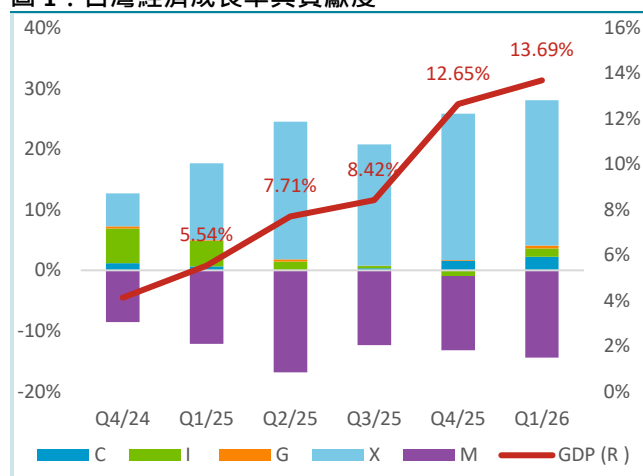


台灣經濟展望

2026 年台灣經濟可望延續高成長

台灣第一季實質經濟成長率由前季的 12.65% 進一步升至 13.69%，優於主計總處與央行原先預估的 11.46% 與 11.56%。AI 等新興科技需求持續攀升，加上新一代高階產品量產，半導體與資通訊產品出貨動能強勁，出口年增率達 35.25%。產業鏈國際分工帶動進口大幅成長，年增率達 27.07%，淨外需對 GDP 貢獻度為 9.62%。民間消費對經濟成長貢獻 2.23%，其中國人於國內消費年增率由前季的 3.07% 回升至 4.54%，明顯優於去年同期的 0.37%，跨境旅遊亦維持雙位數成長。去年底普發現金的遞延效應，加上台股頻創新高帶來的財富效果，均提振民眾消費意願。資本形成則在廠商持續擴充產能與投入研發帶動下，第一季對 GDP 貢獻度為 1.38%。政府消費貢獻度亦由 0.10% 升至 0.46%。

圖 1：台灣經濟成長率與貢獻度



資料來源：主計總處

展望 2026 年，隨著全球 AI 算力需求持續擴張，淨出口仍是台灣 GDP 最主要的貢獻來源。不過，因去年下半年基期較高，年增幅料逐季放緩。關鍵零組件供不應求，不論是半導體業者擴充先進製程與封裝產能，或伺服器供應鏈擴大生產線，皆可望支撐民間投資持續成長。上市櫃企業獲利表現亮麗，有助提升調薪、獎金與股利發放意願，連同最低工資調升與所得稅制優化，均可挹注民眾購買力。不過，中東地緣政治不確定性恐加劇股市波動。新青安貸款利息補貼期限將屆，高油價亦可能影響車市表現，並抑制民眾出遊意願。

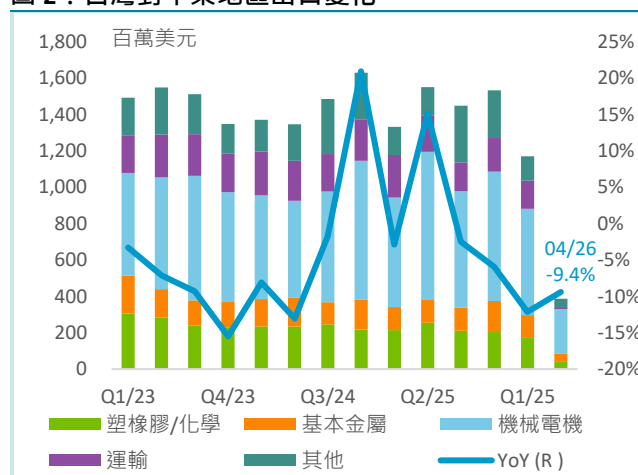
主計總處與央行於 2 月及 3 月皆預估今年 GDP 有望突破 7%，分別達 7.71% 與 7.28%。不過，伴隨中東衝突爆發，根據 3/17 主計長陳淑姿於立法院備詢時的說明，油價若上漲 10%，對 GDP 的影響約為 0.12%，對 CPI 的影響約為 0.24%。考量主計總處於 2/13 發布今年 GDP 預測時所設定的 OPEC 平均油價為每桶 58.6 美元，若單純以平均油價升至每桶 100 美元推估，GDP 成長率可能受其影響約 0.85%。

目前中東戰事引發的能源價格波動尚未明顯衝擊經濟前景，但在 AI 需求支撐景氣上修的同時，全球地緣政治與美國經貿政策變數仍將牽制成長動能，下半年台灣經濟仍面臨雙向風險。

出口延續強勁成長動能

今年第一季台灣對全球商品出口年增 51.1%，其中對美年增率達 98.9%，對東協亦成長 52.3%，對日、韓約成長 25% 至 37%，對歐盟更高達 77.9%。對中國出口年增率亦由去年同期與第四季的 8.1% 及 10.3% 回升至 26.2%。受提前出貨效應影響，去年第二季基期相對偏高，但推估未來兩季仍可維持 30% 以上的年增表現。

圖 2：台灣對中東地區出口變化



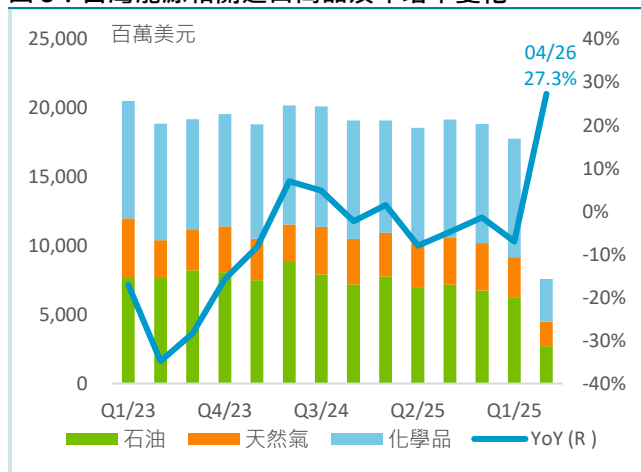
資料來源：財政部

2025 年台灣對中東地區出口總額為 58.66 億美元，佔整體出口比重僅 0.9%，約佔 2025 年名目 GDP 的 0.64%。其中最大宗仍為包含半導體與資通訊在內的機械電機設備，佔比 47%，其次為塑橡膠與化學品 15%、運輸

工具 13%、基本金屬 9%。但若扣除以色列，台灣對中東出口中屬非 ICT 產業的比重將進一步升至 62%。受荷姆茲海峽航運中斷影響，3、4 月對中東出口明顯下滑，若戰事延宕，對傳統產業的負面衝擊恐進一步擴散至其他經濟面向。

儘管能源價格大幅上揚，台灣第一季能源與化學相關進口額反較去年同期減少 13.3 億美元，年減 7%。隨著經濟部與國營事業積極分散能源供應，4 月相關商品進口金額較去年同期大增 27.3%。假設今年其餘三季皆以此年增幅推估，進口額將增加 152.8 億美元。若再將今年首季進口額下滑因素納入考量，全年變動數約佔 2025 年名目 GDP 的 1.5%。整體而言，若戰事未進一步影響電力供應與生產活動，高油價與航運中斷對台灣 GDP 的影響仍在可控範圍內。然而，若戰事拖延至 6 月，除將加劇產業分化外，亦恐衝擊全球經濟與金融市場，並對企業與民眾信心造成難以量化的打擊。

圖 3：台灣能源相關進口商品及年增率變化



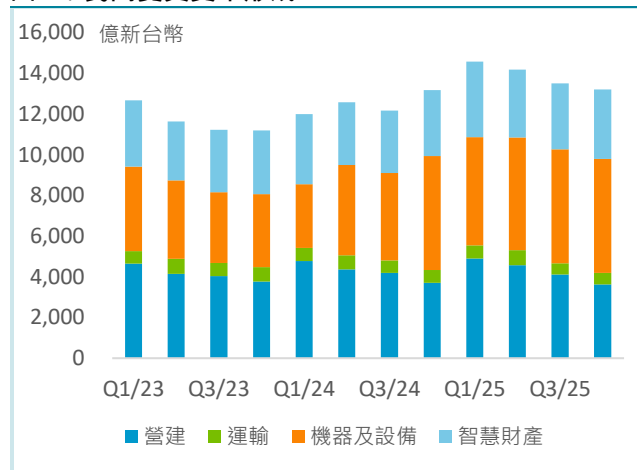
註：Q2/25 為 4 月份單月數據
資料來源：財政部

新興科技需求支撐固定投資

伴隨電子與資通產品出口熱絡，固定投資成為支撐 GDP 成長的第二引擎。不過，從資本財型態來看，表現呈現分化。自 2025 年第二季起，營建工程資本形成規模逐季下滑，機器設備投資則轉為快速成長。隨著房地產降溫，民眾投資熱潮由房市轉向股市，預期今年營建工程型資本形成仍將低迷。運輸工具資本形成規模相對較低，但今年第一季大客車、大貨車與小貨

