

2025.12.26

近期主要央行的貨幣政策方向分歧。美國續降息並重啟短天期公債購買，歐洲央行按兵不動，日本央行再度升息，而中國人行仍維持寬鬆。此一分化格局恐將影響全球資金流向並提高金融市場波動風險。

在國內方面，在AI、高效能運算與雲端服務需求持續強勁帶動下，客戶拉貨動能延續，雖然非AI相關產業受需求保守與市場競爭影響而抵銷部分成長，但整體動能仍優於上月，使製造業者對當月及未來半年的景氣看法同步改善；服務業方面，證券業雖受11月台股回檔影響，但成交量回升與創新板新制推動承銷動能，帶動業者看好當月景氣，批發業則受惠拉貨回溫、匯率貶值與資通訊外銷增溫，使業者對當月及未來半年景氣持樂觀態度。

營造業在當月及未來半年仍維持成長動能，公部門為達成年度95%目標加速公共工程進度，加上2026年起捷運土城樹林線高架段與環狀線東環段等大型基礎建設陸續動工，使相關工程需求持續增加；同時，高科技產業建廠計畫穩步推進，也帶來廠房營建與機電工程的穩定需求。不動產方面，第四季買盤較活絡帶動中古屋小幅回升，但因缺乏新屋交屋潮，11月交易量較前月減少6.3%。展望未來，央行此次理監事會議決策較類似精準導流而非全面解封，自住買盤仍為主要支撐力，但投資與多屋族受限於資金成本與貸款條件，加上買賣雙方對價格仍有認知差距，故整體房市仍將處於低檔盤整格局。

根據本院調查結果，經過模型試算後，2025年11月製造業、服務業與營建業的營業氣候測驗點全面上升，三大產業景氣皆呈現連續走揚的態勢，顯示整體企業景氣信心持續改善。

## 一、國際情勢

觀察近期國際經濟情勢，美國11月製造業採購經理人指數(PMI)降至48.2點，連續九個月落在衰退區間，新訂單、就業與供應商交期全面轉弱，顯示關稅不確定性與10月政府關門對需求造成明顯壓力；歐元區方面

，11月綜合經濟觀察指標(ESI)小幅回升至97.0點，景氣情緒略有改善；工業信心因生產與訂單展望轉弱而下滑，服務業則受需求回升帶動而顯著好轉，消費者信心則大致維持穩定；日本11月製造業PMI雖小幅回升，但仍連續五個月位於收縮區間，主要受全球景氣放緩與企業預算縮減影響，使產出與新訂單持續疲弱；中國製造業PMI則回升至49.2，除原材料庫存外，多數指標較10月改善，反映製造業活動趨穩。東南亞製造業PMI升至53.0，內需支撐新訂單與產出同步擴張，採購活動連續第四個月成長，整體景氣續呈擴張態勢。

## (一) 美國

美國商務部經濟分析局(BEA)發佈2025年第三季美國經濟成長數值；第三季GDP成長年增率(yoy)為2.3%。內需方面，民間消費由第二季的2.7%下滑至第三季的2.6%，而民間投資轉為負成長。而在外需市場表現上，美國第三季的商品暨服務出口與進口成長年增率分別為1.5%與-1.8%。在2025年全年度的美國GDP方面，EIU與S&P Global於2025年12月發布預測值分別為1.9%與2.0%，均維持前次預測值不變。

因先前聯邦政府關門影響，10月的失業與物價統計無法如期調查與公布。在就業市場方面，2025年11月美國失業率由9月的4.4%上升至4.6%，新增非農就業人數由10月的減少10.5萬人轉為增加6.4萬人。從產業來看，新增就業主要集中在醫療保健業與社會救助業所貢獻；在物價方面，11月消費者物價指數(CPI)年增率降至2.7%，低於9月的3.0%。其中，能源價格年增率上升，但食品與飲料價格增速則明顯放緩。由於二手車、交通運輸服務、醫療保健服務與休閒娛樂的價格漲幅縮小，核心CPI年增率則由3.0%下降至2.6%。此外，反映聯邦政府的電動車稅額抵免於9月30日結束後，電動車銷量大減，令汽車相關零售銷售年增率明顯回落，加上電子產品、加油站及餐飲店等零售銷售年增率成長亦同步轉弱影響，美國2025年10月零售銷售額年增率達3.5%，較修正後前值下滑0.7個百分點。公用事業、採礦業及占工業生產比重最大的製造業年增率均有所上揚，令9月工業生產年增率由8月的0.9%增至1.6%。

