投資貢獻-0.02 個百分點，政府消費支出與投資貢獻 0.39 個百分點，淨出口貢獻 1.59 個百分點。在物價方面，第三季 PCE 物價季增年率由上季的 2.1%上升至 2.8%，而核心 PCE 物價季增年率則由上季的 2.6%擴增至 2.9%。美國商務部資料顯示，在新增關稅減少、返校購物需求擴增的激勵下，美國個人消費支出較上季成長 3.5%，推動第三季經濟成長率達到 4.3%，表現相當亮麗。

亞特蘭大聯邦儲備銀行 2025/12/23 對 2025 年第四季美國實際 GDP 成長率的估計為 3.0%，低於上季的 4.3%，其中第三季個人消費支出貢獻從上季的 2.39%下降至 1.83%，私人部門投資貢獻從上季的-0.02%上揚至 1.21%，政府消費與支出貢獻從上季的 0.39%縮減至 0.24%，而淨出口對經濟成長的貢獻則從上季的 1.59%下降至-0.31%。推估美國 2025 年經濟成長為 2.6%，成長表現仍屬韌性。

2. 就業方面-勞動力市場呈現成長乏力、就業與失業分歧的窘境

美國 2025 年 11 月非農就業新增人數為 6.4 萬人，高於上月的-10.5 萬人及市場預期的 5.0 萬人，其中民間部門共增加 6.9 萬個就業，政府部門則下降 5,000 個就業。勞動參與率與失業率方面，11 月勞動參與率為 62.5%，高於 9 月的 62.4%；失業率為 4.6%，高於 9 月及市場預期的 4.3%。工作時數及薪資方面，11 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 11 月勞工平均時薪年增 3.5%，低於上月的 3.7%；月增 0.1%，低於上月的 0.4%。美國勞工統計局數據顯示，儘管美國 11 月非農就業人數優於市場預期，但該項數據係上月非農就業人數受政府大幅裁員重挫反彈所致，加上失業率上升至 4.6%，創 2021 年

9 月以來新高，凸顯勞動力市場呈現成長乏力、就業與失業分歧的窘境。

2025 年 10 月美國 JOLTS 職缺為 767.0 萬個，較上月增加 1.2 萬個，高於市場預期的 720 萬個，而職缺率持平於 4.6%。其中私人部門職位空缺成長 2.3 萬個，而政府部門職位空缺則減少 1.2 萬個。就行業別觀察，10 月職位空缺增加最多的行業是貿易運輸及公共事業，成長 23.9 萬個，其次是私人教育醫療業，上揚 4.6 萬個；而衰退最多的行業為專業技能服務業，減少 11.4 萬個，其次是金融服務業，下降 9.0 萬個。另，10 月美國招聘人數減少 21.8 萬人，主動離職人數下降 18.7 萬人，而裁員人數則上升 7.3 萬人。勞工統計局數據顯示，儘管美國 10 月職缺數量較上月略有增加，但招聘人數及主動離職人數(主動離職率降至五年來最低水平)均大幅下降，且被裁員人數上升，反映勞動力市場持續疲弱，員工不敢貿然離職。

ADP 就業統計，2025 年 11 月美國民營企業就業人數減少 3.2 萬人，低於上月修正後的增加 4.7 萬人及市場預期的 1.0 萬人。其中未滿 50 人的小型企業，整體聘僱減少 12 萬人，而中大型企業則增加 9.0 萬人。就產業別區分：(1)服務業單月整體聘僱減少 1.2 萬人，其中教育醫療業增聘 3.3 萬人，為增聘人數最多的服務業，而專業技能服務業減聘 2.6 萬人，為減聘最多的服務業；(2)商品生產相關行業則縮聘 1.9 萬人，其中天然資源與礦業增聘 8,000 人，而營建業及製造業則各裁聘 9,000 人及 1.8 萬人。ADP 數據顯示，11 月美國民間企業就業人數減聘 3.2 萬人，較上月顯著滑落，並創 2023 年 3 月以來最低水平，反映美國就業市場的惡化程度遠比預期嚴重。

3. 生產方面-製造業及服務業景氣呈現兩極化

2025 年 11 月美國 ISM 製造業指數(PMI)由 48.7 降至 48.2，並低於市場預期的 49.0，其中新訂單指數從上月的 49.4 減少至 47.4；生產指數由上月的 48.2 擴大至 51.4；雇傭指數自上月的 46.0 縮減至 44.0；存貨指數由上月的 45.8 提高至 48.9；另衡量原物料支付的價格指數，自上月的 58.0 上升至 58.5。調查數據顯示，美國 ISM 製造業指數連續第九個月陷入萎縮，反映企業持續受進口

關稅的拖累，導致訂單下滑、庫存增加、成本上升及人力縮減。

2025 年 11 月 ISM 服務業指數(PMI)從 52.4 增加至 52.6，並高於市場預期的 52.1。其中商業活動從上月的 54.3 上升至 54.5；新訂單指數從上月的 56.2 下降至 52.9；雇傭指數自上月的 48.2 增加至 48.9；物價指數由 70.0 下滑至 65.4；另存貨指數自上月的 49.5 擴張至 53.4。調查數據顯示，11 月 ISM 服務業指數上升至近九個月以來最高水平，景氣展現一定韌性，但新訂單擴張放緩，加上就業持續萎縮，反映需求與勞動力市場仍面臨挑戰。

2025 年 10 月美國製造業耐久財訂單為 3,074 億美元，較上月減少 68 億美元(-2.2%)，低於上月的 0.7%及市場預期的-1.5%。其中運輸設備訂單達到 1,039 億美元，較上月縮減 72 億美元(-6.5%)，為本月訂單下降的主要項目。出貨方面，10 月耐久財出貨為 3,096 億美元，較上月成長 18 億美元(0.6%)，高於上月的 0.1%。其中運輸設備出貨為 1,026 億美元，較上月提高 14 億美元(1.4%)，為本月出貨上升的主要項目。存貨方面，10 月耐久財製成品庫存為 5,905 億美元，較上月擴增 8 億美元(0.1%)，高於上月的-0.1%。商務部數據顯示，由於波音公司商用飛機及零件訂單暴跌，致 10 月美國製造業耐久財訂單下滑 2.2%，惟核心資本貨物的新訂單增加 0.5%，反映美國企業在第四季初的設備支出依然強勁。

4. 消費方面-核心零售銷售額成長 0.5%，反映消費者在聖誕假期前對核心零售商品的採購仍屬不弱

2025 年 10 月美國零售銷售金額為 7,326 億美元，月增 0.0%(低於上月及市場預期的 0.1%)，年增 3.5%。其中月增幅最大的行業是家具及裝潢店，月增 2.3%，其次是體育用品、模型玩具、樂器及書店，月增 1.9%，再者為非實體店零售商，月增 1.8%；另月減幅最大的行業為汽車與零件經銷商，月減 1.6%，其次是建築材料與園藝用品經銷商，月減 0.9%，第三為加油站，月減 0.8%。商務部資料顯示，美國 10 月整體零售銷售受到汽車銷量下滑及汽油價格走低的拖累，與上月持平，但剔除汽車、汽油等波動性較大項目後，核心零售銷售額成長 0.5%，表現強於預期，反映消費者在聖誕假期前對核心零售商品的採購仍屬不弱。

2025 年 9 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 9,475 億美元，月增 0.0%，年增 3.7%；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 6,700 億美元，月增 0.2%(高於上月的 0.0%)，年增 1.2%。9 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 1.40。商務部資料顯示，由於零售商(尤其是汽車及零組件)及批發商庫存的增加抵銷製造商庫存的減少，美國 9 月企業庫存較上月增加 0.2%，並較上年同期成長 1.2%。