車領牌數仍較去年同期下滑 3.4%，其中自用大貨車與小貨車分別年減 11.2%與 18.7%，另營業用小客車年減 12.5%，顯示小型企業經營環境仍偏嚴峻。

圖 4：民間實質資本形成



資料來源：主計總處

自第七波信用管制以來，全國房市買氣急凍，買賣移轉棟數由 2024 年的 35.1 萬戶降至 2025 年的 26.1 萬戶，今年首季僅 6.0 萬戶，創 2017 年第一季以來新低。不過，年增率已由去年第三、四季的 -31.3%與 -16.5%收斂至 -4.3%，顯示房市買氣或有機會於今年築底。然而，隨著 2021~2023 年間大幅增加之住宅類建照於 2024 年起陸續交屋，2025 年使用執照戶數創下 14.3 萬歷史高峰，2026 年首季使用執照達 3.2 萬戶仍高於去年同期，餘屋庫存仍需仰賴建商讓利與時間消化。

圖 5：資本設備進口與樓地板開工面積年增率變化



資料來源：內政部、財政部、主計總處

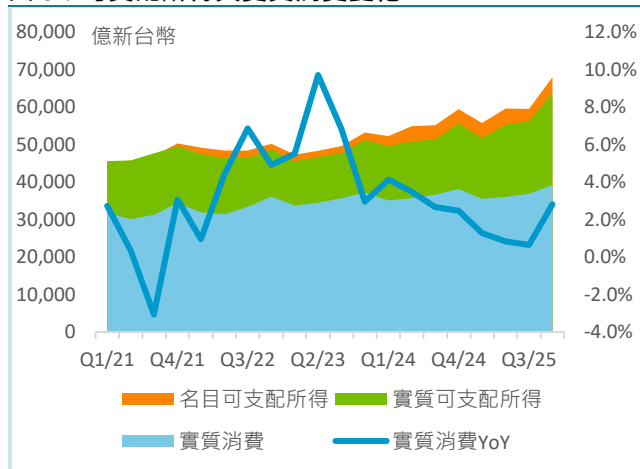
資本設備進口年增率從 2025Q1 的 64.5%逐季下滑，今年第一季為 33.5%，考量去年基期已高，此增速已是相當強勁表現。此外，存貨變動對 GDP 的負貢獻已有所

收窄，觀察 2018 年後庫存調整週期約為 3~7 季，主計總處與央行皆預估存貨將於今年轉為正貢獻。

消費動能回升但仍存隱憂

去年第四季名目可支配所得較前一季大增 8,413 億新台幣，遠高於 2024 年全年累計增加的 6,208 億增幅，股市榮景與普發現金應為主要原因。然而，實質可支配所得增幅僅 7,486 億，顯示物價影響下與名目增幅之落差。此外，第四季本為消費旺季，但去年第四季實質國民消費僅增加 2,902 億，對比 2023 年及 2024 年同期之 1,887、1,977 億增幅，反映普發現金 2,356 億元對消費的帶動效果可能有所遞減。實質消費年增率於去年各季分別為 1.3%、0.8%、0.6%與 2.8%，明顯低於 2023 年、2024 年的平均 6.2%、3.4%，顯見 AI 浪潮帶來的成長效益尚未普遍擴及各族群，民眾亦可能傾向將政府補貼轉為儲蓄與投資。

圖 6：可支配所得與實質消費變化

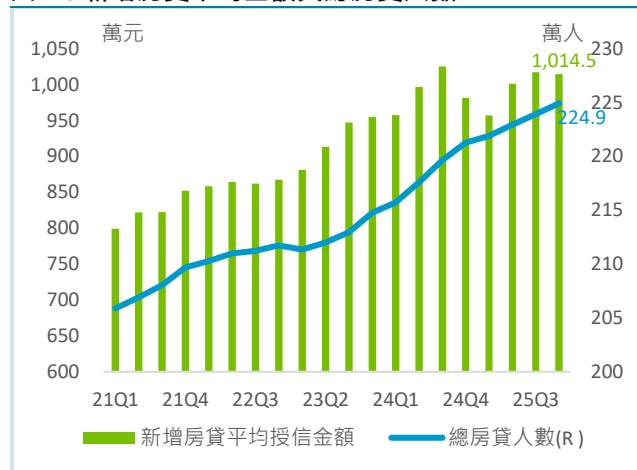


資料來源：主計總處

可支配所得僅扣除房貸利息支出，並未納入本金償還，在高房價環境下，民眾沉重的房貸壓力亦可能拖累消費表現。財政部於 2023/8 推出的新青安貸款政策將於今年 7 月到期，截至 3 月底累計撥貸戶數已逾 50.4 萬戶，累計撥貸金額達 2.684 兆新台幣。儘管新青安提供最長 40 年期、最高 1,000 萬元額度及 5 年寬限期等優惠條件，但財政部曾表示，新青安房貸戶中有 51% 未使用寬限期，申請 5 年寬限期者約佔 25%、3 年者約佔 14%，其餘 1~3 年約佔 10%。今年 8 月起，除內政部加碼之 0.375% 利息補貼將取消外，自 2022/3 起基準利率

減少調升之 0.125% 措施亦將結束，以 1,000 萬元房貸為例，每月利息支出恐提高約四千元。若同步進入還本階段，每月本息支出更可能由約 1.4 萬元躍升至 3 萬至 4 萬元。綜合物價與房市，下半年消費動能仍須審慎留意。

圖 7：新增房貸平均金額與總房貸人數

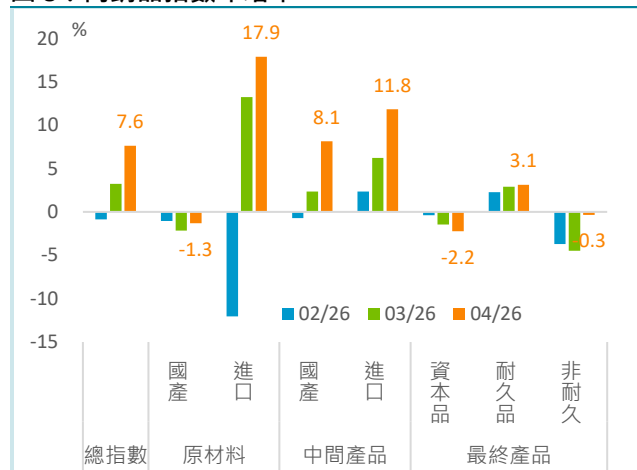


資料來源：聯合徵信中心

戰事延續下通膨料逐步升溫

若以每戶每月消費支出約 8 萬元為基準，4 月除水果與交通工具外，多數重要支出項目均呈上漲，其中外食費年增 248 元，居住類（含租金、電費）增加 374 元，油料費增加 232 元，運輸費增加 126 元，雜項支出增加 228 元。另外，權重前十大之重要民生物資，4 月僅有兩項價格下跌，1~4 月平均漲幅為 2.45%。就民眾實際感受而言，通膨壓力正逐步擴散。

圖 8：內銷品指數年增率

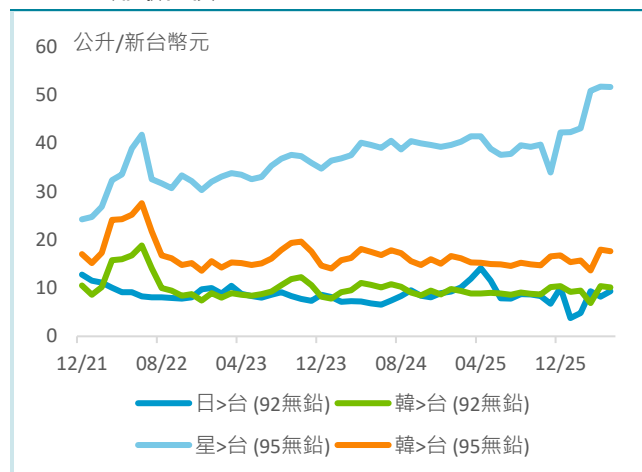


資料來源：主計總處

4 月 CPI 年增率升至 1.74%、PPI 升至 8.54%。內銷品指數年增率上升趨勢明顯，總指數於 4 月跳升至 7.6%。若進一步區分上、中、下游的國產品與進口品，可見原材料國產品指數仍呈年減，或與政府穩定物價機制有關；相較之下，進口品指數已大幅走高。中間產品無論國產或進口同步上升，最終產品漲幅仍不明顯，顯示進口物價上升壓力目前仍多由國內生產端吸收。惟大宗商品與航運價格恐難迅速回到戰前水準，物價壓力很可能在未來數月逐步傳導至終端產品。