至於美國經濟近期的景氣展望方面，參考美國供應管理研究所(Institute of Supply Management, ISM)公佈美國的2025年11月製造業PMI數值為48.2點，較前月下滑0.5個百分點，已連續九個月落在衰退區間，顯示製造業持續處於收縮狀態。進一步觀察分項指數可見，整體指數下滑主要反映新訂單、就業及供應商交貨指數較10月全面走弱，顯示關稅及其相關不確定性持續對製造業造成壓力。同時，美國政府自10月起關門至11月中旬才結束，也可能削弱部分需求，進而拖累新訂單指數的表現。此外，美國ISM公布的2025年11月非製造業PMI為52.6點，較前月上升0.2點。支撐成長的主因在於供應商交期延長與商業活動增加。

## (二) 歐洲

歐盟統計局(Eurostat)發佈2025年第三季歐元區(EA20)經濟成長年增率為1.4%，略低於上半年1.6%的增幅。第三季經濟成長貢獻主要來自於家庭最終消費支出、固定資本形成與政府最終支出。此外，在2025年全年度的歐元區GDP方面，EIU與S&P Global於2025年12月發布預測值分別為1.2%與1.5%，EIU維持前次預測值不變，S&P Global則較前次預測值上修0.1個百分點。

就業市場方面，歐元區於2025年10月失業率維持在6.4%不變，失業人數較上月減少1.3萬人，達1,103.3萬人。物價方面，雖然服務類價格年增率持續上行，但食品、酒精與菸草價格漲幅走低，使2025年11月歐元區整體CPI與核心CPI年增率分別維持在2.1%與2.4%，與10月相同，呈現平穩走勢。歐元區10月零售銷售年增率由9月的1.2%回升至1.5%，主要受惠於非食品商品與汽車燃料銷售年增率同步走高，共同推升整體零售表現。歐元區10月工業生產年增率由前月的1.2%升至2.0%，主因能源部門與非耐久財製造業的產出大幅成長所帶動。

在歐洲經濟展望方面，參考歐盟委員會公佈的ESI，歐元區2025年11月的ESI為97.0點，較上月數值增加0.2點。其中，工業信心較上月走低，主要因企業對未來生產與訂單水準的評價轉弱，且對過去產出與出口訂單的看法也明顯惡化；不過成品庫存評估略有改善。相對地，服務業信心明顯上升，受惠於過去需求、營運狀況及未來需求預期的全面改善。

消費者信心則大致持平，雖然消費者對整體經濟情勢的看法略為提升，但家庭過去財務狀況的評價小幅下降，使整體指標變化有限，而對未來財務情況與重大購買意願仍保持穩定。

### (三) 日本

日本內閣府公布2025年第三季GDP年增率第2次速報值為0.6%，較第1次速報下修0.5個百分點。其中，僅政府消費年增率較第二季增加0.3個百分點，其餘包括民間消費、民間住宅、民間企業設備投資年增率，皆較第2季下滑，年增率分別為1.2%、-7.5%及1.0%。日本財務省公布，2025年11月出口為9兆7,147億日圓，較2024年同期成長6.1%，已連續三個月正成長，主要受半導體等電子產品、醫藥品及非鐵金屬等需求帶動；進口額為9兆3,924億日圓，年增1.3%，亦為連續3個月成長，主要係原動機進口成長逾5成，加上半導體等電子零組件及醫藥品進口增幅超過1成所致。在2025年全年GDP表現方面，EIU、S&P Global最新預測值分別為1.3%、1.2%，前者較前次預測值上修0.3點，主要反映日本政府11月公布、規模達21.3兆日圓財政刺激方案，有助支撐經濟成長；後者則因日本下修第3季GDP成長預測值0.2個百分點，顯示整體成長動能趨緩；對2026年GDP預測值分，EIU與S&P Global分別為0.7%、0.9%。