密西根大學公布，2025 年 12 月美國消費者信心指數終值從上月的 51.0 增加至 52.9，月增 3.7%，年減 28.5%；另衡量當前經濟狀況的經濟現況指數從上月的 51.1 縮減至 50.4，月減 1.4%，年減 32.9%；而評估短期預期的消費者期望指數從 51.0 上升至 54.6，月增 7.1%，年減 25.5%。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% 減少至 4.2%，為近 11 個月最低水平；另長期通膨預期則由上月的 3.4% 下降至 3.2%。密西根大學公布調查顯示，儘管在低收入消費者信心上漲的支撐下，12 月美國消費者信心指數有所回升，但仍較上年同期下降近 30%。有 63% 的消費者預期明年失業率將持續攀升，顯示消費者仍擔憂未來個人經濟情況。

5. 國際貿易及政府預算方面-政府停擺項款延遲支付，11 月政府預算較上年同期大幅縮減

2025 年 11 月(2026 財年 2 月)美國政府預算赤字為 1,733 億美元，相較於上年同期縮減 1,935 億美元(-52.8%)。其中該月預算收入為 3,360 億美元，年增 11.3%；預算支出 5,093 億美元，年減 23.8%。累計 2026 財年前 2 個月預算赤字達到 4,576 億美元，較上年同期下降 1,666 億美元(-26.7%)，其中政府收入增加 1,118 億美元(17.8%)，而政府支出則減少 547 億美元(-4.4%)。另累計公債利息支出為 2,007 億美元，較上年同期增加 321 億美元(19.0%)。財政部資料顯示，由於政府停擺 43 天令部分項款延遲支付，加上關稅收入大幅成長至 307.6 億美元，致 11 月政府預算赤字較上年同期縮減 1,935 億美元。

2025 年 9 月美國商品及服務貿易逆差為 528 億美元，較上月收窄 64 億美元(-10.9%)，其中出口金額為 2,893 億美元，較上月

增加 84 億美元(3.0%)，進口金額為 3,421 億美元，較上月成長 19 億美元(0.6%)。就貿易細項區分，9 月商品貿易逆差為 790 億美元，較上月縮減 71 億美元(-8.2%)；服務貿易順差為 262 億美元，較上月下降 6 億美元(-2.2%)。商務部資料顯示，由於出口成長幅度大於進口成長幅度，美國 9 月貿易逆差收窄 64 億美元(-10.9%)，達到五年多來最低水平，合計第三季貿易逆差較上季收窄 11.5 億美元(-0.6%)，有助於當季經濟的成長。

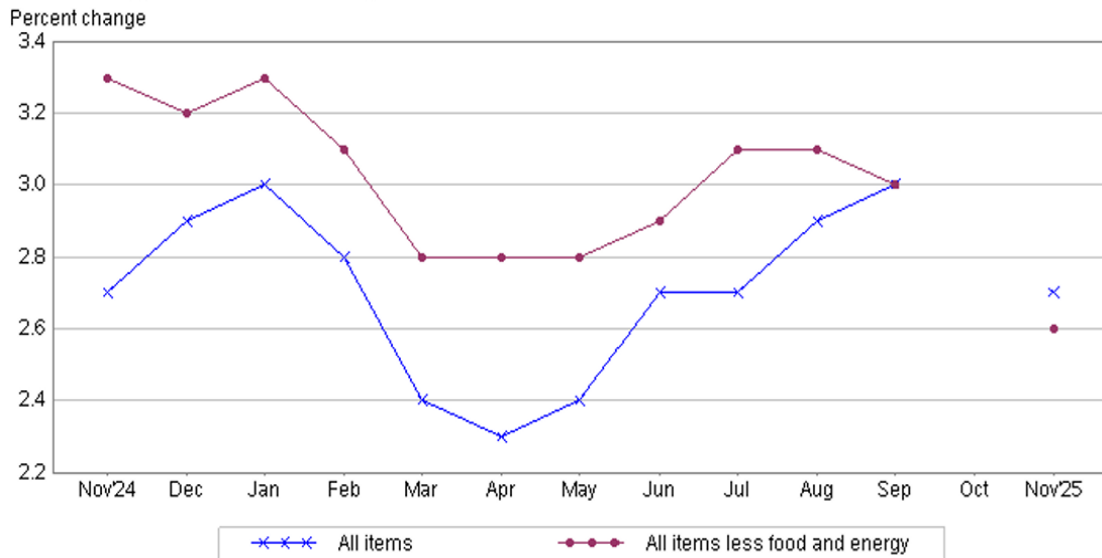
6. 住房方面-房貸利率下滑，美國二手屋銷售量回升

2025 年 11 月美國成屋(二手屋)銷售經季節性調整年化總數為 413 萬套(低於市場預期的 415 萬套)，較上月增加 0.5%，並較上年同期衰退 1.0%。房價方面，11 月整體成屋售價中位數為 40.92 萬美元，年增 1.2%，連續第 29 個月年增率為正。在成屋庫存方面，11 月底未售出的成屋庫存為 143 萬套，較上月減少 5.9%，但較上年同期(133 萬套)上漲 7.5%。按當前月度銷售速度計算，相當於 4.2 個月的供應量，低於上月的 4.4%，但高於上年同期 3.8 個月的供應量。NAR 資料顯示，在抵押貸款利率下調的有利條件下，美國 11 月成屋銷售連續第三個月增長，惟受屋主惜售、庫存降至八個月來新低的影響，購房者的選擇受限，致成屋銷售不如預期。

(二)美國通膨壓力出現降溫跡象，惟資料解讀仍存在不確定性

2025 年 11 月美國消費者物價指數(CPI)年增 2.7%，低於 9 月的 3.0%及低於市場預期的 3.1%；剔除食品和能源等波動較大項目的核心 CPI 年增 2.6%，低於 9 月及市場預期的 3.0%。勞工統計局數據顯示，11 月 CPI 年增率為 2.7%，低於市場預期，且核心通膨率(2.6%)更降至 2021 年 3 月以來最低水平，印證通膨壓力正在下行。惟此數據涵蓋美國政府關門期間，資料蒐集受限，解讀上仍存在不確定性。

圖一 近一年美國 CPI 及核心 CPI 變動情形



(三)2026 年政策利率下降空間有限

2025 年 12 月 FOMC 會議紀要重點如下：(1)委員普遍認為，美國經濟可望溫和成長，但同時認為就業面臨下行風險，而通膨風險偏向上行；(2)委員會以 9 比 3 決議通過降息 1 碼至 3.5%~3.75%區間，且對失業和通膨風險的看法分歧；(3)雖然多數委員最終決定降息，但部分委員認為 12 月降息是出於「謹慎權衡」作出的決策；(4)會議紀錄多次提及美國政府歷經 43 天停擺，導致關鍵經濟數據出現空窗期，增加政策判斷難度。多名委員指出，缺乏即時就業與通膨數據，使得決策風險升高，部分委員認為應等待更多資料再行調整政策；(5)準備金方面，委員會傾向於更依賴儲備管理購買計劃(RMP)來維持充足(ample)的準備金水準。