行政院透過「亞鄰最低價」與「油價平穩措施」緩和國際油氣價格衝擊，汽柴油貨物稅減徵措施延至 9 月底，原訂於今年 3 月到期的關鍵原物料貨物稅減徵措施，亦同步延長至 9 月。以亞洲鄰國比較，5/17 中油 92 無鉛汽油每公升價格較日本低 9.3 元，95 無鉛汽油較韓國低 17.6 元。不過，納入日本政府補貼後，台日 92 無鉛汽油價差僅剩 1.4 元。95 無鉛汽油看似仍有較大漲價空間，但由於中油長期維持 92 與 95 無鉛汽油價差為 1.5 元，後續價格調整仍將以 92 無鉛汽油為主要參考依據。

圖 9：亞鄰最低價



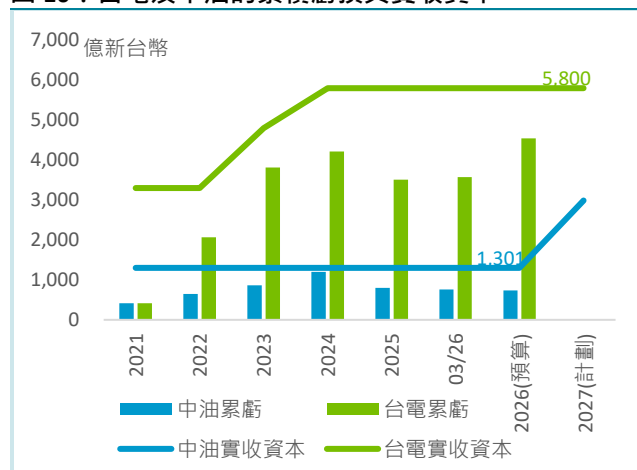
資料來源：台灣中油

此外，在油價平穩措施下，當 95 汽油價格位於 32.5 至 34.9 元區間時，中油吸收 25%漲幅；35 至 37.4 元區間吸收 50%；高於 37.5 元時，則與政府共同吸收 75%。因此，即使國際油價續升或亞洲鄰國取消部分補貼，國內油價仍將相對平穩，相關成本則主要由中油持續吸收。目前中油每公升吸收 3.3 元，政府貨物稅吸收 3.7 元，合計約 22%漲幅尚未反映。自中東戰事爆發以

來，中油在民生用油部分已吸收 148.2 億元，3 月底累積虧損達 791 億元，已高於 2026 年預算書目標。

截至 5 月，中油仍維持民生與商業用戶天然氣價格不變，但持續調升電業用戶天然氣價格，4 月漲 41.58%、5 月漲 9.34%，將部分能源成本轉由台電吸收。依據台電預算書，即便台電已將去年獲利 729 億元用於彌補累積虧損，預計 2026 年累虧將達 4,540 億元，已接近實收資本額 5,800 億元。由於發電成本始終無法充分反映於終端售價，台電第一季再度虧損 43 億元，加上 4 月起電價全面凍漲、天然氣成本卻持續上升，台電表示每月發電成本將增加約 100 億元、全年約 900 億元，因此台電全年累積虧損規模亦可能隨之持續擴大。

圖 10：台電及中油的累積虧損與實收資本



資料來源：台灣中油、台電

註：2026 年累積虧損資料取自預算書估計數

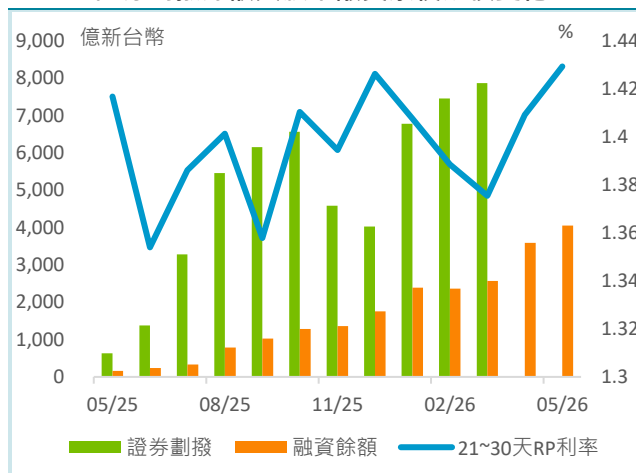
註：2027 年中油實收資本取自中油提交經濟部規劃

夏季電價調整有助台電減緩虧損，但海灣國家部分生產設施已受破壞，即使美伊戰事落幕，若全球主要國家積極回補庫存，國際油氣價格短期內恐難明顯回落。中油與台電除可能透過政府編列預算撥補損失外，亦可能需要由經濟部辦理增資，以避免淨值進一步惡化。4 月經濟部已規劃於 4 年內增資中油 3,500 億新台幣，其中明年匡列 1,687 億元。然而，無論撥補或增資，皆須納入年度預算或特別預算並送立法院審議。倘若朝野無法凝聚共識，中油與台電仍可能需透過調漲價格因應，後續宜持續關注 9 月底電價審議委員會結論。

關注央行貨幣緊縮動向

在經濟強勁、通膨升溫的背景下，市場開始揣測台灣央行下半年可能升息。自 4 月中下旬，1 年期 IRS 彈升逾 10bps 至 1.85%，惟 6 個月 IRS 僅上揚約 3bps 至 1.73%，相較於 3 個月 Taibor 的 1.678%，顯示交易商尚未對 6 月升息取得共識。然而，股市出現過熱跡象，自去年 4 月以來，上市櫃融資餘額已累計增加逾 4 千億元，證券劃撥存款餘額增加近 8 千億元，證券商不限用途款項借貸規模亦增加約 600 億元。熱錢流向股市擠壓金融機構於貨幣市場的調度空間，短天期 RP 利率自農曆年後上揚約 5bps，5 月央行 2 年期 NCD 得標利率彈升 12bps，顯示貨幣市場流動性已轉趨緊縮。考量中東地緣政治不確定性仍高，且經濟前景仍有變數，央行 6 月理監事會議有望暫時保持審慎，下半年民眾通膨預期的變化，將牽動後續貨幣政策調整的時點與方向。

圖 11：證券劃撥餘額與股市融資累積規模變化



資料來源：中央銀行、櫃買中心

王威鈞

經濟研究處經濟學家

jenson.wang@fubon.com

免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。

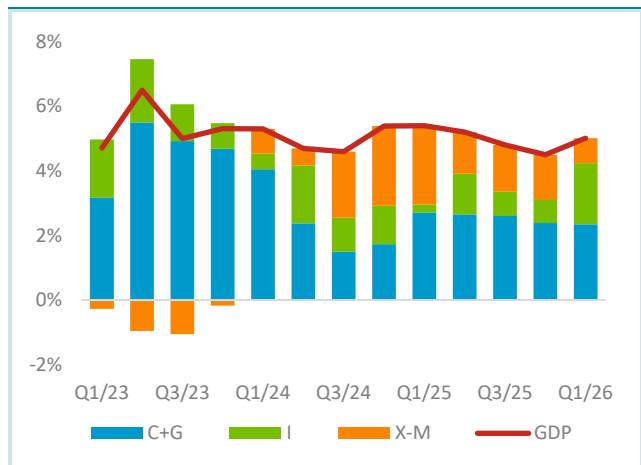
中國經濟展望

2026 年經濟成長可望達成兩會目標

第一季 GDP 年增率回升，經濟表現優於市場預期

今年第一季中國 GDP 年增率由前期的 4.5% 回升至 5.0%，扭轉去年經濟成長率逐季放緩的趨勢。從需求面觀察，消費對經濟成長的貢獻度為 2.3%，略低於前值 2.4%；投資貢獻度則由 0.7% 明顯升至 1.9%；淨出口貢獻度為 0.8%，低於前值 1.4%。若進一步觀察第一季主要月度經濟數據的平均年增率，社會消費品零售總額由 1.7% 回升至 2.3%，固定資產投資由 -2.7% 改善至 1.8%，商品出口年增率則由 3.8% 大幅升至 14.7%，亦高於去年前三季 6.1~7.1% 的水準。惟受第一季進口平均年增率同步由 3.3% 升至 22.7% 影響，當季貿易差額有所回落。整體而言，出口仍是帶動中國第一季經濟回升的主要動能，投資年增率亦止跌回穩，消費則持續提供支撐，使今年第一季經濟表現高於市場原先預期的 4.8%。