在就業市場方面，依據日本總務省公布2025年10月經季節調整後失業率為2.6%，與9月持平。物價方面，11月CPI年增率為2.9%，較10月數值減少0.1個百分點，主因生鮮果物、交通及通訊價格漲幅縮小；核心CPI年增率為3.0%。在工業生產方面，2025年10月工業生產指數年增率由2025年9月3.8%降至1.6%，主要受生產用機械、金屬製品、印刷用紙與製紙、鋼鐵與非鐵金屬工業等產量較2024年同期減少影響。

在經濟展望方面，S&P Global引用au Jibun Bank指出，日本11月製造業PMI為48.7，雖較10月數值增加0.5點，但仍處於榮枯線之下，反映全球景氣低迷與客戶端預算緊縮，致產出、新訂單及供應商交貨時間等指標持續下滑。所幸，就業及商業信心指標分別創三個月及十個月以來新高，使整體指標略有改善。服務業PMI為53.2，較10月數值微增0.1點，儘管新出口業務已連續第五個月衰退，但新訂單增幅為三個月以來首次轉正

，帶動就業指數增幅創十個月以來新高，致服務業PMI連續第八個月處於擴張區間。

#### (四) 中國

根據中國國家統計局發布2025年11月全國規模以上(主要業務收入在2,000萬元及以上的工業企業)工業增加值年增率為4.8%，較10月減少0.1個百分點；社會消費品零售額年增率1.3%，較10月減少1.6個百分點，其中商品零售、餐飲年增率分別為1.0%、3.2%；1-11月全國(不含農戶)固定資產投資年增率-2.6%，其中民間固定資產投資年增率-5.3%。房地產指標方面，1-10月房地產開發投資年減幅擴大至-15.9%，其中商品房銷售額及面積年增率分別為-11.1%及-7.8%。依據中國海關總署發布2025年11月貿易額5,490億美元，年增4.3%，其中進出口分別年增1.9%及5.9%。在2025年中國GDP方面，EIU、S&P Global最新發布預測值分別為5.1%、5.0%，前者皆較上次預測值上修0.2個百分點，主因前三季出口表現強勁、美中關係趨穩及政府在「十五五」規劃中重新聚焦經濟成長；後者維持上次預測值。對2026年GDP預測值皆為4.6%。

在就業市場方面，2025年11月全國城鎮調查失業率為5.1%，與10月數值持平。在全國居民消費價格(CPI)方面，2025年11月CPI年增率0.7%，較10月數值上升0.5個百分點，除居住及交通通信類價格持平或下跌外，其餘類別商品價格普遍上揚；11月核心CPI年增率為1.2%。

在中國經濟展望方面，依據中國國家統計局公布11月製造業PMI為49.2%，較10月數值增加0.2個百分點，除原材料庫存持平外，其餘指標皆較上月改善，顯示整體製造業活動略有回溫。11月非製造業PMI指數為49.5%，較10月數值減少0.6個百分點，為2023年1月以來新低，主要因新訂單表現惡化所致，整體活動已跌破榮枯線。

#### (五) 東南亞

在2025年全年東南亞國家GDP方面，依EIU與S&P Global最新發布數據，兩者對菲律賓預測值均維持前次數值，EIU及S&P Global預測值分別為5.0%、4.8%；印尼及泰國方面，EIU皆調高對GDP年增率預測值達

5.0%及2.0%，S&P Global則維持前次預測值5.1%及2.0%。越南、馬來西亞及新加坡方面，EIU及S&P Global皆上修GDP年增率預測值，分別7.8%、4.8%及3.7%；7.5%、4.4%及4.3%。

在就業市場方面，2025年10月菲律賓、馬來西亞、新加坡及泰國失業率分別為5.0%、3.0%、2.0%及0.7%。在消費者物價方面，2025年11月越南、印尼、菲律賓及泰國CPI年增率分別為3.6%、2.7%、1.5%及-0.5%。馬來西亞10月CPI年增率受到資訊通訊、服裝鞋帽和運輸類價格年增率下跌影響，較9月數值減少0.2個百分點至1.3%；新加坡受到交通運輸及醫療保險價格年增率上揚影響，10月CPI年增率升至1.2%，創2025年1月以來新高。