芝加哥交易所 FedWatch 2025/12/31 的資料顯示，市場預測 2026 年 1 月聯準會維持利率不變，全年降息 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
2026/1/28			0.0	0.0	0.0	0.0	15.5	84.5	0.0	0.0
2026/3/18	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.7	45.3	48.0	0.0	0.0
2026/4/29	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	16.3	46.0	36.1	0.0	0.0
2026/6/17	0.0	0.0	0.0	1.0	10.1	33.5	40.2	15.2	0.0	0.0
2026/7/29	0.0	0.0	0.3	3.8	17.4	35.6	32.5	10.5	0.0	0.0
2026/9/16	0.0	0.1	1.5	8.6	23.8	34.5	24.7	6.8	0.0	0.0
2026/10/28	0.0	0.4	2.9	11.4	25.8	32.7	21.3	5.5	0.0	0.0
2026/12/9	0.1	0.8	4.2	13.8	26.9	30.8	18.8	4.6	0.0	0.0
2027/1/27	0.1	0.8	4.2	13.7	26.8	30.8	18.9	4.8	0.1	0.0
2027/3/17	0.1	0.8	4.4	14.0	26.8	30.5	18.6	4.7	0.1	0.0
2027/4/28	0.1	0.8	4.3	13.5	26.3	30.4	19.1	5.3	0.2	0.0
2027/6/9	0.1	0.8	4.3	13.5	26.3	30.4	19.1	5.3	0.2	0.0
2027/7/28	0.1	0.6	3.2	10.7	22.3	29.1	22.6	9.6	1.8	0.1
2027/9/15	0.2	1.1	4.8	13.1	23.8	27.7	19.8	7.9	1.4	0.1
2027/10/27	0.2	1.1	4.4	12.4	22.8	27.4	20.6	9.0	2.0	0.2
2027/12/8	0.6	2.7	8.2	17.3	24.9	24.2	15.1	5.7	1.2	0.1

資料來源：芝加哥商品交易所 FedWatch, 2025/12/31。

(四)美元持續盤弱

由於 12 月聯準會降息 1 碼，而歐元區央行維持利率不變，加上日本央行升息 1 碼，美元指數從 11 月底的 99.44 震盪走低至 12 月 24 日低點 97.75，12 月底收盤價為 98.29。

受到聯準會降息預期、與其他主要貨幣的利差收窄，以及對美國龐大財政赤字及政治不確定性的擔憂，預計 2026 年初美元仍持續盤弱走勢。

二、歐洲

(一)歐元區－歐洲央行暫停降息立場明確

歐元區第三季經濟成長季增率上修 0.1 個百分點至 0.3%，家庭消費、政府消費分別成長 0.2%、0.7%，固定資本形成額成長 0.9%，出口、進口則分別成長 0.7%、1.3%。該季因美國關稅的影響減弱，固定資本形成、商品出口皆在上季跌深後出現反彈，加上今年旅遊入境人次一向強勁，為第三季成長主導因素。另外，該季就業人口增加 0.1%，同時職缺率較第二季下降 0.2 個百分點至 2.1%，顯示勞動供不應求的情形正逐步改善，惟此亦導致薪資成長進一步放慢，使家庭消費同步趨緩。

歐元區 10 月商品出口額月減 4.6% 至 2,363 億歐元，主要是化

學及相關產品出口月減 20.1%，其餘製造業表現亦偏疲軟。儘管出口疲軟，但受到第四季消費旺季(如黑色星期五、網路星期一、聖誕節)的備貨需求增加，歐元區 10 月工業生產仍成長 2%，其中消費性耐久財及非耐久財生產分別成長 2%、1.2%，資本財生產則成長 0.5%，其是受到大型交通工具的一次性需求挹注，以及國防投資支出增加的影響。

歐元區 10 月失業率、失業人數連續 6 個月維持 6.4%、1,100 萬人附近，惟先前幾個月的數據皆有上修，且今年 1~10 月失業人數增幅約達 2.4%，整體勞動市場狀況較去年略顯疲弱。就各國觀之，德國、法國近半年失業率及失業人數緩步增加，反映產業結構受到貿易保護主義、進口競爭等外部衝擊影響較為嚴重；義大利、葡萄牙、愛沙尼亞、立陶宛等失業人數則是持續減少，從而抵銷核心國家失業人數上升的影響。由於勞動短缺情形逐漸緩解，歐元區 2025 年第三季經常性薪資成長率較上季下降 0.7 個百分點至 3.6%，並預期將持續降至 2026 年第三季的 2.4%。

歐元區 11 月通膨(HICP)增加 0.1 個百分點至 2.2%，主因能源通膨上升 0.4 個百分點至-0.5%。核心通膨(不含食品及能源)穩定在 2.4%，其中服務通膨增 0.1 個百分點至 3.5%，核心商品通膨穩定在 0.6%。頑固的服務通膨可歸咎於物價僵固性及旺盛的旅遊需求支持，使得核心通膨連續 7 個月保持在 2.3%~2.4%的水準，惟薪資上漲壓力料將在未來幾季逐步減緩，服務通膨可望隨其回落，並帶動核心通膨逐步下降。

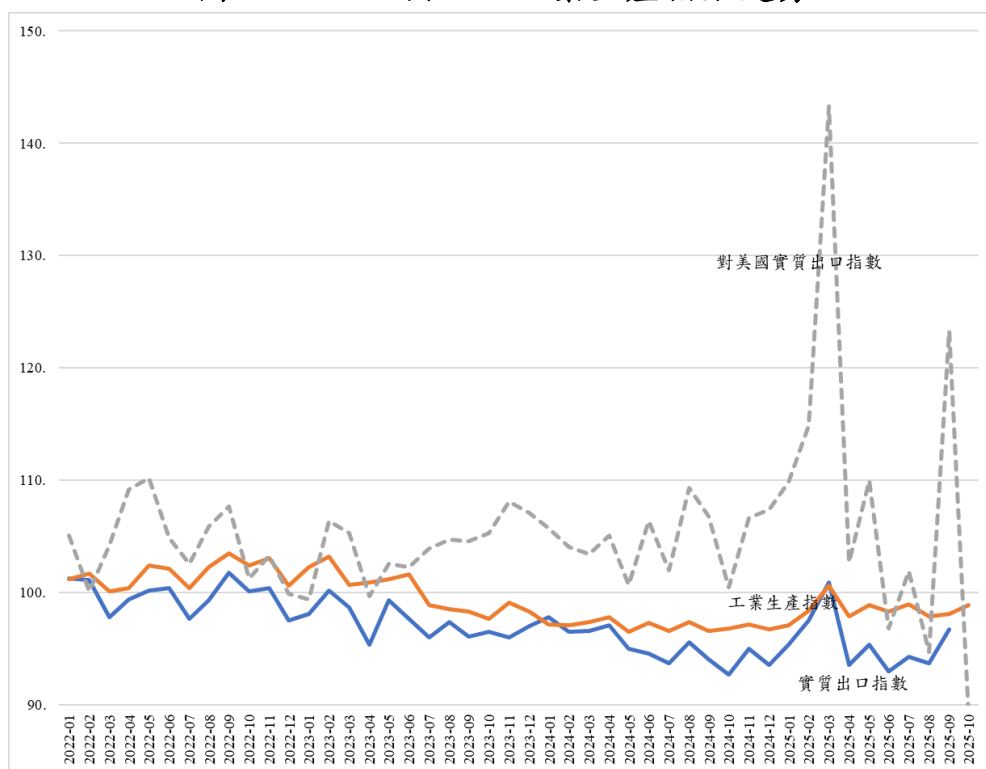
歐元區 12 月綜合採購經理人指數(PMI)降 0.9 點至 51.9，製造業、服務業 PMI 分別下降 0.4 點、1 點至 49.2、52.6。其中德國製造業 PMI 下降 0.5 點至 47.7 為拖累歐元區製造業的主要因素，反映商品出口需求疲乏。歐元區服務業雖連續 7 個月呈現擴張，但擴張動能為近 3 個月最弱，主因旅遊需求已過高成長期，加上家庭所得增速減緩，民眾對消費態度轉趨審慎。另服務業的產出物價指數擴張速度高於製造業，主因薪資成本仍在上升，不利於獲利，使得服務業對展望看法較為悲觀，惟製造業看好國防支出增加帶來的商機，其信心達到 2022 年 2 月以來最高水準。