圖 1：中國經濟成長率及各部門貢獻度



資料來源：Wind

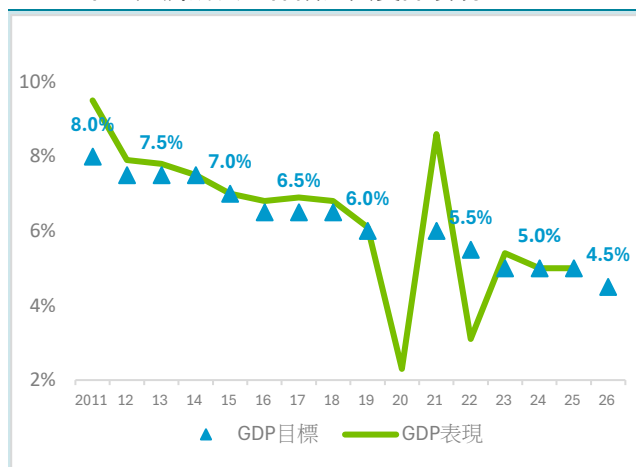
今年經濟成長目標設定為 4.5~5.0% 區間

3/5 中國全國人大政府工作報告將今年經濟成長目標，由過去三年的 5% 左右調整為 4.5~5.0% 的彈性區間。隨著 GDP 基期逐步墊高，加上政策重心轉向高品質發展與永續發展，今年成長目標由單一數值改為區間設定，反映中國 GDP 成長率可能較去年的 5.0% 溫和放緩。從國際機構預測來看，1/19 IMF 將中國今年 GDP 成長預估由 4.2% 上調至 4.5%，反映經濟刺激措施逐步落實，

加上美中貿易緊張情勢暫時緩和，關稅衝擊有所減輕。其後，隨著 2 月底美伊衝突快速升溫，IMF 於 4/14 將中國今年 GDP 成長預估小幅下調至 4.4%，與 OECD 預測一致，相較之下，World Bank 預估值更低，為 4.2%。整體而言，在能源供應相對有保障、通膨壓力仍屬溫和、貨幣政策暫無明顯收緊壓力的情況下，中東局勢升溫對中國整體經濟的直接衝擊仍相對有限。

相較之下，ADB 與 Bloomberg 彙整的市場預測更為樂觀，皆認為中國今年 GDP 成長率可達 4.6%。若進一步從中國 2035 年人均 GDP 較 2020 年翻倍的中長期目標推估，十五五與十六五期間中國 GDP 年均成長率至少須維持在 4.2% 左右，這意味著十五五(2026~2030 年)期間，中國經濟成長率大致仍需維持在 4.5~5.0% 區間。因此，綜合短期景氣表現、國際機構預測與中長期發展目標判斷，今年中國經濟有望達成兩會設定的成長目標。

圖 2：中國經濟成長目標設定與實際表現



資料來源：Wind

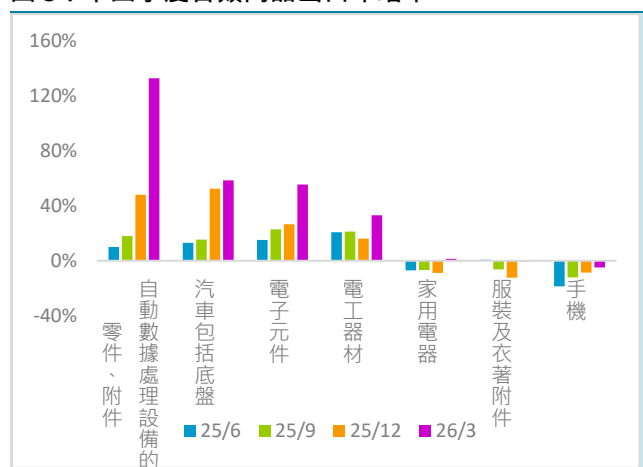
短期出口表現仍具支撐

AI 產業鏈與綠色轉型需求帶動出口增長

考量春節因素易造成月度數據波動，因此改以各類產品的季度出口表現觀察。第一季自動數據處理設備的零件及附件、汽車(含新能源汽車)、電子元件(含太陽能電池及積體電路)以及電工器材(含鋰電池)出口年增率分別達 132.9%、58.4%、55.5% 及 33.1%，成長動能強勁。其中，自動數據處理設備單一項目即拉動整體出口成長

7.4%，反映 AI 產業鏈相關需求快速擴張。同時，隨著荷姆茲海峽航運風險上升，能源成本攀升亦提高歐亞進口國對能源安全與產業轉型的重視，進而帶動汽車與電工器材出口，兩者合計拉動整體出口成長 4.8%。此外，受惠於 AI 與綠色轉型兩大趨勢的電子元件，也進一步拉動整體出口成長 2.6%。整體來看，上述商品合計貢獻出口成長 14.8%，顯示本輪出口成長動能主要來自 AI 供應鏈與綠色轉型相關產品。相較之下，消費端商品表現仍相對疲弱，家用電器復甦力道偏弱，服裝與手機等產品出口維持負成長，持續對整體出口表現形成拖累。

圖 3：中國季度各類商品出口年增率



資料來源：Wind

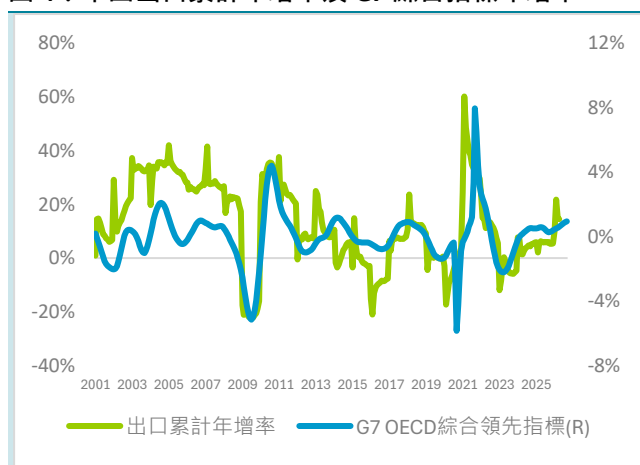
短期出口仍具支撐，惟第三季末將是關鍵觀察時點

4 月出口累計年增率為 14.5%，大致持平於前值 14.7%，顯示貿易動能仍然強勁。從外部需求指標觀察，OECD G7 綜合領先指標年增率自去年 9 月以來持續攀升；年初以來費城半導體指數亦屢創新高，顯示在前期全球主要國家貨幣寬鬆效應下，短期外需與科技循環仍具支撐。與此同時，5/14~5/15 美中元首睽違 9 年於北京會晤。中國官媒指出，主席習近平與美國總統 D. Trump 同意將建構「中美建設性戰略穩定關係」作為雙邊關係新定位，為未來 3 年乃至更長時間的雙邊互動提供戰略指引。上述共識的形成，預期有助於降低短期內雙方突發性加徵關稅或採取經濟制裁措施的風險，短期出口表現仍可望維持支撐。在出口商品結構方面，AI 與能源轉型相關產品預料維持較佳成長表現；相對而言，傳統中游製造相關產品則因為對於國際原油價格敏感性高，可能因海外生產受高油價壓抑，或面臨供應中斷風險，而承受回落

壓力，使各出口部門間的表現差距進一步擴大。

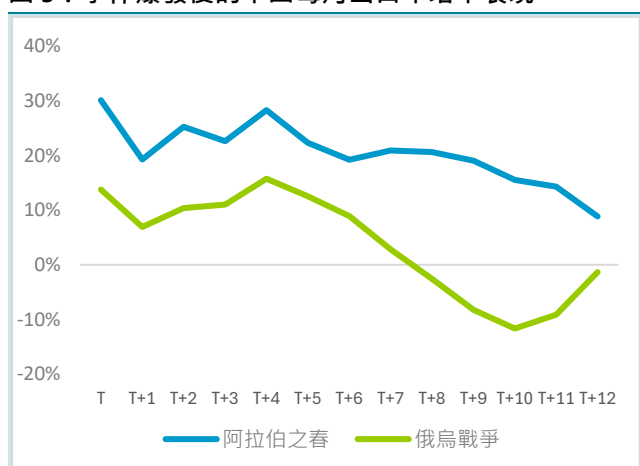
值得注意的是，高油價對海外生產的衝擊通常具有滯後性。回顧 Brent 原油價格過去兩度升破每桶 100 美元的情況，2010/12 的阿拉伯之春屬於利比亞內戰引發的實體產能斷供，2022/2 俄烏戰爭則屬於西方金融制裁觸發的結構性供應鏈中斷。在這兩次地緣供給衝擊後，中國出口累計年增率皆在事件發生約 6 個月後明顯轉弱，其後下行壓力逐步擴大。如果本輪由美伊衝突及荷姆茲海峽航運危機引發的供給端中斷，其傳導路徑與歷史經驗相近，則今年第三季末將是觀察高油價壓制出口效應是否實質顯現的關鍵時點。