在東南亞經濟展望方面，參考S&P Global東協製造業PMI，11月PMI為53.0點，較10月數值增加0.3點。雖然海外訂單下滑抵銷部分內需訂單成長，帶動新訂單與產出同步加速，並推升採購活動連續第四個月成長，整體製造業表現續位於榮枯線之上。從國家別觀察，菲律賓及越南因颱風影響供應鏈及生產進度，新加坡雖採購需求成長，但受到運輸延誤與勞工短缺影響，PMI指標皆較10月下滑，11月製造業PMI分別達47.4、53.8及55.4；其餘國家製造業PMI表現皆較上月改善，11月數值依序泰國(56.8)、印尼(53.3)及馬來西亞(50.1)。

## 二、國內情勢

首先在對外貿易方面，11月進出口表現依舊強勁，出口年增率由10月的49.18%提升至55.98%，進口亦由14.53%大幅擴增至44.95%。目前出口成長動能呈現結構性分化，主要集中於資通訊與電子等AI相關產業，非AI相關產業成長相對溫和或仍待復甦；在進口方面，受AI產業鏈國際分工及出口擴張所帶動，企業資本設備的購置需求明顯增加，推升11月進口成長。累計2025年1~11月出口較去年同期成長34.05%，進口成長23.45%，總計2025年1~11月出超金額為1,377.05億美元，成長84.89%。

國內生產方面，人工智慧、高效能運算及雲端資料服務等需求續強，支撐資訊電子產業生產動能穩健成長，惟部分傳統產業因市場競爭及需求動能不佳而續呈減產。整體而言，11月製造業生產指數達120.84，月

增4.46%，年增17.35%。從細部產業來看，資訊電子產業表現強勁，年增率續維持雙位數成長；非資訊電子相關產業則受海外同業競爭及終端需求仍疲影響，部分廠商持續調節減產或進行產線排修，導致金屬機電工業年減7.53%、化學工業年減3.57%、民生工業年減7.97%。整體而言，2025年1至11月工業生產年增16.25%，其中製造業成長17.38%。

內需消費方面，11月零售業營業額達4,459億元，年增1.41%，若不計汽機車零售業，年增率為3.32%。受惠於週年慶、雙11及黑色星期五等購物節檔期帶動消費動能，並搭配業者因應政府普發現金政策加碼促銷，有效刺激民眾消費意願，進而挹注百貨公司、量販店，以及布疋與服飾、資通訊與家電設備等零售業之業績表現。整體而言，累計今年1至11月營業額仍較去年同期小幅衰退0.32%，綜合商品零售業則維持年增3.25%；餐飲業部分，11月餐飲業營業額884億元，年增2.77%，其中餐館及飲料店因業者掌握普發萬元商機推出優惠促銷，加以季節限定新品熱銷及營業據點擴增，有助於餐飲業營業額年增率續呈成長態勢，累計1~11月餐飲業營業額較上年同期增加3.21%。

物價方面，受到去年康芮及天兔颱風影響，蔬菜價格基期偏高，另11月蔬菜價格年減幅度擴大，進而拉低整體食物類價格的年增率。11月整體CPI年增率由10月1.47%縮減至1.23%，核心CPI年增率亦由10月的1.83%縮減至1.72%；PPI方面，因化學材料、電子產品、與電子零組件生產者價格年增率上升，使PPI指數年增率由10月的-3.24%縮減至-2.80%。累計2025年1~11月CPI年增率1.69%，PPI年增率為-1.79%。

勞動市場方面，2025年11月失業率3.33%，較上月及上年同月均下降0.03個百分點，今年1至11月失業率平均為3.35%，較上年同期下降0.04個百分點。在勞雇雙方協商減少工時方面，2025年11月底共有9,153名勞工實施減班休息，尤以金屬機電工業受影響最嚴重，其實施人數高達6,404名勞工，占整體減班休息人數70.0%。薪資方面，10月本國籍全時受僱員工總薪資平均數為60,675元，年增7.40%，10月經常性薪資平均數為51,107元，年增3.93%，扣除物價上漲因素後，2025年1~10月實質經常性薪資平均數年增1.47%，1~10月累計實質總薪資年增2.23%。

國內金融市場方面，11月本國五大銀行(台銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀)新承做放款加權平均利率為2.119%，較10月的2.187%下降0.068個百分點。股市方面，金融市場對AI科技類股出現過度炒作與泡沫化的疑慮升溫，加上部分資金進行獲利了結，致使AI相關權值股表現轉弱，台灣加權指數11月底收在27,626.48點，較10月底下跌2.15%，平均日成交量為5,715.21億元。匯率方面，在AI相關泡沫疑慮升溫下，外資大幅賣超台股並同步匯出資金，影響新台幣走勢趨貶，11月底匯率收在31.408美元，貶值2.10%。