歐洲央行於 12 月 18 日維持政策利率不變(存款機制利率 2%、

主要再融資利率 2.15%、邊際放款利率 2.4%)，對 2025~2027 年經濟成長率預估上修 0.1~0.2 個百分點不等為 1.4%、1.2%、1.4%，並新增預估 2028 年經濟成長率為 1.2%；物價方面雖上修 2025 年、2026 年 HICP 通膨，但在 2026 年~2028 年預測期間通膨大抵維持 1.9%~2.1%，核心通膨則皆不高於 2%。歐洲央行的經濟預測反映其有信心能控制通膨，但強調決策仍將取決於經濟數據並逐次會議進行評估，是以未來政策利率暫時傾向不變，但仍保有調整彈性。

近一個月 1 歐元／美元自 1.157 漸升至 1.174 以上，主要是美國聯準會降息影響，加上年末市場拋售美元的季節性因素。由於法國預算案僵局延宕至今年 1 月進行，使歐元仍有不確定性，短期內歐元料將呈現盤整格局。

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—通膨有上漲隱憂，央行淡化降息預期

10 月 GDP 月減 0.1%，為連續兩個月萎縮。其中製造業產出回升 1.1%，主因大型車廠解決網路攻擊的風波後復工，不過，服務業產出月減 0.3%則是拖累因素，主要是批發零售業、旅宿業、

運輸和倉儲業產出分別下跌 1.4%、1.3%、0.4%所致，反映旅遊活動轉淡，加上家庭收入趨緩而保守消費。另外，10 月受到秋季預算案的不確定性影響，企業延遲投資決策，使得營造業產出自高點回落 0.6%。

在勞動市場方面，10 月失業率(3 個月移動平均值)上升 0.1 個百分點為 5.1%，就業率連 4 個月下降至 74.9%，勞動不活躍率維持 21%，職缺數略回升至 72.9 萬個。該月失業率續升，部分係因企業等待秋季預算案出爐、稅收政策明朗前延遲雇用決策，惟職缺數逐漸穩定，未來將有助於抑制失業人口。另外，該月經常性薪資年增率降 0.1 個百分點為 4.6%，儘管為連續 7 個月下滑，但其仍保持在較高水準，主因公部門大幅加薪拉動，私部門薪資成長率則是較弱的 3.9%。

11 月 CPI 通膨下降 0.4 個百分點至 3.2%，核心通膨(不含食品及能源)則降 0.2 個百分點至 3.2%，商品、服務通膨分別降 0.5、0.1 個百分點至 2.1%、4.4%。該月可能受到零售業促銷折扣力度加大以及國內旅遊活動轉淡影響，居家用品、服飾等商品通膨走緩，旅宿、運輸通膨亦持續降溫。儘管商品通膨可能隨促銷檔期結束而回升，使之呈現較為波動的局面，但服務通膨料將隨薪資成長趨緩而下降，並帶動整體通膨續向下行。

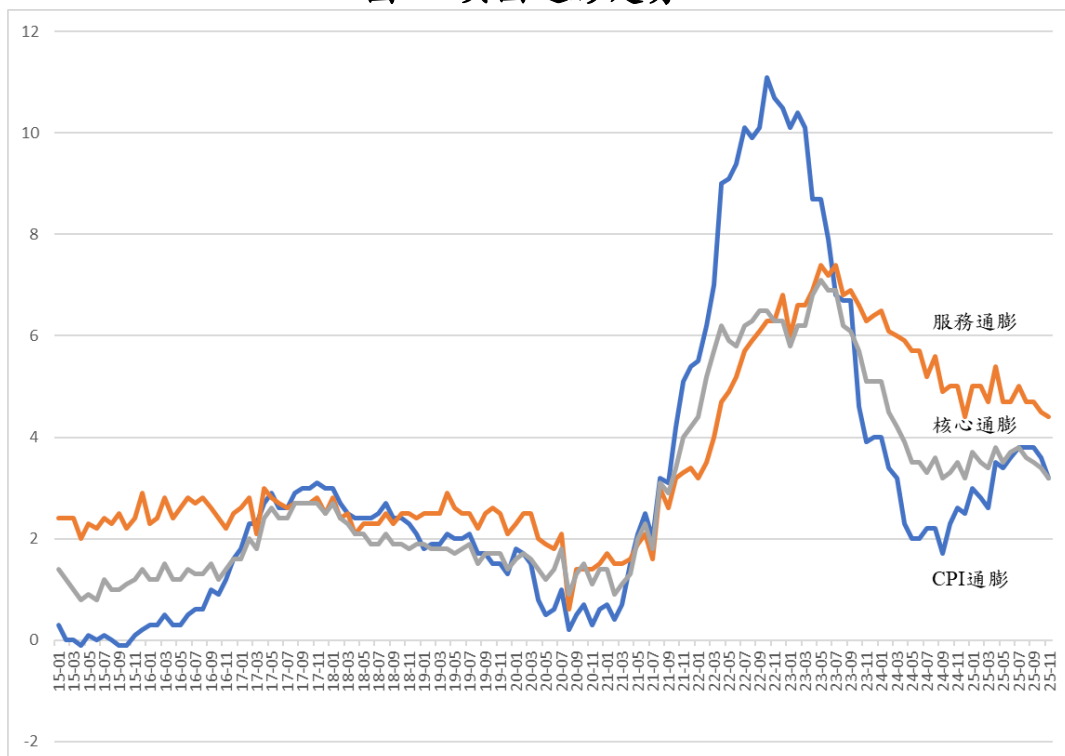
12 月綜合 PMI 回升 0.9 點至 52.1，其中服務業 PMI 回升 0.8 點至 52.1，製造業 PMI 則續揚 1 點至 51.2。秋季預算案於 11 月下旬公布後，與增稅相關的不確定性降低，使企業恢復先前暫緩的投資及支出決策，帶動綜合新訂單指數加速擴張、促進生產表現。儘管產出回溫，但職缺減少及勞動成本高漲影響，就業指數為連續 15 個月萎縮。另方面，投入及產出價格指數自上月的 5 年低點反彈，通膨可能將在 12 月出現短暫回升，未來反彈走勢是否延續值得關注。

英格蘭銀行 12 月 18 日降息一碼至 3.75%。儘管失業率、經濟成長率等指標皆可確立通膨的下行展望，但因薪資成長率仍處於較高水準，使通膨存在不確定性，因此政策聲明對後續降息採取更加審慎的態度，淡化市場對連續降息的預期。目前市場認為 2026 年 2 月政策會議將暫停降息，並延後至 3 月、6 月各降息一

碼後便停止降息。

近一個月英鎊／美元自 1.32 升至 1.35 以上，反映英格蘭銀行淡化降息預期，加上美元疲軟所致。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。

圖三 英國通膨走勢



資料來源：ONS，徵信處整理。

三、中國

(一)11 月內需疲弱，但出口回溫仍支持經濟表現

11 月零售額年增率較 10 月下降 1.6 個百分點至 1.3%，為連續 6 個月放緩，反映今年下半年以舊換新補貼政策力道減弱，使得雙 11 購物節銷售狀況不如往年熱絡。11 月銷售表現較佳者(年增率)包含餐飲(3.2%)、服飾(3.5%)、化妝品(6.1%)、金銀珠寶(8.5%)、通訊器材(20.6%)，而家電(-19.4%)、建材(-17%)、汽車(-8.3%)、石油製品(-8.3%)則是拖累因素。

在投資方面，前 11 個月固定資產投資年增率較前 10 個月降

0.9 個百分點至-2.6%，其中民間固定資產投資年增率為-5.3%。前 11 個月降幅較大產業(年增率)包含製藥(-13.1%)、衛生和社會工作(-11.2%)、電機和器材(-9.5%)、化學原料及製品(-8.2%)等，主要受到全球供應鏈重組以及中國「反內卷」的去產能政策影響，而有較為顯著的跌幅。