圖 4：中國出口累計年增率及 G7 綜合指標年增率



資料來源：Wind，G7 OECD 綜合領先指標往後 5 個月

圖 5：事件爆發後的中國每月出口年增率表現



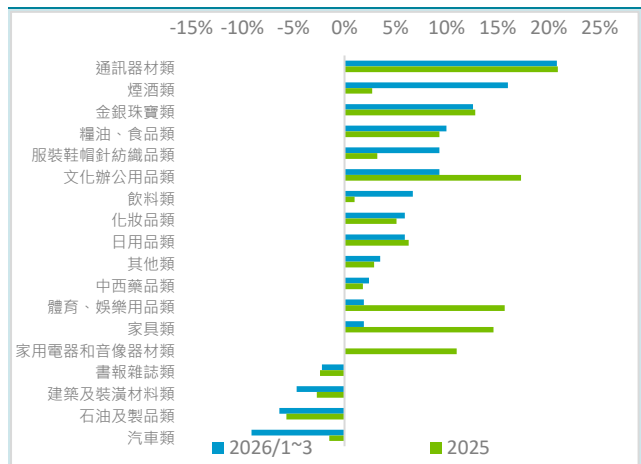
資料來源：Wind，出口年增率進行平滑處理

政策支持趨弱，消費動能放緩

以舊換新帶動的商品消費動能回落

今年第一季商品消費呈現結構性復甦，通訊器材、菸酒、金銀珠寶、糧油食品年增率介於 10.0~20.8%，反映部分高端消費與民生實用商品需求表現較佳。然而，隨著消費品以舊換新效益減弱，去年表現較佳的文化辦公用品、家具、家用電器及音像器材成長動能轉弱，年增率由去年的 11.0~17.3% 降至 0.0~9.3%。同時，隨著今年汽車以舊換新補貼由定額補貼改為按新車價格比例計算，汽車類降幅亦由 -1.5% 進一步擴大至 -9.1%。此外，第一季商品零售消費累計年增率僅 2.2%，明顯低於服務類的年增率 5.5%，兩者差距自去年 5 月以來明顯擴大，反映假日與體驗型消費的帶動效果持續顯現。同時，在各地鼓勵舉辦文體賽事的帶動下，民眾消費偏好正由實體商品逐步轉向服務型消費。

圖 6：中國社會消費品零售總額各細項累計年增率



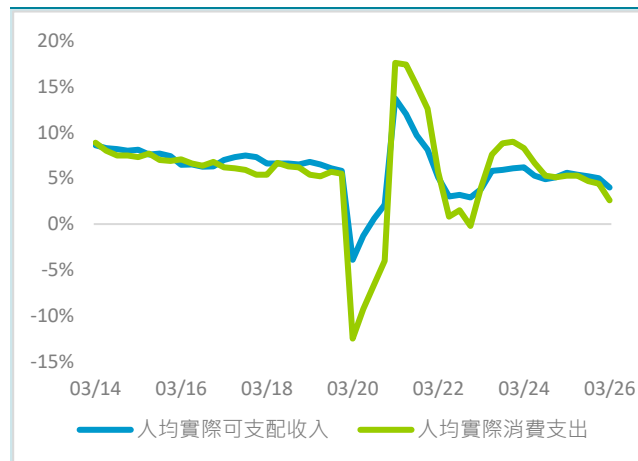
資料來源：Wind

政策補貼縮減與內生因素共同壓抑消費成長

4 月社會消費品零售總額年增率由 2.4% 進一步降至 1.9%。受 2024~2025 年以舊換新政策影響，耐用消費品需求已提前釋放，後續可能出現需求前置後的透支效應。同時 2026 年國家將相關補貼規模從 3,000 億人民幣下調至 2,500 億人民幣，預計促消費政策效益將減弱。就政策以外的內生動能而言，第一季居民人均實際可支配收入年增 4.0%，人均實際消費支出年增僅 2.6%，均處於近三年相對偏低水準。此外，就業市場壓力亦逐步顯現，3 月城鎮調查失業率 5.4%，創下近 13 個月以來

新高，居民收入成長放緩將制約消費成長力道，預計商品消費成長動能將低於 2025 年。值得注意的是，今年以來官方已將服務消費定位為拉動內需的新主軸，並透過一系列政策擴大供給、創造消費場景，同時藉由擴張服務消費創造更多優質工作機會。預期服務消費成長表現將優於商品消費，成為支撐整體消費的重要來源。

圖 7：中國人均實際可支配收入及消費支出累計年增率



資料來源：Wind

投資動能可望逐步修復

地方政府化債對投資的排擠效應減弱

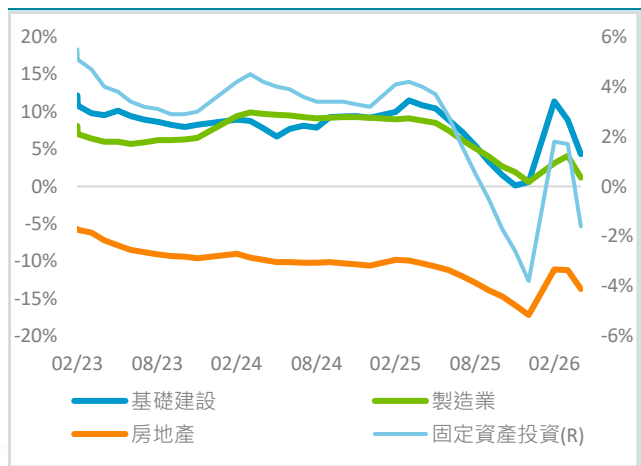
第一季固定資產投資累計成長 1.7%，較去年衰退 3.8% 明顯改善。觀察細項結構，基礎建設、製造業及房地產投資年增率分別反彈至 8.9%、4.1%、-11.2%，相較去年底年增率 0.6%、0.6%、-17.2%，整體呈現回升態勢，顯示地方政府加速化債對投資資金的擠壓已有所緩解。同時，隨著官方積極推動拖欠企業款項清償政策，民企現现金流改善，投資資金缺口亦有所縮小。其中，基建是推動本輪投資回穩的主要動能。作為十五五規劃開局之年，去年 12 月發改委就提前批准 2026 年兩重（國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設）項目清單與中央預算內投資計劃約 2,950 億人民幣，及時紓解前期項目儲備不足的限制。此外，為引導資金精準落地，避免再度出現去年近三成專項債用於清償債務、約一成用於土地收購的情形，今年官方特別把專項債中用於項目建設的部分單獨列示，強制提高用於實體工程建設的比例，確保財政資源投入項目建設。

在政策支撐下，投資表現仍可望優於去年

相較於消費品以舊換新補貼的減少，今年透過超長期特別國債安排用於設備更新的資金規模持平於 2,000 億人民幣。加之官方明確規定，財政貼息不再以貸款必須獲得 PBOC 再貸款支持為前提，此舉大幅降低了企業申請貼息的門檻，政策傳導效率顯著提升，進而帶動第一季設備器具購置投資成長 13.9%，成為投資端最主要的支撐。儘管 4 月固定資產投資累計增速受房地產投資拖累轉為負值，但有鑑於今年以來專項債發行進度提前，1~4 月累計發行進度達 30%，為近兩年最快，預計將對相關項目的推進形成支撐。

同時，就特殊國債投放進度來看，4 月下旬發改委已進一步下達年內第二批兩重建設項目清單，累計安排資金 6,065 億人民幣(佔全年總量的 76%)，且設備更新資金已下達 1,851 億人民幣(佔全年總量的 92%)，整體下達進度顯著超越去年同期。考慮到低基期效應及財政政策續航力，尤以今年政府工作報告罕見提出發行 8,000 億元人民幣新型政策性金融工具(年增 3,000 億人民幣)，隨著 4 月發改委表態將加快投放，預計 2026 年全年固定資產投資表現仍可望優於去年。

圖 8：中國固定資產投資各細項累計年增率



資料來源：Wind

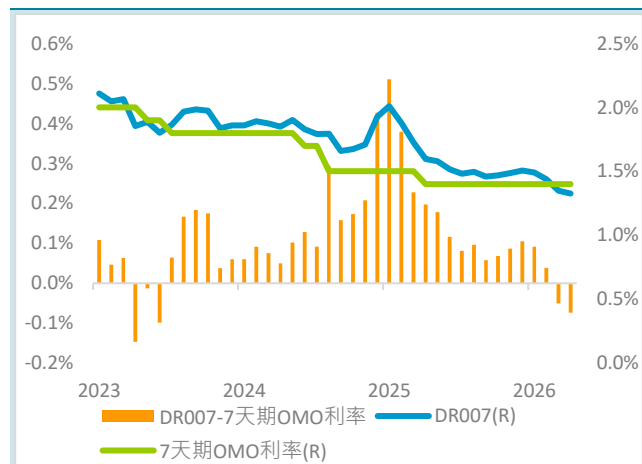
貨幣政策轉向審慎觀察

5/11 PBOC 發布第一季貨幣政策執行報告，將地緣政治風險列為全球經濟形勢的首要因素，並明確指出中東衝突擾亂全球能源與大宗商品供應，導致供給衝擊及輸入型通膨壓力顯現，成為影響後續政策走向的關鍵變數。