### 三、廠商調查結果

在國內製造業對當月景氣看法上，傳統產業表現尚未明顯轉好，化學工業與鋼鐵基本工業較上月調查相比維持不變，看壞當月景氣的廠商比例依然高於看好者；在電力機械業方面，受惠於政府與民間設備出貨順暢、工程進度順利，加上主要電力設備出貨增溫，帶動電力機械器材製造廠商營收表現，使得看好當月景氣的電力機械業者比例較上月提升；電子機械業方面，11月半導體景氣呈現分歧：晶圓代工與封測業景氣多以持平看待，DRAM業則明顯轉強。晶圓代工營收較上月下滑，主要因AI帶動先進製程仍旺，但手機與消費電子需求疲弱，加上上半年提前拉貨使客戶備貨轉趨保守；DRAM製造業受惠於國際大廠將產能轉向高頻寬記憶體(HBM)等高階產品，傳統DRAM供給收縮推升報價，使營收大幅成長；封測業則在AI需求支撐下高階封裝與測試利用率維持高檔，惟受非AI終端需求疲弱及提前拉貨效應影響，營收較上月減少。整體而言，約三成電子機械業者看好當月景氣，近六成認為景氣持平。

在未來半年景氣看法上，鋼鐵基本工業方面，自2026年起中國將啟動鋼鐵出口管制，範圍涵蓋熱軋、冷軋、鍍鋅鋼材、半成品鋼材及全類別不銹鋼，預期將有助改善全球鋼市供需並穩定價格走勢，故看壞未來半年景氣的業者比例相較上月已有所下降；電力機械業方面，隨著電源開發與電網強韌計畫加速推動，台電及民間企業對重電設備的需求持續升溫，帶動訂單明顯成長。同時，國內電力設備製造商亦陸續承接儲能、充電樁等電氣設備的統包工程，進一步強化營收動能，使業者對未來半年景氣的看法較上月樂觀；電子機械業方面，AI技術持續推升先進製



程、先進封裝與高階測試的產能利用率，加上記憶體市場回暖，使記憶體製造業營運明顯受惠。然而，美國關稅政策迫使部分供應鏈提前拉貨，導致後續訂單能見度受限，削弱業者對未來接單的信心。整體而言，看好未來半年景氣的電子機械業者比例較上月有所下降。

在製造業調查部分，根據本院對製造業廠商所做2025年11月問卷結果顯示，認為當(11)月景氣為「好」比率為24.0%，較10月17.9%增加6.1個百分點，認為當月景氣為「壞」的比率則為23.1%，較10月29.8%減少6.7個百分點；由整體廠商對未來半年景氣看法加以觀察，看好廠商由2025年10月的19.4%增加3.7個百分點至當月的23.1%，看壞比率則由10月的30.4%減少6.7個百分點至當月的23.7%。

將上述製造業對當月及未來半年景氣看法比率之調查結果，經過本院模型試算後，2025年11月製造業營業氣候測驗點為94.42點，較10月修正後之92.03點增加2.39點，呈現連續五個月呈現上揚態勢。

服務業方面，證券業雖受11月台股走勢回檔影響，但因市場成交量增加，有效支撐券商經紀業務收入，加上創新板新制推行帶動掛牌家數成長，承銷與輔導收入隨之提升，致使證券業看好當月景氣表現的業者比例，較上月調查明顯提高；批發業則因下游拉貨需求回升、新台幣貶值帶動出口競爭力，加上AI科技應用需求強勁，資通訊產品外銷增溫，故約四成批發業者看好當月景氣；銀行業方面，雖核心存放款利差維持穩定，但股市走弱使投資收益下滑，信用卡簽帳金額大減也壓縮手續費收入，加上10月高基期，使合併營收轉為月減，約三成銀行業者因此對景氣看法偏向保守。