在房市投資方面，前 11 個月房地產投資開發面積年增率較前 10 個月降 1.2 個百分點至-15.9%，新建商品房銷售面積年增率降 1 個百分點至-7.8%。另外，一線、二線城市新建商品住宅銷售價格分別月減 0.4%、0.3%，因此即便一、二線城市自第三季以來陸續放寬房屋限購令，房價仍持續下跌並影響民眾購屋意願，使得 11 月房地產開發景氣指數降 0.52 點至 91.9，連續 8 個月下降。

在政府支出方面，11 月財政支出為 22,713 億人民幣，較去年同期減少 3.7%，主因基礎建設支出下滑(此亦反映在固定資產投資減少)，可能係因政府評估 2025 年經濟成長率可達 5%(例如 IMF 亦於 12 月 10 日上修 2025 年中國經濟成長率預估至 5%)，故傾向保留財政資源，並將未使用之預算結轉至 2026 年，以促進明年經濟表現。

在出口方面，由於 10 月連假的影響消退，11 月出口額達 3,304 億美元，年增率反彈 7 個百分點至 5.8%。統計前 11 個月出口額年增率共 5.4%，惟同期間出口量年增率估計高達 9.2%，反映商品價格下跌，使得量增幅遠高於金額。另外，前 11 個月對美出口占比較去年同期減少 3.4 個百分點至 11.3%，但對東協、非洲、香港、歐盟、印度出口占比提升。

受到 11 月出口成長支持，抵銷疲弱內需，工業生產年增率僅較 10 月略降 0.1 個百分點至 4.8%，前 11 個月工業生產年增率則為 6%。以前 11 個月來看，水泥、玻璃、生鐵產量皆較去年低，鋼材產量則自 10 月起有所減少；但基礎化工原料、化纖、工具機、太陽能電池、汽車、新能源車生產狀況較去年同期強勁許多，惟相關產業仍面臨產能過剩壓力。儘管工業生產穩健，但前 11 個月工業部門營收、利潤年增率則僅有 1.6%、0.1%，反映產出價格下跌不利於企業營收獲利，亦削弱民間企業投資意願。

展望未來，由於全球經貿活動減緩，且近一個月如墨西哥、

巴西陸續宣布或研議提高進口關稅，未來不排除更多國家跟進加強貿易保護，中國在拓展美國以外的替代市場恐將面臨阻礙，出口展望仍具下行風險。惟政府可望在明年使用今年未動用之財政預算，並額外加碼財政刺激措施，搭配人行的貨幣寬鬆政策(預期人行在 2026 年 3 月前降息降準，並進一步推出住房支持措施)，可望引導內需增溫，使 IMF 上修中國 2026 年經濟成長率至 4.5%。

(二)通縮壓力料將緩慢改善

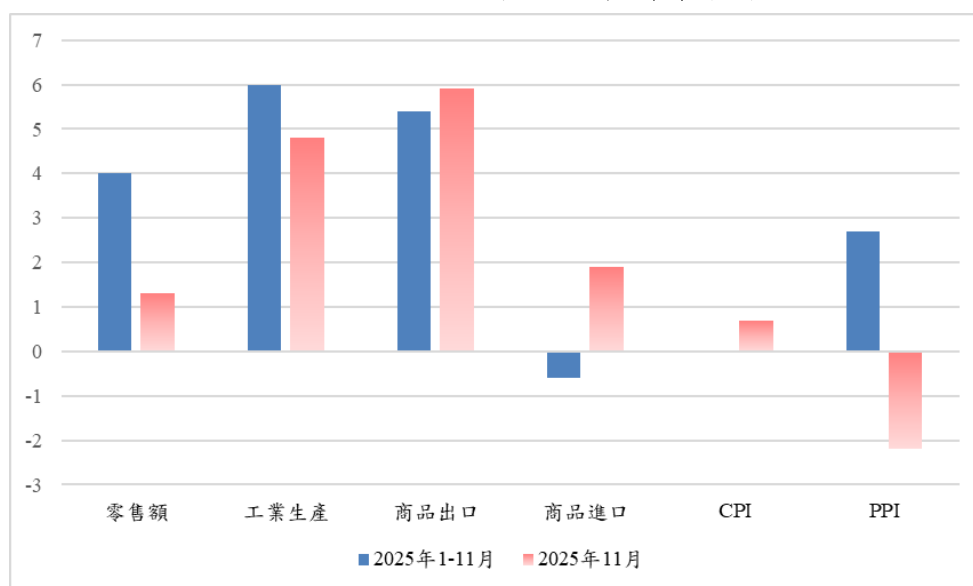
11 月消費者通膨較 10 月增加 0.5 個百分點至 0.7%，主要是蔬菜、金飾價格大幅上揚，抵銷因雙 10 連假效果消退使得旅遊、交通服務等通膨回落影響。另方面，11 月生產者通膨(出廠價格)較 10 月減少 0.1 個百分點至 -2.2%，主要受到國際油價下跌影響，石油、化工、塑橡膠價格皆萎縮，抵銷冬季暖氣需求及金屬價格上漲帶動煤礦、金礦、銅礦等價格回升等影響。

整體而言，暫時性的因素主導 11 月消費者通膨上行，另若排除國際原物料價格波動及季節因素，生產者通膨漲幅集中在占比不大的高科技產業(光電設備、鋰電池、新能源汽車等)。考量內需依然欠缺動能，若排除暫時性影響，消費者通膨來自成本面推力及需求面的拉力皆有限，能否延續其漲勢有待觀察。

(三)近一個月人民幣持續升值

近一個月美元兌人民幣匯率自 7.07 降至 7 附近，主因美國聯準會降息，加上先前強勁的出口成長，提高出口商年底結匯美元的需求所致。由於近一個月人行透過中間價緩慢引導匯率升值，而非採取強烈干預，顯示其在管理匯率上更具彈性，在高額的對外貿易順差下，人民幣匯率可能會持續下降，但人行將透過中間價與逆週期因子穩定市場預期，以緩慢且漸近的方式引導匯率走勢。

圖四 中國主要經濟指標年增率(%)



四、日本

(一)製造業需求復甦，2026 展望優於預期

日本第三季 GDP 季減 0.6%，其中：(1)淨出口季減 0.8%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；(2)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；(3)私人消費季增 0.2%，顯示消費者因通膨壓力而審慎消費；(4)企業設備投資季減 0.2%；(5)政府消費季增 0.2%。

10 月核心機械訂單月增 7%，優於預期，主要由非製造業訂單(扣除波動訂單)月增 28.8%所帶動，其中通訊服務及運輸業訂單分別月增 103.4%及 47.9%；製造業訂單月減 13.3%，主要受化學品及資通訊等電子產品訂單減少 67.8%及 34.8%所致。綜言之，製造業在半導體與化工領域回落，但耐用消費品支撐；非製造業因勞動力短缺帶動資本支出需求，呈現強勁成長之勢。

11 月出口年增 6.1%，主要係半導體之電子零組件及醫藥品分別年增 13.0%及 48.2%所帶動。從地區來看，對美國出口年增 8.8%，汽車與藥品外銷顯著回升，顯示美國關稅衝擊緩解；對歐洲出口更大幅成長 19.6%，亞洲出口亦增加 4.5%，抵銷對中國出口下滑的影響。隨著核心機械訂單成長及出口持續擴張，顯示第四季經