對比第四季報告，本次未再出現靈活高效運用降準降息等多種政策工具的表述，重心轉向改善政策傳導機制，並加強結構性工具的運用，再加上 1 月 PBOC 已先行推出結構性貨幣政策工具，強化對科技創新及小微企業的支持力度，短期內進一步寬鬆的必要性有所下降。不過，報告維持適度寬鬆政策基調。觀察近期市場流動性狀況，4 月 DR007 均值自 2023/8 以來首次降至政策利率下方，5 月迄今短端利率延續上述狀況，反映 PBOC 仍保留進一步寬鬆的空間，若僅從報告措辭的調整來看，整體政策基調已轉向觀察與評估。

考量中國內需復甦延續性有限，同時美伊衝突延宕導致全球貿易不確定性攀升，第三季後出口端恐面臨下行壓力。為有效抵銷外部風險並維持成長動能，預估今年 PBOC 仍有降準降息的空間，以確保全年經濟目標順利達成。匯率方面，PBOC 指出增強外匯市場韌性，穩定市場預期，並重新納入為實體經濟營造穩定匯率環境的表述。配合今年以來人民幣兌美元走勢，在岸及離岸人民幣先後升破 6.8 關口，創下近三年新高。在此背景下，預期 PBOC 將維持較強的匯率管理，以引導人民幣在 6.78~6.85 相對穩定區間內波動。

圖 9：中國 DR007 及 7 天期 OMO 利率走勢



資料來源：Bloomberg

林宜瑩

經濟研究處資深研究員

Janice.vy.lin@fubon.com



免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。



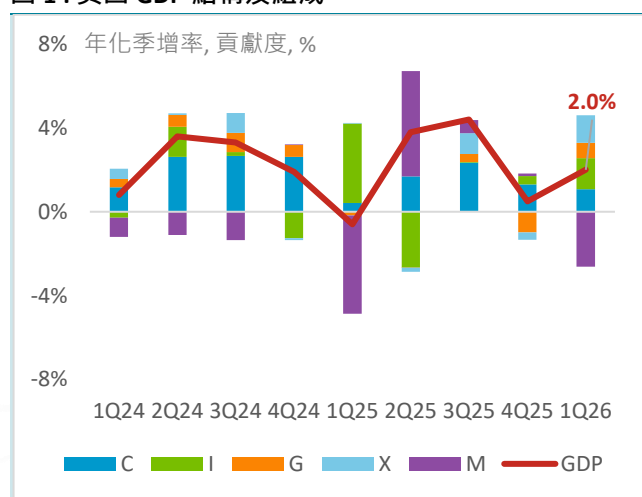
美國經濟展望

經濟溫和成長但動能分化

消費具備韌性但有所放緩

美國 2026 年第一季實質 GDP 年化季增率由前季 0.5% 回升至 2.0%，經濟動能於政府關門衝擊後有所修復。成長結構方面，民間消費、固定投資與政府支出皆產生正貢獻，其中政府支出受去年第四季聯邦政府關門結束後支出回補帶動，非國防支出反彈尤為明顯。另一方面，出口雖維持成長，但商品進口增幅更為顯著，使外需負貢獻度由-0.2%擴大至-1.3%，並同步推升庫存投資，顯示企業可能提前因應關稅、供應鏈與需求不確定性進行備貨。民間消費仍具韌性，但支出動能已有放緩跡象。第一季民間消費年化季增率由前季 1.9% 降至 1.6%，其中耐久財支出近乎停滯，休閒用品與車輛消費轉為負貢獻，非耐久財支出亦轉為拖累。服務消費雖仍為主要支撐，惟貢獻度由 1.2% 降至 1.1%，且成長主要集中於醫療、公用事業等必需項目，娛樂、餐飲住宿等非必需消費則有所降溫，反映家庭支出行為趨於審慎。

圖 1：美國 GDP 結構及組成



資料來源：BEA

企業投資將支撐全年成長

展望 2026 年，美國經濟預料維持溫和成長，但成長動能可能在年中承壓，並於年底改善。在「大而美法案」擴大退稅帶動下，第二季家庭可支配所得與內需

消費應具支撐，惟中東衝突推升油價與通膨壓力，恐排擠非必需消費支出，使第二、第三季民間消費續航力面臨考驗。相較之下，企業投資仍為較為確定的成長來源，在 AI 資料中心、伺服器設備、電力與網路基礎建設需求支撐下，資本支出動能可望延續，並抵銷部分消費放緩壓力。外需方面，能源出口價量同步上行，應有助改善貿易收支，惟 AI 投資與企業備貨需求亦將推升進口，淨出口改善幅度恐相對有限。若荷姆茲海峽通行持續受擾，通膨壓力將成為影響成長的主要變數，不過第四季在期中選舉效應、年底消費旺季及企業投資延續帶動下，成長動能應有回穩空間。

國際機構預測亦大致支持美國經濟維持韌性的判斷。IMF 於 4 月《全球經濟展望》指出，假設中東衝突的持續期間與影響範圍有限，全球經濟成長預估降至 3.1%，低於衝突前預估的 3.4%。但美國受惠於能源自主、財政支持與科技投資支撐，2026 年經濟成長預估僅小幅下修至 2.3%。整體而言，美國經濟雖面臨能源成本、通膨與政策不確定性干擾，但在 AI 資本支出及財政退稅支撐下，全年仍可望維持約 2% 的溫和擴張。

表 1：美國 GDP 年增率預測

年度	Fed 2026/03	IMF	WB	OECD	BL 調查- 中位數
2026(F)	2.4%	2.3%	2.2%	2.0%	2.1%
2027(F)	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	2.0%

資料來源：Bloomberg、Fed、IMF、OECD、WB

能源成本壓力排擠家庭支出

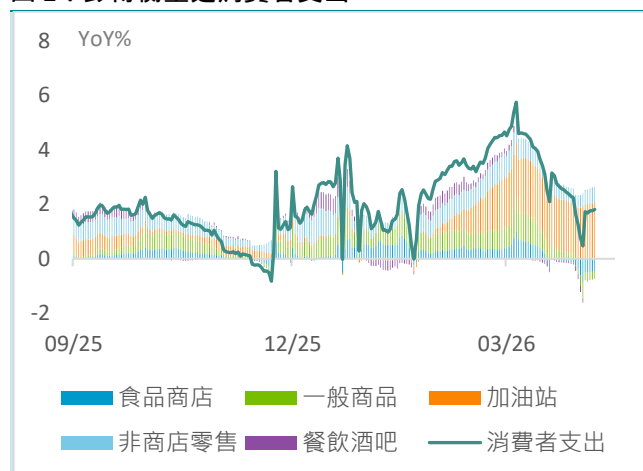
可支配所得受通膨侵蝕

美國消費數據已開始受到能源價格上升與通膨壓力的干擾。中東衝突爆發後，零售銷售仍維持增長，惟主要動能更多來自汽油價格上漲推升加油站名目消費金額，其他主要項目月增動能則普遍低於衝突爆發前水準。4 月零售銷售月增率由 1.6% 降至 0.5%，其中控制組核心零售銷售月增率降至年內低點，顯示「大而美法案」退稅雖可部分抵銷能源價格上漲，但核心消費動能已有降溫跡象。BofA Consumer Checkpoint 報告指

出，4 月每戶消費金額年增率由 4.3% 升至 4.8%，排除汽油後仍達 4.0%，表面上看來，消費仍具韌性。不過，該報告亦指出，多項非必需消費於 4 月出現放緩，且旅遊、服飾等項目消費金額增幅明顯高於交易筆數，可能更多反映油價與關稅推升價格，而非實際消費量同步擴張。Bloomberg 消費指標則顯示近期支出增長主要源自於加油站，食品、餐飲與日常雜貨等消費已初見被排擠跡象。

5 月份密西根大學消費者信心指數下降至 48.2，續創歷史新低，並提及汽油價格上漲及關稅等因素為擔憂主因，恐進一步壓抑未來耐久財的購買意願。Cox Automotive 亦指出，4 月新車銷售年化規模預估由 3 月 1,630 萬輛降至 1,610 萬輛，銷售量月減 1.9%、年減 5.4%，顯示高油價、低信心與經濟不確定性已對大額消費形成壓力。整體而言，雖然美國消費尚未出現失速風險，但實質購買力受能源與通膨侵蝕，未來一至兩季消費動能恐偏溫和。