在未來半年景氣看法上，保險業景氣看法分歧。雖然美國聯準會於12月再度降息，有助金融環境寬鬆，但金融市場對AI泡沫的疑慮升高，恐引發全球股市回調，加上IFRS 17上路後壽險資金配置更趨保守，均可能壓抑投資收益。保費方面，壽險2025年新契約大幅成長已墊高基期，使未來半年新契約保費增速預期將放緩；產險則受汽車市場回溫與公共工程帶動，車險、工程險與火險保費可望穩健成長。整體而言，約五成業者看好後市，但仍有四成偏向保守；批發業方面，展望則相對樂觀。台美貿易協商有望取得進展，加上市場預期川普政府將把政策重心回到

穩定內需，有助降低關稅不確定性。同時，部分關鍵料件供不應求可能推升產品價格，進而強化批發端接單與出貨動能。在多項利多支撐下，超過六成批發業者預期未來半年景氣將續呈正向發展。

將上述服務業對景氣看法調查結果，經過本院模型試算後，2025年11月服務業營業氣候測驗點為91.18點，較10月的88.09點增加3.09點，呈現連續兩個月的上揚態勢。

在營造業方面，不論是2025年11月或是未來半年，整體營造業景氣均為成長態勢，除了各公部門單位為力拼於2025年底達成95%計畫達成率，將責成所屬計畫包商加強旗下工程執行動能，已正式進入公共工程之加速趕工期之外，由於政府為擴大推動我國基礎交通建設發展，2026年起包含捷運新北土城樹林線高架段、台北環狀線東環段都將陸續進行施工作業，有利於本產業在公部門業務領域維持成長表現，況且尚有高科技業者穩定推進建廠計畫，釋出相關廠房營建工程、機電及管道工程案的挹注所致。

其次不動產業方面，雖然部分首購、換屋族群買氣，加上第四季為傳統購屋旺季，也支撐整體房市交易動能，中古屋市場小幅回升，不過在缺少新屋交屋潮的挹注下，仍導致11月整體交易量較10月衰退6.3%。展望未來半年，央行最新理監事會議釋出政策方向由「硬性總量限制」轉為「精準控管與用途引導」，不論是投資或多屋族資金成本與貸款條件仍將受限，市場依舊以自住買盤為主要支撐力道，故短期內不動產業景氣恐持續處於低檔盤整階段。

將上述營建業對景氣看法調查結果，經過本院模型試算後，本次營建業2025年11月營業氣候測驗點為101.66點，較10月之100.54點上升1.12點，呈現連續六個月上揚的局面。

#### 四、綜合分析判斷

本院各產業研究人員根據廠商問卷調查及工業產銷等相關資訊，對個別產業未來半年之景氣趨勢綜合判斷如下：

- 11 月轉壞，未來半年較 11 月看壞之產業：  
金屬工具機業、自行車製造業、自行車零件製造業
- 11 月轉壞，未來半年較 11 月看好之產業：  
冷凍食品、不含酒精飲料、機車製造業、精密器械、銀行業
- 11 月轉壞，未來半年維持持平之產業：  
印刷業、陶瓷及其製品、家用電器、視聽電子產品、運輸工具業、汽車製造業、機車零件製造業
- 11 月持平，未來半年較 11 月看壞之產業：  
化學工業、石化原料、塑橡膠原料
- 11 月持平，未來半年較 11 月看好之產業：  
食品業、製油、製粉及碾穀、皮革毛皮製品、金屬建築結構及組件業、電子零組件業、營建業、零售業
- 11 月持平，未來半年仍維持持平之產業：  
總製造業、屠宰業、飼料業、紡紗業、紙業、人造纖維製造業、橡膠製品、塑膠製品、非金屬礦物、玻璃及其製品、水泥及其製品、鋼鐵基本工業、金屬製品、金屬模具、螺絲及螺帽、電力機械、電線電纜、電子機械、通信機械器材、汽車零件、建築投資、餐旅業、保險業、運輸倉儲業
- 11 月轉好，未來半年較 11 月看壞之產業：  
石油及煤製品、育樂用品業
- 11 月轉好，未來半年較 11 月看好之產業：  
成衣及服飾、電力機械器材製造、一般土木工程業、批發業
- 11 月轉好，未來半年仍維持持平之產業：  
紡織業、織布、木竹製品業、化學製品、機械設備製造修配業、產業機械業、資料儲存及處理設備、證券業、電信服務業