濟將呈現復甦態勢。

11 月工業生產月減 2.6%，主要受到電子資訊設備及汽車業分別月減 10.1% 及 6.6% 所拖累，兩者在 10 月均曾有顯著增長。相較之下，部分產業仍展現韌性，半導體製造設備大增，帶動整體生產設備上升 5.1%；不含汽車的運輸設備成長 4.6%；電子產品也小幅上升 0.5%。此外，庫存月減 3.0%，創 2021 年秋季以來新低，因庫存降幅超出預期，製造商原先預期 12 月將減產 2% 改為增產 1.3%，在汽車業驅動下，預計 1 月大幅增產 8% 迎來顯著回升。

12 月自分銀行綜合 PMI 減少 0.5 點至 51.5，扭轉上月的成長趨勢，其中非製造業 PMI 減少 0.7 點至 52.5，主要受商業活動指數下跌 0.7 點影響，惟國內潛在需求仍具支撐力，同時外部需求也持續走強，新出口訂單指數大幅上升 1.9 點，連續第四個月成長。另，製造業 PMI 增加 1.0 點至 49.7，產出指數及未來產出指數均自相對高位回落，但新訂單指數卻顯著增加，加上成品庫存指數下降，顯示製造業需求正在復甦。若此趨勢延續，2026 年製造業表現將比原先預期的停滯狀況更為樂觀。在通膨方面，製造業進口物價指數躍升 1.9 點，創下 8 個月新高；非製造業進口價格指數則小幅上漲 0.3 點，預計投入價格壓力將進一步加劇，並持續到 2026 年初。

(二) 日銀升息至近 30 年來最高利率水準

11 月全國消費者物價指數(CPI)年增 2.9%，其中隨著電力補貼結束，能源通膨年增 2.5%；食品通膨仍居高不下，年增 6.1%，放緩速度較日本央行預期慢；醫療保健類通膨因政府監管而受到抑制，通膨低於 1%；雜項類通膨則因免費托育政策影響，維持在較低水準。整體而言，政府政策對通膨的抑制效果十分顯著，12 月起汽油價格下調的影響將逐步顯現、電力補貼也預計在 2026 年 1 月至 3 月重啟、高中學費減免則將進一步擴大。而這些財政擴張政策雖能降低部分生活成本，卻能同時刺激國內需求，使潛在通膨壓力續存，未來日本央行在通膨控制與政策協調之間的平衡將面臨更大挑戰。

日本央行於 12 月 18、19 日召開貨幣政策會議，升息一碼，

政策匯率來到 0.75%，為近 30 年來最高利率水準，並暗示未來仍將逐步升息，預期下次升息可能落在 2025 年 4 月春季薪資談判後。雖然本次未發布展望報告，但相較 10 月的謹慎態度，經濟前景措辭已有所修正，且兩位理事罕見的反對展望報告中的通膨預測，顯示內部對通膨走勢看法分歧。央行總裁強調中性利率存在高度不確定性，即使利率達到 1% 仍可能維持寬鬆環境，並指出政策判斷將依潛在通膨與薪資成長而定。由於記者會語氣偏鴿派，美元兌日圓走強，部分理事也擔憂日圓貶值推升通膨。展望未來，市場普遍預期日本央行將在 2026 年 4 月與 10 月再度升息，年底利率達 1.25%，並可能持續至 2027 年，每半年升息一次。

圖五 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

近一個月美元兌日圓介於 154 日圓到 158 日圓區間，在日銀宣布升息時，由於市場已提前消化消息，日圓反而貶至 157.75，後因日本政府進行口頭干預，而未貶破 158 日圓。近期日本政府公布 2026 年度預算案，財政支出規模達 122 兆日圓，創歷史新高，市場擔憂日本可能面臨財政惡化風險，進一步加重日圓貶值壓力，預期日圓走勢仍偏弱。

五、澳洲-12 月澳洲央行利率決策維持在 3.6% 不變

2025 年第三季度澳洲經濟成長季增 0.4%(連續第 16 季成長，但低於上季及市場預期的 0.7%)、年增 2.1%。其中家庭消費在上季復活節假期強勁消費後有所降溫，成長幅度由上季的 0.9%放緩至 0.5%，另淨出口拖累整體經濟成長(出口成長 1.0%，進口上揚 1.5%)。相較

之下，私人投資則大幅成長（由上季的 0.2% 推升至 2.9%），創下自 2021 年第一季以來最快增速。

標普全球(S&P Global)公布，2025 年 11 月澳洲製造業指數(PMI)終值由上月的 49.7 上升至 51.6，為今年 8 月以來最高水平，主要得益於新訂單及產出的復甦成長。儘管受國際貿易環境低迷的影響，新出口訂單連續第三個月下滑，但在企業擴張計劃及對經濟狀況改善的預期下，廠商對未來一年產出前景持樂觀的態度，並積極增聘人員。另，11 月服務業指數終值由上月的 52.5 上升至 52.8，連續第 22 個月擴張，反映在新業務銷售額成長的支撐下，新訂單增速加快，但就業因企業難尋合適的員工而降至 10 個月以來最低水平。

2025 年 10 月澳洲商品貿易順差擴大至 43.9 億澳元，高於上月的 37.1 億澳元，並超過市場預期的 42.0 億澳元，為今年 7 月以來最大的貿易順差。其中出口金額較上月增加 3.4% 至 459.8 億澳元，主要得益於非貨幣黃金出口額成長 14.2%，達到 61.0 億澳元，而進口金額則較上月成長 2.0% 至 415.9 億澳元。在貿易夥伴方面，對韓國(39.1%)、印度(70.6%)及日本(10.9%)的出口有所成長，而對美國(新加徵關稅)及中國的出口則分別下降 18.5% 及 2.2%。

2025 年 11 月澳洲就業人數為 1,465.6 萬人，較上月減少 2.13 萬人(-0.1%)，高於市場預期的 2 萬人，並較上年同期上揚 18.2 萬人(1.3%)。其中全職就業人數下降 5.65 萬人至 1,007.7 萬，兼職就業人數上升 3.52 萬人至 457.9 萬人，勞動參與率由上月的 66.9% 下滑至 66.7%，而失業率則維持在 4.3%。數據顯示，澳洲 11 月就業人數減少 2.13 萬人，遠低於市場預期，勞動參與率下滑，且近一年就業人數成長率(1.3%)低於人口成長率(2%)，反映澳洲就業狀況不佳。

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，若通膨持續上行，恐不利於澳洲央行未來降息的決策。

澳洲央行(澳洲儲備銀行)在 12 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，連續第四次維持利率不變。央行表示，通膨已從 2022 年的峰值顯著回落，但近期有所回升。儘管部分通膨上升為暫時性，數據確實顯示出通膨普遍回升的跡象，其中一部分可能具有持續性，值得密切關注。另，央行理事會亦警告稱，國內外經濟前景存在不確定性，如果國內經濟復甦動能強於預期且持續下去，可能會加劇產能壓力。因此，政策制定者認為，央行每次會議應謹慎行事並根據新公布的數據重新評估利率政策。