圖 2：彭博衡量之消費者支出



資料來源：Bloomberg

註：取自彭博第二套消費支出指標，近 28 日 YoY, NSA

消費轉向保守，信用品質壓力續增

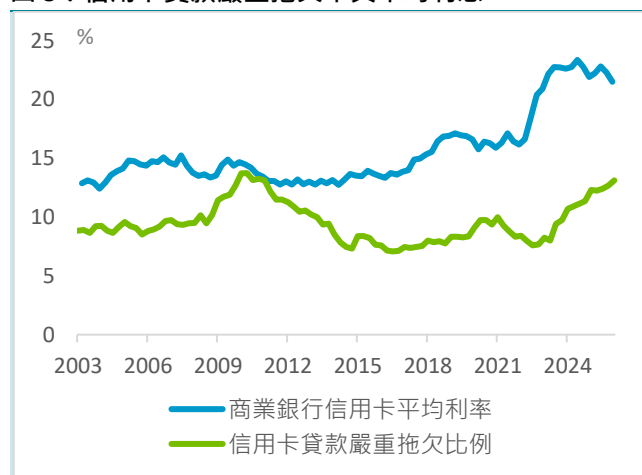
家庭部門短期內仍受退稅與資產價格支撐，惟消費分化與信用壓力持續升高。根據 BofA 信用卡消費分析，4 月高收入家庭消費年增率達 4.9%，高於低收入及中等收入家庭的 3.1%、3.6%，且中低收入家庭非必需消費已出現放緩，反映高油價與生活成本壓力對不同收入族群影響不均。退稅雖提供短期緩衝，但其分配偏向高收入家庭，且家庭約將半數退稅轉為儲蓄，實際

用於消費的比例有限。雖有助於抵禦能源價格上行壓力，但消費傾向轉趨謹慎下，支出動能仍可能放緩。

企業端訊號亦顯示，消費者對價格敏感度提高，消費行為逐漸轉向追求性價比。Walmart 稱近期成長部分來自原先習慣於高端超市購物的中高收入家庭，低收入家庭消費則更加謹慎，顯示消費降級與預算排擠現象同步存在。食品巨頭 Kraft Heinz 對消費前景轉趨保守，指出消費者正轉向性價比較高的超市自有品牌。雖然 Johnson Redbook 同店銷售年增率升至 2023 年以來高點，但在近期物價快速上行背景下，成長動能究竟來自價格上漲，抑或實際需求擴張，有待進一步觀察。

信用面壓力亦未緩解。根據 New York Fed 2026 年第一季《家庭債務及信用報告》，各類貸款嚴重拖欠率均進一步上升，其中信用卡貸款嚴重拖欠比率上升至 13.1%，為 2011 年以來新高。而 Fed 統計顯示商業銀行平均信用卡利率仍達 21.0%，續處在歷史高位附近，在生活成本壓力上升下，高借貸成本與信用品質惡化之間的惡性循環，短期內恐難以緩解。整體來看，美國消費目前仍處於脆弱平衡，若就業市場後續轉弱，信用壓力與消費放緩的擴散風險或進一步提高。

圖 3：信用卡貸款嚴重拖欠率與平均利息



資料來源：FRED、New York Fed

企業投資強勁但結構分化

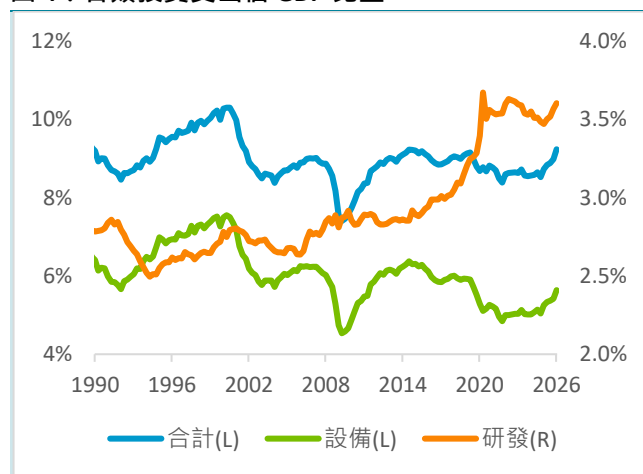
AI 資本支出持續攀升

企業投資仍為 2026 年經濟成長最具確定性的支撐來源，但動能主要集中於 AI 資料中心、伺服器設備、電

力與網路等相關基礎建設。第一季非住宅固定投資明顯擴張，其中設備投資與智慧財產投資表現尤為突出，反映 AI 資本支出對總體需求的拉動效果顯著。相較之下，過去受 CHIPS 法案帶動的製造業廠房建設動能已逐步放緩，使投資結構更明顯轉向設備、軟體及資料中心相關配套投資。

從中長期角度觀察，AI 投資仍具延續空間。雖然研發支出佔 GDP 比重已接近歷史高位，但設備投資佔比仍遠低於網路泡沫時期，顯示目前資本支出雖快速升溫，但尚未達到全面泡沫化階段。近期大型 CSP 第一季財報會議亦顯示，算力短缺仍是產業共同瓶頸，且 Agentic AI 發展將進一步提高推論、資料處理與雲端服務需求，使四大 CSP 同步上修 2026 財年資本支出計畫，合計規模逾 7,000 億美元。AI Agents 的導入除硬體外，亦將推升資料基礎建設、軟體、組織重整與企業流程改造等無形投資，意味 AI 資本支出在短期內快速降溫的風險有限。

圖 4：各類投資支出佔 GDP 比重



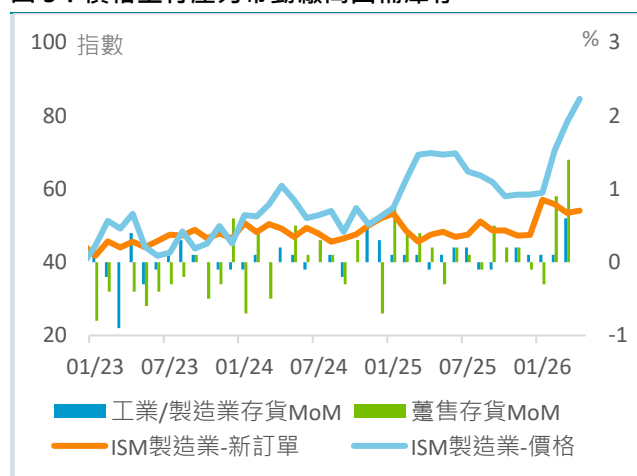
資料來源：FRED

庫存與貿易波動加劇

除 AI 投資外，庫存與貿易波動亦是觀察企業活動的重要變數。近期 ISM 製造業新訂單與價格指數同步走強，其中新訂單指數已連續 4 個月維持於擴張區間，價格指數更升至 84.6，接近 2021~2022 年供應鏈紊亂疊加俄烏衝突爆發期間的水準。與此同時，供應商交貨時間亦明顯拉長，反映在不確定性下，企業可能提前採購原物料及零組件，以因應後續成本上升與潛在供應鏈干擾風險。

庫存數據亦呼應上述變化，近期工業、製造業與躉售庫存月增率明顯回升，反映企業正進行庫存回補。ISM 製造業 PMI 中相關庫存指標仍處於偏低水位，短期內再次進入庫存去化週期的風險相對有限。因此，企業採購活動的強勁表現可能更偏向「AI 需求、補庫存與預防性拉貨」的共同作用，而非傳統製造業已全面復甦的訊號。貿易方面，美國能源出口價量同步上行雖有助支撐出口表現，但 AI 設備、資本財及企業備貨需求亦將推升進口，使淨出口改善空間受限。

圖 5：價格上行壓力帶動廠商回補庫存



資料來源：Bloomberg

住宅投資短期改善空間有限

住宅投資呈現疲軟狀態，5 月 NAHB 房屋市場指數雖回升至 37，但已連續 25 個月低於 50 的榮枯線，反映建商對銷售前景與買方負擔能力仍持保守看法。第一季住宅投資延續去年初以來修正格局，主要受高房價、高房貸利率及購屋信心不足拖累。中東衝突後市場重新評估財政前景與 Fed 政策動向，帶動美國 30 年期固定房貸利率回升至 6.36%，相較衝突爆發前上升 38bps，進一步壓抑購屋需求與建商推案意願。

短期內房市面臨供需兩側壓力。需求端方面，房貸利率維持高檔使購屋負擔能力難以改善，尤以消費者信心下滑及家庭預算受能源成本排擠下，大額購屋決策更容易延後。供給端方面，較高利率加深屋主惜售心態，使成屋供給恢復速度受限，並降低交易量回升空間。整體而言，2026 年民間投資將呈現分化，與 AI 相關投資強勢表現形成對比，住宅投資改善空間有限。