匯率方面，由於澳洲通膨持續上行，澳洲央行已連續四個月維持利率不變，而美國聯準會仍持續降息週期，短期內澳幣/美元走勢趨堅。

六、印度及東南亞

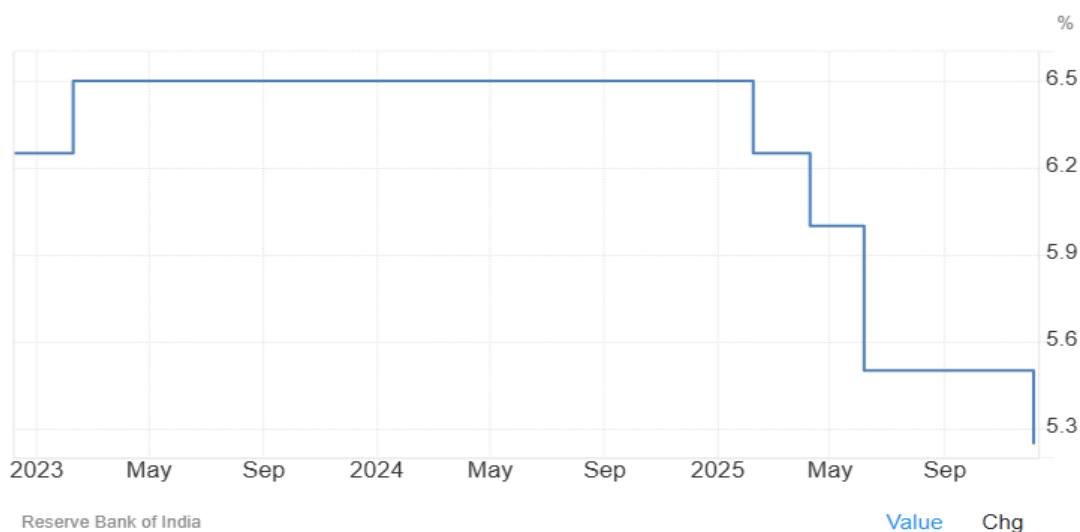
(一)印度—通膨溫和，印度央行 12 月會議降息一碼

11 月消費者物價指數 (CPI) 較去年同期上漲 0.71%，自上月的 0.25% 的歷史低點略有回升，主要反映貴金屬價格飆升的影響，蔬菜、豆類和香料價格下滑帶動食品價格持續下跌 3.91%，剔除貴金屬後核心通膨率為 2.4% 尚屬溫和，給予印度央行更多政策寬鬆空間。

印度央行 (RBI) 12 月會議降息 1 碼至 5.25%(repo rate)，符合預期，同時宣布本月將進行規模達 1 兆印度盧比 (約 111.4 億美元) 的公開市場操作，購買債券並額外進行 50 億美元的換匯交易 (forex swaps)，以向銀行體系注入流動性、加快低利率傳導。在經濟展望方面，RBI 將 2025/26 財年的 GDP 成長預期從先前的 6.8% 上調至 7.3%；整體通膨率從 2.6% 下調至 2.0%，處於印度央行 4%±2% 的目標區間內。

12 月 HSBC 印度綜合採購經理人指數 (PMI) 初值下滑 0.8 至 58.9，為 10 個月低點，製造業、服務業分別下滑 0.9、0.7 至 55.7、59.1，皆保持穩健擴張態勢。儘管新訂單下滑，但新出口訂單有所成長，就業人數略有增加，投入及產出成本均小幅上揚，價格壓力低於今年平均水準，企業信心雖減弱仍保持樂觀。

圖六 印度央行基準利率(repo rate)



資料來源:Trading Economics

(二)新加坡—電子產品需求暢旺帶動出口續揚

11 月消費者物價指數(CPI)、核心 CPI 年增率均持平於 1.2%，主要反映醫療保險價格大幅上漲 3.1%的影響，隨著政府在 2025 年至 2028 年分階段提高健保計畫（MediShield）保費，預計醫療保險價格仍將是通膨的主要來源。

11 月非石油國內出口（NODX）年增 11.6%，電子產品出口成長 13.1%，主要由個人電腦(PC)(+48.0%)、印刷電路板(PCB) (+26.8%)和積體電路(IC)(+22.9%)所帶動；非電子產品出口年增 11.1%，以藥品(369.8%)、泵(361.2%)和非電子發動機及電機(增長 123.2%)。對美國的出口成長大增 106%，對歐盟出口亦成長 66.3%。

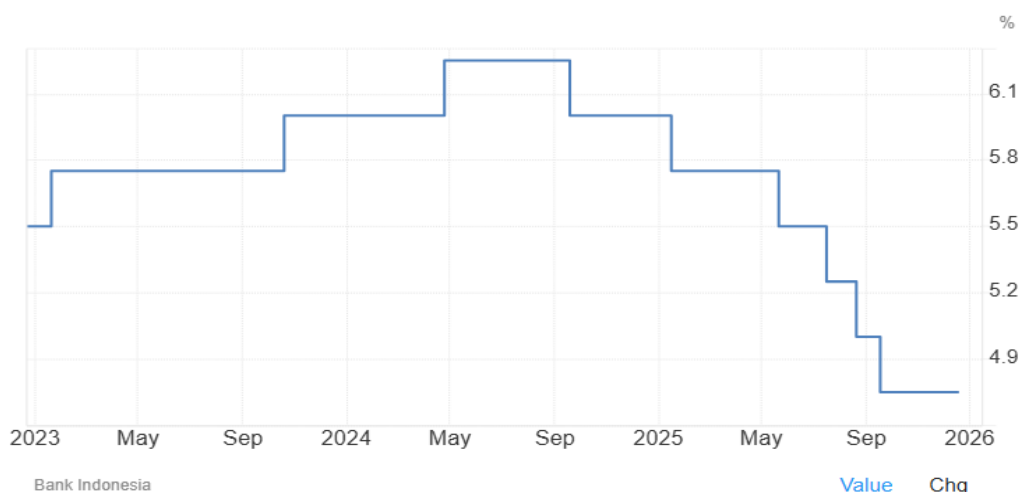
(三)印尼—觀望利率對企業傳導效果，印尼央行按兵不動

11 月消費者物價指數(CPI)年增率小幅回落至 2.72%，仍維持在印尼央行 1.5%-3.5%的目標區間內，其中食品價格漲幅(4.25%)為 3 個月來最低，但醫療保健成本漲幅加快、黃金首飾價格持續走揚，令核心通膨保持在 2.36%的 5 個月高點。

印尼央行 12 月會議維持基準利率(BI rate)於 4.75%不變，符合市場預期。該行對 2026 年 GDP 成長目標區間設定為 4.9%-5.7%，高於 2025 年的 4.7%-5.5%，主要反映家庭消費和非住宅投資的改善，但擔憂美國關稅的提前消費結束、對中國及印度的商品出口

放緩、加上聯準會降息審慎，恐限制資本流入，同時利率政策對企業傳導機制仍略顯薄弱，是以對未來降息步伐保持審慎。

圖七 印尼央行基準利率(BI rate)



資料來源:Trading Economics

(四)泰國—泰國央行降息支撐經濟，總理解散國會訂於明年2月選舉

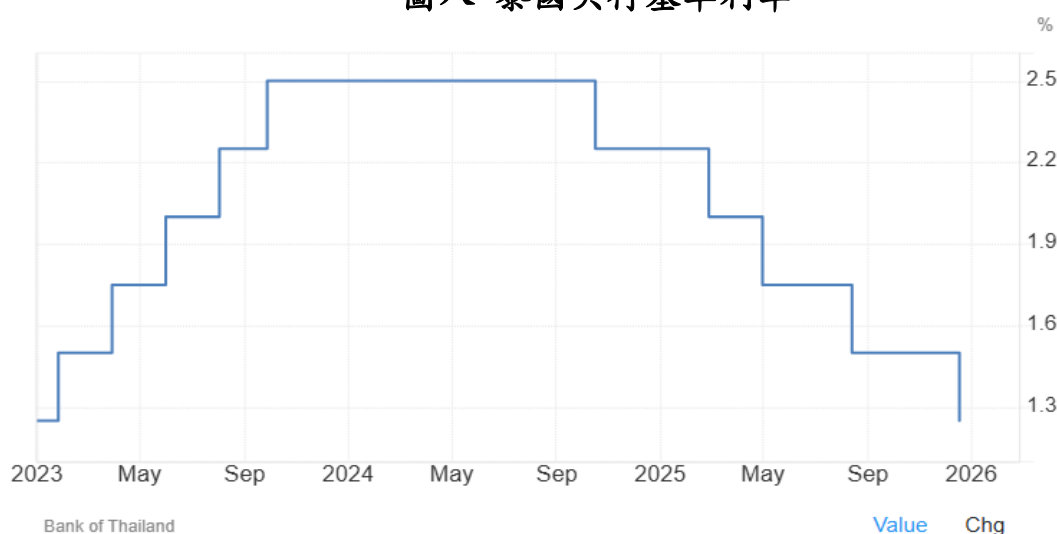
11月出口額年增7.1%至274.5億美元，反映年底前海外需求走強，其中，電腦設備及零件、電話設備、寶石及珠寶出口強勁，對美國的出口成長37.9%，但對歐盟、東協、中國、日本出口呈現衰退。11月進口額年增17.6%、達301.7億美元，以原料和半成品、資本貨物等為主。累計1-11月，出、進口額分別年增12.6%、12.4%，貿易逆差49.5億美元。