財政與經貿政策雜訊仍高

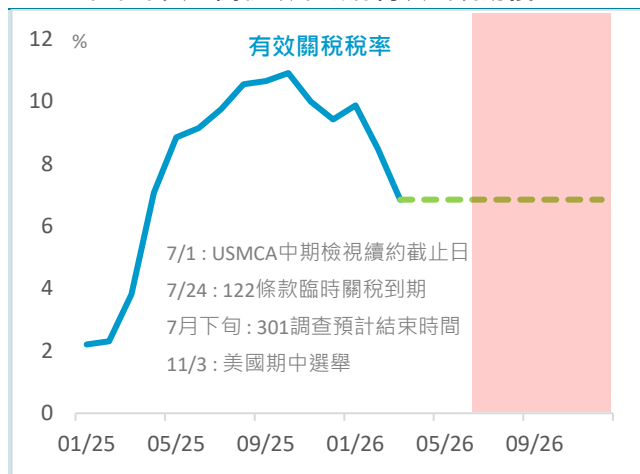
財政赤字擴大但成效待觀察

2026 年美國財政政策仍偏向擴張，但對整體內需的刺激效果可能有限。Trump 政府 2027 財年預算方向整體雖呈現擴張，惟新增支出主要集中於國防、邊境、移民執法及相關安全領域，非國防可自由支配支出則面臨削減壓力，意味即使下半年政府支出維持高檔，也難以期待其對民間消費產生明顯乘數效果。期中選舉前，額外支出可能僅限國防追加預算。

另一方面，CBO 於 2 月預估 2026 至 2027 財年關稅收入每年約 4,200 億美元，但該假設未反映 IEEPA 關稅法律基礎遭最高法院否決後的退稅壓力，以及 122 條款下的臨時稅率較先前低。除 IEEPA 關稅退款規模約 1,660 億美元，122 條款關稅亦面臨美國國際貿易法院 (CIT) 挑戰。若關稅收入不如預期且國防支出續增，聯邦赤字擴大，將加劇期限溢酬上升風險。

下半年關注期中選舉情勢與經貿政策路線

圖 6：下半年美國關稅政策或將再次出現紛擾



資料來源：Bloomberg

美國將於 11/3 迎來期中選舉，參考目前市場民調，民主黨在眾議院選情相對佔優，共和黨於參議院具有優勢，但歷史上執政黨通常會在期中選舉面臨逆風，且 Trump 目前支持率處於低檔，整體選情對共和黨不利。不過，共和黨在部分州的選區重劃安排 (Gerrymandering) 上取得優勢，選舉結果仍具高度不確定性。另一方面，關稅與貿易承諾可能再度成為政治

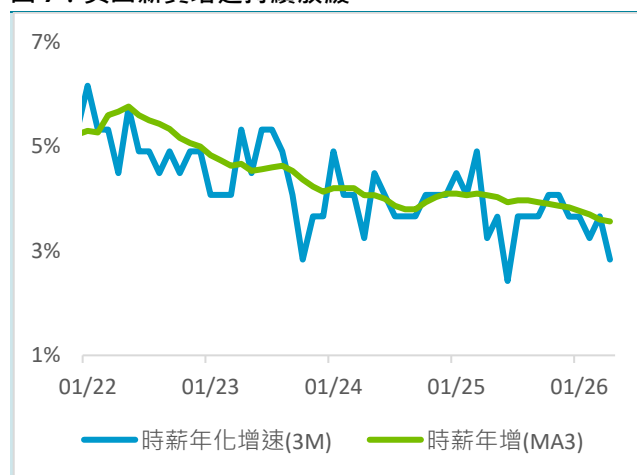
操作工具，122 條款臨時關稅預估將於 7/24 到期，而 USTR 於 3 月針對 60 個主要貿易夥伴啟動的 301 條款調查，預計將於 7 月下旬調查完畢，預料 Trump 政府或將以 301 關稅清單、232 條款國安關稅以及 USMCA 中期檢視機制為基礎，發動新一輪關稅威脅，以敦促貿易夥伴履行貿易協議中的投資及採購承諾，類似 5 月以汽車關稅要求歐盟履行貿易協議承諾的操作模式，意味下半年關稅議題相較上半年可能進一步升高。

Fed 政策能見度偏低

4 月 FOMC 決議維持聯邦資金利率於 3.50~3.75%，然而委員會內部分歧明顯，除理事 S. Miran 支持降息一碼外，3 位區域聯準銀行總裁反對聲明中「相對寬鬆」的政策傾向敘述，4 名委員持反對意見為 1992 年以來最高。時任主席 J. Powell 亦在會後記者會持審慎觀望立場。在此背景下，除非就業市場快速惡化，否則 FOMC 短期內仍欠缺轉向降息的條件。即使新任 Fed 主席 K. Warsh 未來傾向較低利率，但在區域聯準銀行總裁普遍偏向鷹派，政策轉向仍須以通膨條件改善為前提。近期美國公債標售需求偏弱，亦顯示若 Fed 在通膨未明顯降溫前過度釋放寬鬆訊號，獨立性議題發酵可能再次引發殖利率上行壓力，反向限制政策操作空間。

就業市場微妙平衡降低降息急迫性

圖 7：美國薪資增速持續放緩



資料來源：Bloomberg

就業市場目前處於供給與需求同步降溫的微妙平衡。企業招聘意願明顯轉弱，ISM 製造業與服務業就業指

數均落於榮枯線之下，顯示企業在需求前景、成本壓力與政策不確定性下，僱行為趨於保守。不過，移民政策收緊、人口老化及勞動參與率下滑，也使勞動供給同步減少，令失業率得以維持在相對穩定區間。薪資方面，過去3個月平均時薪年化增速降至2.8%，3個月移動平均年增率亦降至3.6%，均低於去年同期水準，顯示薪資通膨壓力趨緩。整體而言，就業市場雖呈現降溫跡象，但尚未失速，反而降低Fed以就業風險為由提前降息的急迫性。

通膨黏性牽制政策動向

通膨仍是限制Fed轉向寬鬆的主要因素。美國4月CPI年增率由3.3%升至3.8%，政策利率的實質緊縮程度有所下降。通膨上行除了受到汽油與燃油價格帶動，在資料中心用電需求持續擴張下，電力價格連續兩個月上漲，電價短期回落空間有限。食品價格亦出現壓力，其中牛肉、蔬果等民生品項明顯上漲，儘管整體通膨尚未全面擴散，但已對家庭負擔能力與消費信心造成影響。核心CPI年增率則由2.6%升至2.8%，主要受住房租金類價格回升影響，惟部分漲幅與去年政府關門造成租金資料蒐集扭曲的統計因素有關，5月租金項目增速應有回落空間。

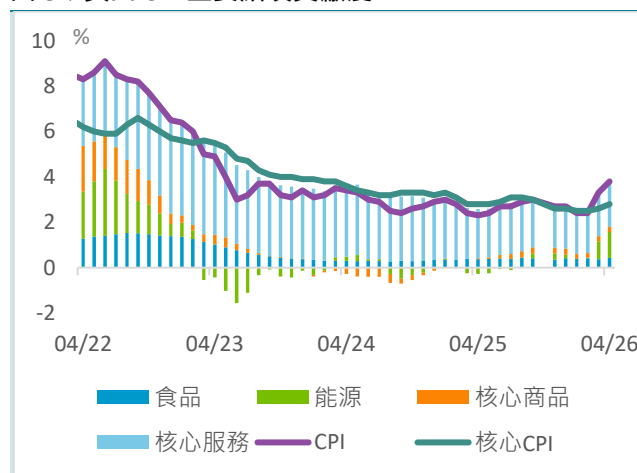
從成本面觀察，PPI與企業調查亦顯示能源價格上行正對廠商成本形成壓力，短期內商品、倉儲運輸及部分服務項目仍面臨上行風險。不過，企業在消費放緩下轉嫁能力受限，服務通膨缺乏明顯需求端推升壓力，整體核心通膨大幅加速的風險可控。綜上所述，當前通膨壓力主要集中於食品、能源及部分供應鏈相關項目，尚未形成全面的物價上行壓力，但其對民眾生活成本感受最為直接，也將加大共和黨在期中選舉前所面臨的壓力。

免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供作為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。

展望後續，能源價格仍是通膨路徑關鍵。EIA於5月短期能源展望中預估，由於荷姆茲海峽實質封鎖壓縮全球供給，Brent原油5至6月均價將維持約106美元/桶附近，全球油品庫存亦將於第二季明顯下降，顯示除非中東衝突迅速緩和且海峽通行恢復，通膨短期內缺乏快速降溫條件。因此，依目前通膨條件，年內維持利率不變的機率應高於重新啟動降息循環。

圖8：美國CPI主要細項貢獻度



資料來源：Bloomberg

中東局勢主導美元短線走勢

地緣政治風險支撐美元避險需求，此外，美國因能源自主程度較高，經濟基本面相對具備韌性。展望下半年，美元走勢將取決於三項關鍵因素。首先，8月底Jackson Hole全球央行年會期間，Fed政策方向有望逐漸明朗。其次，資金回流可能為美元提供支撐，尤其大型科技公司IPO可望帶動資金流向美元資產。最後，中東衝突、期中選舉與經貿變數仍可能放大匯率波動。整體而言，預估短期內美元指數將於96~101震盪，待全球政經情勢進一步明朗後，美元才可能出現較明確的方向性表現。

李政緯

經濟研究處研究員

allen.cw.lee@fubon.com