11月消費者物價指數(CPI)年減0.49%，通縮幅度略有收斂，剔除食品和能源後的核心CPI年增0.66%仍維持上漲趨勢，主要反映合艾市洪災推升新鮮蔬菜、食品配送及大眾運輸等物流相關價格，惟除橡膠以外，該地區非主要糧食生產中心，對食品通膨影響有限，通縮壓力猶存。

泰國央行12月會議降息1碼至1.25%，以支撐疲軟的經濟。該行維持2025年GDP預估2.2%不變，但下調2026年GDP預估0.1個百分點至1.5%。2025年的整體通膨預期從持平下調至-0.1%，2026年的通膨預期從0.5%下調至0.3%。泰國央行表示，通膨溫和反映全球能源價格走低和政府補貼，未來經濟將面臨來自美國

關稅和區域競爭加劇，出口增速放緩，以及天候、政治動盪、薪資成長乏力導致私人消費疲軟的雙重挑戰。

圖八 泰國央行基準利率



資料來源:Trading Economics

泰國總理阿努廷（Anutin Charnvirakul）於 12/11 宣布解散國會，預計 2026 年 2 月 8 日舉行大選，較原定計畫有所提前。據泰國國立發展管理學院民調中心 Nida Poll 公布的「2025 年第 4 季政治支持度調查報告」顯示，無論是總理人選或政黨支持度，「尚未決定」的比例均居首位，顯示民眾對當前政治格局仍持觀望態度。由於今年以來泰國經歷經濟、政治、與泰東邊境動盪等諸多不確定性，導致經濟疲軟(2025 年前三季 GDP 僅 2.4%)，選舉將造成政府政策推行短期延宕，惟若政治不確定性早日落幕，將有助明年經濟復甦。

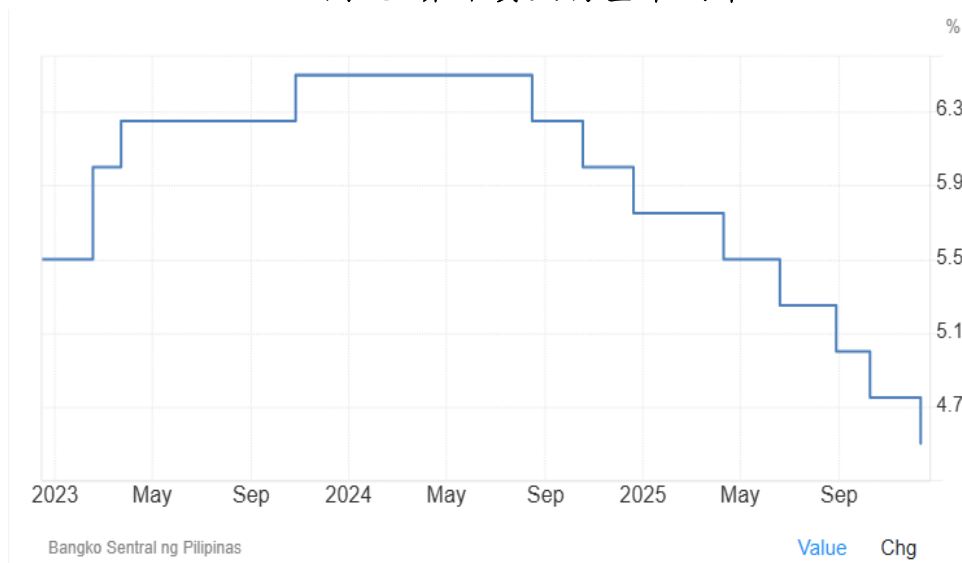
(五)菲律賓—菲律賓央行降息 1 碼，標普維持長期「BBB+」評等

11 月出口額達 69 億美元、年增 21.3%，其中，電子產品、黃金和香蕉出口均大幅成長，主要出口地為香港及美國占比各約 17%；11 月進口額年減 2% 至 104 億美元，主要由電子產品進口成長 16.6% 所帶動，抵銷礦物燃料、電信設備進口減少的影響，中國仍為最大進口來源國(占 28.7%)；累計 1-11 月，出、進口額分別年增 14.5%、4.3%，貿易逆差 452 億美元，較去年收窄 9.9%。

11 月消費者物價指數(CPI)降至 1.5% 的三個月低點，低於菲律賓央行 2%-4% 的目標區間，除住房成本、交通運輸價格加速上

揚外，其餘食品、酒精、家具等通膨漲幅趨緩。由於通膨前景依然溫和，政府對公共基礎設施支出以及持續存在的外部不確定性的擔憂，國內經濟成長前景有所減弱，菲律賓央行 12 月會議連續第 5 度降息 1 碼至 4.5%，但表示隨貨幣寬鬆政策和公共支出增加的效益顯現，預計國內需求將逐步復甦，未來降息幅度將相對有限，寬鬆週期接近尾聲。

圖九 菲律賓央行基準利率



資料來源:Trading Economics

標準普爾全球評等(S&P Global Ratings)維持菲律賓長期信用評等「BBB+」、短期評等「A-2」，並給予「正向」展望。標普指出，儘管貪腐醜聞影響今年的經濟表現，長期成長前景依舊穩健。

世界銀行 12 月公布《菲律賓經濟動態報告》，基於投資活動疲弱、全球商業服務需求下滑、觀光客人數減少，以及天災致使部分公共建設計畫延宕等國內因素干擾，二度下修 2025 年經濟成長率預測至 5.1%，惟隨通膨趨緩、就業情勢穩定，以及貨幣環境政策轉趨寬鬆，預估未來兩年經濟成長可望溫和回升。世銀建議菲國應推動更大膽的結構性改革，持續強化物流與能源領域發展、改善通關流程並簡化許可程序，以提升競爭力並吸引更多投資。

(六)馬來西亞—通膨小升，農產品拖累出口，11月貿易順差收窄

11月消費者物價指數(CPI)年增率小幅上升至1.4%，主要反映酒精飲料和菸草及教育費用上揚，由於金融服務及雜項類通膨持續，剔除生鮮食品價格和政府管制價格的核心通膨率年增2.2%，仍為兩年來最快水準。

11月出口值年增7%至MYR1,350億元，為三個月最低，主要因農產品(棕櫚油及製品)出口下滑6%所致，製造業和採礦業出口增幅保持穩定，對新加坡、中國及歐盟出口有所成長，但對美國及日本出口下降；11月進口額大增15.8%至MYR1,289億元，創七個月以來的最快增速，主要因資本貨物(56.8%)和中間產品(5.0%)進口成長所帶動，反映因應年底電子產品海外需求強勁帶動的設備需求，自中國(33%)、台灣(14%)、韓國(79%)等國進口均大增；進出口相抵，11月貿易順差收窄至MYR61億元。